

経済・物価情勢の展望（2019年10月）

【基本的見解】¹

<概要>

- 日本経済の先行きを展望すると、当面、海外経済の減速の影響が続くものの、国内需要への波及は限定的となり、2021年度までの見通し期間を通じて、景気の拡大基調が続くとみられる。輸出は、当面、弱めの動きが続くものの、海外経済が総じてみれば緩やかに成長していくも、基調としては緩やかに増加していくと考えられる。国内需要も、消費税率引き上げなどの影響を受けつつも、きわめて緩和的な金融環境や政府支出による下支えなどを背景に、増加基調をたどると見込まれる。
- 先行きの物価を展望すると、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、当面、原油価格の下落の影響などを受けつつも、見通し期間を通じてマクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続けることや中長期的な予想物価上昇率が高まることなどを背景に、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる。
- 従来の見通しと比べると、成長率については、海外経済の成長ペースの持ち直し時期の遅れから、幾分下振れている。物価については、原油価格の下落などを背景に、見通し期間の前半を中心に下振れている。
- リスクバランスをみると、経済の見通しについては、海外経済の動向を中心に下振れリスクの方が大きい。物価の見通しについては、経済の下振れリスクに加えて、中長期的な予想物価上昇率の動向の不確実性などから、下振れリスクの方が大きい。2%の「物価安定の目標」に向けたモメンタムは維持されているが、なお力強さに欠けており、引き続き注意深く点検していく必要がある。

¹ 各政策委員の見通しを踏まえた経済・物価情勢の展望や金融政策運営の考え方について、10月30日、31日開催の政策委員会・金融政策決定会合で決定されたものである。

1. わが国の経済・物価の現状

わが国の景気は、輸出・生産や企業マインド面に海外経済の減速の影響が引き続きみられるものの、所得から支出への前向きな循環メカニズムが働くもとで、基調としては緩やかに拡大している。海外経済は、減速の動きが続いているが、総じてみれば緩やかに成長している。そうしたもとで、輸出は弱めの動きが続いている。一方、企業収益が総じて高水準を維持するなか、設備投資は増加傾向を続けている。個人消費は、消費税率引き上げなどの影響による振れを伴いつつも、雇用・所得環境の着実な改善を背景に緩やかに増加している。住宅投資と公共投資は、横ばい圏内で推移している。以上のように、輸出は弱めの動きが続いている一方、国内需要が増加していることから、鉱工業生産は横ばい圏内の動きとなっており、労働需給は引き締まった状態が続いている。この間、わが国の金融環境は、きわめて緩和した状態にある。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品、以下同じ）の前年比は、0%台前半となっている。予想物価上昇率は、横ばい圏内で推移している。

2. わが国の経済・物価の中心적인見通し

(1) 経済の中心적인見通し

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

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

国内需要については、きわめて緩和的な金融環境や政府支出による下支えなどを背景に、企業・家計の両部門において所得から支出への前向きな循環メカニズムが持続するもとで、増加基調をたどると考えられる。すなわち、設備投資は、海外経済の減速の影響から製造業を中心にいったん増勢が鈍化するほか、

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

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

こうした見通しの背景となる金融環境についてみると、日本銀行が「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を推進するもとで、短期・長期の実質金利は見通し期間を通じてマイナス圏で推移すると想定している⁴。また、金融機関の積極的な貸出スタンスや社債・CPの良好な発行環境が維持され、企業や家計の活動を金融面から支えられると考えられる。このようにきわめて緩和的な金融環境が維持されると予想される。

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

² 2019 年 10 月に実施された消費税率の引き上げは、税率引き上げ前後の需要変動、および実質所得の減少効果の 2 つの経路を通じて成長率に影響を及ぼすと考えられる。もともと、その影響は、政府によって各種施策が実施されていることや、今回の税率引き上げ前の需要増加が大幅でなかったことなどから、2014 年度の前回増税時と比べると、不確実性はあるものの、小幅なものにとどまると予想される。

³ わが国の潜在成長率を、一定の手法で推計すると、足もと「0%台後半」と計算される。ただし、潜在成長率は、推計手法や今後蓄積されていくデータにも左右される性格のものであるため、相当の幅をもってみる必要がある。

⁴ 各政策委員は、既に決定した政策を前提として、また先行きの政策運営については市場の織り込みを参考にして、見通しを作成している。

備投資や生産性向上に向けた取り組みなどが続くなかで、見通し期間を通じて緩やかな上昇傾向をたどるとみられる。また、日本経済の成長力の高まりとともに自然利子率が上昇すれば、金融緩和の効果も高まっていくと考えられる。

（２）物価の中心的な見通し

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

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

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

消費者物価の前年比が2%に向けて徐々に上昇率を高めていくメカニズムについて、一般物価の動向を規定する主たる要因に基づいて整理すると、第1に、労働や設備の稼働状況を表すマクロ的な需給ギャップは、引き締まった状

⁵ 2019年10月に実施された消費税率の引き上げが物価に与える影響について、税率引き上げが軽減税率適用品目以外の課税品目にフル転嫁されると仮定して機械的に計算すると、2019年10月以降の消費者物価前年比（除く生鮮食品）は+1.0%ポイント押し上げられる（2019年度と2020年度の押し上げ効果は、それぞれ+0.5%ポイントとなる）。また、現時点の情報をもとに、教育無償化政策が物価に与える影響について一定の仮定に基づき計算すると、2019年度と2020年度の消費者物価前年比（除く生鮮食品）は、それぞれ-0.3%ポイント、-0.4%ポイント押し下げられると見込まれる。

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

第2に、中長期的な予想物価上昇率は、足もとは横ばい圏内で推移しているが、先行きについては、上昇傾向をたどり、2%に向けて次第に収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」⁶の面では、現実の物価上昇率の高まりが予想物価上昇率を押し上げていくと期待されること、②「フォワードルッキングな期待形成」の面では、日本銀行が「物価安定の目標」の実現に強くコミットし金融緩和を推進していくことが、予想物価上昇率を押し上げていく力になると考えられることが挙げられる。

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

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

3. 経済・物価のリスク要因

(1) 経済のリスク要因

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

第1に、海外経済の動向である。具体的には、保護主義的な動きの帰趨とそ

⁶ 中長期的な予想物価上昇率は、中央銀行の物価安定目標に収敛していく「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。

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

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

第3に、企業や家計の中長期的な成長期待は、少子高齢化など中長期的な課題への取り組みや労働市場を始めとする規制・制度改革の動向に加え、企業のイノベーション、雇用・所得環境などによって、上下双方向に変化する可能性がある。

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

(2) 物価のリスク要因

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

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

第2に、マクロ的な需給ギャップに対する価格の感応度が挙げられる。企業の生産性向上によるコスト上昇圧力の吸収に向けた取り組みが長期にわたり

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

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

4. 金融政策運営

以上の経済・物価情勢について、「物価安定の目標」のもとで、2つの「柱」による点検を行い、先行きの金融政策運営の考え方を整理する⁷。

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

次に、第2の柱、すなわち金融政策運営の観点から重視すべきリスクについて点検すると、経済の見通しについては、海外経済の動向を中心に下振れリスクの方が大きい。物価の見通しについては、経済の下振れリスクに加えて、中長期的な予想物価上昇率の動向の不確実性などから、下振れリスクの方が大きい。より長期的な視点から金融面の不均衡について点検すると、これまでのところ、資産市場や金融機関行動において過度な期待の強気化を示す動きは観察されていない。もっとも、低金利環境や金融機関間の厳しい競争環境が続くもとで、金融機関収益の下押しが長期化すると、金融仲介が停滞方向に向かうリ

⁷ 「物価安定の目標」のもとでの2つの「柱」による点検については、日本銀行「金融政策運営の枠組みのもとでの「物価安定の目標」について」（2013年1月22日）参照。

スクや金融システムが不安定化するリスクがある。現時点では、金融機関が充実した資本基盤を備えていることなどから、これらのリスクは大きくないと判断しているが、先行きの動向には注視していく必要がある⁸。

金融政策運営については、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。マネタリーベースについては、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続する。政策金利については、「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる惧れに注意が必要な間、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している。今後とも、金融政策運営の観点から重視すべきリスクの点検を行うとともに、経済・物価・金融情勢を踏まえ、「物価安定の目標」に向けたモメンタムを維持するため、必要な政策の調整を行う。特に、海外経済の動向を中心に経済・物価の下振れリスクが大きいもとで、先行き、「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる惧れが高まる場合には、躊躇なく、追加的な金融緩和措置を講じる。

以 上

⁸ 詳しくは日本銀行「金融システムレポート」（2019年10月）を参照。

(参考)

2019～2021 年度の政策委員の大勢見通し

——対前年度比、%。なお、< >内は政策委員見通しの中央値。

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

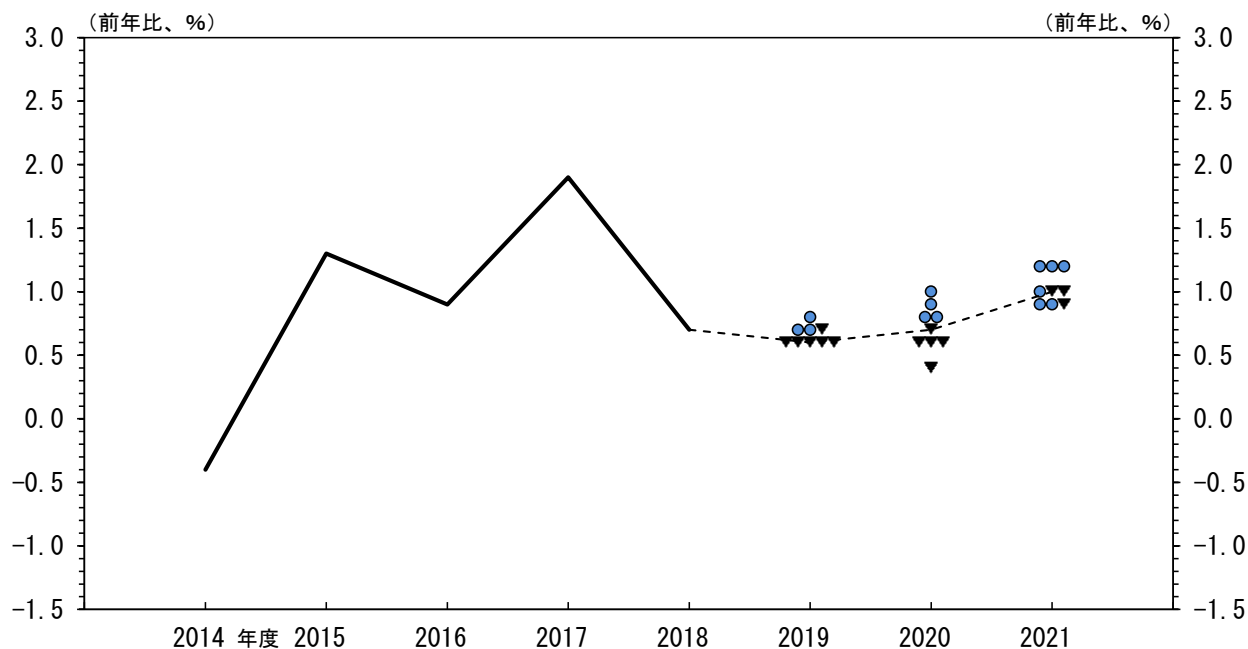
(注1) 「大勢見通し」は、各政策委員が最も蓋然性の高いと考える見通しの数値について、最大値と最小値を1個ずつ除いて、幅で示したものであり、その幅は、予測誤差などを踏まえた見通しの上限・下限を意味しない。

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

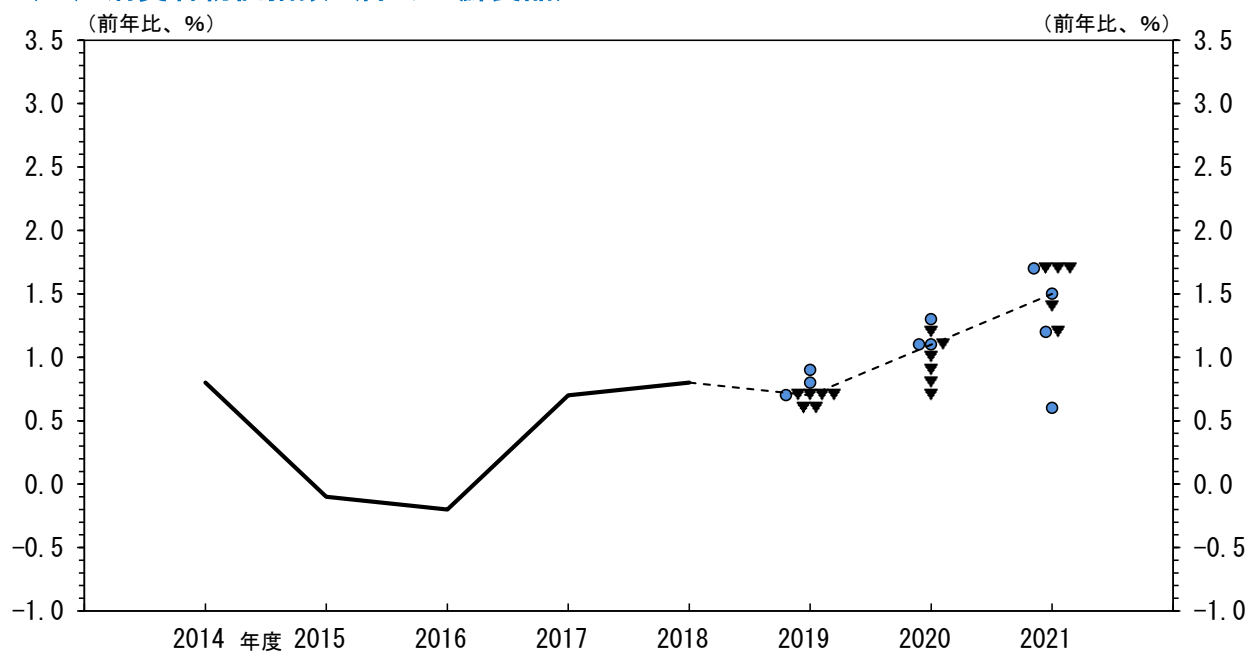
(注3) 教育無償化政策については、高等教育無償化等が2020年4月に導入されることを前提としている。なお、2019年10月に実施された消費税率引き上げの2019年度と2020年度の消費者物価への直接的な影響を、税率引き上げが課税品目にフル転嫁されることを前提としたうえで機械的に計算すると、それぞれ+0.5%ポイントとなる。また、現時点の情報をもとに、教育無償化政策の2019年度と2020年度の消費者物価への直接的な影響を一定の仮定に基づき計算すると、それぞれ-0.3%ポイント、-0.4%ポイントとなる。

政策委員の経済・物価見通しとリスク評価

(1) 実質GDP



(2) 消費者物価指数（除く生鮮食品）



(注1) 実線は実績値、点線は政策委員見通しの中央値を示す。

(注2) ●、△、▼は、各政策委員が最も蓋然性が高いと考える見通しの数値を示すと同時に、その形状で各政策委員が考えるリスクバランスを示している。●は「リスクは概ね上下にバランスしている」、△は「上振れリスクが大きい」、▼は「下振れリスクが大きい」と各政策委員が考えていることを示している。

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