

公表時間

1 月 26 日（月） 14 時 00 分



# 経済・物価情勢の展望

2026 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（2026 年 1 月）

### 【基本的見解】<sup>1</sup>

#### <概要>

---

- 先行きのわが国経済を展望すると、各国の通商政策等の影響を受けつつも、海外経済が成長経路に復していくもとで、政府の経済対策や緩和的な金融環境などにも支えられて、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、緩やかな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、米などの食料品価格上昇の影響が減衰していくもとで、政府による物価高対策の効果もあり、本年前半には、2%を下回る水準までプラス幅を縮小していくと考えられる。もっとも、この間も、賃金と物価が相互に参照しながら緩やかに上昇していくメカニズムは維持され、消費者物価の基調的な上昇率は、緩やかな上昇が続くと見込まれる。その後は、景気の改善が続くもとで人手不足感が強まり、中長期的な予想物価上昇率が上昇していくことから、基調的な物価上昇率と消費者物価（除く生鮮食品）の上昇率はともに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、政府の経済対策の効果などから、2025 年度と 2026 年度が幾分上振れている一方、2027 年度は幾分下振れている。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比については、概ね不変である。
  - リスク要因としては、各国の通商政策等の影響を受けた海外の経済・物価動向、企業の賃金・価格設定行動、金融・為替市場の動向などがあり、それらのわが国経済・物価への影響については、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。
- 

<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、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、各国の通商政策等の影響を受けて一部に弱めの動きもみられるが、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、米国の関税引き上げの影響を受けつつも、基調としては横ばい圏内の動きを続けている。企業収益は、製造業において関税による下押しの影響がみられるが、全体としては高水準を維持しており、業況感も良好な水準で推移している。こうしたもとで、設備投資は緩やかな増加傾向にある。個人消費は、物価上昇の影響を受けつつも、雇用・所得環境の改善を背景に底堅く推移している。一方、住宅投資は減少している。この間、公共投資は横ばい圏内の動きを続けている。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、賃金上昇の販売価格への転嫁の動きが続くもとで、米などの食料品価格上昇の影響等から、足もとでは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<sup>2</sup>

### （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、各国の通商政策等の影響を受けつつも、海外経済が成長経路に復していくもとで、政府の経済対策や緩和的な金融環境などにも支えられて、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、緩やかな成長を続けると考えられる。

すなわち、企業部門をみると、輸出や生産は、当面、関税引き上げの影響が下押し圧力として残るものの、グローバルなAI関連需要にも支えられて海外経済が成長経路に復していくもとで、緩やかに回復していくと見込まれる。企業収益は、当面、製造業において関税による下押しの影響が残るものの、全体としては高水準が続き、その後は、内外需要の増加から増益基調が明確になっていくとみられる。そうしたもとで、設備投資は、政府の経済対策や緩和的な金融環境にも支えられて、人手不足対応の省力化・デジタル関連投資や研究開

---

<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。

発投資を含め、増加傾向を続けると考えられる。

家計部門をみると、雇用面では、女性や高齢者などの追加的な労働供給が見込みにくくなってくるもとで、景気の改善につれて、労働需給は一段と引き締まっていくと考えられる。こうしたもとで、本年の春季労使交渉では、昨年につき、幅広い企業でしっかりと賃上げが実施されるとみられ、名目賃金は、高めの伸びが続くと考えられる。個人消費は、物価上昇の影響が残るもとで、当面は横ばい圏内の動きとなるものの、雇用者所得の増加が続くもとで、次第に緩やかな増加基調に復していくとみられる。この間、政府によるエネルギー代の負担緩和策や 2026 年度から実施される税制改正などは、個人消費を下支えすると考えられる。住宅投資は、当面は回復の動きが続くものの、その後は、住宅価格の上昇や人口動態等を反映して、緩やかな減少傾向をたどるとみられる。公共投資は横ばい圏内で推移し、政府消費は、医療・介護費の趨勢的な増加や防衛関連支出の増加などを反映し、緩やかに増加していくと想定している。

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、2025 年度は海外経済の上振れや GDP 統計改定の影響から、2026 年度は政府の経済対策の効果などから、それぞれ幾分上振れている。2027 年度は経済対策の効果の反動により、幾分下振れている。

この間、潜在成長率は、政府による各種の施策の後押しなどもあって、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>。

## （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、米などの食料品価格上昇の影響が減衰していくもとで、政府による物価高対策の効果もあり、本年前半には、2 % を下回る水準までプラス幅を縮小していくと考えられる。もっとも、この間も、賃金と物価が相互に参照しながら緩やかに上昇していくメカニズムは維持さ

---

<sup>3</sup> わが国の潜在成長率を、一定の手法で推計すると、足もとでは「0 % 台半ば」と計算される。ただし、潜在成長率は、推計手法や今後蓄積されていくデータに左右されるうえ、デジタル化の進展などに伴い生産性や労働供給のトレンドがどのように変化するかといった点を巡る不確実性も高いため、相当の幅をもってみる必要がある。

れ、消費者物価の基調的な上昇率は、緩やかな上昇が続くと見込まれる。その後は、景気の改善が続くもとで人手不足感が強まり、中長期的な予想物価上昇率が上昇していくことから、基調的な物価上昇率と消費者物価（除く生鮮食品）の上昇率はともに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。

こうした見通しは、前回の展望レポートにおける見通しから概ね不変である。

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、概ね横ばいで推移していく前提としている。政府による施策については、ガソリン税の「旧暫定税率」の廃止や電気・ガス代の負担緩和策、高校授業料や小学校給食の無償化などが打ち出されており、2025年度と2026年度を中心に、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。

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、米などの食料品価格上昇の影響の減衰などから、2%程度までプラス幅を縮小すると見込まれる。その後は、賃金上昇を販売価格に転嫁する動きが続くもとで、同程度の水準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、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っている。こうしたもと、多くの業種で企業が労働の供給制約に直面しつつある状況を踏まえると、マクロ的な需給ギャップが示唆する以上に、賃金や物価には上昇圧力がかかるとみられる。

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。先行きについては、景気の改善が続き、労働需給が一段と引き締まっていくもとで、企業の積極的な賃金・価格設定行動は更に広がっていくことから、予想物価上昇率は緩やかな上昇が続くと予想され、見通し期間後半には2%程度で推移すると考えられる。

### 3. 経済・物価のリスク要因

#### (1) 経済のリスク要因

上記の中心的な経済の見通しに対する上振れないし下振れの可能性（リスク要因）としては、主に以下の点に注意が必要である。

第1に、海外の経済・物価動向である。通商政策を巡る不確実性は低下しているものの、これまで打ち出された各国の通商政策が、グローバルな貿易活動や国際金融資本市場への影響などを通じて世界経済を押し下げる可能性には、引き続き注意が必要である。この点、米国経済については、関税による企業収益の悪化を通じた雇用・所得形成への影響や、関税コストの消費者物価への転嫁を通じた個人消費への影響等に注意が必要である。A I 関連については、グローバルに需要拡大が続いており、旺盛な設備投資が世界経済を押し上げる可能性がある一方、投資に見合った形で収益の拡大が実現しない場合には、資産価格の変動なども伴って、調整圧力が生じる可能性もある。この間、最近の米国や欧州等における財政拡張的な動きなどが、世界経済を押し上げる可能性にも留意する必要がある。中国経済については、不動産市場や労働市場における調整圧力が続くなか、先行きの成長ペースを巡る不確実性は引き続き高いほか、通商政策の影響も相俟って、一部の財における供給能力の過剰が世界経済・物価に及ぼす影響についても注意を払う必要がある。このほか、地政学的リスクの動向についても、引き続き留意が必要である。

第2に、輸入物価の動向である。各国の通商政策等の影響を受けて、物流などの供給面の混乱が生じたり、サプライチェーンの再構築などが進んだ場合には、そのコストが嵩む可能性がある。また、資源・穀物価格については、地政学的な要因や天候要因等により、大幅に変動するリスクに引き続き注意が必要である。輸入物価が大幅に上昇することがあれば、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ある。一方、輸入物価が下落すれば、経済が上振れる可能性もある。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。

第3に、やや長い目で見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。人口動態の構造的な変化等に伴う人手不足感の強まりは、デジタル化やA I の利活用



などによる省力化投資の動きを加速させる可能性があり、政府の取り組みと相俟って、成長期待や潜在成長率を押し上げることも考えられる。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、供給制約によって成長率が下押しされるリスクがある。また、これまで打ち出された各国の通商政策はグローバル化の潮流に変化を及ぼしていく可能性があり、今後の各国の政策の展開次第では、そうした変化が急速に進むことも考えられる。

## （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・価格設定行動やそれらが予想物価上昇率に与える影響である。企業の賃金・価格設定行動は、従来よりも積極化しており、賃金と物価が相互に参照しながら緩やかに上昇していくメカニズムは維持される可能性が高いと考えられる。そのうえで、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、先行き労働需給が一段と引き締まっていくとの見方が強まり、賃金の上昇圧力が高まっていく可能性もある。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・物価ともに上振れていくことも考えられる。一方、関税による企業収益への影響等が長引いた場合には、企業がコスト削減に注力する傾向が強まる可能性もある。こうしたもと、物価上昇を賃金に反映する動きが弱まることも考えられる。この間、このところの米などの食料品価格上昇については、供給サイドの一時的な要因の影響が大きく、消費者物価の押し上げ寄与は次第に縮小していくと想定している。もっとも、今後、天候不順等の一時的な要因が新たに生じた場合や、人件費や物流費の上昇を販売価格に転嫁する動きが強まった場合には、価格上昇が想定以上に長引く可能性がある。食料品は消費者の購入頻度が高いものであるだけに、価格上昇が長期化すると、予想物価上昇率の変化を通じて、消費者物価を押し上げる方向に作用する可能性がある。一方、家計のコンフィデンスの悪化を通じて個人消費が減少し、消費者物価を押し下げる方向に作用する可能性もある。

第２に、今後の為替相場の変動や国際商品市況を含む輸入物価の動向、およびその国内価格への波及は、上振れ・下振れ双方の要因となる。通商政策の影



響など、世界経済の先行きを巡る不確実性は引き続き残っており、これが供給サイドから輸入物価を上昇させたり、為替相場や国際商品市況を大きく変動させる可能性がある。この点、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ことや、そうした動きが、予想物価上昇率の変化を通じて、基調的な物価上昇率に影響する可能性があることにも留意が必要である。

#### 4. 金融政策運営

以上の経済・物価情勢について、「物価安定の目標」のもとで、2つの「柱」による点検を行い、先行きの金融政策運営の考え方を整理する<sup>4</sup>。

まず、第1の柱、すなわち中心的な見通しについて点検すると、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、本年前半には、2%を下回る水準までプラス幅を縮小していくと考えられる。もっとも、この間も、賃金と物価が相互に参照しながら緩やかに上昇していくメカニズムは維持され、消費者物価の基調的な上昇率は、緩やかな上昇が続くと見込まれる。その後は、景気の改善が続くもとで人手不足感が強まり、中長期的な予想物価上昇率が上昇していくことから、基調的な物価上昇率と消費者物価（除く生鮮食品）の上昇率はともに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・物価を巡るリスクとしては、各国の通商政策等の影響を受けた海外の経済・物価動向、企業の賃金・価格設定行動、金融・為替市場の動向などがあり、それらのわが国経済・物価への影響については、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。

金融面のリスクについてみると、不動産価格や株価といった資産価格の動向には引き続き留意が必要であるものの、貸出などの金融仲介活動は円滑に行われており、現在の金融活動に大きな不均衡はみられていない。わが国の金融シ

---

<sup>4</sup> 「物価安定の目標」のもとでの2つの「柱」による点検については、日本銀行「金融政策運営の枠組みのもとでの「物価安定の目標」について」（2013年1月22日）参照。

システムは、全体として安定性を維持している。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。そのうえで、各国の通商政策や地政学的リスク、海外ノンバンク部門の動向等が、様々な経路を通じて金融システムに及ぼす影響については丁寧にみていく必要がある。

金融政策運営については、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、経済・物価情勢の改善に応じて、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)

## 2025～2027 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。

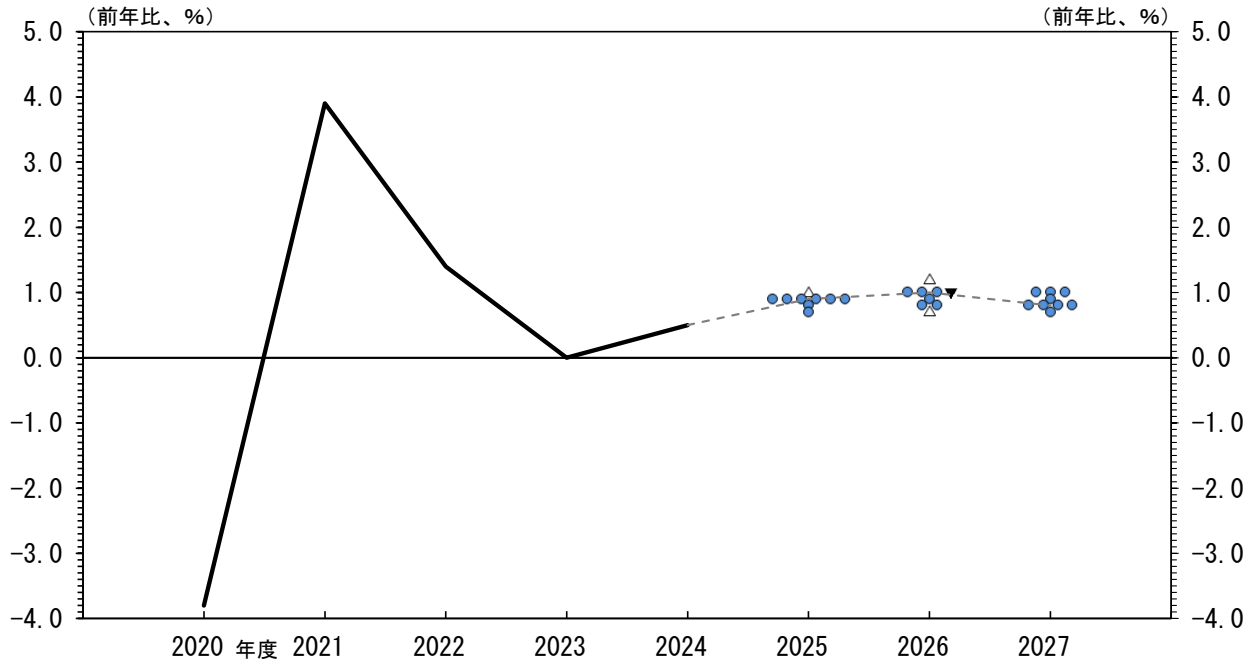
	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	(参考) 消費者物価指数 (除く生鮮食品・エネルギー)
2025 年度	+0.8 ～ +0.9 ＜+0.9＞	+2.7 ～ +2.8 ＜+2.7＞	+2.9 ～ +3.1 ＜+3.0＞
10月時点の見通し	+0.6 ～ +0.8 ＜+0.7＞	+2.7 ～ +2.9 ＜+2.7＞	+2.8 ～ +3.0 ＜+2.8＞
2026 年度	+0.8 ～ +1.0 ＜+1.0＞	+1.9 ～ +2.0 ＜+1.9＞	+2.0 ～ +2.3 ＜+2.2＞
10月時点の見通し	+0.6 ～ +0.8 ＜+0.7＞	+1.6 ～ +2.0 ＜+1.8＞	+1.8 ～ +2.2 ＜+2.0＞
2027 年度	+0.8 ～ +1.0 ＜+0.8＞	+1.9 ～ +2.2 ＜+2.0＞	+2.0 ～ +2.3 ＜+2.1＞
10月時点の見通し	+0.7 ～ +1.1 ＜+1.0＞	+1.8 ～ +2.0 ＜+2.0＞	+2.0 ～ +2.2 ＜+2.0＞

(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。

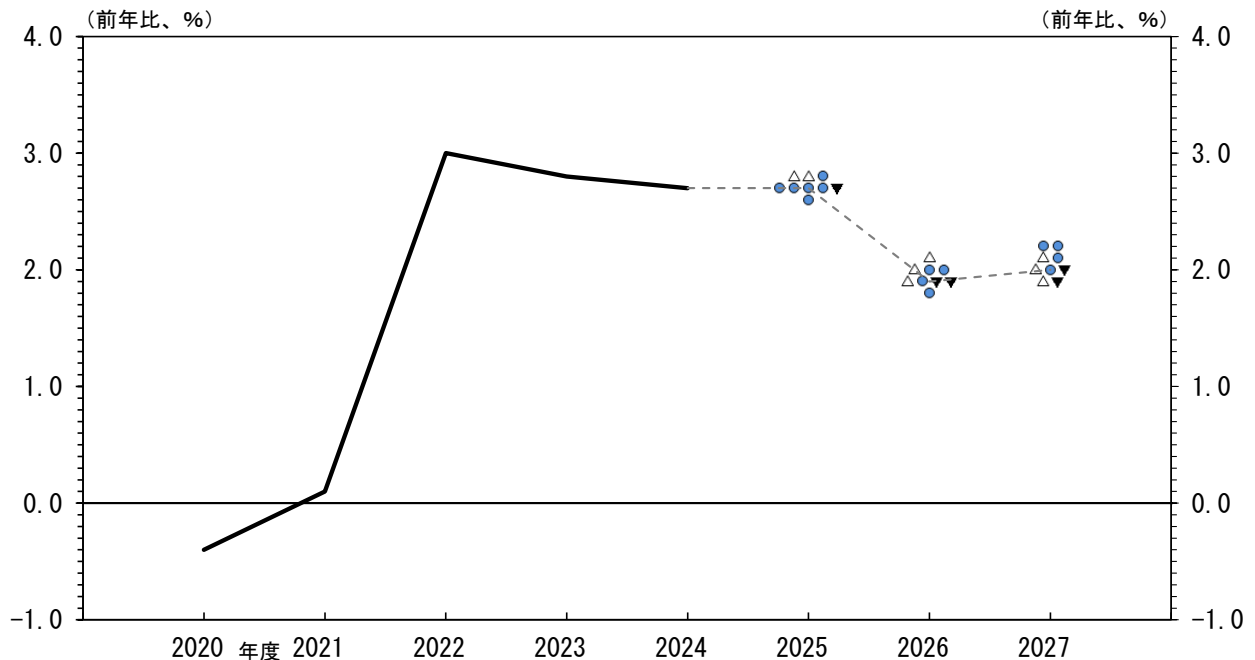
(注2) 各政策委員は、既に決定した政策を前提として、また先行きの政策運営については市場の織り込みを参考にして、上記の見通しを作成している。

## 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】<sup>5</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、一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している。

2025 年 7～9 月の実質 GDP は、前期比－0.6%（年率－2.3%）と、6 四半期ぶりのマイナス成長となった（図表 1）。マイナス成長の主因は、①建築基準法等の改正に伴う駆け込み着工の反動による住宅投資の減少と、②関税引き上げに伴う駆け込み需要の反動等による輸出の減少であり、個人消費や設備投資といった国内需要は総じて底堅さを維持した。こうしたもとで、労働需給は引き締まった状態が続いた。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ても、7～9 月は、GDP のマイナス成長にもかかわらず、前期から概ね横ばいとなった（図表 2）<sup>6</sup>。

その後の月次指標や高頻度データをみると、輸出面では関税引き上げの影響が引き続きみられるものの、国内需要は底堅さを増している。輸出は、関税引き上げに伴う駆け込み需要の反動減が引き続き下押し圧力となるもとで、新型スマートフォン向けの部材作り込みの動きの一巡もあって、幾分減速した状態が続いている。もっとも、企業収益をみると、製造業は関税による輸出採算の悪化の影響が為替円安によって一部相殺されるかたちで下げ止まっているほか、非製造業は底堅い国内

図表 1：実質 GDP

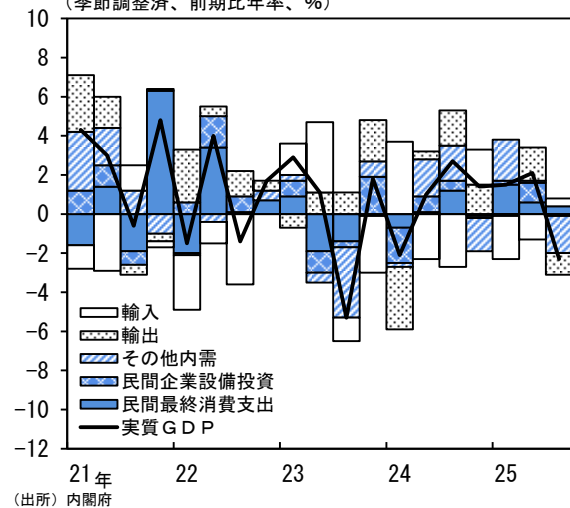
#### ①水準

（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、%）



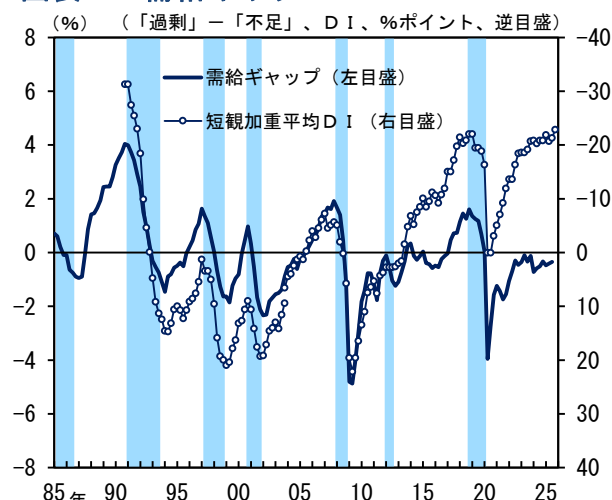
<sup>5</sup> 1 月 22、23 日開催の政策委員会・金融政策決定会合で決定された「基本的見解」について、その背景を説明するためのものである。

<sup>6</sup> 需給ギャップや後述する潜在成長率は、生産要素のトレンドに関する一定の仮定のもとで計測される推計値であるため、相当の幅をもってみておく必要がある。

需要や価格転嫁の進展を背景に増益基調を維持しており、全体としては高水準を維持している。企業の業況感も、短観の業況判断D Iがコロナ禍以降の回復局面のピークを更新するなど、良好な水準で推移している。こうしたもとで、設備投資は、デジタル関連や都市再開発関連を中心に緩やかな増加傾向にあり、関税政策によるマイナスの影響は限定的となっている。雇用・所得環境をみると、就業者数の着実な増加が続き、名目賃金も冬季賞与を含め上昇するもとで、雇用者所得は着実な増加を続けている。個人消費は、非耐久財消費には節約志向の影響が根強くみられるものの、食料品価格の上昇ペースが鈍化し、消費者マインドも株価上昇にも支えられてはっきり改善するもとで、全体としては底堅さを幾分増してきている。住宅投資は、住宅価格の上昇等を受けた基調的な需要の弱さは続いているものの、2025年4月の建築基準法等の改正に伴う駆け込み着工の反動減の影響は和らいできている。以上のような内外需要を反映して、12月短観の雇用人員判断D I（全産業全規模）は、非製造業を中心に1990年代初頭と同程度の「不足」超となっており、人手不足感が極めて強い状態にある。この結果、生産・営業用設備判断と雇用人員判断の加重平均D Iでみても、大幅な「不足」超が続いている（図表2）。以上のように、米国の関税引き上げのわが国経済への影響は、収益面には一定の下押し要因となっているものの、全体としてみれば限定的なものにとどまっている。

わが国経済の先行きを展望すると、当面は、各国の通商政策等の影響を受けて輸出面を中心に景気回復の足取りは緩やかなものにとどまるものの、その後は、政府の経済対策や緩和的な金融環境などにも支えられて、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、改善基調

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。

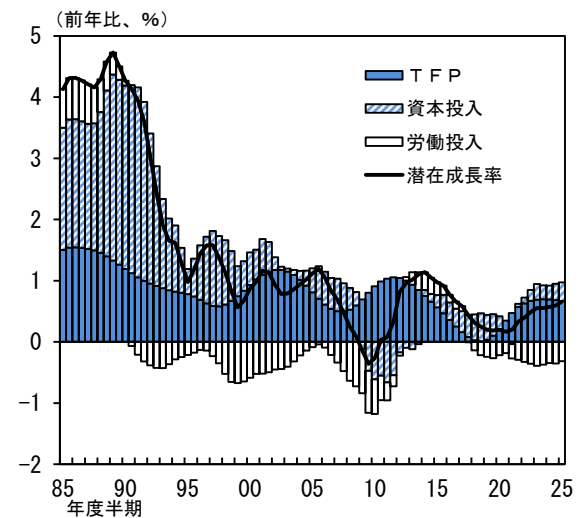
3. シャド一部分は、景気後退局面。

が明確になっていくとみられる。この点、政府による『強い経済』を実現する総合経済対策は、2026 年度を中心に、政府消費や公共投資を押し上げる方向に作用することに加えて、家計や企業への所得移転を通じて個人消費や設備投資の需要創出にもつながると考えられる。見通し期間終盤にかけては、経済対策の効果が減衰するにつれて、成長率は潜在成長率近傍に向けて鈍化していくと考えられる。前回の展望レポート時点と比較すると、成長率の見通しは、経済対策の効果などから2025 年度と2026 年度が幾分上振れている一方、2027 年度は前年度までの増加の反動もあって幾分下振れている。

潜在成長率の推計値をみると、「働き方改革」に伴う労働時間トレンドの低下は引き続き下押し要因として作用しているものの、資本ストックの緩やかな増加と全要素生産性（TFP）の上昇が続くもとで、足もとでは0%台半ば程度で推移している（図表3）<sup>7</sup>。先行きについては、就業者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の伸びが高まるもとで、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資本ストックも増加を続けることから、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。

見通し期間の各年度の特徴をやや詳しくみると、2025 年度下期は、国内需要の底堅さは維持されるものの、関税引き上げや地政学要因の影響等に

図表3：潜在成長率



(出所) 日本銀行

(注) 1. 日本銀行スタッフによる推計値。新基準のGDP統計と整合的な資本ストックの系列が利用可能でないため、2025/10月展望レポートの値を掲載。  
2. 2025年度上半期は、2025/2Qの値。

<sup>7</sup> 潜在成長率については、2020 年基準のGDP設備投資と整合的な資本ストック系列が未公表であることから、図表3の推計値は、2025 年 10 月の展望レポートで掲載した計数と同一のものとなっている。



よる海外需要への下押し圧力は続くことから、景気回復の足取りは緩やかなものにとどまると見込まれる。財輸出は、世界的な A I 関連需要の堅調さは一定の下支えとなるものの、米国の関税引き上げに伴う駆け込みの反動や関税の価格転嫁の進捗に伴う最終需要へのマイナスの影響が下押し要因となることから、当面は幾分減速した状態が続くとみられる。サービス輸出であるインバウンド需要も、中国の渡航自粛要請の影響等から、いったん増勢が鈍化する可能性が高い。企業収益は、製造業を中心に関税による輸出採算の悪化や輸出数量の減少の影響を受けつつも、全体としては国内需要の底堅さを背景に横ばい圏内の動きになると見込まれる。設備投資は、企業収益の減速や建設コストの上昇が下押しに作用するものの、高水準に積み上がった受注残高を解消する動きや非製造業を中心とする人手不足対応の省力化投資に支えられて増加傾向を維持するとみられる。雇用者所得は、最低賃金の上昇にも支えられて着実な増加を続ける可能性が高い。こうしたもとで、個人消費は、食料品価格の高止まりによる下押し圧力を受けつつも、政府によるエネルギー負担緩和策も下支えとなり、底堅い動きを続けると見込まれる。住宅投資については、2025 年 4 月の建築基準法等の改正を受けた駆け込み着工の反動減からの回復は続くものの、そのペースは緩やかなものにとどまるとみられる。

2026 年度は、輸出が回復傾向をたどるもとで、経済対策が直接的に政府支出の増加につながることに加え、家計や企業への所得移転を通じて個人消費や設備投資の押し上げにも作用することから、潜在成長率をはっきりと上回る成長になると見込まれる。財輸出は、関税政策の影響が和らぐもとで、緩やかに回復していくと予想される。設備投資は、企業収益の増加に加え、経済対策の各種施

策にも支えられて、増加傾向を続けると考えられる。名目賃金は、前年度並みのベースアップが見込まれるもとで、最低賃金の引き上げによるパート賃金の上昇の影響も加わり、着実な上昇を続ける可能性が高い。そうしたもとで、経済対策の各種施策の効果もあって実質可処分所得は増加することから、個人消費は、緩やかな増加基調に復していく可能性が高い。この間、住宅投資は、暫くは回復傾向を続けるものの、その後は住宅価格上昇や人口動態等を反映して緩やかな減少トレンドをたどるとみられる。

2027年度の成長率は、経済対策効果の減衰に伴い国内需要の増加ペースが減速することから、潜在成長率近傍まで鈍化していくと考えられる。財輸出は、海外経済の回復を背景に緩やかな増加を続けると見込まれる。企業収益の改善が続くもとで、設備投資は、人手不足対応の省力化投資や能力増強投資に加え、貿易構造やサプライチェーンの変容に適合するための投資案件なども押し上げ要因となり、着実な増加傾向を維持すると考えられる。名目賃金の上昇率が企業収益の改善に伴い再び高まっていくもとで、雇用者所得はしっかりと増加するとみられる。そうしたもとで、個人消費は、経済対策効果の減衰により幾分ペースを鈍化させつつも、増加基調を続けると見込まれる。

## 1. 2 主要支出項目の動向とその背景

### (政府支出)

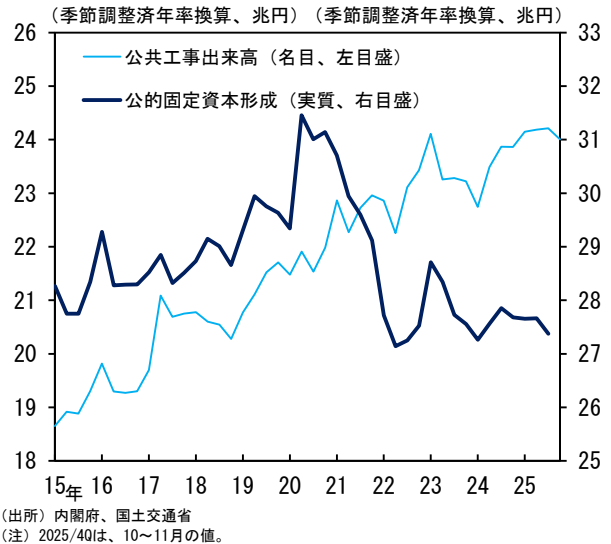
公共投資は、横ばい圏内の動きを続けている(図表4)。GDPの公的固定資本形成(実質)は、政府の経済対策に基づく国土強靱化関連工事等が進捗するもとで、振れを均せば横ばい圏内の動きを続けている。一致指標である公共工事出来高(名目)は、建設工事費の上昇を反映して緩やかな増加基調にある。

各種の先行指標の動きも踏まえると、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。政府消費は、医療・介護費の趨勢的な増加に加え、経済対策による支出増も反映して、着実な増加が続くと考えられる。

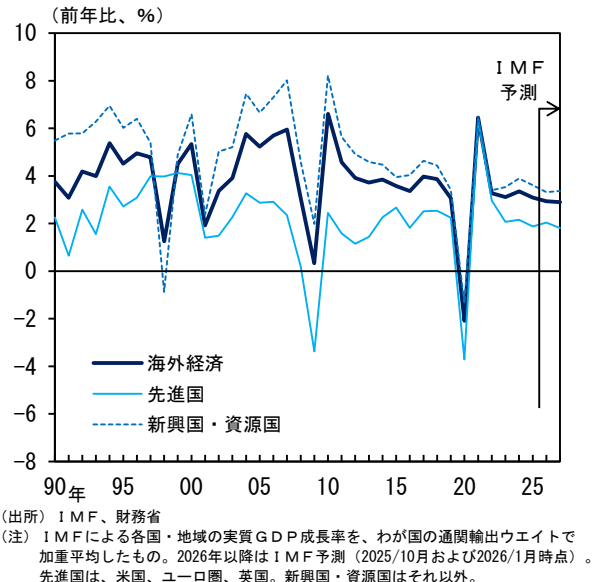
### (海外経済)

海外経済は、各国の通商政策等の影響を受けて一部に弱めの動きもみられるが、総じてみれば緩やかに成長している(図表5)<sup>8</sup>。地域別にみると、米国経済は、一部に弱めの動きもみられるが、総じてみれば堅調な成長を維持している。欧州経済は、駆け込み輸出の反動もみられるなか、総じてみれば弱めの動きが続いている。中国経済は、不動産市場などで調整圧力が続くなか、関税引き上げの影響や政策効果の逡巡などを受けて、減速している。中国以外の新興国・資源国経済は、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、NIEs・ASEAN経済は、グローバルなIT需要がAI関連に牽引されるかたちで緩やかに拡大するもとで、改善している。

図表4：公共投資



図表5：海外経済見通し



<sup>8</sup> 関税政策が米国経済に与える影響と、グローバルなAI関連需要の堅調さについては、BOX1を参照。

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ほか、製造業も、50を小幅に上回っている（図表6）。

先行きの海外経済は、当面、各国の通商政策等の影響が下押し圧力として残るものの、グローバルなAI関連需要にも支えられて成長経路に復していくと考えられる。地域別にみると、いずれの地域でも、当面、通商政策等の影響が下押し圧力として残るとみられる。その後、米国経済は、AI関連需要や政策面の下支えもあって、潜在成長率並みの成長ペースに復していくと考えられる。欧州経済は、政策面の下支えもあって、徐々に成長率を高めていくと考えられる。中国経済は、政策面の下支えもあって、緩やかに改善していくと考えられる。中国以外の新興国・資源国経済は、グローバルなAI関連需要にも支えられて、緩やかに改善していくと考えられる。

## （輸出入）

輸出は、米国の関税引き上げの影響を受けつつも、基調としては横ばい圏内の動きを続けている（図表8）。地域別にみると（図表9）、米国向けは、7～9月に関税引き上げに伴う駆け込みの反動減と一部完成車メーカーの生産ライン停止の影響から減少したあと、10～12月は、生産ラインの一部再開を受けて持ち直している。欧州向けは、現地の国内需要の回復を反映して、資本財や自動車関連を中心に持ち直している。中国向けは、現地メーカーの競争力の高まりを背景に自動車や情報関連等の内製化が進むもとで、半導体製造装置の需要一巡も下押し要因となり、徐々に水準を切り下げている。NIEs・ASEAN等向けは、グローバルなAI関連需要の堅調さに加え、新型スマートフォン向けの部材作り込みにも支えられ

図表6：グローバルPMI

（季節調整済、DI）



（出所）Copyright © 2026 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：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。

図表8：実質輸出入

（季節調整済、2020年=100）



（出所）日本銀行、財務省

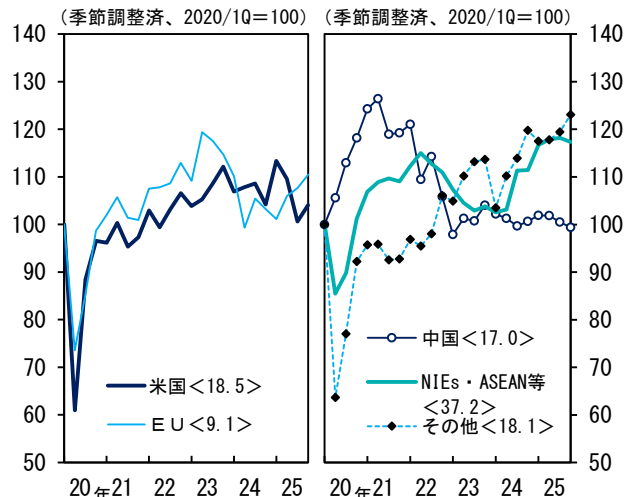
（注）日本銀行スタッフ算出。

て増加傾向を続けてきたが、足もとでは、後者の押し上げ圧力が一巡しつつあるなかで、頭打ちとなっている。その他地域向けは、中東向けを中心に、緩やかな増加傾向にある。財別にみると（図表10）、自動車関連は、4～6月、7～9月と、米国の関税引き上げに伴う駆け込みの反動と一部完成車メーカーの生産ライン停止の影響等から2四半期連続で減少してきたが、足もとでは下げ止まっている。資本財は、電力設備向けを含むデータセンター関連需要は底堅く推移しているものの、中国向け半導体製造装置の需要が一巡するも、このところ横ばい圏内の動きとなっている。情報関連は、データサーバー向けなどのAI関連需要の堅調さと、新型スマートフォン向けの部材作り込みの動きに支えられてしっかりとした増加を続けてきたが、足もとでは後者の動きが一巡するも、やや大きめの減少となっている。この間、中間財は、中国の過剰生産能力を背景にアジアを中心に供給過剰状態が続くも、低水準で横ばい圏内の動きとなっている。

先行きの輸出は、世界的なAI関連需要の堅調さは一定の下支えとなるものの、米国の関税引き上げに伴う駆け込みの反動や関税の価格転嫁の進捗に伴う最終需要へのマイナスの影響が下押し要因となることから、当面は幾分減速した状態が続く可能性が高い。その後は、世界経済が安定的な成長経路をたどるも、関税政策の影響も和らいでいくことから、緩やかに回復していくと考えられる。

輸入は、足もとでは増加傾向が一服している（図表8）。先行きは、経済対策も受けた国内需要の増加を反映して、再び増加傾向をたどるとみられる。

図表9：地域別実質輸出

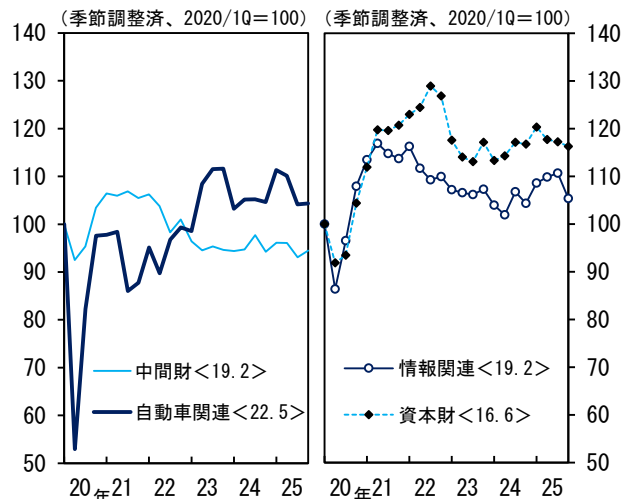


（出所）日本銀行、財務省

（注）1. 日本銀行スタッフ算出。< >内は、2025年通関輸出額に占める各国・地域のウェイト。

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

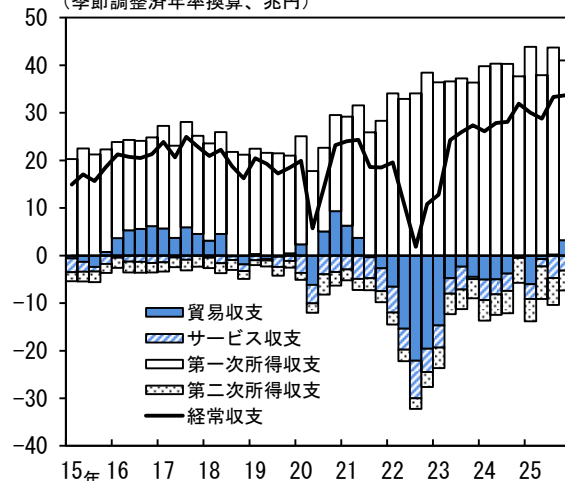
（注）日本銀行スタッフ算出。< >内は、2025年通関輸出額に占める各財のウェイト。

## （対外収支）

名目経常収支の黒字幅は、高水準で推移している（図表 11）。貿易収支は、小幅の赤字基調を続けてきたが、足もとでは原油価格の下落もあってゼロ近傍となっている。サービス収支をみると、旅行収支はインバウンド需要に支えられて黒字で推移しているものの（図表 12）、デジタル関連の支払が高水準となっていることから、全体では小幅の赤字基調が続いている。この間、第一次所得収支は、振れを伴いつつも、直接投資収益の受取等に押し上げられて高水準の黒字が続いている。経常収支と表裏の関係にあるわが国の貯蓄投資バランスをみると、企業収益の増加と一般政府の赤字幅縮小を反映して、貯蓄超過幅は緩やかな拡大傾向を続けてきたが、足もとでは高水準で横ばい圏内の動きとなっている（図表 13）。

図表11：経常収支

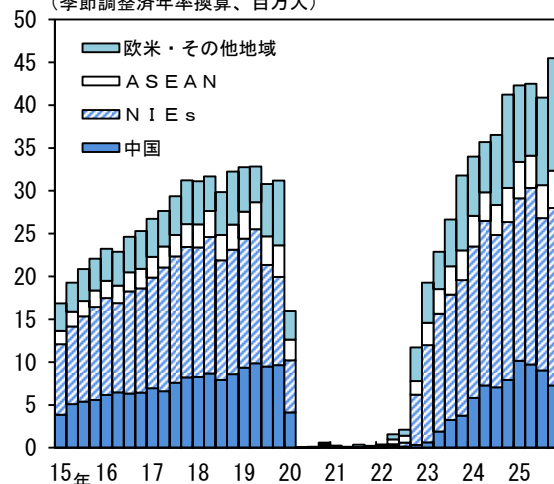
（季節調整済年率換算、兆円）



（出所）財務省・日本銀行  
（注）2025/4Qは、10～11月の値。

図表12：入国者数

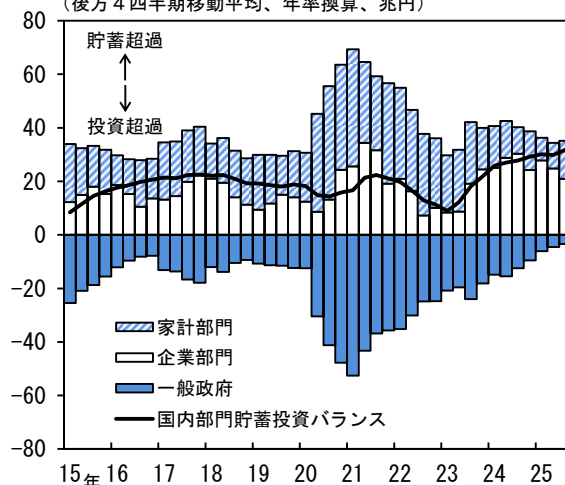
（季節調整済年率換算、百万人）



（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13：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、横ばい圏内の動きを続けている（図表14）。主な業種についてみると、「輸送機械」は、一部完成車メーカーにおける生産ライン停止の動きなどから4～6月、7～9月と2四半期連続で減少したあと、足もとではラインの一部再開を受けて増加に転じている。「電気・情報通信機械」は、車載用リチウムイオン蓄電池の増産から、足もとでは増加している。「化学（除く医薬品）」は、アジアを中心とした供給過剰による下押し圧力は根強いものの、在庫調整の進捗もあって、足もとでは下げ止まりから持ち直しに向かっている。一方、「電子部品・デバイス」は、堅調なAI関連需要や新型スマートフォン向けの部材作り込みから増加を続けてきたが、足もとでは、スマートフォン関連の作り込みの動きが一巡したことから、減少に転じている。「はん用・生産用・業務用機械」は、中国向けの半導体製造装置の出荷には一巡感がみられるものの、金属加工機械や産業用ロボットの増加が下支えとなり、全体としては横ばい圏内の動きとなっている。この間、在庫は、資本財や生産財の在庫調整の進捗を反映して、このところはっきりと減少している。

先行きの鉱工業生産は、米国の関税引き上げに伴う駆け込みの反動や関税の価格転嫁の進捗に伴う最終需要の減退が下押し圧力となるものの、国内需要は経済対策の効果もあって底堅く推移するとみられることから、基調としては横ばい圏内の動きを続けると見込まれる。

## （企業収益）

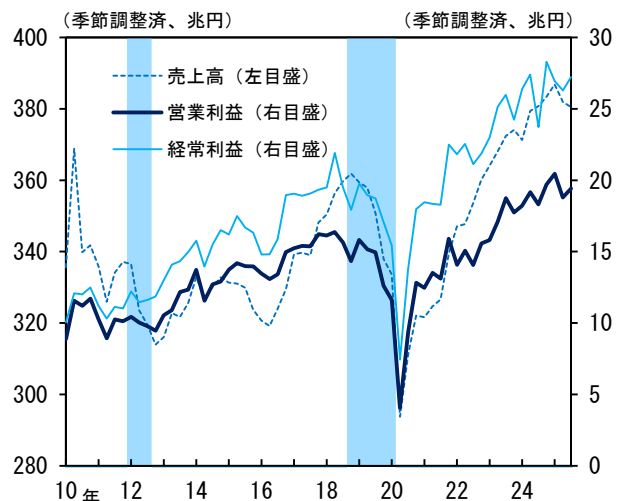
企業収益は、製造業において関税による下押しの影響がみられるが、全体としては高水準を維持している。法人企業統計の営業利益（全産業全規

図表14：鉱工業生産



図表15：企業収益関連指標

### ①売上高と利益



### ②業種別の営業利益



（出所）財務省  
（注）1. 法人季報ベース。金融業、保険業および純粋持株会社を除く。  
2. シャドー部分は、景気後退局面。



模ベース)をみると、4～6月に米国の関税引き上げによる製造業の輸出採算悪化を主因に前期比減益となったあと、7～9月は若干ながらも増益に転じており、振れを均せば既往ピーク並みの高水準を維持している(図表15)。業種別の営業利益をみると、製造業は、A I 関連需要の堅調さは下支えとなっているものの、関税による輸出採算悪化が輸送用機械を中心に下押しに作用していることから、ひと頃よりも水準を切り下げている。非製造業は、旺盛な建設・物流需要を背景として、消費関連以外の業種を中心に、堅調に推移している。

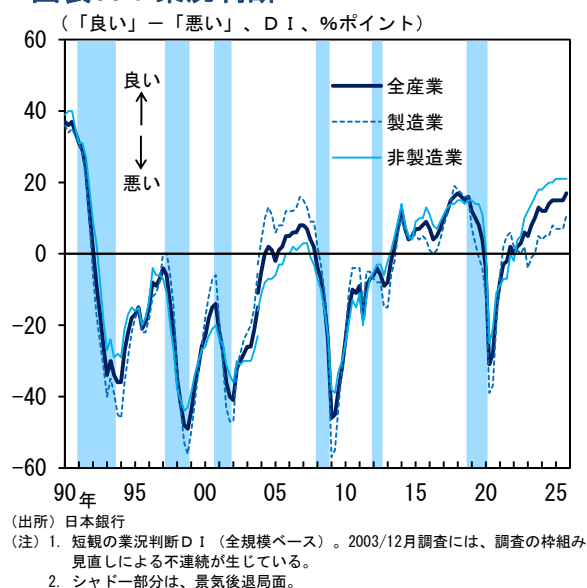
企業の業況感は、全体として良好な水準で推移している。12月短観の業況判断D I(全産業全規模)をみると、「良い」超幅は+17と9月調査(+15)からプラス幅を拡大している(図表16)。業種別にみると、製造業の業況判断D Iは、I T 関連需要の増加や関税引き上げの影響緩和などを背景に、前回からプラス幅を拡大している。非製造業の業況判断D Iは、国内需要の底堅さや価格転嫁の進展に支えられて、前回から高水準で横ばいとなっている。

企業収益の先行きを展望すると、製造業において関税による輸出採算の悪化や輸出数量の減少といった下押し圧力が残るものの、全体としては国内需要の底堅さに支えられて横ばい圏内の動きになるとみられる。その後は、内外需要の増加から、改善基調に復していくとみられる。

## (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、半導体製造装置等の振れを伴いつつも、A I 関連や省力化関連の投資需要に支えられて、底堅く推移し

図表16：業況判断

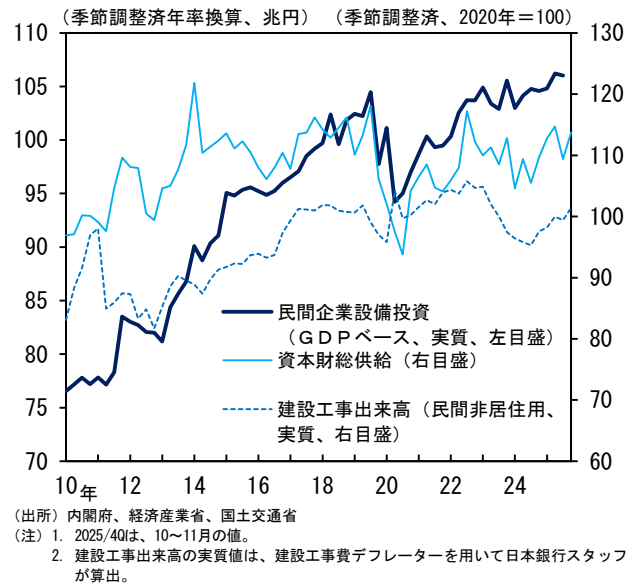


ている。建設投資の一致指標である建設工事出来高（民間非居住用、実質）をみると、建設資材高や人手不足を背景とした工事後ずれの影響がみられるものの、物流施設や都市再開発に関連する旺盛な建設需要に支えられて、緩やかな増加傾向にある。

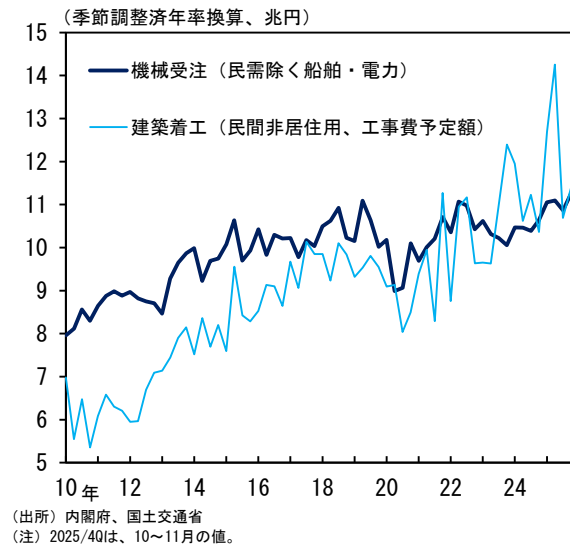
機械投資の先行指標である機械受注は、昨年入り後、自動車関連を中心に増勢がやや鈍化しているものの、増加基調を続けている（図表 18）。業種別にみると、製造業は、大型案件による振れを伴いつつも、半導体部材等の成長分野向けの投資需要の底堅さに支えられて、高めの水準を維持している。非製造業は、旺盛なデジタル・省力化関連の投資需要が基調的な押し上げ要因として作用するもとで、足もとでは鉄道車両等の大型案件も加わり、しっかりと増加している。建設投資の先行指標である建築着工・工事費予定額（民間非居住用）は、大型案件による振れを伴いつつも、堅調な都市再開発関連需要や物流施設の新設需要に支えられて、基調としては増加している。12 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、2025 年度は前年比＋10.3%と、前年同時期並みのしっかりとした増加計画となっている。

先行きの設備投資は、受注残高解消の動きや人手不足対応の省力化投資に支えられて増加傾向を維持するものの、当面は製造業における企業収益の減速や建設コストの上昇が下押し圧力として働くと見込まれる。その後は、企業収益の改善が再び明確となるもとで、経済対策の各種施策もプラスに作用することから、増勢が強まっていくと考えられる。見通し期間を通じて設備投資を下支え

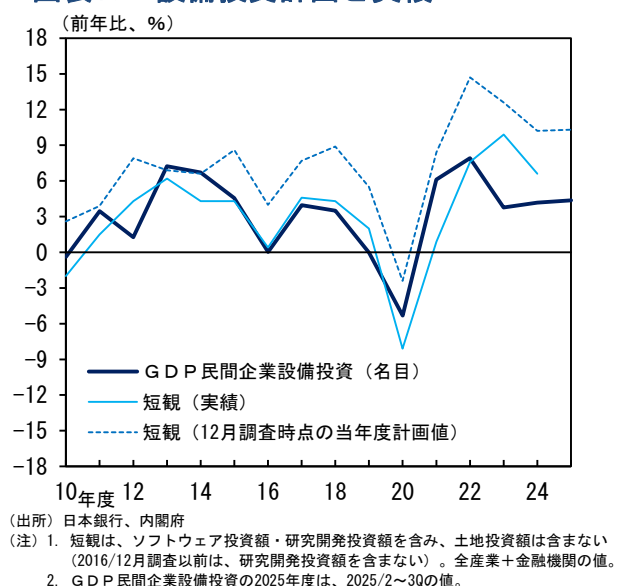
図表17：設備投資一致指標



図表18：設備投資先行指標



図表19：設備投資計画と実績



する中長期的な案件としては、①構造的な人手不足に対応するための省力化・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、②Eコマース拡大に伴う物流施設の建設投資、都市再開発に関連するオフィスや商業施設の建設投資、③成長分野や脱炭素化関連の研究開発投資、④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や科学技術支援関連の投資等が挙げられる。ソフトウェア投資や研究開発投資は、その経済的な減耗率の高さから、有形固定資産投資と比べ資本ストックの積み上げに時間を要し、その分、ストック調整圧力も発生しにくいという特徴がある。

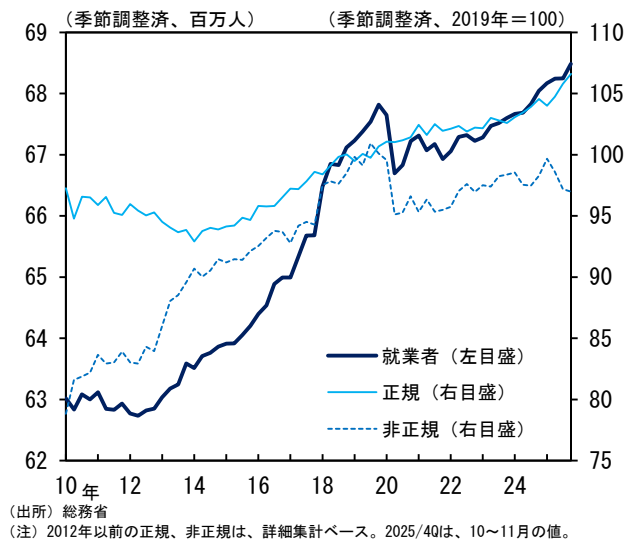
### （雇用・所得環境）

雇用・所得環境は、緩やかに改善している。

就業者数は、着実な増加を続けている（図表 20）。正規雇用は、人手不足感の強い情報通信や医療・福祉等を中心にしっかりと増加を続けている。非正規雇用は、正規雇用への切り替えが進むもとで、このところ水準をやや切り下げている。労働需給は、引き締まった状態が続いている。失業率は、引き続き2%台半ばの低水準で推移している（図表 21）。短観の雇用人員判断D Iや労働経済動向調査の正社員等労働者過不足判断D Iをみても、人手不足感の強い水準で概ね横ばいとなっている（図表 22）。労働力率は、振れを伴いつつも、女性を中心に緩やかな上昇基調を続けている（図表 21）<sup>9</sup>。

先行きの雇用動向を展望すると、人手不足感の強い業種の正規雇用を中心に、緩やかな増加が続けると予想される。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

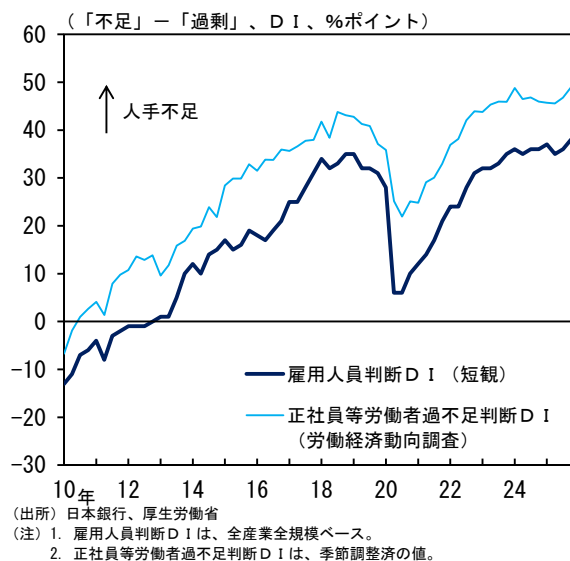
図表20：就業者数



図表21：失業率と労働力率



図表22：労働需給関連指標



<sup>9</sup> 最近の労働需給の動向については、BOX 2を参照。

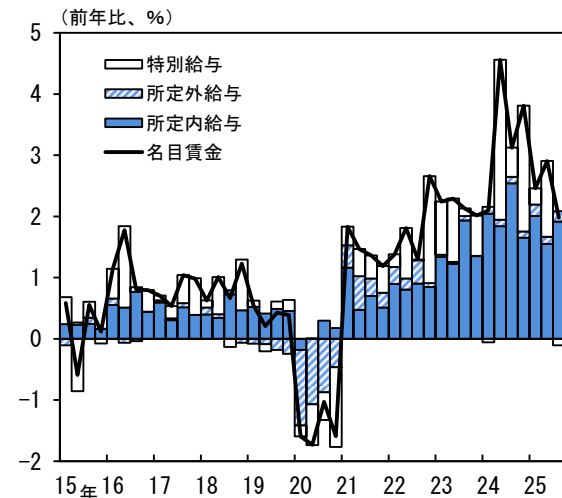
態面から労働供給が増えにくくなっていることから、雇用者数の増加ペースは徐々に鈍化していく可能性が高い。こうしたもとで、先行きの失業率は、ごく緩やかな低下傾向をたどり、見通し期間半ば以降は、経済成長に伴う労働需要の増加と追加的な労働参加のペースが概ね見合うことで、低位で横ばい圏内の動きになる姿を想定している。

賃金面をみると、一人当たり名目賃金は、振れを伴いつつも、着実な上昇を続けている(図表 23)<sup>10</sup>。内訳をみると、所定内給与は、このところ上昇ペースが鈍化している(図表 24)。一般労働者の所定内給与(一人当たり)の前年比は、勤務日数の前年比減少やサンプル要因とみられる卸売・小売業の弱さから、前年度から伸びが低下しており、このところ2%台前半で推移している。同給与を時間当たりベースでみると、振れを均せば、一人当たりベースを幾分上回る上昇率で推移している。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りが押し上げ要因として作用しているもとで、例年対比で後ずれしていた最低賃金の引き上げの影響が徐々に顕在化していることから、足もとではプラス幅がやや拡大している<sup>11</sup>。一方で、アルバイト・パートの募集時平均時給の前年比は、このところ伸び率が低下している。所定外給与の前年比は、残業手当の時給上昇を主因に、プラスで推移している。この間、特別給与をみると、前年度から伸びが鈍化したとはいえ、高

<sup>10</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。

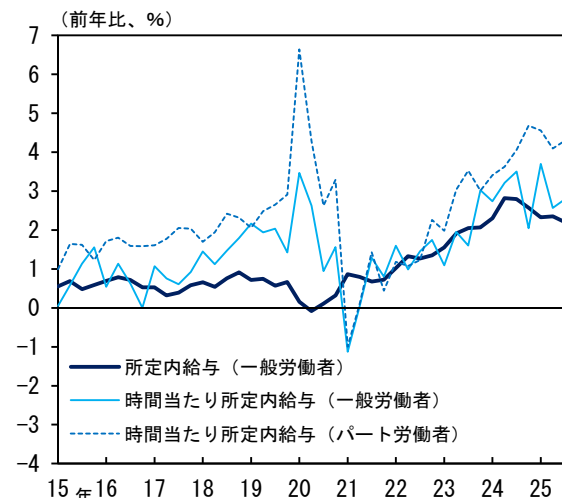
<sup>11</sup> 2025 年度の最低賃金は、全国加重平均で前年比 +6.3%と、前年度(+5.1%)の伸びをはっきりと上回っている。例年、最低賃金の改定は10月頃に発効されていたが、今年度については、引き上げ幅が大きくなったことを受けて、企業側の円滑な対応を確保する観点から、発効タイミングを11月～本年3月に遅らせる自治体が過半となっている。

図表23：名目賃金



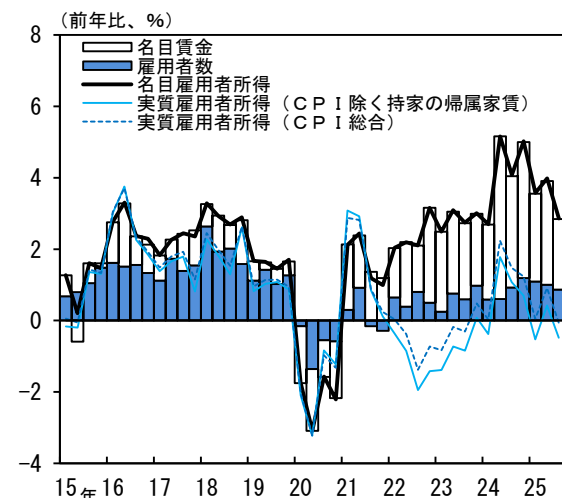
(出所) 厚生労働省  
(注) 1. 各四半期は、1Q：3～5月、2Q：6～8月、3Q：9～11月、4Q：12～2月。  
2. 2016/1Q以降は、共通事業所ベース。

図表24：所定内給与



(出所) 厚生労働省  
(注) 1. 各四半期は、1Q：3～5月、2Q：6～8月、3Q：9～11月、4Q：12～2月。  
2. 2016/1Q以降は、共通事業所ベース。  
3. 時間当たり所定内給与(一般労働者)は、季節調整済の値。

図表25：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. 名目雇用者所得＝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、( )内の各物価指標を用いて日本銀行スタッフが算出。

水準の企業収益とベースアップ率の上昇を反映して、増加傾向にある。

先行きの一人当たり名目賃金を展望すると、当面、現状程度の伸びを続けたあと、見通し期間終盤にかけて、内外需要の回復を背景とした企業収益の改善と労働需給の引き締まりに伴い、再び上昇率を高めていくと考えられる。この点、来年度の賃上げ動向について、春季労使交渉に向けた労使双方のスタンスや日本銀行の本支店を通じたヒアリング情報等を踏まえると、本年度並みのしつかりとした賃上げが実施される可能性が高く、企業の積極的な賃金設定行動が続く蓋然性は高まっているとみられる<sup>12</sup>。

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、着実な増加を続けている（図表 25）。消費者物価（総合除く持家の帰属家賃）で実質化したベースの前年比は、振れを伴いつつもゼロ%近傍で推移している。先行きの名目雇用者所得は、振れを伴いつつも、当面、現状程度のペースで着実な増加を続けるとみられる。見通し期間の終盤にかけては、企業収益の回復に伴い、名目賃金の上昇率が再び高まるもとで、名目雇用者所得の増勢も幾分強まっていくと考えられる。

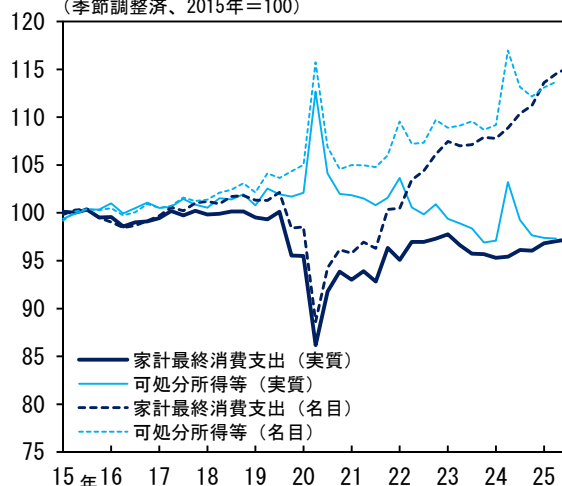
### （家計支出）

個人消費は、物価上昇の影響を受けつつも、雇用・所得環境の改善を背景に底堅く推移している。

各種の販売・供給統計を合成した消費活動指数（実質・旅行収支調整済）<sup>13</sup>をみると、7～9月に

図表26：個人消費と可処分所得

（季節調整済、2015年=100）



（出所）内閣府

（注）1. 家計最終消費支出は、除く持ち家の帰属家賃。

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）。実質値は、家計最終消費支出デフレーターを用いて日本銀行スタッフが算出。

<sup>12</sup> 日本銀行の本支店を通じたヒアリング情報については、日本銀行調査統計局「2026 年度賃上げスタンスの動向（12 月初時点）」やさくらレポート（2026 年 1 月）を参照。

<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



小幅に増加したあと、10～11月の7～9月対比も、自動車や家電等の耐久財を中心に増加している（図表26、27）。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足もとの状況を窺うと（図表28）、食料品価格の高止まりもあって、日用品等に対する消費者の節約志向は根強い一方で、雇用・所得環境の改善や株価上昇を背景に、消費者は付加価値が高いと感じる分野にはしっかりと支出しており、全体としてメリハリの効いた消費行動が継続しているように窺われる。

形態別にみると、耐久財消費は、このところ増加している（図表27）。自動車販売は、新モデルの投入や一部完成車メーカーにおける生産ライン再開等から、このところ持ち直している。家電販売額は、一部自治体の購入補助拡大等を背景としたエアコン販売の堅調さや、一部OSのサポート切れを受けたパソコンの更新需要に支えられて、しっかりと増加している。非耐久財消費（飲食料品・衣料品等）は、食料品価格の上昇を受けた消費者の節約志向から、減少傾向が続いている。

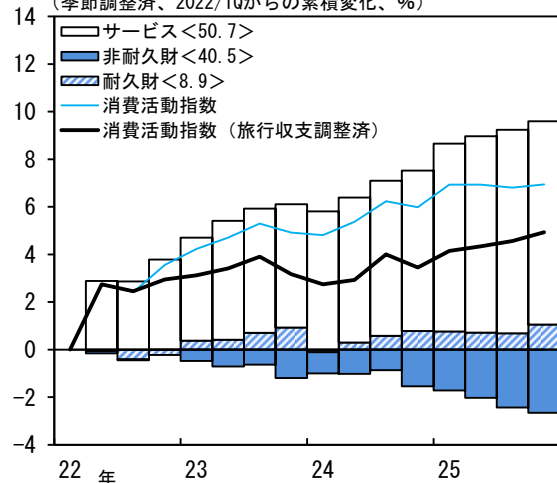
サービス消費は、総じてみれば横ばい圏内の動きとなっている（図表27、28）。外食は、内食から外食への基調的なシフトは続いているものの、価格上昇の影響もあって、ひと頃に比べ増勢が鈍化している。国内旅行は、賃金上昇の恩恵を受ける就労世帯の旅行意欲の強さに支えられて、高めの水準で推移している。海外旅行は、為替要因等による割高感を主因に、引き続き弱めの動きが続いている。

個人消費関連のマインド指標をみると（図表29）、今後半年間の消費者の意識を調査する消費

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：消費活動指数（実質）

（季節調整済、2022/10からの累積変化、%）

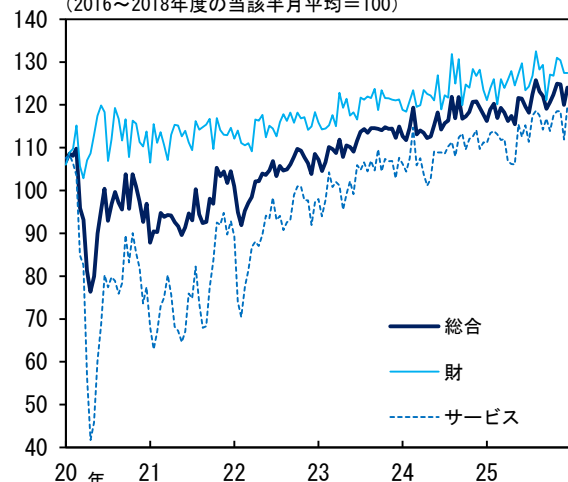


（出所）日本銀行等

- （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）。2025/4Q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。  
3. < >内は、消費活動指数におけるウェイト。

図表28：カード支出に基づく消費動向

（2016～2018年度の当該半月平均＝100）

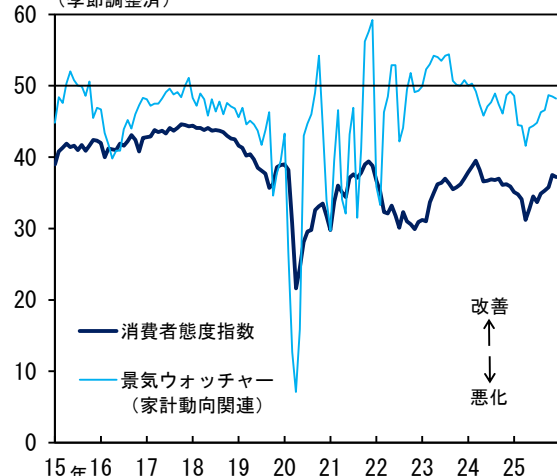


（出所）JCB/ナウキャスト「JCB消費NOW」

- （注）1. 支出者数の変化を考慮に入れた参考系列。  
2. 通信とエネルギー（燃料小売業および電気・ガス・熱供給・水道業）を除く。日本銀行スタッフ算出。

図表29：個人消費関連のマインド指標

（季節調整済）



（出所）内閣府

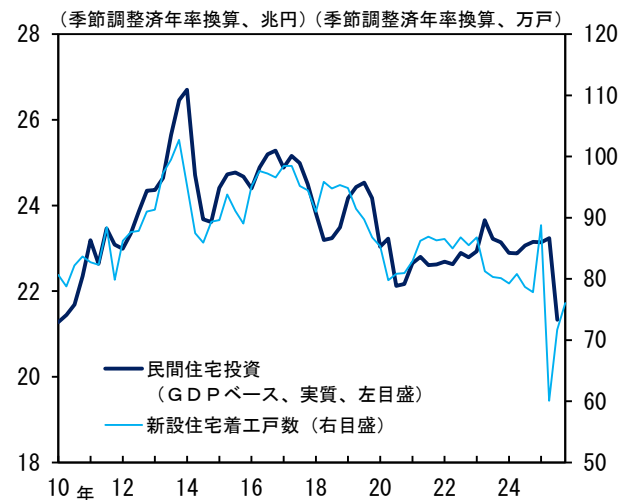
（注）景気ウォッチャーは、景気の現状判断DI。

動向調査の消費者態度指数は、食料品価格の上昇率低下や株価の上昇等を背景に、このところはっきりと改善している。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、サービス関連を中心に改善を続けてきたが、足もとでは中国の渡航自粛要請に伴うインバウンド需要減少への懸念から改善が一服している。

先行きの個人消費を展望すると、食料品価格の高止まりによる下押し圧力を受けつつも、雇用者所得の増加に加え、政府によるエネルギー負担緩和策も下支えとなり、底堅い動きを続けると予想される。その後は、経済対策による家計への所得移転と物価上昇率の低下を背景とした実質可処分所得の改善に支えられて、緩やかな増加基調に復していくと考えられる。

住宅投資は、減少している（図表30）。住宅投資の先行指標である新設住宅着工戸数をみると、やや長い目でみれば、住宅価格の上昇や人口動態等を反映して、減少基調をたどっているが、足もとでは、2025年4月の建築基準法等の改正に伴う駆け込み着工の反動減から回復している。先行きについて、当面は回復の動きが続くものの、その後は、住宅価格の上昇や人口動態による住宅需要の減退から、緩やかな減少トレンドをたどると考えられる。

図表30：住宅投資



（出所）内閣府、国土交通省  
（注）2025/40は、10～11月の値。



## 2. 物価の現状と見通し

### (物価の現状)

国内企業物価の前年比は、原油価格下落を主因に低下傾向にあり、足もとでは2%台半ばとなっている(図表31、32)。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ているが、2024年にみられた値上げの一巡などから上昇率が低下傾向にあり、足もとでは2%台後半となっている(図表31、37)。

消費者物価の前年比をみると、除く生鮮食品・エネルギーは、賃金上昇の販売価格への転嫁の動きが続くもとで、米などの食料品価格上昇の影響等から、足もとでは3%程度となっている(図表31、33)。除く生鮮食品の前年比は、ガソリンの「旧暫定税率」廃止に向けた燃料油補助拡大の影響から上昇率が低下しており、足もとでは2%台半ばとなっている(図表31、34)。この間、食料品やエネルギーの価格変動の影響を受けない除く食料・エネルギーの前年比は、1%台半ばで推移している(図表31、34)。除く生鮮食品・エネルギーについて内訳をみると(図表33)、財は、食料品価格の上昇率低下を主因に、プラス幅が緩やかに縮小している。一般サービスは、2024年の値上げの一巡もあって上昇率はこのところ2%程度で横ばいとなっていたが、足もとでは宿泊料の上昇等からプラス幅が幾分拡大している。公共料金(除くエネルギー)は、小幅のプラスで推移している。

消費者物価の基調的な動きを捕捉するため、各種のコア指標をみると(図表35)<sup>14</sup>、刈込平均値

図表31：物価関連指標

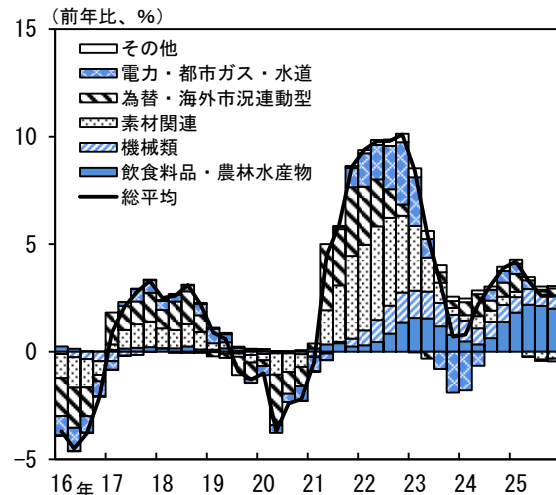
	(前年比、%)			
	25/1Q	25/2Q	25/3Q	25/4Q
消費者物価指数(CPI)				
除く生鮮	3.1	3.5	2.9	2.8
除く生鮮・エネルギー	2.7	3.2	3.2	3.0
除く食料・エネルギー	1.5	1.6	1.5	1.5
国内企業物価指数	4.2	3.3	2.6	2.6
企業向けサービス価格指数(SPP I)	3.5	3.2	2.9	2.8
GDPデフレーター	3.6	3.3	3.4	
内需デフレーター	3.1	2.6	2.8	

(出所) 総務省、日本銀行、内閣府

(注) 1. SPP Iは、除く国際運輸。2025/4Qは、10~11月の値。

2. CPIの食料は、酒類を除く。

図表32：国内企業物価

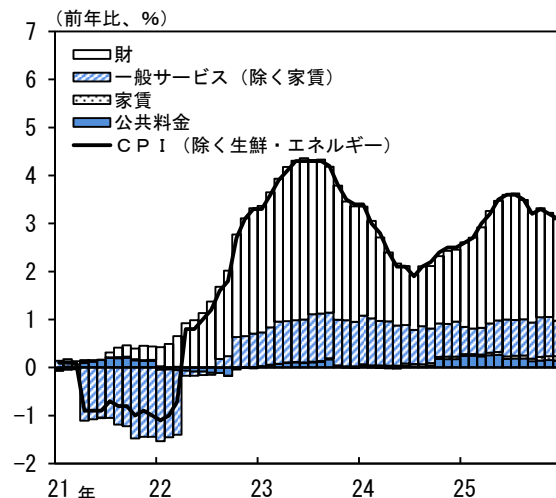


(出所) 日本銀行

(注) 1. 消費税率引き上げの影響を除く。

2. 為替・海外市況連動型は、石油・石炭製品、非鉄金属。

図表33：CPI (除く生鮮・エネルギー)



(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、旅行支援策の影響を除いた日本銀行スタッフによる試算値。

<sup>14</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、

は、昨年半ばにかけて伸びがいったん低下していたが、足もとでは、電気代や自動車保険料のプラス幅拡大等を反映して小幅に上昇し、2%程度となっている。加重中央値や最頻値は、振れを伴いながらも、1%台半ばから後半のレンジ内で推移している。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、食料品などの値上げの動きがひと頃よりも落ち着きつつあるなかで、「上昇」超幅は縮小傾向にある（図表36）。この間、賃金とサービス価格の関係をみると、賃金上昇のサービス価格への転嫁が幅広い品目で進むもとで、ともに緩やかに上昇している（図表37）。また、物価の基調と密接に関連する人々の物価観を示す予想物価上昇率に関する諸指標も、緩やかに上昇している（図表38）<sup>15</sup>。

この間、GDPデフレーターを分配面からみると、2023年は、価格転嫁の進展を受けてユニット・プロフィット（UP）主導で上昇率が高まっていたが、2024年以降は、賃金の上昇を反映してユニット・レーバ・コスト（ULC）の寄与が高まっており、UPとULCがバランスよく上昇している（図表39）。

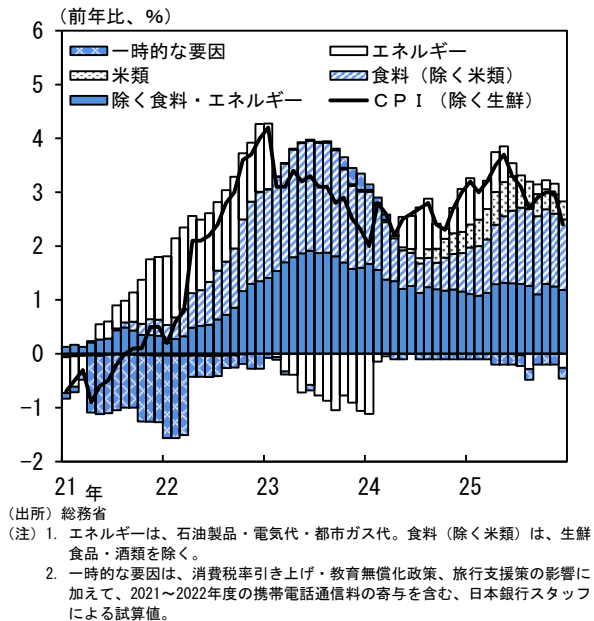
### （物価を取り巻く環境）

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、当面は現状程度のマイナスで推移するが、見通し期間の

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ェイトを累積して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。

<sup>15</sup> 物価の基調を捉えるための指標の詳細については、2024年4月展望レポートBOX4を参照。

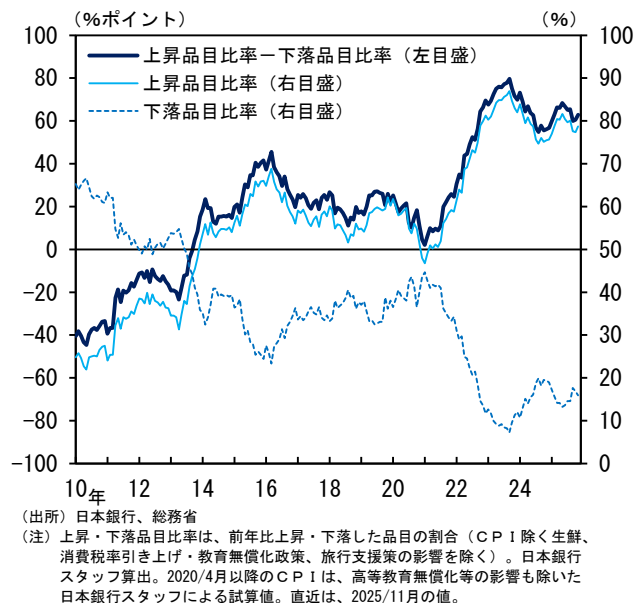
図表34：CPI（除く生鮮）



図表35：CPIの刈込平均値等



図表36：上昇・下落品目比率



半ば以降は、成長率の高まりを反映して、徐々に改善傾向が明確になっていくと考えられる（図表2）。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などから、労働需給はマクロ的な需給ギャップ以上に引き締まっているとみられる。こうしたもとで、非製造業を中心とした企業の経済活動において、人手不足が供給面からの制約となりつつある現状を踏まえると、マクロ的な需給ギャップが示唆する以上に、賃金や物価には上昇圧力がかかりやすくなっているとみられる。

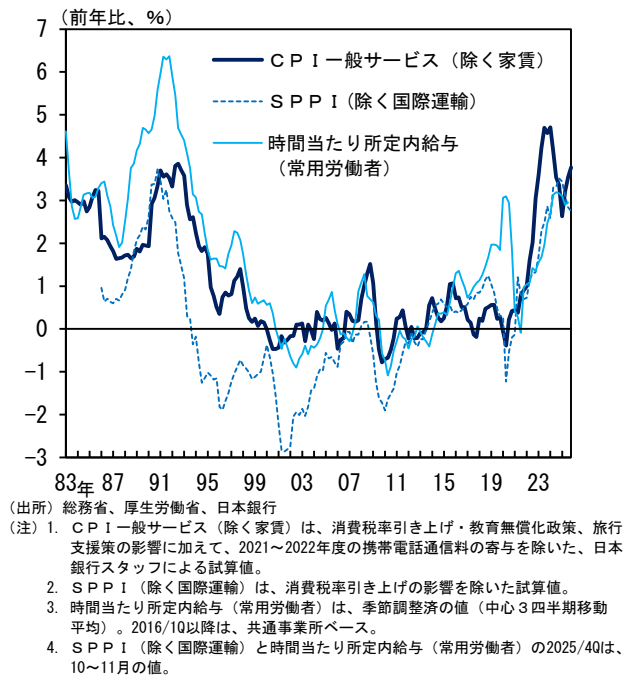
第2に、中長期的な予想物価上昇率は、緩やかに上昇している（図表38）。先行きについては、景気の改善が続き、労働需給の引き締まりがより明確となるもとで、企業の積極的な賃金・価格設定行動は更に広がっていくことから、予想物価上昇率は緩やかな上昇が続くと予想され、見通し期間後半には2%程度で推移すると考えられる。

第3に、輸入物価（円ベース）の前年比をみると、契約通貨ベースでは、原油価格の低下を主因に緩やかな下落を続けてきたが、為替円安に加え、非鉄金属の上昇等もあって、このところマイナス幅が縮小しており、足もとではゼロ%程度となっている（図表41、42）<sup>16</sup>。

この間、エネルギー価格（ガソリン・電気代等）の前年比は、原油価格の下落が下押し要因となるもとで、燃料油補助金の拡大の影響も加わり、足もとではマイナスとなっている。現状程度の為替相場と原油価格、および政府によるガソリンの「旧暫定税率」の廃止や電気・ガス代などのエネルギー負担緩和策を前提とすると、先行きのエネルギーの前年比は振れを伴いつつも当面は一段と低下すると想定される。

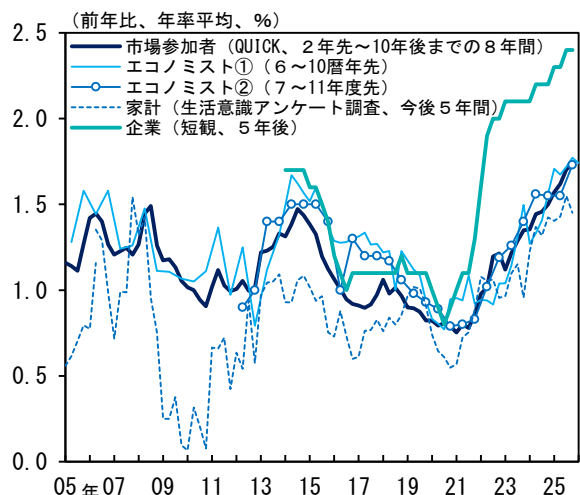
<sup>16</sup> 輸入物価上昇の国内物価へのパススルーについては、BOX3を参照。

図表37：賃金と物価



図表38：予想物価上昇率

#### ①各種調査



#### ②BEI



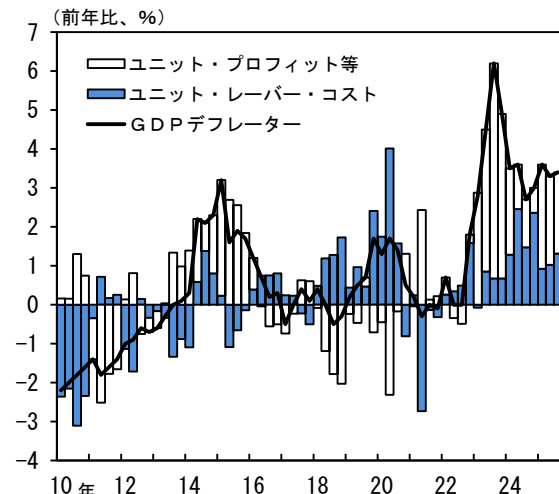
## （物価の先行き）

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、米などの食料品価格上昇の影響が徐々に減衰していくもとの、2%程度までプラス幅を縮小していくと見込まれる。その後は、景気の拡大と労働需給の引き締まりが続くもとの、財・サービスともに幅広い品目で賃金上昇を販売価格に転嫁する動きが定着することから、2%程度で推移すると考えている（図表43）。

消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、米などの食料品価格上昇の影響が減衰していくもとの、政府によるエネルギー負担緩和策を受けたエネルギー価格の下落が下押し要因となることから、本年前半には、2%を下回る水準までプラス幅を縮小するとみられる。もっとも、この間も、賃金と物価が相互に参照しながら緩やかに上昇していくメカニズムは維持され、消費者物価の基調的な上昇率は、緩やかな上昇が続くと見込まれる。その後は、景気の改善が続くもとの人手不足感が強まり、中長期的な予想物価上昇率が上昇していくことから、基調的な物価上昇率と消費者物価（除く生鮮食品）の上昇率はともに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。

企業の賃金・価格設定行動は、従来よりも積極化しており、賃金と物価がともに緩やかに上昇していくメカニズムは維持される可能性が高いと考えられる。そのうえで、販売価格に賃金上昇を反映する動きが想定以上に強まったり、先行き労働需給が引き締まった状況が続くとの見方が強まり、賃金の上昇圧力が高まっていく可能性もある。こうしたもとの、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

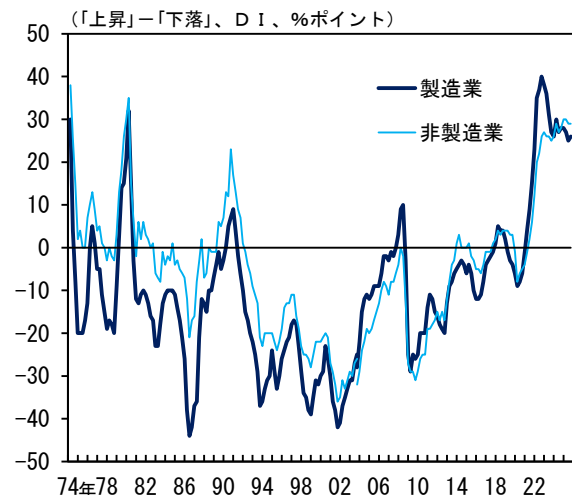
図表39：GDPデフレーター



（出所）内閣府

（注）ユニット・レーバ・コスト＝名目雇用者報酬÷実質GDP

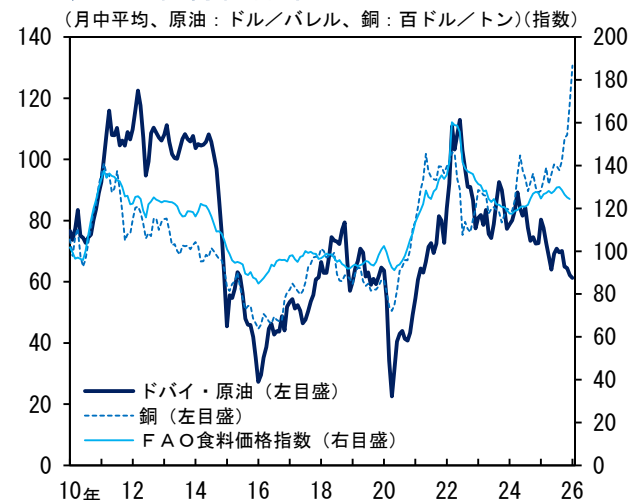
図表40：販売価格判断



（出所）日本銀行

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

図表41：国際商品市況

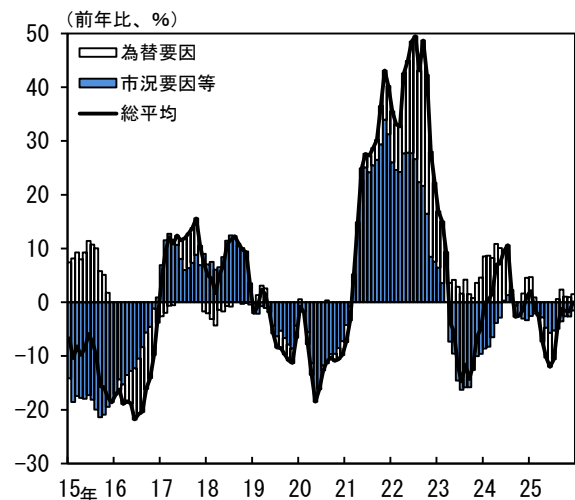


（出所）日本経済新聞社、Bloomberg、FAO

（注）FAO食料価格指数は、肉類、乳製品、穀物、植物油、砂糖から構成される価格指数（2014～2016年平均＝100）。

も考えられる。一方、関税による企業収益への影響等が長引いた場合には、企業がコスト削減に注力する傾向が強まる可能性もある。こうしたもと、物価上昇を賃金に反映する動きが弱まることも考えられる。

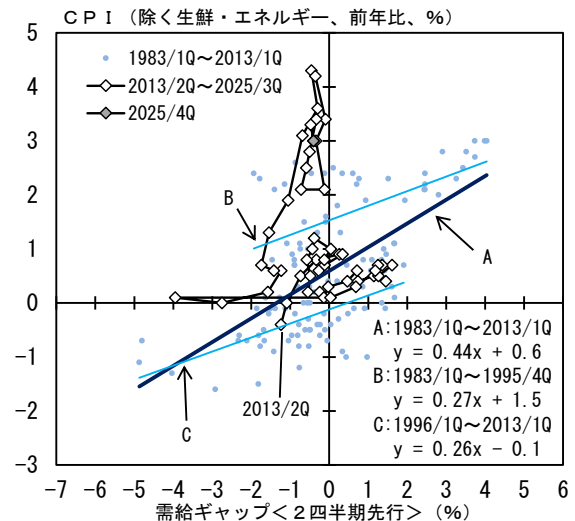
図表42：輸入物価（円ベース）



（出所）日本銀行

（注）市況要因等は、輸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。

図表43：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)

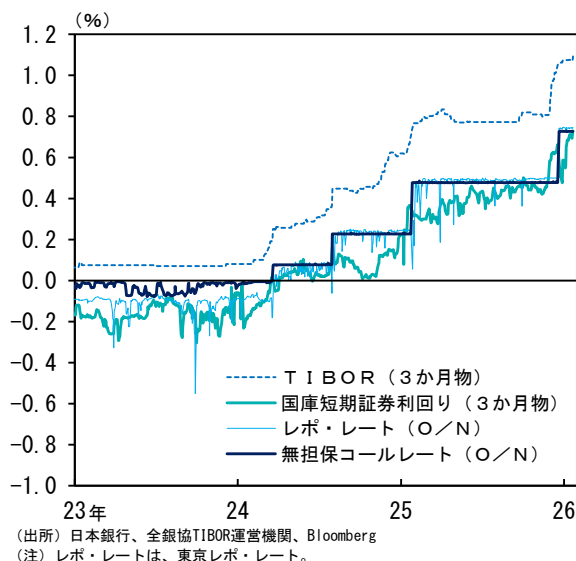
わが国の金融環境は、緩和した状態にある。

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、0.5%程度で推移したあと、昨年12月の金融政策決定会合における政策金利の引き上げ以降は、0.75%程度で推移している（図表44）。ターム物金利については、TIBOR（3か月物）、国庫短期証券利回り（3か月物）ともに上昇している。

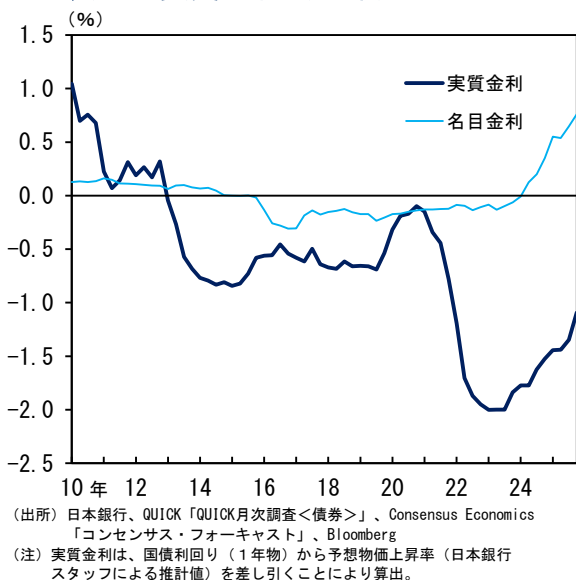
実質金利は、マイナスで推移している（図表45）<sup>17</sup>。

企業の資金調達コストは、上昇している（図表46）。貸出金利（新規約定平均金利）は、基準金利として参照される市場金利の上昇を受けて、短期、長期ともに上昇している。CPの発行金利は、短期金利の上昇につれて、上昇している。社債の発行金利は、ベースレートの上昇を映じて、上昇している。

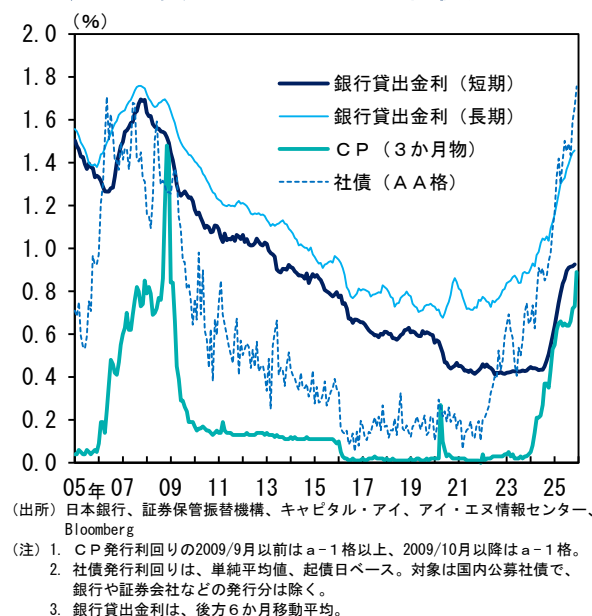
図表44：短期金利



図表45：実質金利（1年）



図表46：貸出金利とCP・社債発行利回り

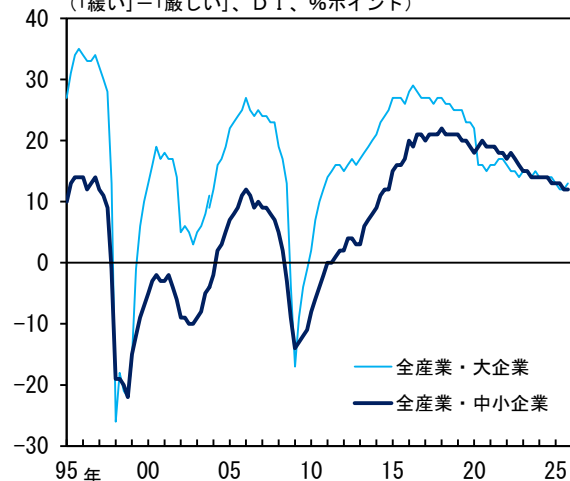


<sup>17</sup> 実質金利を用いた金融緩和度合いの評価については、2024年4月展望レポートBOX 5を参照。

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47）。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。この間、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48）。

企業の資金需要は、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、4%台後半となっている（図表49）。C P・社債の発行残高の前年比は、既往の大口の発行案件が押し上げに寄与していることもあり、6%台後半となっている。

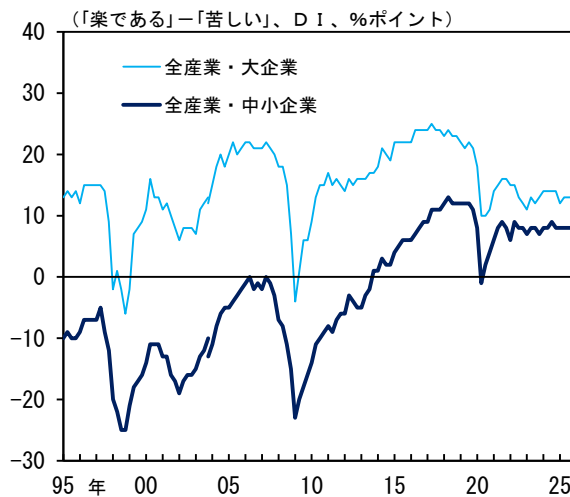
**図表47：企業からみた金融機関の貸出態度**  
（「緩い」－「厳しい」、D I、%ポイント）



（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48：企業の資金繰り**  
（「楽である」－「苦しい」、D I、%ポイント）



（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49：貸出残高とC P・社債発行残高**  
（前年比、%）



（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、貸出残高の増加による押し上げが続くもとで、1%台後半となっている（図表50）。

図表50：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、世界経済の先行きを巡る不確実性の低下を受けて、市場センチメントは改善している。

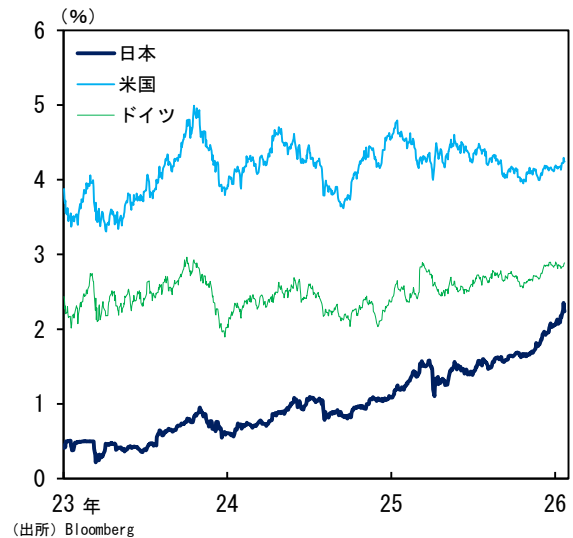
米国の長期金利（10年物国債利回り）をみると、F R Bの利下げ織り込みの進展などを背景に、11月末にかけて幾分低下したが、その後は、米国の経済指標が総じて堅調に推移するもとで、上昇している（図表 51）。欧州の長期金利は、E C Bによる利下げ観測の後退などから、上昇している。わが国の長期金利は、米国金利の上昇に連れたほか、わが国の先行きの経済・物価情勢に対する市場の見方などを反映して、大きく上昇している。

円を見合いとするドル調達にかかるプレミアムは、年末越えを意識した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 52）。

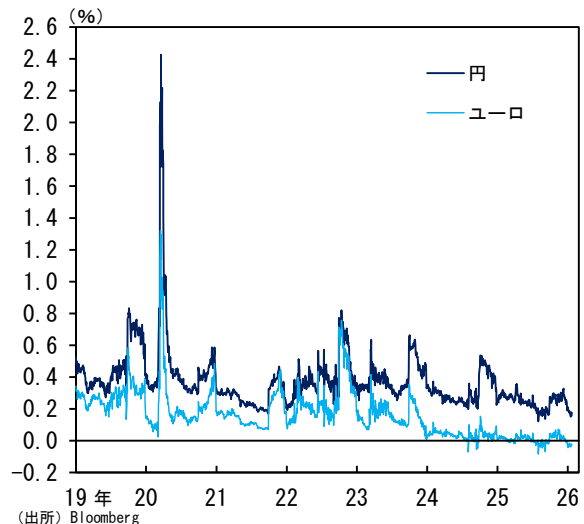
株式市場をみると、米国の株価は、ハイテク関連株の割高感が意識されるもとで下落する場面もみられたものの、A I 関連需要の拡大が続き、米国経済が堅調に推移するもとで、期間を通じてみれば小幅に上昇している（図表 53）。欧州の株価は、堅調な企業業績や域内の成長見通しの改善期待などから、上昇している。わが国の株価は、米国株価に連れて下落する場面もみられたものの、新政権の経済対策に対する期待感や堅調な企業業績などを背景に上昇している。この間、新興国の株価も、先進国株と同様に上昇している。

為替市場をみると、円の対ドル相場は、ドル高・円安方向の動きとなっている（図表 54）。円の対ユーロ相場は、E C Bによる利下げ観測

図表51：主要国の長期金利（10年物国債）

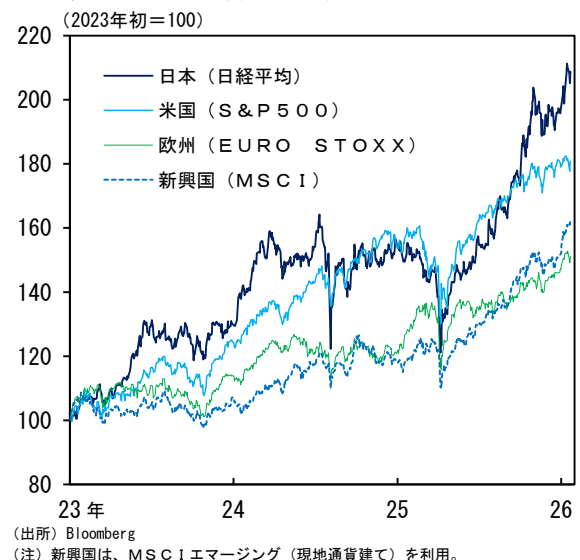


図表52：ドル資金調達プレミアム



(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O I S、ユーロ金利は19/10/3日以前はO I S（E O N I Aベース）、19/10/4日以降はO I S（E S T Rベース）、ドル金利は19/1/2日以前はO I S、19/1/3日以降はS O F Rを使用。

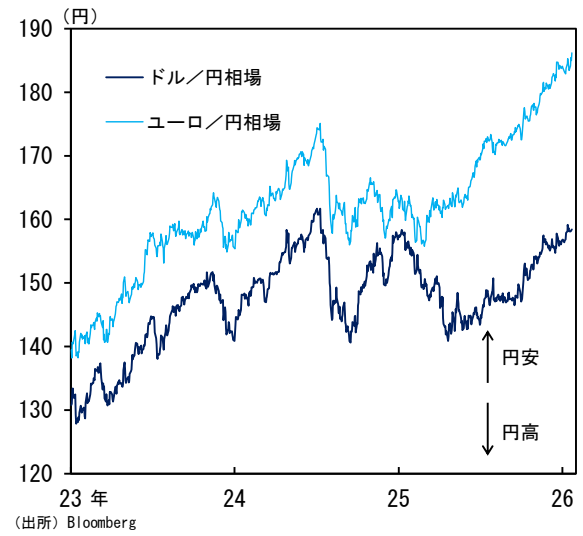
図表53：主要株価指数



の後退などから、ユーロ高・円安方向の動きと  
なっている。

以 上

図表54：ドル円・ユーロ円相場



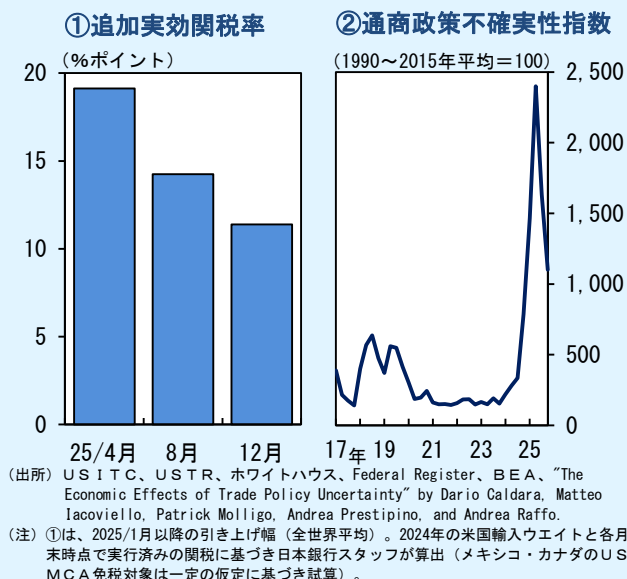
## （BOX 1）関税政策の米国経済への影響とグローバルなAI関連需要の堅調さ

先行きの海外経済は、各国の通商政策等の影響が残るものの、その下押し圧力は比較的小さなものととどまる蓋然性が高まっているとみられる。この一因として、通商政策の影響を受けて大きな減速が見込まれていた米国経済が、堅調な成長を維持していることが挙げられる。本BOXでは、高関税下でも米国経済が堅調さを維持している要因を説明し、そのわが国経済への含意を整理する。

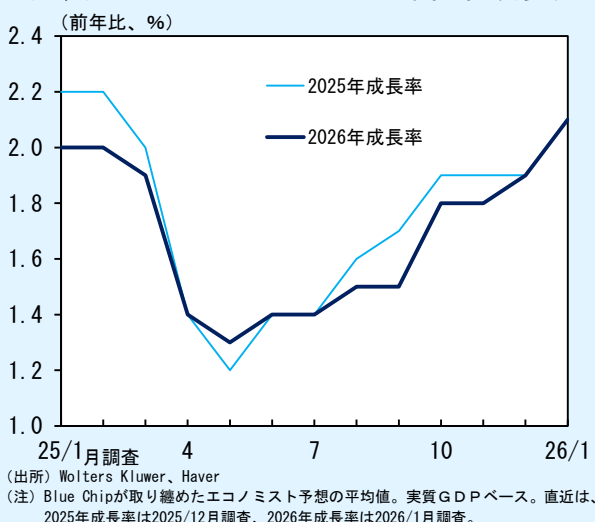
米国の実効関税率は、昨年春、「相互関税」の導入や対中国関税の引き上げ等を受けて、大きく上昇した（図表B1-1）。もっとも、その後は、米国と各国の通商交渉の進展等を受けて上昇幅が縮小し、そのもとで、通商政策の展開を巡る不確実性は低下している。この間、民間エコノミストによる米国の成長率見通しは、「相互関税」発表後の4月に大きく下方修正され、マイナス成長を予測する先もみられたが、その後は上方修正を続け、直近は潜在成長率と目される2%前後まで回復している（図表B1-2）。実際、米国経済は、関税賦課に備えた駆け込み輸入の増加による一時的なマイナス成長はみられたものの、その後は堅調な成長を維持しており、ひと頃懸念されたような大きな減速は回避されている（図表B1-3）。

こうした成長率の上振れ要因として、第1に、堅調な消費が挙げられる。当初は、企業が関税を速やかに販売価格へ転嫁することで、個人消費が減速すると見込まれていた。もっとも、米国内の企業は、関税による輸入コスト上昇に直面しながらも、これまでのところ関税賦課前に調達した在庫の取り崩しや既往の高い収益マージンを圧縮することで、販売価格への関税転嫁を緩やかなものととどめており、消費への下押しの影響が緩和さ

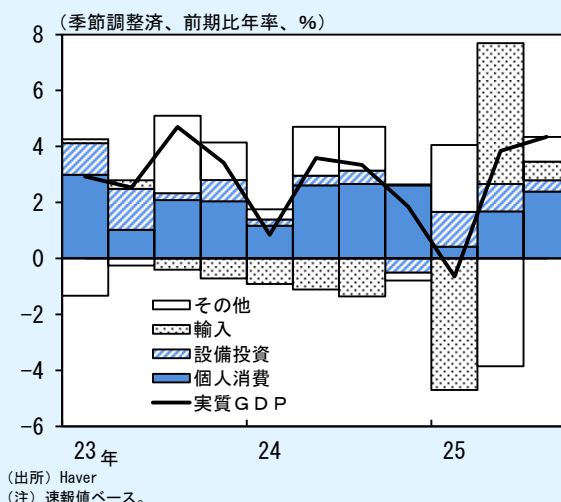
図表B1-1：米国関税率と通商政策不確実性



図表B1-2：エコノミストの米国経済見通し



図表B1-3：米国の実質GDP



れている（図表 B1-4）。加えて、米国株価の上昇による資産効果も、高所得者層を中心に、消費の増加に寄与していると考えられる。先行きの消費を展望するうえでは、関税の価格転嫁の帰趨が重要となる。この点、民間エコノミストによる米国の消費者物価上昇率見通しをみると、当初は関税転嫁を受けた急速かつ大きな上昇が見込まれていたが、徐々に上昇幅を縮小させつつ後ずれしており、先行きも転嫁は続くものの、緩やかなペースにとどまるとの見方へ変化している（図表 B1-5）。

第2に、A I 関連需要の拡大が挙げられる。クラウド設備を大規模に保有する企業（ハイパースケーラー）は、A I 関連需要の拡大を受けて、米国内で A I 向けデータセンターやソフトウェア投資等の I T 関連設備投資を大きく増加させている（図表 B1-6①）。こうした米国の A I 関連投資の拡大は、半導体等の需要増加を通じて、とくに台湾や韓国等の成長にも波及している（図表 B1-7）。米国の A I 関連投資の先行きについて、ハイパースケーラーの設備投資予測をみると、昨年秋以降、上方修正を続けており、積極的な投資姿勢は当面続くとみられる（図表 B1-6②）。

一方で、I T 関連以外の設備投資は、2025 年中は低調に推移している。また、雇用者数の伸びが低下し、失業率が緩やかに上昇するなど、雇用環境は幾分軟化している。これらの背景には、関税負担や政策不確実性などを受けた企業行動の慎重化もあるとみられ、注意が必要である。

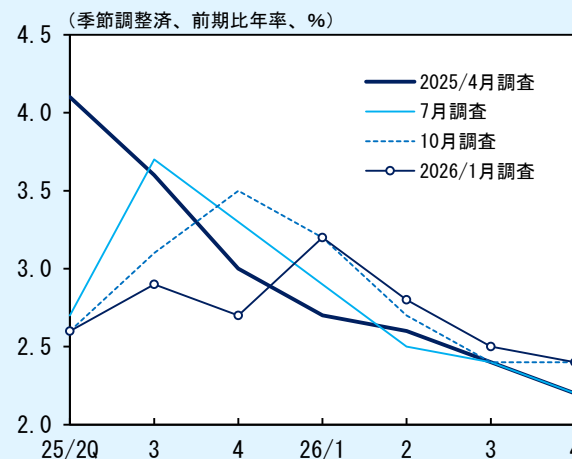
米国経済の先行きを展望すると、関税転嫁が緩やかに続くことによる下押し圧力は残るものの、A I 関連需要や財政・金融政策の下支えもあるもとで、潜在成長率並みの成長ペースに復していくと考えられる。この点、米国経済の大幅な減速リスクは低下していると考えられるが、通商政策等

図表B1-4：米国の物価



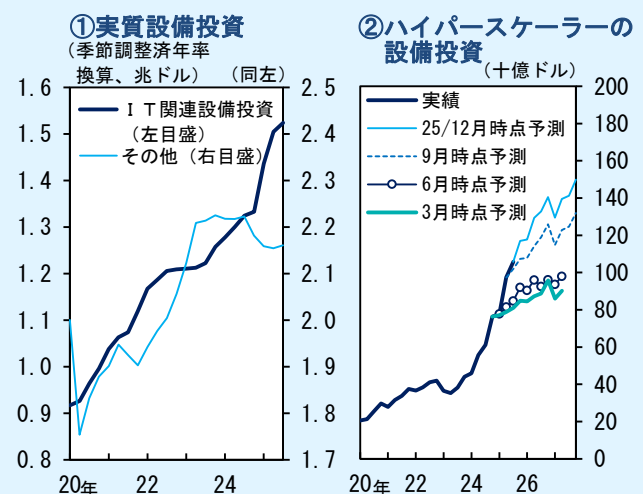
（出所）Haver  
（注）1. 輸入物価（関税込み）は、輸入物価の公表値に実効関税率を乗じて日本銀行スタッフが算出。  
2. CPI（総合）の2025/10月は、9月と11月の値を用いて線形補間。

図表B1-5：エコノミストの米国物価見通し



（出所）Wolters Kluwer, Haver  
（注）Blue Chipが取り纏めたエコノミスト予想の平均値。PCEデフレーター（除く食料品・エネルギー）ベース。

図表B1-6：米国の設備投資



（出所）Haver, S&P Global Market Intelligence  
（注）1. ①の I T 関連設備投資は、ソフトウェア投資、機械投資のうち情報処理機器、建設投資のうちデータセンターの合計。日本銀行スタッフ算出。速報値ベース。  
2. ②は、Alphabet、Amazon、Meta、Microsoft、Oracleの合計。予測は、各社公表情報等を踏まえたアナリスト予想のS&P Global Market Intelligenceによる集計値。

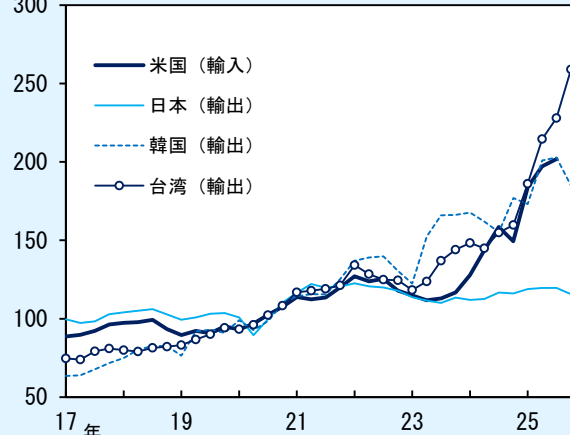
が米国経済・物価に与える影響、A I 関連需要や資産価格の動向には引き続き注意を要する。

最後に、以上の動向が、わが国経済に及ぼす影響を整理する<sup>18</sup>。まず、関税引き上げが、米国向けの輸出採算・輸出数量に及ぼす影響（直接効果）をみると、わが国自動車メーカーは、米国向けの輸出価格を引き下げること、関税転嫁による現地の販売価格引き上げを極力回避してきた（図表 B1-8）。昨年秋以降は、自動車関税率の引き下げもあって、北米向け乗用車の輸出価格は下落率を縮小させているものの、こうした輸出採算の悪化は、わが国自動車メーカーの収益を相応に下押ししている。一方、自動車以外の輸出品目については、輸出価格引き下げの動きはさほど観察されておらず、関税コストの大部分は米国内の企業（わが国企業の海外現地法人を含む）が負担しているとみられる。ただし、これらの品目についても、上記のとおり米国の最終需要が堅調に推移するもとで、輸出の大きな落ち込みは発生していない。

次に、世界の貿易活動を通じた影響（間接効果）についてみると、世界貿易量が関税引き上げ後も A I 関連需要に牽引されて底堅い伸びを続けるもとで、わが国実質輸出の落ち込みも、回避されている（図表 B1-9）。A I 関連需要の増加は、電力設備関連の資本財や半導体製造装置等のわが国輸出に一定のプラスとなっているものの、全体としてみれば、台湾・韓国と比べ好影響の程度は限定的にとどまっているとみられる。こうした間接効果を通じた影響は、米国における関税の価格転嫁を受けた最終需要の頑健性や A I 関連需要の持続性次第で大きく変化するだけに、これらの動向には引き続き注意する必要がある。

図表B1-7：半導体関連の実質輸出入

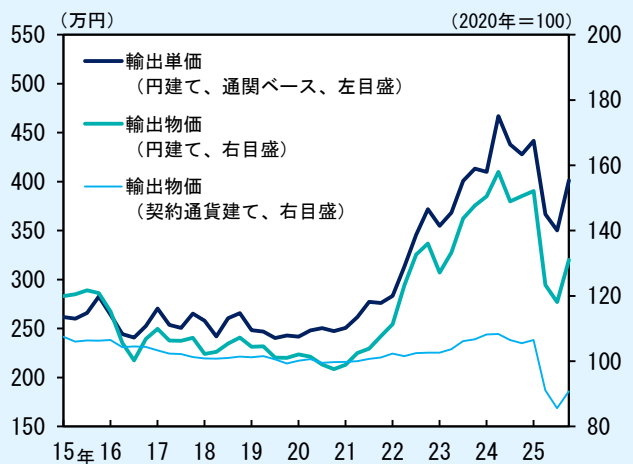
（季節調整済、2020年＝100）



（出所）日本銀行、財務省、Haver、CEIC

（注）米国は、資本財のうち、半導体、P C 及び周辺機器、通信機器の輸入の合計。日本は、情報関連と半導体製造装置の全世界向け輸出の合計。韓国は、半導体の輸出数量指数。台湾は、機械・電気機器の輸出数量指数。

図表B1-8：米国向け自動車輸出物価



（出所）日本銀行、財務省

（注）輸出単価は、米国向け乗用車の値。輸出物価は、北米向け乗用車の値。

図表B1-9：世界貿易量と日本の実質輸出

（季節調整済、2020年＝100）



（出所）日本銀行、財務省、オランダ経済政策分析局

（注）1. 世界貿易量は、世界実質輸入。世界貿易量の2025/4Qは、10月の値。

2. シャドー部分は、景気後退局面。

<sup>18</sup> 米国の関税引き上げがわが国経済に及ぼす影響については、2025 年 10 月展望レポートの B O X 1 を参照。



## （BOX 2）労働需給の引き締めりと業種間のばらつき

わが国の労働市場をみると、昨年7～9月のマイナス成長の影響は特段窺われず、雇用者数は着実な増加を続けており、労働需給も引き締まった状態が続いている。本BOXでは、労働需給の状況について、業種別にみた特徴点を整理する。

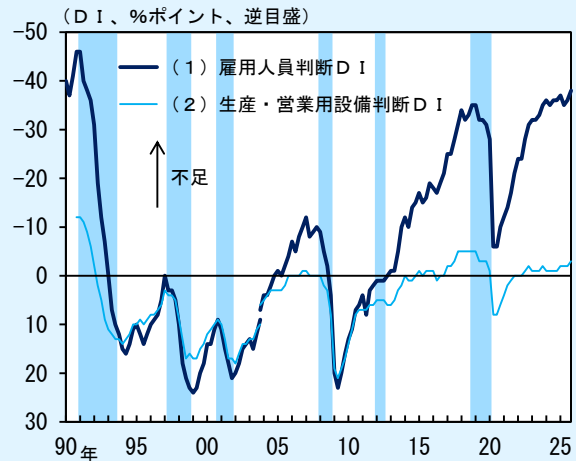
まず、短観の雇用人員判断DIをみると、「不足」超幅の拡大が続いており、足もとでは1991年以来の「不足」超となっている（図表B2-1）。近年は、雇用人員判断DIと生産・営業用設備判断DIが大幅に乖離している点が、過去の人手不足局面とは異なる特徴である。実際、両DIは過去の景気循環ではほぼ平行に変動してきたが、近年は相関が大幅に低下している。このことは、最近の労働需給の引き締めりには、両DIに影響を及ぼす総需要の拡大だけでなく、労働供給独自の要因も相応に影響している可能性を示唆している。

次に、雇用人員判断DIを業種別にみると、非製造業を中心に幅広い業種で「不足」超幅が拡大しているが、業種間のばらつきは大きく、とくに宿泊・飲食サービスや運輸・郵便、建設業で「不足」超幅が大きい（図表B2-2）。こうしたばらつきは、職種別にみた有効求人倍率にも現れている。すなわち、一般事務の求人倍率が1倍を大きく割り込む一方で、建設や土木作業の求人倍率は突出して高く、他職種との格差は10年前と比較しても一段と拡大している（図表B2-3）。近年は、労働需給全体が引き締まる中で、業種間・職種間での需給の不均衡が強まっている姿が窺われる。

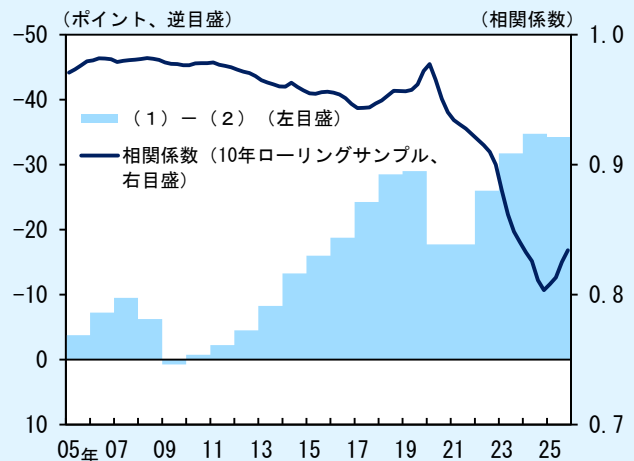
この間、労働需給の引き締めり度合いと賃金上昇率の関係を見ると、人手不足感が強い業種ほど賃金上昇率が高いという緩やかな相関関係が観察される（図表B2-4）。もっとも、建設業や医療・

図表B2-1：雇用人員判断DIと設備判断DI

### ①時系列推移



### ②相関係数

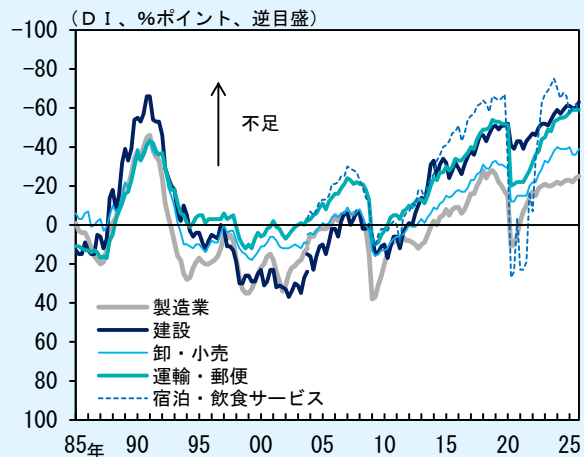


(出所) 日本銀行

(注) 1. 短観ベース（全産業全規模）。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。

2. ①のシャド一部分は、景気後退局面。

図表B2-2：業種別雇用人員判断DI



(出所) 日本銀行

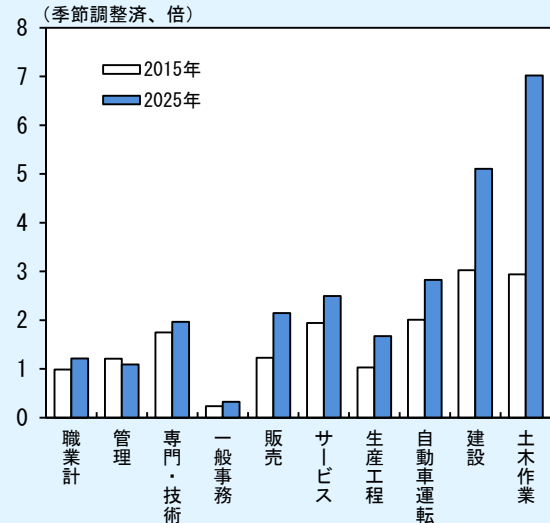
(注) 短観ベース（全規模）。2003/12月調査には、調査の枠組み見直しによる不連続が生じている。

福祉では、人手不足が深刻であるにもかかわらず、賃金上昇率は他業種ほどには高まっていないように窺われる。これらの業種の賃金には、様々な制度要因（診療報酬・介護報酬）や業種独自の市場構造（建設業の多層的な下請け構造）などの要因が複合的に作用しているとみられるが、賃金を引き上げても十分な労働力の流入が見込みにくいという事情も相応に影響している可能性がある。

そこで、以下では建設業を例にとって、同業種を巡る労働力フローを確認する（図表 B2-5）。まず、労働力調査をもとに「非労働力」から「就業状態」への推移確率をみると、女性・高齢者を中心とした労働力率の上昇を反映して、非労働力から就業状態へと移行する確率は、全産業ベースでみてははっきりと高まっている。もっとも、建設業に労働参加する割合は、2010 年代以降、一貫して横ばい圏内となっており、マクロでみた労働参加増加の効果はほとんど現れていない。次に、雇用動向調査を用いて、建設業と他業種間での労働移動をみると、技能類似性が比較的高いとみられる製造業との間では人材の流出入が相応に生じているものの、同じく人手不足が深刻な運輸郵便や宿泊飲食など多くの非製造業に対しては建設業から「流出」超となっている。これには、業種間の賃金格差に加え、建設業が労働者に求める技能や年齢等のミスマッチも影響しているとみられる。

先行き、国内需要が経済対策の効果もあって増加するもと、労働需要は着実に強まり、労働需給も一段と引き締まっていくとみられる。もっとも、技能や年齢等の要件で需給ミスマッチが存在するもとで、一部業種では、マクロの労働需給の状況以上に深刻な人手不足が続く可能性が高い。労働需給については、マクロの動向だけでなく、業種間・職種間のばらつきも注視する必要がある。

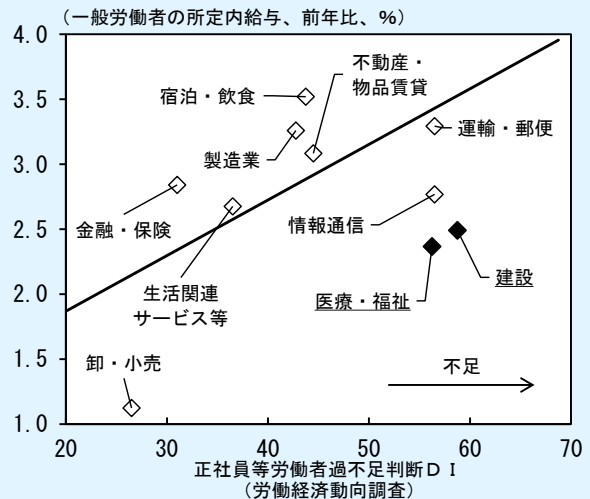
図表B2-3：職種別有効求人倍率



(出所) 厚生労働省

(注) パートを除く常用労働者の値。2025年は、1～11月の値。

図表B2-4：業種別の労働需給と賃金上昇

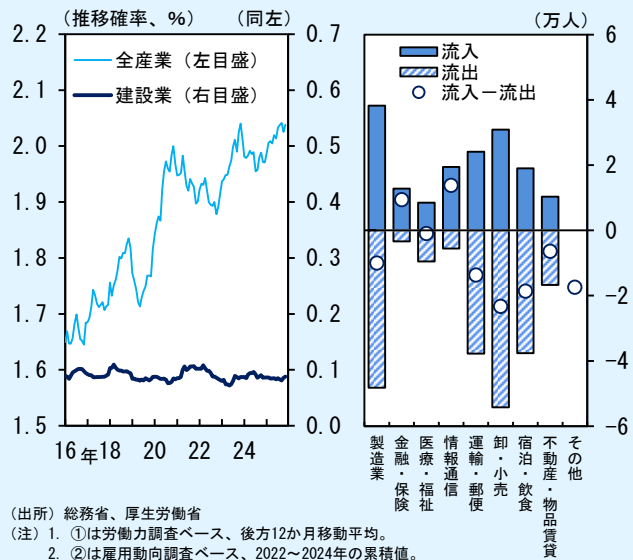


(出所) 厚生労働省

(注) 後方4四半期移動平均（直近は2025/3Qの値）。一般労働者の所定内給与とは共通事業所ベース。近似直線は建設、医療・福祉を除くベース。

図表B2-5：建設業を巡る労働力フロー

①非労働力からの参入 ②他業種との間の流出入



(出所) 総務省、厚生労働省

(注) 1. ①は労働力調査ベース、後方12か月移動平均。  
2. ②は雇用動向調査ベース、2022～2024年の累積値。

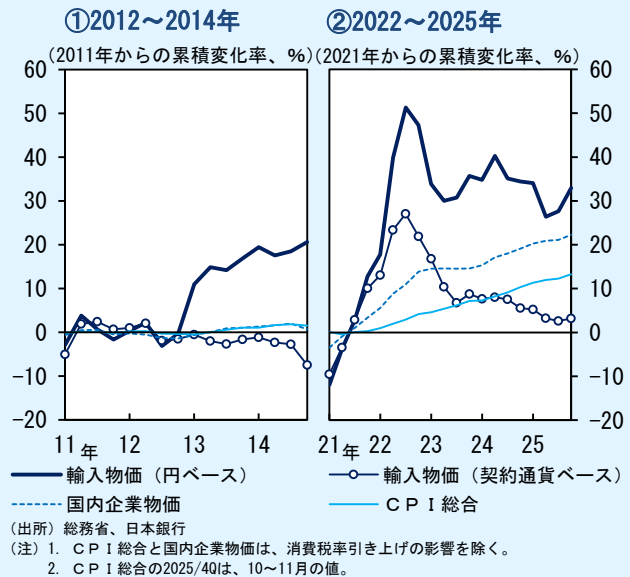
### （BOX 3）輸入物価上昇の国内物価へのパススルー

近年のわが国の物価変動をみると、為替変動等を受けた輸入物価の変動が、過去と比べて、消費者物価に影響を及ぼしやすくなっている面がある。本BOXでは、為替レート変動の消費者物価へのパススルーが上昇しているかどうか、幾つかの分析を通じて多面的に検証する。

まず、2010年代以降で為替円安等により輸入物価が大きく上昇した2回の局面（2012～2014年、2022～2024年）を取り上げ、それぞれの局面で、輸入物価の上昇が消費者物価にどの程度パススルーされてきたかをデータで確認する。直近の2022～2024年の物価動向をみると、円ベースの輸入物価は、為替円安や国際商品市況の上昇を反映して、2022年にかけて大幅に上昇したが、その後は、振れを伴いつつも上昇幅は縮小しており、2024年時点では2021年からの累積で+36.2%上昇している（図表B3-1②）。これに対し、国内企業物価と消費者物価は、輸入物価が下落に転じる場面でも、過去の輸入物価上昇へのキャッチアップが継続的な押し上げ圧力として作用するもとで、ほぼ一貫して上昇を続け、2024年時点で国内企業物価は累計+17.4%、消費者物価は同+8.7%上昇している。同様の計算を2012～2014年の局面についても行ってみると、輸入物価（円ベース）が累計で+19%上昇したのに対し、国内企業物価の上昇は同+1.4%、消費者物価の上昇は同+1.5%となっている（図表B3-1①）<sup>19</sup>。

以上の2回の局面における消費者物価の上昇のうち、どの程度が輸入物価上昇の直接的な波及によって説明され、どの程度が（そうした直接効果

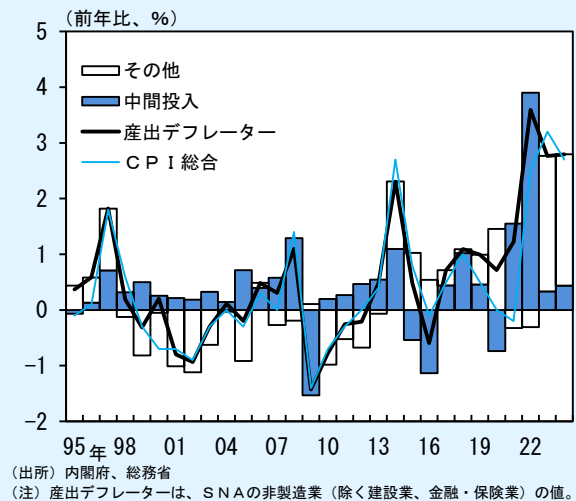
図表B3-1：輸入物価とCPIの累積変化



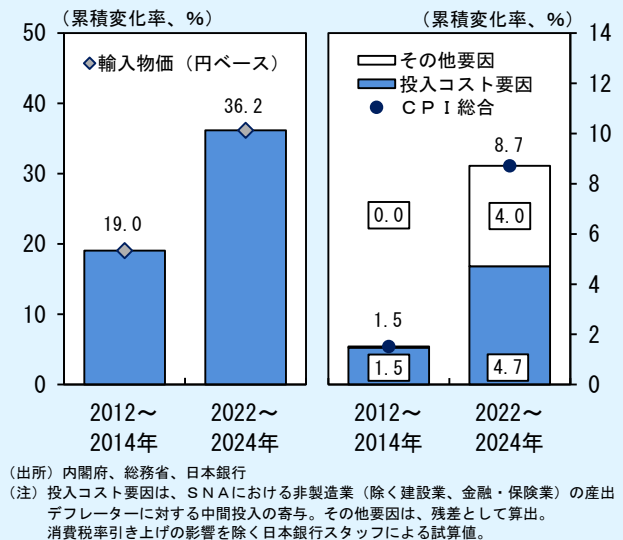
<sup>19</sup> 国内企業物価と消費者物価については、2014年4月の消費税率引き上げの影響を除くベース。

では説明できない) 2 次的な波及効果等によるものかを定量的に把握するため、以下では、産業連関表の投入・産出構造を用いた分解を試みる。具体的には、消費者物価が小売業やサービス業といった非製造業の販売(産出)価格であるという事実に着目して、非製造業の産出デフレーターを消費者物価とみなしたうえで(図表 B3-2)、①輸入物価の変動を直接反映する「投入コスト要因」と、②それ以外の「その他要因」に分解する<sup>20</sup>。後者の「その他要因」には、ユニット・プロフィット(U P)やユニット・レーバ・コスト(U L C)といった付加価値に対応するコストが含まれる。まず、2022~2024 年の局面における消費者物価の上昇について、上記の要因分解を行うと、この間の輸入物価の上昇による「投入コスト要因」で+4.7%の上昇が説明できるのに対し、残差である「その他要因」の寄与は+4.0%と比較的大きなものとなる(図表 B3-3)。「その他要因」は、輸入物価の上昇では直接説明できないマージンの変化であり、広い意味で輸入物価の上昇によって誘発された 2 次的波及効果(労働需給の引き締めや、企業の賃金・価格設定行動の積極化による U L C・U P の上昇)が含まれると考えられる。同様の分解を 2012~2014 年の消費者物価に対して行くと、輸入物価上昇による「投入コスト要因」の押し上げ寄与は+1.5%となるのに対し、「その他要因」の寄与は 0.0%となり、輸入物価上昇の直接的な波及によって、この間の消費者物価の上昇のほぼ全てを説明できることがわかる。以上の産業連関表に基づく分析は、ある時点からある時点までの輸入物価の変化が、投入・産出構造に従って、

図表B3-2：産出デフレーターとC P I



図表B3-3：輸入物価のパススルー



<sup>20</sup> 同様の分析は海外でも行われている。Schneider (2025), "What Contributes to Consumer Price Inflation? A Novel Decomposition Framework with an Application to Austria," *Journal of Economic Structures*, vol. 14, no. 2.

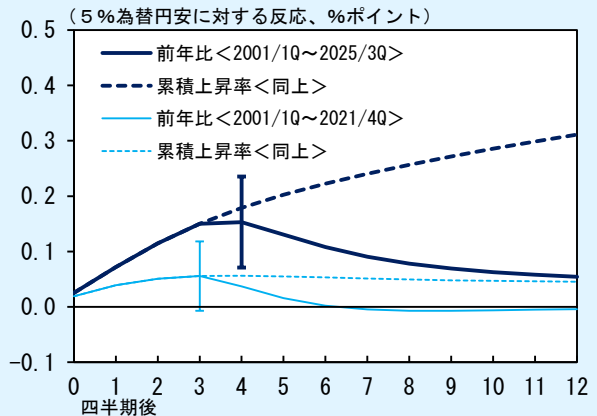
機械的に全て消費者物価へと転嫁されるという強い仮定に基づいている。このため、輸入物価変動の波及ラグといった動学的な要素は勘案できていない。

そこで、以下では、①ドル円レート、②中間投入コスト<sup>21</sup>、③需給ギャップ、④中長期インフレ予想、⑤消費者物価の5変数からなるシンプルなベクトル自己回帰（VAR）を推計し、円安ショックによって輸入物価が上昇した場合、どのタイミングでどの程度消費者物価上昇率が高まるかを定量的に確認する。結果をみると、円安ショックが発生した後、3～4四半期後に消費者物価の前年比はピークを迎える（図表 B3-4①）。財別にみると、近年の輸入ペネトレーション比率の上昇を背景として（図表 B3-5）、耐久消費財や食料工業製品において、とくに短期的な価格の反応が大きくなっている（図表 B3-4②、③）。その後は、消費者物価の伸び率は減衰するものの、賃金上昇などを通じた2次的波及効果が顕在化することから、比較的長期間にわたって消費者物価が上昇を続けるとの実証結果が得られる。また、こうしたVAR分析を、サンプル期間の終期をグローバルなインフレ局面に入る直前の2021年までとした場合と、直近までとした場合で比較すると、近年は為替レート変動に対する消費者物価の反応度が上昇していることが確認できる。

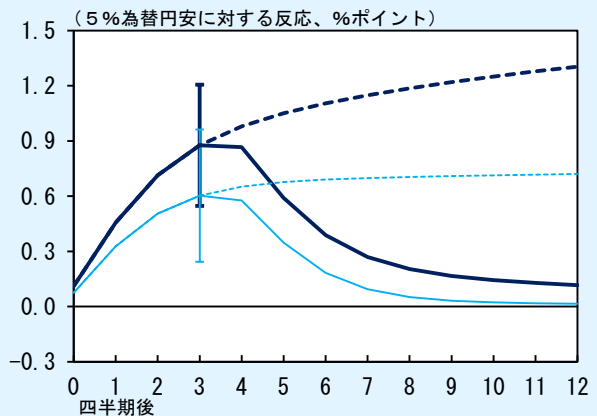
最後に、日本銀行調査統計局のマクロ計量モデル（Q-JEM）を用いて、上記の分析の頑健性を点検する。Q-JEMのフィリップス曲線には、説明変数として為替レートが含まれているため、為替レートの変化は消費者物価の直接的な変動要

図表B3-4：5%円安化に対するCPIの反応・VAR

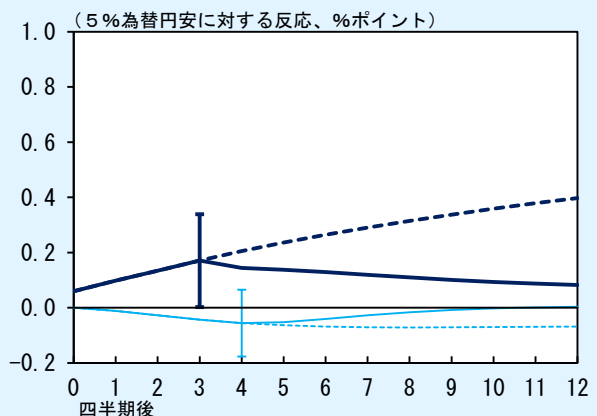
#### ①除く生鮮・エネルギー



#### ②耐久消費財



#### ③食料工業製品



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

（注）1. < >内は、推計期間。バンドは、前年比のピークにおける90%信頼区間。  
2. ドル円レート、中長期インフレ予想、中間投入コスト、需給ギャップ、CPIからなる5変数VARを推計。ショックの識別は、上記の順のコレスキー分解。CPIは、消費税率引き上げ・教育無償化政策、旅行支援策、携帯電話通料の影響を除いた、日本銀行スタッフによる試算値。中間投入コストは、2015年産業連関表の各部門の中間投入ウエイトに、CGPIやSPPの価格データを掛け合わせた上で、消費支出ウエイトで加重平均して算出。

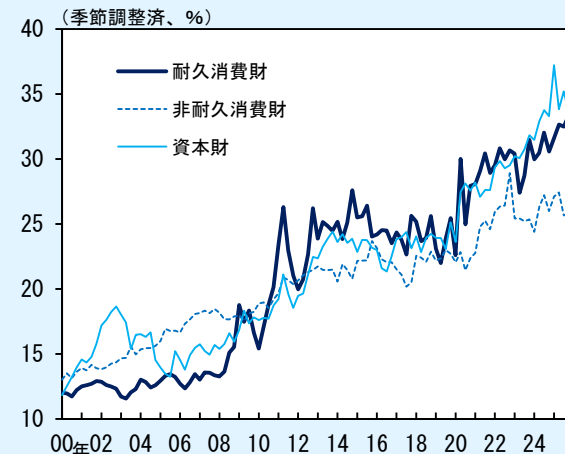
<sup>21</sup> 中間投入コスト指数は、生鮮食品やエネルギーを除く消費財・サービスの生産にかかる中間投入コストについて、産業連関表の取引構造を前提に試算したもの。詳細は、2022年4月展望レポートのBOX3を参照。



因となる。これに加えて、為替レートの変動は、需給ギャップや予想インフレ率も変化させるため、そうした間接的なチャンネルを通じて消費者物価に影響を及ぼす（一般均衡効果）。こうした構造を持つQ-JEMを用いて、円安ショックが発生した場合の消費者物価（除く生鮮）の反応についてシミュレーションを行うと、近年の構造変化を織り込んだモデルでは、過去の長期平均的な関係に基づくシミュレーション結果に比べて、円安ショック発生後の消費者物価の上昇率が大きくなっていることが確認できる（図表 B3-6）<sup>22</sup>。さらに、円安ショック発生から1年間は「直接的な変動要因」、つまり直接的な価格転嫁が物価上昇の主たる要因だが、3年目に入ると「その他要因」、すなわち2次的波及効果の寄与も、「直接的な変動要因」と同程度まで拡大してくることがわかる。

以上のような産業連関表やVAR、マクロモデルによる分析からは、①為替レートから消費者物価へのパススルーが近年上昇していること、②この背景としては、輸入ペネトレーション比率の上昇による直接的な価格転嫁だけでなく、企業の賃金・価格設定行動の積極化等もあって、その2次的波及効果も大きくなっていること、が窺われる。先行きについては、これらの点も十分に念頭に置いて、為替レートや国際商品市況の今後の展開、それらの消費者物価への影響を注意深くみていく必要がある。

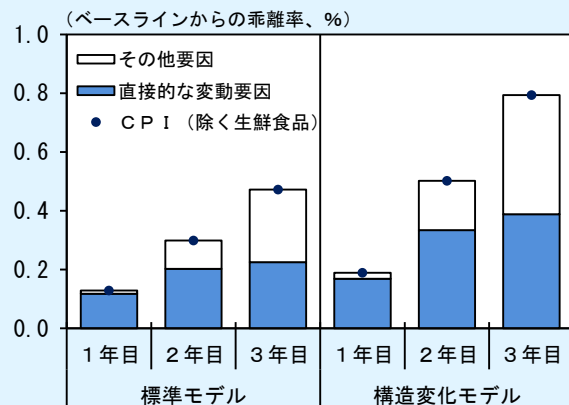
図表B3-5：輸入ペネトレーション比率



（出所）経済産業省

（注）1. 輸入ペネトレーション比率＝輸入÷総供給。  
2. 2025/4Qは、10～11月の値。

図表B3-6：5%円安化に対するCPIの反応・モデル



（出所）総務省、日本銀行等

（注）1. ドル円レートが5%円安化した場合のCPIの変化を、マクロ経済モデル（Q-JEM）を用いて推計。  
2. 標準モデルにおけるフィリップス曲線（CPI除く生鮮・エネルギー）の説明変数は、自己ラグ、中長期インフレ予想、需給ギャップ、ドル円レート、賃金ギャップ、輸入物価（契約通貨ベース）、2012年以前の期間ダミー。構造変化モデルは、このうちドル円レートの係数変化を織り込んだモデル。

<sup>22</sup> 標準モデルは、フィリップス曲線において、為替からCPIへの過去平均的なパススルー率を想定したモデル。構造変化モデルは、近年の為替からCPIへのパススルー率上昇を織り込むため、フィリップス曲線の説明変数である為替レート（ドル円レート）のパラメータにおいて2015年以降の期間ダミーを加えたモデル。2015年以降の為替レートにかかる係数は、2015/1Qにおける構造変化は統計的に有意であるものの、その後のサンプル期間は短く、同期間は円安局面が大半を占めるため、係数の大きさの解釈には十分留意する必要がある。



