

公表時間

8月1日(木) 14時00分



経済・物価情勢の展望

2024年7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7月）

【基本的見解】¹

<概要>

- 先行きのわが国経済を展望すると、海外経済が緩やかな成長を続けるもとで、緩和的な金融環境などを背景に、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から、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、2024年度に2%台半ばとなったあと、2025年度および2026年度は、概ね2%程度で推移すると予想される。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する一方、2025年度にかけては、政府による施策の反動等が前年比を押し上げる方向に作用すると考えられる。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の改善に加え、賃金と物価の好循環が引き続き強まり中長期的な予想物価上昇率が上昇していくことから、徐々に高まっていくと予想され、見通し期間後半には「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移すると考えられる。
- 前回の見通しと比べると、成長率については、2024年度は、前年度の統計改定の影響等から、幾分下振れている。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比については、2024年度は、政府の施策がエネルギー価格を押し下げることが主因に下振れている一方、2025年度は、こうした施策による押し下げの反動から、幾分上振れている。
- 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引き続き高い。そのもとで、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。とくに、このところ、企業の賃金・価格設定行動が積極化するもとで、過去と比べると、為替の変動が物価に影響を及ぼしやすくなっている面がある。
- リスクバランスをみると、経済の見通しについては、2025年度は上振れリスクの方が大きい。物価の見通しについては、2024年度と2025年度は上振れリスクの方が大きい。

¹ 本基本的見解は、7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、一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している。海外経済は、総じてみれば緩やかに成長している。輸出や鉱工業生産は横ばい圏内の動きとなっている。企業収益は改善しており、業況感は良好な水準を維持している。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、物価上昇の影響などがみられるものの、底堅く推移している。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、既往の輸入物価上昇を起点とする価格転嫁の影響は減衰してきているものの、賃金上昇等を受けたサービス価格の緩やかな上昇が続くもとで、足もとは2%台半ばとなっている。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²

(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、海外経済が緩やかな成長を続けるもとで、緩和的な金融環境などを背景に、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から、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、2024年度は、前年度の統計改定の影響等から、幾分下振れている。2025年度以降は概ね不変である。

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ってくるため、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、賃金上昇率の高まりなどを背景に、

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、見通しを作成している。

緩やかに増加していくとみられる。政府によるガソリン代の負担緩和策の継続や電気・ガス代の緊急支援、所得税・住民税減税なども、当面の個人消費を下支えすると考えられる。

企業部門をみると、輸出や生産は、海外経済が緩やかな成長を続けるもとの、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、内外需要が緩やかに増加していくもとの、改善傾向をたどるとみられる。そうしたもとの、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。

この間、公共投資は、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、医療・介護費の趨勢的な増加を反映し、緩やかに増加していくと想定している。

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³。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、2024 年度に 2% 台半ばとなったあと、2025 年度および 2026 年度は、概ね 2% 程度で推移すると予想される。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する一方、2025 年度にかけては、政府による施策の反動等が前年比を押し上げる方向に作用すると考えられる。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の改善に加え、賃金と物価の好循環が引き続き強まり中長期的な予想物価上昇率が上昇していくことから、徐々に高まっていくと予想され、見通し期間後

³ わが国の潜在成長率を、一定の手法で推計すると、足もとでは「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わかるとともに高いため、相当の幅をもってみる必要がある。

半には「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移すると考えられる。

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、2024年度は、政府によるガソリン代の負担緩和策や電気・ガス代の緊急支援の影響を主因に下振れている一方、2025年度は、こうした施策による押し下げの反動から、幾分上振れている。2026年度は概ね不変である。

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施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、昨年度までの消費者物価（除く生鮮食品）の前年比を押し下げる方向に作用してきた。2024年度と2025年度については、負担緩和策の段階的な縮小・終了が、前年比を押し上げる方向に作用するとみられる。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、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、振れを伴いつつも、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、プラス幅を緩やかに拡大していくと予想される。この間、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、労働需給はマクロ的な需給ギャップ以上に引き締まり、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。短観における企業の物価全般の見通しは、緩やかに上昇している。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いる。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おり、本年の春季労使交渉では、昨年を上回るしっかりとした賃上げが実現した。また、賃金の上昇を販売価格に反映する動きも強まってきている。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・価格設定行動が変化すると、予想物価上昇率は緩やかに

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引き続き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、マクロ的な需給ギャップの改善や中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを受けて徐々に高まり、見通し期間後半には「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移すると考えられる。もっとも、こうした見通しには引き続き不確実性があり、企業の賃金・価格設定行動などを丁寧に確認していく必要がある。

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振れを伴いつつも低下傾向をたどっており、一部の中央銀行では、小幅な利下げに転じる動きもみられている。もっとも、依然として世界的にインフレ圧力は残存しており、引き締め的な金融政策運営が長引くリスクがあるほか、既往の利上げの影響が、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がある。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、ウクライナや中東情勢等の帰趨次第では、海外経済への下押し圧力が高まる可能性がある。また、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ほか、一部の財における在庫調整圧力が海外経済・物価に及ぼす影響についても注意を払う必要がある。

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・穀物価格については、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、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、やや長い目でみたリスク要因として、わが国を巡る様々な環境変化が企業や家計の中長期的な成長期待や潜在成長率に与える影響がある。感染症の経験や人手不足の強まり、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。人口動態の変化等に伴う人手不足感の強まりは、デジタル化などによる省力化投資の動きを加速させる可能性がある。一方、そうした資本と労働の代替が十分に進展しない場合には、一部の業種における供給制約によって成長率が下押しされるリスクがある。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。

(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。企業の賃金・価格設定行動は積極化してきているが、今後、販売価格に賃金動向を反映する動きがどの程度広がるかには、引き続き不確実性がある。中心的な見通しでは、賃金と物価の好循環が引き続き強まっていくことを想定しているが、中小企業を中心に賃金上昇の価格転嫁は容易ではないとの声も引き続き聞かれており、販売価格の上昇に限られる可能性もある。わが国では長年にわたり賃金・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だけに、先行き、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ていくもとで、賃金上昇分を含め販売価格への転嫁の動きが弱まることがないかも注視していく必要がある。一方、販売価格に賃金を反映する動き

が想定以上に強まったり、労働需給が引き締まっていくもとで、賃金の上昇圧力が強まっていく可能性がある。こうしたもとで、中長期の予想物価上昇率の高まりを伴いつつ、賃金・物価とも上振れていくことも考えられる。

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。また、このところ、企業の賃金・価格設定行動が積極化するもとで、過去と比べると、為替の変動が物価に影響を及ぼしやすくなっている面がある。

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⁴。

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、2024年度に2%台半ばとなったあと、2025年度および2026年度は、概ね2%程度で推移すると予想される。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の改善に加え、賃金と物価の好循環が引き続き強まり中長期的な予想物価上昇率が上昇していくことから、徐々に高まっていくと予想され、見通し期間後半には「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移すると考えられる。

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引き続き高く、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、2025年度は上振れリスクの方が大きい。物価の見通しについては、2024年度と2025年度は上振れリスクの方が大きい。

金融面のリスクについてみると、株価がやや速いペースで上昇する局面がみられたほか、不動産市場の一部に割高感は窺われるものの、全体としてみれば、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

⁴ 「物価安定の目標」のもとの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の「物価安定の目標」について」（2013年1月22日）参照。

の金融システムは、全体として安定性を維持している。また、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。有価証券投資におけるリバランス行動などを反映して、円金利の上昇に対する金融機関の耐性も改善方向にある。より長期的な視点から金融面の不均衡について点検すると、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、先行きの経済・物価・金融情勢次第であるが、現在の実質金利がきわめて低い水準にあることを踏まえると、以上のような経済・物価の見通しが実現していくとすれば、それに応じて、引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していくことになると考えている。日本銀行は、2%の「物価安定の目標」のもとで、その持続的・安定的な実現という観点から、経済・物価・金融情勢に応じて適切に金融政策を運営していく。

(参考)

2024～2026 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。

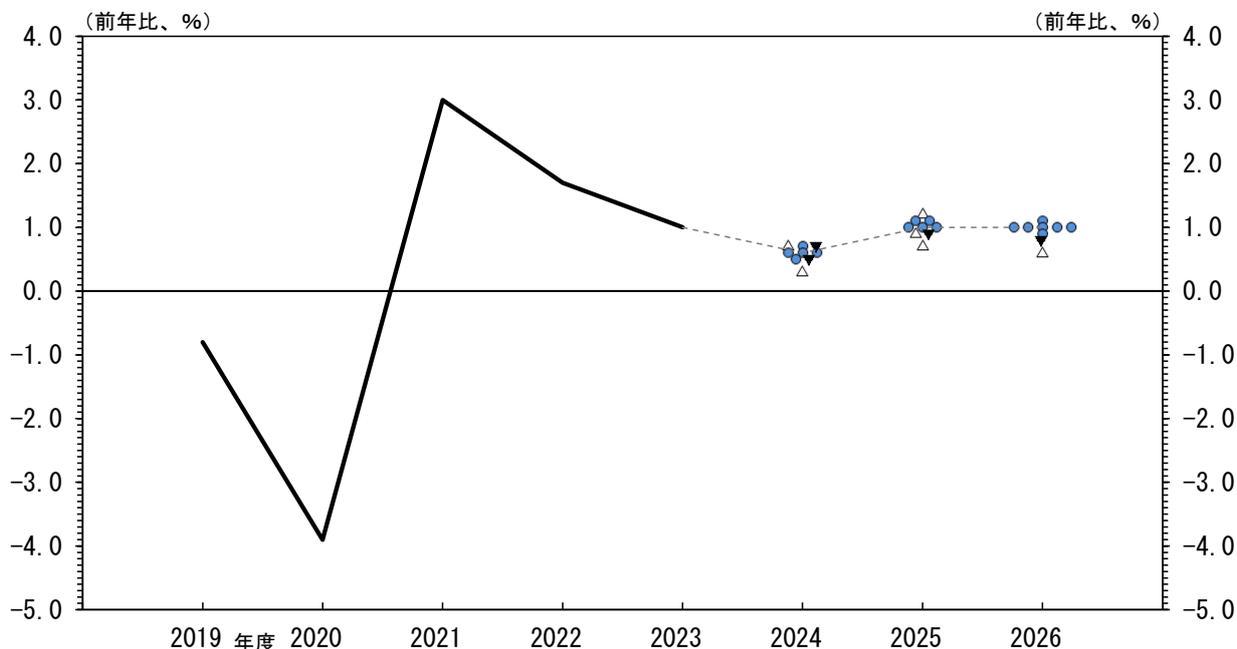
	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	(参考) 消費者物価指数 (除く生鮮食品・エネルギー)
2024 年度	+0.5 ~ +0.7 <+0.6>	+2.5 ~ +2.6 <+2.5>	+1.8 ~ +2.0 <+1.9>
4月時点の見通し	+0.7 ~ +1.0 <+0.8>	+2.6 ~ +3.0 <+2.8>	+1.7 ~ +2.1 <+1.9>
2025 年度	+0.9 ~ +1.1 <+1.0>	+2.0 ~ +2.3 <+2.1>	+1.8 ~ +2.0 <+1.9>
4月時点の見通し	+0.8 ~ +1.1 <+1.0>	+1.7 ~ +2.1 <+1.9>	+1.8 ~ +2.0 <+1.9>
2026 年度	+0.8 ~ +1.0 <+1.0>	+1.8 ~ +2.0 <+1.9>	+1.9 ~ +2.2 <+2.1>
4月時点の見通し	+0.8 ~ +1.0 <+1.0>	+1.6 ~ +2.0 <+1.9>	+1.9 ~ +2.1 <+2.1>

(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。

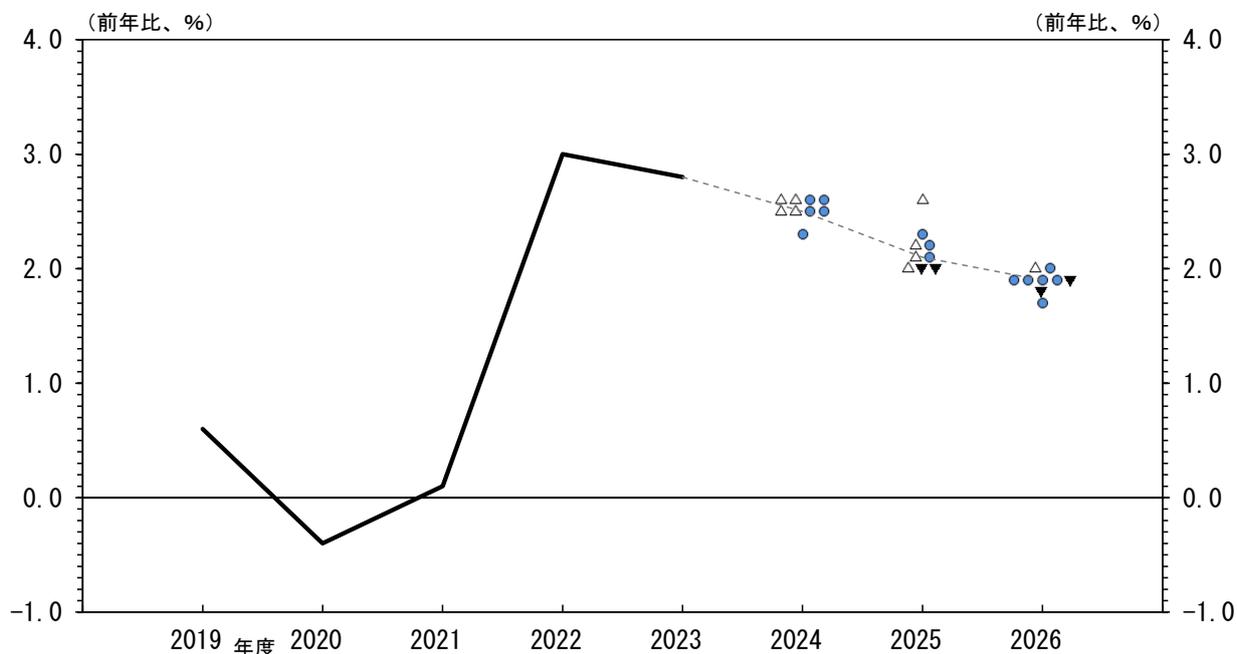
(注2) 各政策委員は、既に決定した政策を前提として、また先行きの政策運営については市場の織り込みを参考にして、上記の見通しを作成している。

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同時に、その形状で各政策委員が考えるリスクバランスを示している。●は「リスクは概ね上下にバランスしている」、△は「上振れリスクが大きい」、▼は「下振れリスクが大きい」と各政策委員が考えていることを示している。

【背景説明】⁵

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、一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している。

実質GDPは、2023年10～12月に前期比+0.0%（年率+0.1%）となったあと、2024年1～3月は同-0.7%（同-2.9%）となり、2四半期ぶりのマイナス成長となった（図表1）。これは、一部自動車メーカーの生産・出荷停止の影響もあって個人消費や輸出が減少したことが主因である。このほか、設備投資は、高めの伸びとなった前期の反動により、幾分減少した。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、1～3月は、一部自動車メーカーの生産・出荷停止の影響で、製造業の稼働率が低下したことなどから、小幅のマイナスとなった（図表2）。

その後の月次指標や高頻度データをみると、一部に弱めの動きもみられるが、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、輸出や生産は、横ばい圏内の動きとなっている。企業収益は改善しており、業況感は良好な水準を維持している。こうしたもとで、設備投資は緩やかな増加傾向にあり、6月短観の設備投資計画（名目ベース）をみると、2023年度が大幅なプラスで着地したあと、2024年度計画もはっきりとしたプラスとなっている。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、物価上昇の影響などがみられるものの、

図表1：実質GDP

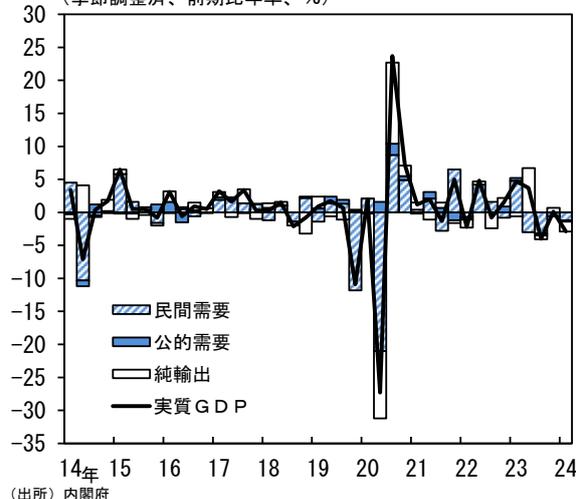
①水準

（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

⁵ 7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。

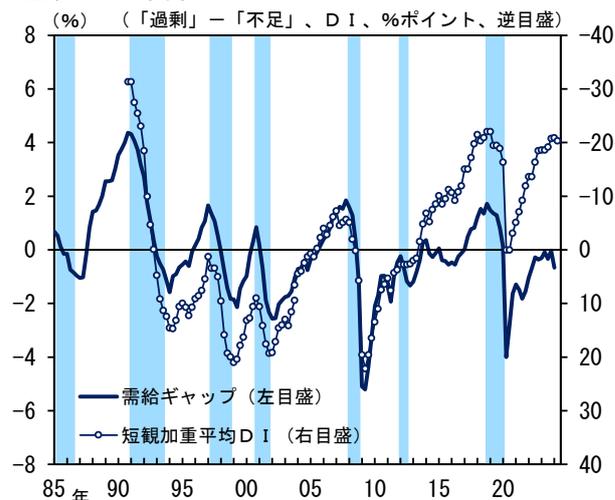
底堅く推移している。

わが国経済の先行きを展望すると、海外経済が緩やかな成長を続けるもとの、緩和的な金融環境などを背景に、所得から支出への前向きの循環メカニズムが徐々に強まることから、潜在成長率を上回る成長が続くと考えられる。前回の展望レポート時点と比較すると、2024年度は、建設総合統計の遡及改定によって2023年度から2024年度にかけての発射台——いわゆる統計上の「ゲタ」——が下振れたことを主因に、幾分下振れている。

潜在成長率は、「働き方改革」に伴う労働時間トレン드의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⁶。

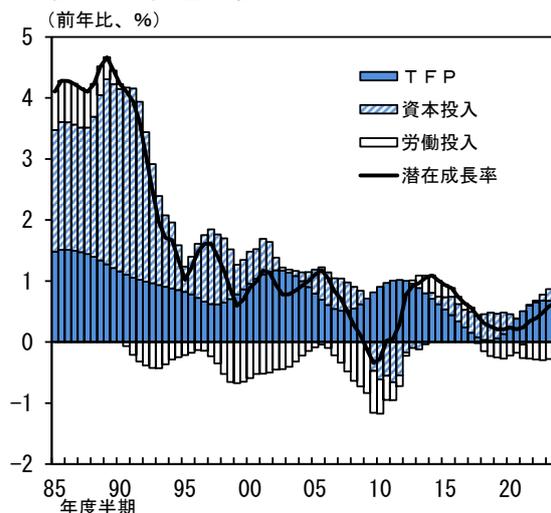
見通し期間の各年度の特徴をやや詳しくみると、2024年度は、海外経済が緩やかに成長し、緩和

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。

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。

⁶ ただし、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。例えば、労働面では、人口動態の変化が進むもとの、女性や高齢者を含め、感染症や賃金・物価上昇の経験も踏まえて、先行き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。

的な金融環境が継続するもとで、経済対策の効果もあって、緩やかな回復を続けるとみられる。財輸出は、海外経済が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、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、内外需要の増加を背景に雇用が増加していくほか、本年の春季労使交渉の結果を反映する形で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、政府によるエネルギー負担緩和策や所得税・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、物価高の影響を受けつつも、緩やかに増加していくと考えられる。

2025～2026年度は、内外需ともに増加するもとで、潜在成長率を上回る成長となるとみられる。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中心に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・物価の相互連関がさらに強まるもとで賃金が高めの伸びを続け、名目雇用者所得は、着実な増加を続けると見込まれる。こうしたもとで、個人消費は緩やかな増加を続けるとみられる。

1. 2 主要支出項目の動向とその背景

(政府支出)

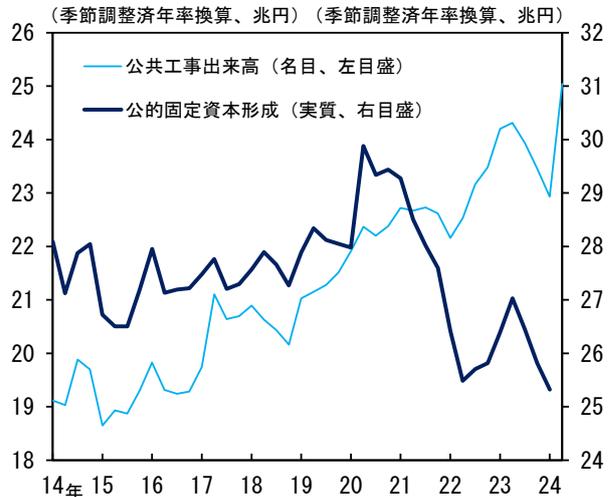
公共投資は、振れを伴いつつも、均してみれば横ばい圏内の動きとなっている(図表4)。一致指標である公共工事出来高は、政府の経済対策に基づく国土強靱化関連工事等が進捗するもとの、振れを伴いつつも、均してみれば横ばい圏内の動きとなっている。先行指標である公共工事請負金額や公共工事受注高は、振れを伴いつつも、均してみれば横ばい圏内で推移している。

先行きの公共投資は、横ばい圏内で推移すると予想される⁷。政府消費は、医療・介護費の趨勢的な増加を受けて、緩やかな増加が続くと考えられる。

(海外経済)

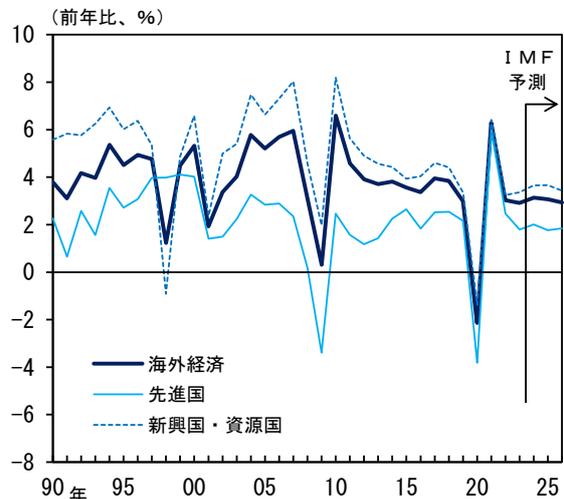
海外経済は、総じてみれば緩やかに成長している(図表5)。地域別にみると、米国経済は、既往の利上げの影響を受けつつも、個人消費を中心に緩やかに成長している。欧州経済は、下げ止まりつつある。中国経済は、不動産市場の調整の影響は続いているものの、政策面の下支えもあって緩やかに改善している。中国以外の新興国・資源国経済は、輸出に持ち直しの動きがみられており、総じてみれば緩やかに改善している。このうち、わが国経済とつながりの深いアジア地域をみると、ASEAN経済は、内需の改善が続くなか、輸出が下げ止まっており、緩やかに改善している。N

図表4：公共投資



(出所) 内閣府、国土交通省
(注) 2024/2Qは、4~5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。2024年以降はIMF予測(2024/4月および7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。

⁷ 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。

I E s 経済は、内需の改善ペースが鈍化しているものの、I T 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。

以上の世界経済の現状をグローバルPMIで見ると、サービス業では、改善・悪化の分岐点となる50をはっきりと上回っている。製造業でも、50を幾分上回っている(図表6)。

先行きの海外経済は、緩やかな成長が続くと考えられる。当面の動きを地域別にみると、米国経済は、緩やかな成長を続けるとみられる。欧州経済は、緩やかに持ち直していくと考えられる。中国経済は、不動産市場の調整圧力は続くものの、これまでに公表された政策措置の効果が出てくるもとで、緩やかに成長していくと考えられる。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。

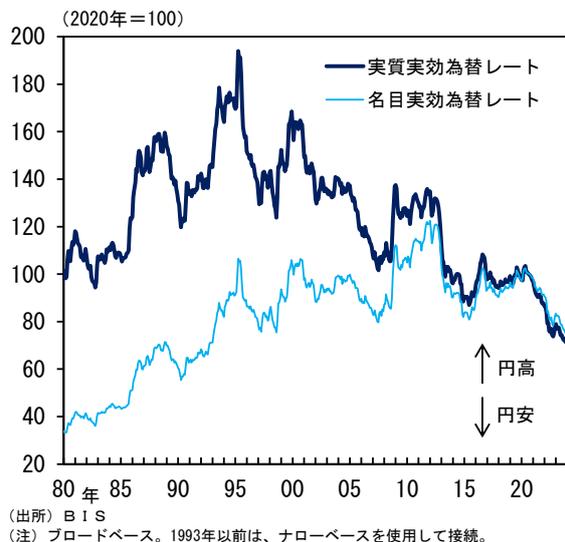
(輸出入)

輸出は、横ばい圏内の動きとなっている(図表8)。地域別にみると(図表9)、米国向けは、振れを伴いつつも高めの水準で推移している。欧州向けは、自動車や資本財を中心にこのところ減少している。中国向けは、半導体製造装置などが増加するもとで、緩やかな持ち直し傾向が続いている。N I E s・A S E A N 等向けは、グローバルなI T 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10)、自動車関連は、一部自動車メーカーの生産・出荷停止の影響が解消に向かうもとで、小幅に増加している。資本財は、均してみれば横ばい圏内で推移している。情報関連は、グローバルなI T 関連財の調整進捗を背景に、下げ止まっている。この間、中間財は、グローバル市場における需給環境の悪化などから、低めの水準で推移している。

図表6：グローバルPMI



図表7：実効為替レート



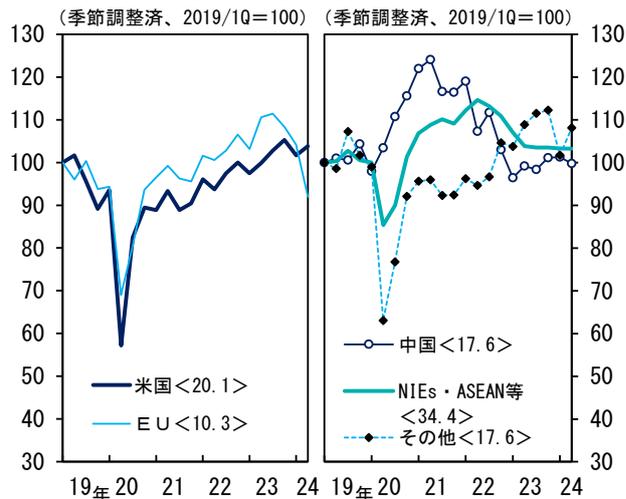
図表8：実質輸出入



先行きの輸出は、海外経済が緩やかな成長を続けるもとの、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見込まれる。

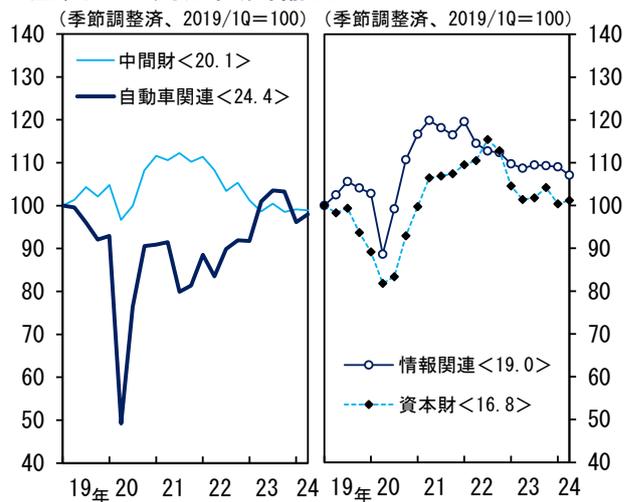
輸入は、持ち直している(図表8)。先行きの輸入は、国内需要や輸出の増加に伴う誘発需要の動きを反映して、緩やかな増加傾向をたどるとみられる。

図表9：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、2023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10：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、2023年通関輸出額に占める各財のウエイト。

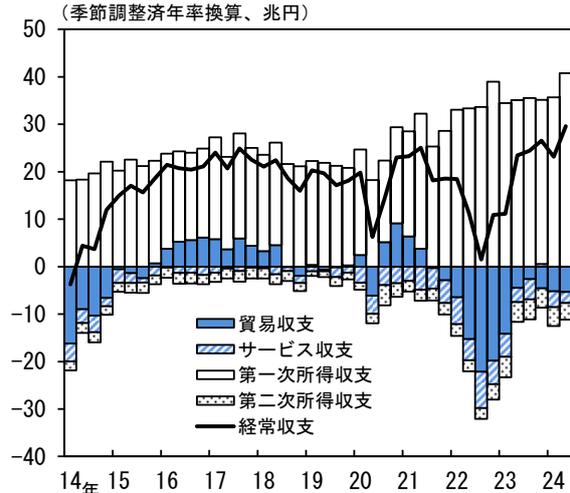
(対外収支)

名目経常収支は、高水準で推移している（図表11）。貿易収支は、ひと頃よりも赤字幅をはっきりと縮小し、小幅の赤字となっている。サービス収支は、入国者数の増加等によるインバウンド需要の増加を受けて旅行収支が黒字で推移している（図表12）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。

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との、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。この間、サービス収支は、インバウンド需要の増加が改善方向に作用する一方、デジタル関連支払の増加が悪化方向に作用することから、概ね横ばいで推移すると考えられる。

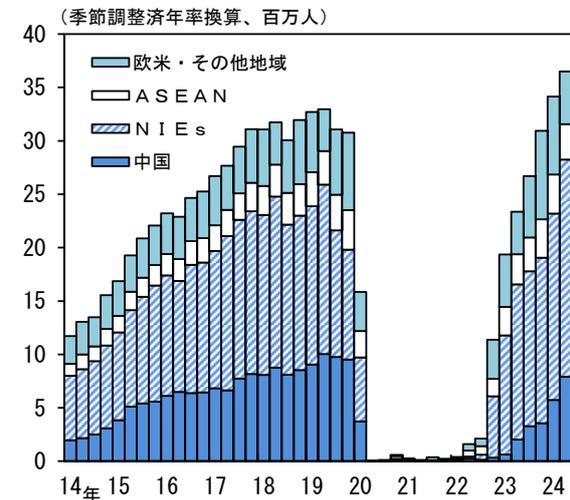
貯蓄投資バランスをみると、わが国経済全体の貯蓄超過幅は、財政収支の改善ペースが民間部門の貯蓄超過幅の縮小ペースを幾分上回る結果、緩やかな拡大傾向をたどると考えられる（図表13）。

図表11：経常収支



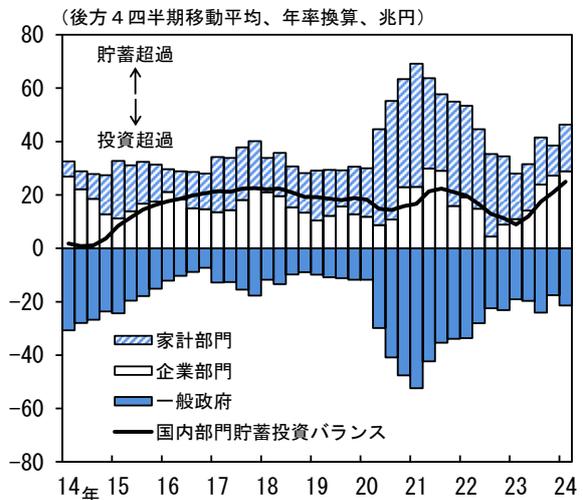
(出所) 財務省・日本銀行
(注) 2024/2Qは、4~5月の値。

図表12：入国者数



(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13：貯蓄投資バランス



(出所) 日本銀行

（鉱工業生産）

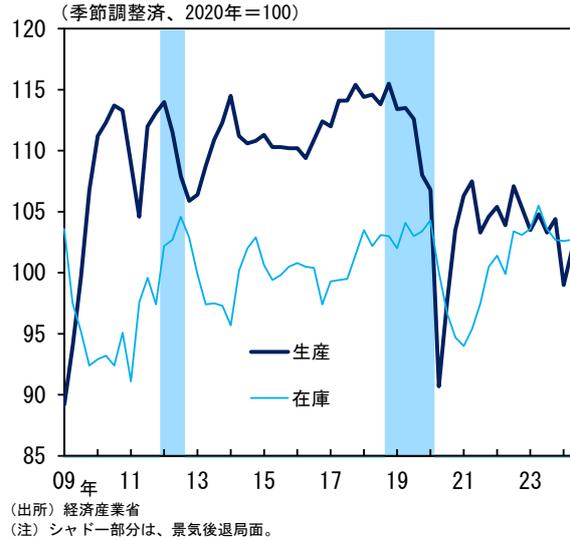
鉱工業生産は、横ばい圏内の動きとなっている（図表 14）。主な業種についてみると、「輸送機械」は、一部自動車メーカーの生産・出荷停止の影響が解消に向かうもとの、増加している。「電気・情報通信機械」も、自動車の減産の影響が解消に向かうもとの、幾分持ち直している。「はん用・生産用・業務用機械」は、建設機械等の需要に一服感がみられるものの、半導体製造装置に持ち直しの動きがみられるもとの、横ばい圏内で推移している。「電子部品・デバイス」は、在庫調整が進捗するもとの、持ち直している。この間、「化学（除く医薬品）」は、グローバル市場における需給環境の悪化などから、低水準で推移している。

先行きの鉱工業生産は、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、2024 年 1～3 月は、価格転嫁の進展や円安に伴う営業外収益の増加などを受けて前期から増益となり、比較可能な 1985 年 4～6 月以降で最高の水準となった（図表 15）。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、一部自動車メーカーの生産・出荷停止の影響はみられたものの、価格転嫁の進展や円安などを受けて増益となった。中堅中小企業は、一部自動車メーカーの生産・出荷停止の影響などを受けて、減益となった。非製造業について、大企業は、燃料価格の変動に伴う電気・ガス業の採算悪化を主因に、減益となった。中堅中小企業は、小売やサービスにおけるインバウンドも含めた売上の増加などを受けて、増益と

図表 14： 鉱工業生産



図表 15： 企業収益関連指標

①売上高と経常利益



②交易条件の要因分解



なった。

企業の業況感は、良好な水準を維持している。6月短観の業況判断DIは、良好な水準を維持した(図表16)。業種別にみると、製造業は、概ね横ばいとなった。価格転嫁の進展を受けて、紙・パルプや窯業・土石製品が改善したほか、円安を受けた収益増加により、繊維(大企業)や化学も改善した。一方、原材料価格の上昇を受けて、鉄鋼や食料品(大企業)は悪化した。また、一部自動車メーカーの生産・出荷停止の影響から、自動車(大企業)も幾分悪化した。非製造業も、概ね横ばいとなった。価格転嫁の進展やインバウンド需要の増加を受けて、運輸・郵便が改善した。一方、人手不足や人件費の上昇を受けて、対個人サービス(大企業)や宿泊・飲食サービスが悪化した。また、小売では、値上げによる消費者の節約志向の高まりが悪化方向に作用した。

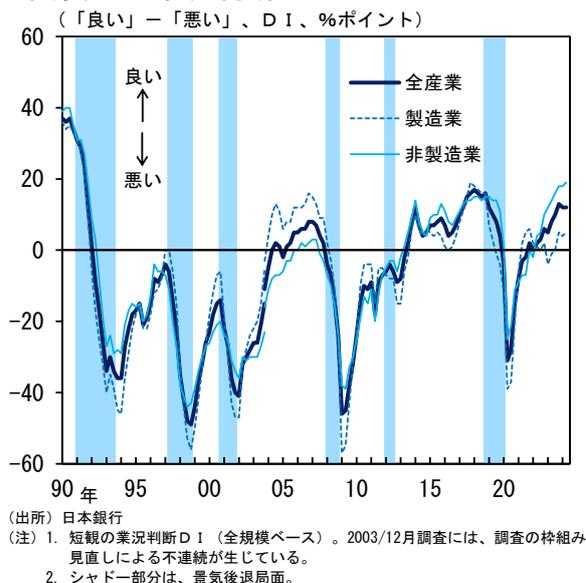
企業収益の先行きを展望すると、内外需要が緩やかに増加するなか、価格転嫁の進展もあって、改善傾向をたどると見込まれる。

(設備投資)

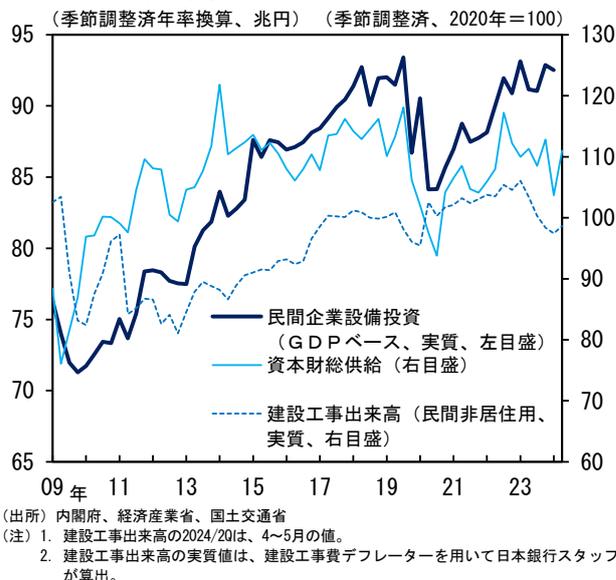
設備投資は、緩やかな増加傾向にある(図表17)。機械投資の一致指標である資本財総供給は、一部自動車メーカーの生産・出荷停止の影響が解消に向かうもとで、半導体製造装置の増加もあって、足もとでは増加している。建設投資の一致指標である建設工事出来高(民間非居住用)は、建設資材高などを背景に投資を先送りする動きがみられているものの、物流施設や都市再開発案件などが進捗するもとで、足もとでは横ばいとなっている。

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、引き続き高め水準で推移している(図表18)。業種別にみ

図表16：業況判断



図表17：設備投資一致指標



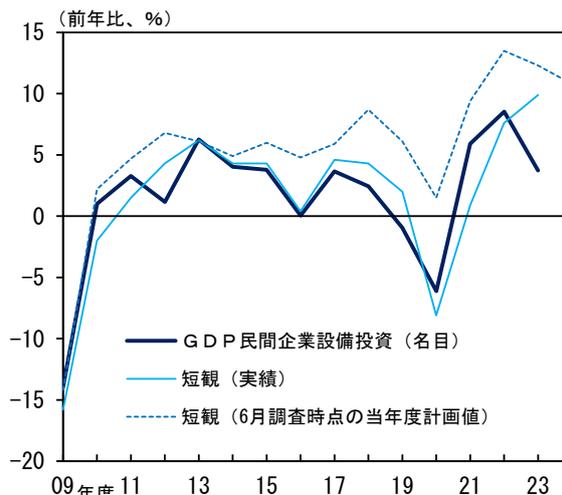
図表18：設備投資先行指標



ると、製造業では、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ものの、グローバルなIT関連財の調整進捗を背景に、電気機械・情報通信機械が増加基調にある。非製造業は、デジタル・省力化関連が増加基調をたどるなか、大型案件による振れを伴いつつも、緩やかに増加している。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、物流施設の建設や再開案件が引き続きみられるなか、工場の新設・増設などもあって、このところ増加傾向にある。6月短観における設備投資計画（名目ベース）をみると（図表19）、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+9.9%と、製造業・非製造業ともに、大幅なプラスで着地した。また、2024年度は、同じベースで前年比+10.8%と、例年対比高めの増加計画となっている。

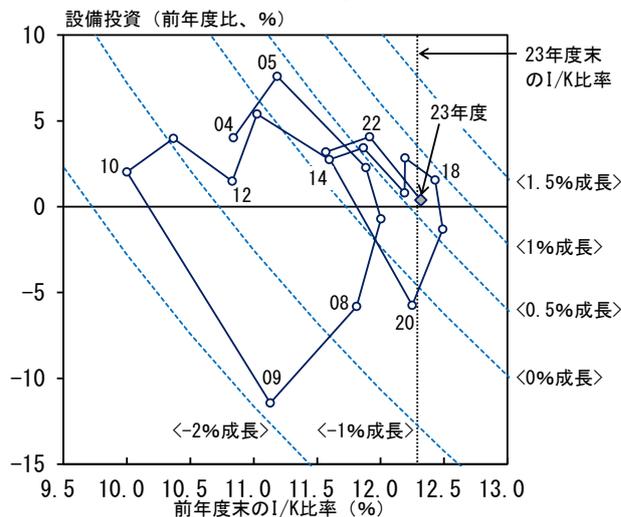
先行きの設備投資は、企業収益が改善傾向をたどるもとで、緩和的な金融環境などを背景に、増加傾向を続けると予想される。見通し期間を通じてみた具体的な投資案件としては、①内外需要の増加に誘発された投資に加えて、②人手不足対応の省力化・効率化投資や、事業活動のデジタル化に向けた情報関連投資、③Eコマース拡大に伴う物流施設の建設投資、再開発によるオフィスや商業施設の建設投資、④成長分野や、脱炭素化など環境対応の投資、⑤政府支援も背景とした、サプライチェーン強靱化等を企図した半導体関連の投資等が考えられる。デジタル化や半導体などの成長分野に関する投資は、既存の資本ストックが少ないことに加え、技術進歩のスピードが速いため設備の償却期間が短く、資本ストックが積み上がりにくいという特徴がある（図表20）。

図表19：設備投資計画と実績



（出所）日本銀行、内閣府
（注）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。

図表20：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。

（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 21）。非正規雇用も、卸・小売や対面型サービス業などを中心に、振れを伴いながらも緩やかな増加傾向にある。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 22）。有効求人倍率は、振れを伴いつつも横ばい圏内で推移している（図表 23）。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 22）。

先行きの雇用者数については、情報通信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、内外需要の増加に伴い、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。こうしたもとで、先行きの失業率は、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の前年比は、経済活動の回復や春季労使交渉の結果を反映して、はっきりと増加している（図表 24）^{8, 9}。内訳をみると、所定内給与は、はっきりと伸びを高めている（図表 25）。このうち、一般労働者の所定内給与は、昨年をさらに大きく上回る賃金改定率（ベースアップ率）となった春季労使交渉の

⁸ 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。

⁹ BOX 1 では、本年の春季労使交渉の結果をまとめている。

図表21：就業者数



図表22：失業率と労働力率



図表23：求人倍率

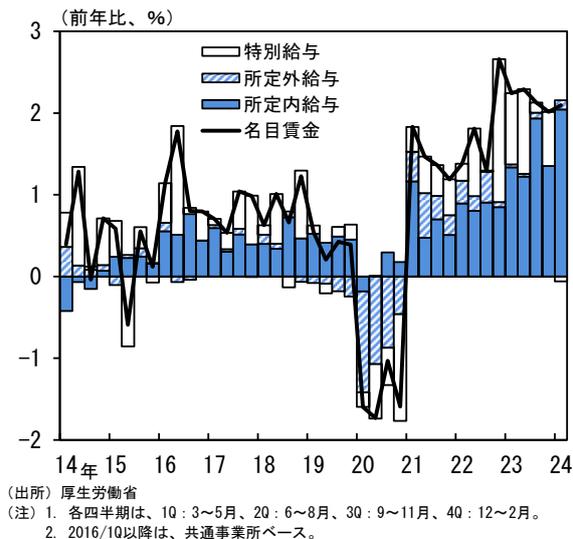


結果が徐々に反映され、前年比で2%台後半に伸びを高めている。パートの時間当たり所定内給与の前年比は、労働需給の引き締まった状態が続くもとで、最低賃金の引き上げもあって、足もとでは3%台後半の高い伸びを続けている。所定外給与は、緩やかに増加している。特別給与の前年比は、企業収益の改善を反映して、緩やかな増加傾向が続いている。

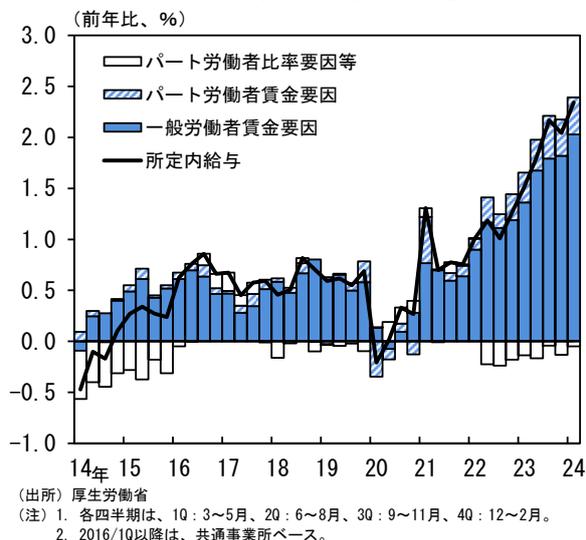
先行きの賃金動向を展望すると、所定内給与は、今春の労使交渉の結果が反映される形で、夏場にかけて、さらに伸びを高めるとみられる。また、2025年度以降も、女性や高齢者による労働参加ペースの鈍化もあって労働需給が引き締まった状態が続くもとで、物価上昇も反映する形で、しつかりとした増加が続くと考えられる。所定外給与は、内外需要の増加を反映して緩やかに増加していくとみられる。特別給与は、企業収益が改善傾向をたどるもとで、増加が続くと予想される。以上を総合すると、一人当たり名目賃金は、はっきりとした増加が続くとみられる。

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、はっきりと改善している(図表26)。実質ベースでは、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、エネルギー価格の影響を受けつつも、徐々にプラスに転化していくと見込まれる。

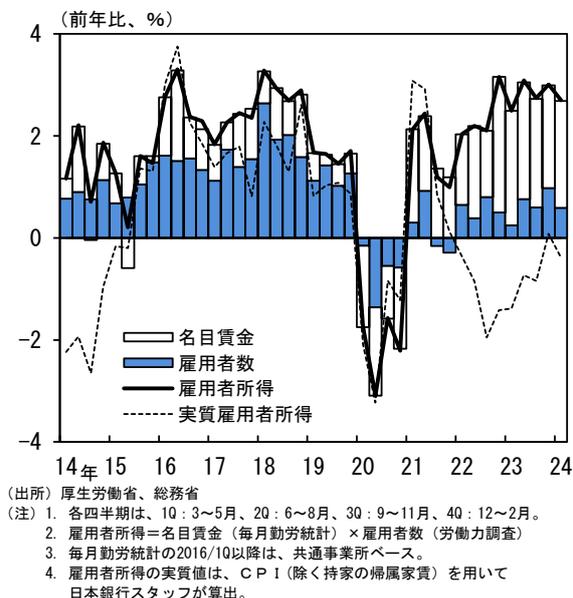
図表24：名目賃金



図表25：所定内給与の要因分解



図表26：雇用者所得



(家計支出)

個人消費は、物価上昇の影響などがみられるものの、底堅く推移している。

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)¹⁰をみると、2024年4～5月の1～3月対比は、自動車販売が持ち直すもとで、小幅に増加した(図表27、28)。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29)、物価上昇の影響を受けるもとでも、所得環境の改善もあって、底堅く推移しているとみられる。

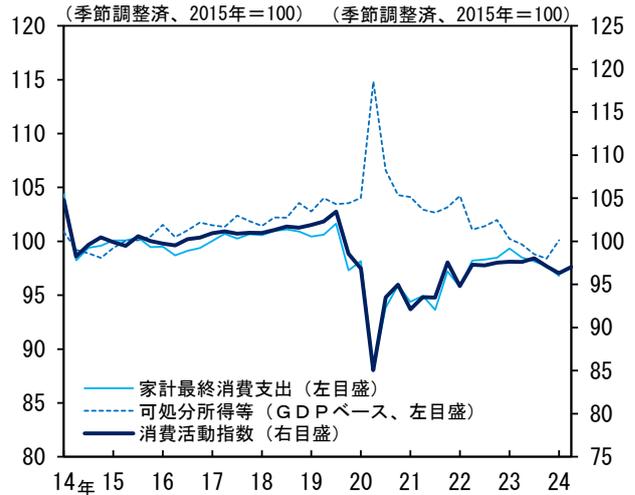
形態別にみると、耐久財消費は、一部自動車メーカーの生産・出荷が徐々に再開されるもとで、足もとでは持ち直している(図表28)。乗用車の新車販売台数は、一部自動車メーカーの生産・出荷停止の影響などから1～3月に大幅に減少したあと、増加している。家電販売額は、足もとにかけて、高気温を受けてエアコン販売が好調となっており、緩やかに持ち直している模様である。

非耐久財消費(飲食料品・衣料品等)は、物価高の影響などを受けて、減少傾向をたどっている。スーパー等での飲食料品の売上高は、振れを伴いつつも横ばい圏内の動きとなっており、実質ベースでは緩やかな減少となっている模様だが、足もとでは高気温を受けて飲料が増加しているとの指摘もみられている。また、百貨店では、この間の株価上昇もあって、富裕層の高額消費が好調さを維持している。

サービス消費は、伸びを鈍化させつつも基調と

¹⁰ 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。

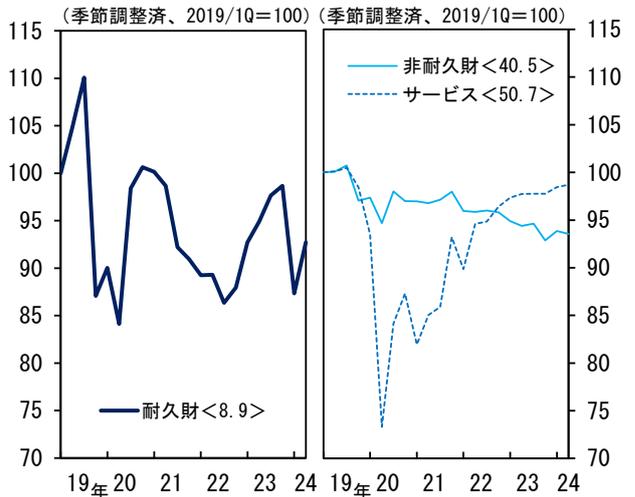
図表27：実質個人消費



(出所) 日本銀行、内閣府等

- (注) 1. 消費活動指数は、旅行収支調整済(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)。2024/2Qは、4～5月の値。
2. 家計最終消費支出は、除く持ち家の帰属家賃。
3. 可処分所得等は、可処分所得に年金受給権の変動調整を加えたもの。家計最終消費支出デフレーターを用いて実質化。

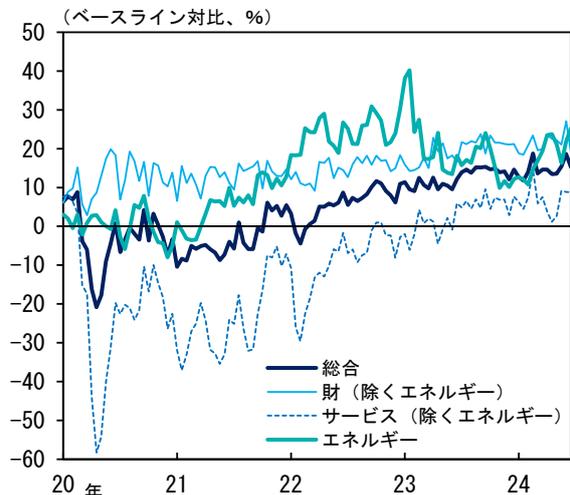
図表28：消費活動指数(実質)



(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。2024/2Qは、4～5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29：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。

しては緩やかに増加している（図表 28、29）。外食は、物価高の影響に加え、消費者の生活様式の変化の影響や営業時間・店舗数の制約から伸びを鈍化させつつも、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、割高感がみられるもとで、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 30）、消費者の先行きに対する意識を調査する消費者態度指数は、名目所得の増加期待などを受けて改善が続いてきたものの、足もとでは、円安等に伴う物価高への懸念から、ひと頃と比べて幾分悪化した状態にある。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 D I（家計動向関連）は、円安等による仕入コスト高や物価高による消費者の節約志向の強まりなどを受けて、足もとでは判断の基準となる 50 を下回っている。

先行きの個人消費は、当面、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、政府による経済対策（所得税・住民税減税等）の効果もあって、緩やかに増加していくと予想される。その後も、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、経済対策の影響による振れを伴いながらも、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 31）。

住宅投資は、弱めの動きとなっている（図表 32）。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。

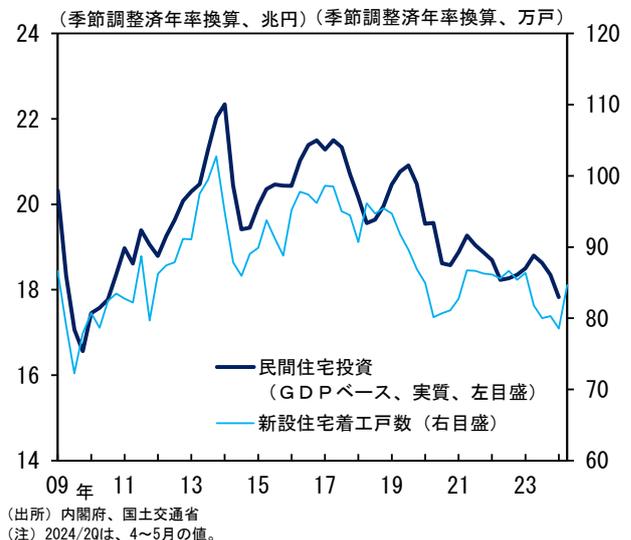
図表30：個人消費関連のマインド指標



図表31：平均消費性向



図表32：住宅投資



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、原材料費や人件費等の上昇を価格に転嫁する動きがみられるなか、電気・ガス代の負担緩和策の縮小などの影響もあって、上昇している（図表 33）。企業向けサービス価格（除く国際運輸）の前年比は、人件費上昇等を背景に高めの伸びを続け、足もとでは3%程度のプラスとなっている。

消費者物価の前年比をみると、除く生鮮食品は、既往の輸入物価上昇を起点とする価格転嫁の影響は減衰してきているものの、賃金上昇等を受けたサービス価格の緩やかな上昇が続くもとの、足もとは2%台半ばとなっている（図表 34）。

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、人件費を価格に転嫁する動きが幅広くみられるものの、ひと頃よりも原材料コストの価格転嫁圧力が減衰するもとの、プラス幅の縮小傾向が続いている（図表 35）¹¹。内訳をみると、財は、前年の値上げの影響が一巡し、ひと頃よりも原材料コストの価格転嫁圧力が減衰するもとの、幅広い品目でプラス幅の縮小が続いている。一般サービスは、人件費を価格に転嫁する動きがみられるものの、住居工事等を中心に、ひと頃よりも原材料コストの価格転嫁圧力が減衰するもとの、プラス幅が小幅に縮小している。人件費を価格に転嫁する動きは、家事代行料や補習教育、習い事の月謝、マッ

¹¹ 「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33：物価関連指標

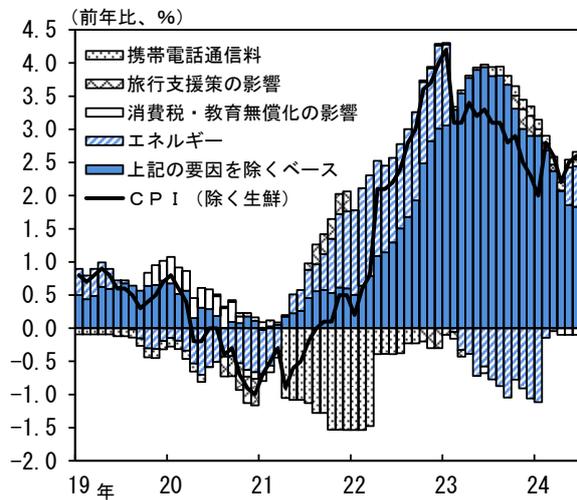
	(前年比、%)			
	23/3Q	23/4Q	24/1Q	24/2Q
消費者物価指数（CPI）				
除く生鮮	3.0	2.5	2.5	2.4
一時的な要因を除く	2.9	2.1	2.3	2.4
除く生鮮・エネルギー	4.3	3.8	3.2	2.2
一時的な要因を除く	4.2	3.4	3.0	2.1
国内企業物価指数（前期比）	-0.1	0.3	0.6	1.4
企業向けサービス価格指数	2.5	2.7	2.4	2.8
GDPデフレーター	5.2	3.9	3.4	
内需デフレーター	2.5	2.1	2.3	

(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、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。

図表34：CPI（除く生鮮）

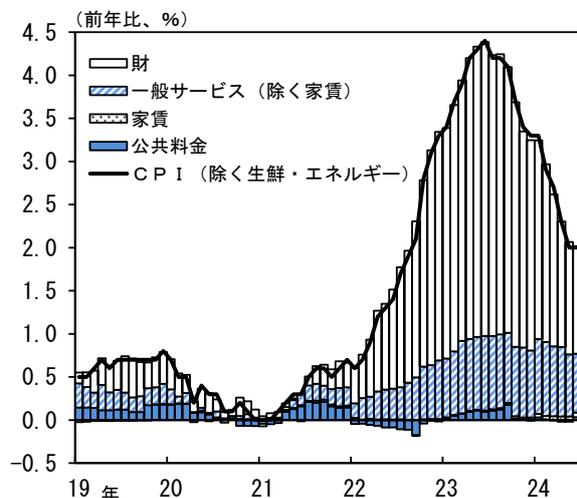


(出所) 総務省

(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35：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。

サービス料金等で広がっている¹²。公共料金は、放送受信料の引き下げ等が下押しに作用している一方、自動車保険料等の値上げや介護・診療報酬の改定がみられていることから、足もとでは横ばいとなっている。

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 36）^{13, 14, 15}、刈込平均値は、前年の値上げの影響が一巡するもとの、2%程度のプラスとなっている。最頻値や加重中央値は、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」超幅の縮小傾向が続いている（図表 37）。

この間、内需デフレーターの前年比は、2%台前半となっている（図表 33）。内訳をみると、個人消費デフレーターがプラス幅の縮小が続けている一方、設備投資等のデフレーターはプラス幅が幾分拡大している。輸入デフレーターの前年比は、既往の原油価格の上昇や円安等を受けて、プラスに転じている。GDPデフレーターの前年比は、

¹² BOX 2では、サービス価格について、2024年4月における価格改定状況をまとめている。

¹³ 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。各指標とも、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。

¹⁴ 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の、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。

¹⁵ これまでの展望レポート等で示してきた、賃金・物価の相互連関に由来する物価上昇圧力については、BOX 2を参照。

図表36：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37：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。

内需デフレーターが前年比プラスで推移するもとの、輸入デフレーターの上昇が押し下げに作用し、プラス幅を幾分縮小している。

(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、プラス幅の緩やかな拡大が続くと予想される(図表2、38)。

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39)。短観における企業の物価全般の見通しは、緩やかに上昇している。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いる。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おり、本年の春季労使交渉では、昨年を上回るしっかりとした賃上げが実現した。また、賃金の上昇を販売価格に反映する動きも強まってきている。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・価格設定行動が変化すると、予想物価上昇率は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引き続き強まっていくとみられる。

第3に、輸入物価の前年比は、既往の原油価格の上昇や円安などを受けて、このところ上昇している(図表41、42)。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、円安や既往の原油価格の上昇などを受けて、このところ上昇している(図表43)。「ID指数(ステージ2)」は、緩

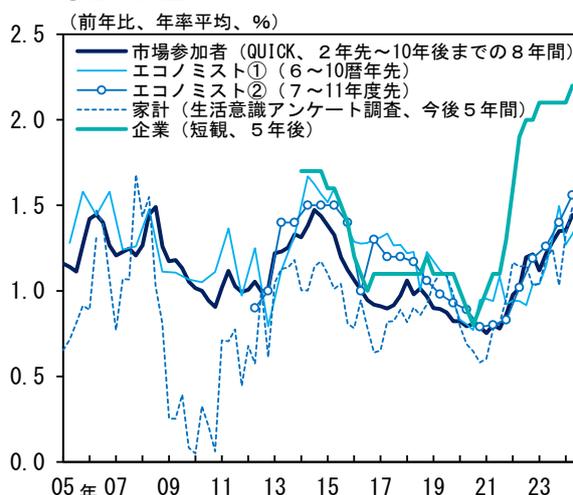
図表38：CPIと需給ギャップ



(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39：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。

やかな上昇傾向が続いている。相対的に川下に位置する「ID指数（ステージ3～4）」は、原材料コストや人件費などを価格に転嫁する動きがみられるも、このところ小幅に上昇している。

この間、エネルギー価格（ガソリン・電気代等）の前年比は、政府のガソリン・電気・ガス代の負担緩和策によってマイナスが続いてきたが、電気・ガス代の割引が前年対比で縮小していることや、再生可能エネルギー発電促進賦課金が引き上げられたことなどを受けて、プラスに転じている¹⁶。先行きについては、電気・ガス代割引の終了からいったん上昇幅を拡大するとみられるが、夏場は、電気・ガス代の緊急支援が再度下押しに作用すると考えられる¹⁷。その後については、政府による負担緩和策が2024年末にかけ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が現れることから、2025年入り後は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。

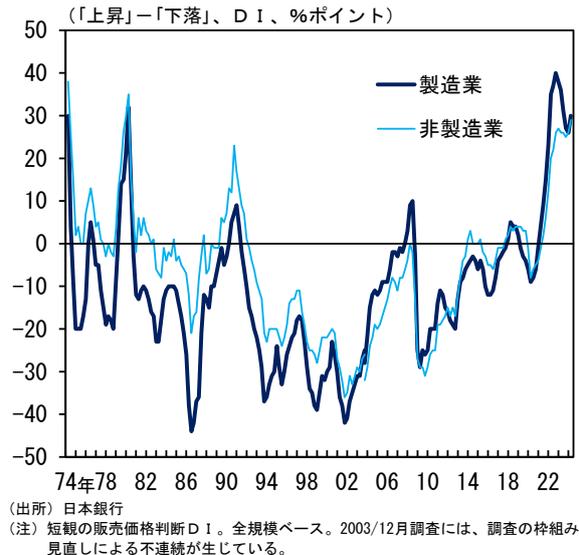
（物価の先行き）

以上の基本的な考え方を踏まえると、先行きの

¹⁶ 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。電気代については、負担緩和策によって、2023年2～9月は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～2024年5月は同3.5円、6月は同1.8円が割り引かれた（検針月ベース）。また、都市ガス代については、電気代と概ね同様の負担緩和策が行われた。

¹⁷ 政府は、燃料油補助金については年内に限り継続する方針を示している。電気代については2024年6月末で終了したあと、9～10月は1kWhあたり4円、11月は同2.5円の割引が行われることになっている（検針月ベース）。都市ガス代については、電気代と概ね同様の負担緩和策が行われる予定となっている。

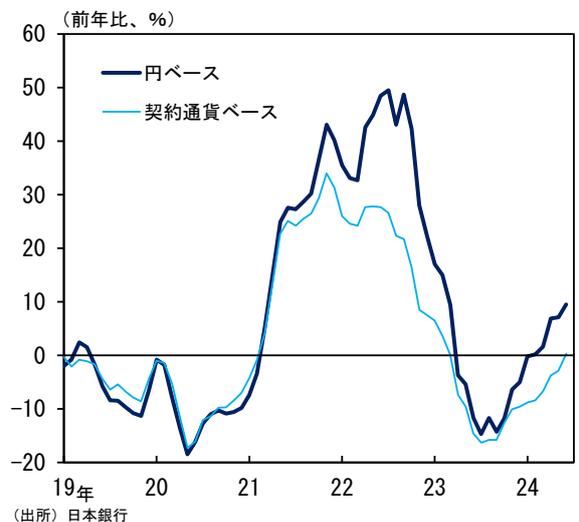
図表40：販売価格判断



図表41：国際商品市況



図表42：輸入物価指数

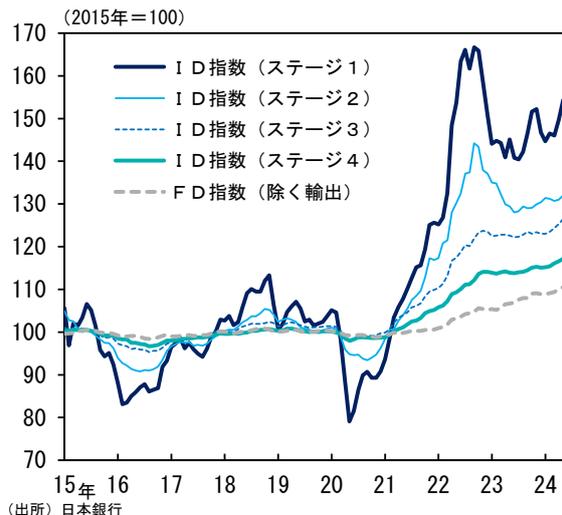


消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比は、既往の輸入物価上昇を起点とする価格転嫁の影響が徐々に減衰することからプラス幅を縮小したあと、マクロ的な需給ギャップが改善を続け、企業の賃金・価格設定行動などの変化を伴う形で中長期的な予想物価上昇率や賃金上昇率も高まっていくもとで、緩やかに上昇率を高め、2%程度で推移していくとみられる（図表44）。

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、2024年度に2%台半ばとなったあと、2025年度および2026年度は、概ね2%程度で推移すると予想される。見通し期間の前半については、既往の輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響が減衰する一方、政府による施策の反動等が前年比を押し上げる方向に作用すると考えられる。その後は、消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の動きを映じて2%程度で推移すると予想される。

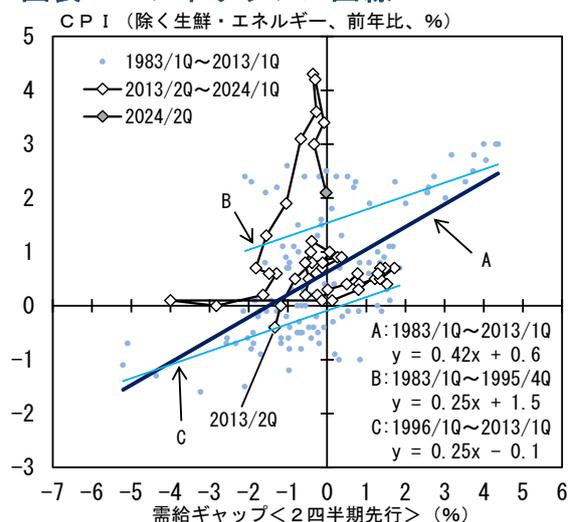
ただし、賃金と物価の連関が強まり、基調的な物価上昇率が高まっていくかについては、引き続き不確実性があると考えられる。とくに、販売価格に賃金動向を反映する動きがどの程度広がるか、注視していく必要がある。一方で、こうした動きが想定以上に強まったり、労働需給のひっ迫を受けて、中長期の予想物価上昇率の高まりを伴いつつ、賃金・物価ともに上振れていくことも考えられる。

図表43：FD-I D指数（総合）



(出所) 日本銀行

図表44：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。

3. わが国の金融情勢

(金融環境)

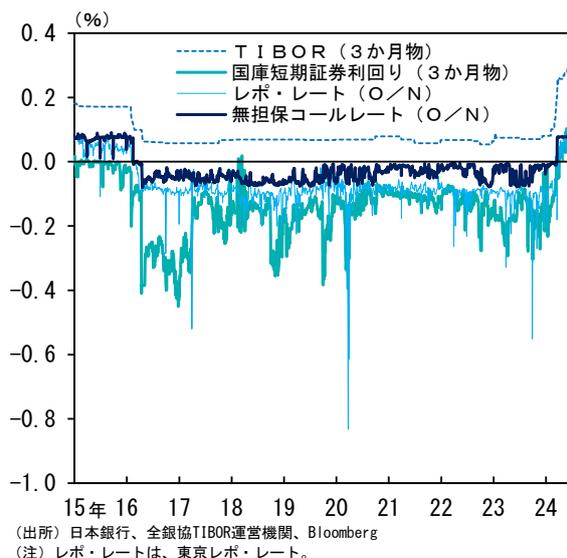
わが国の金融環境は、緩和した状態にある。

短期金利をみると、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、0～0.1%の範囲で推移している（図表45）。ターム物金利は、小幅に上昇している。

実質金利は、マイナスで推移している（図表46）¹⁸。

企業の資金調達コストは、上昇しているが、なお低水準で推移している（図表47）。貸出金利（新規約定平均金利）は、長期を中心に上昇しているが、なお低水準で推移している。CPの発行金利は、横ばい圏内の動きとなっている。社債の発行金利は、振れを伴いつつ、上昇している。

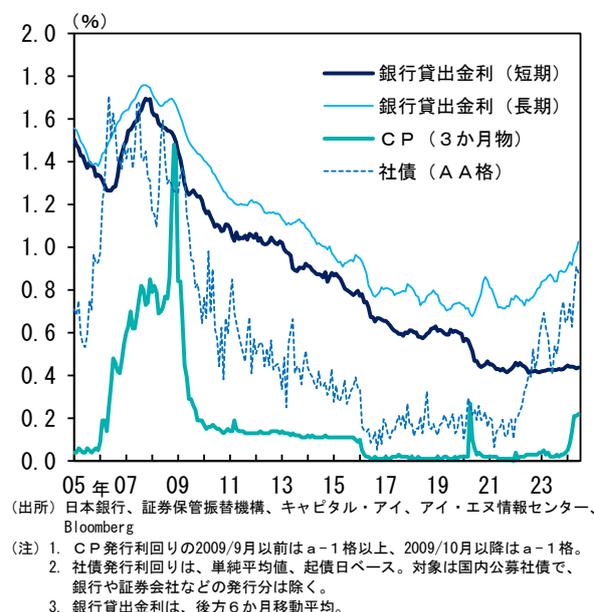
図表45：短期金利



図表46：実質金利（1年）



図表47：貸出金利とCP・社債発行利回り

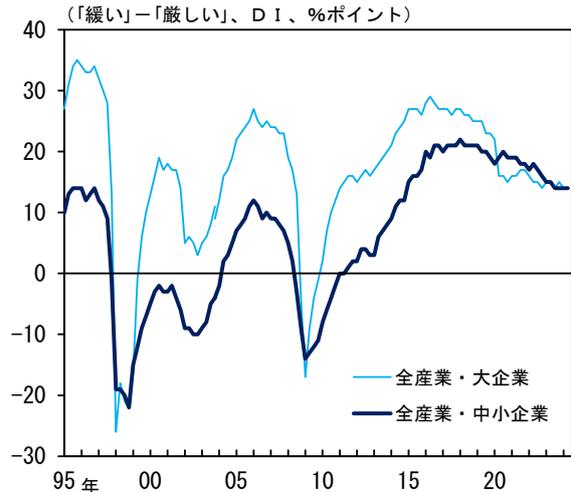


¹⁸ 実質金利を用いた金融緩和度合いの評価については、2024年4月展望レポートBOX5を参照。

企業からみた金融機関の貸出態度を短観のD Iでみると、全体として緩和的な水準を維持している（図表48）。短観のC P発行環境判断D Iは、引き続き「楽である」超となっている。こうしたもとで、C P・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D I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49）。

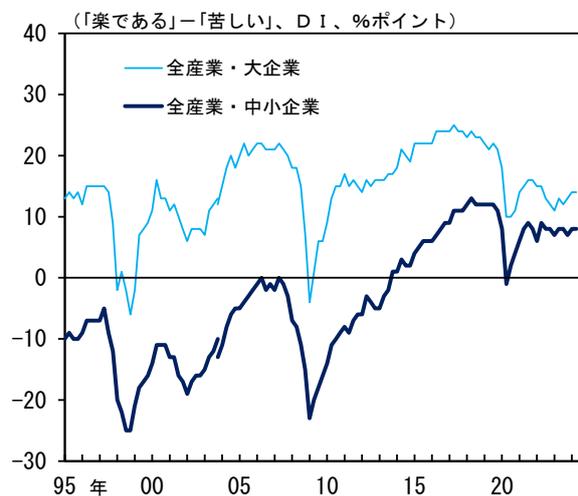
企業の資金需要面では、経済活動の回復や企業買収の動きなどを背景に、緩やかに増加している。こうしたもとで、銀行貸出残高の前年比は、3%台半ばとなっている（図表50）。C P・社債の発行残高の前年比は、2%台半ばとなっている。

図表48：企業からみた金融機関の貸出態度



(出所) 日本銀行
 (注) 短観の金融機関の貸出態度判断D I。2003/12月調査には、調査の枠組み見直しによる不連続が生じている。

図表49：企業の資金繰り



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

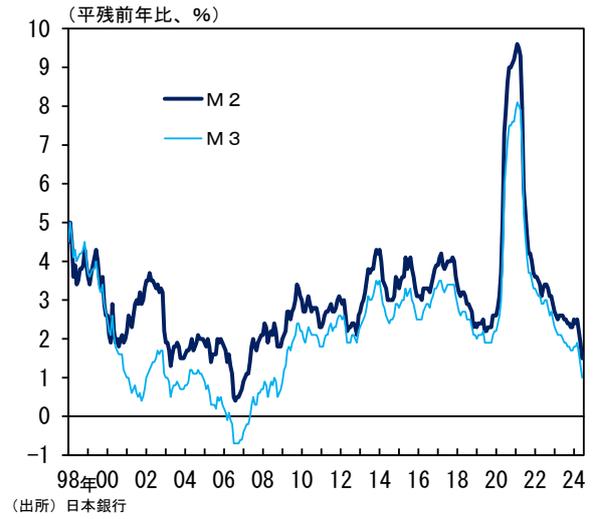
図表50：貸出残高とC P・社債発行残高



(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、C P・社債計は末残前年比。

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、1%台半ばとなっている（図表51）。

図表51：マネーストック



（金融市場動向）

国際金融市場の動向をみると、欧州政治情勢を巡る不透明感の高まりを受けて、市場センチメントが幾分慎重化する局面がみられたものの、米国を中心に長期金利は低下し、多くの国で株価は上昇傾向をたどった。

米国の長期金利(10年物国債利回り)をみると、年初以降、金融引き締め長期化観測から上昇を続けてきたが、5月入り後は、物価上昇率の鈍化などを受けて、こうした観測がひと頃と比べて後退したことから、低下している(図表52)。欧州の長期金利は、振れを伴いつつも、米国に連れて小幅に低下している。この間、わが国の長期金利は、米国の金利低下の影響を受けつつも、日本銀行の先行きの金融政策に対する見方などを背景に、上昇している。

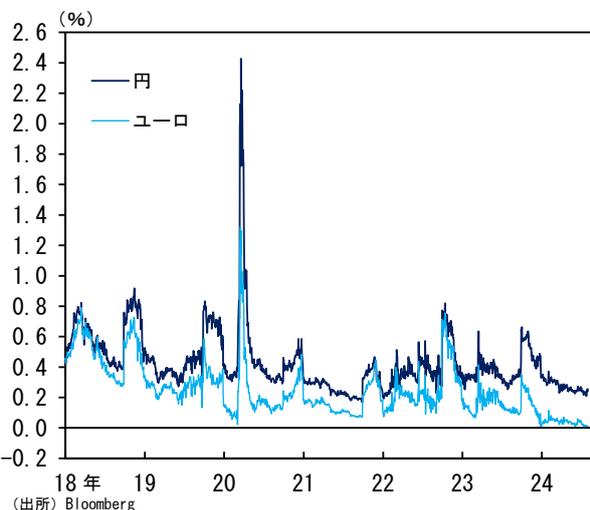
円を見合いとするドル調達にかかるプレミアムは、総じて低水準で推移している(図表53)。

株式市場をみると、米国の株価は、長期金利の低下やハイテク関連での堅調な企業決算を受けて、上昇している(図表54)。欧州の株価は、米国株価に連れつつも、欧州政治情勢を巡る不透明感が重石となるもとの、横ばい圏内で推移している。わが国の株価は、米国株価の上昇や堅調な企業決算などを受けて、やや速いペースで上昇したあと、足もとでは下落に転じている。新興国の株価は、ハイテク関連に牽引される形で、アジア株を中心に上昇している。

図表52：主要国の長期金利（10年物国債）

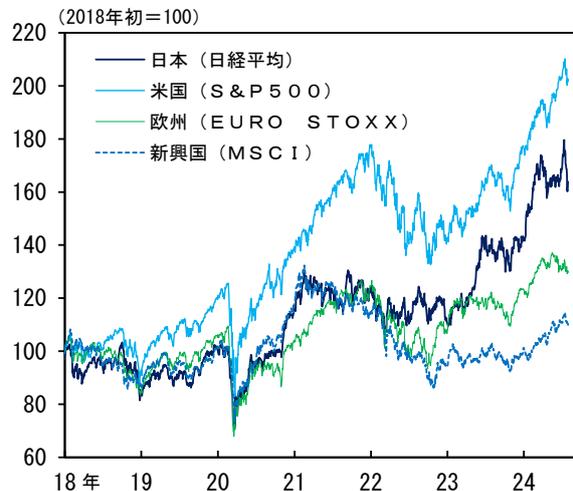


図表53：ドル資金調達プレミアム



(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54：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、日米金利差などが意識されるもとの、ドル高・円安方向の動きとなったあと、足もとではドル安・円高方向の動きとなっている（図表 55）。円の対ユーロ相場も、ユーロ高・円安方向の動きとなったあと、足もとではユーロ安・円高方向の動きとなっている。

以 上

図表55：ドル円・ユーロ円相場



(BOX 1) 2024年春季労使交渉の振り返り

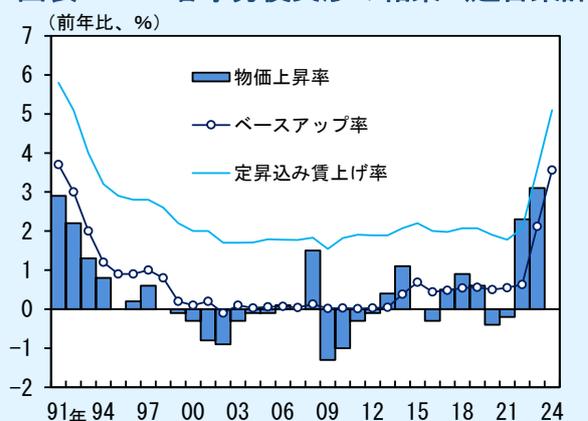
今春の労使交渉では、多くの企業で賃金改定率（ベースアップ率）が一段と加速するなど、賃上げの動きが企業間でさらに広がったといえる（図表 B1-1）¹⁹。本BOXでは、足もとにかけて明らかとなったデータも用いて、労使交渉の特徴点を振り返ることとする。

大企業では、多くの組合員を抱える「リーダー企業」において高水準の賃金改定が行われ、それが全体を牽引する形で、多くの企業で賃金の明確な引き上げが実現した（図表 B1-2）。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描くと、製造業・非製造業ともに、①「ゼロ%近傍」を含めて、左側の裾野がこれまでよりも明確に薄くなったこと、②分布がはっきりと右方へシフトしたこと、が確認できる（図表 B1-3）。

労働組合の組織率の低い中小企業については、現時点では、賃金改定の全容は明らかではない。もっとも、中小企業へのアンケート調査等をみると、大企業の前向きな賃金設定行動は、中小企業にも着実に波及しているとみられる。例えば、財務省が実施した特別調査の結果を用いて、賃金改定率の分布を前年と比較すると、①引き続き、ベアを見送る先が一定数存在しているものの、その割合は前年よりも減少しているほか、②ベア実施先について、大企業ほどではないにせよ、分布が右方へシフトしている（図表 B1-4）。この点、日本銀行の本支店による中小企業へのヒアリング調査でも、地域・業種・企業規模を問わず、賃上げ

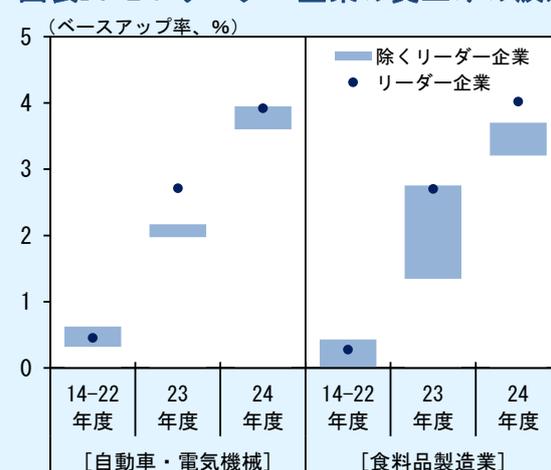
¹⁹ 大企業を中心とした連合加盟先の賃金改定状況については、2024年4月展望レポートのBOX 2も参照。なお、前年の労使交渉については、2023年4月展望レポートBOX 1や2023年10月展望レポートBOX 1を参照。

図表B1-1：春季労使交渉の結果（連合集計）



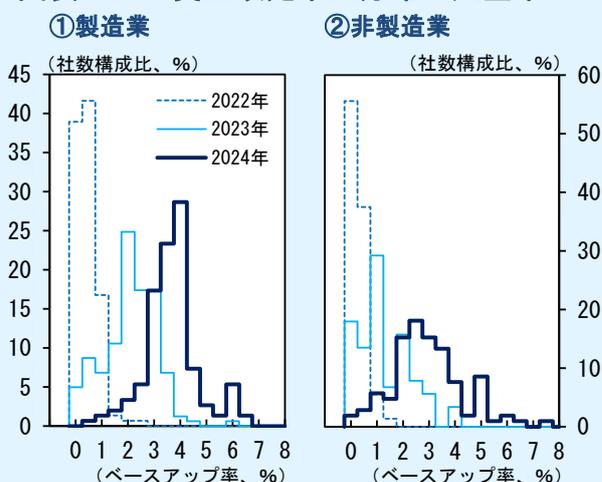
(出所) 日本労働組合総連合会、中央労働委員会、総務省
 (注) 1. 物価上昇率は、CPI（除く生鮮食品、消費税引き上げ等の影響を除く）。
 2. ベースアップ率および定昇込み賃上げ率は、2013年までは中央労働委員会、2014～2024年は連合の公表値。

図表B1-2：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%タイトルの分布。

図表B1-3：賃金改定率の分布・大企業



(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。

の動きに広がりが見られており、「前年を上回る」あるいは「賃上げを実施した前年並み」という声が多くなっている²⁰。

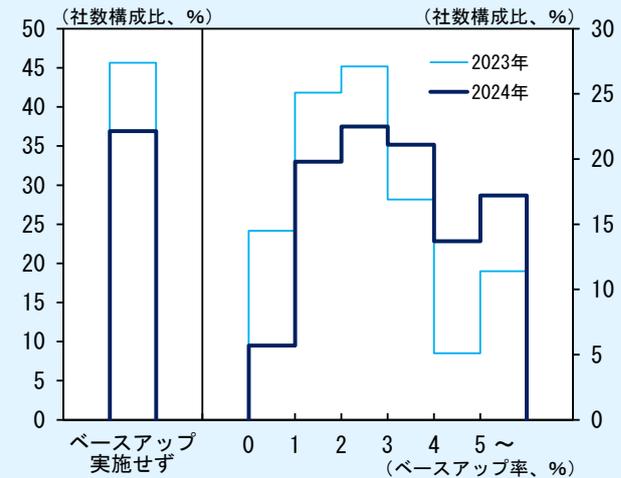
先行きについては、企業の前向きな賃金設定行動が継続するか、注視していく必要がある。この点、労働需給の引き締まりが進むもとの、賃金上昇圧力が働きやすくなっていると考えられる。例えば、転職市場の拡大は、転職者の募集賃金の上昇だけでなく、人材係留を目的に、既存社員の賃金上昇にもつながりやすい。また、最低賃金の引き上げは、正社員とパートの賃金水準の差が小さい業種や企業において、パートだけでなく、正社員の賃上げにもつながりやすい²¹。さらに、やや中長期的な観点から、人口動態の見通しを前提にすると、追加的な労働供給余地は徐々に縮小していくとみられ、このことは、需給の引き締まりを通じて賃金を押し上げる方向に作用し続けると考えられる(図表 B1-5)。

ただし、中小企業については、大企業と比べて労働分配率が高く、その低下ペースも緩やかとなっていることが賃金抑制に作用する可能性には留意が必要である。この点、短観等の個票を分析すると、労働分配率が高い中小企業であっても、販売価格の引き上げによって収益改善がみられるような環境では、高めの賃上げが行われる傾向がある(図表 B1-6)。今後、中小企業を含め、価格転嫁と収益改善がさらに進み、持続的な賃上げへとつながっていくか、丁寧に確認していくことが求められる。

²⁰ 日本銀行地域経済報告(さくらレポート)別冊シリーズ「地域の中小・中小企業における賃金動向——最近の企業行動の変化を中心に——」(2024年7月)を参照。

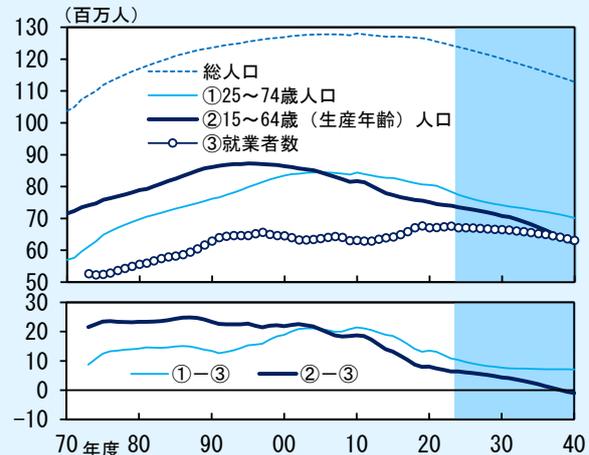
²¹ 政府は、最低賃金を2030年代半ばまでに1,500円(全国加重平均)へ引き上げる方針を示している。中小企業や飲食・宿泊では、正社員とパートの賃金の差が小さい傾向がある(2024年4月展望レポートBOX2を参照)。

図表B1-4：賃金改定率の分布・中堅中小企業



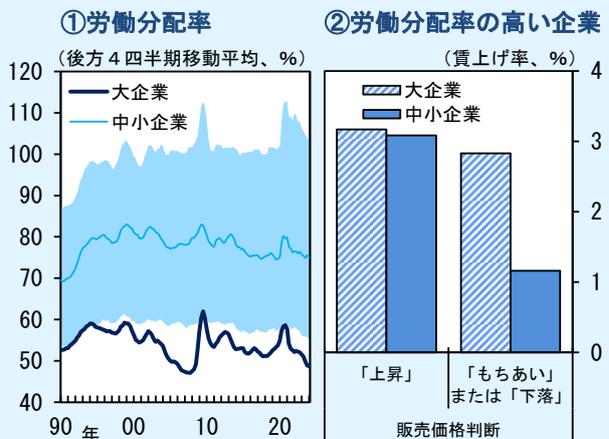
(出所) 財務省
(注) 1. 財務省による特別調査の結果。中堅中小企業は、資本金10億円未満。
2. 左側は、全体に占めるベースアップを実施しない企業の割合。右側は、ベースアップ実施企業のベースアップ率の分布。

図表B1-5：労働投入量



(出所) 総務省、国立社会保障・人口問題研究所、労働政策研究・研修機構
(注) シェード部分は、先行き。人口の先行きは、国立社会保障・人口問題研究所の推計値。就業者数の先行きは、労働政策研究・研修機構の推計値をもとに試算。

図表B1-6：労働分配率と賃上げ率



(出所) 財務省、日本銀行
(注) 1. 大企業は資本金10億円以上。中小企業は、①が同1,000万円以上1億円未満、②が同2,000万円以上1億円未満。
2. ①のシャドーは法人企業統計季報の個票を用いた中小企業の25~75%タイルの分布。金融業、保険業、純粋持株会社(2009/20以降)を除く。
3. ②は、2023/4Q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と短観の販売価格判断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は、各規模別に上位50%の先を示す。

(BOX 2) サービス価格の動向：「期初の値上げ」の広がり

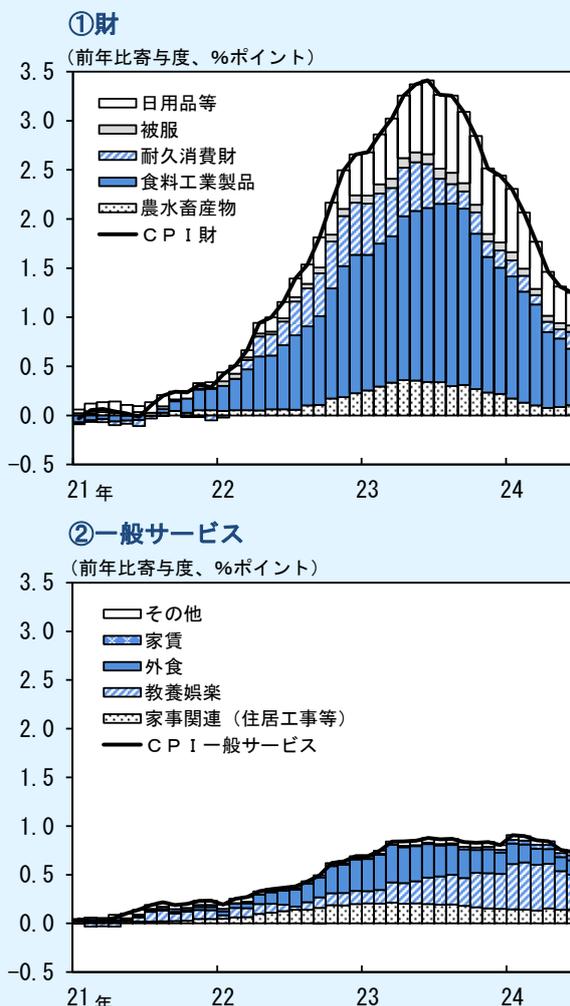
消費者物価（除く生鮮・エネルギー）の前年比をみると、財のプラス幅は大幅に縮小しており、既往の輸入物価上昇を起点とするコスト上昇圧力の減衰が進んでいる（図表 B2-1①）。こうしたもとで、今後の物価動向をみるうえでは、緩やかな上昇が続く賃金が物価動向にどう反映されていくかという観点から、産出価格に占める人件費の比率が高いサービス価格の動きが重要となる。サービス価格は、4月と10月に価格改定されることが多く——いわゆる「期初の値上げ」——、本年4月の価格動向は、先行き、賃金から物価への波及がさらに強まっていくかを考えるにあたっての試金石として注目された（図表 B2-2）。

サービス価格の前年比は、全体としては横ばい圏内の動きが続いているが、輸入物価の影響を受けやすい品目（外食・住居工事等）の伸びが縮小傾向をたどっている一方、人件費の影響を受けやすい品目（教養娯楽等）では、プラス幅を徐々に拡大している（図表 B2-1②）。4月のサービス価格の改定状況を細かくみると、以下のとおり、価格改定の広がりが観察された。

まず、品目別にみると、英会話等の各種講習料（教養娯楽）や中・高校生の学習塾代（教育関連）、家事代行料・自動車整備費（家事関連）、マッサージ料金（医療・福祉）など、人件費の影響を受けやすい品目を中心に、人件費の上昇を販売価格に転嫁する動きが広がった。この点、価格改定を分かりやすく捉えるために3か月前比でみると、教養娯楽や教育関連を中心に、伸び率がはっきりと加速した（図表 B2-3）。

次に、品目別の価格変動分布は、分布の「山（ピーク）」がゼロ%近傍から2%近傍へシフトしてお

図表B2-1：CPIの内訳

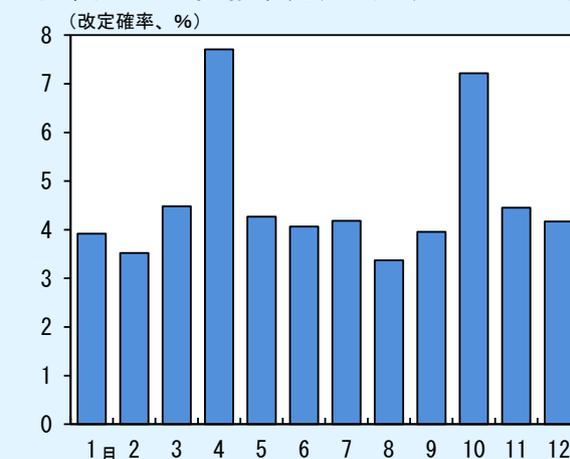


(出所) 総務省

(注) 1. CPI財は、除く石油製品。

2. 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、携帯電話通話料の影響を除いた日本銀行スタッフによる試算値。

図表B2-2：価格改定月（一般サービス）



(出所) 総務省

(注) 一般サービスについて、小売物価統計個票を用いて各月の価格改定確率をプロビットモデルにより推計した、日本銀行スタッフによる試算値。推計期間は、2022/1月～2023/12月。

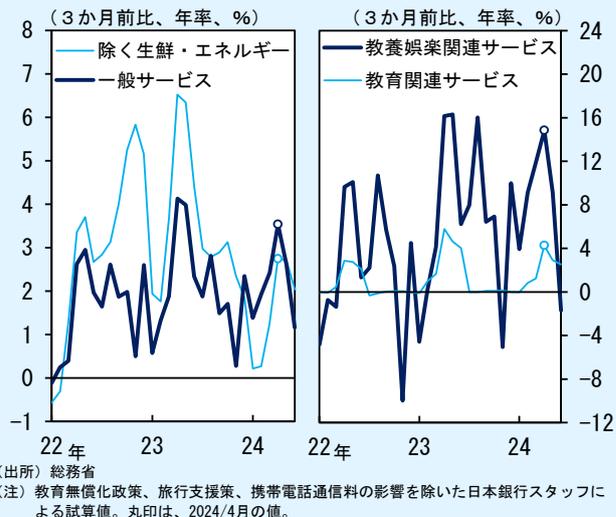
り、サービス業全体として、価格設定行動が変化していることが窺える（図表 B2-4）。より子細に把握するために、分布を「コストに占める人件費比率」の高い品目と低い品目に分けて描くと、既往のコスト上昇圧力の影響で高い伸びとなっていた、同比率の低い品目（外食等）の分布が左方へシフトした一方、同比率の高い品目（各種講習料等）では分布が右方へはっきりとシフトしたことが分かる（図表 B2-5）。

人件費が上昇するもとの、サービス価格を引き上げる動きが広がっていることは、別の観点からも確認できる。短観の個票を用いて、長年にわたって「販売価格判断の変更」に慎重だった企業を抽出し、その価格設定行動を財・サービス別にみると、財価格については、2021 年以降、輸入物価の上昇を起点としたコストプッシュ圧力が高まった場面で、価格設定行動が積極化している（図表 B2-6）。他方、サービス価格については、これまで行動変化が財価格に比べると相対的に緩やかとなっていたが、足もとにかけて、価格改定の動きが強まっている。こうしたもとの、これまでの展望レポート等で示してきた、賃金・物価の相互連関に由来する物価上昇圧力を示す「低変動品目」や「賃金要因」、「サービスのトレンド」は、いずれも緩やかな上昇傾向にある（図表 B2-7）²²。

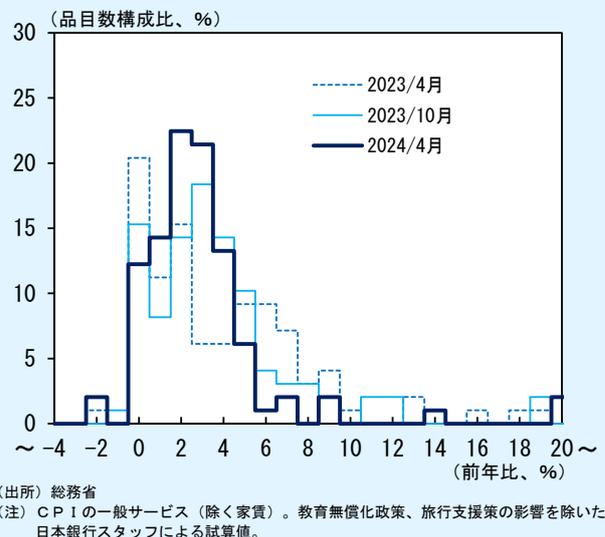
先行き、企業の価格設定行動の変化がさらに広がるか、引き続き、幅広い観点から点検していく必要がある。とくに、次の価格改定期に向けて、①本年の春季労使交渉における高水準の賃上げが、サービスを中心とした販売価格に反映されていくか、②賃金上昇を見据えた販売価格設定が広がっていくか、そして、③こうした動きが継続するこ

²² 各指標の詳細は、日銀レビュー「賃金・物価の相互連関を巡る最近の状況について」（2024-J-2）を参照。

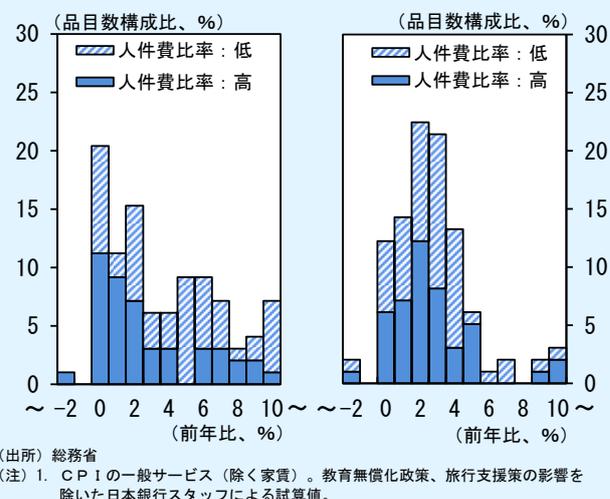
図表B2-3：CPIのモメンタム



図表B2-4：一般サービスの品目分布・全体

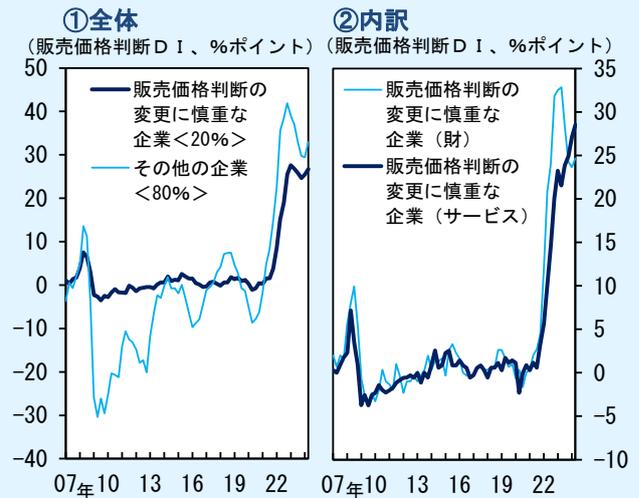


図表B2-5：一般サービスの品目分布・内訳
①2023/4月 ②2024/4月



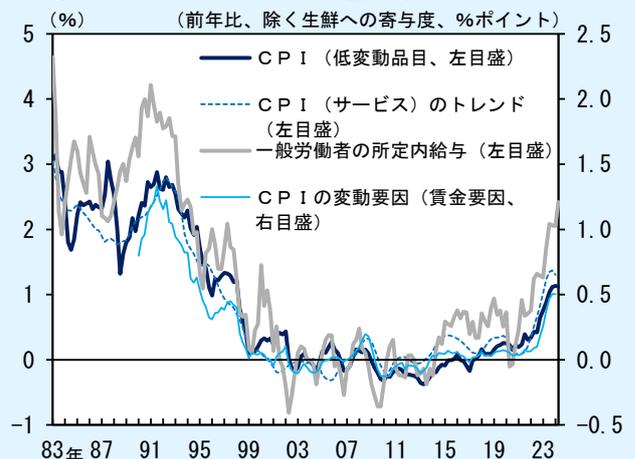
とで、賃金・物価の相互連関がさらに強まってい
 つか、企業の賃金設定行動と併せて、丁寧に見極
 めていく必要がある²³。

図表B2-6：販売価格設定スタンスの変化



(出所) 日本銀行
 (注) 短観ベース(全規模)。「販売価格判断の変更に慎重な企業」は、1991~2019年の約95%以上の期間において、販売価格判断を「もちあい」と回答した先。
 < >内は、全企業に占める割合。財は製造業、サービスは非製造業。

図表B2-7：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。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年以降は、共通事業所ベース。
 2. 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。
 3. 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・合成したものの。

²³ 2024年の春季労使交渉については、BOX 1や2024年4月展望レポートBOX 2を参照。

