

公表時間

11月1日(金) 14時00分



経済・物価情勢の展望

2019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。

経済・物価情勢の展望（2019年10月）

【基本的見解】¹

<概要>

- 日本経済の先行きを展望すると、当面、海外経済の減速の影響が続くものの、国内需要への波及は限定的となり、2021年度までの見通し期間を通じて、景気の拡大基調が続くとみられる。輸出は、当面、弱めの動きが続くものの、海外経済が総じてみれば緩やかに成長していくも、基調としては緩やかに増加していくと考えられる。国内需要も、消費税率引き上げなどの影響を受けつつも、きわめて緩和的な金融環境や政府支出による下支えなどを背景に、増加基調をたどると見込まれる。
 - 先行きの物価を展望すると、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、当面、原油価格の下落の影響などを受けつつも、見通し期間を通じてマクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続けることや中長期的な予想物価上昇率が高まることなどを背景に、2%に向けて徐々に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、海外経済の成長ペースの持ち直し時期の遅れから、幾分下振れている。物価については、原油価格の下落などを背景に、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、経済の下振れリスクに加えて、中長期的な予想物価上昇率の動向の不確実性などから、下振れリスクの方が大きい。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。
-

¹ 各政策委員の見通しを踏まえた経済・物価情勢の展望や金融政策運営の考え方について、10月30日、31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。

1. わが国の経済・物価の現状

わが国の景気は、輸出・生産や企業マインド面に海外経済の減速の影響が引き続きみられるものの、所得から支出への前向きな循環メカニズムが働くもとで、基調としては緩やかに拡大している。海外経済は、減速の動きが続いているが、総じてみれば緩やかに成長している。そうしたもとで、輸出は弱めの動きが続いている。一方、企業収益が総じて高水準を維持するなか、設備投資は増加傾向を続けている。個人消費は、消費税率引き上げなどの影響による振れを伴いつつも、雇用・所得環境の着実な改善を背景に緩やかに増加している。住宅投資と公共投資は、横ばい圏内で推移している。以上のように、輸出は弱めの動きが続いている一方、国内需要が増加していることから、鉱工業生産は横ばい圏内の動きとなっており、労働需給は引き締まった状態が続いている。この間、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、横ばい圏内で推移している。

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、当面、海外経済の減速の影響が続くものの、国内需要への波及は限定的となり、2021年度までの見通し期間を通じて、拡大基調が続くとみられる。

海外経済については、成長ペースの持ち直し時期がこれまでの想定よりも遅れるとみられる。そのため、輸出は、当面、弱めの動きが続くことが見込まれる。もっとも、海外経済は、各国のマクロ経済政策の効果発現やIT関連財のグローバルな調整の進捗などを背景に成長率を高め、総じてみれば緩やかに成長していくとみられる。こうしたもとで、わが国の輸出は緩やかな増加基調に復していくと予想される。

国内需要については、きわめて緩和的な金融環境や政府支出による下支えなどを背景に、企業・家計の両部門において所得から支出への前向きな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、海外経済の減速の影響から製造業を中心にいったん増勢が鈍化するほか、

やや長い目でみれば、資本ストックの積み上がりなどが減速圧力として作用するものの、緩和的な金融環境のもとで、都市再開発関連投資、人手不足に対応した省力化投資、成長分野への研究開発投資などを中心に、緩やかな増加を続けると予想される。個人消費も、消費税率の引き上げの影響²からいったん下押しされると見込まれるが、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。この間、政府支出は、災害復旧・復興関連工事やオリンピック関連需要、国土強靱化等の支出拡大から 2020 年度にかけて増加を続けたあと、高めの水準で推移すると予想している。このように、海外経済の減速の国内需要への影響は、限定的なものにとどまると見込まれる。

こうしたもとで、わが国の経済は、いったん、潜在成長率³を幾分下回る成長となると見込まれるが、その後は、緩やかに成長率を高めていくことから、均してみれば、潜在成長率並みの成長を続けるとみられる。なお、今回の成長率の見通しを従来の見通しと比べると、海外経済の成長ペースの持ち直し時期の遅れから、幾分下振れている。

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想定している⁴。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。

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、企業による設

² 2019 年 10 月に実施された消費税率の引き上げは、税率引き上げ前後の需要変動、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と考えられる。もともと、その影響は、政府によって各種施策が実施されていることや、今回の税率引き上げ前の需要増加が大幅でなかったことなどから、2014 年度の前回増税時と比べると、不確実性はあるものの、小幅なものにとどまると予想される。

³ わが国の潜在成長率を、一定の手法で推計すると、足もと「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。

⁴ 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。

備投資や生産性向上に向けた取り組みなどが続くなかで、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。また、日本経済の成長力の高まりとともに自然利子率が上昇すれば、金融緩和の効果も高まっていくと考えられる。

（２）物価の中心的な見通し

消費者物価の前年比は、プラスで推移しているが、景気の拡大や労働需給の引き締まりに比べると、弱めの動きが続いている。

こうした動きには、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根強く残るもとの、企業の慎重な賃金・価格設定スタンスや家計の値上げに対する慎重な見方が明確に転換するには至っていないことに加え、企業が生産性向上によるコスト上昇圧力の吸収に向けた取り組みや近年の技術進歩、弾力的な労働供給なども影響している。また、公共料金や家賃などが鈍い動きを続けていることも、物価の上がりにくさに影響しているとみられる。こうした物価の上昇を遅らせてきた諸要因の解消には時間を要しており、物価のマクロ的な需給ギャップへの感応度が高まりにくく、適合的な期待形成の力が強い予想物価上昇率も上がりにくい状況が続いていると考えられる。

先行きの物価を展望すると、消費者物価の前年比は、当面、原油価格の下落の影響などを受けつつも、見通し期間を通じてマクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続けることや中長期的な予想物価上昇率が高まることなどを背景に、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる。なお、今回の物価の見通しを従来の見通しと比べると、原油価格の下落などを背景に、見通し期間の前半を中心に下振れている⁵。

消費者物価の前年比が2%に向けて徐々に上昇率を高めていくメカニズムについて、一般物価の動向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、引き締まった状

⁵ 2019年10月に実施された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年度と2020年度の押し上げ効果は、それぞれ+0.5%ポイントとなる）。また、現時点の情報をもとに、教育無償化政策が物価に与える影響について一定の仮定に基づき計算すると、2019年度と2020年度の消費者物価前年比（除く生鮮食品）は、それぞれ-0.3%ポイント、-0.4%ポイント押し下げられると見込まれる。

態にある労働需給や高水準の資本稼働率を反映して比較的大幅なプラスとなっている。先行き、海外経済の減速や消費税率引き上げなどの影響からプラス幅を縮小する局面もみられるものの、景気の拡大基調が続くもとの、均してみれば、現状程度のプラスを維持するとみられる。こうしたもとの、賃金上昇率の高まりなどを受けて家計の値上げ許容度が高まり、企業の価格設定スタンスも積極化していけば、価格引き上げの動きが広がっていくと考えられる。

第2に、中長期的な予想物価上昇率は、足もとは横ばい圏内で推移しているが、先行きについては、上昇傾向をたどり、2%に向けて次第に収斂していくとみられる。この理由としては、①「適合的な期待形成」⁶の面では、現実の物価上昇率の高まりが予想物価上昇率を押し上げていくと期待されること、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が、予想物価上昇率を押し上げていく力になると考えられることが挙げられる。

第3に、輸入物価についてみると、既往の原油価格下落が、当面、エネルギー価格の下落を通じて消費者物価を相応に下押しすることが見込まれる。もともと、その後は、そうした下押しの影響は次第に減衰していくと予想される。

この間、女性・高齢者の労働参加の高まりや、企業の生産性向上に向けた取り組みの強化は、長い目でみれば、物価上昇圧力を高める方向に作用していくと予想される。すなわち、こうした動きを受けて、経済全体の成長力が高まっていけば、企業や家計の支出行動が積極化していくことが期待できる。

3. 経済・物価のリスク要因

(1) 経済のリスク要因

上記の中心的な経済の見通しに対する上振れないし下振れの可能性(リスク要因)としては、以下の4点がある。

第1に、海外経済の動向である。具体的には、保護主義的な動きの帰趨とそ

⁶ 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ると考えられる。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。

の影響、中国を始めとする新興国・資源国経済の動向、IT関連財のグローバルな調整の進捗状況、英国のEU離脱問題の展開やその影響、地政学的リスク、こうしたもとでの国際金融市場の動向などが考えられる。こうした海外経済を巡る下振れリスクは高まりつつあるとみられ、わが国の企業や家計のマインドに与える影響も注視していく必要がある。

第2は、2019年10月に実施された消費税率引き上げの影響である。今回の消費税率引き上げ前の需要増は前回増税時と比べて小幅となっている。もっとも、その影響は、消費者マインドや雇用・所得環境、物価の動向によって変化し得ることから、引き続き注意する必要がある。

第3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始めとする規制・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4に、財政の中長期的な持続可能性に対する信認が低下する場合、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) 物価のリスク要因

以上のように、経済のリスク要因については、特に海外経済を巡る下振れリスクが高まりつつあるとみられるもとで、これらが顕在化した場合には、物価にも相応の影響が及ぶ可能性に注意する必要がある。

このほか、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予想以上に時間がかかり、現実の物価が弱めの推移を続ける場合には、「適合的な期待形成」を通じて、予想物価上昇率の高まりも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挙げられる。企業の生産性向上によるコスト上昇圧力の吸収に向けた取り組みが長期にわたり

継続したり、近年の技術進歩や流通形態の変化等によって企業の競争環境が一段と厳しくなったりする場合には、こうした面からの価格押し下げ圧力が予想以上に長く作用する可能性がある。また、公共料金や家賃などの鈍い動きが、先行きも、長期間にわたって、消費者物価上昇率の高まりを抑制する可能性もある。

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⁷。

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%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる。経済・物価のリスク要因については注意深く点検していく必要があるが、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プラスの状態が続くもとで、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、横ばい圏内で推移しており、先行き、価格引き上げの動きが広がるにつれて、徐々に高ま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、経済の下振れリスクに加えて、中長期的な予想物価上昇率の動向の不確実性などから、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。もっとも、低金利環境や金融機関間の厳しい競争環境が続くもとで、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

⁷ 「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。

スクや金融システムが不安定化するリスクがある。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、これらのリスクは大きくないと判断しているが、先行きの動向には注視していく必要がある⁸。

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。マネタリーベースについては、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、拡大方針を継続する。政策金利については、「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる惧れに注意が必要な間、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している。今後とも、金融政策運営の観点から重視すべきリスクの点検を行うとともに、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。特に、海外経済の動向を中心に経済・物価の下振れリスクが大きいもとで、先行き、「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる惧れが高まる場合には、躊躇なく、追加的な金融緩和措置を講じる。

⁸ 詳しくは日本銀行「金融システムレポート」（2019年10月）を参照。

(参考)

2019～2021 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)	(参考) 消費税率引き 上げ・教育無償化政策 の影響を除くケース
2019 年度	+0.6～+0.7 <+0.6>	+0.6～+0.8 <+0.7>	+0.4～+0.6 <+0.5>
7月時点の見通し	+0.6～+0.9 <+0.7>	+0.8～+1.1 <+1.0>	+0.6～+0.9 <+0.8>
2020 年度	+0.6～+0.9 <+0.7>	+0.8～+1.2 <+1.1>	+0.7～+1.1 <+1.0>
7月時点の見通し	+0.8～+1.0 <+0.9>	+1.1～+1.4 <+1.3>	+1.0～+1.3 <+1.2>
2021 年度	+0.9～+1.2 <+1.0>	+1.2～+1.7 <+1.5>	
7月時点の見通し	+0.9～+1.2 <+1.1>	+1.3～+1.7 <+1.6>	

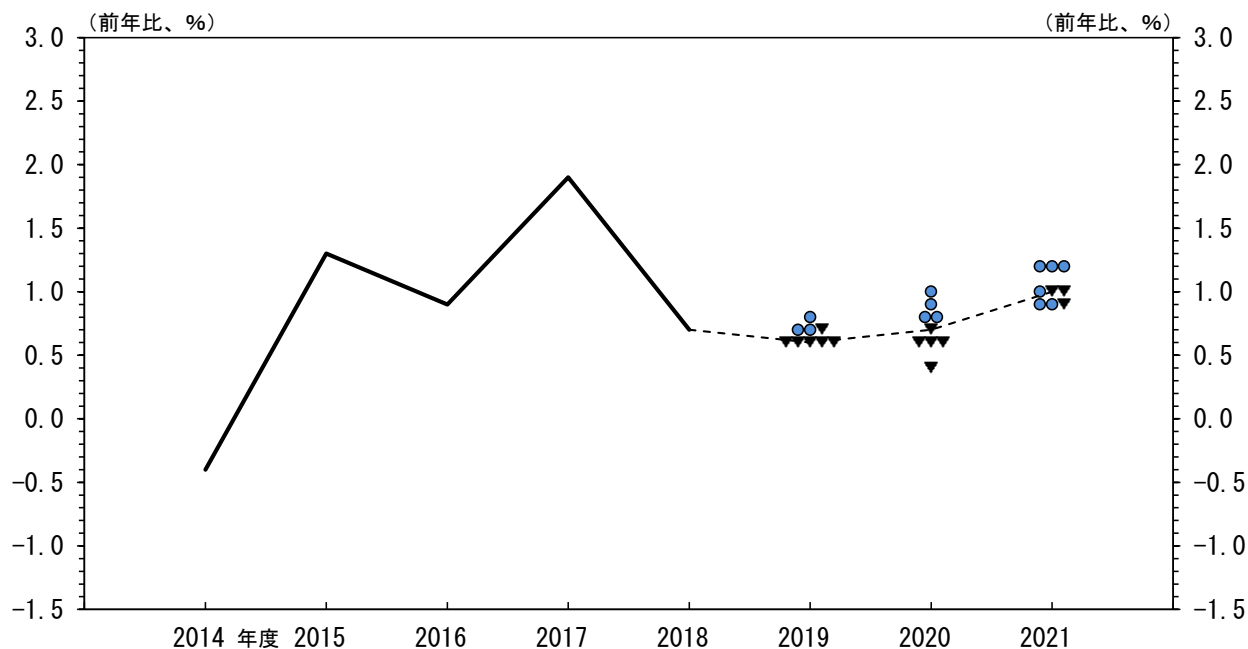
(注1) 「大勢見通し」は、各政策委員が最も蓋然性の高いと考える見通しの数値について、最大値と最小値を1個ずつ除いて、幅で示したものであり、その幅は、予測誤差などを踏まえた見通しの上限・下限を意味しない。

(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。

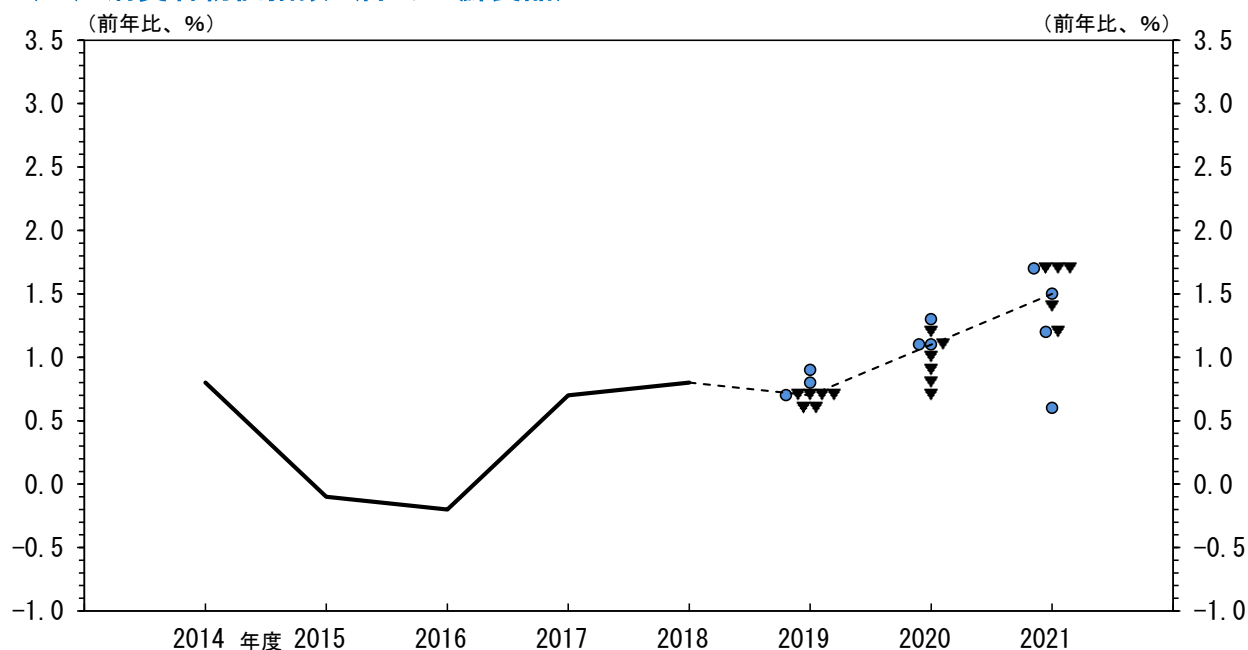
(注3) 教育無償化政策については、高等教育無償化等が2020年4月に導入されることを前提としている。なお、2019年10月に実施された消費税率引き上げの2019年度と2020年度の消費者物価への直接的な影響を、税率引き上げが課税品目にフル転嫁されることを前提としたうえで機械的に計算すると、それぞれ+0.5%ポイントとなる。また、現時点の情報をもとに、教育無償化政策の2019年度と2020年度の消費者物価への直接的な影響を一定の仮定に基づき計算すると、それぞれ-0.3%ポイント、-0.4%ポイントとなる。

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、2014年度、2015年度については、2014年4月の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】⁹

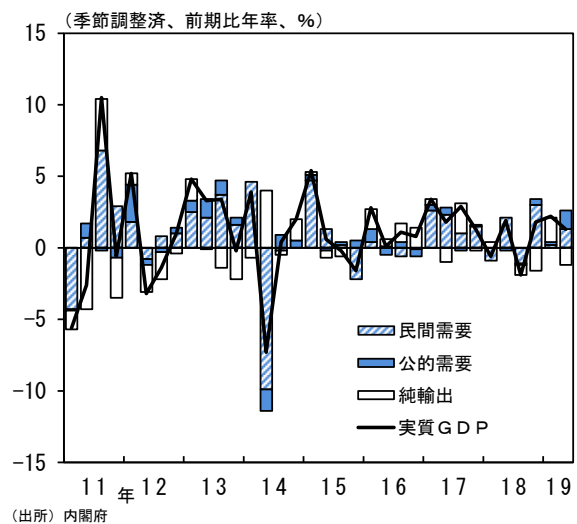
1. 経済活動の現状と見通し

1. 1 景気動向

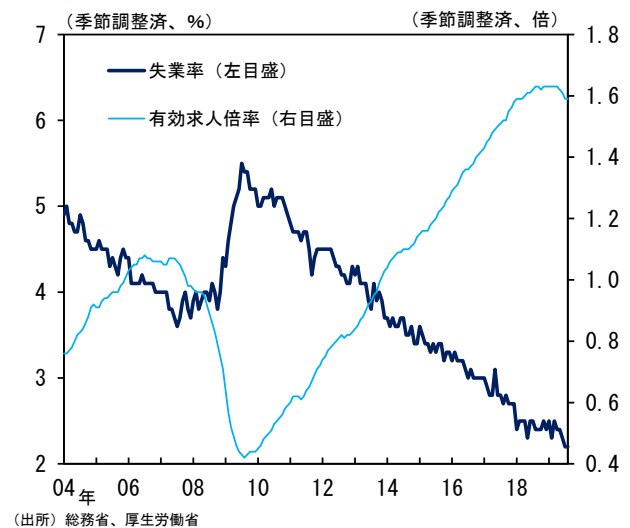
前回の展望レポート以降の日本経済を振り返ると、2019年4～6月の実質GDPは、海外経済の減速の影響から外需はマイナス寄与となったものの、個人消費や政府支出といった国内需要の増加が下支えとなり、前期比+0.3%（同年率+1.3%）と3四半期連続のプラス成長となった（図表1）。こうしたもて、就業者数は増加傾向を維持しており、労働需給も引き締まった状態が続いている（図表2、3）。労働と設備の稼働状況を捉えるマクロ的な需給ギャップをみると、4～6月は、非製造業の一部における稼働率が高水準ながらも低下したことからプラス幅が幾分縮小しているが、比較的大幅なプラスを維持している（図表4）。7月以降の指標をみると、輸出・生産や企業のマインド面に、海外経済の減速の影響が引き続きみられるものの、国内需要は、消費税率引き上げなどの影響を受けつつも、増加基調を維持している。以上を踏まえると、所得から支出への前向きの循環メカニズムは維持されており、景気は、基調としては緩やかに拡大していると判断される。

先行きのわが国経済は、当面、海外経済の減速の影響が続くものの、所得から支出への前向きの循環メカニズムが引き続き働くもて、国内需要への波及は限定的となり、景気の拡大基調は維持されるとみられる。すなわち、海外経済の成長ペースの持ち直し時期が遅れるもて、輸出は、当面、弱めの動きを続ける可能性が高い。もつとも、

図表1：実質GDP



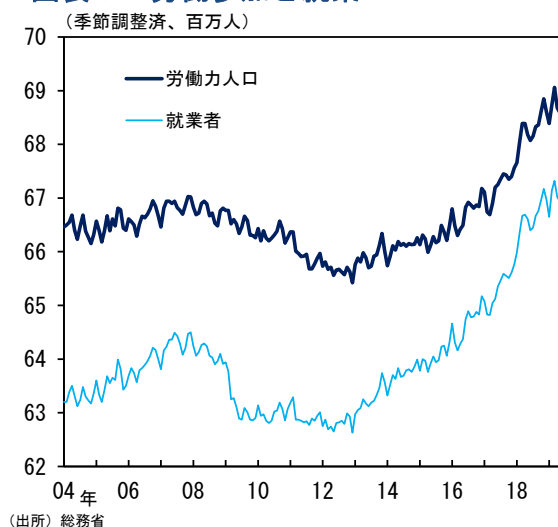
図表2：労働需給



⁹ 10月30、31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。

その後は、海外経済の成長率が次第に高まっていくのに伴い、輸出は緩やかな増加基調に復していくと予想される¹⁰。設備投資は、海外経済の減速の影響から製造業の機械投資を中心にいったん増勢は鈍化するものの、きわめて緩和的な金融環境に支えられて、都市再開発関連やインバウンド対応の建設投資、人手不足に対応した省力化投資、成長分野における研究開発（R & D）投資を中心に、緩やかな増加を続けると見込まれる。個人消費は、消費税率引き上げの影響からいったん下押しされるものの、基調としては、雇用・所得環境の改善を背景に緩やかな増加傾向を維持すると考えられる¹¹。この間、政府支出は、災害復旧・復興関連工事やオリンピック関連需要、国土強靱化政策などが、2020年度にかけて景気を下支えするとみられる。以上の内外需要を反映して、わが国経済の成長率は、いったん潜在成長率を幾分下

図表3：労働参加と就業



¹⁰ こうした輸出の先行き見通しは、海外経済の成長ペースの持ち直し時期は遅れるものの、一段と減速はしないという前提に基づいている。したがって、海外経済の一段の減速による輸出の下振れリスク、および、それを通じて設備投資がさらに下押しされるリスクには、十分に留意する必要がある。

¹¹ 2019年10月に実施された消費税率引き上げは、家計支出を中心に、税率引き上げ前後の需要変動、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、消費税率引き上げによる2019年度および2020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考えている。これは、①今回の消費税率引き上げのタイミングが2019年度中であるため、引き上げ前後の需要変動が、2020年度では成長率の下押しとなるものの、2019年度内では均されるほか、実質所得の減少効果も2019年度と2020年度で分散して発生するという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ていること、③教育無償化の導入に加え、各種の負担軽減策や税率引き上げ前後の需要を平準化するための支援策が講じられていること、④前回は2015年10月に予定されていた2回目の増税も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。今回の税率引き上げ前の需要増加は前回増税時に比べて抑制されていたものの、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、不確実性があることに留意する必要がある。

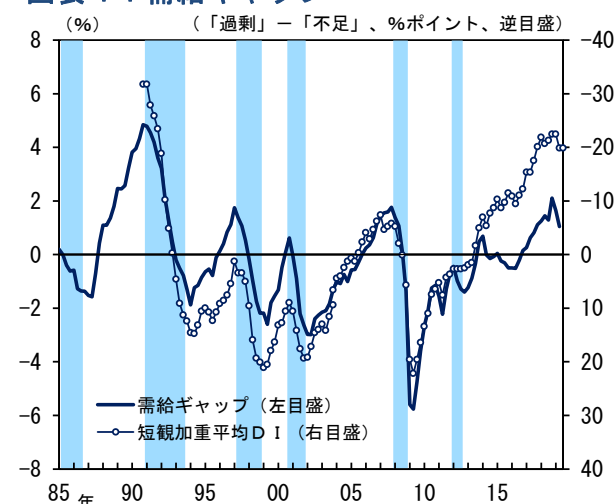
回るものの、その後は緩やかに成長率を高めていくことから、均してみれば、潜在成長率並みの成長を続けると見込まれる(図表5)。前回の展望レポート時点と比較すると、海外経済の成長ペースの持ち直し時期の遅れから、幾分下振れている。

潜在成長率の先行きについては、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、省力化投資や研究開発などの設備投資の増加や、企業による生産性向上に向けた取り組みが続くなかで、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。

見通し期間の各年度の特徴をみると、2019年度下期については、景気の拡大基調は維持されるものの、海外経済の減速や消費税率引き上げなどの影響から、いったん成長率は落ち込むことが予想される。輸出は、資本財や自動車関連を中心に、弱めの動きが続くとみられる。個人消費は、消費税率引き上げに伴って導入されている各種の家計支援策が下支えとして作用するものの、税率引き上げ前の需要増の反動と実質所得の減少効果が下押しとなり、いったん減少すると見込まれる。一方、設備投資は、製造業の機械投資の減少を主因に増勢が鈍化するが、建設投資の堅調さに支えられて増加基調を維持するとみられる。政府支出も、災害復旧・復興関連や国土強靱化関連を中心に、しっかりと増加すると予想される。

2020年度は、海外経済の持ち直しと消費税率引き上げの影響の減衰に伴い、成長率は潜在成長率並みに高まっていくとみられる。輸出は、IT関連を中心にグローバルな製造業の生産・貿易活動が回復するなかで、緩やかな増加基調に復すると考えられる。設備投資は、建設投資の堅調さが続くもとの、製造業の機械投資も徐々に持ち直し

図表4：需給ギャップ

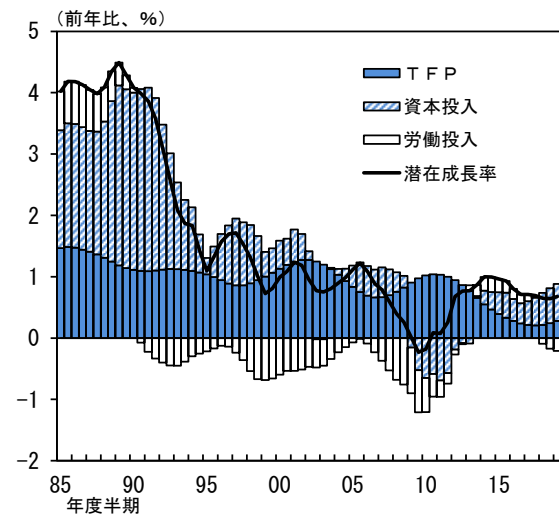


(出所) 日本銀行
 (注) 1. 需給ギャップは、日本銀行スタッフによる推計値。
 2. 短観加重平均DI(全産業全規模)は、生産・営業用設備判断DIと雇用人員判断DIを資本・労働分配率で加重平均して算出。2003/12月調査には、調査の枠組み見直しによる不連続が生じている。
 3. シェード部分は、景気後退局面。

ていくことから、緩やかな増加基調を続けると見込まれる。個人消費や住宅投資は、上期は消費税率引き上げの影響が幾分残るものの、下期にかけてはその影響が減衰し、増加基調が次第に明確になっていくとみられる。この間、政府支出は、国土強靱化政策に伴う公共投資の増加や、オリンピック開催に伴う仮施設向けの経費支出などが下支えとなり、高水準で推移すると見込まれる。

2021年度は、海外経済の成長率の高まりと消費税率引き上げの影響の剥落を背景に、潜在成長率を若干上回る成長率になると考えられる。政府支出は、オリンピック関連の経費支出の剥落に伴い減速しつつも、インフラ関連を中心に高めの水準を維持すると想定している。個人消費や住宅投資といった家計支出は、消費税率引き上げの影響が剥落するもとの、可処分所得の増加に支えられて、はっきりと増加すると考えられる。輸出は、海外経済の成長率の高まりを背景に、緩やかな増加基調を続けるとみられる。設備投資は、資本ストックの蓄積に伴う調整圧力を受けるものの、成長分野の研究開発投資や人手不足に対応した省力化投資は底堅く、緩やかな増加傾向を維持すると予想される。

図表5：潜在成長率



(出所) 日本銀行
 (注) 日本銀行スタッフによる推計値。2019年度上半期は、2019/20の値。

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、やや長い目でみれば横ばい圏内で推移している(図表6)。先行指標である公共工事請負金額や公共工事受注高は、災害復旧・復興関連工事や国土強靱化関連工事の進捗を反映して、このところ増加傾向が明確となっている。先行きの公共投資は、国土強靱化関連工事やオリンピック関連工事などを中心に、2020年度にかけて増加を続けたあと、2021年度も高めの水準を維持すると想定している¹²。

(海外経済)

海外経済は、減速の動きが続いているが、総じてみれば緩やかに成長している(図表7)。米中貿易摩擦の拡大・長期化や中国をはじめとする新興国・資源国経済の減速の動きなどを背景に、グローバルな製造業の業況感は悪化しており(図表8)、製造業の生産・貿易活動も弱めの動きが続いている。一方、グローバルにみて、良好な雇用・所得環境を背景にした個人消費の増加が続くもとで、非製造業部門は底堅さを維持している。主要地域別にみると、米国経済は、製造業部門に弱めの動きがみられるが、緩やかに拡大している。欧州経済は、減速した状態が続いている。中国経済は、総じて安定した成長を続けているものの、製造業部門では引き続き弱さもみられている。中国以外の新興国・資源国経済は、全体として緩やかな回復基調を維持しているが、NIEs・ASEANでは、中国向け輸出の弱さなどの影響が下押し要

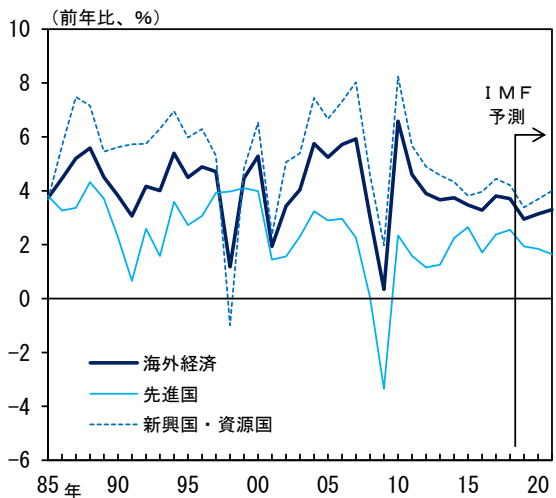
¹² 政府は、2018年12月14日に、総事業規模約7兆円程度となる「防災・減災、国土強靱化のための3か年緊急対策」を閣議決定した。同対策を踏まえ、重要インフラ等の機能維持対策が2018～2020年度までの3年間で集中的に実施される計画となっている。

図表6：公共投資



(出所) 内閣府、国土交通省
(注) 2019/3Qは、7～8月の値。

図表7：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。2019年以降はIMF予測(2019/10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8：グローバル製造業PMI



(出所) IHS Markit© and database right IHS Markit Ltd 2019. All rights reserved.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(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。

因となっている。

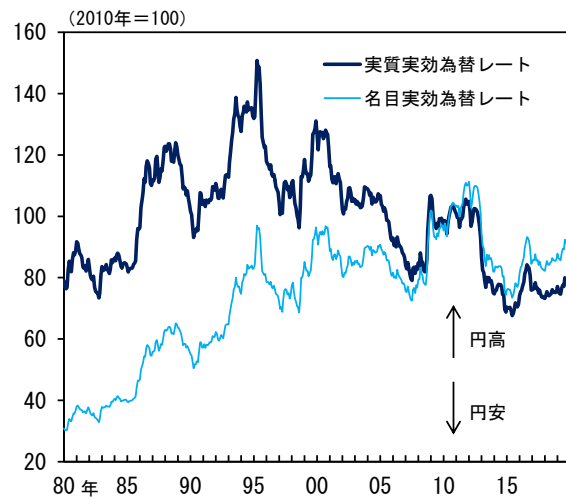
先行きの海外経済については、成長ペースの持ち直し時期が遅れるものの¹³、その後は、各国のマクロ経済政策の効果発現や、IT関連財のグローバルな調整の進捗などに伴う製造業部門の持ち直しを背景に、緩やかに成長率を高めていくと想定している。

主要地域別に先行きを展望すると、米国経済は、緩やかな拡大を続けると見込まれる。欧州経済は、製造業部門の持ち直しに伴い、次第に減速した状態から脱していくと予想される。中国経済は、米中貿易摩擦や債務抑制政策の影響を相応に受けるものの、当局がマクロ経済政策を段階的に実施するもとの、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・資源国経済は、一部個別国における下押し要因の剥落に加え、各国のマクロ経済政策の効果発現もあって、全体として成長率が高まっていくと予想される。

(輸出入)

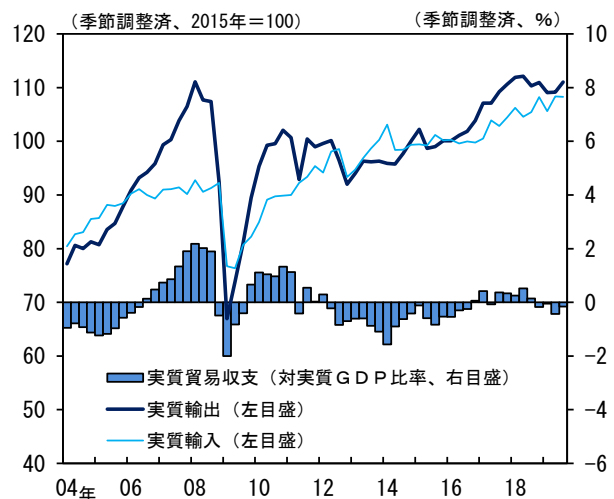
輸出は、弱めの動きが続いている(図表10)。地域別にみると、先進国向けは、総じて増加基調を維持しているが、米国向けは自動車関連の減少を主因に足もとで弱含んでいる(図表11)。一方、新興国向けは、中国やNIEs・ASEAN等を中心に弱めの動きを続けている。財別にみると、資本財は、振れの大きい船舶による一時的な押し上げ要因を除けば、中国をはじめとする新興国の設備投資の減速を反映して、弱めの動きを続けている(図表12)。自動車関連は、輸出車の高付加価値化や環境性能の高さなどを背景に増加を続けてきたが、足もとでは、グローバルな自動車販売

図表9：実効為替レート



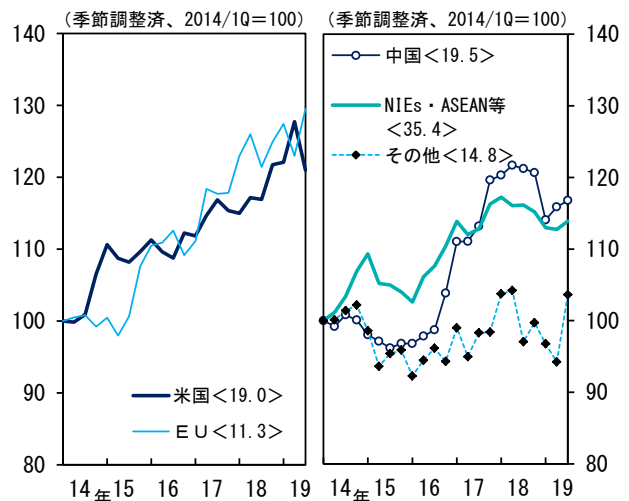
(出所) BIS、日本銀行
 (注) 1. BISのブロードベース。1993年以前は、ナローベースを使用して接続。
 2. 2019/10月分は、日本銀行作成の日次名目実効為替レート(円インデックス)を用いて算出。

図表10：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。

図表11：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、2018年通関輸出額に占める各国・地域のウェイト。

¹³ BOX 1では、海外経済の成長ペースの持ち直し時期が遅れている背景について、要因を整理している。

の不調から、弱含みに転じている。一方、情報関連は、ITサイクルの悪化を受けて減少傾向を続けてきたが、足もとでは在庫調整の進捗や新型スマートフォン向けの作り込みを背景に、下げ止まりから持ち直しに向けた動きがみられている。

輸出の先行きを展望すると、当面は、海外経済の成長ペースの持ち直し時期が遅れるも、資本財や自動車関連を中心に、弱めの動きが続くと予想している¹⁴。その後は、海外経済の成長率の高まりに伴い、①「世界貿易量¹⁵」が緩やかに増加していくも、②それに占める「日本の輸出シェア」も、資本財や情報関連の回復を反映して持ち直すことから、輸出は緩やかな増加基調に復していく、と考えられる(図表13、14)。

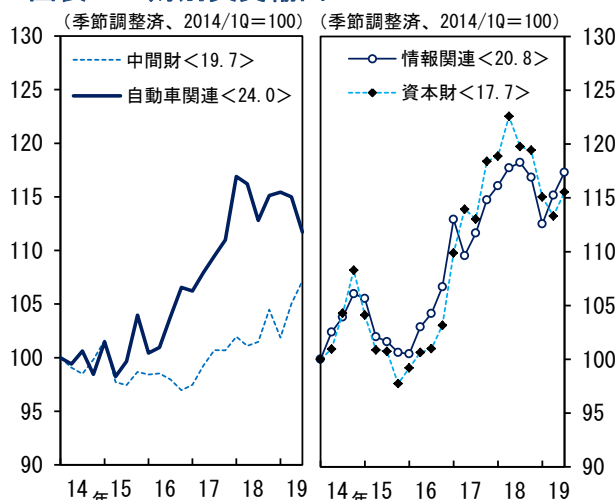
「世界貿易量」の伸び率は、このところ世界経済成長率をはっきりと下回って推移している¹⁶。先行きも、米中貿易摩擦の拡大・長期化や中国経済の減速の影響から、暫くの間、弱めの動きを続ける可能性が高い。その後は、①ITサイクルが徐々に持ち直しに向かうなかで、②環境規制強化や金融環境の引き締まりに伴う自動車販売の減少圧力は和らぎ、③不確実性の高さから先送りされていた設備投資も徐々に回復することから、世界貿易量は徐々に伸びを高め、世界経済成長率並みに復していく——世界貿易量/世界GDP比率で見れば、下げ止まりから横ばい圏内に転じていく——姿を想定している。他方、先行きの「日本の輸出シェア」については、当面、横ばい圏内の動きとなったあと、各国のマクロ経済政策の効果発

¹⁴ BOX 2では、情報関連、資本財、自動車関連の財別に分けて、輸出の現状と先行きの考え方を整理している。

¹⁵ 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。

¹⁶ BOX 3では、輸出環境を捉える各種指標を用いて、輸出の下振れリスクについて定量的に評価している。

図表12：財別実質輸出



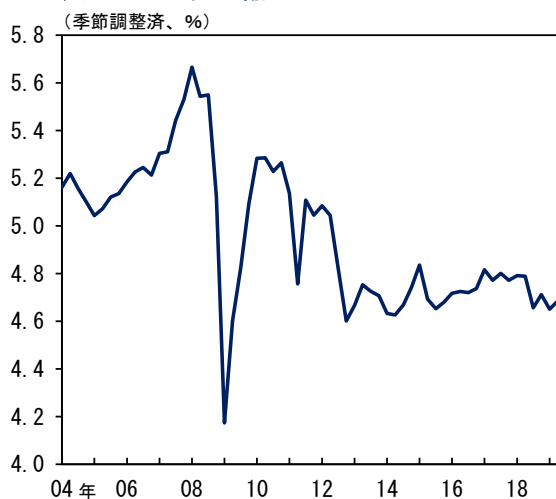
(出所) 日本銀行、財務省
(注) 日本銀行スタッフ算出。< >内は、2018年通関輸出額に占める各財のウエイト。

図表13：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。2019/3Qは、7~8月の値。
2. 世界実質GDPは、IMF公表のGDPウエイトを用いて日本銀行スタッフが算出。

図表14：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)。2019/3Qは、7~8月の値。

現やITサイクルの持ち直しなどを背景に、資本財や情報関連の需要が回復すると予想されることから、徐々に持ち直していくと考えられる。

輸入は、振れを伴いつつも、均してみれば緩やかな増加基調にある（前掲図表10）。先行きも、消費税率引き上げの影響を受けつつも、国内需要の増加を反映して、増加基調をたどるとみられる。ただし、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などを背景に、緩やかなものにとどまると予想される。

（対外収支）

名目経常収支の黒字幅は、横ばい圏内で推移している（図表15）。内訳をみると、名目貿易収支は、輸出の弱さと原油価格下落の影響が相殺し、ゼロ近傍で横ばい圏内の動きとなっている。サービス収支も、ほぼゼロ近傍で横ばい圏内となっている。第一次所得収支は、大きめの黒字を維持している。

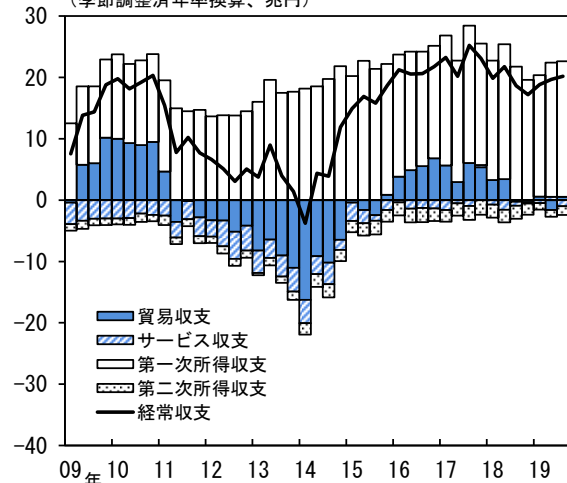
この間、旅行収支の受取に影響を与える入国者数は、やや長い目でみると増加トレンドにあるが、このところは、一部のアジア諸国・地域からの訪日客の伸び悩みから、増勢が鈍化している（図表16）。

先行きの名目経常収支は、①輸出の増加や原油価格下落に伴う貿易収支の基調的な改善に加え、②入国者数の増加に支えられた旅行収支の受取増加、③直接投資収益の増加を背景とした第一次所得収支の黒字幅拡大などを背景に、黒字幅は緩やかに拡大していく可能性が高い。

これを貯蓄投資バランスで見ると、わが国全体の貯蓄超過幅が、財政収支の赤字幅の縮小を主因に、拡大していくことに対応している。一般政府

図表15：経常収支

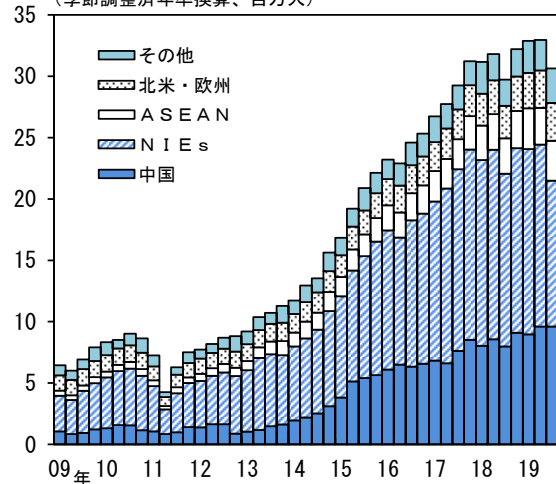
（季節調整済年率換算、兆円）



（出所）財務省・日本銀行
（注）2019/3Qは、7～8月の値。

図表16：入国者数

（季節調整済年率換算、百万人）



（出所）日本政府観光局（JNTO）
（注）北米・欧州は、米国、カナダ、英国、フランス、ドイツ。

の投資超過幅は、消費税を中心とした税収の増加から、縮小していくことが予想される。この間、家計部門の貯蓄超過幅は、横ばい圏内で推移する一方、企業部門の貯蓄超過幅は、設備投資の増加が収益の増加を幾分上回ることから、ごく緩やかに縮小するとみられる。

（鉱工業生産）

鉱工業生産は、輸出は弱めの動きが続いている一方、国内需要が増加していることから、横ばい圏内の動きとなっている（図表 17）。主な業種についてみると、「輸送機械」は、先進国向け輸出の増加や一部でみられた消費税率引き上げ前の需要増から、増加基調をたどってきたが、足もとでは、輸出向けの不調が影響し、弱含みに転じている。

「はん用・生産用・業務用機械」は、資本財輸出の弱さから、低水準で推移している。一方、「電子部品・デバイス」は、IT 関連財のグローバルな調整圧力を背景に減少してきたが、足もとでは在庫調整の進捗に加え、新型スマートフォン向けの作り込みもあって、下げ止まりから持ち直しに向けた動きがみられている。この間、出荷・在庫バランス（＝出荷の伸び率－在庫の伸び率）は、小幅のマイナスとなっている（図表 18）。

鉱工業生産の先行きを展望すると、当面は、輸出の弱さや消費税率引き上げの影響から下押しされることが予想されるものの、やや長い目でみれば、海外経済の成長率の高まりに伴い、次第に緩やかな増加に転じていくと見込まれる。

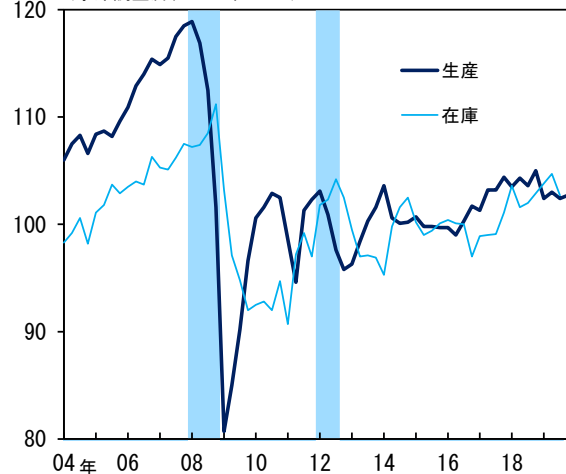
（企業収益）

企業収益は、一部に弱めの動きがみられるものの、総じて高水準で推移している。法人企業統計の利益率（全産業全規模ベース）をみると（図表 19）、海外経済の減速の影響からひと頃に比べ水準を切り下げているが、国内需要の増加に支えられて歴史的な高水準を維持している。

企業の業況感をみると、製造業は、海外経済の減速の影響から、はっきりと慎重化している一方、非製造業は、国内需要の増加基調を反映して、総じて良好な水準を維持している。9月短観の業況

図表17：鉱工業生産

（季節調整済、2015年=100）



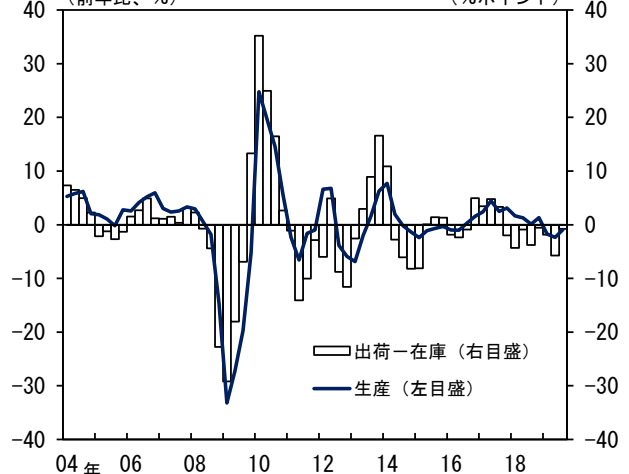
（出所）経済産業省

（注）1. シェード一部分は、景気後退局面。

2. 生産の2019/4Qは、10、11月の予測指数を用いて算出。

図表18：出荷・在庫バランス

（前年比、%）（%ポイント）



（出所）経済産業省

図表19：企業収益

（季節調整済、%）



（出所）財務省

（注）1. 法人季報ベース。金融業、保険業を除く。

2. 2009/2Q以降は、純粋持株会社を除く。

3. シェード一部分は、景気後退局面。

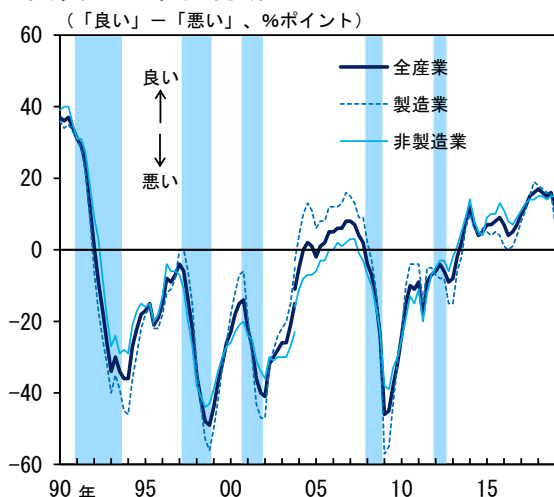
判断DIをみると（図表20）、製造業は、ITサイクルの下げ止まりから電気機械の大企業が幾分改善したものの、米中貿易摩擦の拡大・長期化や中国をはじめとする新興国・資源国経済の減速を背景に、鉄鋼・非鉄金属やはん用・生産用機械を中心に全体では悪化している。一方、非製造業は、一部業種で夏場の天候不順の影響がみられたものの、堅調な建設投資などの国内需要の増加に支えられて、総じて良好な水準を維持している。

先行きの企業収益は、当面、海外経済の減速の影響から製造業で減益圧力が強まるものの、非製造業の底堅さに支えられて、全体では高水準を維持すると予想される。その後は、海外経済の持ち直しや消費税率引き上げの影響剥落を反映した売上数量の増加を主因に、緩やかな改善傾向をたどると見込まれる。

（設備投資）

設備投資は、増加傾向を続けている（図表21）。機械投資の一致指標である資本財総供給は、振れを伴いつつも緩やかな増加基調にある。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、オリンピック関連需要のピークアウトもあっていったん増勢が鈍化しているが、やや長い目でみれば増加基調を続けている。9月短観をみると、2019年度の設備投資計画は、9月調査時点の過去の平均と比べ、しっかりとした増加計画となっている（図表22）。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）をみると、2019年度は、前年比+5.8%と、昨年度に続き増加する計画となっている。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、振れは大きいものの、均してみれば、増加傾

図表20：業況判断



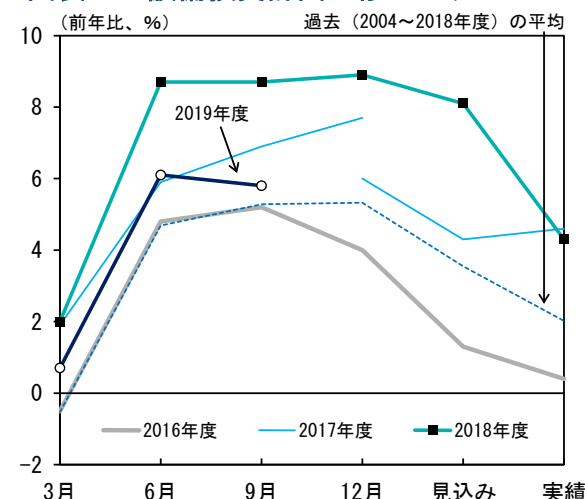
(出所) 日本銀行
 (注) 1. 短観の業況判断DI（全規模ベース）。2003/12月調査には、調査の枠組み見直しによる不連続が生じている。
 2. シャド部分は、景気後退局面。

図表21：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. 2019/3Qは、7~8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22：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. 2017/12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。

向を続けている（図表 23）¹⁷。

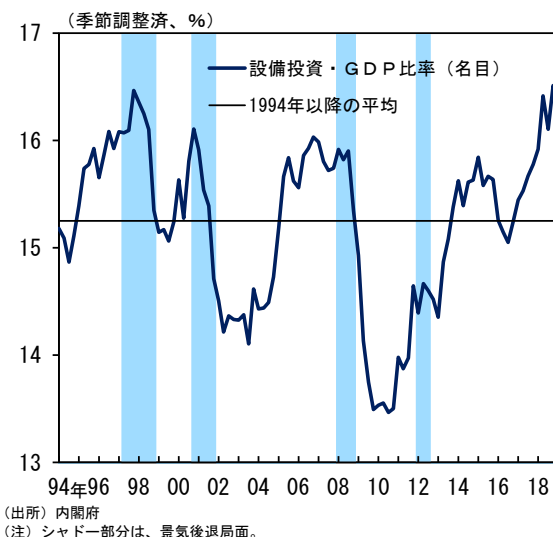
設備投資の先行きについては、当面、海外経済の減速の影響から製造業の機械投資を中心に幾分減速すると見込まれるが、やや長い目でみれば、①企業収益の改善、②低金利や緩和的な貸出スタンスといったきわめて投資刺激的な金融環境、③財政投融资の効果の発現、④期待成長率の緩やかな改善などを背景に、緩やかに増加していくとみられる。具体的な案件としては、①都市再開発やインバウンド関連の建設投資、②人手不足等に対応した効率化・省力化投資、③成長分野への研究開発投資などが増加を続けると見込まれる。

名目設備投資・GDP比率の先行きについては、上述の設備投資の見通しのもと、高水準を維持するものと考えられる（図表 24）。もっとも、同比率は、バブル崩壊以降に観察されるいくつかの設備投資循環のピーク水準程度にまで既に達している。こうした事実を踏まえると、先行きは、循環的な資本ストックの調整圧力が、設備投資の減速要因として作用してくると見込まれる。ただし、見通し期間の終盤にかけて潜在成長率が緩やかに高まっていくことは、こうした調整圧力を和らげる方向に作用すると考えられる¹⁸。

図表23：設備投資先行指標



図表24：設備投資・GDP比率（名目）



¹⁷ BOX 4およびBOX 5では、海外経済の減速にもかかわらず設備投資がこれまでのところ底堅さを維持している背景について、設備投資を形態別に分けて考察している。

¹⁸ 資本ストックの調整圧力については、2019年1月展望レポートのBOX 2を参照。

（雇用・所得環境）

雇用・所得環境をみると、労働需給は引き締まった状態が続いており、雇用者所得も増加している¹⁹。雇用面をみると、労働力調査の雇用者数は、着実な増加を続けている（図表 25）。そうしたもとの、短観の雇用人員判断DIをみると、人手不足感のかなり強い状態が続いている²⁰。失業率も、2%台前半と、今次景気拡大局面のボトム圏内の低水準で推移している（前掲図表 2）。有効求人倍率はバブル期のピークを超えた高水準で推移しているが、足もとでは海外経済の減速の影響もあって、ひと頃に比べ若干低下している。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が続いてきたが、足もとでは上昇が一服している（図表 26）。先行きも、景気の拡大基調が続くもとの、雇用者数は引き続き増加し、労働需給は引き締まった状態が続く可能性が高い。

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 27）²¹。ただし、過去の長期にわたる雇用調整の経験や、近年の女性・高齢者を中心とした弾力的な労働供給などの影響から、労働需給の引き締まりに比べると、賃金上昇は弱めにとどまっている²²。

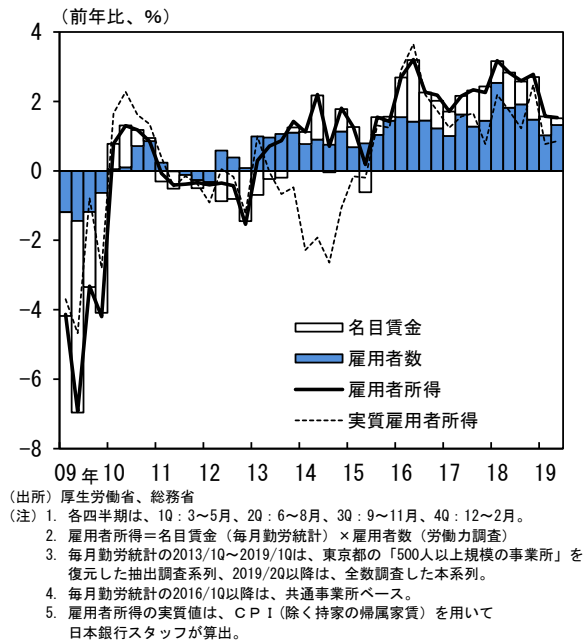
¹⁹ 厚生労働省は、毎月勤労統計の 2019 年 6 月分調査から、東京都の 500 人以上規模の事業所について全数調査を行った系列の公表を開始した。本展望レポートにおける同統計を用いた図表では、2019 年 6 月分以降は全数調査結果を用い、2019 年 5 月分までについては、抽出調査結果に復元処理を加えた集計値が利用可能な部分では、これを用いている。

²⁰ 9 月短観の非製造業・中小企業の雇用人員判断DIは、統計開始以来の「不足」超幅となっている。

²¹ 毎月勤労統計の賃金については、調査対象のサンプル替えの影響を受けにくい共通事業所ベースで評価している。

²² 女性と高齢者の労働供給の増加と賃金動向の関係については、2018 年 7 月展望レポートのBOX 1 を参照。

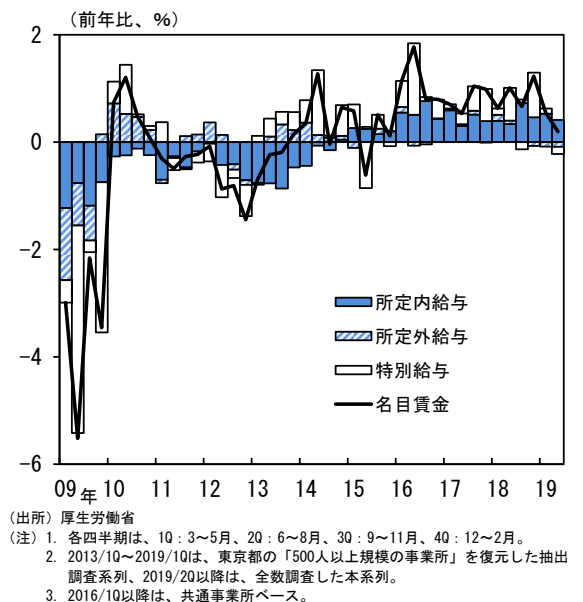
図表 25：雇用者所得



図表 26：労働力率



図表 27：名目賃金



名目賃金の内訳をみると、所定内給与全体は、一般労働者の賃金上昇を主因に、緩やかな上昇を続けている（図表 28）。一般労働者の所定内給与の前年比は、0%台後半から1%程度のプラスで推移している（図表 29）。労働需給の状況に感応的なパートの時間当たり所定内給与の前年比は、2%台前半から半ばの高めの伸びを続けている。特別給与は、海外経済の減速に伴う企業収益の減少を受けた夏季賞与の弱さから、足もとでは小幅のマイナスとなっている。

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、過年度のインフレ率が高まり、労働生産性の向上がより明確になるにつれて、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。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。

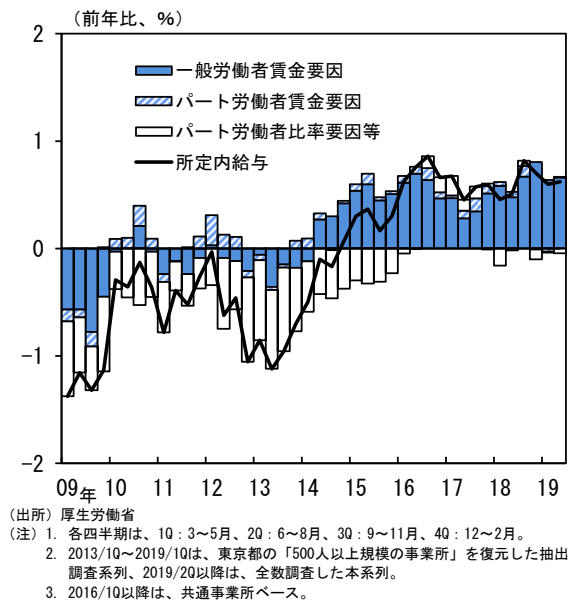
上記のような雇用・賃金情勢を反映して、雇用者所得は、先行きも着実に増加し、名目GDP成長率並みのペースで増加していくと考えられる。この結果、労働分配率は、先行き、概ね現状程度の水準で推移していくと見込まれる（図表 30）。

（家計支出）

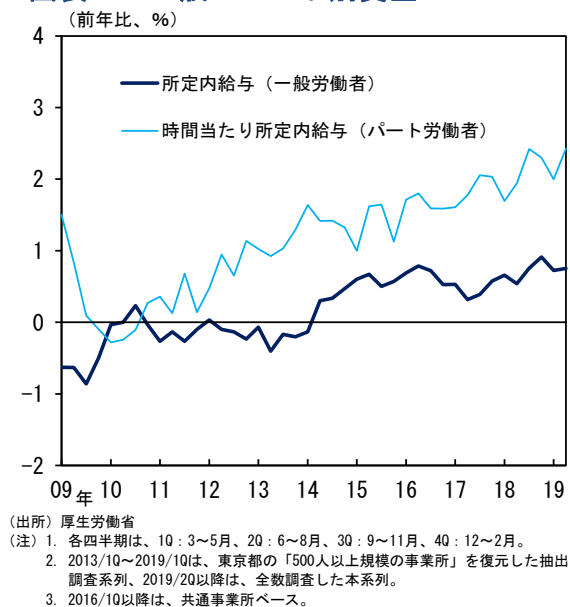
個人消費は、消費税率引き上げなどの影響による振れを伴いつつも、雇用・所得環境の着実な改善を背景に緩やかに増加している²³。わが国の消

²³ BOX 6では、今次局面における消費税率引き上げ前の需要変動の状況について、2014年4月の前回消費増税時との比較を行っている。耐久財全体の動きをみると、前回増税時との対比では、需要の盛り上がりは、税率引き上げ直前の9月に集中しており、それ以前の数か月も含めてみると限定的となっている。この結果、財全体でも、前回増

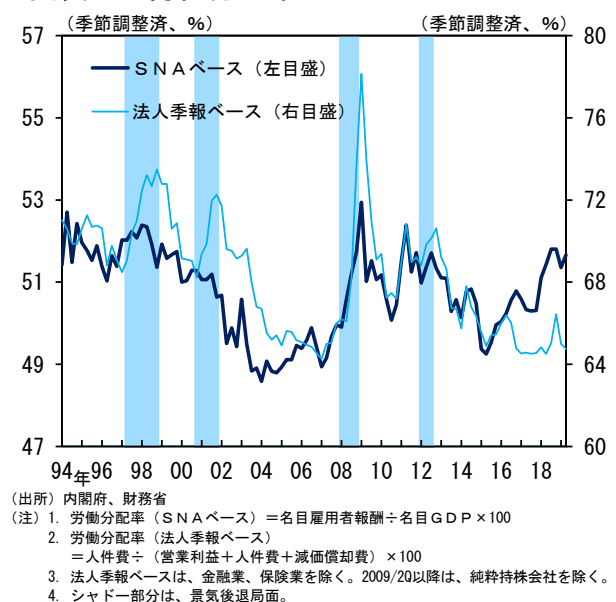
図表28：所定内給与の要因分解



図表29：一般・パート別賃金



図表30：労働分配率



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）²⁴の動きをみると、このところ伸びが高まっている（図表 31、32）²⁵。

形態別に月次ベースで見ると、耐久財は、消費税率引き上げ前の需要増加もあって、家電を中心に増勢を強めている（図表 33）。乗用車販売は、新車投入効果等に加え、一部では税率引き上げ前の需要増も影響し、増加している。家電販売は、7月には天候不順によるエアコン等の販売不振からいったん落ち込んだが、9月にはテレビやパソコン等の税率引き上げ前の需要増もあって、大きめの増加となっている。サービスは、通信や医療の趨勢的な増加を反映して、緩やかな増加傾向を続けている。旅行は、足もとでは、大型連休の反動に加え、夏場の天候不順の影響もあって減少している（図表 34）。外食は、振れを均してみれば、ファーストフードを中心に、緩やかな増加基調にある²⁶。

この間、個人消費関連のマインド指標をみると（図表 35）、消費者態度指数は、最近の食料品の値上げや消費税率引き上げなどによる物価上昇への懸念の強まりに加えて、先行きの景気に対する不透明感などから、悪化している。景気ウォッチャーも、悪化を続けてきたが、足もとでは、消費

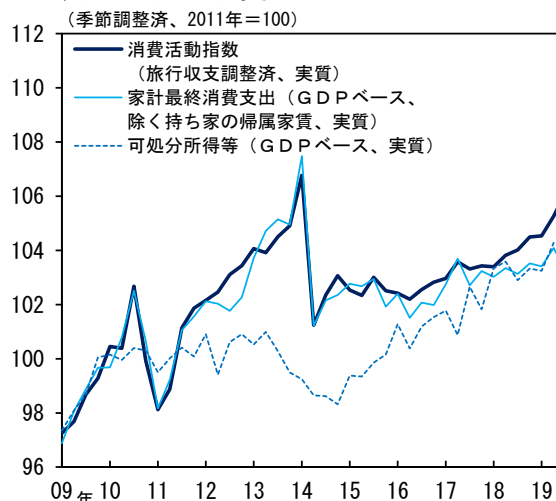
税時との対比では、需要増が小幅にとどまったとみられる。

²⁴ 消費活動指数については、日本銀行調査論文「消費活動指数の 08 S N A 対応と精度向上を企図した見直し」(2018 年 4 月) を参照。

²⁵ 2019 年 8 月に内閣府が「家計可処分所得・家計貯蓄率四半期別速報」の公表を開始したことに伴い、今般、図表 31 および図表 36 で用いている名目可処分所得等を、日本銀行スタッフの試算値から内閣府の公表値へと変更した。

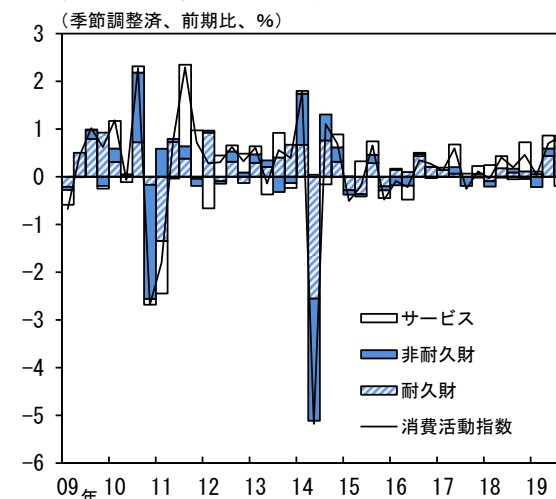
²⁶ この間、非耐久財は、たばこの販売減を主因に、緩やかな減少傾向を続けてきたが、足もとでは、消費税率引き上げ前の高額品（化粧品やブランド品）や生活関連財、酒類の購入増の動きから、大きめの増加となっている。

図表31：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、10/30日時点の値）。
 2. 家計最終消費支出の2019/3Qは、消費総合指数（8月までの値）を用いて日本銀行スタッフが試算。
 3. 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。家計最終消費支出デフレーターを用いて実質化。

図表32：消費活動指数（実質）



(出所) 日本銀行等
 (注) 1. 消費活動指数は、旅行収支調整済（日本銀行スタッフ算出、10/30日時点の値）。内訳は、旅行収支を調整していない。
 2. 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。

図表33：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。

税率引き上げ前の販売増もあって、改善している。

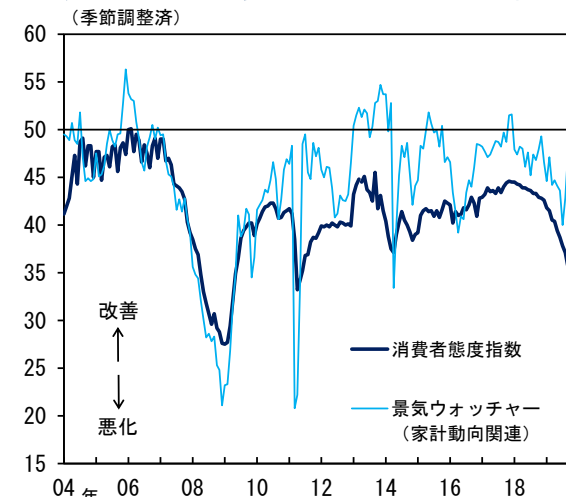
先行きの個人消費は、目先、消費税率引き上げに伴って導入されている各種の家計支援策が下支えとして作用するものの、税率引き上げ前の需要増の反動と実質所得の減少効果が下押しとなり、いったん減少すると見込まれる。ただし、前回の消費増税時と比べると、税率引き上げ前の需要増の規模が抑制されていたことに加え、家計のネット負担額の増加も小幅であることから、10月以降の個人消費の落ち込みも、小幅なものにとどまると考えられる。その後は、雇用者所得の増加と株価上昇による資産効果に支えられて、基調としては、緩やかな増加を続けると見込まれる。消費性向の先行きについては、消費税率引き上げによる振れを伴いつつも、横ばい圏内で推移する姿を想定している（図表36）。

図表34：サービス消費



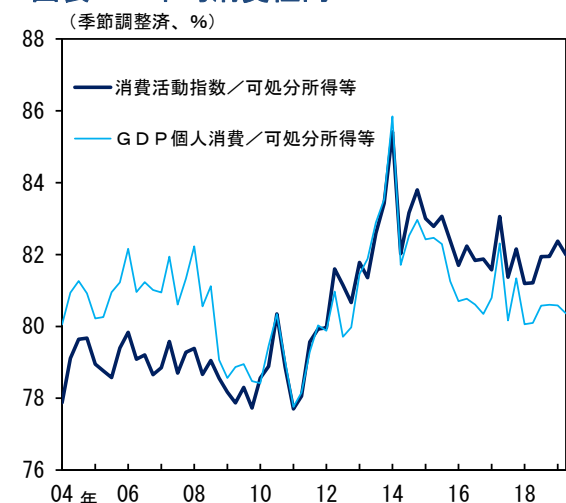
(出所) 観光庁、日本フードサービス協会「外食産業市場動向調査」
(注) 旅行取扱額は、外国人旅行を除く。

図表35：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36：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、旅行収支調整済(日本銀行スタッフ算出、10/30日時点の値)。
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、可処分所得に年金受給権の変動調整を加えたもの。

住宅投資は、横ばい圏内で推移している（図表37）。住宅投資の先行指標である新設住宅着工戸数をみると、持家や分譲戸建では、6月頃にかけて消費税率引き上げ前の需要増の影響から着工が増加したあと、足もとでは既に反動減が生じ始めている。貸家は、節税・資産運用目的の需要減退や金融機関の融資姿勢の慎重化などを背景に減少傾向を続けている。

先行きの住宅投資については、目先、消費税率引き上げの影響からいったん減少することが予想されるものの、雇用・所得環境の改善や低水準の住宅ローン金利、消費税率引き上げ後の各種支援策が下支えとなり、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37：住宅投資



(出所) 内閣府、国土交通省
(注) 2019/3Qは、7~8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、下落している（図表38）。企業向けサービス価格（除く国際運輸）の前期比は、人件費や物流費の上昇を反映した値上げの動きもみられるが、昨年末からプラス幅は縮小しており、足もとでは0%台半ばの上昇となっている（図表38）²⁷。

消費者物価の前期比をみると、除く生鮮食品・エネルギーは0%台半ば、除く生鮮食品は0%台前半となっている（図表40、41）²⁸。消費者物価の基調的な動きを捉える指標をみると（図表42）、刈込平均値は、このところ0%台前半となっている²⁹。最頻値は、足もと0%台前半となる一方、加重中央値は、0%程度まで低下している³⁰。

景気の拡大や労働需給の引き締めりと比べると、消費者物価の基調的な上昇圧力は弱めの状態が続いている。この背景として、基本的には、長期にわたる低成長やデフレの経験などから、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などが引

²⁷ こうしたなかで、短観の仕入価格判断D I、販売価格判断D Iは、上昇傾向を維持してきたが、足もとでは原油などの商品市況の下落もあって、「上昇」超幅が縮小している（図表39）。

²⁸ 全国の消費者物価指数を用いた図表は、2019年9月計数が公表された時点のデータに基づく。

²⁹ 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。

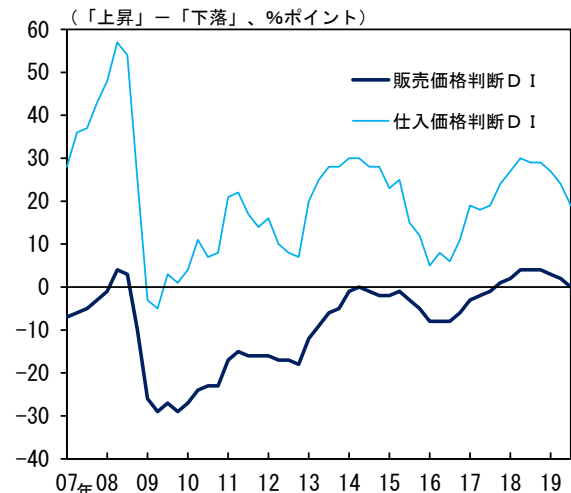
³⁰ 最頻値とは、品目別価格変動分布において最も頻度の高い価格変化率、加重中央値とは、価格上昇率の高い順にウエイトを累積して50%近傍にある値。

図表38：物価関連指標

	(前年比、%)			
	18/4Q	19/1Q	19/2Q	19/3Q
消費者物価指数 (CPI)				
除く生鮮	0.9	0.8	0.8	0.5
除く生鮮・エネルギー	0.3	0.4	0.5	0.6
国内企業物価指数 (前期比)	0.4	-0.8	0.4	-0.9
企業向けサービス価格指数	1.2	1.1	0.9	0.5
GDPデフレーター	-0.3	0.1	0.4	
内需デフレーター	0.5	0.3	0.4	

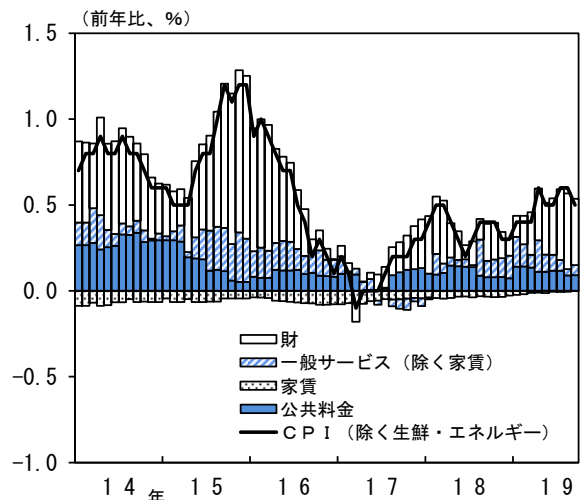
(出所) 総務省、日本銀行、内閣府
 (注) 1. 国内企業物価指数は、夏季電力料金調整後。
 2. 企業向けサービス価格指数は、除く国際運輸。

図表39：企業の価格判断



(出所) 日本銀行
 (注) 短観ベース (全産業全規模)。

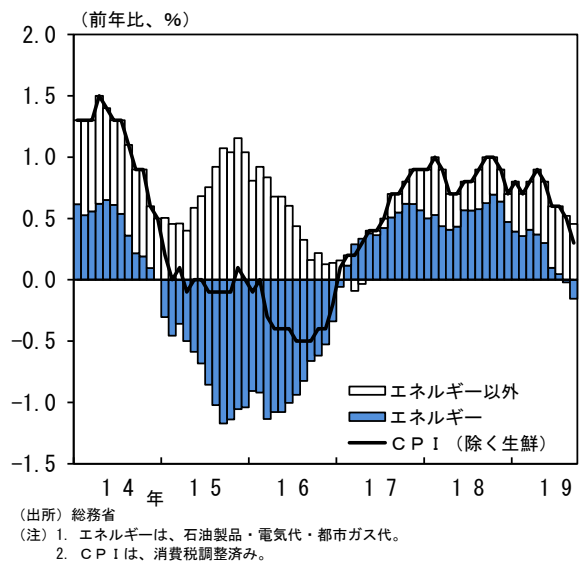
図表40：CPI (除く生鮮・エネルギー)



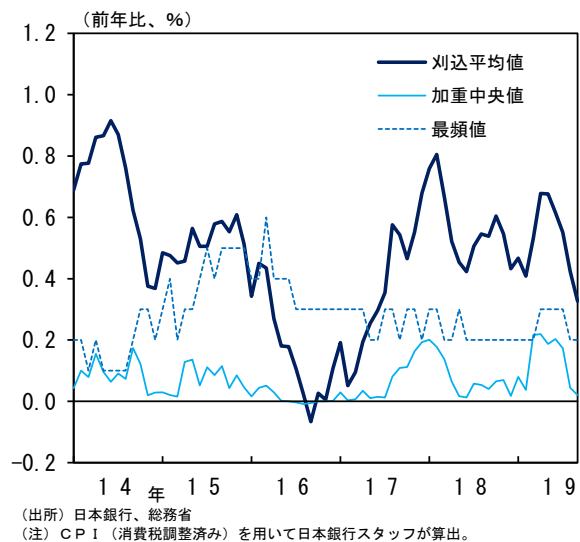
(出所) 総務省
 (注) 1. 公共料金 (除くエネルギー) = 「公共サービス」 + 「水道料」
 2. CPIは、消費税調整済み。

き続き影響している³¹。こうしたもとで、企業の慎重な賃金・価格設定スタンスや家計の値上げに対する慎重な見方が、明確に転換するには至っていない。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。この結果、実質賃金の労働生産性からの乖離率として計算される実質賃金ギャップは、足もとではマイナスで推移しており、引き続き物価下押しに寄与している(図表 43)。また、他業態との競争激化を受けたスーパーなどの値下げやウエイトの大きい一部品目(携帯電話関連)の価格下落といった部門ショック、公共料金や家賃が鈍い動きを続けていることなども、物価全体の上昇を抑制する要因として作用している。こうした物価の上昇を遅らせてきた諸要因の解消には、時間を要している。もっとも、最近では、人件費や物流費などのコスト上昇圧力に直面するもとで、企業が価格を引き上げる動きも、徐々にではあるが広がってきている。実際、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、上昇傾向にある(図表 44)。

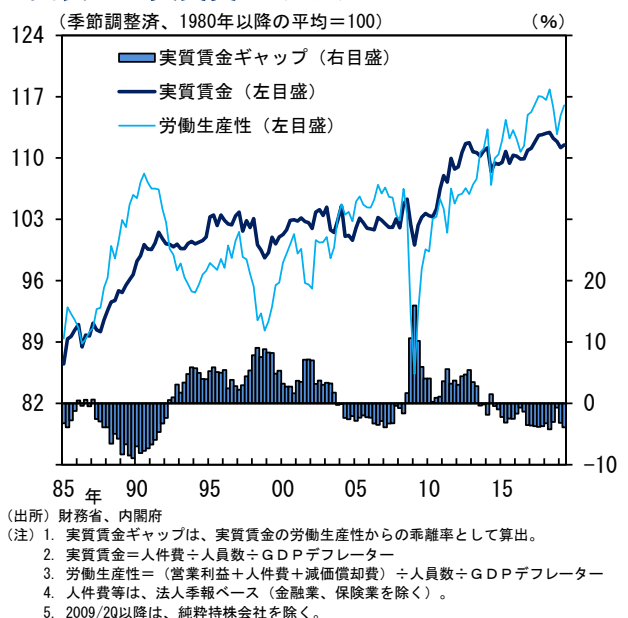
図表41：CPI（除く生鮮）



図表42：各種コアインフレ率指標



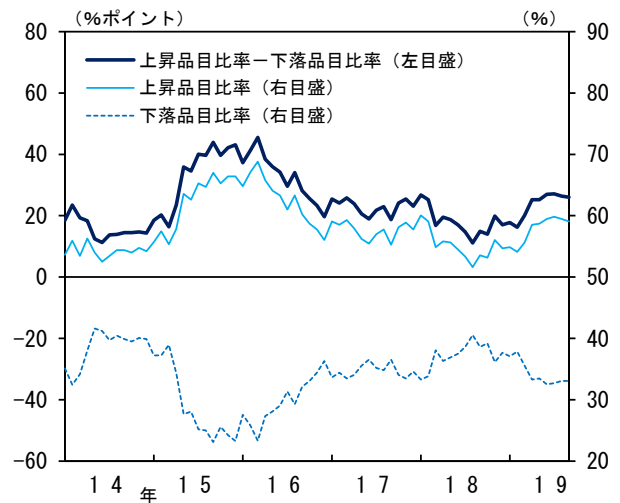
図表43：実質賃金ギャップ



³¹ 2019年4月15日に開催された東京大学金融教育研究センター・日本銀行調査統計局第8回共催コンファレンス「近年のインフレ動学を巡る論点：日本の経験」では、2%の「物価安定の目標」が達成されていない背景として、インフレ予想形成に歴史依存性があるもとで、過去の長期にわたるデフレの経験が影響しているとの意見が多くみられた。詳細は、日本銀行調査論文「東京大学金融教育研究センター・日本銀行調査統計局第8回共催コンファレンス：「近年のインフレ動学を巡る論点：日本の経験」の模様」(2019年6月)を参照。

この間、GDPデフレーターの前年比は、内需デフレーターを主因に、全体では0%台半ばのプラスとなっている（前掲図表38）。内需デフレーターの前年比は、個人消費デフレーターを中心に、0%台半ばのプラスとなっている。

図表44：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。

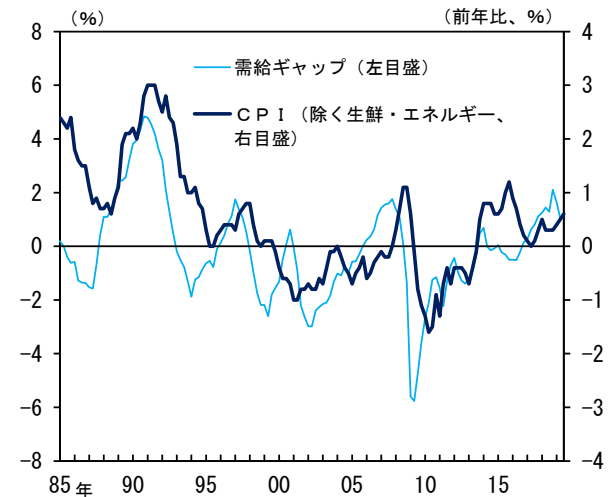
(物価を取り巻く環境)

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をみると、4～6月は、非製造業の一部における稼働率が高水準ながらも低下したことからプラス幅が幾分縮小しているが、1%程度と比較的大幅なプラスを維持している(前掲図表4、図表45)。先行きは、海外経済の減速や消費税率引き上げなどの影響からいったんプラス幅を縮小するが、その後は、見通し期間の終盤にかけて、成長率が潜在成長率を幾分上回っていくのに伴い、プラス幅はごく緩やかに拡大していくと考えられる。

第2に、中長期的な予想物価上昇率は、足もとは横ばい圏内で推移しているが(図表46、47)、先行きについては、上昇傾向をたどり、2%に向けて次第に収束していくとみられる³²。この理由としては、まず、「適合理的な期待形成」の面では、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態が続くもとで、価格引き上げの動きが広がっていけば、これが、現実の物価上昇率の伸びを通じて、予想物価上昇率を押し上げていくと期待される。また、「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が、予想物価上昇率を2%に向けて押し上げていく力になると考えられる。

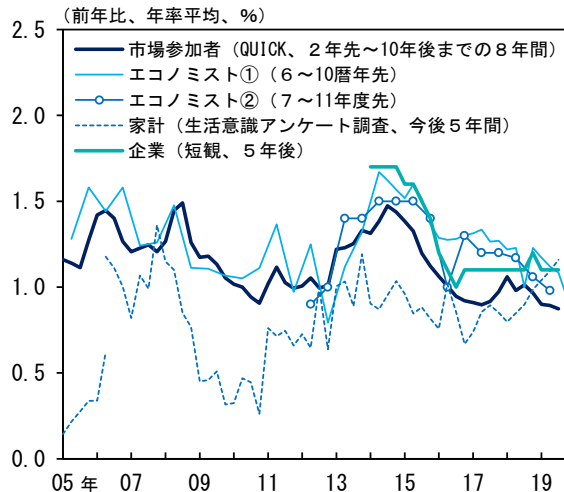
第3に、輸入物価についてみると、既往の原油価格の下落は、当面、エネルギー価格の下落を通じて、消費者物価を相応に下押しすることが見込まれる(図表48)。もっとも、その後は、そうした下押しの影響は次第に減衰していくとみられる。

図表45：CPIと需給ギャップ



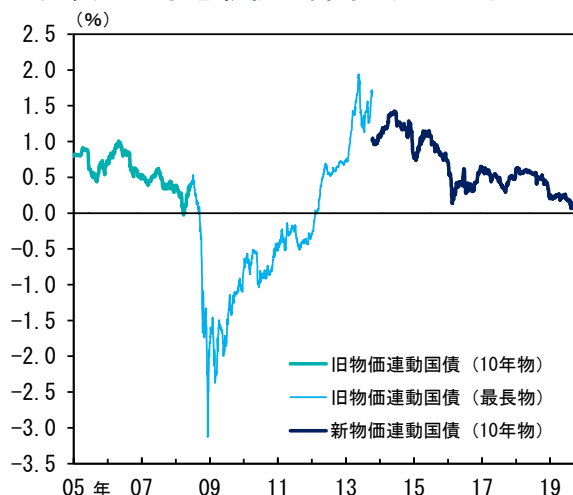
(出所) 総務省、日本銀行
(注) 1. CPIは、消費税調整済み。
2. 需給ギャップは、日本銀行スタッフによる推計値。

図表46：予想物価上昇率(各種調査)



(出所) 日本銀行、QUICK「QUICK月次調査(債券)」、JCER「ESPフォーキャスト」、Consensus Economics「コンセンサス・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・パークキン法による。
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47：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。

³² BOX7では、予想物価上昇率の動向について点検している。

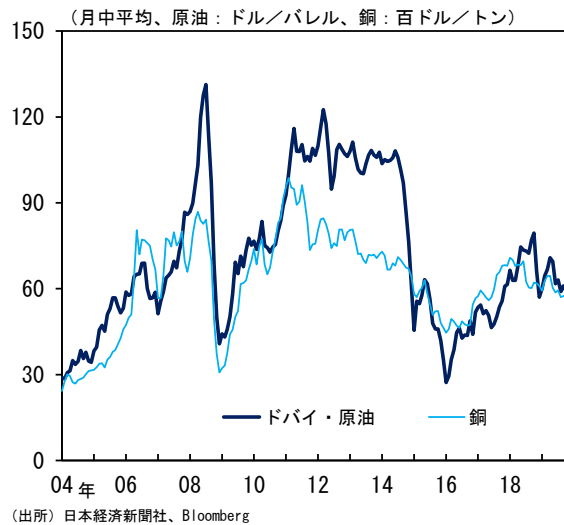
（物価の先行き）

以上を踏まえ、消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比について、先行きを展望すると、目先、①消費税率引き上げ後の販売落ち込みから耐久消費財は弱含むほか、軽減税率の対象でない外食でも、中食との価格競争が意識され、価格設定が慎重化することが予想される。もっとも、②食料工業製品および生活関連財をはじめとする財や家事関連サービス等では、原材料費や人件費の上昇を転嫁する動きがなお続くと見込まれる。さらに、③火災保険料や傷害保険料、診療代の値上げもプラスに作用するとみられる³³。これらの結果、消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比は、プラス幅を拡大していくと見込まれる。その後も、需給ギャップがプラスの状態を続けることに加え、企業の賃金・価格設定スタンスが積極化し、家計の値上げ許容度が高まっていけば、予想物価上昇率が次第に伸びを高めていくとともに、消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比も、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる。

消費者物価（除く生鮮食品）の前年比の先行きを展望すると、当面、電気代等のエネルギー価格の下落が押し下げに寄与するも、現状程度のプラスで推移するとみられる。その後は、エネルギー価格下落の影響が減衰するも、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、2%に向けて徐々に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、①需給ギャップが、比較的大幅なプラスで推移するも、②予想物価上昇率が、「フォワードルッキング」、「適合的」

図表48：国際商品市況



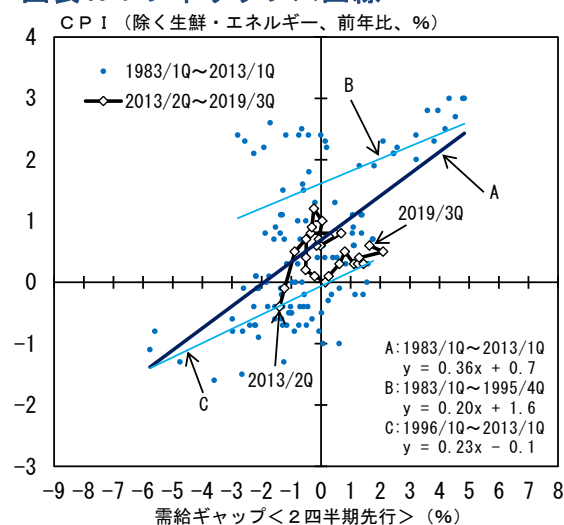
³³ このほか、消費税率引き上げと教育無償化は、ネットで押し上げ要因となる。

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が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 49）。

なお、今回の 2021 年度までの消費者物価（除く生鮮食品）の見通しを前回展望レポート時点と比べると、原油価格の下落などを背景に、見通し期間の前半を中心に下振れている。

この間、物価と名目賃金のバランスで決まる実質賃金は、長い目でみれば、労働生産性に見合ったものになるという関係がある（前掲図表 43）。以上の中心的な見通しでは、実質賃金は、労働生産性の向上に追い付くかたちで、徐々に上昇ペースを高めていくことが想定されている。すなわち、企業収益が歴史的にみて高水準にあるなか、タイトな労働需給を反映して、名目賃金の伸びが上記の消費者物価の伸びを上回っていくことを見込んでいる。こうした実質賃金の上昇は、家計所得の改善を通じて消費を押し上げるほか、家計の値上げに対する許容度を高め、ひいては消費者物価の上昇に資すると考えられる。

図表49：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。

2. 需給ギャップは、日本銀行スタッフによる推計値。

3. わが国の金融情勢

(金融環境)

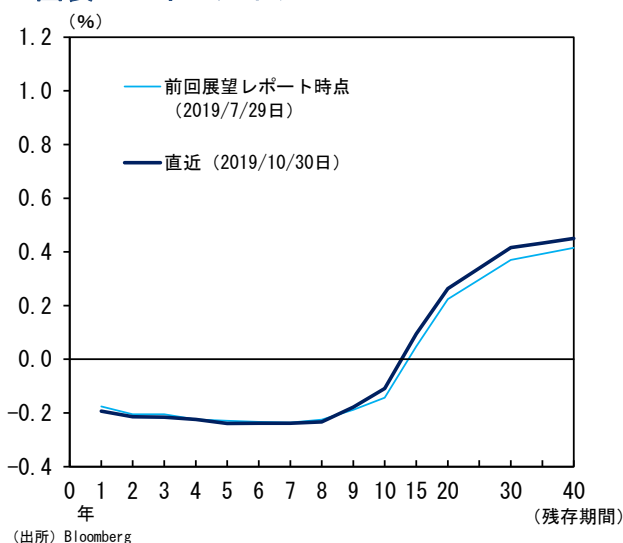
わが国の金融環境は、きわめて緩和した状態にある。

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年物国債金利：ゼロ%程度）に沿ったかたちとなっている（図表50）。すなわち、短めのタームは小幅のマイナス領域で推移している。10年物は、米中間の通商問題を巡る緊張感の高まりや世界経済の減速懸念などを背景とする米欧金利の低下に連れる形で低下する場面もみられたが、ゼロ%程度で推移している。この間、20年物は0%台前半で推移しているが、10年物に連れて低下する場面もみられた。

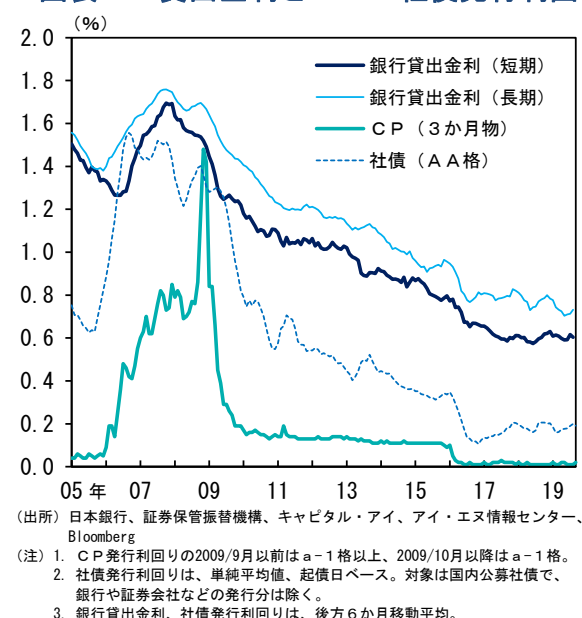
企業の資金調達コストは、きわめて低い水準で推移している（図表51）。CPの発行金利は、きわめて低い水準で推移しており、短観のDIなどをみると、その発行環境は良好である。社債の発行金利も、きわめて低い水準で推移している。この間、貸出金利（新規約定平均金利）は、既往ボトム圏の水準で推移している。

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で見ると、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52）。また、企業の資金繰りを短観のDIで見ると、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となっているほか、中小企業については1990年頃と同程度の高水準で推移しており、良好である

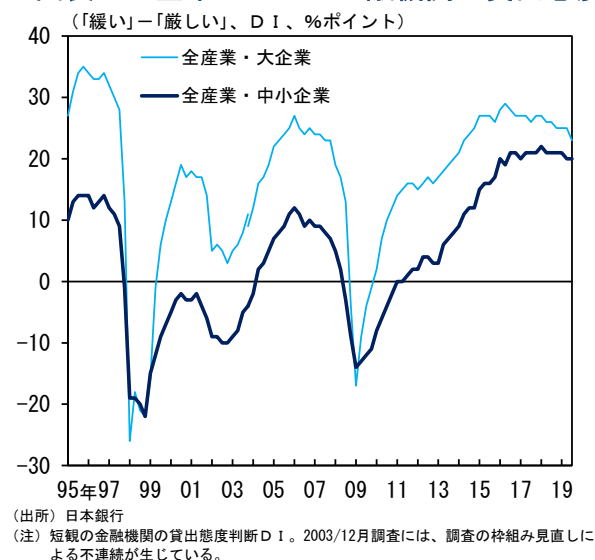
図表50：イールドカーブ



図表51：貸出金利とCP・社債発行利回り



図表52：企業からみた金融機関の貸出態度

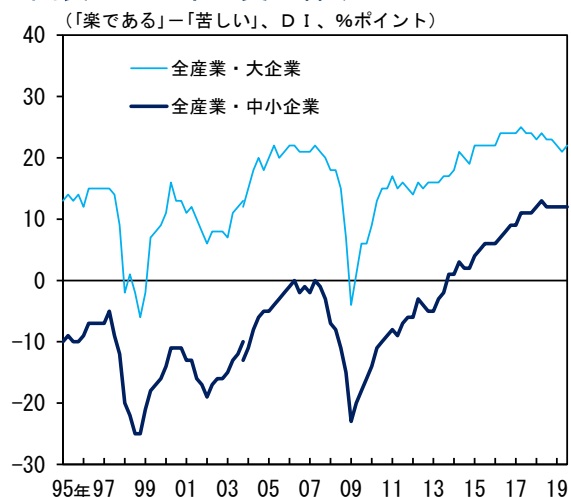


(図表 53)。

企業の資金需要面をみると、設備投資向けや企業買収関連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、2%台前半のプラスとなっている(図表 54)。CP・社債合計の発行残高の前年比は、10%を超える高めめのプラスで推移している。

マネタリーベースは、前年比で3%程度の伸びで推移しており、9月末時点の残高は520兆円(対名目GDP比率は94%³⁴)となっている。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、2%台半ばの伸びとなっている(図表 55)。

図表53：企業の資金繰り



(出所) 日本銀行
(注) 短観の資金繰り判断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。

図表54：貸出残高とCP・社債発行残高



(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
(注) 民間銀行貸出は平残前年比、CP・社債計は末残前年比。

図表55：マネーストック



(出所) 日本銀行

³⁴ 名目GDPは、2019年4~6月期の値を用いている。

(金融市場動向)

国際金融市場の動向をみると、8月入り後、米中間の通商問題を巡る緊張感の高まりや世界経済の減速懸念などから、多くの国で株価が下落し、長期金利も低下する場面がみられた。その後は、振れを伴いつつも、米中通商交渉進展への期待感等から、株価、長期金利ともに上昇している。

米欧の長期金利(10年物国債利回り)をみると、米国では、8月入り後、米中間の通商問題を巡る緊張感の高まりや世界経済の減速懸念、FRBによる金融緩和を巡る思惑などからいったん低下した(図表56)。その後は、米中通商交渉進展への期待感などから上昇している。ドイツでは、米国の長期金利に概ね連れて低下し、8月下旬には、過去最低水準となる-0.7%台まで低下する場面もみられた。その後は、米中通商交渉の進展期待や、英国のEU離脱問題の展開等を受けて上昇している。

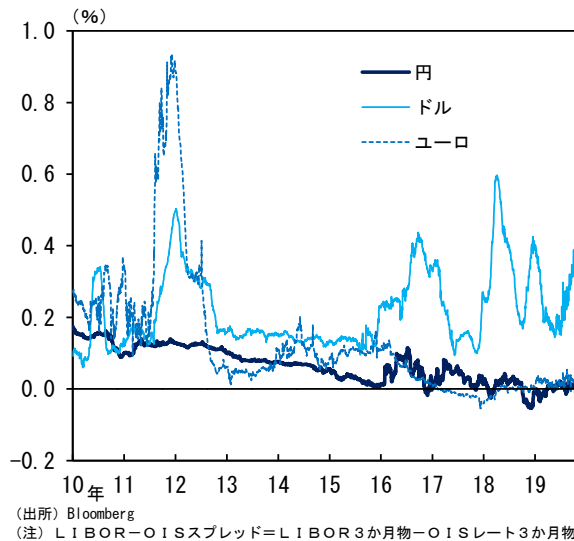
主要通貨のLIBOR-OISスプレッドをみると、米ドルは、米国における短期国債増発の影響などから幾分拡大している(図表57)。ユーロおよび円は、低水準で推移している。円を見合いとするドル調達にかかるプレミアムは、年末越えを意識した動きなどから、9月末以降、拡大している(図表58)。

株式市場をみると、米国の株価は、8月入り後、米中間の通商問題を巡る緊張感の高まりを背景とした投資家のリスク回避姿勢の強まりなどから、下落する場面がみられた。その後は、振れを伴いつつも、米中通商交渉進展への期待感等からリスクセンチメントが改善したこともあり、上昇している(図表59)。欧州やわが国の株価も、米国株価の動きに連れるかたちで下落したあと、上昇に

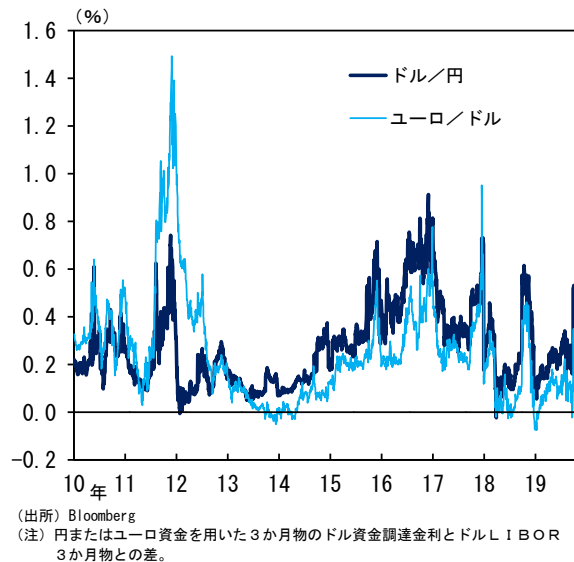
図表56：主要国の長期金利（10年物国債）



図表57：LIBOR-OISスプレッド



図表58：ドル資金調達プレミアム

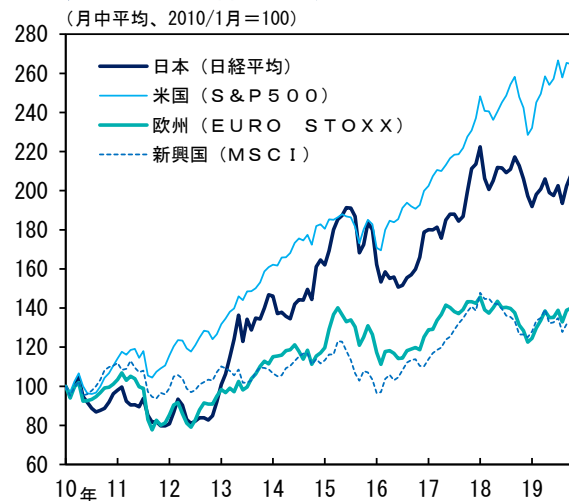


転じている。

わが国の不動産投資信託（J-REIT）市場をみると、J-REIT価格は上昇している（図表60）。

為替市場をみると、円の対ドル、対ユーロ相場は、投資家のリスク回避姿勢の強まりなどを背景に、円高方向に推移する場面もみられたが、その後は、リスクセンチメント改善などから円安方向に推移している（図表61）。

図表59：主要株価指数



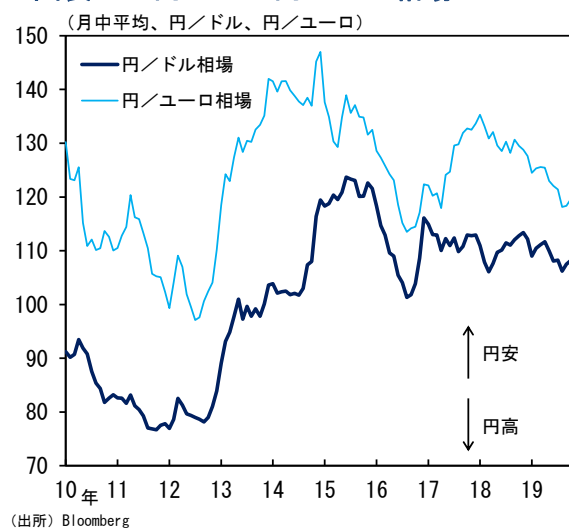
(出所) Bloomberg
(注) 新興国は、MSCIエマージング（現地通貨建て）を利用。

図表60：主要REIT指数



(出所) Bloomberg

図表61：円ドル・円ユーロ相場



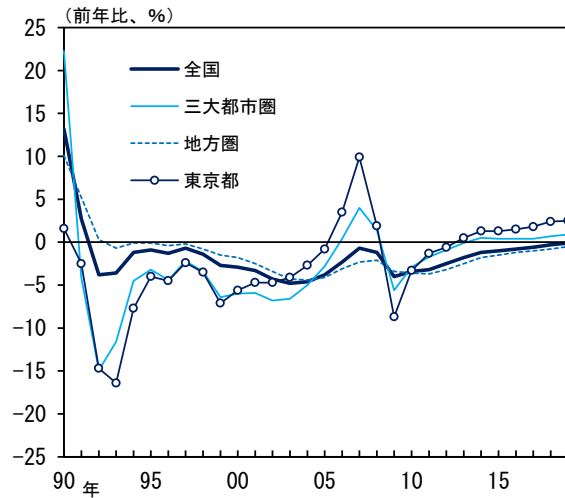
(出所) Bloomberg

(地価)

地価は、全体として緩やかに上昇している。2019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、住宅地がゼロ%近傍までマイナス幅を縮小させるなか、商業地がプラス幅を拡大している（図表62、63）。東京、大阪、名古屋の三大都市圏では、商業地・住宅地ともに、プラス幅を拡大している。地方圏では、商業地が28年ぶりのプラスに転化したほか、住宅地もマイナス幅の縮小が続いている。

以上

図表62：地価（住宅地）

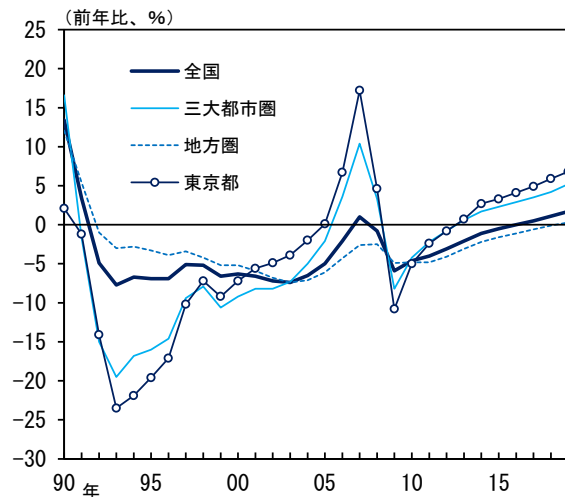


(出所) 国土交通省

(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。

図表63：地価（商業地）



(出所) 国土交通省

(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。

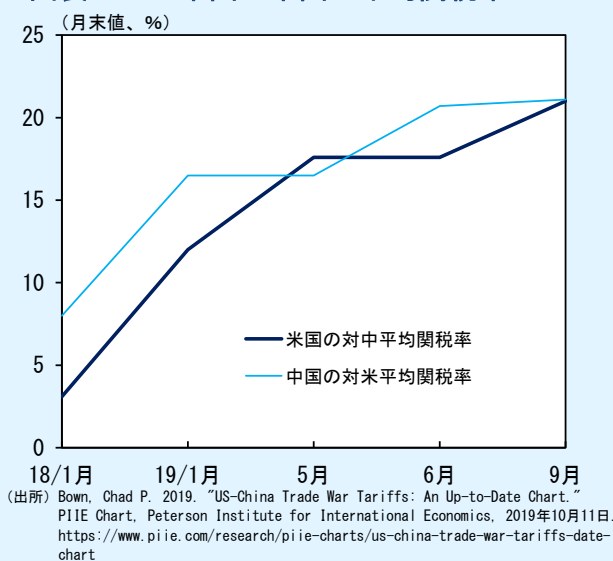
(BOX 1) 海外経済の成長ペースの持ち直し時期が遅れる背景

今回の展望レポートの中心的な見通しでは、海外経済について、減速の動きが続いたあと、成長ペースが持ち直していくとみている。もっとも、前回の展望レポートの時点と比べて、持ち直しの時期は遅れると想定している。この背景には、①米中貿易摩擦の拡大・長期化による影響、②中国の財政政策が効果発現にやや時間を要していること、などが挙げられる。

米中貿易摩擦については、米中双方が追加関税の規模を段階的に上げてきており、拡大・長期化の様相を呈している(図表 B1-1)。こうしたもとで、米国および中国では、貿易活動が、両国間での縮小を背景に、横ばい圏内の動きにとどまっている(図表 B1-2)。また、通商政策などを巡る不確実性が高まるなか、製造業の業況感は悪化しており、設備投資も弱めの動きとなっている(図表 B1-3、B1-4)。このような米中貿易摩擦による製造業への影響については、前回の展望レポートでもグローバルな現象として指摘した。米中貿易摩擦の拡大・長期化は、景気の下押し圧力として、これまでの想定以上に長く作用し、海外経済が持ち直す時期を後ずれさせるとみられる。

中国の財政政策については、当局は、米中貿易摩擦など景気下押し圧力の緩和に向け、本年入り後から、拡張的な政策対応を実施してきている。主な施策としては、減税など企業負担の軽減策や、インフラ投資の拡大などが挙げられる。企業負担軽減策は、製造業の設備投資を後押しすると見込まれる。もっとも、上述した不確実性の高まりなどを背景に、これまでのところ、設備投資が弱めの動きを示すなど、その効果は限定的なものにとどまっている。インフラ投資については、同投資

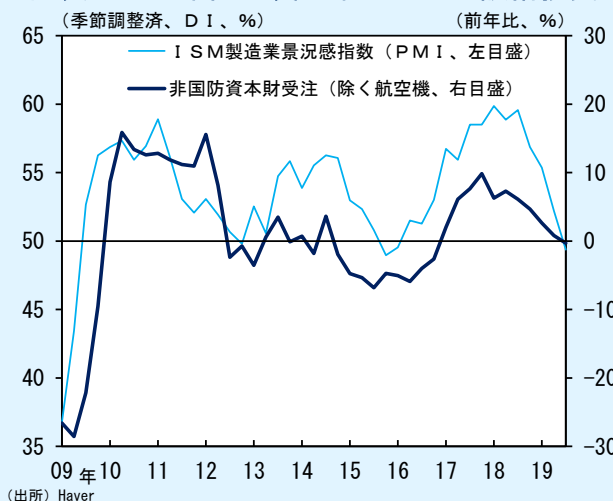
図表B1-1：米国・中国の平均関税率



図表B1-2：米国・中国の名目輸出



図表B1-3：米国の製造業PMI・設備投資



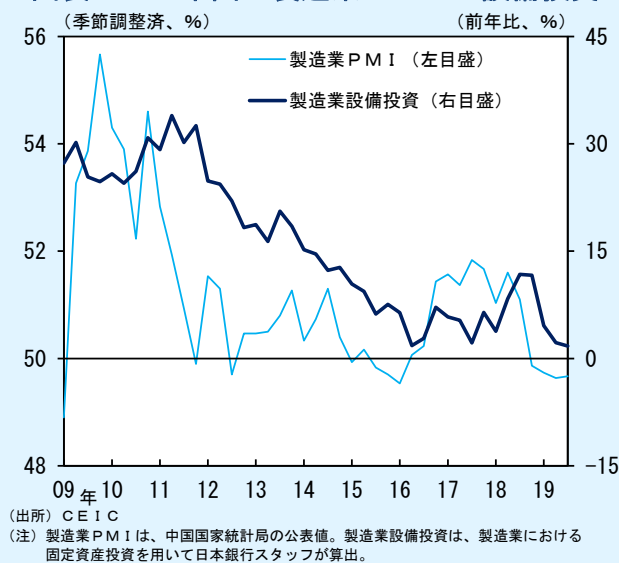
プロジェクトの資本金に充てられてきたとみられる地方政府の土地所有権の譲渡収入が、債務抑制や不動産価格の安定を重視する中央政府の姿勢を背景に、落ち込んでいる（図表 B1-5）。同じくインフラ投資の資金調達手段である地方専項債の発行は増加しているが、投資プロジェクトの資本金としての活用が制限されるなど、資金使途に制約があるため、必ずしもインフラ投資の伸び率の拡大につながっていない（図表 B1-6）。

このように、中国における拡張的な財政政策の効果は、その発現にやや遅れがみられているものの、先行き、次第に現れてくるとみている。足もとでは、中央政府が、資本金としての活用を部分的に許可するなど、地方専項債に係る制約を緩和している。また、不確実性の高まりなどを背景に、製造業で設備投資に対する姿勢が慎重化するなか、金融政策でも、預金準備率の引き下げや、銀行が貸出の際に参照する金利（ローン・プライム・レート）の見直しなど、製造業への貸出の増加に向けた施策が段階的に実施されている。

さらに、中国以外の国・地域におけるマクロ経済政策の効果発現や、IT関連財のグローバルな調整の進捗などを背景に、海外経済は、成長率を高め、総じてみれば緩やかに成長していくと予想される。

ただし、米中貿易摩擦のさらなる拡大・長期化の下振れリスクについては、米中をはじめ海外経済にこれまで以上の影響を及ぼすと考えられるため、今後も、注意深く点検していく必要がある。

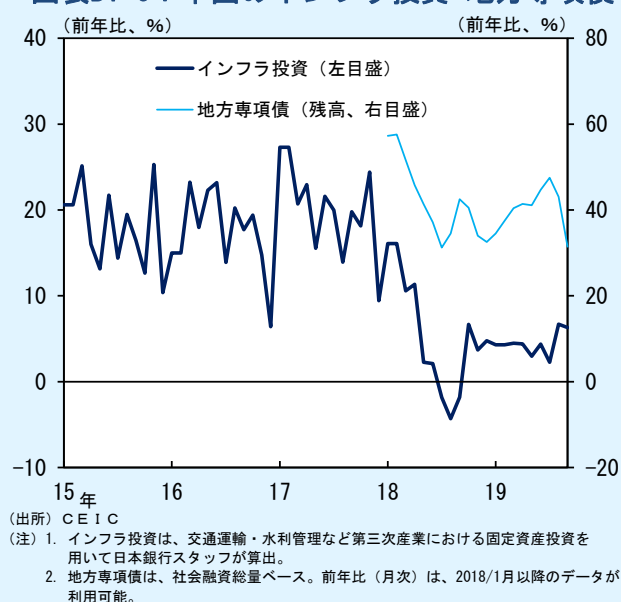
図表B1-4：中国の製造業PMI・設備投資



図表B1-5：中国の土地所有権の譲渡収入



図表B1-6：中国のインフラ投資・地方専項債



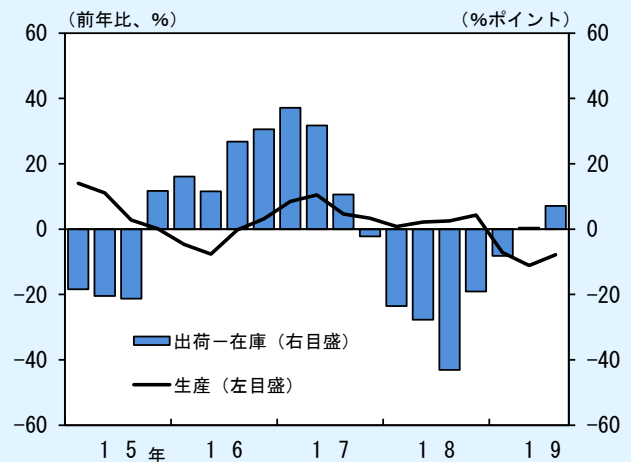
(BOX 2) 財別にみた輸出動向

本BOXでは、輸出の現状と先行きについて、①情報関連、②資本財、③自動車関連、の財別に分けて、考え方を整理する。

わが国の情報関連輸出は、2018年後半以降、グローバルなITサイクルの悪化を受けて、減少傾向を続けてきた。もっとも、足もとでは、在庫調整の進捗を背景に、グローバルなITサイクルは下げ止まりつつあるとみられ、わが国の情報関連輸出も2019年4～6月以降、小幅ながら増加に転じている。わが国の電子部品・デバイス出荷・在庫バランスをみても、在庫削減局面は概ね終了しており、出荷の増加が生産の増加に結び付きやすい状態となっている(図表B2-1)。ITサイクルは、過去の平均的なパターンによれば、ピークから5～6四半期程度で下げ止まり、調整局面が終了している³⁵。直近のITサイクルのピークは、2018年4～6月頃であるため、足もとにかけてITサイクルが下げ止まりつつある姿は、過去のパターンと整合的と考えられる(図表B2-2)。先行きについては、マイクロ情報なども踏まえると、年末にかけて、ITサイクルが徐々に上昇局面に移行していくなかで、わが国の情報関連輸出も、スマートフォン向けやデータセンター向けを中心に持ち直すとみられる。2020年入り後は、5G通信関連需要の本格化も予想されるため、情報関連輸出はしっかりとした増加基調に復していくと考えられる。

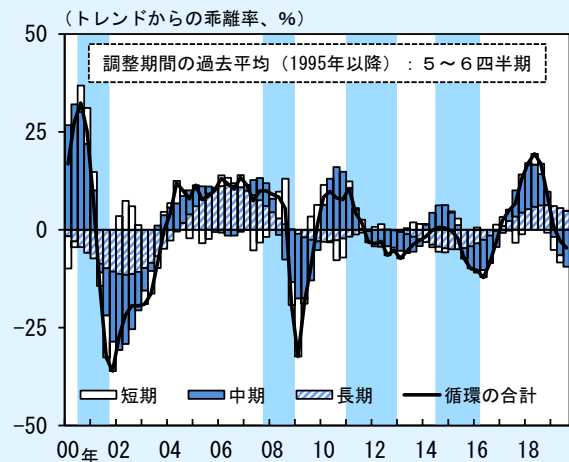
次に、資本財輸出をみると、中国およびその周辺国の設備投資に減速感がみられるなかで、弱めの動きとなっている。グローバルな経済政策不確実性指数は、米中貿易摩擦の拡大・長期化に伴う

図表B2-1：IT関連の出荷・在庫バランス



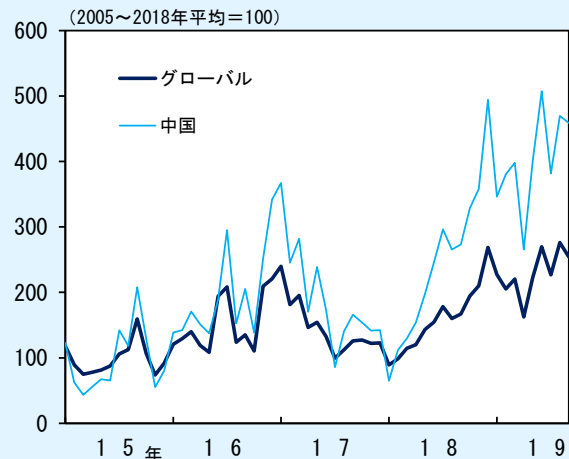
(出所) 経済産業省
(注) 1. IT関連は、電子部品・デバイス。
2. 生産と出荷の2019/3Qは、7～8月の値。在庫の2019/3Qは、8月の値。

図表B2-2：世界半導体出荷額の周波数分解



(注) 1. 推計期間は、1995/1Q～2019/3Q。2019/3Qは、7～8月の値。
2. シャドローは、ITサイクルの調整期間。調整期間は、循環の合計がゼロを跨いだ時点の直前の山から谷の1四半期前までとした。
3. WSTSデータを用いて日本銀行スタッフが算出。

図表B2-3：経済政策不確実性指数



(出所) Baker, Scott, Nicholas Bloom, Steven J. Davis and Sophie Wang 2013. "Economic Policy Uncertainty in China." <http://www.policyuncertainty.com>
(注) グローバルは、世界20か国の経済政策不確実性指数をPPPウエイトで加重平均したもの。

³⁵ 詳しくは、2019年4月展望レポートのBOX 4を参照。

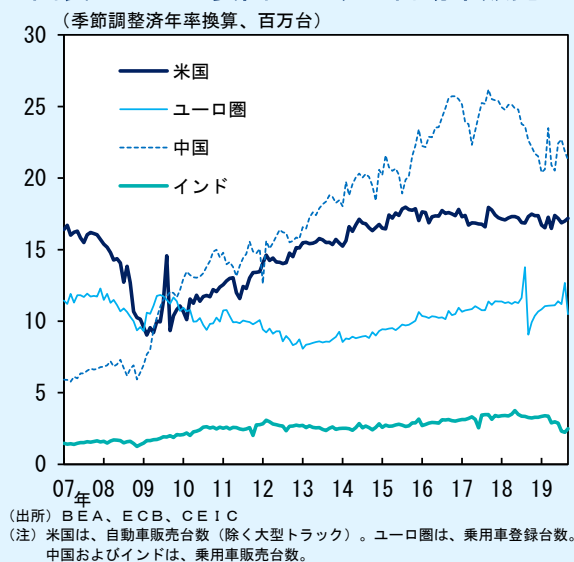
不確実性の高まりを背景に、このところ中国を中心に大きく水準が切り上がっている(図表 B2-3)。こうした不確実性の上昇は、中国をサプライチェーンに組み込んでいる企業を中心に設備投資を先送りする動きにつながっており、これが最近の資本財の世界貿易量の減速をもたらしていると思われる。先行きについても、わが国資本財輸出の先行指標である機械受注・外需の減少傾向が続いていることを踏まえると、当面は、弱めの動きを続ける可能性が高い(図表 B2-4)。やや長い目でみれば、保護主義的な動きの一段の高まりが回避され、グローバルな不確実性も低下傾向をたどるとして、資本財の貿易量は徐々に回復に向かい、わが国の資本財輸出も緩やかな増加基調に復していくと考えられる。もっとも、こうした見通しを巡っては、米中間の通商交渉の帰趨次第で、下振れリスクは大きい。

この間、わが国の自動車関連輸出は、高付加価値化や環境性能の高さなどを背景に増加を続けてきたが、足もとでは、グローバルな自動車販売の減少が影響し、弱含みに転じている。グローバルな自動車販売は、①法人需要の弱さや②一部新興国の金融環境の引き締め、③環境規制の厳格化などから、新興国を中心に弱めの動きとなっている(図表 B2-5)。自動車関連輸出の内訳をみると、これまで堅調に推移してきた先進国向けの完成車が、米国における日系メーカーの在庫調整の動きから、頭打ち感が強まっているうえ、自動車部品も、2018 年末以降、景気減速や環境規制の影響を受けた中国向けを中心に、減少を続けている(図表 B2-6)。先行きも、わが国の自動車関連輸出は、当面、減少傾向をたどるとみられるが、その後は、グローバルな設備投資の回復に伴い法人需要が持ち直すなかで、環境規制への対応も徐々に進捗することから、次第に回復に向かうと見込まれる。

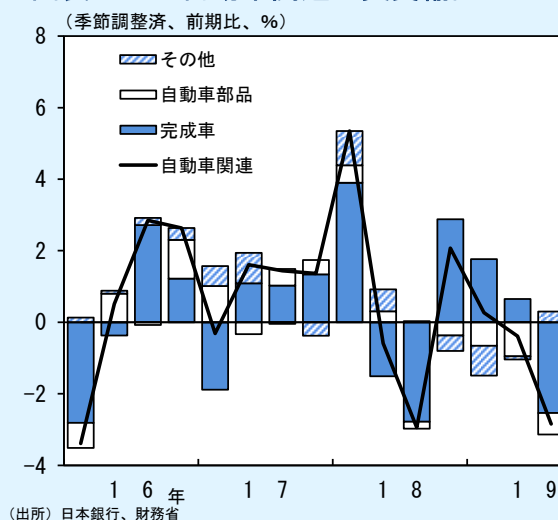
図表B2-4：機械受注（外需）と資本財輸出



図表B2-5：主要国・地域の自動車販売



図表B2-6：自動車関連の実質輸出



(BOX 3) 輸出環境とそのリスク評価

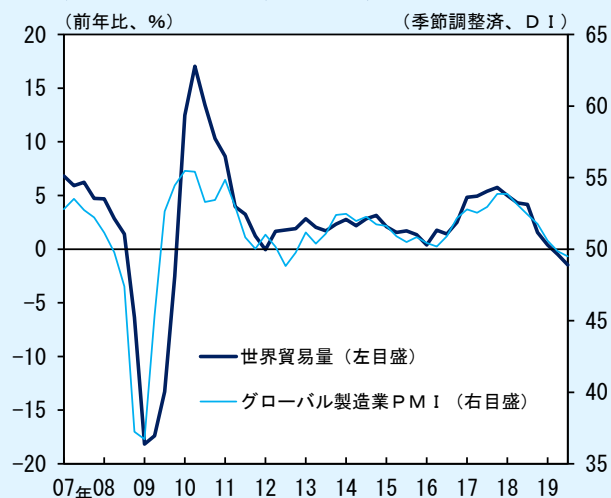
今回の展望レポートの中心的な見通しでは、海外経済の成長ペースが持ち直す時期は、従来の見通しから後ずれすると想定している。これに伴い、わが国輸出が、弱めの動きを脱し、増加基調に復する時期も後ずれするとみられるが、総じて海外経済の緩やかな成長が維持されるもとの、輸出の底割れは回避されると見込んでいる。本BOXでは、こうした輸出見通しを巡るリスクについて定量的に点検しておく。

2018年後半以降、中国をはじめとする新興国の設備投資の減速や、ITサイクルの悪化などを背景に、グローバルな製造業の業況感や生産・貿易活動は、アジア地域を中心に弱めの動きとなっている。こうしたもとの、世界貿易量の水準は概ね横ばいで推移しており、前年比は、足もとではゼロ%程度まで落ち込んでいる(図表B3-1)。先行きの世界貿易量は、暫くの間、低迷が続けるとみられるが、その後は、徐々に伸びを高め、世界経済成長率並みに復していく姿を想定している(前掲図表13)。

こうした世界貿易量の見通しは、「海外経済全体について、製造業の業況感や生産・貿易活動の悪化が、非製造業に大きく波及せず、全体として、一段の減速が回避される」ことを前提としている。この点、新興国も含めグローバルにみて、総じて緩和的な金融環境が維持されていることは、各国で国内需要を下支えし、外需の弱さの悪影響を和らげるうえで重要な役割を果たしていると考えられる。

一方、BOX 1で概観したとおり、米中貿易摩擦は拡大・長期化の様相を呈しているほか、中国における財政政策の効果発現も遅れているため、

図表B3-1：世界貿易量と製造業PMI



(出所) オランダ経済政策分析局、IHS Markit © and database right IHS Markit Ltd 2019. All rights reserved.)
(注) 1. 世界貿易量は、世界実質輸入。2019/3Qは、7~8月の値。
2. グローバル製造業PMIは、J.P. Morganグローバル製造業PMI。

当面は、海外経済の一段の減速に伴い、輸出が下振れるリスクを意識しておく必要がある。こうしたリスクの大きさについて、わが国輸出の早期警戒指標である「SCOPE」(Surveillance Indices for Critical Overseas Perils to Exports)で確認すると(図表B3-2)³⁶、輸出環境の悪化シグナルを発している指標の数は、9月は、全18指標のうち7指標と、4割程度にまで増加している(図表B3-3)。前回の展望レポートの公表以降の動きをみると、既に悪化シグナルを発していた、①グローバル製造業PMI：新規輸出受注指数、②OECD製造業景況感指数、③WSTS世界半導体出荷額、④世界自動車販売台数、⑤日本製造業PMI：新規輸出受注指数の5指標に加えて、米中貿易摩擦の拡大・長期化や中国経済の減速の影響などから、足もとでは、⑥ISM製造業景況感指数：新規輸出受注指数と⑦中国金属加工機械生産台数も、追加的に悪化シグナルを発している。この輸出環境の悪化シグナルを発している指標の数は、過去に輸出が大きく減少した4つの局面——実質輸出が一定の期間にわたって1標準偏差を超えてトレンドから下方に乖離した局面：①アジア通貨危機時、②ITバブル崩壊時、③リーマン・ショック時、④欧州債務危機時——と比べれば、なお少ない状態が維持されている(図表B3-4)。ただし、2015年後半～2016年前半の所謂「チャイナ・ショック」の時期を明確に上回ってきており、輸出下振れのリスクは高まりつつあると評価される。

こうした輸出の下振れリスクを定量的に評価するため、上記のSCOPEのシグナル発生割合を説明変数として分位点回帰を行い、3か月先のわが国輸出の伸び率の確率分布(Exports at Risk)

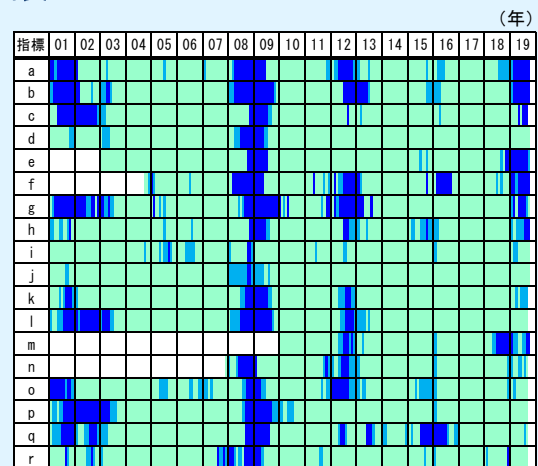
³⁶ SCOPEの詳細については、2019年1月展望レポートのBOX1を参照。

図表B3-2：モニタリング指標

指標	
世界	
企業	a グローバル製造業PMI：新規輸出受注指数
	b OECD製造業景況感指数
	c WSTS世界半導体出荷額
家計	d OECD消費者景況感指数
	e 世界自動車販売台数
日本	
企業	f 日本製造業PMI：新規輸出受注指数
	g 機械受注(外需)：電子・通信機械
米国	
企業	h ISM製造業景況感指数：新規輸出受注指数
	i フィット・ルイ77連銀製造業景況感指数：先行き出荷
家計	j ミシガン大学消費者態度指数：現状
欧州	
企業	k ユーロ圏製造業景況感指数：生産期待
	l ユーロ圏サービス業景況感指数：需要期待
アジア	
企業	m 中国金属加工機械生産台数
	n 中国製造業PMI
総合	o 台湾景気総合判断指数
金融	p MSCI先進国株価指数
	q MSCI新興国株価指数
	r VIX指数

(注) グローバル製造業PMIは、J.P.Morganグローバル製造業PMI。日本製造業PMIは、じぶん銀行日本製造業PMI。

図表B3-3：SCOPE

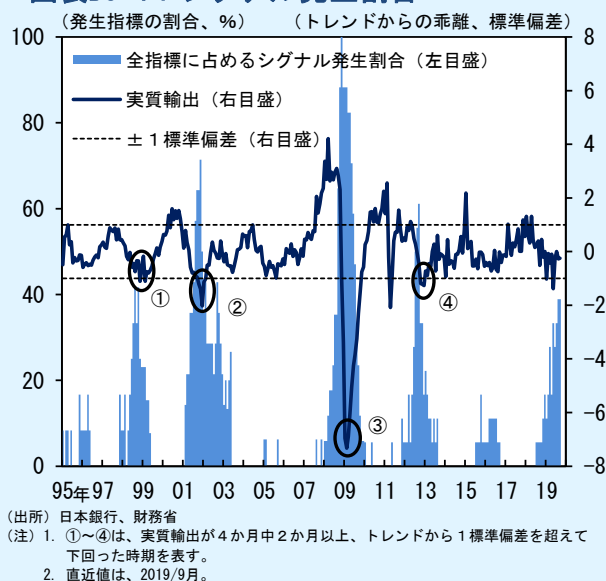


(出所) Haver、Bloomberg、内閣府、WSTS、Wards Intelligence、IHS Markit © and database right IHS Markit Ltd 2019. All rights reserved.)
(注) 1. 実質輸出が先行き大幅に減少する可能性を、指標ごとにそれぞれの閾値との対比で可視化したもの。日本銀行スタッフ算出。
2. 図中の色は指標ごとに設定した閾値との対比で以下の通り表示、青色：閾値を超過、水色：閾値～閾値の1/2、緑色：閾値の1/2未満、白色：データなし。

を推計した（図表 B3-5①）。これは、統計学的に
 いえば、「SCOPEのシグナル発生割合を所与と
 した時の、3か月先の輸出の伸び率に関する条件
 付き確率分布」を計測することを意味している。
 推計結果をみると、足もとの分布は、欧州債務危
 機時ほどではないが、1年前やチャイナ・ショッ
 ク時と比べ、下方の裾野が厚くなっていることが
 確認できる（図表 B3-5②）。

このように、米中貿易摩擦の拡大・長期化や中
 国をはじめとする新興国・資源国経済の減速の動
 きを背景に、グローバルな製造業の生産・貿易活
 動が減速するもとで、わが国輸出の下振れリス
 クは高まりつつある。こうした状況において、仮に、
 過去4回の輸出の急減局面でみられたように、株
 価の大幅な下落や信用リスクプレミアムの上昇な
 ど金融環境の引き締まりが追加的に生じる場合
 には、輸出が大幅に減少するリスクが一段と高まる
 可能性もあるため、注意が必要である。

図表B3-4：シグナル発生割合

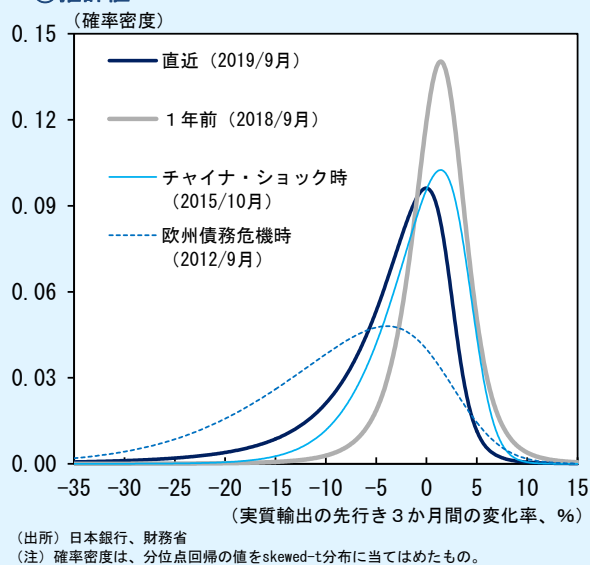


図表B3-5：Exports at Risk

①推計の概要

- (分位点回帰)
- ・被説明変数：実質輸出の先行き3か月間の変化率
 - ・説明変数：1. 当月のシグナル発生割合（前月までの半年間の最高値未満の場合は0とする）
 2. 実質輸出の過去3か月間の変化率
 3. 定数項

②推計値



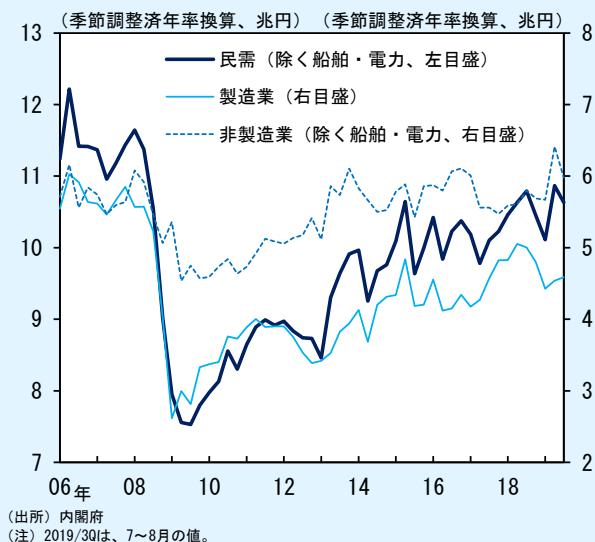
(BOX 4) 海外経済の減速に対する設備投資の抵抗力 (1) : 機械・ソフトウェア投資と研究開発投資

海外経済の減速の影響は、輸出面に加え、製造業の業況感や企業収益にも表れているが、設備投資は全体として増加基調を維持している。以下、2つのBOXでは、海外経済の減速にもかかわらず設備投資がこれまでのところ底堅さを維持している背景について、設備投資を形態別に分けて考察する。本BOXでは、まず、機械・ソフトウェア投資と研究開発 (R & D) 投資を取り上げる。

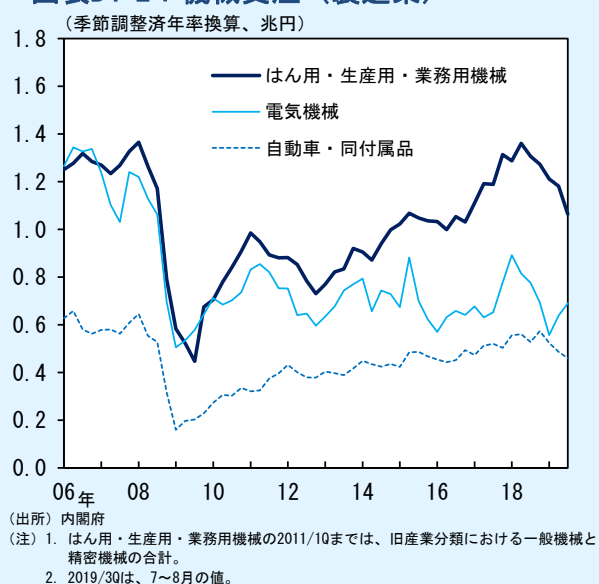
機械投資について、先行指標である機械受注をみると、製造業はこのところ弱めの動きを続けている (図表 B4-1)。業種別にみると、はん用・生産用・業務用機械が、資本財輸出の弱さを反映して、はっきりと減少している (図表 B4-2)。電気機械も、足もとでは幾分持ち直しているが、やや長い目でみれば、低水準で推移している。自動車・同付属品は、緩やかな増加基調をたどってきたが、足もとでは工作機械を中心に弱含んでいる。製造業の機械投資は、海外経済の成長ペースの持ち直し時期が遅れるもとの、暫くの間、弱めの動きを続ける可能性が高い。

一方、非製造業の機械受注は、振れを伴いつつも、堅調さを維持している。業種別にみると、運輸業・郵便業や建設業では、人手不足に対応した効率化・省力化ニーズの強さを反映して、産業機械 (運搬機械等) や電子・通信機械 (コンピュータ等) を中心に、このところ増勢を強めている (図表 B4-3)。効率化・省力化ニーズの強さは、非製造業のソフトウェア投資の増加にもつながっている。短観のソフトウェア投資をみると、労働集約的で人手不足がビジネスの制約になりやすい小売や宿泊・飲食サービス、建設等を中心に、近年は

図表B4-1：機械受注



図表B4-2：機械受注 (製造業)



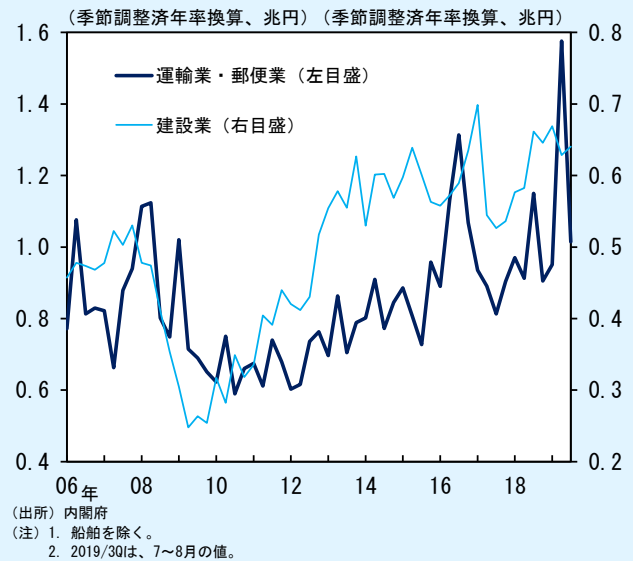
つきりと増加している（図表 B4-4）。2019 年度についても、消費税率引き上げに伴う複数税率やキャッシュレス決済導入への対応もあって、堅調な増加が続く計画となっている。

この間、成長分野に対する研究開発投資は、増加傾向が続いている（図表 B4-5）。日本政策投資銀行の調査を業種別にみると、2019 年度は、全体の4割以上を占める輸送用機械が、グローバルな自動車販売の減少にもかかわらず、運転支援・自動運転機能、電動化など将来に向けた先端技術開発を目的に、増勢を維持する計画となっている。輸送用機械に次いでウエイトの大きい化学も、自動車・エレクトロニクス分野での新素材開発や医薬品・バイオ関連の開発案件を中心に、大きく増加する計画となっている。

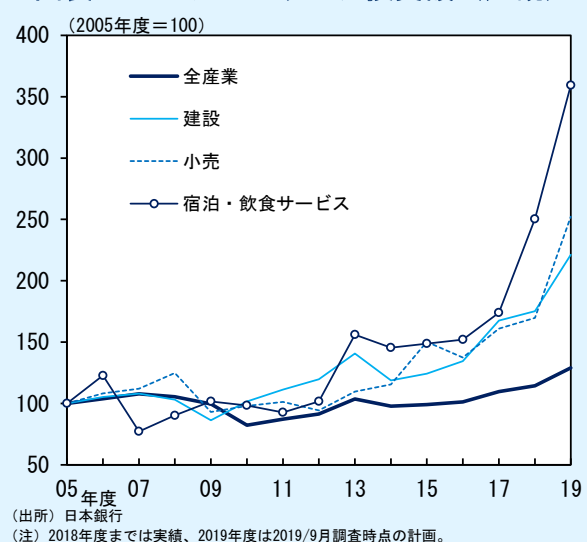
以上のような人手不足に対応した効率化・省力化を目的とする機械・ソフトウェア投資や成長分野に対する研究開発投資は、海外経済の変動などの短期的な景気動向に左右されにくく、設備投資全体を下支えする役割を果たしているとみられる。やや長い目でみれば、これらの投資は、資本装備率の上昇による労働生産性の向上や、新製品開発等による全要素生産性の上昇などを通じて、潜在成長率の押し上げにもつながっていくと考えられる。

ただし、海外経済の減速がさらに長期化したり、海外経済の成長率が一段と落ち込んだりした場合には、企業の業況感や収益のさらなる悪化を通じて、企業の投資スタンスが慎重化する可能性があることには、注意しておく必要がある。

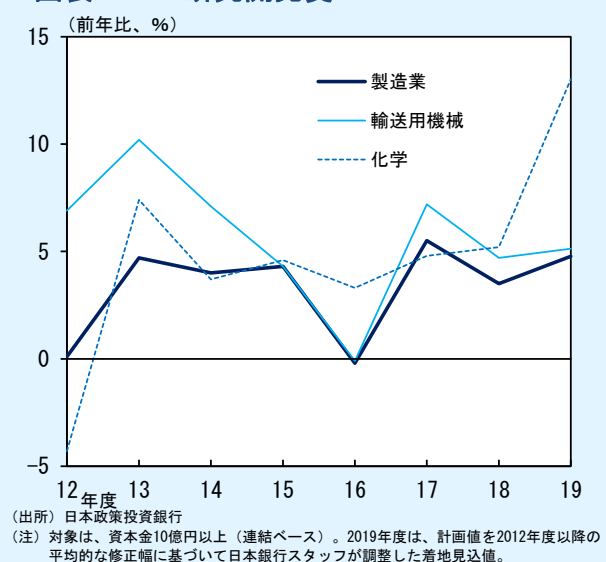
図表B4-3：機械受注（非製造業）



図表B4-4：ソフトウェア投資額（短観）



図表B4-5：研究開発費



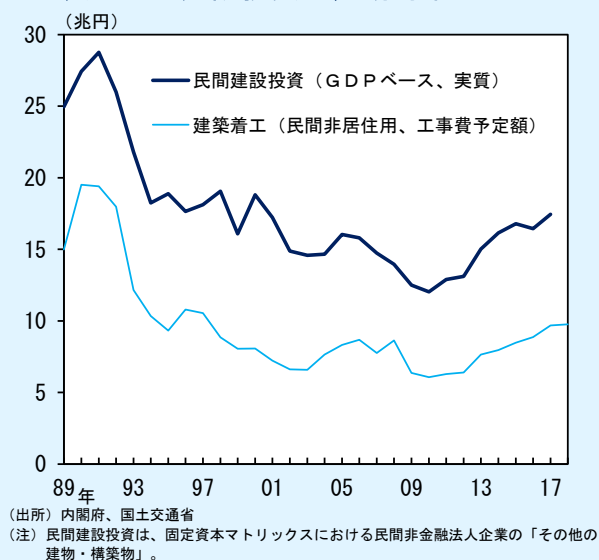
(BOX 5) 海外経済の減速に対する設備投資の抵抗力 (2) : 建設投資

本BOXでは、このところ堅調な増加を続けている建設投資に焦点を当てる。

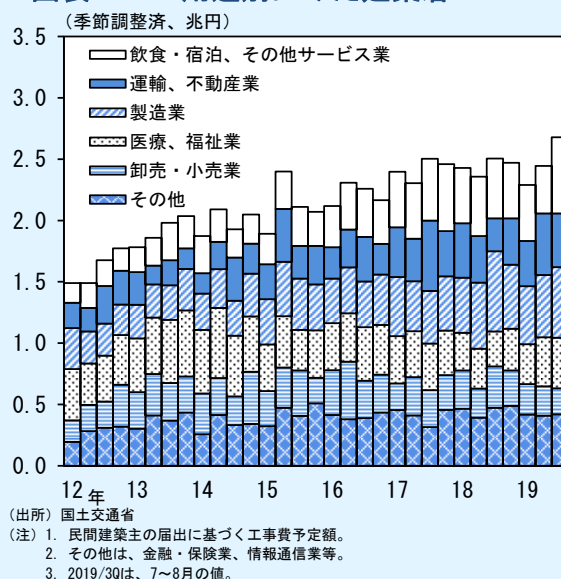
民間建設投資の長期的な推移をみると、1980年代後半～1990年代初のバブル期にかけて大きく盛り上がったあと、リーマン・ショック頃まで長期的な減少トレンドをたどってきた(図表B5-1)。その後、民間建設投資は、既存建築物の老朽化や震災発生に伴う建て替え需要の高まりもあって、2010年代初頭をボトムに、緩やかな上昇トレンドに転じ、足もとまで増勢を維持している。先行指標である建築着工(民間非居住用、工事費予定額)をみても、2018年頃まで押し上げ要因となっていたオリンピック関連需要が一巡したあとも、増加傾向が続いている(図表B5-2)。こうしたなか、建設業者の受注残に相当する「手持ち工事高(民間非居住用建築)」は、受注の増加に加え、人手不足や供給制約に伴う工事進捗の遅れもあって、歴史的な高水準に積み上がっている(図表B5-3)。さらに、各種のミクロ情報によれば、今後1～2年以内に着工段階に入る予定ながら、現時点で建築着工統計に計上されていない東京都心を中心とする大型再開発案件も少なくないとみられる。以上を踏まえると、人手不足の影響から建設工事が従来対比ゆっくりと進捗していくもとの、先行きの建設投資は、緩やかながらも息の長い増加傾向を維持する可能性が高いとみられる。

このように、民間建設投資が近年、堅調に推移している背景には、①オフィスの空室率が既往ボトム圏内まで低下するなど(図表B5-4)、安全・防災対策のしっかりした都市部の高機能オフィスに対する需要が高まっていることや、②長期的に

図表B5-1 : 建設投資の長期時系列



図表B5-2 : 用途別に見た建築着工



インバウンド需要の堅調な増加が見込まれるなか、訪日客の取り込みなどを目的とした投資需要が強まっていること、さらには、③きわめて緩和的な金融環境が長期間にわたり続くもとで、支払金利が低下していること（図表 B5-5）、などが複合的に作用しているとみられる。

建築着工を用途別にみると（前掲図表 B5-2）、運輸・不動産業は、電子商取引の拡大を背景とした物流施設の整備に加え、鉄道の高速化や空港施設の拡充、国際ビジネス拠点や大型複合施設などの都心部開発といった案件を中心に、増加傾向にある。また、飲食・宿泊やその他サービス業も、堅調なインバウンド需要の取り込みを目的とした商業施設やテーマパーク、ホテルの建設案件を中心に、このところ増勢が強まっている。この間、製造業も、一部にみられる国内への生産回帰の動きに加えて、最先端技術の開発や高付加価値な新製品の製造を目的とした工場の新設需要に支えられて、着実な増加傾向を続けている。

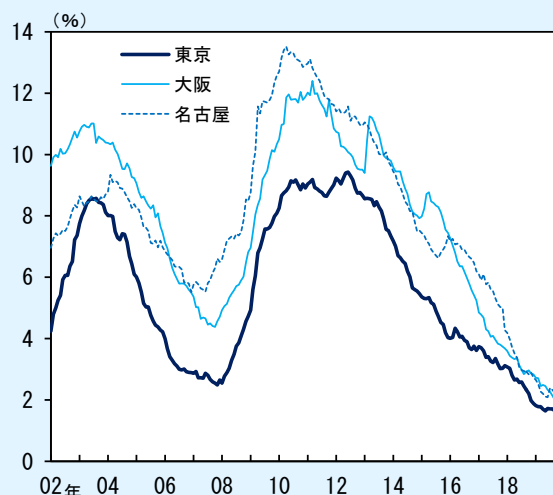
こうした建設投資の増加は、先行きも、製造業における機械投資の減少の影響をある程度相殺し、設備投資全体を下支えする役割を果たしていくと予想される。

図表B5-3：非居住用建築の手持ち工事高
（季節調整済、兆円）



（出所）国土交通省
（注）1. 民間建築主の届出に基づく工事費額ベース。
2. 2019/30は、7～8月の値。

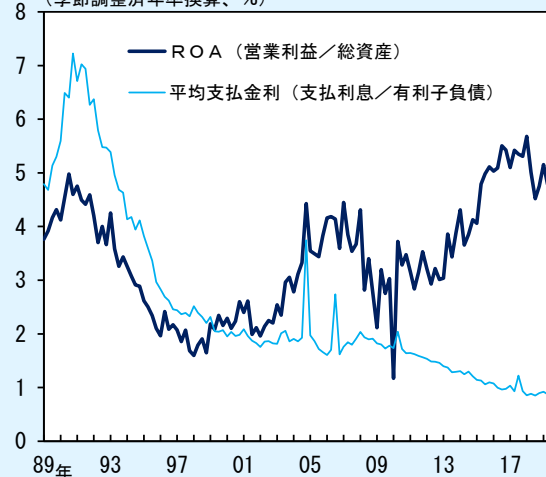
図表B5-4：オフィス需要の動向（空室率）



（出所）三鬼商事

図表B5-5：不動産・建設業の資金調達環境

（季節調整済年率換算、％）



（出所）財務省
（注）1. 法人季報ベース（大企業）。
2. 有利子負債＝金融機関借入金＋その他の借入金＋社債

(BOX 6) 消費税率引き上げ前の家計支出の動向

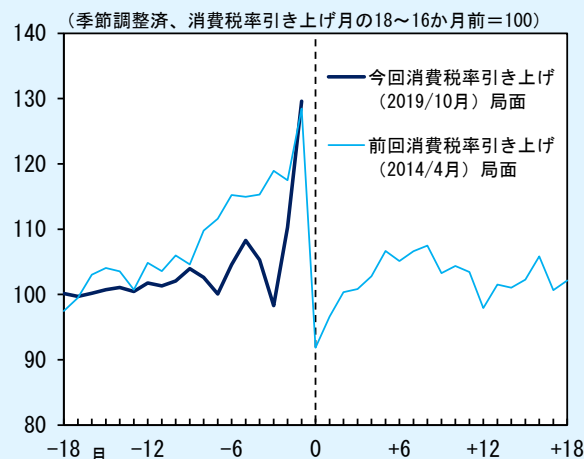
消費税率引き上げは、①税率引き上げ前は、家計支出を中心とする需要増加を通じて、成長率の押し上げ要因となる一方、②税率引き上げ後は、それまでの需要増の反動減と、物価上昇に伴う家計の実質可処分所得の減少を通じて、成長率を押し下げる要因となる。本BOXでは、2019年10月に実施された消費税率引き上げの影響に関し、①耐久財消費、②非耐久財消費、③住宅着工について、2014年4月の前回増税時と比較しながら、税率引き上げ前の需要変動の状況を点検する。

まず、耐久財全体の動きをみると、前回増税時との対比では、需要の盛り上がりは、税率引き上げ直前の9月に集中しており、それ以前の数か月も含めてみると限定的となっている(図表B6-1①)。より仔細にみると、自動車販売は、このところ増勢が強まっているが、前回増税時と比べると、今回の需要増は抑制されている(図表B6-1②)。自動車の需要増が小幅にとどまった背景には、①自動車取得税の廃止や自動車税の引き下げといった政策対応に加え、②新車投入スケジュールを10月以降に設定するといった自動車メーカー各社の販売戦略も、影響しているとみられる。家電販売では、消費税率引き上げ直前の9月にテレビやパソコンなどを中心に需要増がみられたものの、7月に天候不順によってエアコン販売が落ち込んだことから、家電全体の需要増加の規模は、前回対比小幅にとどまったとみられる(図表B6-1③)。

非耐久財では、高額品(化粧品やブランド品)や生活関連財、酒類などを中心に、相応の規模で需要増がみられた(図表B6-1④)。月次の動きをみると、8月までは目立った需要の増加は窺われなかったが、税率引き上げ直前の9月には、月末

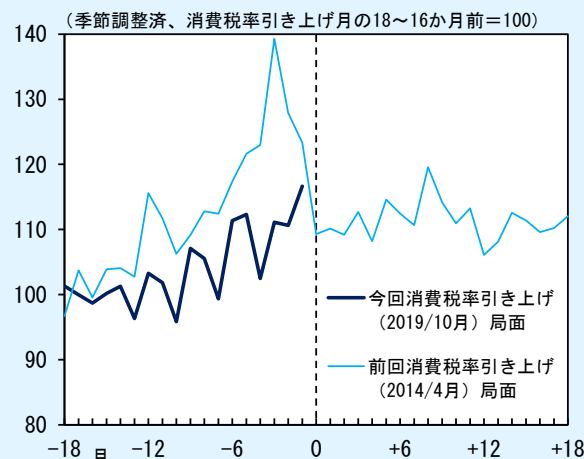
図表B6-1：消費活動指数(実質)

①耐久財(自動車+家電)



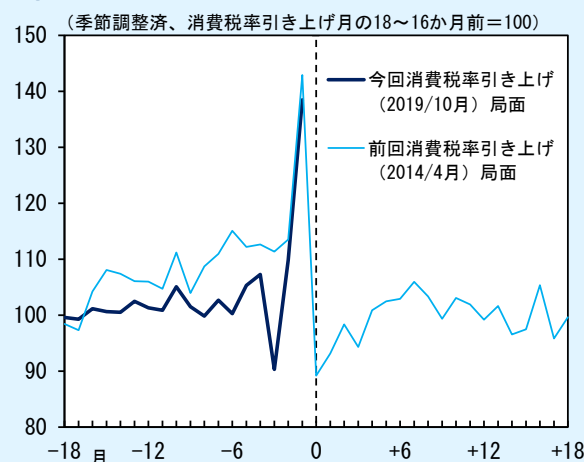
(出所) 日本銀行等
(注) 0月は、消費税率引き上げ月(前回：2014/4月、今回：2019/10月)。今回消費税率引き上げ局面の直近値は、2019/9月(日本銀行スタッフ算出、10/30日時点の値)。

②自動車



(出所) 日本銀行等
(注) 0月は、消費税率引き上げ月(前回：2014/4月、今回：2019/10月)。今回消費税率引き上げ局面の直近値は、2019/9月(日本銀行スタッフ算出、10/30日時点の値)。

③家電



(出所) 日本銀行等
(注) 0月は、消費税率引き上げ月(前回：2014/4月、今回：2019/10月)。今回消費税率引き上げ局面の直近値は、2019/9月(日本銀行スタッフ算出、10/30日時点の値)。

にかけて相応の需要増が生じたものとみられる。

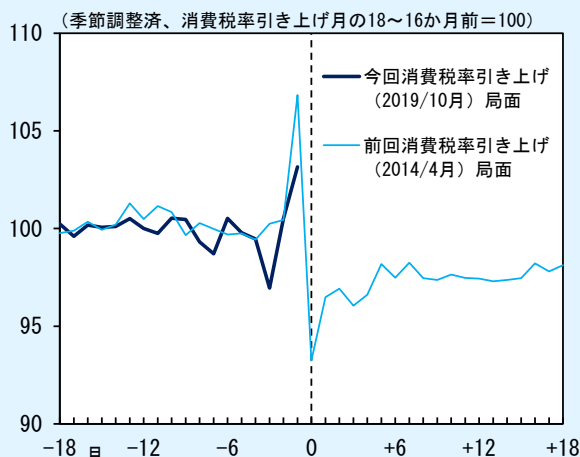
次に住宅投資について、先行指標である新設住宅着工戸数をみると、持家と分譲戸建では、6月頃にかけて税率引き上げ前の需要増の影響から着工が増加したあと、足もとでは既に反動減が生じ始めている(図表 B6-2②)³⁷。もっとも、前回増税前には大幅に増加した貸家が、今次局面では、節税・資産運用目的の需要が減退していることに加え、金融機関の融資スタンスがひと頃に比べ慎重化していることもあって、減少傾向を続けていることから、総戸数でみると、税率引き上げ前の需要増は観察されていない(図表 B6-2①)。

先行きを展望すると、税率引き上げ前の需要増が相応の規模で発生した非耐久財では、目先、比較的大きめの落ち込みが予想されるが、財の特性(耐久性の低さ)を踏まえると、減少局面は一時的なものにとどまる可能性が高い。また、買い替えサイクルの長い耐久財や住宅着工については、需要増加の規模が小幅であったことを踏まえると、反動減に起因する下押し圧力も、前回対比で限定的にとどまると予想される。

もっとも、先行き予想される個人消費の落ち込みについて、税率引き上げ前の需要増の反動による影響と、実質所得減少による影響をリアルタイムに峻別することは難しいうえ、消費動向はその時々の家計のマインドにも大きく左右される。このため、個人消費の先行きの不確実性は大きく、今後ともミクロ情報も含めて注意深い点検を行っていく必要がある。

³⁷ 住宅については、2019年3月までの契約であれば、引き渡しが10月以降であっても、8%の旧税率が適用される。このため、住宅メーカーの受注には、3月にかけて駆け込みの契約増がみられ、4月以降はその反動減が生じている。住宅着工統計には、こうした受注の動きが、ややラグを持って表れている。

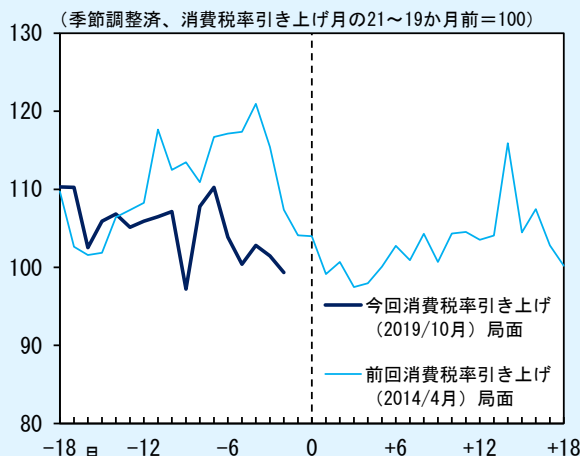
④非耐久財



(出所) 日本銀行等
(注) 1. 0月は、消費税率引き上げ月(前回:2014/4月、今回:2019/10月)。今回消費税率引き上げ局面の直近値は、2019/9月(日本銀行スタッフ算出、10/30日時点の値)。
2. GDP統計において半耐久財に分類される品目を含む。

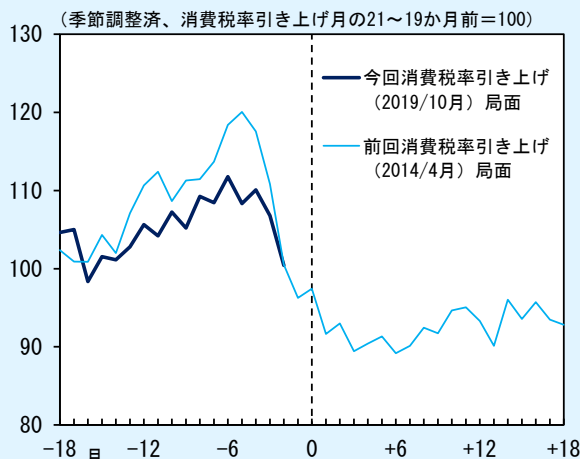
図表B6-2：新設住宅着工戸数

①全体



(出所) 国土交通省
(注) 0月は、消費税率引き上げ月(前回:2014/4月、今回:2019/10月)。今回消費税率引き上げ局面の直近値は、2019/8月。

②持家+分譲戸建



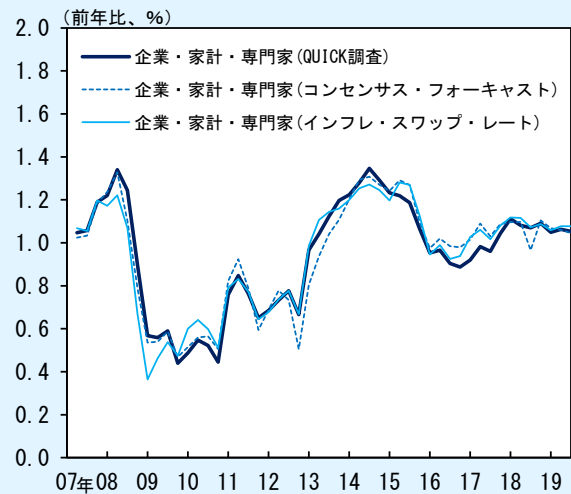
(出所) 国土交通省
(注) 1. 0月は、消費税率引き上げ月(前回:2014/4月、今回:2019/10月)。今回消費税率引き上げ局面の直近値は、2019/8月。
2. 分譲戸建は、日本銀行スタッフが算出。

(BOX 7) 予想物価上昇率の動向

一般物価の動向を規定する主たる要因の一つに、人々の予想物価上昇率がある。本BOXでは、最近の予想物価上昇率を示す指標の動向と、家計や企業の物価に対するスタンスについてみていく。

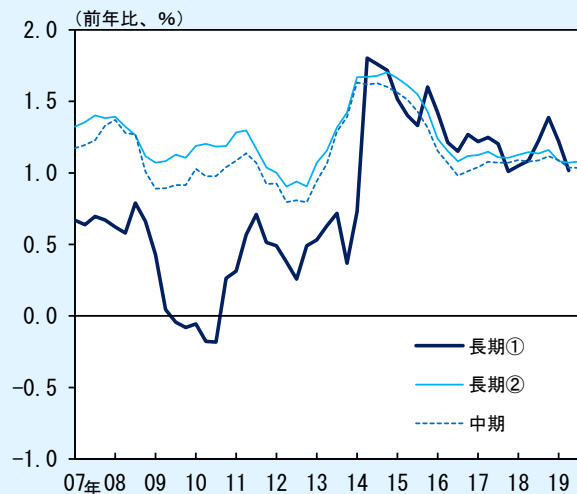
予想物価上昇率を把握するための手段としては、まず、家計や企業、専門家（エコノミスト、市場参加者）などを対象とするアンケート調査に基づく指標（サーベイデータ）や、マーケット関連指標を直接的に観測する方法がある（前掲図表 46、47）。ただし、こうした各種の指標は、それぞれの特性を反映して幾分異なった動きとなっているほか、ノイズによる振れも含まれている。実際、最近の動きをみると、一部の指標で弱めの動きがみられる一方で、上昇の動きを示す指標もみられている。そこで、家計、企業、専門家のサーベイデータやマーケット関連指標から、主成分分析の手法³⁸を用いて、共通の変動部分を抽出・合成することで予想物価上昇率の推移をみてみると、2015年夏以降、弱含みの局面を続けたあと、2018年にかけて幾分持ち直し、その後は横ばい圏内で推移していることがわかる（図表 B7-1）。また、経済モデルを用いて、各種経済指標から予想物価上昇率を推計する手法³⁹もあるが、そうした推計値からも、総じて、横ばい圏内で推移して

図表B7-1：合成予想物価上昇率



(出所) 日本銀行、QUICK「QUICK月次調査（債券）」、Consensus Economics「コンセンサス・フォーキャスト」、Bloomberg
 (注) 1. 各主体の予想物価上昇率を主成分分析によって合成したもの。
 2. 各主体の予想物価上昇率として、企業は短観（販売価格判断D1）、家計は生活意識に関するアンケート調査（今後5年間、+5%以上および-5%以下の回答を除く）、専門家はQUICK調査（今後10年間）、コンセンサス・フォーキャスト（6～10年先）、インフレ・スワップ・レート（5年先5年）をそれぞれ使用。

図表B7-2：各種推計による予想物価上昇率



(出所) 日本銀行ワーキングペーパー（No. 18-J-1、No. 19-J-2）、日本銀行、内閣府、財務省、総務省、QUICK「QUICK月次調査（債券）」「QUICK短観」、JCER「ESPフォーキャスト」、Consensus Economics「コンセンサス・フォーキャスト」、Wolters Kluwer「Blue Chip Economic Indicators」、Bloomberg
 (注) 推計手法について、長期①は日本銀行ワーキングペーパー（No. 18-J-1）、長期②および中期は同（No. 19-J-2）を参照。

³⁸ 主成分分析による予想物価上昇率の抽出・合成に関する詳細は、日銀レビュー「量的・質的金融緩和」の3年間における予想物価上昇率の変化」（2016-J-17）を参照。

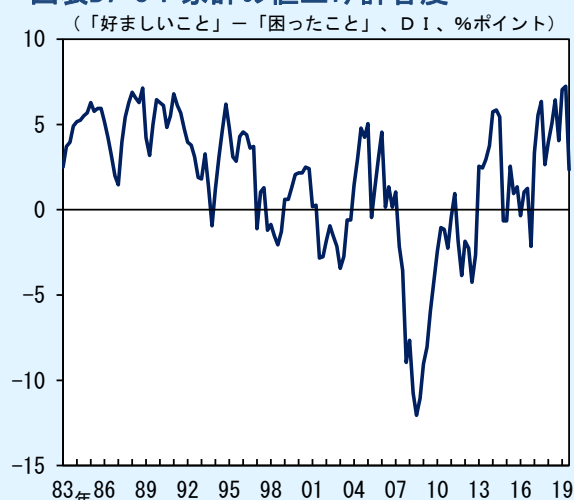
³⁹ 経済モデルを用いた予想物価上昇率の推計には、短期的な物価上昇率の予測誤差が長期的な予想物価上昇率に与える影響（ラーニング）を考慮したモデルに基づく推計や、サーベイデータやマーケット関連指標に対して、経済学的な関係をベースにした状態空間モデルを用いる推計などがある。詳細は、日本銀行ワーキングペーパー「日本におけるインフレ予想のアンカー：ラーニング・アプローチ」（No.18-J-1）、同「日本のインフレ予想カーブの推計」（No.19-J-2）を参照。

いることが示されている（図表 B7-2）。

人々の予想物価上昇率の動向を把握するためには、上述の各種指標や経済モデルによる推計に加え、家計や企業の物価に対するスタンスの変化をみることも重要である。例えば、生活意識に関するアンケート調査における「物価上昇についての感想」を家計の値上げ許容度を表す指標として捉えると⁴⁰、2013 年の「量的・質的金融緩和」導入以降に許容度が高まったあと、いったん低下する局面もみられたが、2017 年以降は振れを伴いながらも 2000 年代半ば以降の平均を上回る許容度を維持している（図表 B7-3）。また、家計消費と関係の深い企業の価格設定スタンスをみるために、小売業、対個人サービス業、宿泊・飲食サービスの短観における販売価格判断 D I を合成してみると、プラス圏で緩やかながら改善傾向が続いている（図表 B7-4）。このように、家計の値上げに対する許容度や、企業の価格設定スタンスは、依然として慎重さは残るものの、積極化の兆しもみられている。先行きも景気の拡大基調が続き、マクロ的な需給ギャップがプラスを維持していくことで、雇用・所得環境の改善が続いていけば、家計の値上げ許容度は徐々に高まり、企業も価格設定を次第に積極化していくことが見込まれる。

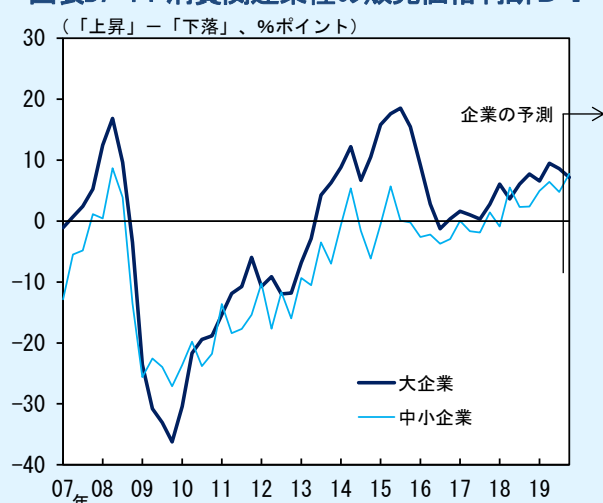
もっとも、家計の値上げ許容度や企業の価格設定スタンスが積極化してくるまでに予想以上に時間がかかり、現実の物価が弱めの推移を続ける場合には、「適切的な期待形成」を通じて、予想物価上昇率の高まりが遅れる可能性がある。こうした可能性は、海外経済を巡る下振れリスクが高まりつつあるとみられることで、経済のリスク要因が顕在化し、需給ギャップが下押しされた場合にはより高くなるため、留意が必要である。

図表B7-3：家計の値上げ許容度



（出所）日本銀行、内閣府
 （注）1. 2004年10～12月以降は生活意識に関するアンケート調査。同年7～9月以前は消費動向調査の暮らし向きDIで置き換えて作成。
 2. 2004年10～12月以降の平均値を0に基準化。

図表B7-4：消費関連業種の販売価格判断DI



（出所）日本銀行
 （注）小売、対個人サービス、宿泊・飲食サービスの販売価格判断DIを有効回答社数で加重平均して算出。

⁴⁰ 詳細は、2018年7月展望レポートのBOX 2を参照。

