

公表時間  
4月26日(金) 14時00分



# 経済・物価情勢の展望

2019年4月



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

引用・転載・複製を行う場合は、出所を明記してください。

## 経済・物価情勢の展望（2019年4月）

### 【基本的見解】<sup>1</sup>

#### <概要>

- 日本経済の先行きを展望すると、当面、海外経済の減速の影響を受けるものの、2021年度までの見通し期間を通じて、景気の拡大基調が続くとみられる<sup>2</sup>。輸出は、当面、弱めの動きとなるものの、海外経済が総じてみれば緩やかに成長していくもとの、基調としては緩やかに増加していくと考えられる。国内需要も、消費税率引き上げなどの影響を受けつつも、きわめて緩和的な金融環境や政府支出による下支えなどを背景に、増加基調をたどると見込まれる。
- 消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、プラスで推移しているが、景気の拡大や労働需給の引き締まりに比べると、弱めの動きが続いている。これには、①賃金・物価が上がりにくいことを前提とした考え方や慣行が根強く残るもとの、企業の慎重な賃金・価格設定スタンスなどが明確に転換するには至っていないことに加え、②企業の生産性向上に向けた動きや近年の技術進歩なども影響している。こうした物価の上昇を遅らせた諸要因の解消に時間を要している中で、中長期的な予想物価上昇率も横ばい圏内で推移している。もっとも、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態が続くもとの、企業の賃金・価格設定スタンスが次第に積極化し、家計の値上げ許容度が高まっていけば、実際に価格引き上げの動きが拡がり、中長期的な予想物価上昇率も徐々に高まるとみられる。この結果、消費者物価の前年比は、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる。
- 2020年度までの見通しを従来の見通しと比べると、成長率、物価ともに、概ね不変である。
- リスクバランスをみると、経済・物価ともに下振れリスクの方が大きい。物価面では、2%の「物価安定の目標」に向けたモメンタムは維持されているが、なお力強さに欠けており、引き続き注意深く点検していく必要がある。

<sup>1</sup> 各政策委員の見通しを踏まえた経済・物価情勢の展望や金融政策運営の考え方について、4月24日、25日開催の政策委員会・金融政策決定会合で決定されたものである。

<sup>2</sup> 消費税率については、2019年10月に10%に引き上げられる（軽減税率については、酒類と外食を除く飲食料品および新聞に適用される）ことを前提としている。

## 1. わが国の経済・物価の現状

わが国の景気は、輸出・生産面に海外経済の減速の影響がみられるものの、所得から支出への前向きな循環メカニズムが働くもとで、基調としては緩やかに拡大している。海外経済は、減速の動きがみられるが、総じてみれば緩やかに成長している。そうしたもとで、輸出や鉱工業生産は、足もとでは弱めの動きとなっている。一方、企業収益や業況感は、一部に弱めの動きがみられるものの、総じて良好な水準を維持しており、設備投資は増加傾向を続けている。個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、振れを伴いながらも、緩やかに増加している。住宅投資は横ばい圏内で推移している。公共投資も高めの水準を維持しつつ、横ばい圏内で推移している。この間、労働需給は着実な引き締まりを続けている。わが国の金融環境は、きわめて緩和した状態にある。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品、以下同じ）の前年比は、0%台後半となっている。予想物価上昇率は、横ばい圏内で推移している。

## 2. わが国の経済・物価の中心的な見通し

### （1）経済の中心的な見通し

先行きのわが国経済は、当面、海外経済の減速の影響を受けるものの、2021年度までの見通し期間を通じて、拡大基調が続くとみられる。

すなわち、当面のわが国の経済を展望すると、海外経済の減速の影響を受けて、輸出が弱めの動きとなるほか、設備投資についても、幾分減速することが見込まれる。もっとも、個人消費は、雇用・所得環境の改善が続くもとで、2019年10月に予定されている消費税率引き上げ前の需要増もあって、増加を続けるとみられる。公共投資も、オリンピック関連需要や自然災害を受けた補正予算の執行、国土強靱化等の支出拡大から増加すると考えられる。

その後についてみると、海外経済は、中国などにおける景気刺激策の効果発現やグローバルなIT関連財の調整の進捗などを背景に幾分成長率を高め、総じてみれば緩やかに成長していくとみられる。こうしたもとで、わが国の輸出は緩やかな増加基調に復していくと見込まれる。国内需要は、消費税率引き上げなどの影響を受けつつも、きわめて緩和的な金融環境や政府支出による下支えなどを背景に、企業・家計の両部門において所得から支出への前向きな循環

メカニズムが持続するもとの、増加基調をたどると考えられる。すなわち、設備投資は、景気拡大局面の長期化による資本ストックの積み上がりなどが減速圧力として作用するものの、緩和的な金融環境のもとで、景気拡大に沿った能力増強投資、都市再開発関連投資、人手不足に対応した省力化投資などで、緩やかに増加していくと予想される。個人消費も、消費税率の引き上げの影響<sup>3</sup>から下押しされる局面もみられるものの、雇用・所得環境の改善が続くもとの、政府の消費税率引き上げに伴う対応の効果もあって、緩やかな増加傾向をたどるとみられる。この間、公共投資は、2020年度にかけて増加を続けたあと、2021年度も高めの水準を維持すると予想している。

こうしたもとの、わが国の経済は、均してみれば、潜在成長率<sup>4</sup>並みの成長を続けると見込まれる。なお、2020年度までの成長率の見通しを従来の見通しと比べると、概ね不変である。

こうした見通しの背景となる金融環境についてみると、日本銀行が「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を推進するもとの、短期・長期の実質金利は見通し期間を通じてマイナス圏で推移すると想定している<sup>5</sup>。また、金融機関の積極的な貸出スタンスや社債・CPの良好な発行環境が維持され、企業や家計の活動を金融面から支えられとされる。このようにきわめて緩和的な金融環境が維持されると予想される。

この間、潜在成長率については、政府による規制・制度改革などの成長戦略の推進や、そのもとの女性や高齢者による労働参加の高まり、企業による生産性向上に向けた取り組みなどが続く中で、見通し期間を通じて緩やかな上昇傾向をたどるとみられる。

---

<sup>3</sup> 2019年10月の消費税率の引き上げは、駆け込み需要とその反動、および実質所得の減少効果の2つの経路を通じて成長率に影響を及ぼすが、下押し効果は、2014年度の前回増税時と比べると、不確実性はあるものの、小幅なものにとどまると予想される。

<sup>4</sup> わが国の潜在成長率を、一定の手法で推計すると、足もと「0%台後半」と計算される。ただし、潜在成長率は、推計手法や今後蓄積されていくデータにも左右される性格のものであるため、相当の幅をもってみる必要がある。

<sup>5</sup> 各政策委員は、既に決定した政策を前提として、また先行きの政策運営については市場の織り込みを参考にして、見通しを作成している。

## (2) 物価の中心的な見通し

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

この背景としては、基本的には、長期にわたる低成長やデフレの経験などから、賃金・物価が上がりにくいことを前提とした考え方や慣行が根強く残っており、企業の慎重な賃金・価格設定スタンスや家計の値上げに対する慎重な見方が、明確に転換するには至っていないことがある。加えて、非製造業を中心とした生産性向上余地の大きさや、近年の技術進歩、女性や高齢者の弾力的な労働供給などは、経済が拡大する中であっても、企業が値上げに慎重なスタンスを維持することを可能にしている。また、技術進歩などは、分野によっては競争環境を厳しくしている面もある。公共料金や家賃などが鈍い動きを続けていることも、物価の上がりにくさに影響しているとみられる。こうした物価の上昇を遅らせてきた諸要因の解消には時間を要しており、物価のマクロ的な需給ギャップへの感応度が高まりにくく、適合的な期待形成の力が強い予想物価上昇率も上がりにくい状況が続いていると考えられる。

先行きの物価を展望すると、消費者物価の前年比は、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続けることや中長期的な予想物価上昇率が高まることなどを背景に、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる。なお、2020年度までの物価の見通しを従来の見通しと比べると、概ね不変である<sup>6</sup>。

消費者物価の前年比が2%に向けて徐々に上昇率を高めていくメカニズムについて、一般物価の動向を規定する主たる要因に基づいて整理すると、第1に、労働や設備の稼働状況を表すマクロ的な需給ギャップは、労働需給の着実な引き締まりや資本稼働率の上昇を背景に均してみればプラス幅を拡大してきており、先行きについても、比較的大幅なプラスで推移するとみられる。こ

---

<sup>6</sup> 2019年10月に予定される消費税率の引き上げが物価に与える影響について、税率引き上げが軽減税率適用品目以外の課税品目にフル転嫁されると仮定して機械的に計算すると、2019年10月以降の消費者物価前年比（除く生鮮食品）は+1.0%ポイント押し上げられる（2019年度と2020年度の押し上げ効果は、それぞれ+0.5%ポイントとなる）。また、現時点の情報をもとに、教育無償化政策が物価に与える影響について一定の仮定に基づき計算すると、2019年度と2020年度の消費者物価前年比（除く生鮮食品）は、それぞれ-0.3%ポイント、-0.4%ポイント押し下げられると見込まれる。

うしたもとの、賃金上昇率の高まりなどを受けて家計の値上げ許容度が高まり、企業の価格設定スタンスも積極化していけば、実際に価格引き上げの動きが広がっていくと考えられる。

第2に、中長期的な予想物価上昇率は、足もとは横ばい圏内で推移しているが、先行きについては、上昇傾向をたどり、2%に向けて次第に収敛していくとみられる。この理由としては、①「適合的な期待形成」<sup>7</sup>の面では、現実の物価上昇率の高まりが予想物価上昇率を押し上げていくと期待されること、②「フォワードルッキングな期待形成」の面では、日本銀行が「物価安定の目標」の実現に強くコミットし金融緩和を推進していくことが、予想物価上昇率を押し上げていく力になると考えられることが挙げられる。

第3に、輸入物価についてみると、既往の原油価格下落を受けて、エネルギー価格が消費者物価の前年比を押し上げる効果は減衰していくと予想される。

この間、最近の女性・高齢者の労働参加の高まりや、企業の生産性向上によるコスト上昇圧力の吸収に向けた取り組みの強化は、長い目でみれば、物価上昇圧力を高める方向に作用していくと予想される。すなわち、こうした動きを受けて、経済全体の成長力が高まっていけば、企業や家計の支出行動が積極化していくことが期待できる。また、日本経済の成長力の高まりとともに自然利子率が上昇すれば、金融緩和の効果も高まっていくと考えられる。

### 3. 経済・物価のリスク要因

#### (1) 経済のリスク要因

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

第1に、海外経済の動向である。具体的には、米国のマクロ政策運営やそれが国際金融市場に及ぼす影響、保護主義的な動きの帰趨とその影響、それらも含めた中国を始めとする新興国・資源国経済の動向、英国のEU離脱交渉の展

---

<sup>7</sup> 中長期的な予想物価上昇率は、中央銀行の物価安定目標に収敛していく「フォワードルッキングな期待形成」と、現実の物価上昇率の影響を受ける「適合的な期待形成」の2つの要素によって形成されると考えられる。詳細は、「量的・質的金融緩和」導入以降の経済・物価動向と政策効果についての総括的な検証(2016年9月)参照。

開やその影響、地政学的リスクなどが考えられる。こうした海外経済を巡る下振れリスクは大きいとみられ、わが国の企業や家計のマインドに与える影響も注視していく必要がある。また、IT関連財については、最終需要の動向を巡る不確実性が大きいだけに、グローバルな調整の進捗に想定以上の時間を要する可能性もある。

第2は、2019年10月に予定される消費税率引き上げの影響である。これについては、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、少子高齢化など中長期的な課題への取組みや労働市場を始めとする規制・制度改革の動向に加え、企業のイノベーション、雇用・所得環境などによって、上下双方向に変化する可能性がある。

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

## (2) 物価のリスク要因

以上の経済のリスク要因による影響のほか、物価の上振れ、下振れをもたらす固有の要因としては、第1に、企業や家計の中長期的な予想物価上昇率の動向が挙げられる。予想物価上昇率は、先行き上昇傾向をたどるとみているが、企業の賃金・価格設定スタンスが積極化してくるまでに予想以上に時間がかかり、現実の物価が弱めの推移を続ける場合には、「適合的な期待形成」を通じて、予想物価上昇率の高まりも遅れるリスクがある。

第2に、マクロ的な需給ギャップに対する価格の感応度が挙げられる。企業の生産性向上によるコスト上昇圧力の吸収に向けた取り組みが長期にわたり継続したり、近年の技術進歩や流通形態の変化等によって企業の競争環境が一段と厳しくなったりする場合には、こうした面からの価格押し下げ圧力が予想以上に長く作用する可能性がある。また、公共料金や家賃などの鈍い動きが、先行きも、長期間にわたって、消費者物価上昇率の高まりを抑制する可能性もある。

第3に、今後の為替相場の変動や国際商品市況の動向およびその輸入物価や国内価格への波及の状況は、上振れ・下振れ双方の要因となる。

#### 4. 金融政策運営

以上の経済・物価情勢について、「物価安定の目標」のもとで、2つの「柱」による点検を行い、先行きの金融政策運営の考え方を整理する<sup>8</sup>。

まず、第1の柱、すなわち中心的な見通しについて点検すると、消費者物価の前年比は、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる。経済・物価のリスク要因については注意深く点検していく必要があるが、2%の「物価安定の目標」に向けたモメンタムは維持されていると考えられる。これは、①マクロ的な需給ギャップがプラスの状態が続くもとで、企業の賃金・価格設定スタンスは次第に積極化してくるとみられること、②中長期的な予想物価上昇率は、横ばい圏内で推移しており、先行き、実際に価格引き上げの動きが広がるにつれて、徐々に高まると考えられること、が背景である。

次に、第2の柱、すなわち金融政策運営の観点から重視すべきリスクについて点検すると、経済の見通しについては、海外経済の動向を中心に下振れリスクの方が大きい。物価の見通しについては、中長期的な予想物価上昇率の動向を中心に下振れリスクの方が大きい。より長期的な視点から金融面の不均衡について点検すると、これまでのところ、資産市場や金融機関行動において過度な期待の強気化を示す動きは観察されていない。もっとも、低金利環境や金融機関間の厳しい競争環境が続くもとで、金融機関収益の下押しが長期化すると、金融仲介が停滞方向に向かうリスクや金融システムが不安定化するリスクがある。現時点では、金融機関が充実した資本基盤を備えていることなどから、これらのリスクは大きくないと判断しているが、先行きの動向には注視していく必要がある<sup>9</sup>。

金融政策運営については、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金

---

<sup>8</sup> 「物価安定の目標」のもとでの2つの「柱」による点検については、日本銀行「金融政策運営の枠組みのもとでの「物価安定の目標」について」（2013年1月22日）参照。

<sup>9</sup> 詳しくは日本銀行「金融システムレポート」（2019年4月）を参照。

融緩和」を継続する。マネタリーベースについては、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続する。政策金利については、海外経済の動向や消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、少なくとも2020年春頃まで、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持することを想定している。今後とも、金融政策運営の観点から重視すべきリスクの点検を行うとともに、経済・物価・金融情勢を踏まえ、「物価安定の目標」に向けたモメンタムを維持するため、必要な政策の調整を行う。

(参考)

## 2018～2021 年度の政策委員の大勢見通し

——対前年度比、%。なお、< >内は政策委員見通しの中央値。

	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	(参考) 消費税率引き 上げ・教育無償化政策 の影響を除くケース
2018 年度	+0.6～+0.6 <+0.6>	+0.8	
1月時点の見通し	+0.9～+1.0 <+0.9>	+0.8～+0.9 <+0.8>	
2019 年度	+0.7～+0.9 <+0.8>	+0.9～+1.2 <+1.1>	+0.7～+1.0 <+0.9>
1月時点の見通し	+0.7～+1.0 <+0.9>	+1.0～+1.3 <+1.1>	+0.8～+1.1 <+0.9>
2020 年度	+0.8～+1.1 <+0.9>	+1.2～+1.5 <+1.4>	+1.1～+1.4 <+1.3>
1月時点の見通し	+0.7～+1.0 <+1.0>	+1.3～+1.5 <+1.5>	+1.2～+1.4 <+1.4>
2021 年度	+0.9～+1.2 <+1.2>	+1.4～+1.7 <+1.6>	

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

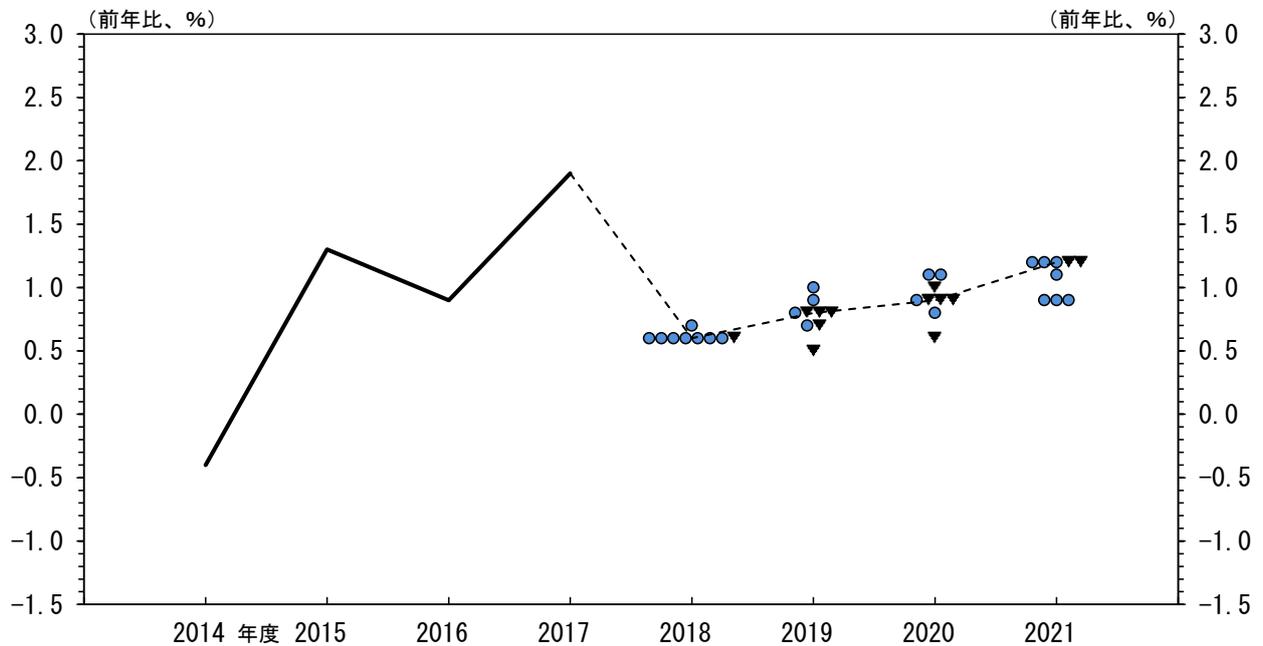
(注2) 各政策委員は、既に決定した政策を前提として、また先行きの政策運営については市場の織り込みを参考にして、上記の見通しを作成している。

(注3) 消費税率については、2019年10月に10%に引き上げられること(軽減税率については酒類と外食を除く飲食料品および新聞に適用されること)、教育無償化政策については、幼児教育無償化が2019年10月に、高等教育無償化等が2020年4月に導入されることを前提としている。なお、消費税率引き上げの2019年度と2020年度の消費者物価への直接的な影響を、税率引き上げが課税品目にフル転嫁されることを前提としたうえで機械的に計算すると、それぞれ+0.5%ポイントとなる。また、現時点の情報をもとに、教育無償化政策の2019年度と2020年度の消費者物価への直接的な影響を一定の仮定に基づき計算すると、それぞれ-0.3%ポイント、-0.4%ポイントとなる。

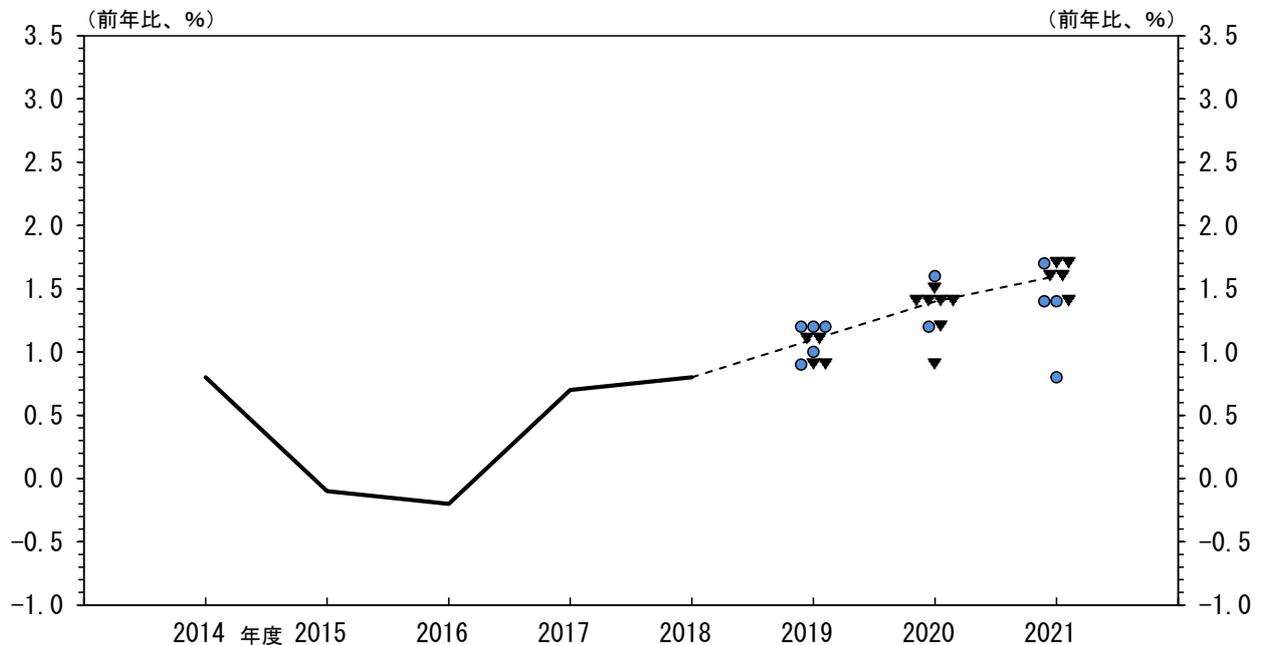
(注4) 2018年度の消費者物価指数(除く生鮮食品)は、実績値。

## 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。

(注3) 消費者物価指数（除く生鮮食品）は、2014年度、2015年度については、2014年4月の消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベース。

## 【背景説明】<sup>10</sup>

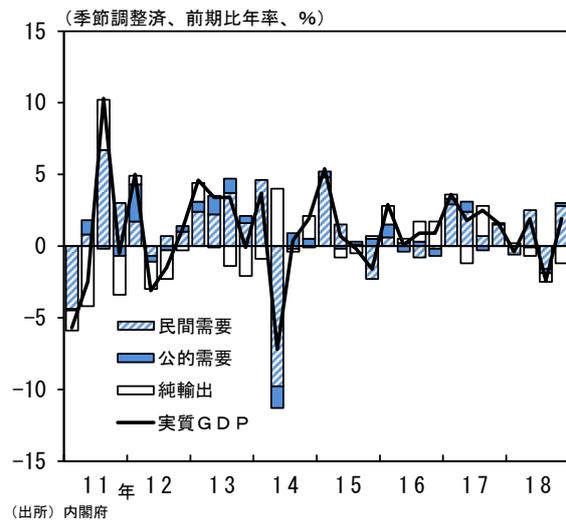
### 1. 経済活動の現状と見通し

#### 1. 1 景気動向

前回の展望レポート以降の日本経済を振り返ると、2018年10～12月の実質GDPは、前期比+0.5%（同年率+1.9%）となり、2四半期ぶりのプラス成長となった（図表1）。個人消費、設備投資、輸出といった主要な需要項目がそろって増加に寄与した<sup>11</sup>。もっとも、輸出の増加幅は、自然災害からの反動があったことなどを踏まえれば、控えめなものにとどまった。この間、労働需給は着実な引き締まりを続けており（図表2）、就業者数はしっかりと増加している（図表3）。労働と設備の稼働状況を捉えるマクロ的な需給ギャップをみると、10～12月はプラス幅を拡大し、引き続きはっきりとしたプラスとなっている（図表4）。1月以降の指標をみても、輸出・生産面に海外経済の減速の影響がみられるものの、所得から支出への前向きな循環メカニズムが働くもとの、景気は、基調としては緩やかに拡大している。

わが国経済の先行きを展望すると、当面、海外経済の減速の影響を受けるものの、景気の拡大基調が続くとみられる。輸出は、当面、弱めの動きとなる可能性が高い。もっとも、海外経済が総じてみれば緩やかに成長するもとの、基調としては、緩やかに増加していくと予想される。設備投資は、資本ストックの蓄積に伴う循環的な減速圧力を受けて、増勢は鈍化するものの、緩和的な金融環境

図表1：実質GDP



図表2：労働需給



<sup>10</sup> 4月24、25日開催の政策委員会・金融政策決定会合で決定された「基本的見解」について、その背景を説明するためのものである。

<sup>11</sup> 10～12月は輸入が大幅に増加したことから、純輸出の寄与はマイナスになっている。

のもとで、緩やかに増加していくと見込まれる。個人消費は、消費税率引き上げによって下押しされる局面もみられるが<sup>12</sup>、雇用・所得環境の改善が続くもとで、政府の消費税率引き上げに伴う対応の効果もあって、緩やかな増加傾向をたどると考えられる<sup>13</sup>。この間、政府支出は、オリンピック関連需要や国土強靱化政策などが、2020年度をピークに景気を押し上げると想定される。以上を受けて、わが国経済は、均してみると、潜在成長率並みの成長を続けるとみられる（図表5）。2020年度までの見通しを前回の展望レポート時点と比較すると、概ね不変である。

見通し期間の各年度の特徴をみると、2019年度については、当面は、海外経済の減速の影響を受けて、輸出が弱めの動きとなるほか、設備投資も、製造業を中心に、いったん増勢が鈍化すると見込まれる。もっとも、個人消費は、雇用・所得環境の改善が続くもとで、消費税率引き上げ前の

図表3：労働参加と就業



<sup>12</sup> 消費税率については、2019年10月に10%に引き上げられる（軽減税率については、酒類と外食を除く飲食料品および新聞に適用される）ことを前提としている。

<sup>13</sup> 2019年10月の消費税率引き上げは、家計支出を中心に、駆け込み需要とその反動、および実質所得の減少効果という2つの経路を通じて、成長率に相応の影響を及ぼすとみられるが、現時点では、消費増税による2019年度および2020年度の成長率の下押し幅は、2014年度の前回増税時と比べると、小幅なものにとどまると考えている。これは、①今回の消費増税のタイミングが2019年度中となるため、駆け込み需要とその反動が、2020年度では成長率の下押しとなるものの、2019年度内では均されるほか、実質所得の減少効果も2019年度と2020年度で分散して発生するという技術的な要因に加え、②税率の引き上げ幅は、前回よりも小さく、かつ一部品目には軽減税率も適用されること、③教育無償化の導入に加え、各種の負担軽減策や税率引き上げ前後の需要を平準化するための支援策が講じられること、④前回は2回目の増税を見据えた駆け込み需要が発生したと考えられること、などによる。ただし、消費税率引き上げのインパクトは、その時々消費者マインドの動向に左右されるなど、不確実性があることに留意する必要がある。また、価格転嫁の柔軟化の影響については、企業の対応方針等、現時点では見通し難いものがある。

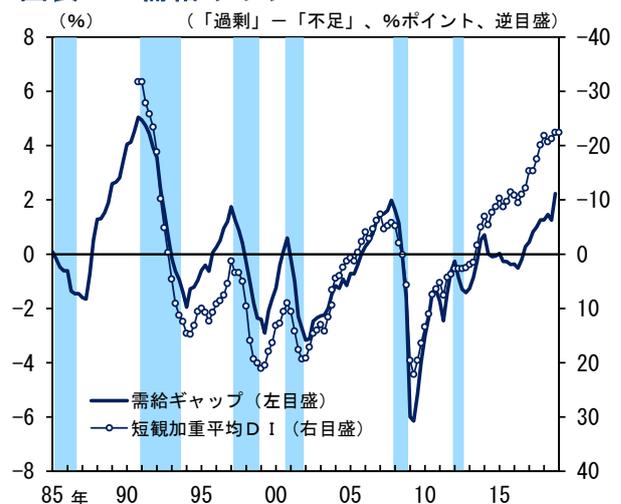
需要増もあって、増加を続けるとみられる。また、公共投資は、自然災害を受けた補正予算の執行のほか、国土強靱化政策などから、はっきりと増加すると予想される。その後については、海外経済が幾分成長率を高めるもとの、輸出は緩やかな増加基調に復していくと見込まれる。国内需要については、個人消費や住宅投資は、消費税率引き上げの影響を受けるものの、設備投資については、都市再開発関連投資や省力化投資の増加もあって、幾分伸び率を高めると考えられる。この間、公共投資については、増加を続けると予想している。

2020年度は、海外経済が総じてみれば緩やかに成長するもとの、輸出は、基調としては緩やかに増加していくとみられる。設備投資は、資本ストックの蓄積に伴い調整圧力を受けるものの、省力化投資の増加などもあって、緩やかな増加基調を続けると見込まれる。個人消費や住宅投資は、2019年度下期の落ち込みから徐々に回復に向かうとみられる。この間、公共投資は、国土強靱化政策などに伴い増加を続けるほか、オリンピック開催に伴う仮施設向けなどの経費支出も、景気を下支えすると考えられる。

2021年度は、オリンピック開催に伴う経費支出が剥落するものの、インフラ関連などの工事進捗が続くもとの、政府支出は高めの水準を維持すると想定される。個人消費や住宅投資は、消費増税後の反動減の影響が剥落することもあって、増加すると考えられる。この間、輸出は緩やかな増加基調を続け、設備投資も、潜在成長率の高まりもあって、緩やかな増加傾向を維持すると予想される。

この間、潜在成長率については、政府による規制・制度改革などの成長戦略の推進や、そのもとの女性や高齢者による労働参加の高まり、企業

図表4：需給ギャップ



(出所) 日本銀行

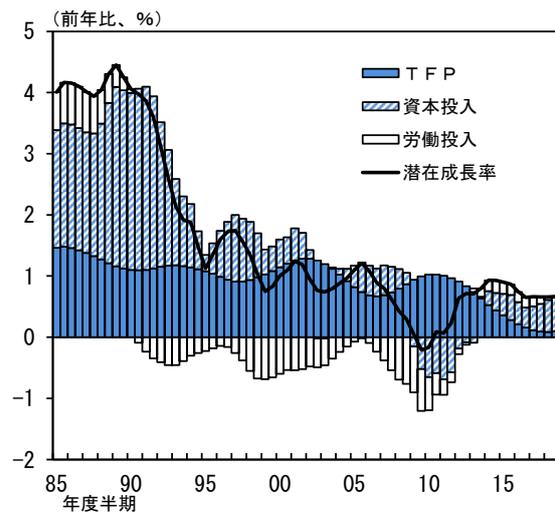
(注) 1. 需給ギャップは、日本銀行スタッフによる推計値。

2. 短観加重平均D.I. (全産業全規模)は、生産・営業用設備判断D.I.と雇用人員判断D.I.を資本・労働分配率で加重平均して算出。2003/12月調査には、調査の枠組み見直しによる不連続が生じている。

3. シャド一部分は、景気後退局面。

による生産性向上に向けた取り組みなどが続くな  
 かで、見通し期間を通じて緩やかな上昇傾向をた  
 どるとみられる。

図表5：潜在成長率



(出所) 日本銀行

(注) 日本銀行スタッフによる推計値。2018年度下半期は、2018/4Qの値。

## 1. 2 主要支出項目の動向とその背景

### (政府支出)

公共投資は、高めの水準を維持しつつ、横ばい圏内で推移している(図表6)。先行きについては、オリンピック関連工事に加え、2018年度補正予算や国土強靱化政策などを背景に、2020年度にかけて増加を続けたあと、2021年度も高めの水準を維持すると想定している<sup>14</sup>。

### (海外経済)

海外経済は、減速の動きがみられるが、総じてみれば緩やかに成長している(図表7)。グローバルな製造業の業況感は、改善傾向を弱めている(図表8)。主要地域別にみると、米国経済は拡大を維持している。欧州経済は、減速している。中国経済は、総じて安定した成長を続けているものの、弱めの動きもみられている。中国以外の新興国・資源国経済については、各国の景気刺激策の効果などから、全体として緩やかに回復している。

先行きの海外経済については、当面は減速の動きが続くものの、その後は、中国などにおける景気刺激策の効果発現やグローバルなIT関連財の調整の進捗などにより幾分成長率を高め<sup>15</sup>、総じてみれば緩やかに成長していくと考えられる。ただし、米中貿易摩擦など様々な不確定要素があり、先行きの不透明感が高い。

<sup>14</sup> 政府は、2018年12月14日に、総事業規模約7兆円程度となる「防災・減災、国土強靱化のための3か年緊急対策」を閣議決定した。この間、同対策を踏まえ、2018年度第2次補正予算および2019年度当初予算が成立した。今後、重要インフラ等の機能維持対策が3年間で集中的に実施される計画となっている。

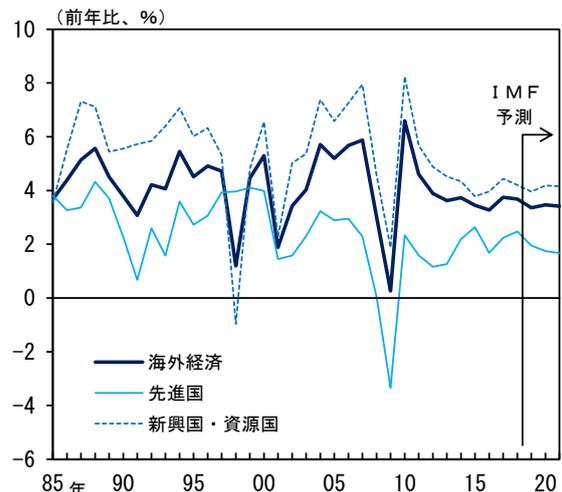
<sup>15</sup> BOX3では、中国経済の動向と中国当局による財政・金融政策対応について、BOX4では、ITサイクルの動向について、それぞれ分析している。

図表6：公共投資



(出所) 内閣府、国土交通省  
(注) 2019/10は、1~2月の値。

図表7：海外経済見通し



(出所) IMF、財務省  
(注) IMFによる各国・地域の実質GDP成長率を、わが国の通関輸出ウエイトで加重平均したもの。2019年以降はIMF予測(2019/4月時点)。先進国は、米国、ユーロ圏、英国。新興国・資源国はそれ以外。

図表8：グローバル製造業PMI



(出所) IHS Markit© and database right IHS Markit Ltd 2019. All rights reserved.等  
(注) グローバルは、J.P.Morganグローバル製造業PMI。先進国は4か国・地域(米国、ユーロ圏、英国、日本)、新興国・資源国は17か国・地域(中国、韓国、台湾、ロシア、ブラジルなど)の製造業PMIをIMF公表のGDPウエイトで加重平均したもの。

主要地域別に先行きを展望すると、米国経済は、拡大を続けると見込まれる。欧州経済は、弱めの動きがみられる製造業部門の調整進捗に伴い、次第に減速した状態から脱していくと予想される。中国経済は、米中貿易摩擦や債務抑制政策の影響を相応に受けるものの、当局が財政・金融政策を機動的に運営するもとの、概ね安定した成長経路をたどると考えられる。その他の新興国・資源国経済については、米国金融政策に対する利上げ観測が後退するなか、各国の景気刺激策の効果などを背景に、全体として緩やかな回復を続けると予想している。ただし、アジア諸国・地域については、当面、IT関連財の調整の影響を受けるとみられる。

### (輸出)

輸出は、足もとでは弱めの動きとなっている(図表10)<sup>16,17</sup>。地域別にみると、先進国向けは、増加基調を続けているものの、新興国向けは、足もと弱めの動きとなっている(図表11)。財別にみると、自動車関連は、輸出車の高付加価値化や新型車の投入もあって、増加を続けている(図表12)。一方、情報関連は、スマートフォン向けなどの需要が鈍化するなか、減少している。資本財は、振れの大きい船舶などの影響を均してみても、半導体製造装置など幅広い品目で、弱めの動きとなっている。

輸出の先行きを展望すると、当面は弱めの動きとなるものの、「世界貿易量<sup>18</sup>」が海外経済の成長に見合ったペースで緩やかに増加していくとも

<sup>16</sup> BOX 1では、輸出環境を包括的にモニタリングする指標を用いて、足もとの状況を評価している。

<sup>17</sup> BOX 2では、最近の実質輸出減少の要因について、分析している。

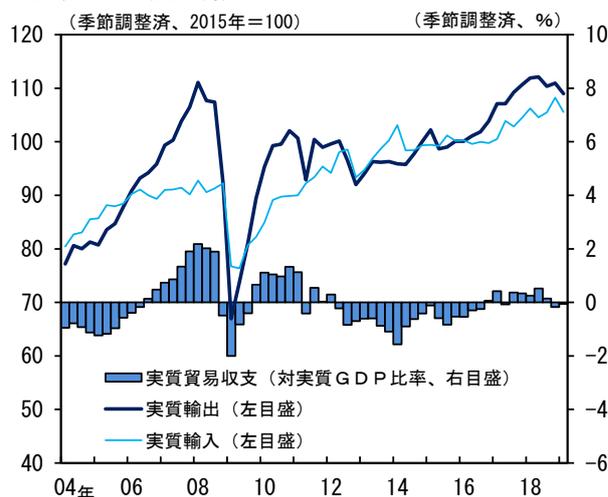
<sup>18</sup> ここでは、「世界貿易量」として、各国の実質輸入を合計した値を用いている。

図表9：実効為替レート



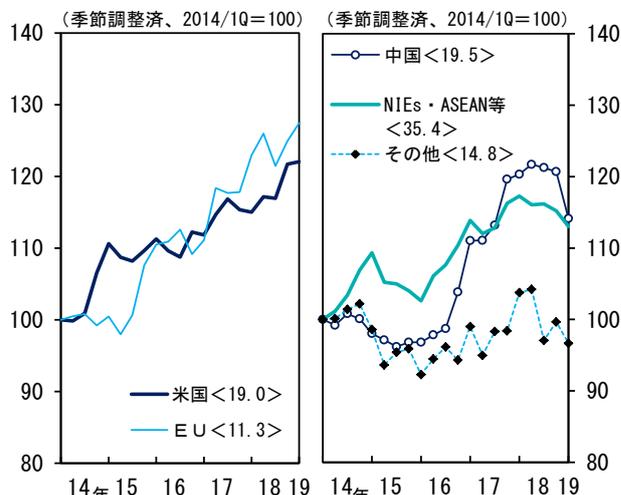
(出所) BIS、日本銀行  
 (注) 1. BISのブロードベース。1993年以前は、ナローベースを使用して接続。  
 2. 2019/4月分は、日本銀行作成の日次名目実効為替レート(円インデックス)を用いて算出。

図表10：実質輸出入



(出所) 日本銀行、財務省、内閣府  
 (注) 日本銀行スタッフ算出。

図表11：地域別実質輸出



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

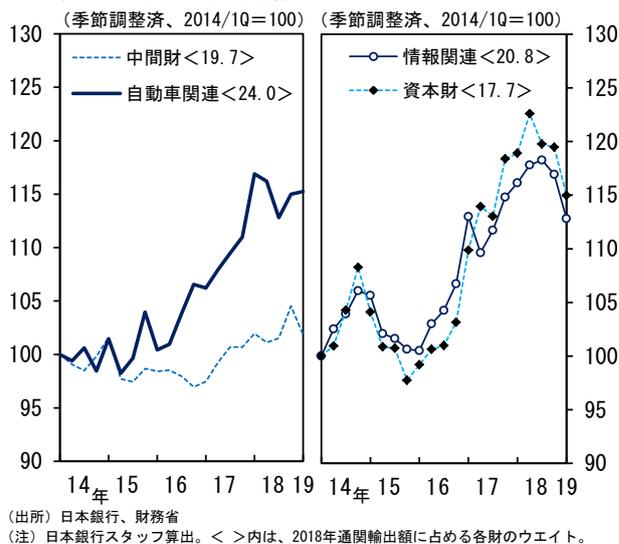
に、それに占める「日本の輸出シェア」は、資本財や情報関連の回復を反映してごく緩やかな上昇傾向をたどることから、基調としては緩やかに増加していく、と予想している（図表 13、14）。

すなわち、「世界貿易量」は、足もとでは弱めの動きとなっているものの、先行きの成長率は、振れを伴いつつも世界経済成長率並みとなる——世界貿易量／世界GDP比率は横ばい圏内で推移する——姿を想定している。

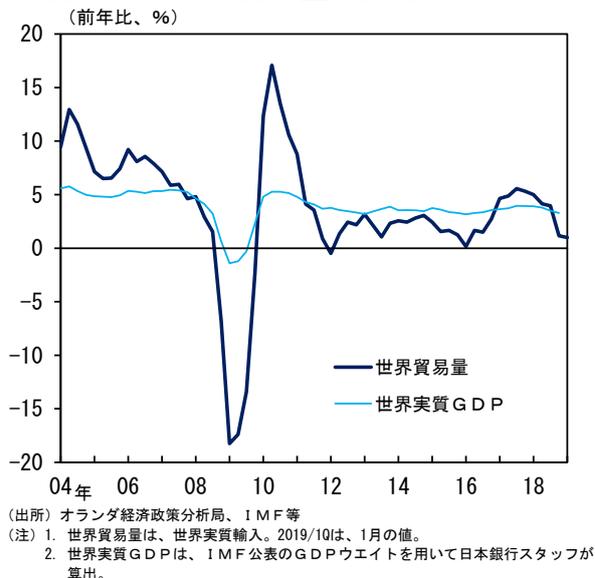
他方、「日本の輸出シェア」は、足もとでは、わが国が比較優位を持つ情報関連や資本財への需要減少もあって、低下している。もっとも、先行きは、中国などにおける景気刺激策の効果発現やITサイクルの好転などを背景に、情報関連や資本財の需要が回復することもあって、ごく緩やかな上昇傾向をたどると考えられる。

輸入は、振れを伴いながらも、均してみれば緩やかな増加基調にある（前掲図表 10）。先行きも、国内需要の増加を反映して、増加基調をたどるものの、そのペースは、エネルギー効率の改善に伴い素原料輸入が減少トレンドをたどることなどから、緩やかなものにとどまると予想される。

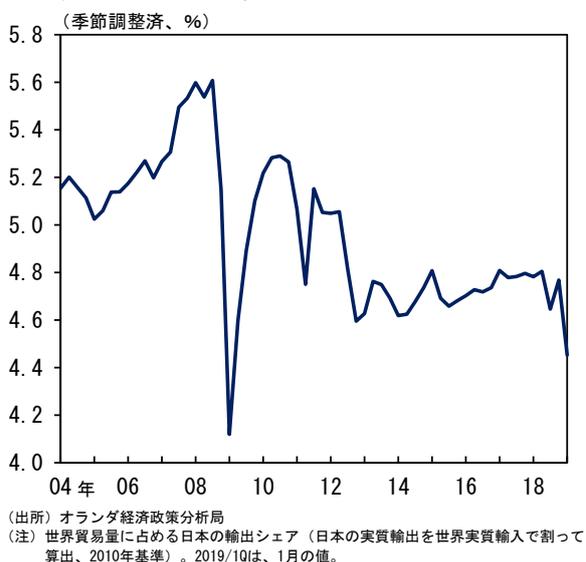
図表12：財別実質輸出



図表13：世界の貿易量と実質GDP



図表14：日本の輸出シェア



## (対外収支)

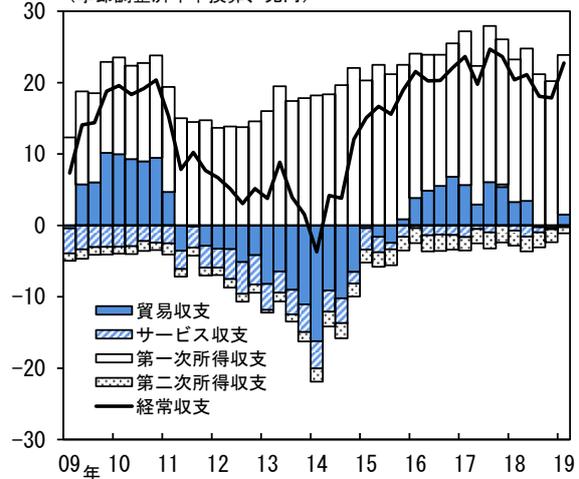
名目経常収支の黒字幅は、横ばい圏内で推移している（図表15）。

先行きは、海外経済が総じてみれば緩やかに成長するも、貿易収支が改善していくことに加え、海外経済の成長に伴う第一次所得収支の改善、入国者数の増加に支えられた旅行収支の受取の増加などを背景に、経常収支の黒字幅は緩やかに拡大していく可能性が高い。

これを貯蓄投資バランスでみると、わが国全体の貯蓄超過幅が拡大することに対応している。部門別には、家計部門の貯蓄超過幅は、2019年度に消費増税の影響もあって幾分縮小したあと、横ばい圏内で推移すると見込まれる。企業部門の貯蓄超過幅は、設備投資の増加と収益の伸び率が概ね見合うことから、ほぼ横ばいで推移するとみられる。この間、消費税を中心とした税収の増加を主因に、一般政府の投資超過幅は縮小していくことが予想される。

図表15：経常収支

(季節調整済年率換算、兆円)



(出所) 財務省・日本銀行  
(注) 2019/1Qは、1～2月の値。

## （鉱工業生産）

鉱工業生産は、先述の輸出动向を受けて、足もとでは弱めの動きとなっている（図表 16）。主な業種についてみると、「輸送機械」は、均してみれば増加基調にある。「電子部品・デバイス」は、スマートフォン向けなどの需要が鈍化するも、足もとでは減少している。「はん用・生産用・業務用機械」は、産業用ロボットなどを中心に、減少している。この間、出荷・在庫バランス（＝出荷の伸び率－在庫の伸び率）は、ほぼゼロで推移している（図表 17）。

鉱工業生産の先行きを展望すると、当面、海外経済の減速の影響を受けるものの、その後は、海外経済が総じてみれば緩やかに成長するも、基調としては緩やかな増加を続けると見込んでいる。

## （企業収益）

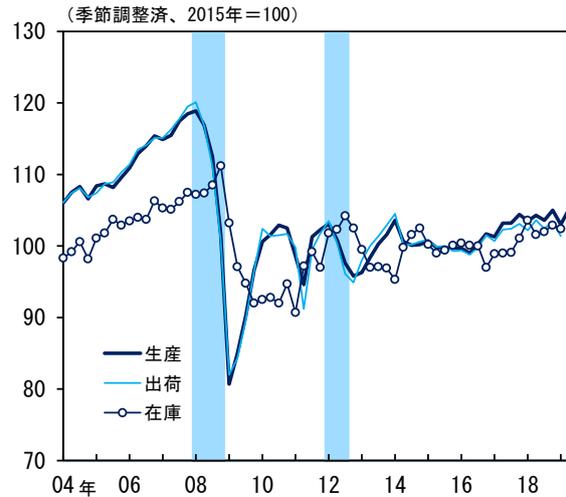
企業収益や業況感は、一部に弱めの動きがみられるものの、総じて良好な水準を維持している。法人企業統計の売上高経常利益率（全産業全規模ベース）をみると（図表 18）、2 四半期連続で低下したとはいえ、総じて高水準で推移している。3 月短観の全産業全規模ベースの業況判断DIをみると（図表 19）、海外経済の減速の影響から製造業において大きめに悪化したものの、内需が下支えするも、引き続き「良い」超幅は大きい。

先行きの企業収益は、所得から支出への前向きの循環メカニズムが働くも、内需が増加するほか、輸出が緩やかに増加していくことから、改善傾向をたどると予想される。

## （設備投資）

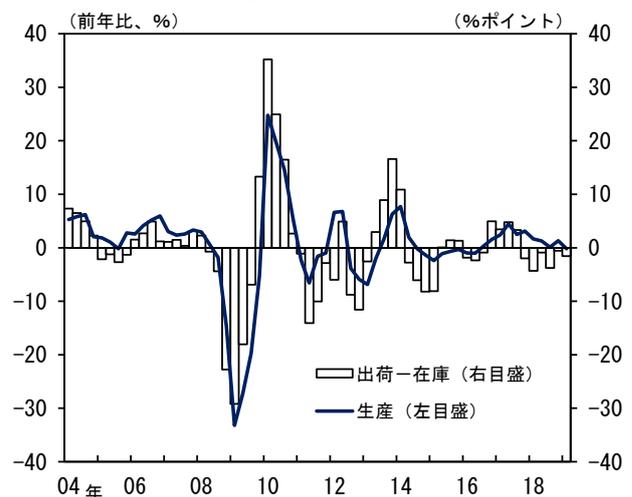
設備投資は、増加傾向を続けている（図表 20）。

図表16： 鉱工業生産・出荷・在庫



(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2019/10および20は、3、4月の予測指数を用いて算出。  
 出荷の2019/10は、1～2月の値。在庫の2019/10は、2月の値。

図表17： 出荷・在庫バランス



(出所) 経済産業省  
 (注) 生産と出荷の2019/10は、1～2月の値。在庫の2019/10は、2月の値。

図表18： 企業収益



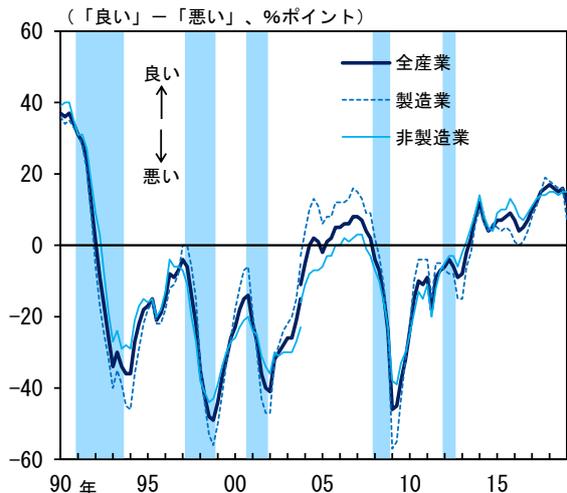
(出所) 財務省  
 (注) 1. 法人季報ベース。金融業、保険業を除く。  
 2. 2009/20以降は、純粋持株会社を除く。  
 3. シャドー部分は、景気後退局面。

機械投資の一致指標である資本財総供給や、建設投資の一致指標である建設工事出来高（民間非居住用）は、振れを伴いつつも、増加基調を続けている。3月短観をみると、2018年度の設備投資計画は、大企業を中心に過去の平均を大幅に上回る伸び率で着地する見込みとなっているほか、新たに明らかとなった2019年度の計画も、過去対比で高めのスタートとなっている。例えば、GDPの概念に近い、「全産業全規模+金融機関」のソフトウェア・研究開発を含む設備投資計画（除く土地投資）は、2018年度は前年比+8.1%の増加となったあと、2019年度も同+0.7%のプラスとなっている（図表21）。こうした企業の前向きな設備投資スタンスを反映して、先行指標である機械受注や建築着工・工事費予定額（民間非居住用）は、振れは大きいものの、増加傾向を続けている（図表22）。

設備投資の先行きについては、当面、海外経済の減速の影響から幾分減速すると見込まれるが、やや長い目でみれば、①企業収益の改善、②低金利や緩和的な貸出スタンスといったきわめて投資刺激的な金融環境、③財政投融資の効果の発現、④期待成長率の緩やかな改善などを背景に、緩やかに増加していくとみられる。具体的な案件としては、①景気拡大に沿った能力増強投資に加えて、②都市再開発に関連した投資、③人手不足等に対応した効率化・省力化投資、④成長分野への研究・開発（R&D）投資などが増加すると見込まれる。

名目設備投資・GDP比率については、上述の設備投資の先行き見込みのもとで、高水準を維持するものと考えられる（図表23）。もっとも、同比率はバブル崩壊後におけるいくつかの設備投資循環のピーク前後にまで達している。こうしたことを考えると、当面、資本ストックの調整圧力は、

図表19：業況判断



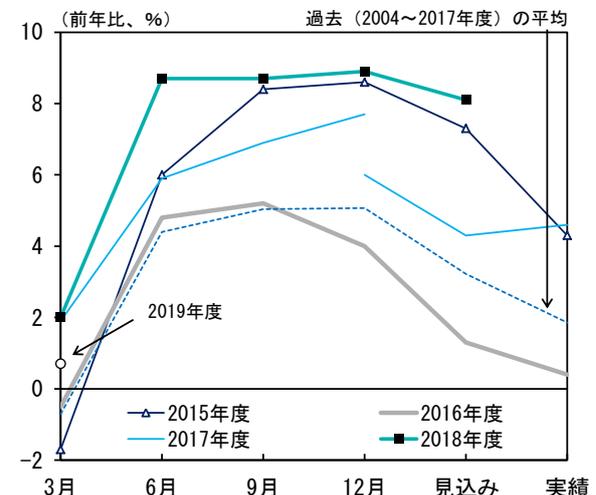
(出所) 日本銀行  
 (注) 1. 短観の業況判断D I。2003/12月調査には、調査の枠組み見直しによる不連続が生じている。  
 2. シャド部分は、景気後退局面。

図表20：設備投資一致指標



(出所) 内閣府、経済産業省、国土交通省  
 (注) 1. 2019/1Qは、1~2月の値。  
 2. 建設工事出来高（民間非居住用）の実質値は、建設工事費デフレーターを用いて日本銀行スタッフが算出。

図表21：設備投資計画の修正パターン



(出所) 日本銀行  
 (注) 1. 短観ベース。全産業+金融機関の値。  
 2. ソフトウェア投資額・研究開発投資額を含み、土地投資額は含まない。2016/12月調査以前は、研究開発投資額を含まない。  
 3. 2017/12月調査には、調査対象企業の見直しによる不連続が生じている。

設備投資の減速要因として作用していくと見込まれる。一方、見通し期間の終盤にかけて潜在成長率が緩やかに高まっていくことは、こうした圧力を和らげる方向に作用すると考えられる<sup>19</sup>。

図表22：設備投資先行指標



(出所) 内閣府、国土交通省  
(注) 2019/10は、1~2月の値。

図表23：設備投資・GDP比率（名目）



(出所) 内閣府  
(注) シェード部分は、景気後退局面。

<sup>19</sup> 資本ストックの調整圧力については、2019年1月展望レポートのBOX2を参照。

## （雇用・所得環境）

雇用・所得環境をみると、労働需給は着実な引き締まりを続けており、雇用者所得も高めの伸び率となっている<sup>20</sup>。雇用面をみると、労働力調査の雇用者数は、しっかりとした増加を続けている（図表 24）。そうしたもとの、有効求人倍率はバブル期のピークを超えた高い水準にあるほか（前掲図表 2）、短観の雇用人員判断DIでみた人手不足感も強まる傾向にある。失業率も、引き続き低水準で推移している。これらの労働需給指標は、1990年代前半もしくは1970年代前半以来の引き締まり度合いとなっている。この間、労働力率は、2012年末頃をボトムに、女性や高齢者を中心に上昇傾向が続いている（図表 25）。先行きも、景気の拡大基調が続くもとの、雇用者数は引き続き増加し、労働需給は着実な引き締まりが続く可能性が高い。

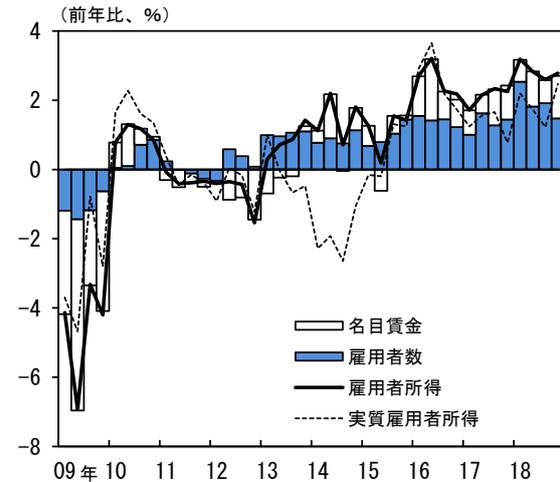
賃金面をみると、一人当たり名目賃金は、振れを伴いつつも、緩やかに上昇している（図表 26）<sup>21</sup>。ただし、過去の長期にわたる雇用調整の経験や、近年の女性・高齢者を中心とした弾力的な労働供給などから、労働需給の引き締まりに比べると、賃金上昇は弱めにとどまっている<sup>22</sup>。

<sup>20</sup> 厚生労働省は、1月23日、毎月勤労統計について、2012年以降の再集計値を公表した。本展望レポートにおける同統計を用いた図表のうち、再集計値が利用可能な部分ではこれを用い、それ以外の部分では従来の公表値を用いて作成している。

<sup>21</sup> 毎月勤労統計では、2018年1月の確報分から、30人以上の事業所について、調査対象のサンプルの半分を入れ替えているほか、2014年経済センサスの情報を反映して、過去に遡って常用労働者数の改訂が行われたことから、5～29人と30人以上の事業所のウエイトやパート比率が変更されている。また、2019年1月確報でも、同様のサンプル替えが行われた。ここでは、毎月勤労統計の調査対象におけるサンプル替えの影響を受けにくい共通事業所ベースで評価している。

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

図表24：雇用者所得



（出所）厚生労働省、総務省

- （注）1. 各四半期は、10：3～5月、20：6～8月、30：9～11月、40：12～2月。  
 2. 雇用者所得＝名目賃金（毎月勤労統計）×雇用者数（労働力調査）  
 3. 毎月勤労統計の2013/10以降は、東京都の「500人以上規模の事業所」を復元した再集計値。  
 4. 毎月勤労統計の2016/10以降は、共通事業所ベース。  
 5. 雇用者所得の実質値は、CPI（除く持家の帰属家賃）を用いて日本銀行スタッフが算出。

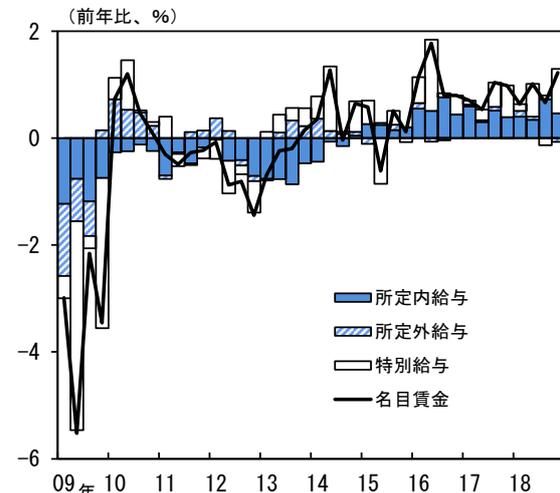
図表25：労働力率



（出所）総務省

（注）2019/10は、1～2月の値。

図表26：名目賃金



（出所）厚生労働省

- （注）1. 各四半期は、10：3～5月、20：6～8月、30：9～11月、40：12～2月。  
 2. 2013/10以降は、東京都の「500人以上規模の事業所」を復元した再集計値。  
 3. 2016/10以降は、共通事業所ベース。

名目賃金の内訳をみると、所定内給与全体は、一般労働者とパート労働者の双方の賃金上昇を背景に、緩やかな上昇を続けている（図表 27）。一般労働者の所定内給与の前年比は、このところプラス幅が拡大してきており、足もとでは 1%程度となっている（図表 28）。労働需給の状況に感応的なパートの時間当たり所定内給与の前年比は、2%台前半の高めの伸びとなっている。この間、一人当たり実質賃金の前年比は、生鮮食品やエネルギーの価格変動による振れを伴いつつも、サンプル替えの影響を均してみれば、このところプラスとなっているとみられる<sup>23</sup>。

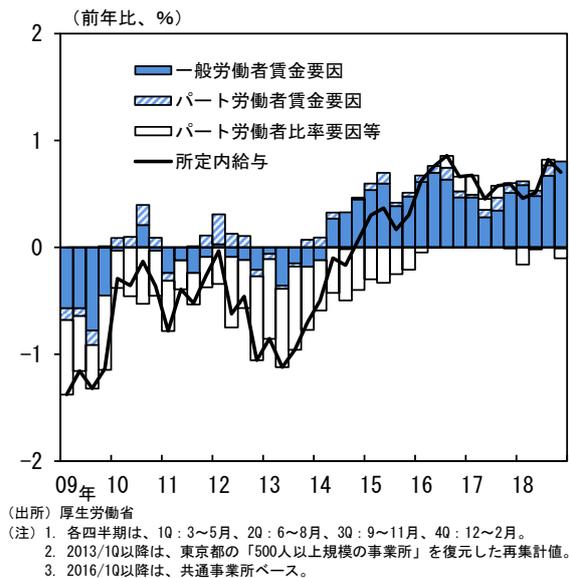
先行きの賃金動向を展望すると、一般労働者の所定内給与は、過年度のインフレ率が高まり、労働生産性の向上がより明らかになるにつれて、緩やかに伸び率を高めていくと予想している<sup>24</sup>。先行きのパートの時間当たり所定内給与も、労働需給の更なる引き締めや最低賃金の引き上げに伴って、着実に上昇率を高めていくと見込まれる。以上を総合した労働者全体の時間当たり賃金は、名目の労働生産性上昇率と概ね同程度のペースで緩やかに上昇していくと考えられる。

上記のような雇用・賃金情勢を反映して、雇用者所得は、高めの伸び率となっている（前掲図表 24）。先行きの雇用者所得は、着実に増加し、名目 GDP 成長率並みのペースで増加していくと考えられる。

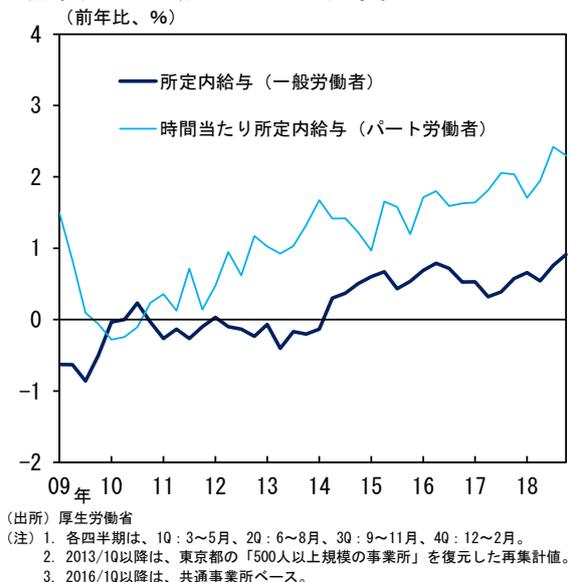
<sup>23</sup> 毎月勤労統計の実質賃金は、2019 年 1 月以降、前年比マイナスとなっているが、これには脚注 21 で述べたサンプル替えの影響が大きいとみられる。なお、共通事業所ベースの名目賃金の前年比から消費者物価指数（除く持家の帰属家賃）の前年比を差し引くことによって計算された実質賃金の前年比は、プラスとなる。

<sup>24</sup> 2019 年度のベースアップについて、連合による第 4 回集計結果（0.56%）をみると、2018 年度実績（0.54%）とほぼ同率となっている。また、定昇込みでも、2.13%と 2018 年度実績（2.07%）並みとなっている。

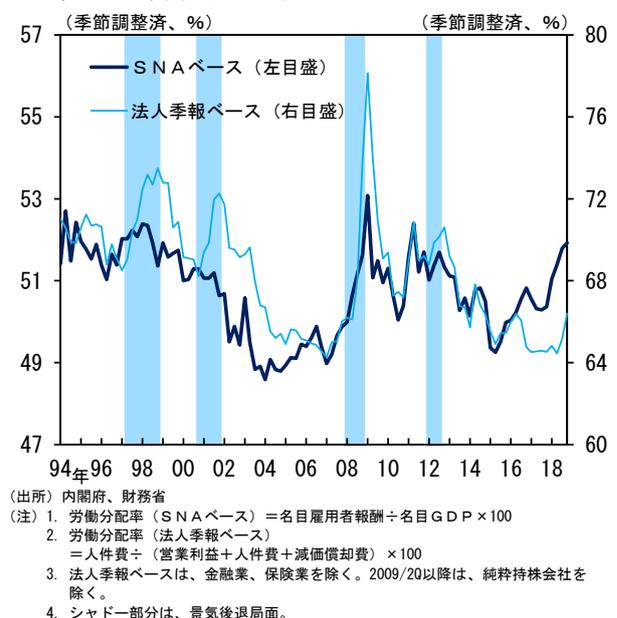
図表 27：所定内給与の要因分解



図表 28：一般・パート別賃金



図表 29：労働分配率



## (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、振れを伴いながらも、緩やかに増加している。わが国の消費活動を包括的に捉える観点から、各種の販売・供給統計を合成した消費活動指数(旅行収支調整済)<sup>25</sup>をみると、振れを伴いながらも増加している(図表30)<sup>26</sup>。形態別にみると、耐久財は、白物家電の販売が堅調なもとの、緩やかな増加傾向にある。非耐久財は、横ばい圏内で推移している。この間、サービスは、通信や医療の趨勢的な増加を反映して、緩やかな増加傾向を続けている。

各種の販売統計をみると(図表31)、小売業販売額(名目)は増加傾向を続けている。百貨店売上高は、訪日外国人需要の増加や富裕層向け販売の持ち直しなどを受けて、持ち直している。ただし、年初には、中国における転売事業者への課税強化を受けて免税売上が落ち込んだこともあって、いったん減少した。スーパー売上高は、生鮮食品の価格下落などを受けて、弱めの動きとなっている。コンビニエンスストア売上高は、増加基調を続けている。

耐久財消費をみると(図表32)、乗用車販売は、横ばい圏内で推移している。家電販売は、白物家電が堅調に推移しているもとの、緩やかな増加傾向にある。

サービス消費をみると(図表33)、旅行は、自然災害の影響などによる振れを均してみれば、緩やかな増加基調にある。外食は、ファーストフー

<sup>25</sup> 消費活動指数については、日本銀行調査論文「消費活動指数の08SNA対応と精度向上を企図した見直し」(2018年4月)を参照。

<sup>26</sup> 図表30および図表35で用いている可処分所得等の試算については、2018年10月展望レポートのBOX2を参照。

### 図表30：個人消費



(出所) 日本銀行、内閣府、厚生労働省等  
 (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、4/16日時点の値)。2019/10は、1~2月の値。  
 2. 家計最終消費支出の2019/10は、消費総合指数(2月までの値)を用いて日本銀行スタッフが試算。  
 3. 可処分所得等は、可処分所得に年金受給権の変動調整を加えたもの。2018/20以降は、毎月労働統計(共通事業所ベース)等を用いて日本銀行スタッフが試算。

### 図表31：消費関連指標(販売側・供給側)

	(季節調整済、前期比、%)			
	18/2Q	18/3Q	18/4Q	19/1Q
消費活動指数				
実質・旅行収支調整済	0.4	0.2	0.4	0.3
実質	0.4	0.1	0.7	0.2
小売業販売額(名目)	0.4	1.0	0.7	-1.4
百貨店売上高(既存店)	0.7	-2.1	1.0	-1.3
スーパー売上高(既存店)	-1.0	1.2	-1.5	-1.5
コンビニエンスストア売上高	0.4	1.2	-0.6	2.2

(出所) 日本銀行、経済産業省  
 (注) 1. 消費活動指数は、日本銀行スタッフが算出(4/16日時点の値)。  
 2. 2019/10は、1~2月の値。

### 図表32：耐久財消費



(出所) 日本自動車販売協会連合会、全国軽自動車協会連合会、経済産業省、総務省  
 (注) 家電販売額の実質値は、商業動態統計の機械器具小売業販売額指数と各種家電関連商品のCPIを用いて日本銀行スタッフが算出。

ドを中心に、増加基調にある。

この間、個人消費関連のマインド指標をみると（図表 34）、消費者態度指数は、食料品の値上げ報道などを意識したとみられる物価見通しの上昇を伴いつつ、弱含んでいる。景気ウォッチャーも、天候要因等による振れを伴いながらも、弱含んでいる。

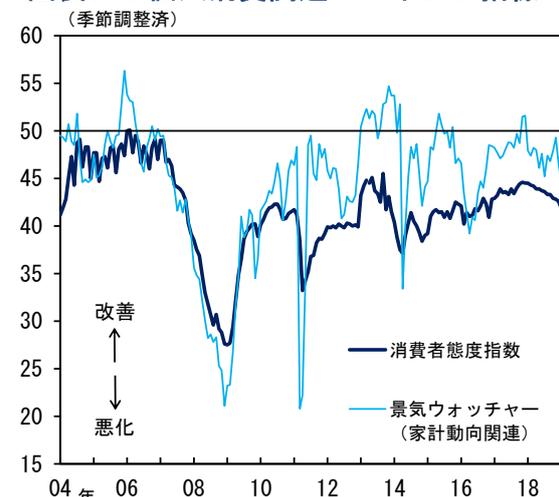
先行きの個人消費は、消費税率引き上げの影響から下押しされる局面もみられるものの、基調としては、雇用者所得の増加と株価上昇による資産効果に支えられて、緩やかな増加を続けると見込まれる。この間、消費性向は、2019 年の消費増税による振れを均せば、横ばい圏内で推移する姿を想定している（図表 35）<sup>27</sup>。

図表33：サービス消費



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

図表34：個人消費関連のマインド指標



(出所) 内閣府  
(注) 景気ウォッチャーは、景気の現状判断DI。

図表35：平均消費性向



(出所) 日本銀行、内閣府、厚生労働省等  
(注) 1. 消費活動指数は、日本銀行スタッフが算出。  
2. GDP個人消費は、家計最終消費支出（除く持ち家の帰属家賃）。  
3. 可処分所得等は、可処分所得に年金受給権の変動調整を加えたもの。  
2018/20以降は、毎月勤労統計（共通事業所ベース）等を用いて日本銀行スタッフが試算。

<sup>27</sup> 2019年1月展望レポートのBOX 3は、若年層の消費性向の低下が、マクロの消費性向の押し下げに寄与していることなどを示したうえで、その背景としてラチェット効果（消費の変化は、可処分所得の変化に遅れる傾向があること）などが影響している可能性を指摘している。

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

**図表36：住宅投資**



(出所) 内閣府、国土交通省  
 (注) 2019/1Qは、1~2月の値。

## 2. 物価の現状と見通し

### (物価の現状)

物価の現状についてみると、国内企業物価（夏季電力料金調整後）の前期比は、国際商品市況や為替相場の動きを反映して、下落している（図表37）。企業向けサービス価格（除く国際運輸）の前期比は、1%程度の上昇となっている（図表37）<sup>28</sup>。

消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前期比は0%台半ばとなっている（図表39）。景気の拡大や労働需給の引き締めりと比べると、弱めの動きを続けている。この背景として、基本的には、長期にわたる低成長やデフレの経験などから、賃金・物価が上がりにくいことを前提とした考え方や慣行が企業や家計に根強く残っていることなどが引き続き影響している<sup>29</sup>。こうしたもて、企業の慎重な賃金・価格設定スタンスや家計の値上げに対する慎重な見方が、明確に転換するには至っていない。企業は、人手不足に見合った賃金上昇をパート等にとどめる一方で、省力化投資の拡大やビジネス・プロセスの見直しにより、賃金コストの上昇を吸収しようとしている<sup>30</sup>。この結果、実質賃金の労働生産性からの乖離率として計算される実質賃金ギャップは、足もとではマイナス幅が幾分縮小しているものの、引き続き物価下押しに寄与している（図表40）。また、他業態との競争激化を受けたスーパーなどの値下げといっ

<sup>28</sup> こうした中で、短観の仕入価格判断DI、販売価格判断DIは、「上昇」超幅が拡大傾向にあったが、足もとでは幾分縮小している（図表38）。

<sup>29</sup> 家計の値上げに対する許容度や企業の慎重な価格設定スタンスについては、2018年7月展望レポートのBOX2およびBOX3を参照。

<sup>30</sup> 企業による生産性向上に向けた取り組みについては、2018年7月展望レポートのBOX4を参照。

図表37：物価関連指標

	(前年比、%)			
	18/2Q	18/3Q	18/4Q	19/1Q
消費者物価指数 (CPI)				
除く生鮮	0.7	0.9	0.9	0.8
除く生鮮・エネルギー	0.3	0.3	0.3	0.4
国内企業物価指数 (前期比)	0.7	0.6	0.4	-0.8
企業向けサービス価格指数	0.9	1.1	1.1	1.1
GDPデフレーター	-0.1	-0.4	-0.3	
内需デフレーター	0.5	0.6	0.5	

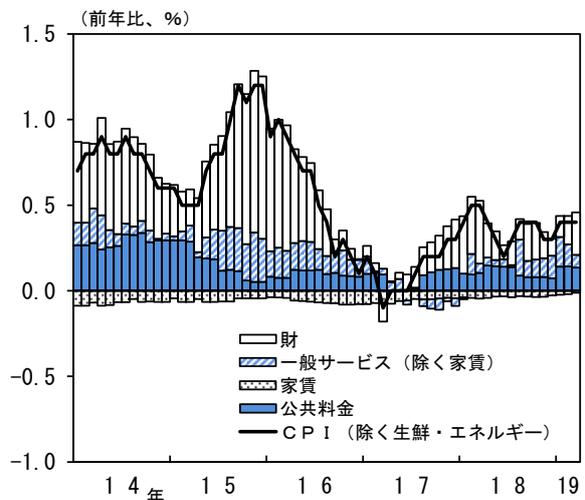
(出所) 総務省、日本銀行、内閣府  
 (注) 1. 国内企業物価指数は、夏季電力料金調整後。  
 2. 企業向けサービス価格指数は、除く国際運輸。

図表38：企業の価格判断



(出所) 日本銀行  
 (注) 短観ベース (全産業全規模)。

図表39：CPI (除く生鮮・エネルギー)

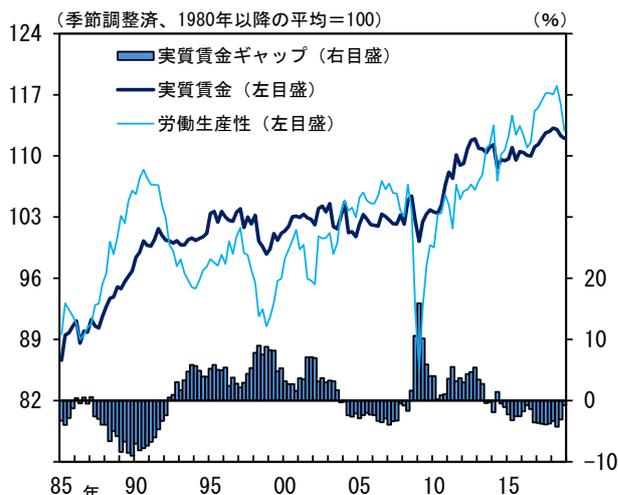


(出所) 総務省  
 (注) 1. 公共料金 (除くエネルギー) = 「公共サービス」 + 「水道料」  
 2. CPIは、消費税調整済み。

た部門ショックや、公共料金や家賃が鈍い動きを続けていることなども物価の上昇を抑制する要因として作用している。こうした物価の上昇を遅らせてきた諸要因の解消には、時間を要している。

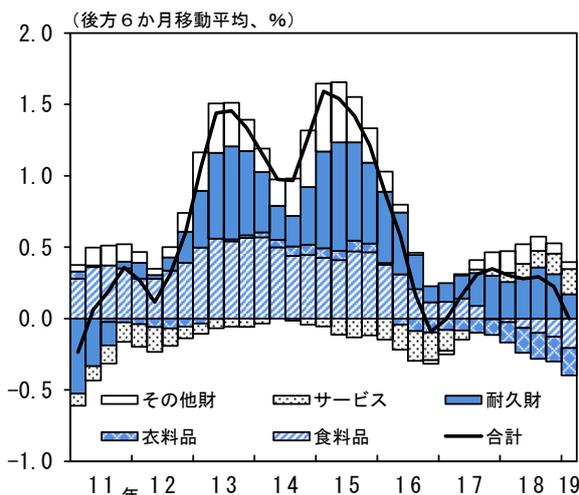
消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、除く生鮮食品・エネルギーが0%台半ばで推移するなか、エネルギー価格の上昇を反映して、0%台後半となっている（図表42）。

図表40：実質賃金ギャップ



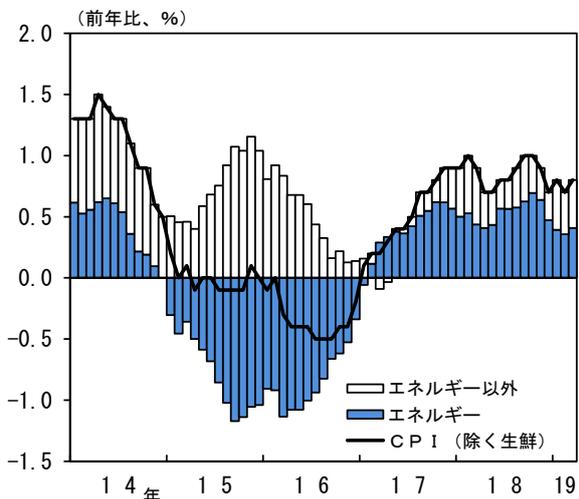
(出所) 財務省、内閣府  
 (注) 1. 実質賃金ギャップは、実質賃金の労働生産性からの乖離率として算出。  
 2. 実質賃金=人件費÷人員数÷GDPデフレーター  
 3. 労働生産性=(営業利益+人件費+減価償却費)÷人員数÷GDPデフレーター  
 4. 人件費等は、法人季報ベース(金融業、保険業を除く)。  
 5. 2009/20以降は、純粋持株会社を除く。

図表41：コストプッシュ指標



(出所) 総務省等  
 (注) 1. コストプッシュ指標は、CPI品目別価格指数に対応するコスト指標(国内企業物価指数等)に回帰し、得られた残差をCPIウエイトで加重平均したものである。  
 2. 2019/10は、1~2月の値。

図表42：CPI (除く生鮮)

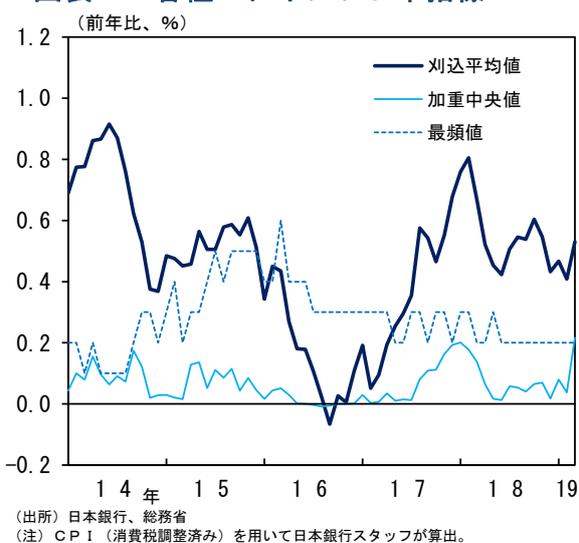


(出所) 総務省  
 (注) 1. エネルギーは、石油製品・電気代・都市ガス代。  
 2. CPIは、消費税調整済み。

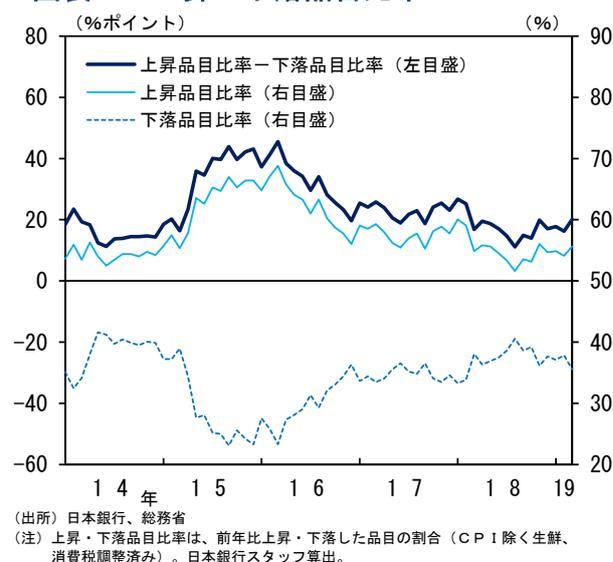
消費者物価の基調的な動きを捉える指標をみると（図表 43）、刈込平均値は、このところ 0%台半ばで推移している<sup>31</sup>。最頻値や加重中央値は、足もと 0%台前半となっている<sup>32</sup>。この間、消費者物価（除く生鮮食品）を構成する各品目の前年比について、上昇品目の割合から下落品目の割合を差し引いた指標をみると、このところ横ばい圏内の動きとなっている（図表 44）。

GDPデフレーターの前年比は、国際商品市況の動向を映じて輸入デフレーターがマイナスに寄与したことから、全体では 0%台前半のマイナスとなっている（前掲図表 37）。内需デフレーターの前年比は、個人消費デフレーターや設備投資デフレーターを中心に、0%台半ばのプラスとなっている。

図表43：各種コアインフレ率指標



図表44：上昇・下落品目比率



<sup>31</sup> 刈込平均値とは、大きな相対価格変動を除去するために、品目別価格変動分布の両端の一定割合（上下各 10%）を機械的に控除した値。

<sup>32</sup> 最頻値とは、品目別価格変動分布において最も頻度の高い価格変化率、加重中央値とは、価格上昇率の高い順にウエイトを累積して 50%近傍にある値。

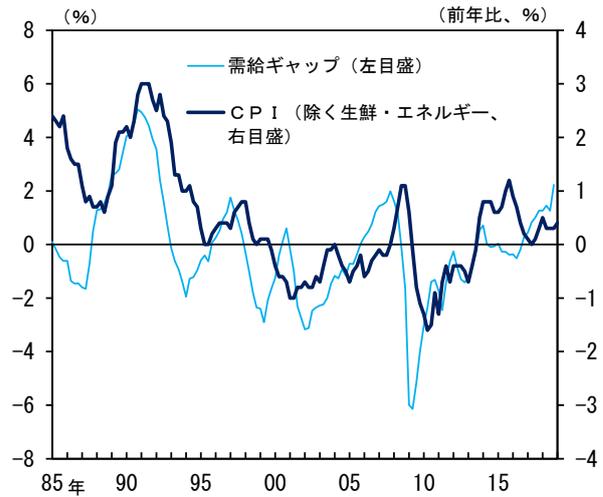
## (物価を取り巻く環境)

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、2018年10～12月は、自然災害からの復旧や労働需給の着実な引き締めなどを背景にプラス幅を拡大し、2%台前半のプラスとなっている(前掲図表4、図表45)<sup>33</sup>。先行きは、海外経済の減速や消費増税の影響などを受けつつも、比較的大幅なプラスを維持すると予想される。

第2に、中長期的な予想物価上昇率は、足もとは横ばい圏内で推移しているが(図表46、47)、先行きについては、上昇傾向をたどり、2%に向けて次第に収斂していくとみられる。この理由としては、まず、「適切的な期待形成」の面では、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態が続くもとで、実際に価格引き上げの動きが広がっていけば、これが、現実の物価上昇率の伸びを通じて、予想物価上昇率を押し上げていくと期待される。また、「フォワードルッキングな期待形成」の面では、日本銀行が「物価安定の目標」の実現に強くコミットし金融緩和を推進していくことが、予想物価上昇率を2%に向けて押し上げていく力になると考えられる。

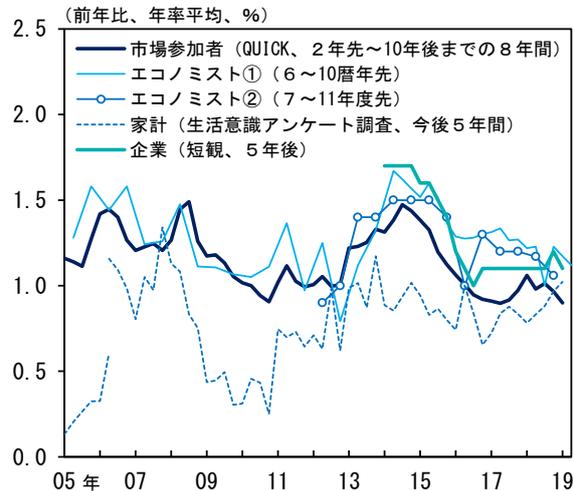
第3に、輸入物価についてみると(図表48)、既往の原油価格の下落を受けて、エネルギー価格が消費者物価の前年比を押し上げる効果は減衰していくと予想される。

図表45：CPIと需給ギャップ



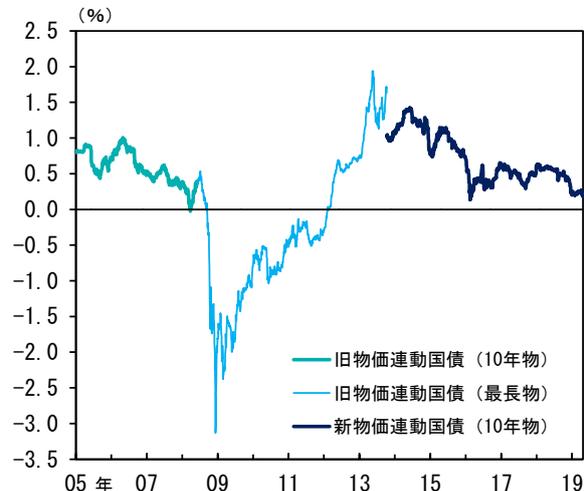
(出所) 総務省、日本銀行  
(注) 1. CPIは、消費税調整済み。  
2. 需給ギャップは、日本銀行スタッフによる推計値。

図表46：予想物価上昇率(各種調査)



(出所) 日本銀行、QUICK「QUICK月次調査(債券)」、JGER「ESPフォーキャスト」、Consensus Economics「コンセンサス・フォーキャスト」  
(注) 1. エコノミスト①はコンセンサス・フォーキャスト、②はESPフォーキャスト。  
2. 家計は、修正カーelson・パークン法による。  
3. 企業は、全産業全規模ベースの物価全般の見通し(平均値)。

図表47：予想物価上昇率(BEI)



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

<sup>33</sup> この間、短観の国内製商品・サービス需給判断DI(製造業大企業)は、3月短観では低下したものの、過去の景気循環のピーク前後の水準を維持している。

## （物価の先行き）

以上を踏まえ、先行きの物価情勢を展望すると、消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比は、目先、①食料工業製品や生活関連財をはじめとする景気感応的な財は、個人消費が緩やかに増加していくもとの、次第に伸びを高めていくとみられること、②一般サービスでも、外食や家事関連サービス等を中心に人件費上昇を転嫁する動きが広がっていくと見込まれることなどから、プラス幅を拡大していくと見込まれる。その後は、需給ギャップがプラスの状態を続けることに加え、企業の賃金・価格設定スタンスが積極化し、家計の値上げ許容度が高まっていけば、予想物価上昇率が次第に伸びを高めていくとともに、消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比も、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる。

消費者物価（除く生鮮食品）の前年比の先行きを展望すると、当面、電気代等のエネルギー価格の下落が押し下げに寄与するもとの、現状程度のプラスで推移するとみられる。その後は、消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）が伸びを高めていくことから、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる。

こうした見通しの背景には、①需給ギャップが、比較的大幅なプラスで推移するもとの、②予想物価上昇率が、「フォワードルッキング」、「適合的」双方の期待形成メカニズムを通じて高まっていくのに伴い、フィリップス曲線自体が徐々にシフトアップしていく<sup>34</sup>、との基本的な考え方がある（図表 49）。

なお、今回の 2020 年度までの消費者物価（除

図表48：国際商品市況

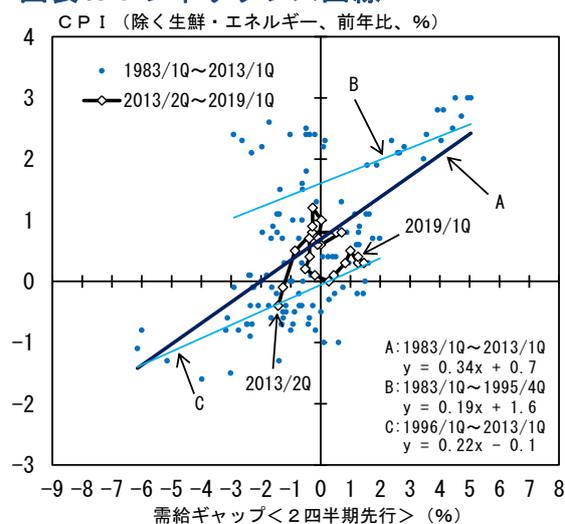


<sup>34</sup> 予想物価上昇率の「適合的な期待形成」のメカニズムについては、2018年7月展望レポートのBOX7を参照。

く生鮮食品)の見通しを前回展望レポート時点と比べると、概ね不変である。

この間、物価と名目賃金のバランスで決まる実質賃金は、長い目でみれば、労働生産性に見合ったものになるという関係がある(前掲図表40)。以上の中心的な見通しでは、実質賃金は、労働生産性の向上に追い付くかたちで、徐々に上昇ペースを高めていくことが想定されている。すなわち、企業収益が既往最高圏内にあるなか、タイトな労働需給を反映して、名目賃金の伸びが上記の消費者物価の伸びを上回っていくことを見込んでいる。こうした実質賃金の上昇は、家計所得の改善を通じて消費を押し上げるほか、家計の値上げに対する許容度を高め、ひいては消費者物価の上昇に資すると考えられる。

図表49：フィリップス曲線



(出所) 総務省、日本銀行

(注) 1. CPIは、消費税調整済み。

2. 需給ギャップは、日本銀行スタッフによる推計値。

### 3. わが国の金融情勢

#### (金融環境)

わが国の金融環境は、きわめて緩和した状態にある。

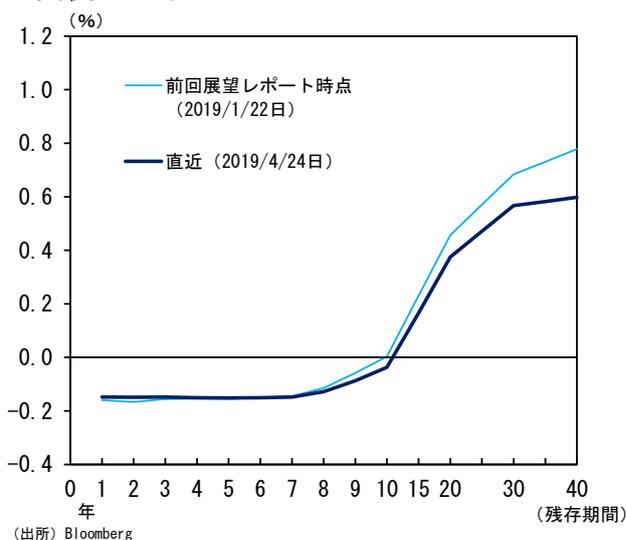
日本国債のイールドカーブをみると、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとで、現行の金融市場調節方針（短期政策金利：-0.1%、10年物国債利回り：ゼロ%程度）に沿った形となっている（図表50）。すなわち、短めのタームは小幅のマイナス領域、10年物は概ねゼロ%近傍で推移している。この間、20年物は0%台前半から半ばで推移している。なお、日本銀行が強力な金融緩和を進めるもとで、国債の取引高は引き続き低めの水準にあるが、昨年7月末以降は、幾分増加している<sup>35</sup>。

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

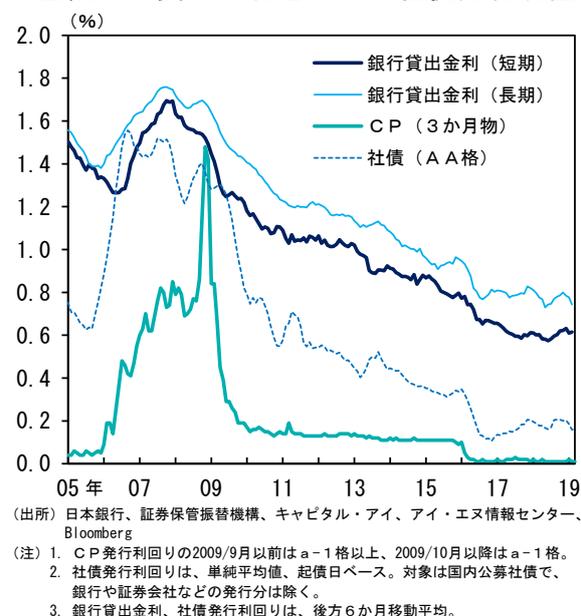
企業の資金調達の容易さという観点から、企業からみた金融機関の貸出態度を短観のDIでみると、大企業については2000年代半ばのピークと同程度の高水準で推移しているほか、中小企業については1980年代末以来の高水準となっており、大幅に緩和した状態にある（図表52）。また、企業の資金繰りを短観のDIでみると、大企業につ

<sup>35</sup> 国債市場の流動性や市場参加者からみた債券市場の機能度の状況等については、日本銀行「国債市場の流動性指標」（2019年3月）や、同「債券市場サーベイ」（2019年2月調査）を参照。

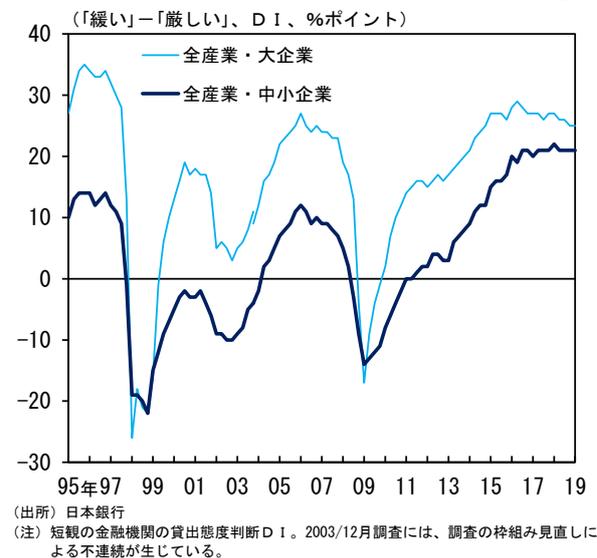
図表50：イールドカーブ



図表51：貸出金利とCP・社債発行利回り



図表52：企業からみた金融機関の貸出態度

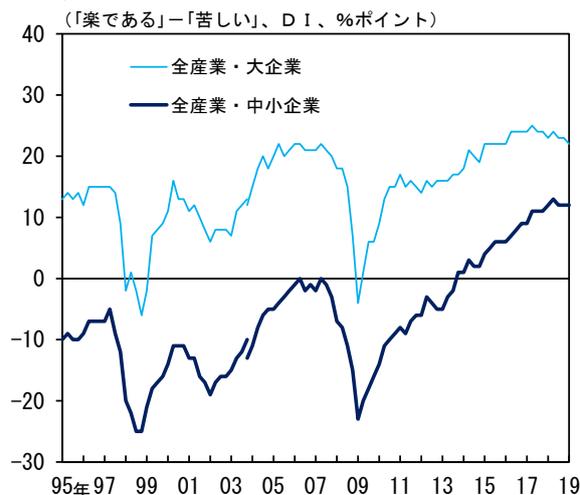


いては 2000 年代半ばのピークと同程度の高水準となっているほか、中小企業については 1990 年頃と同程度の高水準で推移しており、良好である（図表 53）。

企業の資金需要面をみると、設備投資向けや企業買収関連などの資金需要が増加している。こうしたもとで、銀行貸出残高の前年比は、2%台半ばのプラスとなっている（図表 54）。CP・社債合計の発行残高の前年比は、高めのプラスで推移している。

マネタリーベースは、前年比で 4～5%程度の伸びで推移しており、3月末時点の残高は 506 兆円（対名目 GDP 比率は 92%<sup>36</sup>）となっている。マネーストック（M2）の前年比は、銀行貸出の増加などを背景に、2%台半ばの伸びとなっている（図表 55）。

図表53：企業の資金繰り



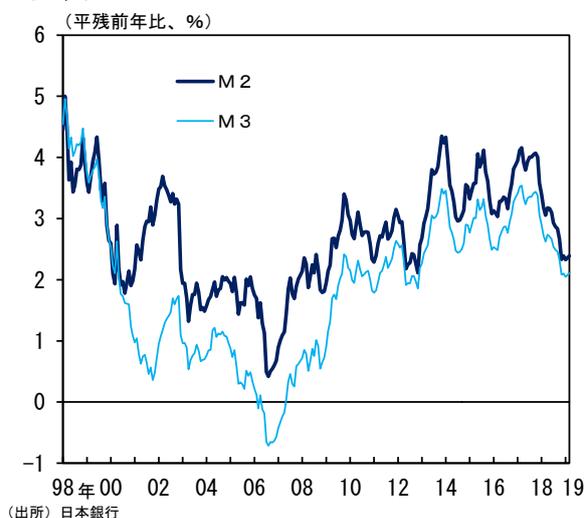
（出所）日本銀行  
（注）短観の資金繰り判断DI。2003/12月調査には、調査の枠組み見直しによる不連続が生じている。

図表54：貸出残高とCP・社債発行残高



（出所）日本銀行、証券保管振替機構、日本証券業協会、アイ・エヌ情報センター  
（注）民間銀行貸出は平残前年比、CP・社債計は末残前年比。

図表55：マネーストック



（出所）日本銀行

<sup>36</sup> 名目 GDP は、2018 年 10～12 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、世界経済の減速懸念などから、多くの国で株価が下落する場面がみられたが、米国の利上げ観測の後退や米中通商交渉の進展期待などを背景に、1月半ば以降、株価は総じて上昇している。米欧の長期金利は、3月下旬にかけて低下したあと、足もとでは幾分上昇している。

米欧の長期金利(10年物国債利回り)をみると、米国では、3月下旬にかけて、FRBによる利上げ観測の後退や世界経済の減速懸念などから低下したあと、米中通商交渉の進展期待などを背景に、幾分上昇している(図表56)。ドイツの金利は、欧州経済の先行き不透明感が意識され低下したあと、米国金利の上昇に連れて、幾分水準を戻している。

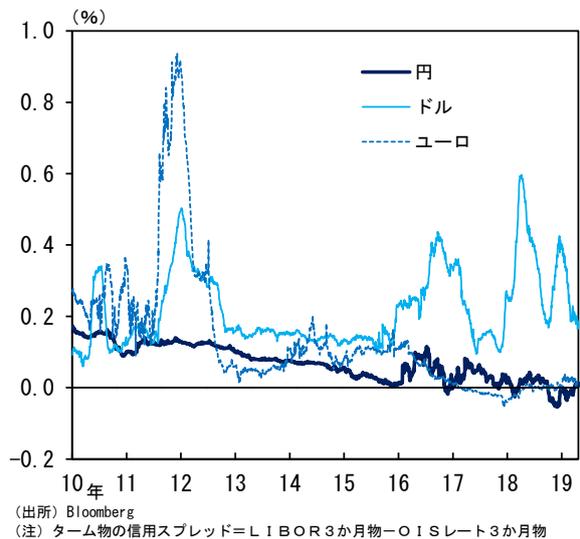
銀行間取引の信用スプレッドについて、主要通貨のLIBOR-OISスプレッドをみると、米ドルは、3月初にかけて低下し、その後は横ばい圏内で推移している(図表57)。ユーロおよび円は、低水準で推移している。円を見合いとするドル調達にかかるプレミアムは、昨年後半と比べ、低い水準で安定的に推移している(図表58)。

米欧の株価をみると、米国では、世界経済の減速懸念から、株価が下落する場面がみられたが、利上げ観測の後退や米中通商交渉の進展期待などを背景に、1月半ば以降、上昇傾向を辿っている(図表59)。欧州の株価は、欧州経済の先行き不透明感や英国のEU離脱交渉の難航などが意識され、下落する場面もみられたが、米国株価の動向に連れて、上昇している。わが国の株価は、米国株価の上昇や米中通商交渉の進展期待などを背景に、振れを伴いながら、上昇している。

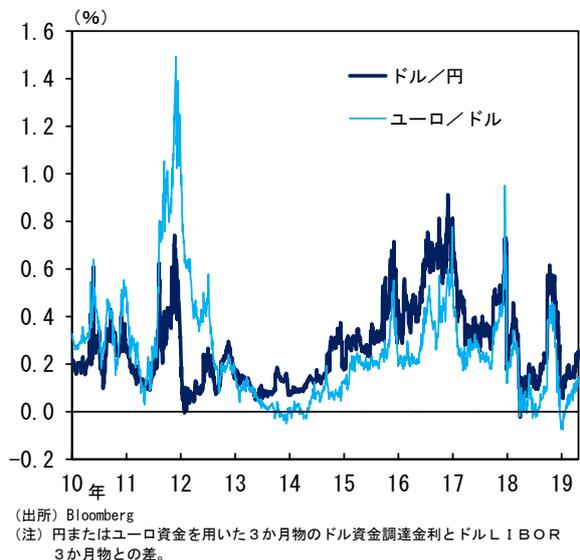
図表56：主要国の長期金利（10年物国債）



図表57：ターム物の信用スプレッド



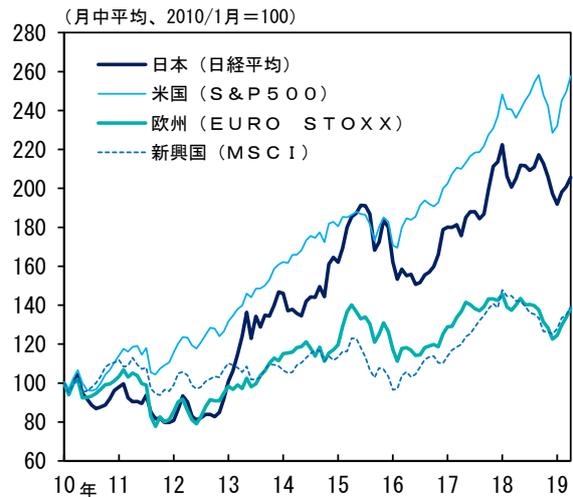
図表58：ドル資金調達プレミアム



わが国の不動産投資信託（J-REIT）市場をみると、J-REIT価格は、海外からの資金流入などを映じて、上昇している（図表60）。

為替市場をみると、円の対ドル相場は、米中通商交渉の進展期待などを背景に、投資家のリスク回避姿勢が後退するもとの、幾分円安方向に推移している（図表61）。円の対ユーロ相場は、欧州経済の先行き不透明感が意識される中、横ばい圏内の動きとなっている。

図表59：主要株価指数



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

図表60：主要REIT指数



(出所) Bloomberg

図表61：円ドル・円ユーロ相場



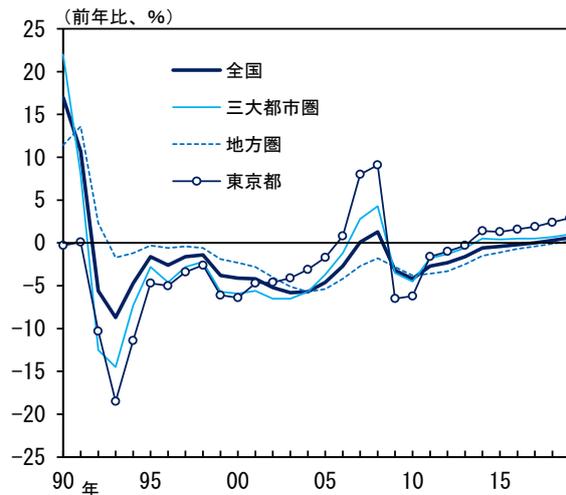
(出所) Bloomberg

## (地価)

地価は、全体として緩やかに上昇している。2019年の地価公示（1月1日時点）で地価の前年比をみると、商業地・住宅地ともに、プラス幅を拡大している（図表 62、63）。東京、大阪、名古屋の三大都市圏では、商業地・住宅地ともに、プラス幅を拡大している。地方圏では、商業地が2年連続の前年比プラスとなったほか、住宅地が27年ぶりのプラスに転じている。

以 上

### 図表62：地価（住宅地）

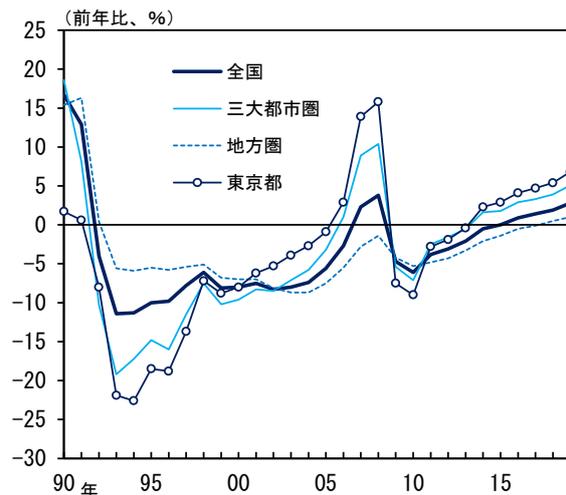


(出所) 国土交通省

(注) 1. 公示地価ベース（1月1日時点）。

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

### 図表63：地価（商業地）



(出所) 国土交通省

(注) 1. 公示地価ベース（1月1日時点）。

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

## (BOX 1) 輸出環境のモニタリング指標に基づく足もとの評価

海外経済の減速を背景に、足もとでは、わが国の輸出は弱めの動きとなっている。本支店・事務所を通じた企業ヒアリングでも、輸出・生産面における海外経済の減速の影響を指摘する先が増えている<sup>37</sup>。

こうした輸出環境の変化を確認するため、前回の「展望レポート」で輸出環境を包括的にモニタリングするために提示した指標「SCOPE」(Surveillance Indices for Critical Overseas Perils to Exports)を更新した(図表 B1-1)<sup>38</sup>。これをみると、輸出環境が悪化しているとのシグナルを発しているのは、昨年 12 月時点では 18 の指標のうち 3 つであったが、本年 3 月には、「グローバル製造業 PMI : 新規輸出受注指数」、「OECD 製造業景況感指数」、「世界自動車販売台数」、「Nikkei 日本製造業 PMI : 新規輸出受注指数」、「機械受注外需 : 電子・通信機械」、「中国金属加工機械生産台数」と、6 つに増加している(図表 B1-2)。

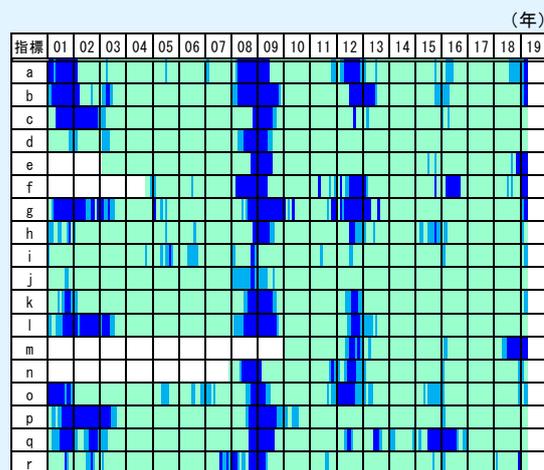
足もとシグナルを発している指標の数は、過去、輸出が大きく減少した①～④の局面と比べれば少ないが、中国をはじめとする新興国経済が減速した 2015～2016 年よりも多く、今回の輸出環境の悪化が、その当時を上回る拡がりを示していることがわかる(図表 B1-3)。ただし、図表 B1-2 で指標の内訳をみると、過去のグローバル経済変動に伴う輸出の大きな落ち込み局面と異なり、米国や金融などについてはシグナルが点灯しておらず、今次局面における輸出環境の悪化が、アジアと製

図表B1-1：モニタリング指標

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

(注) グローバル製造業PMIは、J.P.Morganグローバル製造業PMI。

図表B1-2：SCOPE



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

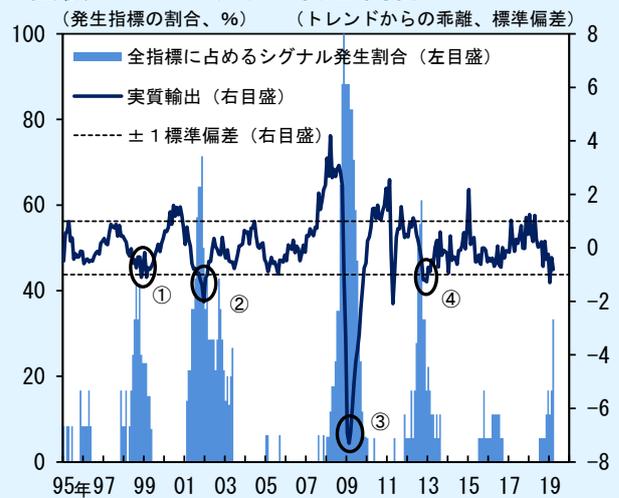
<sup>37</sup> こうした企業ヒアリングの一端は、さくらレポート(2019年4月)でとりまとめられている。

<sup>38</sup> SCOPEの詳細については、2019年1月展望レポートのBOX 1を参照。

造業等の一部セクターに限定されていることが示唆される。

なお、今次局面における実質輸出のトレンドからの乖離は、1月に1標準偏差のバンドを超えた落ち込みを示したものの、2月、3月は再びバンド内に戻っており、①～④の局面のように、一定の期間にわたってバンドを超える落ち込みを示すには至っていない。

図表B1-3：シグナル発生割合



(出所) 日本銀行、財務省  
 (注) ①～④は、実質輸出が4か月中2か月以上、トレンドから1標準偏差を超えて下回った時期を表す。

## (BOX 2) 最近の実質輸出減少の要因分解

本BOXでは、わが国の輸出が足もと弱めの動きとなっている背景を、輸出先別・財別の実質輸出のデータを用いて検証する。具体的には、実質輸出を、一定の手法に基づき、①各輸出先に固有の要因、②各財に固有の要因、③輸出先と財にかかわらず共通の要因に分解した(図表B2-1)<sup>39</sup>。

輸出先固有の要因をみると、足もとでは、米国・EU向け固有の要因がプラスに寄与している一方、中国を中心とするアジア向け固有の要因は大きめのマイナス寄与となっている(図表B2-2)。また、財固有の要因をみると、自動車関連が押し上げに寄与している一方、スマートフォン向け部品や半導体製造装置などの情報関連・資本財が押し下げに寄与している(図表B2-3)。こうした結果を踏まえて、実質輸出の変動要因を改めて整理すると、2019年1～3月の輸出の落ち込みは、「アジア向け」と「情報関連・資本財」の下押しで、ほぼ説明できることが分かる(図表B2-4)。

なお、「アジア向け」と「情報関連・資本財」は、2018年10～12月から輸出の減少に寄与している。もっとも、ここでは7～9月に大きく落ち込んだ「その他」が押し上げに作用したため、実質輸出全体では落ち込まなかった。こうした「その他」の動きは、昨夏の自然災害とその復旧の影響を強く受けていると考えられる。

以上の分析に基づけば、①今回の実質輸出の落ち込みの背景には中国経済の動向やITサイクルの影響があること、②それらの要因は昨年10～12月から下押しに作用していたものの、その影響

図表B2-1：輸出変動要因の分解方法

輸出先・財別の実質輸出の前期比のパネルデータを用いて、以下の回帰式を推計。

(推計式)

$$d\ln(REX_{c,i}(t)) = \sum_{b=2}^{N_d} \sum_{s=1}^T \alpha_{b,s,i} \times I_{b,s,i}(t) \dots \text{輸出先}c\text{固有の要因} \\ + \sum_{h=2}^{N_g} \sum_{s=1}^T \beta_{c,s,h} \times I_{c,s,h}(t) \dots \text{財}i\text{固有の要因} \\ + \sum_{s=1}^T \gamma_s \times I_s(t) \dots \text{共通の要因} \\ + \varepsilon_{c,i}(t)$$

(変数)

$REX_{c,i}(t)$  = 輸出先c向け財iの時点tにおける実質輸出

$$I_{b,s,i}(t) = \begin{cases} 1/N_g & \text{if } b = c \text{ \& } s = t \\ -1/(N_g \times (N_d - 1)) & \text{if } b \neq c \text{ \& } s = t \\ 0 & \text{if otherwise} \end{cases}$$

$$I_{c,s,h}(t) = \begin{cases} 1/N_d & \text{if } h = i \text{ \& } s = t \\ -1/(N_d \times (N_g - 1)) & \text{if } h \neq i \text{ \& } s = t \\ 0 & \text{if otherwise} \end{cases}$$

$$I_s(t) = \begin{cases} 1 & \text{if } s = t \\ 0 & \text{if otherwise} \end{cases}$$

c = 米国、EU、中国、NIEs・ASEAN等、その他地域

i = 中間財、自動車関連、情報関連、資本財、その他財

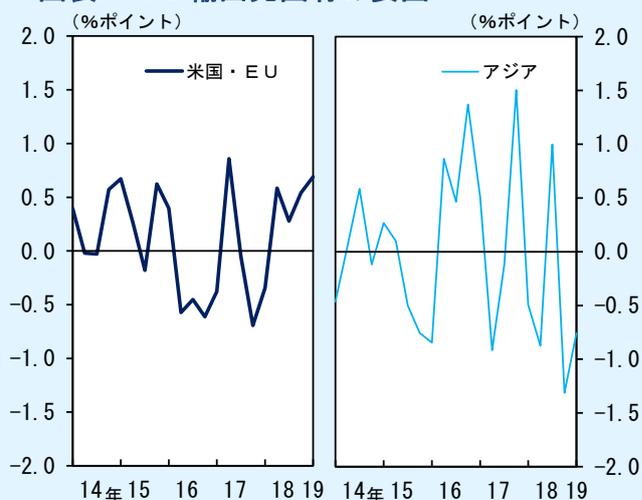
$N_d$  = 輸出先数  $N_g$  = 財数

(推計期間)

2000/1Q～2019/1Q

ただし、s = 1が2000/1Qに、s = Tが2019/1Qに対応。

図表B2-2：輸出先固有の要因



(出所) 日本銀行、財務省

(注) 1. 実質輸出の季節調整済前期比に対する寄与度。

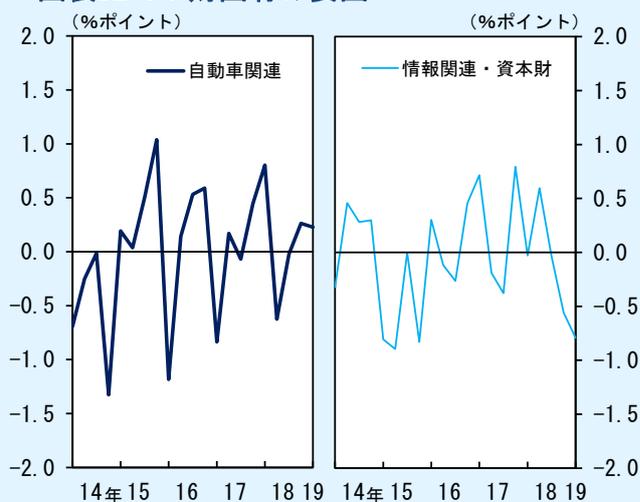
2. アジアは、中国とNIEs・ASEAN等の合計。

3. 日本銀行スタッフ算出。

<sup>39</sup> 分析手法の詳細については、日銀レビュー「日本の生産変動：グローバル金融ショックと世界経済の構造変化」(2010-J-05)を参照。

は自然災害からの復旧によってみにくくなっていたこと、③その後、年明け以降、復旧の影響が剥落すると、実質輸出の落ち込みというかたちで影響が顕在化したこと、がみてとれる。

図表B2-3：財固有の要因



(出所) 日本銀行、財務省  
 (注) 1. 実質輸出の季節調整済み前期比に対する寄与度。  
 2. 日本銀行スタッフ算出。

図表B2-4：実質輸出の要因分解



(出所) 日本銀行、財務省  
 (注) 1. アジアは、中国とNIEs・ASEAN等の合計。その他は、残差として算出。  
 2. 日本銀行スタッフ算出。

### (BOX 3) 中国経済の動向と中国当局による財政・金融政策対応

BOX 2 で整理したように、最近のわが国の輸出にみられる弱さの背景のひとつには、中国経済の動向がある。中国経済は、昨年半ばに顕在化した債務抑制政策による影響が残るなか、米中貿易摩擦やIT関連財における調整などの影響が加わり、弱めの動きがみられている。こうした中国の経済情勢は、他のアジア諸国・地域にも波及し、わが国の輸出における「アジア向け」の下押しの背景となっている。

最近の中国経済について仔細にみると、輸出については、米国による対中関税率の引き上げやIT関連財における調整などの影響から、前年比のプラス幅が大幅に縮小している(図表 B3-1)。個人消費についても、全体として底堅く推移しているものの、自動車販売など、一部に弱めの動きが続いている(図表 B3-2)。こうした動きなどを背景に、輸入も本年1~3月の前年比がマイナスとなっているほか、製造業の業況感も悪化傾向にある(前掲図表 B3-1、図表 B3-3)。

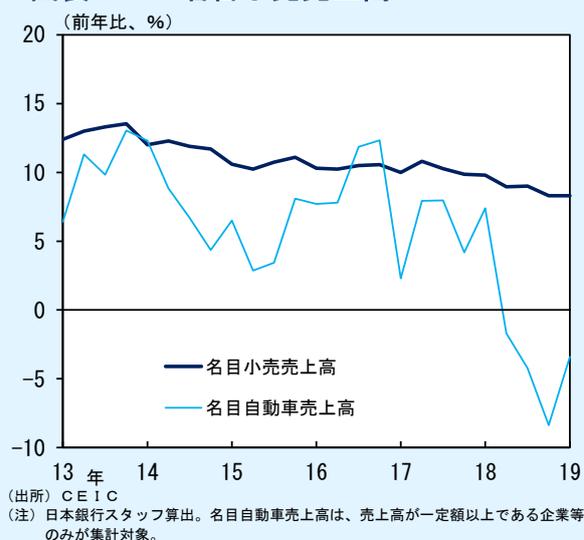
こうした経済情勢を踏まえ、中国当局は、景気の下押し圧力の緩和に向けて、財政・金融の両面からの機動的な政策対応を決定、実施しつつある。

財政政策については、3月の全国人民代表大会(全人代)において、本年の運営方針として、「積極的な財政政策は力を強め、効率を上げる必要がある」ことが表明された。具体的には、財政赤字の対名目GDP比率について、本年の目標が昨年よりも引き上げられたほか、一般公共予算に計上される部分において2兆元規模の減税策等が決定されている(図表 B3-4)。加えて、地方専項債や地方融資平台を通じた予算外の財政支出についても、インフラ投資を中心に拡張的なものとなる見

図表B3-1：名目輸出入



図表B3-2：名目小売売上高



図表B3-3：製造業の業況感



通しである。

金融政策については、3月の全人代において、「穏健な金融政策は緩和と引き締めを適度なものにすることがある」とされ、通貨供給量をコントロールしつつ、民営企業や中小企業の資金調達環境を緩和するとの方針が示された。そのような企業への資金調達支援策については、昨年秋頃から既に段階的に導入されており、中国人民銀行の調査によれば、このところ、金融政策スタンスが緩和的と回答する銀行が大幅に増加している（図表B3-5、B3-6）。また、貸出条件を緩和方向に変えた銀行も増えている。

こうした機動的な財政・金融政策運営により、中国経済でみられている弱めの動きは、本年後半以降、徐々に和らいでいくと考えられる。現に、企業ヒアリングでは、中国からの受注が底入れしつつあるとの声も一部に聞かれている。もっとも、今回導入された多岐にわたる景気刺激策については、その効果の発現時期や規模感に相応の不確実性がある。また、米中貿易摩擦や既往の債務抑制政策による影響についても、引き続き注意してみていく必要がある。

図表B3-4：2019年の主な財政政策対応

減税	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 企業の税負担と社会保険料負担を2兆元弱軽減</li> <li>・ 個人所得税法の控除項目の拡大</li> </ul>
インフラ投資	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 重点プロジェクト実施に向けた地方专项債の新規発行（2.15兆元）</li> <li>・ 鉄道投資、道路・水運投資の実施（それぞれ0.8兆元、1.8兆元）</li> </ul>

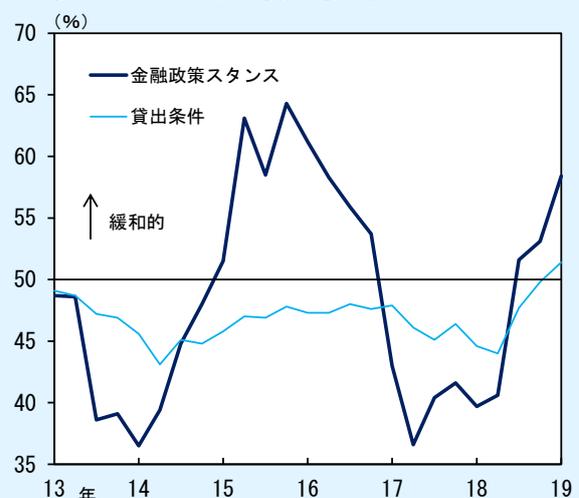
（出所）中国財政部、全人代「政府活動報告」

図表B3-5：2018年秋以降の資金調達支援策

18年10月	中国人民銀行等が、専門機関による信用リスク補完を通じた民営企業の債券発行を支援する制度を新設
18年12月	中国人民銀行が、銀行の中小零細・民営企業向け貸出を支援するため、的を絞った中期貸出制度を新設
19年1月	中国人民銀行による預金準備率の1%ポイント引き下げ
19年1月	中国人民銀行が、永久債の発行を通じた銀行の資本拡充を促進するため、中央銀行手形スワップを新設
19年3月	中国銀行保険監督管理委員会が、中小零細企業向け融資残高を年間で30%以上増加させるよう、5大大型銀行へ要請

（出所）中国人民銀行、中国銀行保険監督管理委員会

図表B3-6：銀行の貸出姿勢



（出所）CEIC

（注）金融政策スタンスは、中国人民銀行「銀行家調査」における金融政策スタンス指数。貸出条件は同調査の銀行貸出承認指数。

## (BOX 4) ITサイクルの動向

BOX 2の実質輸出の要因分解では、足もとの輸出の弱さには、ITサイクルも大きく影響していることをみた。ここでは、ITサイクルについて、周波数分解の手法を用いて分析する<sup>40</sup>。

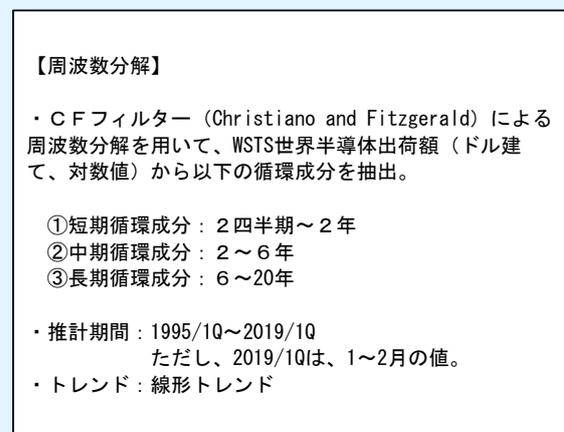
具体的には、WSTSの世界半導体出荷額を周波数分解し、①短期循環(2四半期~2年)、②中期循環(2~6年)、③長期循環(6~20年)、を抽出した(図表B4-1)。こうして抽出したITサイクルをみると、足もとで半導体出荷の減少に寄与しているのは、短期と中期の循環であることがわかる(図表B4-2)。これらは、スマートフォンなどの新商品の投入による変動や、中期的なIT需要の動向、さらには、それらを受けた半導体メーカー等の設備投資動向を反映していると考えられる<sup>41</sup>。一方、長期循環は、ここ数年、半導体出荷を押し上げ続けており、長期的にみて、半導体の用途が車載やデータセンター向け等に継続的に拡大していることが寄与していると思われる。

ITサイクルは過去の傾向をみると、調整が終了するまでに平均で5~6四半期かかっている(図表B4-3)。今回の調整局面は、昨年4~6月から始まっているため、この経験則からすると、本年後半には底を打つ可能性が高い。この点、企業からのヒアリングでも、その頃になれば、スマートフォン向けなどの需要が回復すると見込まれるほか、次世代の通信規格である5G関連の需要も徐々に立ち上がるとの声が聞かれている。

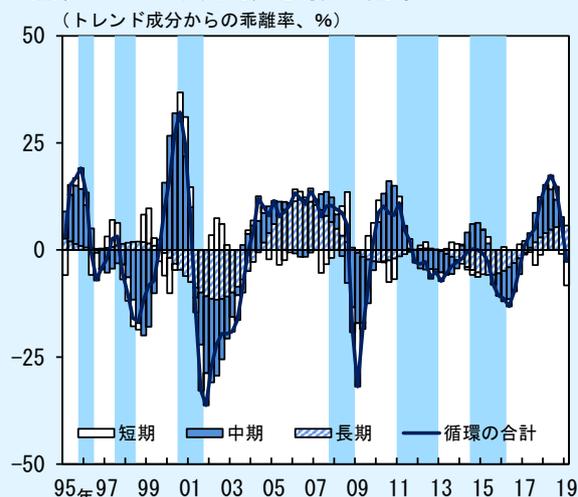
<sup>40</sup> 周波数分解については、日本銀行調査論文「周波数分析からみた近年の耐久財消費の動向」(2017年1月)を参照。

<sup>41</sup> 抽出された中期循環をみると、機械受注統計・外需のうち、半導体製造装置等の電子・通信機械のトレンドからの乖離と相関が高い。こうしたことから、半導体メーカー等の設備投資サイクルを捉えていると考えられる。

図表B4-1: ITサイクルの抽出手法



図表B4-2: 周波数分解の結果



図表B4-3: ITサイクルの調整期間

