

公表時間

1月24日(水) 14時00分



# 経済・物価情勢の展望

2024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（2024年1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弾劾家の影響が減衰するも、政府による経済対策の反動がみられることなどから、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。先行きの不確実性はなお高いものの、こうした見通しが実現する確度は、引き続き、少しずつ高まっている。
- 前回の見通しと比べると、成長率については、2023年度が幾分下振れ、2024年度が幾分上振れとなっている。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比については、2024年度は、このところの原油価格下落の影響を主因に、下振れとなっている。
- 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・物価のいずれの見通しについても、概ね上下にバランスしている。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、1月22、23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、横ばい圏内の動きとなっている。企業収益や業況感は改善している。こうしたもとで、設備投資は緩やかな増加傾向にある。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、緩やかな増加を続けている。住宅投資は弱めの動きとなっている。公共投資は横ばい圏内の動きとなっている。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）の前年比をみると、政府の経済対策もあってエネルギー価格の寄与は大きめのマイナスとなっているものの、既往の輸入物価上昇を起点とする価格転嫁の影響が減衰しつつも残るもとで、サービス価格の緩やかな上昇も受けて、足もとは2%台前半となっている。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、設備投資の実績の下振れ等を反映する形で幾分下振れ、2024年度は幾分上振れとなっている。

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。もつとも、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いくとみられ、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や低所得世帯への給付金、所得税・住民税減税なども、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、グローバルなIT関連財の持ち直しなどから、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、改善を続けるとみられる。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、増加傾向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

---

<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。

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減衰するもとで、政府による経済対策の反動がみられることなどから、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、2024年度は、このところの原油価格下落の影響を主因に、下振れとなっている。

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年度と2025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<sup>4</sup>。この点、

---

<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。

<sup>4</sup> 政府が2023年11月に閣議決定した「デフレ完全脱却のための総合経済対策」では、ガソリンの負担軽減策は2024年4月まで、電気・ガスの負担軽減策は同年5月使用分まで継続することが決定された。これらの対策が延長されず、段階的な縮小を経て終了する

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）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、改善傾向をたどっている。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は、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、労働需給の引き締まりは進み、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、ひと頃と比べると低下しているが、引き続き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、短期は幾分低下しているが、中長期については、引き続き高水準となっている。適合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・価格設定行動には、従来よりも積極的な動きがみられている。先行きについては、需給ギャップの改善が続き、企業の賃金・価格設定行動や労使間の賃金交渉が変化すると、見通し期間終盤にかけて予想物価上昇率も緩やかに上昇していくと考えられる。こうしたもと、物価上昇を反映した賃上げが実現するとともに、賃金上昇が販売価格に反映されていくことを通じて、賃金と物価の好循環は強まっていくとみられる。

これらの点検を踏まえると、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みられる。先行きの不確実性はなお高いものの、企業の賃金・価格設定行動の変化や賃金交渉に向けた労使のスタンス等を踏まえると、こうした見通しが実現する確度は、引き続き、少しずつ高まっていると考えられる。

---

ことを前提とすれば、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、反動により2024年度を中心に押し上げられることとなる。

### 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。依然として世界的にインフレ圧力は残存しているが、米欧の物価上昇率はひと頃に比べれば低下している。そのもとで、各国中央銀行は、なお引き締めの金融政策運営を継続しているが、一部では、先行きの利下げを示唆する動きも窺われる。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。仮にインフレ圧力がさらに減衰した場合、利下げの動きが強まり、それらが経済に影響を及ぼす可能性もある。一方、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、一昨年半ば頃をピークに、振れを伴いつつも総じて下落してきたが、先行き、ウクライナや中東等を巡る地政学的な要因により、大幅に変動するリスクには、引き続き、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、賃金の上昇が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の影響は徐々に和らぎつつあるが、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、昨年の春季労使交渉では前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、先行きは、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>5</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。先行きの不確実性はなお高いものの、こうした見通しが実現する確度は、引き続き、少しずつ高まっている。

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・物価のいずれの見通しについても、概ね上下にバランスしている。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

---

<sup>5</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。

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。

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。

(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。

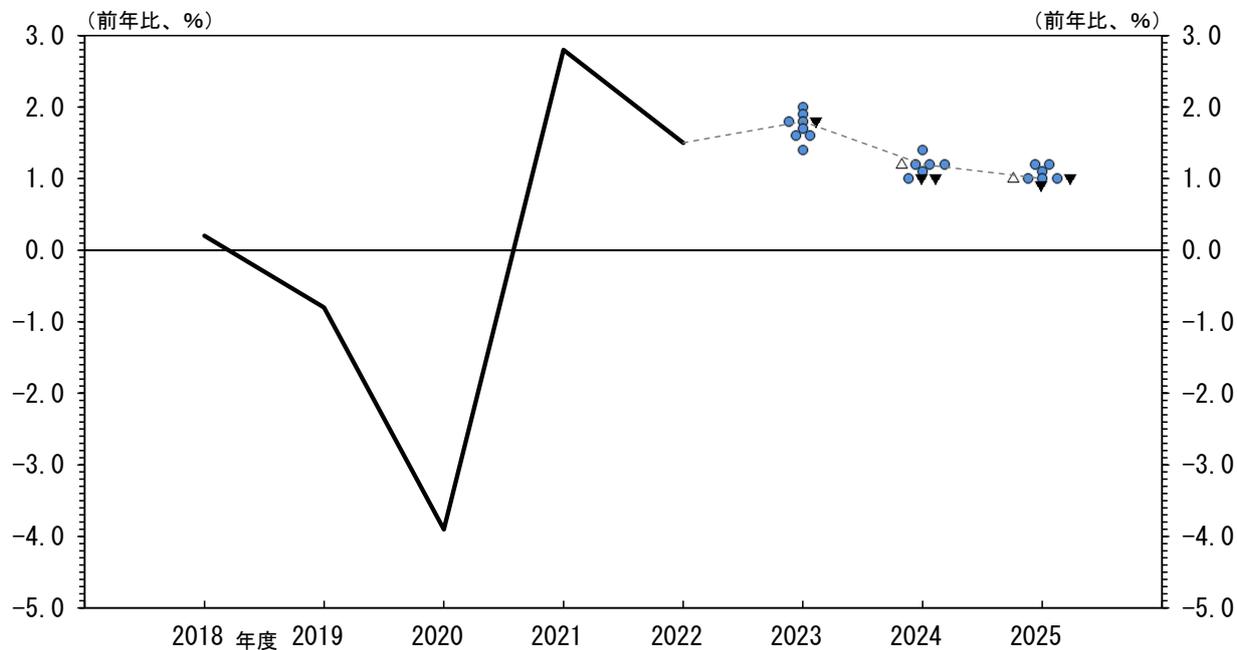
	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	(参考) 消費者物価指数 (除く生鮮食品・エネルギー)
2023 年度	+1.6 ~ +1.9 <+1.8>	+2.8 ~ +2.9 <+2.8>	+3.7 ~ +3.9 <+3.8>
10月時点の見通し	+1.8 ~ +2.0 <+2.0>	+2.7 ~ +3.0 <+2.8>	+3.5 ~ +3.9 <+3.8>
2024 年度	+1.0 ~ +1.2 <+1.2>	+2.2 ~ +2.5 <+2.4>	+1.6 ~ +2.1 <+1.9>
10月時点の見通し	+0.9 ~ +1.4 <+1.0>	+2.7 ~ +3.1 <+2.8>	+1.6 ~ +2.1 <+1.9>
2025 年度	+1.0 ~ +1.2 <+1.0>	+1.6 ~ +1.9 <+1.8>	+1.8 ~ +2.0 <+1.9>
10月時点の見通し	+0.8 ~ +1.2 <+1.0>	+1.6 ~ +2.0 <+1.7>	+1.8 ~ +2.2 <+1.9>

(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。

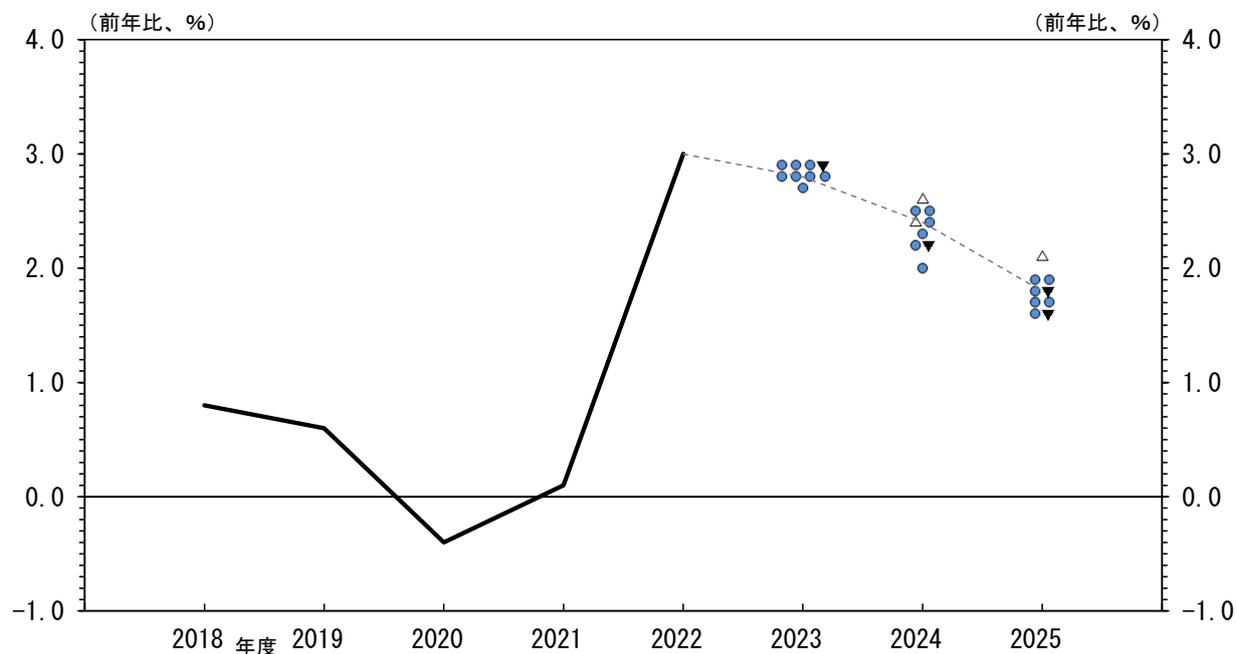
(注2) 各政策委員は、既に決定した政策を前提として、また先行きの政策運営については市場の織り込みを参考にして、上記の見通しを作成している。

## 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4～6月に前期比+0.9%（年率+3.6%）と三四半期連続で増加したあと、7～9月は同-0.7%（同-2.9%）の減少となった（図表1）。個人消費が前期から小幅の減少となったほか、設備投資も減少した。この間、純輸出は横ばいとなったほか、公共投資も大型案件の影響剥落から横ばい圏内の動きとなった。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、製造業の稼働率が幾分低下したことを受けて、小幅のマイナスとなったが、改善傾向を維持している（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、横ばい圏内の動きとなっている。企業収益や業況感は、改善している。こうしたもとで、設備投資は緩やかな増加傾向にあり、12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、雇用・所得環境は緩やかに改善している。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、緩やかな増加を続けている。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。

図表1：実質GDP

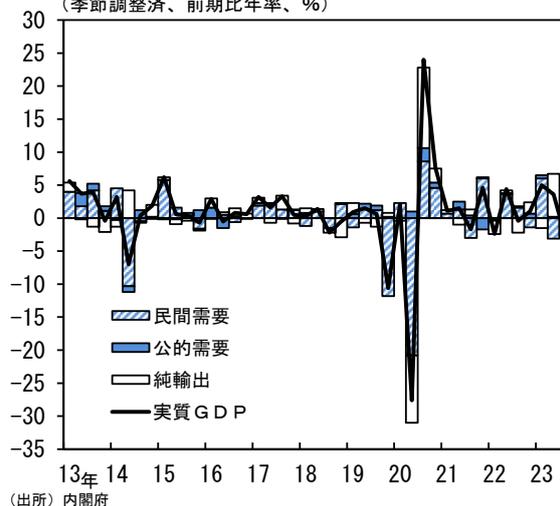
#### ①水準

（季節調整済年率換算、兆円）



#### ②前期比年率

（季節調整済、前期比年率、%）



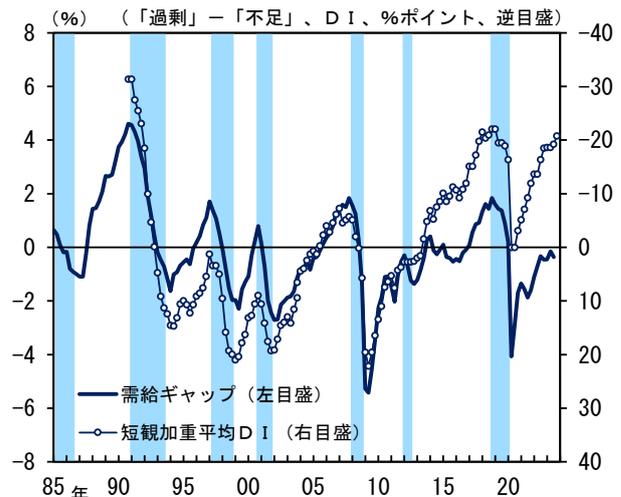
（出所）内閣府

<sup>6</sup> 1月22、23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。

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、設備投資の実績の下振れ等を反映する形で幾分下振れ、2024年度は幾分上振れとなっている。

潜在成長率は、「働き方改革」に伴う労働時間トレンドの低下などは引き続き進んでいるものの、全要素生産性（TFP）の伸び率が緩やかに高まっているもとの、足もとでは0%台後半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の伸びが続くもとの、②働き方改革の影響一巡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

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。

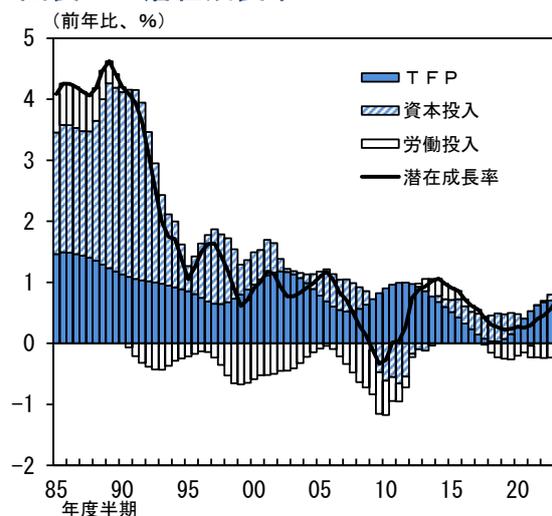
3. シャド一部分は、景気後退局面。

<sup>7</sup> 政府は、2023年3月に「物価高克服に向けた追加策」を、11月に「デフレ完全脱却のための総合経済対策」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。

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、海外経済の回復ペース鈍化の影響を受けつつも、IT関連需要が持ち直しに向かうことなどから、横ばい圏内で推移すると考えられる。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、企業収益が改善していくも、緩和的な金融環境などを背景に、増加傾向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、経済対策の効果や、既往の輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響の減衰から、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、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ペントアップ需要などもあって、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。

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。

2024年度は、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で、経済対策の効果もあって、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で、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、増加傾向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で、名目雇用者所得は、着実な増加を続けると見込まれる。また、政府による所得税・住民税減税なども可処分所得を上押す方向に働くとみられる。こうしたもとで、個人消費は、ペントアップ需要は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で、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、ペントアップ需要が一巡するものの、内外需要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で、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で、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)

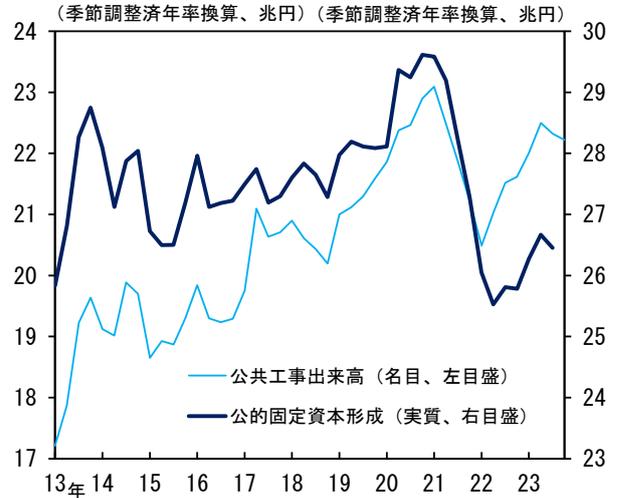
公共投資は、横ばい圏内の動きとなっている(図表4)。一致指標である公共工事出来高は、政府の経済対策に基づく国土強靱化関連工事等が進捗するもと、大型案件の影響の剥落もあって、横ばい圏内の動きとなっている。先行指標である公共工事請負金額や公共工事受注高は、大型案件の影響の剥落などから減少したあと、横ばい圏内で推移している。

先行きの公共投資は、大型案件の影響の剥落などから、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。もつとも、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)

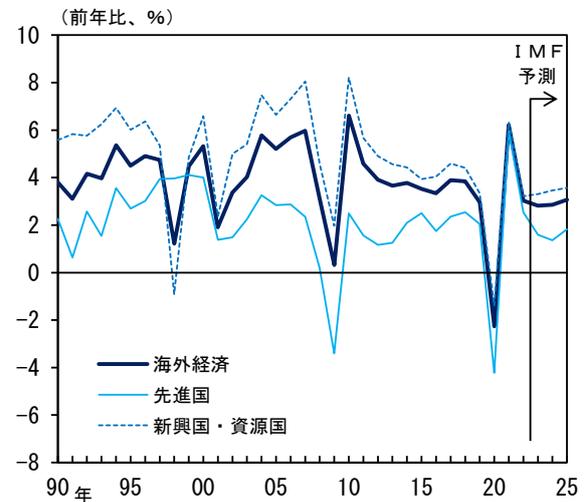
海外経済は、回復ペースが鈍化している(図表5)。やや詳しくみると、米国経済は、利上げの影響を受けつつも、個人消費を中心に底堅く推移している。欧州経済は、利上げ等の影響が続くもとで、緩やかな減速が続いている。中国経済は、外需の減速や不動産市場の調整の影響などから、緩やかな減速傾向が続いているものの、個人消費な

図表4：公共投資



(出所) 内閣府、国土交通省  
(注) 2023/4Qは、10～11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15兆円程度を目的)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2023年11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。

ど一部には持ち直しの動きがみられる。中国以外の新興国・資源国経済は、輸出に持ち直しの動きがみられており、総じてみれば緩やかに改善している。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、内需の改善が続くなか、輸出が下げ止まりつつあり、緩やかに改善している。NIEs経済は、内需の改善ペースが鈍化しているものの、IT関連財を中心に輸出が持ち直すもとで、緩やかに改善している<sup>9</sup>。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、ひと頃よりも低下している。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の影響を受けつつも、中間財やIT関連財の在庫調整が進んでいることなどから、下げ止まりつつある（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、外需が持ち直していくもとで、緩やかな改善を続けるとみられる。

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。

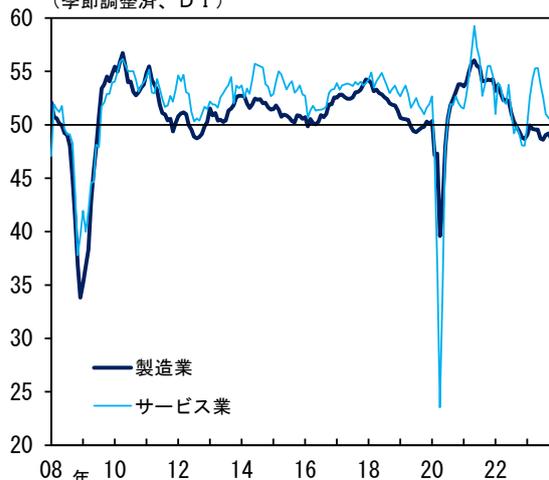
### （輸出入）

輸出は、海外経済の回復ペース鈍化の影響を受けつつも、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）、米国向けは、自

<sup>9</sup> BOX 1では、最近のグローバルなIT関連需要の持ち直しとその背景について整理している。

図表6：グローバルPMI

（季節調整済、DI）



（出所）Copyright © 2024 by S&P Global Market Intelligence, a division of S&P Global Inc. All rights reserved.

（注）製造業は、J.P. Morganグローバル製造業PMI。サービス業は、J.P. Morganグローバルサービス業PMI事業活動指数。

図表7：世界貿易量

（季節調整済、2010年=100）



（出所）オランダ経済政策分析局

（注）世界貿易量は、世界実質輸入。2023/4Qは、10月の値。

図表8：実効為替レート

（2020年=100）



（出所）BIS

（注）ブロードベース。1993年以前は、ナローベースを使用して接続。

動車関連を中心に増加基調にある。欧州向けやその他地域向けは、自動車関連を中心に高水準で推移している。中国向けは下げ止まっているほか、NIEs・ASEAN等向けでも、グローバルなIT関連財の調整進捗を背景に下げ止まっている。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概ね解消するもとの、増加基調にある。資本財は、高水準の受注残が下支え要因として作用するもとの、半導体製造装置が下げ止まっていることなどから、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の、下げ止まっている。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。

輸入は、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）

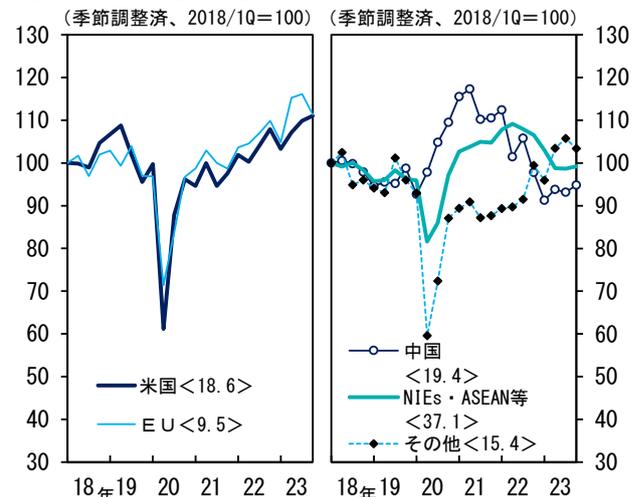
名目経常収支は、高水準で推移している（図表12）。貿易収支は、ひと頃よりも赤字幅をはっきりと縮小し、小幅の赤字で推移している。サービス収支は、インバウンド需要の回復を受けて旅行収支が黒字で推移している（図表13）ものの、デジタル関連の支払が振れを伴いつつも高水準で推移するもとの、小幅の赤字基調が続いている。この間、第一次所得収支は、高水準の黒字が続いている。

図表9：実質輸出入



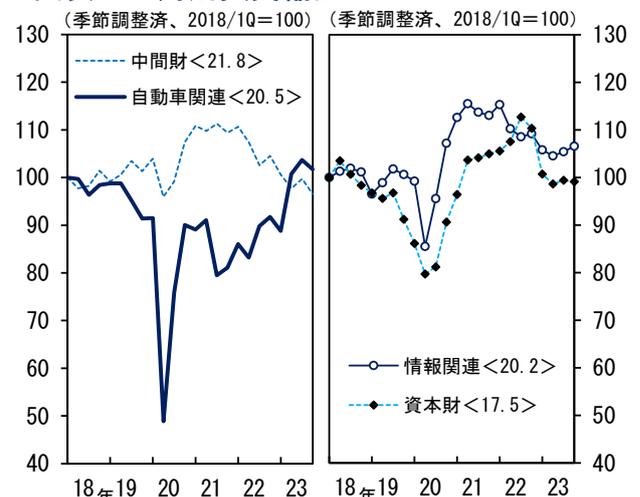
（出所）日本銀行、財務省、内閣府  
（注）日本銀行スタッフ算出。2023/4Qは、10～11月の値。

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。2023/4Qは、10～11月の値。  
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

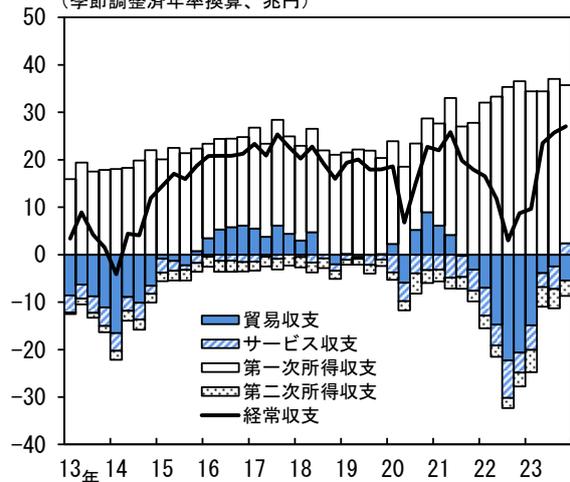


（出所）日本銀行、財務省  
（注）日本銀行スタッフ算出。<>内は、2022年通関輸出額に占める各財のウエイト。2023/4Qは、10～11月の値。

先行きの名目経常収支は、第一次所得収支が緩やかに黒字幅を拡大していくも、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

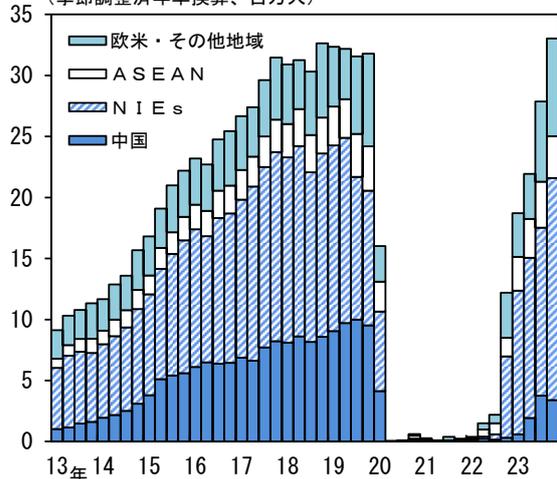
(季節調整済年率換算、兆円)



(出所) 財務省・日本銀行  
(注) 2023/4Qは、10~11月の値。

図表13：入国者数

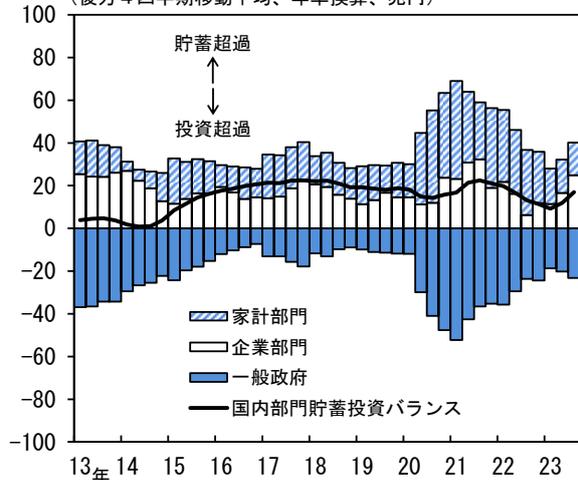
(季節調整済年率換算、百万人)



(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、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概ね解消するもとで、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で、横ばい圏内の動きとなっている。「電気・情報通信機械」は、車載向けリチウムイオン蓄電池が弱めの動きとなっているものの、白物家電が持ち直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で、下げ止まっている。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、低水準で推移している。

先行きの鉱工業生産は、当面、横ばい圏内で推移するとみられる。その後は、グローバルなIT関連財の持ち直しなど、内外需要の動向を反映し、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、改善している。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7～9月は、4期連続で増益となった（図表 16）<sup>10</sup>。価格転嫁の進展や経済活動の回復に伴う人流の回復、供給制約の緩和に伴う自動車生産の回復等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、供給制約の緩和

<sup>10</sup> 法人企業統計は、金融業、保険業、純粋持株会社を除くベース。

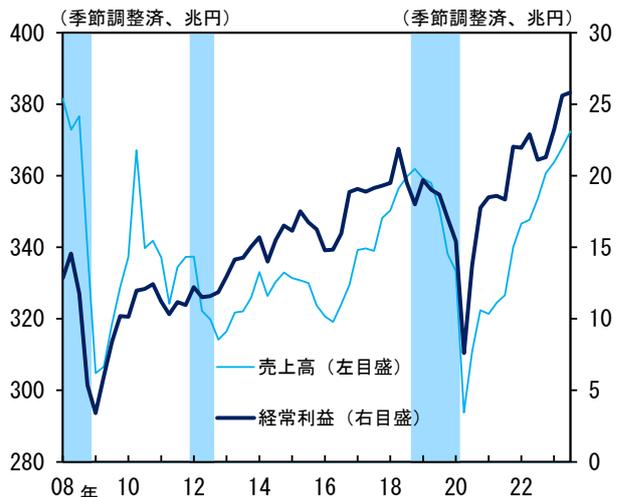
### 図表 15： 鉱工業生産



（出所）経済産業省  
 （注）1. シャド一部分は、景気後退局面。  
 2. 生産の2023/4Qは、10～11月の値。在庫の2023/4Qは、11月の値。

### 図表 16： 企業収益関連指標

#### ①売上高と経常利益



（出所）財務省  
 （注）1. 法人季報ベース。金融業、保険業を除く。  
 2. 2009/2Q以降は、純粋持株会社を除く。  
 3. シャド一部分は、景気後退局面。

#### ②交易条件の要因分解



（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）

に伴う自動車生産の回復を受けた輸送機械の増収を主因に増益となった。中堅中小企業は、食料品などにおける価格転嫁の進展等から、増益となった。非製造業について、大企業は、人流や旅行需要の回復を受けた運輸業の増収などから、増益となった。中堅中小企業は、人流の回復を受けた小売業の増収などから、増益となった。

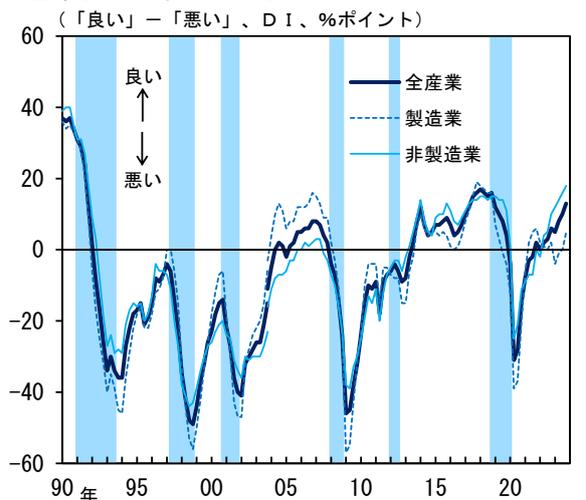
企業の業況感は、改善している。短観の業況判断DIをみると、12月は、製造業、非製造業のすべての企業規模で改善となった（図表17）。業種別にみると、製造業は、価格転嫁の進展や自動車生産の回復などから、改善が遅れていた中小企業を中心に改善した。改善した業種をみると、供給制約の影響緩和から輸送機械が引き続き改善したほか、鉄鋼や非鉄金属などの関連業種の改善にも波及した。また、素材業種（紙・パルプ、窯業・土石製品等）を中心に、価格転嫁の進展や原材料コスト高の一服が改善方向に作用した。一方、悪化した業種をみると、業務用機械の一部では半導体関連の投資需要の低迷が下押しに寄与したほか、住宅着工の弱さを映じて木材・木製品の業況も悪化した。非製造業は、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幅広い業種で改善を続けた。一方、対事業所サービスでは、人件費の上昇が業況の悪化に寄与した。

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、改善を続けると予想される。

### （設備投資）

設備投資は、緩やかな増加傾向にある（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は減少しているものの、

図表17：業況判断



（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. シヤド一部分は、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、緩やかに増加している。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、物流施設や都市再開発案件などの進捗はみられるものの、建設資材高などを背景に投資を先送りする動きもみられるなかで、大型案件の剥落などもあって、このところ弱めの動きとなっている。

機械投資の先行指標である機械受注は、ひと頃は水準を切り下げているものの、引き続き高めの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・情報通信機械で弱めの動きが継続していることに加え、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）は、物流施設等が増加傾向にあることに加え、工場の新設などもあって、振れを伴いつつも増加している。12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+12.6%と、前回9月調査時点と同様、はっきりとした増加計画となっている。以上のように、一部の指標に弱めの動きがみられるものの、企業は引き続き積極的な設備投資スタンスを維持している。

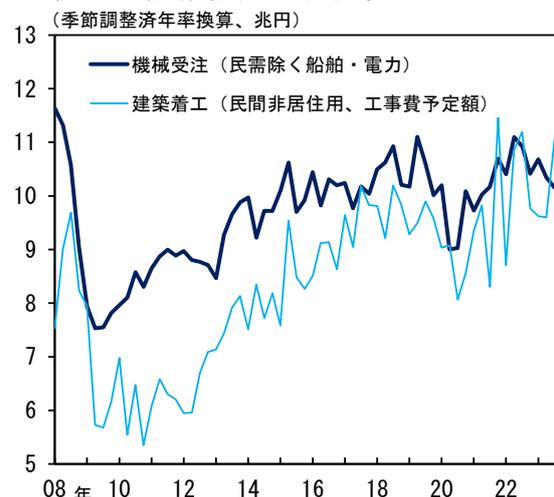
こうしたもとで、先行きの設備投資は、企業収益の改善や緩和的な金融環境などを背景に、増加傾向を続けると予想される。見通し期間終盤にかけては、資本ストックの蓄積に伴う循環的な調整

図表18：設備投資一致指標



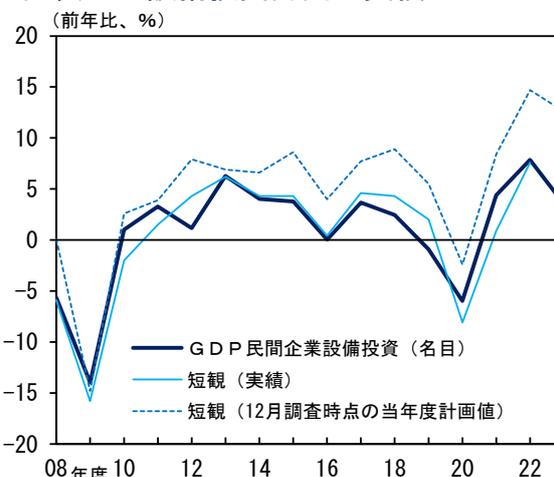
（出所）内閣府、経済産業省、国土交通省  
 （注）1. 2023/4Qは、10～11月の値。  
 2. 建設工事出来高の実質値は、建設工事費デフレーターを用いて日本銀行スタッフが算出。

図表19：設備投資先行指標



（出所）内閣府、国土交通省  
 （注）2023/4Qは、10～11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、2023/2～3Qの値。

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としては、①内外需要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。

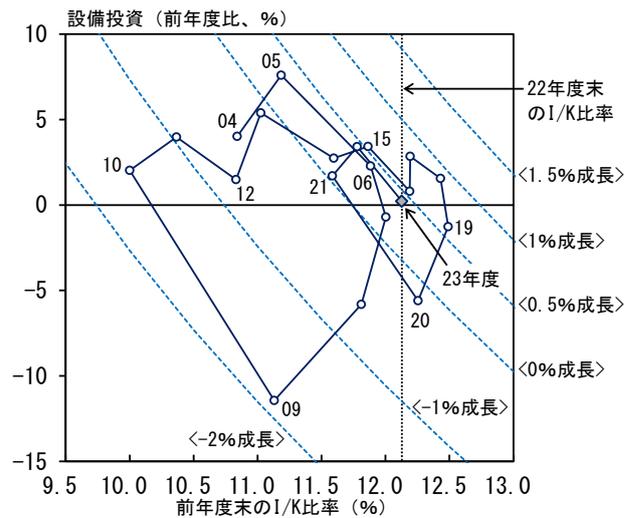
### （雇用・所得環境）

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、緩やかな増加傾向にある（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、緩やかに増加している。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、高水準ながらも、経済活動の正常化などもあって、このところ幾分弱めの動きとなっている（図表 24）。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、経済活動の回復に伴い、対面型サービス業などを中心に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

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、2023/2～3Q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。2023/4Qは、10～11月の値。

図表23：失業率と労働力率



（出所）総務省

増えにくくなることもあって、雇用者数の増加ペー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、経済活動の回復と昨年の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>11, 12</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、労働時間の変動等による振れを伴いつつも、高い伸びとなった昨年の春季労使交渉の結果を受けて、前年比で2%程度に伸びを高めている。パートの時間当たり所定内給与の前年比は、労働需給の引き締まった状態が続くもて、最低賃金の引き上げもあって、足もとでは3%台後半に伸びを高めている。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、企業収益の改善を反映して、緩やかな増加を続けている。

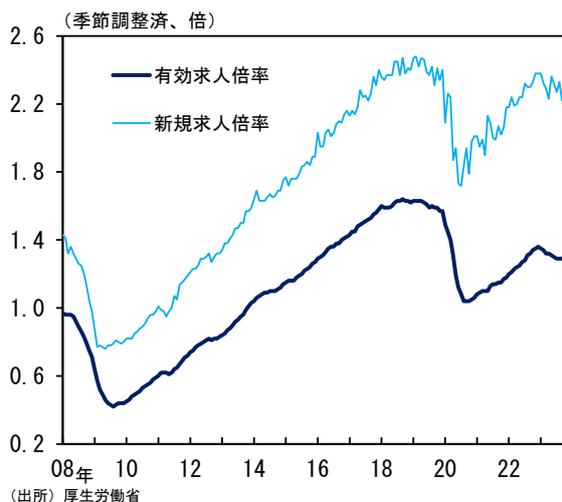
先行きの賃金動向を展望すると、所定内給与は、労働需給が引き締まった状態が続くもて、物価上昇も反映する形で、しっかりとした増加が続くと考えられる。所定外給与は、経済活動の回復を反映して緩やかに増加していくとみられる。特別給与は、企業収益が改善を続けるもて、増加が続くと予想される。以上を総合すると、一人当たり名目賃金は、徐々に伸び率を高めていくとみられる。

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

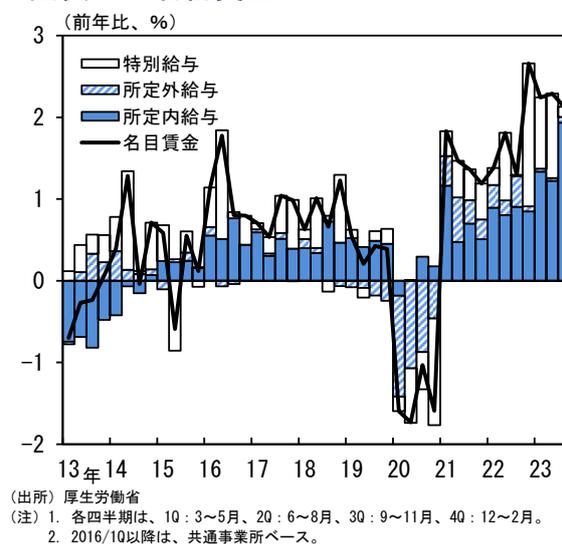
<sup>11</sup> 毎月勤労統計の賃金については、調査対象のサンプル替えによる振れの影響を受けにくい共通事業所ベースを用いて評価している。

<sup>12</sup> BOX 2 では、最近の賃金を巡る環境と企業の賃金設定行動について整理している。

図表24：求人倍率



図表25：名目賃金

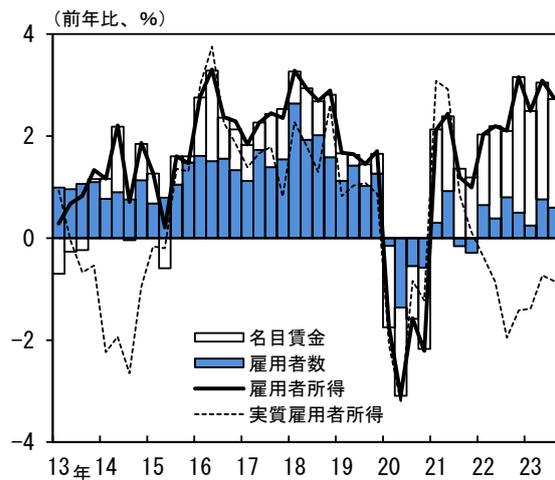


図表26：所定内給与の要因分解



マイナスとなっているが、物価上昇率の低下と名目所得の改善が相まって、マイナス幅の縮小傾向が続いている。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2016/1Q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、緩やかな増加を続けている。

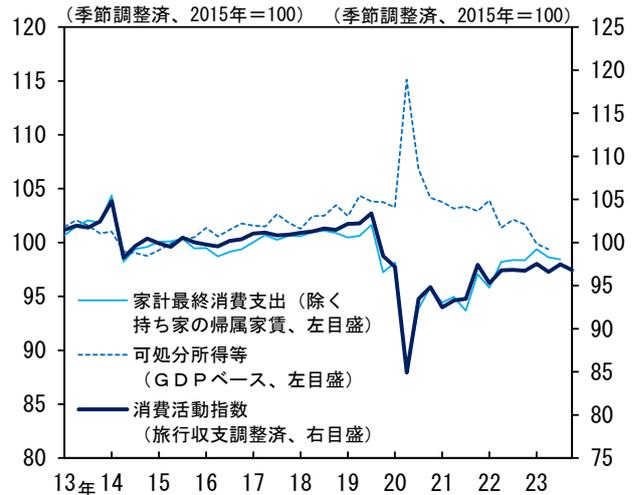
わが国の消費活動を包括的に捉える観点から、各種の販売・供給統計を合成した消費活動指数(旅行収支調整済)<sup>13</sup>をみると、2023年10~11月の7~9月対比は、物価上昇の影響に加え、猛暑効果の剥落と例年と比べて気温が高めで推移したことによる秋冬物衣料の販売不振、一部先の生産トラブルなどが重なったことから、小幅に減少した(図表28、29)。その後の個人消費の動向について、各種の高頻度データや業界統計、企業からのヒアリング情報などから窺うと(図表30)、物価上昇を受けた節約志向が広がっているものの、所得環境の改善にも支えられて、緩やかな増加傾向を続けているとみられる。年末年始の外出・旅行需要や初売りは堅調だったとの指摘もみられている。

形態別にみると、耐久財消費は、高めの水準で推移している(図表29)。乗用車の新車販売台数は、11月については、部品会社の生産トラブルに伴う一部自動車メーカーの減産の影響から減少したが、車載向け半導体の供給制約が概ね解消するもとの、高水準で推移している。家電販売額は、振れを伴いつつも低調な販売が続いており、足もとでは、気温が高めに推移したことからエアコンの販売が減少している模様である。飲食料品や衣料品などの非耐久財消費は、物価高の影響に加えて、猛暑効果の反動、秋冬物衣料の販売不振などから、減少傾向をたどっている。

サービス消費は、人流の回復やペントアップ需

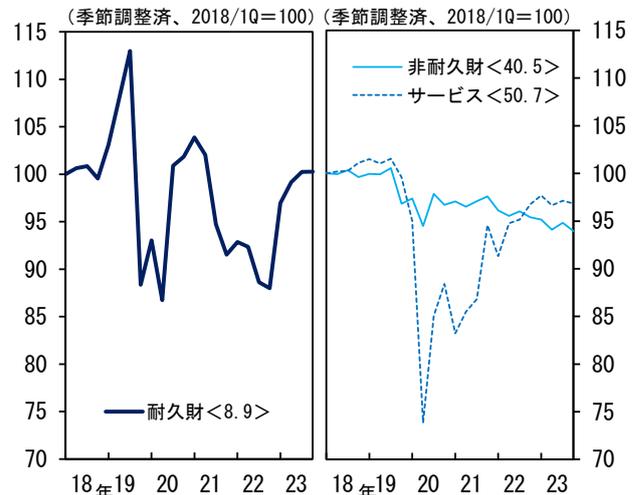
<sup>13</sup> 消費活動指数については、日本銀行調査論文「近年の消費行動の変化を踏まえた消費活動指数の推計方法の見直しについて」(2021年7月)を参照。

### 図表28：実質個人消費



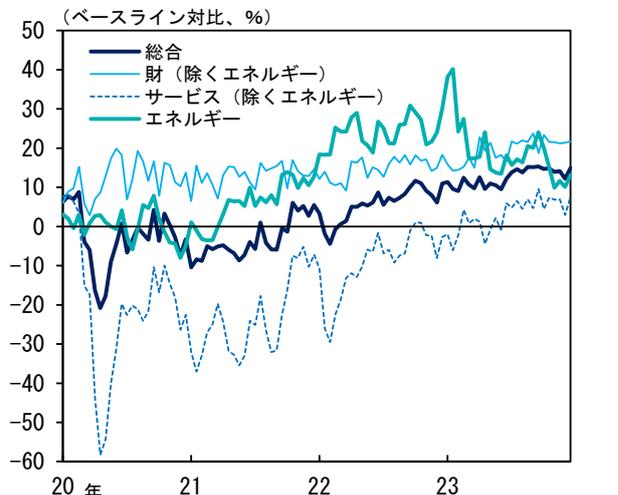
(出所) 日本銀行、内閣府等  
 (注) 1. 消費活動指数(旅行収支調整済)は、除くインバウンド消費・含むアウトバウンド消費(日本銀行スタッフ算出)。2023/4Qは、10~11月の値。  
 2. 可処分所得等は、可処分所得に年金受給権の変動調整を加えたもの(年次推計値および速報値を用いて算出)。家計最終消費支出デフレーターを用いて実質化。

### 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。  
 2023/4Q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30：カード支出に基づく消費動向



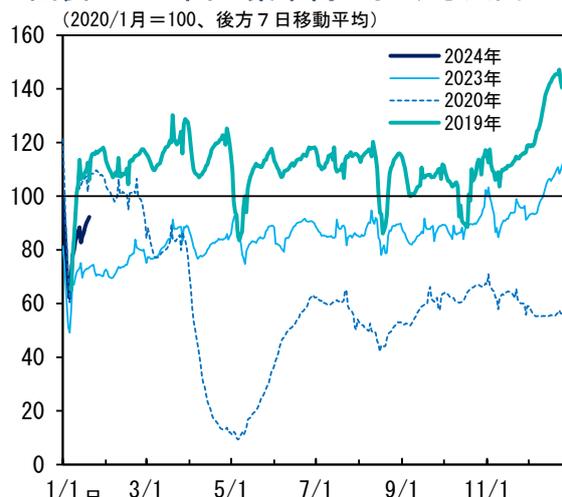
(出所) JCB/ナウキャスト「JCB消費NOW」  
 (注) 1. 支出者数の変化を考慮に入れた参考系列。ベースラインは、2016~2018年度の当該半月の平均。  
 2. 総合とサービスは、通信を除く。エネルギーは、燃料小売業および電気・ガス・熱供給・水道業。日本銀行スタッフ算出。

要の顕在化を受けて、伸びを鈍化させながらも、基調としては緩やかに増加している（図表 29、30、31）。外食は、価格上昇等の影響を受けつつも、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高めの水準で推移している。海外旅行は、このところ回復に一服感がみられている。

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、ひと頃に比べ物価上昇のペースが落ち着いていることなどから、「暮らし向き」を中心に、足もとでは再び改善している。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、判断の基準となる50を幾分上回っている。

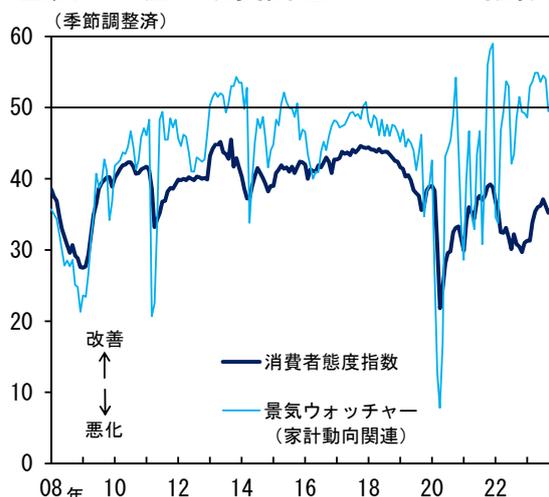
先行きの個人消費は、物価上昇の影響を受けつつも、名目雇用者所得の改善が続くもとで、行動制限下で積み上がった貯蓄にも支えられて、緩やかな増加を続けると予想される。政府によるガソリン・電気・ガス代の負担緩和策や低所得世帯への給付、所得税・住民税減税等も、個人消費を下支えすると考えられる。見通し期間の中盤以降は、雇用者所得の改善が続くもとで、緩やかな増加を続けると考えられる。先行きの消費性向は、行動制限下で積み上がってきた貯蓄の取り崩しもあって、感染症拡大前の平均を幾分上回る水準を続けたあと、徐々に感染症拡大前の平均的な水準に戻っていくと想定している（図表 33）。

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、1/14～20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（年次推計値および速報値を用いて算出）。

住宅投資は、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) 2023/4Q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なか、ゼロ%程度で推移している（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プラス幅の拡大傾向が続いている。

消費者物価の前年比をみると、除く生鮮食品は、政府の経済対策もあってエネルギー価格の寄与は大きめのマイナスとなっているものの、既往の輸入物価上昇を起点とする価格転嫁の影響が減衰しつつも残るもとの、サービス価格の緩やかな上昇も受けて、足もとは2%台前半となっている（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、前年の値上げの影響の一巡などから、プラス幅を着実に縮小している（図表 37）<sup>14</sup>。内訳をみると、財は、前年の値上げの影響が一巡するもとの、幅広い品目でプラス幅を縮小している。一般サービスは、宿泊料でプラス幅の拡大傾向が続いている一方、外食や家事関連サービス（住居工事等）などでは前年の値上げの影響が一巡するもとのプラス幅を縮小していることから、全体では横ばい圏内の動きとなっている。公共料金は、鉄道料金等の値上げがみられているものの、前年の火災・地震保険料の引き上げの反動などから、足もとでは横ばいとなっている。

<sup>14</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。

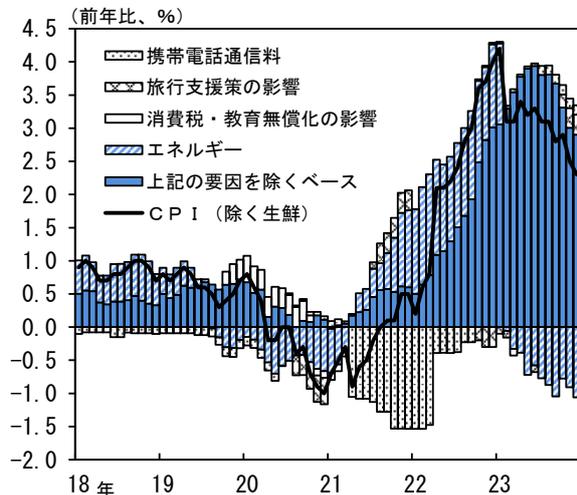
図表35：物価関連指標

	(前年比、%)			
	23/1Q	23/2Q	23/3Q	23/4Q
消費者物価指数（CPI）				
除く生鮮	3.5	3.3	3.0	2.5
一時的な要因を除く	3.6	3.3	2.9	2.1
除く生鮮・エネルギー	3.5	4.2	4.3	3.8
一時的な要因を除く	3.6	4.3	4.2	3.4
国内企業物価指数（前期比）	0.5	-0.2	-0.1	0.2
企業向けサービス価格指数	1.7	2.1	2.3	2.4
GDPデフレーター	2.3	3.8	5.3	
内需デフレーター	3.2	2.7	2.6	

(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。  
3. 企業向けサービス価格指数の2023/4Qは、10~11月の値。

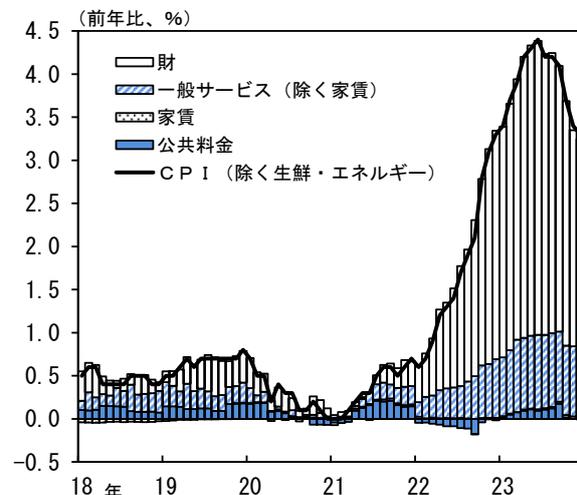
図表36：CPI（除く生鮮）



(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>15, 16</sup>、刈込平均値は、前年の値上げの影響が一巡するもとで、2%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については、それぞれ、2%台半ば、1%台半ばとなっている。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、「上昇」超幅は小幅に縮小している(図表39)。

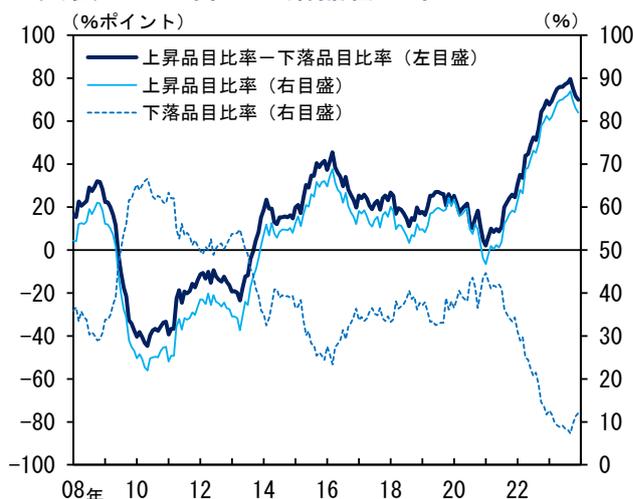
この間、内需デフレーターの前年比は、2%台半ばとなっている(図表35)。内訳をみると、個人消費デフレーターは、前年比で3%程度となっている。設備投資等のデフレーターは、幾分鈍化しつつも、高水準の伸びを続けている。GDPデフレーターの前年比は、内需デフレーターが幾分鈍化しつつも高めの伸びを続けるもとで、既往の原油価格高の影響の減衰などを反映して輸入デフレーターが前年比マイナスとなっていることから、足もとでは5%台前半となっている。

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。

<sup>15</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>16</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。

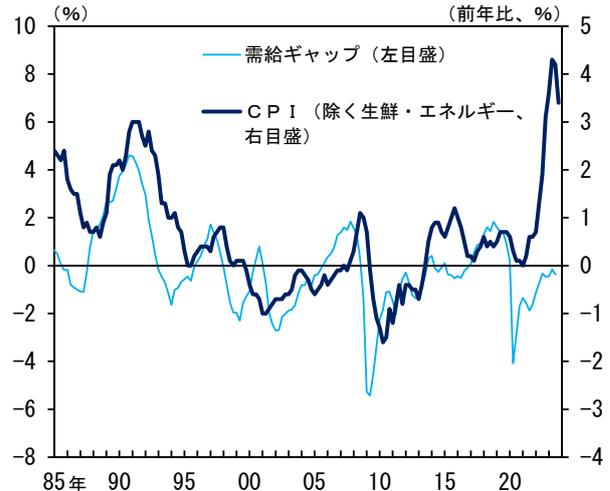
## （物価を取り巻く環境）

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、見通し期間終盤にかけては、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、ひと頃と比べると低下しているが、引き続き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、短期は幾分低下しているが、中長期については、引き続き高水準となっている。適合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・価格設定行動には、従来よりも積極的な動きがみられている。先行きについては、需給ギャップの改善が続き、企業の賃金・価格設定行動や労使間の賃金交渉が変化のもと、見通し期間終盤にかけて予想物価上昇率も緩やかに上昇していくと考えられる。こうしたもと、物価上昇を反映した賃上げが実現するとともに、賃金上昇が販売価格に反映されていくことを通じて、賃金と物価の好循環は強まっていくとみられる。

第3に、輸入物価は、ひと頃に比べて原油をはじめとする多くの商品の価格が低めの水準で推移していることなどを反映して、前年比マイナスが続いている（図表43、44）。最終需要・中間需要物価指数（FD-I D指数）をみると、川上に位置する「I D指数（ステージ1）」は、昨夏の原油価格上昇や既往の為替円安を受けて、このところ小幅に上昇している（図表45）。「I D指数（ステ

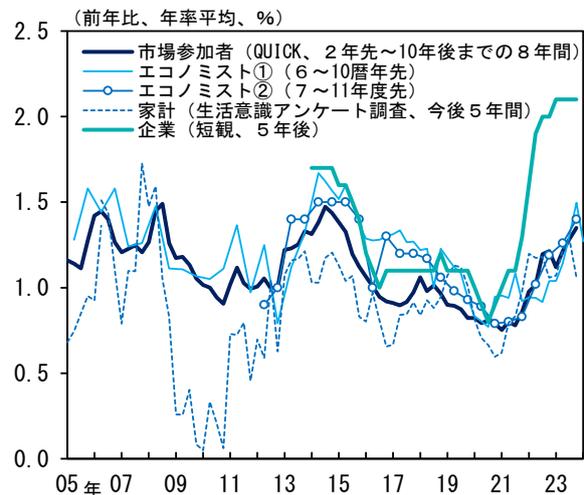
図表40：CPIと需給ギャップ



（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）の利回りをを用いて算出。

ージ2)」も、足もとでは幾分上昇している。一方、相対的に川下に位置する「ID指数(ステージ3~4)」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、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、先行き減衰していくと予想される<sup>17</sup>。

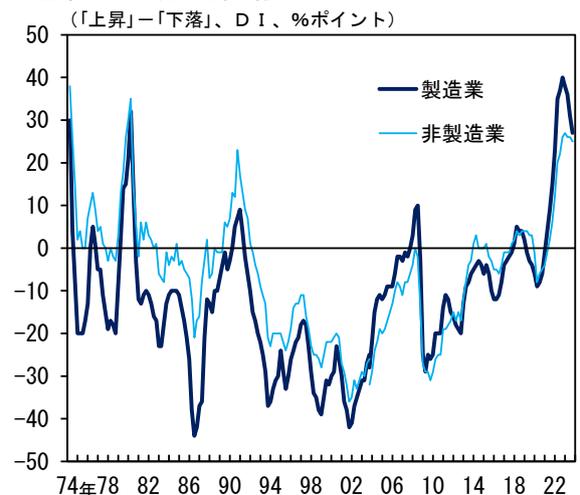
この間、エネルギー価格(ガソリン・電気代等)の前年比は、マイナスが続いている。石油製品の前年比は、燃料油補助金が価格を押し下げる方向に寄与しているものの、前年対比で補助が縮小していることから、小幅のプラスとなっている<sup>18</sup>。一方、電気・ガス代の前年比は、政府による負担緩和策および再生可能エネルギー発電促進賦課金の改定を受けて、マイナスとなっている。先行きについては、目先はマイナスが継続するが、2024年2月以降、2024年度初にかけては、昨年の政府による電気・ガス代の負担緩和策導入が前年比を押し下げる効果が剥落することから、マイナス幅はゼロ%近傍まで縮小すると見込まれる。その後は、政府による負担緩和策が段階的な縮小を経て終了することを前提とすれば、前年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<sup>19</sup>。こうした反動の影響が一巡

<sup>17</sup> BOX 3では、消費者物価を巡る最近の動きに関して、既往の輸入物価上昇を起点とするコスト上昇圧力や、賃金を物価に反映させる動きについて、現状を整理している。

<sup>18</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・輸入事業者に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円が割り引かれている(検針月ベース)。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。

<sup>19</sup> 政府が2023年11月に閣議決定した経済対策では、燃料油補助金は2024年4月まで、電気・ガス代の負担緩和

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。

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

したあとは、先物市場の動向を踏まえると、小幅のマイナスで推移すると想定される。

### (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とで、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、既往の輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響が減衰するもとで、政府の経済対策の反動がみられることなどから、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。

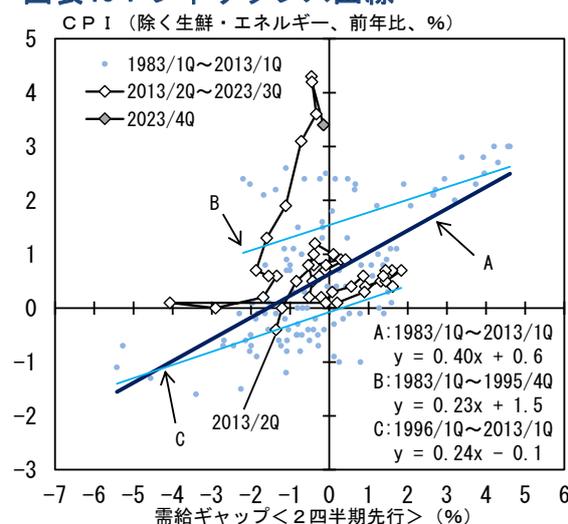
ただし、こうした見通しを巡る不確実性はきわめて高い。当面、輸入物価上昇を起点とした物価押し上げ圧力が減衰していくペースを巡る不透明感が強い。さらに、賃金と物価の連関が強まり、基調的な物価上昇率が高まっていくかについては、不透明感がきわめて強いと考えられる。

図表45：FD-I D指数（総合）



(出所) 日本銀行

図表46：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、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。

策は同年5月使用分（6月検針分）まで継続することが決定された。

### 3. わが国の金融情勢

#### (金融環境)

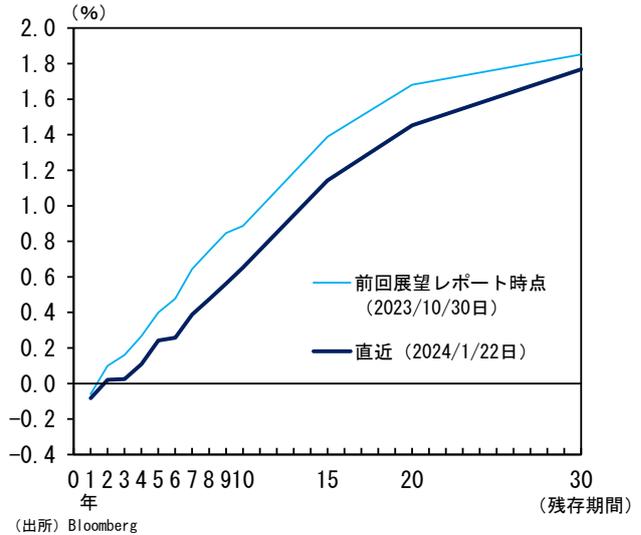
わが国の金融環境は、緩和した状態にある。

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、2023年10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。こうしたもとで、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）。

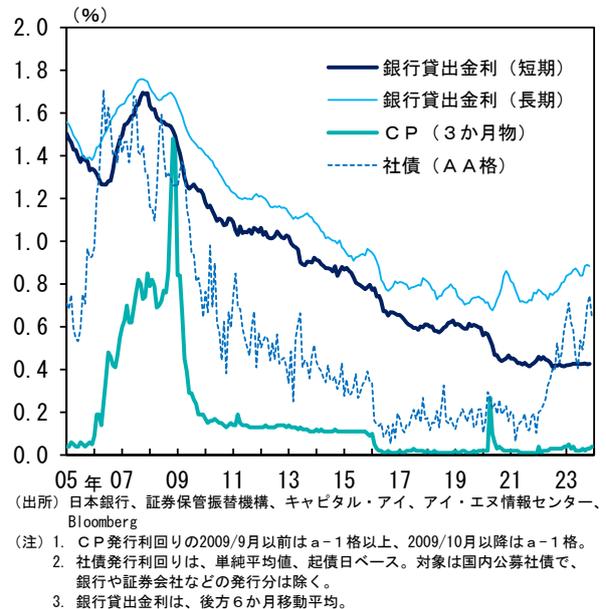
企業の資金調達コストは、きわめて低い水準で推移している（図表48）。貸出金利（新規約定平均金利）は、長期の上昇が一服しており、引き続き、きわめて低い水準で推移している。CPの発行金利は、きわめて低い水準で推移している。社債の発行金利は、ベースレートの動きを反映して、上昇が一服している。

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。こうしたもとで、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）。

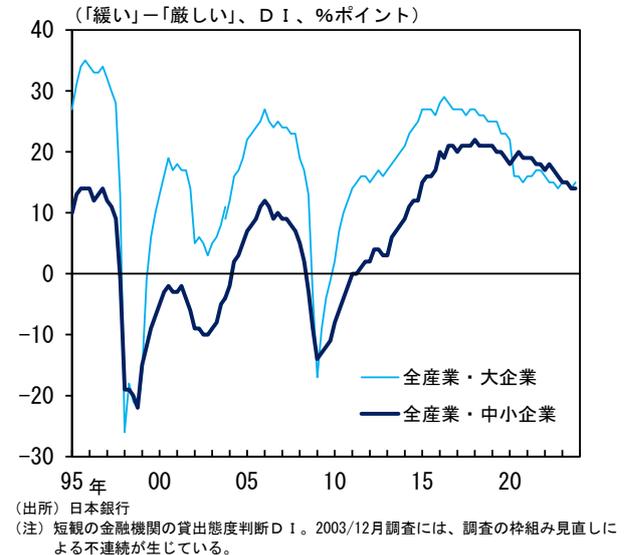
図表47：イールドカーブ



図表48：貸出金利とCP・社債発行利回り

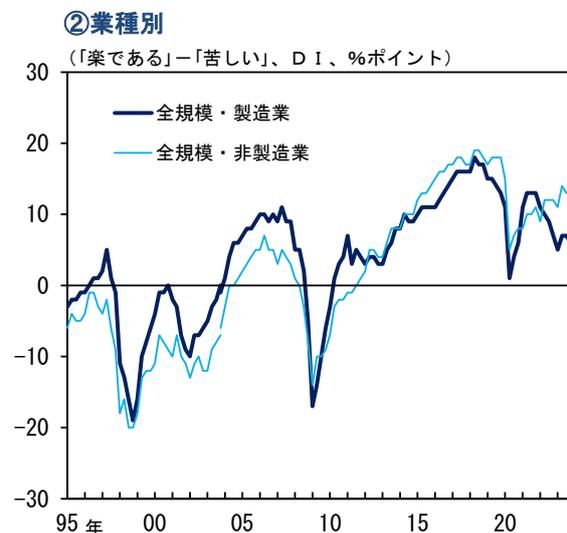
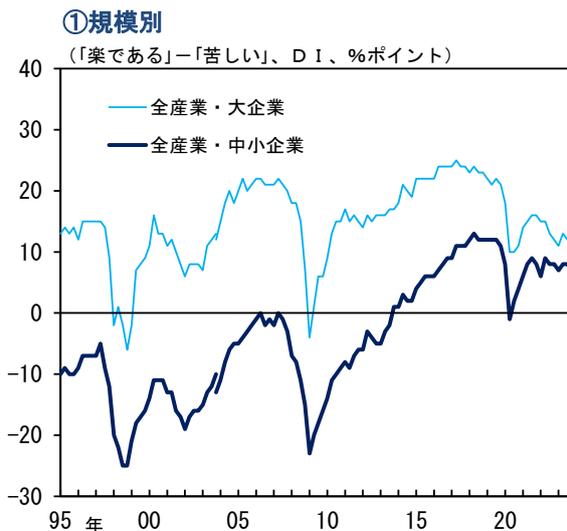


図表49：企業からみた金融機関の貸出態度



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%台半ばとなっている（図表51）。CP・社債の発行残高の前年比は、1%台半ばとなっている。

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。

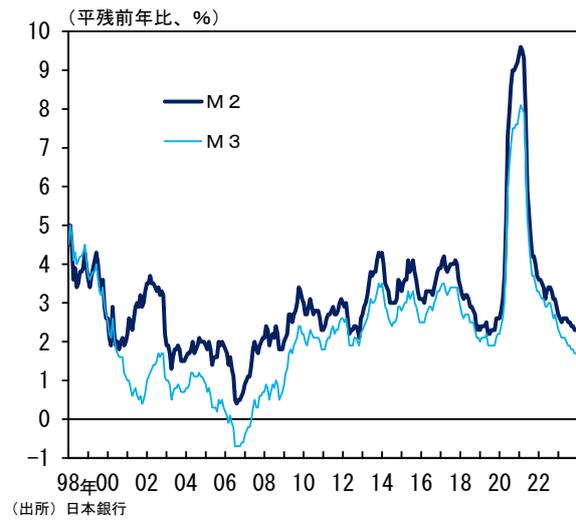
図表51：貸出残高とCP・社債発行残高



(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、8%程度となっており、残高は673兆円（対名目GDP比率は113%<sup>20</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%台前半となっている（図表52）。

図表52：マネーストック



<sup>20</sup> マネタリーベースは2023年12月末時点、名目GDPは2023年7～9月期の値を用いている。

## (金融市場動向)

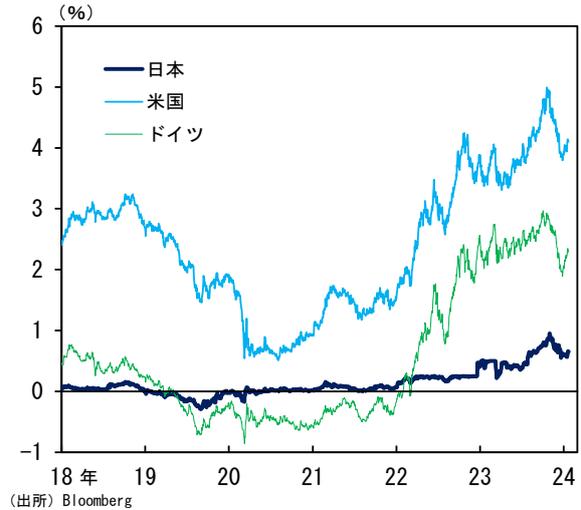
国際金融市場の動向をみると、世界経済の先行きを巡る不確実性が引き続き意識されているものの、米欧の金融引き締め長期化に対する懸念の後退を受けて、市場センチメントはひと頃に比べて改善した状態にある。

米欧の長期金利（10年物国債利回り）をみると、金融引き締めの長期化などに対する懸念が後退するもとで昨年12月にかけて大幅に低下し、その後は、堅調な経済指標を受けて幾分上昇している（図表53）。わが国の長期金利は、低下している。

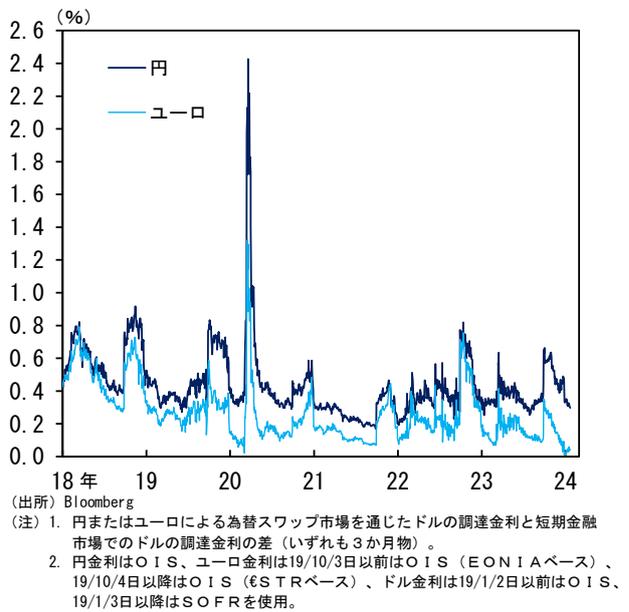
円を見合いとするドル調達にかかるプレミアムは、昨年12月以降、年末越えを意識した季節的な需給の引き締めによる押し上げが剥落し、縮小している（図表54）。

株式市場をみると、米欧の株価は、長期金利の大幅低下を受けて大幅に上昇したあと、横ばい圏内で推移している（図表55）。わが国の株価は、米欧株価の上昇に加え、新しいNISA制度の開始に伴う資金流入期待などもあって、大幅に上昇している。新興国の株価は、米欧金利の動きを受けて、上昇したあと、小幅に下落している。

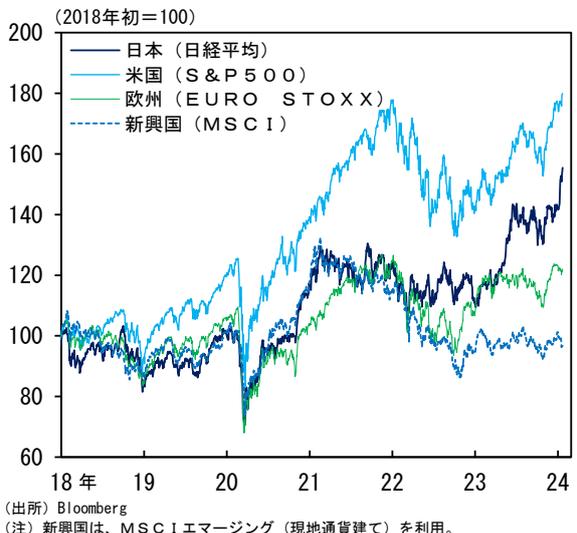
図表53：主要国の長期金利（10年物国債）



図表54：ドル資金調達プレミアム



図表55：主要株価指数

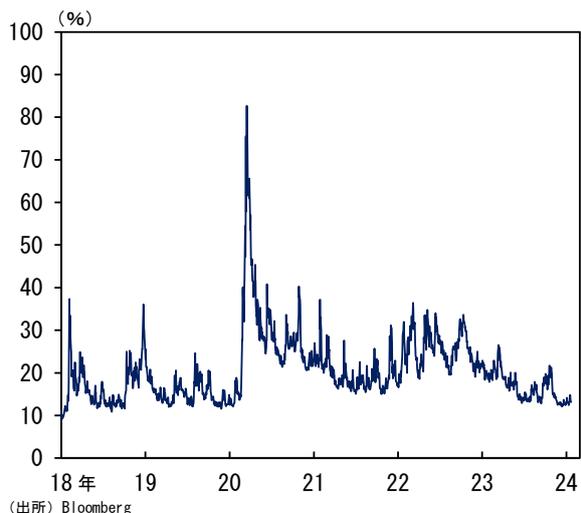


わが国の不動産投資信託（J-REIT）市場をみると、J-REIT価格は、横ばい圏内で推移している（図表57）。

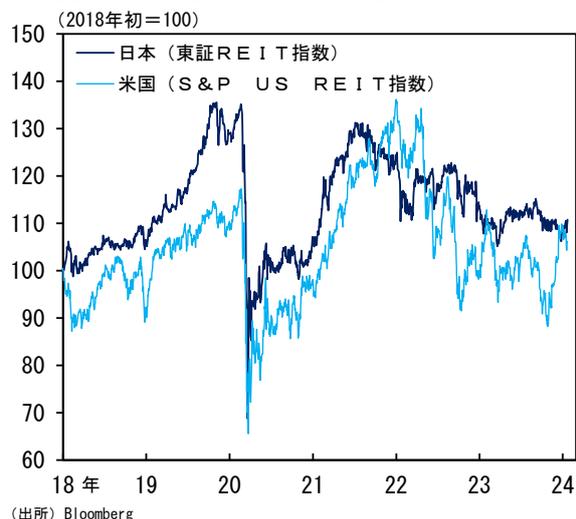
為替市場をみると、円の対ドル相場は、日米金利差の動向などを背景に、ドル安・円高方向の動きとなったあと、足もとではドル高・円安方向の動きとなっている（図表58）。円の対ユーロ相場も、ユーロ安・円高方向の動きとなったあと、足もとではユーロ高・円安方向の動きとなっている。

以上

図表56：株価のボラティリティ（VIX）



図表57：主要REIT指数



図表58：ドル円・ユーロ円相場



## (BOX 1) 最近のグローバルなIT関連需要の持ち直しとその背景

グローバルなIT関連需要は、コロナ禍における外出制限やリモートワークの拡大等が影響して大幅に増加したあと、2022年後半以降、弱い動きが続いてきた。もっとも、最近では、半導体出荷額も増加に転じているなど、持ち直している(図表B1-1)。

これには、生成AIサービスの速いペースでの拡大が大きく影響していると考えられる。生成AIサービスの利用が進むに伴って、AIサーバーへの投資を積極化する動きがみられており、これに搭載される高性能半導体等に対する需要は急拡大している。実際、AIとの関連が強い大手半導体企業では、最近の売上が顕著に増加しているほか(図表B1-2)、アジア地域のIT生産を確認しても、AI関連の高性能半導体の製造を手掛ける企業が多いNIEsは、より汎用的な半導体の製造における後工程を担うASEANと比べて、IT関連財の生産がはっきりと増加している(図表B1-3)。

この間、その他のIT製品について、在庫調整の動きをみると、一部で長引いているものの、PCやスマートフォンを組立製造する企業を中心に、全体としては進んでいる(図表B1-4)。こうしたもとで、AIとの関連が強い企業を除いても、大手半導体企業の売上高は、足もと下げ止まりつつある(前掲図表B1-2)。

先行きについても、半導体業界や業界関係者からは、生成AIサービスの拡大に牽引される形で、持ち直しの動きが続くとの見方が示されている(前掲図表B1-1)。もっとも、以下の2点に留意が必要である。

図表B1-1：世界半導体需要 (WSTS)



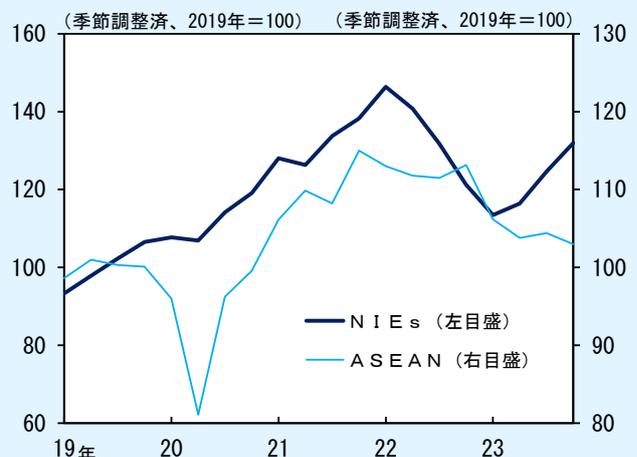
(注) 1. WSTSデータを用いて日本銀行スタッフが算出。  
2. 2023/4Qは、10~11月の値。

図表B1-2：大手半導体企業の売上高



(出所) S&P Global Market Intelligence  
(注) AIとの関連が強い半導体企業は、近年需要が急拡大しているAIサーバー向け半導体の設計・製造に携わる大手半導体4社。その他は、大手半導体46社。

図表B1-3：アジア地域のIT関連生産



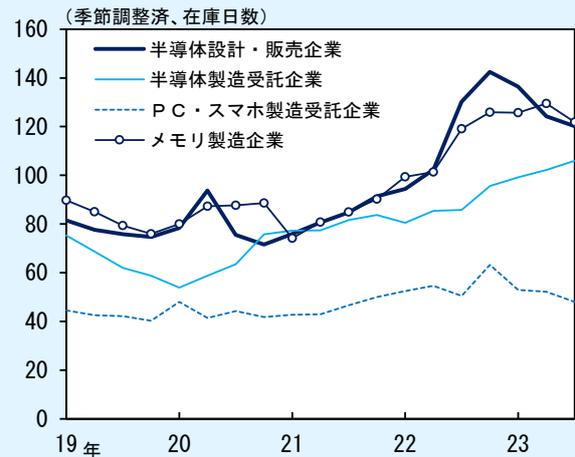
(出所) CEIC、IMF  
(注) 1. 2023/4Qは、10~11月の値。  
2. 各国・地域のIT関連生産指数を、GDPウエイトで加重平均したもの。NIEsは、韓国、台湾、シンガポール。ASEANは、タイ、マレーシア、フィリピン。

まず、AI関連の高性能半導体については、技術漏洩の防止や品質の担保の観点等から、限られた国・地域内で製造を完結させる傾向があり、生成AIサービスの拡大を背景としたIT需要の回復が、国・地域の広がりを伴うかについては、不確実性が高いと考えられる。

次に、PCやスマートフォンなどの需要については、感染症流行時に購入された製品の買い替え需要や新製品の投入などを受けて、次第に回復ペースを高めていくとみられるものの、リモートワーク需要の一巡や買い替えサイクルの長期化に伴い、本格的な回復までに時間を要する可能性がある。

グローバルなIT関連需要の今後の展開については、国・地域毎、最終製品毎の動向やそれを踏まえたわが国経済への影響なども含めて、きめ細かく注視していく必要がある。

図表B1-4：IT関連企業の在庫状況



(出所) S&P Global Market Intelligence

- (注) 1. 半導体設計・販売企業は、ロジック半導体を設計・販売するファブレス大手12社。半導体製造受託企業は、ファウンドリ大手9社。PC・スマホ製造受託企業は、EMS大手9社。メモリ製造企業は大手6社。  
2. 在庫日数は、期末在庫÷売上原価×365として算出。

## (BOX 2) 最近の賃金を巡る環境と企業の賃金設定行動

最近の賃金を巡る環境を確認すると、労働需給が一段と引き締まっているほか、企業収益も既往最高水準まで改善している。

まず、労働需給は、景気の緩やかな回復が続くもとの、過去との対比でも、引き締まっている。短観の雇用人員判断DIをみると、とくに非製造業では、感染症拡大前のピークを超えて、人手不足感が強まっていることがわかる(図表B2-1)。こうしたもとの正社員の転職市場が急速に拡大するなど、労働市場の流動性は徐々に高まっているとみられる。長い目でみて高齢化などに伴い労働供給の増加が抑制されるとの見方が強いことも踏まえると、労働需給面からは、当面、賃金に上昇圧力がかかりやすい状況が続く可能性が高い<sup>21</sup>。

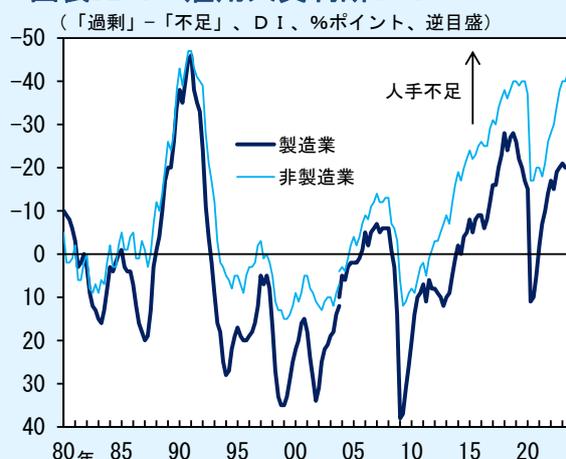
次に、企業収益は、経済活動の回復に加え、価格転嫁の進展や為替円安もあって、改善している。法人企業統計の全産業全規模ベースの経常利益は、4期連続で増益となり、比較可能な1985年4～6月以降で最高水準となっている(前掲図表16、図表B2-2)。こうしたもとの、労働分配率は足もとにかけて低下している(図表B2-3)<sup>22</sup>。先行きの企業収益については、当面、既往の原材料コスト高の価格転嫁の進展等が上押しとなるほか、その後も、内外需要が緩やかに増加していくもとの、改善を続けるとみられる。

もちろん、企業収益の改善は、企業規模や業種などに応じて、相応のばらつきがある。そのため、

<sup>21</sup> 労働需給の先行きに関する論点は、2023年1月展望レポートBOX 2を参照。

<sup>22</sup> 労働分配率は、分子となる賃金の変動が、分母の付加価値対比でみて小さい傾向があるため、景気変動に対してカウンター・シクリカル(逆方向)に動くことが多い。

### 図表B2-1：雇用人員判断DI



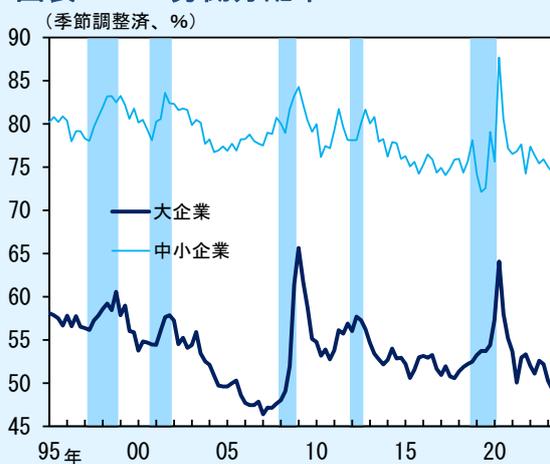
(出所) 日本銀行  
(注) 短観ベース(全規模)。2003/12月調査には、調査の枠組み見直しによる不連続が生じている。

### 図表B2-2：売上高経常利益率



(出所) 財務省  
(注) 法人季報ベース。大企業は資本金10億円以上、中小企業は資本金1,000万円以上1億円未満。金融業、保険業、純粋持株会社を除く。

### 図表B2-3：労働分配率

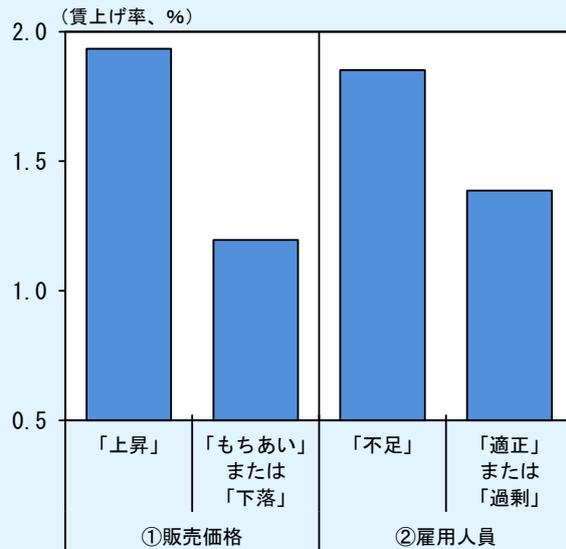


(出所) 財務省  
(注) 1. 法人季報ベース。金融業、保険業を除く。  
2. 2009/20以降は、純粋持株会社を除く。  
3. シャド一部分は、景気後退局面。

例えば、企業収益の水準が低く、労働分配率がすでに高い企業などでは、賃金の引き上げにより、従業員への分配を増やすことが容易でない可能性もある。ただし、法人企業統計と短観の個票をマッチングして分析すると、労働分配率の高い企業であっても、人手不足感の強まりや、販売価格の引き上げによる収益改善がみられるような環境では、高めの賃上げを実施する傾向があることがわかる(図表 B2-4)<sup>23</sup>。先行き、労働需給の引き締まりが続き、企業の前向きな価格設定行動が定着していくなかで、企業収益が拡大するとともに、賃金設定行動も変化していくことが期待される。

2024 年の春季労使交渉に向けて、連合や一部の産業別労働組合では、前年を上回るベア率の目標を掲げている<sup>24</sup>。現時点では、スタンスが未定の企業も多いが、大企業を中心に、前年を上回るベア率を早々に表明する先もみられている。労働需給の引き締まりが続き、企業収益が改善しているもとで、労使交渉の帰趨が注目される。

図表B2-4：労働分配率が高い企業の賃上げ率



(出所) 財務省、日本銀行  
(注) 賃上げ率は、2023/4~6月の一人当たり人件費の前年比。法人企業統計季報(賃上げ率)と短観(販売価格・雇用人員判断D1)の個票をマッチングして集計し、労働分配率の高い企業の賃上げ率(中央値)を表示。労働分配率の高い企業は、企業規模・業種別に、分配率が上位50%の先を示す。

<sup>23</sup> 2023 年の春季労使交渉の特徴点については、2023 年 10 月展望レポートBOX 1 も参照。

<sup>24</sup> 連合では、2024 年の春季労使交渉に向けて、「ベア率 3%以上、定期昇給相当分を含め 5%以上」を目標に掲げている(前年は「ベア率 3%程度、定期昇給相当分を含め 5%程度」)。

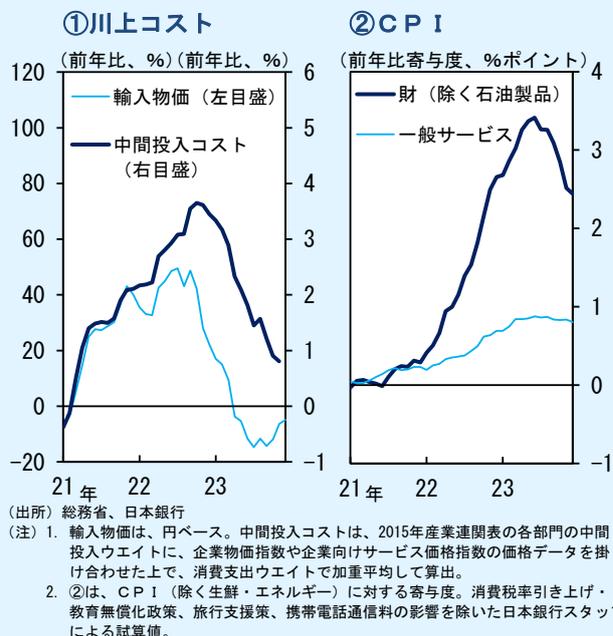
**(BOX 3) 消費者物価を巡る最近の動き：  
輸入物価を起点とするコスト上昇圧力と賃金・物価の相互連関の現状評価**

消費者物価（除く生鮮・エネルギー）の前年比は、足もとにかけて伸び率が縮小している（前掲図表 37）。消費者物価を取り巻く環境を確認すると、輸入物価は、国際商品市況がひと頃に比べて低い水準で推移するも、前年比マイナスが続いている（図表 B3-1）。FD-I D 指数をみると、最上流のコスト上昇圧力の減衰は、企業間（B to B）取引において、サプライチェーンの川上から川下へ、着実に波及している（前掲図表 45）。こうした動きを受けて、対消費者（B to C）取引を行う企業が直面する仕入れコスト（中間投入コスト）の増勢は一段と鈍化し、輸入物価の影響を受けやすい財価格の伸び率は縮小してきている。

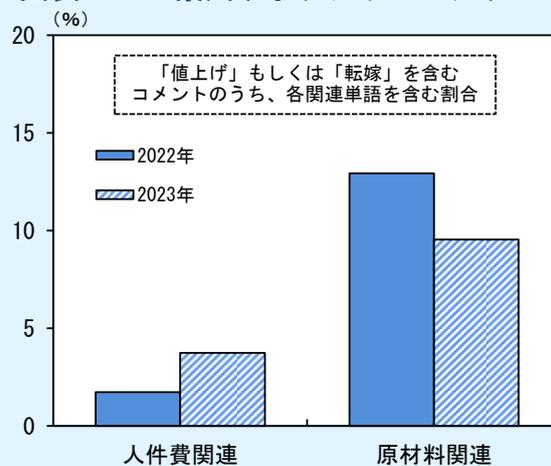
このように、既往の輸入物価上昇を起点とするコスト上昇圧力は徐々に減衰している<sup>25</sup>。こうしたなか、先行きの物価動向を考えるうえでは、賃金・物価の相互連関——とくに、賃金上昇を販売価格に反映させる動き——が強まり、企業の前向きな賃金・価格設定行動が広がっていくか、という論点の重要性が増している<sup>26</sup>。以下では、賃金・物価の相互連関の現状を整理する。

まず、企業からは、「原材料コストの変動は価格転嫁できるようになったが、人件費は転嫁しにくい」との声が引き続き多いものの、需要が回復している対面型サービスを中心に、賃上げの原資を

**図表B3-1：物価関連指標**



**図表B3-2：景気ウォッチャーのテキスト分析**



<sup>25</sup> 国際商品市況は、総じてみれば落ち着いているものの、品目によって区々の動きであり、これらが消費者物価に与える影響については注意深くみていく必要がある。例えば、昨年夏頃に原油価格の再上昇がみられたが、このことがラグを伴って、再度、消費者物価の上昇圧力となりうる点には留意が必要である。

<sup>26</sup> 賃金と物価の相互連関については、2023年10月展望レポートのBOX 3も参照。

得るべく、値上げをする動きも徐々に広がっている。この点、景気ウォッチャー調査における企業のコメントを分析すると、人件費を値上げの理由に挙げる先が、小幅に増加している(図表 B3-2)。

次に、時系列データを用いて定量的に分析すると、緩やかではあるが、賃金を物価に反映させる動きが広がっていることが窺える。図表 B3-3 で、消費者物価を、品目別に、変動率の高低に応じて、3つのグループに分類すると、これまで動意に乏しかった「低変動品目」でも、足もと緩やかに上昇している。そのうえで、①この分析の「低変動品目」と、②変動率の高低別の物価動向と輸入物価・需給ギャップ・賃金との関係性を用いて試算した消費者物価変動に占める「賃金要因」の寄与度、③産出価格に占める人件費の比率が高いサービス価格のトレンド、の3指標をみると、いずれも、長らくゼロ近傍で推移してきたが、このところ緩やかに上昇している(図表 B3-4)<sup>27</sup>。

以上のように、企業の賃金・価格設定行動において、前向きな動きが徐々に広がりつつある。引き続き、賃金と物価の連関が強まっていくか、ヒアリング等の定性的な調査を丹念に行うとともに、様々な角度から定量的な分析も行うことで、見極めていくことが重要である。

<sup>27</sup> サービス価格のトレンドの抽出方法は、以下の先行研究に基づいている。

Kiley, M. T. (2023), "The Role of Wages in Trend Inflation: Back to the 1980s?" Finance and Economics Discussion Series 2023-022. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System.

Stock, J. H. and M. W. Watson (2016), "Core Inflation and Trend Inflation," *The Review of Economics and Statistics*, Vol.98 (4), pp.770-784.

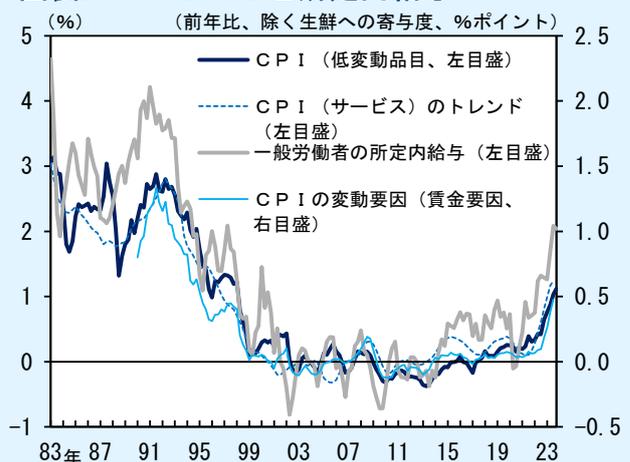
図表B3-3：物価変動率別のCPI



(出所) 総務省

- (注) 1. CPI (除く生鮮)の長期時系列を用いて、変動率に基づき、CPI品目を3つのグループに分類。  
2. CPIは、消費税引き上げ、旅行支援策、携帯電話通信料、教育無償化政策等の影響を除いた日本銀行スタッフによる試算値を使用。

図表B3-4：CPIと所定内給与



(出所) 総務省、厚生労働省、日本銀行

- (注) 1. CPI (低変動品目)、一般労働者の所定内給与は前年比。CPI (サービス)のトレンドは前期比年率の後方6四半期移動平均。  
2. 一般労働者の所定内給与の1993年以前は、常用労働者の値。2016/10以降は、共通事業所ベース。2023/4Qは、10~11月の値。  
3. CPIの変動要因(賃金要因)は、輸入物価(円ベース)、需給ギャップ、賃金(一般労働者の所定内給与)、CPI(低・中・高変動)からなる4変数VARを、CPIの変動率別に、それぞれ20年ローリングサンプルで推計し、CPIと賃金の関係性を用いて、算出。  
4. CPI(サービス)のトレンドは、項目別のサービス価格と業種別の所定内給与を用いて、サービス価格固有のトレンドとサービス価格と賃金に共通するトレンドを算出・合成したもの。抽出方法は、Kiley (2023) およびStock and Watson (2016) に基づく。

