

経済・物価情勢の展望

2020年1月



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

経済・物価情勢の展望(2020年1月)

【基本的見解】 ¹

<概要>

- 日本経済の先行きを展望すると、当面、海外経済の減速の影響が残るものの、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で、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、足もとでは消費税率引き上げや自然災害などの影響から減少しているものの、きわめて緩和的な金融環境や積極的な政府支出などを背景に、所得から支出への前向きの循環メカニズムが持続するもとで、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、既往の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、政府の経済対策の効果を背景に、2020年度を中心に、上振れている。物価については、概ね不変である。
- 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、1月20日、21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、海外経済の減速や自然災害などの影響から輸出・生産や企業マインド面に弱めの動きがみられるものの、所得から支出への前向きの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おり、鉱工業生産は、自然災害などの影響もあって、足もとでは減少している。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。住宅投資は横ばい圏内で推移しており、公共投資は緩やかに増加している。この間、労働需給は引き締まった状態が続いている。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%台半ばとなっている。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が残るものの、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。

海外経済の成長ペースの持ち直しにやや時間を要するもとで、輸出は、当面、 弱めの動きとなることが見込まれる。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グローバルな I Tサイクルの好転などに伴う製造業部門 の持ち直し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。

国内需要は、足もとでは消費税率引き上げや自然災害などの影響から減少しているものの、きわめて緩和的な金融環境や積極的な政府支出などを背景に、企業・家計の両部門において所得から支出への前向きの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。個人消費は、消費税率の引き上げなどの影響が次第に減衰し、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、オリンピック関連需要に加え、政府の経済対策を背景とした災害復旧・復興関連工事や国土強靱化等の支出拡大から2020年度にかけて着実に増加したあと、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、足もとは潜在成長率²を下回る成長となっているものの、その後は、成長率を高めていくことから、均してみれば、潜在成長率並みまたはそれを幾分上回る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、政府の経済対策の効果を背景に、2020年度を中心に、上振れている。

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³。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・制度改革や経済対策に含まれる生産性強化策などの成長戦略の推進、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

² 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。

³ 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。

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で、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、既往の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、概ね不変である⁴。

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、足もとでは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しているとみられるものの、その後は、見通し期間の終盤にかけて、成長率が潜在成長率を幾分上回って推移することから、プラス幅は緩やかに拡大していくと考えられ

 $^{^4}$ 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、 $10\sim11$ 月の実績値を踏まえて計算すると、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、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%ポイント程度、-0.4%ポイント程度押し下げられると見込まれる。

る。こうしたもとで、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 拡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、横ばい圏内の動きが続いているが、 先行きについては、上昇傾向をたどり、2%に向けて次第に収斂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」5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、<u>輸入物価</u>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下押しすることが見込まれる。もっとも、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、<u>海外経済の動向</u>である。具体的には、保護主義的な動きの帰趨とその影響、中国を始めとする新興国・資源国経済の動向、グローバルなIT関連財需要の動向、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

⁵ 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斂していく「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。

下振れリスクは、ひと頃よりも幾分低下したものの、依然として大きいとみられ、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。

第2は、2019年10月に実施された<u>消費税率引き上げの影響</u>である。政府による各種施策もあって、今回の消費税率引き上げ前後の需要変動は前回増税時と比べて抑制的だったとみられる。実質所得の減少による影響も、前回対比で小幅にとどまると考えられるが、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依然として大きいとみられるもとで、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⁶。

まず、<u>第1の柱</u>、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拡がるにつれて、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。「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ついて、一段と高まる状況ではないものの、引き続き、注意が必要な情勢にある。より長期的な視点から金融面の不均衡について点検すると、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

⁶ 「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。

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。

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。

(参考)

2019~2021 年度の政策委員の大勢見通し

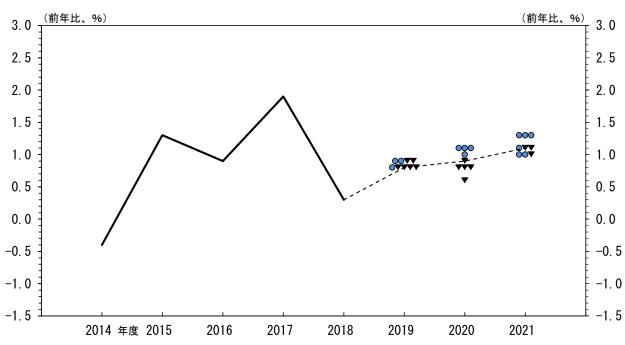
――対前年度比、%。なお、< >内は政策委員見通しの中央値。

	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	+0.8~+0.9	+0.6~+0.7	+0.4~+0.5	
	<+0.8>	<+0.6>	<+0.4>	
10月時点の見通し	+0.6~+0.7	+0.6~+0.8	+0.4~+0.6	
	<+0.6>	<+0.7>	<+0.5>	
2020 年度	+0.8 ~+1.1	+1.0~+1.1	+0.9~+1.0	
	<+0.9>	<+1.0>	<+0.9>	
10月時点の見通し	+0.6~+0.9	+0.8~+1.2	+0.7~+1.1	
	<+0.7>	<+1.1>	<+1.0>	
2021 年度	+1.0~+1.3	+1.2 ~+1.6		
	<+1.1>	<+1.4>		
10月時点の見通し	+0.9~+1.2	+1.2~+1.7		
	<+1.0>	<+1.5>		

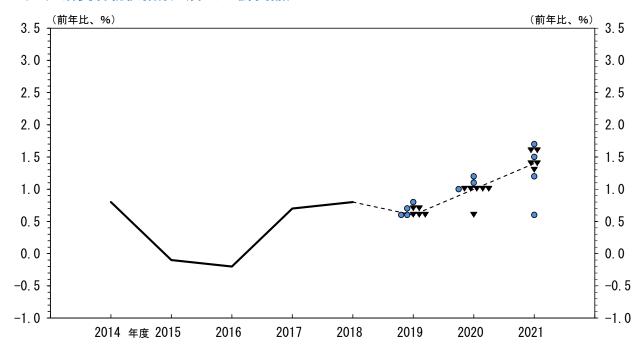
- (注1)「大勢見通し」は、各政策委員が最も蓋然性の高いと考える見通しの数値について、最大値と最小値を1個ずつ除いて、幅で示したものであり、その幅は、予測誤差などを踏まえた見通しの上限・下限を意味しない。
- (注2) 各政策委員は、既に決定した政策を前提として、また先行きの政策運営については市場の織り込みを参考にして、上記の見通しを作成している。
- (注3)教育無償化政策については、高等教育無償化等が2020年4月に導入されることを前提としている。 なお、2019年10月に実施された消費税率引き上げの2019年度と2020年度の消費者物価への直接 的な影響を、10~11月の実績値を踏まえて計算すると、それぞれ+0.5%ポイントとなる。また、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%ポイント程度、-0.4%ポイント程度となる。

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】⁷

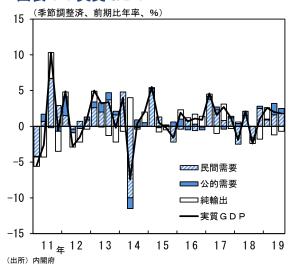
1. 経済活動の現状と見通し

1. 1 景気動向

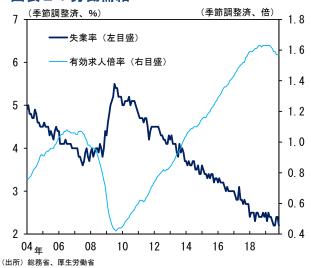
前回の展望レポート以降の日本経済を振り返る と、2019 年7~9月の実質GDPは、海外経済 の減速の影響から外需はマイナス寄与となったも のの、設備投資や個人消費といった国内需要の増 加が下支えとなり、前期比+0.4%(同年率+ 1.8%) と 4 四半期連続のプラス成長となった (図 表1)。こうしたもとで、就業者数は増加傾向をた どっており、失業率や有効求人倍率でみた労働需 給も引き締まった状態が続いている(図表2、3)。 労働と設備の稼働状況を捉えるマクロ的な需給ギ ャップをみると、7~9月は、4~6月と同程度 の比較的大幅なプラスを維持している(図表4)。 10 月以降の指標をみると、海外経済の減速や消費 税率引き上げの影響に加え、自然災害の影響もあ って、輸出・生産や企業マインド面には弱めの動 きがみられる。国内需要は、足もとでは消費税率 引き上げや自然災害などの影響が耐久財消費など にみられるものの、設備投資や政府支出を中心に 増加基調を維持している。以上を踏まえると、所 得から支出への前向きの循環メカニズムは維持さ れており、景気は、基調としては緩やかに拡大し ていると判断される。

先行きのわが国経済は、当面、海外経済の減速の影響が残るものの、きわめて緩和的な金融環境と積極的な政府支出による相乗的な景気刺激効果に支えられて、所得から支出への前向きの循環メカニズムが引き続き作用するもとで、国内需要は

図表1:実質GDP



図表2:労働需給



⁷ 1月 20、21 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。

増加基調をたどることから、景気の拡大基調は維 持されるとみられる8。すなわち、政府支出は、オ リンピック関連需要に加え、昨年末に閣議決定さ れた経済対策を背景とした災害復旧・復興関連工 事や国土強靱化関連工事等の拡大から、2020 年 度にかけて着実に増加したあと、高めの水準で推 移するとみられる。輸出は、当面、海外経済の減 速の影響から弱めの動きとなるものの、その後は、 海外経済の成長ペースが持ち直していくことに伴 い、緩やかな増加基調に復していくと予想される。 設備投資は、海外経済の減速の影響から製造業の 機械投資を中心にいったん増勢が鈍化するものの、 きわめて緩和的な金融環境に支えられて、都市再 開発関連やインバウンド対応の建設投資、人手不 足に対応した省力化投資、成長分野におけるソフ トウェア・研究開発(R&D)投資を中心に、緩 やかな増加を続けると見込まれる。個人消費につ いては、消費税率引き上げなどの影響が当面は残 るものの次第に減衰し、基調としては、雇用・所 得環境の改善を背景に緩やかながらも増加傾向を 維持すると考えられる⁹。以上の内外需要を反映し

図表3:労働参加と就業



⁸ 金融緩和と財政拡張のポリシーミックスが持つ相乗的な 景気刺激効果については、BOX1を参照。

^{9 2019} 年 10 月に実施された消費税率引き上げは、家計支 出を中心に、税率引き上げ前後の需要変動、および実質所 得の減少という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、消費税率引き上げに よる 2019 年度と 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今回の消費税率引き上げのタイミン グが 2019 年度央であったため、引き上げ前後の需要変動 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、実質所得減少の影響も 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ていること、③教育無償化の 導入に加え、各種の負担軽減策や需要平準化策が講じられ ていること、④前回は、2015年10月に予定されていた2 回目の増税も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。今回の税率引き上げ前後の需要変 動は、総じてみれば、前回増税時との対比で抑制されてい るとみられるが、実質所得減少の影響は、今後、時間をか

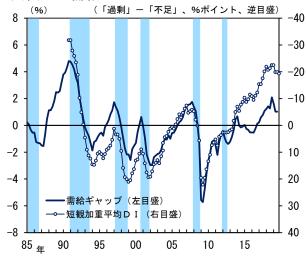
て、わが国経済の成長率は、10~12 月にいった ん落ち込んだあと、見通し期間終盤にかけて次第 に伸びを高め、振れを均せば、潜在成長率並みま たはそれを幾分上回る成長を続けると見込まれる (図表5)。前回の展望レポート時点と比較すると、 政府の経済対策の効果を背景に、2020 年度を中 心に上振れている。

潜在成長率の先行きについては、政府による規制・制度改革や経済対策に含まれる生産性強化策などの成長戦略の推進、そのもとでの女性や高齢者による労働参加の高まり、省力化投資や研究開発などの設備投資の増加や、企業による生産性向上に向けた取り組みが続くなかで、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。

見通し期間の各年度の特徴をみると、2019 年 度末にかけては、海外経済の減速の影響は残るも のの、消費税率引き上げと自然災害の影響が和ら ぐのに伴い、成長率は、10~12 月の落ち込みか ら持ち直すことが予想される。輸出は、自動車関 連や資本財を中心に、弱めの動きとなるとみられ る。個人消費は、消費税率引き上げに伴って導入 された各種の家計支援策が下支えとして作用する もとで、税率引き上げ前の需要増の反動の影響が 和らぐことから、昨年末の落ち込みから持ち直す と見込まれる。一方、設備投資は、製造業の機械 投資の減少を主因にいったん減速するが、建設投 資やソフトウェア・研究開発投資の堅調さに支え られて増加基調を維持するとみられる。政府支出 も、災害復旧・復興関連工事や国土強靱化関連工 事を中心に、緩やかな増加を続けると予想される。

2020 年度は、海外経済の成長ペースが持ち直し、消費税率引き上げの影響も減衰するなかで、

図表4:需給ギャップ



(出所) 日本銀行

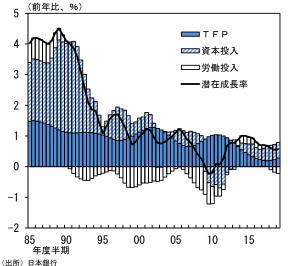
- (注) 1. 需給ギャップは、日本銀行スタッフによる推計値。
 - 2. 短観加重平均DI(全産業全規模)は、生産・営業用股備判断DIと雇用人員 判断DIを資本・労働分配率で加重平均して算出。2003/12月調査には、 調査の枠組み見直しによる不連続が生じている。
 - 3. シャドー部分は、景気後退局面。

けて徐々に現れてくる性格のものであり、消費者マインド の動向次第でなお相応の不確実性が残る。

経済対策が景気刺激的に作用することから、成長 率は潜在成長率を幾分上回って推移するとみられ る。政府支出は、上期にオリンピック開催に伴う 仮設施設向けの経費支出が予想されるほか、経済 対策に含まれる自然災害からの復旧・復興関連工 事も進捗することから、着実に増加すると見込ま れる。輸出は、IT関連を中心にグローバルな製 造業の生産・貿易活動が回復するなかで、緩やか な増加基調に復すると考えられる。設備投資は、 資本ストックの蓄積に伴う調整圧力を受けるもの の、建設投資やソフトウェア・研究開発投資の堅 調さが続くもとで、製造業の機械投資も徐々に持 ち直していくことから、緩やかな増加基調を続け ると見込まれる。個人消費と住宅投資は、上期は 消費税率引き上げ後の反動減と実質所得の減少の 影響が幾分残るものの、下期にかけてはこれらの 下押し圧力が一段と減衰し、増加基調が次第に明 確になっていくとみられる。

2021 年度は、政府による経済対策の効果が引 き続き下支えとなるもとで、海外経済の成長率の 高まりと消費税率引き上げの影響の剥落もあって、 潜在成長率を幾分上回る成長が続くと考えられる。 政府支出は、オリンピック関連の経費支出は剥落 するものの、経済対策に伴う災害復興事業や河川 の洪水対策、インフラ整備などを中心に高水準が 続くと想定している。個人消費や住宅投資といっ た家計支出は、消費税率引き上げの影響が剥落す るもとで、可処分所得の増加に支えられて、はっ きりと増加すると考えられる。輸出は、海外経済 の成長率の高まりを背景に、緩やかな増加基調を 続けるとみられる。設備投資は、資本ストックの 蓄積に伴う調整圧力を受けるものの、成長分野に おけるソフトウェア・研究開発投資や人手不足に 対応した省力化投資は底堅く、緩やかな増加傾向 を維持すると予想される。

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。

1. 2 主要支出項目の動向とその背景

(政府支出)

公共投資は、緩やかに増加している(図表6)。 先行指標である公共工事請負金額や公共工事受注 高は、振れを伴いつつも、災害復旧・復興関連工 事や国土強靱化関連工事の進捗を反映して、緩や かな増加傾向にある¹⁰。先行きの公共投資は、オ リンピックの仮設施設工事の進捗に加え、今回の 経済対策を背景とした災害復旧・復興関連工事や 国土強靱化関連工事等の拡大から、2020 年度に かけて着実に増加したあと、高めの水準で推移す ると想定している¹¹。

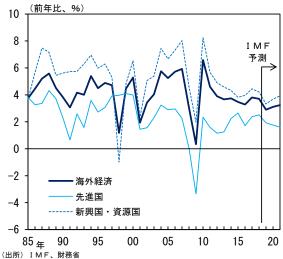
(海外経済)

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(図表 7)。グローバルな製造業の業況感を P M I でみると、2018年後半から低下を続けてきたが、足もとでは I T サイクルの好転や米中通商協議の進展などを背景に、下げ止まりから持ち直しに向かっている(図表 8)。こうしたもとで、弱めの動きを続けてきた製造業の生産・貿易活動も下げ止まりの兆しがみられている。この間、グローバルにみた非製造業部門は、良好な雇用・所得環境を背景にした個人消費の増加に支えられて、底堅さを維持しており、

図表6:公共投資



図表7:海外経済見通し



(注) I M F による各国・地域の実質 G D P 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 I M F 予測 (2019/10月および2020/1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 2020. 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20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。

¹⁰ 2018 年 12 月 14 日に閣議決定された「防災・減災、国 土強靱化のための3か年緊急対策」(総事業規模約7兆円 程度)を受けて、重要インフラ等の機能維持対策が、2018 ~2020 年度までの3年間で集中的に実施される計画となっている。

¹¹ 政府は、2019 年 12 月 5 日に、事業規模 26.0 兆円程度、財政支出 13.2 兆円程度となる「安心と成長の未来を拓く総合経済対策」を閣議決定した。今回の見通しでは、先行き、同対策を踏まえた 2019 年度補正予算および 2020年度当初予算が成立・執行され、公共投資は、災害復旧・復興事業や治水対策等を中心に押し上げられることを見込んでいる。

製造業からの波及は限定的となっている。

主要地域別にみると、米国経済は、製造業部門 に弱めの動きがみられるが、良好な雇用・所得環 境等を背景にした個人消費の増加に支えられて、 緩やかに拡大している。欧州経済は、製造業部門 の調整を主因に減速した状態が続いている。中国 経済は、総じて安定した成長を続けているものの、 製造業部門では引き続き弱さもみられている。中 国以外の新興国・資源国経済は、全体として緩や かな回復基調を維持しているが、NIEs・AS EANでは、中国向け輸出の弱さなどの影響が下 押し要因となっている。

先行きの海外経済については、当面は、製造業 部門を中心になお減速した状態が続くが、その後 は、各国のマクロ経済政策の効果発現や、ITサ イクルの好転などに伴う製造業部門の持ち直しを 背景に、緩やかに成長率を高めていくと想定して いる。

主要地域別に先行きを展望すると、米国経済は、 当面は米中貿易摩擦の影響が残るものの、緩やか な拡大を続けると見込まれる。欧州経済は、製造 業部門の持ち直しに伴い、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、当局がマクロ経済政策を段階的に実施するも とで、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・資源国経済は、一部個別国 における下押し要因の剥落に加え、各国のマクロ 経済政策の効果発現もあって、全体として成長率 が高まっていくと予想される。

(輸出入)

輸出は、弱めの動きが続いている(図表 10)。 地域別にみると、米国やEU等の先進国向けは、

図表9:実効為替レート

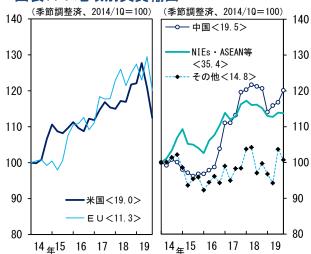


図表10:実質輸出入



(出所) 日本銀行、財務省、内閣府 (注) 日本銀行スタッフ算出。2019/40は、10~11月の値。

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。2019/4Qは、10~11月の値。

昨年央頃まで増加基調にあったが、足もとでは自 動車関連と資本財を中心にはっきりと減少してい る (図表 11)。中国やNIEs・ASEAN等の 新興国向けは、情報関連などが増加基調にあるも のの、全体としては弱めの動きを続けている。財 別にみると、自動車関連は、グローバルな自動車 販売が低迷するもとで、海外への生産移管の動き もあって、大きめの減少となっている(図表 12) 12。資本財は、半導体製造装置の増加や振れの大 きい船舶による一時的な押し上げ要因を除けば、 中国をはじめとする新興国の設備投資の減速を反 映して、弱めの動きを続けている。一方、情報関 連は、グローバルなITサイクルが在庫調整の進 捗を背景に好転するなかで、新型スマートフォン 向けやデータセンター向けを中心に、増加基調に ある。この間、中間財は、化粧品や医薬品を中心 に緩やかな増加基調にあるが、足もとではアジア 向けの化学製品や鉄鋼の減少が下押しとなり増勢 が鈍化している。

輸出の先行きを展望すると、情報関連は増加基調を続けるものの、当面は、自動車関連や資本財を中心に、なお弱めの動きとなると予想している。その後は、海外経済の成長率の高まりに伴い、①「世界貿易量¹³」が緩やかに増加していくもとで、②それに占める「日本の輸出シェア」も、自動車関連や資本財の回復を反映して持ち直すことから、輸出は緩やかな増加基調に復していく、と考えられる(図表 13、14)。

「世界貿易量」の伸び率は、世界経済成長率を はっきりと下回り、足もとでは前年比で小幅のマ イナスとなっている。先行きも、当面は、世界経

図表12:財別実質輸出



(出所) 日本銀行、財務省

(注) 日本銀行スタッフ算出。< >内は、2018年通関輸出額に占める各財のウエイト。 2019/40は、10~11月の値。

図表13:世界の貿易量と実質GDP



(出所) オランダ経済政策分析局、IMF等

(注) 1. 世界貿易量は、世界実質輸入。2019/40は、2019/10月の2018/10~12月対比。2. 世界実質GDPは、IMF公表のGDPウエイトを用いて日本銀行スタッフが 第 出

図表14:日本の輸出シェア



(出所) オランダ経済政策分析局

(注) 世界貿易量に占める日本の輸出シェア (日本の実質輸出を世界実質輸入で割って 算出、2010年基準)。2019/40は、10月の値。

¹² BOX2では、情報関連、資本財、自動車関連の財別に分けて、輸出の現状と先行きの考え方を整理している。

¹³ 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。

済成長率を下回る弱めの動きが続くが、グローバ ルな製造業の業況感の改善に伴って下げ止まり、 徐々に持ち直しに向かう可能性が高い。その後は、 ① I Tサイクルの好転が続くなかで、②環境規制 強化や金融環境の引き締まりに伴う自動車販売の 減少圧力は和らぎ、③不確実性の高さから先送り されていた設備投資も徐々に回復することから、 世界貿易量は伸びを高め、世界経済成長率並みに 復していく——世界貿易量/世界GDP比率でみ れば、下げ止まりから横ばい圏内に転じていく― 一姿を想定している。他方、先行きの「日本の輸 出シェア」については、当面、わが国が比較優位 を持つ自動車関連や資本財の弱さを反映して低下 するが、その後は、グローバルな設備投資需要や 自動車販売の回復を背景に、徐々に持ち直してい くと考えられる。

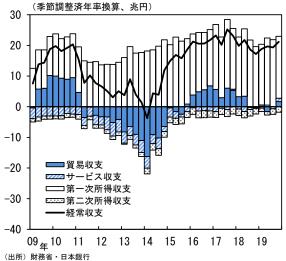
輸入は、消費税率引き上げ前の需要増の反動の 影響がみられているが、均してみれば緩やかな増加基調にある(前掲図表 10)。先行きも、国内需要を反映して、増加基調をたどるとみられる。ただし、そのペースは、エネルギー効率の改善に伴う素原料輸入の減少などを背景に、緩やかなものにとどまると予想される。

(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)。内訳をみると、名目貿易収支は、輸出の弱さと既往の原油価格下落の影響が相殺し、ゼロ近傍で横ばい圏内の動きとなっている。サービス収支も、ほぼゼロ近傍で横ばい圏内となっている。一方、第一次所得収支は、大きめの黒字を維持している。

この間、サービス収支に含まれる旅行収支の受取に影響を与える入国者数をみると、長期的には

図表15:経常収支



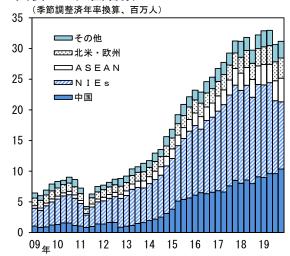
(注) 2019/4Qは、10~11月の値。

増加トレンドにあるが、昨年半ば以降、一部のアジア諸国・地域からの訪日客の減少が下押しとなり、横ばい圏内となっている(図表 16)。

先行きの名目経常収支は、①輸出の増加などに 伴う貿易収支の基調的な改善に加え、②入国者数 の増加に支えられた旅行収支の受取増加などを背 景に、黒字幅を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、財政収支の赤字幅の縮小傾向を反映して、緩やかに拡大していくことに対応している。一般政府の投資超過幅は、消費税を中心とした税収の増加が経済対策等に伴う財政支出の増加を幾分上回り、緩やかな縮小傾向をたどると予想される。この間、家計部門と企業部門の貯蓄超過幅は、ともに横ばい圏内で推移するとみられる。

図表16:入国者数



(出所)日本政府観光局(JNTO) (注)北米・欧州は、米国、カナダ、英国、フランス、ドイツ。

(鉱工業生産)

鉱工業生産は、海外経済の減速の動きが続くも とで、自然災害などの影響もあって、足もとでは 減少している(図表17)。主な業種についてみる と、「輸送機械」は、海外の自動車販売の不調や海 外への生産移管といった要因に加え、足もとでは、 自然災害などによる供給制約の影響もあって、は っきりと減少している。こうした輸送機械の減産 は、鉄鋼・非鉄金属といった関連業種の減産にも つながっている。「はん用・生産用・業務用機械」 も、資本財輸出の弱さが続くもとで、自然災害に よる供給制約も下押しとなり、大きめの減少とな っている。一方、「電子部品・デバイス」は、新型 スマートフォン向けやデータセンター向けの海外 需要の増加を背景に、持ち直している。この間、 出荷・在庫バランス(=出荷の伸び率-在庫の伸 び率)は、資本財や生産財などを中心に、悪化し ている (図表 18)。

鉱工業生産の先行きを展望すると、当面は、自 然災害後の挽回生産が押し上げ要因として作用す るもとで、消費税率引き上げの影響が和らぎ、情 報関連輸出も増加基調をたどることから、緩やか な増加に転じていくと見込まれる。

(企業収益)

企業収益は、一部に弱めの動きがみられるもの の、総じて高水準で推移している。法人企業統計 の利益率(全産業全規模ベース)をみると(図表 19)、海外経済の減速の影響からひと頃に比べ水 準を切り下げているが、国内需要の増加に支えら れて高水準を維持している。

企業の業況感をみると、製造業は、海外経済の 減速の影響から、はっきりと慎重化している一方、 非製造業は、国内需要の増加基調を反映して、総

図表17:鉱工業生産



(注) 1. シャドー部分は、景気後退局面。2. 生産の2019/40および2020/10は、2019/12、2020/1月の予測指数を用いて算出。 在庫の2019/40は、11月の値。

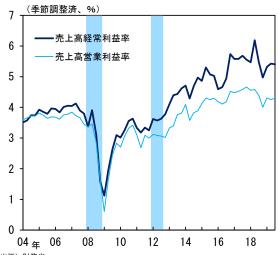
図表18:出荷・在庫バランス



(出所) 経済産業省

(注) 生産と出荷の2019/40は、10~11月の値。在庫の2019/40は、11月の値。

図表19: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。
 - 2009/20以降は、純粋持株会社を除く。 シャドー部分は、景気後退局面。

じて良好な水準を維持している。12月短観の業況 判断 D I をみると(図表 20)、全産業全規模ベースでは、4四半期連続で悪化しているものの、なお「良い」超は維持されている。製造業は、海外経済の減速の影響に加え、自然災害の影響もあって、自動車やはん用・生産用・業務用機械、鉄鋼など幅広い業種で悪化している。一方、非製造業は、消費税率引き上げや自然災害の影響から幾分悪化したものの、建設投資や公共投資の増加に支えられて、歴史的にみて良好な水準を維持している。

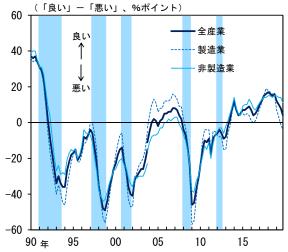
先行きの企業収益は、当面、海外経済の減速や 消費税率引き上げの影響などから製造業を中心に 減益圧力が続くものの、サービスや建設・不動産 等の非製造業の底堅さに支えられて、全体では高 水準を維持すると予想される。その後は、海外経 済の持ち直しや消費税率引き上げの影響剥落、経 済対策の効果を反映した売上数量の増加を主因に、 緩やかな改善傾向をたどると見込まれる。

(設備投資)

設備投資は、増加傾向を続けている(図表 21)。 機械投資の一致指標である資本財総供給は、海外 経済減速の影響などから、足もとでは横ばい圏内 の動きとなっている。建設投資の一致指標である 建設工事出来高(民間非居住用)は、オリンピッ ク関連需要のピークアウトもあって増勢を鈍化さ せつつも、やや長い目でみれば緩やかな増加基調 を維持している。

機械投資の先行指標である機械受注をみると、 昨年央頃までは増加傾向を続けてきたが、足もと では、海外経済の減速の長期化を背景に、製造業 を主因に増加傾向が一服している(図表 22)。一 方、建設投資の先行指標である建築着工・工事費

図表20:業況判断



(出所) 日本銀行

- (注) 1. 短観の業況判断 D I (全規模ベース)。 2003/12月調査には、調査の枠組み見直しによる不連続が生じている。
 - 2. シャド一部分は、景気後退局面。

図表21:設備投資一致指標



(出所) 内閣府、経済産業省、国土交通省

- | 注)1. 資本財総供給の2019/40は、10~11月の値。建設工事出来高の2019/40は、10月の値。
 - 2. 建設工事出来高の実質値は、建設工事費デフレーターを用いて日本銀行スタッフが 算出。

図表22:設備投資先行指標



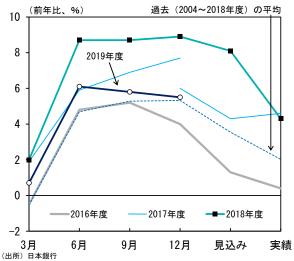
(注) 2019/40は、10~11月の値。

予定額(民間非居住用)は、大型案件の有無による振れを伴いつつも、増加傾向を続けている。このように、製造業の機械投資には弱さがみられるが、全体としては前向きな設備投資スタンスは維持されているとみられる。この点、12 月短観における 2019 年度の設備投資計画をみると、12 月調査時点の過去の平均を若干上回っており、しっかりとした増加計画が維持されている(図表 23)。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)をみると、2019年度は、前年比+5.5%と、2018年度に続き増加する計画となっている14。

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製造業の機械投資を中心にいったん減速するが、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経済対策の効果、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都市再開発やインバウンド関連の建設投資、②人手不足等に対応した効率化・省力化投資、③成長分野へのソフトウェア・研究開発投資などが増加を続けると見込まれる。

名目設備投資・GDP比率の先行きについては、 上述の設備投資の見通しのもと、高水準を維持するものと考えられる(図表 24)。同比率は、バブル崩壊以降に観察されるいくつかの設備投資循環のピーク水準程度に既に達していることを踏まえると、先行きは、循環的な資本ストックの調整圧力が、設備投資の減速要因として徐々に作用してくると見込まれる。ただし、設備投資のうち、生

図表23:設備投資計画の修正パターン



- (注) 1. 短観ベース。全産業+金融機関の値。
 - 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。

図表24:設備投資·GDP比率(名目)



(注)シャドー部分は、景気後退局面。

¹⁴ BOX3では、海外経済の減速にもかかわらず設備投資が総じて底堅さを維持している背景について考察している。

産能力の増大に直結しにくいソフトウェア投資や 研究開発投資のウエイトが趨勢的に高まっている ため、当面は、資本ストックの調整圧力の高まり は限定的なものにとどまる可能性が高い。

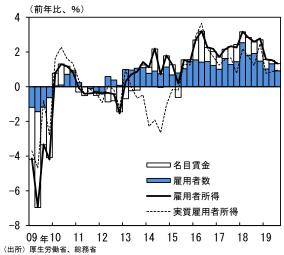
(雇用・所得環境)

雇用・所得環境をみると、労働需給は引き締ま った状態が続いており、雇用者所得も増加してい る15。雇用面をみると、労働力調査の雇用者数は、 着実な増加を続けている(図表25)。そうしたも とで、失業率は、このところ2%台前半と、今次 景気拡大局面のボトム近傍で推移している(前掲 図表2)。有効求人倍率は、2018年末以降、海外 経済の減速の影響から小幅に低下しているが、な おバブル期のピークを超えた高水準を維持してい る。短観の雇用人員判断DIをみると、非製造業 を中心に人手不足感のかなり強い状態が続いてい る。この間、労働力率は、上昇傾向が一服する局 面もみられたが、足もとでは女性を中心に再び上 昇している (図表 26)。 先行きも、 景気の拡大基 調が続くもとで、雇用者数は引き続き増加し、労 働需給は引き締まった状態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、賞与 の伸び悩みを主因にややペースが鈍化しているが、 所定内給与を中心に緩やかな上昇が続いている (図表 27) ¹⁶。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の影響から、労働需給の引 き締まりに比べると、賃金上昇はなお弱めにとど まっている¹⁷。

名目賃金の内訳をみると、所定内給与全体は、

図表25:雇用者所得



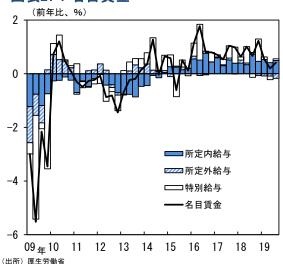
- (注) 1. 各四半期は、1Q:3~5月、2Q:6~8月、3Q:9~11月、4Q:12~2月。
 - 雇用者所得=名目賃金(毎月勤労統計)×雇用者数(労働力調査) 毎月勤労統計の2013/10~2019/10は、東京都の「500人以上規模の事業所」を 3.
 - 復元した抽出調査系列、2019/2Q以降は、全数調査した本系列。

 - 毎月勤労統計の2016/10以降は、共通事業所ベース。 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26: 労働力率



図表27:名目賃金



- (注) 1. 各四半期は、1Q:3~5月、2Q:6~8月、3Q:9~11月、4Q:12~2月。
 - 2. 2013/10~2019/10は、東京都の「500人以上規模の事業所」を復元した抽出 調査系列、2019/20以降は、全数調査した本系列。
 - 3. 2016/10以降は、共通事業所ベース。

¹⁵ 厚生労働省は、毎月勤労統計の2019年6月分調査から、 東京都の 500 人以上規模の事業所について全数調査を行 った系列の公表を開始した。本展望レポートにおける同統 計を用いた図表では、2019年6月分以降は全数調査結果 を用い、2019 年5月分までについては、抽出調査結果に 復元処理を加えた集計値が利用可能な部分では、これを用 いている。

¹⁶ 毎月勤労統計の賃金については、調査対象のサンプル替 えの影響を受けにくい共通事業所ベースで評価している。

¹⁷ 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BOX1を参照。

一般労働者の賃金上昇を主因に、緩やかな上昇を 続けている(図表 28)。一般労働者の所定内給与 の前年比は、0%台半ばから1%程度のプラスで 推移している(図表 29)。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、 最低賃金引き上げの影響もあって、2%台後半の 高めの伸びを続けている。一方、所定外給与は、

「働き方改革」に伴う所定外労働時間の減少が基 調的な下押し圧力として作用するなかで、海外経 済の減速に伴う生産活動の低下もあって、製造業 を中心に緩やかな減少傾向にある。特別給与も、 企業収益の鈍化に伴う賞与の伸び悩みを反映して、 このところ伸びが鈍化している。

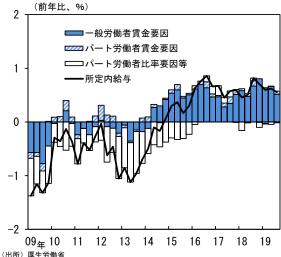
先行きの賃金動向を展望すると、一般労働者の 所定内給与は、過年度のインフレ率が高まり、労 働生産性の向上がより明確になるにつれて、緩や かに伸び率を高めていくと予想している。先行き のパートの時間当たり所定内給与も、労働需給の 引き締まりや最低賃金の引き上げに伴って、着実 に上昇率を高めていくと見込まれる。以上を総合 した労働者全体の時間当たり賃金は、名目の労働 生産性上昇率と概ね同程度のペースで緩やかに上 昇していくと考えられる。

上記のような雇用・賃金情勢を反映して、雇用 者所得は、先行きも着実に増加し、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。 この結果、労働分配率は、先行き、振れを伴いつ つも、概ね現状程度の水準で推移していくと見込 まれる (図表 30)。

(家計支出)

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

図表28:所定内給与の要因分解



- 各四半期は、10:3~5月、20:6~8月、30:9~11月、40:12~2月。 (注) 1. 2013/10~2019/10は、東京都の「500人以上規模の事業所」を復元した抽出 調査系列、2019/20以降は、全数調査した本系列。
 - 3. 2016/10以降は、共通事業所ベース。

図表29:一般・パート別賃金



(出所) 厚生労働省

- 各四半期は、10:3~5月、20:6~8月、30:9~11月、40:12~2月。 2013/10~2019/10は、東京都の「500人以上規模の事業所」を復元した抽出
- 調査系列、2019/2Q以降は、全数調査した本系列。
- 3. 2016/10以降は、共通事業所ベース。

図表30:労働分配率



(出所) 内閣府、財務省

- (注) 1. 労働分配率 (SNAベース) =名目雇用者報酬÷名目GDP×100
 - 2. 労働分配率 (法人季報ベース)
 - =人件費÷(営業利益+人件費+減価償却費)×100 3. 法人季報ベースは、金融業、保険業を除く。2009/20以降は、純粋持株会社を除く。
 - シャド一部分は、景気後退局面。

善を背景に緩やかに増加している¹⁸。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) ¹⁹の動きをみると、足もとでは消費税率引き 上げ前の需要増の反動に加え、自然災害の影響な どもあって、大きめの減少となっている(図表31、 32)。

形態別にみると、耐久財消費は、消費税率引き 上げ前の需要増の反動や自然災害の影響などから、 足もとでははっきりと減少している(図表33)。 このうち乗用車販売は、自然災害による供給制約 などから大きめの減少となっている。家電販売は、 消費税率引き上げ前の需要増の反動や自然災害に 伴う店舗休業からいったん減少したが、足もとに かけて徐々に持ち直してきている。非耐久財消費 も、耐久財に比べ小幅ではあるが、消費税率引き 上げ前の需要増の反動がみられる。一方、サービ ス消費は、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。外食は、消費税 率引き上げや天候不順の影響を受けつつも、ファ ーストフードを中心に、緩やかな増加基調を維持 している(図表34)。旅行は、昨年4月下旬から 5月上旬の大型連休の反動が長引くなかで、自然 災害の影響もあって減少してきたが、足もとでは 下げ止まっている。

個人消費関連のマインド指標をみると(図表

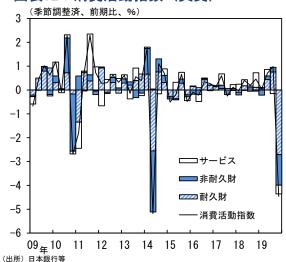
図表31:個人消費



(出所) 日本銀行、内閣府等

- (注) 1. 消費活動指数 (旅行収支調整済) は、除くインバウンド消費・含むアウトバウンド 消費(日本銀行スタッフ算出)。2019/4Qは、10~11月の値。
 - 家計最終消費支出の2019/4Qは、消費総合指数(11月までの値)を用いて
 - 日本銀行スタッフが試算。 可処分所得等は、可処分所得に年金受給権の変動調整を加えたもの(年次推計値 および速報値を用いて算出)。家計最終消費支出デフレーターを用いて実質化。

図表32:消費活動指数(実質)



(注) 1. 消費活動指数は、旅行収支調整済(日本銀行スタッフ算出) 内訳は、旅行収支を調整していない。2019/40は、10~11月の値。 2. 非耐久財は、GDP統計において半耐久財に分類される品目を含む。

図表33: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。

¹⁸ BOX4では、今次局面における消費税率引き上げ以降 の家計支出の動向について、2014年4月の前回消費増税 時との比較を行っている。財消費全体でみると、耐久財を 中心に、今回も税率引き上げ前の需要増と反動減は相応に みられているが、前回増税時と比べると、総じてみれば振 幅は抑制的なものにとどまっていると評価される。今回の 住宅投資の振幅も、前回対比、総じて抑制されているよう に窺われる。

¹⁹ 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 08 S N A 対応と精度向上を企図した見直し」(2018 年4月)を参照。

35)、消費者態度指数は、2018 年末以降、消費税率引き上げなどに対する懸念から悪化してきたが、昨年 10 月以降は、軽減税率や各種の家計支援策の効果もあって持ち直している。景気ウォッチャーも、暖冬の影響などが下押しに作用しているものの、足もとでは持ち直している。

先行きの個人消費については、各種の家計支援 策や雇用・所得環境の改善が下支えとして作用す るなかで、消費税率引き上げ前の需要増の反動と 実質所得の減少による下押し圧力は当面残るもの の、次第に減衰していくと見込まれる。前回の消 費増税時と比べると、税率引き上げ前の需要増の 規模は総じて抑制されていたことに加え、家計の ネット負担額の増加も小幅であることから、個人 消費の落ち込みは前回増税時と比べ限定的なもの にとどまり、個人消費の増加基調自体は維持され ると考えられる。その後は、雇用者所得の増加と 株高による資産効果に支えられて、基調としては、 緩やかな増加を続けると見込まれる。消費性向の 先行きについては、消費税率引き上げによる振れ を伴いつつも、横ばい圏内で推移する姿を想定し ている(図表36)。

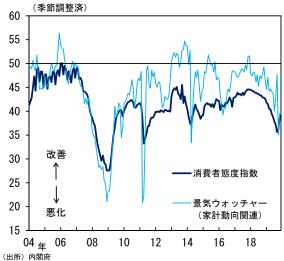
図表34:サービス消費



(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35:個人消費関連のマインド指標



(出所)内閣府 (注)景気ウォッチャーは、景気の現状判断DI。

図表36:平均消費性向



(出所) 日本銀行、内閣府等 (注) 1. 消費活動指数は、旅行収支調整済(日本銀行スタッフ算出)

GDP個人消費は、家計最終消費支出(除く持ち家の帰属家賃)。
 可処分所得等は、可処分所得に年金受給権の変動調整を加えたもの(年次推計値および速報値を用いて算出)。

住宅投資は、横ばい圏内で推移している(図表37)。住宅投資の先行指標である新設住宅着工戸数をみると、持家は、前回の消費増税時に比べ小幅ながらも、消費税率引き上げ前の需要増の反動が生じている。分譲は、大型物件の有無による振れを伴いつつ、横ばい圏内で推移している。貸家は、節税・資産運用目的の需要減退に加え、金融機関の融資姿勢の慎重化を背景に、減少傾向を続けている。

先行きの住宅投資については、目先、消費税率 引き上げの影響からいったん減少することが予想 されるものの、雇用・所得環境の改善や低水準の 住宅ローン金利、消費税率引き上げに伴い導入さ れた各種支援策が下支えとなり、振れを均せば、 横ばい圏内の動きが続くと考えられる。

図表37: 住宅投資



(出所) 内閣府、国土交通省 (注) 2019/40は、10~11月の値。

2. 物価の現状と見通し

(物価の現状)

物価の現状についてみると、国内企業物価(夏 季電力料金調整後)の前期比は、国際商品市況や 為替相場の動きを反映して、下落幅が縮小してい る(図表38)。企業向けサービス価格(除く国際 運輸)の前年比は、人件費や物流費の上昇を反映 した値上げの動きもみられるが、企業収益の鈍化 に伴う経費節減圧力から、2018 年末以降プラス 幅は縮小しており、足もとでは0%台半ばの上昇 となっている(図表 38)²⁰。

消費者物価の前年比をみると、除く生鮮食品・ エネルギーは0%台後半、除く牛鮮食品は0%台 半ばとなっている(図表38、40)。消費者物価の 基調的な動きを捉える指標(消費税率引き上げ・ 教育無償化政策の影響を除くベース)をみると(図 表 41)、刈込平均値は、このところ 0 %台前半と なっている²¹。最頻値は0%台前半で推移する一 方、加重中央値は足もとでは0%近傍となってい る²²。

景気の拡大や労働需給の引き締まりと比べると、 消費者物価の基調的な上昇圧力は弱めの状態が続 いている。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

図表38:物価関連指標

			(前年比、%)		
	19/1Q	19/2Q	19/3Q	19/4Q	
消費者物価指数(CPI)					
除く生鮮	0.8	0.8	0.5	0.5	
消費税・教育無償化の 影響を除く				0. 2	
除く生鮮・エネルギー	0.4	0.5	0.6	0.7	
消費税・教育無償化の 影響を除く				0.5	
国内企業物価指数 (前期比)	-0.8	0.4	-0.9	-0.1	
企業向けサービス価格指数	1. 1	0.9	0.5	0.4	
GDPデフレーター	0. 1	0.4	0.6		
内需デフレーター	0.3	0.4	0. 2		

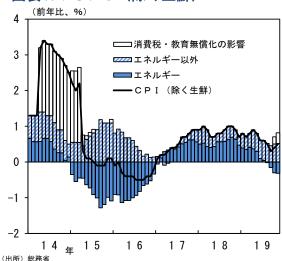
(出所) 総務省、日本銀行、内閣府

図表39: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40: CPI (除く生鮮)



⁽注) エネルギーは、石油製品・電気代・都市ガス代。

²⁰ こうしたなかで、短観の仕入価格判断DI、販売価格判 断DIは、足もとでは原油などの既往の商品市況の下落も あって、製造業を中心に、「上昇」 超幅が縮小している (図

²¹ 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。

²² 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。

⁽注) 1. 国内企業物価指数は、夏季電力料金調整後。企業向けサービス価格指数は、除く 国際運輸。いずれも、消費税率引き上げの影響を除く。 2. CPIと企業向けサービス価格指数の2019/49は、10~11月の値。

き続き影響している²³。こうしたもとで、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。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で推移 しており、引き続き物価下押しに寄与している(図 表 42)。また、他業態との競争激化を受けたスー パーなどの値下げやウエイトの大きい一部品目 (携帯電話関連)の価格下落といった部門ショッ ク、公共料金や家賃が鈍い動きを続けていること なども、物価全体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。もっとも、 最近では、人件費や物流費などのコスト上昇圧力 に直面するもとで、企業が価格を引き上げる動き も、徐々にではあるが拡がってきている(図表 43)。 実際、消費者物価(除く生鮮食品、消費税率引き 上げ・教育無償化政策の影響を除くベース)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、 消費税率引き上げ以降も、人件費や物流費の価格 転嫁の動きを反映して、高めの水準を維持してい る (図表 44)。

図表41:各種コアインフレ率指標



(注) CPI (消費税率引き上げ・教育無償化政策の影響を除く)を用いて日本銀行

スタッフが算出。

図表42:実質賃金ギャップ

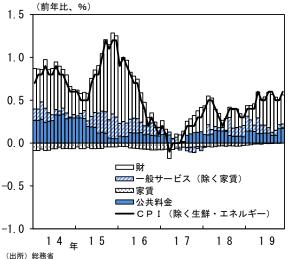


78/23 回、 F158/18 実質賃金ギャップは、実質賃金の労働生産性からの乖離率として算出。 実質賃金=人件費÷人員数÷GDPデフレーター

労働生産性=(営業利益+人仲費+減価償却費)÷人員数÷GDPデフレー人件費等は、法人季報ベース(金融業、保険業を除く)。

2009/20以降は、純粋持株会社を除く。

図表43: CPI (除く生鮮・エネルギー)



(注) 1. 公共料金(除くエネルギー) = 「公共サービス」+「水道料」

^{23 2019} 年4月 15 日に開催された東京大学金融教育研究 センター・日本銀行調査統計局第8回共催コンファレンス 「近年のインフレ動学を巡る論点:日本の経験」では、2% の「物価安定の目標」が達成されていない背景として、イ ンフレ予想形成に歴史依存性があるもとで、過去の長期に わたるデフレの経験が影響しているとの意見が多くみら れた。詳細は、日本銀行調査論文「東京大学金融教育研究 センター・日本銀行調査統計局第8回共催コンファレン ス:「近年のインフレ動学を巡る論点:日本の経験」の模様」 (2019年6月)を参照。

この間、GDPデフレーターの前年比は、内需デフレーターの上昇と既往の原油価格下落を背景に、全体では0%台半ばのプラスとなっている(前掲図表38)。内需デフレーターの前年比は、個人消費デフレーターを中心に、0%台前半のプラスとなっている。

図表44:上昇•下落品目比率



(出所) 日本銀行、総務省

(注) 上昇・下落品目比率は、前年比上昇・下落した品目の割合 (CPI除く生鮮、消費税率引き上げ・教育無償化政策の影響を除く)。日本銀行スタッフ算出。

(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をみると、2019年 7~9月は、4~6月と同程度の比較的大幅なプ ラスを維持している(前掲図表4、図表45)。足 もとでは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しているとみられるも のの、その後は、見通し期間の終盤にかけて、成 長率が潜在成長率を幾分上回って推移することか ら、プラス幅は緩やかに拡大していくと考えられ る。

第2に、中長期的な予想物価上昇率は、横ばい 圏内の動きが続いているが(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、「適合的な期待形成」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、 価格引き上げの動きが拡がっていけば、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しの面では、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。

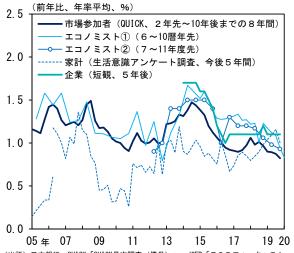
第3に、輸入物価についてみると、既往の原油 価格の下落は、当面、エネルギー価格の下落を通 じて、消費者物価を下押しすることが見込まれる (図表48)。もっとも、そうした下押しの影響は、 振れを伴いつつも次第に減衰していくとみられる。

図表45: CPIと需給ギャップ



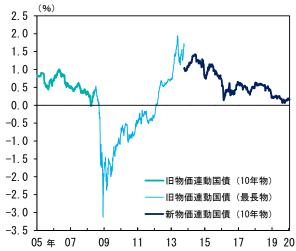
- (注) 1. CPIは、消費税率引き上げ・教育無償化政策の影響を除く。 2019/40は、10~11月の値。
 - 2. 需給ギャップは、日本銀行スタッフによる推計値。

図表46:予想物価上昇率(各種調査)



- $JCER \lceil ESPJ_{\pi} + v_{\pi} + v_{\pi} \rceil$ (出所) 日本銀行、QUICK「QUICK月次調査(債券)」、 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、修正カールソン・パーキン法による。
 - 3. 企業は、全産業全規模ベースの物価全般の見通し(平均値)。

図表47:予想物価上昇率(BEI)



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

(物価の先行き)

以上を踏まえ、消費者物価(除く生鮮食品・エ ネルギー)の前年比について、先行きを展望する と、目先、①食料工業製品や外食、家事関連サー ビス等では、原材料費や人件費の上昇を転嫁する 動きが続くと見込まれる。また、②消費税率引き 上げ後の販売落ち込みからの持ち直しも、耐久消 費財や被服などを中心に、幅広い品目の価格にプ ラスに作用してくる可能性が高い。さらに、③本 年初から、自動車保険料(任意)の値上げも実施 されている。一方、④携帯電話関連(携帯電話機・ 携帯電話通信料) や旅行関連(外国パック旅行費・ 宿泊料)は弱含んだ状態が続くとみられる。これ らの結果、消費者物価(除く生鮮食品・エネルギ 一)の前年比は、目先、小幅ながらもプラス幅を 拡大していくと見込まれる。その後も、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、予想物価上昇率も次 第に伸びを高めていくことから、消費者物価(除 く生鮮食品・エネルギー)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。

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下押し要因として作用することから、プラス幅の拡大ペースは、消費者物価(除く生鮮食品・エネルギー)と比べると、緩やかなものにとどまると予想される。その後は、エネルギー価格下落の影響が減衰するもとで、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のに伴い、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、 プラスの状態を続けるもとで、②予想物価上昇率

図表48:国際商品市況

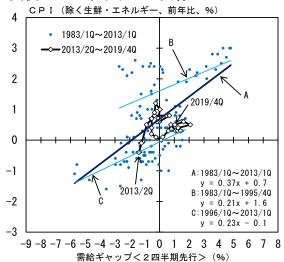


が、「フォワードルッキング」、「適合的」双方の期 待形成メカニズムを通じて高まっていくのに伴い、 フィリップス曲線自体が徐々にシフトアップして いく、との基本的な考え方がある(図表 49)。

なお、今回の 2021 年度までの消費者物価 (除 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 た水準になるという関係がある(前掲図表42)。 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、 企業収益が高水準を続けるなか、労働需給の引き 締まりを反映して、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、家計の実質所得の改 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、消費税率引き上げ・教育無償化政策の影響を除く。 2019/4Qは、10~11月の値。 2. 需給ギャップは、日本銀行スタッフによる推計値。

3. わが国の金融情勢

(金融環境)

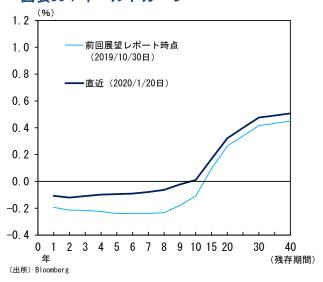
わが国の金融環境は、きわめて緩和した状態にある。

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年物国債金利:ゼロ%程度)に沿ったかたちとなっている(図表 50)。すなわち、短めのタームは小幅のマイナス領域で推移している。10年物は、米中通商交渉や英国のEU離脱問題の進展などを受けた米欧金利の上昇につれるかたちで反発する場面もみられたが、ゼロ%程度で推移している。この間、20年物は、10年物につれて反発する場面もみられたが、0%台前半で推移している。

企業の資金調達コストは、きわめて低い水準で 推移している(図表 51)。 C Pの発行金利は、き わめて低い水準で推移しており、短観のD I 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)。

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



(注) 1. CP発行利回りの2009/9月以前はa-1格以上、2009/10月以降はa-1格。

3. 銀行貸出金利、社債発行利回りは、後方6か月移動平均。

図表52:企業からみた金融機関の貸出態度



(注) 短観の金融機関の貸出態度判断 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。 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%程度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、9%程度の高めのプラスで推移している。

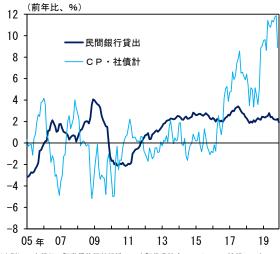
マネタリーベースは、前年比で3%台前半の伸びで推移しており、12月末時点の残高は518兆円(対名目GDP比率は93%²⁴)となっている。マネーストック(M2)の前年比は、銀行貸出の増加などを背景に、2%台後半の伸びとなっている(図表55)。

図表53:企業の資金繰り



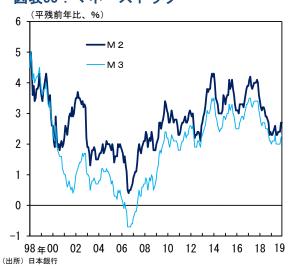
(注) 短観の資金繰り判断DI。2003/12月調査には、調査の枠組み見直しによる 不連続が生じている。

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・社債計は未残前年比。

図表55:マネーストック



²⁴ 名目GDPは、2019年7~9月期の値を用いている。

(金融市場動向)

国際金融市場の動向をみると、中東における地 政学的リスクの高まりによって振れる場面もみられたものの、米中通商交渉や英国のEU離脱問題 の進展などを受けた投資家のリスクセンチメント 改善を背景に、多くの国で株価や長期金利が上昇 している。

米欧の長期金利(10年物国債利回り)をみると、 米国やドイツでは、米中通商交渉や英国のEU離脱問題の進展などを受けて、上昇している(図表56)。もっとも、昨年半ば以降、FRBやECBが金融政策運営を緩和方向に変化させ、今後も当面は緩和的な金融環境が維持されるとの市場の期待が維持されていることもあって、上昇は抑制されている。

主要通貨のLIBOR-OISスプレッドをみると、米ドルは、年末の資金需給の引き締まりへの警戒感などもあって、一頃より拡大した状態が続いていたが、足もとにかけては縮小している(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、年末越えを意識した動きなどから、昨年9月末以降、拡大していたが、足もとにかけては縮小している(図表 58)。

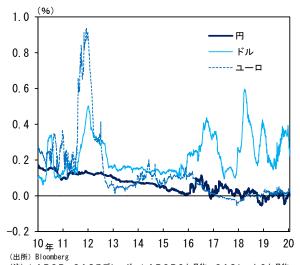
株式市場をみると、米国の株価は、中東における地政学的リスクの高まりによって振れる場面もみられたものの、米中通商交渉や英国のEU離脱問題の進展などを受けた投資家のリスクセンチメント改善を背景に上昇しており、最高値を更新する場面もみられた(図表 59)。欧州やわが国の株価も、米国株価につれた動きとなっている。

わが国の不動産投資信託(J-REIT)市場をみると、J-REIT価格は、長期金利の反発

図表56:主要国の長期金利(10年物国債)

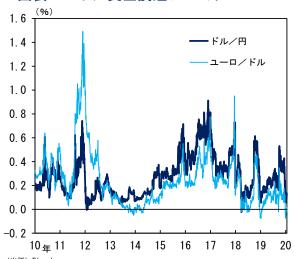


図表57:LIBOR-OISスプレッド



(注) LIBOR-OISスプレッド=LIBOR3か月物-OISレート3か月物

図表58:ドル資金調達プレミアム



 (出所) Blomberg
 (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LIBOR 3か月物との差。

などを映じて、反落している(図表60)。

為替市場をみると、円の対ドル、対ユーロ相場は、中東における地政学的リスクの高まりによって振れる場面もみられたものの、米中通商交渉や英国のEU離脱問題の進展などから幾分円安方向に推移している(図表 61)。この間、2019年中の円の対ドルレートの変動幅は1973年の変動相場制移行後で最も小さい水準となった。

以上

図表59:主要株価指数



図表60:主要REIT指数



図表61:円ドル・円ユーロ相場



(BOX1) ポリシーミックスの効果

今回の展望レポートにおける中心的な見通しでは、日本銀行が現在の強力な金融緩和政策を続けるもとで、2019 年 12 月 5 日に閣議決定された経済対策が執行されて、政府支出が拡大していくことを前提としている。そうしたもとでは、所謂「ポリシーミックス」の持つ相乗的な景気刺激効果を通じて、国内需要が下支えされることが見込まれる。

一般に、政府が国債増発を通じて資金調達を行い、財政支出を増加させる場合には、長めの市場金利に上昇圧力がかかるため、民間投資が抑制される「クラウディング・アウト」が発生し、景気刺激効果が減殺される。他方、中央銀行が、財政拡張と同時に金融緩和を進める場合には、国債発行に伴う金利上昇が抑制されるため、財政拡張と金融緩和が相乗的にプラスに作用し、景気刺激効果がより強力なものとなる。今回の展望レポートにおける中心的な見通しでは、日本銀行が「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続するもとで、財政拡張によるクラウディング・アウトは発生せず、設備投資等の金利感応的な国内民間需要は、見通し期間を通じて、着実な増加を続ける姿を見込んでいる。

ここでは、こうしたポリシーミックスの持つ景 気刺激効果を検証するため、日本銀行調査統計局 のマクロ経済モデル(Q - J E M)を用いて、公 共投資の増額シミュレーションを行った²⁵。その

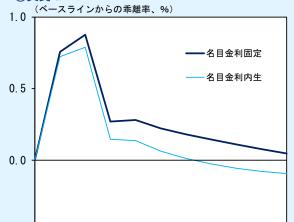
図表B1:公共投資増額シミュレーション

(シナリオ) 公共投資がベースラインから名目GDP 対比1%分、1年間増加したケース

①実質GDP

-0.5

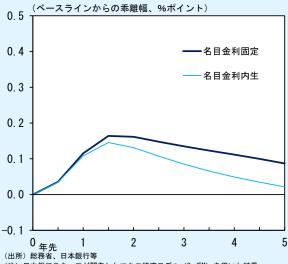
0 年先



(出所) 内閣府、日本銀行等
 (注) 日本銀行スタッフが開発したマクロ経済モデル(Q-JEM) を用いた結果。
 モデルの詳細は、"The Quarterly Japanese Economic Model (Q-JEM): 2019 version"
 日本銀行ワーキングペーパー(19-E-7) 等を参照。

②CPI総合(除く生鮮・エネルギー)の前年比

2



(注) 日本銀行スタッフが開発したマクロ経済モデル (Q-JEM) を用いた結果。 モデルの詳細は、"The Quarterly Japanese Economic Model (Q-JEM): 2019 version" 日本銀行ワーキングペーパー (19-E-7) 等を参照。

²⁵ 2016 年 10 月展望レポートのBOX1でも、同様のシミュレーションを行っているが、それ以降のデータの蓄積と、モデルの定式化の見直しによって、結果は幾分変化している。モデルの詳細については、以下の論文等を参照。 "The Quarterly Japanese Economic Model (Q-JEM): 2019 version," Bank of Japan Working Paper Series, No.19-E-7, June 2019.

際、名目長期金利が内生的に変動する(金利上昇 と為替円高が発生する)場合と、名目長期金利を 外生的に固定する場合の双方について、シミュレ ーションを実施した。なお、公共投資については、 当初の1年間で、名目GDPの1%分に当たる支 出増加が生じるケースを設定している。

シミュレーション結果をみると(図表 B1①)、名目金利が固定されている場合の方が、設備投資に対しクラウディング・アウトを通じた抑制効果が働かないため、GDPの押し上げ効果は、金利内生の場合よりもはっきりと大きくなることが確認できる²⁶。こうしたGDPの動きを反映して、消費者物価(除く生鮮食品・エネルギー)についても、名目金利が固定されている場合の方が押し上げ効果は幾分大きくなっている(図表 B1②)。

ただし、こうしたシミュレーション結果は、経済変数間の過去の平均的な関係に基づくことから、幅を持ってみておく必要がある。また、実際の予算の成立・執行時期や、人手不足感の強い建設業における工事の進捗状況を巡って、ある程度不確実性が存在することにも注意が必要である。

_

²⁶ また、名目金利が固定されている場合には、金利上昇に伴う円高進行が回避され、輸出の減少が生じないことも、GDPの増加幅を大きくする方向に寄与している。

(BOX2) 財別にみた輸出動向と見通し

世界貿易量と相関の高いグローバル製造業 P M I は、足もとでは下げ止まりから持ち直しに向か っている(図表 B2-1)。こうした製造業の業況感 の動きを踏まえると、2018 年後半から低下を続 けてきた世界貿易量の前年比も、早晩下げ止まり、 持ち直しに向かう蓋然性は高まってきている。グ ローバルな貿易活動の回復は、わが国輸出にも全 体としてプラスに作用していくとみられるが、輸 出環境を財別にみると相応の違いが残るとみられ る。具体的には、当面、情報関連輸出は増加基調 をたどるものの、わが国が比較優位を持つ自動車 関連輸出や資本財輸出は、なお弱めの動きが続く 可能性が高い。本BOXでは、わが国の財別輸出 の現状と先行きについて、考え方を整理する。

わが国の情報関連輸出は、グローバルなITサ イクルの好転を背景に 2019 年央頃に底打ちした あと、足もとはスマートフォン向けやデータセン ター向けを中心に増加基調に転じている。WST Sの世界半導体出荷額は、昨年後半から増加に転 じており、2020 年もメモリやロジックなど幅広 い関連品目で増加する見通しとなっている(図表 B2-2)。こうした動きの背景には、2019 年前半 にいったん落ち込んでいたデータセンター向け投 資が、クラウドサービス需要の高まりやEコマー スの拡大を背景に、持ち直していることが挙げら れる。また、スマートフォン関連についても、2020 年以降、5G対応機種の投入が順次拡大していく なかで、付加価値の高い関連部品の出荷が増加し ていくとみられる。こうしたもとで、わが国電気 機械(大企業)の海外需給判断DIは、自動車や はん用・生産用・業務用機械と異なり、足もとで 緩やかに持ち直している(図表 B2-3)。以上を踏 まえると、先行きの情報関連輸出は、5 G通信関



THS Markit(© and database right IHS Markit Ltd 2020. All rights reserved.)
(注) 1. 世界貿易量は、世界実質輸入。2019/40は、2019/10月の2018/10~12月対比。
2. グローバル製造業PMIは、J.P. Morganグローバル製造業PMI。

図表B2-2:世界半導体出荷額



実績・予測ともに、WSTSのデータを用いて日本銀行スタッフが算出。 実績の2019/4Qは、10~11月の値。

図表B2-3:海外需給判断



連やデータセンター関連を中心に、しっかりとした増加基調を続けると予想される。

次に、資本財輸出をみると、半導体製造装置の 増加や振れの大きい船舶による一時的な押し上げ を除けば、弱めの動きが続いていると評価される (図表 B2-4)。こうしたわが国資本財に対する海 外需要の弱さの背景には、中国やNIEs・AS E A Nの製造業部門を中心に設備投資の減速が続 いていることがある。とくに、わが国資本財輸出 の先行指標である工作機械受注の外需をみると、 ①グローバルな自動車生産の弱さや、②不確実性 の高まりに伴うグローバルな設備投資の先送りな どを反映して、足もとでも減少傾向に歯止めがか かっていない (図表 B2-5)。こうした動きを踏ま えると、先行きの資本財輸出は、当面、半導体製 造装置による押し上げに下支えされるとしても、 増加に転じるまでにはなお時間を要するとみられ る。ただし、やや長い目でみると、保護主義的な 動きの一段の高まりが回避され、グローバルな不 確実性も低下傾向に転じていけば、資本財の貿易 量は徐々に回復に向かい、わが国の資本財輸出も 緩やかな増加基調に復していくと考えられる。

この間、わが国の自動車関連輸出は、グローバルな自動車販売の不振が続くもとで、海外生産移管の動きも加わり、足もとでは大きめの減少となっている。グローバルな自動車の生産台数をみると、①設備投資の減速に伴う法人需要の減少や、②中国・インド等における金融環境の引き締まり、③欧州・中国の環境規制の厳格化を背景に、2018年以降、減少傾向が明確となっている(図表 B2-6)。このようにグローバルな自動車販売の不振が続くなかにあっても、わが国の完成車輸出は、2019年央頃まで増加基調を続けてきたこともあり、昨年後半以降は、その反動から減少幅が大きくなっ



(出所) 日本銀行、財務省 (注) 日本銀行スタッフ算出。2019/4Qは、10~11月の値。

図表B2-5:工作機械受注·外需



注) 1. 工作機械メーカーが各業種から受注した金額。なお、一般機械等は、鉄鋼・非鉄 金属のほか代理店向けなどを含む。 2. 2019/40は、10~11月の値。

図表B2-6:自動車生産台数



ている面がある。加えて、足もとでは、自然災害 によるサプライチェーン寸断などの供給制約も重 なったため、国内の自動車生産台数は、輸出向け のみならず国内向けもはっきりと減少している (図表 B2-7)。先行きの自動車関連輸出について は、海外生産移管の影響が剥落し、供給面の制約 が解消していくことはプラスに作用するものの、 グローバルな自動車販売の不振はなお続くとみら れることから、当面弱めの動きが続く可能性が高 い。もっとも、その後は、グローバルな自動車販 売が、環境規制の厳格化に伴う下押し圧力が和ら ぐなか、設備投資の回復に伴う法人需要の持ち直 しや新興国における政策対応が下支えとなって緩 やかに回復していくと見込まれる。そうしたもと で、自動車関連輸出も、次第に回復に向かうと予 想される。

図表B2-7:国内・輸出別にみた乗用車出荷



2. 日本自動車工業会のデータを用いて日本銀行スタッフが算出。

(BOX3) 最近の設備投資の底堅さの背景

海外経済の減速や自然災害などの影響から、輸出・生産や企業マインド面には弱めの動きがみられるものの、企業の前向きな設備投資スタンスは全体として維持されている。こうしたもとで、先行きの設備投資は、基調としては緩やかな増加を続けると見込まれる。本BOXでは、設備投資の見通しについて、形態別に考え方を整理する。

まず、機械投資について、先行指標である機械 受注をみると、製造業は、海外経済の減速に伴う 輸出の弱さを背景に、2018年末以降、弱めの動 きが続いている(図表 B3-1)。製造業を業種別に みると、電気機械は、グローバルな I Tサイクル の好転を受けて、2019 年央頃から持ち直しに転 じているものの、最もウエイトの大きいはん用・ 生産用・業務用機械は、グローバルな設備投資需 要の低迷を反映して、はっきりとした減少を続け ている。また、自動車・同付属品も、自動車関連 輸出の減少を背景に、ここにきて工作機械等への 需要が弱めとなっている。この点、製造業の機械 受注と実質輸出について、トレンドからの乖離を みると、両者の相関は極めて高く、製造業は、輸 出の変動に対してかなり感応的に工作機械等の発 注を調整していることが確認できる(図表 B3-2)。 こうした観察事実を踏まえると、先行きの製造業 の機械投資は、海外経済の減速の影響が和らぎ、 実質輸出が持ち直しに転じるまでは、当面弱めの 動きとなると予想される。

次に、建設投資について、先行指標である建築 着工をみると、オリンピック関連需要が一巡した とみられる 2019 年度入り後も大きく落ち込むこ となく、増加傾向を続けている(前掲図表 22)。 こうした建設投資の堅調さを支えている最近のオ

図表B3-1:機械受注 (季節調整済年率換算、兆円) (季節調整済年率換算、兆円) 民需(除く船舶・電力、左目盛) 製造業 (右目盛) 7 12 非製造業(除く船舶・電力、右目盛) 11 6 5 10 9 4 8 3 2 06年 80 10 12 14 16 18 (出所) 内閣府 (注) 2019/40は、10~11月の値。

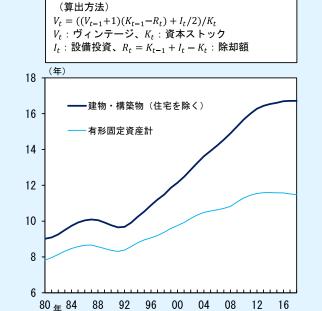




フィスビルやホテル、商業施設等の新設について は、能力増強ではなく、老朽化した既存ビルの建 て替えなど、ヴィンテージの若返りを企図したも のが少なくないとみられる。一定の仮定を置いて、 資本ストックのヴィンテージを試算すると、建 物・構築物のヴィンテージは、バブル崩壊以降の 建設投資の長期低迷を反映して、上昇トレンドを 続けている(図表 B3-3)。こうしたなかで、旧耐 震基準で建設された既存建築物に対する建て替え 需要が、きわめて緩和的な金融環境にも後押しさ れて、近年、顕在化してきているとみられる。最 近の都市再開発案件の多くが、良好な立地にある 既存建築物を機能性の高いビルに建て替える案件 であることも反映して、オフィスビルの空室率は きわめて低位となっている。こうした建て替え需 要の増加は、建築着工の周波数分解を行うと、建 て替えサイクルに概ね対応するとみられる中長期 循環(15~50年)が、近年の基調的な押し上げ 要因となっていることからも確認できる(図表 B3-4)。先行きについても、建設ストックのヴィ ンテージの高さを踏まえると、潜在的な建て替え 需要は、なお相応に残されているとみられ、きわ めて投資刺激的な金融環境も背景に、先行きも息 長く建設投資を下支えしていくと考えられる。

この間、ソフトウェア投資と研究開発投資も、 着実な増加を続けている。これらの投資が設備投 資全体に占める割合は、長期的にみて上昇トレン ドにあり、2010 年代以降は設備投資全体の3割 程度を占めるに至っている (図表 B3-5)。 このよ うに近年ウエイトが増しているソフトウェア・研 究開発投資は、①機械投資等に比べると、短期的 な収益変動に比較的左右されにくいこと、さらに ②生産能力の増大に直結しにくいため、その増加 が資本ストックの調整圧力の高まりにもつながり にくいことが、最近の設備投資全体の底堅さの背

図表B3-3:固定資本ストックのヴィンテージ



(出所) 内閣府、経済産業研究所、総務省 (注) 民間部門ベース。1970年国富調査時点を初期値とし、SNA(1979年以前はJIP 民間部門へ一人。1970年国語調室呼派で初初限とし、3 NA (1970年公別1805年) データベース)を用いて貸出。「建物・構築物(任宅を除く)」の初期値は、国富調査 の「建物及び建物付属設備」と「構築物」の平均経過年数から、住宅・土地統計調査 より推計した住宅の築後経過年数を調整。

図表B3-4:建設投資の周波数分解

①耐用年数

約15~25年 木浩等 鉄骨鉄筋コンクリート造等 約30~50年

②周波数分解(建築着工、工事費予定額)

(循環成分、季節調整済年率換算、兆円) 10 8 ■15~50年 コ1~15年 6 合計 4 2 0 -2 89暦年半期95 01 0 (出所) 国税庁、国土交通省 (注) 1. 耐用年数は、国税庁の耐用年数表に基づく。 07 13 19

民間非居住用の建築着工(工事費予定額)を用いて算出。推計期間は、 1988/2Q~2019/4Q。2019/4Qは、10~11月の値。

景にあると考えられる。

なお、ソフトウェア投資の増加は、これまで、 人手不足が深刻化するもとで、効率化・省力化二 ーズの強い非製造業の労働集約的な業種が中心で あったが、最近は、製造業を含め業種横断的に「攻 めのIT投資」も着実に増えてきているように窺 われる(図表 B3-6)。具体的に、企業は、省人化・ 生産性向上目的のRPA(ロボットによる業務工 程の自動化)だけでなく、新規ビジネス創出や販 路拡大、データ分析、マーケティングでの活用を 目的としたビッグデータ、AI、IoT関連の投 資にも、徐々に積極的となってきている点は注目 に値する(図表 B3-7)。

以上を踏まえると、先行きの設備投資は、製造業における機械投資の弱さを建設投資やソフトウェア・研究開発投資の堅調さが相殺するかたちで、全体として底堅さを維持すると見込まれる。ただし、わが国経済への影響力が大きい自動車関連や資本財を中心に、輸出・生産面で弱めの動きが続いているため、これらセクターの収益が一段と減少した場合には、企業の投資スタンスが慎重化する可能性があることには、十分に注意しておく必要がある。

図表B3-5:ソフトウェア・研究開発投資 (兆円) 120 **■**研究開発投資 ▽ソフトウェア・研究開発の比率(% **グググ**ソフトウェア投資 1980 1990 □□□ 建設投資 ~89年 ~99年 ~09年 ~18年 100 14. 2 19.3 28. 4 □機械投資等 80 60 40 20 0 80年84 88 92 96 00 04 08 12 16

図表B3-6:ソフトウェア投資額(短観)

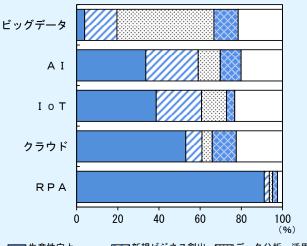
(注) 固定資本マトリックス(名目)の民間部門における「住宅」以外の固定資本形成。

(出所) 内閣府



(注) 全規模ペース。2019年度は、2004~2018年度の比較可能な12月計画値から実績値への 平均的な修正率に基づいて調整した値。

図表B3-7:企業のIT技術の利用目的



生産性向上 営業力強化

■ 新規ビジネス創出 □ データ分析・活用

□□その他

(出所) 日本情報システム・ユーザー協会 (注) 2018年度調査。「クラウド」は、「パブリック・クラウド (IaaS、PaaS) 」および 「パブリック・クラウド (SaaS) 」を回答企業数で加重平均して算出。

(BOX4) 消費税率引き上げ以降の家計支出の動向

消費税率引き上げは、①税率引き上げ前は、価 格上昇前の前倒し購入の増加を通じて、成長率の 押し上げ要因となる一方、②税率引き上げ後は、 それまでの需要増の反動と、物価上昇に伴う家計 の実質可処分所得の減少を通じて、成長率を押し 下げる要因となる。足もとまでの各種指標の動き を踏まえると、①税率引き上げ前の需要増とその 後の反動減は、2014年4月の前回増税時と比べ ると、抑制的であったとみられるほか、②税率引 き上げ後の消費者マインドも持ち直していると判 断される。

まず、非耐久財全体の動きをみると、各種の家 計支援策(軽減税率やキャッシュレス決済時のポ イント還元制度)の効果もあって、消費税率引き 上げ後の落ち込みは抑制されており、前回増税時 との対比でも底堅く推移している(図表 B4-1①)。 非耐久財を主として扱うスーパーやコンビニの販 売額をみても、消費税率引き上げ直後は、台風19 号の影響も加わっていったん落ち込んだが、足も とにかけて持ち直している。

一方、耐久財全体の動きをみると、消費税率引 き上げ前の需要増が前回増税時との対比で総じて 抑制されていたにもかかわらず、昨年 10 月以降 の減少幅がやや大きくなっている(図表 B4-1②)。 こうした耐久財消費の弱さには、昨年 10 月以降 の自動車販売の落ち込みが大きく影響している (前掲図表33)。自動車販売の減少については、 自然災害と自動車メーカー側の供給制約の影響も 少なくないだけに、自動車需要の基調に変化が生 じているかどうかを判断するためには、もう少し データの蓄積を待つ必要がある。

住宅投資について、先行指標である新設住宅着

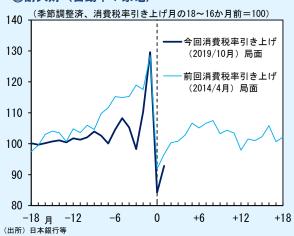
図表B4-1:消費活動指数(実質)

①非耐久財



O月は、消費税率引き上げ月(前回:2014/4月、今回:2019/10月)。今回消費税率 引き上げ局面の直近値は、2019/11月 (日本銀行スタッフ算出)。 2. GDP統計において半耐久財に分類される品目を含む。

②耐久財(自動車+家電)



(注) 0月は、消費税率引き上げ月(前回:2014/4月、今回:2019/10月)。今回消費税率 引き上げ局面の直近値は、2019/11月(日本銀行スタッフ算出)。

図表B4-2:新設住宅着工戸数

①全体



(注) 0月は、消費税率引き上げ月(前回:2014/4月、今回:2019/10月)。今回消費税率引き上げ局面の直近値は、2019/11月。

工戸数をみると、持家と分譲戸建では、昨年6月頃にかけて税率引き上げ前の需要増の影響から着工が増加したあと、足もとでは反動減が生じている(図表 B4-2②)²⁷。もっとも、住宅関連の各種支援策(住宅ローン減税の拡充や贈与税の非課税枠拡大、次世代住宅ポイント制度の導入等)の効果もあって、消費税率引き上げ後の落ち込みは、前回増税時と比べかなり抑制されている(図表 B4-2①)。

実質所得減少の影響は、上記でみた消費税率引 き上げ前の需要増の反動と異なり、時間をかけて 徐々に現れてくるとみられる。このため、この影 響を見極めるには、もう少しデータの蓄積を待つ 必要があるが、家計の支出スタンスを比較的早期 に把握できる指標としては、消費者マインド指標 (消費者態度指数) が挙げられる。今回の消費税 率引き 上げ前後の消費者マインドの動きを前回増 税時と比較すると、今回は、税率引き上げ前に海 外経済の減速の影響などから弱めの動きを続けて きたが、税率引き上げ後は、実質所得に対する認 識を表しているとみられる「暮らし向き」が牽引 するかたちで、持ち直してきている(図表 B4-3)。 こうした今回の「暮らし向き」を中心とする消費 者マインドの改善は、消費税率引き上げによる家 計のネット負担額の増加が、軽減税率や年金生活 者支援給付金などの支援策により、前回増税時対 比かなり抑制されていることとも整合的であると 考えられる。

②持家+分譲戸建



- (注) 1. 0月は、消費税率引き上げ月(前回:2014/4月、今回:2019/10月)。今回消費税率引き上げ局面の直近値は、2019/11月。
 - 2. 分譲戸建は、日本銀行スタッフが算出。

図表B4-3:消費者マインド

①消費者態度指数



- (注) 1. 0月は、消費税率引き上げ月(前回:2014/4月、今回:2019/10月)。今回消費税率引き上げ局面の直近値は、2019/12月。
 - 2. 2013/4月には、調査方法変更による不連続が生じている。

②暮らし向き(消費者態度指数)



- (注) 1. 0月は、消費税率引き上げ月(前回:2014/4月、今回:2019/10月)。今回消費税率 引き上げ局面の直近値は、2019/12月。
 - 51き上げ局面の直近値は、2019/12月。 2. 2013/4月には、調査方法変更による不連続が生じている。

²⁷ 住宅については、2019年3月までの契約であれば、引き渡しが 2019年10月以降であっても、8%の旧税率が適用される。このため、住宅メーカーの受注には、2019年3月にかけて駆け込みの契約増がみられ、2019年4月以降はその反動減が生じている。住宅着工統計には、こうした受注の動きが、ややラグを持って表れている。

