

公表時間
1月19日(木) 14時00分



経済・物価情勢の展望

2023年1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（2023年1月）

【基本的見解】¹

<概要>

- 日本経済の先行きを展望すると、見通し期間の中盤にかけては、資源高や海外経済減速による下押し圧力を受けるものの、新型コロナウイルス感染症や供給制約の影響が和らぐもとで、回復していくとみられる。その後は、所得から支出への前向きの循環メカニズムが徐々に強まるもとで、潜在成長率を上回る成長を続けると考えられる。
- 物価の先行きを展望すると、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、目先、輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響から高めの伸びとなったあと、そうした影響の減衰に加え、政府の経済対策によるエネルギー価格の押し下げ効果もあって、来年度半ばにかけて、プラス幅を縮小していくと予想される。その後は、マクロ的な需給ギャップが改善し、中長期的な予想物価上昇率や賃金上昇率も高まっていくもとで、経済対策によるエネルギー価格の押し下げ効果の反動もあって、再びプラス幅を緩やかに拡大していくとみられる。
- 前回の見通しと比べると、成長率については、2022年度と2023年度は、政府の経済対策が押し上げ方向に寄与するものの、海外経済の下振れなどから、幾分下振れ、2024年度は、経済対策の効果の反動により幾分下振れている。物価については、2022年度と2023年度は、経済対策がエネルギー価格を押し下げる一方、輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響などもあって、概ね不変、2024年度は、経済対策による押し下げの反動から幾分上振れている。
- リスク要因をみると、引き続き、海外の経済・物価動向、今後のウクライナ情勢の展開や資源価格の動向、内外の感染症の動向やその影響など、わが国経済を巡る不確実性はきわめて高い。そのもとで、金融・為替市場の動向やそのわが国経済・物価への影響を、十分注視する必要がある。
- リスクバランスをみると、経済の見通しについては、2022年度と2023年度は下振れリスクの方が大きいですが、2024年度は概ね上下にバランスしている。物価の見通しについては、上振れリスクの方が大きい。

¹ 本基本的見解は、1月17、18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、資源高の影響などを受けつつも、新型コロナウイルス感染症抑制と経済活動の両立が進むもとで、持ち直している。海外経済は、回復ペースが鈍化している。輸出や鉱工業生産は、供給制約の影響が和らぐもとで、基調として増加している。企業収益は全体として高水準で推移しており、業況感は横ばいとなっている。こうしたもとで、設備投資は緩やかに増加している。雇用・所得環境は、全体として緩やかに改善している。個人消費は、感染症の影響を受けつつも、緩やかに増加している。住宅投資は弱めの動きとなっている。公共投資は横ばい圏内の動きとなっている。わが国の金融環境は、企業の資金繰りの一部に厳しさが残っているものの、全体とし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）の前年比は、エネルギーや食料品、耐久財などの価格上昇により、3%台後半となっている。また、予想物価上昇率は上昇している。

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

わが国経済の先行きを展望すると、見通し期間の中盤にかけては、資源高や海外経済減速による下押し圧力を受けるものの、感染症や供給制約の影響が和らぐもとで、緩和的な金融環境や政府の経済対策の効果にも支えられて、回復していくとみられる。

家計部門をみると、雇用面では、正規雇用の増加が続くほか、対面型サービス部門の回復に伴って、非正規雇用の増加も明確化していくとみられる。加えて、労働需給の引き締まりや物価上昇を反映して賃金上昇率も高まることから、雇用者所得は緩やかな増加を続けると予想される。こうしたもとで、個人消費は、物価上昇に伴う実質所得面からの下押し圧力を受けつつも、感染抑制と消費活動の両立が一段と進むもとで、行動制限下で積み上がってきた貯蓄にも支えられたpent-up需要の顕在化を主因に、増加を続けるとみられる。政府によるガソリン・電気・都市ガス代の負担緩和策や全国旅行支援も、個人消費を下支えすると考えられる。企業部門をみると、海外経済が世界的なインフレ圧力や各国中央銀行の利上げの影響などから減速するものの、輸出や生産は、

供給制約の影響が和らぐもとで、自動車や資本財における高水準の受注残に支えられて、増加基調を続けるとみられる。また、サービス輸出であるインバウンド需要も、入国制限の緩和等を受けて、増加していくと予想される。企業収益は、原材料コスト高が下押し圧力として作用するものの、ペントアップ需要の顕在化などに伴う経済活動の改善が続くもとで、業種・規模間のばらつきを伴いつつ、全体として高水準を維持すると予想される。そうしたもとで、設備投資は、緩和的な金融環境による下支えに加え、供給制約の緩和もあって、人手不足対応やデジタル関連の投資、成長分野・脱炭素化関連の研究開発投資、サプライチェーンの強靱化に向けた投資を含めて、増加を続けると考えられる。この間、公共投資は、国土強靱化関連の支出が続くもとで、横ばい圏内で推移すると想定している。政府消費については、感染症関連の支出動向を映じて、次第に減少していくと想定している。

見通し期間の中盤以降は、所得から支出への前向きの循環メカニズムが経済全体で徐々に強まっていくなかで、わが国経済は、潜在成長率を上回る成長を続けると考えられる。ただし、ペントアップ需要の顕在化による押し上げ圧力が和らいでいくほか、経済対策の効果の反動もあって、成長ペースは鈍化していく可能性が高い。

家計部門をみると、雇用者所得は、経済活動の改善に伴う雇用者数の緩やかな増加に加え、労働需給の引き締めや物価上昇を反映した賃金上昇率の高まりを背景に、増加を続けると予想される。こうした雇用者所得の増加に支えられて、個人消費は、ペントアップ需要の顕在化ペースを鈍化させつつも、着実な増加を続けると予想される。企業部門をみると、海外経済が持ち直していくもとで、輸出や生産は緩やかに増加すると考えられる。インバウンド需要も増加を続けると予想される。企業収益は、内外需要が増加し、原材料コスト高による下押し圧力も徐々に和らぐことから、改善基調をたどるとみられる。そうしたもとで、設備投資は、緩和的な金融環境にも支えられて、増加を続けると考えられる。

以上の見通しの背景にあ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、金融環境は緩和的な状態が

続き、民間需要の増加を後押ししていくと想定している²。すなわち、銀行借入やC P・社債発行といった外部資金の調達環境は、先行きも緩和的な状態が維持され、そのもとで、企業の資金繰りも、景気回復の進展に伴い改善傾向が続くとみられる。

この間、潜在成長率は、デジタル化や人的資本投資の進展による生産性の上昇や、設備投資の増加による資本ストックの伸びの高まりなどを背景に、緩やかに上昇していくとみられる³。政府による各種の施策や緩和的な金融環境は、こうした動きを後押しすると考えられる。

(2) 物価の中心的な見通し

物価の先行きを展望すると、消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、目先、輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響から高めの伸びとなったあと、そうした影響の減衰に加え、政府の経済対策によるエネルギー価格の押し下げ効果もあって、来年度半ばにかけて、プラス幅を縮小していくと予想される。その後は、マクロ的な需給ギャップが改善し、中長期的な予想物価上昇率や賃金上昇率も高まっていくもとで、経済対策によるエネルギー価格の押し下げ効果の反動もあって、再びプラス幅を緩やかに拡大していくとみられる。政府によるガソリン・電気・都市ガス代の負担緩和策は、2023年度の前半を中心に、消費者物価(除く生鮮食品)の前年比を押し下げる方向に作用する一方、2024年度については、その反動から、前年比を押し上げる方向に作用するとみられる。この点、ガソリン・電気・都市ガス代などのエネルギー価格の変動の直接的な影響を受けない消費者物価(除く生鮮食品・エネルギー)の前年比は、2022年度に2%程度となったあと、2023年度は1%台後半、2024年度は1%台半ばとなっている。

物価上昇率を規定する主たる要因について点検すると、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、ごく小幅のマイナスとなっている。先行

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、見通しを作成している。

³ わが国の潜在成長率を、一定の手法で推計すると、足もとでは「0%台前半」と計算される。ただし、潜在成長率は、推計手法や今後蓄積されていくデータに左右されるうえ、今次局面では、感染症の影響によって生産性や労働供給のトレンドがどのように変化するか不確実性がとくに高いため、相当の幅をもってみる必要がある。

きの需給ギャップは、わが国経済が潜在成長率を上回る成長経路をたどるもとで、2022年度後半頃にはプラスに転じ、その後もプラス幅の緩やかな拡大が続くと予想される。こうしたもとで、女性や高齢者による労働参加の増加ペースの鈍化もあって、労働需給の引き締めりは進み、賃金の上昇圧力は次第に強まっていくと考えられる。このことは、コスト面では人件費の上昇圧力をもたらすとともに、家計の購買力の増加に寄与するとみられる。

次に、中長期的な予想物価上昇率をみると、短期と比べるとペースは緩やかながら上昇している。短観の販売価格判断DIは上昇している。短観における企業の物価全般の見通しも、短期だけでなく中長期も含め、高水準となっている。適合的予想形成の強いわが国では、現実の物価上昇率の高まりは、家計や企業の中長期的な予想物価上昇率の上昇をもたらし、企業の価格・賃金設定行動や労使間の賃金交渉の変化を通じて、賃金の上昇を伴う形で、物価の持続的な上昇につながっていくと考えられる。

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を巡っては、海外の経済・物価動向、今後のウクライナ情勢の展開や資源価格の動向、内外の感染症の動向やその影響など、不確実性がきわめて高い。とくに、以下のような上振れないし下振れの可能性（リスク要因）に注意が必要である。

第1に、海外の経済・物価情勢と国際金融資本市場の動向である。米国などの物価上昇率はひと頃に比べれば低下しているものの、依然として世界的にインフレ圧力が続いている。そのもとで、各国中央銀行は利上げを継続しており、当面、こうした傾向が続くとみられる。この点、中心的な見通しでは、各国のインフレ率は徐々に低下し、海外経済は減速しつつも緩やかな成長を続けると想定している。もともと、先進国を中心に、賃金と物価のスパイラルに対する警戒感が高い状態が続いている。また、国際金融資本市場では、インフレの抑制と経済成長の維持が両立できるかが懸念されている。利上げがなお続くもと、資産価格の調整や為替市場の変動、新興国からの資本流出を通じて、グローバルな金融環境が一段とタイト化し、ひいては海外経済が下振れるリスクがある。

こうしたリスクを念頭に置いて、金融・為替市場の動向やそのわが国経済・物価への影響を、十分注視する必要がある。

第2に、ウクライナ情勢の展開やそのもとでの資源・穀物価格の動向である。ウクライナ情勢の帰趨次第では、ユーロ圏を中心に海外経済が一段と下押しされる可能性がある。また、資源・穀物価格は、昨年半ば頃をピークに総じて下落しているが、ウクライナ情勢の展開等によっては、再び上昇するリスクがある。エネルギーや小麦など資源・穀物の輸入国であるわが国にとって、供給要因による資源・穀物価格の上昇は、海外需要の拡大や輸出の増加を伴わないため、輸入コストの増加を通じた経済への下押しの影響が大きくなる。こうした交易条件の悪化は、企業収益や家計の実質所得を圧迫するため、企業や家計の支出行動の慎重化を通じて、設備投資や個人消費が下振れるリスクがある。一方、資源・穀物価格が下落基調を強めれば、経済が上振れる可能性もある。この点、資源価格は、中心的な見通しでは、先物市場の動向などを参考に、見通し期間終盤にかけて総じて緩やかに低下していくと想定しているが、ウクライナ情勢を始めとする地政学的な要因や世界的な気候変動問題への対応などを巡って、先行きの不確実性はきわめて高い。

第3に、内外における新型コロナウイルス感染症が個人消費や企業の輸出・生産活動に及ぼす影響である。わが国では、昨年秋以降、感染が再拡大しているものの、これまでのところ、サービス消費を中心としたペントアップ需要に支えられる形で、個人消費は緩やかに増加しており、感染抑制と消費活動の両立は着実に進展している。もっとも、今後の感染症の動向次第では、ペントアップ需要による押し上げ圧力が想定よりも弱まるリスクがある。一方で、感染症への警戒感が大きく後退すれば、行動制限下で積み上がってきた貯蓄の取り崩しが想定以上に進み、個人消費が上振れる可能性もある。また、一部でなお供給制約が残るもとの、内外で感染症が再拡大した場合、サプライチェーン障害などを通じて、供給制約が再び強まる可能性もある。こうした場合、わが国の輸出・生産が下振れるとともに、財消費や設備投資にも悪影響が波及するリスクがある。

第4に、やや長い目で見たリスク要因として、企業や家計の中長期的な成長期待がある。ポストコロナやデジタル化、脱炭素化に向けた動きは、わが国の経済構造や人々の働き方を変化させるとみられる。また、地政学的リスクの高

まりを背景に、これまで世界経済の成長を支えてきたグローバル化の潮流に変化が生じる可能性もある。そうした変化への企業や家計の対応次第では、中長期的な成長期待や潜在成長率、マクロ的な需給ギャップなどに上下双方向に影響が及ぶ可能性がある。

(2) 物価のリスク要因

以上の経済のリスク要因が顕在化した場合には、物価にも影響が及ぶと考えられる。このほか、物価固有のリスク要因としては、以下の2つに注意が必要である。

第1に、企業の価格・賃金設定行動を巡っては、上下双方向に不確実性が高い。足もと、原材料コスト高を背景に、これまで価格改定に慎重な姿勢をとっていた企業においても、競合他社の動向も眺めつつ、値上げを進める事例が広くみられている。今後の原材料コストの上昇圧力や企業の予想物価上昇率の動向次第では、価格転嫁が想定以上に加速し、物価が上振れる可能性がある。また、労使間の賃金交渉を通じて、賃金に物価動向を反映させる動きが広がっていくことで、賃金と物価が想定以上に上昇する可能性がある。一方で、物価や賃金が上がりにくいことを前提とした慣行や考え方が根強く残るもとの、賃上げの動きが想定ほどは強まらず、物価も下振れる可能性がある。

第2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は、上振れ・下振れ双方の要因となる。ウクライナ情勢の展開等を巡る不確実性の高さを反映して、国際商品市況の変動が大きくなっているほか、世界的なインフレ率の高止まりや為替市場における急激な変動がみられる。これらがわが国物価に及ぼす影響については十分注意してみていく必要がある。

4. 金融政策運営

以上の経済・物価情勢について、「物価安定の目標」のもとで、2つの「柱」による点検を行い、先行きの金融政策運営の考え方を整理する⁴。

⁴ 「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。

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、現在、2%を上回って推移しているが、来年度半ばにかけて、2%を下回る水準までプラス幅を縮小していくと予想される。消費者物価の基調的な上昇率は、時間はかかるものの、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や賃金上昇率の高まりなどを背景に、「物価安定の目標」に向けて徐々に高まっていくと考えられる。

次に、第2の柱、すなわち金融政策運営の観点から重視すべきリスクについて点検する。リスク要因をみると、引き続き、海外の経済・物価動向、今後のウクライナ情勢の展開や資源価格の動向、内外の感染症の動向やその影響など、わが国経済を巡る不確実性はきわめて高い。そのもとで、金融・為替市場の動向やそのわが国経済・物価への影響を、十分注視する必要がある。リスクバランスは、経済の見通しについては、2022年度と2023年度は下振れリスクの方が大きいですが、2024年度は概ね上下にバランスしている。物価の見通しについては、上振れリスクの方が大きい。金融面について、引き続き資産市場や金融機関の与信活動には過熱感はみられていない。わが国の金融システムは、全体として安定性を維持している。先行き、グローバルな金融環境のタイト化の影響などには注意が必要であるが、内外の実体経済や国際金融市場が調整する状況を想定しても、金融機関が充実した資本基盤を備えていることなどを踏まえると、全体として相応の頑健性を有している。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、低金利や人口減少、企業部門の貯蓄超過などによる金融機関収益への下押しが長期化した場合、金融仲介が停滞方向に向かうリスクがある。一方、こうした環境のもとでは、利回り追求行動などに起因して、金融システム面の脆弱性が高まる可能性もある。現時点では、これらのリスクは大きくないと判断しているが、先行きの動向を注視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。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。

当面、新型コロナウイルス感染症の影響を注視し、企業等の資金繰り支援と金融市場の安定維持に努めるとともに、必要があれば、躊躇なく追加的な金融

緩和措置を講じる。政策金利については、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。

(参考)

2022～2024 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。

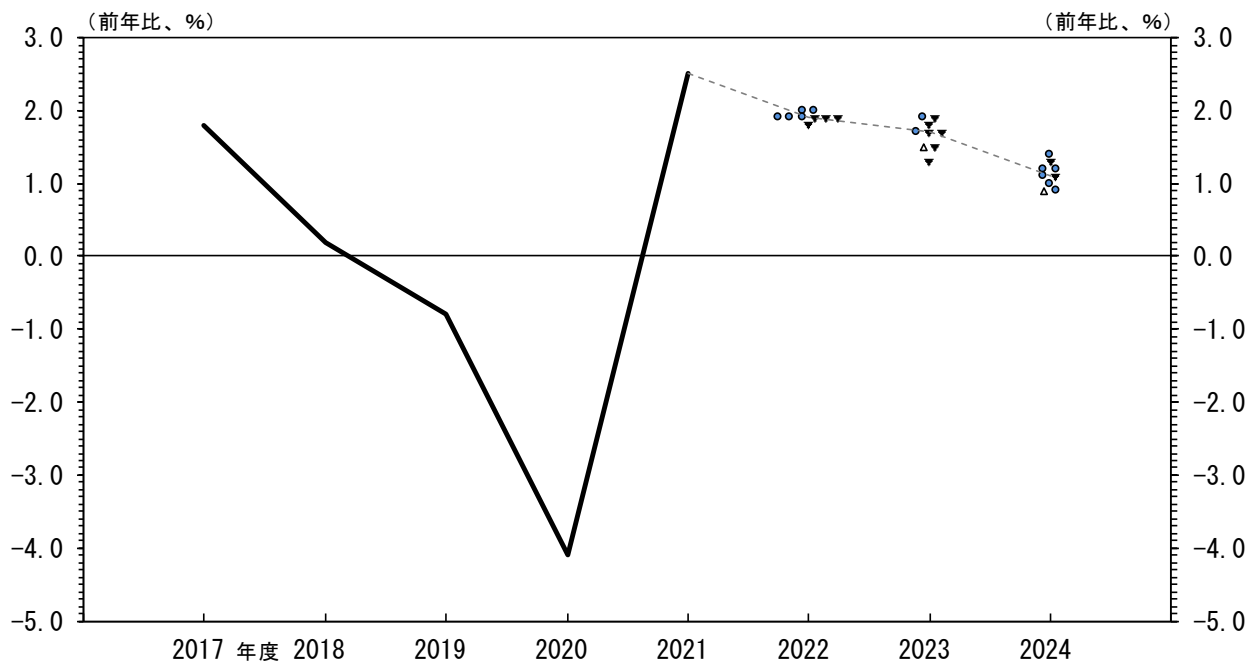
	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	(参考) 消費者物価指数 (除く生鮮食品・エネルギー)
2022 年度	+1.9 ~ +2.0 <+1.9>	+3.0 ~ +3.0 <+3.0>	+2.1 ~ +2.1 <+2.1>
10月時点の見通し	+1.8 ~ +2.1 <+2.0>	+2.8 ~ +2.9 <+2.9>	+1.8 ~ +1.9 <+1.8>
2023 年度	+1.5 ~ +1.9 <+1.7>	+1.6 ~ +1.8 <+1.6>	+1.7 ~ +1.9 <+1.8>
10月時点の見通し	+1.5 ~ +2.0 <+1.9>	+1.5 ~ +1.8 <+1.6>	+1.5 ~ +1.8 <+1.6>
2024 年度	+0.9 ~ +1.3 <+1.1>	+1.8 ~ +1.9 <+1.8>	+1.5 ~ +1.8 <+1.6>
10月時点の見通し	+1.3 ~ +1.6 <+1.5>	+1.5 ~ +1.9 <+1.6>	+1.5 ~ +1.8 <+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。

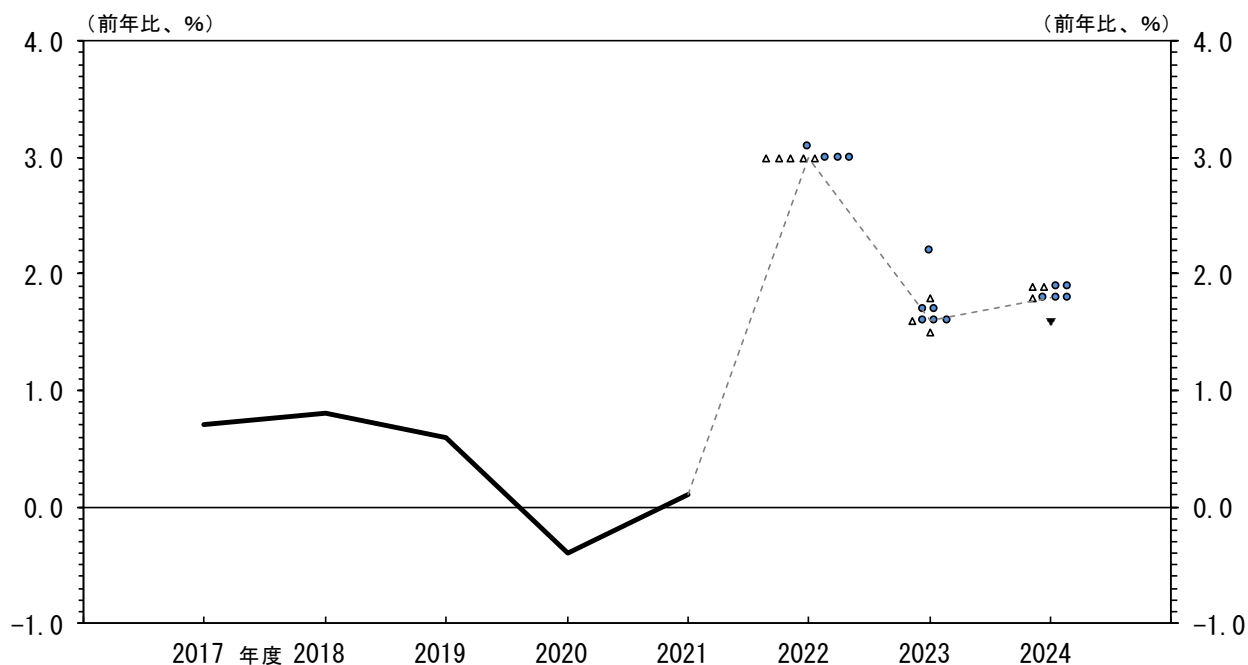
(注2) 各政策委員は、既に決定した政策を前提として、また先行きの政策運営については市場の織り込みを参考にして、上記の見通しを作成している。

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。

【背景説明】⁵

1. 経済活動の現状と見通し

1. 1 景気動向

わが国の景気は、資源高の影響などを受けつつも、新型コロナウイルス感染症抑制と経済活動の両立が進むもとで、持ち直している。

実質GDPは、2022年4～6月に前期比+1.1%（年率+4.5%）とはっきり増加したあと、7～9月は同-0.2%（同-0.8%）の小幅減少となった（図表1）。もっとも、減少はサービス輸入が一時的な要因で急増したことが主因であり、最終需要をみると、輸出や設備投資は供給制約の緩和等を背景に増加したほか、個人消費も、夏場の感染拡大の影響を受けつつも、小幅増加となった。このように景気が持ち直すもとで、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は、7～9月は、前期からマイナス幅を縮小した（図表2）。

その後の月次指標や高頻度データをみると、引き続き、景気は持ち直していると考えられる。企業部門では、輸出は、供給制約の影響が和らぐもとで、基調として増加している。企業収益は資源高の影響を受けつつも全体として高水準を続けており、企業の業況感は横ばいとなっている。こうしたもとで、設備投資は緩やかに増加しており、12月短観における2022年度計画ははっきりとした増加見通しとなっている。家計部門をみると、個人消費は、感染抑制と消費活動の両立が進むもとで、全国旅行支援の効果もあって、緩やかに増

図表1：実質GDP

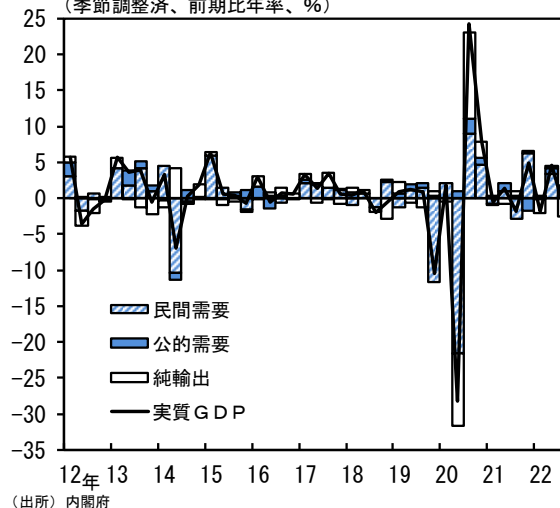
①水準

（季節調整済年率換算、兆円）



②前期比年率

（季節調整済、前期比年率、%）



（出所）内閣府

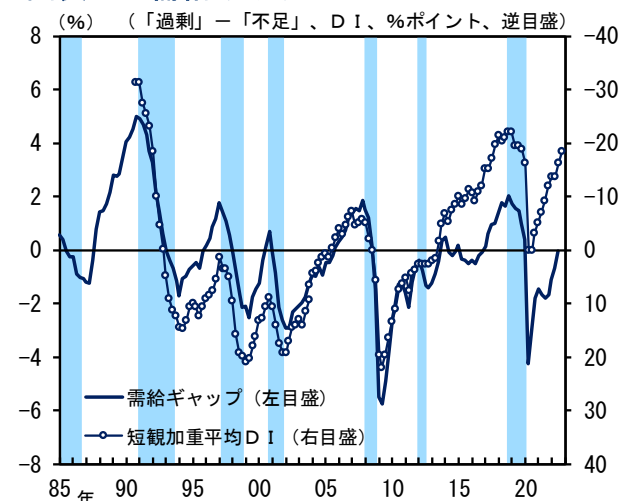
⁵ 1月17、18日開催の政策委員会・金融政策決定会合で決定された「基本的見解」について、その背景を説明するためのものである。

加している。このように景気の持ち直しが続くなかで労働需給の引き締まりが進んでおり、雇用・所得環境は全体として緩やかに改善している。

わが国経済の先行きを展望すると、見通し期間の中盤にかけては、資源高や海外経済減速による下押し圧力を受けるものの、感染症や供給制約の影響が和らぐもとで、緩和的な金融環境や政府の経済対策の効果にも支えられて⁶、回復していくとみられる。その後は、所得から支出への前向きの循環メカニズムが経済全体で徐々に強まってくなかで、潜在成長率を上回る成長を続けると考えられる。ただし、ペントアップ需要の顕在化による押し上げ圧力が和らいでいくほか、経済対策の効果の反動もあって、成長ペースは鈍化していく可能性が高い。前回の展望レポート時点と比較すると、2022年度と2023年度は、経済対策が押し上げ方向に寄与するものの、海外経済の下振れなどから、幾分下振れている。2024年度は、経済対策の効果の反動により、幾分下振れている。

潜在成長率は、全要素生産性（TFP）の伸び率は小幅に上昇しているものの、「働き方改革」に伴う労働時間トレンドの低下が進むもとで、既往の設備投資減少による資本ストック減速の影響も加わり、足もとでは0%台前半で推移しているとみられる（図表3）。先行きについては、①デジタル化や人的資本投資の進展、それに伴う資源配分の効率化などを背景に、TFP成長率が緩やかに上昇することに加え、②「働き方改革」の影響一巡から労働時間の減少ペースが鈍化し、③資本ストックも循環的に伸びを高めていくことから、潜

図表2：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D.I. (全産業全規模) は、生産・営業用設備判断D.I.と雇用人員判断D.I.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。

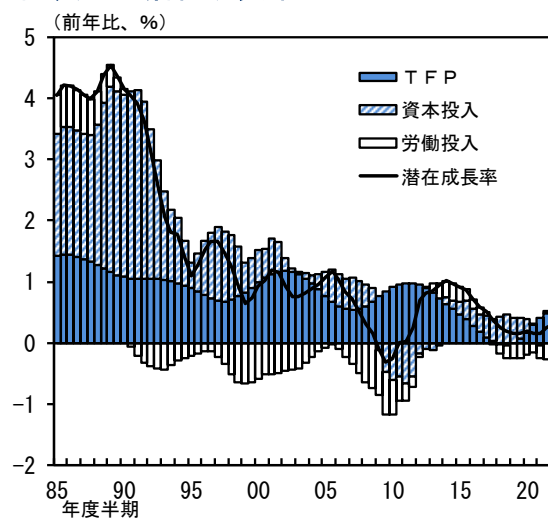
3. シャド一部分は、景気後退局面。

⁶ 政府は、2022年4月に「コロナ禍における「原油価格・物価高騰等総合緊急対策」」を、10月に「物価高克服・経済再生実現のための総合経済対策」を、それぞれ策定した。これらの対策を踏まえた予算の執行は、政府消費や個人消費の押し上げなどを通じて、経済活動を下支えしていくと想定している。

在成長率は緩やかに上昇していくと想定している。政府による各種の施策や緩和的な金融環境は、こうした動きを後押しすると考えられる。ただし、労働面では、人口動態の変化が進むもとで、感染症の経験も踏まえ、今後、どのような働き方が定着するか、不確実性が高い。また、企業部門でも、デジタル化や気候変動への対応を含め、ポストコロナの経済・産業構造に向けたイノベーションや部門間の生産要素の移動が先行きどの程度活発化・持続するかについて、引き続き不確実性が高い。地政学的リスクの高まり等が、企業行動に大きな影響を及ぼす可能性もある。こうした情勢下では、トレンドに関する一定の仮定のもとで計測される需給ギャップや潜在成長率は、幅をもってしておく必要がある。

見通し期間の各年度の特徴をやや詳しくみると、2022年度下期は、資源高や海外経済減速による下押し圧力を受けつつも、感染症によるサービス消費への影響が和らぎ、供給制約の影響も緩和するもとで、緩和的な金融環境や政府の経済対策の効果にも支えられて、景気は回復していくと予想される。すなわち、財輸出は、海外経済減速の影響を受けつつも、供給制約の緩和と自動車や資本財における高水準の受注残に支えられて、増加基調を続けると考えられる。サービス輸出であるインバウンド需要は、入国制限の緩和等を受けて、増加すると考えられる。家計部門では、雇用の増加が続き、パート労働者を中心に賃金が伸び率を高めるもとで、雇用者所得は緩やかな増加を続けると予想される。こうしたもとで、個人消費は、物価上昇が実質所得の悪化を通じて下押し要因となるものの、感染抑制と消費活動の両立が一段と進み、行動制限下で積み上がってきた貯蓄にも支えられてpentアップ需要の顕在化が進むことから、増加を続けると考えられる。政府によるガソ

図表3：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。

リン・電気・都市ガス代の負担緩和策や全国旅行支援も、個人消費を下支えすると考えられる。設備投資については、企業収益が全体として高水準で推移するも、緩和的な金融環境や供給制約の緩和を背景に、増加を続けると考えられる。政府支出については、経済対策の策定もあって感染症関連の支出が高水準で続くものの、公共投資が年度上期に予算が前倒しで執行された影響で減少すると見込まれることから、全体では幾分減少すると想定している。

2023年度は、緩和的な金融環境や経済対策の効果にも支えられて、高めの成長が続くとみられる。もっとも、そのペースは、海外経済減速の影響が残るも、ペントアップ需要の鈍化などを受けて、幾分減速すると見込まれる。財輸出については、海外経済減速の影響を引き続き受けるものの、供給制約の影響が解消に向かうことから、増加基調を続けると見込まれる。インバウンド需要は、増加を続けると考えられる。設備投資は、人手不足対応やデジタル関連投資、成長分野・脱炭素化関連投資、サプライチェーンの強靱化に向けた投資を含め、増加を続けるとみられる。家計部門では、労働需給の引き締めや物価上昇を反映し、パート労働者に加え一般労働者でも賃金の伸び率が高まることから、雇用者所得は増加を続けると予想される。また、輸入物価上昇を起点とする価格転嫁の影響が減衰していくも、政府による各種の施策もあって、物価高による家計の実質所得の下押しも和らぐと考えられる。こうしたも、個人消費は、ペントアップ需要がペースを鈍化させつつも引き続き顕在化することから、増加を続けると考えられる。政府支出は、国土強靱化関連工事の進捗や医療・介護費の趨勢的な増加が下支えとなるものの、感染症関連の支出減少を反映して、減少すると予想される。

2024年度は、ペントアップ需要の減衰や経済対策の反動などから成長ペースは鈍化するものの、緩和的な金融環境が維持されるもとの、潜在成長率を幾分上回る成長を続けるとみられる。財輸出は、海外経済が持ち直すもとの、緩やかに増加すると見込まれる。インバウンド需要は、増加を続けると考えられる。設備投資は、資本ストックの蓄積に伴う調整圧力が作用するもとのペースを鈍化させつつも、増加を続けると考えられる。個人消費は、ペントアップ需要が減衰するほか、経済対策の反動が物価の押し上げを介して実質所得を下押しする方向に働くが、雇用者所得が引き続き改善するもとの、着実な増加を続けると考えられる。政府支出は、国土強靱化関連工事が進捗するもとの、医療・介護費の趨勢的な増加を受けて、緩やかな増加に転じると考えられる。

1. 2 主要支出項目の動向とその背景

(政府支出)

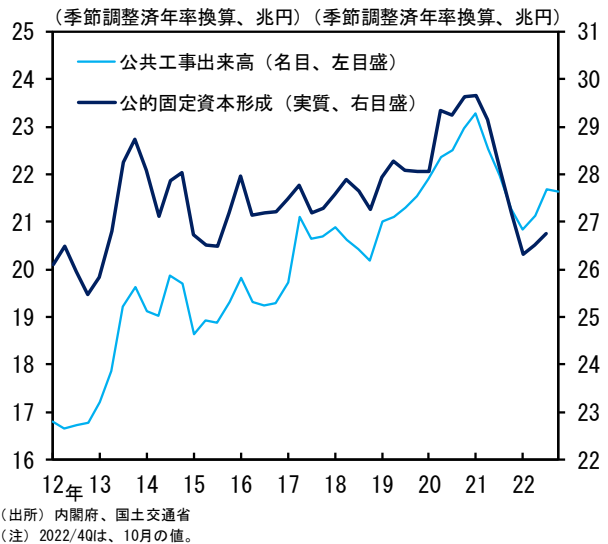
公共投資は、横ばい圏内の動きとなっている(図表4)。一致指標である公共工事出来高は、政府の経済対策に基づく国土強靱化関連工事等が進捗するも、横ばい圏内の動きとなっている。先行指標である公共工事請負金額や公共工事受注高は、予算の前倒し執行の影響から増加したあと、減少に転じている。

先行きの公共投資は、当面、予算の前倒し執行の反動から減少するものの、その後は国土強靱化関連の支出が続くも、横ばい圏内で推移すると予想される⁷。政府消費は、ワクチン接種関連費用など感染症関連の支出を反映して高水準を続けたあと、これらの支出の減少からいったん水準を切り下げると想定している。もっとも、その後、見通し期間の終盤にかけては、医療・介護費の趨勢的な増加を反映した増加トレンドに復していくと考えられる。

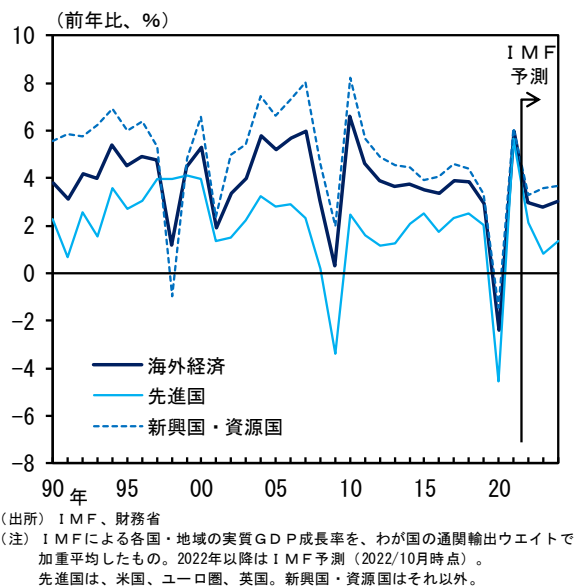
(海外経済)

海外経済は、回復ペースが鈍化している(図表5)。やや詳しくみると、米国経済は、個人消費に底堅さもみられるが、物価上昇や利上げの継続を受けて、減速傾向が続いている。欧州経済は、緩やかに回復しているものの、ウクライナ情勢の影響が続くも、減速の動きがみられる。中国経済は、不動産市場の調整が続くなか、感染拡大の

図表4：公共投資



図表5：海外経済見通し



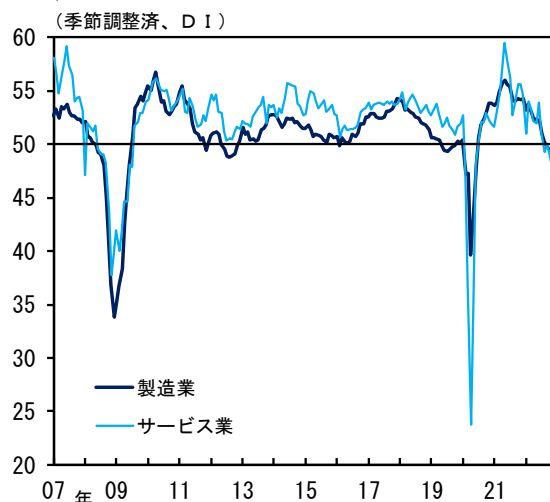
⁷ 2020年12月に閣議決定された国土強靱化5か年加速化対策(事業規模15兆円程度を目標)においては、防災・減災、国土強靱化のための公共投資事業が、2021~2025年度の5年間で集中的に実施される計画となっている。政府が2022年10月に閣議決定した経済対策においても、5か年加速化対策に基づく取り組みの推進が盛り込まれている。

影響を受けて、減速している。中国以外の新興国・資源国経済は、一部に弱さがみられるが、総じてみれば持ち直している。このうち、わが国経済とつながりの深いアジア地域をみると、NIEs・ASEAN経済は、IT関連財を中心に輸出が弱めの動きとなっているものの、経済活動の再開が進展するもとの内需の改善が続いており、総じてみれば回復している。以上の世界経済の現状をグローバルPMIでみると、製造業、サービス業ともに低下しており、改善・悪化の分岐点となる50を幾分下回っている(図表6)。世界貿易量をみると、こうした各国・地域の景気減速の影響を受けつつも、供給制約の緩和などを背景に、増加基調にある(図表7)。

先行きの海外経済については、供給制約の影響は和らいでいくものの、グローバルなインフレ圧力や各国中央銀行による利上げに加え、ウクライナ情勢や中国における感染症の影響を受けて、見通し期間の中盤にかけて、国・地域ごとのばらつきを伴いつつ減速していくとみられる。地域別にみると、米国経済は、物価上昇による実質可処分所得の低下や利上げの影響により、減速していくと見込まれる。欧州経済は、ウクライナ情勢や利上げの影響を受けて、減速していくとみられる。中国経済は、感染抑制と経済活動との両立が進むもとの、徐々に持ち直しに向かうとみられるが、雇用・所得面や不動産市場における調整圧力の残存もあって、そのペースは緩やかなものになると見込まれる。中国以外の新興国・資源国経済は、経済活動の再開が内需を下支えするものの、外需の減速などに伴い、改善ペースが徐々に鈍化していくとみられる。

このように、海外経済は、見通し期間の中盤にかけて減速するものの、その後は各国中央銀行に

図表6：グローバルPMI



(出所) Copyright © 2023 by S&P Global Market Intelligence, a division of S&P Global Inc. All rights reserved.
(注) 製造業は、J.P.Morganグローバル製造業PMI。サービス業は、J.P.Morganグローバルサービス業PMI事業活動指数。

図表7：世界貿易量



(出所) オランダ経済政策分析局
(注) 世界貿易量は、世界実質輸入。2022/4Qは、10月の値。

図表8：実効為替レート



(出所) BIS
(注) フロッドベース。1993年以前は、ナローベースを使用して接続。

よる利上げなどを受けてインフレ率が徐々に低下していきもとで、経済への下押し圧力が次第に和らいでいくと見込まれる。このため、海外経済は、先進国を中心に持ち直していくとみられる。また、新興国についても、中国では、感染抑制と経済活動との両立の進展などから調整圧力が次第に和らいでいくと考えられるほか、先進国・中国経済の改善が中国以外の新興国・資源国経済にも波及していくことなどを通じて、徐々に成長率を高めていくと考えられる。

(輸出入)

輸出は、供給制約の影響が和らぐもとで、基調として増加している(図表9)。地域別にみると(図表10)、先進国向けは、供給制約の影響が和らぐもとで自動車関連や資本財を中心に増加している。新興国向けは、中国向けでは、中間財や情報関連を中心に弱めの動きとなっている。NIEs・ASEAN等向けでは、資本財(半導体製造装置等)が高水準を維持しているが、中間財や情報関連に弱さがみられている。財別にみると(図表11)、自動車関連は、車載向け半導体の世界的な需給ひっ迫が総じてみれば徐々に緩和するもとで、緩やかに増加している。資本財は、半導体製造装置等の受注に一服感がみられるものの、高水準の受注残に支えられて、増加している。一方、情報関連は、自動車関連の需要は堅調であるものの、スマートフォンやパソコン向けの半導体等電子部品で調整圧力が強まっており、全体として振れを伴いつつも弱めの動きとなっている。中間財は、中国経済の減速やグローバルな情報関連財需要の弱さを背景に減少基調にある。

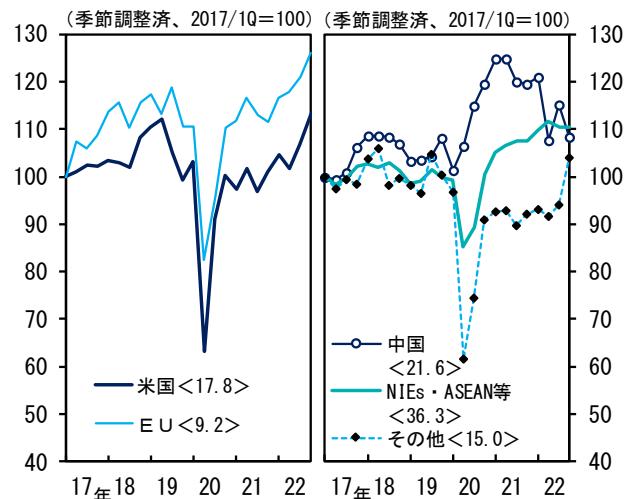
先行きの輸出は、見通し期間の中盤にかけて、海外経済減速の影響を受けつつも、供給制約の緩和と自動車や資本財における高水準の受注残に支

図表9：実質輸出入



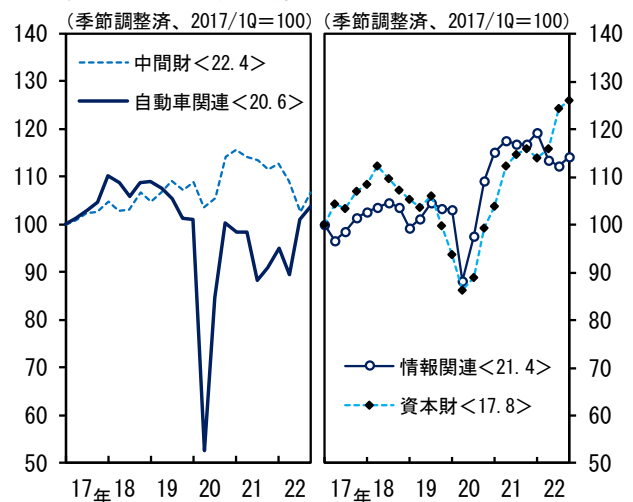
(出所) 日本銀行、財務省、内閣府
(注) 日本銀行スタッフ算出。2022/4Qは、10~11月の値。

図表10：地域別実質輸出



(出所) 日本銀行、財務省
(注) 1. 日本銀行スタッフ算出。<>内は、2021年通関輸出額に占める各国・地域のウエイト。2022/4Qは、10~11月の値。
2. EUは、全期間において、英国を含まない。

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、2021年通関輸出額に占める各財のウエイト。2022/4Qは、10~11月の値。

えられて、増加基調をたどるとみられる。その後は、海外経済が持ち直すもとで、緩やかに増加すると見込まれる。

この間、世界貿易量に占める日本の輸出シェアをみると、このところ、わが国の自動車輸出において供給制約の影響が残っていることなどから、低水準にとどまっている（図表 12）。先行きは、これら一時的な要因が剥落するもとで、日本の輸出シェアは徐々に高まっていくと想定している。

輸入は、国内需要の持ち直しを反映して増加を続けている（図表 9）。先行きは、国内需要や輸出の増加に伴う誘発需要の動きを反映して、緩やかな増加傾向をたどるとみられる。

（対外収支）

名目経常収支は、資源高の影響などから黒字幅の大幅な縮小を続けたあと、足もとでは、輸入物価の下落や旅行収支の改善などを受けて、幾分改善している（図表 13）。貿易収支は、足もと輸入物価下落等を受けて幾分改善しているが、なお大幅な赤字を続けている。サービス収支は、デジタル関連の支払は引き続き増加基調にあるものの、インバウンド需要⁸の増加により旅行収支が改善している（図表 14）ことなどから、赤字幅が縮小している。この間、第一次所得収支は、高水準の黒字が続いている。

先行きの名目経常収支は、第一次所得収支が高水準の黒字で推移するもとで、財輸出の増加などから貿易収支の赤字幅が緩やかに縮小するほか、インバウンド需要の回復に伴ってサービス収支の赤字幅も縮小していくことから、緩やかな改善傾向をたどると見込まれる。貯蓄投資バランスをみ

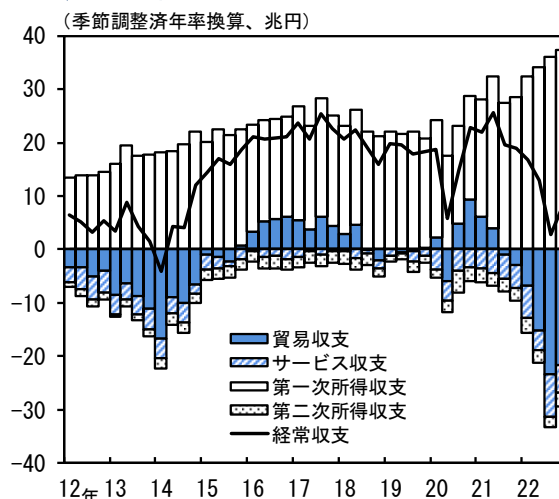
⁸ BOX 1 では、最近のインバウンド需要について整理している。

図表 12：日本の輸出シェア



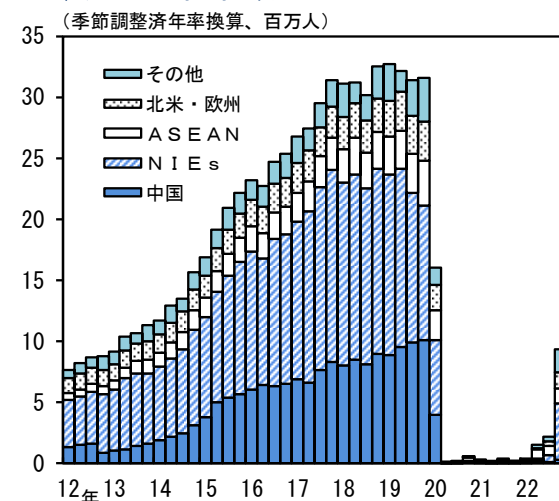
(出所) オランダ経済政策分析局
(注) 世界貿易量に占める日本の輸出シェア（日本の実質輸出を世界実質輸入で割って算出、2010年基準）。2022/4Qは、10月の値。

図表 13：経常収支



(出所) 財務省・日本銀行
(注) 2022/4Qは、10～11月の値。

図表 14：入国者数



(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。2022/4Qは、10～11月の値。

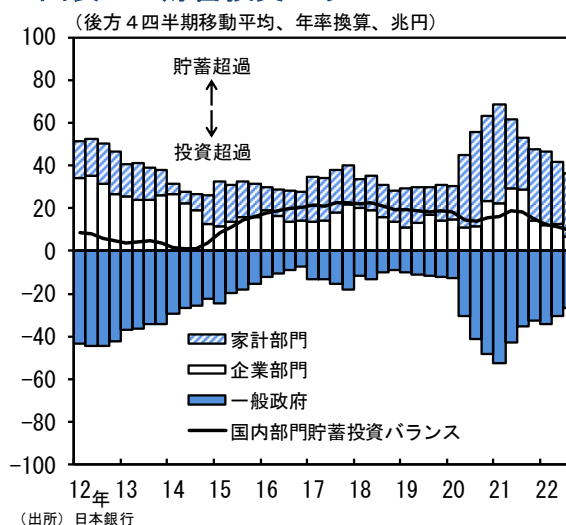
ると、わが国経済全体の貯蓄超過幅は、目先、縮小した状態が続くが、その後は財政収支の改善ペースが民間部門の貯蓄超過幅の縮小ペースを幾分上回る結果、緩やかな拡大傾向をたどると考えられる（図表 15）。

（鉱工業生産）

鉱工業生産は、供給制約の影響が和らぐもとの、基調として増加している（図表 16）。主な業種についてみると、「輸送機械」は、車載向け半導体の世界的な需給ひっ迫が総じてみれば徐々に緩和するもとの、緩やかな増加基調にある。「電気・情報通信機械」は、車載向けが増加しているほか、一部OSのサポート期限切れに伴う更新需要もあって、パソコンやその周辺機器も増加している。「はん用・生産用・業務用機械」は、大型案件による振れを伴いつつも、受注残に支えられて高水準で推移している。一方、「電子部品・デバイス」は、自動車関連の需要は堅調であるものの、スマートフォンやパソコン向けメモリを中心に調整圧力が強まっており、大幅な減少を続けている。「化学(除く医薬品)」は、在庫が高めの水準で推移するもとの、中国経済の減速やグローバルな情報関連財需要の弱さを受けて、弱めの動きとなっている。

先行きの鉱工業生産は、見通し期間の中盤にかけて、海外経済減速の影響を受けつつも、供給制約の緩和と自動車や資本財における高水準の受注残に支えられて、増加基調をたどるとみられる。その後も、内外需要が増加するもとの、緩やかに増加すると見込まれる。

図表 15：貯蓄投資バランス



図表 16：鉱工業生産



（企業収益）

企業収益は、全体として高水準で推移している。法人企業統計の経常利益（全産業全規模ベース）をみると、2022年7～9月は引き続き高水準を維持したが、前期からは小幅の減益となった（図表17①）。供給制約の影響緩和や既往の為替円安を反映した海外子会社等からの受取配当金の増加が押し上げ要因として作用した一方、仕入価格上昇に伴う交易条件の悪化（図表17②）や足もとの資源価格下落に伴う在庫評価の悪化等が、押し下げ要因として作用した。業種別・規模別の経常利益をみると、製造業のうち、大企業では、加工業種は供給制約緩和等を受けた売上増加を背景に増益となったが、資源価格下落に伴う素材業種での在庫評価の悪化等から、全体としてみれば、前期の既往ピークの水準からは小幅の減益となった。中堅中小企業では、売上が増加したが、大企業と比べて価格転嫁が限られるもとの、利益は横ばい圏内の動きとなった。非製造業については、大企業では、燃料費上昇を背景に電気・ガスが赤字となったほか、卸売等が資源価格下落に伴い前期の高水準からは減益となったことから、大きめの減益となった。中堅中小企業では、交易条件の悪化から、小幅の減益が続いた。

企業の業況感は、全体として横ばいとなっている。短観の業況判断DI（全産業全規模ベース）をみると、12月は非製造業を中心に小幅に改善している（図表18）。業種別にみると、製造業は、原材料コスト高やIT関連財の調整圧力の影響を受けつつも、供給制約の影響緩和や価格転嫁の進展などから、概ね横ばいの動きとなった。半導体メモリ等での調整圧力が強まるもとの生産用機械や電気機械（大企業）が小幅に悪化したが、車載向け半導体の世界的な需給ひっ迫が徐々に緩和す

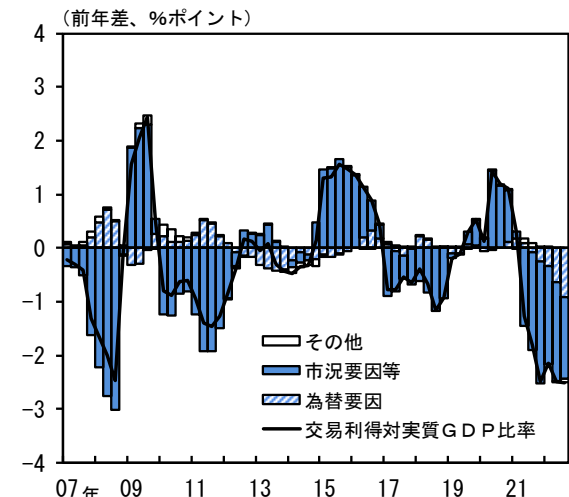
図表17：企業収益関連指標

①売上高と経常利益



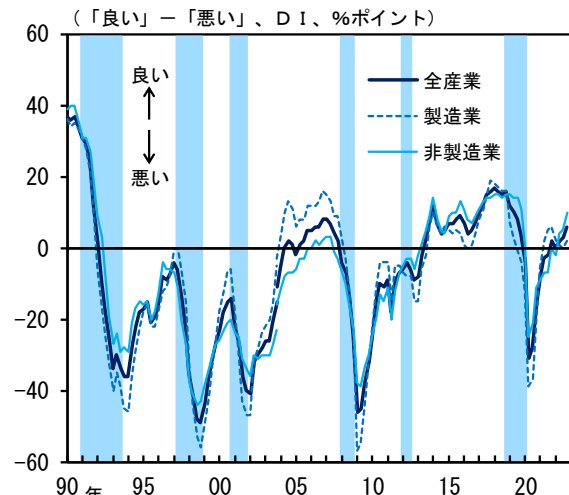
（出所）財務省
 （注）1. 法人季報ベース。金融業、保険業を除く。
 2. 2009/20以降は、純粋持株会社を除く。
 3. シャド一部分は、景気後退局面。

②交易利得の要因分解



（出所）内閣府、日本銀行
 （注）1. 「市況要因等」は、輸出入物価の契約通貨ベース指数の変動により説明される部分。「為替要因」は、輸出入物価の円ベース指数と契約通貨ベース指数の乖離から算出。「その他」は数量要因等。
 2. 交易利得 = (名目純輸出 ÷ 輸出・輸入デフレーター加重平均) - 実質純輸出

図表18：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。

るもとで自動車（大企業）やその関連業種が改善した。この間、原材料コスト高の継続が化学などを押し下げた一方、価格転嫁の進展が食料品や金属製品などの押し上げに作用した。非製造業は、感染抑制と経済活動の両立が進展し、価格転嫁も進むなかで、改善を続けた。宿泊・飲食サービスや小売などの個人消費関連業種では、全国旅行支援にも後押しされた個人消費の増加に加え、販売価格の引き上げもあって、改善した。ただし、先行きについては、製造業では海外経済の減速懸念、非製造業では物価高や感染拡大の影響への懸念から、悪化している。この間、各種調査から、短観の調査対象外となっている規模の小さい企業を含む中小企業の業況感をみると、コスト高が引き続き押し下げに作用しているものの、国内需要の持ち直し等を背景に、横ばい圏内の動きとなっている。

企業収益の先行きを展望すると、当面、資源高等によるコスト上昇や海外経済減速の影響を受けつつも、国内経済の回復などにより、全体としてみれば高水準で推移すると見込まれる。その後は、資源価格上昇による交易条件悪化の影響が徐々に減衰するもとで、経済活動水準の回復を反映して、改善していくと予想される。

（設備投資）

設備投資は、緩やかに増加している（図表 19）。機械投資の一致指標である資本財総供給は、供給制約の影響が和らぐもとで、振れを伴いつつも、デジタル・省力化関連等に牽引されて増加している。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、Eコマースの拡大を背景とした物流施設の増加に加え、都市再開発案件の進捗などから緩やかに増加している。

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. 資本財総供給の2022/4Qは、10~11月の値。建設工事出来高の2022/4Qは、10月の値。
2. 建設工事出来高の実質値は、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：設備投資先行指標



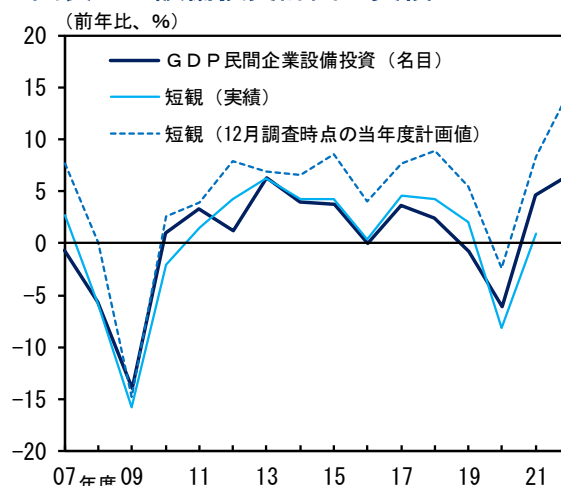
(出所) 内閣府、国土交通省

(注) 2022/4Qは、10~11月の値。

機械投資の先行指標である機械受注は、振れを伴いつつも、増加している（図表 20）。業種別にみると、製造業は、半導体メモリ等での調整圧力を背景に電気機械で一服感がみられるが、全体では、デジタル関連需要の中長期的な増加観測などから、はん用・生産用・業務用機械を中心に増加基調にある。非製造業は、デジタル関連・省力化投資に支えられて、横ばい圏内で推移している。建設投資の先行指標である建築着工・工事費予定額（民間非居住用）をみると、物流施設等が増加傾向にあることに加え、都市再開発案件の進捗もあって、振れを伴いつつも、増加している。12月短観における設備投資計画をみると（図表 21）、GDP の概念に近い「全産業全規模+金融機関」の、土地投資を除きソフトウェア・研究開発を含むベースでは、2022 年度は前年比+14.7%と、前回 9月調査時点と同様、製造業・非製造業ともに、大幅な増加計画が維持されている。

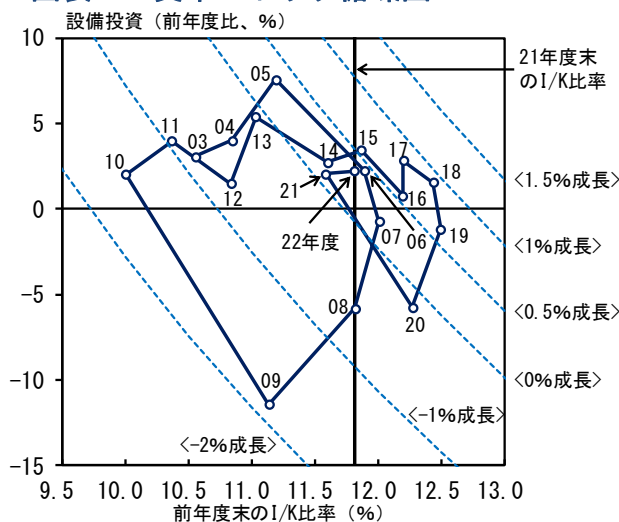
先行きの設備投資は、企業収益が全体として高水準を維持するもとで、緩和的な金融環境などを背景に、増加を続けると予想される。見通し期間の終盤にかけては、資本ストックの蓄積に伴う循環的な調整圧力を受けて減速しつつも、中長期的な観点から実施される投資の増加もあって、増加を続けると見込まれる（図表 22）。見通し期間を通じてみた具体的な投資案件としては、①内外需の増加に誘発された投資に加えて、②人手不足対応や、事業活動のデジタル化に向けた情報関連投資、③ Eコマース拡大に伴う物流施設の建設投資、再開発によるオフィスや商業施設の建設投資、④ 成長分野や、脱炭素化など環境対応の投資、⑤ 政府支援も背景とした、サプライチェーン強靱化等を企図した半導体関連の投資等が考えられる。

図表21：設備投資計画と実績



(出所) 日本銀行、内閣府
 (注) 1. 短観は、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)。全産業+金融機関の値。
 2. GDP民間企業設備投資の2022年度は、2022/2~3Q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。
 Iは設備投資、Kは資本ストック。2022年度は、2022/2~3Qの値。

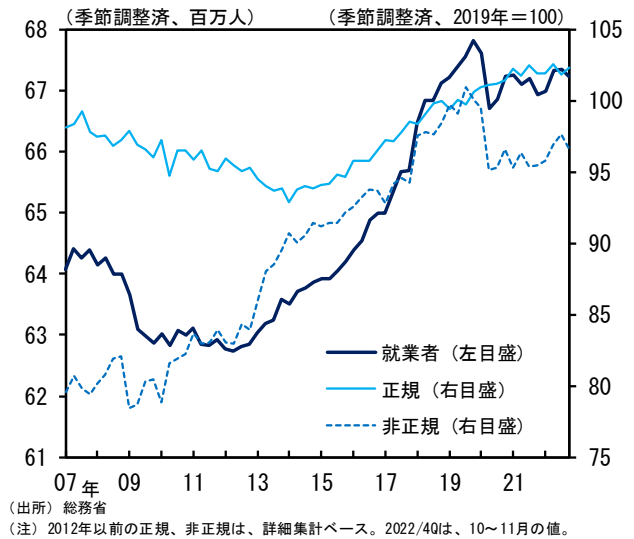
（雇用・所得環境）

雇用・所得環境は、全体として緩やかに改善している。

就業者数をみると、正規雇用は、人手不足感の強い医療・福祉や情報通信等を中心に緩やかな増加傾向をたどっているほか、非正規雇用も、均してみれば、対面型サービス業や医療・福祉を中心に緩やかな増加傾向をたどっている（図表 23）。一人当たり労働時間は、平日数による振れを均せば、横ばい圏内で推移している。労働需給面をみると、失業率は、2%台半ばで推移している（図表 24）⁹。有効求人倍率は、正社員求人が人手不足業種で堅調に推移しているほか、パート求人也是对面型サービス業等で増加していることから、緩やかに上昇している（図表 25）。この間、労働力率は、振れを均してみると、女性を中心に緩やかな上昇基調にある（図表 24）。

先行きの雇用者数については、医療・福祉、情報通信、建設などの人手不足業種を中心に正規雇用の増加が続くほか、感染症の影響が和らぐもとの、対面型サービス業などにおける非正規雇用の増加も続くと予想される。ただし、見通し期間の終盤にかけては、成長率が鈍化していくもとの、人口動態の変化などを反映して労働供給が増えにくくなることもあって、雇用者数の増加ペースは鈍化していくとみられる。こうしたもとの、先行きの失業率は、経済活動の回復を背景に、緩やかな低下傾向をたどると考えられる。

図表23：就業者数



図表24：失業率と労働力率



図表25：求人倍率



⁹ BOX 2 では、労働需給の現状と先行きについて、整理している。

賃金面をみると、一人当たり名目賃金は、経済活動全体の持ち直しを反映して、緩やかに増加している(図表26)¹⁰。所定内給与は、緩やかな増加を続けている(図表27)。内訳をみると、一般労働者の所定内給与は、人手不足感が続くことが意識されるもとの、前年比では1%台前半のプラスで推移している。パートの時間当たり所定内給与の前年比は、労働需給が引き締まるもとの、最低賃金の引き上げもあって、足もとでは2%程度まで上昇している¹¹。所定外給与は、経済活動の改善を反映して増加しており、前年比も高めのプラスとなっている。特別給与は、高水準の企業収益を反映して、増加傾向が続いている。

先行きの賃金動向を展望すると、所定内給与は、労働需給の引き締めや物価上昇などを背景に、労使交渉における賃上げ率の高まりを伴いつつ、増加を続けると考えられる¹²。所定外給与は、「働き方改革」の進展等を受けた所定外労働時間の下方トレンドの影響を受けつつも、経済活動の改善を反映して緩やかに増加していくとみられる。特別給与(賞与)は、企業収益が改善傾向をたどるもとの、増加していくと予想される¹³。以上を総合すると、一人当たり名目賃金は、伸び率を高めていくとみられる。

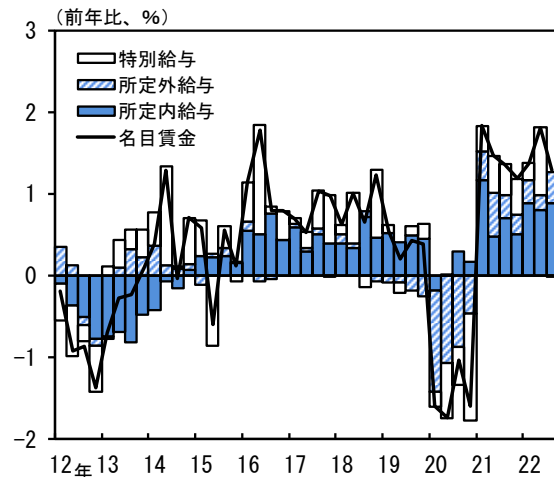
¹⁰ 毎月勤労統計の賃金については、調査対象のサンプル替えによる振れの影響を受けにくい共通事業所ベースを用いて評価している。

¹¹ 毎月勤労統計のパートの時間当たり所定内給与の前年比は、雇用調整助成金の影響で実勢が捉えにくくなっている。この点、パートの募集賃金をみると、このところ前年比3%程度まで伸び率を高めている(詳細は、BOX3を参照)。

¹² BOX3では、労働市場の構造を踏まえて、賃金の先行きについて考察している。

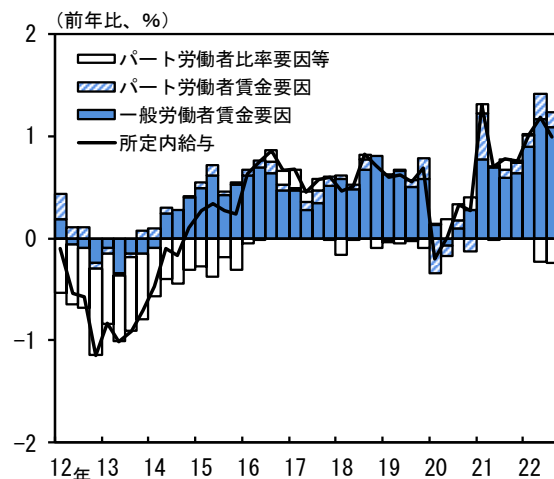
¹³ 物価上昇を受けた一時金の給付(所謂「インフレ手当」)は、統計上、多くの場合、特別給与に含まれることになるとみられる。

図表26：名目賃金



(出所) 厚生労働省
 (注) 1. 各四半期は、10：3～5月、20：6～8月、30：9～11月、40：12～2月。
 2. 2016/10以降は、共通事業所ベース。

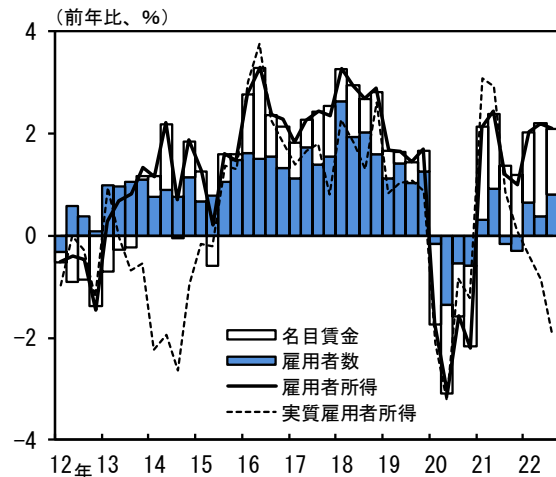
図表27：所定内給与の要因分解



(出所) 厚生労働省
 (注) 1. 各四半期は、10：3～5月、20：6～8月、30：9～11月、40：12～2月。
 2. 2016/10以降は、共通事業所ベース。

雇用者所得は、上記のような雇用・賃金情勢を反映して、名目ベースでは改善しているが、実質ベースでは、物価上昇を反映して前年比でマイナス幅を拡大している（図表 28）。先行きの名目雇用者所得は、景気の改善に伴って増加を続けると考えられる。実質ベースでは、物価上昇を反映して、見通し期間の中盤にかけて前年比マイナスで推移するとみられるが、その後は、賃金が伸び率を高めるもとの、物価上昇率の低下を受けて、緩やかな増加に転じると見込まれる。

図表28：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. 毎月勤労統計の2016/10以降は、共通事業所ベース。
 4. 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。

(家計支出)

個人消費は、感染症の影響を受けつつも、緩やかに増加している。

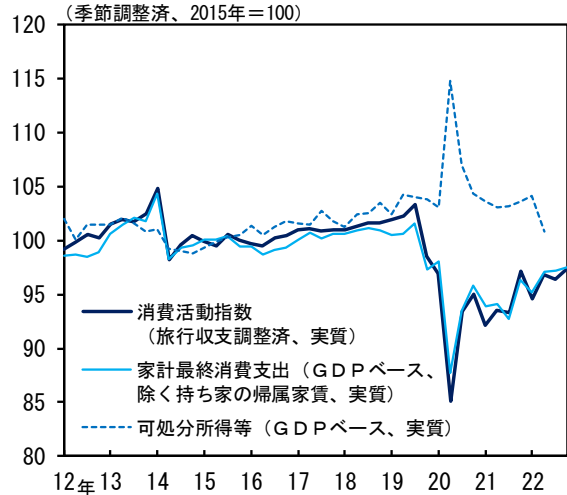
わが国の消費活動を包括的に捉える観点から、各種の販売・供給統計を合成した消費活動指数(旅行収支調整済)¹⁴をみると、2022年7～9月に感染再拡大の影響を受けつつも概ね横ばいを維持したあと、10～11月の7～9月対比は、感染抑制と消費活動の両立が進展するもとで、全国旅行支援による押し上げもあって、サービス消費を中心に増加している(図表29、30)。その後、物価上昇が続いているほか、新規感染者数も増加傾向をたどっているものの、個人消費は、各種の高頻度データや業界統計、企業からのヒアリング情報などを踏まえると(図表31)、緩やかな増加傾向にあるとみられる。

形態別にみると、耐久財消費は、天候要因などによる振れを伴いつつも、供給制約の緩和を主因に緩やかに持ち直している(図表32)。乗用車の新車登録台数は、車載向け半導体の世界的な需給ひっ迫が徐々に和らぐもとで、振れを伴いつつも、緩やかに持ち直している。家電販売額は、エアコンなどの季節家電を中心に、11月については気温が平年比高めで推移したことを受けて減少したが、その後は気温低下もあって小幅に増加しているとみられる。非耐久財消費は、飲食料品等で物価高の影響が幾分窺われるものの、均してみれば、衣料品などを中心に増加している。

サービス消費は、感染抑制と消費活動の両立が進展するもとで、全国旅行支援による下支えもあって、増加している(図表31、33、34)。外食は、

¹⁴ 消費活動指数については、日本銀行調査論文「近年の消費行動の変化を踏まえた消費活動指数の推計方法の見直しについて」(2021年7月)を参照。

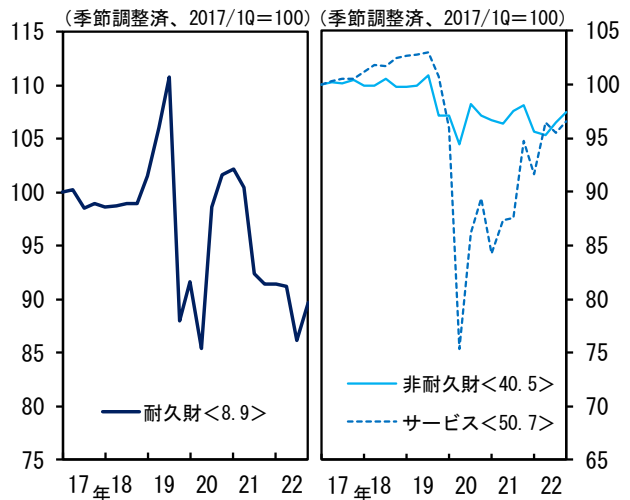
図表29：個人消費



(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)。2022/4Qは、10～11月の値。
2. 家計最終消費支出の2022/4Qは、消費総合指数(10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(年次推計値および速報値を用いて算出)。家計最終消費支出デフレーターを用いて実質化。

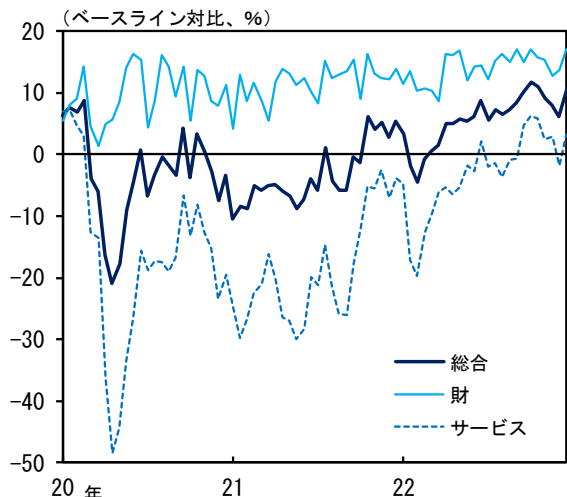
図表30：消費活動指数(実質)



(出所) 日本銀行等

- (注) 1. 日本銀行スタッフ算出。< >内は、消費活動指数におけるウエイト。2022/4Qは、10～11月の値。
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31：カード支出に基づく消費動向

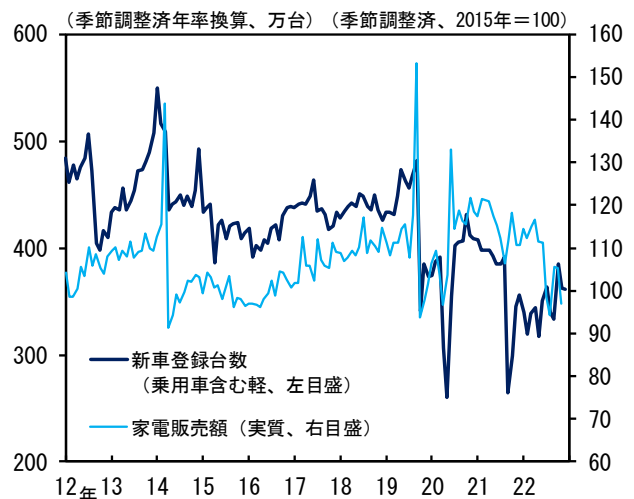


(出所) JCB/ナウキャスト「JOB消費NOW」

- (注) 1. 支出者数の変化を考慮に入れた参考系列。総合とサービスは、通信を除く(日本銀行スタッフ算出)。
2. ベースラインは、2016～2018年度の当該半月の平均。

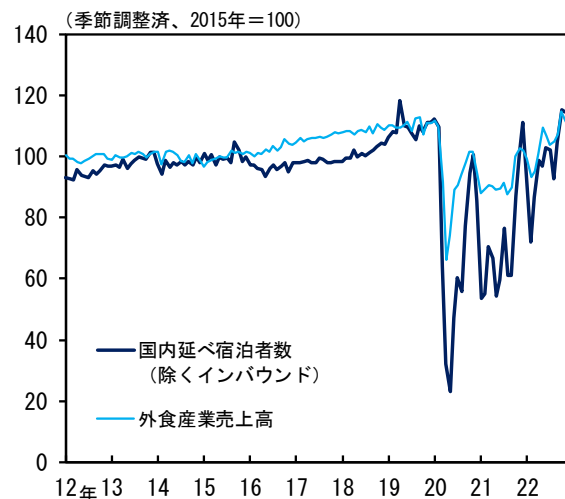
感染症の影響を受けつつも、少人数利用を中心に、居酒屋を含めて増加している。国内旅行は、全国旅行支援による下支え効果もあって、近距離旅行に加え、遠距離旅行についても増加している。この間、海外旅行は、緩やかな増加を続けているが、なお低水準となっている。

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。

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」

図表34：全国の歓楽街における人出

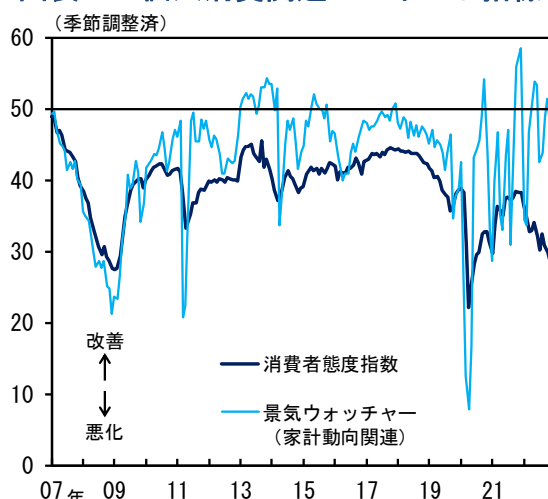


(出所) Agoop
(注) 1. 全国の主要歓楽街(53地点)における21時と翌日4時の滞在人口の差。
2. 直近値は、1/9~15日の平均値。

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、物価上昇が意識されるもとで、暮らし向きの判断を中心に悪化傾向にある。企業に対し景気の「方向性」を調査する景気ウォッチャー調査の現状判断D I（家計動向関連）をみると、12月は、水際対策の緩和や全国旅行支援等を受けた観光需要の増加が押し上げに寄与した一方、物価上昇の影響への懸念に加え、感染再拡大の影響も一部にみられたことから、横ばい圏内の動きとなった。

先行きの個人消費は、物価上昇に伴う実質所得面からの下押し圧力を受けつつも、感染抑制と消費活動の両立が一段と進むもとで、行動制限下で積み上がってきた貯蓄にも支えられてpentアップ需要の顕在化が進むことから、増加を続けると予想される。政府によるガソリン・電気・都市ガス代の負担緩和策や全国旅行支援も、個人消費を下支えすると考えられる。その後は、pentアップ需要の顕在化ペースは緩やかになるものの、雇用者所得の改善が続き、物価高による下押し圧力も和らぐもとで、着実な増加を続けると考えられる。先行きの消費性向は、感染症の影響緩和に伴って上昇傾向をたどり、行動制限下で積み上がってきた貯蓄の取り崩しもあって、感染症拡大前の平均的な水準を幾分上回っていくと想定している（図表36）。

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D I。

図表36：平均消費性向



（出所）内閣府
（注）平均消費性向＝家計最終消費支出÷可処分所得等
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（年次推計値および速報値を用いて算出）。

住宅投資は、住宅価格の上昇などから、弱めの動きとなっている（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、全体としては概ね横ばいとなっているが、一戸当たり単価が高い持家では弱めの動きが続いている。先行きの住宅投資は、見通し期間の中盤にかけて、緩和的な金融環境が下支えとなるものの、住宅価格の上昇が重石となり、弱めの動きを続けるとみられる。その後も、見通し期間の終盤にかけて、均してみれば、人口動態を反映して、緩やかな減少トレンドをたどると考えられる。

図表37：住宅投資



(出所) 内閣府、国土交通省
(注) 2022/4Qは、10~11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、既往の国際商品市況の動向や為替相場の動きを反映して、高めの伸びを続けている（図表38）。企業向けサービス価格（除く国際運輸）の前年比は、感染症の影響が和らぐもとで、経済活動の持ち直しや人件費上昇等を背景に、1%台前半のプラスとなっている。

消費者物価の前年比をみると、除く生鮮食品は、エネルギーや食料品、耐久財などの価格上昇により、3%台後半となっている（図表39）。除く生鮮食品・エネルギーについて、全国旅行支援等の一時的な要因を除いたベースの前年比は¹⁵、原材料コスト上昇等の価格転嫁の動きから、プラス幅を大きく拡大している（図表40）。

除く生鮮食品・エネルギー（一時的な要因を除く）の前年比の内訳をみると、財ではプラス幅の拡大が続いているほか、一般サービスでもプラス幅を拡大している。公共料金の前年比は、ゼロ%程度となっている。財は、食料品や日用品、耐久財を中心に、コスト転嫁の動きが幅広い品目で強まっており、プラス幅の拡大が続いている。一般サービスでは、外食や家事関連サービス（住居工事等）を中心に原材料コストを転嫁する動きが強まるもとで、プラス幅を拡大している。公共料金については、一部自治体の水道料・下水道料が幾分低下しているものの、火災・地震保険料の引き上げを反映して、ゼロ%程度となっている。

¹⁵ 「一時的な要因を除く」計数は、除く生鮮食品、除く生鮮食品・エネルギーのそれぞれから、①消費税率引き上げ・教育無償化政策、②旅行支援策、③携帯電話通信料の影響を除いたベース。

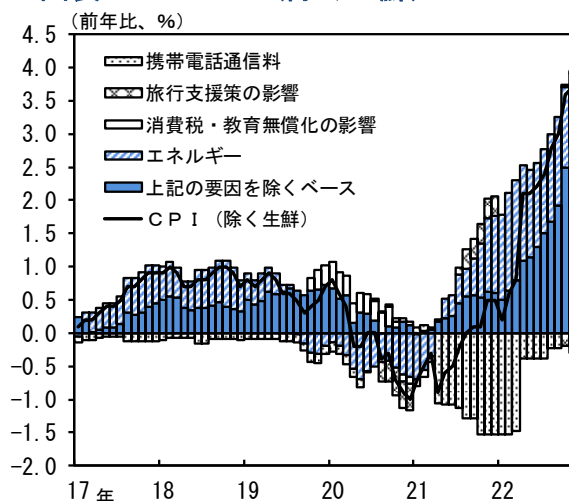
図表38：物価関連指標

	(前年比、%)			
	22/1Q	22/2Q	22/3Q	22/4Q
消費者物価指数（CPI）				
除く生鮮	0.6	2.1	2.7	3.6
一時的な要因を除く	2.1	2.6	3.1	3.9
除く生鮮・エネルギー	-0.9	0.9	1.5	2.7
一時的な要因を除く	0.7	1.3	1.9	2.9
国内企業物価指数（前期比）	2.0	2.9	1.8	2.7
企業向けサービス価格指数	0.9	1.3	1.4	1.4
GDPデフレーター	0.4	-0.2	-0.3	
内需デフレーター	2.6	2.8	3.2	

(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。企業向けサービス価格指数は、除く国際運輸。
2. CPI（一時的な要因を除く）は、携帯電話通信料、旅行支援策の影響を除いた日本銀行スタッフによる試算値。
3. CPIと企業向けサービス価格指数の2022/4Qは、10~11月の値。

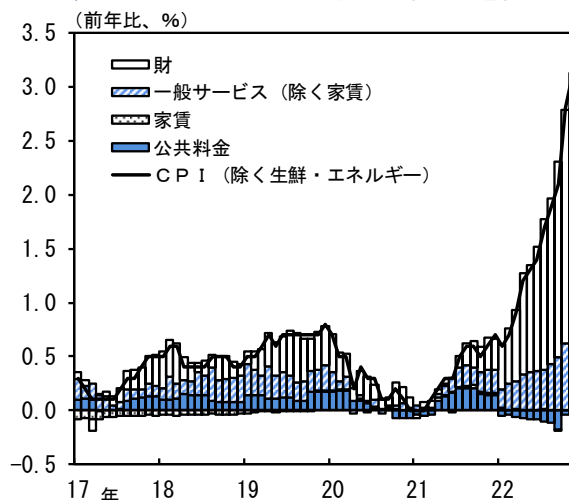
図表39：CPI（除く生鮮）



(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. 2020/4月以降の消費税・教育無償化の影響は、高等教育無償化等の影響も加味した日本銀行スタッフによる試算値。

図表40：CPI（一時的な要因を除く）



(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、消費税率引き上げ・教育無償化政策、旅行支援策、携帯電話通信料の影響を除いた日本銀行スタッフによる試算値。

消費者物価の基調的な動きを捕捉するための指標をみると（図表 41）¹⁶、刈込平均値は、幅広い財・サービスで価格引き上げが実施されるもとの、3%程度まで上昇している。一部品目の動きに左右されにくい最頻値や加重中央値も、同様に、上昇している。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、幅広い財・サービスで原材料コスト等の価格転嫁が進んでいることから、「上昇」超幅は拡大を続けている（図表 42）。

この間、内需デフレーターの前年比は、3%程度のプラスとなっている（図表 38）。内訳をみると、個人消費デフレーターが前年比で2%台後半のプラスとなっているほか、資材価格等の上昇を反映して設備投資等のデフレーターがはっきりと上昇している。一方、GDPデフレーターの前年比は、原油価格などの動きを反映した輸入デフレーターの上昇が押し下げに作用し、-0%台前半のマイナスとなっている。

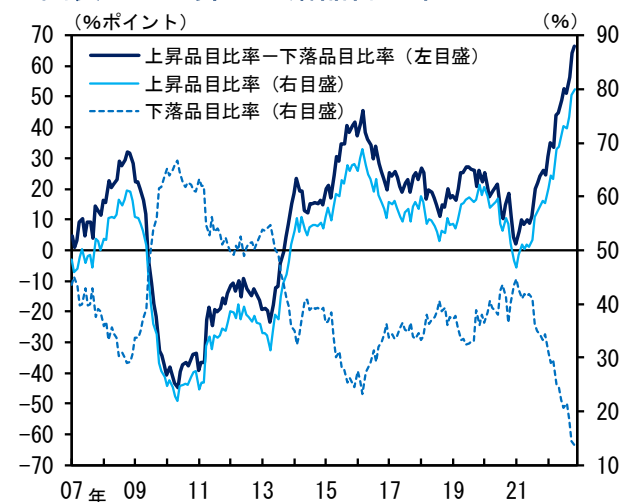
図表41：各種コアインフレ率指標



（出所）日本銀行、総務省

（注）CPI（消費税率引き上げ・教育無償化政策、旅行支援策の影響を除く）を用いて日本銀行スタッフが算出。2020/4月以降のCPIは、高等教育無償化等の影響も除いた日本銀行スタッフによる試算値。

図表42：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、消費税率引き上げ・教育無償化政策、旅行支援策の影響を除く）。日本銀行スタッフ算出。2020/4月以降のCPIは、高等教育無償化等の影響も除いた日本銀行スタッフによる試算値。

¹⁶ 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。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ェイトを累積して50%近傍にある値。いずれの指標も、消費税率引き上げ・教育無償化政策、旅行支援策の影響を除いた個別品目の指数をもとに算出している。

(物価を取り巻く環境)

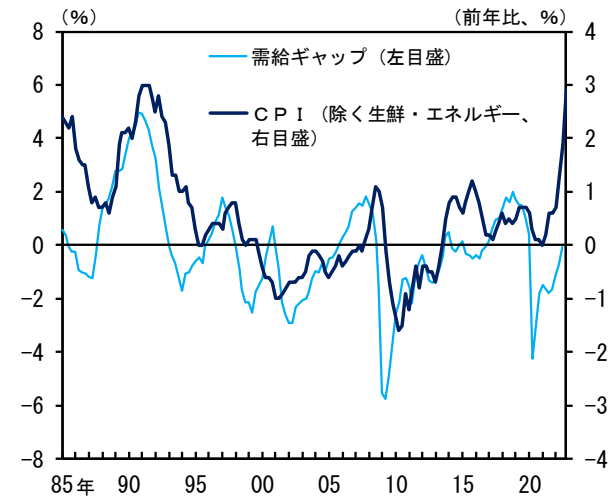
先行きの物価情勢を展望するにあたり、物価上昇率を規定する主な要因について点検する。第1に、マクロ的な需給ギャップについては、経済が潜在成長率を上回る成長経路をたどるもとで、2022年度後半頃にはプラスに転じ、その後はプラス幅の緩やかな拡大が続くと予想される(図表2、43)。

第2に、中長期的な予想物価上昇率は、短期と比べるとペースは緩やかながら上昇している。短観の販売価格判断D Iは上昇している(図表44)。短観における企業の物価全般の見通しも、短期だけでなく中長期も含め、高水準となっている(図表45)。適合的予想形成の強いわが国では、現実の物価上昇率の高まりは、家計や企業の中長期的な予想物価上昇率の上昇をもたらし、企業の価格・賃金設定行動や労使間の賃金交渉の変化を通じて、賃金の上昇を伴う形で、物価の持続的な上昇につながっていくと考えられる。

第3に、輸入物価は、グローバルな景気減速懸念を受けた原油価格等の下落(図表46①)や急速な為替円安の一服を反映して、このところ前年比プラス幅を縮小している。もっとも、既往の輸入物価上昇を起点としたコスト上昇圧力を販売価格に転嫁する動きは、サプライチェーンの川中から川下段階にかけて継続しており、消費者物価を押し上げる要因となっている(図表46②)。先行き、こうした消費者物価の押し上げ圧力は徐々に減衰していくと考えられるが、過去の局面と比べても既往のコスト上昇幅が大きいことなどを踏まえると、目先は、幅広い財やサービスでコスト転嫁の動きは続くと考えられる。

この間、エネルギー価格(ガソリン・電気代等)

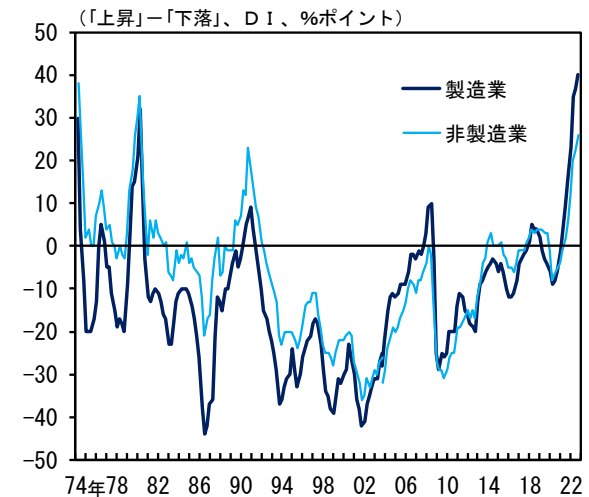
図表43：CPIと需給ギャップ



(出所) 総務省、日本銀行

(注) 1. CPIは、消費税率引き上げ・教育無償化政策、旅行支援策、携帯電話通話料の影響を除いた日本銀行スタッフによる試算値。2022/4Qは、10～11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44：販売価格判断

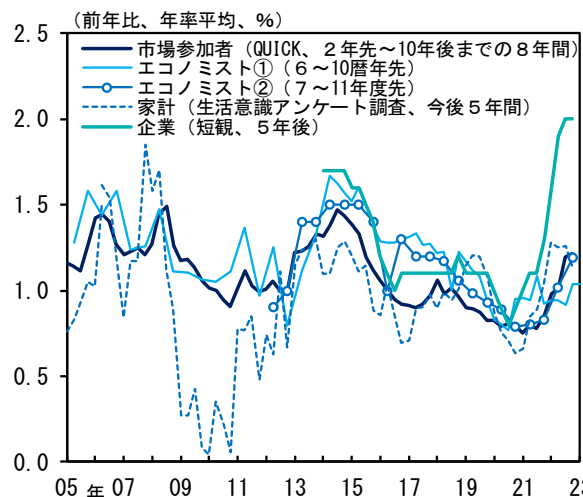


(出所) 日本銀行

(注) 短観の販売価格判断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。

図表45：予想物価上昇率

①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、5択選択肢情報を用いた修正カルソン・パーキン法による。
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)。

については、原油等の輸入物価の動向に加え、政府の施策や規制料金の変化の影響を受けて変動することが見込まれる。すなわち、エネルギー価格の前年比は、石油製品が政府の燃料油補助金の影響で抑制されていることに加え、2022年度終盤には、電気・都市ガス代を対象に政府の負担緩和策が導入されることから、いったんはつきりと低下すると予想される¹⁷。2023年度入り後は、現在申請されている電力各社による規制料金の引き上げが認可されれば、エネルギー価格に上昇圧力が加わるものの、政府によるエネルギー価格高騰対策の効果がこれを上回り、エネルギー価格の前年比は、2023年度半ばにかけて、マイナスに転じると見込まれる。その後は、政府による各種施策が縮小していくことを前提とすれば、それまでの押し下げ効果の反動もあって、2024年度前半にかけて、プラス幅をはつきりと拡大する可能性が高い。

（物価の先行き）

以上の基本的な考え方を踏まえると、先行きの消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比は、当面、食料品や耐久財、外食などにおいて輸入物価上昇を起点としたコスト上昇の価格転嫁が続くなかで、上昇率を高めると見込まれる。その後、2023年度後半にかけては、これらの押し上げ寄与の減衰に伴い、プラス幅を縮小していく

¹⁷ 燃料油補助金について、政府は、ガソリン価格が基準価格（168円）を超えている間、石油元売・輸入業者に価格の急激な上昇を抑える原資として補助金を支給する政策を導入しており、2023年5月末まで、補助金の上限を縮小しつつ継続することを決定している。6月以降について、政府は、補助を段階的に縮減する方針を示している。また、電気代については、政府の負担緩和策によって、2023年2～9月の間、1kWhあたり7円（標準的な世帯で-2割程度の引き下げ）、10月分について同3.5円が割り引かれることになっている。また、都市ガス代についても、概ね同様の負担緩和策が導入されている。

②BEI



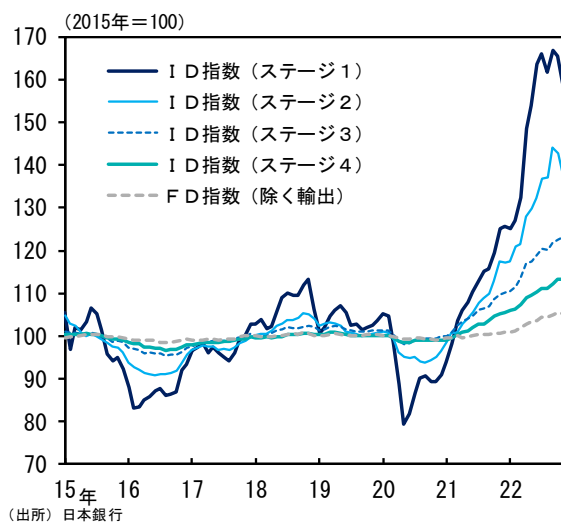
（出所）Bloomberg
（注）固定利付国債利回り-物価連動国債利回り。物価連動国債のうち、2013/10月以降に発行されたものを新物価連動国債、それ以外を旧物価連動国債と呼称。旧物価連動国債の最長物は、16回債（2018/6月償還の銘柄）の利回りを用いて算出。

図表46：国際商品市況とFD-I D指数

①国際商品市況



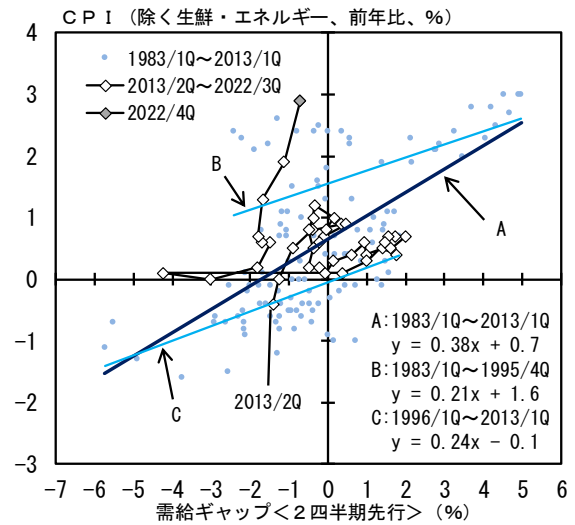
②FD-I D指数（総合）



と考えられる。それ以降は、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や賃金上昇率も高まっていくもとの、再びプラス幅を緩やかに拡大していくとみられる（図表47）。

そのうえで、前述のエネルギー価格の動向と併せてみると、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、目先、輸入物価の上昇を起点とした価格転嫁の影響から高めの伸びとなったあと、2023年度半ばにかけて、①エネルギー価格がマイナスに転じるほか、②輸入物価を起点とする価格転嫁圧力も徐々に減衰することから、プラス幅を縮小していくと考えられる。その後は、①エネルギー価格のプラス幅がはっきりと拡大するほか、②除く生鮮食品・エネルギーのプラス幅も緩やかに拡大していくことから、全体としても、再びプラス幅を緩やかに拡大していくとみられる。

図表47：フィリップス曲線



（出所）総務省、日本銀行

（注）1. CPIは、消費税率引き上げ・教育無償化政策、旅行支援策、携帯電話通信料の影響を除いた日本銀行スタッフによる試算値。2022/4Qは、10~11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。

3. わが国の金融情勢

(金融環境)

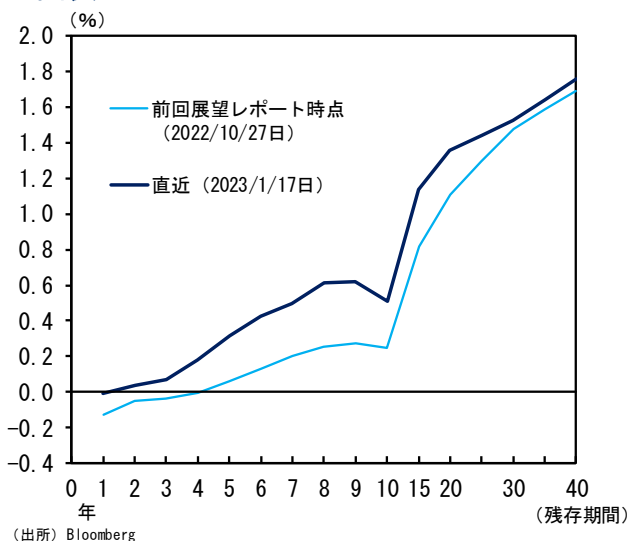
わが国の金融環境は、企業の資金繰りの一部に厳しさが残っているものの、全体として緩和した状態にある。

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）と整合的な形状となっている（図表48）。この間、2022年12月の金融政策決定会合では、各年限間の金利の相対関係や現物と先物の裁定などの面で、債券市場の市場機能が低下していたことを受けて、国債買入れ額を大幅に増額しつつ、10年物国債金利の変動幅を、従来の「±0.25%程度」から「±0.5%程度」に拡大するなど、長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）の運用を一部見直すことを決定した。

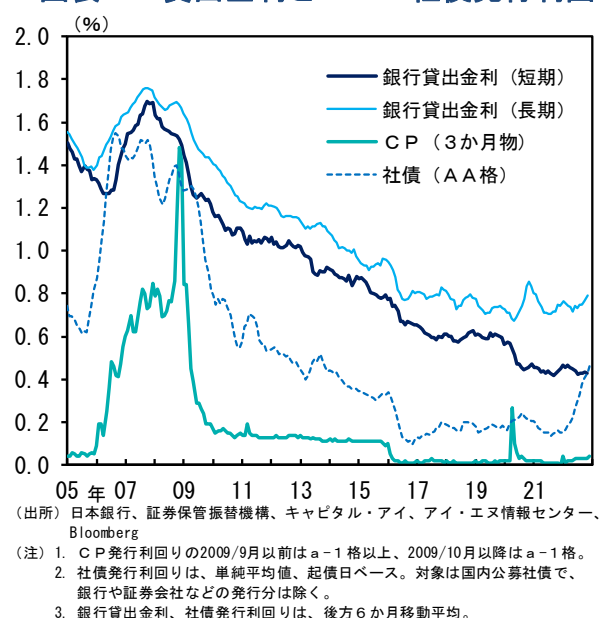
企業の資金調達コストは、きわめて低い水準で推移している（図表49）。CPの発行金利をみると、良好な発行環境が維持されるもとで、きわめて低い水準で推移している。短観のCP発行環境判断DIは、資源高を受けた運転資金需要の高まりから低下したものの、引き続き「楽である」超となっている。社債市場では、総じて良好な発行環境は維持されているが、発行スプレッドは拡大しており、発行金利も上昇している。この間、貸出金利（新規約定平均金利）は、既往ボトム圏の水準で推移している。

企業からみた金融機関の貸出態度を短観のDIでみると、全体として緩和的な水準を維持している（図表50）。企業の資金繰りを短観のDIでみると、一部に厳しさが残っているものの、経済の持ち直しに伴い、中小企業も含めて改善傾向が続

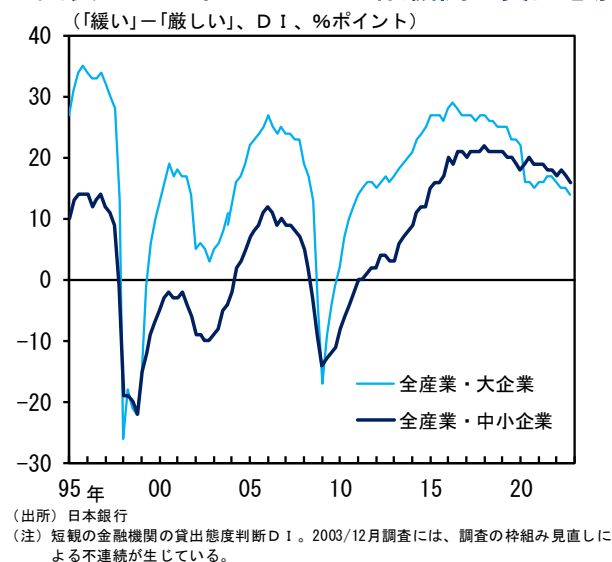
図表48：イールドカーブ



図表49：貸出金利とCP・社債発行利回り



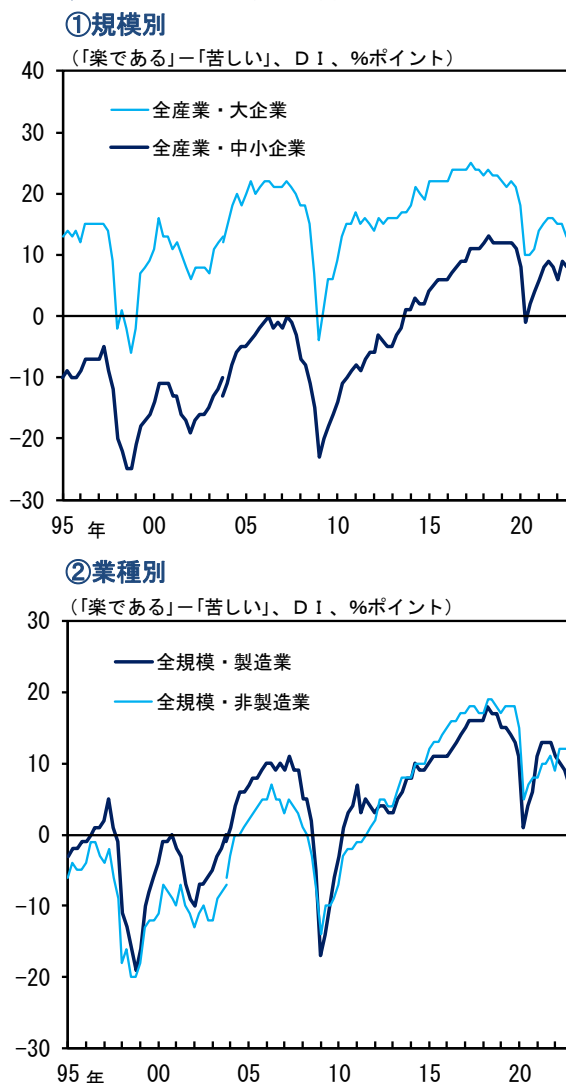
図表50：企業からみた金融機関の貸出態度



いている（図表 51）。業種別にみると、製造業では、原材料コスト上昇の影響などから小幅に悪化する一方、非製造業では、経済活動の持ち直しの影響などを受けて改善傾向が続いている。

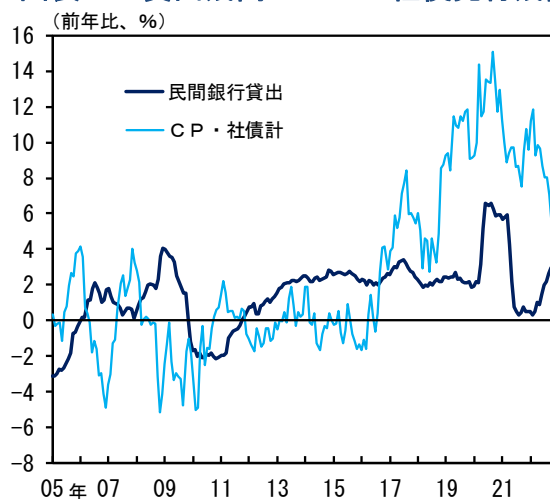
企業の資金需要面では、経済活動の持ち直しや原材料コスト上昇を受けた運転資金需要の高まりがみられている。こうしたもとで、CP・社債の発行残高は、前年比4%程度のペースで増加している（図表 52）。また、銀行貸出残高は、前年比3%程度の伸びとなっている。

図表51：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。

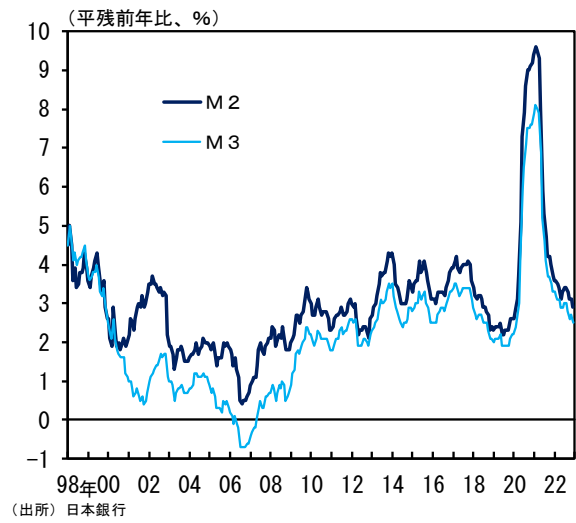
図表52：貸出残高とCP・社債発行残高



（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。

マネタリーベースをみると、「新型コロナ対応金融支援特別オペ」の残高減少から、小幅の前年比マイナスとなっており、残高は632兆円（対名目GDP比率は114%¹⁸）となっている。マネーストック（M2）の前年比は、財政支出による押し上げや貸出残高の増加などを背景に、3%程度のプラスとなっている（図表53）。

図表53：マネーストック



¹⁸ マネタリーベースは2022年12月末時点、名目GDPは2022年7～9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、米欧中央銀行による金融引き締めを巡る不確実性や世界経済の減速が引き続き意識されるも、市場センチメントは慎重化した状態が続いている。

米国の長期金利(10年物国債利回り)をみると、米国における物価上昇率の鈍化などを受けて低下している(図表54)。欧州の長期金利は、インフレ抑制に向けたECBの強いスタンスを示す情報発信などを受けて上昇している。

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季節的な需給の引き締めにより一時拡大したものの、足もとではそれが剥落し、縮小している(図表55)。

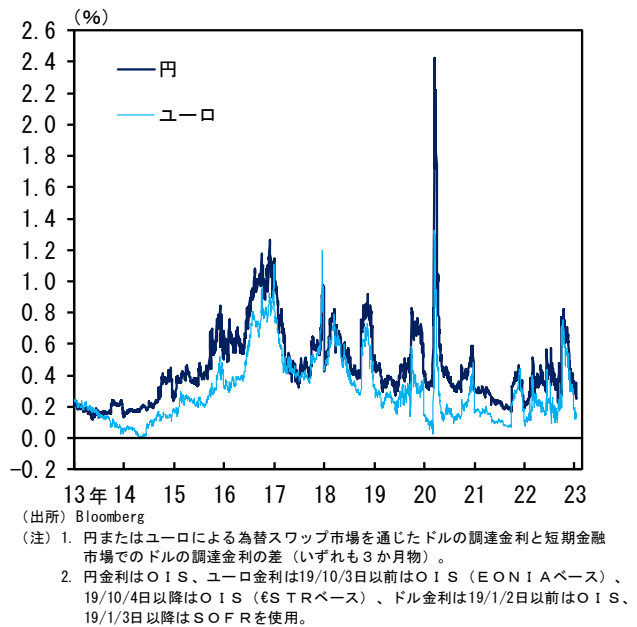
株式市場をみると、米欧の株価は、米国長期金利の低下や、欧州における今冬のエネルギー供給問題に対する懸念の後退などを受けて上昇し、ボラティリティは低下した(図表56、57)。わが国の株価は、米国株に連れて上昇したあと、為替円高などを受けて下落した。新興国の株価は、中国における感染症対策の方針転換に伴う景気刺激効果への期待感などから、アジアを中心に上昇している。

わが国の不動産投資信託(J-REIT)市場をみると、J-REIT価格は、長期金利の上昇などを受けて、下落している(図表58)。

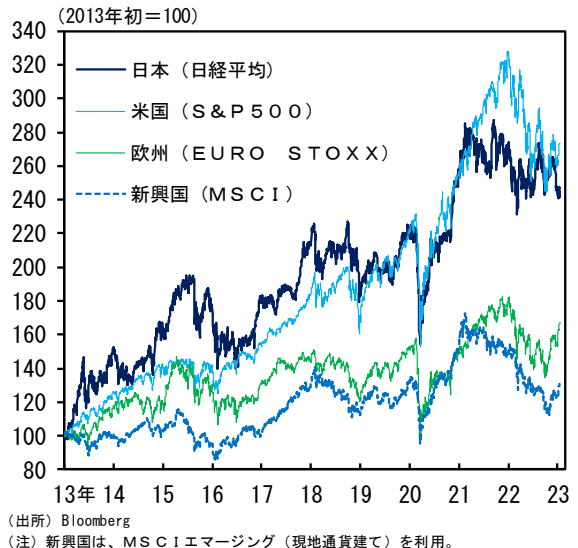
図表54：主要国の長期金利（10年物国債）



図表55：ドル資金調達プレミアム



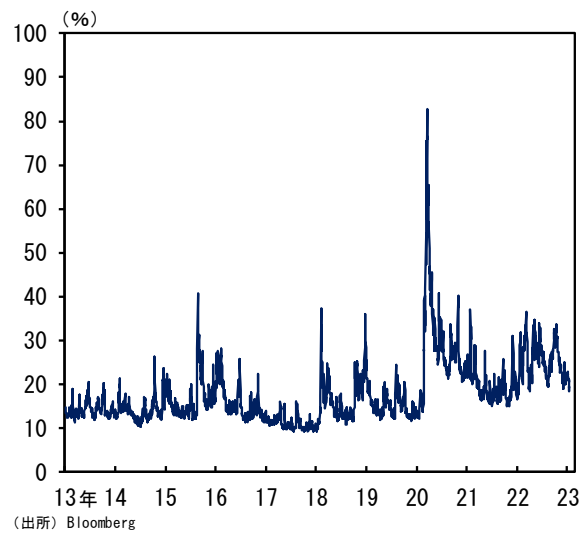
図表56：主要株価指数



為替市場をみると、円の対ドル相場は、日米金利差の縮小などを背景に、ドル安・円高の動きとなっている（図表 59）。この間、円の対ユーロ相場も、ユーロ安・円高方向の動きとなっている。

以 上

図表57：株価のボラティリティ（VIX）



図表58：主要REIT指数



図表59：ドル円・ユーロ円相場



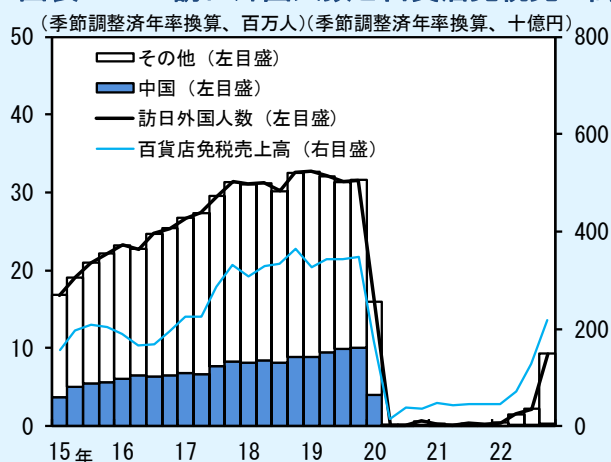
(BOX 1) 最近のインバウンド需要

訪日外国人数は、新型コロナウイルス感染症の流行以降、きわめて低水準で推移してきたが、昨年10月に政府が入国制限を緩和したことを受けて、はっきりとした増加に転じた(図表B1-1)。また、百貨店免税売上高が訪日外国人数より急速に回復していることを踏まえると、訪日外国人一人当たりの消費額は、高水準になっているとみられる。このように、訪日外国人の国内での消費(インバウンド需要)は、訪日外国人数と一人当たりの消費額の両面での回復に支えられて持ち直しており、わが国経済の回復に向けた動きを後押ししている。

先行きのインバウンド需要について、訪日外国人数と一人当たりの消費額に分けて考えると、まず、訪日外国人数は、当面、はっきりとした増加傾向をたどる可能性が高いとみられる。実際、わが国よりも先に水際対策を緩和した海外諸国では、入国者数が増加基調にあり、米欧では既に感染症拡大前の水準近くまで回復している(図表B1-2)。ただし、感染症拡大前にわが国への入国者数の3割程度を占めていた中国人観光客については、引き続き、きわめて低水準となっており、今後の動向を注視する必要がある。また、足もとでは、海外経済の回復ペースが鈍化しており、このことが入国者数に影響を与える可能性もある。

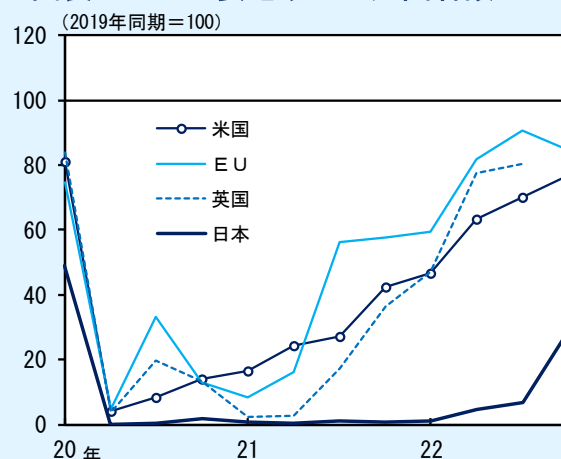
訪日外国人一人当たりの消費額については、円安になれば増加するという緩やかな相関が窺われる(図表B1-3)。一人当たりの消費額は、既往の為替円安もあって、当面、高めの水準で推移する可能性があり、入国者数の増加と相まって、インバウンド需要が増加することが期待される。

図表B1-1：訪日外国人数と百貨店免税売上高



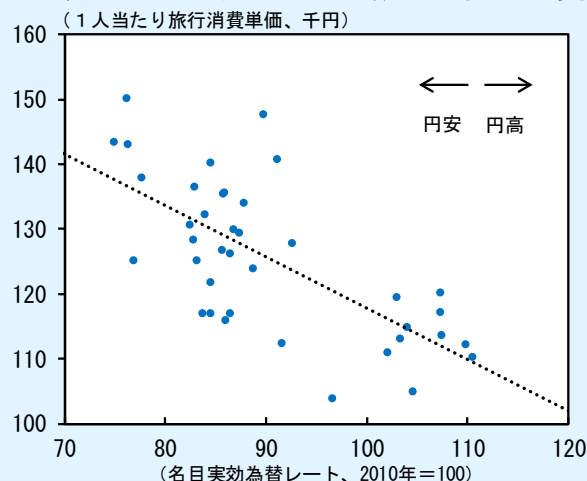
(出所) 日本政府観光局(JNTO)、日本百貨店協会
(注) 2022/4Qは、10~11月の値。

図表B1-2：主要地域への入国者数



(出所) CEI C、日本政府観光局(JNTO)
(注) 米国の2022/4Qは、10月の値。EUおよび日本の2022/4Qは、10~11月の値。英国の2022/3Qは、7~8月の値。

図表B1-3：為替レートと訪日外国人消費額



(出所) BIS、観光庁
(注) サンプル期間は、2010/2Q~2019/4Q。名目実効為替レートは、ブロードベース。

(BOX 2) 労働需給の現状と先行き

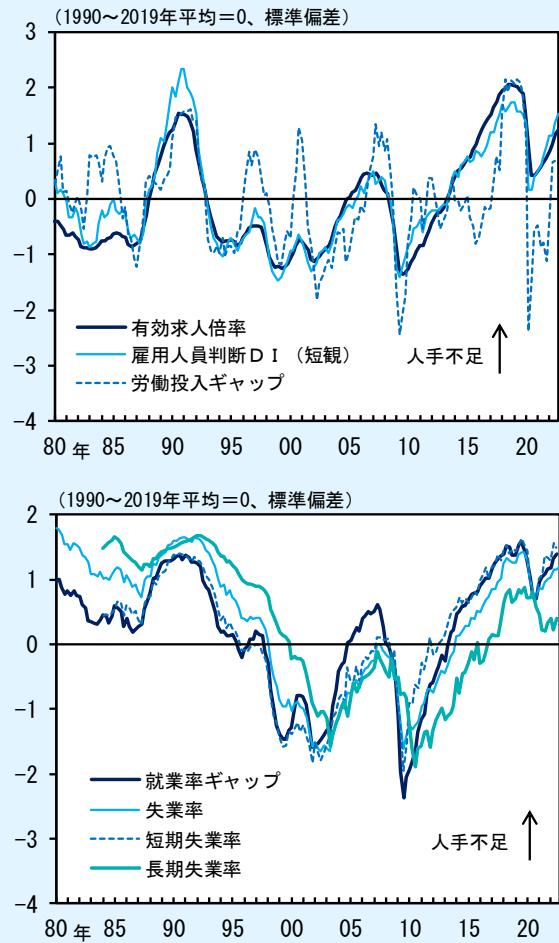
わが国の労働市場をみると、経済活動の改善が続くもとで、労働需給の引き締まりが進んでいる。労働需給を示す様々な指標をみると、感染症拡大前や1980年代末のバブル期のピーク時に近い水準となっているものもみられる(図表B2-1)¹⁹。

先行きの労働需給は、経済活動の改善を反映した労働需要の強まりに加え、労働供給の動向にも依存する。この点、感染症拡大前の2010年代は、経済の回復に伴い労働需要が強まるなか、労働供給面では、高齢者と女性の労働参加が進んだことで、総人口が減少するもとでも労働力人口は増加した(図表B2-2)。このことは、労働需給ひっ迫に伴う賃金上昇圧力を緩和するとともに、経済成長を後押しした。以下では、先行きも、2010年代のような労働供給の増加が見込めるのか、論点を整理する。

まず、高齢者について確認すると、これまで上昇トレンドを続けてきた労働力率は、感染症の拡大により労働市場への参加を一時的に見合わせる動きもあって、このところ横ばい圏内の動きにとどまっている(図表B2-3)。75歳以上の高齢者の労働力率は65~74歳の高齢者と比べてかなり低いこと、2010年代の労働供給増加を支えた所謂ベビーブーマー世代(1947年~1949年生まれ)が70歳台半ばを迎えていることを踏まえると、先行き、ベビーブーマー世代の労働力率は低下していく可能性が高く、高齢者の労働参加の増加ペースは鈍化していくと考えられる(図表B2-4)。

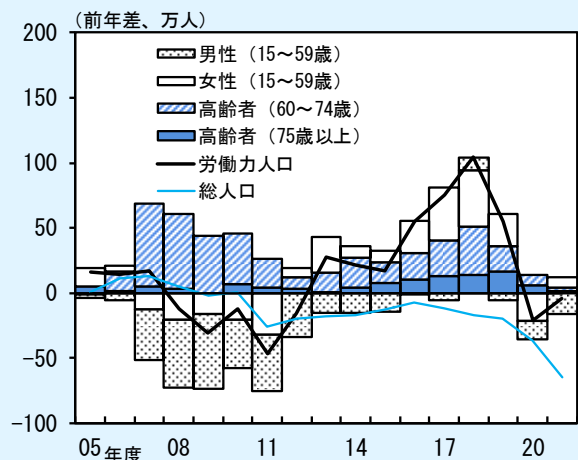
女性についても、追加的な労働供給余地は低下してきているとみられる。すなわち、わが国では、

図表B2-1：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、1990~2019年の標準偏差を用いて基準化。
 2. 有効求人倍率と失業率の2022/4Qは、10~11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を使用。

図表B2-2：労働力人口



(出所) 総務省
 (注) 労働力人口は、ベンチマーク人口の基準切り替えに伴うギャップを調整した日本銀行スタッフによる試算値。

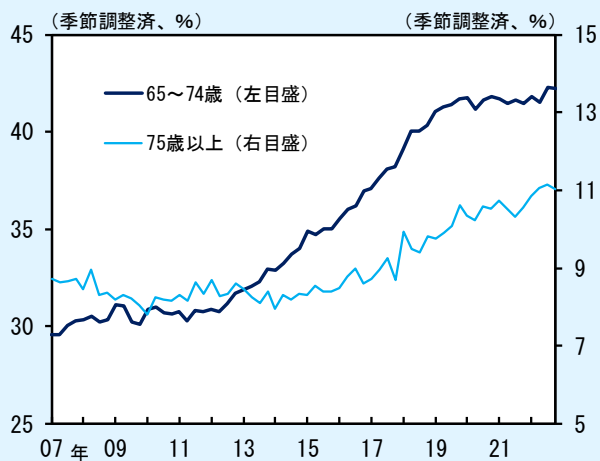
¹⁹ 各指標の詳細等については、2017年7月展望レポートのBOX 1を参照。

従来、出産・子育て期の女性の労働力率が低いという所謂「M字カーブ」が確認されていたが、近年、その存在は解消に向かっていている(図表B2-5)。諸外国と労働力率を比べると、25~34歳では既に米独を上回り、スウェーデンに近い水準まで高まるなど、米欧と遜色ない水準となっている。

以上を踏まえると、先行き、景気の回復により労働需要が強まっていくもとで、2010年代ほどは労働供給の増加が見込めず、労働需給が一段と引き締まる可能性が高い。ただし、こうした見通しを巡る不確実性は上下双方向に高い。

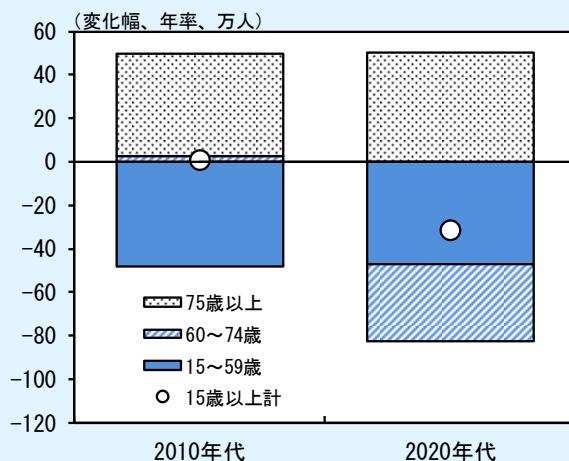
まず、需要面については、ペントアップ需要を含め、景気回復のペース等に左右されるとみられる。供給面では、女性について、上述のとおり労働力率が相応に高まっている一方、一人当たりの労働時間は男性対比で短時間にとどまっている。2010年代以降、労働市場改革が進展し、政府の就業支援策等も拡充されていることを踏まえると、労働時間の増加という形で女性の労働供給が増える余地はなお存在しているとも考えられる。このほか、対面型サービス業(宿泊・飲食等)などにおける労働供給は、感染症拡大以降、伸び率が低下していた外国人労働者数が回復するかどうかにも左右される。労働供給は、賃金動向を左右する大きな要素であるだけに、その動きを注視していく必要がある。

図表B2-3：高齢者の労働力率



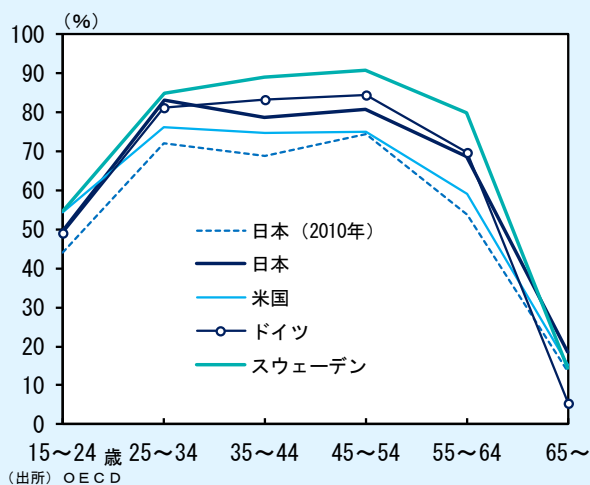
(出所) 総務省
 (注) ベンチマーク人口の基準切り替えに伴うギャップを調整した日本銀行スタッフによる試算値。2022/4Qは、10~11月の値。

図表B2-4：年齢別の人口変化



(出所) 総務省、国立社会保障・人口問題研究所
 (注) 2020年代は、2024年までの見通しを用いて作成。

図表B2-5：女性の労働力率(2021年)



(出所) OECD

(BOX 3) 労働市場の二重構造と賃金の先行き

わが国では、1990年代後半以降、賃金の伸び悩みが続いてきた。ただし、正規雇用者（一般労働者）と非正規雇用者（パート労働者）の賃金が一樣に伸び悩んできたわけではない。2010年代後半の労働需給の引き締まりが明確化した局面では、パート労働者の賃金が伸び率を高めた一方、一般労働者の所定内給与の伸び率は小幅にとどまった（図表 B3-1）。

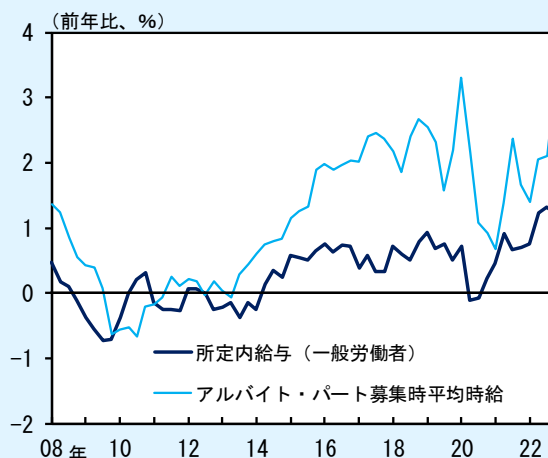
こうした正規と非正規の賃金の違いは、①そもそも両者の間には雇用の流動性に差があり、労働需給の引き締まりが賃金に波及する程度も異なることに加え、②過去の厳しい雇用調整の経験もあって、正規雇用については労使ともに賃上げより雇用安定を優先する傾向があったことなどが影響したとみられる²⁰。今回の展望レポートでは、こうした労働市場の二重構造も踏まえたうえで²¹、先行きの賃金は、ペースは緩やかなものにとどまるものの、徐々に上昇率を高めていくと見込んでいる。

まず、パート賃金については、労働需給の引き締まりを反映して、伸び率をはっきりと高めていくと考えられる。足もとでは、経済活動の再開が本格化しつつある宿泊・飲食等の対面型サービス業では、需給を反映する形で時給がはっきりと上昇している（図表 B3-2）。先行きは、BOX 2で

²⁰ わが国の労働市場の二重構造とその賃金への影響については、2018年7月展望レポートのBOX 1も参照。

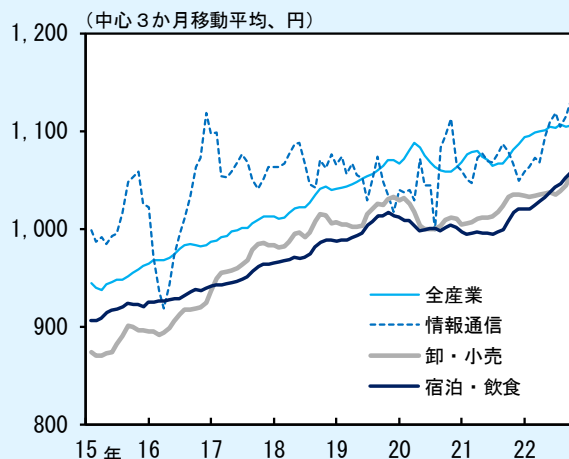
²¹ 「コロナ禍における物価動向を巡る諸問題」に関するワークショップ（2022年11月開催）では、二重構造などわが国の労働市場の特徴点等を踏まえたうえで、賃金動向や賃金と物価の関係に関して議論された。ワークショップの様子は、日本銀行調査論文「「コロナ禍における物価動向を巡る諸問題」に関するワークショップ第3回「わが国の賃金形成メカニズム」の様態」（2022年12月）を参照。

図表B3-1：所定内給与



(出所) 厚生労働省、リクルート「アルバイト・パート募集時平均時給調査」
 (注) 1. 所定内給与（一般労働者）の2016/10以降は、共通事業所ベース。アルバイト・パート募集時平均時給は三大都市圏（首都圏、東海、関西）の集計値。
 2. 2022/4Qは、10～11月の値。

図表B3-2：パートの募集賃金（時給）



(出所) フロック社
 (注) 主要民間求人媒体に掲載されたパート・アルバイトの募集賃金を基に算出。時給が3,000円以上の求人者を除外して集計。

図表B3-3：「留保賃金」



(出所) 大阪大学グローバルCOE「くらしの好みと満足度についてのアンケート」
 (注) 回答の上位・下位各3%を除いて日本銀行スタッフが試算した平均値。

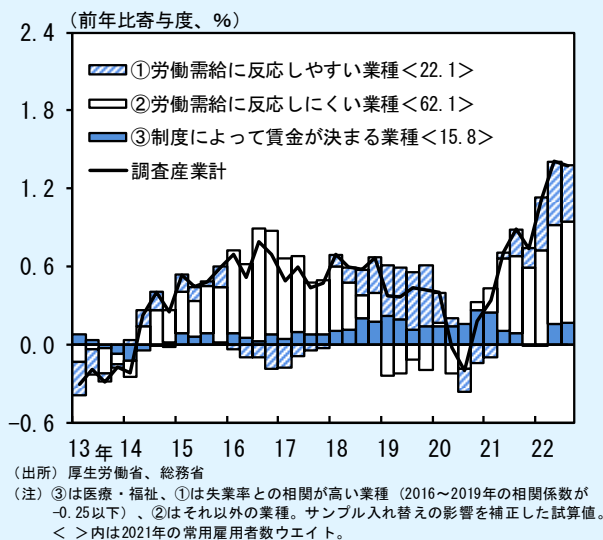
指摘したように需給両面から労働市場が引き締まり、人手不足感が強まると見込まれるも、パート賃金は、従来以上に上がる可能性もある。この点、アンケート調査からは、このところ、未就業者の「留保賃金」が、最低賃金引き上げの影響も相まって、高まっていることが示唆される（図表 B3-3）²²。

こうした労働需給の引き締まりを背景とした賃金の上昇圧力は、一部の一般労働者の所定内給与にも波及してきている。具体的には、一般労働者のなかでも相対的に雇用の流動性が高いとみられる「対面型サービス等の特定の業種」、「中小企業」、「若年層」などの賃金に、最近の労働需給等を反映した変化の兆しが窺われる。

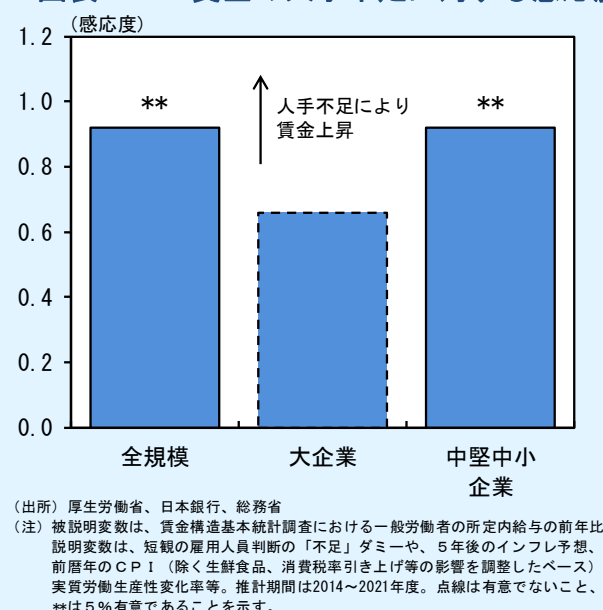
まず、業種毎の動向を確認する。一般労働者の所定内給与の前年比を、①マクロの労働需給に対して相対的に反応しやすい業種と②反応しにくい業種、③制度によって賃金が決まる傾向がある業種（医療・福祉）に分けると、このところ、対面型サービス業など需給に反応しやすい業種の賃金が相対的に大きく上昇している（図表 B3-4）²³。

次に、労働需給が賃金に及ぼす影響を企業規模別に確認する。短観と厚生労働省の賃金構造基本統計調査の個票データをマッチングし、各社の雇

図表B3-4：一般労働者の所定内給与



図表B3-5：賃金の人手不足に対する感応度



²² 留保賃金とは、未就業者が「この金額以上の収入であれば就職するが、それ以下であれば就職しない」と考える賃金水準。ここでは、大阪大学「くらしの好みと満足度についてのアンケート」で、未就業者の「仮にあなたが働いていたとしたら、時給いくらの仕事に就いているとお考えですか」への回答を留保賃金の代理変数とした。

²³ ここでは、毎月勤労統計のサンプル替えに伴うギャップを修正したうえで、まず、病院や介護事業等、診療報酬・介護報酬によって賃金が決まりやすい業種を抽出。それ以外について、失業率と業種別の所定内給与との相関が-0.25を上回る業種を「労働需給に対して相対的に反応しにくい業種」（製造業等）、相関が-0.25を下回る業種を「反応しやすい業種」（対面型サービス業等）に分類している。

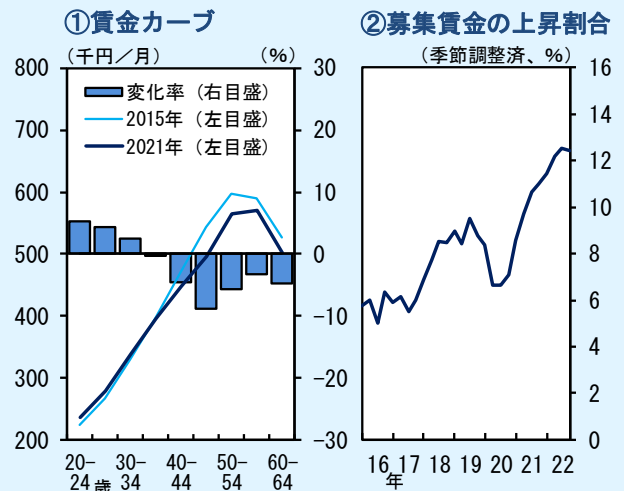
用人員判断と賃金変化率の関係をみると、大企業では労働需給から賃金への影響が有意ではないのに対して、中堅中小企業では、労働需給の引き締まりが賃金を押し上げる傾向が窺われる（図表B3-5）。

さらに、賃金カーブをみると、近年、フラット化しており、大企業についても、人手不足感が強く、流動性も比較的高いとみられる若年層では小幅ながら上昇している。正社員転職市場での募集賃金をみても、人手不足感が強まるもとの、水準を引き上げる先が増えている（図表B3-6）。

このように、最近では、正規雇用者でも賃金を引き上げる動きは窺われる。そのうえで、先行き、マクロでみた賃金上昇が本格化するには、相対的に流動性が低い層も含め、幅広く賃金が上昇していく必要がある。

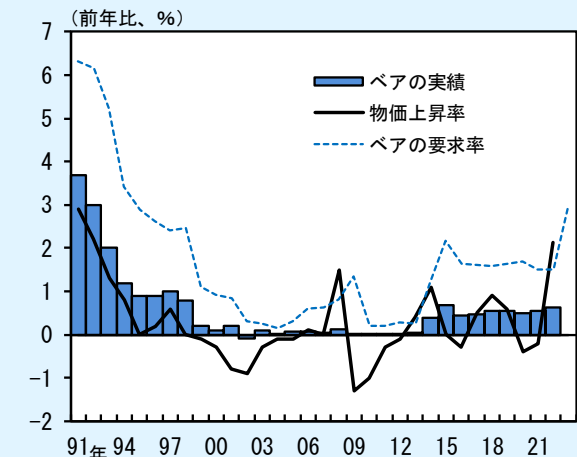
この点、今春の労使交渉に向けて、ベアを含めた労働者の賃上げ要求率が高まっており、その帰趨が注目される（図表B3-7）。こうしたなか、最近のアンケート調査をみると、賃上げの理由として物価上昇を挙げる先が増加している（図表B3-8）。BOX 2でみたように労働需給の引き締まりが進むもとの、労使交渉において、最近の物価上昇がどの程度賃金に反映されるか、注視していく必要がある。

図表B3-6：大企業の賃金



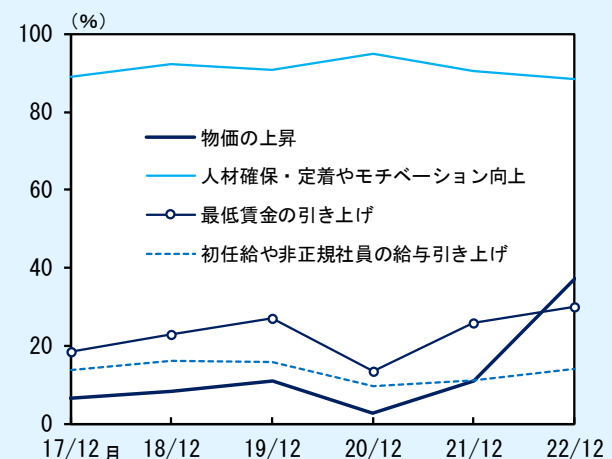
(出所) 厚生労働省、フロッグ社
 (注) 1. ①の集計対象は、常用雇用者1,000人以上の民営事業所の大学・大学院卒業者。正社員・正規職員の所定内給与。
 2. ②は、主要民間求人媒体に掲載された正社員の募集賃金を基に算出。企業（事業所）・職種等別にみた募集賃金が、前年同月時点から上昇した求人割合。

図表B3-7：物価と賃金交渉



(出所) 日本労働組合総連合会、中央労働委員会、総務省
 (注) 1. 物価上昇率は、消費者物価指数（除く生鮮食品、消費税率引き上げ等の影響を除く）。2022年は、2022/1～11月の値。
 2. ベアの実績は、2013年までは中央労働委員会の公表値、2014年以降は連合の公表値。ベアの要求率は、定期昇給を含む賃上げの要求率から定期昇給率を差し引いて試算。2023年は「2023春季生活闘争方針」ベース。

図表B3-8：賃上げの理由



(出所) 日本商工会議所「LOBO調査」
 (注) 中小企業が正社員の所定内賃金を引き上げる理由。

