

公表時間  
11月1日(水) 14時00分



# 経済・物価情勢の展望

2023年10月



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

引用・転載・複製を行う場合は、出所を明記してください。

## 経済・物価情勢の展望（2023年10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、当面は、海外経済の回復ペース鈍化による下押し圧力を受けるものの、ペントアップ需要の顕在化などに支えられて、緩やかな回復が続けるとみられる。その後は、所得から支出への前向きな循環メカニズムが徐々に強まることで、潜在成長率を上回る成長を続けると考えられる。
- 物価の先行きを展望すると、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、来年度にかけて、既往の輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響が残るも、このところの原油価格上昇の影響等もあって、2%を上回る水準で推移するとみられる。2025年度については、これらの影響の剥落から、前年比のプラス幅は縮小すると予想される。この間、消費者物価の基調的な上昇率は、マクロ的な需給ギャップがプラスに転じ、中長期的な予想物価上昇率や賃金上昇率も高まるも、見通し期間終盤にかけて「物価安定の目標」に向けて徐々に高まっていくと考えられる。
- 前回の見通しと比べると、成長率については、2023年度が上振れている。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比については、2023年度は、政府の経済対策がエネルギー価格を押し下げる一方、価格転嫁が想定を上回って進んでいることなどから、幾分上振れている。2024年度は、このところの原油価格上昇の影響や経済対策による押し下げの反動等から、大幅な上振れとなっている。
- リスク要因をみると、海外の経済・物価動向、資源価格の動向、企業の賃金・価格設定行動など、わが国経済・物価を巡る不確実性はきわめて高い。そのも、金融・為替市場の動向やそのわが国経済・物価への影響を、十分注視する必要がある。
- リスクバランスをみると、経済の見通しについては、2023年度と2024年度は概ね上下にバランスしているが、2025年度は下振れリスクの方が大きい。物価の見通しについては、2023年度は上振れリスクの方が大きい。もっとも、物価については、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慣行や考え方が社会に定着してきたことを踏まえると、賃金と物価の好循環が強まっていくか注視していくことが重要である。

<sup>1</sup> 本基本的見解は、10月30、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、緩やかに回復している。海外経済は、回復ペースが鈍化している。そうした影響を受けつつも、輸出や鉱工業生産は、供給制約の影響の緩和に支えられて、横ばい圏内の動きとなっている。企業収益は全体として高水準で推移しており、業況感は緩やかに改善している。こうしたもとで、設備投資は緩やかに増加している。雇用・所得環境は緩やかに改善している。個人消費は、物価上昇の影響を受けつつも、緩やかなペースで着実に増加している。住宅投資は弱めの動きとなっている。公共投資は緩やかに増加している。わが国の金融環境は、緩和した状態にある。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、政府の経済対策によるエネルギー価格の押し下げ効果などによって、ひと頃に比べればプラス幅を縮小しているものの、既往の輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響から、足もとは2%台後半となっている。予想物価上昇率は、緩やかに上昇している。

## 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を展望すると、当面は、海外経済の回復ペース鈍化による下押し圧力を受けるものの、ペントアップ需要の顕在化に加え、緩和的な金融環境や政府の経済対策の効果などにも支えられて、緩やかな回復を続けるとみられる。その後は、ペントアップ需要や経済対策の効果は和らいでいくものの、所得から支出への前向きな循環メカニズムが経済全体で徐々に強まってくなかで、わが国経済は、潜在成長率を上回る成長を続けると考えられる。

こうした見通しを前回の展望レポートにおける見通しと比較すると、2023年度は、輸入の減少等を受けた実績の上振れを反映する形で、上振れている。

家計部門をみると、雇用は増加を続けるが、これまで女性や高齢者の労働参加が相応に進んできたなかで、追加的な労働供給が見込みにくくなるため、その増加ペースは徐々に緩やかになっていくと考えられる。もともと、このことは、景気回復の過程で、労働需給の引き締まりを強める方向に作用する。そのもとで、賃金上昇率は、物価上昇も反映する形で基調的に高まってくとみられ、雇用者所得は増加を続けると予想される。こうしたもとで、個人消費

は、当面は、物価上昇の影響を受けつつも、行動制限下で積み上がってきた貯蓄にも支えられたpentアップ需要の顕在化に加え、賃金上昇率の高まりなどを背景としたマインドの改善などに支えられて、緩やかな増加を続けるとみられる。政府によるガソリン・電気・ガス代の負担緩和策なども、個人消費を下支えすると考えられる。その後は、pentアップ需要の顕在化ペースの鈍化や政府の各種施策による下支え効果の減衰の影響を受けつつも、雇用者所得の増加に支えられて、緩やかな増加を続けると考えられる。

企業部門をみると、輸出や生産は、当面、海外経済の回復ペース鈍化の影響を受けて横ばい圏内で推移したあと、海外経済が国・地域ごとにばらつきを伴いつつ緩やかに成長していくもとで、増加基調に復していくと考えられる。この間、サービス輸出であるインバウンド需要は、増加を続けると予想される。企業収益は、当面、既往の原材料コスト高の価格転嫁の進展等が上押しとなるほか、その後も、内外需要が緩やかに増加していくもとで、改善基調をたどるとみられる。そうしたもとで、設備投資は、緩和的な金融環境が下支えとなるなか、人手不足対応やデジタル関連の投資、成長分野・脱炭素化関連の研究開発投資、サプライチェーンの強靱化に向けた投資を含め、増加を続けると考えられる。見通し期間終盤にかけては、資本ストックの蓄積に伴う循環的な調整圧力を受けるものの、人手不足対応の投資に加え、脱炭素化関連など、景気循環とは独立した投資が着実に増加していくとみられる。

この間、公共投資は、国土強靱化関連の支出が続くもとで、横ばい圏内で推移すると想定している。政府消費については、感染症関連の支出動向を映じて、いったん減少したあと、医療・介護費の趨勢的な増加を反映し、次第に増加していくと想定している。

以上の見通しの背景にある金融環境についてみると、日本銀行が「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を推進するもとで、金融環境は緩和的な状態が続き、民間需要の増加を後押ししていくと想定している<sup>2</sup>。すなわち、銀行借入やCP・社債発行といった外部資金の調達環境は、先行きも緩和的な状態が維持され、そのもとで、企業の資金繰りも、景気回復の進展に伴い改善傾向を

---

<sup>2</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。

たどるとみられる。

潜在成長率は、デジタル化や人的資本投資の進展による生産性の上昇、設備投資の増加による資本ストックの伸びの高まりなどを背景に、緩やかに上昇していくとみられる<sup>3</sup>。政府による各種の施策や緩和的な金融環境は、こうした動きを後押しすると考えられる。

## （２）物価の中心的な見通し

消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、来年度にかけて、既往の輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響が残るもとで、このところの原油価格上昇の影響等もあって、2%を上回る水準で推移するとみられる。2025年度については、これらの影響の剥落から、前年比のプラス幅は縮小すると予想される。この間、消費者物価の基調的な上昇率は、マクロ的な需給ギャップがプラスに転じ、中長期的な予想物価上昇率や賃金上昇率も高まるもとで、見通し期間終盤にかけて「物価安定の目標」に向けて徐々に高まっていくと考えられる。

こうした見通しを前回の展望レポートにおける見通しと比較すると、2023年度は、政府によるガソリン・電気・ガス代の負担緩和策の延長が前年比を押し下げる一方、既往の輸入物価上昇を起点とする価格転嫁が想定を上回って進んでいることなどから、幾分上振れている。2024年度は、このところの原油価格上昇の影響に加え、政府による負担緩和策の延長が2023年度の前年比を押し下げる反動が現れることなどから、大幅に上振れている。

消費者物価（除く生鮮食品）の見通しは、原油価格や政府による経済対策に関する前提にも依存する。原油価格については、先物市場の動向などを参考に、見通し期間終盤にかけて緩やかに低下していく前提としている。政府によるガソリン・電気・ガス代の負担緩和策は、今年度の消費者物価（除く生鮮食品）の前年比を押し下げる方向に作用する一方、2024年度については、その反動から、前年比を押し上げる方向に作用するとみられる。この点、エネルギー価格の変動の直接的な影響を受けない消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）

---

<sup>3</sup> わが国の潜在成長率を、一定の手法で推計すると、足もとでは「0%台半ば」と計算される。ただし、潜在成長率は、推計手法や今後蓄積されていくデータに左右されるうえ、今次局面では、感染症の影響によって生産性や労働供給のトレンドがどのように変化するかわかぬ不確実性がとくに高いため、相当の幅をもってみる必要がある。

の前年比は、既往の輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響が徐々に減衰することから伸び率が低下したあと、見通し期間の終盤にかけては、2%程度で推移するとみられる。

物価の基調を規定する主たる要因について点検すると、労働や設備の稼働状況を表すマクロ的な需給ギャップは、ゼロ近傍となっている。先行きの需給ギャップは、上記の経済の見通しのもとで、見通し期間終盤にかけて、徐々にペースを鈍化させつつもプラス幅を緩やかに拡大していくと予想される。こうしたもとで、女性や高齢者による労働参加の増加ペースの鈍化もあって、労働需給の引き締めりは進み、賃金の上昇圧力は強まっていくと考えられる。このことは、コスト面では人件費の上昇圧力をもたらすとともに、家計の購買力の増加に寄与するとみられる。

次に、中長期的な予想物価上昇率をみると、緩やかに上昇している。短観の販売価格判断DIは高水準となっている。短観における企業の物価全般の見通しも、短期だけでなく中長期も含め、高水準となっている。また、今年の春季労使交渉は、ベースアップを含め、昨年を大きく上回る賃金上昇率となった。適格的予想形成の強いわが国において、これまでの物価上昇率の高まりは、家計や企業の中長期的な予想物価上昇率の上昇をもたらしてきており、企業の賃金・価格設定行動の一部に従来よりも積極的な動きがみられ始めている。先行きについては、現実の物価上昇率がプラス幅を縮小していくなかでも、需給ギャップがプラスに転じ、企業の賃金・価格設定行動や労使間の賃金交渉が変化していくもと、見通し期間終盤にかけて予想物価上昇率が緩やかに上昇していくことで、賃金の上昇を伴う形で、物価の持続的な上昇につながっていくと考えられる。

これらの点検を踏まえると、見通しを巡る不確実性がきわめて高い点には留意する必要はあるが、消費者物価の基調的な上昇率は、「物価安定の目標」に向けて徐々に高まっていくと考えられる。

### 3. 経済・物価のリスク要因

#### (1) 経済のリスク要因

上記の中心的な経済の見通しに対する上振れないし下振れの可能性(リスク

要因)としては、主に以下の点に注意が必要である。

第1に、海外の経済・物価情勢と国際金融資本市場の動向である。米欧の物価上昇率はひと頃に比べれば低下しているものの、依然として世界的にインフレ圧力が続いている。そのもとで、各国中央銀行は引き締めの金融政策運営を継続している。この点、中心的な見通しでは、各国のインフレ率は徐々に低下し、海外経済は、国・地域ごとにばらつきを伴いつつ緩やかに成長を続けると想定している。もっとも、先進国を中心に、賃金上昇を介してインフレ率が高止まりするリスクがあるほか、これまでの利上げが急速であっただけに、その影響がラグを伴いつつ、実体経済面・金融面にどのように及ぶかについても不確実性は大きい。これらのリスクを念頭に置いて、金融・為替市場の動向やそのわが国経済・物価への影響を、十分注視する必要がある。この間、ウクライナ情勢の帰趨次第では、ユーロ圏を中心に海外経済への下押し圧力が高まる可能性があるほか、中国経済についても、労働市場や不動産市場における調整圧力が残るなか、先行きの持ち直しペースを巡る不確実性が高い。

第2に、資源・穀物価格を中心とした輸入物価の動向である。資源・穀物価格は、昨年半ば頃をピークに総じて下落してきたが、足もとでは原油等のエネルギー価格は上昇している。先行きは、ウクライナや中東等を巡る地政学的な要因により、資源・穀物価格が大幅に変動するリスクには注意が必要である。中長期的には、気候変動問題への各国の対応等を巡る不確実性もきわめて高い。エネルギーや小麦など資源・穀物の輸入国であるわが国にとって、供給要因による資源・穀物価格の上昇は、海外需要の拡大や輸出の増加を伴わないため、輸入コストの増加を通じた経済への下押しの影響が大きくなる。仮に交易条件が再び悪化する場合には、企業収益や家計の実質所得を圧迫し、企業や家計の支出行動の慎重化を通じて、設備投資や個人消費が下振れるリスクがある。また、輸入物価上昇の消費者物価への転嫁が進むもとで、賃金の上昇に限られるようなことがあれば、家計の生活防衛的な動きが一段と強まり、経済を下押しすることも考えられる。一方、資源・穀物価格が下落すれば、経済が上振れる可能性もある。

第3に、やや長い目で見たリスク要因として、企業や家計の中長期的な成長期待がある。感染症の経験や人手不足の強まりを背景としたデジタル化の動き、脱炭素化に向けた取り組みや労働市場改革の進展などは、わが国の経済構造や

人々の働き方を変化させるとみられる。さらに、地政学的リスクの高まりを背景に、これまで世界経済の成長を支えてきたグローバル化の潮流に変化が生じる可能性もある。そうした変化への企業や家計の対応次第では、中長期的な成長期待や潜在成長率、マクロ的な需給ギャップなどに上下双方向に影響が及ぶ可能性がある。

## (2) 物価のリスク要因

以上の経済のリスク要因が顕在化した場合には、物価にも影響が及ぶと考えられる。このほか、物価固有のリスク要因としては、以下の2つに注意が必要である。

第1に、企業の賃金・価格設定行動を巡っては、上下双方向に不確実性が高い。今次物価上昇局面では、景気が回復基調をたどるなか、原材料コスト高を背景に、多くの企業が、競合他社の動向も眺めつつ値上げを進めてきた。既往の輸入物価上昇の価格転嫁は既に相応に進捗しているとみられるが、今後の原材料コストの上昇圧力や企業の予想物価上昇率の動向次第では、価格転嫁が想定以上に続き、物価が上振れる可能性がある。また、労働需給が引き締まるもと、人材確保などを意識し、企業の賃金設定行動がより前傾化する可能性がある。そのもとで、想定以上に、賃金に物価動向を反映させる動きとともに、物価に賃金動向を反映させる動きも広がることで、マクロ的な需給ギャップの変動以上に、賃金と物価が上振れる可能性がある。一方で、物価上昇率がプラス幅を縮小していくなか、適合的予想形成のメカニズムを通じて、中長期的な予想物価上昇率が低下し、企業の価格設定行動に影響が及ぶ可能性がある。また、今年の春季労使交渉では昨年を大きく上回る賃金上昇率となったものの、賃金・物価が上がりにくいことを前提とした慣行や考え方が根強く残り続ける場合、来年以降は賃上げの動きが想定ほど強まらず、物価も下振れる可能性がある。

第2に、今後の為替相場の変動や国際商品市況の動向、およびその輸入物価や国内価格への波及は、上振れ・下振れ双方の要因となる。世界経済の先行き等を巡る不確実性は高く、これが国際商品市況を大きく変動させる可能性がある。世界的なインフレ率の高止まりや為替相場の変動といった点も含め、それらがわが国物価に及ぼす影響については十分注意してみていく必要がある。

## 4. 金融政策運営

以上の経済・物価情勢について、「物価安定の目標」のもとで、2つの「柱」による点検を行い、先行きの金融政策運営の考え方を整理する<sup>4</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、来年度にかけて2%を上回る水準で推移したあと、2025年度にはプラス幅が縮小すると予想している。この間、消費者物価の基調的な上昇率は、マクロ的な需給ギャップがプラスに転じ、中長期的な予想物価上昇率や賃金上昇率も高まるもとで、見通し期間終盤にかけて「物価安定の目標」に向けて徐々に高まっていくと考えられる。

次に、第2の柱、すなわち金融政策運営の観点から重視すべきリスクについて点検する。わが国経済・物価を巡る不確実性は上下双方向できわめて高く、金融・為替市場の動向やそのわが国経済・物価への影響にも、十分注視する必要がある。リスクバランスは、経済の見通しについては、2023年度と2024年度は概ね上下にバランスしているが、2025年度は下振れリスクの方が大きい。物価の見通しについては、2023年度は上振れリスクの方が大きい。もっとも、物価については、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慣行や考え方が社会に定着してきたことを踏まえると、賃金と物価の好循環が強まっていくか注視していくことが重要である。

金融面のリスクについてみると、引き続き資産市場や金融機関の与信活動には過熱感はみられていない。わが国の金融システムは、全体として安定性を維持している。先行き、グローバルな金融環境のタイト化の影響などには注意が必要であるが、内外の実体経済や国際金融市場が調整する状況を想定しても、わが国の金融機関が充実した資本基盤を備えていることなどを踏まえると、全体として相応の頑健性を有している。より長期的な視点から金融面の不均衡について点検すると、低金利や人口減少、企業部門の貯蓄超過などによる金融機関収益への下押しが長期化した場合、金融仲介が停滞方向に向かうリスクがある。一方、こうした環境のもとでは、利回り追求行動などに起因して、金融シ

---

<sup>4</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。

システム面の脆弱性が高まる可能性もある。現時点では、これらのリスクは大きくないと判断しているが、先行きの動向を注視していく必要がある<sup>5</sup>。

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

「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。マネタリーベースについては、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続する。引き続き企業等の資金繰りと金融市場の安定維持に努めるとともに、必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる。

---

<sup>5</sup> 詳しくは日本銀行「金融システムレポート」（2023年10月）を参照。

(参考)

## 2023～2025 年度の政策委員の大勢見通し

——対前年度比、%。なお、< >内は政策委員見通しの中央値。

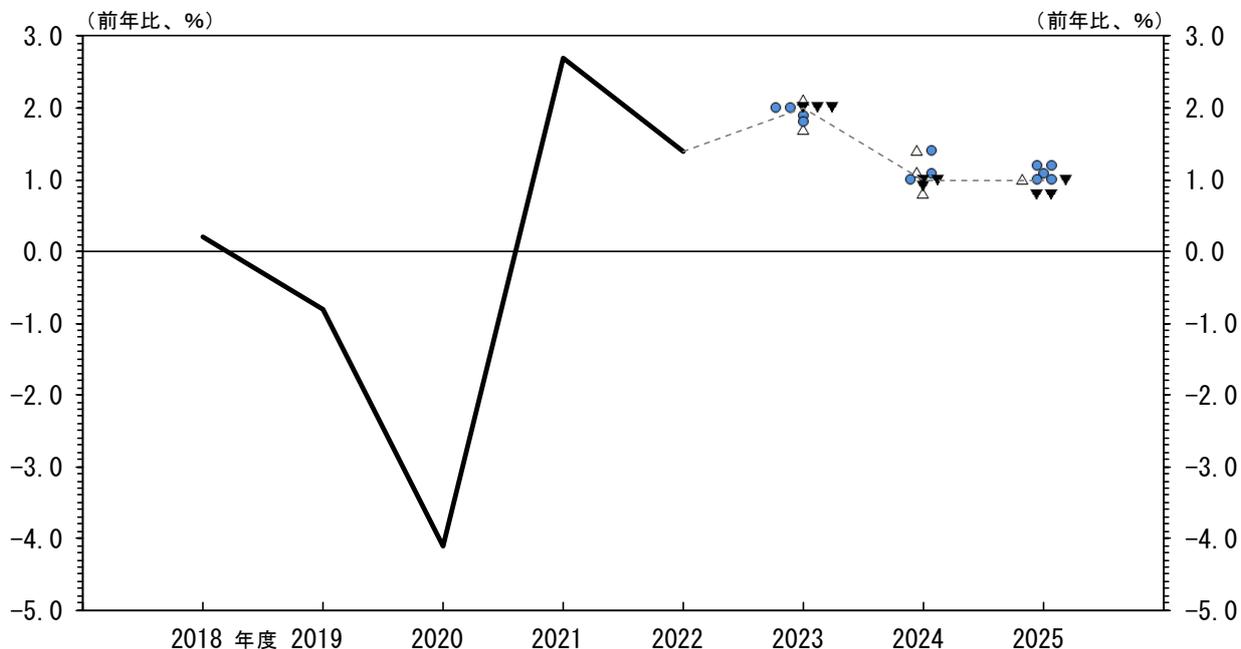
	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	(参考) 消費者物価指数 (除く生鮮食品・エネルギー)
2023 年度	+1.8 ~ +2.0 <+2.0>	+2.7 ~ +3.0 <+2.8>	+3.5 ~ +3.9 <+3.8>
7月時点の見通し	+1.2 ~ +1.5 <+1.3>	+2.4 ~ +2.7 <+2.5>	+3.1 ~ +3.3 <+3.2>
2024 年度	+0.9 ~ +1.4 <+1.0>	+2.7 ~ +3.1 <+2.8>	+1.6 ~ +2.1 <+1.9>
7月時点の見通し	+1.0 ~ +1.3 <+1.2>	+1.8 ~ +2.2 <+1.9>	+1.5 ~ +2.0 <+1.7>
2025 年度	+0.8 ~ +1.2 <+1.0>	+1.6 ~ +2.0 <+1.7>	+1.8 ~ +2.2 <+1.9>
7月時点の見通し	+1.0 ~ +1.2 <+1.0>	+1.6 ~ +2.0 <+1.6>	+1.8 ~ +2.2 <+1.8>

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

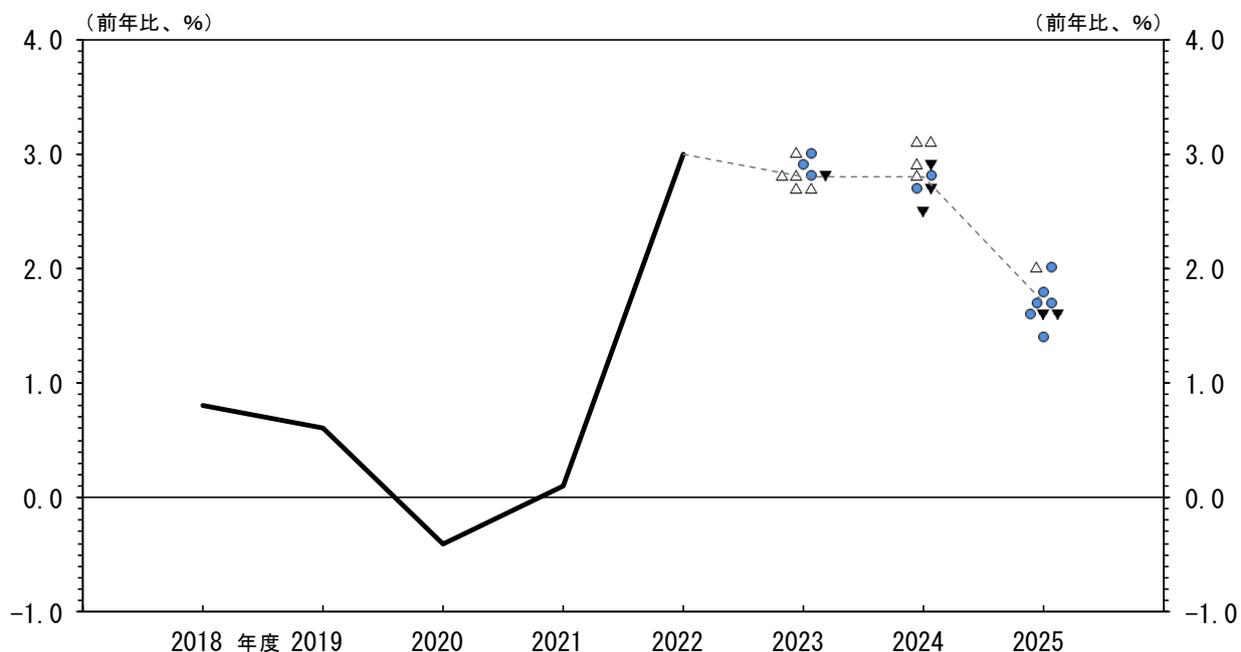
(注2) 各政策委員は、既に決定した政策を前提として、また先行きの政策運営については市場の織り込みを参考にして、上記の見通しを作成している。

## 政策委員の経済・物価見通しとリスク評価

### (1) 実質GDP



### (2) 消費者物価指数（除く生鮮食品）



(注1) 実線は実績値、点線は政策委員見通しの中央値を示す。

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

## 【背景説明】<sup>6</sup>

### 1. 経済活動の現状と見通し

#### 1. 1 景気動向

わが国の景気は、緩やかに回復している。

実質GDPは、2023年1～3月に前期比+0.8%（年率+3.2%）と増加したあと、4～6月は同+1.2%（同+4.8%）の大幅増加となった（図表1）。供給制約の緩和によって輸出が増加したほか、輸入が一時的な要因で大幅に減少したことから、純輸出が大きく増加した。この間、個人消費や設備投資は減少したが、それぞれ、天候不順や前期の大型案件の反動等による部分も大きいとみられ、各種月次指標なども併せてみれば、増加トレンドが続いていると考えられる。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、4～6月は、経済活動の回復に伴って製造業および非製造業の稼働率が改善したことなどから、前期からマイナス幅を幾分縮小し、ゼロ%近傍まで改善した（図表2）。

その後の月次指標や高頻度データをみると、景気の回復傾向は続いていると考えられる。企業部門では、輸出・生産は、海外経済の回復ペース鈍化の影響を受けつつも、供給制約の影響の緩和に支えられて、横ばい圏内の動きとなっている。企業収益は、全体として高水準を維持しており、企業の業況感は緩やかに改善している。こうしたもとで、設備投資は緩やかに増加しており、9月短観の設備投資計画をみると、2023年度もはっきりとした増加見通しとなっている。家計部門では、

図表1：実質GDP



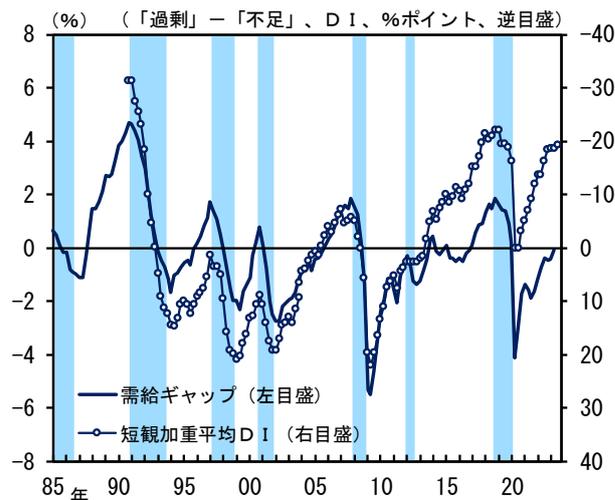
<sup>6</sup> 10月30、31日開催の政策委員会・金融政策決定会合で決定された「基本的見解」について、その背景を説明するためのものである。

雇用・所得環境は緩やかに改善している。とくに、名目雇用者所得は、今年の春季労使交渉の結果が反映される形で、増加傾向をたどっている。こうしたもとで、個人消費は、物価上昇の影響を受けつつも、緩やかなペースで着実に増加している。以上のように、海外経済の回復ペース鈍化の影響を受けつつも、企業・家計の両部門で、所得から支出への前向きの循環メカニズムが作用している。

わが国経済の先行きを展望すると、当面は、海外経済の回復ペース鈍化による下押し圧力を受けるものの、ペントアップ需要の顕在化に加え、緩和的な金融環境や政府の経済対策の効果などにも支えられて、緩やかな回復を続けるとみられる<sup>7</sup>。その後は、ペントアップ需要や経済対策の効果は和らいでいくものの、所得から支出への前向きの循環メカニズムが経済全体で徐々に強まっていくなかで、潜在成長率を上回る成長を続けると考えられる。前回の展望レポート時点と比較すると、2023年度は、輸入の減少等を受けた実績の上振れを反映する形で、上振れている。

潜在成長率は、全要素生産性（TFP）の伸び率は小幅に上昇しているものの、「働き方改革」に伴う労働時間トレンドの低下が進むもとで、既往の設備投資減少による資本ストック減速の影響も加わり、足もとでは0%台半ばで推移しているとみられる（図表3）。先行きについては、就業者数の増加余地は縮小していくものの、①デジタル化の進展やそれに伴う資源配分の効率化、人的資本投資の拡大などを背景に、TFP成長率が緩やかに上昇することに加え、②働き方改革の影響一巡

図表2：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。

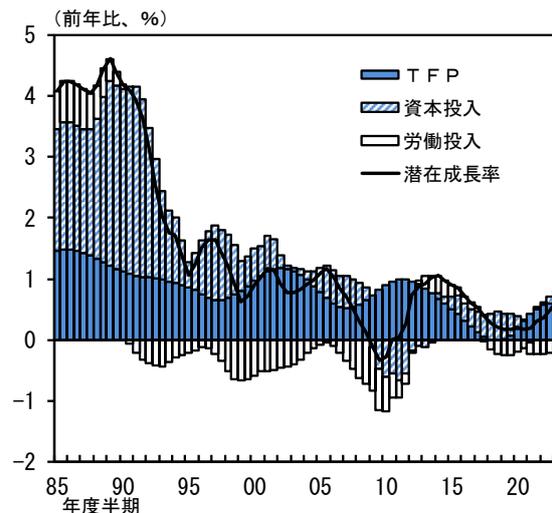
3. シェード部分は、景気後退局面。

<sup>7</sup> 政府は、2022年10月に「物価高克服・経済再生実現のための総合経済対策」を、2023年3月に「物価高克服に向けた追加策」を、それぞれ策定した。これらの対策を踏まえた予算の執行は、政府消費や個人消費の押し上げなどを通じて、経済活動を下支えしていくと想定している。

を受けて労働時間が減少から下げ止まりに向かい、③資本ストックも伸びを高めていくことから、潜在成長率は緩やかに上昇していくと想定している。政府による各種の施策や緩和的な金融環境は、こうした動きを後押しすると考えられる。ただし、労働面では、人口動態の変化が進むもとの、感染症の経験も踏まえ、今後、どのような働き方が定着するか、不確実性が高い。また、企業部門でも、感染症の経験や人手不足を背景としたデジタル化の動き、脱炭素化に向けた取り組みの進展などは、経済・産業構造を変化させるとみられるが、それに向けたイノベーションや部門間の生産要素の移動が先行きどの程度活発化・持続するかについて、引き続き不確実性が高い。地政学的リスクの高まり等が、企業行動に大きな影響を及ぼす可能性もある。こうした情勢下では、トレンドに関する一定の仮定のもとで計測される需給ギャップや潜在成長率は、幅をもってしておく必要がある。

見通し期間の各年度の特徴をやや詳しくみると、2023年度下期は、海外経済の回復ペース鈍化の影響が下押し圧力となるものの、ペントアップ需要の顕在化に加え、緩和的な金融環境や経済対策の効果などにも支えられて、景気は緩やかな回復を続けるとみられる。財輸出については、当面、海外経済の回復ペースが鈍化した状態が続くもとの、横ばい圏内で推移するとみられる。サービス輸出であるインバウンド需要は、増加を続けると見込まれる。設備投資は、企業収益が全体として改善していくもとの、緩和的な金融環境などを背景に、増加を続けるとみられる。家計部門では、経済活動の回復を背景に雇用が増加していくほか、賃金も高めの伸びを続けることから、名目雇用者所得は増加を続けると見込まれる。また、政府の経済対策によるエネルギー価格の押し下げ効果が縮減しつつも継続し、既往の輸入物価の上昇を起

図表3：潜在成長率



(出所) 日本銀行  
(注) 日本銀行スタッフによる推計値。2023年度上半期は、2023/2Qの値。

点とする価格転嫁の影響も減衰していくことから、物価高による家計の実質所得の下押しも和らいでいくと考えられる。こうしたもとの、個人消費は、行動制限下で積み上がってきた貯蓄にも支えられたpentアップ需要の顕在化に加え、賃金上昇率の高まりなどを背景としたマインドの改善などに支えられて、緩やかな増加を続けると考えられる。政府支出は、国土強靱化関連工事の進捗や医療・介護費の趨勢的な増加が下支えとなるものの、感染症関連の支出減少を反映して、減少すると予想される。

2024年度は、経済対策の効果は減衰するものの、海外経済が緩やかに成長し、緩和的な金融環境が維持されるもとの、潜在成長率を上回る成長を続けるとみられる。財輸出は、海外経済が国・地域ごとにばらつきを伴いつつ緩やかに成長していくもとの、緩やかに増加すると見込まれる。インバウンド需要は、増加を続けると考えられる。設備投資は、人手不足対応やデジタル関連投資、成長分野・脱炭素関連投資、サプライチェーンの強靱化に向けた投資を含め、増加を続けると考えられる。家計部門では、これまで女性や高齢者の労働参加が相応に進んできたなかで、追加的な労働供給は徐々に見込みにくくなっていくものの、賃金が高めの伸びを続けるもとの、名目雇用者所得は、着実な増加を続けると見込まれる。こうしたもとの、個人消費は、経済対策の反動が物価の押し上げを介して実質所得を下押しする方向に働くほか、pentアップ需要も徐々に減衰していくものの、緩やかな増加を続けると考えられる。政府支出は、国土強靱化関連工事が進捗するもとの、医療・介護費の趨勢的な増加を受けて、緩やかな増加に転じていくと考えられる。

2025年度は、pentアップ需要が一巡するも

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

## 1. 2 主要支出項目の動向とその背景

### (政府支出)

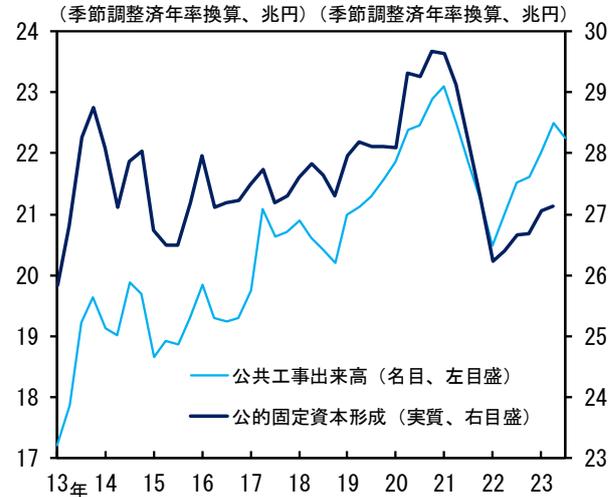
公共投資は、緩やかに増加している（図表4）。一致指標である公共工事出来高は、政府の経済対策に基づく国土強靱化関連工事等が進捗するもと、大型案件の影響もあって、増加傾向にある。先行指標である公共工事請負金額および公共工事受注高は、大型案件の集中などから大きめに増加したあと、幾分減少している。

先行きの公共投資は、大型案件の影響が徐々に剥落することもあって、当面、水準を小幅に切り下げるものの、その後は、国土強靱化関連の支出が続くもとで、横ばい圏内で推移すると予想される<sup>8</sup>。政府消費は、ワクチン接種関連費用など感染症関連の支出減少を反映して、いったん水準を切り下げると想定している。もっとも、その後は、医療・介護費の趨勢的な増加を反映した増加トレンドに復していくと考えられる。

### (海外経済)

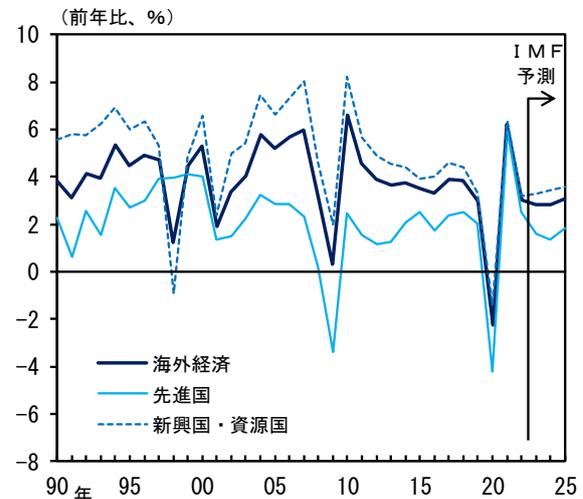
海外経済は、回復ペースが鈍化している（図表5）。やや詳しくみると、米国経済は、利上げの影響を受けつつも、個人消費を中心に底堅く推移している。欧州経済は、利上げ等の影響が続くもとで、緩やかな減速が続いている。中国経済は、外需の減速や不動産市場の調整の影響などから、緩やかな減速傾向が続いているものの、個人消費など一部には持ち直しの動きがみられる。中国以外

図表4：公共投資



(出所) 内閣府、国土交通省  
(注) 2023/3Qは、7～8月の値。

図表5：海外経済見通し



(出所) IMF、財務省  
(注) IMFによる各国・地域の実質GDP成長率を、わが国の通関輸出ウエイトで加重平均したもの。2023年以降はIMF予測(2023/10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。

<sup>8</sup> 2020年12月に閣議決定された国土強靱化5か年加速化対策(事業規模15兆円程度を目標)においては、防災・減災、国土強靱化のための公共投資事業が、2021～2025年度の5年間で集中的に実施される計画となっている。政府が2022年10月に閣議決定した経済対策においても、5か年加速化対策に基づく取り組みの推進が盛り込まれている。

の新興国・資源国経済は、内需の緩やかな改善が続いているものの、輸出が減速しており、総じてみれば改善ペースが鈍化している。このうち、わが国経済とつながりの深いアジア地域をみると、ASEAN経済は、輸出が減速しているものの、インフレ率の伸びが鈍化するもとの、内需の改善が続いており、総じてみれば回復している。NIEs経済は、IT関連財の輸出には底打ち感がみられるものの、素材関連を中心に輸出全体では減速が続くなか、内需の改善ペースも鈍化している。以上の世界経済の現状をグローバルPMIでみると、サービス業は、改善・悪化の分岐点となる50を幾分上回っているものの、足もとにかけて小幅に低下している。製造業は、50を幾分下回って推移している(図表6)。世界貿易量をみると、各国・地域の景気の回復ペース鈍化やIT関連財の在庫調整の影響を受けて、減少している(図表7)。

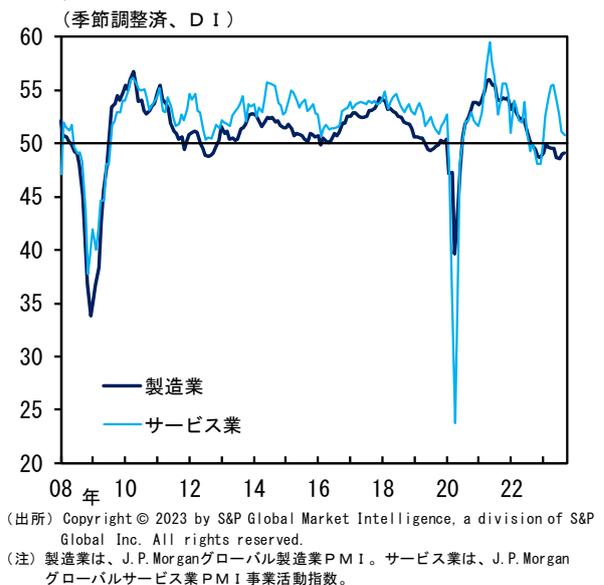
先行きの海外経済については、当面、回復ペースが鈍化した状態が続くとみられる。地域別にみると、米国経済は、引き続き、底堅く推移するとみられる。中国経済は、政策面の下支えにより、減速局面を徐々に脱していくとみられる。欧州経済は、減速傾向が続くと見込まれる。中国以外の新興国・資源国経済は、外需を中心に、改善ペースの鈍化が続くと考えられる。

その後の海外経済は、国・地域ごとにばらつきを伴いつつ、緩やかに成長していくとみられる。

### (輸出入)

輸出は、海外経済の回復ペース鈍化の影響を受けつつも、供給制約の影響の緩和に支えられて、横ばい圏内の動きとなっている(図表9)。地域別にみると(図表10)、先進国向けは、自動車関連を中心に増加基調にある。新興国向けは、中国向

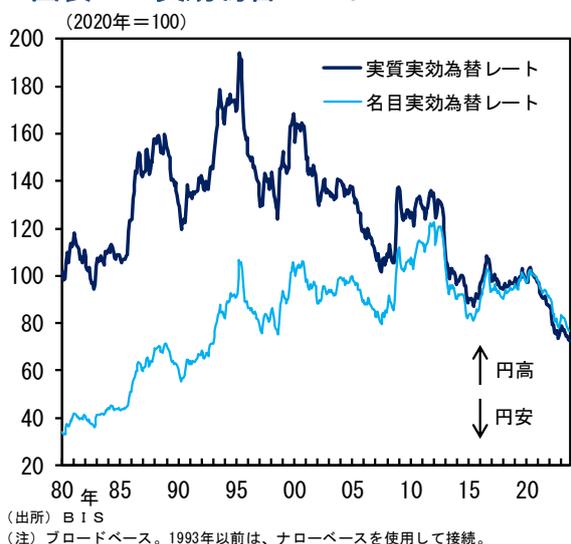
図表6：グローバルPMI



図表7：世界貿易量



図表8：実効為替レート



けでは、現地の経済活動の正常化が進むもとで下げ止まっている。NIEs・ASEAN等向けでは、グローバルなIT関連財の調整進捗を背景に、下げ止まりつつある。財別にみると（図表11）、自動車関連は、車載向け半導体の供給制約が解消しつつあるもとで、増加基調を続けている。資本財は、半導体製造装置がひと頃に比べて水準を切り下げているものの、高水準の受注残が下支え要因として作用するもとで、横ばい圏内で推移している。情報関連は、半導体等電子部品の調整が進捗するもとで、下げ止まりつつある。この間、中間財は、中国の不動産市場の弱さなどを受けて、低めの水準で推移している。

先行きの輸出は、当面、海外経済の回復ペースが鈍化した状態が続くもとで、横ばい圏内で推移するとみられる。その後は、海外経済が国・地域ごとにばらつきを伴いつつ緩やかに成長していくもとで、増加基調に復していくと見込まれる。

輸入は、ワクチン購入の反動からひと頃に比べて水準を切り下げたあと、振れを伴いつつも横ばい圏内で推移している（図表9）。先行きは、国内需要や輸出の増加に伴う誘発需要の動きを反映して、緩やかな増加傾向をたどるとみられる。

### （対外収支）

名目経常収支は、はっきりと改善している（図表12）。貿易収支は、輸出の増加などを受けて赤字幅をはっきりと縮小している。サービス収支は、デジタル関連の支払による振れを伴いつつも、インバウンド需要の増加により旅行収支が改善していること（図表13）などから、赤字幅は緩やかな縮小傾向にある。この間、第一次所得収支は、高水準の黒字が続いている。

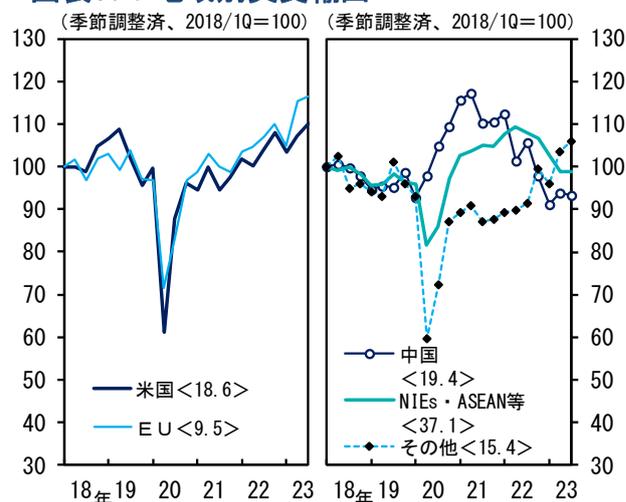
先行きの名目経常収支は、第一次所得収支が緩

図表9：実質輸出入



（出所）日本銀行、財務省、内閣府  
（注）日本銀行スタッフ算出。

図表10：地域別実質輸出



（出所）日本銀行、財務省  
（注）1. 日本銀行スタッフ算出。< >内は、2022年通関輸出額に占める各国・地域のウエイト。  
2. EUは、全期間において、英国を含まない。

図表11：財別実質輸出

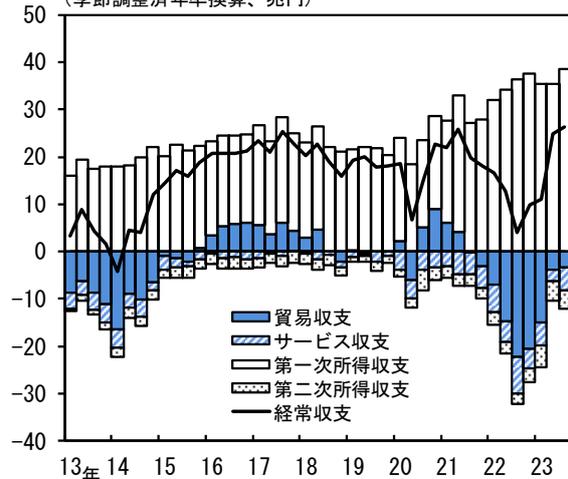


（出所）日本銀行、財務省  
（注）日本銀行スタッフ算出。< >内は、2022年通関輸出額に占める各財のウエイト。

やかに黒字幅を拡大していくもとで、財輸出の増加などから貿易収支の赤字幅が緩やかに縮小するほか、インバウンド需要の増加に伴ってサービス収支の赤字幅も縮小していくことから、緩やかな改善傾向をたどると見込まれる。貯蓄投資バランスをみると、わが国経済全体の貯蓄超過幅は、財政収支の改善ペースが民間部門の貯蓄超過幅の縮小ペースを幾分上回る結果、緩やかな拡大傾向をたどると考えられる（図表 14）。

図表12：経常収支

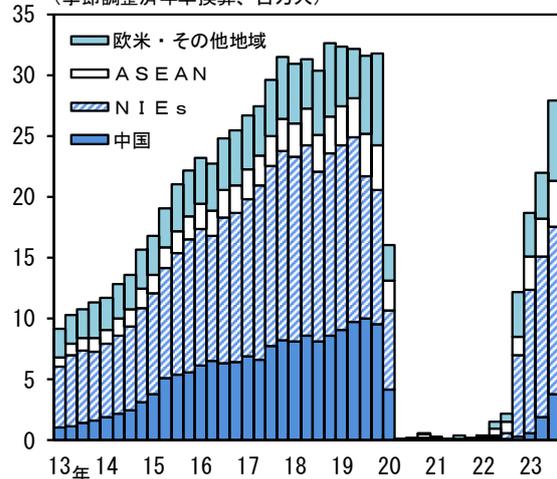
(季節調整済年率換算、兆円)



(出所) 財務省・日本銀行  
(注) 2023/3Qは、7~8月の値。

図表13：入国者数

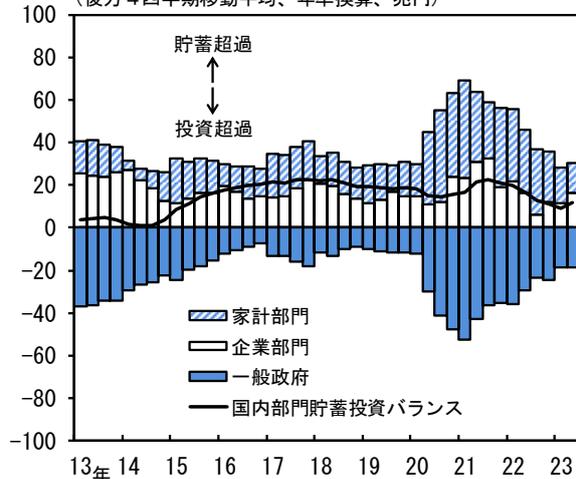
(季節調整済年率換算、百万人)



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

図表14：貯蓄投資バランス

(後方4四半期移動平均、年率換算、兆円)



(出所) 日本銀行

## （鉱工業生産）

鉱工業生産は、海外経済の回復ペース鈍化の影響を受けつつも、供給制約の影響の緩和に支えられて、横ばい圏内の動きとなっている（図表 15）。主な業種についてみると、「輸送機械」は、車載向け半導体の供給制約が解消しつつあるもとの、増加基調にある。「はん用・生産用・業務用機械」は、半導体製造装置がひと頃に比べて水準を切り下げているものの、高水準の受注残が下支え要因として作用するもとの、横ばい圏内の動きとなっている。「電気・情報通信機械」は、車載向けが増加基調にあるものの、白物家電が減少していることなどから、横ばい圏内の動きとなっている。「電子部品・デバイス」は、在庫調整が進捗するもとの、下げ止まりつつある。この間、「化学（除く医薬品）」は、中国の不動産市場の弱さなどを受けて、減少傾向にある。

先行きの鉱工業生産は、当面、海外経済の回復ペースが鈍化した状態が続くもとの、横ばい圏内で推移するとみられる。その後は、海外経済が国・地域ごとにばらつきを伴いつつ緩やかに成長していくもとの、増加基調に復していくと見込まれる。

## （企業収益）

企業収益は、全体として高水準で推移している。法人企業統計の経常利益（全産業全規模ベース）をみると、2023 年 4～6 月は、2 期連続で増益となった（図表 16）。輸入物価の下落と価格転嫁の進展に加え、供給制約の緩和に伴う自動車生産の回復が営業利益を押し上げたほか、円安による為替差益や海外からの受取利息の増加も、営業外収益を押し上げた。業種別・規模別の経常利益をみると、製造業について、大企業は、供給制約が緩和した輸送機械を中心に、増益となった。食料

図表 15：鉱工業生産

（季節調整済、2020年＝100）



（出所）経済産業省

（注）シャドー部分は、景気後退局面。

図表 16：企業収益関連指標

### ①売上高と経常利益

（季節調整済、兆円）

（季節調整済、兆円）



（出所）財務省

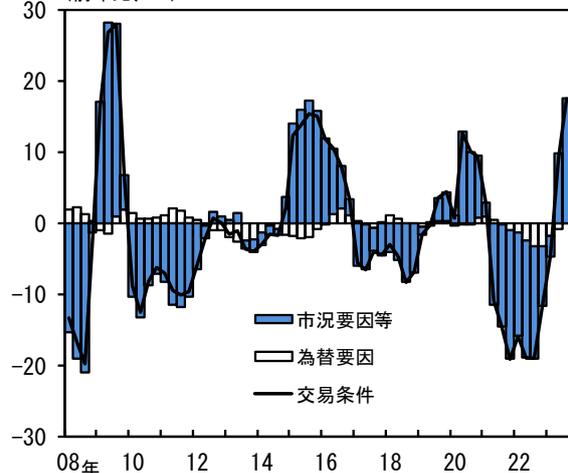
（注）1. 法人季報ベース。金融業、保険業を除く。

2. 2009/20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。

### ②交易条件の要因分解

（前年比、%）



（出所）日本銀行

（注）1. 「市況要因等」は、輸出入物価の契約通貨ベース指数の変動により説明される部分。「為替要因」は、輸出入物価の円ベース指数と契約通貨ベース指数の乖離から算出。

2. 交易条件＝輸出物価指数（円ベース）÷輸入物価指数（円ベース）

品では、価格転嫁の進展が利益の押し上げに作用した。中堅中小企業も、輸送機械を中心に、増益となった。非製造業について、大企業は、電力を中心とした値上げの影響や運輸業における旅行需要の増加などから、増益となった。中堅中小企業は、全体としては小幅の減益となったものの、価格転嫁の進展を受けて、小売業などでは増益となった。

企業の業況感は、緩やかに改善している。短観の業況判断DI（全規模ベース）をみると、9月は、製造業、非製造業のいずれも改善を続けた（図表17）。業種別にみると、製造業は、海外経済の回復ペース鈍化やIT関連財の調整圧力が引き続き意識されているものの、大企業を中心に改善した。改善した業種をみると、供給制約の影響緩和から輸送機械が改善したほか、原材料コスト高の一服から素材業種（木材・木製品、紙・パルプ、窯業・土石製品等）、価格転嫁の進展から食料品も改善した。一方、悪化した業種をみると、生産用機械やはん用機械、電気機械等は、海外経済の回復ペース鈍化やIT関連財の調整等が下押しに作用した。非製造業は、感染症の影響緩和に伴う経済活動の回復や価格転嫁の進展から、個人消費関連業種を中心に改善した。電気・ガスについては、値上げによる増益を受けて、大幅に改善した。

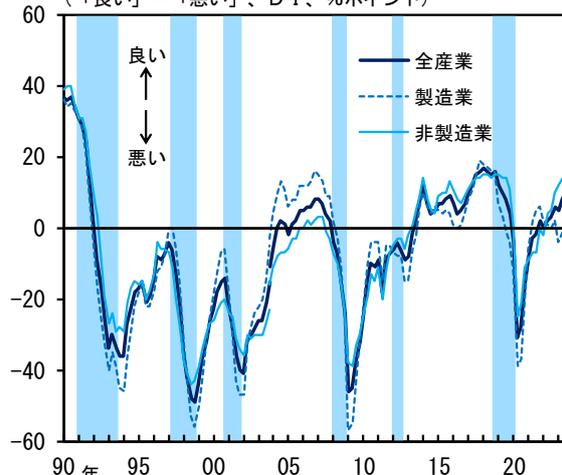
企業収益の先行きを展望すると、当面、既往の原材料コスト高の価格転嫁の進展等が上押しとなるほか、その後も、内外需要が緩やかに増加していくもとで、改善基調をたどると予想される。

## （設備投資）

設備投資は、緩やかに増加している（図表18）。機械投資の一致指標である資本財総供給は、ひと頃に比べて半導体製造装置が減少しているものの、

図表17：業況判断

（「良い」－「悪い」、DI、%ポイント）



（出所）日本銀行

（注）1. 短観の業況判断DI（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。

デジタル関連・省力化関連の資本財需要が堅調なもとで、船舶の増加もあって、足もと増加している。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、Eコマースの拡大を背景とした物流施設の増加に加え、都市再開発案件の進捗などから緩やかな増加基調にある。

機械投資の先行指標である機械受注は、大型案件の剥落などから水準を切り下げているものの、引き続き、高水準で推移している(図表19)。業種別にみると、製造業では、自動車やはん用・生産用・業務用機械が増加基調にある一方、電気機械で弱めの動きが継続していることに加え、昨年来続いてきた一部業種における大型案件の剥落が下押し方向に作用している。非製造業は、大型案件による振れを伴いつつも、デジタル関連・省力化関連が増加基調をたどっているほか、運輸等において感染症下で先送りされていた案件の発注もみられている。建設投資の先行指標である建築着工・工事費予定額(民間非居住用)をみると、物流施設等が増加傾向にあることに加え、都市再開発案件の進捗もあって、振れを伴いつつも、増加している。9月短観における設備投資計画をみると(図表20)、GDPの概念に近い「全産業全規模+金融機関」の、土地投資を除きソフトウェア・研究開発を含むベースでは、2023年度は前年比+13.1%と、前回6月調査時点と同様、はっきりとした増加を続ける計画となっている。

先行きの設備投資は、企業収益が改善していくもとで、緩和的な金融環境などを背景に、増加を続けると予想される。見通し期間終盤にかけては、資本ストックの蓄積に伴う循環的な調整圧力を受けて減速しつつも、景気循環とは独立した投資の増加もあって、増加を続けると見込まれる(図表21)。見通し期間を通じてみた具体的な投資案件

図表18：設備投資一致指標



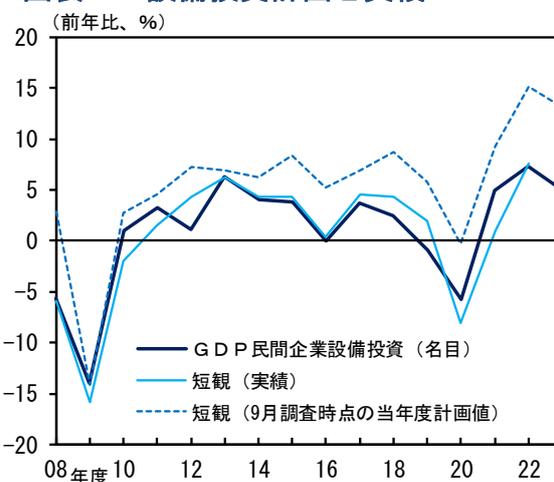
(出所) 内閣府、経済産業省、国土交通省  
 (注) 1. 2023/30Iは、7~8月の値。  
 2. 建設工事出来高の実質値は、建設工事費デフレーターを用いて日本銀行スタッフが算出。

図表19：設備投資先行指標



(出所) 内閣府、国土交通省  
 (注) 2023/30Iは、7~8月の値。

図表20：設備投資計画と実績



(出所) 日本銀行、内閣府  
 (注) 1. 短観は、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)。全産業+金融機関の値。  
 2. GDP民間企業設備投資の2023年度は、2023/20の値。

としては、①内外需の増加に誘発された投資に加えて、②人手不足対応の省力化・効率化投資や、事業活動のデジタル化に向けた情報関連投資、③Eコマース拡大に伴う物流施設の建設投資、再開発によるオフィスや商業施設の建設投資、④成長分野や、脱炭素化など環境対応の投資、⑤政府支援も背景とした、サプライチェーン強靱化等を企図した半導体関連の投資等が考えられる。

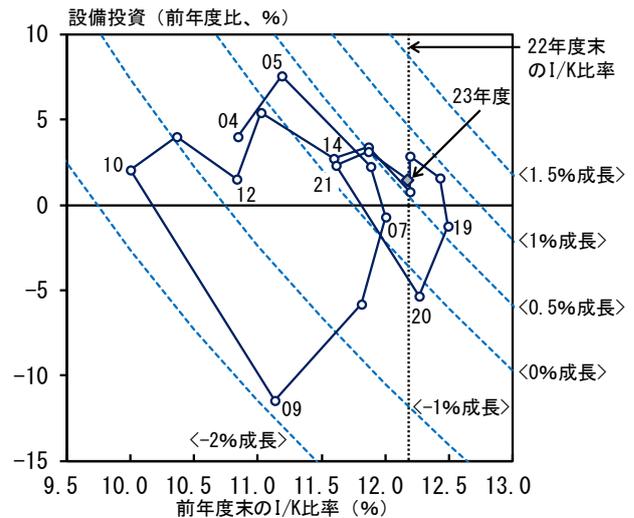
### (雇用・所得環境)

雇用・所得環境は、緩やかに改善している。

就業者数をみると、正規雇用は、人手不足感の強い医療・福祉や情報通信等を中心に、振れを伴いながらも、緩やかに増加している(図表22)。非正規雇用は、経済活動が正常化するもとで、卸・小売や対面型サービス業などを中心に、緩やかな増加傾向にある。一人当たり労働時間は、平日数による振れを均せば、横ばい圏内で推移している。労働需給面をみると、失業率は、低水準で推移している(図表23)。有効求人倍率は、高水準ながら、このところ幾分弱めの動きとなっている(図表24)。これには、経済活動の正常化に伴う求職者数の増加も影響している。この間、労働力率は、振れを均してみると、女性を中心に緩やかな上昇基調にある(図表23)。

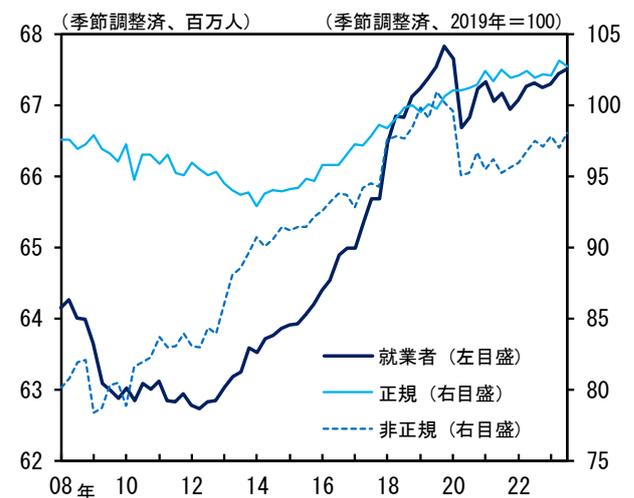
先行きの雇用者数については、医療・福祉、情報通信、建設などの人手不足業種を中心に正規雇用が緩やかに増加するとみられるほか、個人消費が緩やかに増加し、インバウンド需要も増加を続けるもとで、対面型サービス業などにおける非正規雇用の増加も続くと予想される。ただし、これまで女性や高齢者の労働参加が相応に進んできたなかで、人口動態の変化も反映して労働供給が増えにくくなることもあって、雇用者数の増加ペー

図表21：資本ストック循環図



(出所) 内閣府  
(注) 破線は、現時点で見込まれる期待成長率に対応する双曲線。  
Iは設備投資、Kは資本ストック。2023年度は、2023/2Qの値。

図表22：就業者数



(出所) 総務省  
(注) 2012年以前の正規、非正規は、詳細集計ベース。

図表23：失業率と労働力率



(出所) 総務省

スは鈍化していくとみられる。こうしたもて、先行きの失業率は、経済活動の回復を背景に、緩やかな低下傾向をたどると考えられる。

賃金面をみると、一人当たり名目賃金は、経済活動の回復と春季労使交渉の結果を反映して、緩やかに増加している(図表25)<sup>9</sup>。所定内給与は、緩やかな増加を続けている(図表26)。内訳をみると、一般労働者の所定内給与は、昨年を大きく上回る賃金改定率で着地した春季労使交渉の結果が反映されるもて、前年比では2%程度まで伸びを高めている<sup>10</sup>。パートの時間当たり所定内給与の前年比は、労働需給が引き締まった状態が続くもて、足もとでは3%程度の伸びとなっている。所定外給与は、経済活動の回復を反映して緩やかな増加を続けている。特別給与も、高水準の企業収益を反映して、はっきりとしたプラスとなっている。

先行きの賃金動向を展望すると、所定内給与は、労働需給が引き締まった状態が続くもて、物価上昇も反映する形で、しっかりとした増加が続くと考えられる。所定外給与は、経済活動の回復を反映して緩やかに増加していくとみられる。特別給与は、企業収益が改善傾向をたどるもて、増加が続くと予想される。以上を総合すると、一人当たり名目賃金は、徐々に伸び率を高めていくとみられる。

雇用者所得は、上記のような雇用・賃金情勢を反映して、名目ベースでは改善している(図表27)。実質ベースでは、物価上昇を反映して前年比でマイナスが続いてきたが、物価上昇率の低下と名目

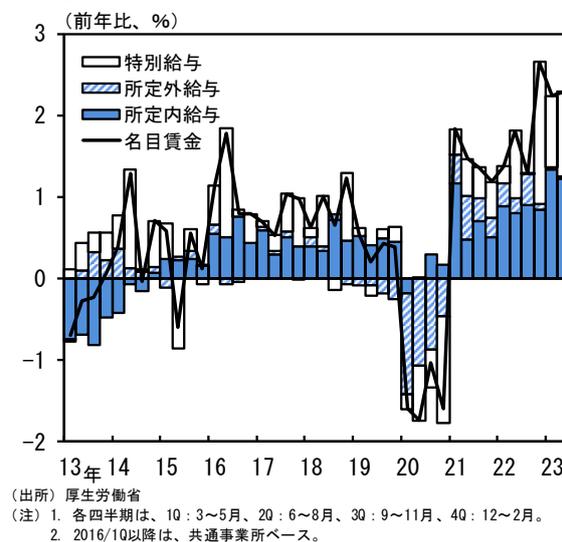
<sup>9</sup> 毎月勤労統計の賃金については、調査対象のサンプル替えによる振れの影響を受けにくい共通事業所ベースを用いて評価している。

<sup>10</sup> BOX 1では、2023年春季労使交渉の振り返りを行っている。

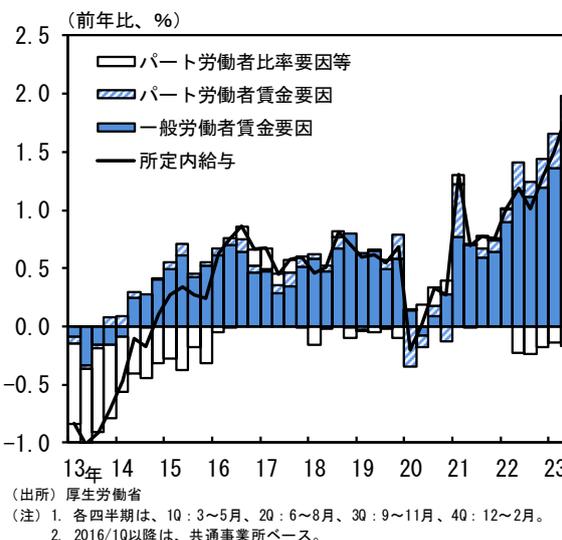
図表24：求人倍率



図表25：名目賃金

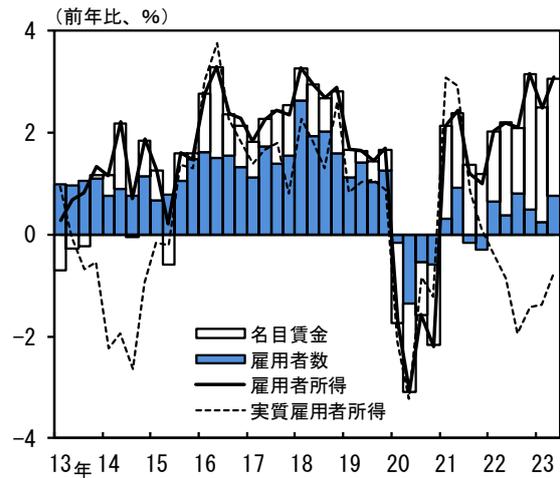


図表26：所定内給与の要因分解



所得の改善が相まって、マイナス幅が縮小している。先行きの名目雇用者所得は、名目賃金の伸び率上昇を反映して、はっきりとした増加を続けると考えられる。こうしたもとで、実質ベースでもマイナス幅は縮小傾向をたどり、次第にプラスに転化していくと見込まれる。

図表27：雇用者所得



(出所) 厚生労働省、総務省

- (注) 1. 各四半期は、1Q：3～5月、2Q：6～8月、3Q：9～11月、4Q：12～2月。  
 2. 雇用者所得＝名目賃金（毎月勤労統計）×雇用者数（労働力調査）  
 3. 毎月勤労統計の2016/10以降は、共通事業所ベース。  
 4. 雇用者所得の実質値は、CPI（除く持家の帰属家賃）を用いて日本銀行スタッフが算出。

## (家計支出)

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

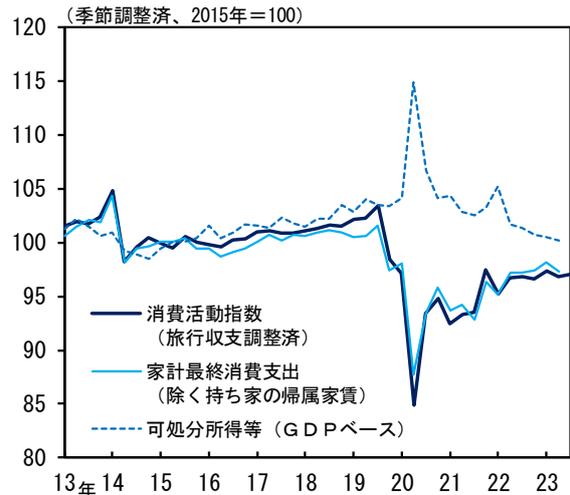
わが国の消費活動を包括的に捉える観点から、各種の販売・供給統計を合成した消費活動指数(旅行収支調整済)<sup>11</sup>をみると、2023年7～8月の4～6月対比は、物価上昇の影響を受けつつも、春季労使交渉の結果を反映して名目雇用者所得が改善するも、ペントアップ需要の顕在化に加え、猛暑の影響がみられたことから、小幅に増加した(図表28、29)。その後の個人消費の動向について、各種の高頻度データや業界統計、企業からのヒアリング情報などから窺うと(図表30)、所得環境の改善にも支えられて、緩やかな増加傾向を続けているとみられる。

形態別にみると、耐久財消費は、供給制約の緩和などを背景に持ち直している(図表29)。乗用車の新車販売台数は、車載向け半導体の供給制約が解消しつつあるも、高水準で推移している。家電販売額は、テレビなどの需要が低調なことから弱めの水準で推移しているが、夏場は猛暑によるエアコン販売の好調を受けて増加した。飲食料品や衣料品などの非耐久財消費は、物価高の影響を受けつつも、経済活動回復に伴う人流の増加などを受けて、横ばい圏内で推移している。

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

<sup>11</sup> 消費活動指数については、日本銀行調査論文「近年の消費行動の変化を踏まえた消費活動指数の推計方法の見直しについて」(2021年7月)を参照。

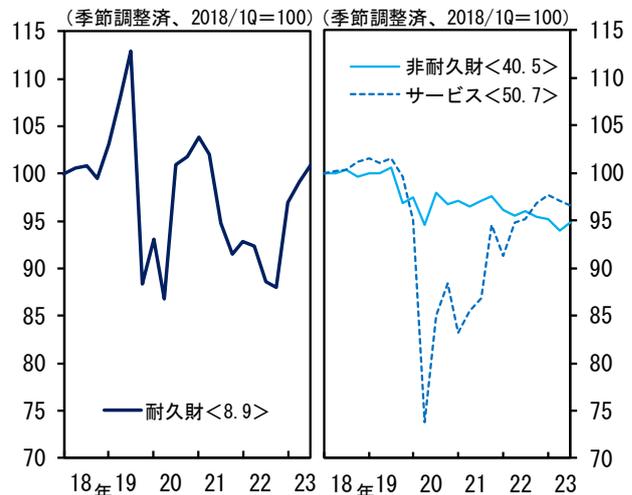
### 図表28：実質個人消費



(出所) 日本銀行、内閣府等

(注) 1. 消費活動指数(旅行収支調整済)は、除くインバウンド消費・含むアウトバウンド消費(日本銀行スタッフ算出)。2023/3Qは、7～8月の値。  
2. 可処分所得等は、可処分所得に年金受給権の変動調整を加えたもの。家計最終消費支出デフレーターを用いて実質化。

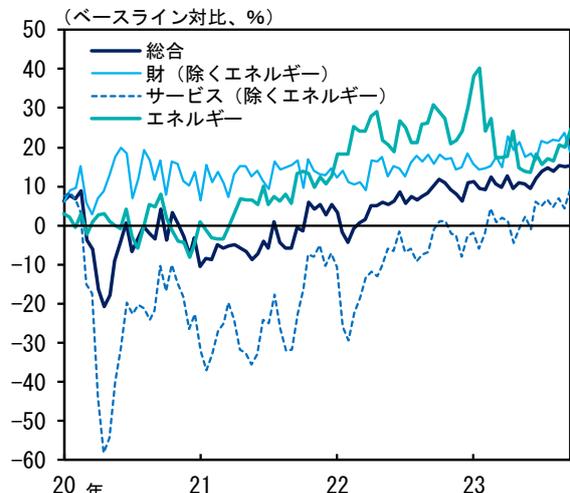
### 図表29：消費活動指数(実質)



(出所) 日本銀行等

(注) 1. 日本銀行スタッフ算出。<>内は、消費活動指数におけるウエイト。2023/3Qは、7～8月の値。  
2. 非耐久財は、GDP統計において半耐久財に分類される品目を含む。

### 図表30：カード支出に基づく消費動向



(出所) JOB/ナウキャスト「JOB消費NOW」

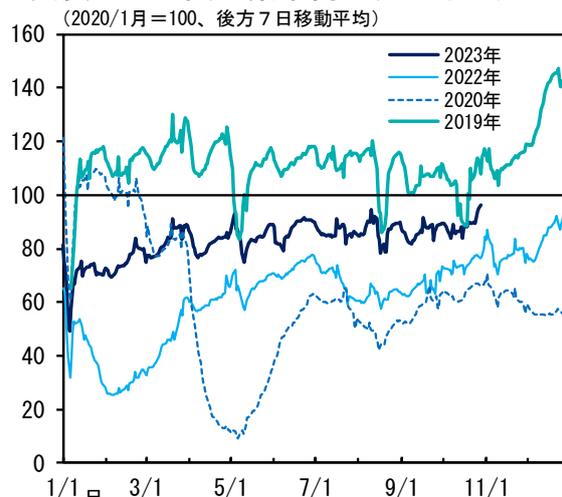
(注) 1. 支出者数の変化を考慮に入れた参考系列。ベースラインは、2016～2018年度の当該半月の平均。  
2. 総合とサービスは、通信を除く。エネルギーは、燃料小売業および電気・ガス・熱供給・水道業。日本銀行スタッフ算出。

増加傾向をたどっている。海外旅行は、なお低水準であるが、緩やかな増加を続けている。

個人消費関連のマインド指標をみると（図表32）、消費者態度指数は、「収入の増え方」の改善などを背景に、改善した状態が続いている。企業に対し景気の「方向性」を調査する景気ウォッチャー調査の現状判断DI（家計動向関連）は、物価上昇の影響への懸念が下押しに寄与しているものの、ペントアップ需要の顕在化や、インバウンド需要の増加などを受けて、振れを伴いつつも、改善方向の動きが続いている。

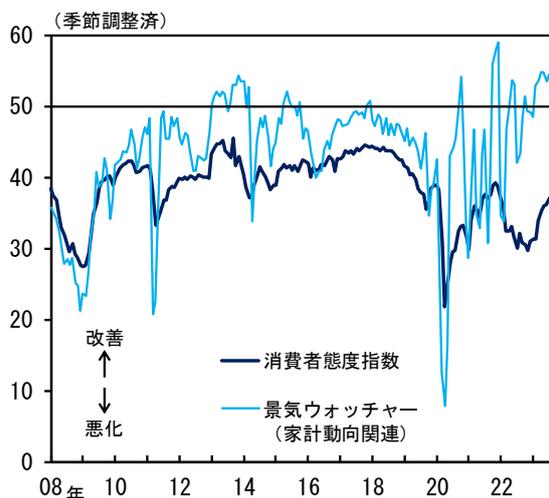
先行きの個人消費は、物価上昇の影響を受けつつも、名目雇用者所得の改善が続くもとで、行動制限下で積み上がった貯蓄にも支えられて、緩やかな増加を続けると予想される。政府によるガソリン・電気・ガス代の負担緩和策や低所得層への給付等も、個人消費を下支えすると考えられる。見通し期間の中盤以降は、ペントアップ需要は減衰していくものの、雇用者所得の改善が続くもとで、緩やかな増加を続けると考えられる。先行きの消費性向は、行動制限下で積み上がってきた貯蓄の取り崩しもあって、感染症拡大前の平均を幾分上回る水準まで高まったあと、見通し期間の中盤以降は、徐々に感染症拡大前の平均的な水準に戻っていくと想定している（図表33）。

図表31：全国の繁華街における人出



(出所) Agoop  
 (注) 1. 全国の主要繁華街（53地点）における21時と翌日4時の滞在人口の差。  
 2. 直近値は、10/22～28日の平均値。

図表32：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。

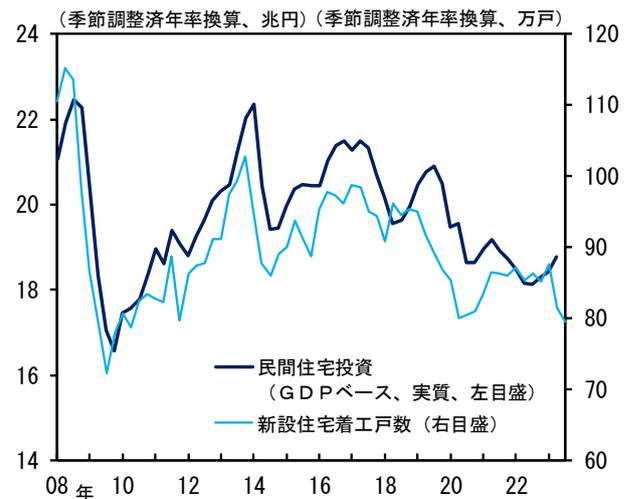
図表33：平均消費性向



(出所) 内閣府  
 (注) 平均消費性向=家計最終消費支出÷可処分所得等  
 可処分所得等は、可処分所得に年金受給権の変動調整を加えたもの。

住宅投資は、住宅価格の上昇などから、弱めの動きとなっている（図表 34）。住宅投資の先行指標である新設住宅着工戸数をみると、住宅価格の上昇を受けて減少傾向をたどっている。先行きの住宅投資は、緩和的な金融環境が下支えとなるものの、住宅価格の上昇や人口動態を反映して、緩やかな減少トレンドをたどると考えられる。

**図表34：住宅投資**



(出所) 内閣府、国土交通省  
 (注) 2023/3Qは、7～8月の値。

## 2. 物価の現状と見通し

### (物価の現状)

物価の現状をみると、国内企業物価（夏季電力料金調整後）の前期比は、既往の資源高の影響が和らぐもとで、下落している（図表 35）。企業向けサービス価格（除く国際運輸）の前年比は、経済活動の回復や人件費上昇等を背景に伸び率を高めている。

消費者物価の前年比をみると、除く生鮮食品は、政府の経済対策によるエネルギー価格の押し下げ効果などによって、ひと頃に比べればプラス幅を縮小しているものの、既往の輸入物価上昇を起点とする価格転嫁の影響から、足もとでは2%台後半となっている（図表 36）。

除く生鮮食品・エネルギーについて、全国旅行支援等の一時的な要因を除いたベースの前年比は、原材料コスト上昇の価格転嫁が継続しているものの、前年の値上げの影響の一巡などから、プラス幅を小幅に縮小している（図表 37）<sup>12</sup>。内訳をみると、財は、食料品や日用品で価格転嫁の動きが続いているものの、耐久消費財や農水畜産物を中心に、プラス幅を小幅に縮小している。一般サービスは、宿泊料などではプラス幅の拡大傾向が続いているものの、前年の値上げの影響の一巡がみられている外食や家事関連サービス（住居工事等）を中心に、プラス幅を小幅に縮小している。公共料金では、火災・地震保険料の引き上げや鉄道料金等の値上げを反映して、プラス幅の緩やかな拡大傾向が続いている。

<sup>12</sup> 「一時的な要因を除く」計数は、除く生鮮食品、除く生鮮食品・エネルギーのそれぞれから、①消費税率引き上げ・教育無償化政策、②旅行支援策、③携帯電話通信料の影響を除いたベース。

図表35：物価関連指標

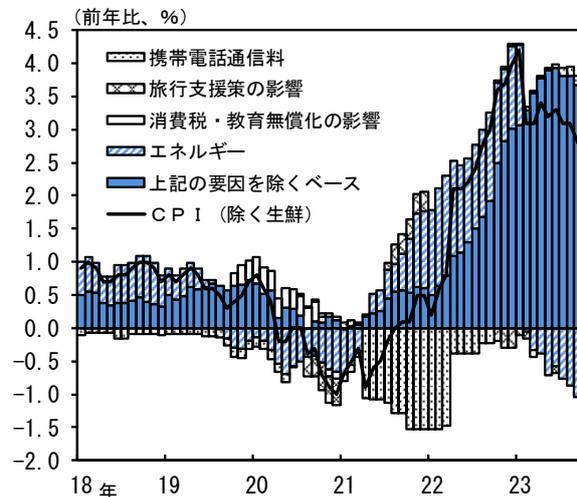
	(前年比、%)			
	22/4Q	23/1Q	23/2Q	23/3Q
消費者物価指数（CPI）				
除く生鮮	3.7	3.5	3.3	3.0
一時的な要因を除く	4.1	3.6	3.3	2.9
除く生鮮・エネルギー	2.8	3.5	4.2	4.3
一時的な要因を除く	3.1	3.6	4.3	4.2
国内企業物価指数（前期比）	2.8	0.5	-0.2	-0.3
企業向けサービス価格指数	1.4	1.7	2.1	2.3
GDPデフレーター	1.2	2.0	3.5	
内需デフレーター	3.4	2.8	2.4	

(出所) 総務省、日本銀行、内閣府

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

2. CPI（一時的な要因を除く）は、携帯電話通信料、旅行支援策の影響を除いた日本銀行スタッフによる試算値。

図表36：CPI（除く生鮮）

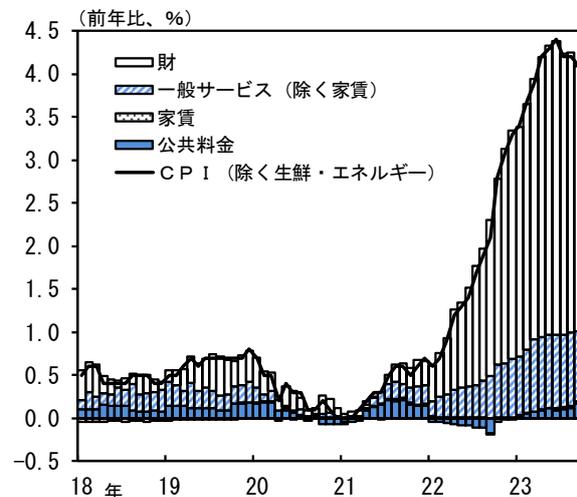


(出所) 総務省

(注) 1. エネルギーは、石油製品・電気代・都市ガス代。

2. 2020/4月以降の消費税・教育無償化の影響は、高等教育無償化等の影響も加味した日本銀行スタッフによる試算値。

図表37：CPI（一時的な要因を除く）



(出所) 総務省

(注) 1. 公共料金（除くエネルギー）＝「公共サービス」＋「水道料」

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

消費者物価の基調的な動きを捕捉するための指標をみると(図表38)<sup>13, 14</sup>、刈込平均値は、幅広い品目で値上げの動きが継続するなか、3%台半ばのプラスとなっている。一部品目の動きに左右されにくい最頻値や加重中央値は、それぞれ、2%台後半、2%程度となっている。除く生鮮食品を構成する各品目の前年比について、上昇品目の割合から下落品目の割合を差し引いた指標をみると、幅広い財・サービスで原材料コスト等の価格転嫁が進むもとで、「上昇」超幅は小幅に拡大している(図表39)。

この間、内需デフレーターの前年比は、2%台半ばとなっている(図表35)。内訳をみると、個人消費デフレーターは、前年比で3%程度となっている。設備投資等のデフレーターは、幾分鈍化しつつも、高水準の伸びを続けている。GDPデフレーターの前年比は、内需デフレーターが幾分鈍化しつつも高めの伸びを続けるもとで、既往の原油価格高の影響の減衰などを反映して輸入デフレーターが前年比マイナスに転化していることから、足もとでは前年比で3%台半ばとなっている。

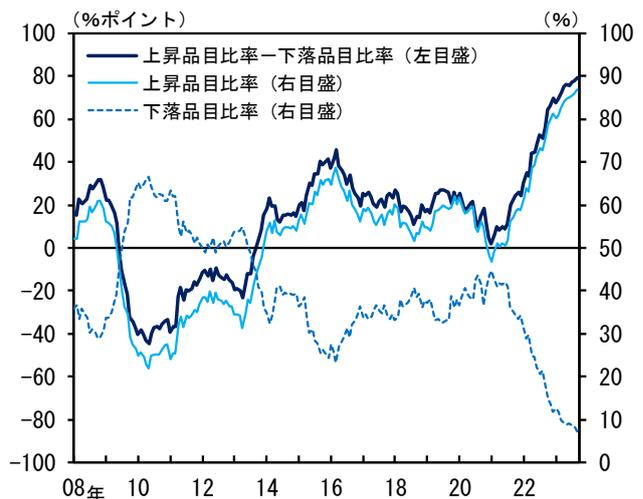
図表38：各種コアインフレ率指標



(出所) 日本銀行、総務省

(注) CPI (消費税率引き上げ・教育無償化政策、旅行支援策の影響を除く) を用いて日本銀行スタッフが算出。2020/4月以降のCPIは、高等教育無償化等の影響も除いた日本銀行スタッフによる試算値。

図表39：上昇・下落品目比率



(出所) 日本銀行、総務省

(注) 上昇・下落品目比率は、前年比上昇・下落した品目の割合(CPI除く生鮮、消費税率引き上げ・教育無償化政策、旅行支援策の影響を除く)。日本銀行スタッフ算出。2020/4月以降のCPIは、高等教育無償化等の影響も除いた日本銀行スタッフによる試算値。

<sup>13</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。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。いずれの指標も、消費税率引き上げ・教育無償化政策、旅行支援策の影響を除いた個別品目の指数をもとに算出している。

<sup>14</sup> 最頻値については、ここでは、その時々で観察される品目別価格変動分布に対し、正規逆ガウス分布を用いて、統計的に当てはまりのよい分布をパラメトリックに推計したうえで、その推計された分布の最も密度の高い価格変化率と定義している。もっとも、足もとでは、観察される品目別価格変動分布のばらつきが拡大するもとで、正規逆ガウス分布の当てはまりは悪化している。そのため、ここでの最頻値の推計値は、相応の幅をもってみる必要がある。

## （物価を取り巻く環境）

先行きの物価情勢を展望するにあたり、物価上昇率を規定する主な要因について点検する。第1に、マクロ的な需給ギャップについては、今年度半ば頃にはプラスに転じ、その後は、徐々にペースを鈍化させつつも、プラス幅の緩やかな拡大が続くと予想される（図表2、40）。

第2に、中長期的な予想物価上昇率は、緩やかに上昇している（図表41）。短観の販売価格判断DIは高水準となっている（図表42）。短観における企業の物価全般の見通しも、短期だけでなく中長期も含め、高水準となっている。また、今年の春季労使交渉は、ベースアップを含め、昨年を大きく上回る賃金上昇率となった。適格的予想形成の強いわが国において、これまでの物価上昇率の高まりは、家計や企業の中長期的な予想物価上昇率の上昇をもたらしてきており、企業の賃金・価格設定行動の一部に従来よりも積極的な動きがみられ始めている。先行きについては、現実の物価上昇率がプラス幅を縮小していくなかでも、需給ギャップがプラスに転じ、企業の賃金・価格設定行動や労使間の賃金交渉が変化していくもと、見通し期間終盤にかけて予想物価上昇率が緩やかに上昇していくことで、賃金の上昇を伴う形で、物価の持続的な上昇につながっていくとみられる。

第3に、輸入物価は、前年比ではっきりとしたマイナスが続いている（図表43、44）。商品市況をみると、原油価格が上昇しているほか、為替円安が円ベースでみた商品価格を押し上げる方向に寄与しているものの、多くの商品の価格は、ひと頃に比べると低めの水準にある。最終需要・中間需要物価指数（FD-ID指数）をみると、川上に位置する「ID指数（ステージ1）」は、足もとでは原油価格の反発もあって幾分上昇しているが、

図表40：CPIと需給ギャップ

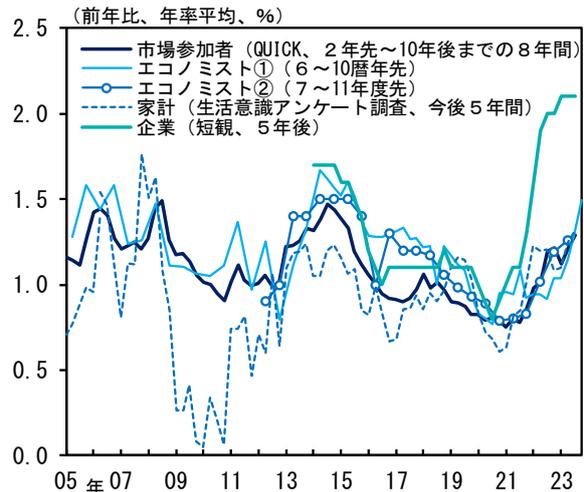


（出所）総務省、日本銀行

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

図表41：予想物価上昇率

### ①各種調査



（出所）日本銀行、QUICK「QUICK月次調査＜債券＞」、JCER「ESPフォーキャスト」、Consensus Economics「コンセンサス・フォーキャスト」

（注）1. エコノミスト①はコンセンサス・フォーキャスト、②はESPフォーキャスト。  
2. 家計は、5択選択肢情報を用いた修正カールソン・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）。

### ②BEI



（出所）Bloomberg

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

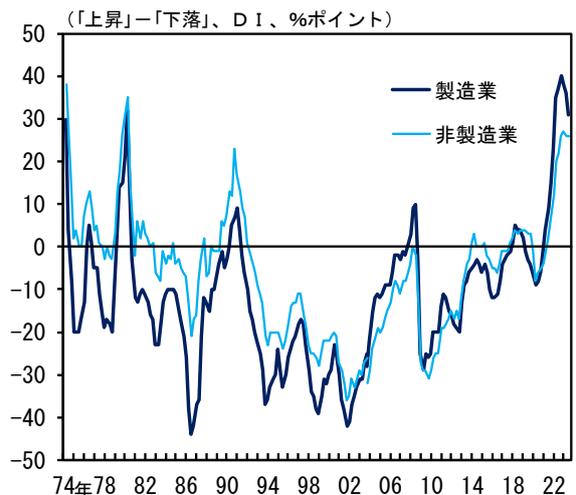
ひと頃に比べると、輸入物価の動きを映じて低めの水準にある(図表45)。「ID指数(ステージ2)」は、上流での価格下落の一服などを受けて、このところ横ばい圏内の動きとなっている。相対的に川下に位置する「ID指数(ステージ3~4)」では、横ばい圏内の動きが続いている。こうした動きを踏まえると、先行き、既往の輸入物価上昇を起点とした消費者物価の押し上げ圧力は徐々に減衰していくことが想定される<sup>15</sup>。

この間、エネルギー価格(ガソリン・電気代等)の前年比は、マイナス幅が拡大傾向にある。石油製品の前年比は、燃料油補助金が価格を押し下げる方向に寄与しているものの、前年対比で補助が縮小していることから、小幅のプラスとなっている<sup>16</sup>。一方、電気・ガス代については、既往の商品市況下落や、政府による負担緩和策および再生可能エネルギー発電促進賦課金の改定を受けて、前年比のマイナス幅が拡大している。先行きについては、政府による負担緩和策が引き続き押し下げ方向に作用するほか、既往の商品市況下落の影響がラグをもって電気・ガス代に反映されていくことから、当面は、前年比マイナスで推移すると見込まれる。その後、2024年度については、政府による負担緩和策が2023年度末頃に終了すること

<sup>15</sup> BOX 2では、輸入物価上昇を起点としたコスト上昇圧力の現状と先行きの論点を整理している。

<sup>16</sup> エネルギーに関する政府の経済対策をみると、燃料油補助金については、ガソリン価格が基準価格(168円)を超えている間、石油元売・輸入事業者へ価格の急激な上昇を抑える原資として補助金を支給する政策が導入されている。同補助金について、政府は、2023年1月以降、段階的に縮小したあと、原油価格の再上昇を受けて、9月上旬から規模を拡大する形で見直した。電気代については、負担緩和策によって、2023年2~9月の間は1kWhあたり7円(標準的な世帯で2割程度の引き下げ)、2023年10月以降は同3.5円が割り引かれることになっている。また、都市ガス代についても、概ね同様の負担緩和策が導入されている。現在政府が策定中の経済対策では、これらの負担緩和策について、来年春まで継続する方針が示されている。

図表42：販売価格判断



(出所) 日本銀行  
(注) 短観の販売価格判断D1。全規模ベース。2003/12月調査には、調査の枠組み見直しによる不連続が生じている。

図表43：国際商品市況



(出所) 日本経済新聞社、Bloomberg

図表44：輸入物価指数



(出所) 日本銀行

を前提とすれば、それまでの押し下げ効果の反動を主因に、前年比で大きめのプラスとなる可能性が高い。こうした反動の影響が一巡する2025年度にかけては、先物市場の動向を踏まえると、小幅のマイナスを続けると想定される。

### (物価の先行き)

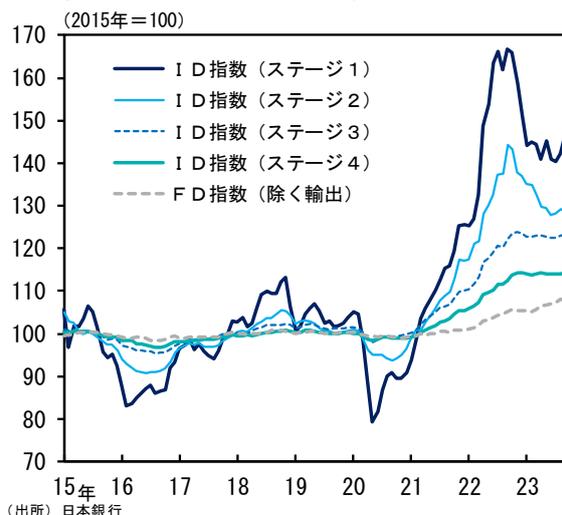
以上の基本的な考え方を踏まえると、先行きの消費者物価(除く生鮮食品・エネルギー)の前年比は、既往の輸入物価上昇を起点とする価格転嫁の影響が徐々に減衰することからプラス幅を縮小したあと、マクロ的な需給ギャップが改善を続け、企業の賃金・価格設定行動などの変化を伴う形で中長期的な予想物価上昇率や賃金上昇率も高まっていくも、見通し期間の終盤にかけては、2%程度で推移するとみられる(図表46)。

前述のエネルギー価格の動向と併せてみると、消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、来年度にかけて、既往の輸入物価上昇を起点とする価格転嫁の影響が残るも、このところの原油価格上昇の影響や政府による負担緩和策による押し下げ効果の反動もあって、2%を上回る水準で推移するとみられる。2025年度については、原油価格上昇や政府の負担緩和策による押し下げ効果の反動の剥落から、前年比のプラス幅は縮小すると予想される。

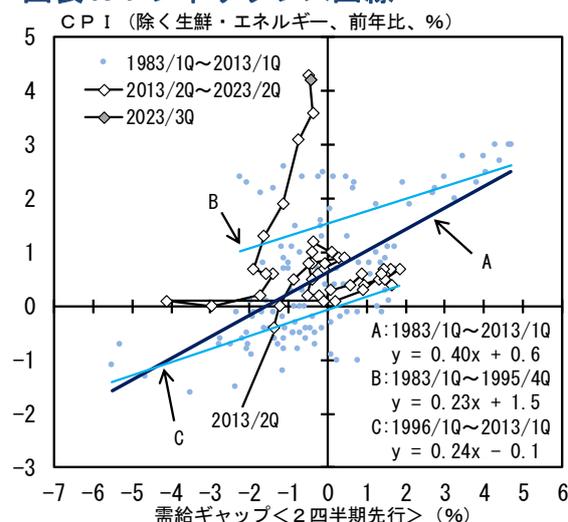
ただし、こうした見通しを巡る不確実性はきわめて高い。輸入物価上昇を起点とした物価押し上げ圧力が減衰していくペースを巡る不透明感が高いほか、賃金と物価の連関が強まり、基調的な物価上昇率が高まっていくかについても、不確実性が大きいと考えられる<sup>17</sup>。

<sup>17</sup> BOX 3では、企業の賃金・価格設定行動について、現状と先行きの論点を整理している。

図表45: FD-I D指数(総合)



図表46: フィリップス曲線



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

### 3. わが国の金融情勢

#### (金融環境)

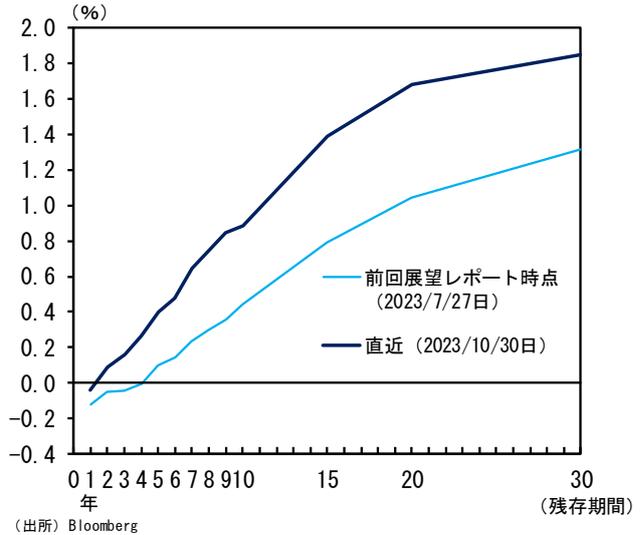
わが国の金融環境は、緩和した状態にある。

日本銀行は、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の枠組みのもとで、7月の金融政策決定会合において柔軟化を決定した長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）の運用方針に従って、機動的な市場調節を実施した。こうしたもて、日本国債のイールドカーブは、現行の金融市場調節方針（短期政策金利：-0.1%、10年物国債金利：ゼロ%程度）と整合的な形状となっている（図表47）。

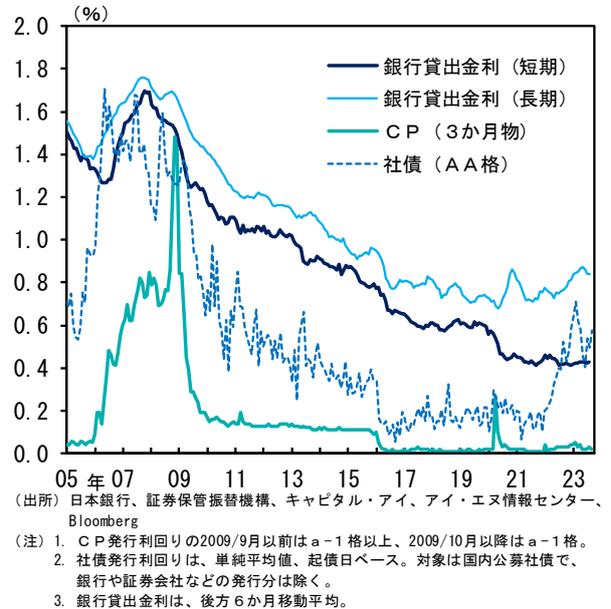
企業の資金調達コストは、きわめて低い水準で推移している（図表48）。貸出金利（新規約定平均金利）をみると、長期では上昇が一服しており、短期ではきわめて低い水準で推移している。CPの発行金利は、きわめて低い水準で推移している。社債の発行金利は、ベースレートの上昇を反映して、幾分上昇している。

企業からみた金融機関の貸出態度を短観のDIでみると、全体として緩和的な水準を維持している（図表49）。短観のCP発行環境判断DIは、引き続き「楽である」超となっている。こうしたもて、CP・社債市場では、良好な発行環境となっている。企業の資金繰りを短観のDIでみると、経済活動の回復や価格転嫁の進展を背景に、良好な水準となっている（図表50）。業種別にみると、製造業は、海外経済の回復ペース鈍化の影響を受けつつも、供給制約の影響緩和や価格転嫁の進展に支えられて、横ばいとなっている。非製造業は、個人消費やインバウンド需要の増加に加え、価格転嫁の進展を背景に、改善傾向を続けている。

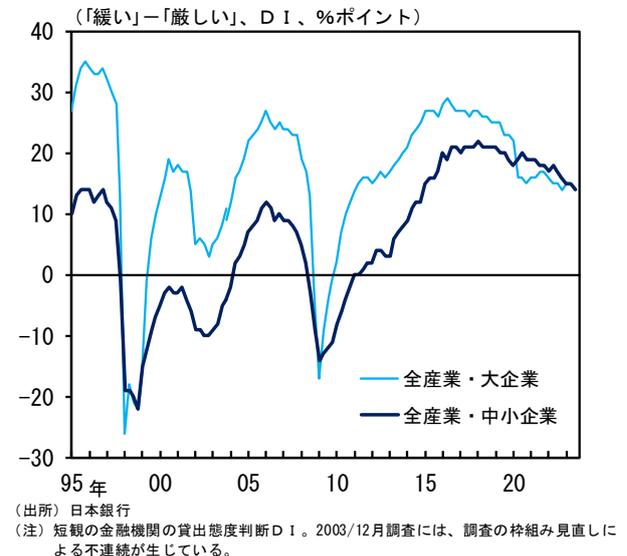
図表47：イールドカーブ



図表48：貸出金利とCP・社債発行利回り

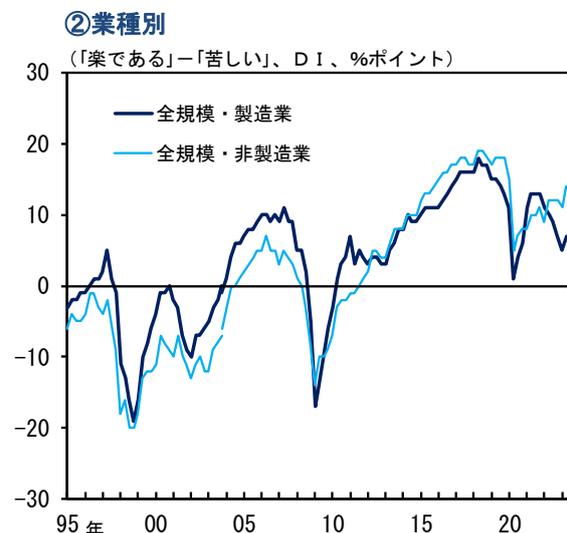
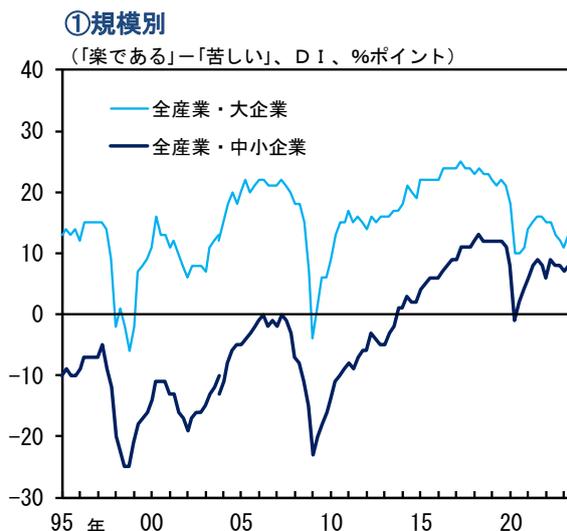


図表49：企業からみた金融機関の貸出態度



企業の資金需要面では、既往の原材料コスト高に起因した運転資金需要が高水準で推移するなか、経済活動の回復や企業買収の動きなどを背景に、緩やかに増加している。こうしたもとで、銀行貸出残高の前年比は、3%台前半となっている（図表51）。CP・社債の発行残高の前年比は、2%程度となっている。

図表50：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。

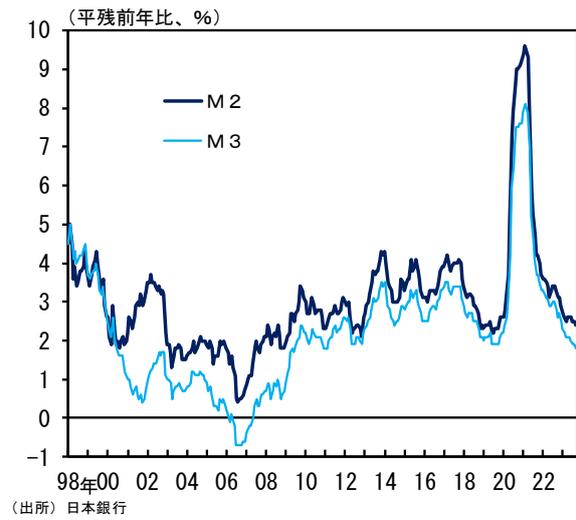
図表51：貸出残高とCP・社債発行残高



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

マネタリーベースの前年比は、5%台半ばとなっており、残高は673兆円（対名目GDP比率は114%<sup>18</sup>）となっている。マネーストック（M2）の前年比は、貸出残高の増加や財政支出による押し上げが続くも、2%台半ばとなっている（図表52）。

図表52：マネーストック



<sup>18</sup> マネタリーベースは2023年9月末時点、名目GDPは2023年4～6月期の値を用いている。

## （金融市場動向）

国際金融市場の動向をみると、米欧の金融政策や世界経済の先行きを巡る不確実性が意識されるもとで、市場センチメントは慎重化している。

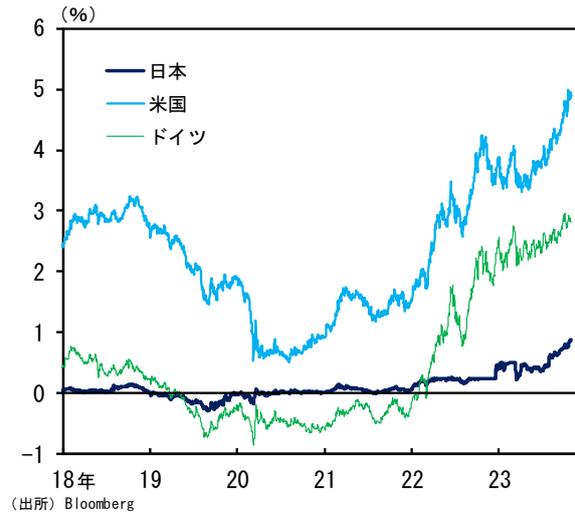
米国の長期金利(10年物国債利回り)をみると、金融引き締め長期化が意識され、大きく上昇している(図表53)。欧州の長期金利は、上昇している。わが国の長期金利も、上昇している。

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、9月末以降拡大している(図表54)。

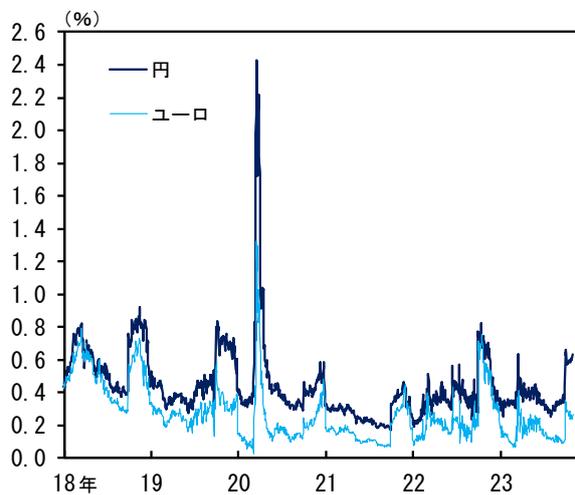
株式市場をみると、米国の株価は、長期金利の上昇を背景に下落し、ボラティリティも上昇している(図表55、56)。欧州の株価は、長期金利の上昇や中国経済の減速に加え、中東における地政学的リスクの高まりもあって、下落している。わが国の株価は、振れを伴いつつも、米欧株価に連れる形で下落している。新興国の株価は、米欧金利の上昇などから、下落している。

わが国の不動産投資信託(J-R E I T)市場をみると、J-R E I T価格は、下落している(図表57)。

図表53：主要国の長期金利（10年物国債）

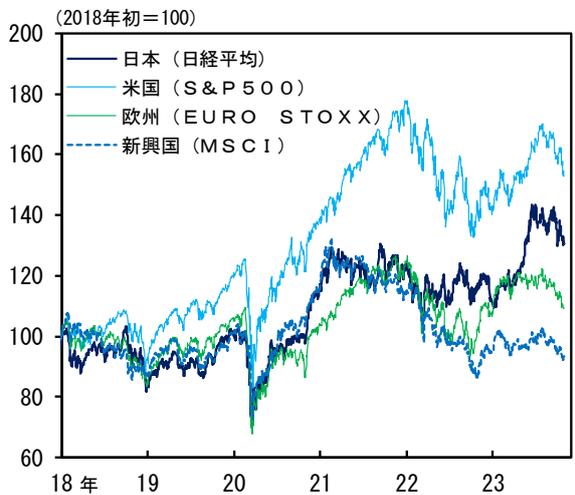


図表54：ドル資金調達プレミアム



(注) 1. 円またはユーロによる為替スワップ市場を通じたドルの調達金利と短期金融市場でのドルの調達金利の差（いずれも3か月物）。  
2. 円金利はOIS、ユーロ金利は19/10/3日以前はOIS（EONIAベース）、19/10/4日以降はOIS（€STRベース）、ドル金利は19/1/2日以前はOIS、19/1/3日以降はSOFRを使用。

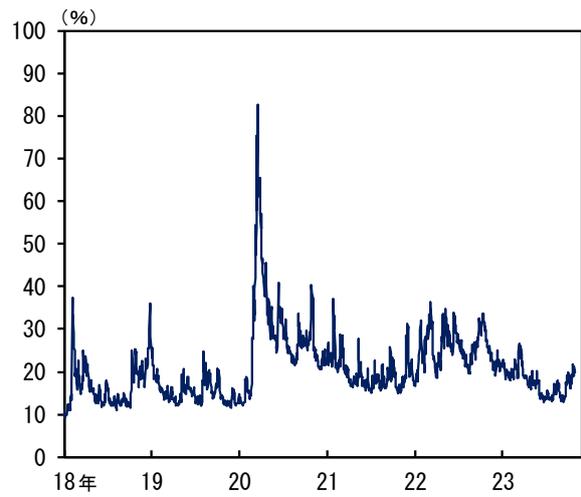
図表55：主要株価指数



(注) 新興国は、MSCIエマージング（現地通貨建て）を利用。

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

図表56：株価のボラティリティ (VIX)



(出所) Bloomberg

図表57：主要REIT指数



(出所) Bloomberg

図表58：ドル円・ユーロ円相場



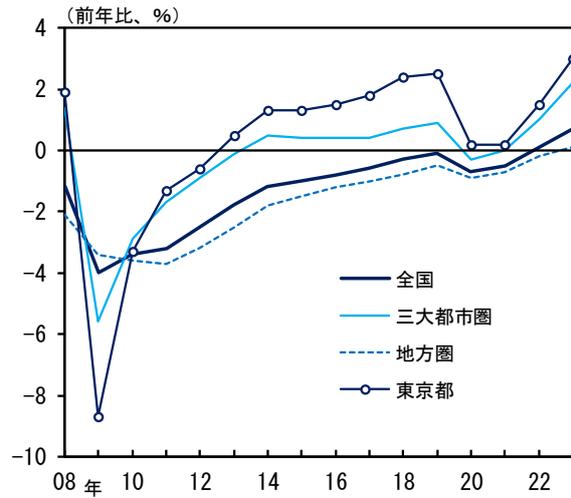
(出所) Bloomberg

## (地価)

地価は、経済の回復を受けて上昇している。2023年の都道府県地価調査（7月1日時点）で地価の前年比をみると、住宅地、商業地ともに、プラス幅を拡大している（図表59、60）。東京、大阪、名古屋の三大都市圏では、住宅地、商業地ともに、プラス幅を拡大した。地方圏では、住宅地、商業地ともに、プラスに転化した。

以上

### 図表59：地価（住宅地）

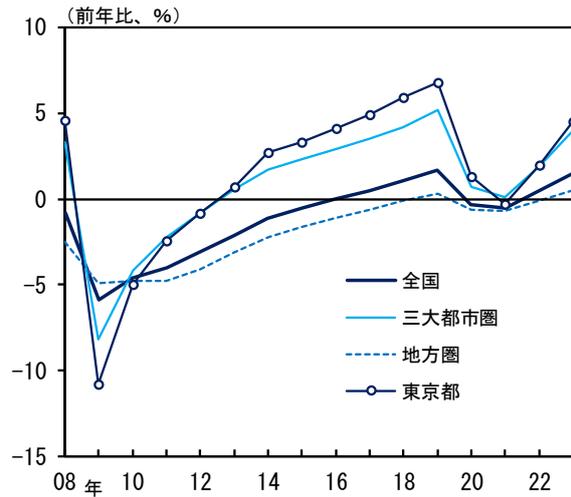


(出所) 国土交通省

(注) 1. 都道府県地価調査ベース（7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60：地価（商業地）



(出所) 国土交通省

(注) 1. 都道府県地価調査ベース（7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) 2023年春季労使交渉の振り返り

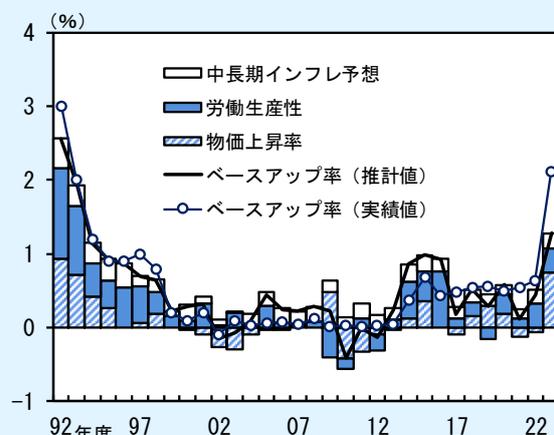
2023年の春季労使交渉では、多くの企業で高めの賃金改定が実現した。長期時系列データをもとにシンプルな賃金改定率（ベースアップ率）関数を推計すると、本年は、この推計値を大きく上回って着地しており、企業の賃金設定行動が従来よりも積極化したことが窺える（図表 B1-1）。

大企業の労働組合を中心とする連合加盟先について、個社の賃金改定率の分布をみると、今春ほどではないが全体として改定率が高まった 2015年頃や昨年は、そもそも賃金改定を見送った先が多かったほか、実施した先の改定率も0%台が中心となっていた（図表 B1-2）。他方で、今春は、製造業・非製造業ともに、雪崩を打ったように、幅広い先で高水準の賃金改定が実施されている。

より子細に振り返ると、多くの組合員を抱える「リーダー企業」が、高水準の賃金改定を実施し、それに多くの企業が追随する動きがみられた（図表 B1-3）。こうしたもとで、中小企業でも、アンケート調査等をみると、幅広い先で賃金改定が実現したとみられる<sup>19</sup>。

このように、多くの先が積極的な賃金改定を行った背景には、物価上昇率の高まりに加え、少子高齢化にも起因するマクロ的な人手不足感の強まりがあると考えられる。とくに、若年層や高度人材については人手不足感の強まりが目立っており、これらの層を中心に、従来、流動性が低く、人材の確保・係留のための賃金改定プレッシャーが小さいとされてきた正社員についても、近年、転職

図表B1-1：賃金改定率



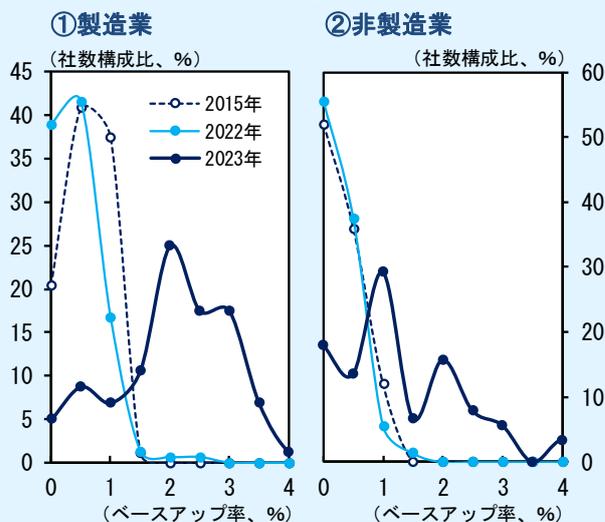
(出所) 中央労働委員会、日本労働組合総連合会、総務省等

(注) 1. 物価上昇率は、CPI（除く生鮮食品、消費税率引き上げ等の影響を除く）。ベースアップ率（実績値）は、2013年度までは中央労働委員会、2014～2023年度は連合の公表値。

2. 推計式は以下の通り。推計期間：1992～2022年度。\*\*\*は1%有意。  

$$\text{ベースアップ率} = 0.32*** \times \text{前暦年の物価上昇率} \\ + 0.24*** \times \text{前年度の名目労働生産性変化率} \\ + 0.15*** \times \text{前年度末の中長期インフレ予想}$$

図表B1-2：賃金改定率の分布



(出所) 日本労働組合総連合会

(注) ベースアップ率は、連合に加盟する主な組合の賃上げ額と賃金水準の個票に基づく日本銀行スタッフによる試算値。

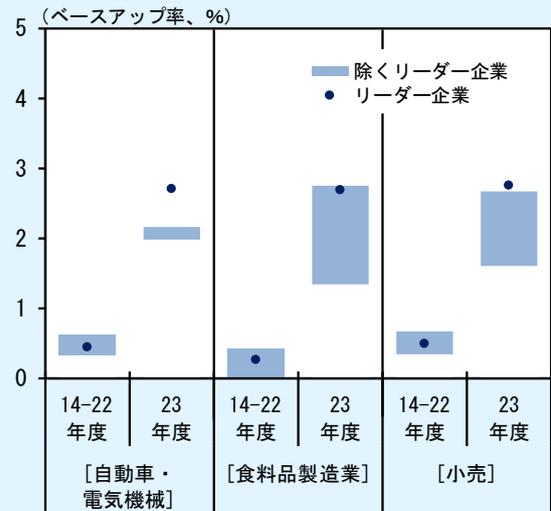
<sup>19</sup> 例えば、中小企業を主な調査対象としている東京商工リサーチの「賃上げに関するアンケート（2023年8月）」や日本商工会議所の「L O B O調査（2023年5月）」をみると、ベースアップ実施先の割合は、昨年よりも大きく増加している。

市場が急速に拡大している（図表 B1-4）。

人手不足感の強まりは、人材の確保・係留に優位性を持つと考えられる企業——上述のリーダー企業の多くが含まれるとみられる——にも及んでおり、こうした先の賃金設定行動の積極化につながったとみられる。実際、短観の個票を用いて分析すると、従来、マクロ的な労働需給がタイト化した場面であっても人手不足感を示してこなかった企業でも、足もとにかけて、人手不足感が急速に高まっていることが分かる（図表 B1-5）。

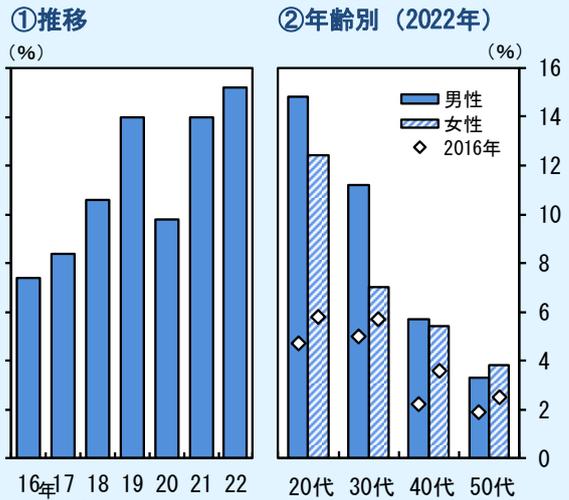
以上のように、2023 年の春季労使交渉では、各業種のリーダー企業を含め、多くの先で正社員の人手不足感が高まっているもとの、輸入物価の上昇を起点とする消費者物価の上昇が契機となり、企業の賃金設定行動が一斉に積極化したと考えられる。少子高齢化も背景としたマクロ的な人手不足感は続いていくと予想されるなかで、今後、賃金がどの程度上昇していくか、状況を注視していく必要がある。

図表B1-3：リーダー企業の賃上げの波及



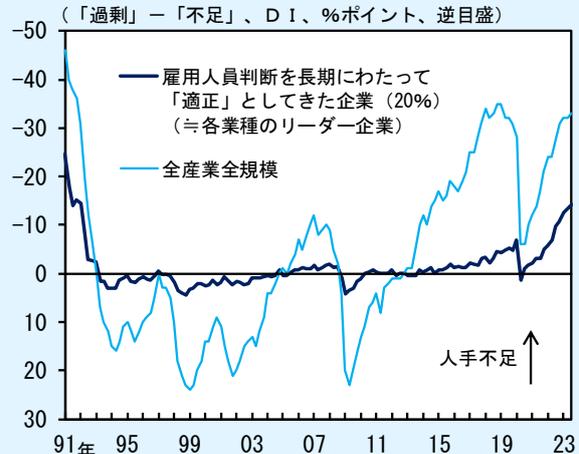
(出所) 日本労働組合総連合会  
 (注) 1. ベースアップ率は、連合に加盟する主な組合の賃上げ額と賃金水準の個票に基づく日本銀行スタッフによる試算値。  
 2. リーダー企業は、業種別に組合員数が多い3社の平均値。  
 3. 除くリーダー企業は、リーダー企業を除く企業の25～75%タイルの分布。

図表B1-4：正社員転職率



(出所) マイナビ「転職動向調査2023年版（2022年実績）」  
 (注) 過去1年間に転職した20～50代の正社員の割合。

図表B1-5：雇用人員判断



(出所) 日本銀行  
 (注) 短観ベース。「雇用人員判断を長期にわたって『適正』としてきた企業」は、1991～2019年の約90%以上の期間において、雇用人員判断を「適正」と回答した先。

## (BOX 2) 企業のコスト見通しと価格転嫁

消費者物価（除く生鮮・エネルギー）の前年比をみると、ひと頃に比べて上昇ペースは鈍化しているが、なお高めの伸びが続いている（前掲図表37）。引き続き、食料品や日用品等、輸入原材料を多く使う品目で上昇が目立っており、今春以降、輸入物価の前年比がマイナスで推移するもとも、価格転嫁の動きが長引いている（図表 B2-1）。

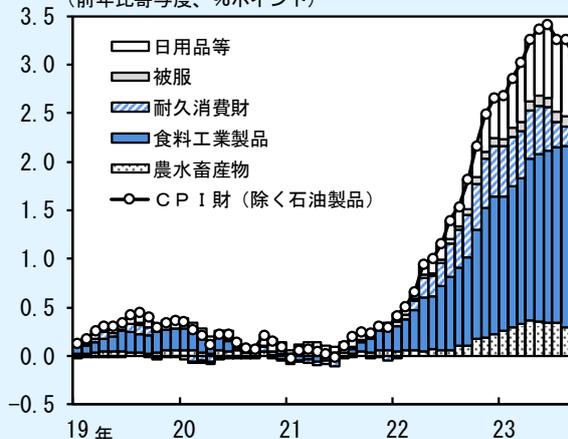
その一因としては、昨年以降の輸入物価の振幅がきわめて大きかったこともあって、企業のコスト見通しが、実際の仕入コストの動きを反映しきれていないことも影響している可能性がある。この点、企業の事業計画などをもとに、各業種の年度計画策定時点におけるコスト見通しを試算すると、昨年度のコスト上昇幅が大きかった食料品や日用品等では、本年度も大きめの上昇が続くと見込んでいたことが分かる（図表 B2-2）。こうした年度計画時点における高めのコスト見通しは、食料品や日用品等の分野で、輸入物価が幾分落ち着くもとも、価格転嫁の動きが長引いていることに寄与している可能性がある。

もっとも、実際には、原材料コスト上昇圧力は、輸入物価の落ち着きを受けて、既にサプライチェーンの幅広い取引段階で減衰してきている。FD-I D指数をみると、相対的にサプライチェーンの川下に位置する「I D指数（ステージ3～4）」でも、コスト上昇圧力は減衰しており、短期的な物価上昇のモメンタムを示す3か月前比は、このところゼロ%近傍で推移している（図表 B2-3）。こうしたもとで、対消費者取引を行う企業が直面する仕入コストである中間投入コストの伸び率も、はっきりと鈍化している（図表 B2-4）<sup>20</sup>。こうし

図表B2-1：財・サービス別のCPI

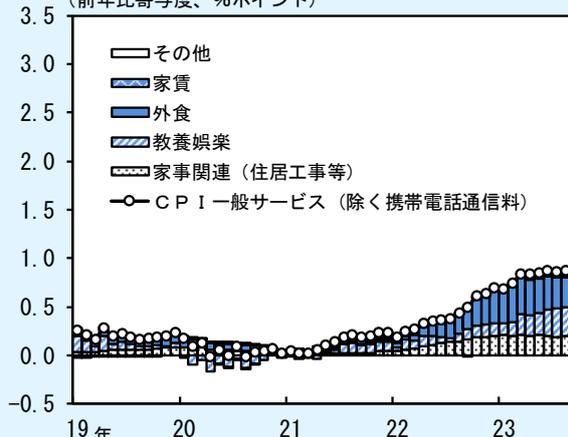
### ①財（除く石油製品）

（前年比寄与度、%ポイント）



### ②一般サービス（除く携帯電話通信料）

（前年比寄与度、%ポイント）



（出所）総務省

（注）CPI（除く生鮮・エネルギー）に対する寄与度。消費税率引き上げ・教育無償化政策、旅行支援策、携帯電話通信料の影響を除いた日本銀行スタッフによる試算値。

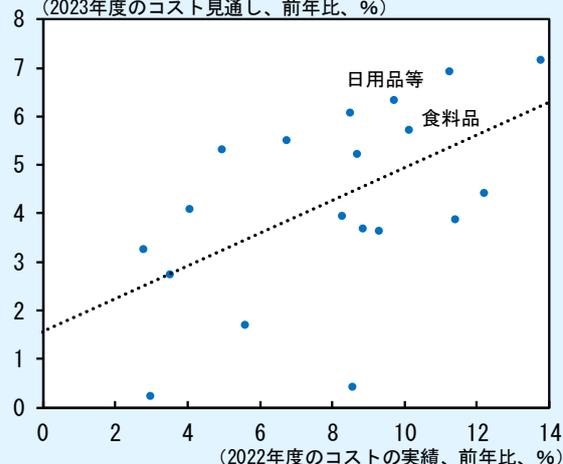
<sup>20</sup> 中間投入コスト指数は、生鮮食品やエネルギーを除く消

た点を踏まえると、先行き、企業のコスト見通しは落ち着いていき、輸入物価上昇を起点とした価格転嫁の影響も、目先は残るにせよ、次第に減衰していくと考えられる。

なお、このところ原油価格は上昇しているが、現時点では、金属類や穀物の価格は落ち着いている。こうした状況が続けば、昨年度のように幅広い業種でコストが大幅に上昇する事態は回避されるとみられるが、先行きの資源・穀物価格の動向には引き続き注視していく必要がある。また、コスト変動の物価への影響については、業種によってコスト構造が異なっていることも踏まえて、注意深くモニタリングすることも求められる。

図表B2-2：企業のコスト計画

(2023年度のコスト見通し、前年比、%)

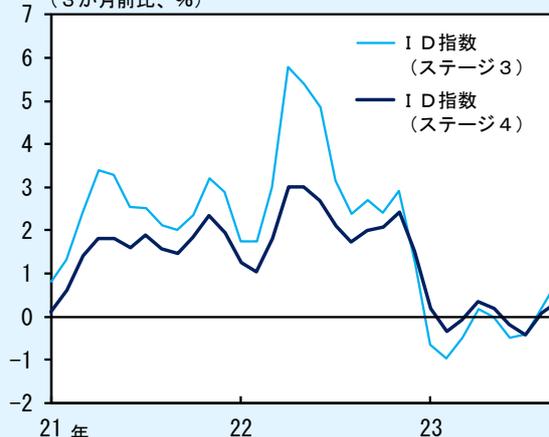


(出所) 総務省、厚生労働省、日本銀行、日本経済新聞社 NEEDS-Financial QUEST

- (注) 1. 2022年度のコストの実績は、中間投入コストと賃金コストの合計。  
2. 2023年度のコスト見通しは、短観の販売価格見通しと、上場企業の売上原価率の見通し（企業の事業計画<営業利益等>から試算）を用いて算出。個別に算出したコスト見通しを、売上高ウエイトを用いて業種別に集計。

図表B2-3：FD-I D指数（総合）

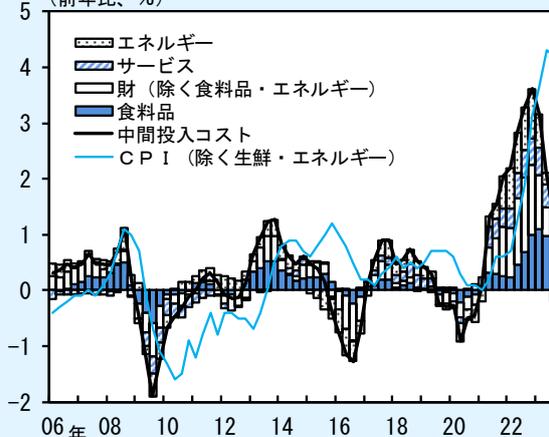
(3か月前比、%)



(出所) 日本銀行

図表B2-4：中間投入コスト

(前年比、%)



(出所) 総務省、日本銀行

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

費財・サービスの生産にかかる中間投入コストについて、産業連関表の取引構造を前提に試算したもの。詳細は、2022年4月展望レポートのBOX 3を参照。

### (BOX 3) 賃金と物価の相互連関：現状整理と今後の論点

賃金と物価の前年比は、2000年代以降、いずれもゼロ%近傍で推移していたが、このところ、両者の伸び率が高まってきている(図表 B3-1)。安定的な物価上昇の実現に向けては、賃金と物価が相互に関連して緩やかに上昇率を高めていくことが重要である。本BOXでは、賃金と物価の関係について、現状評価を行うとともに、今後の論点を整理する。

第1に、物価から賃金への波及については、BOX 1のとおり、2023年の春季労使交渉で物価上昇を賃金に反映させる動きがみられた。今後も、こうした動きが継続するか、来年以降の春季労使交渉も含め、確認していく必要がある。

第2に、賃金から物価への波及については、産出価格に占める人件費の比率が高いサービス価格の動向がとくに重要である<sup>21</sup>。

サービス価格の品目別変動分布をみると、分布全体が右方へシフトしている(図表 B3-2)。ただし、これには、外食や住居工事サービスなど、既往の輸入物価上昇の影響を強く受けて上昇しているサービス品目が少なくないことが影響している面もある。この点、「コストに占める輸入比率が低い品目」や「コストに占める人件費比率が高い品目」をみると、物価上昇は比較的緩やかとなっている(図表 B3-3)。輸入物価上昇の影響が一巡したあと、幅広い品目でバランスよく伸び率が高まっていくためには、賃金上昇の実績を物価に反映させる動きや、将来の賃金コストの上昇等を見越したフォワードルッキングな価格設定行動が、広がっていくことが求められる。この点に関連し、

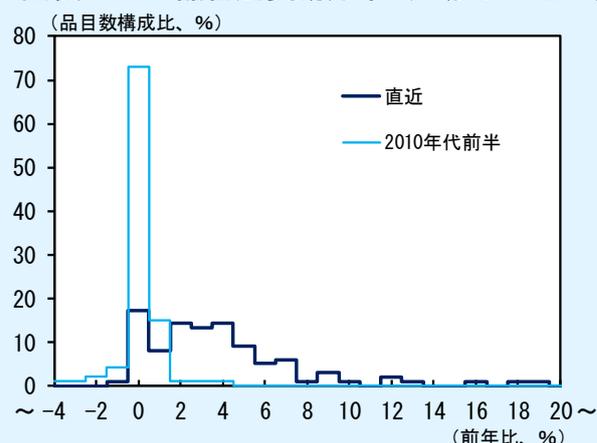
<sup>21</sup> 業種別にみた産出価格のコスト構造の違いについては、2023年4月展望レポートのBOX 2を参照。

図表B3-1：賃金と物価の推移



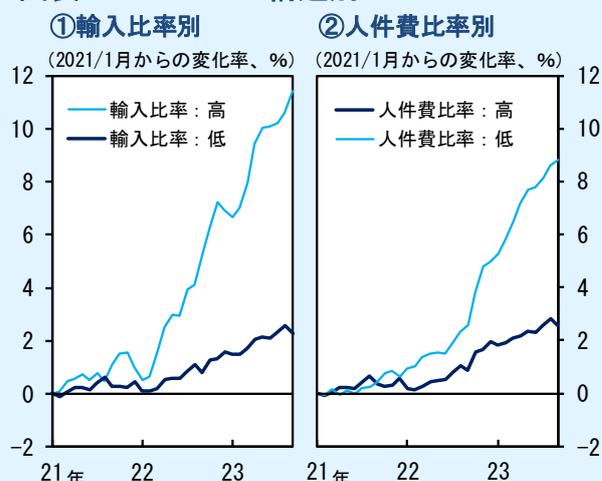
(出所) 総務省、厚生労働省  
(注) 1. CPIは、消費税率引き上げ・教育無償化政策、旅行支援策の影響を除いた日本銀行スタッフによる試算値。名目賃金は、1990年度以前は30人以上の事業所、1991年度以降は5人以上の事業所が対象。  
2. 2023年度は、4~8月の値。

図表B3-2：品目別変動分布（一般サービス）



(出所) 総務省  
(注) 1. CPIの一般サービス除く家賃ベース。  
2. 2010年代前半、直近は、それぞれ2012/6月、2023/9月の値。

図表B3-3：コスト構造別のCPI



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

企業に賃金を含めた幅広いコストを販売価格に反映できているか尋ねると、現時点では、原材料コスト以外の転嫁は難しいといった指摘も少なくないが、一部先からは将来の賃上げの原資を確保するべく値上げしたとの声も聞かれ始めている（図表 B3-4）。

なお、計量的な手法を用いて、賃金と物価の相互関連を評価すると、わが国では、長きにわたり、物価（賃金）が上昇しても、賃金（物価）が有意には反応しない状況が続いていたが、足もとにかけて、状況が変化しつつある可能性が示唆される（図表 B3-5）。まず、物価から賃金への波及については、足もとの弾性値は、安定的な物価上昇が実現していた 1990 年代前半の水準には届いていないものの、有意に上昇している。一方、賃金から物価への波及については、弾性値自体は上昇しているものの、現時点では統計的に有意な変化は観察されない<sup>22</sup>。今後、上述のような、一部で聞かれ始めている企業の価格設定行動の変化の動きが広がっていくか、確認していく必要がある。

以上のとおり、わが国で長年みられてきた、賃金や物価が上がりにくいことを前提とした企業行動について、緩やかではあるものの、変化の動きが徐々に広がっている。先行き、景気の回復が続くもとの、賃金と物価の相互関連が一段と強まっていくか、注視していく必要がある。

図表B3-4：企業からの声

＜人件費の価格転嫁は難しいとする先＞

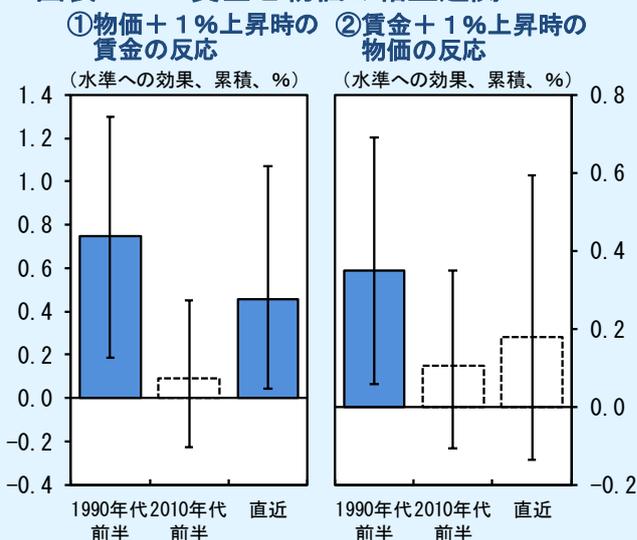
- ・ 原材料コストの上昇は販売価格に転嫁せざるを得ず、値上げを続けている。一方、人件費の上昇については、生産性の向上に対応しており、販売価格への転嫁はしていない（飲食店）。
- ・ これ以上値上げすると、需要が減少する恐れがある。人手不足が続くもとの、来春以降も賃上げをしていくが、価格は据え置く方針（ホテル）。
- ・ 人件費の上昇圧力は続いているが、客離れの懸念があるため、価格転嫁は行わない方針（対個人サービス）。

＜人件費の価格転嫁を進めている先＞

- ・ 来年度にかけて賃上げを計画している。これを見据えて、創業以来初の値上げに踏み切った（対個人サービス）。
- ・ 電気代の上昇に加え、今秋の最低賃金引き上げの影響も踏まえた人件費の上昇に対応する形で、値上げしている（ドラッグストア）。

（出所）日本銀行によるヒアリング情報  
（注）（ ）内はヒアリング先企業等の業種名。

図表B3-5：賃金と物価の相互関連



（出所）総務省、内閣府、厚生労働省、日本銀行  
（注）1. 需給ギャップ、名目賃金、CPI（除く生鮮）からなる、時変パラメーターVARモデルを推計。輸入物価を外生変数としてコントロール。CPIは、一時的な要因を除いた日本銀行スタッフによる試算値。  
2. 4 四半期後の累積インパルス応答を表示。誤差範囲は75%信頼区間、点線は有意でないことを示す。  
3. 1990年代前半、2010年代前半、直近は、それぞれ1991/2Q、2012/2Q、2023/2Q時点の値。

<sup>22</sup> 図表 B3-5 では、時変パラメーターVARモデルを用いた推計結果を示している。この点、同様の変数を用いて、ローカル・プロジェクションの手法でローリング推計を行っても、ほぼ同様の結果を得ることができる。

