

公表時間
7月31日(月) 14時00分



経済・物価情勢の展望

2023年7月



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

引用・転載・複製を行う場合は、出所を明記してください。

経済・物価情勢の展望（2023年7月）

【基本的見解】¹

<概要>

- 日本経済の先行きを展望すると、当面は、海外経済の回復ペース鈍化による下押し圧力を受けるものの、ペントアップ需要の顕在化などに支えられて、緩やかな回復が続けるとみられる。その後は、所得から支出への前向きな循環メカニズムが徐々に強まることで、潜在成長率を上回る成長が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、既往の輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響が減衰していくもとでプラス幅を縮小したあと、マクロ的な需給ギャップが改善し、企業の賃金・価格設定行動などの変化を伴う形で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、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、成長率については概ね不変である。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比については、既往の輸入物価上昇を起点とする価格転嫁が想定を上回って進んでいることなどから、2023年度は大幅に上振れているが、2024年度と2025年度は概ね不変である。
 - リスク要因をみると、海外の経済・物価動向、資源価格の動向、企業の賃金・価格設定行動など、わが国経済・物価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、2023年度は下振れリスクの方が大きいですが、その後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、2023年度と2024年度は上振れリスクの方が大きい。
-

¹ 本基本的見解は、7月27、28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、緩やかに回復している。海外経済は、回復ペースが鈍化している。そうした影響を受けつつも、輸出や鉱工業生産は、供給制約の影響の緩和に支えられて、横ばい圏内の動きとなっている。企業収益は全体として高水準で推移しており、業況感は緩やかに改善している。こうしたもとで、設備投資は緩やかに増加している。雇用・所得環境は緩やかに改善している。個人消費は、物価上昇の影響を受けつつも、緩やかなペースで着実に増加している。住宅投資は弱めの動きとなっている。公共投資は緩やかに増加している。わが国の金融環境は、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、政府の経済対策によるエネルギー価格の押し下げ効果などによって、ひと頃に比べればプラス幅を縮小しているものの、既往の輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響から、足もとは3%台前半となっている。予想物価上昇率は、再び上昇の動きがみられている。

2. わが国の経済・物価の中心的な見通し

（1）経済の中心的な見通し

当面のわが国経済を展望すると、海外経済の回復ペース鈍化による下押し圧力を受けるものの、ペントアップ需要の顕在化に加え、緩和的な金融環境や政府の経済対策の効果などにも支えられて、緩やかな回復を続けるとみられる。

家計部門をみると、経済活動の回復を背景に、雇用が増加していくとみられる。加えて、労働需給の引き締めや物価上昇を背景に昨年を大幅に上回る結果となった今年の春季労使交渉の結果が徐々に反映されていくことで、一人当たり名目賃金の上昇率も高まっていくことから、雇用者所得は増加を続けると予想される。こうしたもとで、個人消費は、物価上昇の影響を受けつつも、行動制限下で積み上がってきた貯蓄にも支えられたペントアップ需要の顕在化に加え、賃金上昇率の高まりなどを背景としたマインドの改善などに支えられて、緩やかな増加を続けるとみられる。政府によるガソリン・電気・ガス代の負担緩和策なども、個人消費を下支えすると考えられる。

企業部門をみると、輸出や生産は、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による海外経済の回復ペース鈍化の影響を受けつつも、供給

制約の影響が和らぐことなどから、横ばい圏内で推移するとみられる。この間、サービス輸出であるインバウンド需要は、増加を続けると予想される。企業収益は、経済活動の回復が続くなか、既往の原材料コスト高の影響の減衰や価格転嫁の進展もあって、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、供給制約の影響の緩和もあって、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、増加を続けると考えられる。

その先のわが国経済を展望すると、所得から支出への前向きな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、見通し期間終盤にかけて、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もとで、経済対策の効果の減衰もあって、成長ペースは次第に鈍化していく可能性が高い。

家計部門をみると、雇用は増加を続けるが、これまで女性や高齢者の労働参加が相応に進んできたなかで、追加的な労働供給が見込みにくくなるため、その増加ペースは徐々に緩やかになっていくと考えられる。もつとも、このことは、景気回復の過程で、労働需給の引き締まりを強める方向に作用する。そのもとで、賃金上昇率は、物価上昇も反映する形で基調的に高まっていくとみられ、雇用者所得は増加を続けると予想される。個人消費は、ペントアップ需要の顕在化ペースの鈍化や政府の各種施策による下支え効果の減衰によってペースを鈍化させつつも、雇用者所得の増加に支えられて、増加を続けると考えられる。

企業部門をみると、海外経済が持ち直していくもとで、輸出や生産は増加基調に復していくと考えられる。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引き続き和らいでいくことから、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。見通し期間終盤にかけては、資本ストックの蓄積に伴う循環的な調整圧力を受けるものの、人手不足対応の投資に加え、脱炭素化関連など、景気循環とは独立した投資が着実に増加していくとみられる。

この間、公共投資は、大型案件の影響もあって、当面、緩やかな増加を続け

るとみられる。その後は、そうした影響は徐々に剥落するものの、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、いったん減少したあと、医療・介護費の趨勢的な増加を反映し、次第に増加していくと想定している。

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CP・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をたどるとみられる。

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、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

消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、既往の輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響が減衰していくもとでプラス幅を縮小したあと、マクロ的な需給ギャップが改善し、企業の賃金・価格設定行動などの変化を伴う形で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、再びプラス幅を緩やかに拡大していくとみられる。

こうした見通しを前回の展望レポートにおける見通しと比較すると、2023年度は、既往の輸入物価上昇を起点とする価格転嫁が想定を上回って進んでいることなどから、大幅に上振れている。

消費者物価（除く生鮮食品）の見通しは、原油価格や政府による経済対策に関する前提にも依存する。原油価格については、先物市場の動向などを参考に、

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。

見通し期間終盤にかけて緩やかに低下していく前提としている。政府による電気・ガス代の負担緩和策は、今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、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）の前年比の見通しは、2023年度に3%程度となったあと、2024年度と2025年度は1%台後半となっている。

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、小幅のマイナスとなっている。先行きの需給ギャップは、上記の経済の見通しのもとで、今年度半ば頃にはプラスに転じ、見通し期間終盤にかけて、徐々にペースを鈍化させつつもプラス幅を緩やかに拡大していくと予想される。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は進み、賃金の上昇圧力は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、再び上昇の動きがみられている。短観の販売価格判断DIは高水準となっている。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。また、今年の春季労使交渉は、ベースアップを含め、昨年を大きく上回る賃金上昇率となった。適合的予想形成の強いわが国において、これまで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てきており、企業の賃金・価格設定行動には変化の兆しがみられている。先行きについては、現実の物価上昇率がプラス幅を縮小していくなかでも、需給ギャップが改善し、企業の賃金・価格設定行動や労使間の賃金交渉が変化していくもと、見通し期間終盤にかけて予想物価上昇率が緩やかに上昇していくことで、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、主に以下の点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。米欧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いる。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、ペースは緩やかながらも成長を続けると想定している。もともと、先進国を中心に、賃金上昇を介してインフレ率が高止まりするリスクへの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。利上げの影響が続くもと、資産価格の調整や為替市場の変動、金融機関の貸出姿勢の変化、新興国からの資本流出などを通じて、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もある。これらの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。この間、中国経済については、労働市場や不動産市場における調整圧力が残るなか、先行きの持ち直しペースを巡る不確実性が高い。

第2に、ウクライナ情勢の展開やそのもとの資源・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への下押し圧力が高まる可能性がある。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ものの、先行きは、ウクライナ情勢を始めとする地政学的な要因や気候変動問題への各国の対応の影響など、不確実性はきわめて高い。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。中心的な見通しでは、交易条件は改善していくと想定しているが、仮に交易条件が再び悪化する場合には、企業収益や家計の実質所得を圧迫し、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。

第3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。感染症の経験や人手不足の強まりを背景としたデジタル化の動き、脱炭素化に向けた取り組みや労働市場改革の進展などは、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。さらに、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、企業の賃金・価格設定行動を巡っては、上下双方向に不確実性が高い。今次物価上昇局面では、景気が回復基調をたどるなか、原材料コスト高を背景に、多くの企業が、競合他社の動向も眺めつつ値上げを進めてきており、そうした動きは、引き続き広まっている。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続き、物価が上振れる可能性がある。また、労働需給が引き締まるもと、人材確保などを意識し、企業の賃金設定行動がより前傾化する可能性がある。そのもとで、想定以上に、賃金に物価動向を反映させる動きとともに、物価に賃金動向を反映させる動きも広がることで、マクロ的な需給ギャップの変動以上に、賃金と物価が上振れる可能性がある。一方で、資源・穀物価格が総じて下落するなか、適合的予想形成のメカニズムを通じて、中長期的な予想物価上昇率が低下し、企業の価格設定行動に影響が及ぶ可能性がある。また、今年の春季労使交渉では昨年を大きく上回る賃金上昇率となったものの、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り続ける場合、来年以降は賃上げの動きが想定ほど強まらず、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。世界経済の先行き等を巡る不確実性は高く、これが国際商品市況を大きく変動させる可能性がある。世界的なインフレ率の高止まりや為替相場の変動といった点も含め、そ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。

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、既往の輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響が減衰していくもとでプラス幅を縮小したあと、再びプラス幅を緩やかに拡大していくとみられる。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、見通し期間終盤にかけて「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、海外の経済・物価動向、資源価格の動向、企業の賃金・価格設定行動など、わが国経済・物価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、2023年度は下振れリスクの方が大きいですが、その後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、2023年度と2024年度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見られていない。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、わが国の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。

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。

金融政策運営については、内外の経済や金融市場を巡る不確実性がきわめて高い中、経済・物価・金融情勢に応じて機動的に対応しつつ、粘り強く金融緩和を継続していくことで、賃金の上昇を伴う形で、2%の「物価安定の目標」を持続的・安定的に実現することを目指していく。

「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。引き続き企業等の資金繰り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。

(参考)

2023～2025 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。

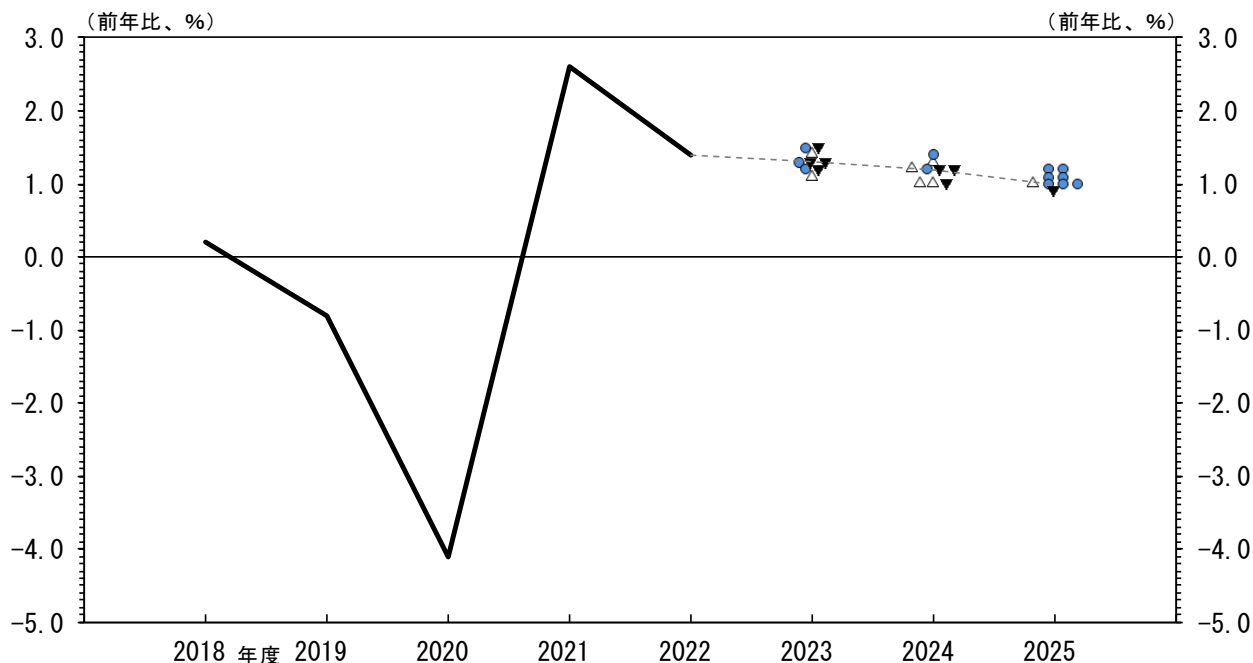
	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	(参考) 消費者物価指数 (除く生鮮食品・エネルギー)
2023 年度	+1.2 ~ +1.5 <+1.3>	+2.4 ~ +2.7 <+2.5>	+3.1 ~ +3.3 <+3.2>
4月時点の見通し	+1.1 ~ +1.5 <+1.4>	+1.7 ~ +2.0 <+1.8>	+2.5 ~ +2.7 <+2.5>
2024 年度	+1.0 ~ +1.3 <+1.2>	+1.8 ~ +2.2 <+1.9>	+1.5 ~ +2.0 <+1.7>
4月時点の見通し	+1.0 ~ +1.3 <+1.2>	+1.8 ~ +2.1 <+2.0>	+1.5 ~ +1.8 <+1.7>
2025 年度	+1.0 ~ +1.2 <+1.0>	+1.6 ~ +2.0 <+1.6>	+1.8 ~ +2.2 <+1.8>
4月時点の見通し	+1.0 ~ +1.1 <+1.0>	+1.6 ~ +1.9 <+1.6>	+1.8 ~ +2.0 <+1.8>

(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。

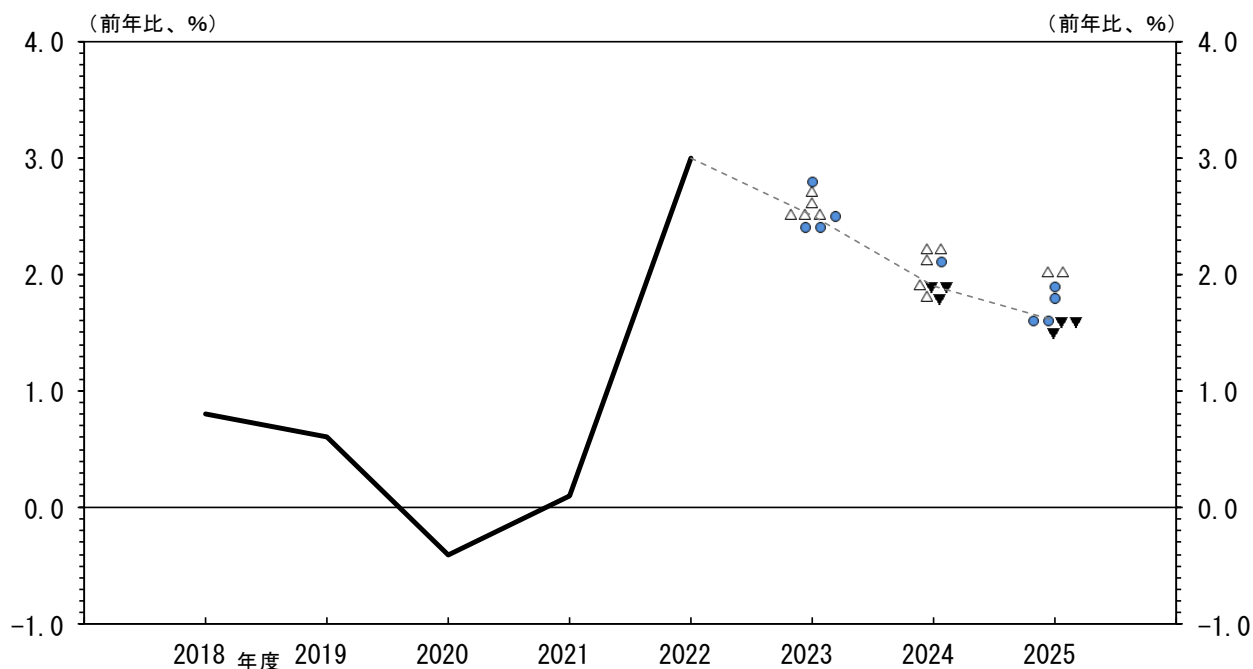
(注2) 各政策委員は、既に決定した政策を前提として、また先行きの政策運営については市場の織り込みを参考にして、上記の見通しを作成している。

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ともに、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、緩やかに回復している。

実質GDPは、2022年10～12月に前期比+0.1%（年率+0.4%）と横ばいになったあと、2023年1～3月は同+0.7%（同+2.7%）の増加となった（図表1）。輸出は一部自動車メーカーの生産トラブルの影響などから減少したものの、感染症の影響が和らぐもとで個人消費が増加したほか、設備投資も増加した。また、公共投資もプラス寄与を拡大した。この間、在庫投資は仕掛品を中心に大きめのプラス寄与となり、一時的に成長率を押し上げた。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、1～3月は、労働需給が改善傾向を続けた一方、輸出減少を受けて製造業の稼働率が低下したことなどから、前期から概ね横ばいとなった（図表2）。

その後の月次指標や高頻度データをみると、景気の回復傾向は続いていると考えられる。企業部門では、輸出・生産は、海外経済の回復ペース鈍化の影響を受けつつも、供給制約の影響の緩和に支えられて、横ばい圏内の動きとなっている。企業収益は、全体として高水準を維持しており、企業の業況感は緩やかに改善している。こうしたもとで、設備投資は緩やかに増加しており、6月短観の設備投資計画をみると、2022年度が大幅なプラスで着地したあと、2023年度計画もはっきりとしたプラスとなった。家計部門をみると、雇

図表1：実質GDP

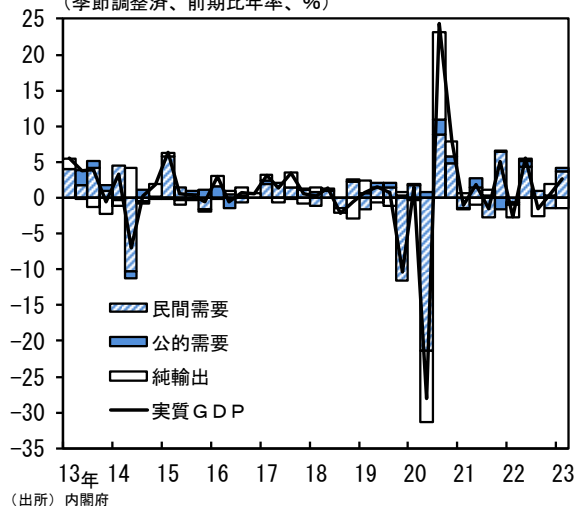
①水準

（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

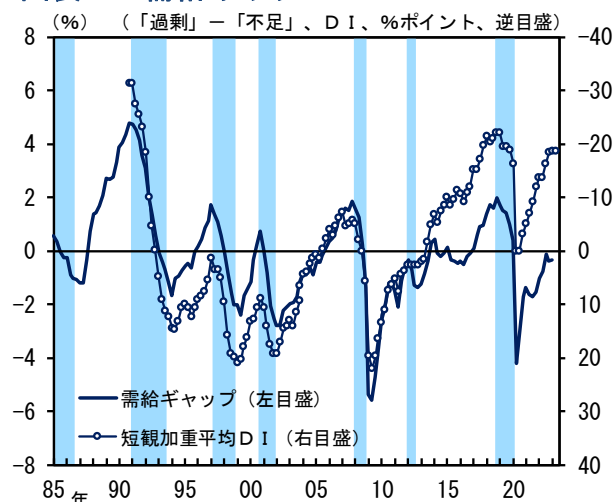
⁵ 7月27、28日開催の政策委員会・金融政策決定会合で決定された「基本的見解」について、その背景を説明するためのものである。

用・所得環境は緩やかに改善しており、名目雇用者所得の増加傾向が徐々にはっきりしてきている。こうしたもとで、個人消費は、物価上昇の影響を受けつつも、緩やかなペースで着実に増加している。このように、海外経済の回復ペース鈍化の影響を受けつつも、企業・家計の両部門で、所得から支出への前向きの循環メカニズムが作用している。

わが国経済の先行きを展望すると、当面は、海外経済の回復ペース鈍化による下押し圧力を受けるものの、ペントアップ需要の顕在化に加え、緩和的な金融環境や政府の経済対策の効果などにも支えられて、緩やかな回復を続けるとみられる⁶。その後は、海外経済が徐々に持ち直していくもと、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、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もとで、経済対策の効果の減衰もあって、見通し期間終盤にかけては、成長ペースは次第に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、いずれの年度も、概ね不変である。

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、就業者数

図表2：需給ギャップ

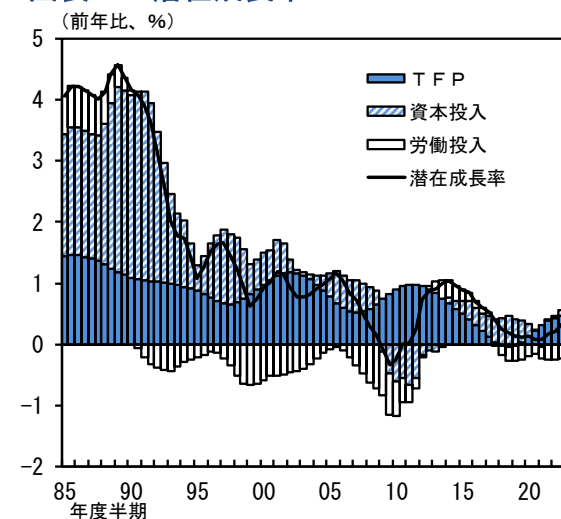


⁶ 政府は、2022年4月に「コロナ禍における「原油価格・物価高騰等総合緊急対策」を、10月に「物価高克服・経済再生実現のための総合経済対策」を、2023年3月に「物価高克服に向けた追加策」を、それぞれ策定した。これらの対策を踏まえた予算の執行は、政府消費や個人消費の押し上げなどを通じて、経済活動を下支えしていくと想定している。

の増加余地は縮小していくものの、①デジタル化の進展やそれに伴う資源配分の効率化、人的資本投資の拡大などを背景に、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を受けて労働時間が減少から下げ止まりに向かい、③資本ストックも伸びを高めていくことから、潜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、感染症の経験や人手不足を背景としたデジタル化の動き、脱炭素化に向けた取り組みの進展などは、経済・産業構造を変化させるとみられるが、それ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、2023年度は、当面、海外経済の回復ペース鈍化の影響が下押し圧力となるものの、ペントアップ需要の顕在化に加え、緩和的な金融環境や経済対策の効果などにも支えられて、景気は緩やかな回復を続けるとみられる。財輸出については、当面、海外経済の回復ペース鈍化の影響を受けつつも、供給制約の影響が和らぐことなどから、横ばい圏内で推移するとみられる。その後は、海外経済が徐々に持ち直していくもとで、次第に増加基調に復していくと考えられる。サービス輸出であるインバウンド需要は、世界的に旅行需要が回復するもとで、増加を続けると見込まれる。設備投資は、

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。

企業収益が全体として改善していくもとで、感染症下で先送りされてきた投資需要の顕在化もあって、増加を続けるとみられる。家計部門では、経済活動の回復を背景に雇用が増加していくとみられる。加えて、労働需給の引き締めや物価上昇を背景に、昨年を大幅に上回る賃金改定率となった今年の春季労使交渉の結果が徐々に反映されていくことで、名目賃金の上昇率も高まっていくことから、名目雇用者所得は、増加を続けると見込まれる。また、当面は政府の経済対策によるエネルギー価格の押し下げ効果が継続することに加え、先行きは既往の輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響も減衰していくことから、物価高による家計の実質所得の下押しも徐々に和らいでいくと考えられる。こうしたもとで、個人消費は、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需要の顕在化に加え、賃金上昇率の高まりなどを背景としたマインドの改善などに支えられて、緩やか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、経済対策の効果は減衰するものの、海外経済が持ち直し、緩和的な金融環境が維持されるもとで、潜在成長率を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で、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、人手不足対応やデジタル関連投資、成長分野・脱炭素関連投資、サプライチェーンの強靱化に向けた投資を含め、増加を続けると考えられる。家計部門では、これまで女性や高齢者の労働参加が相応に進んできたなかで、追加的な労働供給は徐々に見込みにくくなっていくものの、賃金が高

めの伸びを続けるもとで、名目雇用者所得は、着実な増加を続けると見込まれる。こうしたもとで、個人消費は、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ほか、ペントアップ需要も徐々に減衰していくものの、緩やか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で、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ていくと考えられる。

2025年度は、内外需とも増加を続けるものの、ペントアップ需要の一巡などから、成長ペースが幾分鈍化するとみられる。財輸出は、海外経済が成長を続けるもとで、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、人手不足対応や成長分野・脱炭素関連投資などを中心に増加を続けるものの、資本ストックの調整圧力が下押しに働くこともあって、そのペースは幾分鈍化すると考えられる。個人消費は、ペントアップ需要が一巡するものの、賃金上昇に支えられた所得環境の改善が続くもとで、緩やかな増加を続けるとみられる。政府支出は、医療・介護費の趨勢的な増加を受けて、緩やかな増加を続けると考えられる。

1. 2 主要支出項目の動向とその背景

(政府支出)

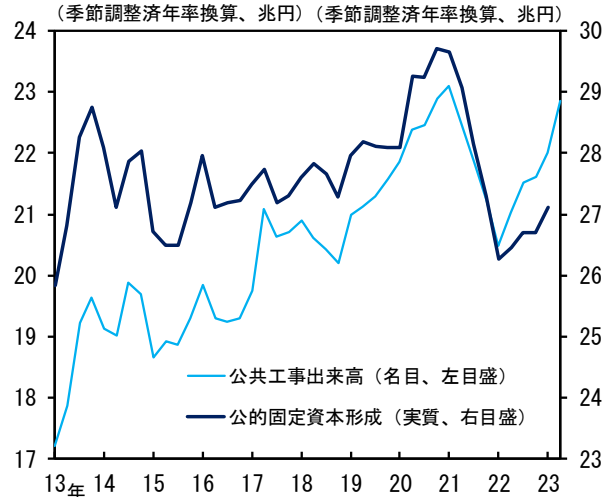
公共投資は、緩やかに増加している（図表4）。一致指標である公共工事出来高は、政府の経済対策に基づく国土強靱化関連工事等が進捗するもと、足もとでは大型案件の影響もあって、増加している。先行指標である公共工事請負金額および公共工事受注高は、大型案件の集中などから大きめに増加したあと、幾分減少している。

先行きの公共投資は、大型案件の影響もあって、当面、緩やかな増加を続けるとみられる⁷。その後は、こうした影響が徐々に剥落しつつも、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予想される。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減少を反映して、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)

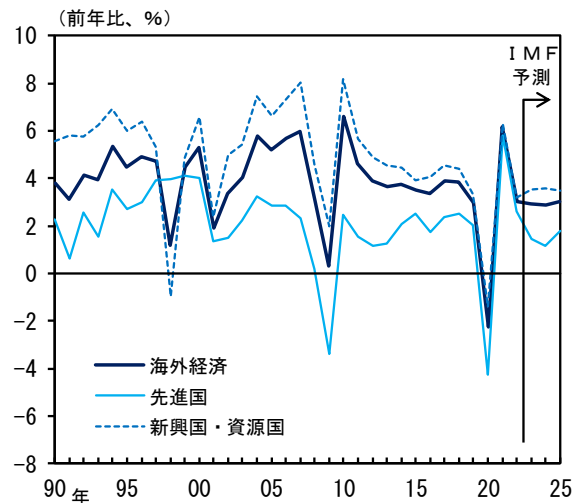
海外経済は、回復ペースが鈍化している（図表5）。やや詳しくみると、米国経済は、利上げの継続を受けて、減速傾向が続いているものの、個人消費は、サービスを中心になお底堅さがみられている。欧州経済は、ひと頃に比べてエネルギー供給懸念は緩和しているものの、ウクライナ情勢の影響が続くもとで、緩やかな減速が続いている。中国経済は、経済活動の正常化が進むもとで、サ

図表4：公共投資



(出所) 内閣府、国土交通省
(注) 2023/20は、4~5月の値。

図表5：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。2023年以降はIMF予測(2023/4月および7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。

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15兆円程度を目的)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。

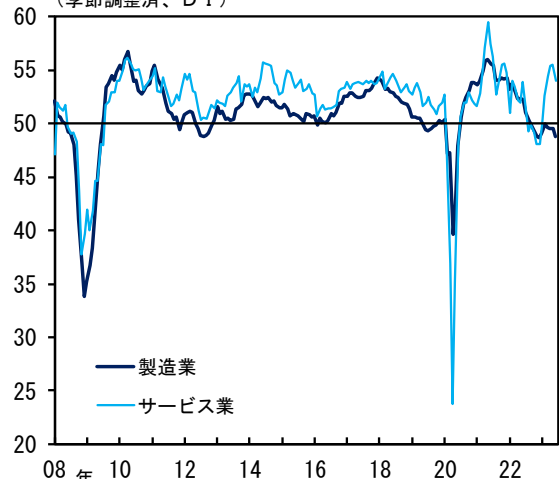
ービス消費が底堅く推移しているものの、外需の減速や不動産市場の調整の影響などから、持ち直しのペースは鈍化している。中国以外の新興国・資源国経済は、内需の緩やかな改善が続いているものの、IT関連財を中心に輸出が減速しており、総じてみれば改善ペースが鈍化している。このうち、わが国経済とつながりの深いアジア地域をみると、ASEAN経済は内需を中心に改善が続いているものの、NIEs経済はIT関連財を中心に輸出が減速するなか、内需の改善ペースが鈍化している。以上の世界経済の現状をグローバルPMIでみると、サービス業は経済活動再開後のペントアップ需要が残るもとで改善・悪化の分岐点となる50を上回っているが、製造業は50近傍の動きとなっている(図表6)。世界貿易量を見ると、各国・地域の景気の回復ペース鈍化やIT関連財の在庫調整の影響に加え、暖冬により天然ガス在庫が高水準となっている欧州でのエネルギー輸入減少もあって、減少している(図表7)。

先行きの海外経済については、グローバルなインフレ圧力が残存し、各国中央銀行による利上げの影響が続くなか、当面、回復ペースが鈍化した状態が続くとみられる。地域別にみると、米国や欧州の経済は、減速傾向が続くと見込まれる。一方、中国経済は雇用・所得面や不動産市場における調整圧力を残しつつも、政策面の下支えもあって、持ち直しの動きが続くとみられる。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、改善ペースの鈍化が続くと考えられる。

その後は、既往の資源高の影響が剥落し、各国中央銀行による利上げの効果もあってインフレ率が低下していくもとで、海外経済は徐々に持ち直

図表6：グローバルPMI

(季節調整済、DI)

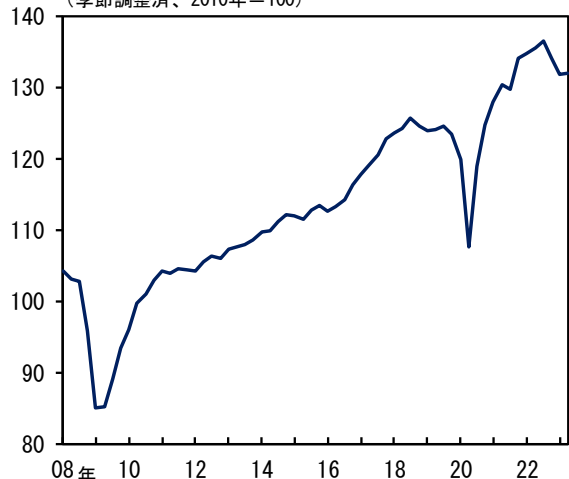


(出所) Copyright © 2023 by S&P Global Market Intelligence, a division of S&P Global Inc. All rights reserved.

(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

(季節調整済、2010年=100)



(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。2023/20は、4~5月の値。

図表8：実効為替レート

(2020年=100)



(出所) BIS

(注) 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。

していくとみられる⁸。

（輸出入）

輸出は、海外経済の回復ペース鈍化の影響を受けつつも、供給制約の影響の緩和に支えられて、横ばい圏内の動きとなっている（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、自動車関連を中心に増加基調にある。新興国向けは、中国向けでは、現地の経済活動の正常化が進むもとで下げ止まっている。NIEs・ASEAN等向けでは、グローバルなIT関連財需要の弱さを背景に、弱めの動きとなっている。財別にみると（図表11）、自動車関連は、車載向け半導体の供給制約緩和が徐々に明確化しているもとで、一部先における生産トラブルの影響の解消もあって、はっきりと増加している。資本財は、高水準の受注残が下支え要因として作用しているものの、大手半導体メーカーの設備投資先送りを受けた半導体製造装置の減少などを受けて、ひと頃と比べて低めの水準で推移している。情報関連は、車載向けは堅調であるものの、スマートフォンやパソコン向けを中心とした半導体等電子部品での調整圧力が継続するもとで、弱めの動きとなっている。中間財も、グローバルなIT関連財需要の弱さを背景に、弱めの動きが続いている。

先行きの輸出は、当面、海外経済の回復ペース鈍化の影響を受けつつも、供給制約の影響が和らぐことなどから、横ばい圏内で推移するとみられる。その後は、海外経済が徐々に持ち直していくもとで、増加基調に復していくと見込まれる。

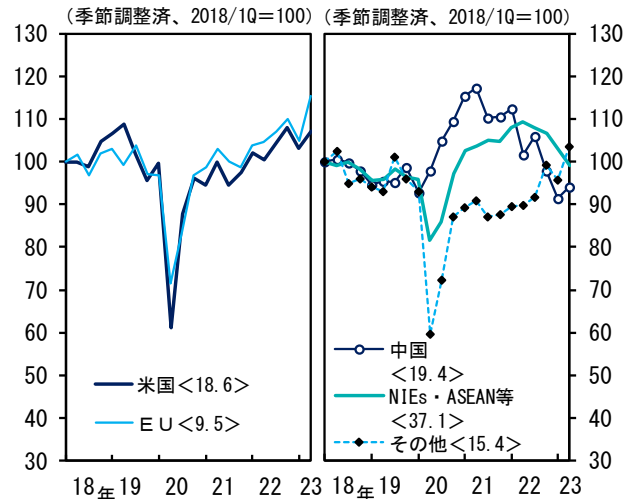
輸入は、ワクチン購入等に伴う振れを伴いつつ

図表9：実質輸出入



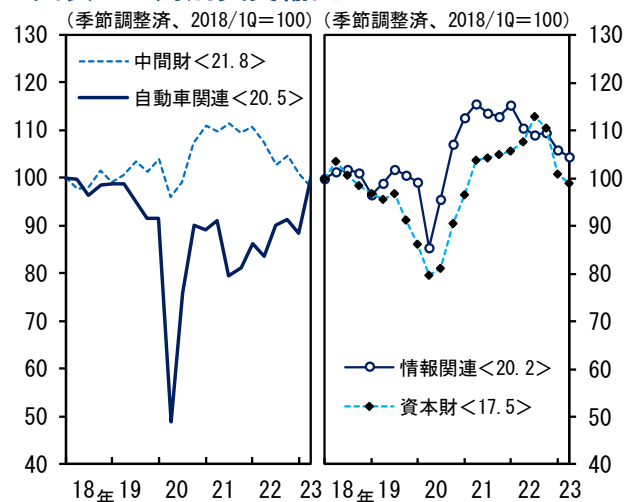
（出所）日本銀行、財務省、内閣府
（注）日本銀行スタッフ算出。

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、2022年通関輸出額に占める各国・地域のウエイト。
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、2022年通関輸出額に占める各財のウエイト。

⁸ BOX 1では、海外経済の回復ペースを巡る不確実性について整理している。

も、均してみれば横ばい圏内で推移している（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。

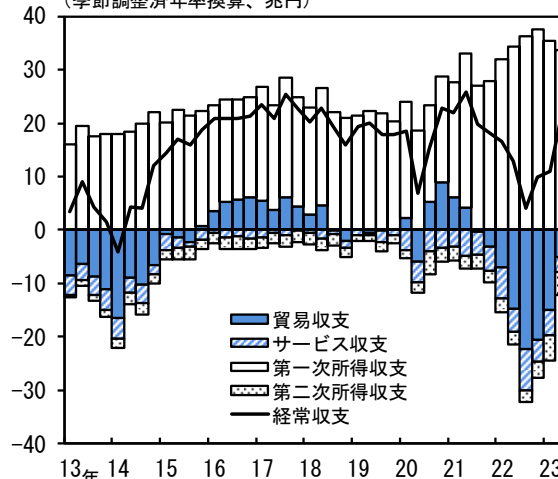
（対外収支）

名目経常収支は、改善傾向にある（図表 12）。貿易収支は、輸入物価下落等を背景に、赤字幅がはっきりと縮小している。サービス収支は、インバウンド需要の増加から旅行収支が改善傾向にある（図表 13）もとで、デジタル関連の支払が一時的な要因もあって幾分減少していることから、足もとでは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、第一次所得収支が緩やかに黒字幅を拡大していくもとで、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増加に伴ってサービス収支も改善していくことから、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ると、わが国経済全体の貯蓄超過幅は、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 14）。

図表12：経常収支

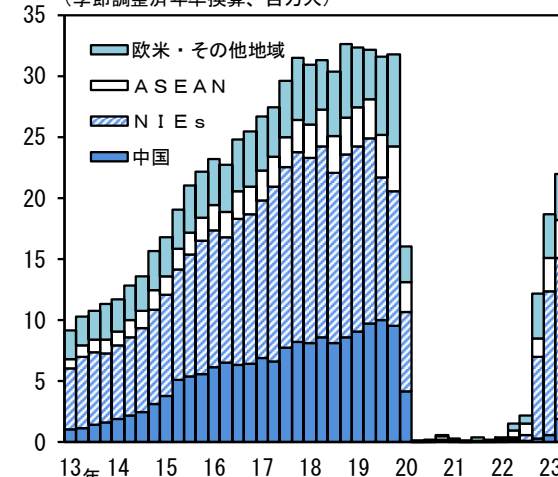
（季節調整済年率換算、兆円）



（出所）財務省・日本銀行
（注）2023/20は、4～5月の値。

図表13：入国者数

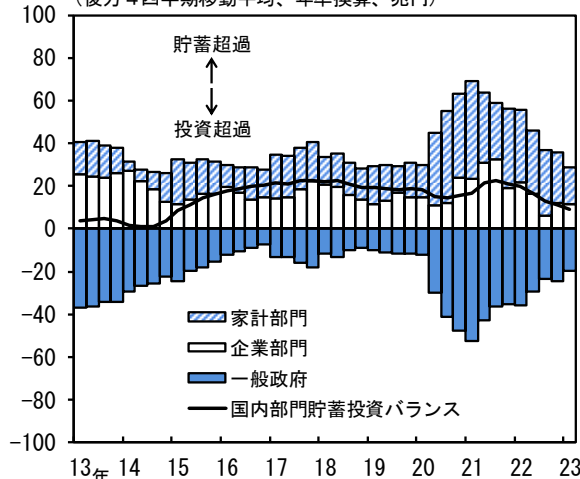
（季節調整済年率換算、百万人）



（出所）日本政府観光局（JNTO）
（注）欧米・その他地域は、季節調整誤差を含む。

図表14：貯蓄投資バランス

（後方4四半期移動平均、年率換算、兆円）



（出所）日本銀行

（鉱工業生産）

鉱工業生産は、海外経済の回復ペース鈍化の影響を受けつつも、供給制約の影響の緩和に支えられて、横ばい圏内の動きとなっている（図表 15）。主な業種についてみると、「輸送機械」は、車載向け半導体の供給制約緩和が徐々に明確化しているもとで、一部先における生産トラブルの影響の解消もあって、はっきりと増加している。「電気・情報通信機械」は、車載向けを中心に増加基調にある。一方、「はん用・生産用・業務用機械」は、高水準の受注残が下支え要因として作用しているものの、半導体製造装置の減少を主因に、ひと頃と比べて低めの水準で推移している。「電子部品・デバイス」は、均してみれば、弱めの動きが続いている。「化学（除く医薬品）」も、グローバルなIT関連財需要の弱さなどを受けて、弱めの動きとなっている。

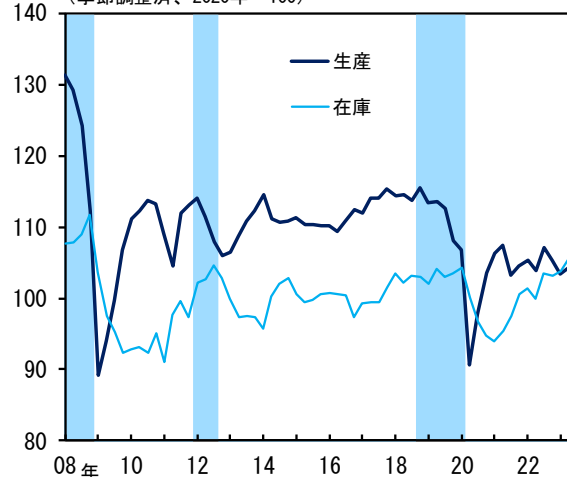
先行きの鉱工業生産は、当面、海外経済の回復ペース鈍化の影響を受けつつも、供給制約の影響が和らぐことなどから、横ばい圏内で推移するとみられる。その後は、海外経済が徐々に持ち直していくもとで、増加基調に復していくと見込まれる。

（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、2023年1～3月は、非製造業を中心に、経済活動の回復や販売価格引き上げなどを受けて、増益となった（図表 16）。業種別・規模別の経常利益をみると、製造業については、大企業は、営業利益段階では小幅の減益となったものの、営業外収益が、為替差損等が発生した前期から改善したことを映じて、小幅の増益となった。中堅

図表 15： 鉱工業生産

（季節調整済、2020年＝100）

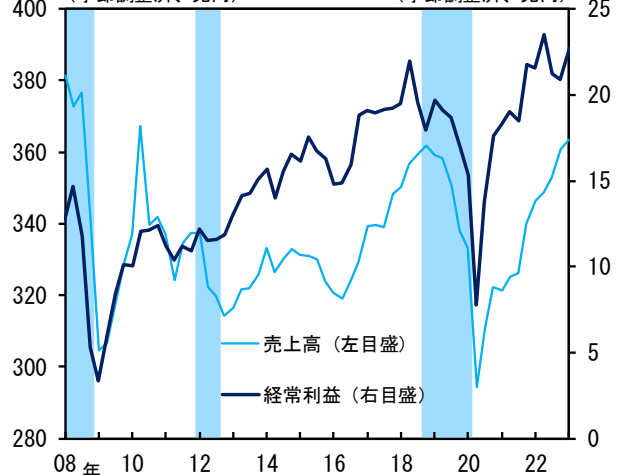


（出所）経済産業省
（注）1. シャドー部分は、景気後退局面。
2. 生産の2023/2Qは、4～5月の値。在庫の2023/2Qは、5月の値。

図表 16： 企業収益関連指標

①売上高と経常利益

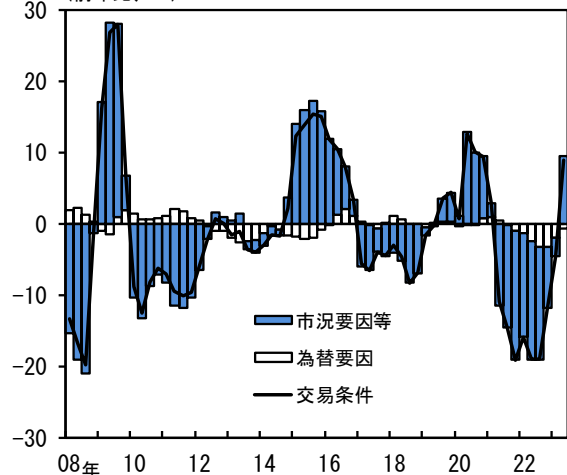
（季節調整済、兆円）



（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. シャドー部分は、景気後退局面。

②交易条件の要因分解

（前年比、%）



（出所）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。
2. 交易条件＝輸出物価指数（円ベース）÷輸入物価指数（円ベース）

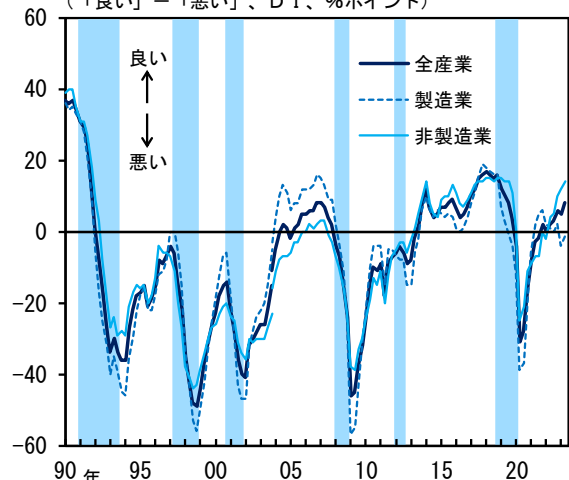
中小企業は、グローバルな I T 関連財需要の弱さの影響が様々な業種にみられたことを主因に、減益となった。非製造業については、大企業は、海運市況の下落を受けて海運が減益となったものの、燃料価格の下落を受けて電気・ガスが大幅な増益となったことなどから、増益となった。中堅中小企業は、経済活動の回復が続くもとの、価格転嫁の進展もあって、サービス業（飲食サービス等）が増益となったことなどから、増益を続けた。

企業の業況感は、緩やかに改善している。短観の業況判断 D I（全規模ベース）をみると、6 月は、非製造業が改善を続けたほか、製造業も改善に転じた（図表 17）。製造業では、海外経済の回復ペース鈍化や I T 関連財の調整圧力は引き続き意識されているものの、供給制約の影響緩和や原材料コスト高の一服、価格転嫁の進展から、大企業を中心に改善した。改善している業種をみると、①車載向け半導体の供給制約緩和から輸送用機械が改善したほか、②原材料コスト高の一服が素材業種を押し上げ、③価格転嫁の進展も、食料品や紙・パルプなど、幅広い業種を押し上げた。一方、化学（大企業）や電気機械等は、海外経済の回復ペース鈍化や I T 関連財の調整圧力の継続等を受けて悪化した。非製造業は、感染症の影響緩和に伴う経済活動の回復や、価格転嫁の進展から、個人消費関連業種を中心に改善を続けた。なかでも、宿泊・飲食サービスは、インバウンド需要の増加も相まって、大幅に改善した。

企業収益の先行きを展望すると、当面、経済活動の回復が続くなか、既往の原材料コスト高の影響の減衰や価格転嫁の進展もあって、全体として高水準を維持すると見込まれる。その後は、内外需要が増加し、原材料コスト高による下押し圧力も引き続き和らいでいくことから、改善基調をた

図表17：業況判断

（「良い」－「悪い」、D I、%ポイント）



（出所）日本銀行

（注）1. 短観の業況判断 D I（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. シェード部分は、景気後退局面。

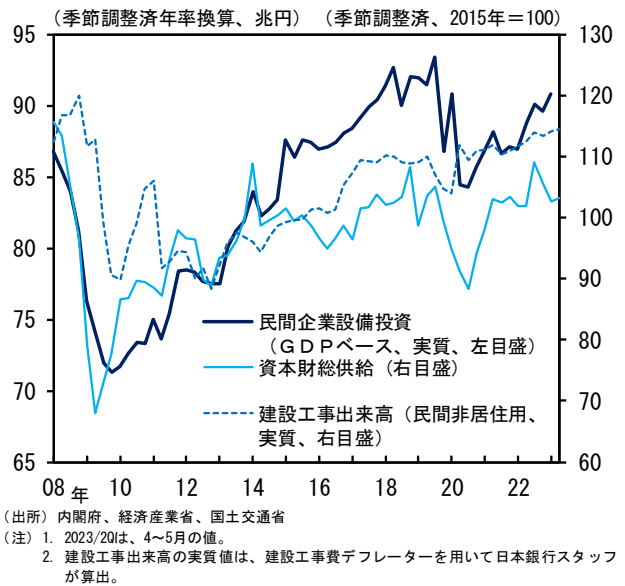
どると予想される。

(設備投資)

設備投資は、緩やかに増加している(図表 18)。機械投資の一致指標である資本財総供給は、半導体製造装置が急増した昨年半ばからは水準を切り下げているものの、供給制約の影響が和らぐもとの、デジタル関連・省力化関連等に牽引されて増加基調にある。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、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な増加基調にある。

機械投資の先行指標である機械受注は、このところ、高水準で横ばい圏内の動きとなっている(図表 19)。業種別にみると、製造業では、自動車やはん用・生産用・業務用機械が増加基調にあるほか、半導体メモリの生産調整等を受けて減少傾向をたどってきた電気機械も下げ止まりつつあるものの、昨年来続いてきた一部業種における大型案件の剥落が下押し方向に作用している。非製造業は、大型案件による振れを伴いつつも、デジタル関連・省力化関連が増加基調をたどっているほか、運輸等において感染症下で先送りされていた案件の発注もみられている。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。6月短観における設備投資計画をみると(図表 20)、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+7.6%と、大幅なプラスで着地した。2023年度も、同+12.3%と、製造業・非製造業ともに、はっきりとした増加を続ける計画となっている。

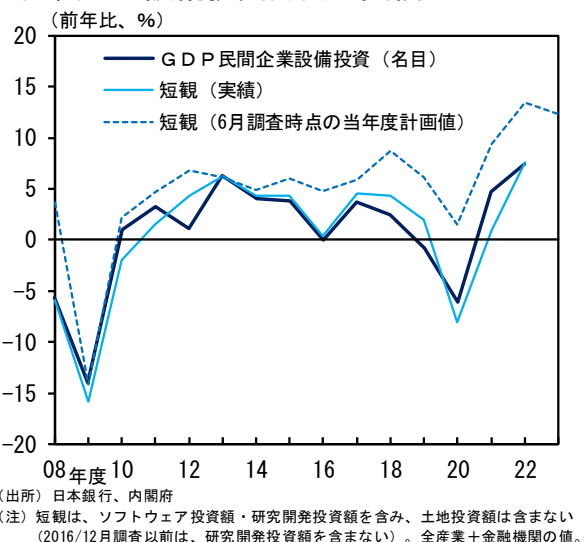
図表18：設備投資一致指標



図表19：設備投資先行指標



図表20：設備投資計画と実績



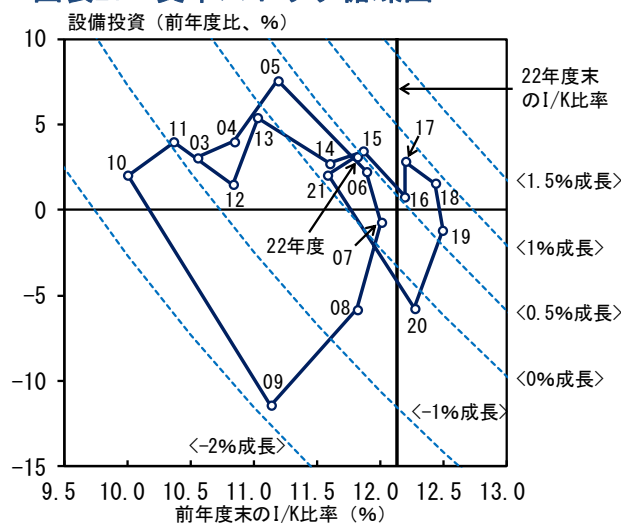
先行きの設備投資は、企業収益が改善していくもとで、緩和的な金融環境などを背景に、増加を続けると予想される。見通し期間終盤にかけては、資本ストックの蓄積に伴う循環的な調整圧力を受けて減速しつつも、景気循環とは独立した投資の増加もあって、増加を続けると見込まれる（図表21）。見通し期間を通じてみた具体的な投資案件としては、①内外需の増加に誘発された投資に加えて、②人手不足対応の省力化・効率化投資や、事業活動のデジタル化に向けた情報関連投資、③Eコマース拡大に伴う物流施設の建設投資、再開発によるオフィスや商業施設の建設投資、④成長分野や、脱炭素化など環境対応の投資、⑤政府支援も背景とした、サプライチ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。

（雇用・所得環境）

雇用・所得環境は、緩やかに改善している。

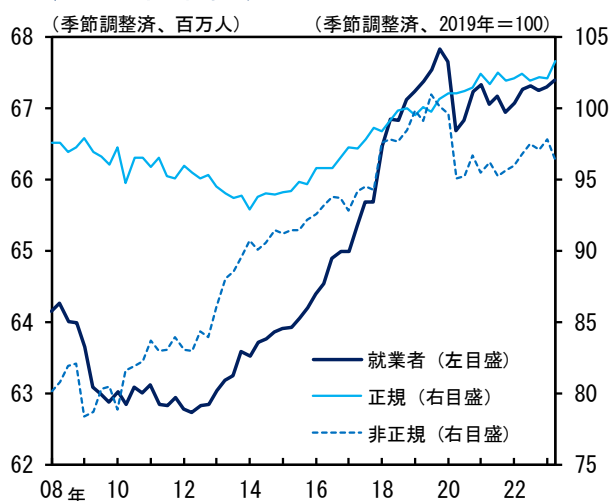
就業者数をみると、正規雇用は、人手不足感の強い医療・福祉や情報通信等を中心に緩やかに増加している（図表22）。非正規雇用は、均してみれば、対面型サービス業などを中心に緩やかな増加傾向にある。一人当たり労働時間は、平日数による振れを均せば、横ばい圏内で推移している。労働需給面をみると、失業率は、2%台半ばとなっている（図表23）。有効求人倍率は、このところ横ばい圏内の動きとなっている（図表24）。これには、生産が一時的に減少した製造業等の求人が弱めの動きになっていることに加え、感染症の影響緩和や労働市場の改善に伴う転職活動の活発化等を受けて求職者数が増加していることも影響している。この間、労働力率は、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23）。

図表21：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。

図表22：就業者数



(出所) 総務省
 (注) 2012年以前の正規、非正規は、詳細集計ベース。2023/2Qは、4～5月の値。

図表23：失業率と労働力率



(出所) 総務省

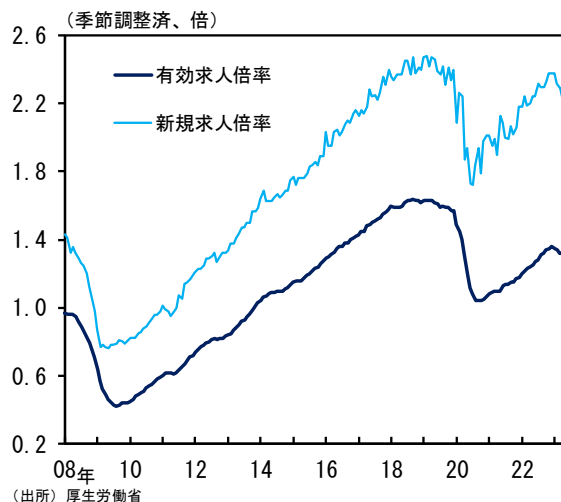
先行きの雇用者数については、医療・福祉、情報通信、建設などの人手不足業種を中心に正規雇用の増加が続くほか、個人消費が緩やかに増加し、インバウンド需要も増加を続けるもとで、対面型サービス業などにおける非正規雇用の増加も続く予想される。ただし、これまで女性や高齢者の労働参加が相応に進んできたなかで、人口動態の変化も反映して労働供給が増えにくくなることもあって、雇用者数の増加ペースは鈍化していくとみられる。こうしたもとで、先行きの失業率は、経済活動の回復を背景に、緩やかな低下傾向をたどると考えられる。

賃金面をみると、一人当たり名目賃金は、経済活動の回復を反映して、緩やかに増加している(図表 25)⁹。所定内給与は、緩やかな増加を続けている(図表 26)。内訳をみると、一般労働者の所定内給与は、昨年を大きく上回る賃金改定率で着地した春季労使交渉の結果が徐々に反映され始めていることから、前年比では2%程度に伸びを高めている。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で、足もとでは2%台前半となっている。所定外給与は、経済活動の回復を反映して増加を続けている。特別給与は、幅広い業種・企業規模で大幅な増加が続いている。これには、企業業績の改善に加え、一部企業における物価上昇を受けた一時金(いわゆる「インフレ手当」)の支給も、影響しているとみられる。

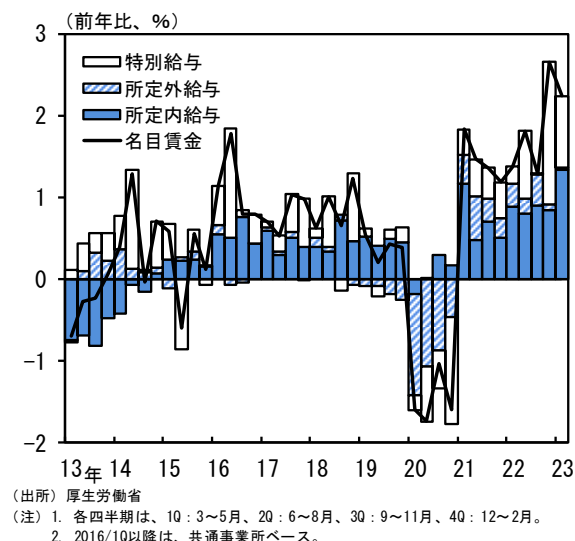
先行きの賃金動向を展望すると、所定内給与は、今春の労使交渉の結果が反映される形で、夏場にかけて、さらに伸び率を高めるとみられる。その後、労働需給が引き締まった状態が続くもとで、物価上昇も反映する形で、しっかりとした増加が

⁹ 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。

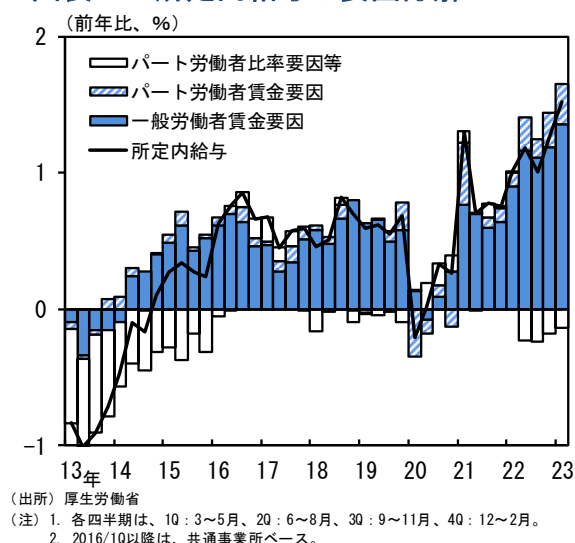
図表24：求人倍率



図表25：名目賃金



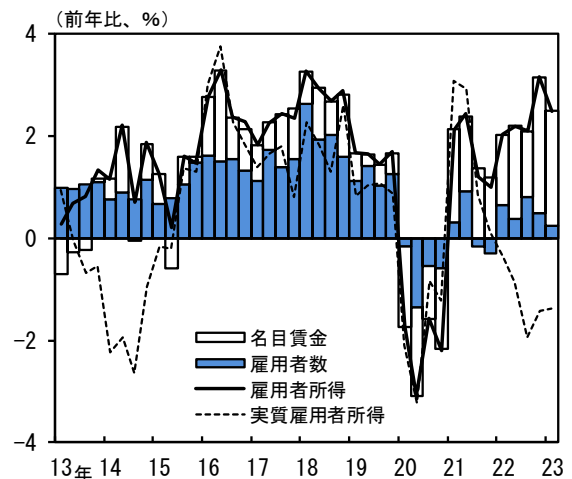
図表26：所定内給与の要因分解



続くと考えられる。所定外給与は、経済活動の回復を反映して緩やかに増加していくとみられる。特別給与は、企業収益が改善傾向をたどるもとで、高めの伸び率が続くと予想される。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。

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(図表 27)。実質ベースでは、物価上昇を反映して前年比でマイナスが続いているが、物価上昇率の低下と名目所得の改善が相まって、このところマイナス幅が幾分縮小している。先行きの名目雇用者所得は、名目賃金の伸び率上昇を反映して、はっきりとした増加を続けると考えられる。こうしたもとで、物価上昇率の低下もあって、実質ベースでもマイナス幅は縮小傾向をたどり、次第にプラスに転化していくと見込まれる。

図表27：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、物価上昇の影響を受けつつも、緩やかなペースで着実に増加している。

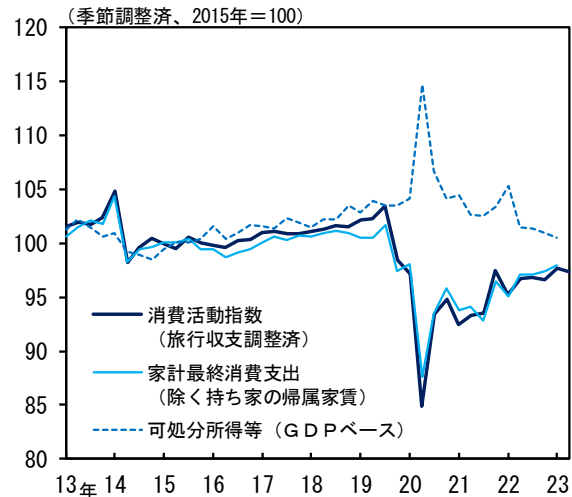
わが国の消費活動を包括的に捉える観点から、各種の販売・供給統計を合成した消費活動指数(旅行収支調整済)¹⁰をみると、2023年1～3月に大きめに増加したあと、4～5月の1～3月対比は横ばいとなっている(図表28、29)。その後の個人消費の動向について、各種の高頻度データや業界統計、企業からのヒアリング情報などから窺うと(図表30)、物価上昇の影響を受けつつも、新型コロナウイルスの感染症法上の位置付けが「5類」に移行したもとの、ペントアップ需要の顕在化に加え、春季労使交渉等も踏まえたマインドの改善にも支えられて、緩やかな増加傾向を続けているとみられる。

形態別にみると、耐久財消費は、供給制約の緩和などを背景に持ち直している(図表29)。乗用車の新車販売台数は、車載向け半導体の供給制約緩和が徐々に明確化しているもとの、大幅に増加している。家電販売額は、スマートフォンやテレビの弱さが続いているが、足もとでは、気温上昇を受けて、エアコン販売が押し上げに作用している模様である。非耐久財消費は、物価高の影響もあって、飲食料品や衣料品などに弱めの動きがみられている。

サービス消費は、ペントアップ需要が顕在化する形で、緩やかに増加している(図表29、30、31)。外食は、価格上昇の影響を受けつつも、回復が遅れていた居酒屋を含めた幅広い業態で来店客数が増加しており、全体として緩やかな増加基調

¹⁰ 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。

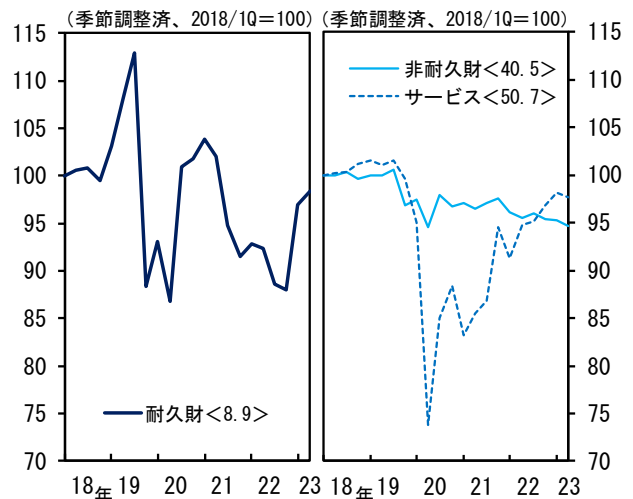
図表28：実質個人消費



(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)。2023/20iは、4～5月の値。
2. 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。

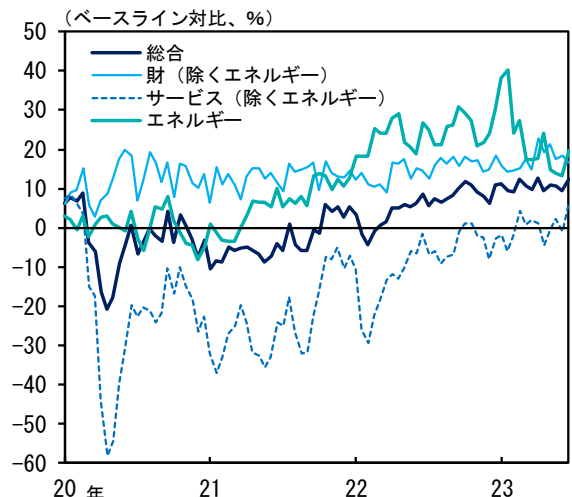
図表29：消費活動指数(実質)



(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。2023/20iは、4～5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30：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。ベースラインは、2016～2018年度の当該半月の平均。
2. 総合とサービスは、通信を除く。エネルギーは、燃料小売業および電気・ガス・熱供給・水道業。日本銀行スタッフ算出。

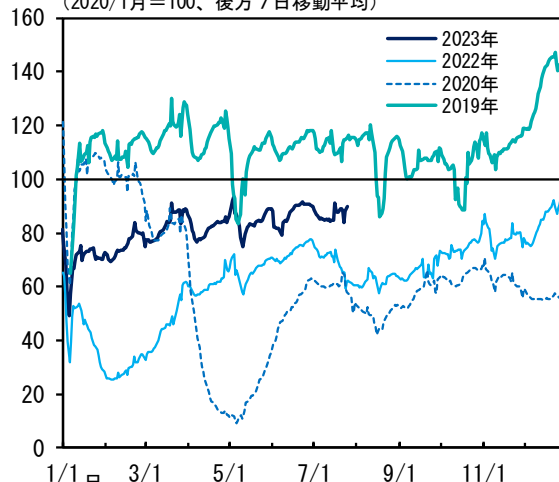
にある。国内旅行は、感染症下で低水準となっていた遠距離旅行の需要もはっきりと回復するなど、全国旅行支援の効果が減衰するもとも、増加傾向をたどっており、夏休みの旅行需要も好調との声が聞かれている。海外旅行は、なお低水準であるが、緩やかな増加を続けている。

個人消費関連のマインド指標をみると（図表32）、消費者態度指数は、「雇用環境」や「収入の増え方」の改善などを背景に、改善している。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DI（家計動向関連）は、物価上昇の影響への懸念が下押しに寄与しているものの、ペントアップ需要の顕在化や、インバウンド需要の増加などを受けて、改善方向の動きが続いている。

先行きの個人消費は、物価上昇の影響を受けつつも、名目雇用者所得の改善が続くもとの、行動制限下で積み上がった貯蓄にも支えられて、緩やかな増加を続けると予想される。政府によるガソリン・電気・ガス代の負担緩和策や低所得層への給付等も、個人消費を下支えすると考えられる。見通し期間の中盤以降は、ペントアップ需要は減衰していくものの、雇用者所得の改善が続くもとの、緩やかな増加を続けると考えられる。先行きの消費性向は、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を幾分上回る水準まで高まったあと、見通し期間の中盤以降は、徐々に感染症拡大前の平均的な水準に戻っていくと想定している（図表33）。

図表31：全国の繁華街における人出

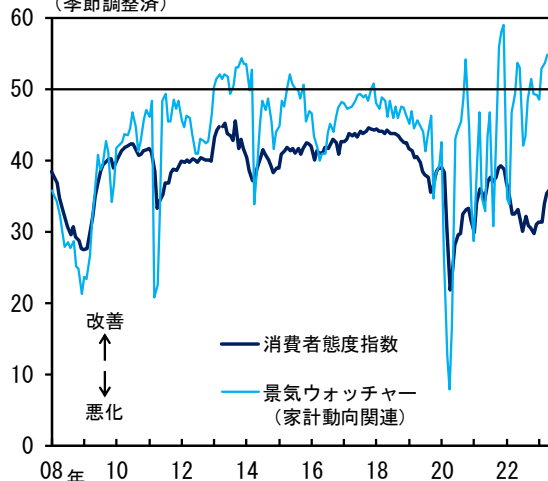
(2020/1月=100、後方7日移動平均)



(出所) Agoop
 (注) 1. 全国の主要繁華街（53地点）における21時と翌4時の滞在人口の差。
 2. 直近値は、7/19～25日の平均値。

図表32：個人消費関連のマインド指標

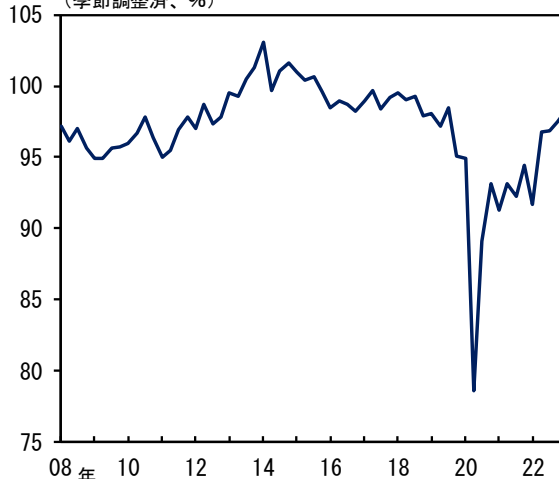
(季節調整済)



(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33：平均消費性向

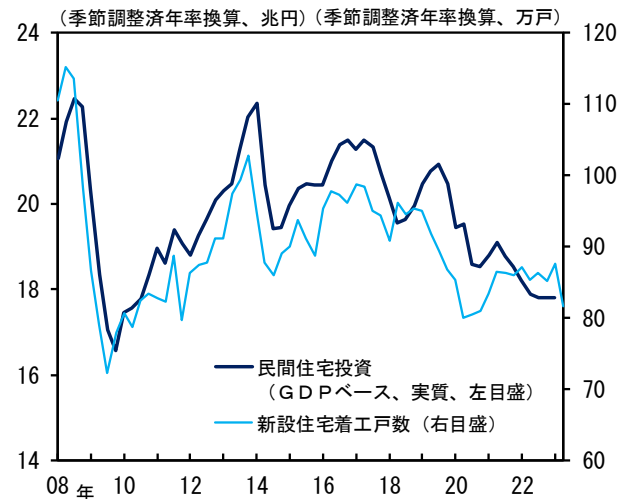
(季節調整済、%)



(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。

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 34）。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減少傾向をたどっている。先行きの住宅投資は、緩やかな金融環境が下支えとなるものの、住宅価格の上昇や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34：住宅投資



(出所) 内閣府、国土交通省
 (注) 2023/2Qは、4～5月の値。

2. 物価の現状と見通し

(物価の現状)

物価の現状についてみると、国内企業物価（夏季電力料金調整後）の前期比は、既往の資源高の影響が徐々に和らぐもとで、下落している（図表35）。企業向けサービス価格（除く国際運輸）の前期比は、経済活動の回復や人件費上昇等を背景に伸び率を高め、足もとでは2%程度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、政府の経済対策によるエネルギー価格の押し下げ効果などによって、ひと頃に比べればプラス幅を縮小しているものの、既往の輸入物価上昇を起点とする価格転嫁の影響から、足もとは3%前半となっている（図表36）。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、原材料コスト上昇等の価格転嫁が続くもとで、高めのプラスが継続している（図表37）¹¹。

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、財は、コスト転嫁の動きが幅広い品目で継続するもとで、プラス幅を小幅ながら拡大している。内訳をみると、耐久財や農水畜産物ではプラス幅が緩やかに縮小している一方、食料品や日用品ではプラス幅の拡大傾向が続いている。一般サービスは、外食や家事関連サービス（住居工事等）ではプラス幅が幾分縮小している一方、宿泊料などではプラス幅の拡大傾向が続いており、全体では、緩やかに伸び率を高めている。公共料金では、火災・地震保険料の

¹¹ 「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35：物価関連指標

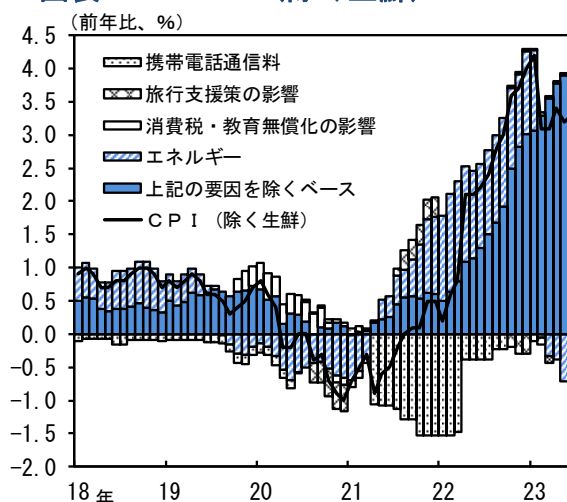
	(前年比、%)			
	22/3Q	22/4Q	23/1Q	23/2Q
消費者物価指数（CPI）				
除く生鮮	2.7	3.7	3.5	3.3
一時的な要因を除く	3.1	4.1	3.6	3.3
除く生鮮・エネルギー	1.5	2.8	3.5	4.2
一時的な要因を除く	1.9	3.1	3.6	4.3
国内企業物価指数（前期比）	1.8	2.9	0.6	-0.3
企業向けサービス価格指数	1.4	1.3	1.7	1.9
GDPデフレーター	-0.4	1.2	2.0	
内需デフレーター	3.2	3.4	2.8	

(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。

図表36：CPI（除く生鮮）

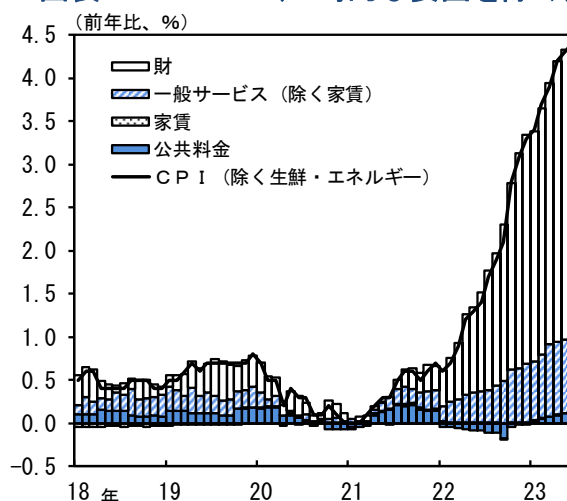


(出所) 総務省

(注) 1. エネルギーは、石油製品・電気代・都市ガス代。

2. 2020/4月以降の消費税率引き上げ・教育無償化政策の影響は、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37：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。

引き上げや鉄道料金等の値上げを反映して、プラス幅の緩やかな拡大傾向が続いている。

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38)^{12, 13}、刈込平均値は、このところ3%程度で推移している。一部品目の動きに左右されにくい加重中央値は、1%台半ばとなっている。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むもとで、「上昇」超幅は高水準で推移している(図表39)。

この間、内需デフレーターの前年比は、2%台後半のプラスとなっている(図表35)。内訳をみると、個人消費デフレーターは、前年比で3%程度のプラスとなっている。設備投資等のデフレーターは、幾分鈍化しつつも、高水準の伸びを続けている。GDPデフレーターの前年比は、内需デフレーターが幾分鈍化しつつも高めの伸びを続けるもとで、原油価格などの動きを反映して輸入デフレーターの上昇ペースが鈍化していることから、足もとでは前年比で2%程度となっている。

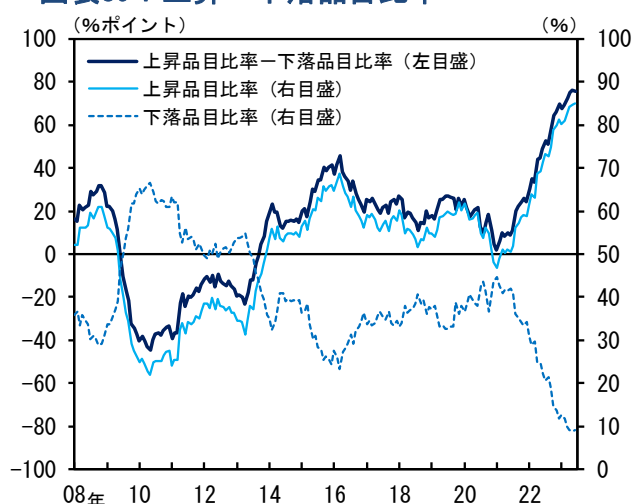
図表38：各種コアインフレ率指標



(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39：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。

¹² 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。

¹³ 最頻値については、ここでは、その時々で観察される品目別価格変動分布に対し、正規逆ガウス分布を用いて、統計的に当てはまりのよい分布をパラメトリックに推計したうえで、その推計された分布の最も密度の高い価格変化率と定義している。もっとも、足もとでは、観察される品目別価格変動分布のばらつきが拡大するもとで、正規逆ガウス分布の当てはまりは悪化している。そのため、ここでの最頻値の推計値は、相応の幅をもってみる必要がある。

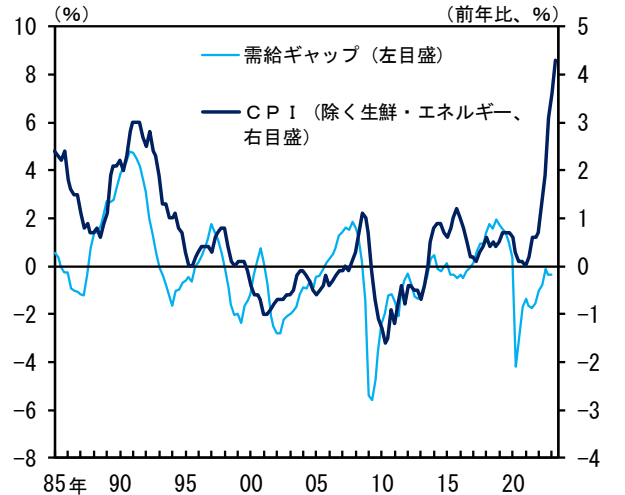
（物価を取り巻く環境）

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、今年度半ば頃にはプラスに転じ、その後は、徐々にペースを鈍化させつつも、プラス幅の緩やかな拡大が続くと予想される（図表2、40）。

第2に、中長期的な予想物価上昇率は、再び上昇の動きがみられている（図表41）。短観の販売価格判断DIは高水準となっている（図表42）。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。また、今年の春季労使交渉は、前述のとおり、ベースアップを含め、昨年を大きく上回る賃金改定率となった。適合的予想形成の強いわが国において、これまで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てきており、企業の賃金・価格設定行動には変化の兆しがみられている。先行きについては、需給ギャップが改善し、企業の賃金・価格設定行動や労使間の賃金交渉が変化していくもと、見通し期間終盤にかけて予想物価上昇率が緩やかに上昇していくことで、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、グローバルな景気回復ペースの鈍化もあって原油価格等がひと頃に比べると低めの水準で推移していることなどを反映して、足もとでは前年比マイナスとなっている（図表43、44）。最終需要・中間需要物価指数（FD-I D指数）をみると、輸入財価格の下落が波及する形で、川上に位置する「I D指数（ステージ1～2）」は下落傾向にある。また、川中から川下に位置する「I D指数（ステージ3～4）」でも、川上からのコストプッシュ圧力の減衰を受けて、横ばい圏内

図表40：CPIと需給ギャップ



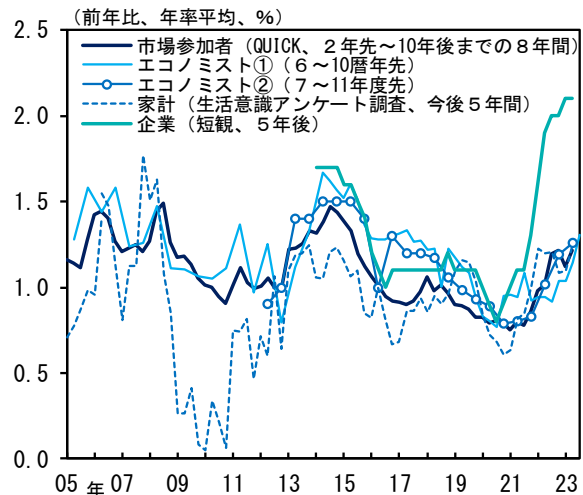
（出所）総務省、日本銀行

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

2. 需給ギャップは、日本銀行スタッフによる推計値。

図表41：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ソ・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）。

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。

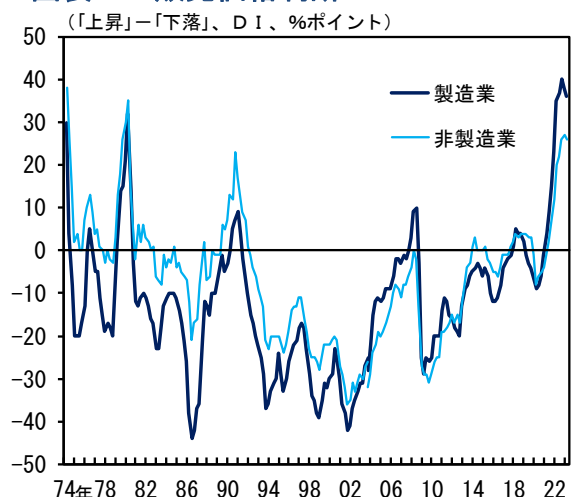
の動きとなっている（図表 45）。こうした動きを踏まえると、先行き、既往の輸入物価上昇を起点とした消費者物価の押し上げ圧力は徐々に減衰していくことが想定される¹⁴。

この間、エネルギー価格（ガソリン・電気代等）の前年比は、電力各社による規制料金の引き上げが押し上げに作用しているものの、このところの商品市況の動向や、政府による電気・ガス代の負担緩和策および再生可能エネルギー発電促進賦課金の改定が押し下げに作用していることから、マイナス幅が拡大傾向にある¹⁵。当面のエネルギー価格は、燃料油補助金の段階的な縮小が押し上げ方向に作用するものの、電気・ガス代の負担緩和策が引き続き押し下げ方向に作用するほか、既往の商品市況下落の影響がラグをもって電気・ガス代に反映されていくことから、今年度半ばにかけては前年比マイナス幅が緩やかに拡大していくと見込まれる。その後は、政府による電気・ガス代の負担緩和策が徐々に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を主因に前年比プラスに転じ、プラス幅ははっきりと拡大する可能性が高い。それ以降は、こうした反動の影響の一巡からプラス幅を急速に縮小したあと、先物市場の動向を踏まえると、見通し期間の終盤にかけて小幅のマイナスを続けると想定される。

¹⁴ BOX 2 では、輸入物価上昇を起点としたコスト上昇圧力の現状と先行きの論点を整理している。また、BOX 3 では、日米欧の物価動向を比較している。

¹⁵ エネルギーに関する政府の経済対策をみると、燃料油補助金については、ガソリン価格が基準価格（168 円）を超えている間、石油元売・輸入事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が導入されている。政府は、同補助金について、2023 年 6 月以降、補助額 25 円以下の部分への補助率を段階的に引き下げ、同年 9 月末に終了することとしている。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、1 kWh あたり 7 円（標準的な世帯で 2 割程度の引き下げ）、10 月分は同 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。

図表 42：販売価格判断



（出所）日本銀行
（注）短線の販売価格判断 D I。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 43：国際商品市況



（出所）日本経済新聞社、Bloomberg

図表 44：輸入物価指数



（出所）日本銀行

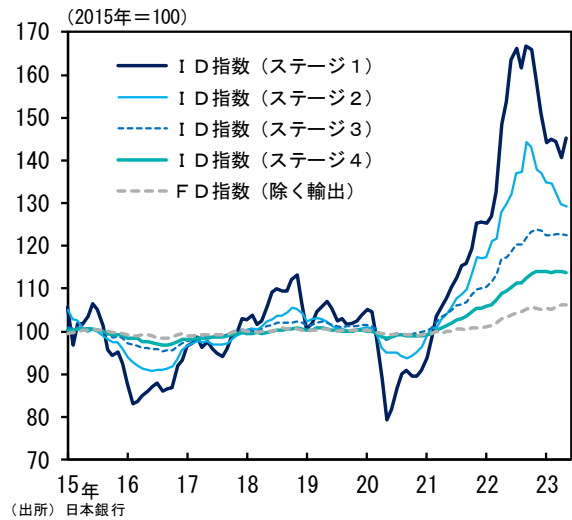
（物価の先行き）

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、既往の輸入物価上昇を起点としたコスト上昇の影響が徐々に減衰していくもとの、いったんプラス幅を縮小していくと考えられる。その後、見通し期間の終盤にかけて、マクロ的な需給ギャップが改善を続け、企業の賃金・価格設定行動などの変化を伴う形で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46）。

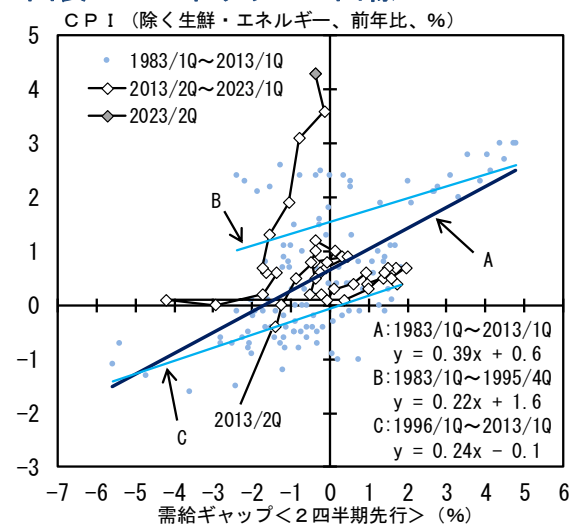
前述のエネルギー価格の動向と併せてみると、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、今年末頃にかけて、①エネルギー価格がマイナス寄りとなるもとの、②既往の輸入物価上昇を起点とする価格転嫁圧力が徐々に減衰していくことから、プラス幅を縮小していくと考えられる。その後は、①除く生鮮食品・エネルギーのプラス幅縮小に次第に歯止めがかかるもとの、②政府の各種施策による押し下げ効果の反動を主因にエネルギー価格のプラス幅がはっきりと拡大することから、プラス幅を拡大するとみられる。さらにその先については、エネルギー価格の反動の影響一巡から、いったんプラス幅が縮小するが、見通し期間終盤にかけて、除く生鮮食品・エネルギーのプラス幅が緩やかに拡大していくもとの、再度、プラス幅を緩やかに拡大していくと考えられる。

ただし、既往のコスト上昇幅が大きく、企業の価格設定スタンスにも変化の兆しがみられているだけに、物価の伸び率低下のペースや時期について不透明感が高いほか、コストプッシュ圧力が減衰し、価格転嫁が落ち着いたあとの物価動向を巡る不確実性も大きい。

図表45：FD－ID指数（総合）



図表46：フィリップス曲線



(出所) 総務省、日本銀行

(注) 1. CPIは、消費税率引き上げ・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。
 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)

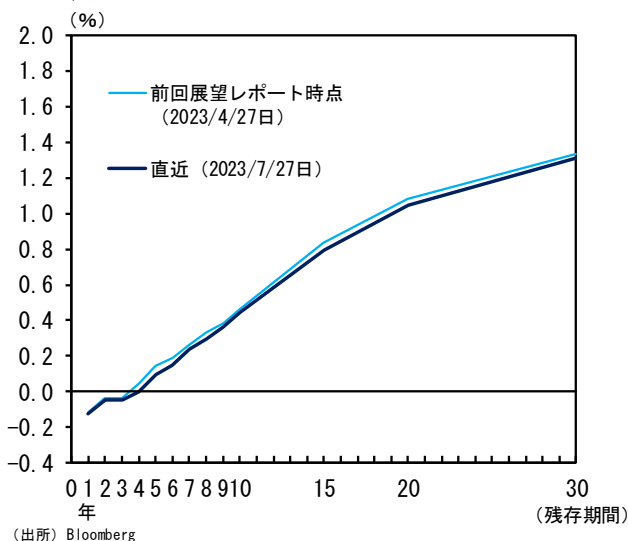
わが国の金融環境は、緩和した状態にある。

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 47）。すなわち、日本銀行は、連続指値オペも含め上限を設けず必要な金額の国債買入れを実施するなど、機動的な市場調節運営を実施した。そうしたもとで、短めのタームは小幅のマイナス領域、10年物は、0%±0.5%程度の範囲内で推移している。

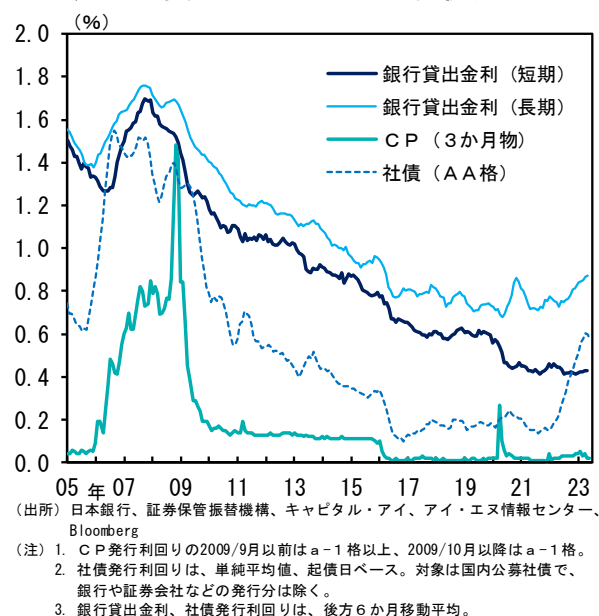
企業の資金調達コストは、きわめて低い水準で推移している（図表 48）。CPの発行金利をみると、良好な発行環境が維持されるもとで、きわめて低い水準で推移している。短観のCP発行環境判断DIは、エネルギー関連企業などによる発行の落ち着きなどから需給環境が改善するなかで、引き続き「楽である」超となっている。社債市場では、需給環境に改善の動きがみられるなかで、発行スプレッドが幾分縮小し、長期ゾーンの発行も持ち直しており、総じて良好な発行環境となっている。この間、貸出金利（新規約定平均金利）は、長期はやや上昇しているものの、短期はきわめて低い水準で推移している。

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 49）。企業の資金繰りを短観のDIでみると、経済活動の回復を背景に、改善している（図表 50）。業種別にみると、価格転嫁が進展するなかで、製造業は、供給制約の影響緩和もあって、改善しているほか、非製造業は、個人消費やイン

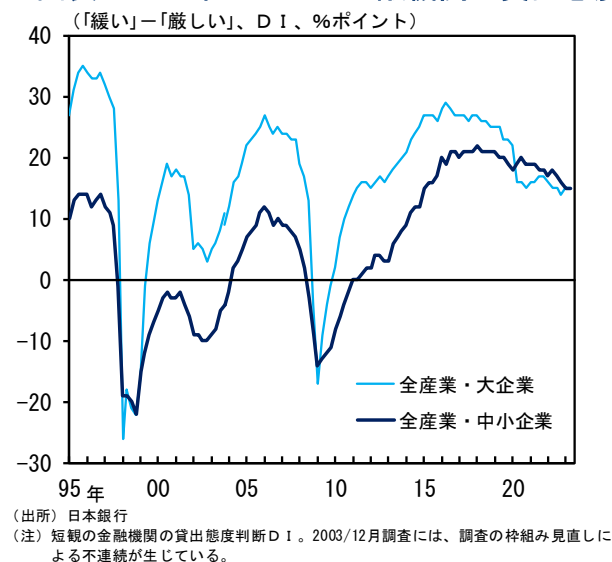
図表47：イールドカーブ



図表48：貸出金利とCP・社債発行利回り



図表49：企業からみた金融機関の貸出態度

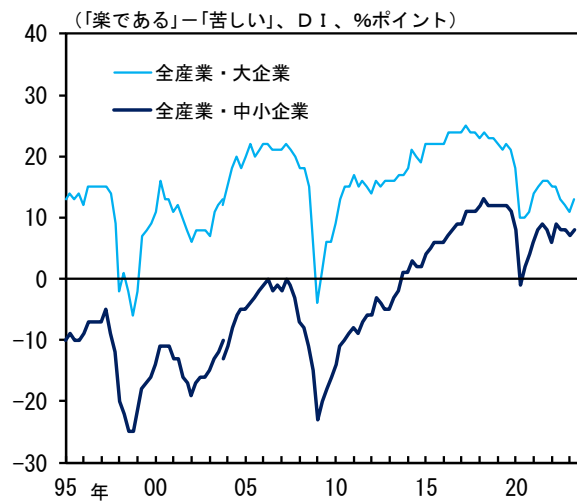


バウンド需要の増加などから、改善を続けている。

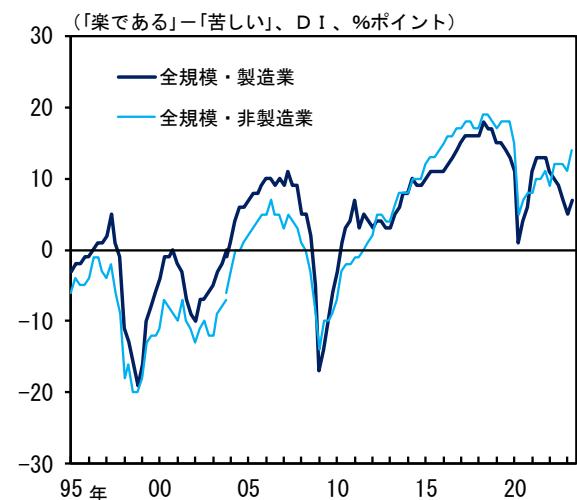
企業の資金需要面では、経済活動の回復や既往の原材料コスト高を背景に、緩やかに増加している。こうしたもとで、銀行貸出残高の前年比は、3%台半ばとなっている（図表51）。CP・社債の発行残高の前年比は、エネルギー関連企業による発行の落ち着きなどからプラス幅の縮小を続けており、1%台半ばとなっている。

図表50：企業の資金繰り

①規模別



②業種別



(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51：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」の残高の減少による影響が減衰していることから、前年比マイナス幅は縮小しており、残高は 671 兆円（対名目 GDP 比率は 117%¹⁶）となっている。マネーストック（M2）の前年比は、貸出残高の増加や財政支出による押し上げが続くもとの、2%台半ばとなっている（図表 52）。

図表52：マネーストック



¹⁶ マネタリーベースは 2023 年 6 月末時点、名目 GDP は 2023 年 1~3 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、米欧の金融政策や世界経済の先行きを巡る不確実性が引き続き意識されているものの、米国における堅調な経済指標や物価上昇率の鈍化などを受けて、市場センチメントは改善している。

米国の長期金利(10年物国債利回り)をみると、堅調な経済指標などを背景に上昇したあと、物価上昇率の鈍化を受けて幾分低下している(図表53)。欧州の長期金利は、概ね横ばいで推移している。

円を見合いとするドル調達にかかるプレミアムは、低水準で推移している(図表54)。

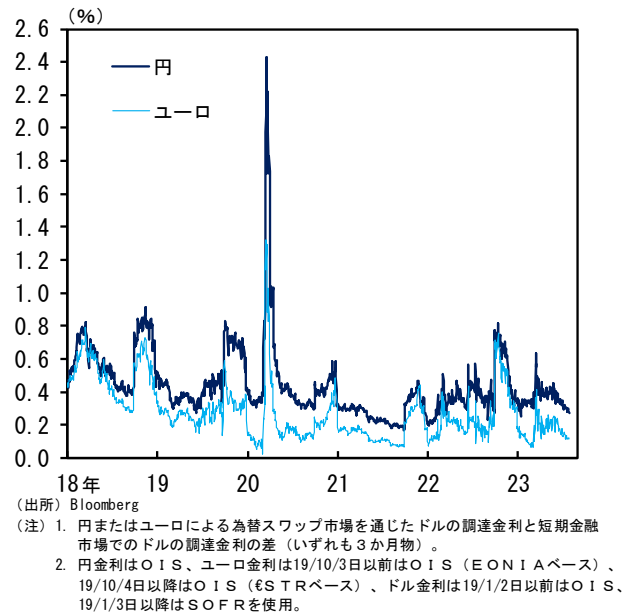
株式市場をみると、米国の株価は、堅調な経済指標や新技術の普及に対する期待感に加え、物価上昇率の鈍化もあって、大幅に上昇している(図表55)。この間、米国株価のボラティリティは、低下している(図表56)。欧州の株価は、概ね横ばいで推移している。わが国の株価は、高水準の企業収益に加え、為替円安もあって、大幅に上昇している。新興国の株価は、上昇している。

わが国の不動産投資信託(J-REIT)市場をみると、J-REIT価格は、幾分上昇している(図表57)。

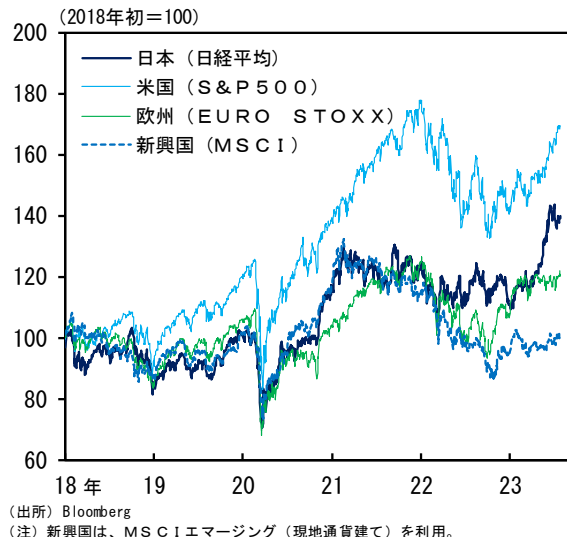
図表53：主要国の長期金利（10年物国債）



図表54：ドル資金調達プレミアム



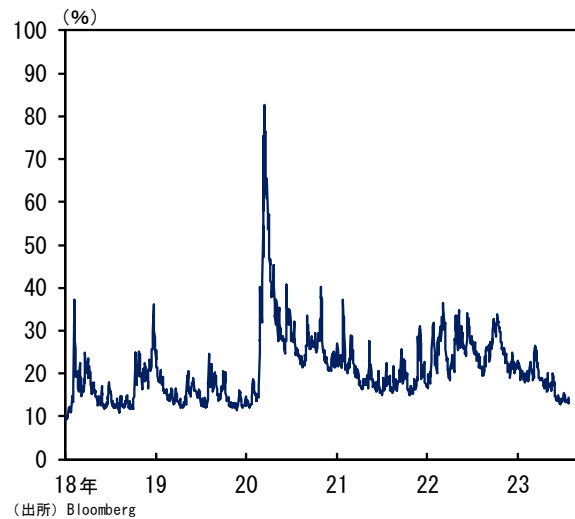
図表55：主要株価指数



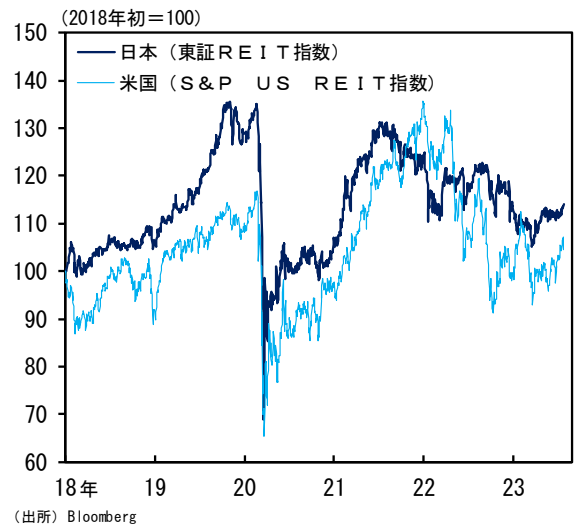
為替市場をみると、円の対ドル相場は、日米金利差の動向などを背景に、ドル高・円安方向の動きとなったあと、幾分ドル安・円高方向の動きとなっている（図表 58）。円の対ユーロ相場は、ユーロ高・円安方向の動きとなっている。

以 上

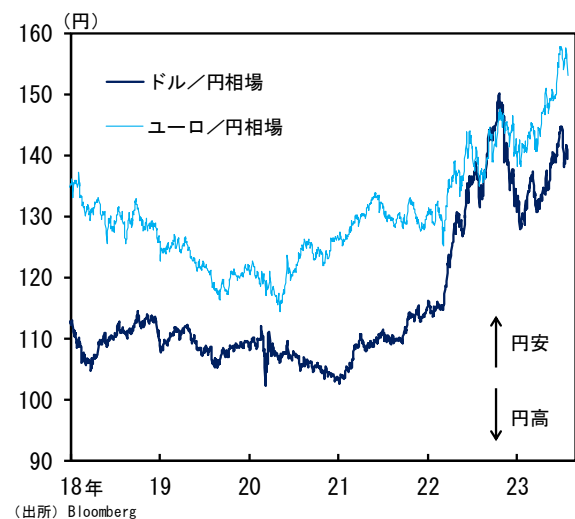
図表56：株価のボラティリティ（VIX）



図表57：主要REIT指数



図表58：ドル円・ユーロ円相場



(BOX 1) 海外経済の回復ペースを巡る不確実性

先行きの海外経済は、当面、回復ペースが鈍化した状態が続くものの、その後は徐々に持ち直していくとみられる。ただし、海外経済を巡る不確実性はきわめて高く、そのなかでも下方リスクが意識される状況が続いている。とりわけ、以下のような要因に注意が必要だと考えられる。

第1に、物価動向と各国中央銀行の利上げを巡る不確実性が挙げられる。海外経済の下押し圧力となってきた物価上昇の動きを確認すると、先進国・新興国のインフレ率は、エネルギー価格の下落や供給制約の緩和などを受けて、昨年後半をピークにはっきりと減速してきている(図表B1-1)。もっとも、その水準は先進国を中心になお高く、賃金上昇を介してインフレ率が高止まりすることへの警戒感が強い国・地域もみられる。インフレ率の抑制に時間を要し、利上げが市場の想定以上に行われた場合、海外経済は下振れる可能性に留意が必要である。

第2に、信用リスクの顕在化に伴い、金融仲介機能が低下する可能性にも注意を払う必要がある。米欧では、昨年以降、銀行の貸出基準が、はっきりと厳格化している(図表B1-2)。本年春に発生した米欧の一部金融機関の破綻が、貸出基準の厳格化を加速させる事態は回避されたものの、今後は、例えば米国の商業用不動産向けの貸出で懸念されているように、信用リスクの顕在化により、銀行部門のバランスシートの悪化を伴って一段の貸出基準の厳格化が誘発されるリスクがある。

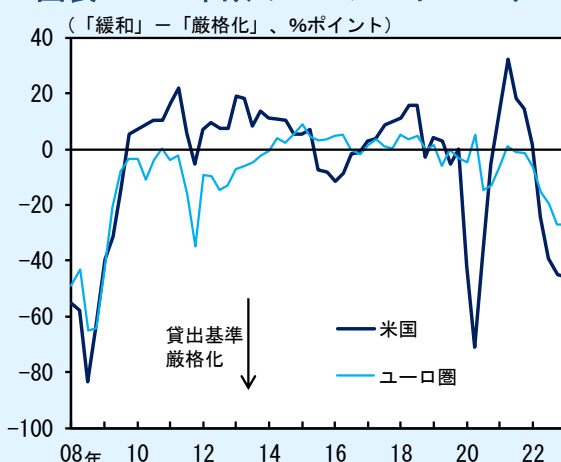
第3に、IT関連需要の動向である。IT関連企業の在庫の動きをみると、なお高水準ながらも、最終需要に近い製品を中心に徐々に調整が進捗しつつあるとみられる(図表B1-3)。この間、韓国・

図表B1-1：先進国・新興国のインフレ率



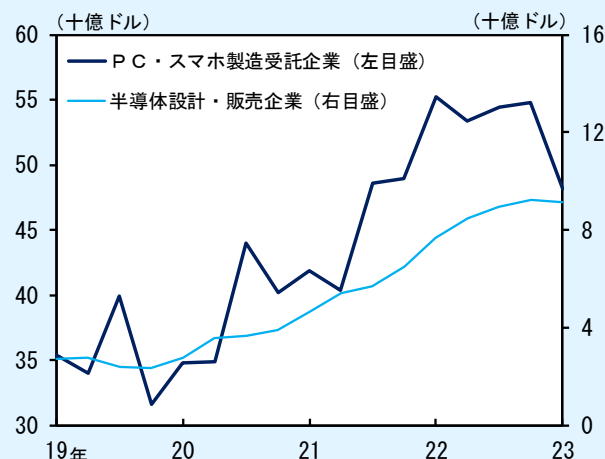
(出所) Haver, CEIC
(注) 先進国は、米国や欧州などの17か国における消費者物価の前年比の中央値。新興国は、中国を除くアジアやラ米の12か国・地域における消費者物価の前年比の中央値。

図表B1-2：米欧のローン・サーベイ



(出所) FRB, "Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices"; ECB, "The Euro Area Bank Lending Survey."
(注) 貸出基準が「緩和」とした回答金融機関構成比 - 「厳格化」とした回答金融機関構成比。米国は大企業および中堅企業向け、ユーロ圏は企業向け。

図表B1-3：IT関連企業の在庫状況



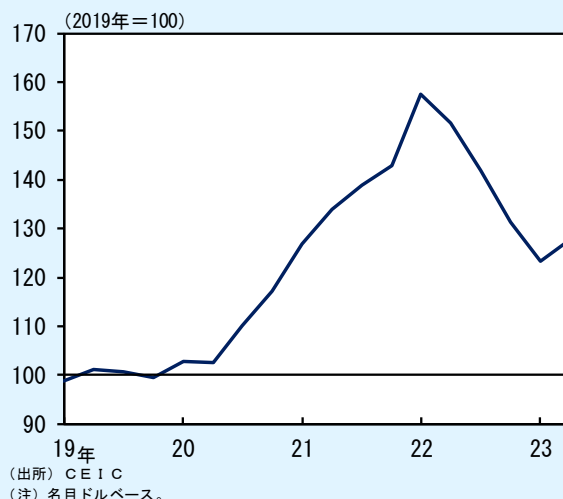
(出所) S&P Global Market Intelligence
(注) 1. PC・スマホ製造受託企業は、EMS大手6社。
2. 半導体設計・販売企業は、スマホ向けロジック半導体を主として扱うファブレス大手2社。

台湾におけるIT関連輸出は、下げ止まりつつある（図表B1-4）。これらを踏まえると、先行きのIT関連需要は、徐々に在庫調整が進捗するもとの、下げ止まりから持ち直しに向かう可能性が高い。この点、企業からのヒアリングでも、本年後半からIT関連需要は徐々に持ち直していくとの声が聞かれている。ただし、既往のインフレや利上げの影響等により最終需要の弱さが継続した場合、そのペースが緩慢なものにとどまる可能性がある。

第4に、不動産市場や雇用・所得面の調整の長期化に伴い、中国経済の回復が遅れるリスクが挙げられる。中国の不動産市場をみると（図表B1-5）、政府の支援策もあって不動産業向け貸出には底入れの動きがみられており、ディベロッパーの資金繰り懸念はひと頃よりも和らいでいるものの、不動産着工はなお弱い動きが続いている。不動産業は、中国の経済活動に占める割合が高いため、その調整が長引く場合、中国経済を相応に下押しすると考えられる。また、労働市場では、経済再開後も若年失業の増加に歯止めがかかっていないなど（図表B1-6）、調整圧力が残存していることが示唆される。この点、雇用・所得環境の改善に長めの時間を要するリスクにも留意が必要である。

このほか、ウクライナ情勢や米中対立の長期化に伴う影響なども意識する必要があり、当面は、以上で述べた下方リスクが顕在化することがないか、注視していく必要がある。

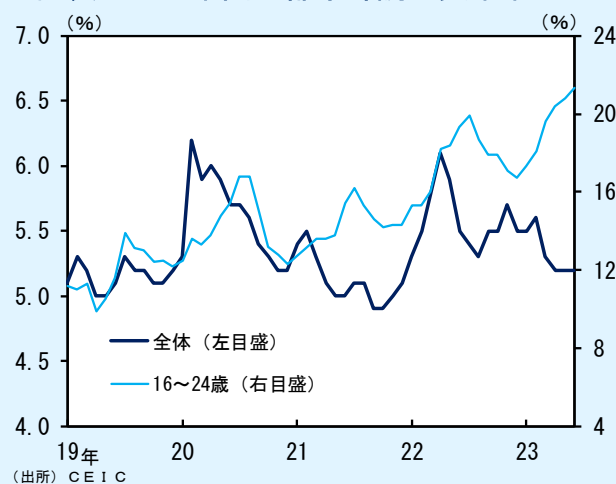
図表B1-4：韓国・台湾のIT関連輸出



図表B1-5：中国の不動産着工・銀行貸出



図表B1-6：中国の都市部調査失業率



(BOX 2) 輸入物価上昇を起点としたコスト上昇圧力と消費者物価

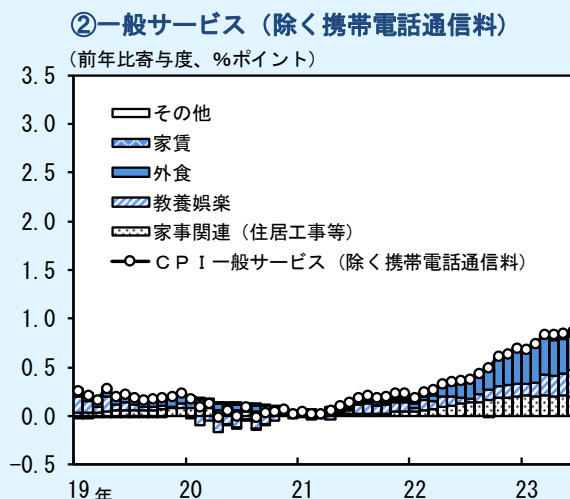
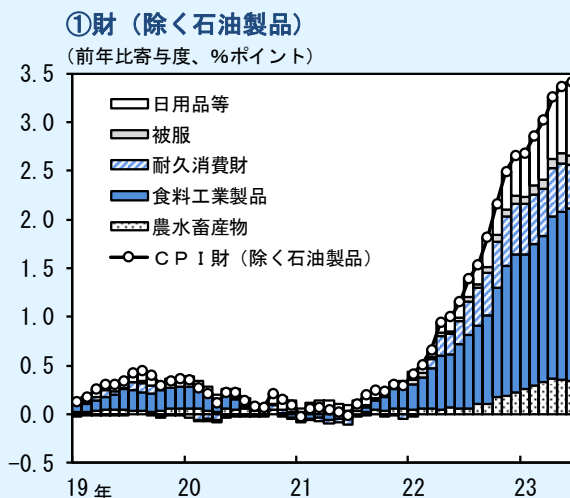
消費者物価（除く生鮮・エネルギー）の前年比は、上昇傾向をたどっている。財・サービス別にみると、食料品や日用品等を中心とした財の上昇が目立っており、既往の輸入物価上昇を起点とするコスト上昇圧力の転嫁が続いていることが窺える（図表 B2-1）。本 BOX では、こうしたコスト上昇圧力やそのもとでの企業の価格設定行動について、現状と先行きの論点を整理する。

コスト上昇圧力の現状について、まず、輸入物価を確認すると、国際商品市況がひと頃と比べて下落するも、前年比でマイナスに転化している（前掲図表 44）。こうした最上流のコスト上昇圧力の減衰の影響は、企業間（B to B）取引において、サプライチェーンの川上から川下段階へ徐々に波及してきている。FD-I D 指数をみると、川上段階の販売価格に相当する「I D 指数（ステージ 1～2）」は、前年比でマイナスとなっている（前掲図表 45）。この間、相対的に川下に位置する「I D 指数（ステージ 3～4）」¹⁷でも、川上での動きの波及がみられている。より子細にみると、①2022 年後半にかけては、仕入コストの急上昇に対して価格転嫁が追いついていなかったが、②その後、仕入コストが低下に転じるなかであっても、既往のコスト上昇の価格転嫁が続いており、販売価格は、横ばい圏内の動きとなっている（図表 B2-2）¹⁸。こうした動きを受けて、対消費者（B

¹⁷ FD-I D 指数では、ステージ 3 は自動車部品や集積回路、航空輸送など最終需要に近い製品等が、ステージ 4 は乗用車や工作機械などの最終需要財のほか、宿泊サービスなども含まれる。詳細は、日本銀行調査統計局「最終需要・中間需要物価指数（FD-I D 指数）の解説」（2022 年 6 月）を参照。

¹⁸ ここで示した仕入コストはマクロ統計に基づく試算値であり、相応の幅をもって解釈する必要がある。実際、個々の品目や企業といったレベルで見れば、価格転嫁の状況に

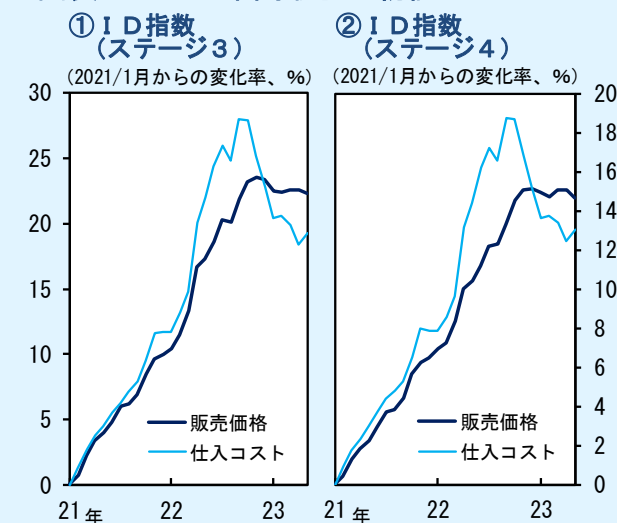
図表 B2-1：財・サービス別の CPI



（出所）総務省

（注）CPI（除く生鮮・エネルギー）に対する寄与度。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。

図表 B2-2：企業間取引の物価



（出所）総務省、日本銀行

（注）仕入コストは、各ステージへ原材料等を納入する企業が直面するコストを、2015年産業連関表を用いて試算。販売価格は、各ステージへの販売価格を示しており、I D 指数（ステージ 3～4）の値。

t o C)取引を行う企業が直面する仕入コスト(中間投入コスト)の増勢も鈍化している(図表 B2-3)¹⁹。

以上のように、既往の輸入物価上昇を起点としたコスト上昇圧力の減衰は、サプライチェーンの各段階の取引を介して、ラグを伴いつつも徐々に消費者段階の取引にも波及してきており、先行き、この面からの消費者物価への押し上げ圧力は、減衰していく蓋然性が高いと考えられる。

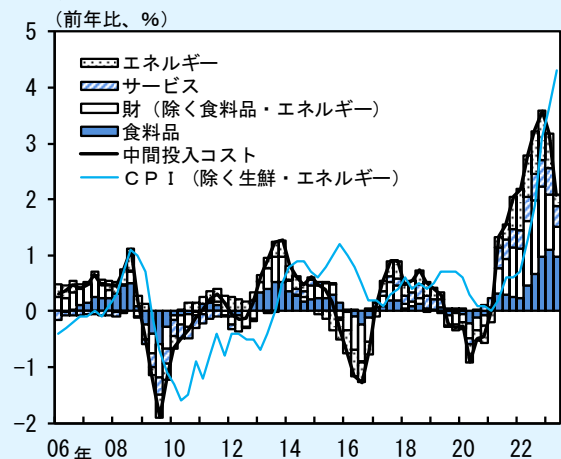
ただし、従来から指摘しているように、昨夏以降、販売価格を引き上げる動きが、これまで値上げに慎重だった業態や企業にも急速に広がってきた点には注意が必要である(図表 B2-4)。加えて、足もとでは、市場集中度が低くて企業間の競争が激しいことなどから、この間の価格上昇局面でさえ価格転嫁が抑制されてきた品目にも、値上げの動きが広がっている(図表 B2-5)。こうした企業行動の変化の背景としては、①物価が上昇するもとでも、ペントアップ需要等にも支えられて最終需要が堅調であることや、②多くの企業がコスト上昇圧力に直面するもとで値上げを検討せざるをえない状況にあるなか、自社の価格転嫁について、競争上の観点からの難しさが緩和されていることが挙げられる²⁰。今後、企業の価格設定スタンスがさらに前傾化し、価格転嫁が一段と長引いたり、強まったりすることがないか、引き続き注視していく必要がある。

は、なお相当のばらつきがあると考えられる。

¹⁹ 中間投入コスト指数は、生鮮食品やエネルギーを除く消費財・サービスの生産にかかる中間投入コストについて、産業連関表の取引構造を前提に試算したもの。詳細は、2022年4月展望レポートのBOX3を参照。

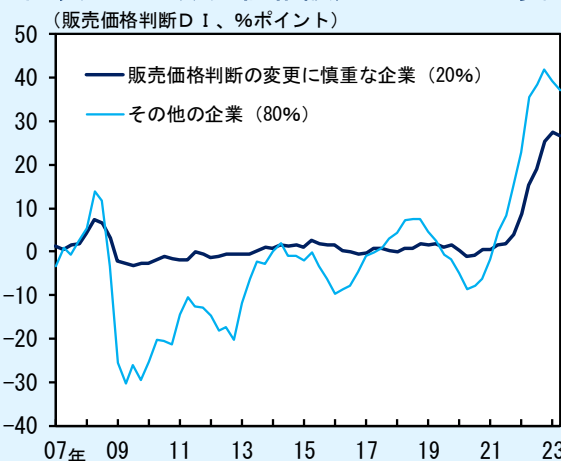
²⁰ 今次局面における企業の価格設定行動の非線形的な変化については、2022年10月展望レポートのBOX3や、日経レビュー「短観からみた最近の企業の価格設定スタンス」(2022-J-17)も参照。

図表B2-3：中間投入コスト



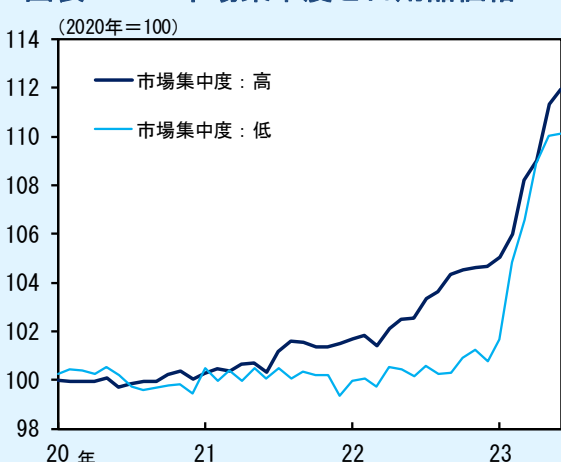
(出所) 総務省、日本銀行
 (注) CPIは、消費税率引き上げ・教育無償化政策、旅行支援策、携帯電話通信料の影響を除いた日本銀行スタッフによる試算値。中間投入コストは、2015年産業連関表の各部門の中間投入ウエイトに、企業物価指数(CGPI)や企業向けサービス価格指数(SPP1)の価格データを掛け合わせた上で、消費支出ウエイトで加重平均して算出。

図表B2-4：販売価格設定スタンスの変化



(出所) 日本銀行
 (注) 短観ベース(全産業全規模)。「販売価格判断の変更に慎重な企業」は、1991～2019年の約95%以上の期間において、販売価格判断を「もちあい」と回答した先。

図表B2-5：市場集中度と日用品価格



(出所) 総務省、公正取引委員会
 (注) 日用品について、ハーフィンダール・ハーシュマン指数が上位(下位)50%に含まれるCPI品目を、「市場集中度：高(低)」と定義した上で、加重平均して集計。

(BOX 3) 今次局面における物価上昇の特徴とその背景：米欧との比較

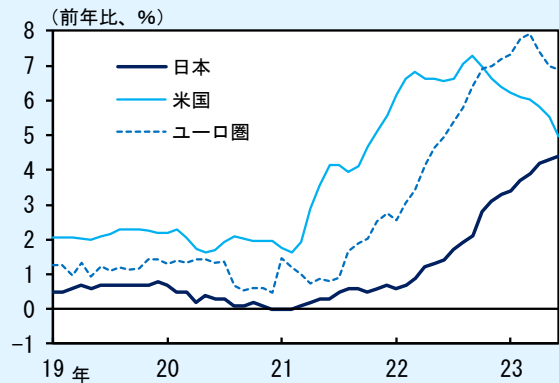
消費者物価の前年比は、今次局面において、グローバルに上昇がみられている(図表 B3-1)。こうした状況も踏まえ、本BOXでは、米欧とわが国の物価上昇の相違点を整理する。

まず、最近の物価上昇の特徴を子細に把握するため、消費者物価を構成する各品目の前年比の分布を確認すると、日米欧ともに、前年比で+5%を超えて大幅に上昇する品目が増えており、それらが物価指数全体の上昇を牽引している点は同様である。これは、刈込平均値など消費者物価のコア指標の多くが、各国・地域とも高水準で推移していることにも対応している。一方、分布をより細かくみると、わが国では、サービスを中心としたゼロ%近傍の「山」が、従来対比でかなり低くなったものの、引き続き存在している。これに対して、米欧では、財・サービスを問わず広範な品目の物価が上昇するもて、「山」の頂上自体が明確に右方へシフトしている(図表 B3-2)。

このように、米欧と異なり、わが国の品目別分布で「山」がシフトしていない背景としては、わが国の物価上昇は、輸入物価上昇を起点とするコスト上昇圧力によるところが大きく、その影響を受けにくい品目では上昇幅が限られることが挙げられる。実際、消費者物価指数を構成する品目のうち、「コストに占める輸入比率が低い品目」では、物価の上昇ペースは相対的に緩やかとなっている(図表 B3-3①)。また、「コストに占める人件費比率が高い品目」においても、物価上昇は比較的緩やかとなっている(図表 B3-3②)。

これらの点は、国内で生み出される付加価値の価格を示し、輸入物価上昇の影響が控除されるGDPデフレーター動きからも確認できる(図表

図表B3-1：日米欧のCPI

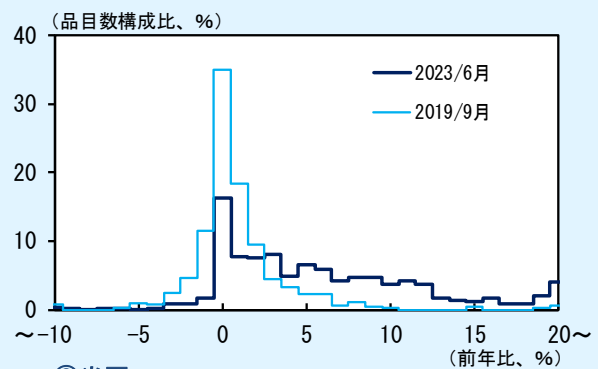


(出所) 総務省、BLS、Eurostat

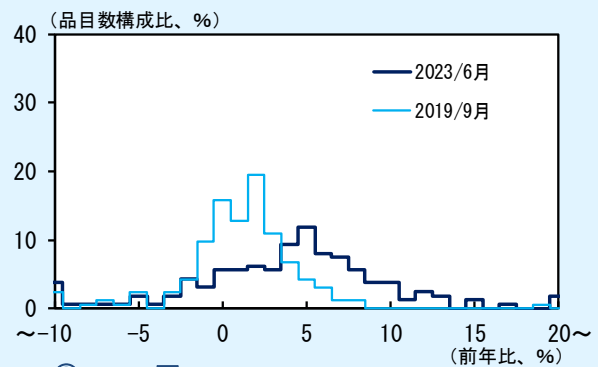
(注) 日本は、除く生鮮・エネルギーをもとに、消費税率引き上げ・教育無償化政策、旅行支援策、携帯電話通話料の影響を除いた日本銀行スタッフによる試算値。米国・ユーロ圏は、除くエネルギー。

図表B3-2：CPIの品目別変動分布

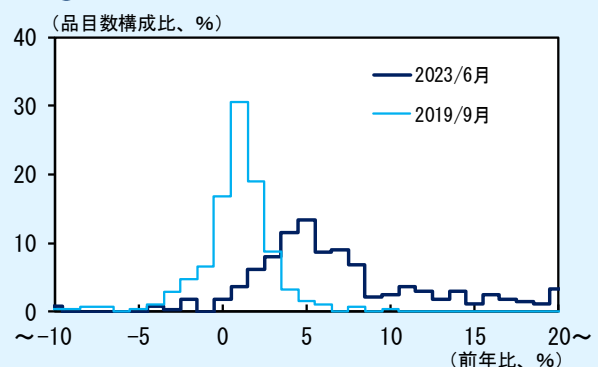
①日本



②米国



③ユーロ圏



(出所) 総務省、BLS、Eurostat

(注) 日本は、除く生鮮・エネルギー。米国・ユーロ圏は、除くエネルギー。

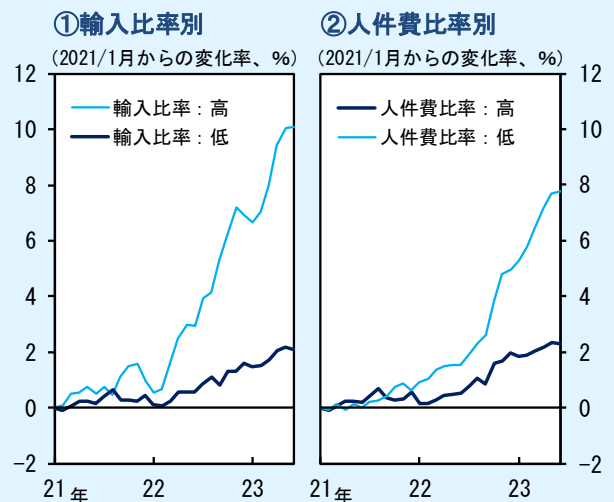
B3-4)。GDPデフレーターを、実質GDP1単位当たりの労働コスト（ユニット・レーバー・コスト）と、同単位当たりの企業収益（ユニット・プロフィット）等に分解してその動きを確認すると、①米国では、賃金の大幅上昇からユニット・レーバー・コストが急拡大して物価を押し上げているほか、②欧州では、ユニット・プロフィットが大きめに拡大しており、企業が収益マージンを拡大する動きが物価を押し上げている。

一方、わが国では、米欧対比でGDPデフレーターの上昇幅はかなり限られており、ユニット・レーバー・コストやユニット・プロフィットの拡大は確認できない。このことは、わが国の物価上昇については、あくまで、輸入物価上昇を起点とするコストプッシュ圧力が背景にあることを示唆している。

もっとも、わが国において、過去の輸入物価上昇局面では、それに伴うコスト増を賃金や利益の抑制でカバーする動きを映じて、GDPデフレーターが低下する場面もみられたが、今次局面では、BOX2でも指摘した価格転嫁の進展から、GDPデフレーターは、横ばいないし緩やかな上昇となっている（図表B3-5）。このように、わが国企業の価格設定スタンスには過去とは異なる面がみられるほか、足もとでは、本年の春季労使交渉で確認されたように、賃金設定においても企業の前向きなスタンスが広がる方向にある²¹。先行き、こうした動きが物価動向にどのような影響を及ぼしていくか注視していく必要がある。

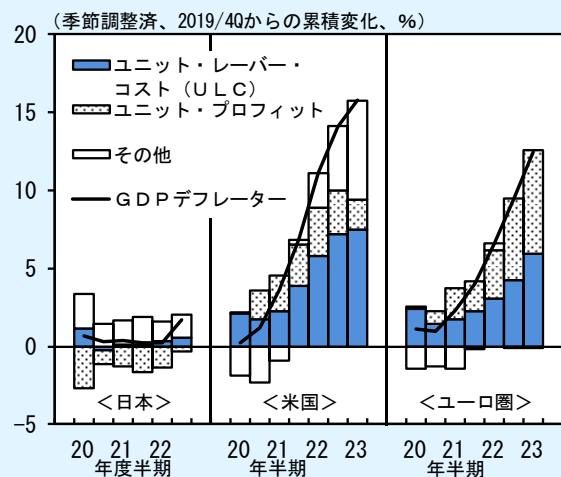
²¹ 賃金と物価の連関性については、2023年4月展望レポートのBOX2を参照。

図表B3-3：コスト構造別のCPI



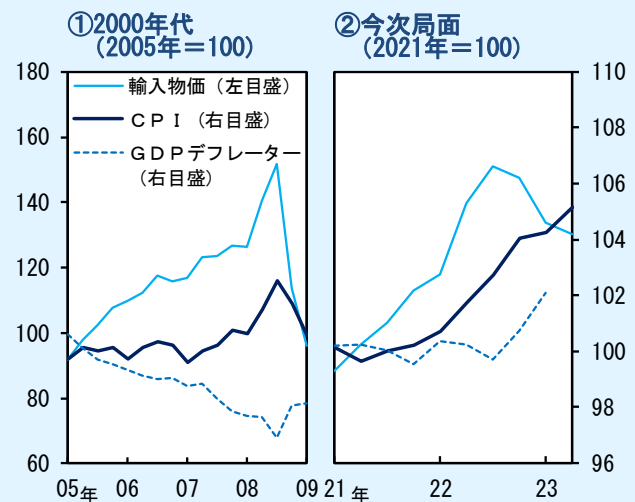
(出所) 総務省
 (注) 1. 除く生鮮・エネルギー・携帯電話通信料・帰属家賃ベース。
 2. CPIの品目を2015年産業連関表の分類とマッチングした上で、①は、総合輸入係数、②は、国内生産額に占める「賃金・俸給」等の割合をもとにグルーピング。「高（低）」は、上位（下位）25%に該当するCPI品目を加重平均して算出。

図表B3-4：日米欧のGDPデフレーター



(出所) 内閣府、BEA、Eurostat
 (注) 米国とユーロ圏の2023年上半期は、2023/1Qの値。

図表B3-5：コスト上昇局面の比較



(出所) 日本銀行、総務省、内閣府
 (注) 輸入物価は、円ベース。CPIは、除く生鮮。GDPデフレーターは、季節調整済の値。

