

公表時間
10月31日(土)14時00分

2015年10月31日
日 本 銀 行

経済・物価情勢の展望
(2015年10月)

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

引用・転載・複製を行う場合は、出所を明記してください。

【基本的見解】¹

＜概要＞

- 2017年度までの日本経済を展望すると、2015年度から2016年度にかけて潜在成長率を上回る成長を続けると予想される。2017年度にかけては、消費税率引き上げ前の駆け込み需要とその反動の影響を受けるとともに、景気の循環的な動きを映じて、潜在成長率を幾分下回る程度に減速しつつも、プラス成長を維持すると予想される²。
- 消費者物価の前年比（消費税率引き上げの直接的な影響を除くベース）は、当面0%程度で推移するとみられるが、物価の基調が着実に高まり、原油価格下落の影響が剥落するに伴って、「物価安定の目標」である2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる³。2%程度に達する時期は、原油価格の動向によって左右されるが、同価格が現状程度の水準から緩やかに上昇していくとの前提にたてば、2016年度後半頃になると予想される。その後次第に、これを安定的に持続する成長経路へと移行していくとみられる。
- 従来の見通しと比べると、成長率の見通しは、2015年度について、新興国経済の減速を背景とした輸出のもたつきや天候不順の影響などによる個人消費の鈍さから下振れているものの、2016年度と2017年度については概ね不変である。物価の見通しは、2015年度と2016年度については、原油価格下落の影響などから下振れているものの、2017年度については概ね不変である。
- 金融政策運営については、「量的・質的金融緩和」は所期の効果を発揮しており、今後とも、日本銀行は、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、「量的・質的金融緩和」を継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う。

¹ 10月30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。

² 消費税率については、2017年4月に10%に引き上げられることを前提としている。

³ 各政策委員は見通し作成にあたって、原油価格の前提を次の通りとした。すなわち、原油価格（ドバイ）は、1バレル50ドルを出発点に、見通し期間の終盤にかけて60ドル台前半に緩やかに上昇していくと想定している。その場合の消費者物価（除く生鮮食品）の前年比に対するエネルギー価格の寄与度は、2015年度で-0.9%ポイント程度、2016年度で-0.2%ポイント程度と試算される。また、寄与度は、2016年入り後マイナス幅縮小に転じ、2016年度後半には概ねゼロになると試算される。

1. わが国の経済・物価の中心的な見通し

(1) 経済情勢

わが国の景気は、輸出・生産面に新興国経済の減速の影響がみられるものの、緩やかな回復を続けている。海外経済は、新興国が減速しているが、先進国を中心とした緩やかな成長が続いている。輸出や鉱工業生産は、新興国経済の減速の影響などから、このところ横ばい圏内の動きとなっている。一方、国内需要の面では、企業部門において、収益が過去最高水準まで増加していることなどを背景に、前向きな設備投資スタンスが維持されている。家計部門においては、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、個人消費が底堅く推移し、住宅投資も持ち直している。

先行きを展望すると、家計、企業の両部門において所得から支出への前向きな循環メカニズムが持続するもとで、国内需要が増加基調をたどるとともに、輸出も、新興国経済が減速した状態から脱していくことなどを背景に緩やかな増加に転じると考えられる。そうしたもとで、わが国経済は、2015年度から2016年度にかけて潜在成長率を上回る成長を続けると予想される⁴。2017年度にかけては、消費税率引き上げ前の駆け込み需要とその反動などの影響を受けるとともに、景気の循環的な動きを映じて、潜在成長率を幾分下回る程度に減速しつつも、プラス成長を維持すると予想される。

こうした見通しの背景にある前提は、以下のとおりである。

第1に、日本銀行が、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「量的・質的金融緩和」を継続する中で、金融環境は緩和した状態が続き、景気に対し刺激的に作用して

⁴ わが国の潜在成長率を、一定の手法で推計すると、このところ「0%台前半ないし半ば程度」と計算されるが、見通し期間の終盤にかけて徐々に上昇していくと見込まれる。ただし、潜在成長率は、推計手法や今後蓄積されていくデータにも左右される性格のものであるため、相当の幅をもってみる必要がある。

いくと想定している⁵。

第2に、海外経済については、先進国が堅調な成長を続けるとともに、その好影響が波及し新興国も減速した状態から脱していくとみられることから、緩やかに成長率を高めていくと予想している。

第3に、公共投資は、現在の高めの水準から緩やかな減少傾向をたどった後、見通し期間の終盤にかけては下げ止まっていくと想定している。

第4に、政府による規制・制度改革などの成長戦略の推進や、そのもとでの女性や高齢者による労働参加の高まり、企業による生産性向上に向けた取り組みと内外需要の掘り起こしなどが続くとともに、デフレからの脱却が着実に進んでいくにつれて、企業や家計の中長期的な成長期待は、緩やかに高まっていくと想定している。

以上を前提に、見通し期間の景気展開をやや詳しく述べると、2015年度から2016年度にかけては、輸出は、当面横ばい圏内の動きを続けた後、新興国経済が減速した状態から脱していくもとの、既往の為替相場の動きによる下支えもあって、緩やかに増加していくと考えられる。設備投資は、過去最高水準にある企業収益や金融緩和効果が引き続き押し上げに作用する中、国内向け投資の積極化などもあって、増加を続けるとみられる。個人消費は、雇用環境の着実な改善が続き、賃金が上昇していくことや、エネルギー価格下落による実質所得の押し上げ効果が働くことなどから、緩やかに増加すると予想される⁶。こうした内外需要を反映して、鉱工業生産

⁵ 各政策委員は、既に決定した政策を前提として、また先行きの政策運営については市場の織り込みを参考にして、見通しを作成している。具体的には、短期金利について、市場は、見通し期間を通じて、実質的にゼロ金利が継続することを織り込んでいる。長期金利について、市場は、見通し期間を通じて、低位で推移すると予想しているが、これは、展望レポートに比べて低い市場参加者の物価見通しを反映している。各政策委員は、こうした市場の見方を踏まえ、物価見通しの違いも勘案して、長期金利の先行きを想定している。

⁶ 2回の消費税率の引き上げが年度毎の成長率に及ぼす影響を定量的に試算すると、2013年度+0.5%ポイント程度、2014年度-1.2%ポイント程度、2015年度+0.3%ポイント程度、2016年度+0.3%ポイント程度、2017年度-0.8%ポイント程度となる。ただし、これらは、その時々所得環境や物価動向にも左右されるなど不確実性が大き

も、当面横ばい圏内の動きを続けた後、緩やかに増加していくとみられる。

2017年度にかけては、2017年4月の消費税率引き上げ前の駆け込み需要とその反動の影響を受けるとともに、設備投資の増加ペースが資本ストックの蓄積に伴って低下していくとみられる。もつとも、輸出が、海外経済の成長などを背景に緩やかな増加を続けるとともに、国内民間需要も、緩やかな金融環境と成長期待の高まりなどを受けて底堅く推移すると予想される。この間、潜在成長率は、見通し期間を通じて緩やかな上昇傾向をたどり、中長期的にみた成長ペースを押し上げていくと考えられる。こうしたもつとで、2017年度は、潜在成長率を幾分下回る程度に減速しつつも、プラス成長を維持すると見込まれる。

7月の中間評価時点と比べると、2015年度について、新興国経済の減速を背景とした輸出のもたつきや天候不順の影響などによる個人消費の鈍さから下振れているものの、2016年度と2017年度については概ね不変である。

(2) 物価情勢

消費者物価の前年比は、エネルギー価格の下落の影響から、生鮮食品を除くベースでは0%程度となっているが、エネルギーを除くベースでは1%を上回るなど、物価の基調は着実に改善している。

物価上昇率を規定する主たる要因について点検すると、第1に、労働や設備の稼働状況を表すマクロ的な需給バランスは、新興国経済の減速を背景とした輸出のもたつきの影響などを受けつつも、労働面を中心として、着実に改善傾向をたどっている⁷。すなわち、失業率が緩やかに低下し、3%

く、相当の幅をもってみる必要がある。

⁷ マクロ的な需給バランスについては、①潜在GDPを推計のうえ、実際のGDPとの乖離を計測するアプローチと、②生産要素（労働と設備）の稼働状況を直接計測するアプローチがある。展望レポートにおけるマクロ的な需給バランスの計測は、従来から、後者のアプローチを採用しているため、GDP成長率の変化と需給バランスの拡大・縮小の間に1対1の対応関係があるわけではない。マクロ的な需給バランスの値は、計測方法や使用するデータによって異なり得るため、相当の幅をもってみる必要がある。

台前半で推移するなど、労働需給は引き締まり傾向が続いている⁸。設備の稼働率は、輸出のもたつきの影響などがみられるが、わが国経済が緩やかな回復を続ける中、上昇傾向にあると考えられる。先行きについては、マクロ的な需給バランスは、本年度末にかけてプラス（需要超過）に転じた後、2016年度にプラス幅が一段と拡大し、需給面からみた賃金と物価の上昇圧力は、着実に強まっていくと予想される。その後、2017年度には、マクロ的な需給バランスは、プラスの水準で横ばい圏内の動きになると見込まれる。

第2に、中長期的な予想物価上昇率については、やや長い目でみれば、全体として上昇しているとみられる。こうした予想物価上昇率の動きを受けて、企業の賃金・価格設定スタンスは、特に本年度入り後、明確に変化している。労使間の賃金交渉においては、企業業績や労働需給に加え、物価動向を賃金に反映する動きが広がっており、本年のベースアップを含む賃上げは多くの企業で昨年を上回る伸びとなった。また、価格改定の動きについても、拡がりや持続性がみられている。このように、賃金の上昇を伴いつつ、物価上昇率が緩やかに高まっていくというメカニズムは着実に作用している。もっとも、企業収益が過去最高水準にあり、失業率が3%台前半まで低下していることとの対比でみると、賃金の改善の程度はやや鈍い点には留意する必要がある。

先行きについては、日本銀行が「量的・質的金融緩和」を推進し、実際の物価上昇率が高まっていくもとの、中長期的な予想物価上昇率も上昇傾向をたどり、「物価安定の目標」である2%程度に向けて次第に収斂して

⁸ 労働需給の引き締まり度合いを測る際のひとつの目安として「構造失業率」がある。労働市場では、求人と求職の間にある程度 mismatches が常に存在するため、好況時であっても、一定の失業者が存在する。構造失業率は、こうした mismatches に起因する失業の存在を前提に、過剰労働力が解消した状態に対応する失業率とされる。構造失業率を一定の手法で推計すると、最近の水準は3%台前半となる。ただし、構造失業率の推計値は、時間の経過などに伴って変化する性格のものである点には留意が必要である。

いくとみられる。こうしたもとの、企業の賃金・価格設定スタンスは積極化していくと考えられる。

第3に、輸入物価についてみると、これまでの為替相場の動きが、輸入物価を通じた消費者物価の押し上げ要因として作用していく一方、原油価格をはじめとする国際商品市況の下落は、当面物価の下押し圧力となる。

以上を踏まえ、消費者物価（除く生鮮食品、以下同じ）の前年比の先行きを展望すると、当面0%程度で推移するとみられるが、物価の基調が着実に高まり、原油価格下落の影響が剥落するに伴って、「物価安定の目標」である2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる。2%程度に達する時期は、原油価格の動向によって左右されるが、同価格が現状程度の水準から緩やかに上昇していくとの前提にたてば、2016年度後半頃になると予想される。その後は、平均的にみて、2%程度で推移すると見込まれる⁹。7月の中間評価時点と比較すると、2015年度と2016年度については、原油価格下落の影響などから下振れているものの、2017年度については概ね不変である。

2. 上振れ要因・下振れ要因

(1) 経済情勢

上記の中心的な経済の見通しに対する上振れ、下振れ要因としては、第1に、海外経済の動向に関する不確実性がある。先行きの海外経済を巡るリスク要因としては、中国をはじめとする新興国経済の減速の影響、米国経済の動向やそのもとの金融政策運営が国際金融資本市場に及ぼす影響、欧州における債務問題の展開や景気・物価のモメンタム、資源価格下落の影響、地政学的リスクなどが挙げられる。

第2は、2017年4月に予定される消費税率引き上げの影響である。駆け

⁹ 2017年4月に予定される消費税率引き上げが物価に及ぼす影響について、税率の引き上げ分が現行の課税品目すべてにフル転嫁されると仮定して機械的に試算すると、2017年度の消費者物価の前年比は1.3%ポイント押し上げられる。

込み需要とその反動の影響や実質所得減少の影響は、消費者マインドや雇用・所得環境、物価の動向によって変化し得る。

第3に、企業や家計の中長期的な成長期待は、規制・制度改革の今後の展開や企業部門におけるイノベーション、家計部門を取り巻く雇用・所得環境などによって、上下双方向に変化する可能性がある。

第4に、財政の中長期的な持続可能性に対する信認が低下するような場合には、人々の将来不安の強まりや経済実態から乖離した長期金利の上昇などを通じて、経済の下振れにつながる惧れがある。一方、財政再建の道筋に対する信認が高まり、人々の将来不安が軽減されれば、経済が上振れる可能性もある。

(2) 物価情勢

上述のような経済の上振れ、下振れ要因が顕在化した場合、物価にも相応の影響が及ぶとみられる。それ以外に物価の上振れ、下振れをもたらす要因としては、第1に、企業や家計の中長期的な予想物価上昇率の動向が挙げられる。中心的な見通しでは、賃金の上昇を伴いながら実際の物価上昇率が高まっていく中で、人々の予想物価上昇率も一段と上昇し、「物価安定の目標」である2%程度に向けて次第に収斂していく姿を想定しているが、その上昇ペースには、実際の物価の動きやそれが予想物価に及ぼす影響の度合いなどを巡って不確実性がある。この点では、エネルギー価格下落の影響から現実の消費者物価の前年比が当面0%程度で推移することが、予想物価上昇率の上昇ペースに影響するリスクがある。また、賃金と物価の関係を考えると、来年度に向けた労使交渉において、既往の基調的な物価上昇や先行きの物価見通しがどのように織り込まれていくかが重要である。

第2に、マクロ的な需給バランス、とくに労働需給の動向がある。中心的な見通しでは、労働供給面で、近年の高齢者や女性による労働参加の高

まりや最近みられているパート労働の正規雇用化が、今後もある程度続くことを前提としているが、この点を巡っては不確実性があり、その動向によっては賃金・物価に影響する可能性がある。

第3に、物価上昇率のマクロ的な需給バランスに対する感応度が挙げられる。すなわち、先行きの海外経済の不透明感などから企業の賃上げに対するスタンスが慎重化する場合や、そうしたもとで消費者の物価上昇に対する抵抗感が強まる場合には、物価の上昇ペースが下振れるリスクがある。また、公共料金や一部のサービス価格、家賃などの価格硬直性が想定以上に強い場合には、消費者物価指数の上昇率の高まりを抑制する要因となる可能性がある。

第4に、原油価格といった国際商品市況や為替相場の変動などに伴う輸入物価の動向や、その国内価格への波及の状況によっても、上振れ・下振れ双方の可能性がある。

3. 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¹⁰。

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、わが国経済は、2016年度後半頃に2%程度の物価上昇率を実現し、その後次第に、これを安定的に持続する成長経路へと移行していく可能性が高いと判断される。

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と、中心的な経済の見通しについては、海外経済の動向を中心に下振れリスクが大きい。物価の中心的な見通しについては、中長期的な予想物価上昇率の動向などを巡って不確実性は大きく、下振れリスクが大きい。より長期的な視点から金融面の不均衡について点検すると、現

¹⁰ 「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。

時点では、資産市場や金融機関行動において過度な期待の強気化を示す動きは観察されない¹¹。もっとも、政府債務残高が累増する中で、金融機関の国債保有残高は、全体として減少傾向が続いているが、なお高水準である点には留意する必要がある。

金融政策運営については、「量的・質的金融緩和」は所期の効果を発揮しており、今後とも、日本銀行は、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、「量的・質的金融緩和」を継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う。

¹¹ 詳しくは「金融システムレポート」（日本銀行 2015 年 10 月）を参照。

(参考)

▽2015～2017 年度の政策委員の大勢見通し

——対前年度比、%。なお、< >内は政策委員見通しの中央値。

	実質 GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	消費税率引き上げの 影響を除くケース
2015 年度	+0.8～+1.4 <+1.2>	0.0～+0.4 <+0.1>	
7月時点の見通し	+1.5～+1.9 <+1.7>	+0.3～+1.0 <+0.7>	
2016 年度	+1.2～+1.6 <+1.4>	+0.8～+1.5 <+1.4>	
7月時点の見通し	+1.5～+1.7 <+1.5>	+1.2～+2.1 <+1.9>	
2017 年度	+0.1～+0.5 <+0.3>	+2.5～+3.4 <+3.1>	+1.2～+2.1 <+1.8>
7月時点の見通し	+0.1～+0.5 <+0.2>	+2.7～+3.4 <+3.1>	+1.4～+2.1 <+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。

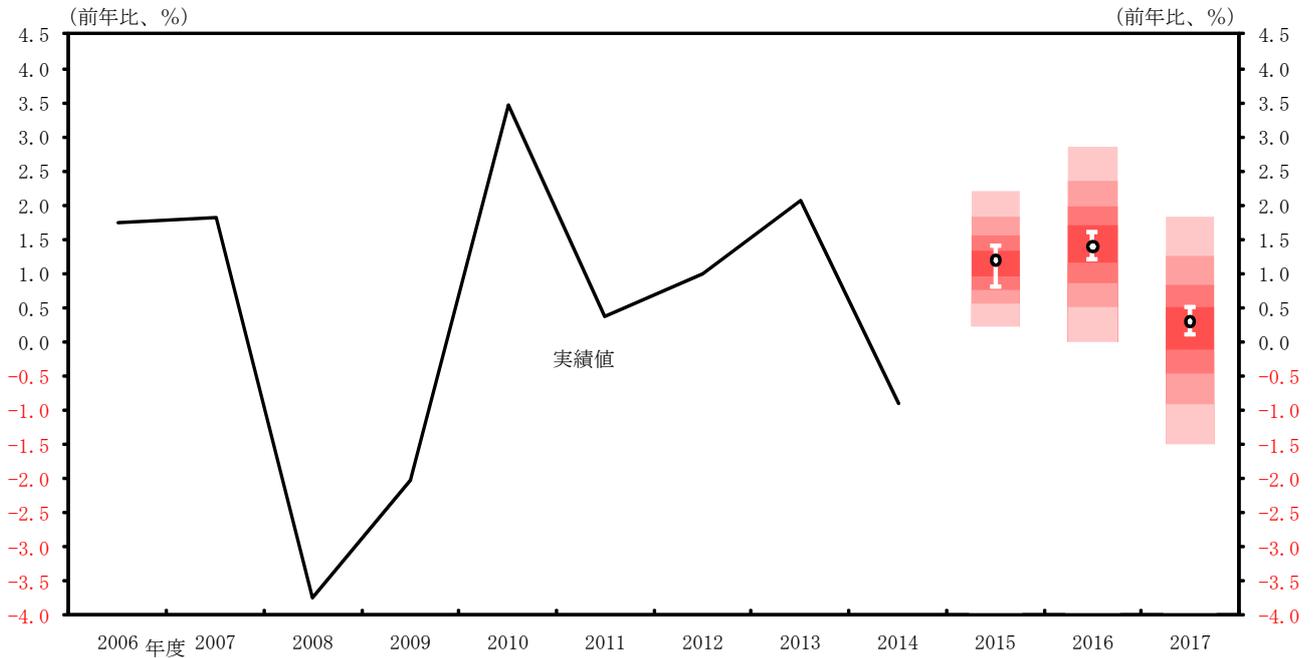
(注2) 各政策委員は、既に決定した政策を前提として、また先行きの政策運営については市場の織り込みを参考にして、上記の見通しを作成している。

(注3) 原油価格(ドバイ)については、1バレル50ドルを出発点に、見通し期間の終盤にかけて60ドル台前半に緩やかに上昇していくと想定している。その場合の消費者物価(除く生鮮食品)の前年比に対するエネルギー価格の寄与度は、2015年度で-0.9%ポイント程度、2016年度で-0.2%ポイント程度と試算される。また、寄与度は、2016年入り後マイナス幅縮小に転じ、2016年度後半には概ねゼロになると試算される。

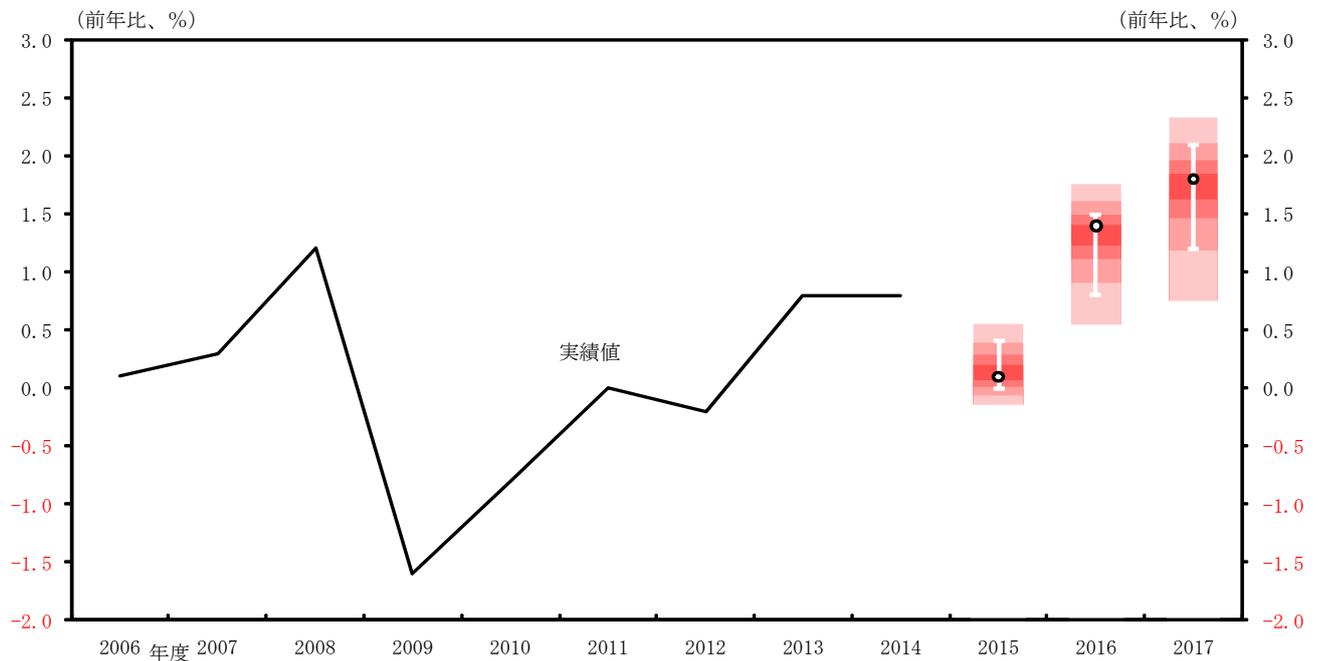
(注4) 今回の見通しでは、消費税率について、2017年4月に10%に引き上げられることを前提としているが、各政策委員は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いた消費者物価の見通し計数を作成している。消費税率引き上げの直接的な影響を含む2017年度の消費者物価の見通しは、税率引き上げが現行の課税品目すべてにフル転嫁されることを前提に、物価の押し上げ寄与を機械的に計算したうえで(+1.3%ポイント)、これを政策委員の見通し計数に足し上げたものである。

▽政策委員の見通し分布チャート

(1) 実質GDP



(2) 消費者物価指数 (除く生鮮食品)



(注1) 上記の見通し分布は、各政策委員の示した確率分布の集計値(リスク・バランス・チャート)について、①上位10%と下位10%を控除したうえで、②下記の分類に従って色分けしたものである。なお、リスク・バランス・チャートの作成手順については、2008年4月の「経済・物価情勢の展望」BOXを参照。

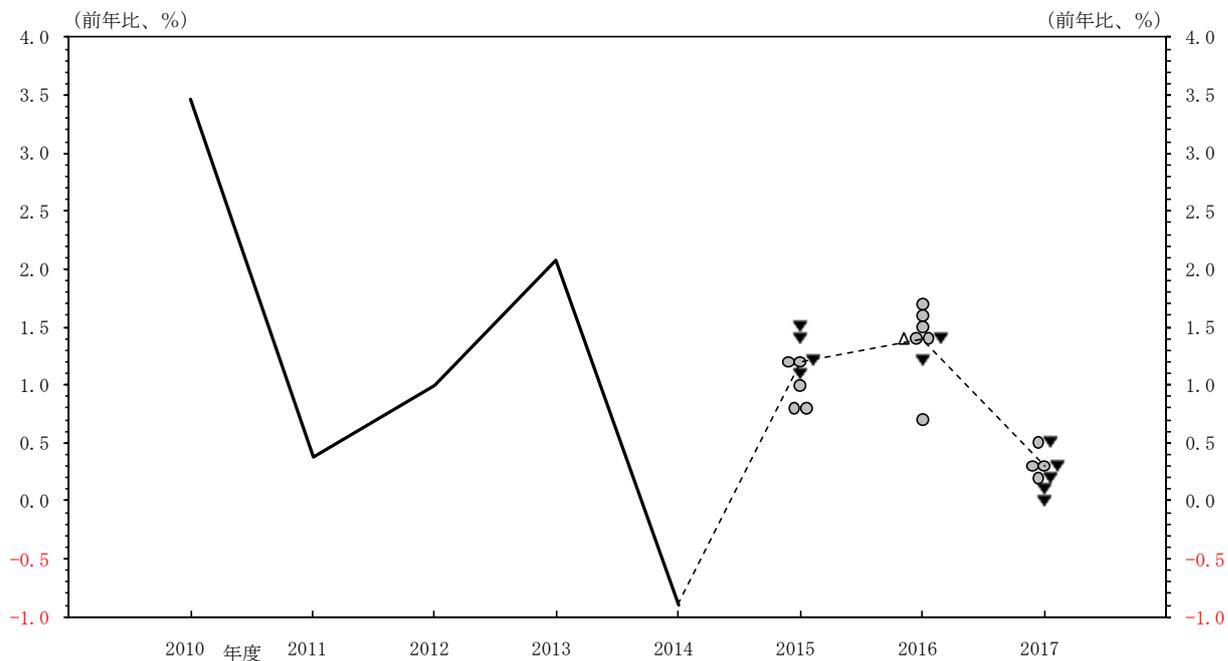
上位40%～下位40%	上位30%～40% 下位30%～40%	上位20%～30% 下位20%～30%	上位10%～20% 下位10%～20%
-------------	------------------------	------------------------	------------------------

(注2) 棒グラフ内の○は政策委員の見通しの中央値を表す。また、縦線は政策委員の大勢見通しを表す。

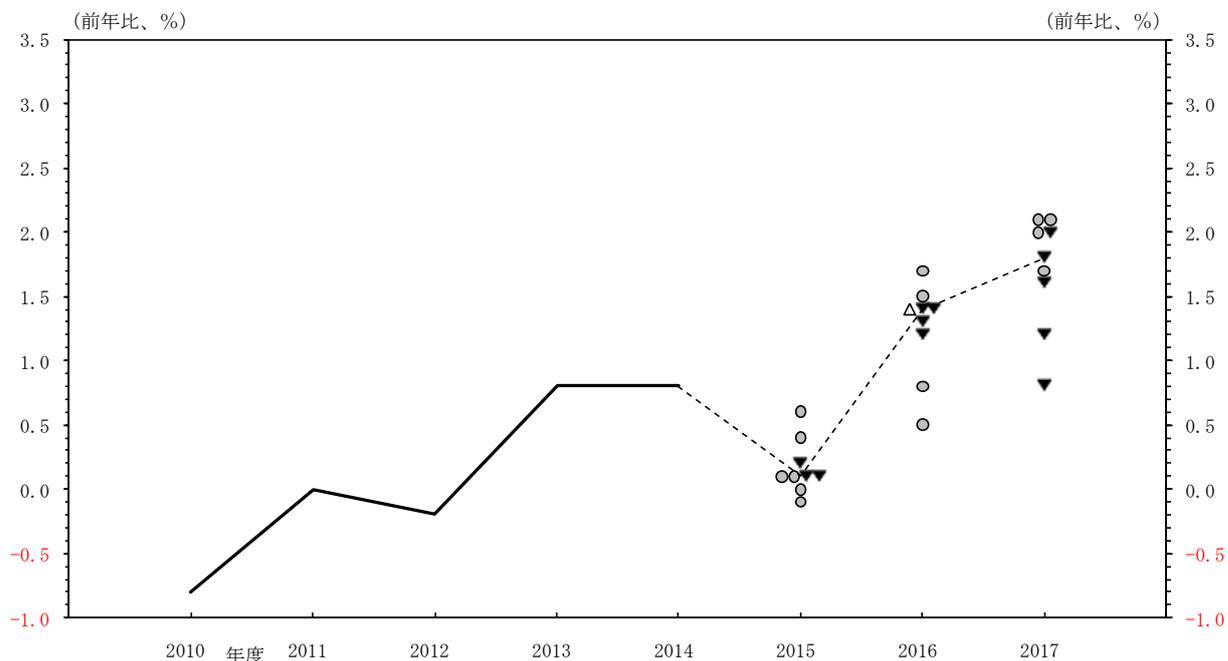
(注3) 消費者物価指数(除く生鮮食品)は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベース。

▽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) 「金融政策決定会合の運営の見直しについて」(2015年6月19日)において、来年1月以降、「政策委員の見通し分布チャート」にかえて「政策委員全員の経済・物価見通し及びリスク評価」を公表する方針を明らかにしていたが、後者について、時系列での比較が可能となるよう、今回から先行的に公表することとした。

(注2) 実線は実績値、点線は政策委員見通しの中央値を示す。

(注3) ○、△、▼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。

(注4) 消費者物価指数(除く生鮮食品)は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベース。

【背景説明】¹²

1. 経済活動の現状と見通し

1. 1 景気動向

7月の中間評価以降の日本経済を振り返ると、企業収益の明確な改善を起点に、所得から支出への前向きの循環が作用するもとの、景気は内需面を中心に緩やかな回復を続けた。ただし、新興国経済の減速が輸出・生産面の下押しに作用したことから（図表1）、景気の改善ペースは、中間評価時点の想定と比べ、緩やかなものとなった。こうした動きを背景に、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（図表2）、緩やかな改善傾向を維持したものの、足もとでは、輸出・生産面の鈍さを反映して、製造業の資本稼働率を中心に幾分悪化した。

先行きについては、輸出面における新興国を中心とした海外経済の下振れの影響から、2015年度を中心に成長率を下方修正した。もっとも、原油安や円安といった価格面のプラス効果が、輸出減という数量面のマイナス効果を相殺するため、企業収益の改善を起点とした前向きの所得形成メカニズムは維持され、そのもとで国内民間需要は金融緩和効果にも支えられて増加基調をたどる、との基本的な考え方に変わりはない。この点、マクロでみた所得形成を表す実質GNIの動きをみると、輸出の鈍さにもかかわらず、原油安や円安に支えられて、このところ、実質GDPをはっきりと上回るペースで増加している（図表3）。こうしたマクロの所得増加は、企業部門では、交易条件の改善や海外子会社からの配当増を受けた経常利益の増加、家計部門では、エネルギー価格の下落による実質所得の増加として現れており、これらは設備投資や個人消費

¹² 10月30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。

などの支出活動を後押ししていくと考えられる。このように、前向きの所得・支出循環が作用するもとの、わが国経済は、当面、新興国経済の減速の影響を受けつつも、2016年度にかけて潜在成長率を上回る成長を続ける可能性が高い。2017年度については、消費税率引き上げによる家計支出の落ち込みや¹³、設備投資の循環的な動きを反映して、成長率は潜在成長率を幾分下回る程度に減速するものの、小幅のプラス成長を維持すると予想される。

各年度の特徴をみると、2015年度については、外需は横ばい圏内の動きにとどまるものの、国内民間需要が着実に増加するもとの、潜在成長率を相応に上回る成長となり、需給ギャップは、年度末にかけてプラスに転じていくと予想される。需要項目別にみると、輸出は、新興国の減速の影響から、当面横ばい圏内の動きを続けるものの、設備投資は、原油安・円安に伴う収益改善や緩和的な金融環境に支えられて増加すると予想される。個人消費も、ベースアップ（以下、ベア）の高まりや年金支給額の増額、エネルギー価格下落などを反映した実質可処分所得の増

¹³ 消費税率については、2017年4月に10%に引き上げられることを前提としている。消費税率引き上げに伴う駆け込みと反動については、主として家計支出（個人消費と住宅投資）で発生すると考えているが、設備投資でも簡易課税・免税事業者（個人・零細企業が中心）などで一部発生することを念頭に置いている。

2014年4月の消費税率引き上げが成長率に及ぼす影響については、2013年度に駆け込み需要から+0.5%ポイント程度の押し上げ効果があった後、2014年度には反動減と実質所得減少双方の影響から-1.2%ポイント程度の下押し効果が発生し、2015年度には反動減の影響の剥落に伴う+0.3%ポイント程度の押し上げ効果が見込まれる。もっとも、2014年4月の消費増税については、①一部ソフトウェアのサポート期限切れや排ガス規制の強化と重なったことや、②消費増税分を含む価格上昇が、実質所得の減少効果以上にマインド慎重化を通じて消費を下押しした可能性が高いことも踏まえると、消費増税の影響だけを定量的に取り出すことはかなり難しく、上記試算値は相当の幅をもってみる必要がある。

そのうえで、2017年4月の消費増税が成長率に及ぼす影響については、税率の引き上げ幅の違いを踏まえ、1回目の2/3程度の規模を見積もり、2016年度+0.3%ポイント程度、2017年度-0.8%ポイント程度と想定している。

加に支えられて、緩やかに増加すると見込まれる。この間、公共投資は緩やかな減少傾向を続けると予想される。

2016 年度については、公共投資が引き続き減少傾向をたどるものの、輸出は、新興国経済が減速した状態から脱していくことに伴い、緩やかに増加していくとみられる。国内民間需要も、企業収益や雇用者所得の増加を背景に、しっかりと増加すると見込まれる。さらに、下期には消費税率引き上げ前の駆け込み需要が、家計支出と設備投資の双方で再び発生することから、潜在成長率をはっきりと上回る成長が続くと予想される。

2017 年度については、設備投資の循環的な減速圧力が強まる中で、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動減や実質所得の減少効果が発生するため、成長率は前年度から大きく鈍化するとみられる。ただし、輸出の緩やかな増加が続くほか、国内民間需要は、金融緩和効果に加え、成長期待の高まりやオリンピック関連投資による押し上げ効果もあって、基調的な底堅さを維持すると考えられる。この結果、成長率は潜在成長率を下回るものの小幅のプラスとなり、需給ギャップは概ね前年度並みのプラス幅を維持すると見込まれる。

1. 2 主要支出項目の動向とその背景

(政府支出)

公共投資は、高水準ながら緩やかな減少傾向に転じている（図表 4）。発注の動きを示す公共工事受注高は、振れを伴いつつも減少に転じている。工事の進捗を反映する公共工事出来高は、受注の動きにややラグを伴うかたちで変動するが、足もとでは、既往の大型案件の影響が残るもとで高水準を維持している。先行きの公共投資については、2014 年度補

正予算の執行が一定の下支えに作用するものの、高水準となった2014年度からは、緩やかな減少傾向をたどる可能性が高い。ただし、各種社会インフラの維持更新ニーズやオリンピック関連投資などを念頭に、減少ペースは2000年代半ばと比べ緩やかなものとなり、見通し期間の終盤にかけては下げ止まっていくと想定している。

(海外経済)

海外経済は、新興国が減速しているが、先進国を中心とした緩やかな成長が続いている（図表5、6）。主要地域別にみると、米国では、家計支出の堅調さに支えられた回復が続いているほか、欧州の景気も、緩やかな回復を続けている。中国経済については、製造業部門の過剰設備や在庫調整が下押し圧力となり、減速した状態が続いている。中国以外の新興国・資源国経済については、中国経済の減速の影響が波及するもつで、資源価格の下落や地政学的リスクに脆弱な国々を中心に、成長ペースの鈍化した状態が続いている。

先行きについては、2015年の成長率は、中国をはじめとする新興国の減速の影響から、低めの伸びにとどまるものの、その後は、先進国の景気回復の好影響が新興国にも徐々に波及するもつで、成長率は緩やかに高まっていくと想定している。ただし、新興国の期待成長率がひと頃よりも低下していることを踏まえると、過去の高い期待成長率のもつで蓄積された資本ストックを巡る過剰感は根強く¹⁴、見通し期間を通じて、世界的に設備投資に対する抑制的な支出スタンスは続く、と考えられる。

主要地域別にみると、米国経済については、緩和的な金融環境が下支えとなり、民間需要を中心にしっかりと成長が続くと見込まれる。

¹⁴ とりわけ、2000年以降の商品価格の上昇ないし高止まり局面のもつで積み上がった資源関連設備の過剰感は強いと考えられる。

欧州経済については、雇用・所得環境の改善や緩和的な金融環境などを背景に、緩やかな回復を続けると考えられる。中国経済については、製造業部門を中心に幾分減速しつつも、当局が財政・金融両面から景気下支えに取り組むもとの、概ね安定した成長経路をたどると想定している。その他の新興国・資源国経済については、当面、国・地域によるばらつきは残るものの、先進国の景気回復の波及や景気刺激的な財政・金融政策などから、徐々に成長率を高めていくと予想している。

(輸出入)

輸出は、中国をはじめとする新興国経済の減速の影響などから、このところ横ばい圏内の動きとなっている(図表7、8)。地域別にみると、先進国向けは、振れを伴いつつも緩やかな増加基調を維持している一方、新興国向けは東アジアを中心に弱めの動きとなっている¹⁵。

こうした動きを、「世界貿易量」の変化と、その中における「わが国輸出のシェア」という2つの観点から整理する(図表9)。まず、「世界貿易量」は¹⁶、新興国・資源国を中心に、2015年前半に大幅に減少した。これには、①中国をはじめとする新興国において、従来輸入に依存していた部品などを自国で生産する比率が基調的に高まっているもとの(=サプライチェーンの内製化)、②新興国の製造業部門で過剰設備や過剰在庫の調整が発生し、その調整圧力が先進国も含めた資本財の生産に波及していることや、③世界的にIT関連需要が弱いことが影響している(図表10)。次に、「輸出シェア」についてみると、わが国の輸出は、新興国向けの部品や資本財、IT関連財に強みを持っている。このため、今回

¹⁵ 中国経済の減速がわが国輸出に及ぼす影響については、BOX1を参照。

¹⁶ 世界貿易量は、各国の実質輸入を合計した値を用いている。

の新興国を中心とする製造業部門の調整は、とりわけ、わが国輸出の下押し要因となり、「輸出シェア」を抑制する方向に作用している。以上の「世界貿易量」と「輸出シェア」の動きを反映して、わが国の輸出は、それまでの持ち直しが一服した姿となっている。

輸出の先行きについては、新興国を中心とした世界的な貿易活動の落ち込みの影響が残るもとで、当面横ばい圏内の動きとなるが、本年度後半には、スマートフォンの新製品発売に伴うIT関連需要の緩やかな回復や自動車（輸出向け）の国内生産回帰の動きもあって、徐々に持ち直していくと予想される。その後については、先進国の着実な景気回復の好影響が新興国にも波及する中で、中国経済が景気刺激策の効果もあって現在の減速局面を脱し、それに伴ってNIEs・ASEANなどの成長率も高まっていくとみられることから、「世界貿易量」は次第に持ち直し、ひいてはわが国の輸出も緩やかに増加していく、と考えられる。ただし、新興国・資源国の期待成長率の低下やそれに伴う過剰設備の存在を踏まえると、わが国が比較優位を有する資本財を中心に、輸出は上方に弾みにくく下方に振れやすい状態が続き、わが国「輸出シェア」の上昇ペースも緩やかなものにとどまると考えられる。

この間、新興国経済の減速にもかかわらず、アジアからを中心に訪日外国人は大幅な増加を続けており、サービス輸出に分類される旅行収支の受取は、明確な改善傾向をたどっている。先行きも、為替円安に加え、東京オリンピックを見据えた観光客誘致政策にも支えられて¹⁷、訪日外国人の増加傾向は続き、これは旅行収支の受取増加を通じて輸出の下支えに作用していくとみられる。

¹⁷ 東京オリンピックの経済効果については、BOX 2を参照。

輸入は、国内需要の動きなどを反映して、緩やかな増加基調を続けている。先行きの輸入については、既往の為替相場の動向が当面抑制要因として作用するものの、国内需要の動きなどを反映して、消費税率引き上げによる振れを伴いつつも、緩やかな増加基調を続けていくと予想される。

(対外収支)

名目経常収支をみると（図表 11(1)）、昨年 10～12 月以降、第一次所得収支の黒字が続く中、旅行収支の改善に加えて、輸出の持ち直しや原油価格下落に伴う貿易収支の改善から、経常黒字幅のはっきりとした拡大傾向が続いてきたが、足もとでは、上記の輸出入の動きを反映して、黒字幅の拡大傾向は一服している。先行きは、所得収支の黒字幅拡大と、原油安による名目貿易収支の改善を反映して、経常収支の黒字幅は、再び緩やかな拡大傾向をたどる可能性が高い¹⁸。

(鉱工業生産)

鉱工業生産は、新興国経済の減速の影響や世界的な I T 関連需要の弱さに加え、軽乗用車の在庫調整が長引いていることもあって、このところ横ばい圏内の動きとなっている（図表 12、13）。

先行きの鉱工業生産は、輸出と同様、当面横ばい圏内の動きを続けるとみられるが、その後は、新興国経済が減速した状態から脱し、在庫調整が進捗するにつれて、緩やかに増加していくと考えられる。

¹⁸ 概念的に経常収支と表裏の関係にある国内の貯蓄投資バランスについて考えると（図表 11(2)）、見通し期間においては、民間部門の貯蓄超過幅は、消費税率引き上げによる振れを伴いつつも、ごく緩やかな縮小傾向をたどる一方、一般政府の赤字幅は税収の増加もあってはっきりと縮小すると見込まれる。このため、国内全体では、貯蓄超過幅は見通し期間を通じて拡大傾向をたどると考えられる。

(企業収益)

企業収益は、原油安や為替円安に支えられて、明確な改善が続いている。法人企業統計をみると、4～6月の全産業全規模ベースの経常利益は大幅な増益となり、売上高経常利益率は過去最高水準となっている(図表14)。企業の業況感は、新興国経済の減速や国際商品市況の下落の影響から、一部にやや慎重な動きもみられるが、企業収益の改善や国内民間需要の底堅さを背景に、総じて良好な水準が維持されている(図表15)。

企業収益の先行きについては、新興国経済の減速が輸出数量面に下押しに作用しつつも、①原油安などによる交易条件の大幅な改善、②為替円安にも支えられた海外部門からの配当・利息の受取増加、③内需を中心とした売上数量(出荷)の持ち直しを背景に、明確な改善傾向をたどると予想される。ただし、見通し期間の終盤にかけては、景気が循環的には減速方向に向かい、2017年度には、駆け込み需要の反動も予想されるため、収益の伸び率は鈍化していくと考えられる。

(設備投資)

設備投資は、企業収益が明確な改善を続ける中で、緩やかな増加基調にある。一致指標である資本財総供給(除く輸送機械)や法人企業統計の設備投資(名目ベース)は、振れを伴いつつも、緩やかな増加基調をたどっている(図表16)。9月短観における本年度の事業計画をみると(図表17)、過去最高水準の利益率が見込まれるもとの、企業の設備投資スタンスはしっかりとしている。業種別・規模別にみると、製造業大企業が、この時期にしてはかなり高めの伸びを維持しているほか、非製造業大企業や中小企業では、6月短観から上方修正されている。GDPの概念に近い、全産業全規模+金融機関の設備投資計画(ソフトウェア含む、土地投資除く)をみても(図表18)、前年比+8.4%とこの時期としては2006

年度以来の堅調な計画となっている。そのもとで、機械受注や建築着工床面積などの先行指標も、振れを均せば、緩やかな改善基調を続けている（図表 19）。

先行きの設備投資は、①企業収益の明確な改善、②低金利や緩和的な貸出スタンスといった投資刺激的な金融環境、③円安傾向の定着を眺めた製造業の国内投資の積極化を背景に、緩やかな増加を続けると予想される。ただし、見通し期間の後半から終盤にかけては、資本ストックの蓄積に伴って、設備投資の循環的な増加テンポは徐々に鈍化していくと想定している。企業収益やキャッシュフローとの対比でみると、企業はリーマン・ショック以降、抑制的な設備投資スタンスを維持しているが、見通し期間を通じて、期待成長率が緩やかに上昇し、原油安や円安傾向も定着する中で、投資スタンスも徐々に積極化していくと考えられる（図表 20）。

こうした見通しについて、「設備投資は、一定の成長期待のもとで、生産活動に必要とされる資本ストックを実現するよう行われる」との考え方のもと、資本ストック循環の観点から設備投資の伸び率を評価すると（図表 21）、設備投資は、当面、「0%台前半ないし半ば程度」と推計される潜在成長率と同程度の期待成長率を前提としたペースで増加するとみられる。その後は、企業が、潜在成長率をわずかに上回る期待成長率を前提とした設備投資を行う姿を想定しているが、これは極めて緩和的な金融環境がもたらす投資刺激効果に加え、オリンピック関連需要の顕在化も勘案したことによる。

（雇用・所得環境）

労働需給は着実な改善を続けている（図表 22、23）。雇用面をみると、労働力調査の雇用者数は、振れを均せば前年比で0%台半ばから1%程

度のペースで増加している。そのもとで、有効求人倍率は改善傾向が明確となっているほか、短観の雇用人員判断D I をみても人手不足感は着実に強まっている。失業率も、短期を中心に、振れを伴いつつも緩やかな低下傾向にある。先行きも、潜在成長率を上回るペースでの経済成長が暫く続くとみられる中で、引き続き雇用者数は増加し、労働需給の着実な改善が続く可能性が高い。

賃金面をみると（図表 24）、一人当たり名目賃金は、特別給与を除いてみれば、緩やかに上昇している¹⁹。とくに、所定内給与の前年比は、パート比率上昇が引き続き下押し方向に作用しているものの、一般労働者がベアの影響などからプラス幅を拡大するもとで、全体でも緩やかにプラス幅を拡大している。もっとも、企業収益が過去最高水準にあり、失業率が3%台前半まで低下していることとの対比でみると、賃金の改善の程度はやや鈍い点には留意する必要がある（前掲図表 20）。

先行きについては、企業業績の改善や労働需給の引き締まりが一段と明確になり、労使交渉において基調的な物価上昇を勘案する姿勢が定着していく中で、労働者全体の時間当たり名目賃金は、ベアの高まりや非正規労働者の賃金上昇を反映し、所定内給与を中心に、上昇していくと考えられる。

雇用者所得は、雇用者数の増加や賃金の改善を反映して、振れを伴いつつも緩やかに増加している（図表 25）。先行きも、上述の雇用・賃金の見通しのもとで、雇用者所得は緩やかに伸びを高め、見通し期間の後半には、名目GDP並みの伸びで徐々に安定していくと想定している。

¹⁹ 毎月勤労統計の30人以上事業所のサンプル替え以降、特別給与を中心に、新旧サンプルの違いを反映したとみられる振れが大きくなっており、賃金の実勢がやや見極め難くなっている。もっとも、毎月勤労統計以外の賃金関連統計や消費者マインドの改善傾向も併せて考慮すると、賃金の上昇基調に大きな変化はないと考えられる。

(家計支出)

個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、底堅く推移している。GDP個人消費は、3四半期連続で前期比増加した後、4～6月にマイナスとなったが(図表26)、これは、軽乗用車の販売不振に加え、天候不順や需要側統計(家計調査)のサンプル要因といった一時的な振れの影響が大きいとみられる。この点、①実質可処分所得は賃金上昇や年金支給額の増額、エネルギー価格の下落に支えられて増加しており、そのもとで消費者マインドも振れを伴いつつも改善傾向を維持していること、②7月以降の販売統計は、天候不順の下押しが剥落するにつれて、総じて持ち直していること、③外食などのサービス消費も、ひと頃に比べ改善傾向が明確になっていることなどを踏まえると、個人消費の基調的な底堅さに大きな変化はないとみられる(図表27、28、29)。

先行きの個人消費については、実質可処分所得の明確な増加を背景に、2016年度前半にかけて、徐々に底堅さを増していくと考えられる。実質可処分所得の増加は、この2年程度見られなかった現象であり、消費の押し上げ効果は相応に大きいと考えられる。2016年度後半には、エネルギー価格の下げ止まりなどが実質可処分所得の抑制要因として作用するものの、個人消費は、消費税率引き上げ前の駆け込み需要を主因に、高めの伸びになると予想される。一方、2017年度については、駆け込みの反動とともに、実質所得減少の効果が現れることから、2014年度ほどではないとはいえ、減少に転じると想定される。ただし、その度合いについて不確実性は大きい。

住宅投資は、持ち直している(図表30)。先行きも、雇用・所得環境の着実な改善が続くもとで、低水準の住宅ローン金利も下支えとなり、持

ち直しを続けると予想される²⁰。

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）は、国際商品市況の下落やアジア製品需給の悪化を反映して、7月以降、3か月前比でみて下落を続けている（図表 31(1)）。一方、企業向けサービス価格（除く国際運輸）の前年比は、業績改善を背景とした企業の前向きな支出活動が続くもとの、0%台後半のプラスで推移している（図表 31(2)）。

消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、本年初以降、①原油価格の下落に伴うエネルギー価格の下落幅拡大と②需給ギャップの改善や為替円安のコスト転嫁を背景としたエネルギー以外の改善が概ね相殺し、全体として0%程度で推移している（図表 32）。仔細にみると、財は、石油製品が下落幅を拡大しているものの、個人消費が底堅く推移するもとの、為替円安によるコスト高を転嫁する動きもあって、食料工業製品や耐久消費財などを中心に着実に改善している。一般サービスは、家賃が小幅の下落を続けているものの、賃金上昇を背景とした外食や他のサービス（宿泊料や家事関連サービス）の値上げの動きなどから、緩やかなプラス幅の拡大を続けている。この間、公共料金は、燃料費調整制度に伴う電気代・ガス代の下落を主因に、このところマイナス幅を拡大している。

消費者物価の基調的な動きを捉える指標として（図表 33）²¹、刈込平均

²⁰ なお、2017年4月の消費税率引き上げの影響については、駆け込み需要の一部は既に前回の引き上げ前にある程度前倒しで顕在化していた可能性があるほか、住宅取得資金の贈与に係る贈与税非課税の特例措置もあって、前回よりも駆け込みと反動の規模は幾分小さくなると想定しているが、この点でも消費同様、不確実性は残る。

値をみると²²、本年初以降、振れを伴いつつもごく緩やかに上昇しており、このところ0%台半ばで推移している。生鮮食品とエネルギーを除く総合の前年比をみると、1～2月の+0.4%をボトムに再び伸びが高まってきており、9月は+1.2%と、昨年2月の直近ピーク（+0.9%）を明確に上回っている。また、除く食料・エネルギーの前年比も、4月の+0.2%をボトムに着実に上昇しており、9月は+0.9%となっている。この間、消費者物価（除く生鮮食品）を構成する各品目の前年比について、上昇品目の割合から下落品目の割合を差し引いた指標をみると、4月以降、はっきりと上昇しており、足もとでは40%ポイントを超えるなど、直近ピーク（2008年10月の32%ポイント）を明確に上回る水準で推移している。

この間、GDPデフレーターの前年比は、原油価格の下落に伴う輸入デフレーターの下落を主因にプラスとなっている（図表34）。内需デフレーターについては、消費税率引き上げの影響が剥落したことに加え、エネルギー価格下落の影響もあって、このところ0%近傍で推移している。

（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は（前掲図表2（1）、図表35（2））、当面、新興国経済の減速の影響から、製造業の資本投入ギャップを中心に小幅のマイナスで推移するが、2015年度末にかけて過去の長期平均並みを示すゼロを超えてプラスに復した後、景気拡大に伴う生産要素の稼働状況の高まりを反映して、プラス幅を着実に拡大し

²¹ 基調的な物価上昇率について、詳しくはBOX3を参照。

²² 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。

ていくと予想される。2017 年度には、消費増税の影響から成長率が潜在成長率を幾分下回る結果、需給ギャップはプラスを維持しつつも横ばい圏内の動きとなると想定している。

第2に、中長期的な予想物価上昇率については、やや長い目でみれば、全体として上昇しているとみられる。予想物価上昇率に関するマーケットの指標や各種アンケート調査について、最近の動きをみると、幾分弱含んでいるものもあるが、総じてみれば、原油価格の下落にもかかわらず横ばいである（図表 36、37）。また、本年度について、ベアを含む賃上げが多く企業の昨年度を上回る伸びとなったことや、価格改定の動きに拡がり持続性がみられていることは、予想物価上昇率の高まりも受けて企業の賃金・価格設定スタンスが変化していることを示している。先行きについても、日本銀行が「量的・質的金融緩和」を推進し、実際の物価上昇率が高まっていくもとで、中長期的な予想物価上昇率も上昇傾向をたどり、「物価安定の目標」である2%程度に向けて次第に収斂していくと考えられる。

第3に、輸入物価についてみると（図表 38）、原油価格（ドバイ）は、ボラティリティが高止まりしており、先行きの不確実性も高いが、1バレル50ドルを出発点に、見通し期間の終盤にかけて60ドル前半に緩やかに上昇していくと想定している。そうした前提のもと、消費者物価の前年比に対するエネルギー価格（石油製品・電気代・都市ガス代）の寄与度は、2016年入り後マイナス幅縮小に転じ、2016年度後半には概ねゼロになると試算される。為替相場の動向が消費者物価に及ぼす影響については、個人消費が底堅さを増していくもと、既往の為替円安によるコスト高を転嫁する動きが、2016年度に減衰はしつつも、続いていくと考えられる。

(物価の先行き)

以上を踏まえ、消費税率引き上げの直接的な影響を除いて物価情勢を展望すると(前掲図表 35)、消費者物価(除く生鮮食品・エネルギー)の前年比は、需給ギャップの改善とインフレ予想の高まりを背景に、円安や賃金上昇によるコスト増を転嫁する動きが進んでいくことから、足もとの1%強から2%程度に向けて、着実に上昇率を高めると考えられる。消費者物価(除く生鮮食品)の前年比については、2015年度は、エネルギー価格の下押し効果と除く生鮮食品・エネルギーの改善効果が相殺し、ゼロ%程度ないし小幅のプラスで推移する。2016年度入り後も、当面、エネルギー価格の下押し効果は、減衰しつつもなお残存するが、2016年度後半頃には、エネルギー価格のマイナス寄与が剥落するもとの、消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、2%程度に達すると予想される。その後は、平均的にみて、2%程度で推移すると考えられる。

消費者物価(除く生鮮食品・エネルギー)でみたインフレ率とマクロ的な需給ギャップとの関係(いわゆるフィリップス曲線)で整理すると、現状は、ゼロ近傍の需給ギャップのもとで、1%強のインフレ率となっている(図表 39)。2015年度のインフレ率は、直前に円安が急速に進行した2013年度の動きと同様、川下へのコスト転嫁が進捗するもとの、需給ギャップの改善以上に上昇率を高める姿になると予想される。2016年度のインフレ率は、円安の押し上げ効果が徐々に剥落するものの、中長期的な予想物価上昇率へ収束する動きが強まるため、概ね需給ギャップに沿って、緩やかにプラス幅が拡大する姿となる。2017年度は、中長期的な予想物価上昇率が2%程度に収束していく中、インフレ率は需給ギャップの横ばい圏内の動きを反映して、2%程度で推移すると考えられる。このように、中心的な見通しでは、消費者物価の前年比は、需給ギ

チップの改善に比較的明確に反応していくとともに、フィリップス曲線自体も中長期的な予想物価上昇率の高まりを反映して、次第にシフトアップしていくと想定している。

この間、物価と名目賃金の関係を確認しておく（図表 40）、消費者物価と時間当たり名目賃金との間には、長い目でみれば、労働生産性と整合的なかたちで、概ね同時に変動するといった安定的な関係が確認される。上記の見通しでは、先行き、賃金交渉において基調的な物価上昇を考慮する姿勢が強まっていくのに伴い、賃金上昇と物価上昇の好循環が次第に明確となる姿を想定している。すなわち、時間当たり賃金が、労働需給の引き締めや予想物価上昇率の高まりを反映して緩やかに上昇していく中で、消費者物価もこれと整合的なかたちで徐々に基調的な上昇率を高めていくと想定している。

（地価）

地価は、全体では小幅の下落となっているが、下落幅は縮小している。2015年の都道府県地価調査（7月1日時点）で地価の前年比をみると（図表 41）、東京、大阪、名古屋の三大都市圏では、商業地の上昇幅が拡大したほか、住宅地も小幅ながら上昇を続けた。また、地方圏においては、商業地・住宅地ともに、4年連続で下落幅が縮小している。

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。

日本銀行が「量的・質的金融緩和」を進めるもとで、マネタリーベースの前年比は、3割台前半から半ばの高い伸びを続けている（図表 42）。

企業の資金調達コストは、低水準で推移している。CP・社債の発行

スプレッドは、堅調な投資家の需要を背景にCP・社債市場において良好な発行環境が続くもとの、低い水準で推移している（図表 43）。新規の貸出金利をみると、既往ボトム圏の低い水準で推移している（図表 44（1））。こうしたもとの、企業の支払金利は、収益力に比べて十分低い水準で推移している（図表 44（2））。

企業の資金調達の容易さという観点から、企業からみた金融機関の貸出態度をみると、大企業、中小企業ともに、改善傾向が続いている（図表 45（1））。短観のDIは、直近のピークである 2006 年頃と概ね同じ水準またはそれを上回る水準まで改善している。また、企業の資金繰りは、大企業、中小企業ともに、良好である（図表 45（2））。各種のDIは、直近のピークである 2006 年頃と概ね同じ水準またはそれを上回る水準まで改善している。

企業の資金需要面をみると、引き続き、運転資金需要が増加しているほか、医療・福祉といった高成長が見込まれる分野や企業買収に関連する資金需要の増加がみられている。こうしたもとの、銀行貸出は、業種・地域や企業規模の面で拡がりを伴いつつ増加を続けており、残高の前年比は2%台半ばから後半のプラスで推移している（図表 46（1））。企業規模別にみても、大企業向け・中小企業向けともに前年比プラスが続いている（図表 46（2））。一方、CP・社債合計の発行残高は、振れを伴いつつも、概ね前年並みで推移している（図表 46（3））。商品別に前年比をみると、CPは、リース会社や消費者ローン会社などによる資金調達の増加を背景に、本年半ばまでプラスを続けたが、その後は、昨年後半以降の増加ペースが一服したことなどから、足もとマイナスとなっている。社債は、発行体の手元資金が潤沢であることや、銀行の貸出姿勢が積極的であることなどから、前年比はマイナスとなっている。

マネーストック（M2）の前年比は、銀行貸出の増加などを背景に、3%台後半から4%台前半の伸びとなっている（図表 47(1)）。対名目GDP比率は緩やかな上昇傾向にある（図表 47(2)）。

（金融市場動向）

国際金融資本市場では、本年半ばまでは、緩和的な金融環境が維持される中で、長期金利は総じて低水準で推移し、株価は上昇傾向を続けていたが、その後は、ギリシャ情勢に対する懸念や中国経済の先行きに対する不透明感の高まりなどを受けて、世界的に振れの大きい展開となった。

各市場の動向をみると、株価は、本年半ばまでは、緩和的な金融環境が景気や企業業績の下支えとなる中で、上昇傾向を続けていたが、その後は、ギリシャ情勢に対する懸念や中国経済の先行きに対する不透明感の高まり、および各国金融政策の動向などを受けて、振れの大きい展開となった（図表 48(1)）。

長期金利（10年物国債利回り）は、米国およびドイツでは、本年半ばまでは、それまでの低金利環境の巻き戻しの動きから幾分上昇したが、その後、国際金融資本市場におけるボラティリティの高まりを受けた投資家のリスク回避姿勢の強まりを背景に低下した（図表 49(1)）。この間、円を見合いとしたドル調達プレミアムが、需給環境のタイト化から上昇する動きはあるものの、邦銀の外貨資金の調達環境は、総じてみれば落ち着いた状況が続いている（図表 50(2)）。米ドルおよびユーロのLIBOR-OISスプレッドをみても、全体として低水準で推移している（図表 50(3)）。

わが国の金融資本市場をみると、短期金利は、日本銀行による潤沢な資金供給が続くもとで、長めのターム物を含めて低位に抑制されている

(図表 50(1))。短期国債の利回りは、ゼロ近傍ないしマイナス領域での推移が続いている。銀行間取引にかかる信用スプレッドも、わが国の金融機関のバランスシートの健全性が保たれているもとの、安定的に推移している(前掲図表 50(3))。

長期金利(10年物国債利回り)は、米国長期金利の上昇を受けて幾分上昇した後、本年半ば以降は、原油価格の下落や米欧長期金利の低下を背景に、幾分低下し、最近では0.3%程度となっている(前掲図表 49)。

株価は、本年半ばまでは上昇傾向を続けたが、その後は、世界的な株価変動の影響を受け、振れの大きい展開となった(前掲図表 48(1))。不動産投資信託(J-REIT)市場では、J-REIT価格が、本年半ばまでは堅調に推移したが、その後は振れの大きい展開となった(図表 48(2))。

為替市場をみると、円の対ドル相場は、本年半ばにかけて緩やかなドル高円安方向の動きが続いたが、その後は、世界的な株価下落が生じるもとの、投資家のリスク回避姿勢の高まりを受けて、幾分ドル安円高方向の動きとなり、最近では120円を挟むレンジ圏での動きが続いている(図表 51)。円の対ユーロ相場は、欧州の長期金利上昇を背景にユーロ高円安方向の動きとなった後、ギリシャ情勢を巡る不透明感の高まりからユーロ安円高方向の動きとなる場面もみられたが、総じてみれば、横ばい圏内での動きが続いている。

以 上

(BOX 1) 中国経済の減速が輸出に及ぼす影響

わが国の輸出は、中国経済の減速が貿易活動の連関を通じてN I E s・A S E A Nにも波及するもとの、横ばい圏内の動きとなっている。わが国が比較優位を持つ資本財は、東アジア向けの工作・建設機械を中心に伸び悩んでいるほか、サプライチェーンの川上に位置する財が多いI T関連財についても、中国の最終需要（スマートフォン）の増勢鈍化の影響もあって、このところ減少を続けている。

中国経済の減速が、わが国輸出に及ぼす影響について定量的に把握するため、中国の製造業の「実勢」を表す指標として比較的信頼性が高いとみられる電力生産量に加えて、アジア新興国の鉱工業生産、実質原油価格、円の実質実効為替レート、わが国の実質輸出を変数とする、簡単な時系列モデル(V A R)を推計した(BOX図表1)。中国の電力生産量がトレンドから1%下方に乖離した場合の各変数の反応をみると、①アジア新興国における生産活動の減速と②原油価格の下落をもたらすとともに、③1～2四半期程度のラグを伴って、わが国実質輸出の相応の減少につながる姿が確認できる。

(BOX 2) 東京オリンピックの経済効果

2020年に開催予定の東京オリンピックは、主として、以下の2つの関連需要の増加を通じて、わが国経済にプラスの効果을及ぼすと考えられる。

第1に、訪日外国人の増加が挙げられる(BOX図表2(1)(2))。前述のとおり、訪日外国人数は、訪日観光ビザの要件緩和や為替円安を背景に、このところ順調に拡大しており、2020年に2,000万人という政府目標の達成は、ほぼ確実な情勢となっている。この点、諸外国との比較でも、訪日客の増加余地はなお大きく、東京オリンピックを見据えた観光客誘致政策の強化などを通じて、訪日観光需要を一段と拡大させていくことは十分に可能であるとみられる。その際、諸外国の経験を参考にすると、オリンピック観光客が首都圏のみならず地方にも回遊するルートを確保し、これを機にわが国全体の観光資源の売り込みを図ることが、オリンピック後も末長く観光客を呼び寄せるポイントとなる。

第2は、オリンピック関連の建設投資の増加である(BOX図表2(3)(4))。これには、オリンピック会場設備(オリンピックスタジアムや競技施設・選手村など)の建設など直接的な需要だけでなく、民間ホテルの新築・増改築や都心の再開発、商業施設の建設や交通インフラの整備といった間接的な需要も含まれる。過去のオリンピック開催国のパターンを参考にすると、関連する建設投資は、2017~2018年にかけて大きく増加すると予想され、これは2017年の消費増税のマイナス効果がある程度減殺する可能性がある。ただし、2020年以降は、オリンピック関連の建設投資は大きく減少していくため、建設投資のブーム・アンド・バスタによる景気の大きな振幅を回避するためには、各種の成長力強化に向けた取り組み(観光客誘致等)を通じて、建設投資の落ち込みを相殺するだけの新規需要を掘り起こしていく必要がある。

(BOX 3) 基調的なインフレ率の動向

毎月公表される消費者物価指数は、様々な要因の影響を受けて変動する。このため、金融政策の運営にあたっては、現実に観測される物価指数の動きから様々な一時的な攪乱要因の影響を取り除き、需給ギャップやインフレ予想の変化を反映した物価の基調的な変動を的確に把握する必要がある。

そうした物価の基調的な変動を捕捉することを目的として、様々なコア指標が試算されているが(前掲図表 33)、大別すると2つの方法に分けられる²³。第1の方法は、変動の大きな品目を予め特定し、そうした特定の品目を除いた物価指数をコア指標とする方法である。日本銀行では、これまで「除く生鮮食品」を重視してきたが、最近では、生鮮食品に加えて、原油価格の変動の影響を受けやすいエネルギー関連品目(石油製品・電気代・都市ガス代)を取り除いた「除く生鮮食品・エネルギー」を金融経済月報において公表している。米国では、総合からエネルギーと食料を除いた「除く食料・エネルギー」が重視されており、わが国でも同指標は総務省から毎月公表されている。

第2の方法は、品目別価格変動分布から一時的な相対価格変動の影響を取り除く方法である。これには、①分布の両端の一定割合を機械的に控除する前述の「刈込平均値」のほか、②分布において最も頻度(密度)の高い値をコア指標とする「最頻値」や、③分布の50%タイル近傍の品目を加重平均して算出する「加重中央値」が含まれる。これらの指標は、品目別価格変動分布が、需給ギャップやインフレ予想の変化などに応じて、全体としてどの程度シフトしているかを示す指標としても解釈できる。

第1の方法、第2の方法いずれを用いて算出したコア指標をみても(前掲図表 33、BOX図表 3)、需給ギャップの改善やインフレ予想の高まりを反映して、前年比上昇率は着実に高まっている。ただし、分布情報に基づくコア指標(刈込平均値、最頻値、加重中央値)の上昇ペースは、除く生鮮食品・エネルギーなどに比べると、やや鈍めとなっている。これは、①除く生鮮食品・エネルギーの上昇率の高まりは、需給ギャップの改善や為替円安のコスト転嫁の影響を受けやすい品目の価格上昇が牽引し、これまでのところ分布が右方向(上昇方向)に歪むかたちで生じている一方、②需給ギャップやイン

²³ 日銀レビュー「消費者物価指数のコア指標」(2006-J-7)を参照。

フレ予想との連動性が低く、価格が極めて硬直的な家賃や一部の公共料金は、消費者物価指数では相応のウェイトを有しているため、これら品目を含めた分布の一般的な右方向（上昇方向）へのシフトには相応の時間がかかっていること、を意味している。

この点を実証的に確認するため、ひとつの試みとして、①除く生鮮食品・エネルギー、②家賃、③公共料金（除く電気代・都市ガス代）、④価格弾力的セクター（①除く生鮮・エネルギーから、②家賃と③公共料金＜除く電気代・都市ガス代＞を除いた指標）の4つを対象に、需給ギャップに加え、インフレ予想としてバックワード・ルッキングな要素（過去の実績に引き摺られる慣性効果）とフォワード・ルッキングな要素（インフレ目標に影響を受ける中長期のインフレ予想）の双方を取り込んだ、ハイブリッド型フィリップス曲線を推計した（BOX図表4）。推計結果をみると、家賃や公共料金は、需給ギャップの変化に殆ど反応しない（計表中の α が小さい）、過去のインフレ実績にかなり引き摺られ易い（計表中の $1 - \beta$ が大きい）一方で、フォワード・ルッキングなインフレ予想に対する感応度は非常に低くなっている（計表中の β が小さい）。これに対し、価格弾力的セクターは、需給ギャップに対する反応は大きく、かつフォワード・ルッキングな予想インフレ率に対する感応度も相対的に強くなっている。こうした品目別にみた需給ギャップやインフレ予想に対する反応の違いが、品目別価格変動分布の歪みを通じて、コア指標間の動きの違いをもたらしている可能性が高い。

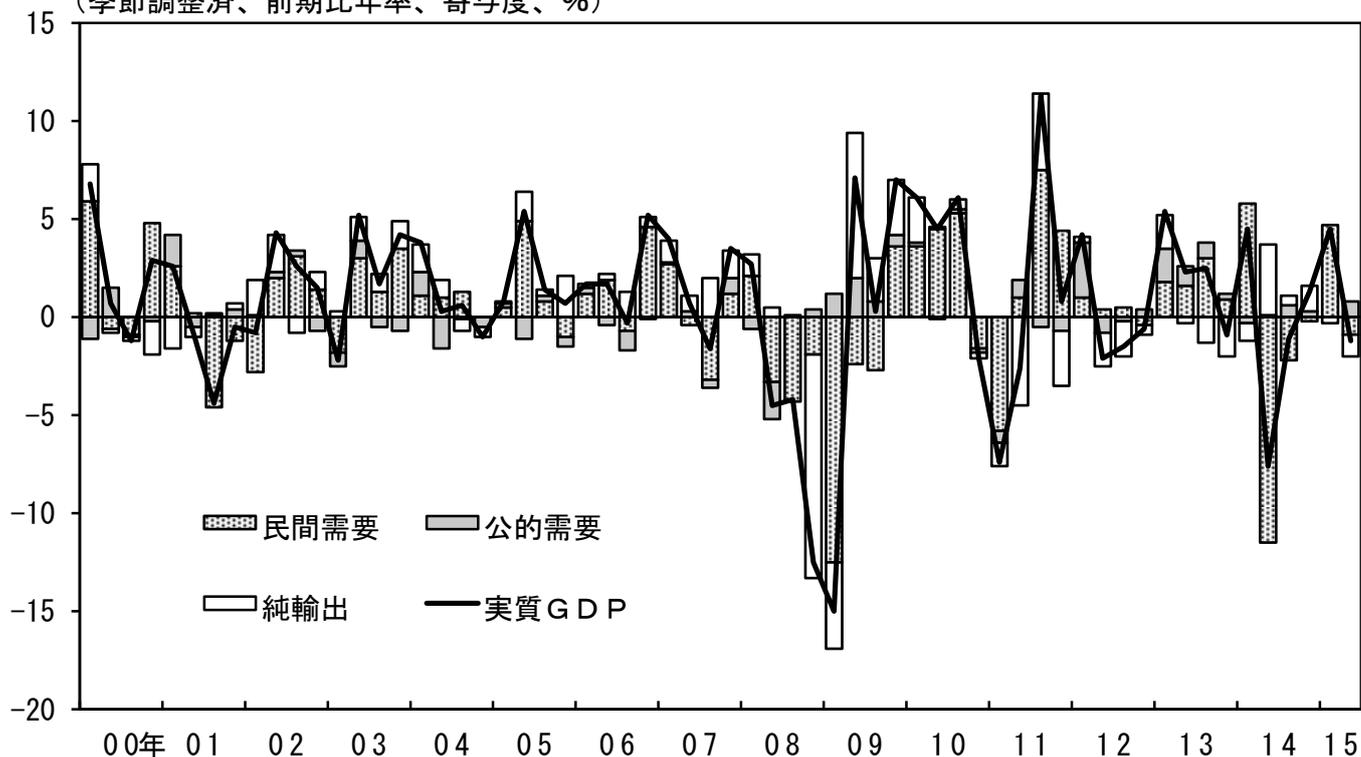
経済・物価情勢の展望（2015年10月）参考計表

- | | |
|-------------------------|------------------------------------|
| (図表 1) 実質GDP | (図表 31) 国内企業物価と企業向けサービス価格 |
| (図表 2) 需給ギャップと潜在成長率 | (図表 32) 消費者物価 |
| (図表 3) マクロの所得形成 | (図表 33) 消費者物価の基調的な変動 |
| (図表 4) 公共投資 | (図表 34) GDPデフレーター |
| (図表 5) 海外経済見通し | (図表 35) 消費者物価と需給ギャップ |
| (図表 6) 輸出を取り巻く環境 | (図表 36) 予想物価上昇率(1) |
| (図表 7) 実質輸出入 | (図表 37) 予想物価上昇率(2) |
| (図表 8) 実質輸出の内訳 | (図表 38) 輸入物価と国際商品市況 |
| (図表 9) 世界貿易量と日本のシェア | (図表 39) フィリップス曲線 |
| (図表 10) 情報関連輸出と資本財輸出 | (図表 40) 物価と賃金 |
| (図表 11) 経常収支と貯蓄投資バランス | (図表 41) 地価 |
| (図表 12) 鉱工業生産・出荷・在庫 | (図表 42) マネタリーベースと長期国債買入れ |
| (図表 13) 在庫循環 | (図表 43) CP・社債スプレッド |
| (図表 14) 企業収益 | (図表 44) 貸出金利 |
| (図表 15) 業況判断 | (図表 45) 企業金融 |
| (図表 16) 設備投資一致指標 | (図表 46) 貸出残高とCP・社債発行残高 |
| (図表 17) 設備投資計画(業種別・規模別) | (図表 47) マネーストック |
| (図表 18) 設備投資計画と実績 | (図表 48) 株価・REIT価格 |
| (図表 19) 設備投資先行指標 | (図表 49) 長期金利 |
| (図表 20) 企業収益と設備投資・人件費 | (図表 50) 短期金利 |
| (図表 21) 資本ストック循環 | (図表 51) 為替相場 |
| (図表 22) 雇用と労働需給 | (BOX図表1) 中国経済減速が輸出に及ぼす影響 |
| (図表 23) 失業率と労働力率 | (BOX図表2) 東京オリンピックの経済効果 |
| (図表 24) 賃金 | (BOX図表3) 品目別価格変動分布と基調的なインフレ率 |
| (図表 25) 雇用者所得 | (BOX図表4) フィリップス曲線の推計結果と最近の消費者物価の動向 |
| (図表 26) GDP個人消費 | (参考図表) 地域別の景気の総括判断(地域経済報告) |
| (図表 27) 供給側・需要側統計と販売統計 | |
| (図表 28) 形態別消費 | |
| (図表 29) 個人消費関連のマインド指標 | |
| (図表 30) 住宅投資 | |

実質GDP

(1) 実質GDP

(季節調整済、前期比年率、寄与度、%)



(2) 需要項目別の動向

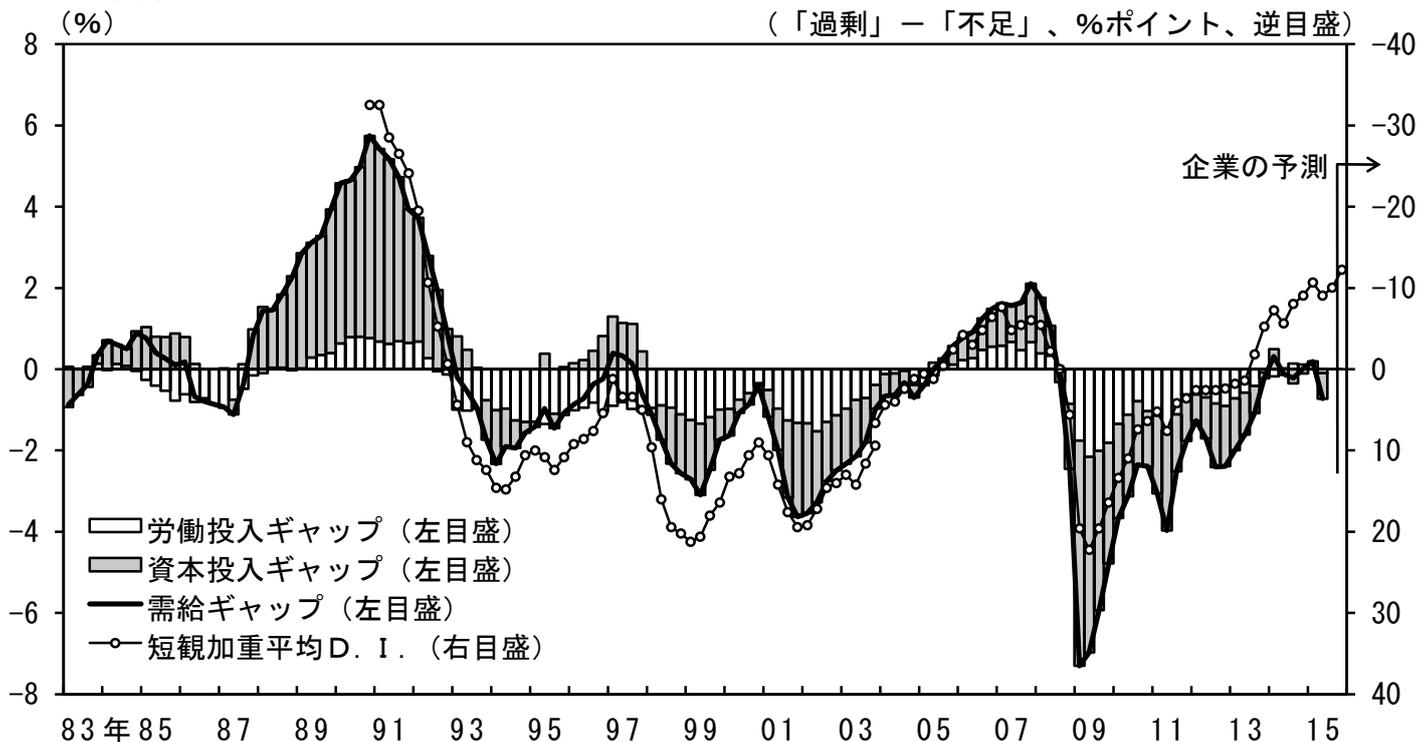
(季節調整済、前期比、内訳は寄与度、%)

	2014年			2015年	
	4~6月	7~9月	10~12月	1~3月	4~6月
実質GDP	-2.0	-0.3	0.3	1.1	-0.3
[前期比年率]	[-7.6]	[-1.1]	[1.3]	[4.5]	[-1.2]
国内需要	-2.8	-0.4	0.0	1.2	-0.0
民間需要	-2.9	-0.5	-0.1	1.2	-0.2
民間最終消費支出	-3.1	0.2	0.2	0.2	-0.4
民間企業設備	-0.6	-0.0	0.0	0.4	-0.1
民間住宅	-0.4	-0.2	-0.0	0.0	0.1
民間在庫品増加	1.2	-0.5	-0.2	0.5	0.3
公的需要	0.0	0.2	0.1	0.0	0.2
公的固定資本形成	0.0	0.1	0.0	-0.1	0.1
純輸出	0.9	0.1	0.3	-0.1	-0.3
輸出	0.1	0.3	0.5	0.3	-0.8
輸入	0.8	-0.2	-0.2	-0.4	0.6
名目GDP	0.2	-0.6	0.8	2.1	0.1

(資料) 内閣府「国民経済計算」

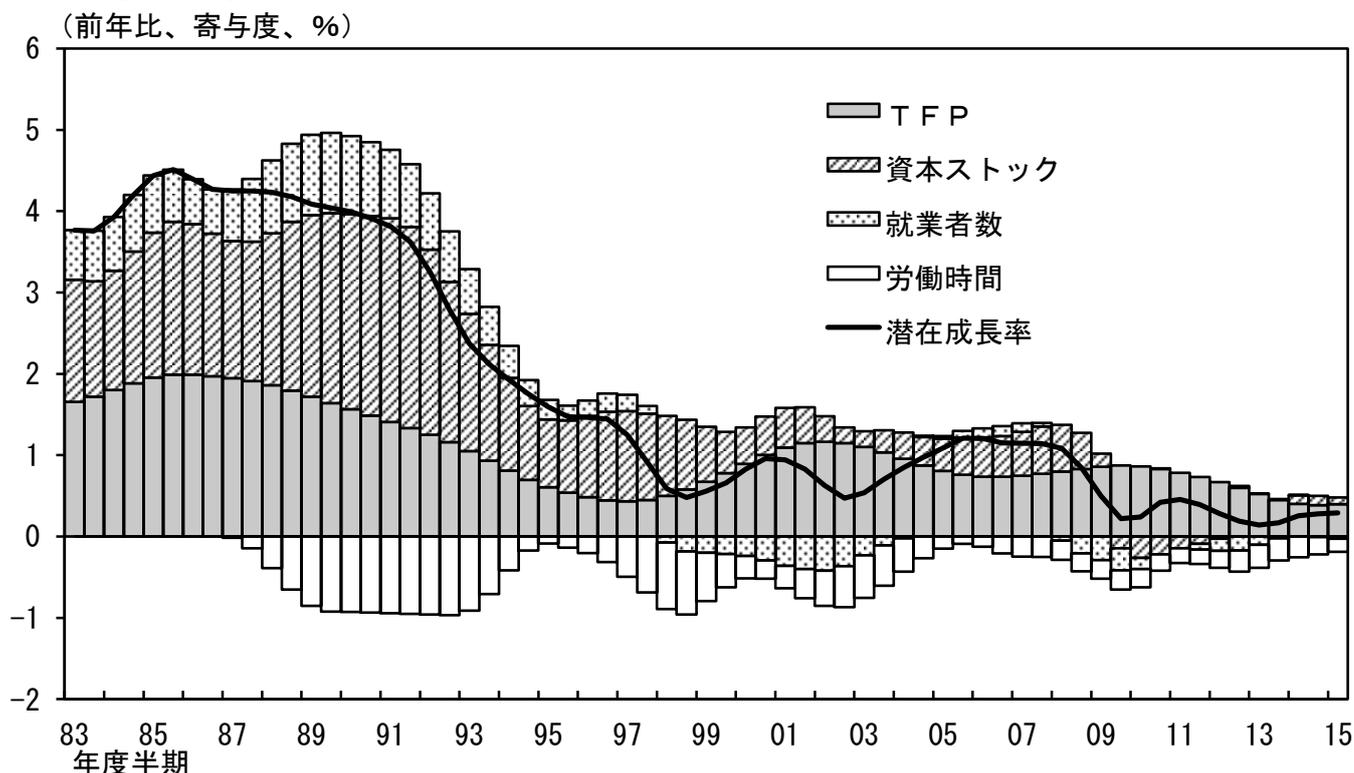
需給ギャップと潜在成長率

(1) 需給ギャップ



- (注) 1. 需給ギャップおよび潜在成長率は、日本銀行調査統計局の試算値。具体的な計測方法については、日銀レビュー「GDPギャップと潜在成長率の新推計」(2006年5月)参照(下の図表も同じ)。
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.と雇員判断D. I.を資本・労働分配率(1990~2013年度平均)で加重平均して算出。なお、短観の2003/12月調査には、調査の枠組み見直しによる不連続が生じている。

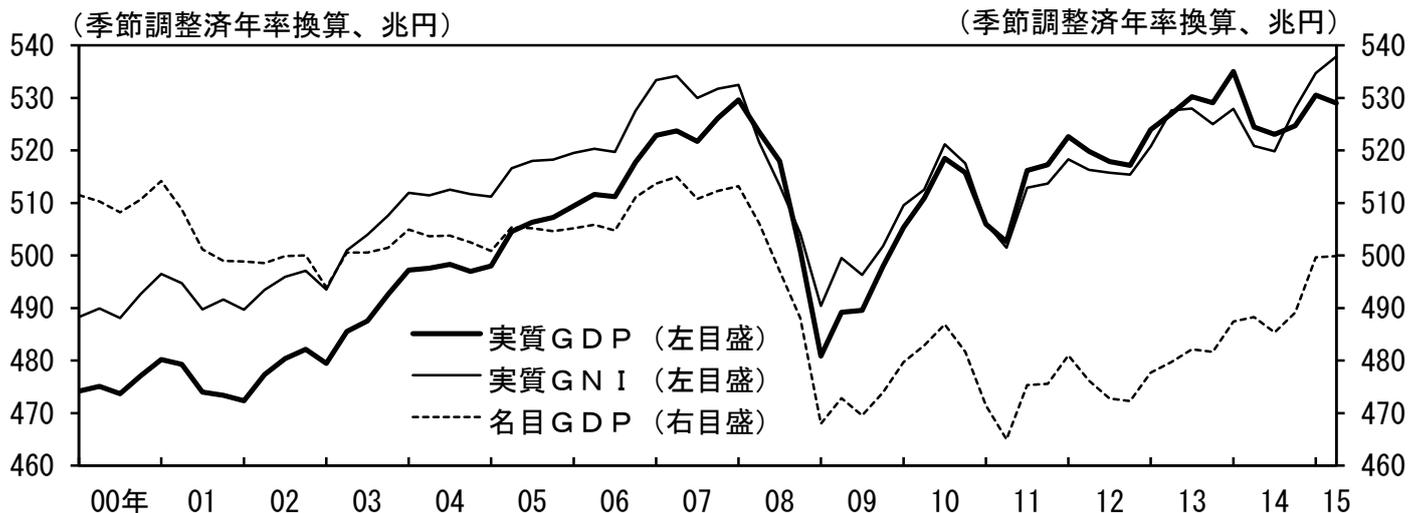
(2) 潜在成長率



- (注) 2015年度上半期は、2015/2Qの値。
(資料) 内閣府「国民経済計算」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、総務省「労働力調査」、厚生労働省「毎月勤労統計」「職業安定業務統計」、経済産業省「鉱工業指数統計」等

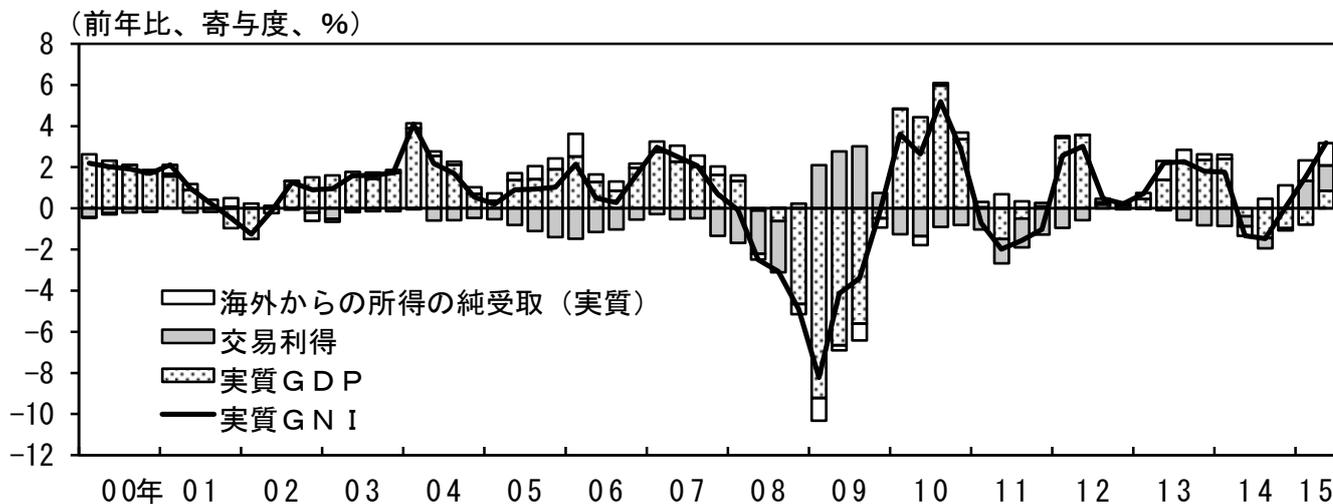
マクロの所得形成

(1) GDP (国内総生産) と GNI (国民総所得)

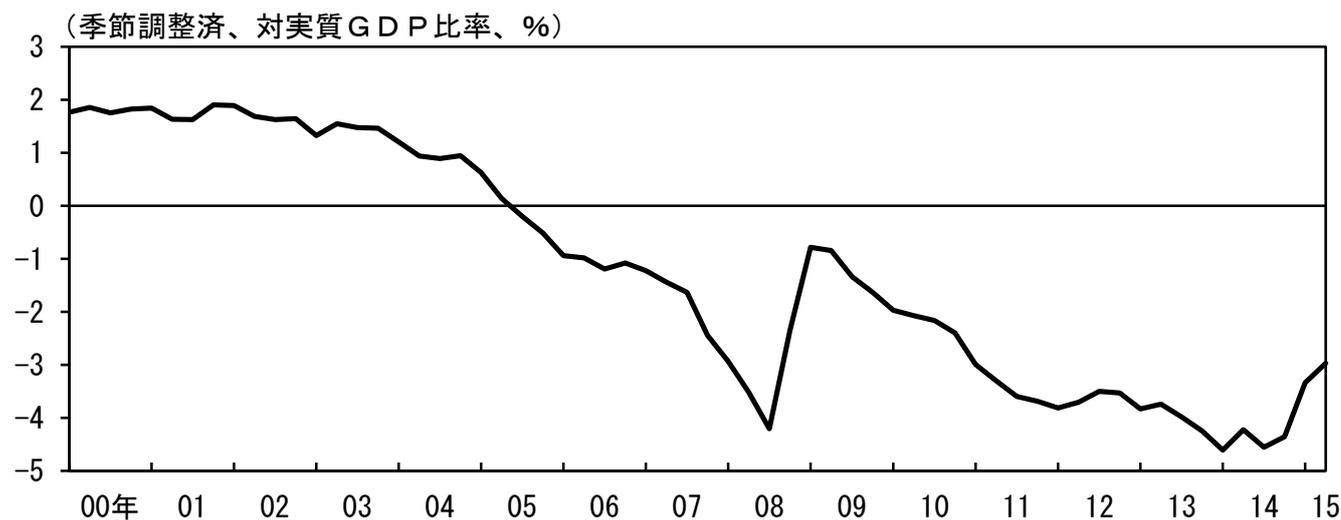


(注) 実質GNI = 実質GDP + 交易利得 + 海外からの所得の純受取 (実質)
交易利得 = 名目純輸出 / 輸出・輸入デフレーター の加重平均 - 実質純輸出
(下のいずれの図表も同じ)

(2) GNI の要因分解



(3) 交易利得



(資料) 内閣府「国民経済計算」

公共投資

(1) GDP公共投資

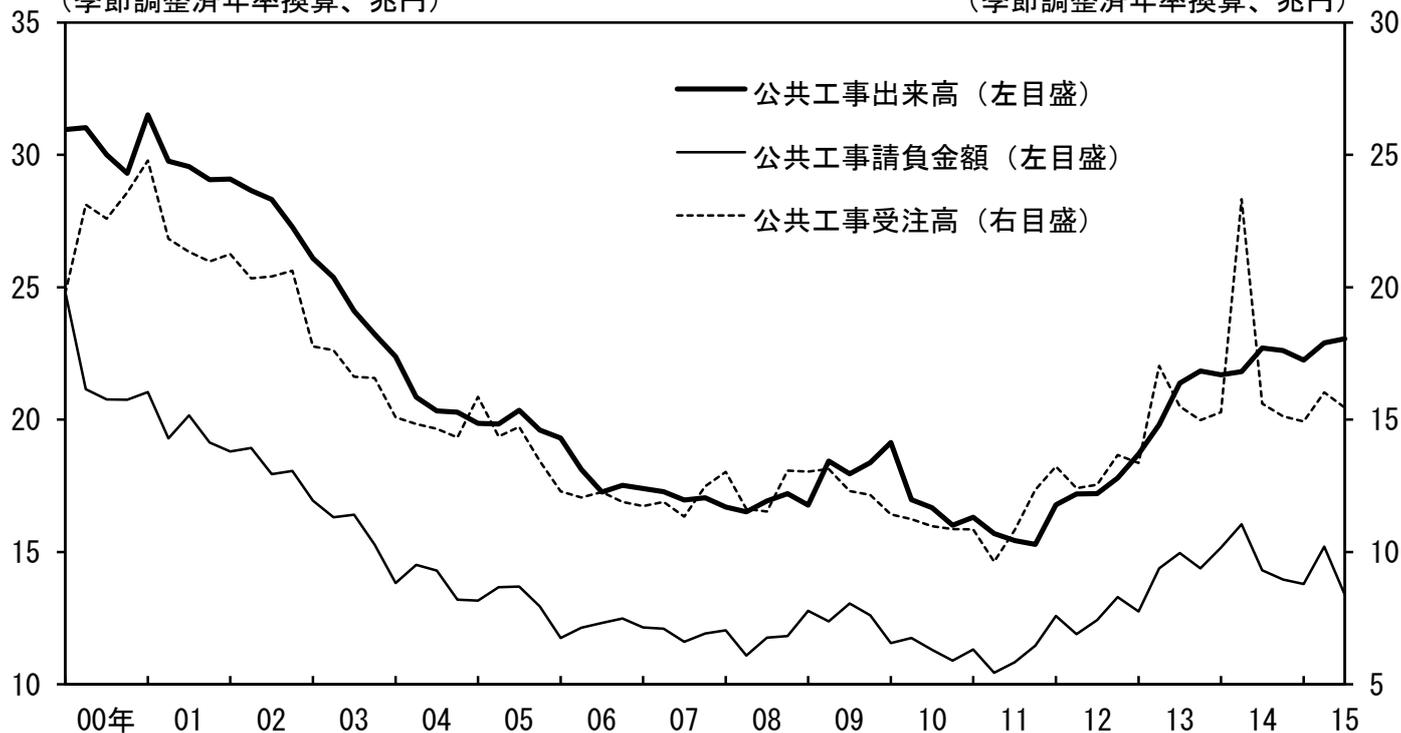
(季節調整済年率換算、兆円)



(2) 公共工事関連指標

(季節調整済年率換算、兆円)

(季節調整済年率換算、兆円)

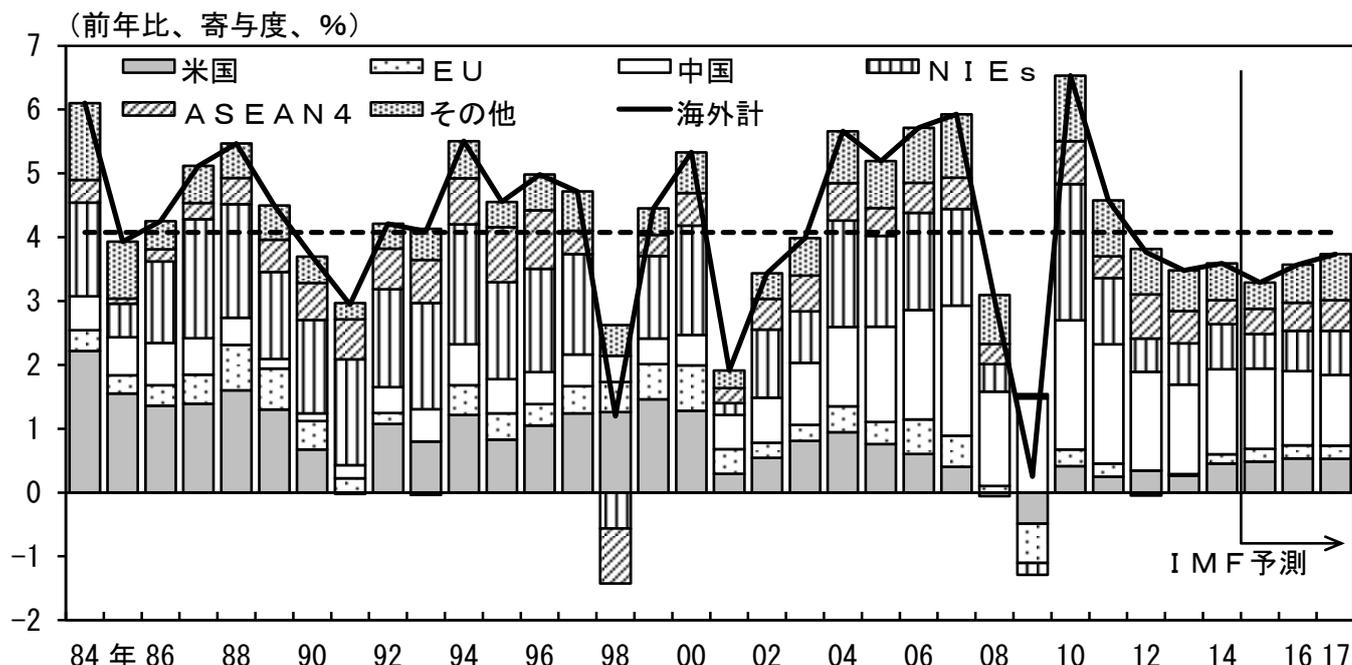


(注) 1. 公共工事出来高、公共工事受注高の2015/3Qは、7~8月の値。
2. 公共工事受注高の2011/4Q以前は、推計方法変更による段差を調整。

(資料) 内閣府「国民経済計算」、東日本建設業保証株式会社他「公共工事前払金保証統計」、国土交通省「建設総合統計」「建設工事受注動態統計調査」

海外経済見通し

(1) 海外経済の実質成長率の見通し



- (注) 1. IMF予測は、2015/10月時点(下の図表も同じ)。IMFによる各国のGDP成長率を、わが国の通関輸出ウエイトで加重平均したもの(下の図表も同じ)。
2. 破線は、1980~2014年の平均値(4.1%)。

(2) 主要国・地域別の成長率の見通し

(実質GDP、%、()内は2015/7月時点、< >内は2014年通関輸出ウエイト)

	四半期(実績、前期比年率)					暦年(実績+予測、前年比)			
	2014年 3Q	4Q	2015年 1Q	2Q	3Q	2014年 (実績)	2015年 (IMF予測)	2016年 (IMF予測)	2017年 (IMF予測)
海外経済						3.6	3.3 (3.6)	3.6 (3.9)	3.7
主要国・地域 <79.3>	4.7	3.6	2.8	3.0	n.a.	3.7	3.6 (3.9)	3.7 (4.0)	3.8
米国 <18.7>	4.3	2.1	0.6	3.9	1.5	2.4	2.6 (2.5)	2.8 (3.0)	2.8
EU <10.4>	1.5	2.0	2.2	1.8	n.a.	1.4	1.9 (1.9)	1.9 (2.0)	2.0
東アジア <50.3>	5.5	4.5	3.7	2.9	n.a.	4.7	4.3 (4.8)	4.4 (4.8)	4.5
中国 <18.3>	7.8	7.0	5.3	7.4	7.4	7.3	6.8 (6.8)	6.3 (6.3)	6.0
NIEs <21.8>	4.5	1.8	3.0	-1.2	n.a.	3.2	2.5 (3.3)	2.9 (3.5)	3.1
ASEAN 4 <10.2>	3.8	6.0	2.4	3.8	n.a.	3.4	3.9 (4.7)	4.3 (4.8)	4.7
その他 <20.7>						2.9	2.1 (2.4)	3.0 (3.3)	3.6

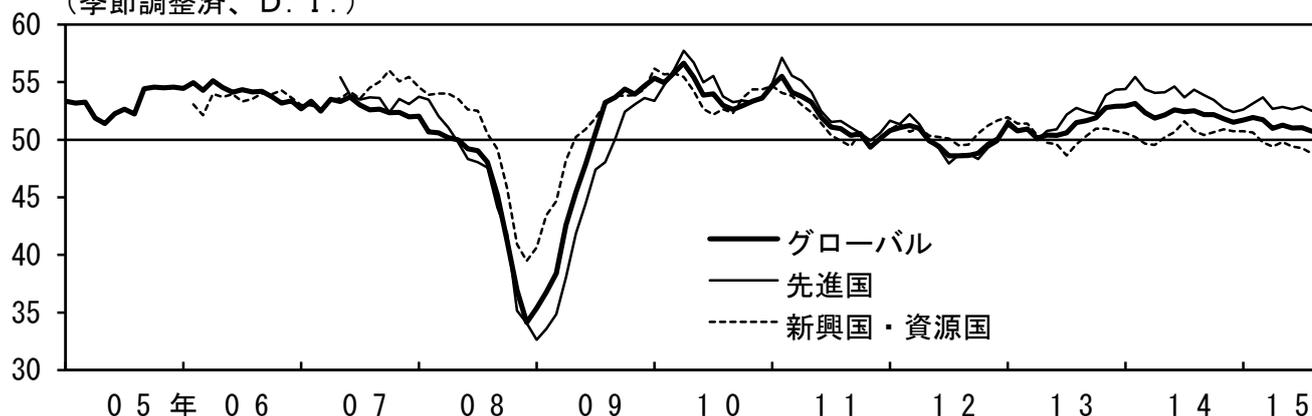
- (注) 2015/7月時点の2015~16年の予測値の一部には、7月時点で予測値が明らかではなかったため、4月時点の予測値を用いた国・地域を含む。ただし、EUの7月時点は、10月時点の予測値と予測修正幅から計算。

(資料) IMF「World Economic Outlook」、財務省「貿易統計」等

輸出を取り巻く環境

(1) 企業の景況感 (製造業PMI)

(季節調整済、D.I.)

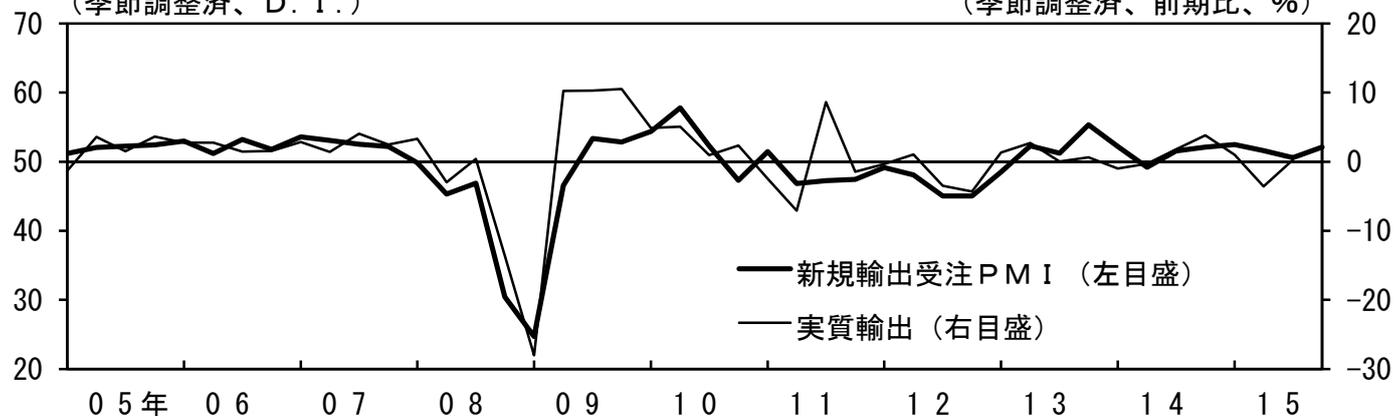


(注) グローバルはMarkitの公表値。先進国は、4か国・地域(米国、ユーロ圏、英国、日本)を、新興国・資源国は、15か国・地域(中国、韓国、台湾、シンガポール、インドネシア、ベトナム、インド、オーストラリア、ロシア、トルコ、ポーランド、チェコ、ハンガリー、ブラジル、メキシコ)を、IMF公表のGDPウエイトで加重平均したもの。

(2) 新規輸出受注PMIと実質輸出

(季節調整済、D.I.)

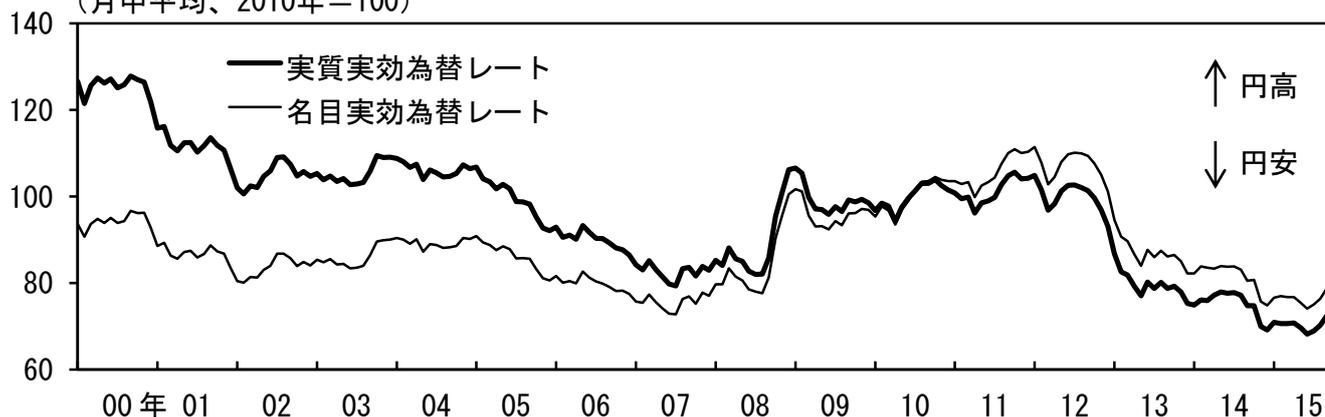
(季節調整済、前期比、%)



(注) 新規輸出受注PMIの2015/4Qは、10月の値。

(3) 円の実効為替レート

(月中平均、2010年=100)

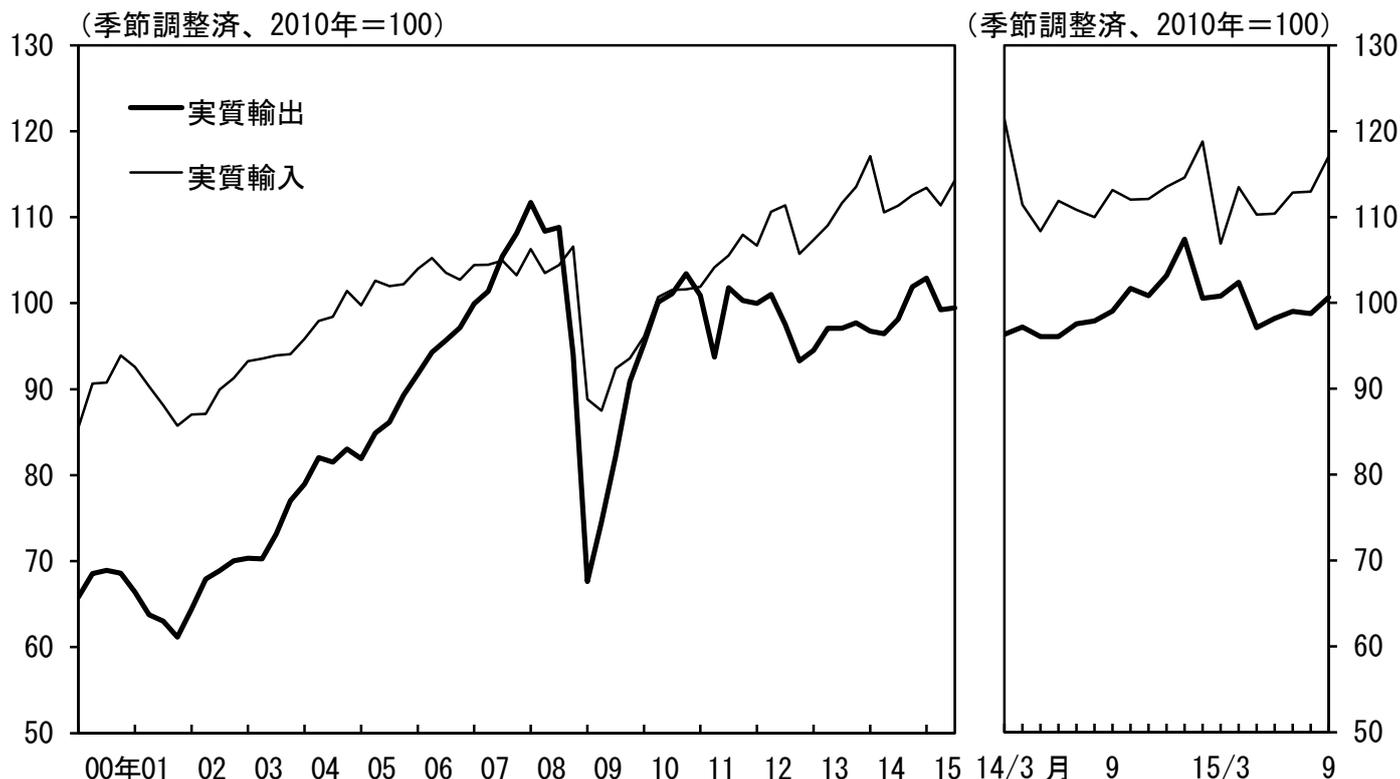


(注) BISのブロードベース。2015/10月分は、日本銀行の名目実効為替レート(円インデックス)を用いて算出。

(資料) Markit (© and database right Markit Economics Ltd 2015. All rights reserved.)、IMF「World Economic Outlook」、財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」、BIS等

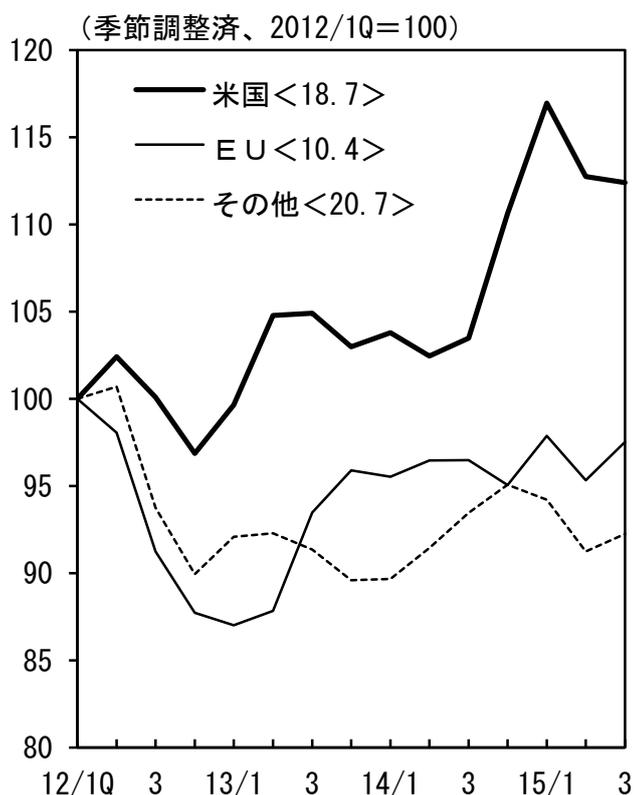
実質輸出入

(1) 実質輸出入

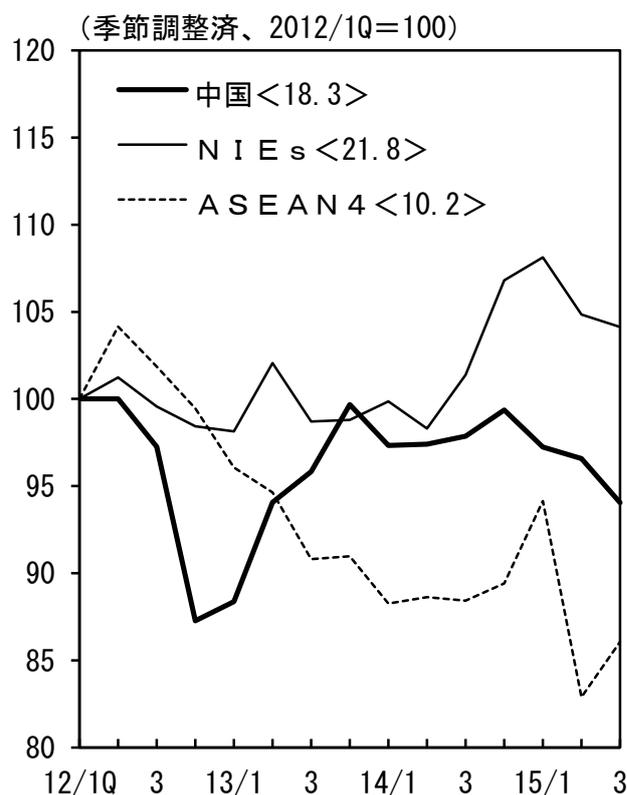


(2) 実質輸出の主要国・地域別内訳

① 米国・EU・その他



② 中国・NIEs・ASEAN 4



(注) < >内は、2014年通関輸出額に占める各地域・国のウエイト。

(資料) 財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」

実質輸出の内訳

(1) 地域別

(前年比、季節調整済前期比、季節調整済前月比、%)

		暦年		2014年					2015年		
		2013年	2014年	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	7月	8月	9月
米国	<18.7>	2.8	1.8	1.0	6.9	5.7	-3.6	-0.3	0.7	-0.7	2.8
EU	<10.4>	-3.6	5.2	0.0	-1.5	3.0	-2.6	2.3	1.0	-4.3	0.1
東アジア	<50.3>	-3.0	1.1	1.5	3.1	0.8	-4.0	-0.5	-0.8	-0.3	3.2
中国	<18.3>	-1.7	3.5	0.5	1.5	-2.1	-0.7	-2.6	-0.0	-3.4	4.4
NIEs	<21.8>	-1.0	2.0	3.1	5.4	1.2	-3.0	-0.7	-5.5	3.3	4.0
韓国	<7.5>	0.4	-3.9	2.8	5.1	-1.1	-4.4	-2.2	-5.1	3.8	1.3
台湾	<5.8>	-1.5	1.7	1.3	1.7	3.0	-1.3	3.9	4.7	-0.6	-3.6
香港	<5.5>	-1.4	8.7	3.9	4.3	3.0	-2.0	-1.8	-9.7	0.8	10.6
シンガポール	<3.0>	-2.8	6.5	7.3	12.7	4.2	-6.7	-4.1	-16.6	13.3	11.3
ASEAN4	<10.2>	-8.5	-4.7	-0.2	1.1	5.3	-11.9	3.8	9.4	-2.6	-0.7
タイ	<4.5>	-9.3	-7.8	1.6	0.8	5.8	-11.4	6.2	8.1	-4.4	2.5
その他	<20.7>	-5.0	1.2	2.2	1.7	-0.9	-3.1	1.1	6.3	-1.2	-2.4
実質輸出計		-1.9	1.7	1.8	3.8	1.0	-3.6	0.2	0.8	-0.3	1.9

(注) < >内は、2014年通関輸出額に占める各地域・国のウエイト。

(2) 財別

(前年比、季節調整済前期比、季節調整済前月比、%)

		暦年		2014年					2015年		
		2013年	2014年	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	7月	8月	9月
中間財	<20.9>	1.2	0.1	-0.5	2.3	1.2	-4.5	-0.2	1.9	1.7	-0.1
自動車関連	<23.6>	-1.4	-1.4	2.5	-0.9	-1.1	-1.5	2.6	-0.5	-2.9	3.5
情報関連	<10.6>	-7.5	3.6	1.7	3.3	-0.3	-4.5	-1.4	-0.6	-2.8	7.7
資本財・部品	<27.8>	-5.8	3.1	2.3	3.7	-1.8	-4.6	-0.0	2.8	-1.1	-1.9
実質輸出計		-1.9	1.7	1.8	3.8	1.0	-3.6	0.2	0.8	-0.3	1.9

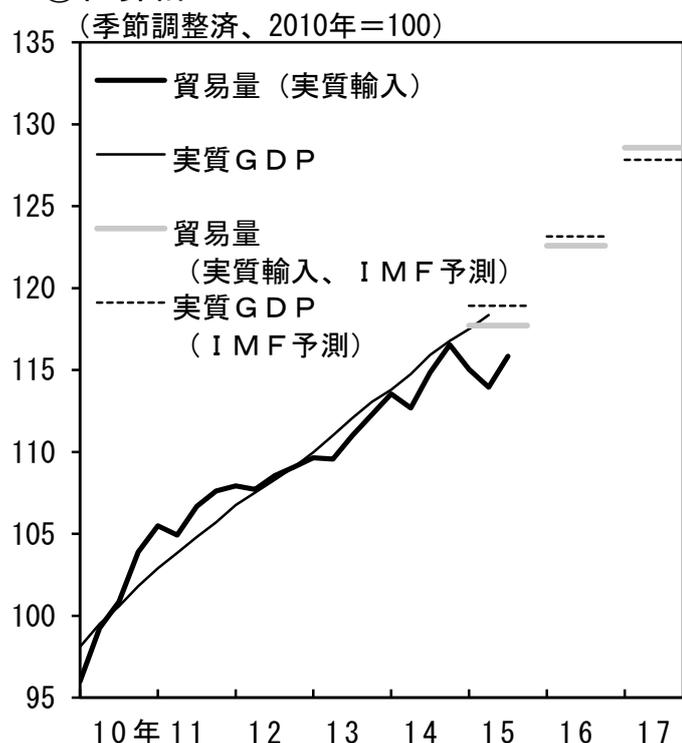
- (注) 1. < >内は、2014年通関輸出額に占める各財のウエイト。
 2. 情報関連は、電算機類、通信機、IC等電子部品、映像機器、音響機器、科学光学機器。
 3. 資本財・部品は、情報関連、原動機、自動車部品を除く。

(資料) 財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」

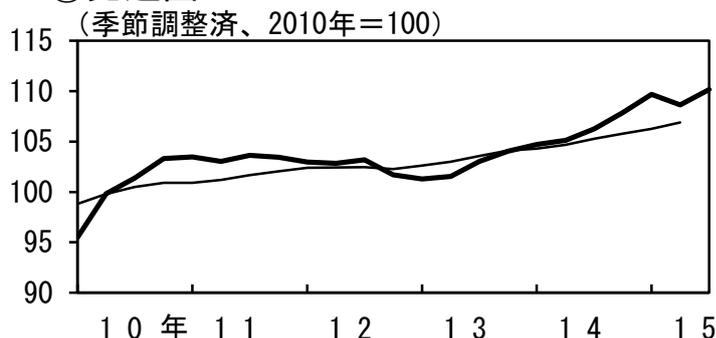
世界貿易量と日本のシェア

(1) 世界のGDPと貿易量

①世界計



②先進国

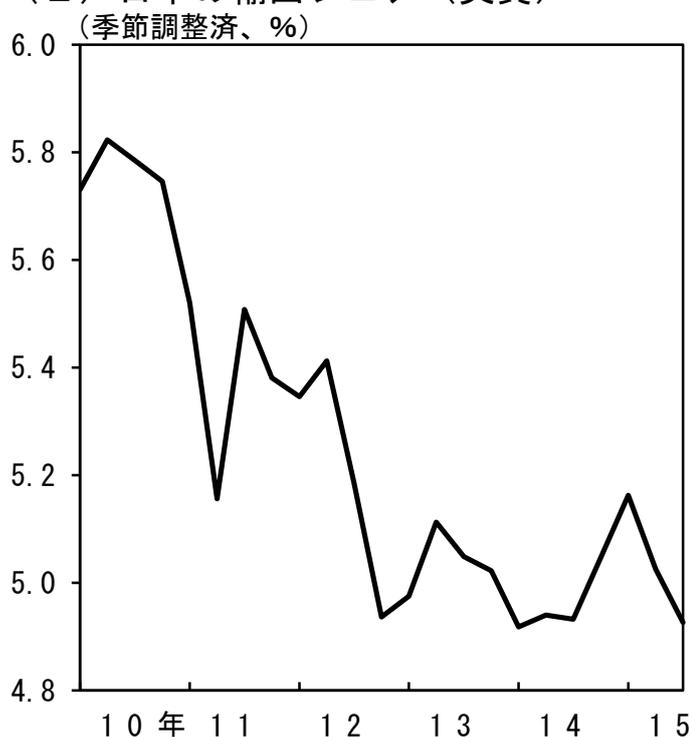


③新興国・資源国等

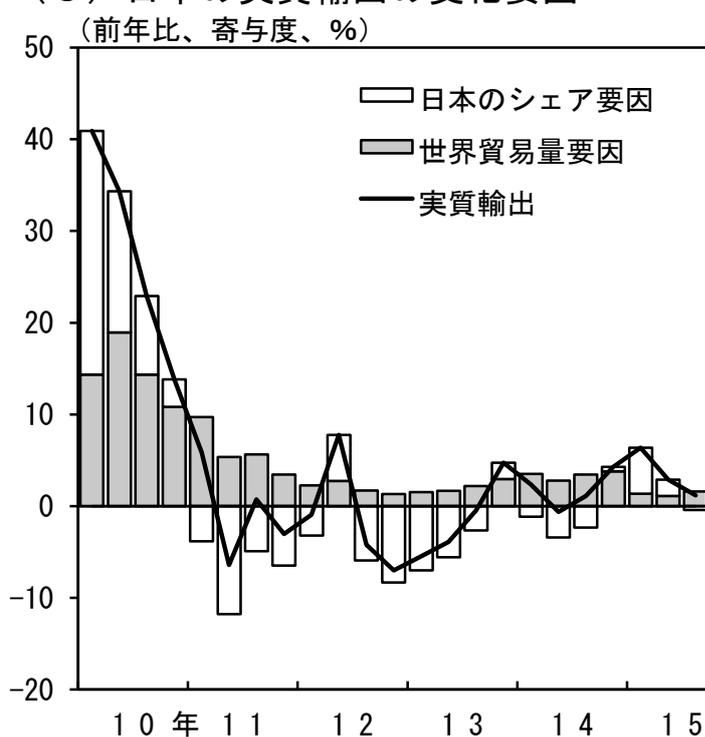


- (注) 1. 貿易量の2015/3Qは、7~8月の値。IMF予測は、2015/10月時点。
2. 実質GDPは、成長率の年次データをもとに、四半期GDPを試算したものを含む。
3. 先進国は、日本、米国、EU。新興国・資源国等はそれ以外。

(2) 日本の輸出シェア (実質)



(3) 日本の実質輸出の変化要因

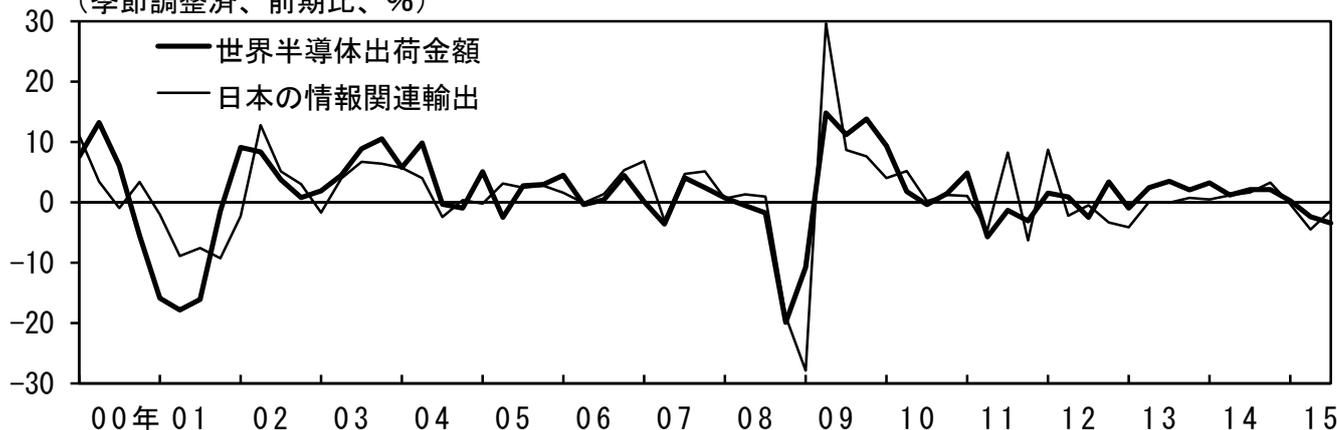


- (注) 1. (2) の2015/3Qは、7~8月の値。(3) の2015/3Qは、7~8月の前年同期比。
2. (2) は、世界貿易量に占める日本の輸出シェア (日本の実質輸出を世界の実質輸入で割って算出、2005年基準)。
(資料) オランダ経済政策分析局、IMF、Eurostat、財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」等

情報関連輸出と資本財輸出

(1) 世界半導体出荷と情報関連輸出

(季節調整済、前期比、%)

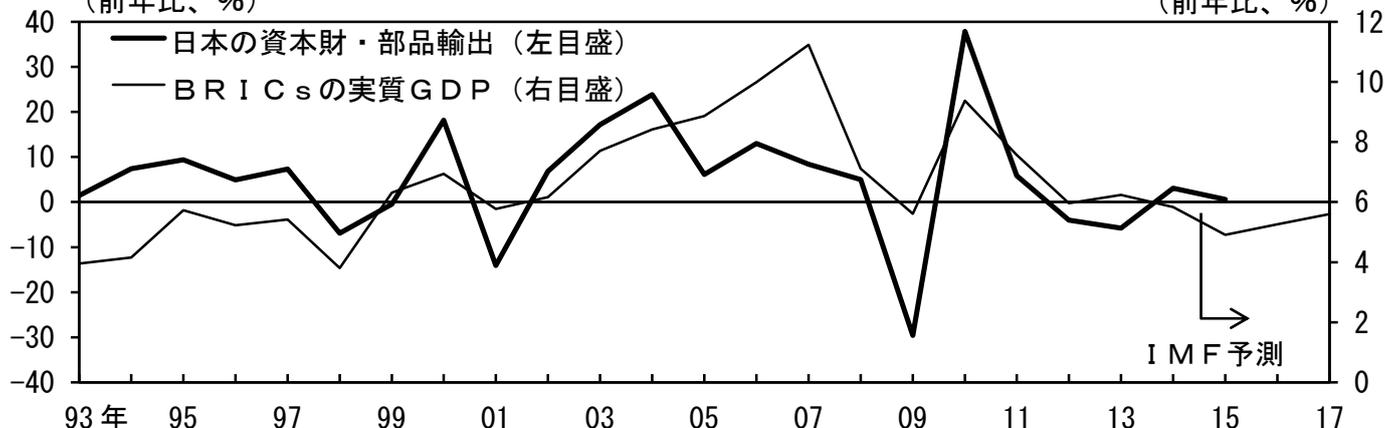


(注) 世界半導体出荷金額の2015/3Qは、7~8月の4~6月対比。

(2) 新興国のGDP成長率と資本財・部品輸出

(前年比、%)

(前年比、%)

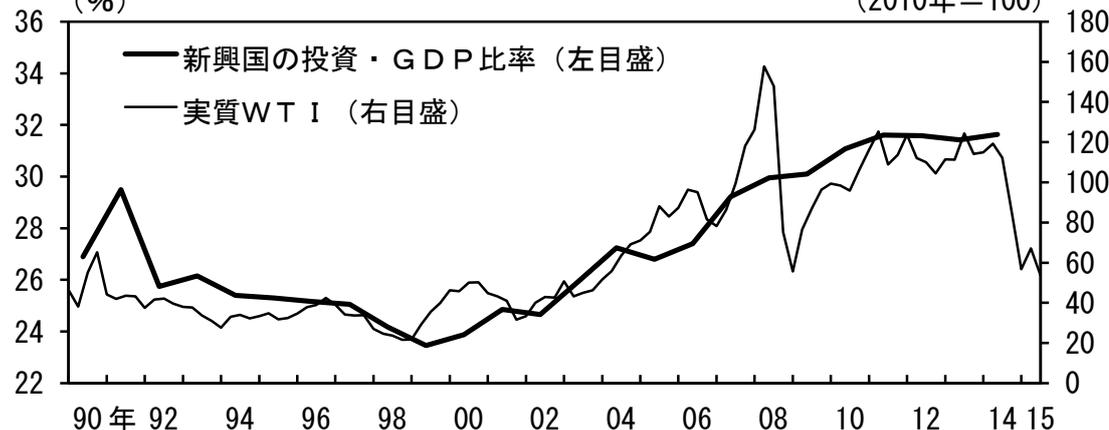


(注) 1. 日本の資本財・部品輸出の2015年は、1~9月の前年同期比。
 2. IMF予測は、2015/10月時点。

(3) 新興国の固定資産投資と資源価格

(%)

(2010年=100)



輸出に占める
資本財のウエイト

	2013年
日本	22.0%
米国	18.8%
EU	15.7%

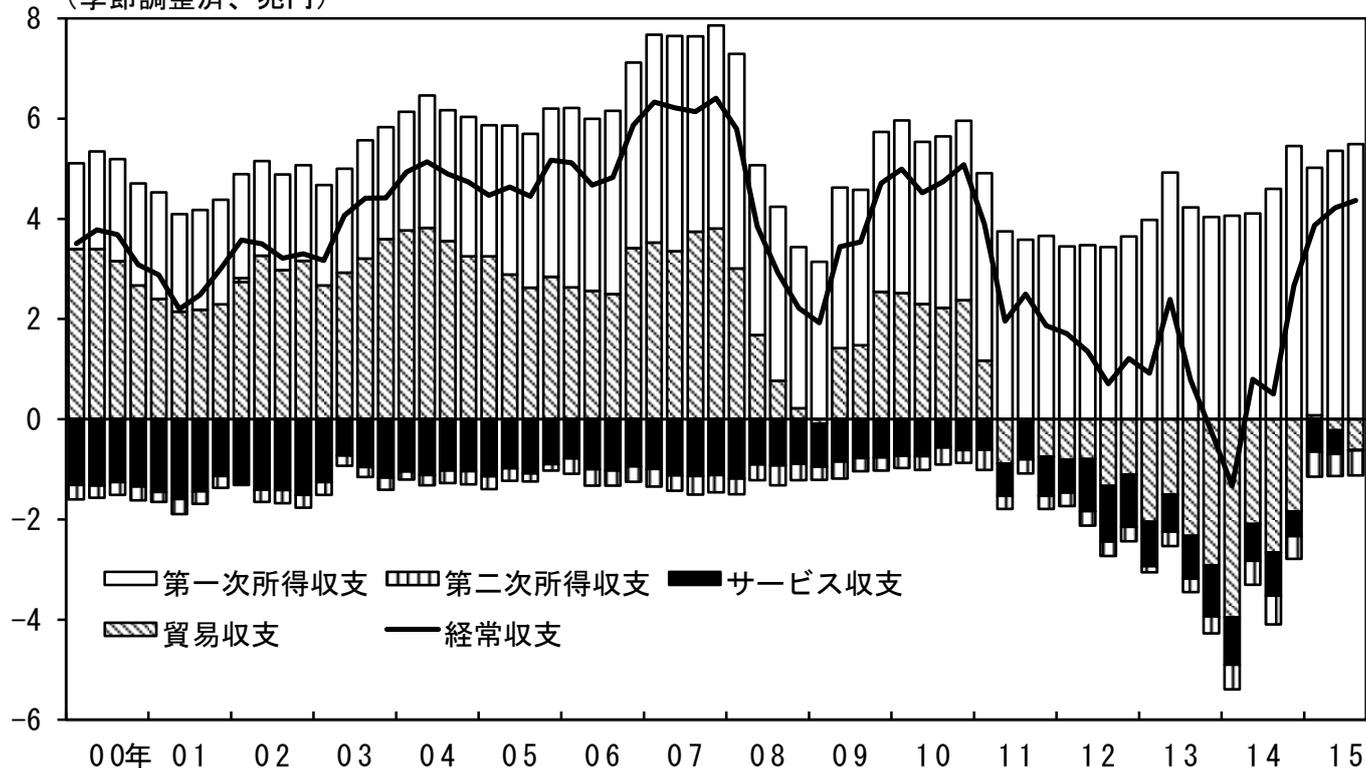
(注) 1. 新興国の投資・GDP比率は、IMFの分類による152か国の合計。
 2. 実質WTIは、米国の消費者物価(総合)で実質化。
 3. 輸出に占める資本財のウエイトは、RIETI貿易産業データベースから作成。

(資料) 財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」、WSTS、IMF、Bloomberg、BLS、経済産業研究所「RIETI-TID2013」

経常収支と貯蓄投資バランス

(1) 経常収支の内訳

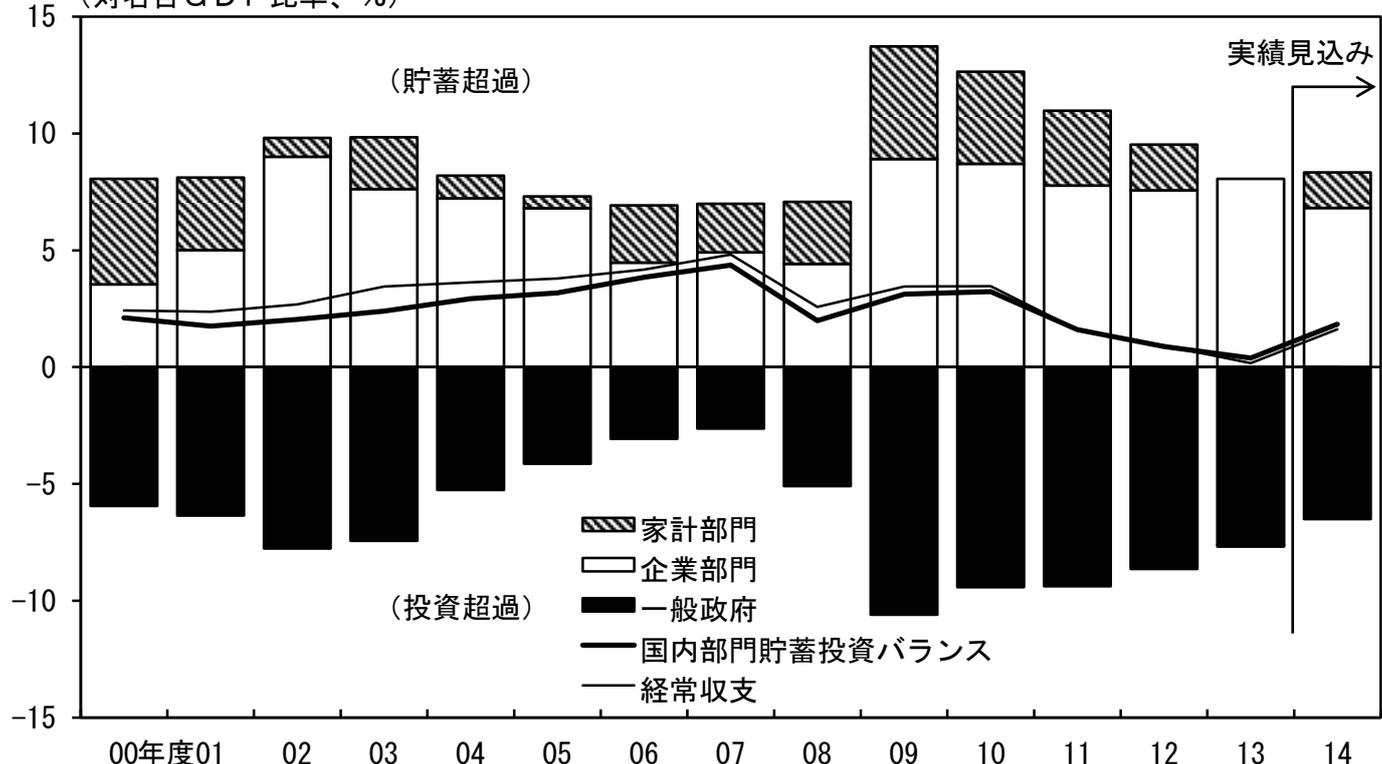
(季節調整済、兆円)



(注) 2015/3Qは、7～8月の四半期換算値。

(2) 貯蓄投資バランス

(対名目GDP比率、%)

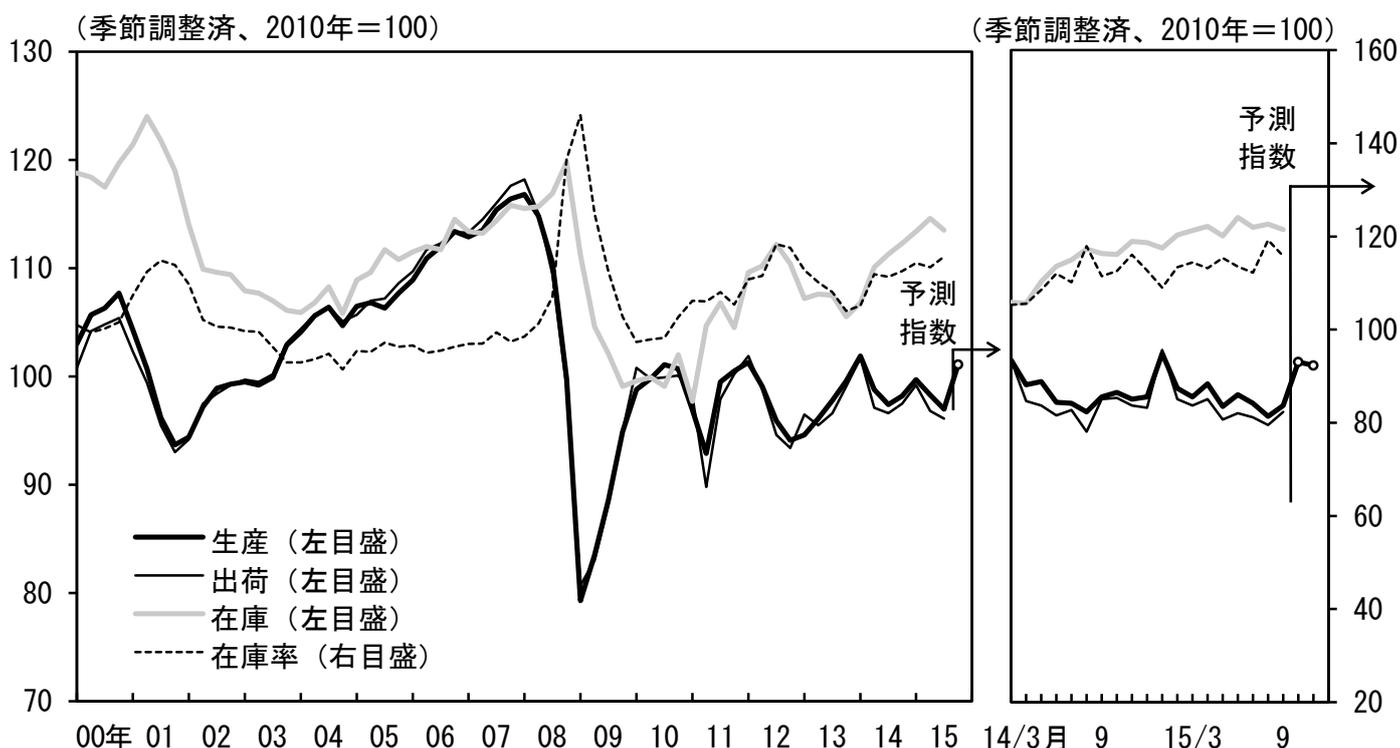


(注) 1. 各種特別会計から一般会計への繰入れ等に伴う変動を除去した実勢ベース。
2. 2014年度の貯蓄投資バランスは、SNA確報が公表されていないため、試算値。

(資料) 財務省・日本銀行「国際収支状況」、内閣府「国民経済計算」等

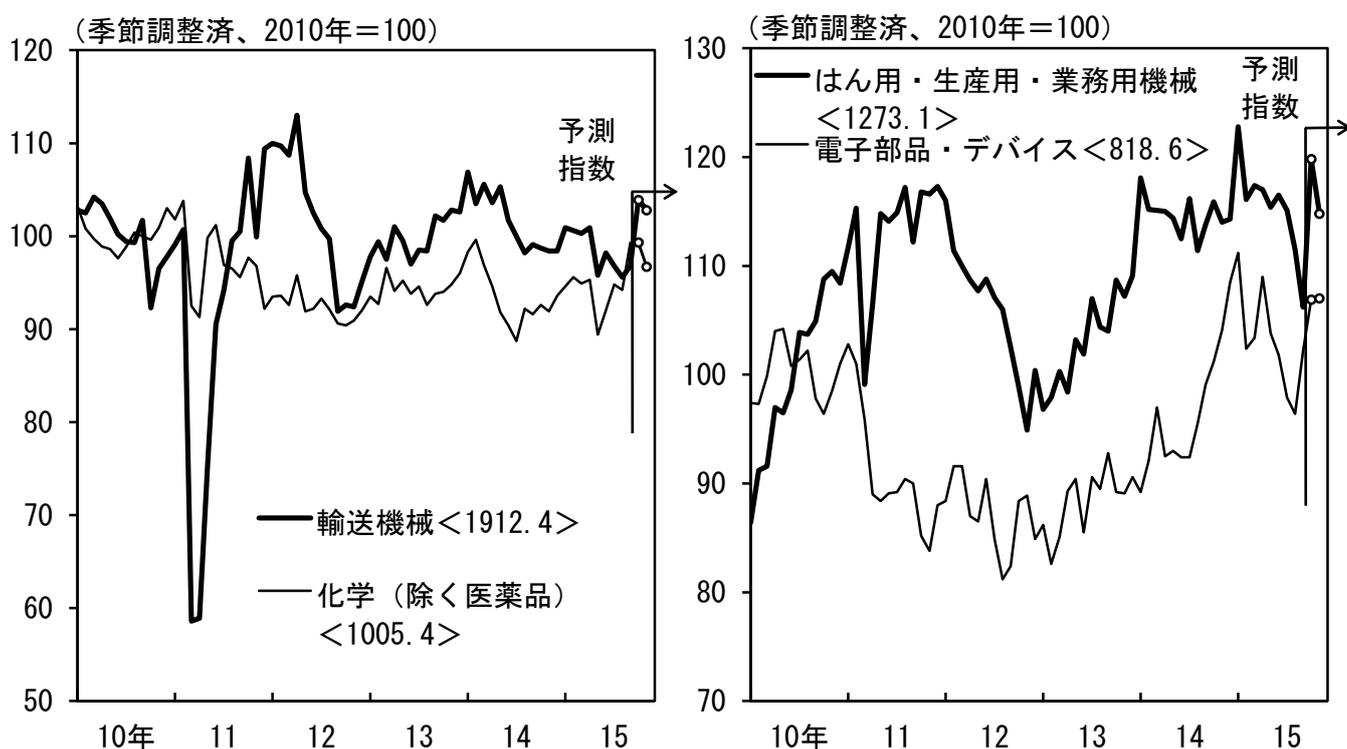
鋳工業生産・出荷・在庫

(1) 鋳工業生産・出荷・在庫



(注) 2015/4Qおよび2015/10、11月は、予測指数を用いて算出(下のいずれの図表も同じ)。2015/4Qは、12月を11月と同水準と仮定して算出した値。

(2) 業種別の生産

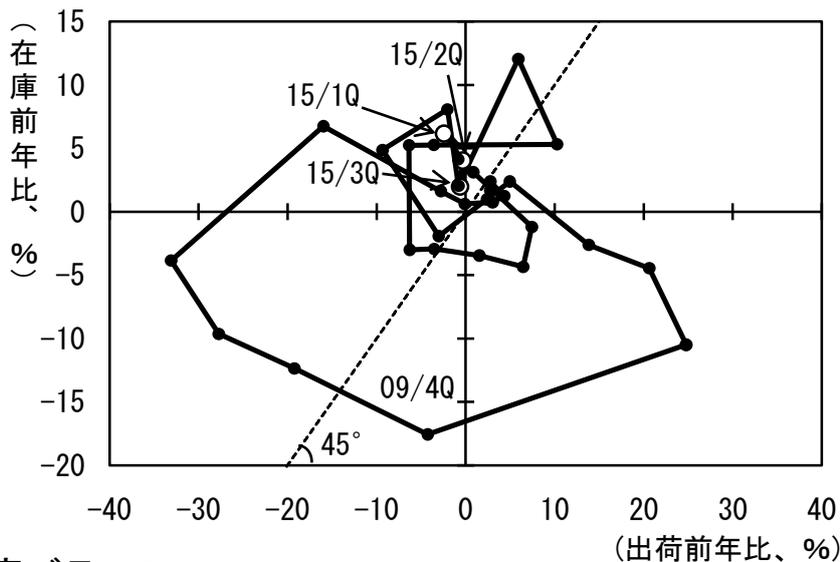


(注) < >内は、生産(付加価値額)ウエイト(万分比)。

(資料) 経済産業省「鋳工業指数統計」

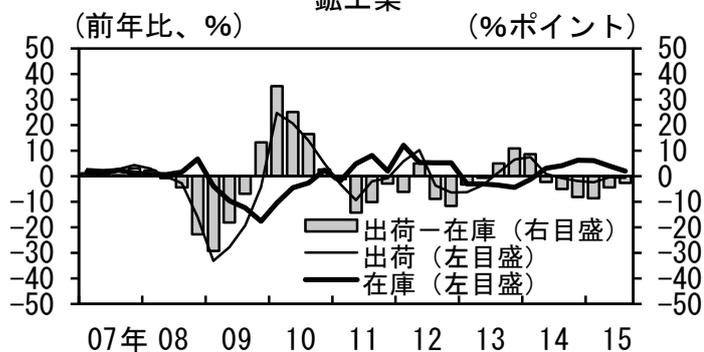
在庫循環

(1) 在庫循環 (鋳工業)

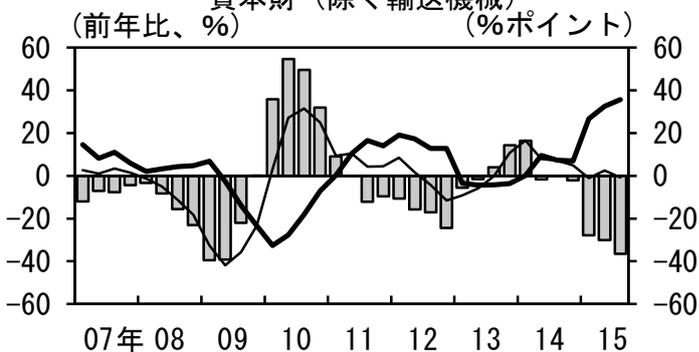


(2) 出荷・在庫バランス

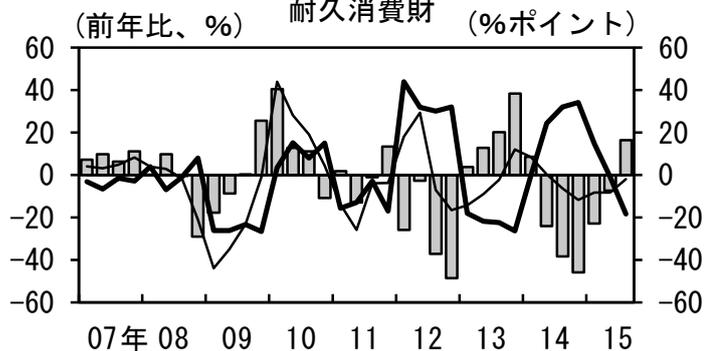
鋳工業



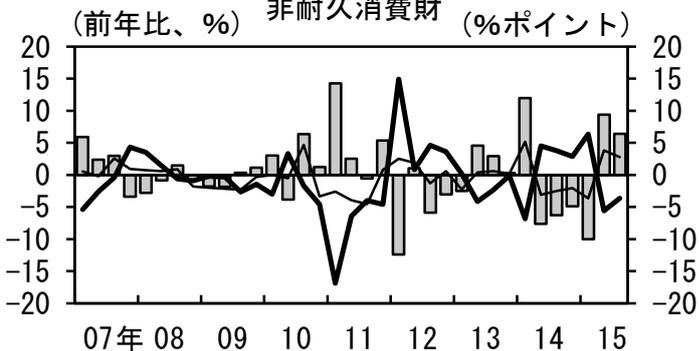
資本財 (除く輸送機械)



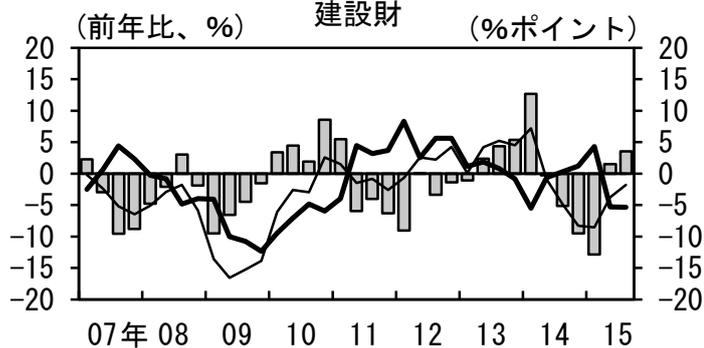
耐久消費財



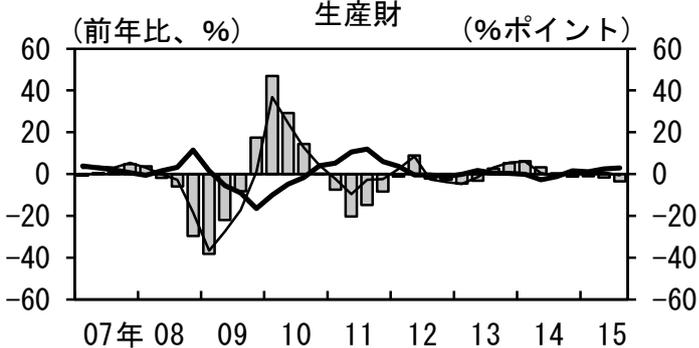
非耐久消費財



建設財



生産財

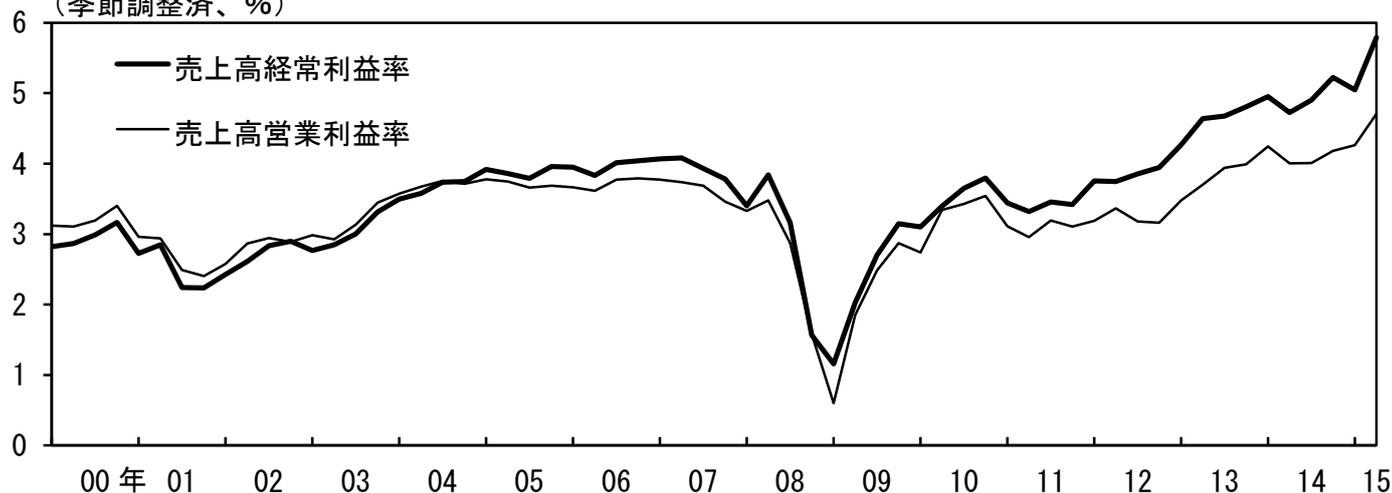


(資料) 経済産業省「鋳工業指数統計」

企業収益

(1) 全産業全規模

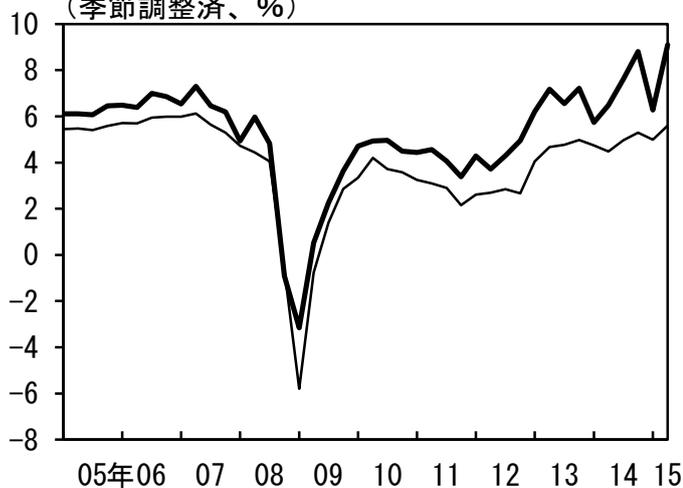
(季節調整済、%)



(2) 製造業

① 大企業

(季節調整済、%)



② 中堅中小企業

(季節調整済、%)



(3) 非製造業

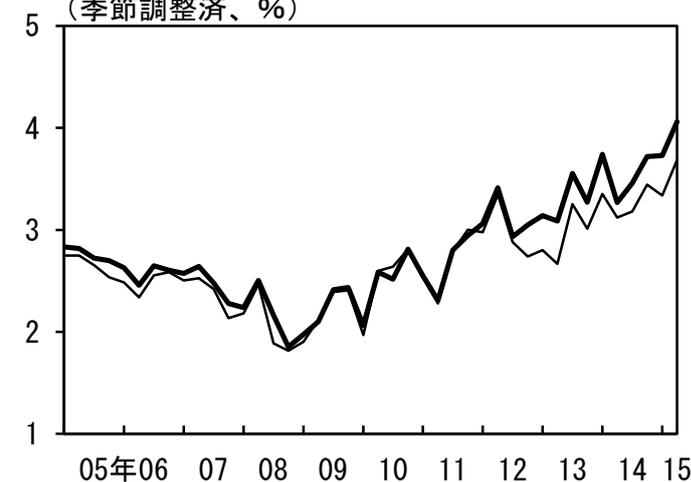
① 大企業

(季節調整済、%)



② 中堅中小企業

(季節調整済、%)



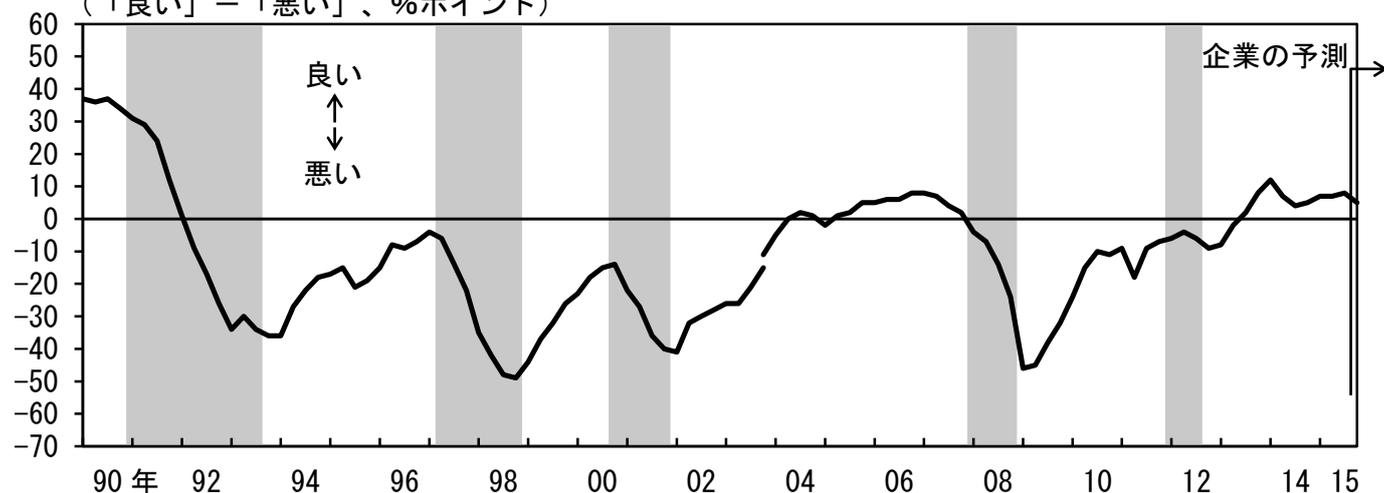
(注) 金融業、保険業を除く。

(資料) 財務省「法人企業統計季報」

業況判断

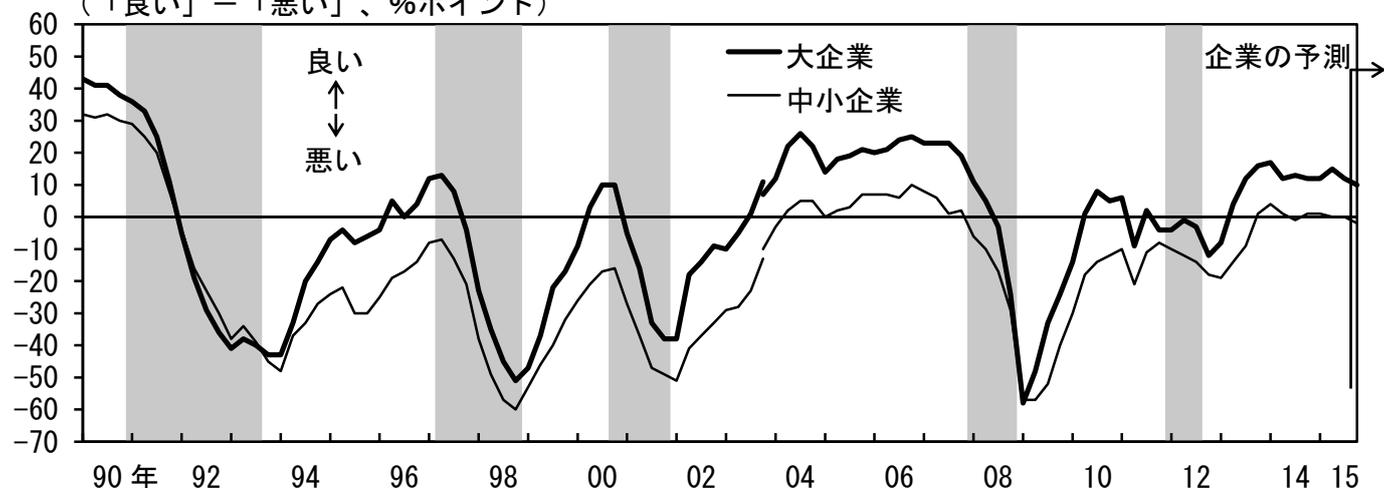
(1) 全産業全規模

(「良い」－「悪い」、%ポイント)



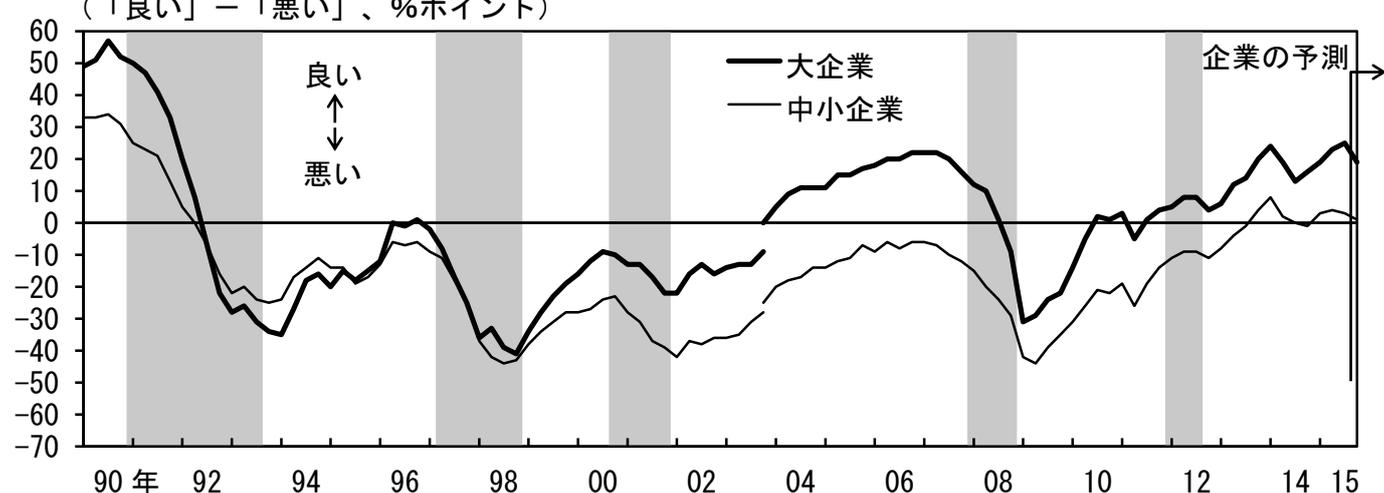
(2) 製造業

(「良い」－「悪い」、%ポイント)



(3) 非製造業

(「良い」－「悪い」、%ポイント)

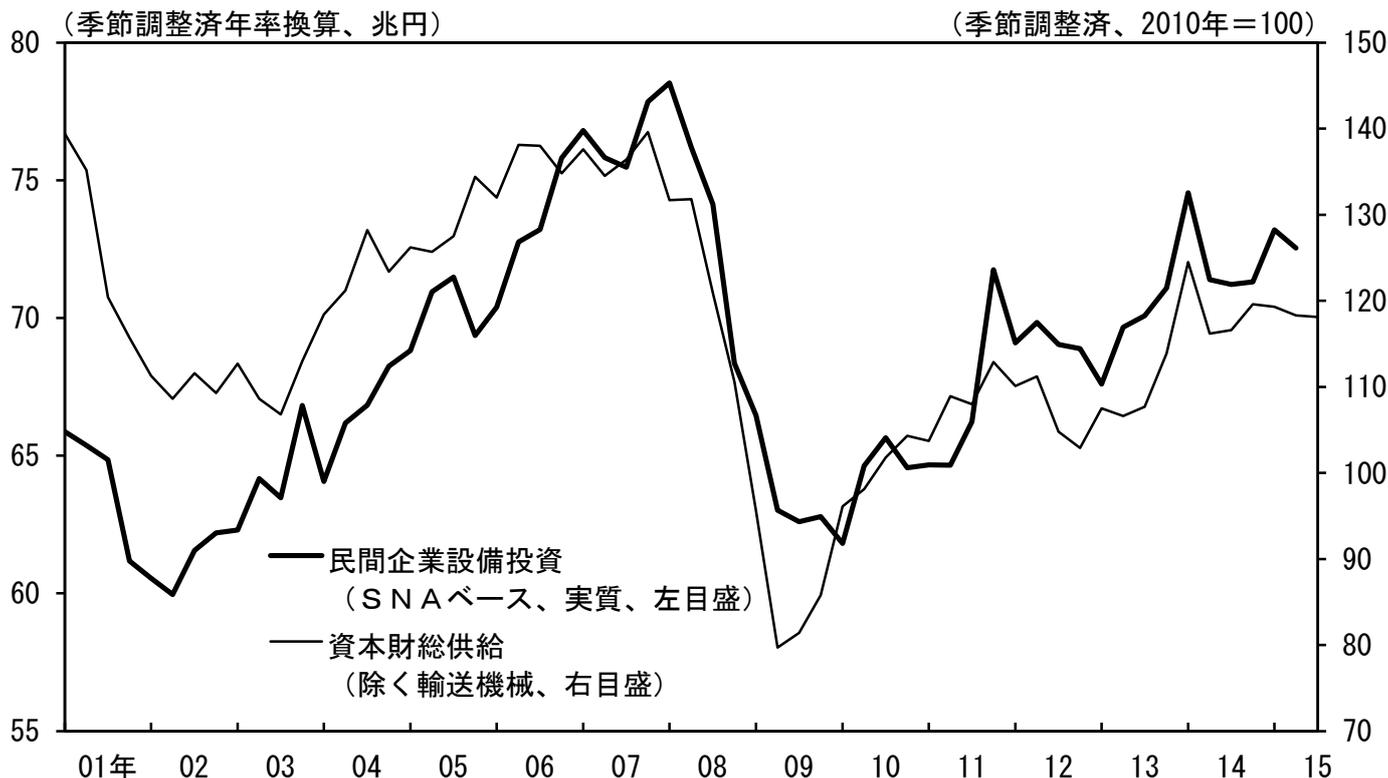


- (注) 1. 2003/12月調査には、調査の枠組み見直しによる不連続が生じている。
2015/4Qは、2015/9月調査時点の企業の予測値。
2. シャドー部分は、景気後退局面。

(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

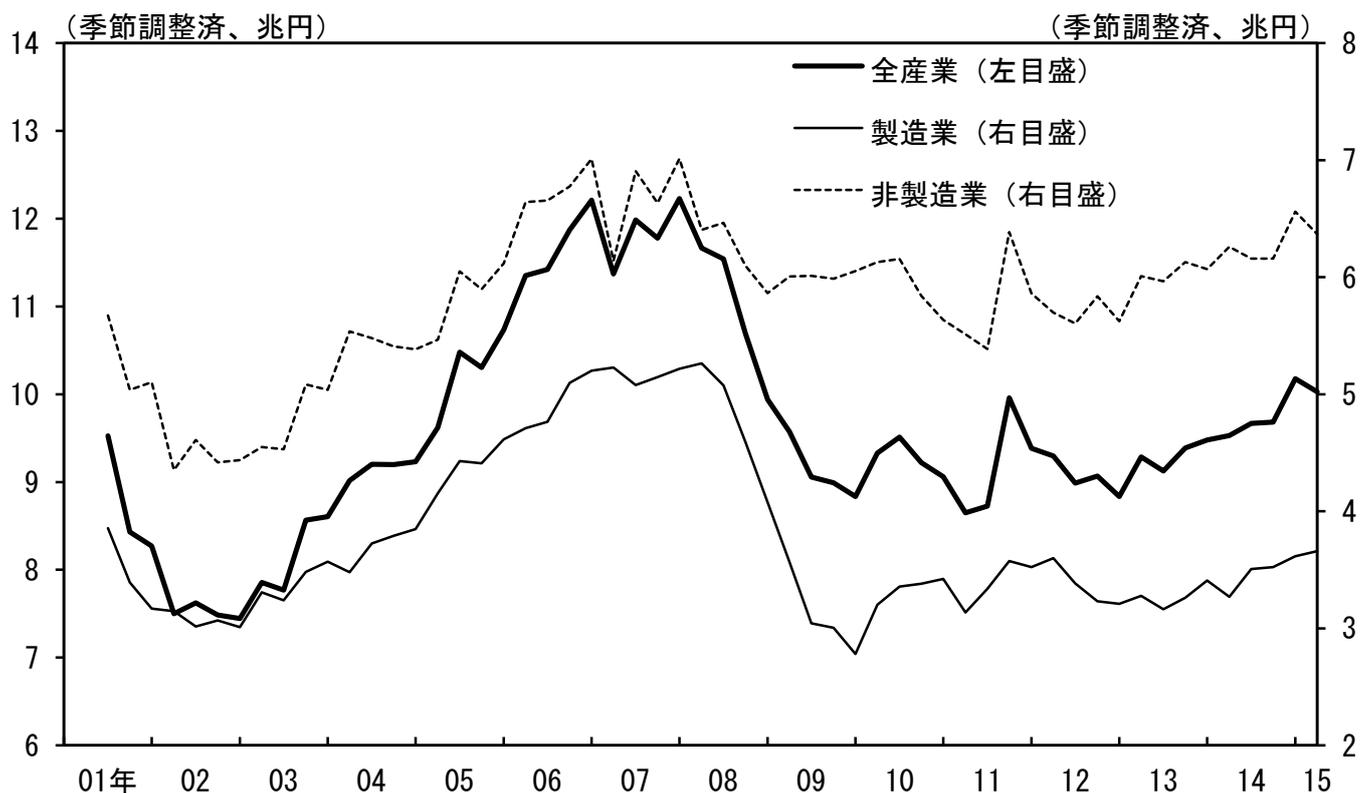
設備投資一致指標

(1) GDP設備投資と資本財総供給



(注) 2015/3Qは、7~8月の値。

(2) 法人季報の設備投資額 (全規模、除くリース業)

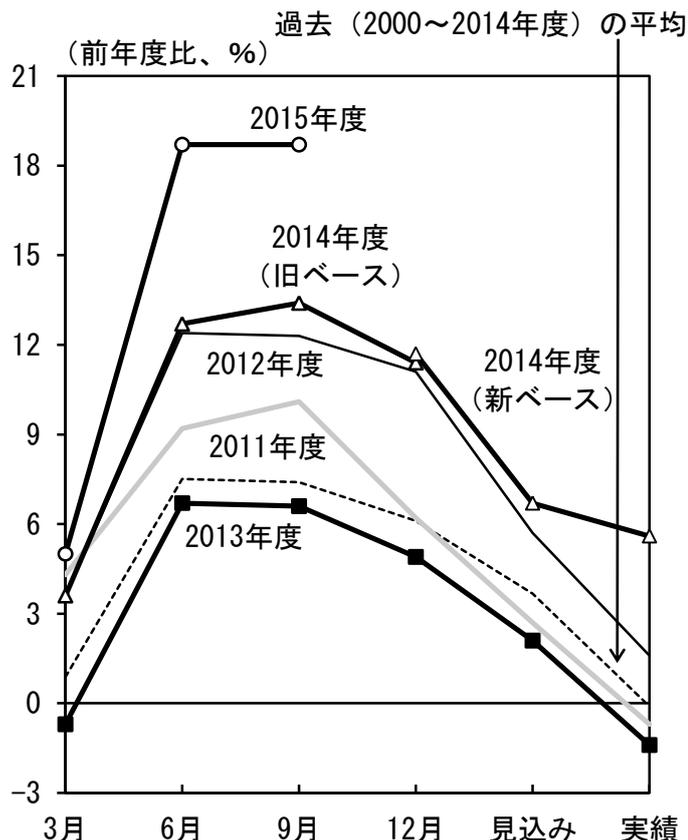


(注) 金融業、保険業、リース業を除く。ソフトウェア投資額を含む。

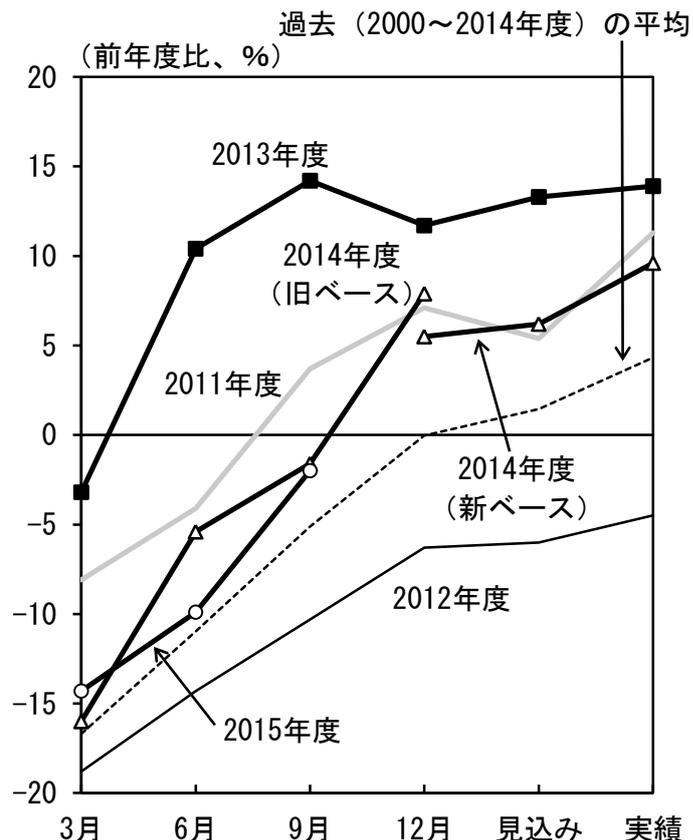
(資料) 内閣府「国民経済計算」、経済産業省「鉱工業総供給表」、財務省「法人企業統計季報」

設備投資計画（業種別・規模別）

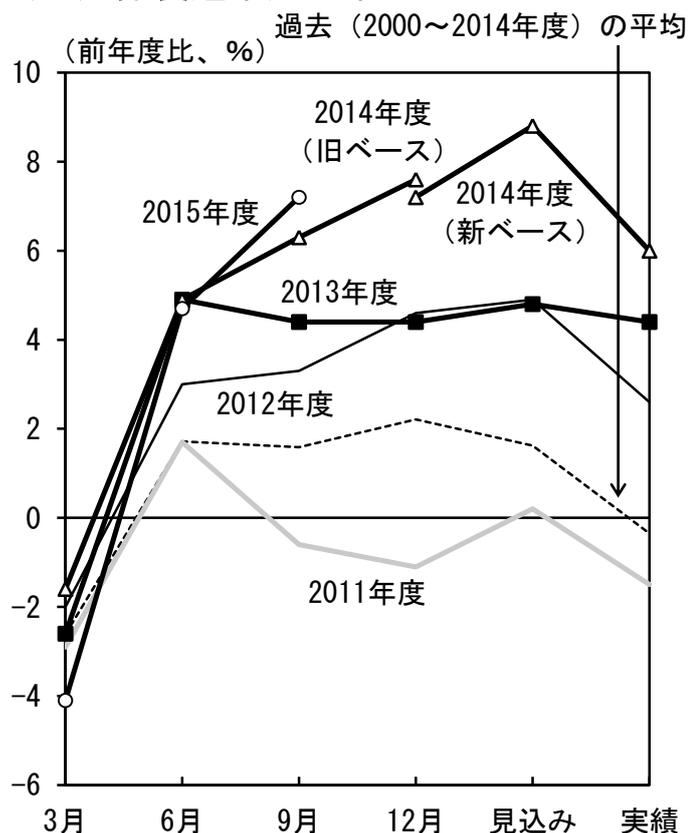
(1) 製造業大企業



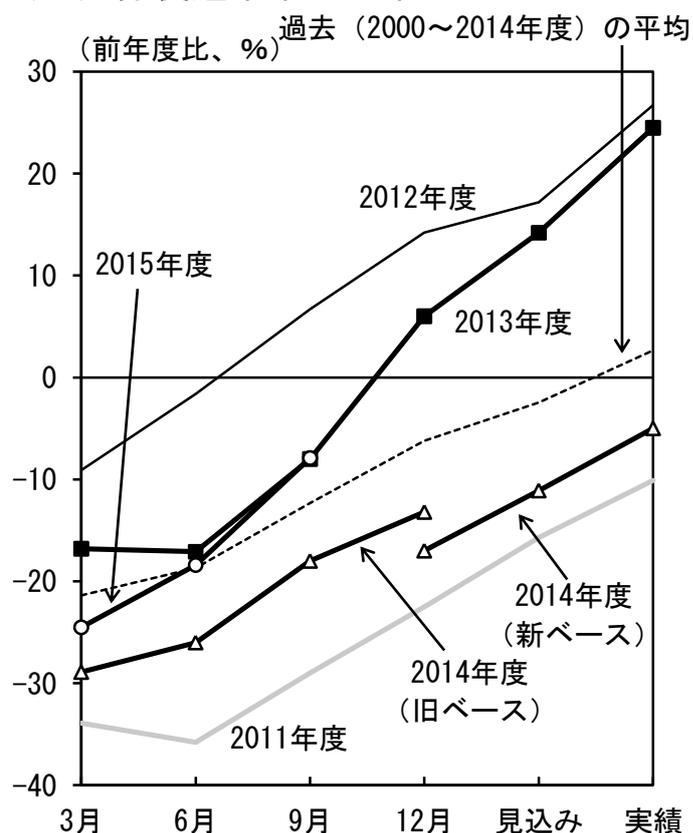
(2) 製造業中小企業



(3) 非製造業大企業



(4) 非製造業中小企業



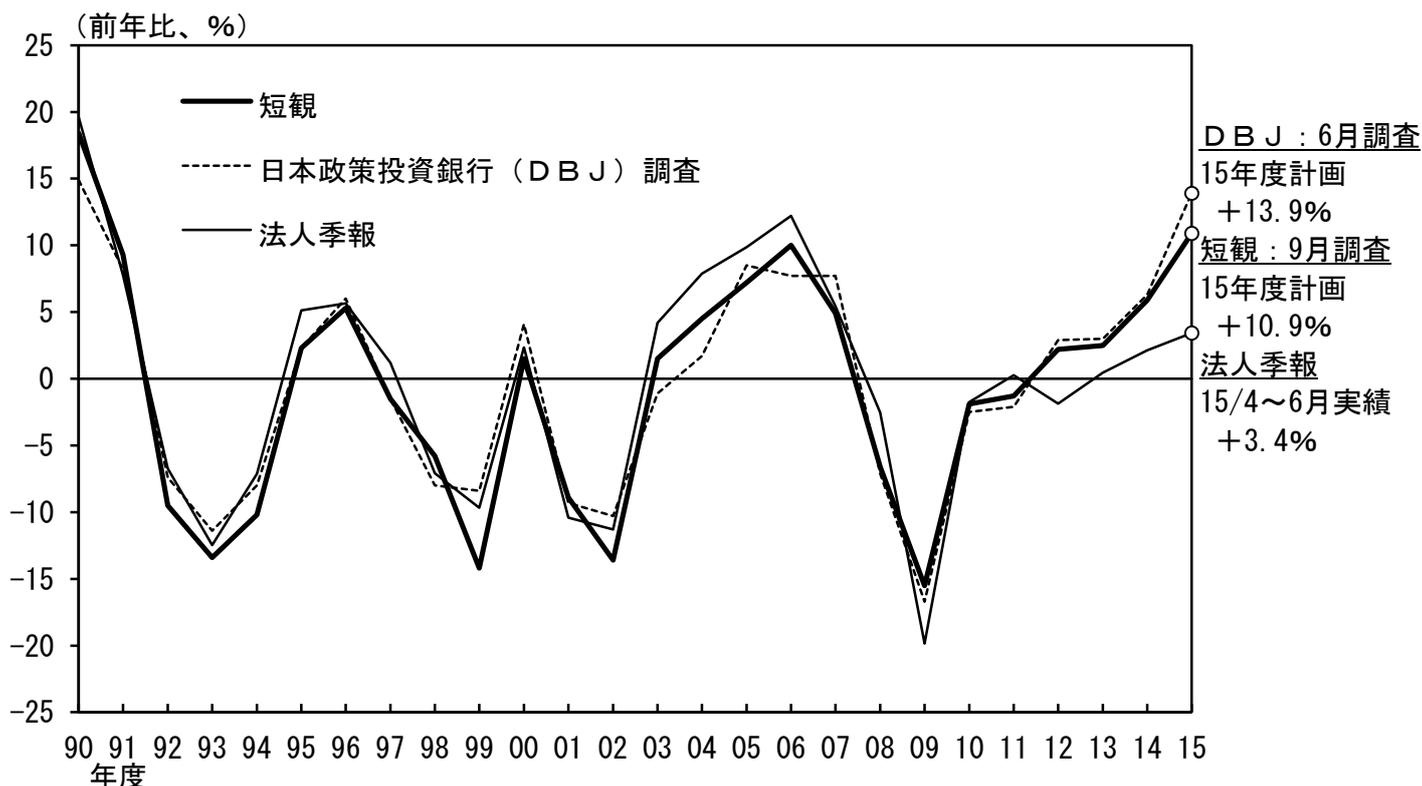
(注) 1. 土地投資額を含み、ソフトウェア投資額は含まない。

2. 2014/12月調査には、調査対象企業の見直しによる不連続が生じている。

(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

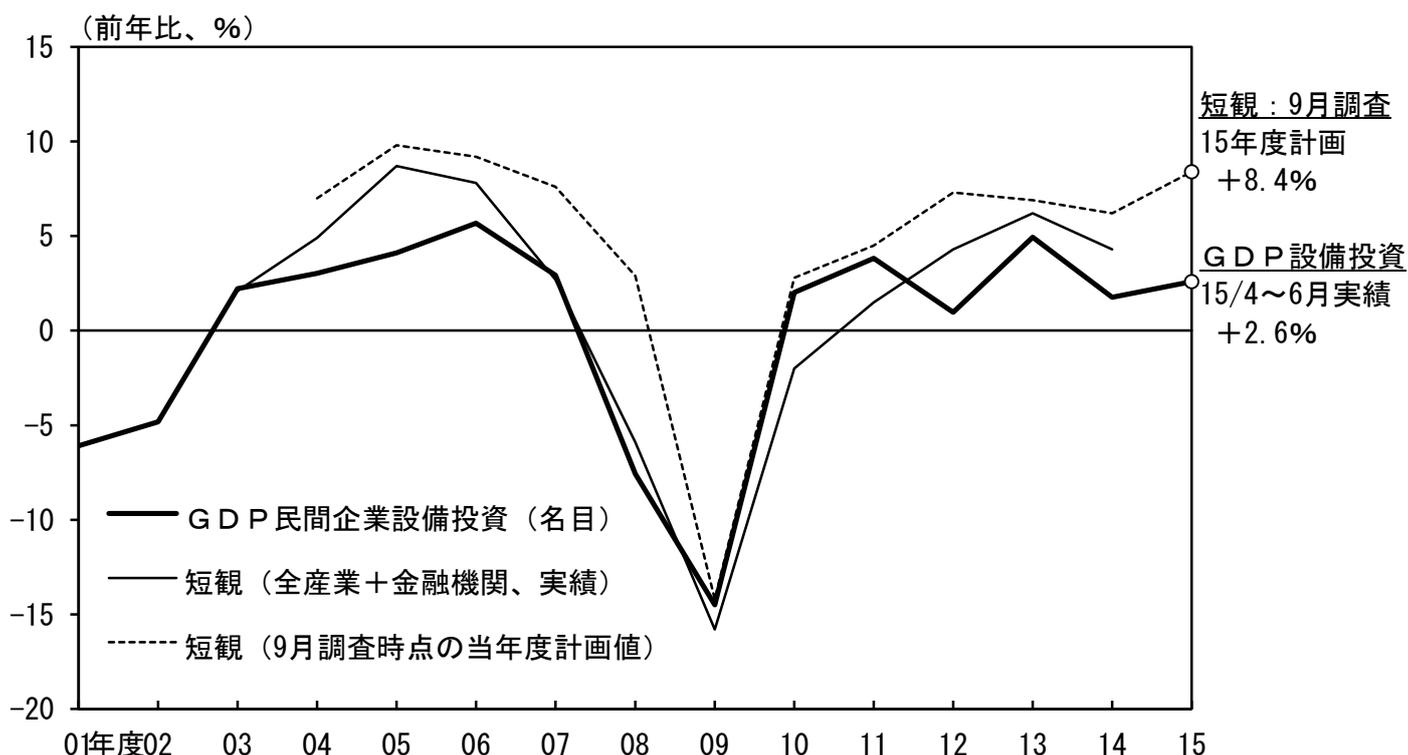
設備投資計画と実績

(1) 大企業の設備投資計画と実績



(注) 2014年度までは、いずれも実績値。全産業（金融業、保険業を除く）ベース。ソフトウェア投資額は含まない。短観およびDBJ調査は、土地投資額を含む。法人季報は、リース業を除く。

(2) マクロでみた設備投資計画と実績

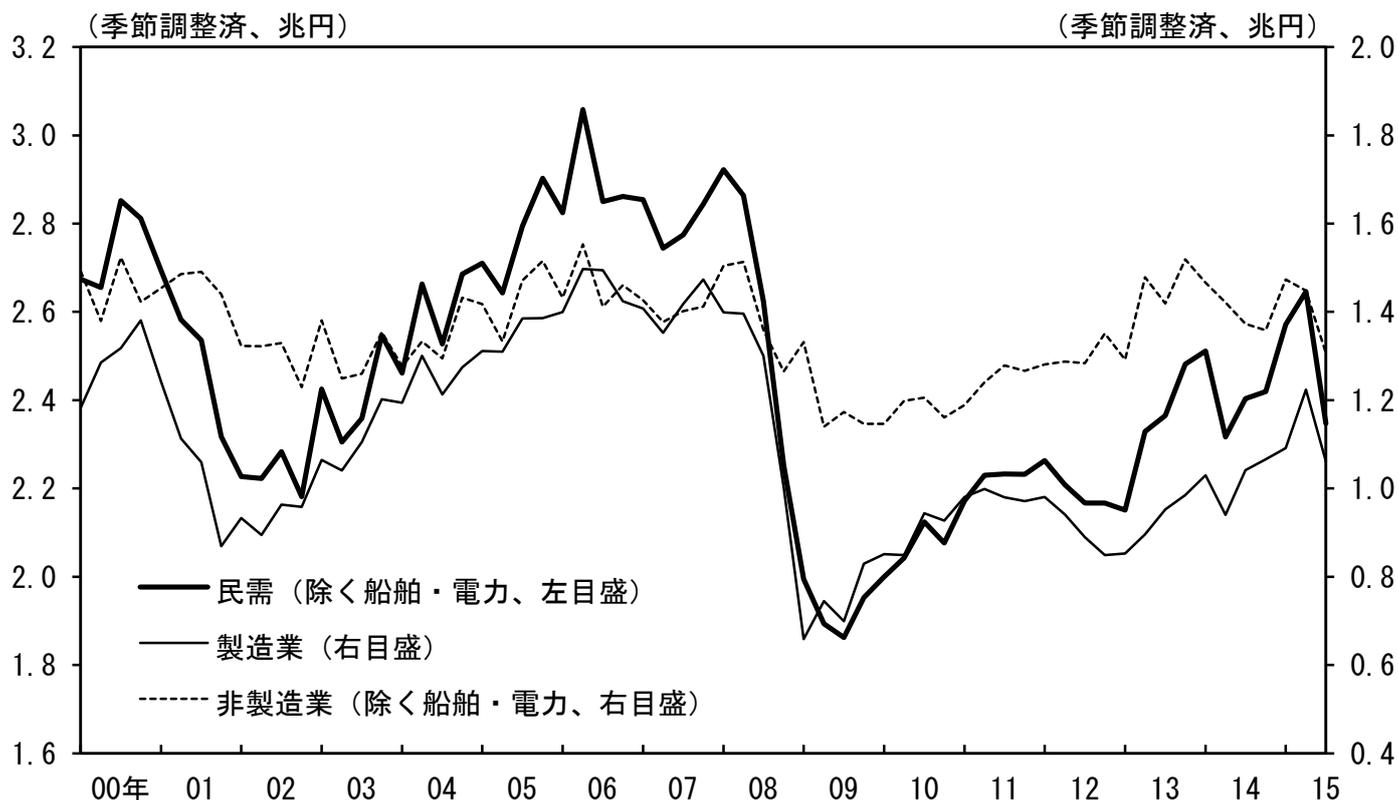


(注) 短観は、ソフトウェア投資額を含み、土地投資額は含まない。

(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、日本政策投資銀行「設備投資計画調査」、内閣府「国民経済計算」、財務省「法人企業統計季報」

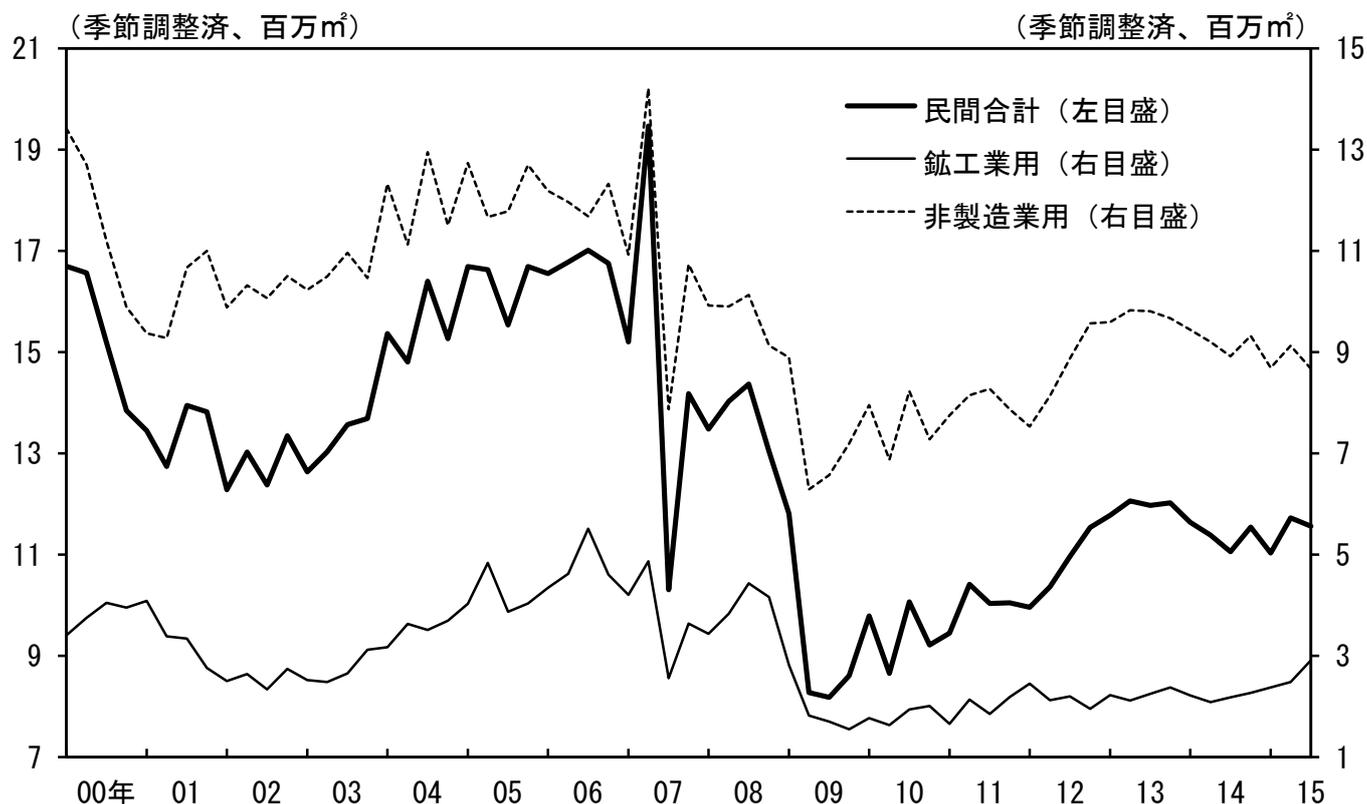
設備投資先行指標

(1) 機械受注



(注) 2015/3Qは、7~8月の四半期換算値 (下の図表も同じ)。

(2) 建築着工床面積 (民間非居住用)

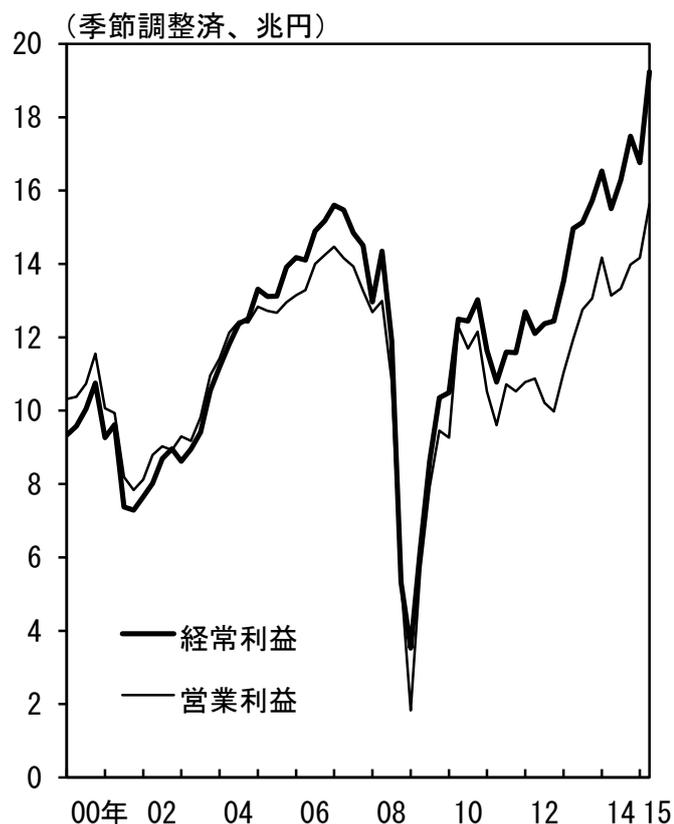


(注) 2002年度以前は、日本標準産業分類の変更による段差を調整。

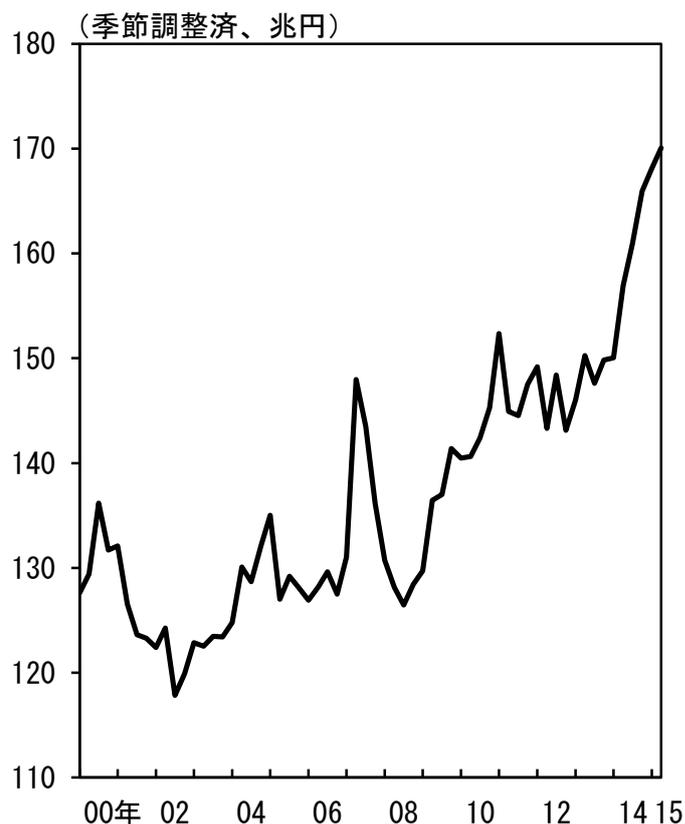
(資料) 内閣府「機械受注統計」、国土交通省「建築着工統計」

企業収益と設備投資・人件費

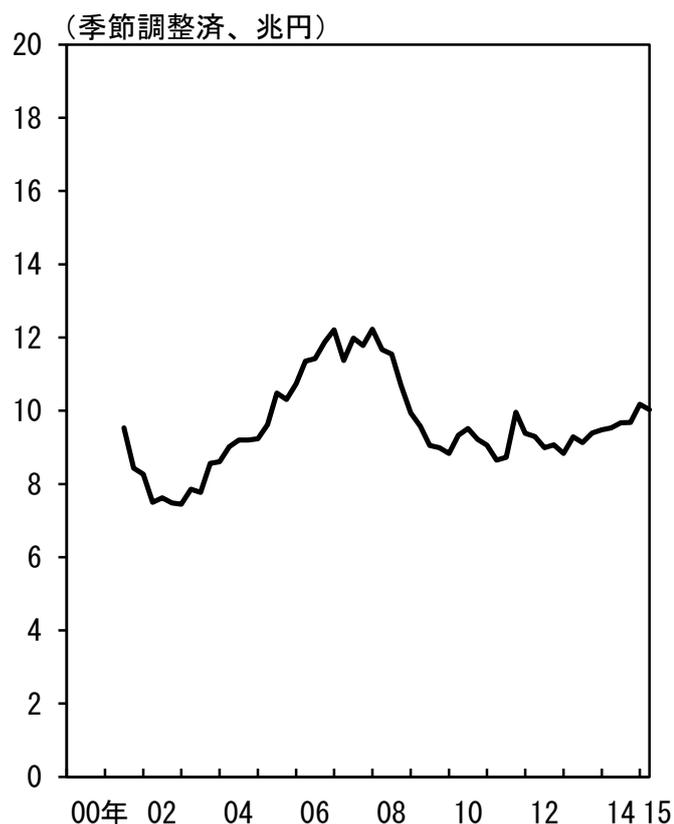
(1) 経常利益、営業利益



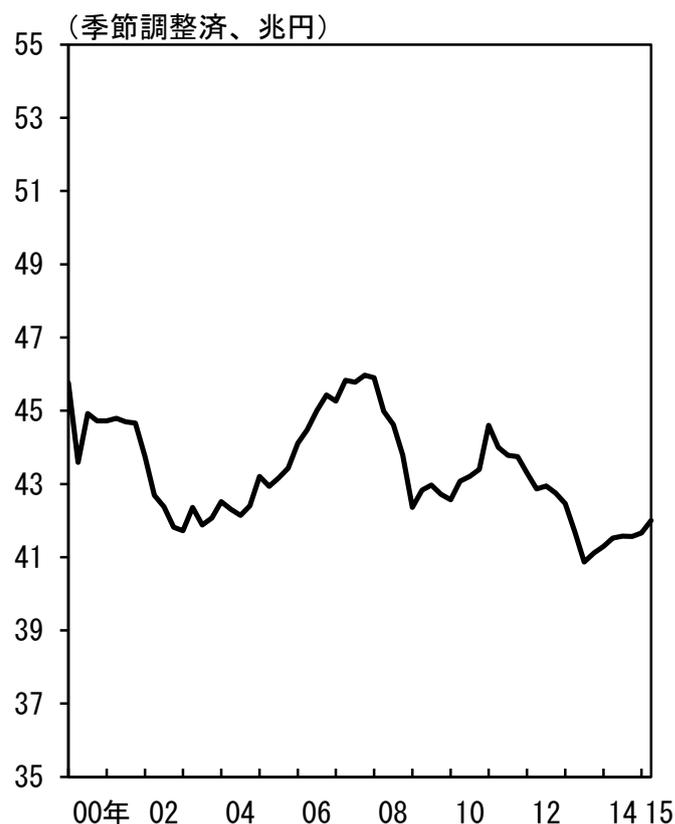
(2) 現金・預金



(3) 設備投資

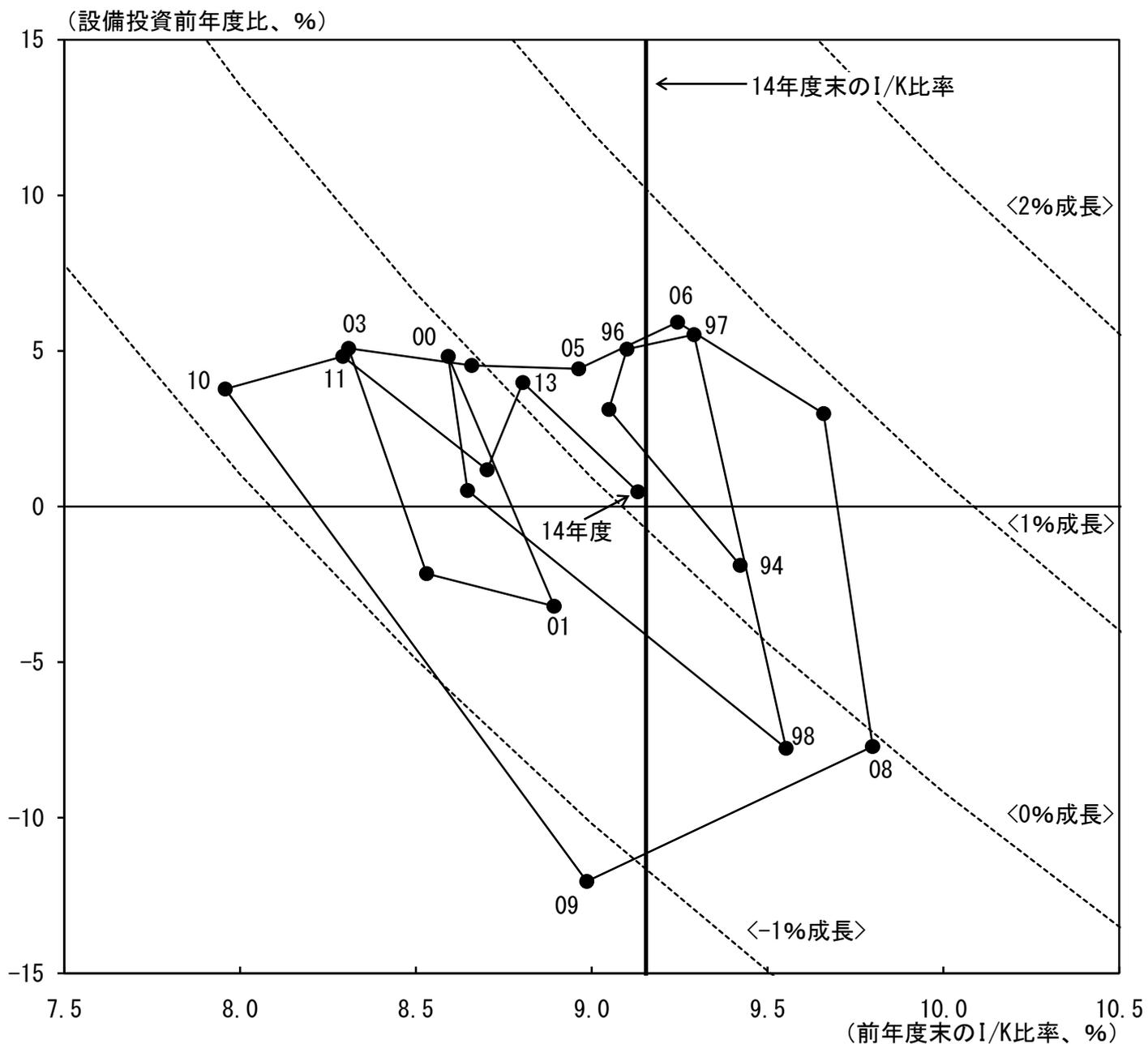


(4) 人件費



(注) 1. 全産業全規模ベース。金融業、保険業を除く。
2. 設備投資は、リース業を除き、ソフトウェア投資額を含む。
(資料) 財務省「法人企業統計季報」

資本ストック循環



・資本ストック循環図は、設備投資対資本ストック比率（I/K比率）と設備投資前年度比の関係をプロットしたものである。

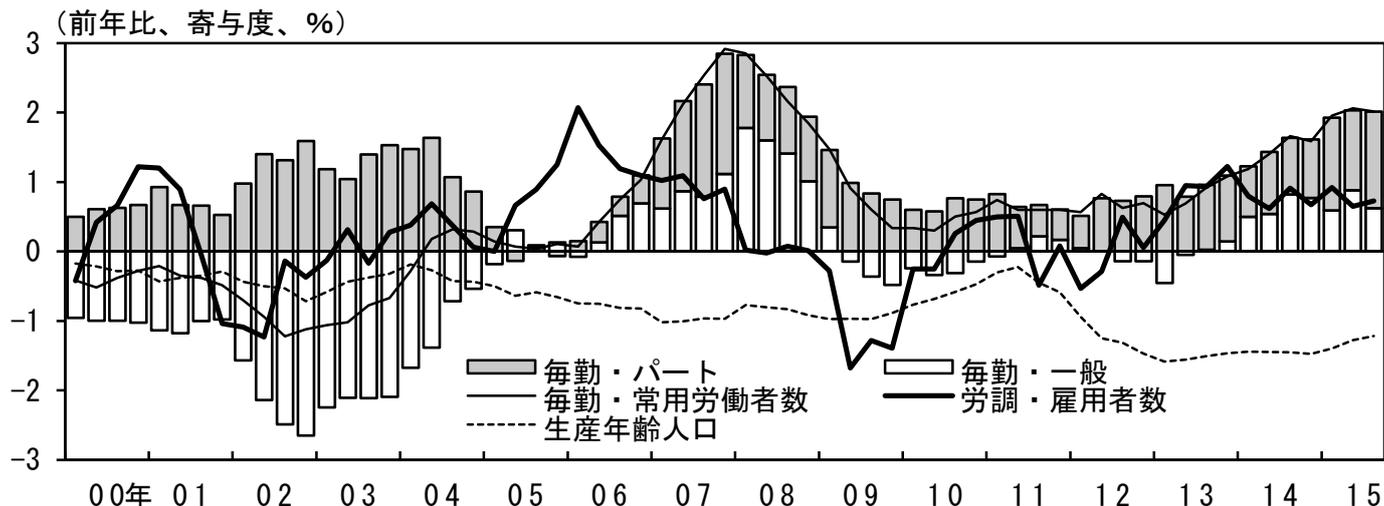
・両変数の間には、下記の関係があることから、期待成長率ごとに双曲線を描くことができる。
$$\underbrace{\text{設備投資前年度比}}_{\text{縦軸}} \times \underbrace{\text{前年度末のI/K比率}}_{\text{横軸}} = \text{期待成長率} + \text{資本係数のトレンド成長率} + \text{減耗率}$$

・このようにしてプロットされた点と、その時々に見込まれる期待成長率に対応する双曲線との関係を見ることで、設備投資の局面評価をすることができる。

(資料) 内閣府「国民経済計算」、経済産業研究所「日本産業生産性データベース2014」

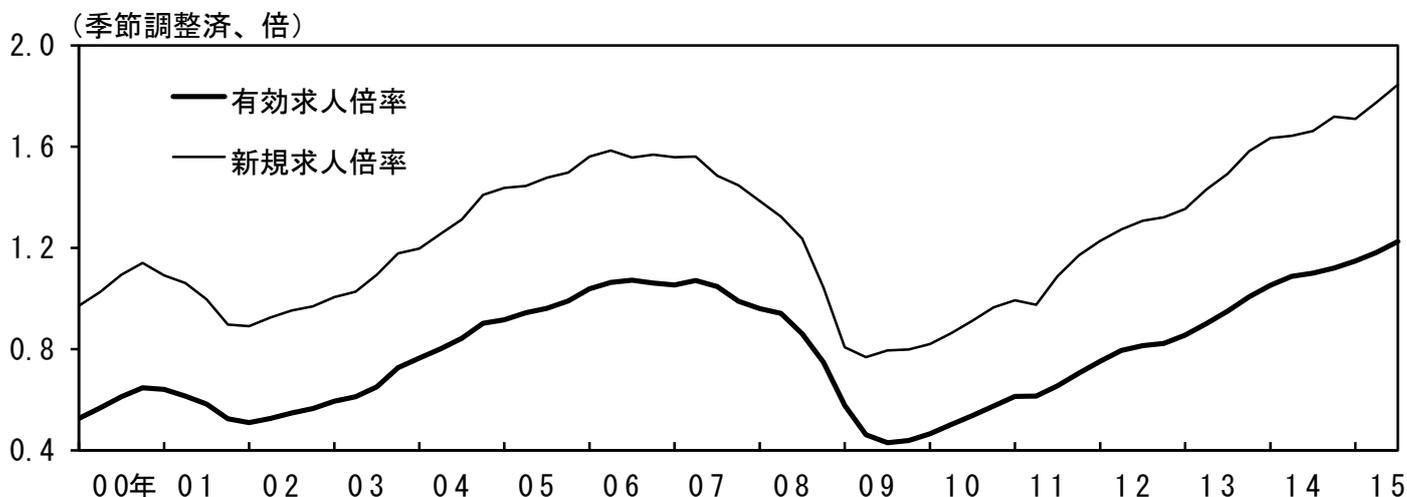
雇用と労働需給

(1) 雇用者数

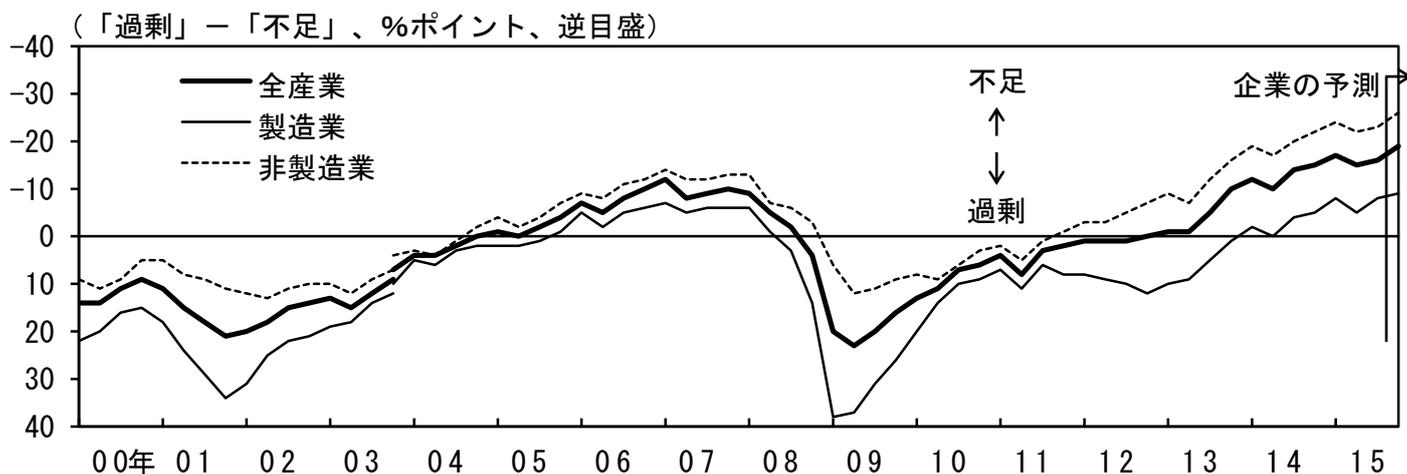


(注) 毎月勤労統計の2015/3Qは、7~8月の前年同期比。

(2) 求人倍率



(3) 雇用人員判断D. I.



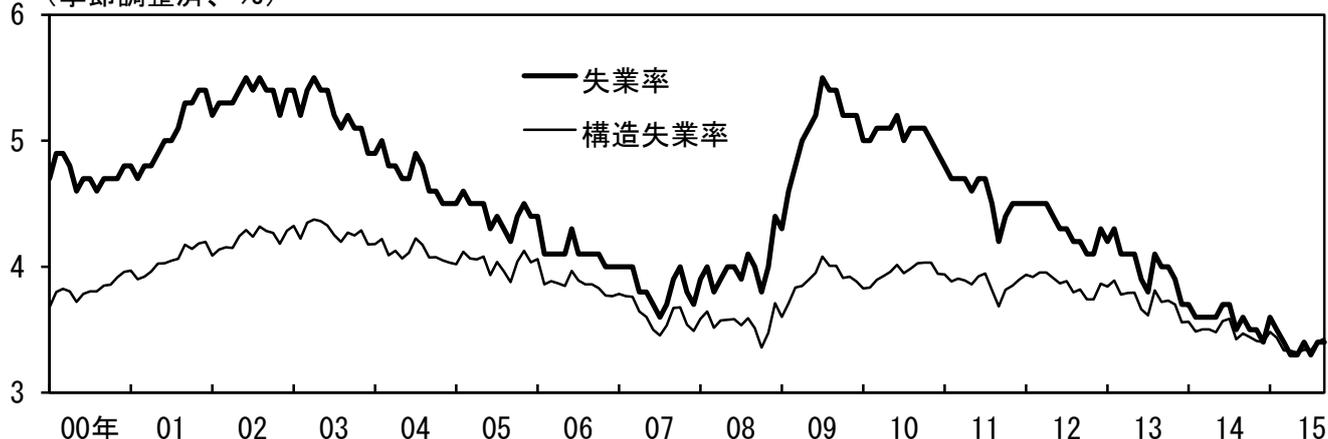
(注) 全規模合計。2003/12月調査には、調査の枠組み見直しによる不連続が生じている。
2015/4Qは、2015/9月調査時点の企業の予測値。

(資料) 厚生労働省「毎月勤労統計」「職業安定業務統計」、総務省「労働力調査」、
日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

失業率と労働力率

(1) 失業率

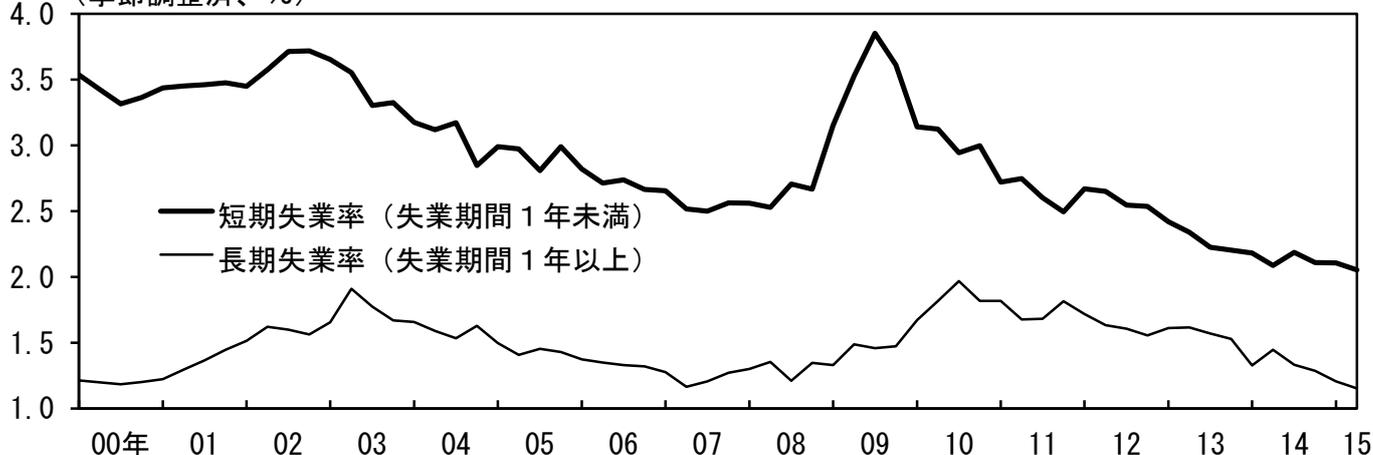
(季節調整済、%)



(注) 構造失業率は、失業率と欠員率の関係を表す曲線を推計したうえで、両者が等しくなるような失業率として定義。日本銀行調査統計局の試算値。

(2) 期間別失業率

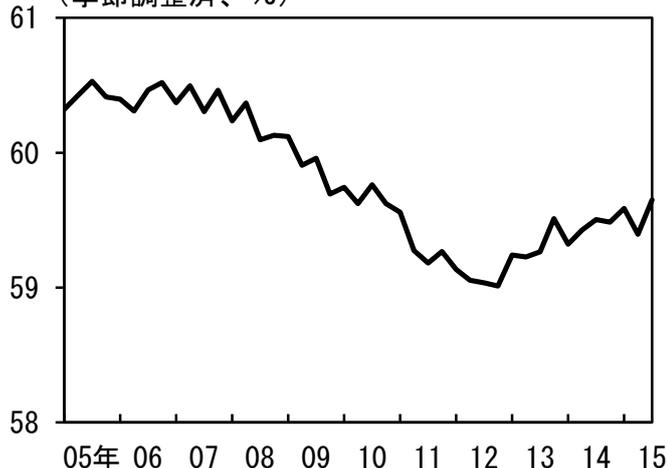
(季節調整済、%)



(注) 期間別失業者数の2001年以前は、半期データのため、季節調整前の値。

(3) 労働力率

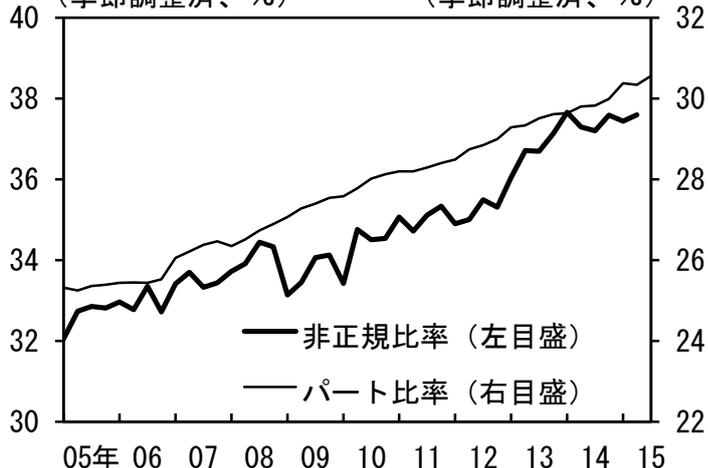
(季節調整済、%)



(4) 非正規比率とパート比率

(季節調整済、%)

(季節調整済、%)

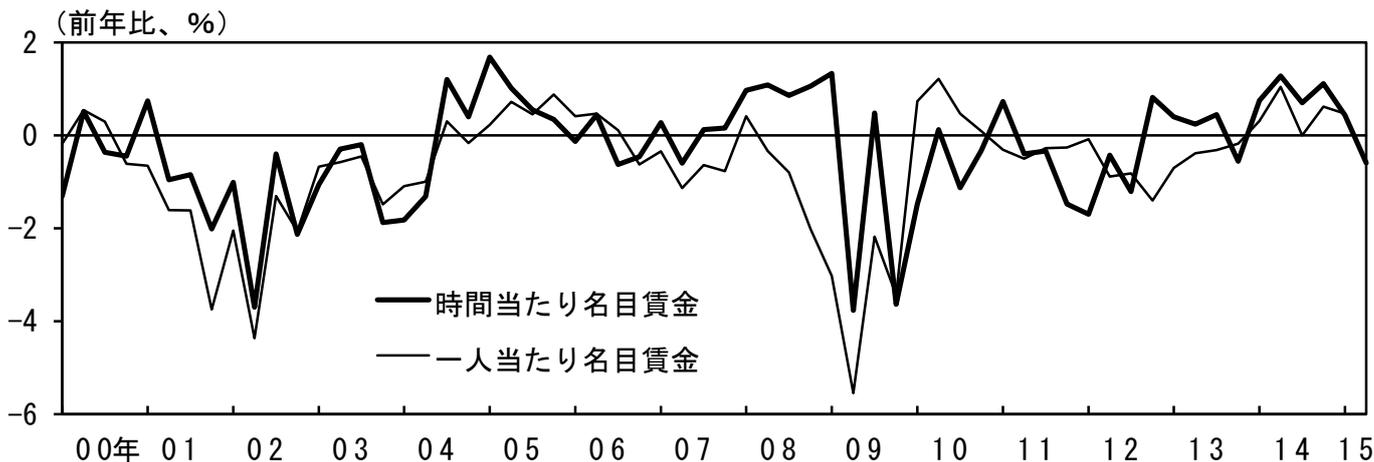


(注) (4) の非正規比率は、労働力調査詳細集計ベース。パート比率の2015/3Qは、7~8月の値。

(資料) 総務省「労働力調査」、厚生労働省「職業安定業務統計」「毎月勤労統計」

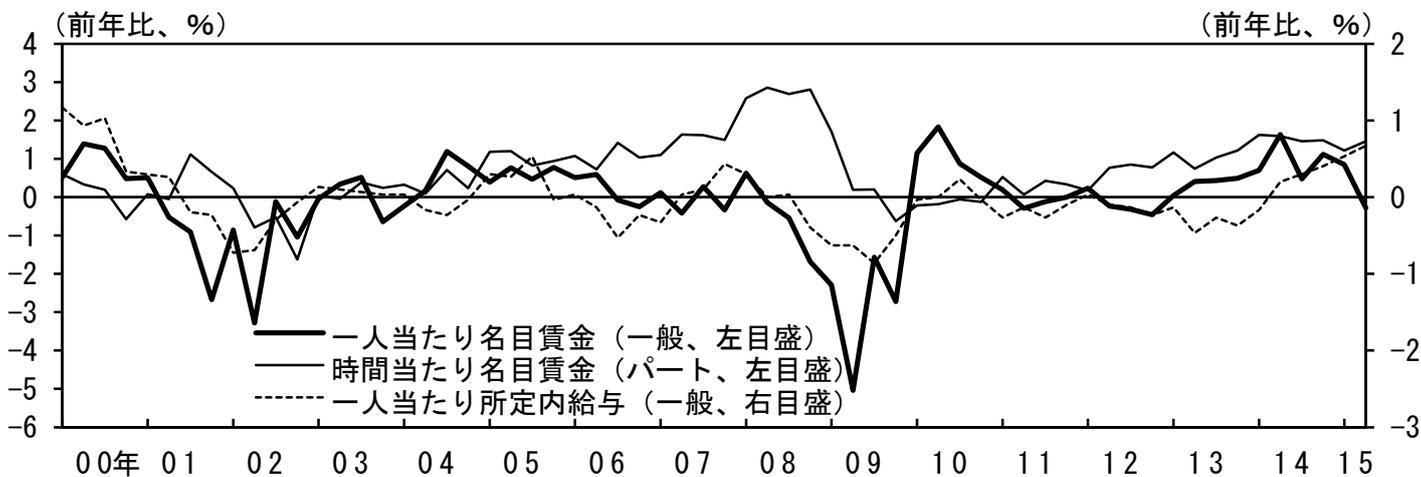
賃金

(1) 全体

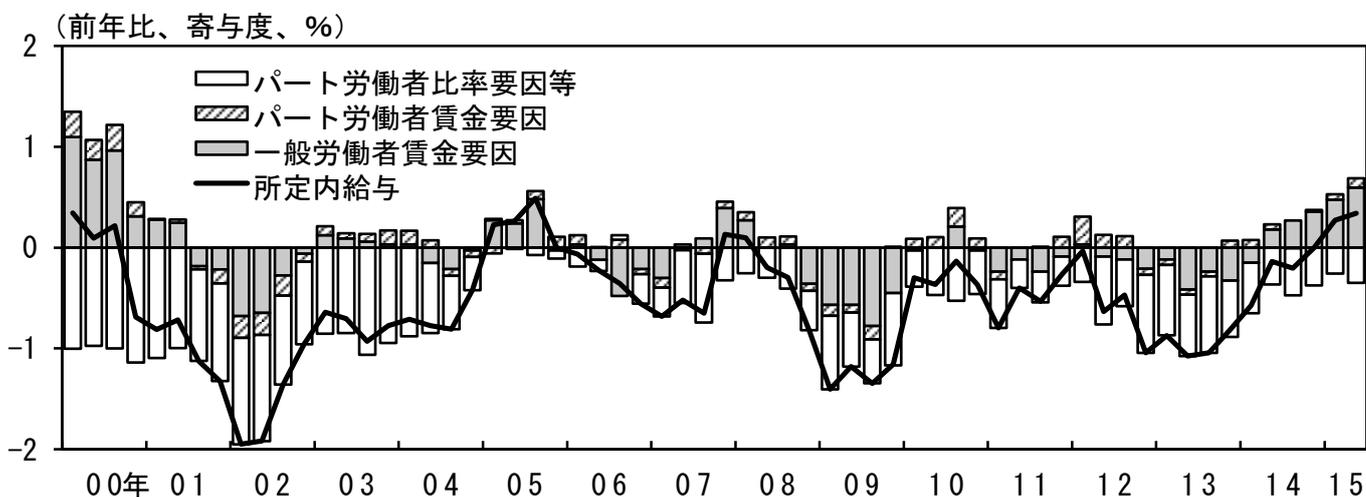


(注) 四半期は、以下のように組替えている(下のいずれの図表も同じ)。
第1四半期：3～5月、第2：6～8月、第3：9～11月、第4：12～2月。

(2) 一般・パート別



(3) 所定内給与の要因分解



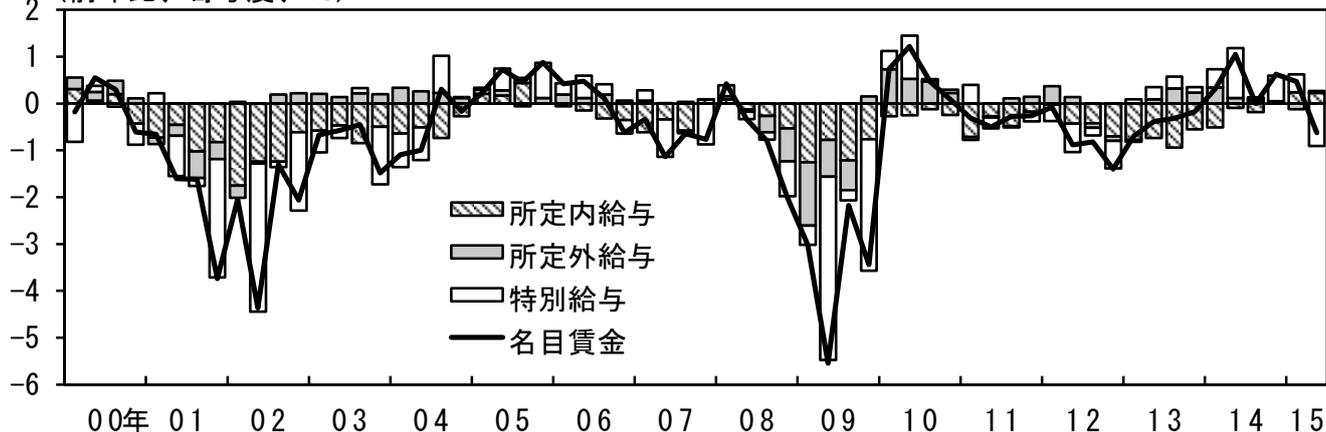
(注) 一般労働者賃金要因＝一般所定内給与前年比×前年の所定内給与総額に占める一般の割合
パート労働者賃金要因＝パート所定内給与前年比×前年の所定内給与総額に占めるパートの割合
パート労働者比率要因等＝所定内給与前年比－一般労働者賃金要因－パート労働者賃金要因

(資料) 厚生労働省「毎月勤労統計」

雇用者所得

(1) 名目賃金

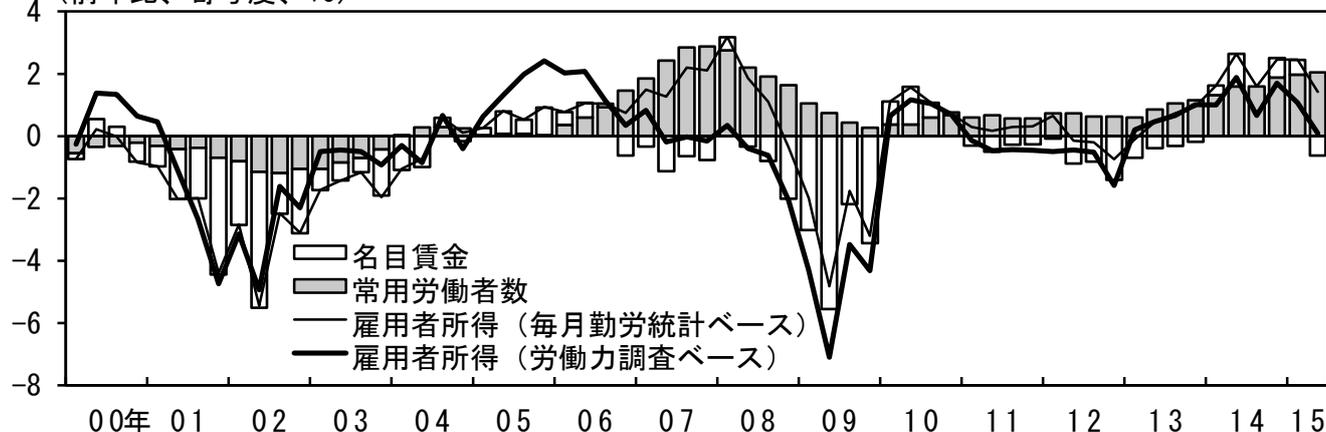
(前年比、寄与度、%)



(注) 四半期は、以下のように組替えている(下の図表(2)も同じ)。
第1四半期: 3~5月、第2: 6~8月、第3: 9~11月、第4: 12~2月。

(2) 雇用者所得

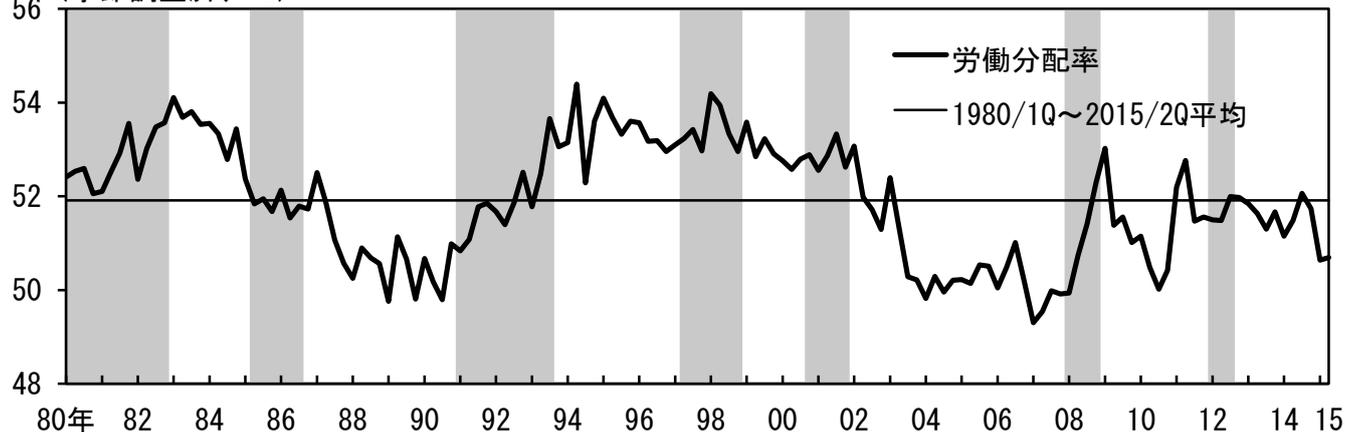
(前年比、寄与度、%)



(注) 雇用者所得(毎月勤労統計ベース) = 常用労働者数(毎月勤労統計) × 名目賃金
雇用者所得(労働力調査ベース) = 雇用者数(労働力調査) × 名目賃金

(3) 労働分配率(SNAベース)

(季節調整済、%)

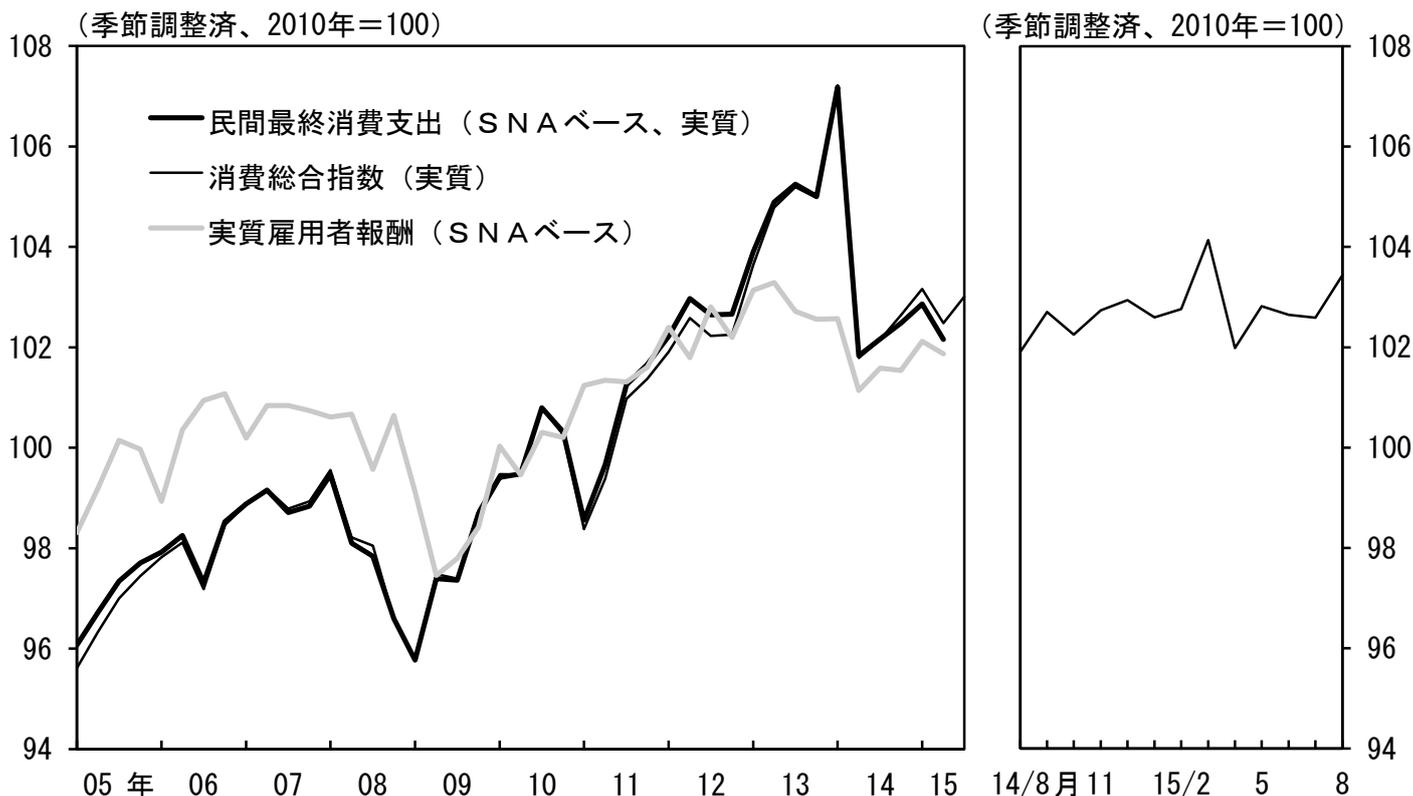


(注) 1. 労働分配率 = 名目雇用者報酬 / 名目GDP × 100
2. シャドー部分は、景気後退局面。

(資料) 厚生労働省「毎月勤労統計」、総務省「労働力調査」、内閣府「国民経済計算」

GDP個人消費

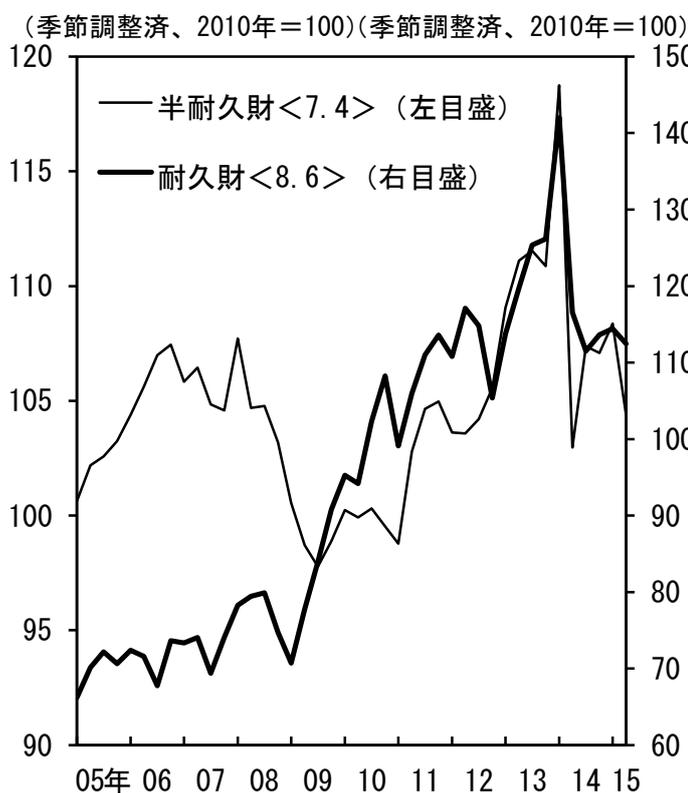
(1) GDP個人消費と実質雇用者報酬



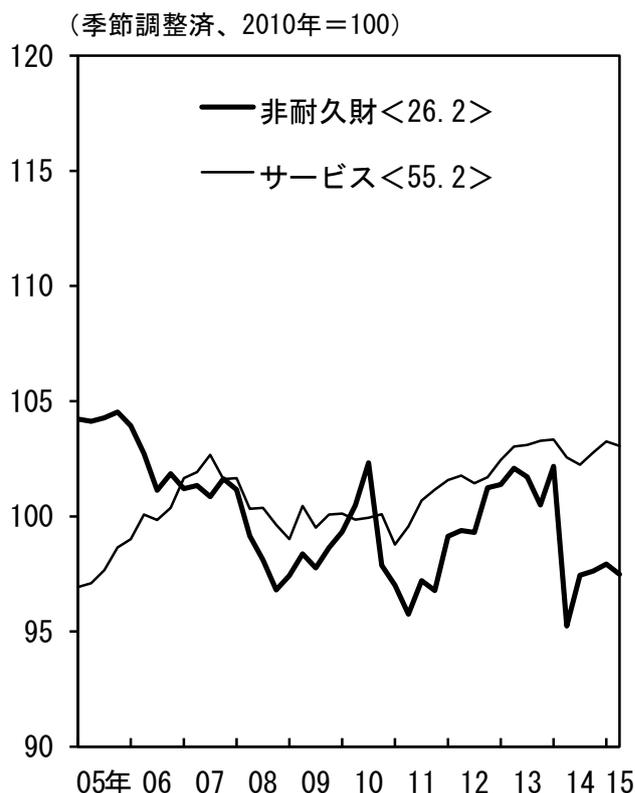
(注) 2015/3Qは、7~8月の値。

(2) GDP形態別消費 (実質)

① 耐久財・半耐久財



② 非耐久財・サービス

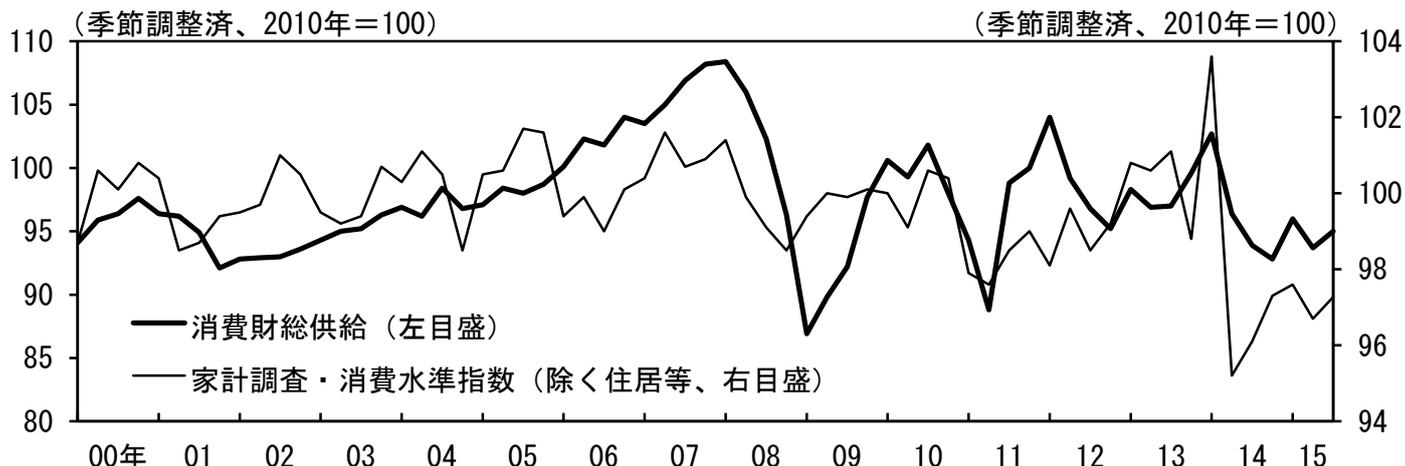


(注) < >内は、2014年の民間最終消費支出に占める割合。

(資料) 内閣府「国民経済計算」「消費総合指数」

供給側・需要側統計と販売統計

(1) 消費財総供給・家計調査



(注) 1. 消費財総供給の2015/3Qは、7~8月の値。
2. 消費水準指数は、二人以上の世帯(世帯人員及び世帯主の年齢分布調整済)の計数。

(2) 商業動態統計

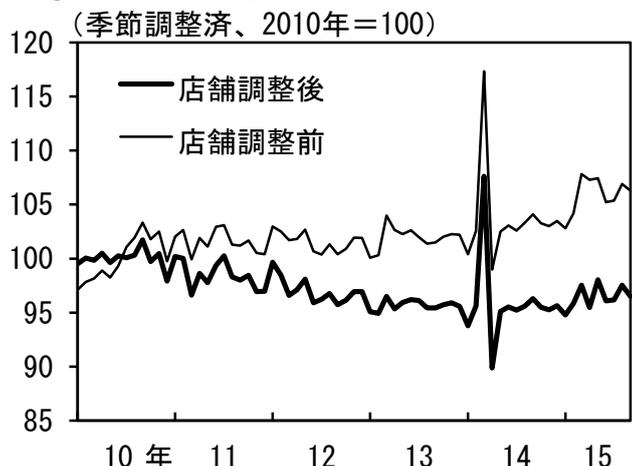
① 小売業販売額



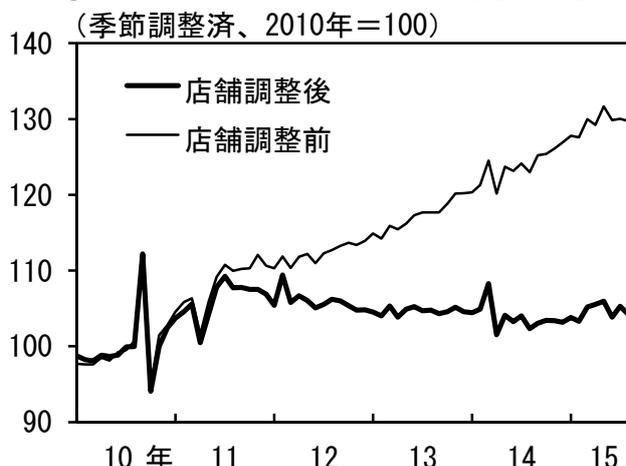
② 百貨店売上高



③ スーパー売上高



④ コンビニエンスストア売上高



(注) 1. 実質小売業販売額は、CPI(「財」から「電気・都市ガス・水道」を除いたもの)で実質化。
2. コンビニエンスストア売上高(店舗調整後)は、協会ベース。

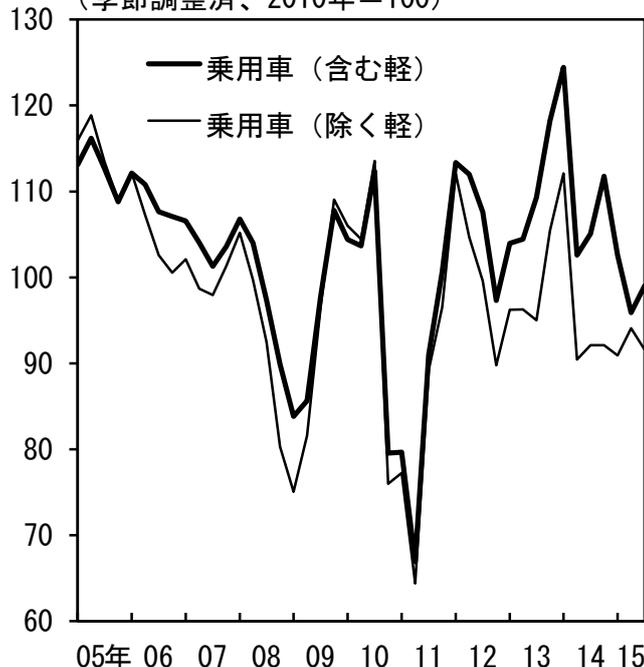
(資料) 総務省「家計調査報告」「消費者物価指数」、経済産業省「鉱工業総供給表」「商業動態統計」、日本フランチャイズチェーン協会「コンビニエンスストア統計調査」

形態別消費

(1) 耐久財消費

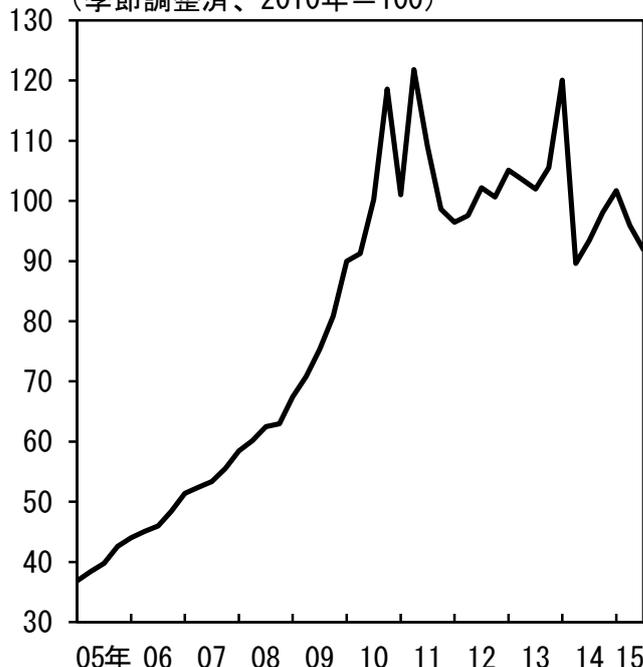
①新車登録台数

(季節調整済、2010年=100)



②家電販売額 (実質)

(季節調整済、2010年=100)



(注) ②は、商業動態統計の機械器具小売業販売額指数を、各種家電関連商品のCPIを用いて実質化。

(2) サービス消費

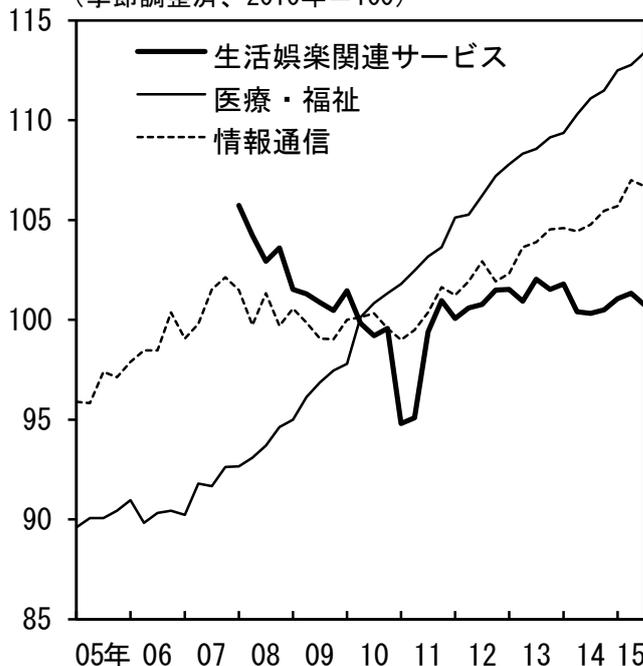
①旅行、外食 (名目)

(季節調整済、2010年=100)(季節調整済、2010年=100)



②第3次産業活動指数のサービス消費

(季節調整済、2010年=100)

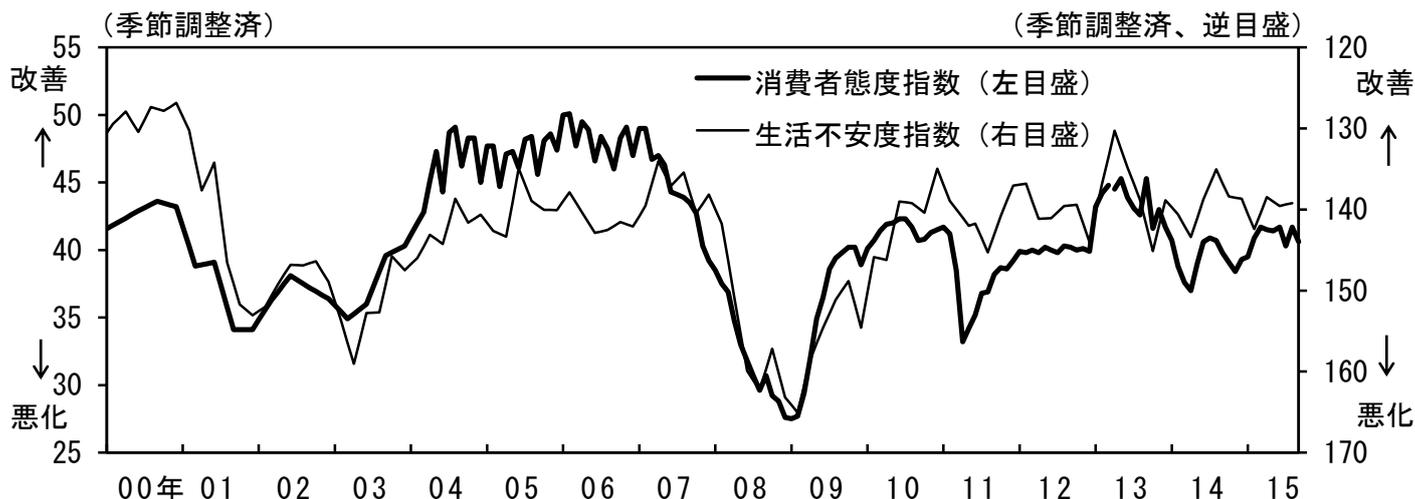


(注) 1. 旅行取扱額は、外国人旅行を除いている。観光庁公表の前年比から算出。
 2. 外食産業売上高は、日本フードサービス協会公表の前年比から算出。
 3. ①の旅行取扱額、②の2015/3Qは、7~8月の値。

(資料) 経済産業省「商業動態統計」「第3次産業活動指数」、総務省「消費者物価指数」、日本自動車販売協会連合会「自動車国内販売」、観光庁「旅行業者取扱額」、日本フードサービス協会「外食産業市場動向調査」等

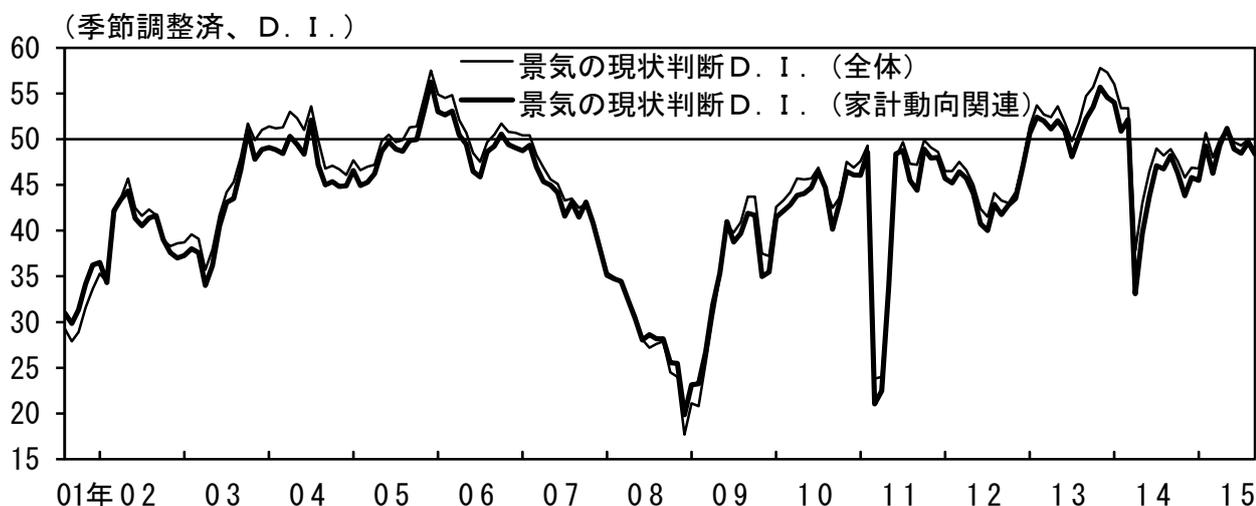
個人消費関連のマインド指標

(1) 消費者態度指数と生活不安度指数

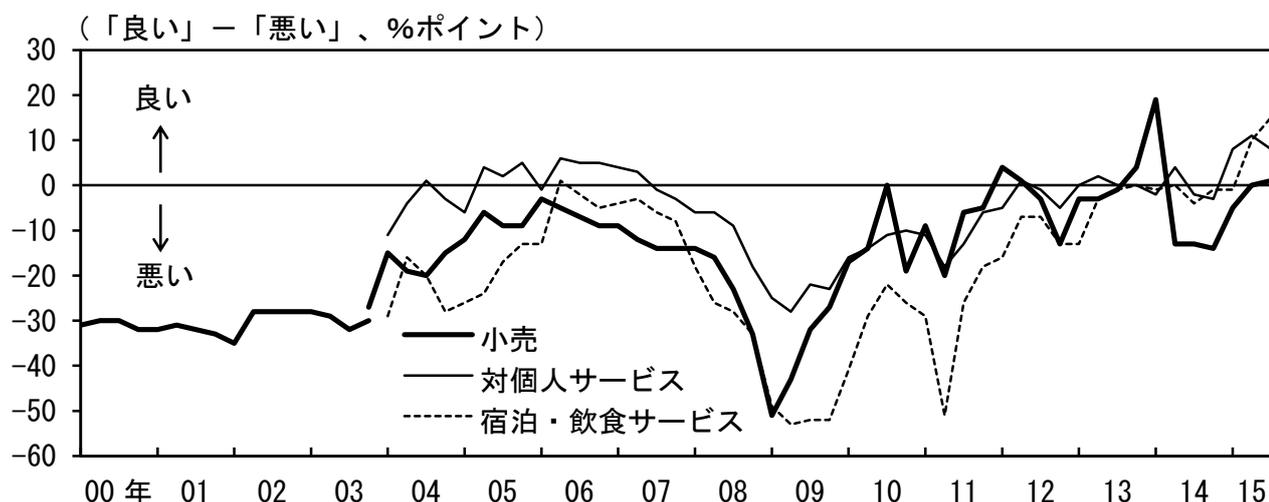


(注) 消費者態度指数の2013/4月には、調査方法変更による不連続が生じている。

(2) 景気ウォッチャー調査



(3) 個人消費関連業種の業況感 (短観・全規模)

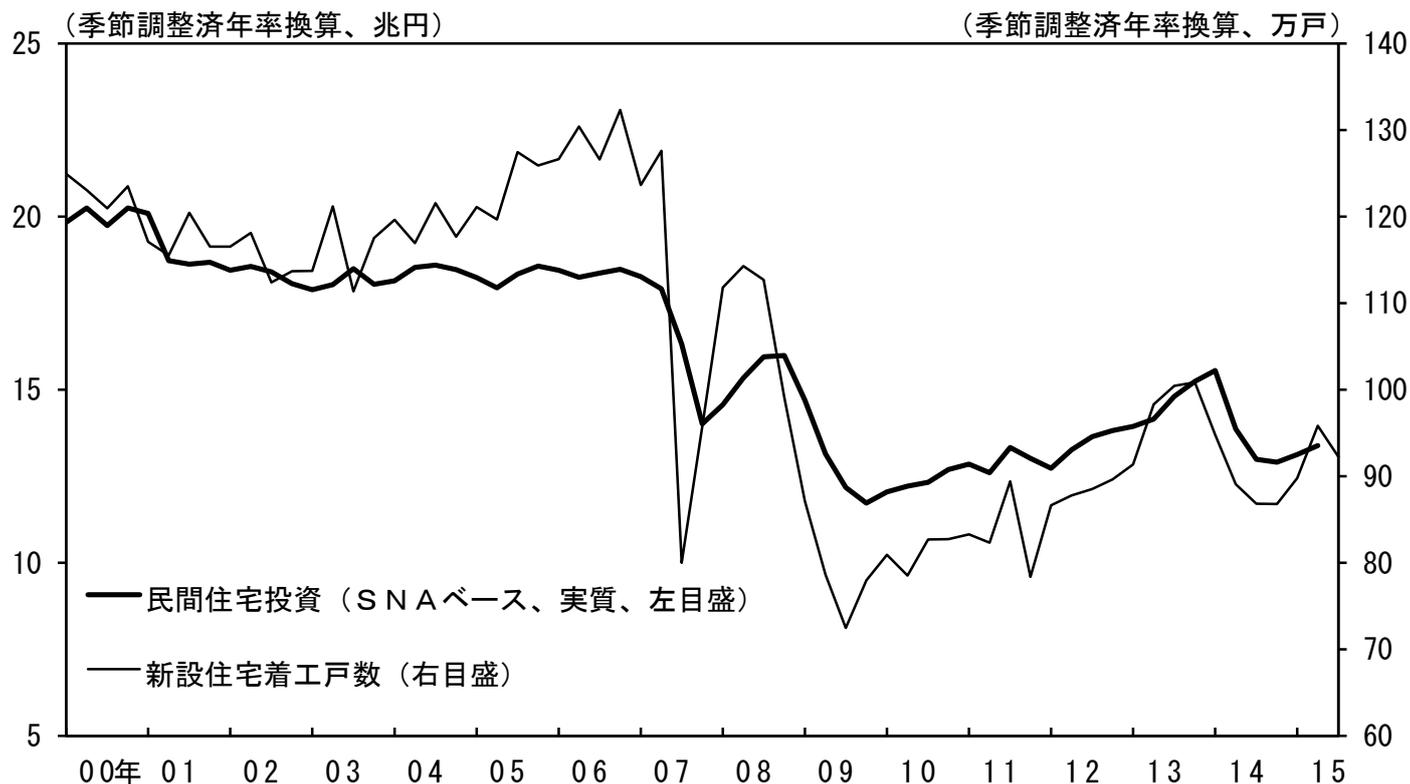


(注) 2003/12月調査には、調査の枠組み見直しによる不連続が生じている。

(資料) 日本リサーチ総合研究所「消費者心理調査」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、内閣府「消費動向調査」「景気ウォッチャー調査」

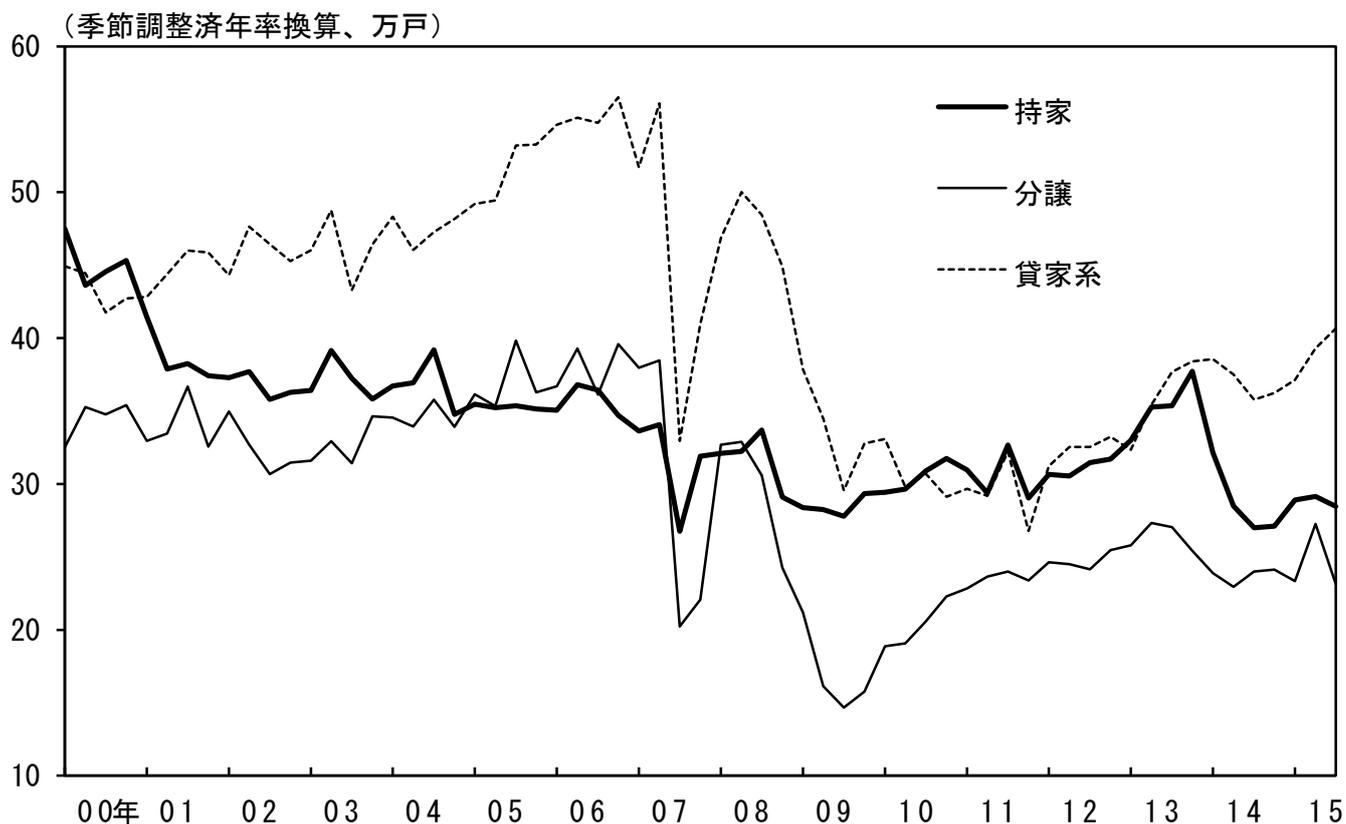
住宅投資

(1) GDP住宅投資と新設住宅着工戸数



(注) 新設住宅着工戸数の2015/3Qは、7~8月の値 (下の図表も同じ)。

(2) 新設住宅着工戸数の内訳

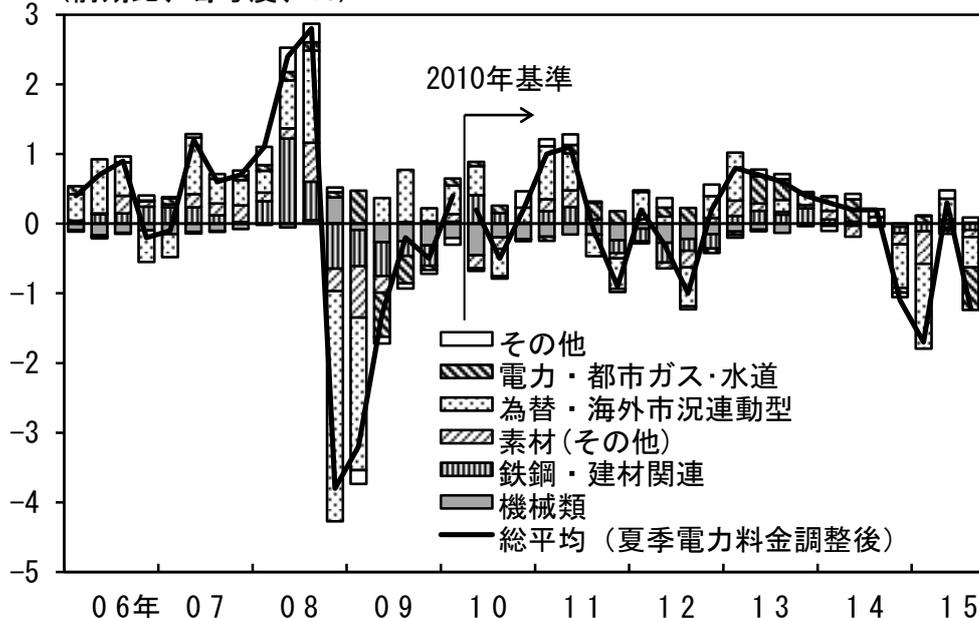


(資料) 内閣府「国民経済計算」、国土交通省「建築着工統計」

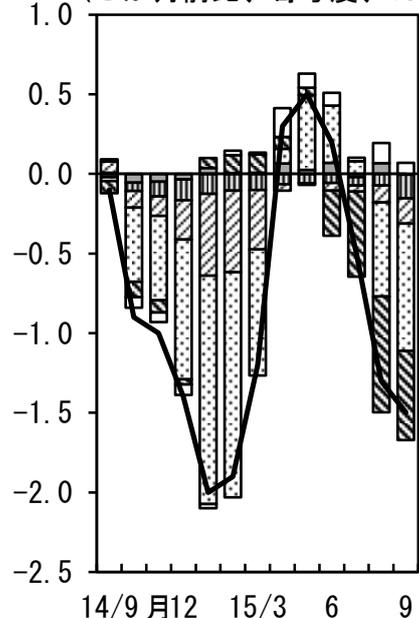
国内企業物価と企業向けサービス価格

(1) 国内企業物価

(前期比、寄与度、%)



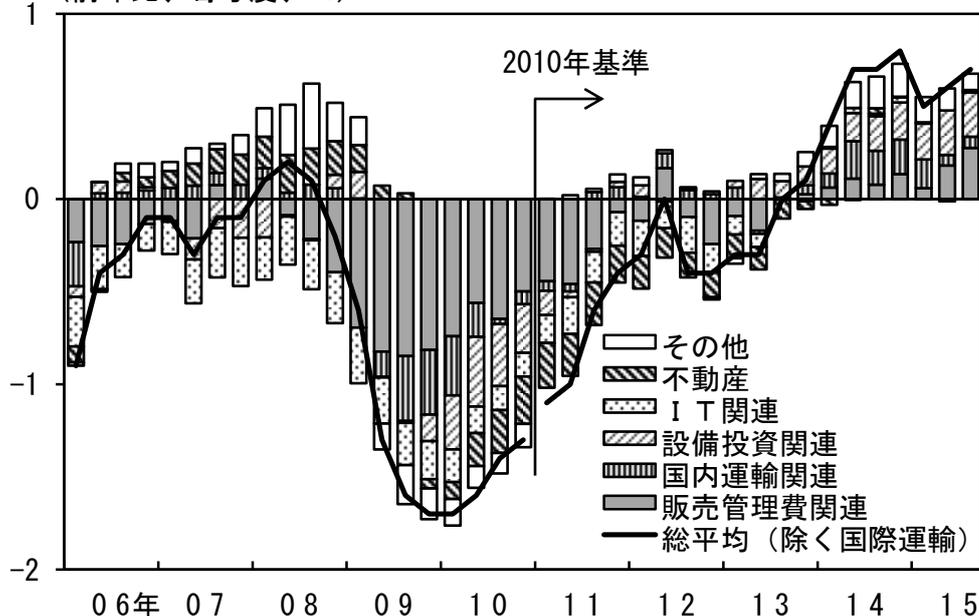
(3か月前比、寄与度、%)



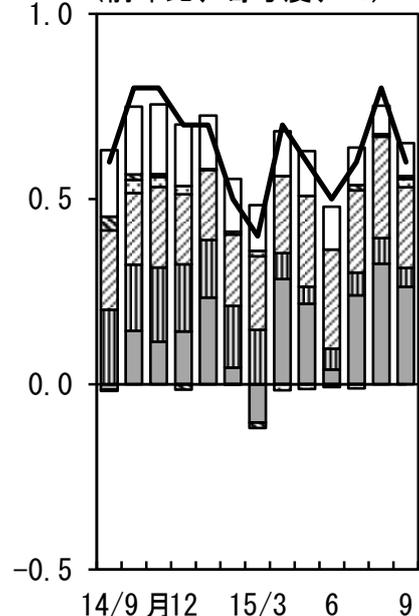
- (注) 1. 為替・海外市況連動型：石油・石炭製品、非鉄金属
2. 鉄鋼・建材関連：鉄鋼、金属製品、窯業・土石製品、製材・木製品、スクラップ類
3. 素材(その他)：化学製品、プラスチック製品、繊維製品、パルプ・紙・同製品
4. 機械類：はん用機器、生産用機器、業務用機器、電子部品・デバイス、電気機器、情報通信機器、輸送用機器
5. 毎年7~9月にかけて適用される夏季割り増し電力料金の影響を除いて算出。
6. 消費税率引き上げについては、消費税を除く計数を用いて直接的な影響を調整(下の図表も同じ)。

(2) 企業向けサービス価格

(前年比、寄与度、%)



(前年比、寄与度、%)



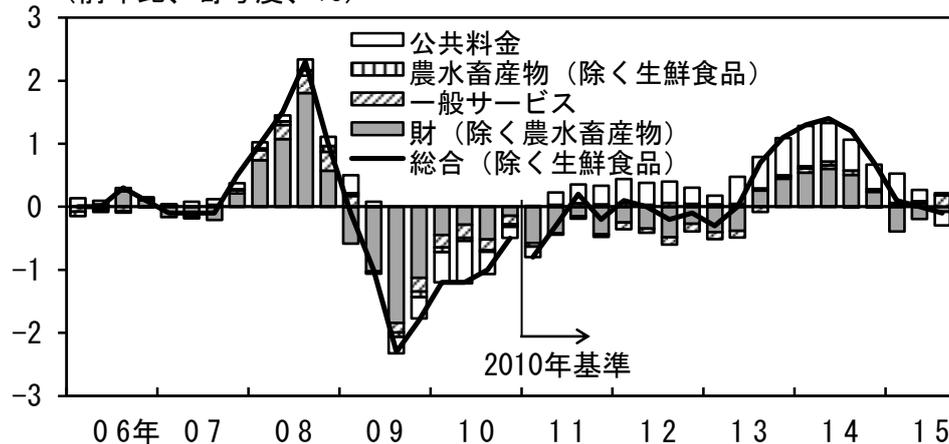
- (注) 1. 販売管理費関連：情報通信(除く新聞・出版)、広告、諸サービス(除くプラントエンジニアリング、土木建築サービス)
2. 国内運輸関連：運輸・郵便(除く国際運輸、旅客輸送)
3. IT関連：電子計算機・同関連機器リース、電子計算機レンタル
4. 設備投資関連：リース・レンタル(除くIT関連)、土木建築サービス

(資料) 日本銀行「企業物価指数」「企業向けサービス価格指数」

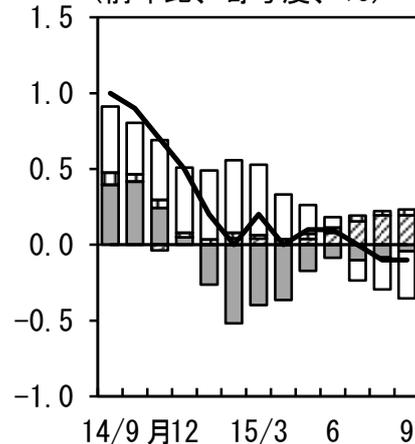
消費者物価

(1) 総合 (除く生鮮食品)

(前年比、寄与度、%)



(前年比、寄与度、%)



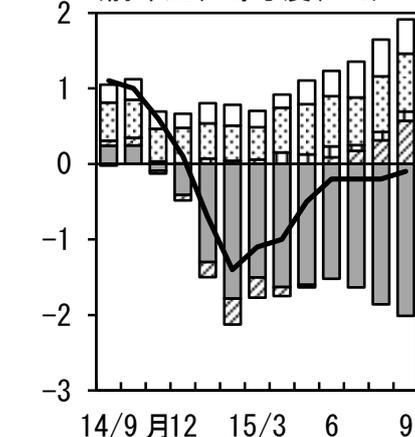
- (注) 1. 以下の分類については、組み替えて定義している(「」内は総務省公表ベース、下のいずれの図表も同じ)。財=「財」-「電気・都市ガス・水道」、公共料金=「公共サービス」+「電気・都市ガス・水道」。
 2. 消費者物価指数は、消費税調整済み(試算値、下のいずれの図表も同じ)。

(2) 財 (除く農水畜産物)

(前年比、寄与度、%)



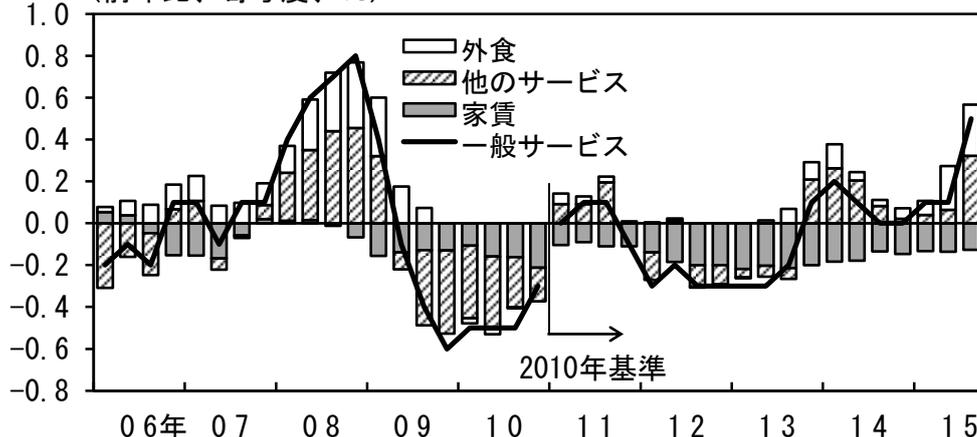
(前年比、寄与度、%)



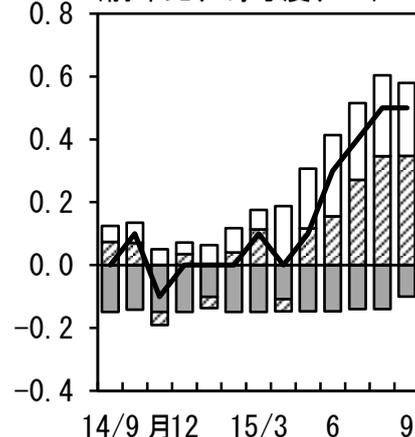
(注) 被服=「衣料」+「シャツ・セーター・下着類」

(3) 一般サービス

(前年比、寄与度、%)



(前年比、寄与度、%)

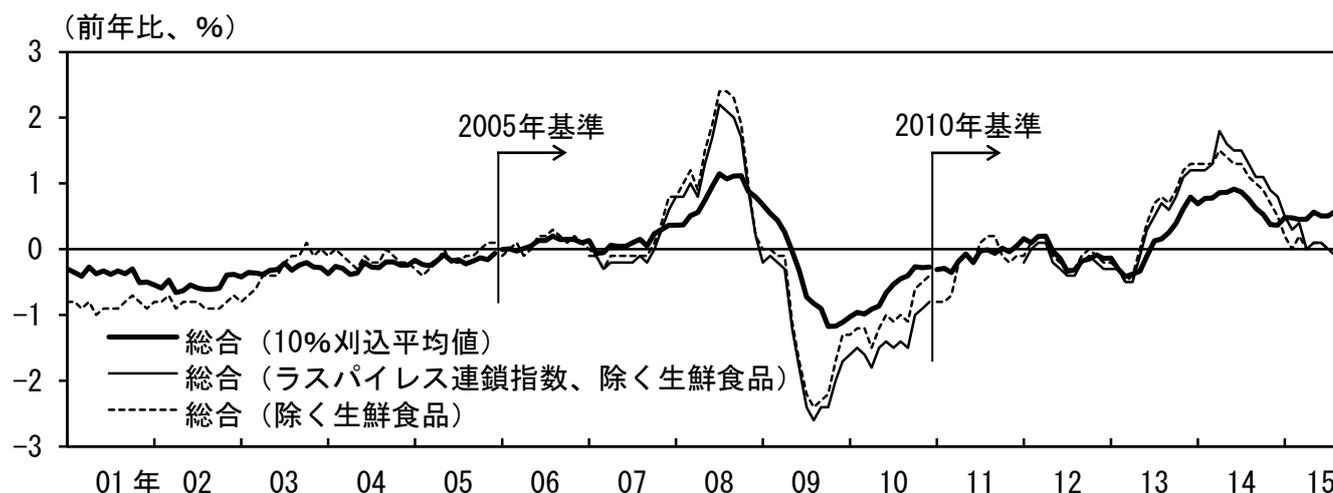


(注) 家賃=「民営家賃」+「持家の帰属家賃」

(資料) 総務省「消費者物価指数」

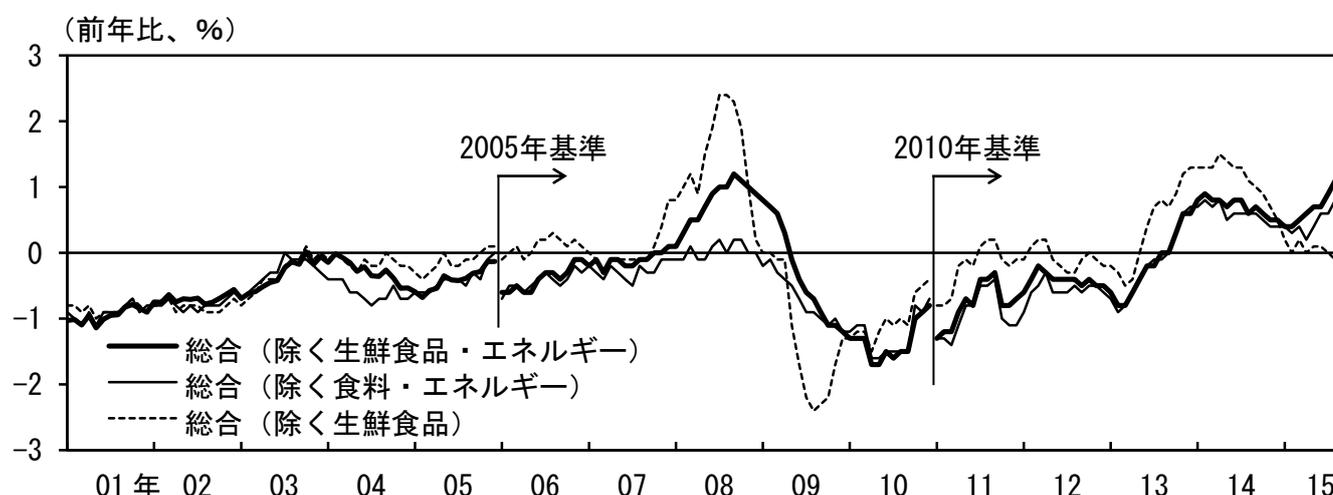
消費者物価の基調的な変動

(1) 刈込平均値・ラスパイレス連鎖指数



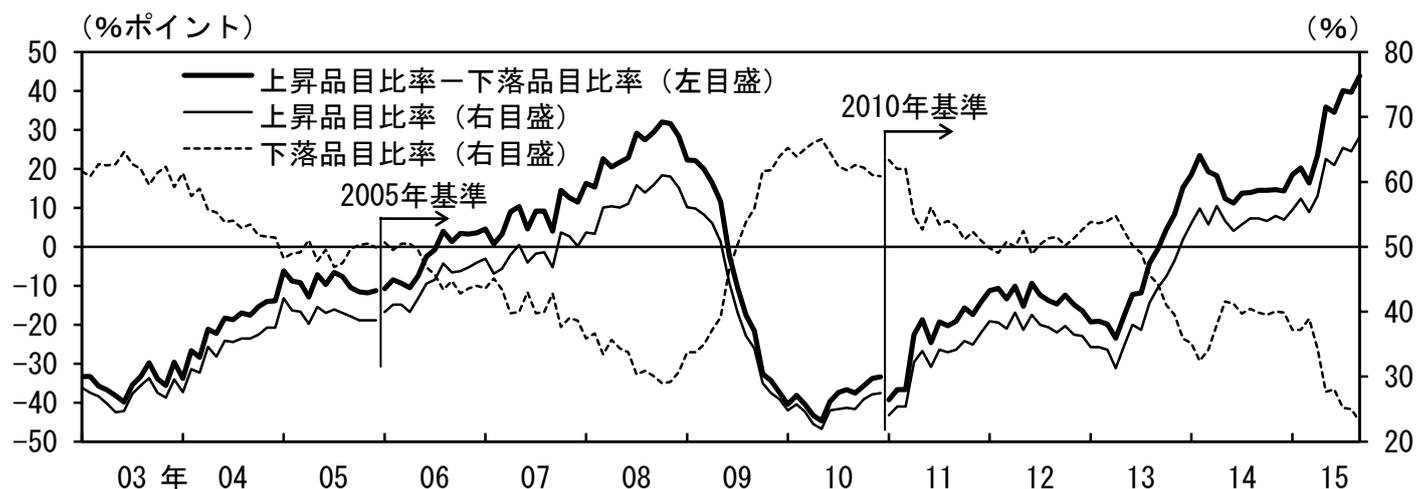
- (注) 1. 10%刈込平均値は、個別品目の前年同月比を値の小さな順に並び替え、値の大きい品目と小さい品目をウエイトベースでそれぞれ10%控除して、残った品目の前年同月比を加重平均して算出。
 2. 消費者物価指数は、消費税調整済み(試算値、下のいずれの図表も同じ)。

(2) 総合(除く生鮮食品・エネルギー)・総合(除く食料・エネルギー)



- (注) 総合(除く生鮮食品・エネルギー)は、日本銀行調査統計局算出。

(3) 上昇・下落品目比率



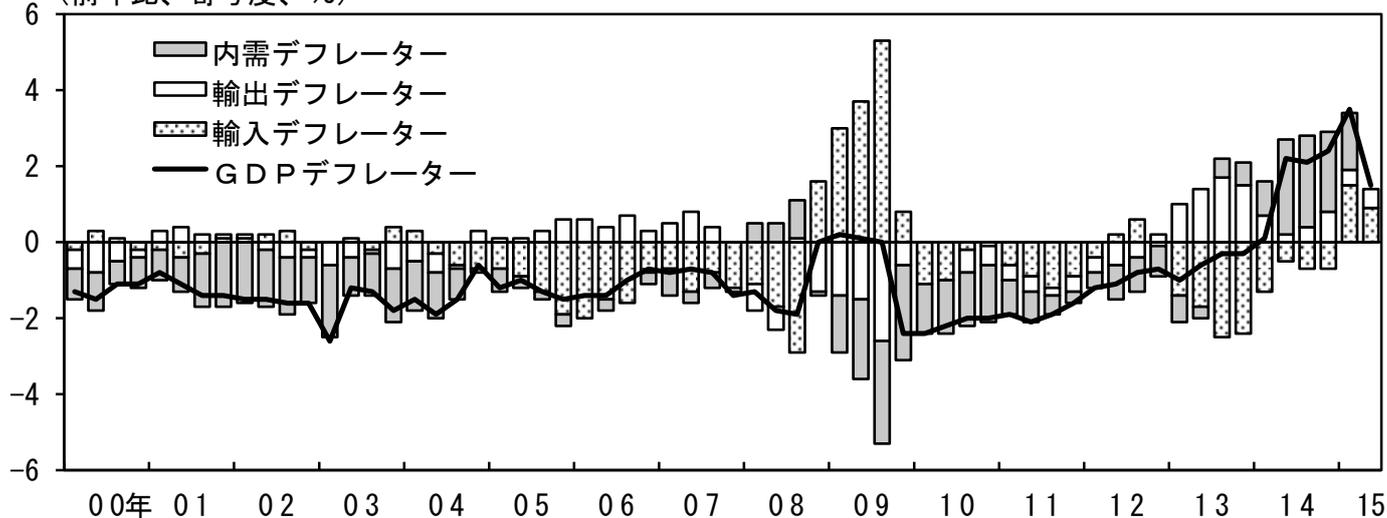
- (注) 上昇・下落品目比率は、前年比上昇・下落した品目の割合。総合(除く生鮮食品)。

(資料) 総務省「消費者物価指数」

GDPデフレーター

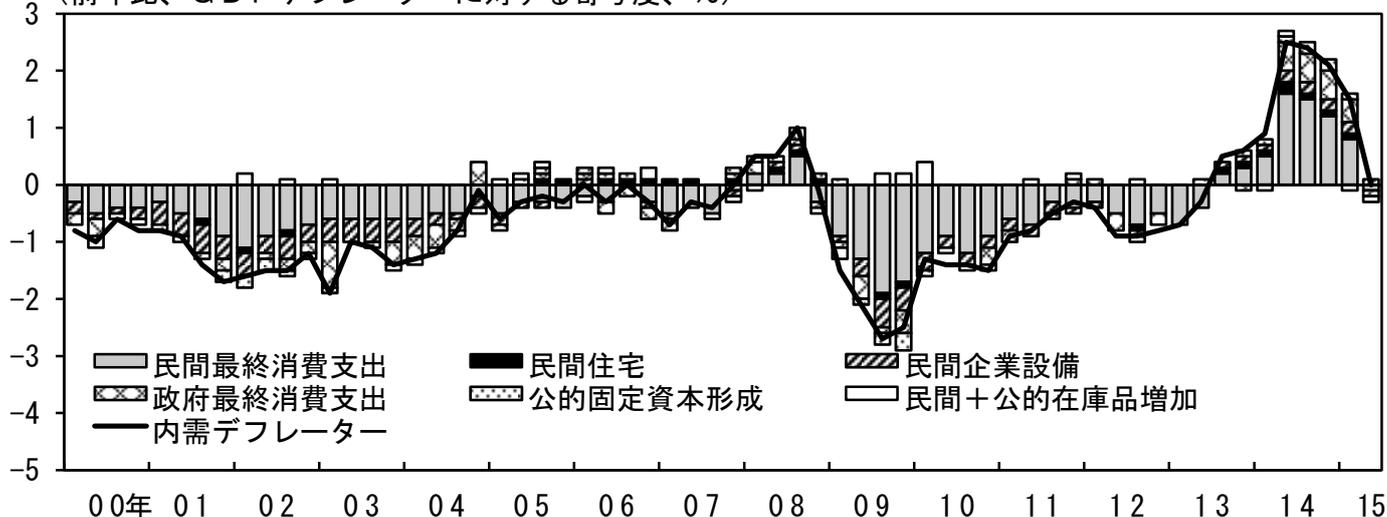
(1) GDPデフレーター

(前年比、寄与度、%)



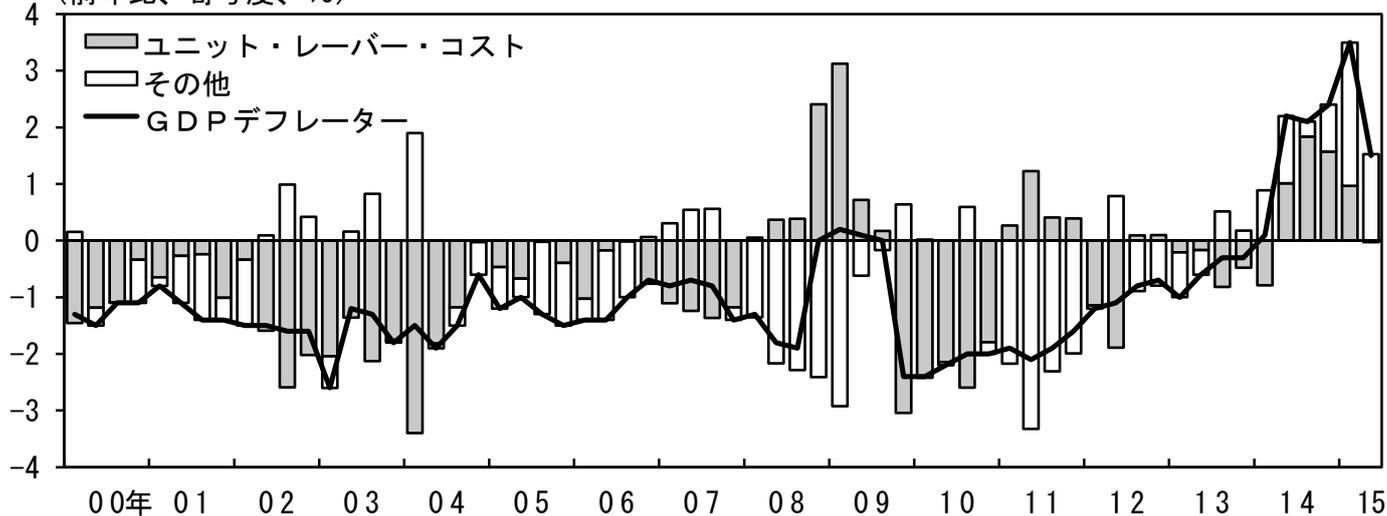
(2) 内需デフレーター

(前年比、GDPデフレーターに対する寄与度、%)



(3) GDPデフレーターとユニット・レーバ・コスト

(前年比、寄与度、%)



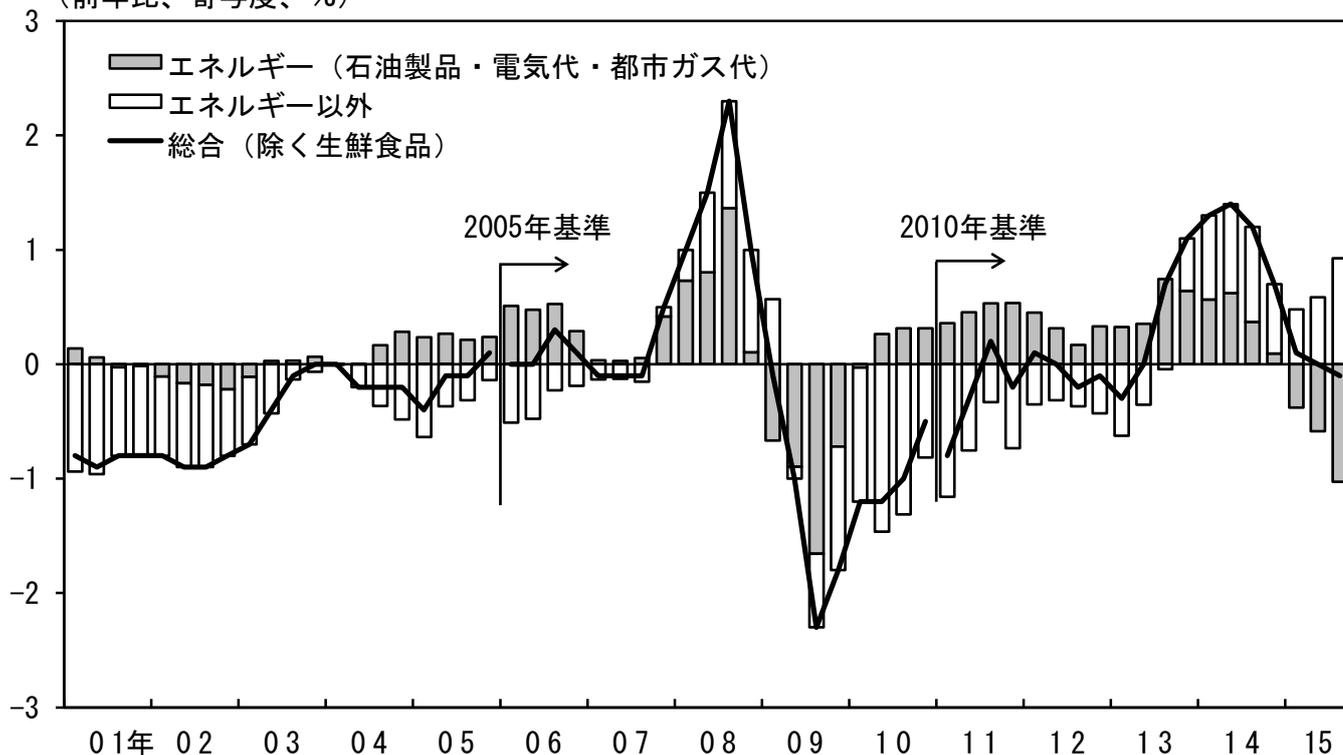
(注) ユニット・レーバ・コスト=名目雇用者報酬 (SNAベース) / 実質GDP

(資料) 内閣府「国民経済計算」

消費者物価と需給ギャップ

(1) 消費者物価

(前年比、寄与度、%)

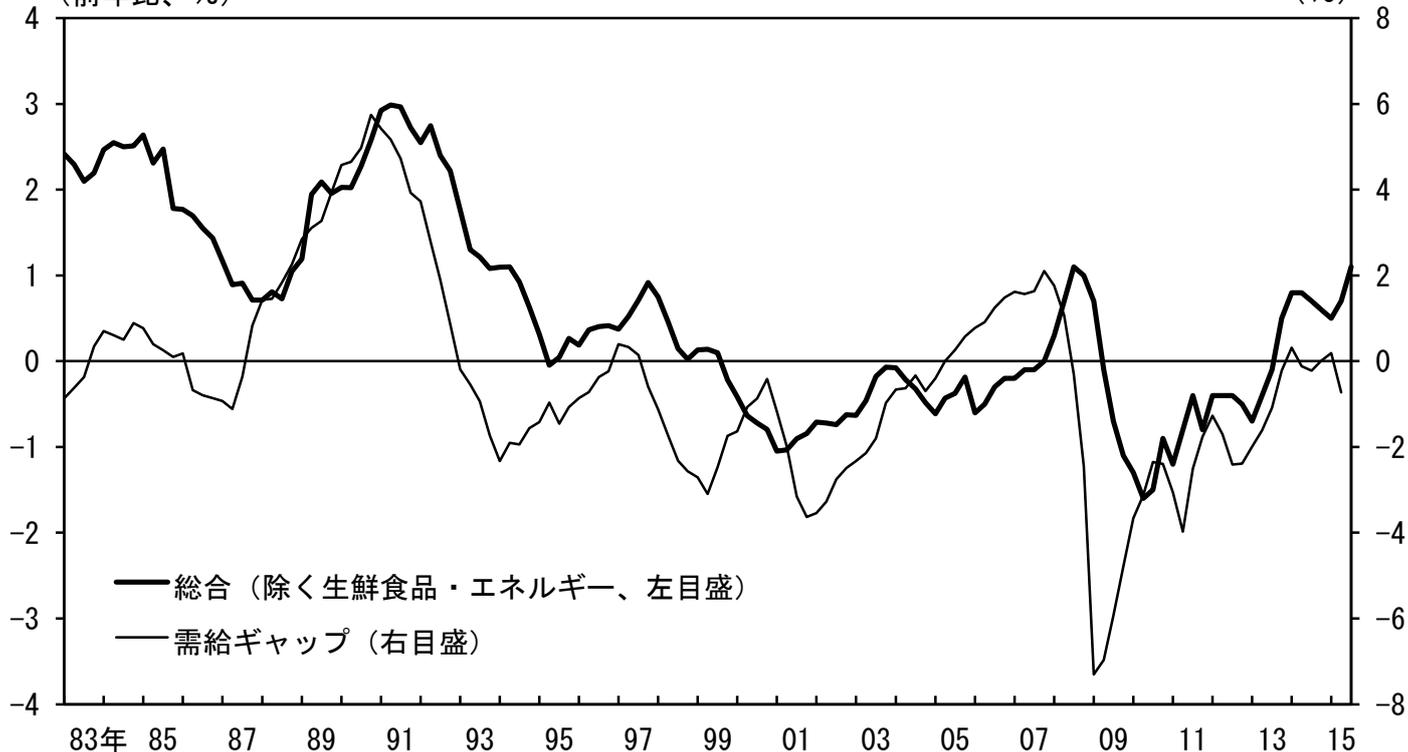


(注) 1. エネルギーの2005/4Q以前は、内訳項目の前年比を用いて作成。
2. 消費者物価指数は、消費税調整済み(試算値、下の図表も同じ)。

(2) 需給ギャップとの関係

(前年比、%)

(%)



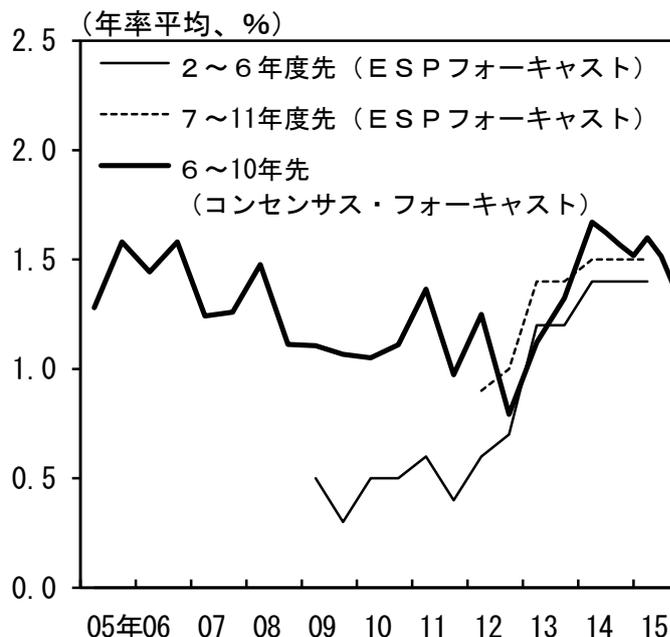
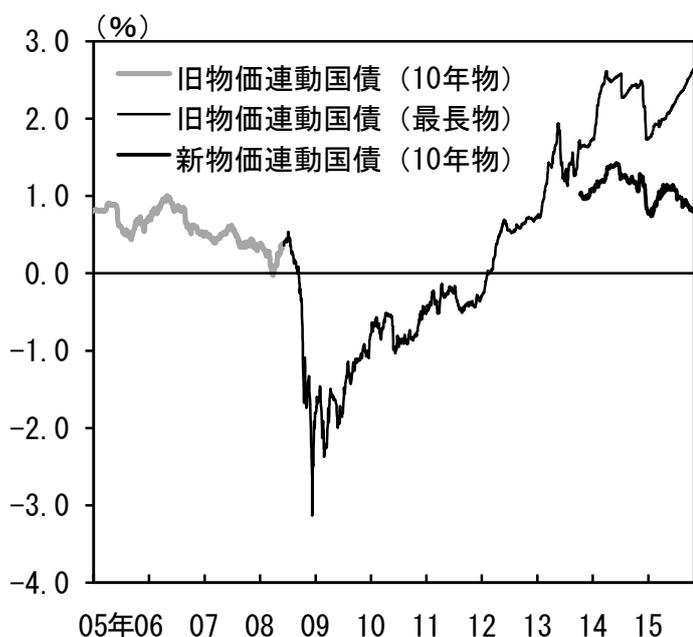
(注) 1. 総合(除く生鮮食品・エネルギー)は、日本銀行調査統計局算出。
2. 需給ギャップは、日本銀行調査統計局の試算値。

(資料) 総務省「消費者物価指数」、内閣府「国民経済計算」等

予想物価上昇率 (1)

(1) 市場参加者の予想物価上昇率
(物価連動国債のBEI)

(2) エコノミストの予想物価上昇率

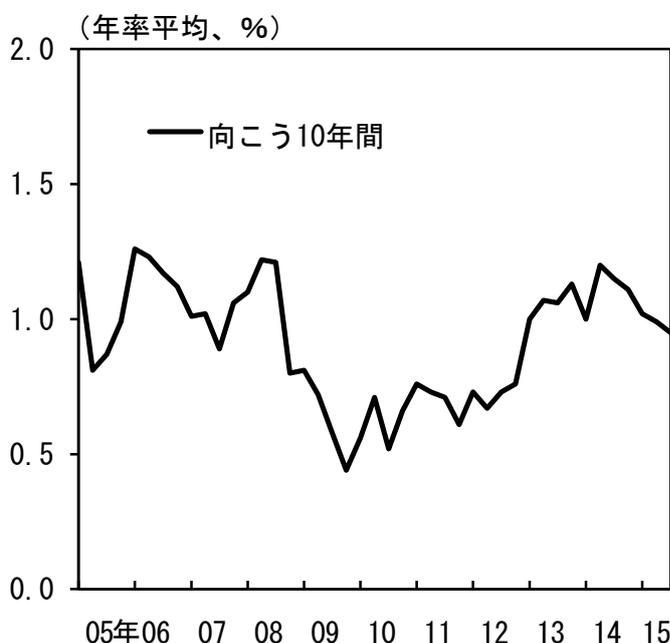
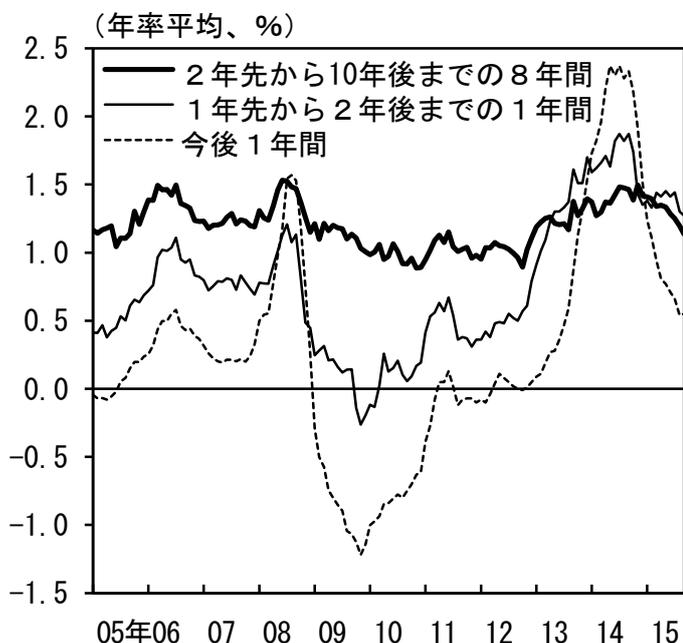


- (注) 1. (1) のBEIは、固定利付国債利回りー物価連動国債利回り。物価連動国債のうち、2013/10月以降に発行されたものを新物価連動国債、それ以外を旧物価連動国債と呼称。旧物価連動国債の最長物は、16回債(2018/6月償還の銘柄)の利回りを用いて算出。
 2. (2) のESPフォーキャストは、消費税率引き上げの影響を除くベース。
 3. (2) の調査時点は、コンセンサス・フォーキャストについては1、4、7、10月(ただし、2014/4月以前は4、10月)。ESPフォーキャストは6、12月。

(3) 市場参加者の予想物価上昇率

① QUICK調査

② みずほ証券調査



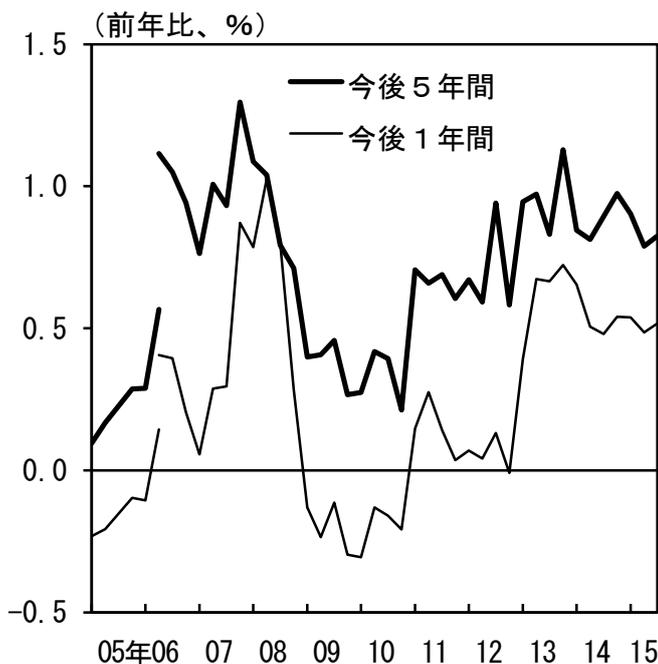
- (注) QUICK調査は、2013/9月調査から、消費税率引き上げの影響を含む計数を回答するよう質問項目に明記。みずほ証券調査は、消費税率引き上げの影響を除くベース。

(資料) Consensus Economics「コンセンサス・フォーキャスト」、JGER「ESPフォーキャスト」、QUICK「QUICK月次調査(債券)」、みずほ証券「Investor Survey」、Bloomberg

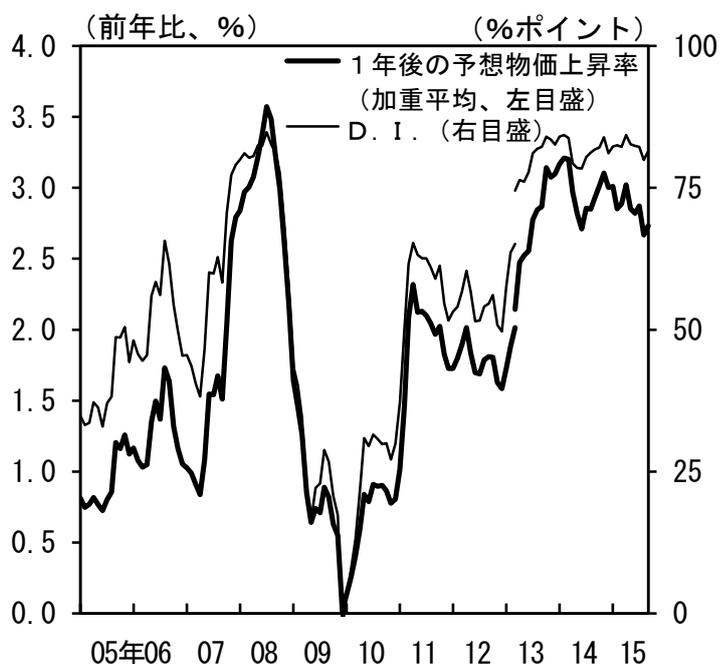
予想物価上昇率 (2)

(1) 家計の予想物価上昇率

①生活意識に関するアンケート調査



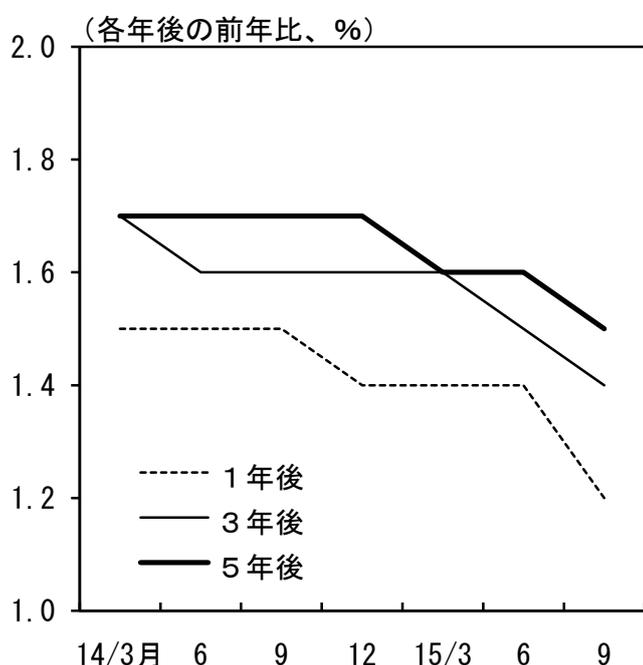
②消費動向調査



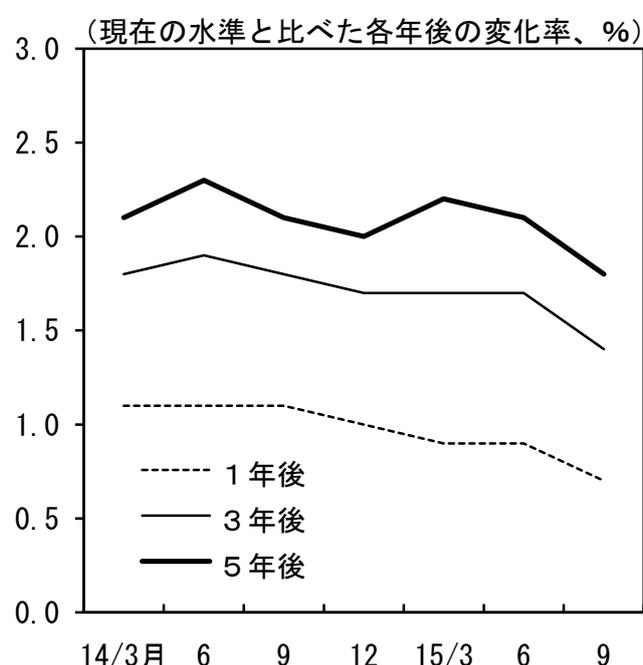
- (注) 1. ①は修正カールソン・パーキン法により推計したもの。推計の詳細については、日銀レビュー「インフレ予想(Inflation Expectations)について」(2008/12月)を参照。2013/6月調査からは、消費税率引き上げの影響を除くベースで回答するよう、質問項目に明記。
2. ②は総世帯ベース。加重平均は、「-5%以上低下」は-5%、「-5%~-2%低下」は-3.5%、「-2%未満低下」は-1%、「2%未満上昇」は+1%、「2%~5%上昇」は+3.5%、「5%以上上昇」は+5%、のインフレ率をそれぞれ予想していると仮定して計算したもの。D. I. は、「上昇する」-「低下する」。

(2) 企業の予想物価上昇率 (短観)

①物価全般の見通し



②販売価格の見通し

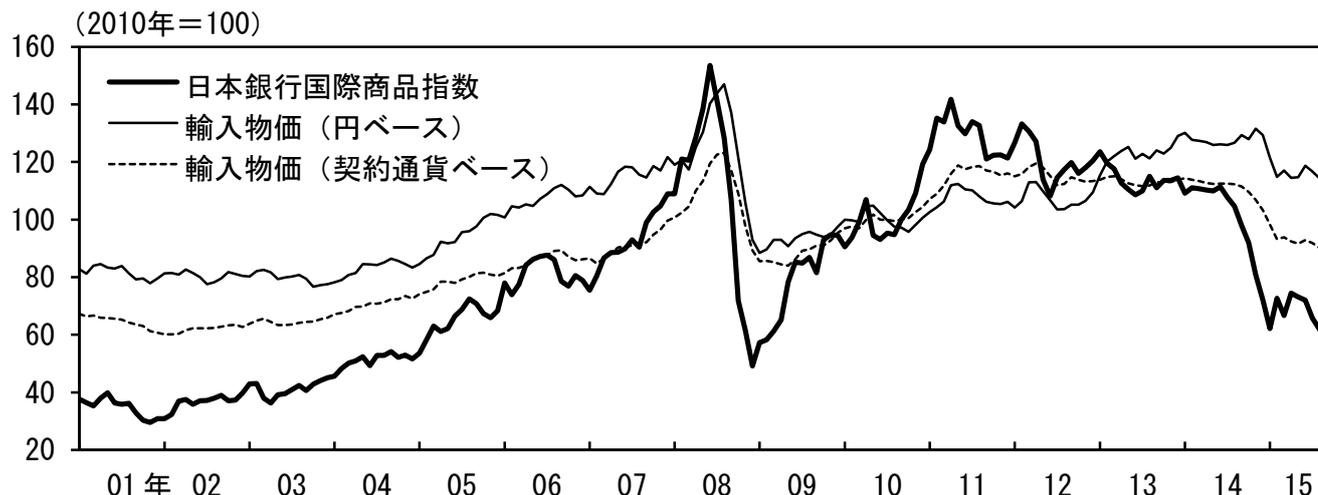


(注) 全産業全規模、平均値。消費税率引き上げの影響を除くベース。

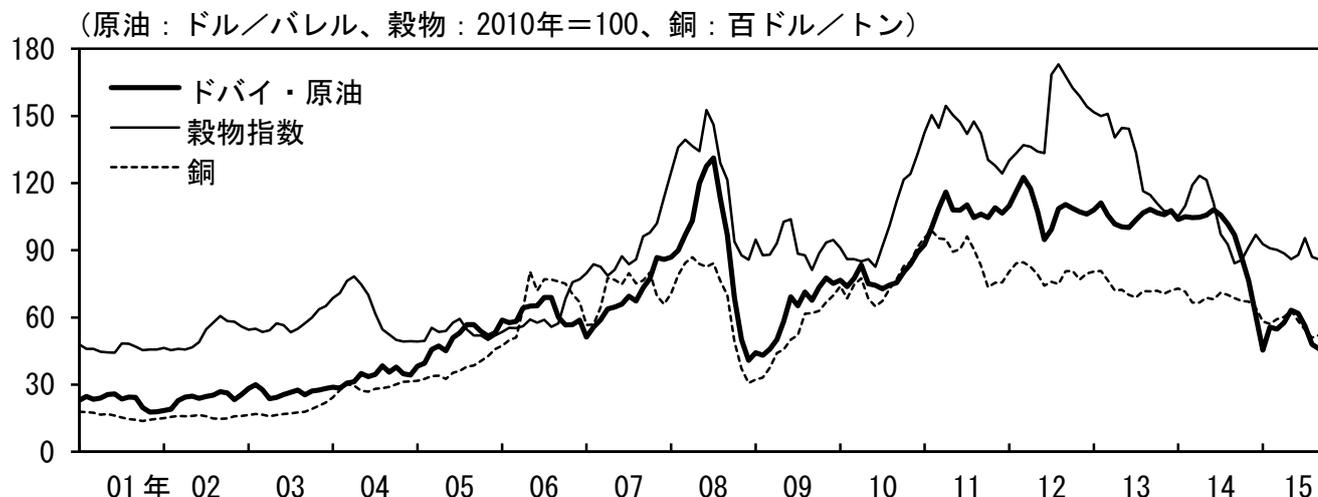
(資料) 日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」「全国企業短期経済観測調査」、内閣府「消費動向調査」、総務省「消費者物価指数」

輸入物価と国際商品市況

(1) 輸入物価と国際商品指数

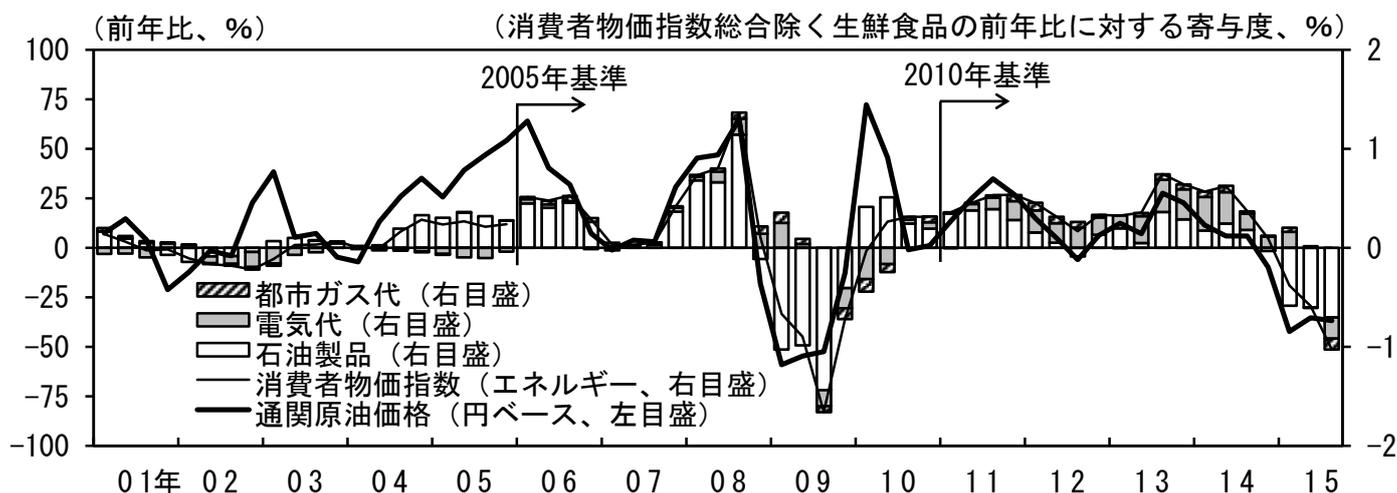


(2) 国際商品市況



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

(3) 通関原油価格とエネルギー価格

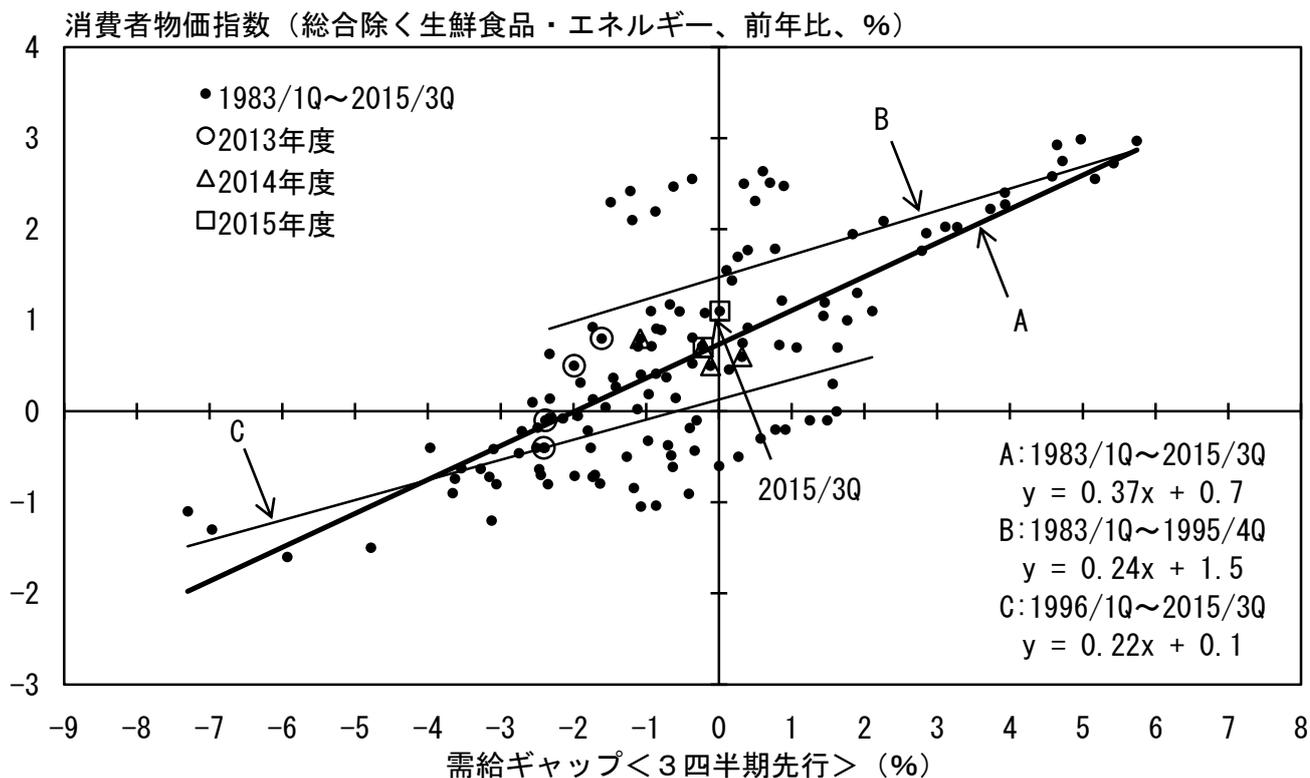


(注) 1. 消費者物価指数(エネルギー)の2005/4Q以前は、内訳項目の前年比を用いて作成。
2. 消費者物価指数は、消費税調整済み(試算値)。

(資料) 日本銀行「日本銀行国際商品指数」「企業物価指数」、財務省「貿易統計」、総務省「消費者物価指数」等

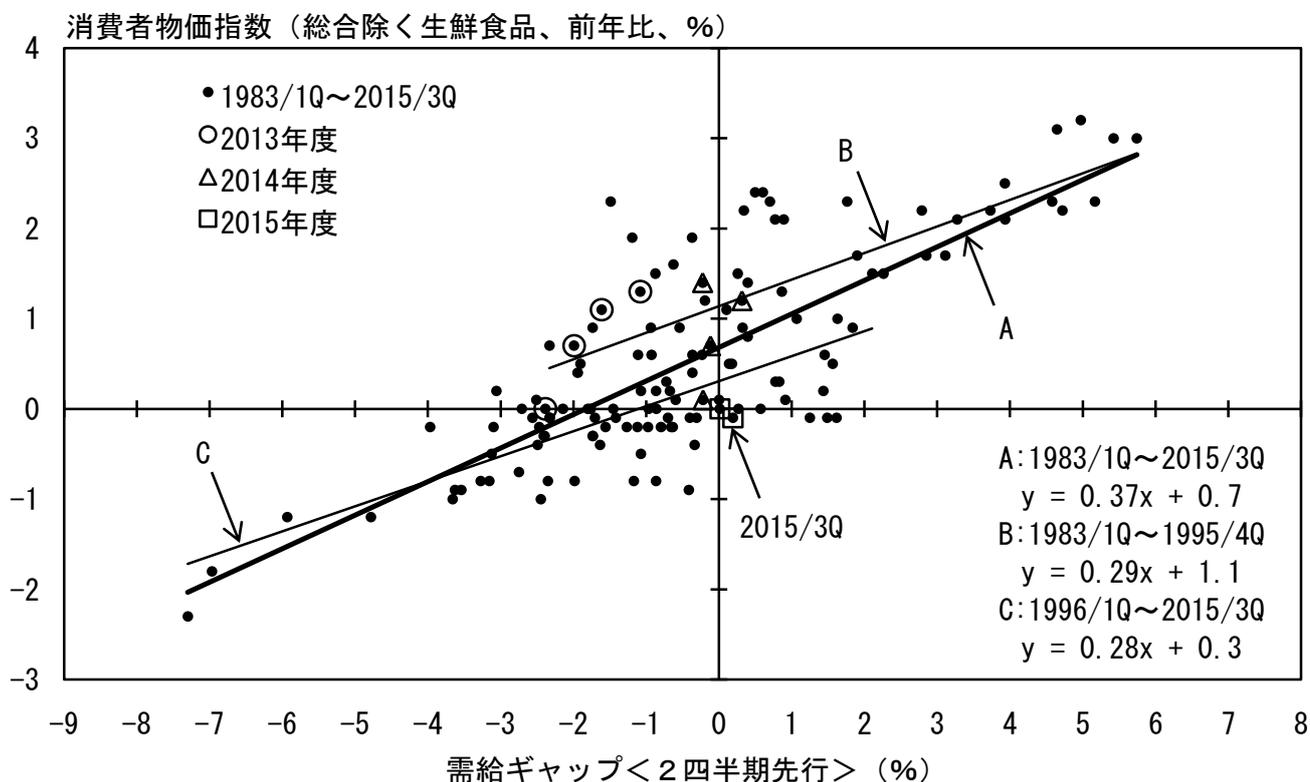
フィリップス曲線

(1) 総合 (除く生鮮食品・エネルギー)



- (注) 1. 総合 (除く生鮮食品・エネルギー) は、日本銀行調査統計局算出。
2. 需給ギャップは、日本銀行調査統計局の試算値 (下の図表も同じ)。
3. 需給ギャップのラグは、消費者物価との時差相関が最も高くなる時点を選択 (下の図表も同じ)。
4. 消費者物価指数は、消費税調整済み (試算値、下の図表も同じ)。

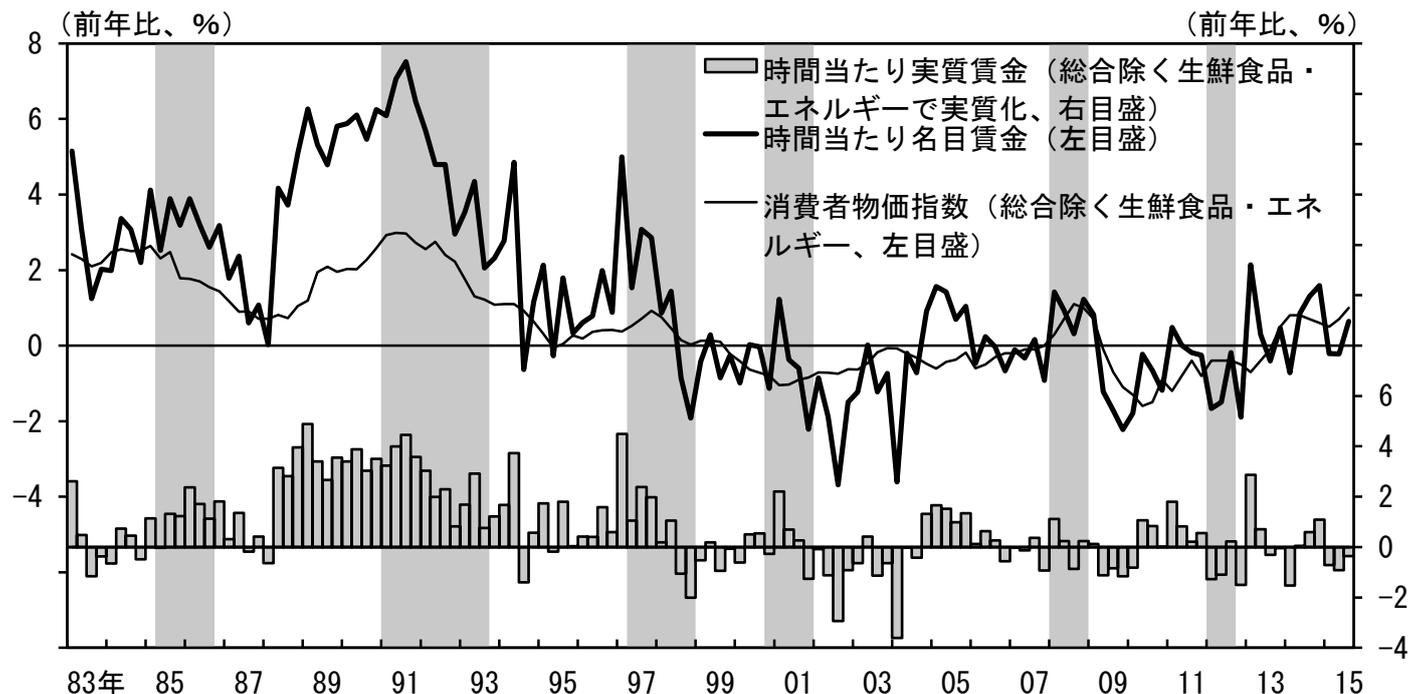
(2) 総合 (除く生鮮食品)



(資料) 総務省「消費者物価指数」、内閣府「国民経済計算」等

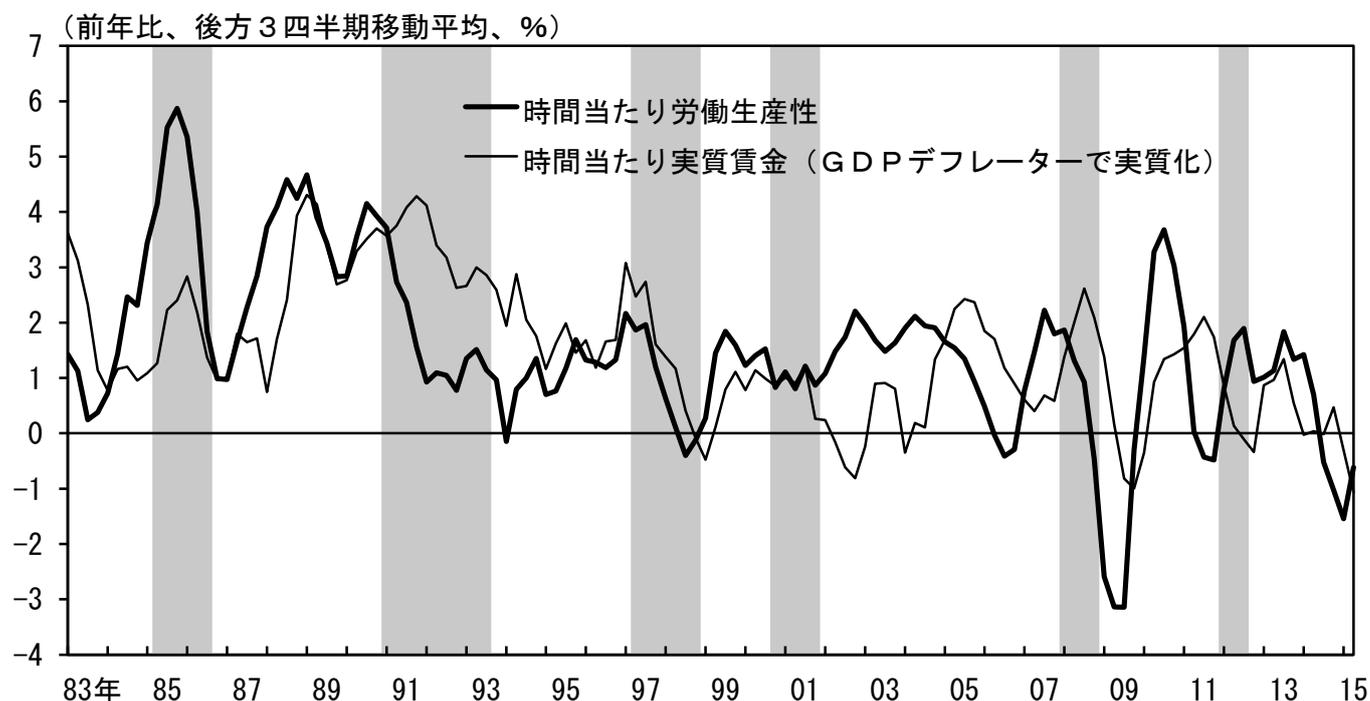
物価と賃金

(1) 消費者物価と名目賃金



- (注) 1. 毎月勤労統計の1990/4Qまでは、事業所規模30人以上の計数（下の図表も同じ）。
- 2. 消費者物価指数（総合除く生鮮食品・エネルギー）は、日本銀行調査統計局算出。消費税調整済み（試算値）。
- 3. シャド一部分は、景気後退局面（下の図表も同じ）。
- 4. 2015/3Qは、7～8月の前年同期比。

(2) 実質賃金と労働生産性

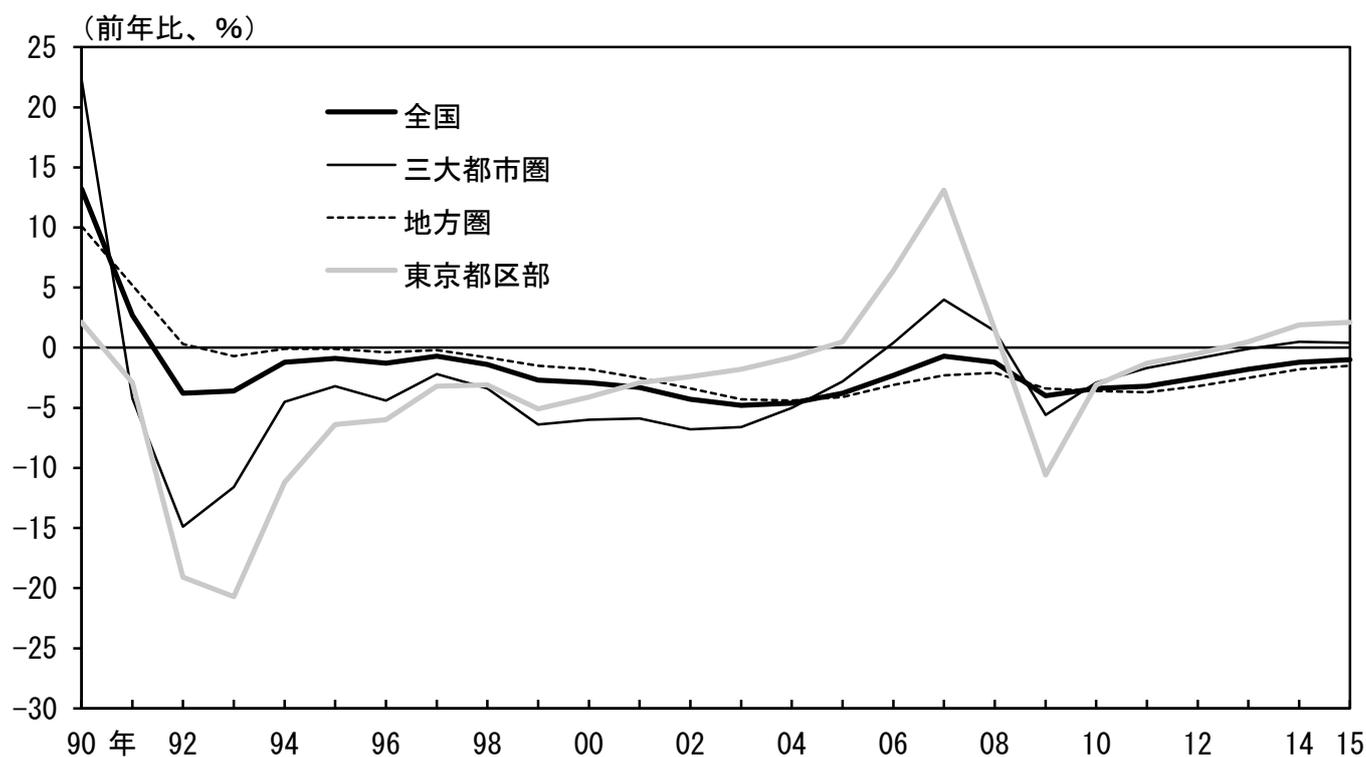


- (注) 1. 時間当たり労働生産性=実質GDP / (労調・雇用者数×毎勤・総実労働時間)
- 2. GDPデフレーターは、内閣府試算（2015/7月）の計数を用いて、2014年度の消費税率引き上げの影響を調整している。

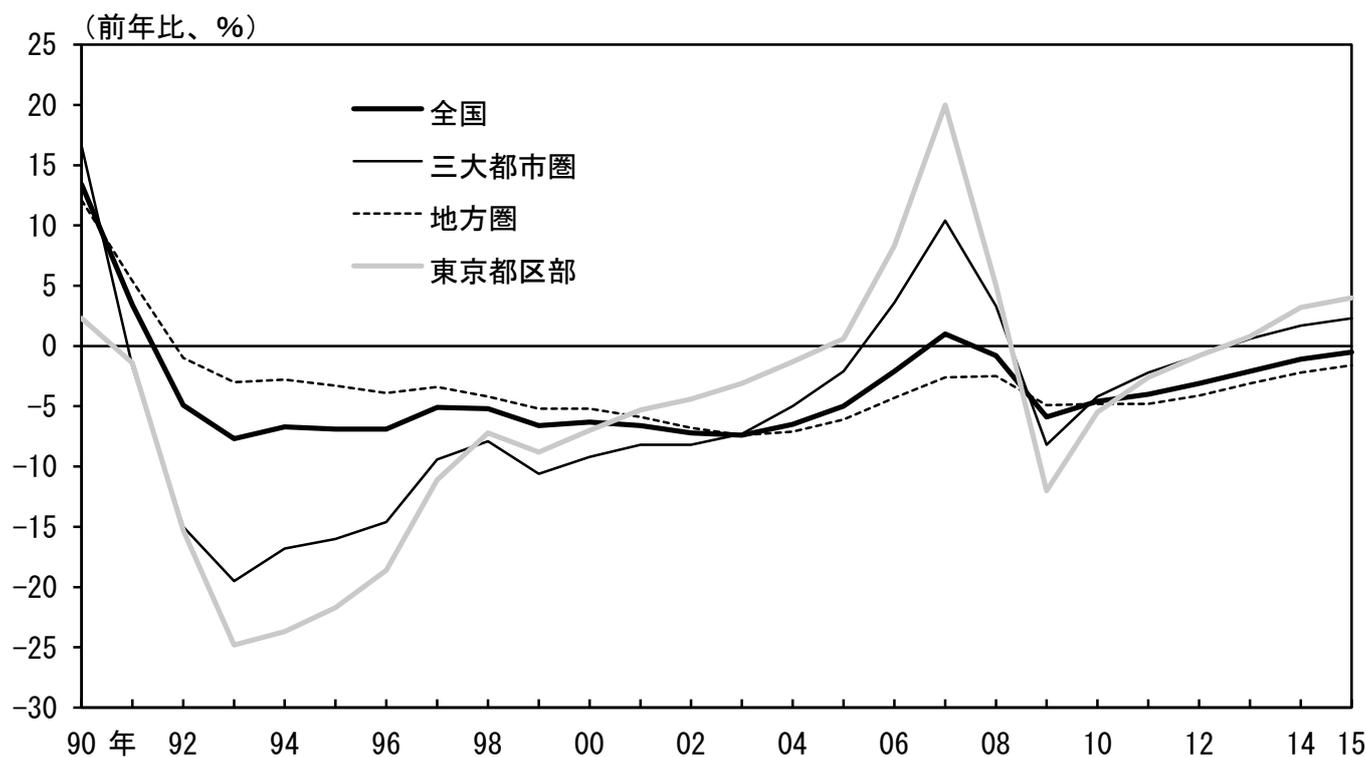
(資料) 総務省「消費者物価指数」「労働力調査」、厚生労働省「毎月勤労統計」、内閣府「国民経済計算」

地価

(1) 住宅地



(2) 商業地



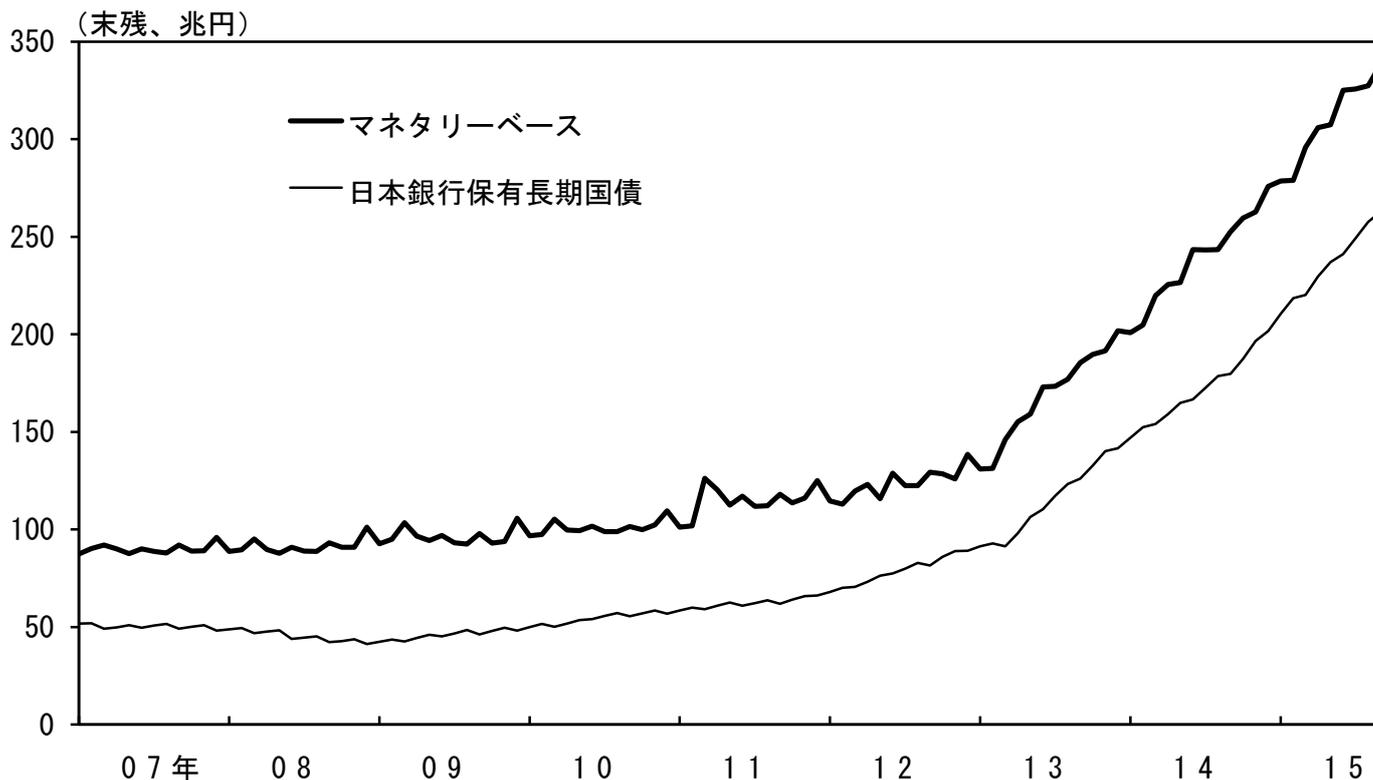
(注) 1. 7月1日時点の地価を調査。

2. 三大都市圏とは、東京圏（東京、神奈川、埼玉、千葉、茨城）、大阪圏（大阪、兵庫、京都、奈良）、名古屋圏（愛知、三重）を指す。地方圏とは、三大都市圏以外を指す。

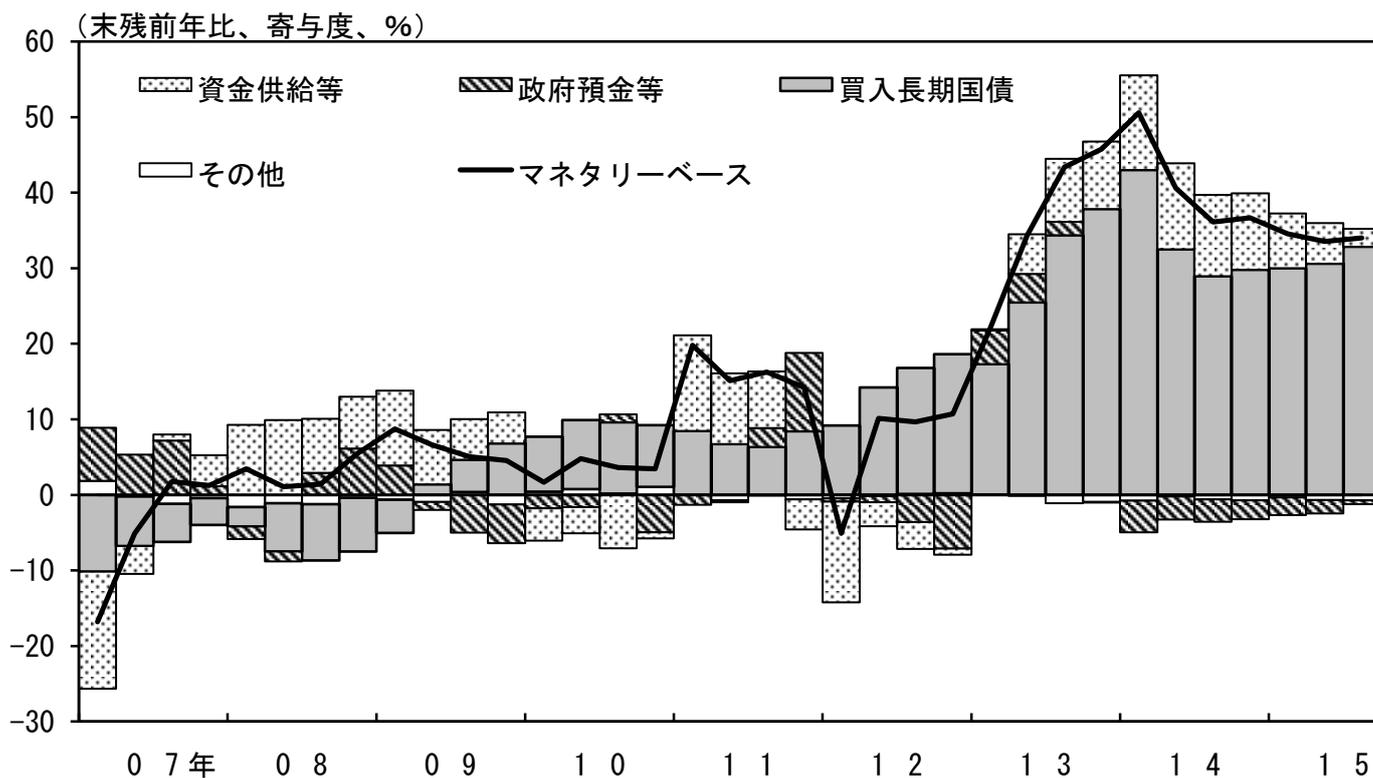
(資料) 国土交通省「都道府県地価調査」

マネタリーベースと長期国債買入れ

(1) マネタリーベースと日本銀行保有長期国債



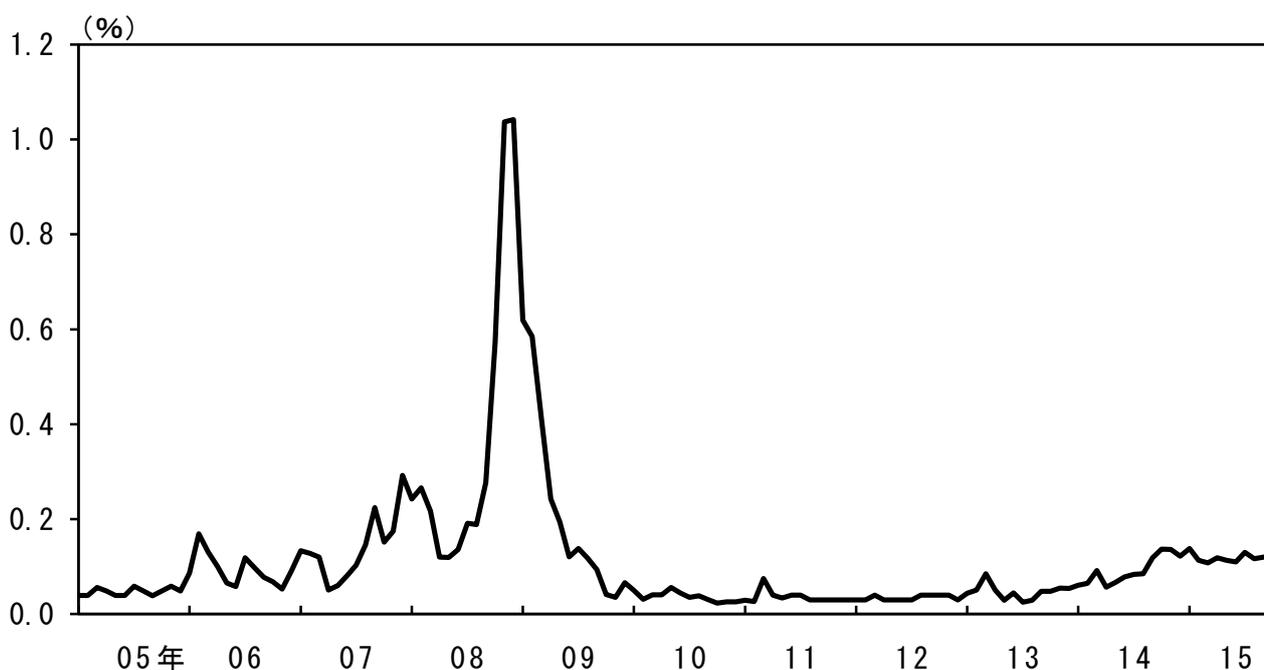
(2) マネタリーベースの前年比



(注) 資金供給等は、金融市場調節による資産の買入れ（長期国債以外）、共通担保オペ、貸出支援基金等の残高。政府預金等には、対政府長期国債売現先、引受国庫短期証券等を含む。
(資料) 日本銀行「マネタリーベースと日本銀行の取引」「営業毎旬報告」

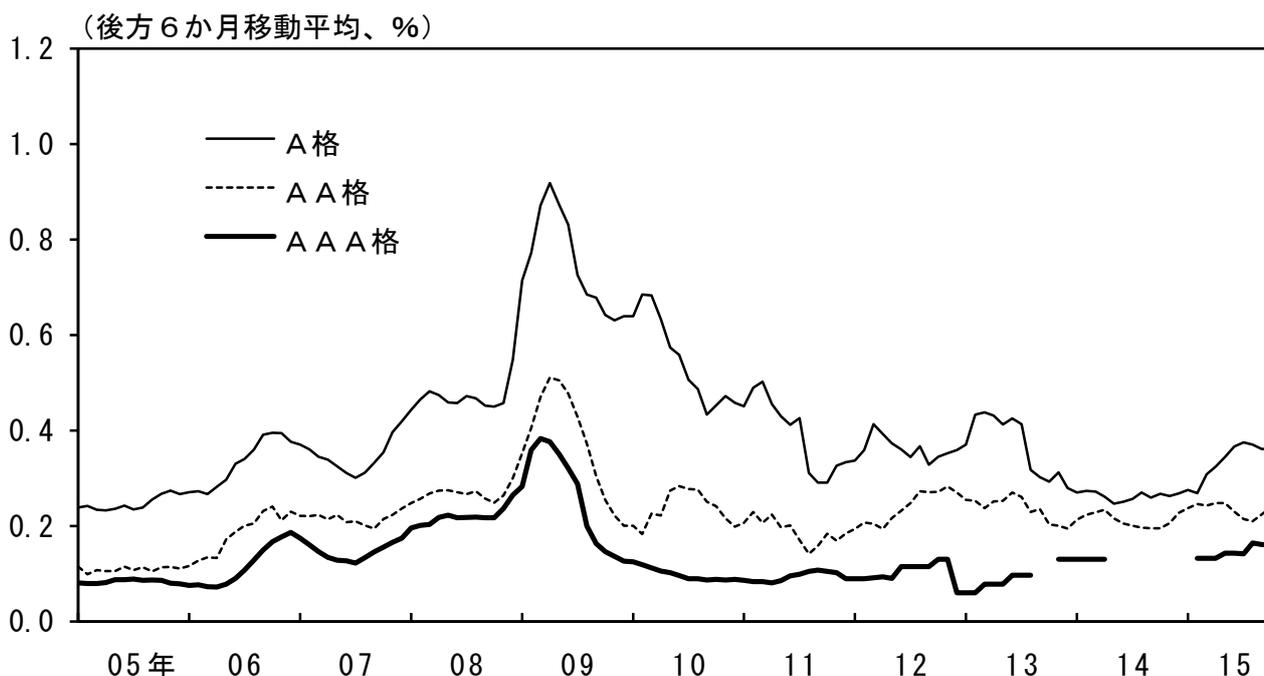
CP・社債スプレッド

(1) CPの発行スプレッド



(注) CPの発行スプレッド=CP発行レート(3か月物)−国庫短期証券流通利回り(3か月物)
 CP発行レートは、2009/9月以前はa-1格以上、2009/10月以降はa-1格。

(2) 社債の発行スプレッド

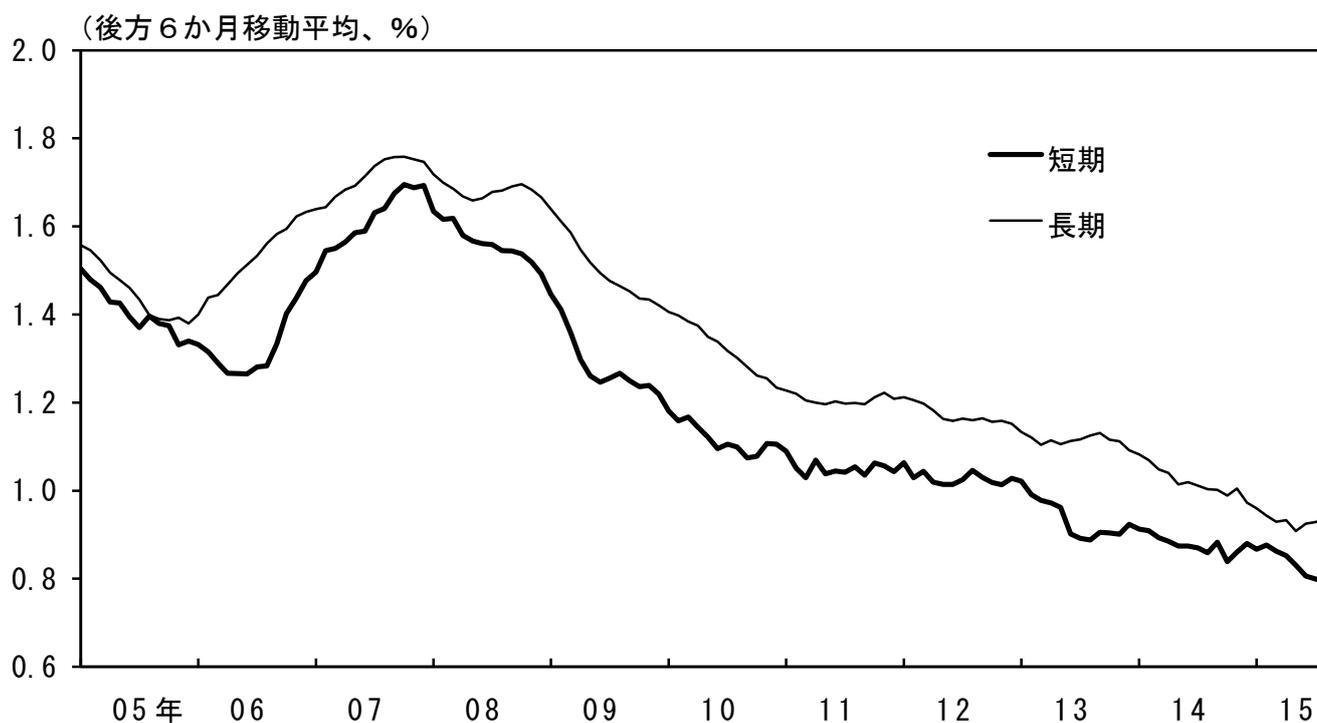


(注) 1. 社債の発行スプレッド=社債発行金利−同年限の国債流通利回り
 全年限の単純平均値、起債日ベース。対象は国内公募社債で、銀行や証券会社などの発行分は除く。
 2. 格付けは、ムーディーズ、S&P、R&I、JCRの最高格付で分類。
 3. 表示がない期間は、過去6か月以上発行が無い。

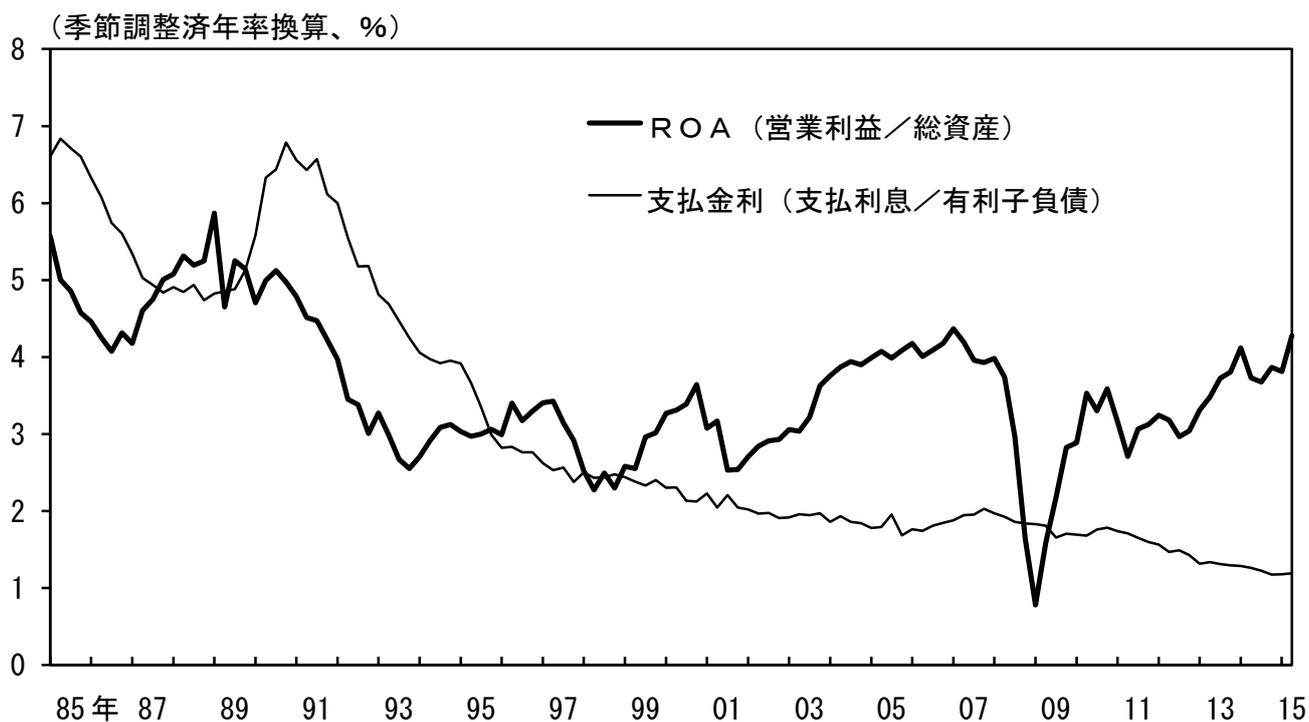
(資料) 日本銀行「国内商業紙発行平均金利」、証券保管振替機構、
 キャピタル・アイ、アイ・エヌ情報センター、Bloomberg

貸出金利

(1) 新規貸出約定平均金利



(2) 企業のROAと支払金利



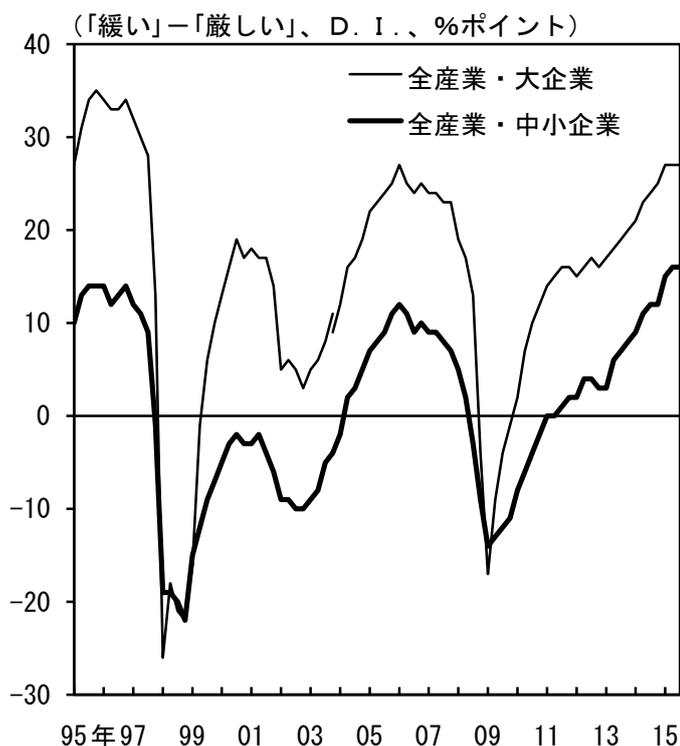
(注) 1. 法人季報ベース。全産業全規模合計。金融業、保険業を除く。
2. 有利子負債は、長短期借入金、社債、受取手形割引残高の合計。

(資料) 日本銀行「貸出約定平均金利」、財務省「法人企業統計季報」

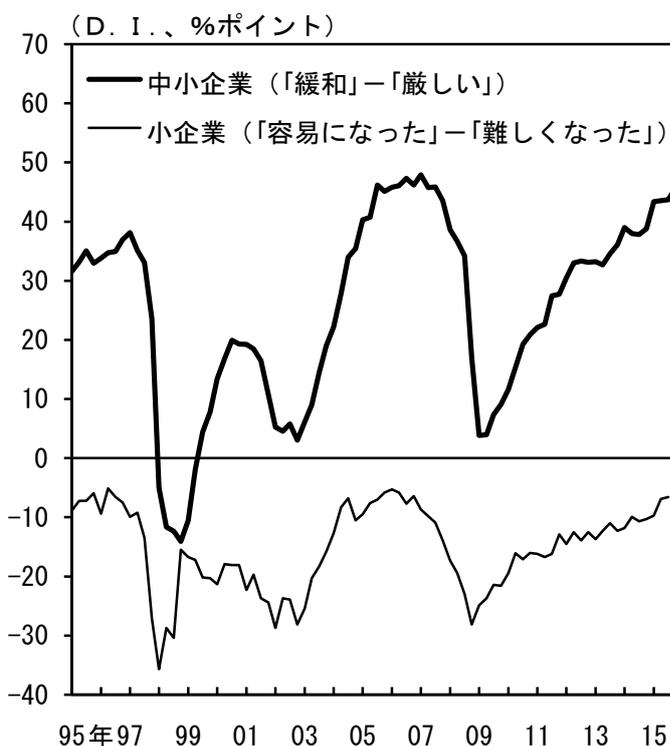
企業金融

(1) 企業からみた金融機関の貸出態度

<短観>



<日本公庫>

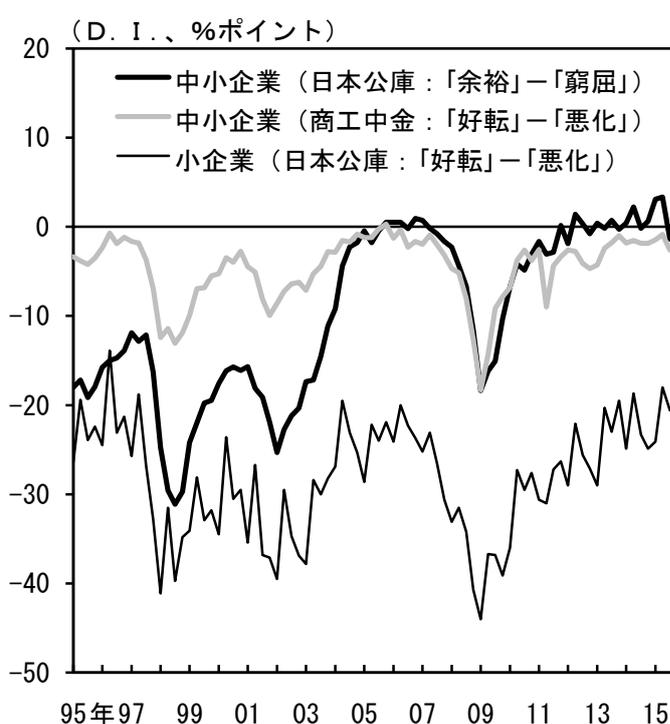


(2) 企業の資金繰り

<短観>



<日本公庫・商工中金>

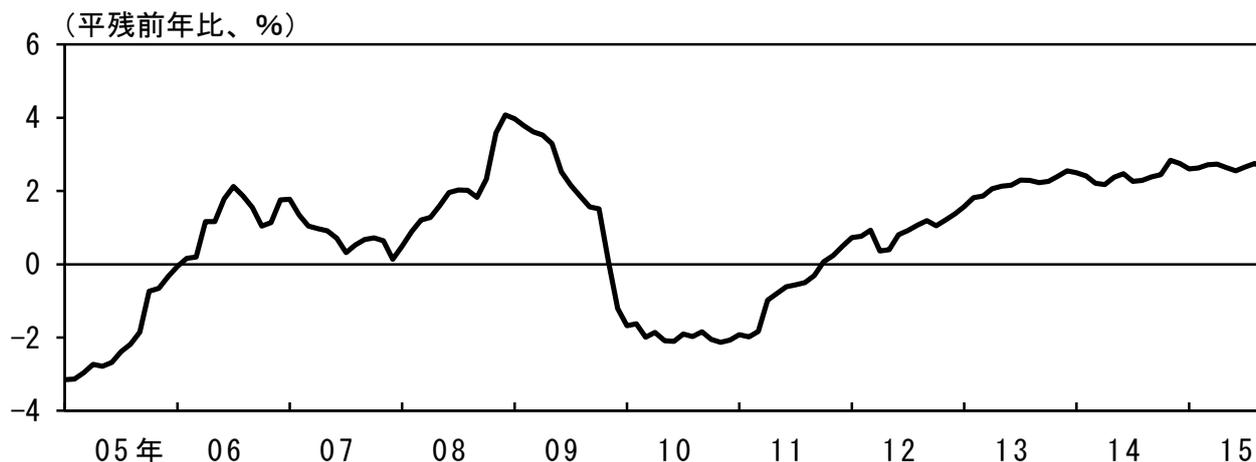


(注) 1. 短観の2003/12月調査には、調査の枠組み見直しによる不連続が生じている。
2. 2015/4Qは、10月の値。

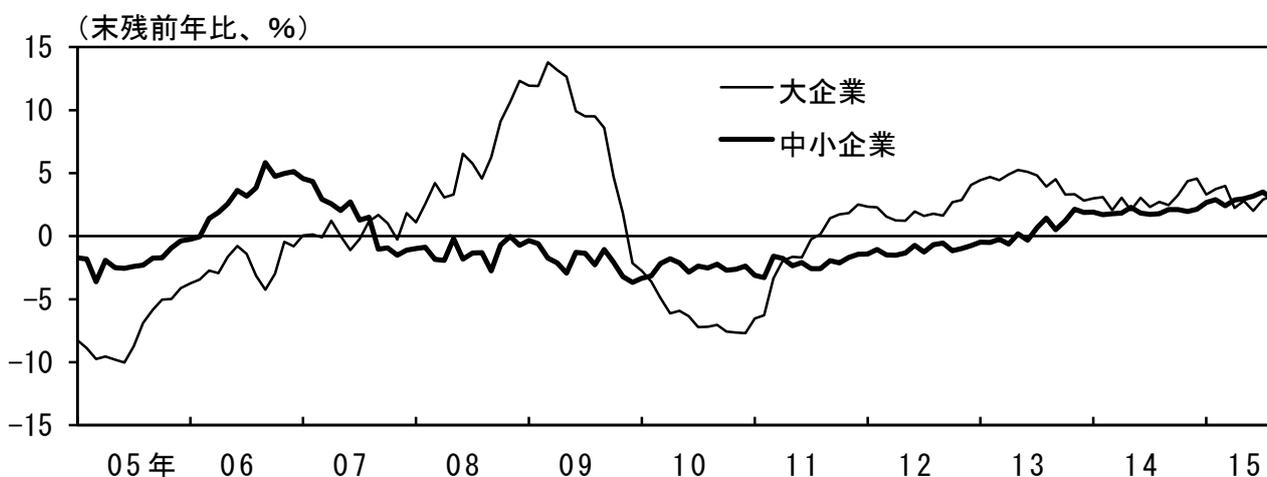
(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、商工中金「中小企業月次景況観測」、
日本政策金融公庫「中小企業景況調査」「全国中小企業動向調査結果(小企業編)」

貸出残高とCP・社債発行残高

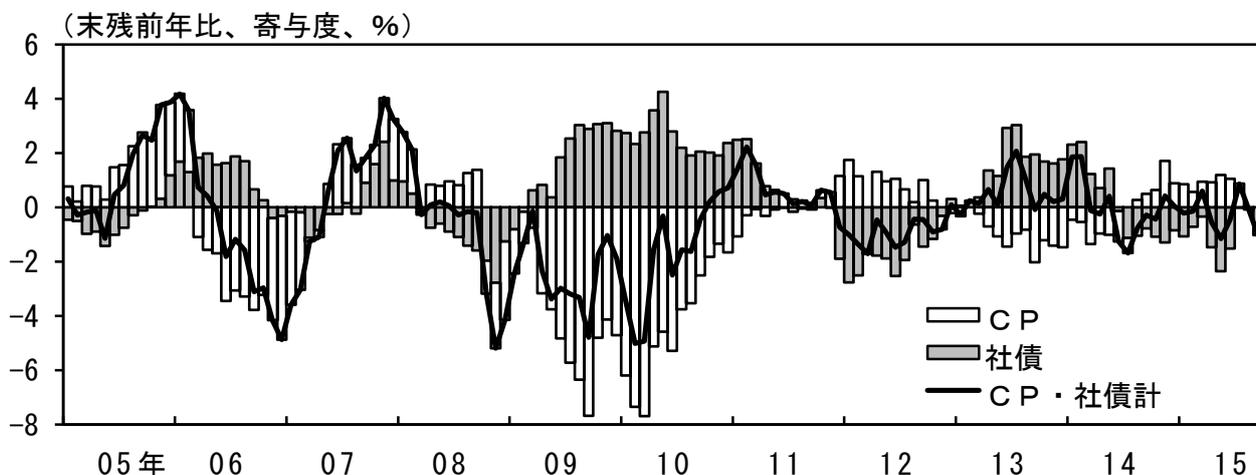
(1) 民間銀行貸出残高 (銀行計)



(2) 企業規模別の銀行貸出残高 (国内銀行)



(3) CP・社債発行残高

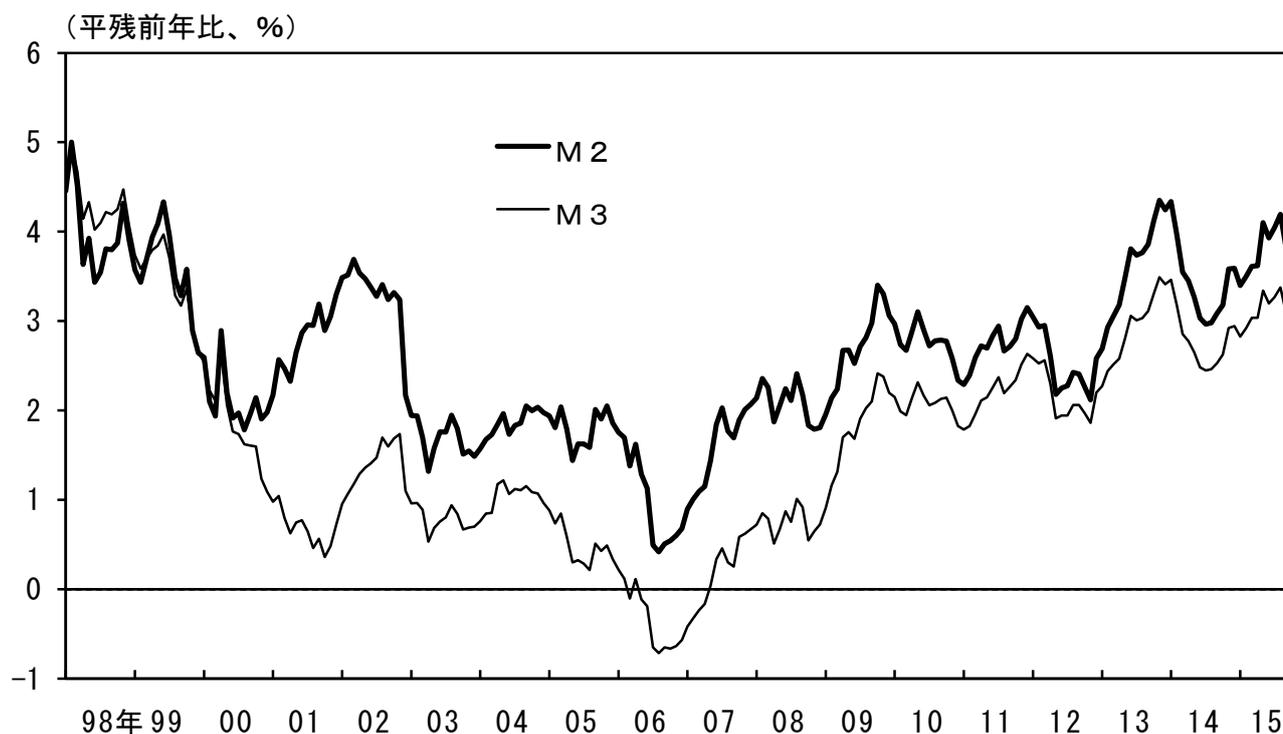


- (注) 1. CPは、短期社債(電子CP)の残高。銀行、証券会社および外国会社等による発行分を含まず、ABC CPを含む。なお、2008/3月以前は、日本銀行と当座勘定取引のある銀行・証券会社の引受によるものの残高。
2. 社債は、国内、海外で発行された普通社債の合計値。銀行、保険会社による発行分を含まない。国内発行分は、振替債の残高。ただし、2008/4月以前については、振替債以外も含む残高合計値を段差修正して接続。

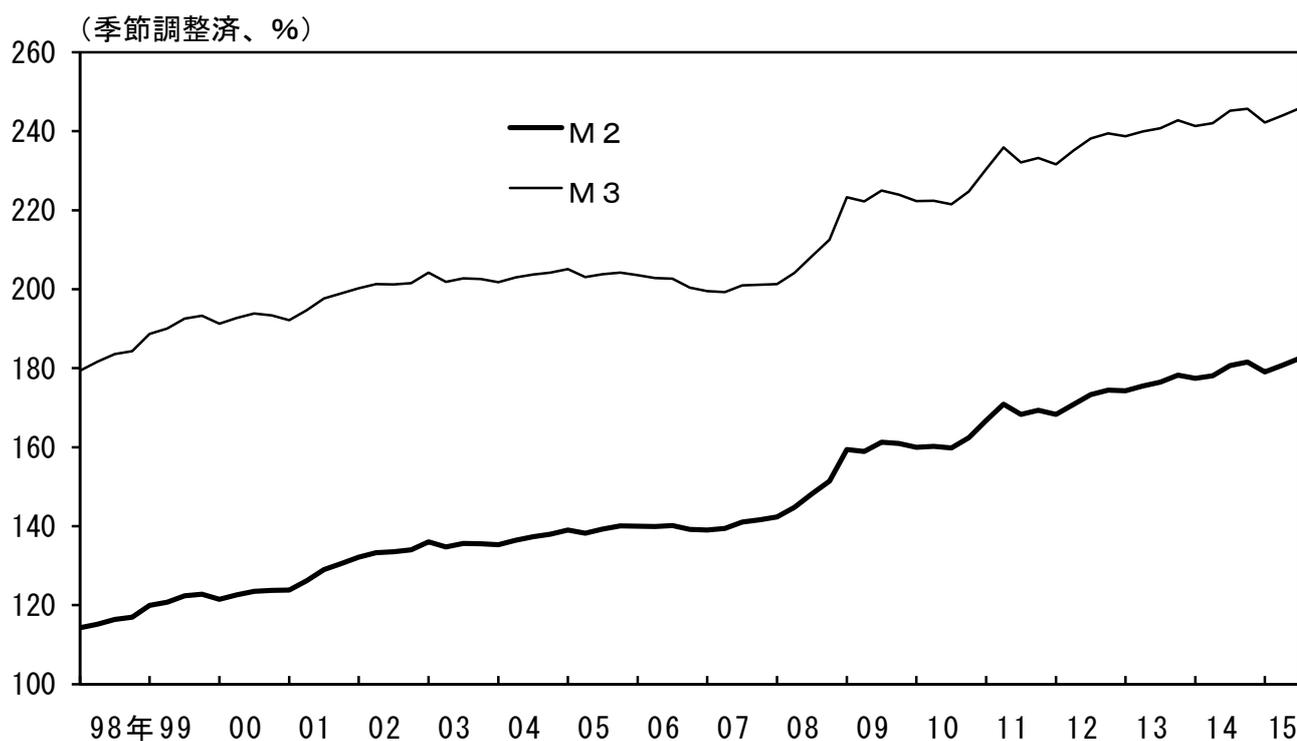
(資料) 日本銀行「貸出・資金吸収動向等」「貸出・預金動向」「預金・現金・貸出金」、証券保管振替機構、日本証券業協会、アイ・エヌ情報センター

マネーストック

(1) 前年比



(2) 対名目GDP比率

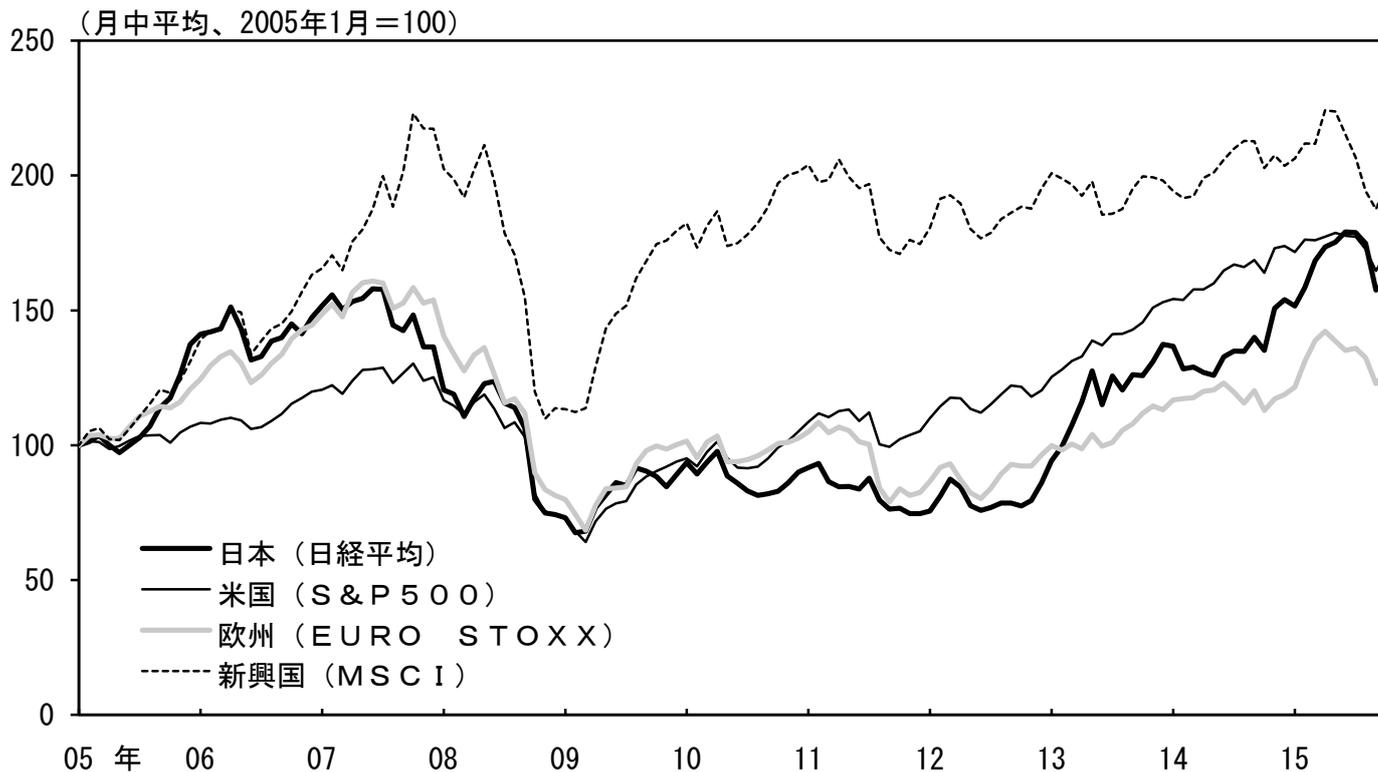


(注) 2003/3月以前のM2、M3は、それぞれマネーサプライ統計の「M2 + CD」、
「M3 + CD - 金銭信託」を利用。2015/3Qの名目GDPは、2015/2Qの値。

(資料) 日本銀行「マネーストック」「マネーサプライ」、内閣府「国民経済計算」

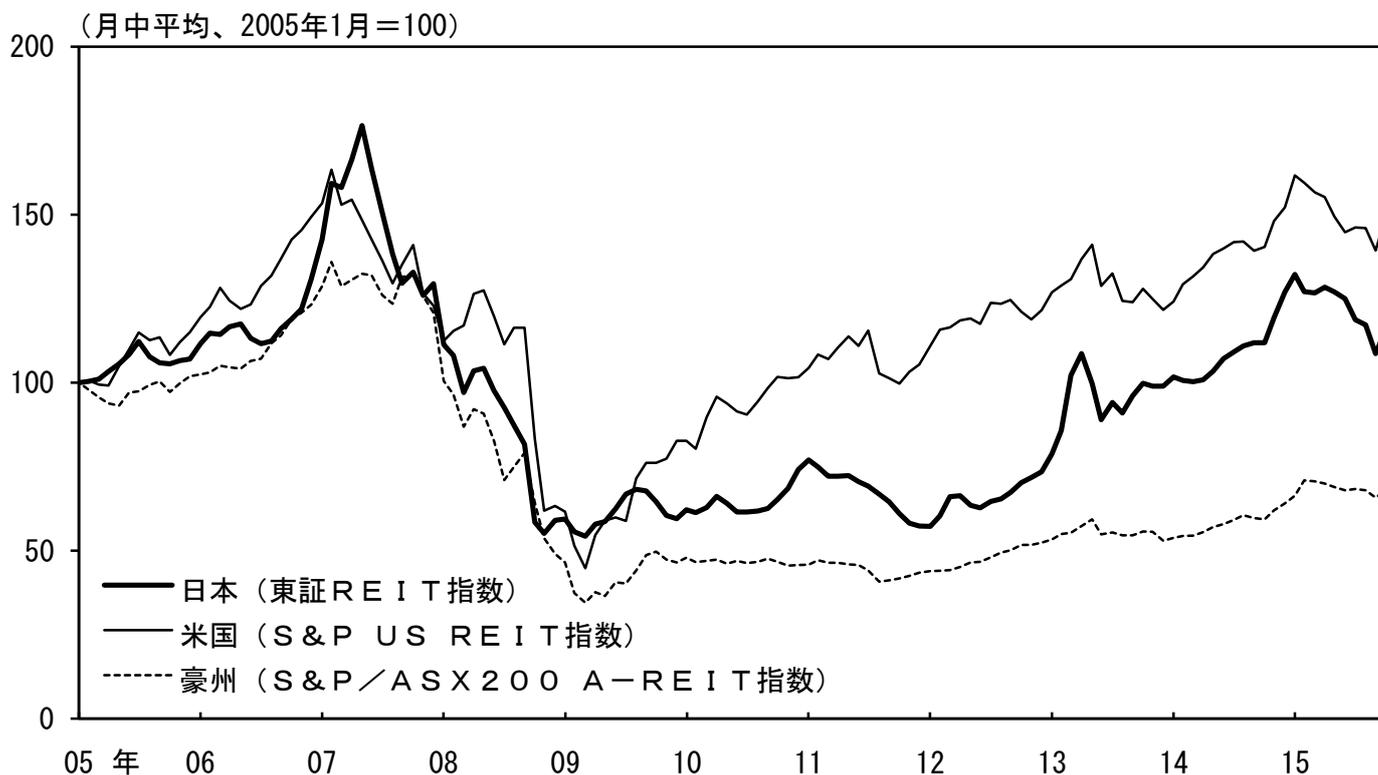
株価・REIT価格

(1) 主要株価指数



(注) 新興国は、MSCIエマージング(現地通貨建て)を利用。

(2) 主要REIT指数

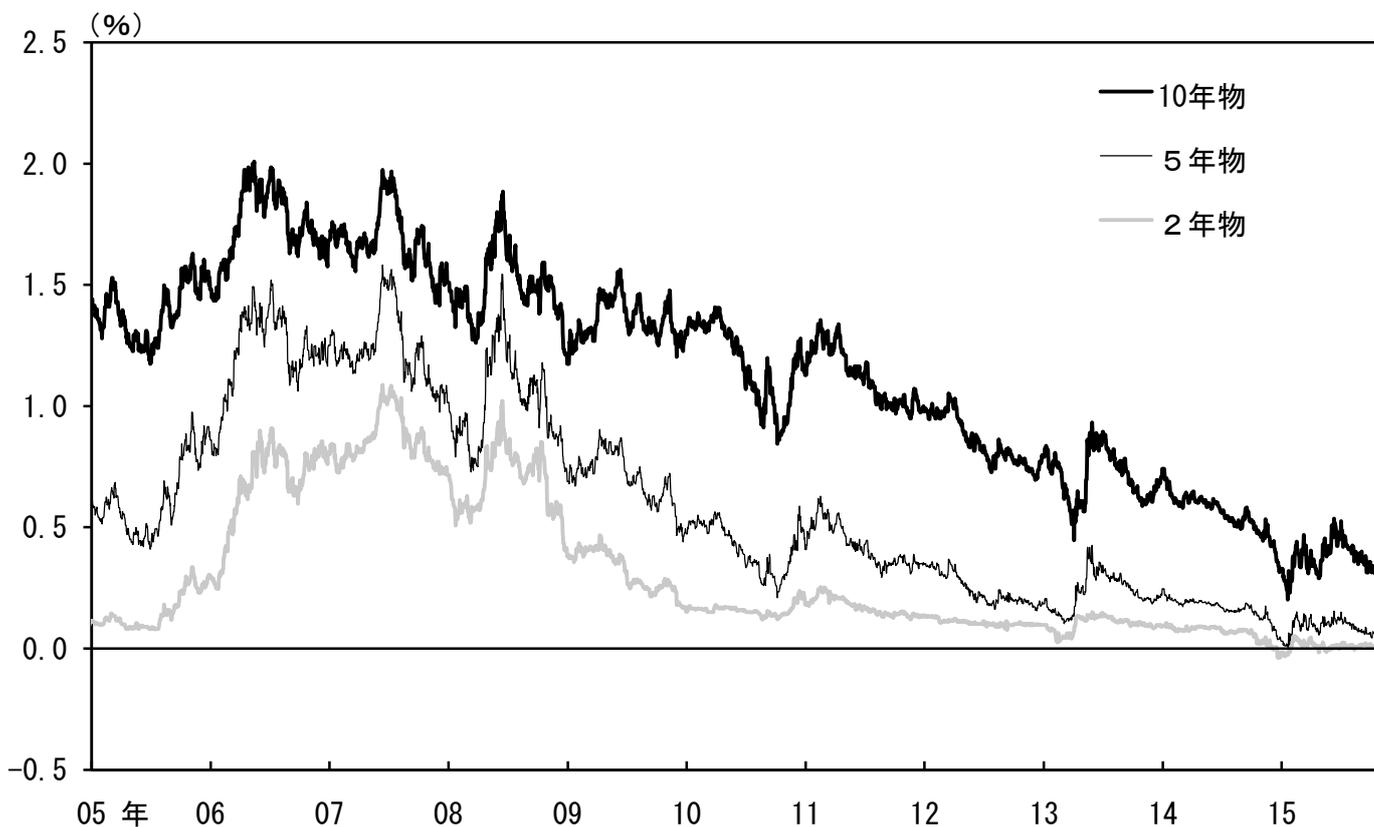


長期金利

(1) 主要国の長期金利 (10年物国債利回り)



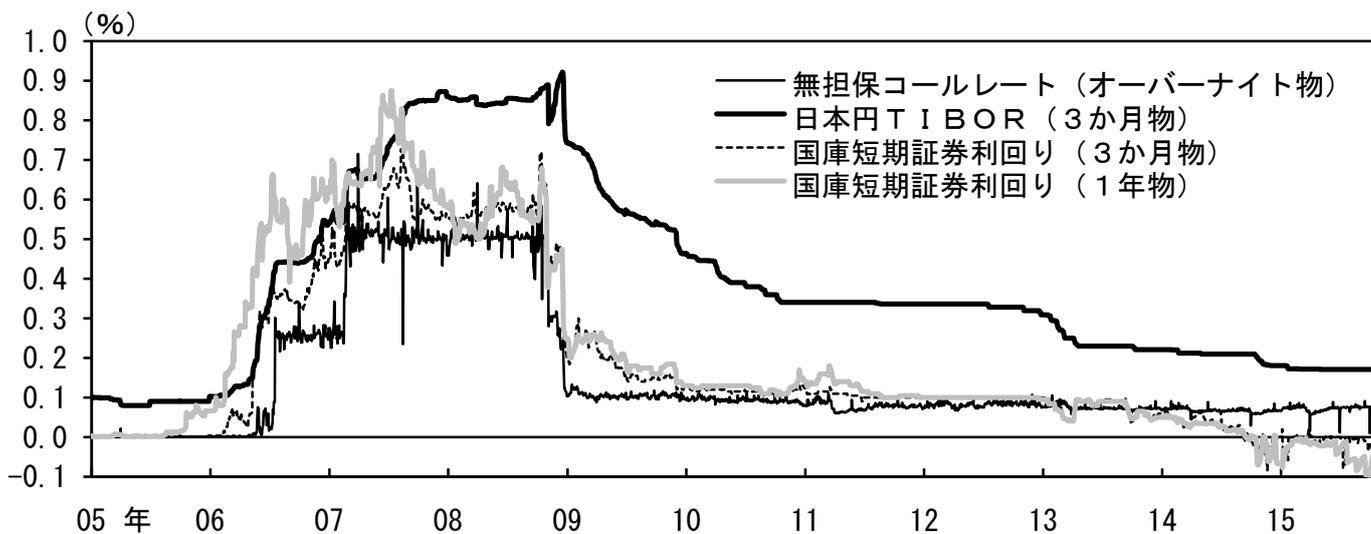
(2) 日本の国債利回り



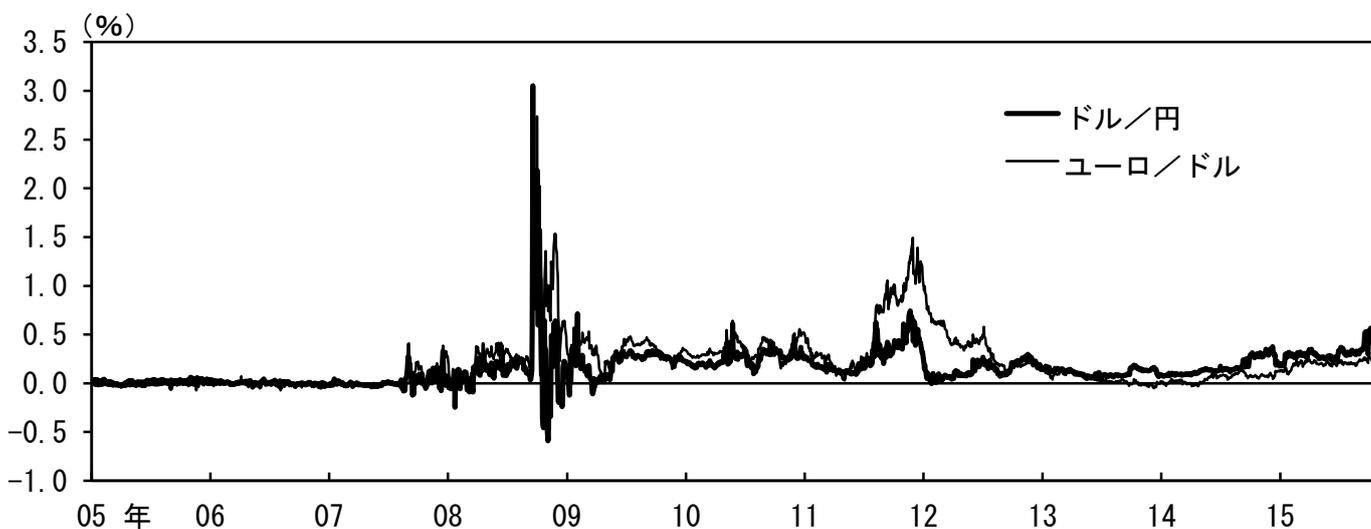
(資料) Bloomberg

短期金利

(1) 短期金利

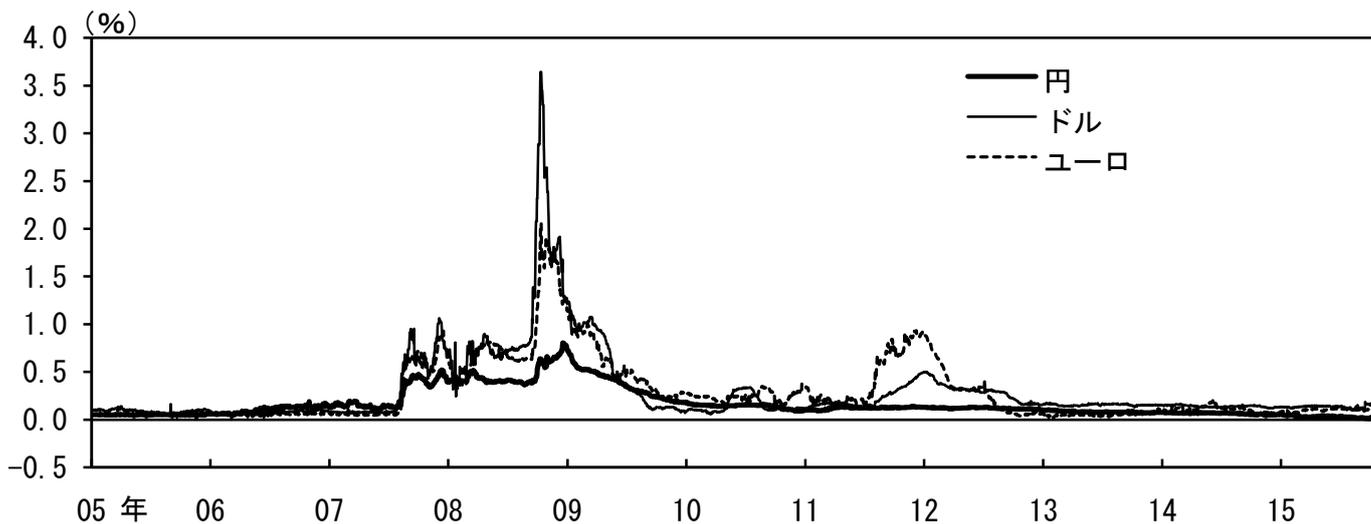


(2) ドル資金調達プレミアム



(注) 円またはユーロ資金を用いた3か月物のドル資金調達金利とドルLIBOR3か月物との差。

(3) 円、ドル、ユーロのターム物の信用スプレッド



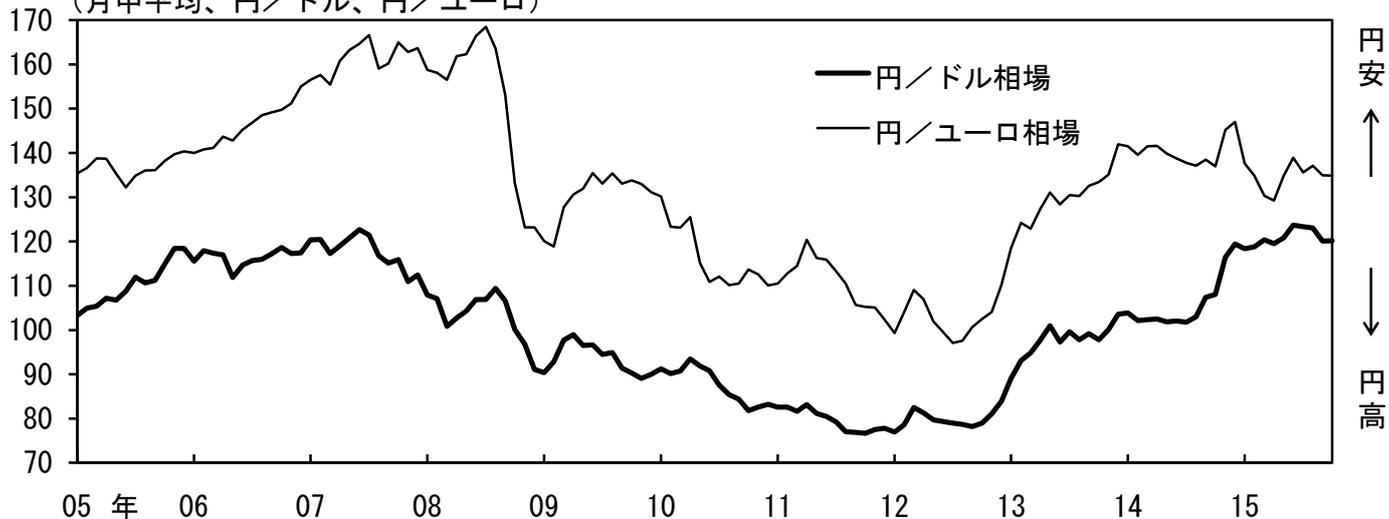
(注) ターム物の信用スプレッド=LIBOR3か月物-OISレート3か月物

(資料) 日本銀行、Bloomberg

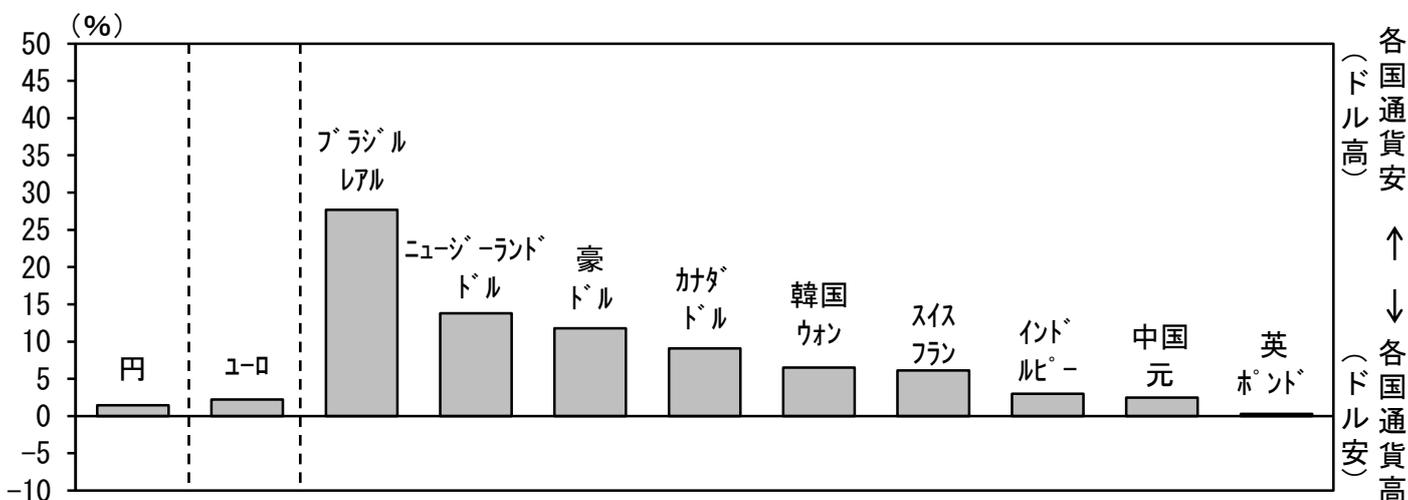
為替相場

(1) 円ドル・円ユーロ相場

(月中平均、円/ドル、円/ユーロ)

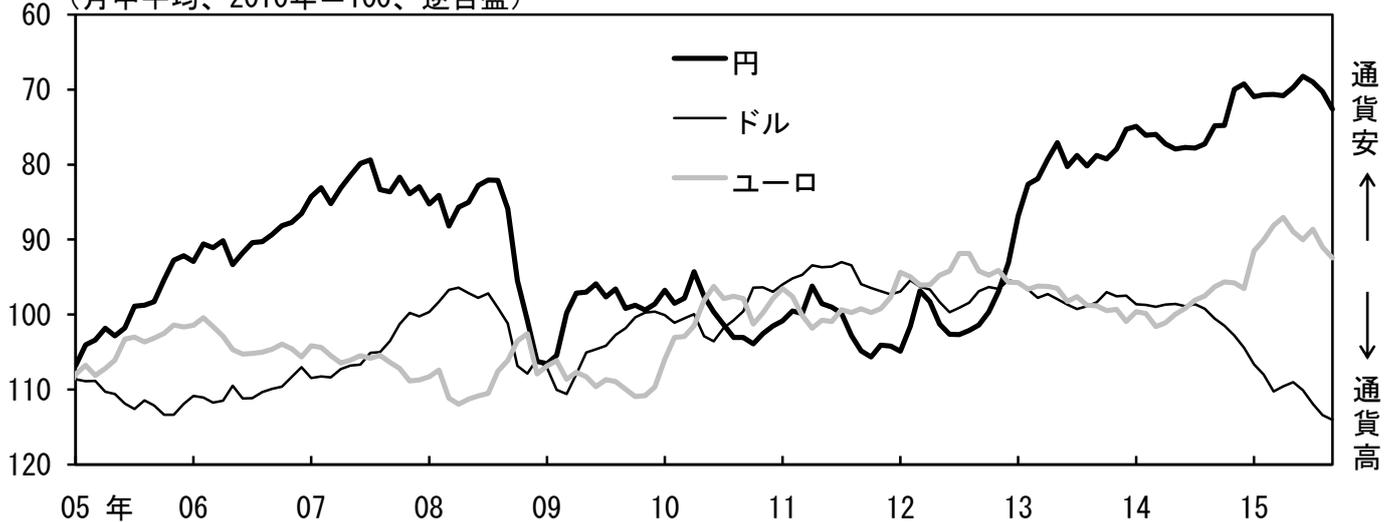


(2) 各国通貨の対ドルレート変化率 (2015年4月末対比)



(3) 実質実効為替レート

(月中平均、2010年=100、逆目盛)



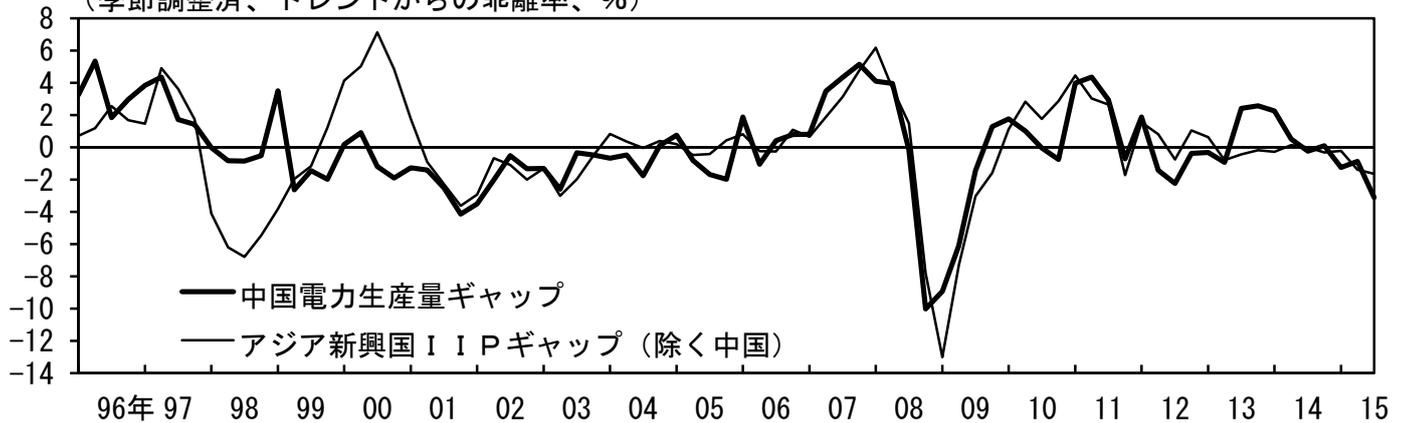
(注) 実質実効為替レートは、B I Sのブロードベース。

(資料) B I S、Bloomberg

中国経済減速が輸出に及ぼす影響

(1) 中国の経済活動とアジア新興国

(季節調整済、トレンドからの乖離率、%)



- (注) 1. ギャップは、HPフィルターによるトレンドからの乖離率。
2. アジア新興国IIPギャップ(除く中国)の2015/3Qは、7~8月の値。

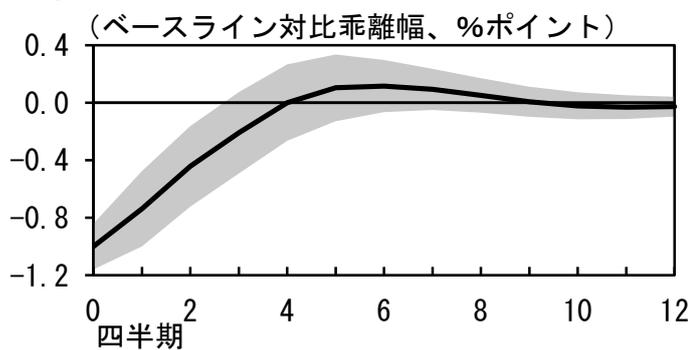
(2) VARモデルによる推計

変数 : ①中国電力生産量ギャップ、②アジア新興国IIPギャップ、③実質WTI(前期比)、④円の実質実効為替レート(前期比)、⑤日本の実質輸出(前期比)、の5変数
—— ショックの識別は、上記の順のコレスキー分解による。

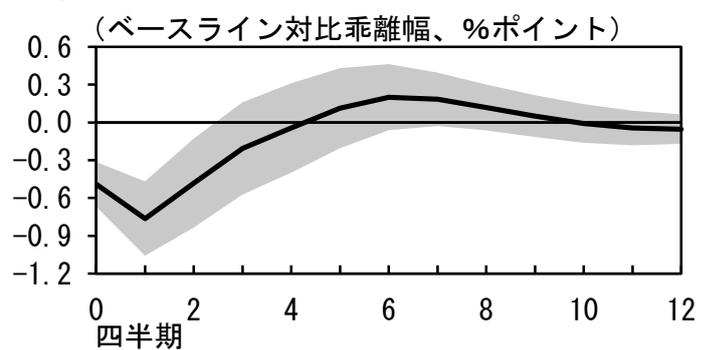
推計期間 : 1996/1Q~2015/2Q

▽中国の電力生産量の1%下落ショックに対するインパルス応答

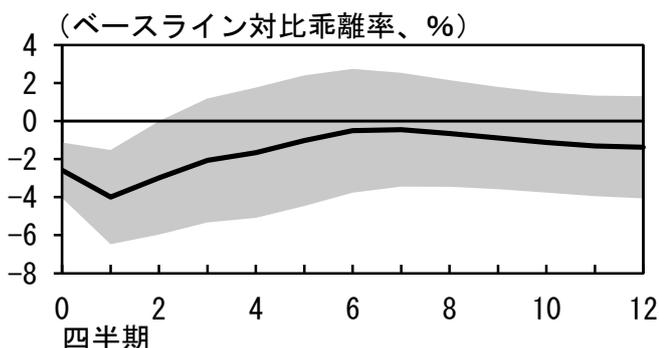
①中国電力生産量ギャップ



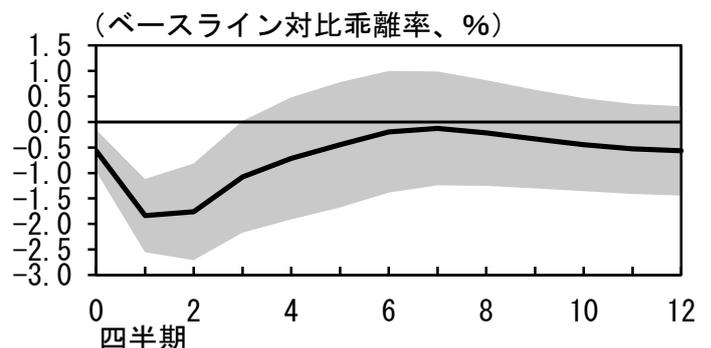
②アジア新興国IIPギャップ



③実質WTI



④日本の実質輸出



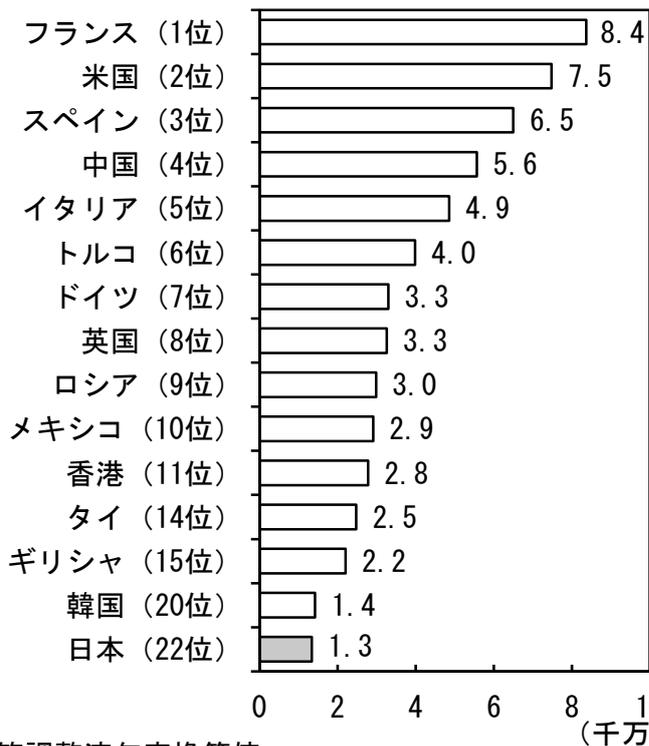
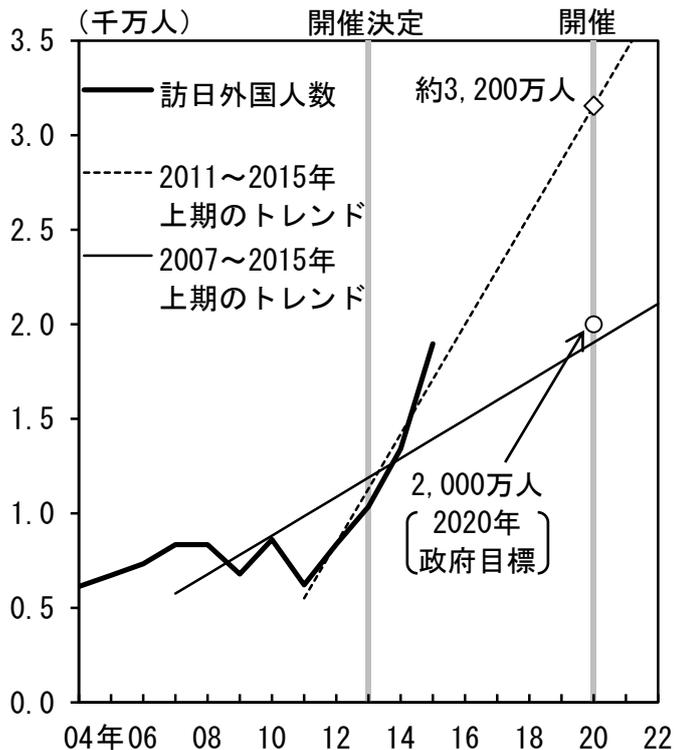
- (注) 1. 実質WTIは、米国の消費者物価(総合)で実質化。
2. シャドーは、95%タイルバンドを示す。

(資料) Bloomberg、BLS、CEIC、オランダ経済政策分析局、世界銀行、財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」

東京オリンピックの経済効果

(1) オリンピック開催と訪日外国人数

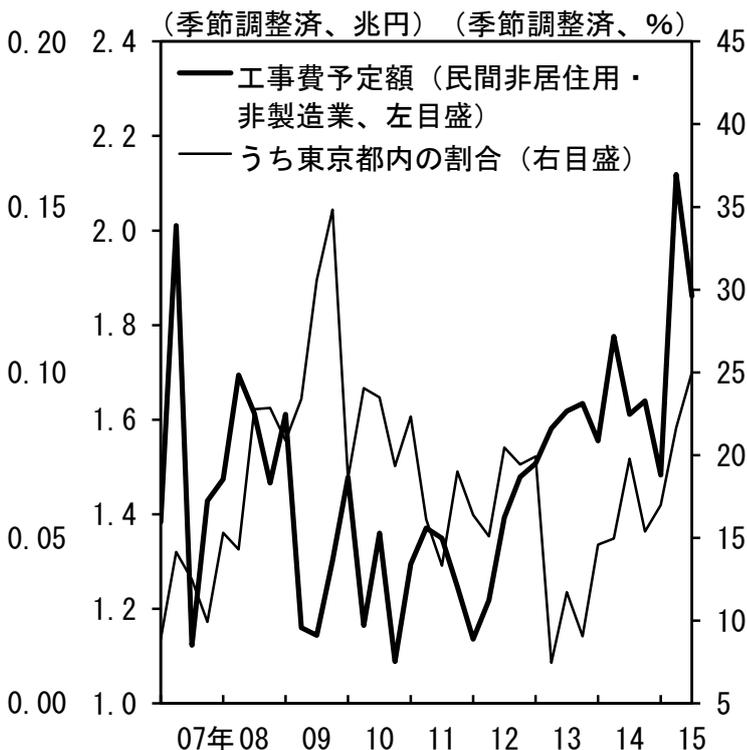
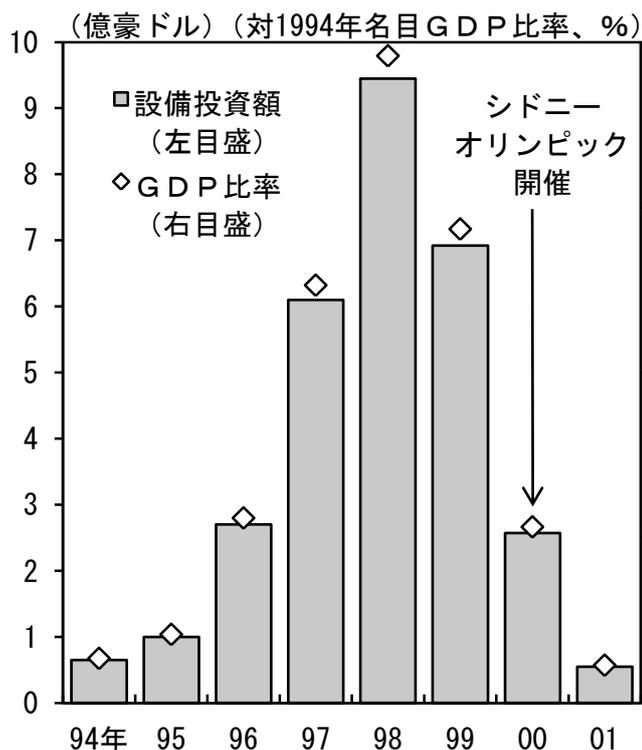
(2) 世界各国の来訪外国人数 (2014年)



(注) (1) の訪日外国人数の2015年は、1~9月の季節調整済年率換算値。

(3) 五輪関連建設投資の発現パターン

(4) 非製造業の建築着工



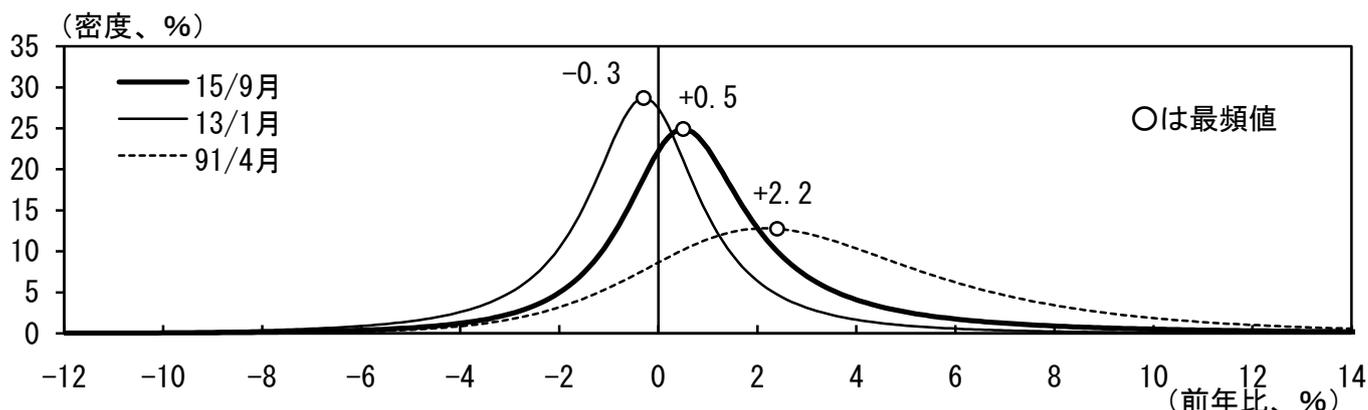
(注) 1. (3) は、シドニーオリンピック時の建設投資 (主に会場施設建設) を分析したMadden and Crowe [1998]に基づく。

2. (4) の2015/3Qは、7~8月の四半期換算値。

(資料) 日本政府観光局 (JNTO)、国連世界観光機関、国土交通省「建築着工統計」、Madden and Crowe [1998] "Estimating the Economic Impact of the Sydney Olympic Games"、オーストラリア統計局

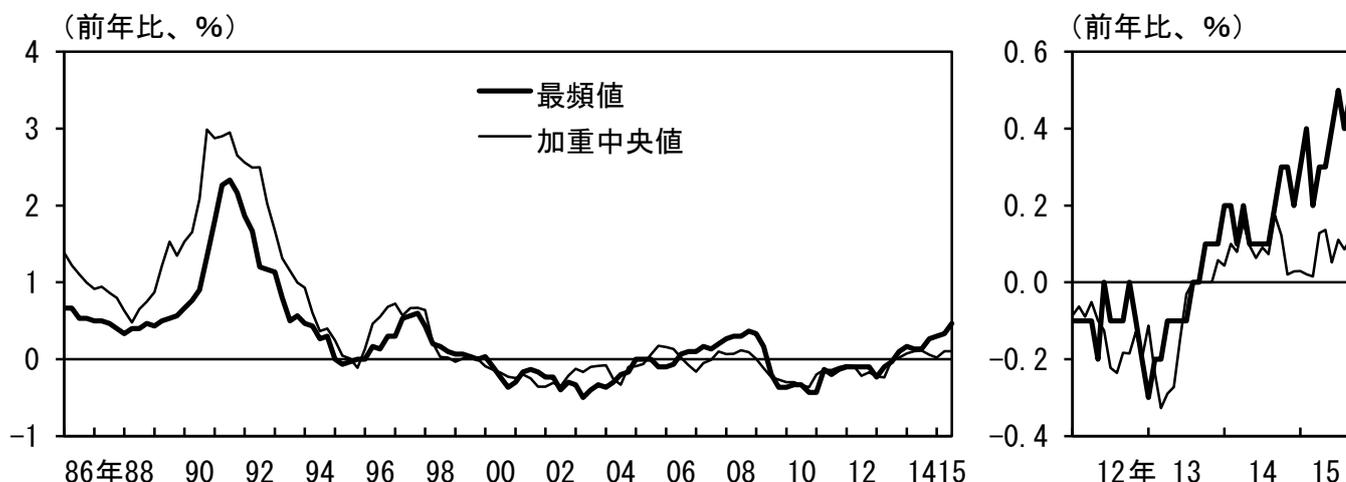
品目別価格変動分布と基調的なインフレ率

(1) 消費者物価の個別品目の前年比の分布



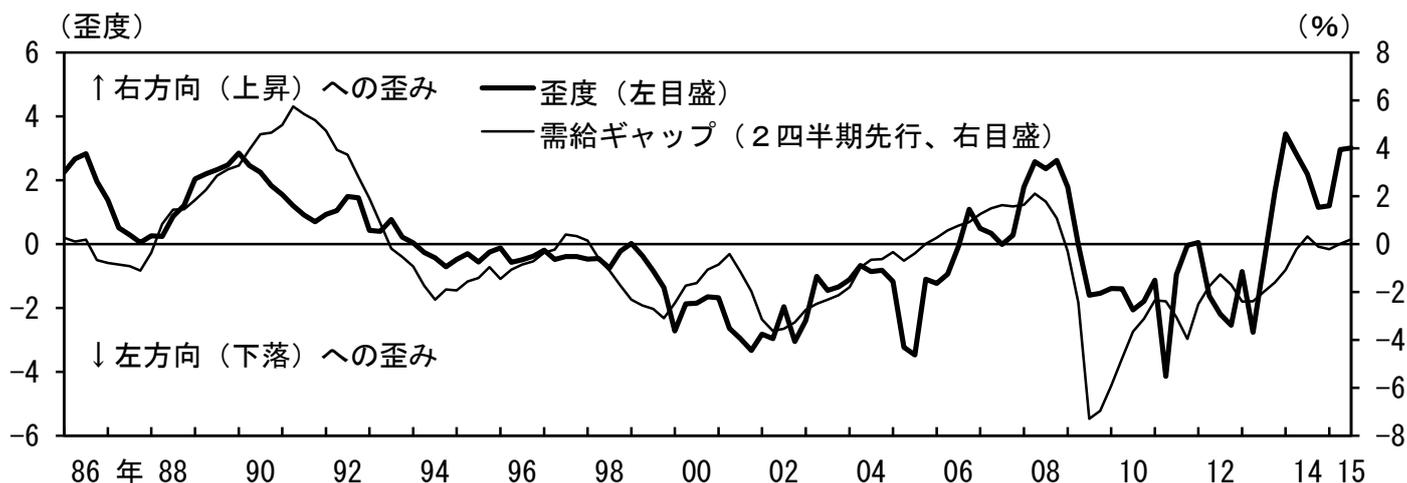
- (注) 1. 分布は、消費者物価指数（総合除く生鮮食品）に含まれる個別品目の上昇率分布に対して、正規逆ガウス分布を推計。
2. 消費者物価指数は、消費税調整済み（試算値、下のいずれの図表も同じ）。

(2) 各種コア指標



- (注) 1. 最頻値は、(1)で推計された分布の値。加重中央値は、消費者物価指数（総合）の各基準年の個別品目の前年比、ウエイトから計算。2005年以前は小・中分類の前年比を使用。
2. 四半期の値は、月次前年比の3か月平均。

(3) 分布の歪度と需給ギャップ



- (注) 1. 歪度は、(1)で推計された分布の値。月次推計値の3か月平均。
2. 需給ギャップは、日本銀行調査統計局の試算値。

(資料) 総務省「消費者物価指数」、内閣府「国民経済計算」等

フィリップス曲線の推計結果と最近の消費者物価の動向

(1) フィリップス曲線の定式化と推計結果

$$\begin{aligned} \text{消費者物価 (前年比、\%)} &= c \text{ (定数項)} \\ &+ \alpha \times \text{需給ギャップ (2期ラグ、\%)} \\ &+ \beta \times \text{中長期の予想インフレ率 (6\sim 10年先、年率平均、\%)} \\ &+ (1-\beta) \times \text{過去1年の実績 (4期平均、前年比、\%)} \end{aligned}$$

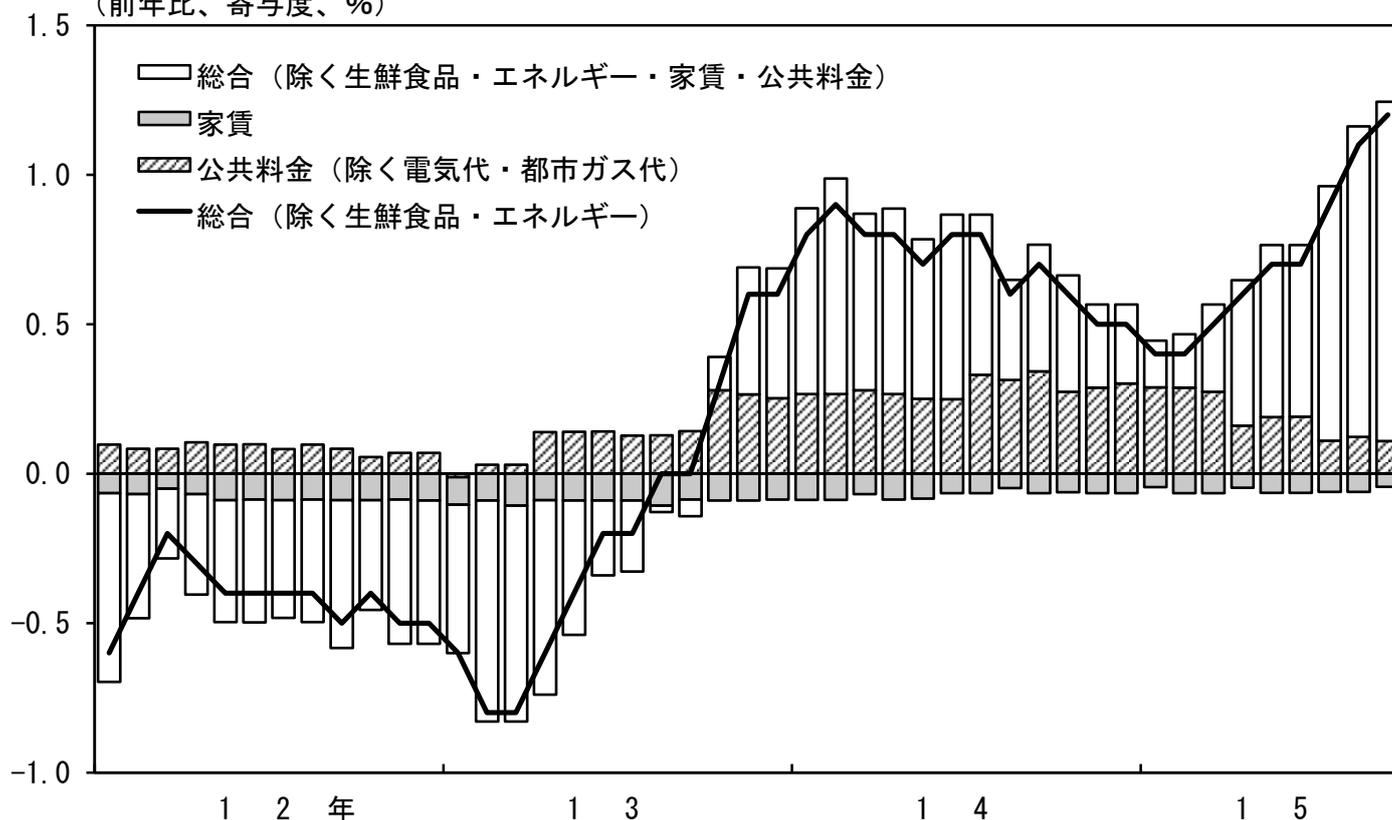
推計期間：1991/1Q～2015/2Q（四半期データ）

消費者物価	万分比 ウエイト	c	α	β	$1-\beta$	決定 係数
総合 (除く生鮮食品・エネルギー)	8,832	-0.38 ***	0.11 ***	0.37 ***	0.63 ***	0.87
総合 (除く生鮮食品・ エネルギー・家賃・公共料金)	5,707	-0.53 ***	0.17 ***	0.47 ***	0.53 ***	0.83
家賃	1,825	-0.14 ***	0.02 *	0.10 ***	0.90 ***	0.96
公共料金 (除く電気代・都市ガス代)	1,300	-0.29 *	-0.01	0.33 ***	0.67 ***	0.32

- (注) 1. 需給ギャップは、日本銀行調査統計局の試算値。
 2. 推計に用いた消費者物価は、いずれも日本銀行調査統計局算出（下の図表も同じ）。
 3. 推計に用いた消費者物価は、消費税調整済み（試算値、下の図表も同じ）。
 4. ***, *は、それぞれ1%、10%有意を表す。
 5. 決定係数は、自由度修正済み。

(2) 総合（除く生鮮食品・エネルギー）の寄与度分解

(前年比、寄与度、%)



(資料) 総務省「消費者物価指数」、内閣府「国民経済計算」、Consensus Economics「コンセンサス・フォーキャスト」等

地域別の景気の総括判断（地域経済報告）

	2015年7月判断	前回との比較	2015年10月判断
北海道	緩やかに回復している	⇒	緩やかに回復している
東北	緩やかに回復している	⇒	緩やかに回復している
北陸	回復している	⇒	回復を続けている
関東甲信越	緩やかな回復を続けている	⇒	輸出・生産面に新興国経済の減速に伴う影響などがみられるものの、緩やかな回復を続けている
東海	着実に回復を続けている	⇒	輸出や生産に新興国経済の減速の影響などがみられるものの、設備投資が大幅に増加し、住宅投資・個人消費が持ち直していることから、着実に回復を続けている
近畿	回復している	⇒	輸出・生産面に新興国経済の減速の影響がみられるものの、回復している
中国	緩やかに回復している	⇒	緩やかに回復している
四国	緩やかな回復を続けている	⇒	緩やかな回復を続けている
九州・沖縄	緩やかに回復している	⇒	緩やかに回復している

(注) 全文は、<http://www.boj.or.jp/research/brp/rer/rer151019.htm/>を参照。

(資料) 日本銀行「地域経済報告（2015年10月）」