

公表時間

8 月 3 日 (月) 14 時 00 分



経済・物価情勢の展望

2026 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（2026 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、2026 年度については、中東情勢の影響を受けた春先以降の原油価格上昇が下押し要因となるものの、グローバルな A I 関連需要の増加に加え、政府による各種施策や緩和的な金融環境等が経済を下支えすると考えられるため、わが国経済は、伸び率を縮小しつつも、緩やかな成長を続けるとみられる。2027 年度以降は、原油高のマイナスの影響が減衰し、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っていくことから、わが国経済は成長率を緩やかに高めていくと考えられる。
- 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、賃金上昇を販売価格に転嫁する動きが続くもとで、これまでの原油価格上昇が、エネルギーや財を中心に価格を押し上げるほか、グローバルな A I 関連需要の増加に伴う半導体価格等の上昇や最近の為替円安が耐久財等の価格上昇につながることから、2026 年度後半以降、2%をはっきりと上回る水準まで伸び率を高めていくと予想される。その後、見通し期間後半には、原油高の影響が減衰していくもとで、2%程度に向けてプラス幅を縮小していくと考えられる。この間、人手不足感の強い状況が続くなかで、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、中長期的な予想物価上昇率は上昇していくと見込まれる。こうしたもとで、消費者物価の基調的な上昇率は、徐々に高まっていくと予想され、2026 年度後半から 2027 年度にかけて「物価安定の目標」と概ね整合的な水準となり、その後も同程度で推移すると考えられる。
- 前回の見通しと比べると、成長率は概ね不変である。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、政府による夏場のエネルギー負担緩和策（電気・ガス代）の効果等から、2026 年度が下振れている。
- リスク要因としては様々なものがあるが、当面は、中東情勢が金融・為替市場やわが国の経済・物価に及ぼす影響をとくに注視する必要がある。このほか、グローバルな A I 関連需要の動向や今後の為替相場の変動が、わが国の経済・物価に及ぼす影響にも留意が必要である。
- リスクバランスをみると、経済の見通しについては、概ねバランスしている。消費者物価の見通しについては、上振れリスクの方が大きい。基調的な物価上昇率については、企業の賃金・価格設定行動が積極化していることや、中長期的な予想物価上昇率が引き続き上昇していることなどを踏まえると、2%の「物価安定の目標」を超えて上振れていくリスクがある。こうしたリスクが顕在化し、それがその後の経済に悪影響を及ぼすことがないように、十分に留意する必要がある。

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、中東情勢の影響もあって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、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、基調としては横ばい圏内の動きを続けている。グローバルな A I 関連需要の堅調な増加などを背景に、企業収益は高水準で推移しており、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、家計マインドに弱さがみられるものの、雇用・所得環境の改善を背景に底堅く推移している。一方、住宅投資は減少傾向にある。公共投資は横ばい圏内の動きを続けている。この間、労働需給は、引き締まった状態が続いている。わが国の金融環境は、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なか、足もとでは、政府によるエネルギー負担緩和策の効果などから、1 % 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、2026 年度については、中東情勢の影響を受けた春先以降の原油価格上昇が、交易条件の悪化などを通じて企業収益や家計の実質所得に対する下押し要因となるものの、グローバルな A I 関連需要の増加や春季労使交渉におけるしっかりとした賃上げの実現に加えて、政府による各種施策（エネルギー負担緩和策等）や緩和的な金融環境などが経済を下支えすると考えられる。こうしたもとで、わが国経済は、伸び率を縮小しつつも、緩やかな成長を続けるとみられる。

すなわち、企業部門をみると、輸出や生産は、中東情勢の影響を受けつつも、グローバルな A I 関連需要の強さが押し上げ要因として作用することから、当面は横ばい圏内の動きになると見込まれる。企業収益は、原油価格上昇に伴う

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。なお、原油価格（ドバイ原油）については、先物市場の動向などを参考に、1 バレル 80 ドル程度を出発点に、見通し期間の終盤にかけて、70 ドル程度まで下落していくと想定している。

交易条件悪化の影響を受けつつも、A I 関連需要の強さなどを背景に高水準が続くとみられる。そうしたもとで、設備投資は、既往案件の受注残を解消する動きに加え、政府の経済対策や緩和的な金融環境が下支え要因として作用し、緩やかな増加傾向が続くと考えられる。

家計部門をみると、雇用面では、労働需給は引き締まった状態が続き、名目賃金は、本年の春季労使交渉の結果などを反映して現状程度の伸びが続くと見込まれる。個人消費は、賃金の増加や株価上昇による資産効果に加えて、政府による各種施策を通じた家計への所得移転が下支え要因となるものの、エネルギーを中心とした物価上昇の影響から、横ばい圏内の動きになるとみられる。住宅投資は、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。この間、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。

2027 年度以降については、原油高のマイナスの影響が減衰し、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っていくことから、わが国経済は成長率を緩やかに高めていくと考えられる。輸出や生産は、中東情勢の影響が和らぎ、海外経済の緩やかな成長が続くなか、グローバルな A I 関連需要の強さなどにも支えられ、緩やかに増加していくと考えられる。企業収益は、原油価格の下落に伴う交易条件の改善や内外需要の増加に支えられて、改善していくとみられ、そうしたもとで、設備投資は、人手不足対応の省力化投資や A I 関連等の成長分野への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、増加傾向を維持すると考えられる。雇用・所得環境をみると、労働需給は引き締まった状況が続き、名目賃金は着実な増加が続くとみられる。これに加え、物価の上昇ペースが徐々に落ち着いていくと見込まれるなか、個人消費は、緩やかな増加基調に復していくとみられる。

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、見通し期間を通じて概ね不変となっている。

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、資本ストックの着実な増加

などを背景に、小幅のプラスが続くとみられる³。

（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、賃金上昇を販売価格に転嫁する動きが続くもとで、これまでの原油価格上昇が、エネルギーや財を中心に価格を押し上げるほか、グローバルなＡＩ関連需要の増加に伴う半導体価格等の上昇や最近の為替円安が耐久財等の価格上昇につながることから、2026年度後半以降、２％をはっきりと上回る水準まで伸び率を高めていくと予想される。その後、見通し期間後半には、原油高の影響が減衰していくもとで、２％程度に向けてプラス幅を縮小していくと考えられる。

この間、人手不足感の強い状況が続くなかで、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、中長期的な予想物価上昇率は上昇していくと見込まれる。こうしたもとで、消費者物価の基調的な上昇率は、徐々に高まっていくと予想され、2026年度後半から2027年度にかけて「物価安定の目標」と概ね整合的な水準となり、その後も同程度で推移すると考えられる。基調的な物価上昇率が２％に近づいていることを踏まえると、今後は、「物価安定の目標」の持続的・安定的な実現という観点から、これが２％程度の水準で定着するかどうかを確認していくことが重要となってくる。

なお、消費者物価（除く生鮮食品）の見通しは、原油価格の動向や政府による各種施策の影響も受ける。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が、中東以外の地域からの代替調達に伴って輸送コストが増加していることを踏まえると、わが国の企業が直面する調達価格は、国際市況ほどには低下しないと考えられる。政府による施策については、燃料油補助金などのエネルギー負担緩和策や教育無償化政策等が行われており、2026年度の消費者物価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

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％台半ばから後半」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、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。

品・エネルギー)の前年比は、これまでの原油価格上昇が財を中心に価格を押し上げることに加え、半導体価格等の上昇や最近の為替円安が耐久財等の価格上昇につながることから、2%を超える水準で推移したあと、原油高の影響が減衰していくもとで、プラス幅を縮小すると見込まれる。

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、消費者物価(除く生鮮食品)は、政府による夏場のエネルギー負担緩和策(電気・ガス代)の効果等から、2026年度が下振れているが、消費者物価(除く生鮮食品・エネルギー)は、見通し期間を通じて概ね不変である。

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おり、足もとでは小幅のプラスとなっている。先行きの需給ギャップは、上記の経済の見通しのもとで、現状程度のプラスが続くと予想される。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、労働集約的な業種を中心に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りやすくなっているとみられる。

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、労働需給の引き締めなどを背景に、企業の積極的な賃金・価格設定行動が続き、予想物価上昇率は緩やかな上昇が続くと予想される。その水準は、2026年度後半から2027年度にかけて2%程度となり、その後も同程度で推移すると考えられる。

3. 経済・物価のリスク要因

上記の中心的な経済・物価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、中東情勢がわが国経済・物価に及ぼす影響である。中東情勢については、なお不透明な状況が続いているが、原油価格は一頃に比べて下落しており、前回の展望レポートで指摘したような、経済の大幅な下振れリスクや物価の大幅な上振れリスクは低下している。とくに、サプライチェーンの大規模な混乱が生じ、わが国企業の生産活動に大きな影響をもたらすリスクは、中東依

存度の高い原材料の代替調達が進展していることもあり、低下している。もっとも、これまでの原油価格上昇が経済・物価に及ぼす影響については、引き続き注意が必要である。実体経済面では、原油高に伴う原材料等の価格上昇が、企業収益や家計の実質所得を想定以上に下押しすることがないか、確認していく必要がある。物価面では、原油高を起点に企業間取引における価格転嫁がやや速いスピードで進んでおり、これが、今後、消費者段階における幅広い品目の価格上昇に波及していく可能性が高いと考えられる。これらに加え、中長期の予想物価上昇率が引き続き上昇していることも踏まえると、消費者物価の基調的な上昇率が2%の「物価安定の目標」を超えて上振れていくリスクがある。

この間、原油価格については、なお振れの大きい展開が続いている。今後の原油価格の変動がわが国の経済・物価に及ぼす影響については、引き続き留意が必要である。

第2に、A I 関連需要を含む内外の経済・物価動向である。A I 関連については、その用途の急速な広がりとともに、グローバルな需要拡大が続いており、旺盛な設備投資が世界経済を一段と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。物価面では、最近の半導体価格の上昇は、関連する耐久財の価格を押し上げるとみられるほか、企業間取引において、銅などの素材価格や機械類の価格が上昇していることも踏まえると、今後は、消費者段階においても、様々な品目の価格上昇につながる可能性がある。こうしたA I 関連の材料・部品などに対する内外の需要が想定以上に増加した場合には、価格面での上昇圧力が一段と高まるリスクもある。なお、A I 関連需要拡大の好影響は、これまでのところ、I T 関連セクターの収益拡大や株価上昇に伴う資産効果などを中心に現れている面があるが、今後、A I の利活用による生産性向上などを通じて、その恩恵が幅広いセクターに広がるか、注意を払う必要がある。

このほか、米欧を含む各国の財政拡張的な動きなどが、世界経済・物価や金融市場に及ぼす影響にも留意が必要である。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、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。

第3に、為替相場の変動がわが国の経済・物価に及ぼす影響である。これについては様々な経路が考えられるが、為替円安の進行は、グローバル企業の収益などにプラスの影響を及ぼす一方、輸入物価の上昇などを通じて、家計の実質所得を下押しするほか、中小企業などの収益にマイナスに作用する面がある。また、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。この点、原油高等の市況要因に加え、為替円安の進行から、足もと輸入物価の前年比が大きく上昇していることは、先行き、耐久財をはじめとした幅広い品目の価格を押し上げる方向に作用すると考えられ、その影響を十分注視する必要がある。

これらのリスクに加え、やや長い目でみたリスク要因としては、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AI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、政府が進めている成長分野への投資増加に向けた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。この点、投資の制約要因として、人手不足とともに、資材価格の高騰等を指摘する声が多いことを踏まえると、適切な金融政策運営を通じて物価の安定を実現することは、わが国の成長投資の拡大を支える観点からも重要である。一方、人手不足下において、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ことには注意が必要である。この間、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る面があり、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。

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적인見通しについて点検すると、消費者物価

⁴ 「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。

(除く生鮮食品)の前年比は、賃金上昇を販売価格に転嫁する動きが続くもとで、これまでの原油価格上昇が、エネルギーや財を中心に価格を押し上げるほか、グローバルなA I 関連需要の増加に伴う半導体価格等の上昇や最近の為替円安が耐久財等の価格上昇につながることから、2026 年度後半以降、2 %をはっきりと上回る水準まで伸び率を高めていくと予想される。その後、見通し期間後半には、原油高の影響が減衰していくもとで、2 %程度に向けてプラス幅を縮小していくと考えられる。この間、人手不足感の強い状況が続くなかで、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、中長期的な予想物価上昇率は上昇していくと見込まれる。こうしたもとで、消費者物価の基調的な上昇率は、徐々に高まっていくと予想され、2026 年度後半から 2027 年度にかけて「物価安定の目標」と概ね整合的な水準となり、その後も同程度で推移すると考えられる。

政策金利の水準が一頃に比べて上昇しているなかにあつては、金融環境がどのように変化していくかを点検していくことも重要である。この点、実質金利は短中期ゾーンを中心にマイナスとなっているほか、企業全体の収益性と比較した金利コストはなお十分に低い状況が続いている。こうしたなか、企業等の資金需要は増加しており、金融機関の貸出態度も引き続き積極的である。C P・社債市場でも良好な発行環境が続いている。これらの動きを踏まえると、わが国の金融環境は緩和した状態が維持されており、引き続き、経済活動をしっかりとサポートしていくと考えられる。

次に、第 2 の柱、すなわち金融政策運営の観点から重視すべきリスクについて点検する。わが国経済・物価を巡るリスク要因としては様々なものがあるが、当面は、中東情勢が金融・為替市場やわが国の経済・物価に及ぼす影響をとくに注視する必要がある。このほか、グローバルなA I 関連需要の動向や今後の為替相場の変動が、わが国の経済・物価に及ぼす影響にも留意が必要である。リスクバランスは、経済の見通しについては、概ねバランスしている。消費者物価の見通しについては、上振れリスクの方が大きい。前述したとおり、基調的な物価上昇率が2 %に近づいているなか、企業の賃金・価格設定行動が積極化していることや、中長期的な予想物価上昇率が引き続き上昇していることなどを踏まえると、基調的な物価上昇率が2 %の「物価安定の目標」を超えて上振れていくリスクがある。こうしたリスクが顕在化し、それがその後の経済に

悪影響を及ぼすことがないように、十分に留意する必要がある。

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、今後の中東情勢やA I 関連投資の収益性、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、基調的な物価上昇率が2%に近づいているなか、現在の金融環境が緩和的であることを踏まえると、経済・物価・金融情勢に応じて、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。そのうえで、調整のタイミングやペースについては、中東情勢やA I 関連需要の拡大、為替相場の変動の影響を含め、経済・物価の中心的な見通しが実現する確度やリスクを点検しながら、検討していく方針である。とくに、基調的な物価上昇率が2%の「物価安定の目標」を超えて上振れていくリスクが顕在化し、それがその後の経済に悪影響を及ぼすことがないように、基調的な物価上昇率を2%程度の水準で安定させていくという観点が重要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、適切に金融政策を運営していく。

(参考)

2026～2028 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。

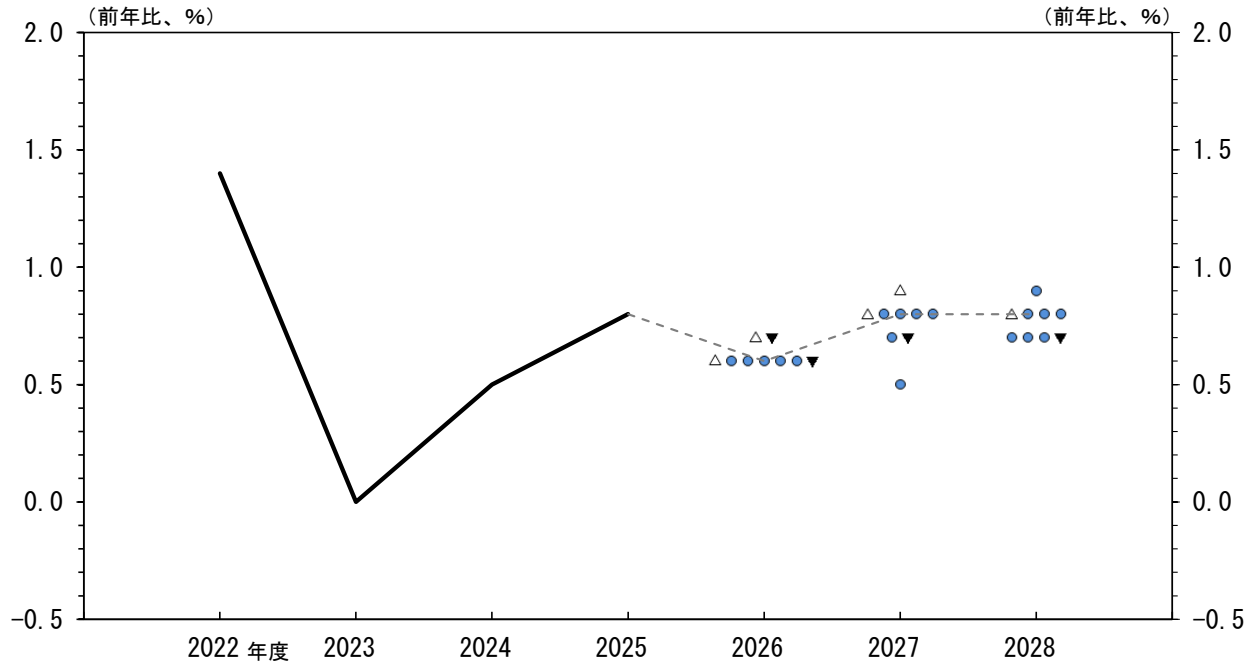
	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	(参考) 消費者物価指数 (除く生鮮食品・エネルギー)
2026 年度	+0.6 ～ +0.7 ＜+0.6＞	+2.3 ～ +2.7 ＜+2.5＞	+2.3 ～ +2.6 ＜+2.5＞
4月時点の見通し	+0.4 ～ +0.7 ＜+0.5＞	+2.8 ～ +3.0 ＜+2.8＞	+2.5 ～ +2.7 ＜+2.6＞
2027 年度	+0.7 ～ +0.8 ＜+0.8＞	+2.2 ～ +2.5 ＜+2.4＞	+2.2 ～ +2.7 ＜+2.6＞
4月時点の見通し	+0.6 ～ +0.8 ＜+0.7＞	+2.3 ～ +2.4 ＜+2.3＞	+2.6 ～ +2.7 ＜+2.6＞
2028 年度	+0.7 ～ +0.8 ＜+0.8＞	+2.0 ～ +2.2 ＜+2.0＞	+2.1 ～ +2.3 ＜+2.2＞
4月時点の見通し	+0.7 ～ +0.8 ＜+0.8＞	+2.0 ～ +2.2 ＜+2.0＞	+2.1 ～ +2.4 ＜+2.2＞

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

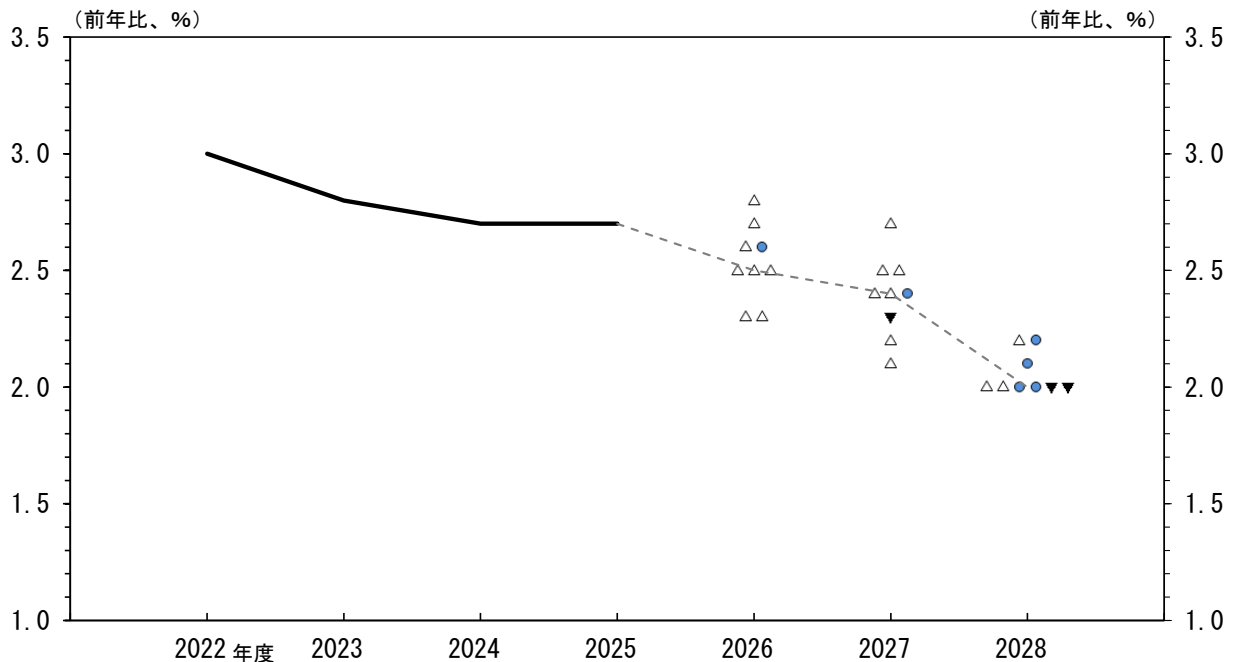
(注2) 各政策委員は、既に決定した政策を前提として、また先行きの政策運営については市場の織り込みを参考にして、上記の見通しを作成している。

政策委員の経済・物価見通しとリスク評価

(1) 実質GDP



(2) 消費者物価指数（除く生鮮食品）



(注1) 実線は実績値、点線は政策委員見通しの中央値を示す。

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

【背景説明】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、中東情勢の影響もあって一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している。

2026 年 1～3 月の実質 GDP は、前期比 +0.5%（年率 +1.8%）と、2 四半期連続のプラス成長となった（図表 1）。需要項目別にみると、①設備投資は人手不足や資材価格の高騰に伴う工事進捗の遅れから減少に転じたものの、②個人消費は実質可処分所得の改善を背景に増加を続けたほか、③輸出も、昨年の関税引き上げの影響が概ね剥落するも、A I 関連需要の堅調な増加を背景に、財輸出を中心にしっかりと増加した。こうしたもとで、労働需給は引き締まった状態が続いており、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、1～3 月は、ゼロ%台半ばのプラスで推移した（図表 2）⁶。

4 月以降の月次指標や高頻度データ、企業へのヒアリング情報を踏まえると、中東情勢を受けた素原料輸入の減少やエネルギー・原材料価格の上昇は、輸出・生産面の一部やマインド面にマイナスの影響を及ぼしているものの、代替調達進展によりサプライチェーンの大規模な混乱は回避さ

図表 1：実質 GDP

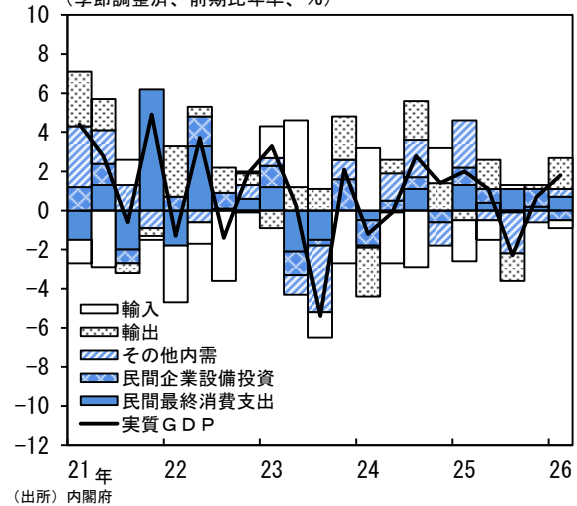
①水準

（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、%）



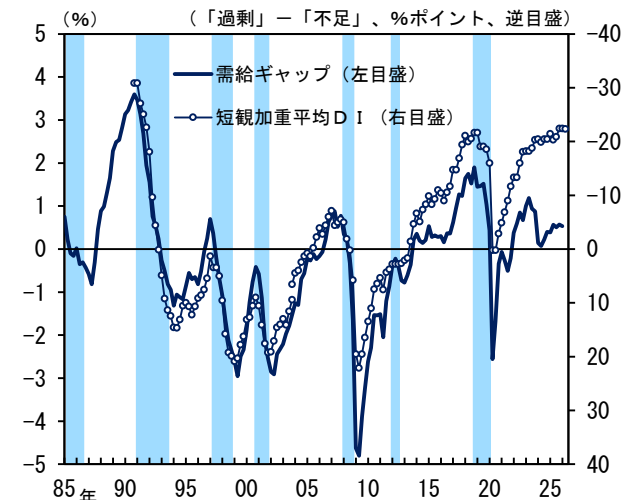
⁵ 7 月 30、31 日開催の政策委員会・金融政策決定会合で決定された「基本的見解」について、その背景を説明するためのものである。

⁶ 需給ギャップや潜在成長率は、生産要素のトレンドに関して一定の仮定を置いて推計・算出した値であるため、相当の幅をもってみておく必要がある。推計方法の詳細については、日本銀行調査統計局「需給ギャップ・潜在成長率の見直しと労働需給関連指標の補完的活用について」、日本銀行調査論文（2026 年 3 月）を参照。

れるもとで、グローバルなA I 関連需要の堅調な増加にも支えられて内外需要は底堅さを維持している⁷。すなわち、輸出・生産は、物流の停滞を受けた中間財（化学等）の減少は小幅にとどまる一方で、資本財や情報関連はグローバルなA I 関連需要の堅調さを背景に増加していることから、基調としては横ばい圏内の動きを続けている。こうしたもとで、企業収益は高水準で推移しているとみられ、6月短観でも、業況判断D I（全産業全規模）は、前回と同じく1991年8月以来の良好な水準を維持した。6月短観で同様に確認されたとおり、企業は積極的な設備投資スタンスを続けているものの、中東情勢を受けた建設資材の不足や価格高騰は、従来からの人手不足と相俟って、一部で建設投資の進捗の遅れにつながっている模様である。家計部門をみると、消費者マインド指標には引き続き弱さがみられるものの、個人消費は、雇用者数・名目賃金の増加に加え、政府による各種支援策や株高による資産効果、一部財での前倒し需要も押し上げ要因となり、このところ増加している。以上のような内外需要を反映して、6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」超が続いた。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」超が続いた（図表2）。以上のように、中東情勢に伴うマイナスの影響は一部でみられるものの、グローバルなA I 関連需要の堅調さや株価上昇、政府による各種支援策等によるプラス効果が、わが国の景気を下支えしている。

わが国経済の先行きを展望すると、グローバルなA I 関連需要の堅調さや政府による各種施策は下支えとなるものの、当面は、エネルギー・原材

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。

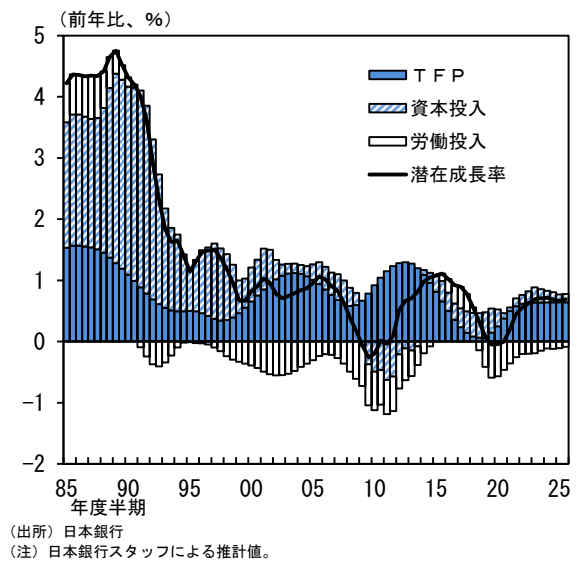
⁷ 中東情勢を受けた素原料輸入の動向についてはBOX 1を参照。

料価格の上昇による交易条件悪化が下押しに作用することから、成長率は幾分減速するとみられる。なお、令和8年熊本地震による供給面の制約から、目先の生産が、輸送機械や電子部品・デバイスを中心に下押しされる可能性に留意する必要がある。その後は、原油価格の下落基調が続くという前提のもとで、グローバルなA I 関連需要の堅調な増加にも支えられて、成長率は緩やかに高まり、潜在成長率並みのペースで推移すると考えられる⁸。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、概ね不変である。

潜在成長率の推計値をみると、コロナ禍からの回復以降、「0%台半ばから後半」で推移しており、先行きも同程度の伸びが続くと想定している（図表3）。潜在成長率の内訳については、①働き方改革の影響一巡から潜在労働時間は減少から下げ止まりに向かうものの、女性・高齢者の労働参加が徐々に頭打ちとなり、潜在就業者数の伸びは鈍化することから、潜在労働投入量は若干のマイナスで推移する、②資本ストックは、経済的価値の減耗が速い無形固定資産投資のウェイト上昇を反映して従来よりもペースは鈍化するが、政府の各種の施策もあって着実な増加を続ける、③全要素生産性（TFP）は、A I 等の活用による生産性改善や生産要素の効率的な再配分に支えられて現状程度のプラスを続ける、と考えている。以上の景気展開と潜在成長率の想定のもとで、先行きの需給ギャップは、見通し期間を通じて現状程度のプラスが続く姿を見込んでいる。

見通し期間の各年度の特徴をやや詳しくみると、2026年度は、輸出はグローバルなA I 関連需要の堅調さを背景に緩やかな増加傾向をたどるもの

図表3：潜在成長率



⁸ グローバルなA I 関連需要の増加がわが国経済に及ぼす影響についてはBOX2を参照。

の、エネルギー・原材料価格の上昇によって、企業収益は下押しされ、家計の実質購買力も低下するもとで、国内民間需要の増勢は鈍化することから、成長率は前年度から幾分減速すると見込まれる。ただし、A I 関連財の輸出価格上昇等により一段と上振れている高水準の企業収益がバッファとなるほか、政府による施策や緩和的な金融環境も下支えとなることから、成長率の低下は小幅にとどまると予想される。財輸出は、当面は、中東情勢の影響による中間財等への下押し圧力から横ばい圏内の動きにとどまるが、中東情勢の影響が緩和するのに伴い、A I 関連を中心に緩やかな増加傾向をたどると予想される。設備投資は、A I 関連の能力増強投資に加え、既往の投資案件の受注残を解消する動きなども下支えとなり増加基調をたどるものの、当面は、エネルギー・原材料価格上昇による企業収益の伸び鈍化や建設コストの上昇・工事遅延の影響から、増勢が鈍化した状態が続くと考えられる。名目賃金は、概ね前年並みのベースアップが実現するもとで、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ほか、雇用者数も緩やかな増加を続ける可能性が高い。個人消費は、こうした雇用者所得の増加やエネルギー負担緩和策などの政府の各種施策に加え、耐久財の前倒し需要も押し上げ要因となり、当面は緩やかに増加するものの、年度後半にかけては物価上昇による実質購買力への下押し圧力が強まり、減速する可能性が高い。この間、住宅投資は、住宅価格上昇や人口動態等を反映して減少傾向をたどるとみられる。

2027 年度の成長率は、上期を中心に物価上昇による下押しの影響が残るものの、A I 関連財の輸出価格高止まりや原油価格下落に伴う交易利得の改善に支えられて、国内民間需要の増加基調は徐々に明確となることから、成長率は幾分高まり、

潜在成長率並みとなると考えられる。財輸出は、中東情勢の影響が和らぐもとで、A I 関連を中心に緩やかな増加傾向をたどると見込まれる。企業収益は、内外需要の増加とエネルギー・原材料価格の下落を背景に、増益基調を続けると予想される。そのもとで、設備投資は、人手不足対応の省力化投資やA I 関連の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、増加傾向を続けると考えられる。名目賃金は既往の企業収益の増勢鈍化がタイムラグを伴って下押しとなり、上昇率が幾分鈍化するとみられる。個人消費は、物価上昇率の低下に伴う実質可処分所得の回復は下支えとなるものの、前年までの支援策の剥落や耐久財の前倒し需要の反動減等から横ばい圏内の動きにとどまると見込まれる。

2028 年度は、原油価格が横ばい圏内で推移するなかで、潜在成長率並みの成長ペースが続くと考えられる。財輸出は、海外経済の緩やかな成長を背景に、緩やかな増加を続けると見込まれる。設備投資は、企業収益の改善が続くもとで、着実な増加傾向を維持すると考えられる。名目賃金が企業収益の改善に伴い再び伸びを高めるもとで、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、実質可処分所得も改善を続けることから、個人消費は緩やかな増加基調に復すると考えられる。

1. 2 主要支出項目の動向とその背景

(政府支出)

公共投資は、横ばい圏内の動きを続けている(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。

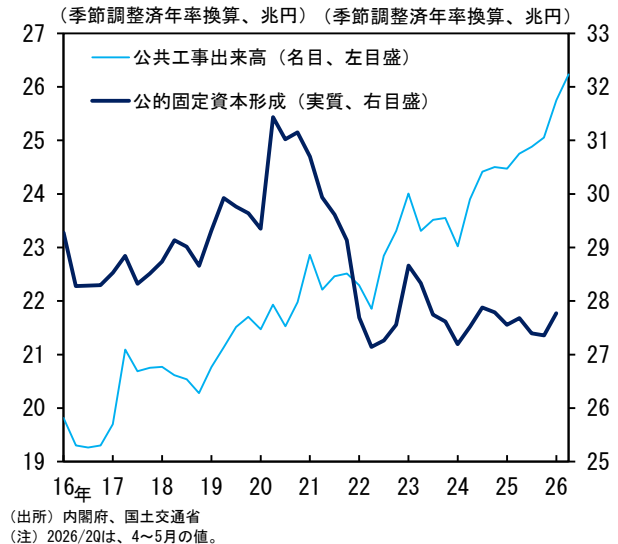
各種の先行指標の動きも踏まえると、先行きの公共投資は、横ばい圏内で推移すると予想される。政府消費は、医療・介護費の趨勢的な増加に加え、経済対策や防衛関連の支出増も反映して、着実な増加を続けると考えられる。

(海外経済)

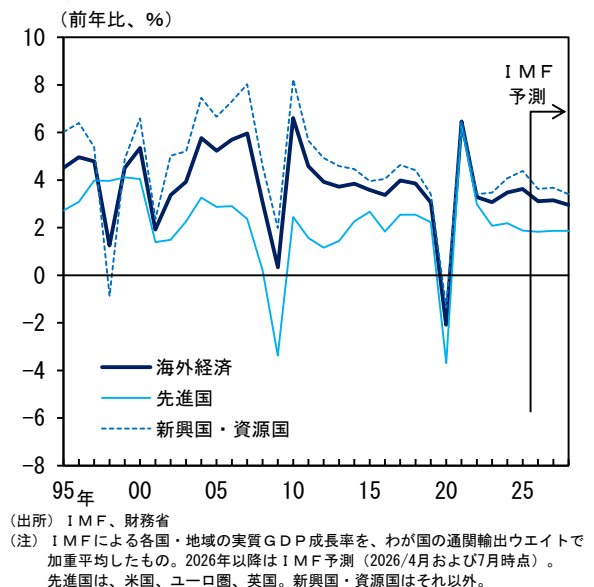
海外経済は、中東情勢の影響もあって一部に弱めの動きもみられるが、総じてみれば緩やかに成長している(図表5)。地域別にみると、米国経済は、一部に弱めの動きもみられるが、総じてみれば堅調な成長を維持している。欧州経済は、総じてみれば底堅さを維持しているものの、中東情勢の影響を受けて内需に下押し圧力がみられている。中国経済は、消費に力強さを欠きつつも、輸出の増加などに支えられて、このところ持ち直している。中国以外の新興国・資源国経済は、一部に弱めの動きもみられるが、総じてみれば緩やかに改善している。このうち、わが国経済とつながりの深いアジア地域をみると、NIEs・ASEAN経済は、グローバルなAI関連需要に牽引されるかたちで改善しているが、中東情勢を受けて消費や生産面への影響が一部でみられている。

以上の世界経済の現状をグローバルPMIでみ

図表4：公共投資



図表5：海外経済見通し



ると、サービス業では、中東情勢の影響を受けて低下したあと、足もと改善・悪化の分岐点となる50を小幅に上回っている。この間、製造業は、50を上回って推移している（図表6）。

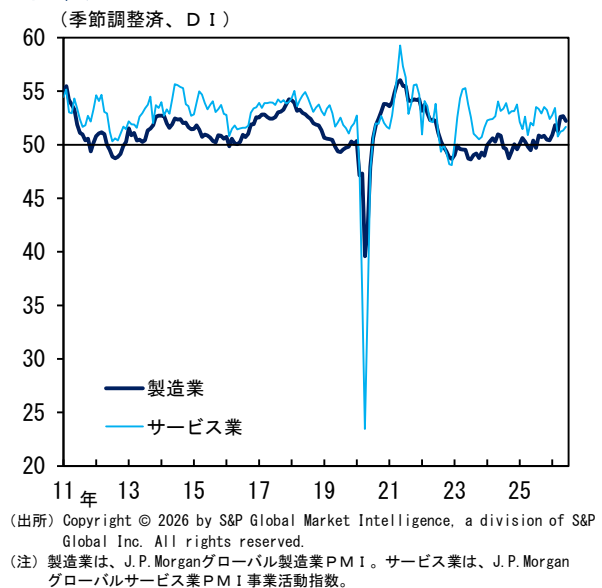
先行きの海外経済は、当面、中東情勢等の影響が下押し圧力となるものの、その後は、中東情勢の影響が和らぐとの前提のもとで、グローバルなAI関連需要にも支えられて、緩やかな成長を続けると考えられる。地域別にみると、中東へのエネルギー輸入依存度の高いアジア諸国を中心に、当面、中東情勢の影響が下押し圧力になるとみられる。その後は、中東情勢の影響が和らぐとの前提のもとで、米国経済は、AI関連需要や政策面の下支えもあって、堅調な成長を続けると考えられる。欧州経済は、政策面の下支えもあって、徐々に成長率を高めていくと考えられる。中国経済は、政策面の下支えもあって、緩やかに改善していくと考えられる。中国以外の新興国・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、中東情勢による下押しの影響とグローバルなAI関連需要による押し上げの影響が概ね相殺し、基調としては横ばい圏内の動きを続けている（図表8）⁹。地域別にみると（図表9）、米国向けは、一部完成車メーカーにおける生産ライン再開を受けた自動車関連の増加に加え、データセンター向けの資本財の増加等も押し上げ要因となり、増加している。欧州向けは、現地の国内需要の底堅さや新車投入効果を反映して、自動車関連を中心に増加している。中国向けは、現地メー

⁹ GDP統計には計上されない再輸出品等が含まれる「その他財」を除いた実質輸出をみても、横ばい圏内の動きとなっている。

図表6：グローバルPMI



図表7：実効為替レート



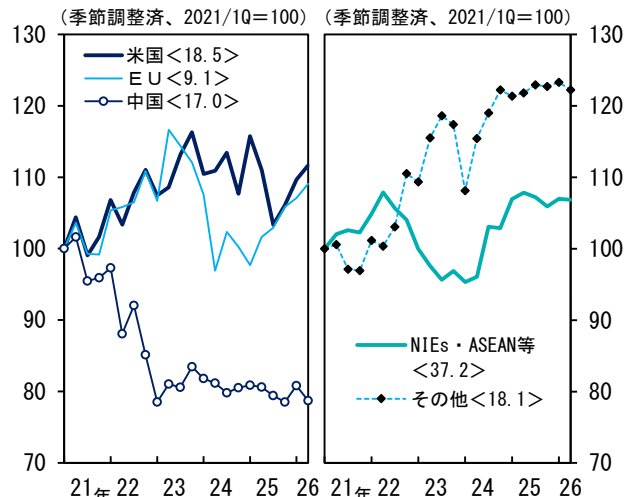
図表8：実質輸出入



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、低水準で推移している。NIEs・ASEAN等向けは、足もとでは鉱物性燃料（軽油・ジェット燃料等）の減少が下押しに作用しているが、グローバルなA I 関連需要を背景とした資本財（半導体製造装置）の堅調さに支えられて、基調としては底堅く推移している。その他地域向けは、中東向けの自動車輸出の大幅減少を主因に4～6月に減少したが、減少幅は小幅にとどまっている。この点、中東向け輸出について月次の動きをみると、4月にかけて自動車関連を中心に大幅に減少したが、5月以降は、代替ルートでの輸出の進捗に伴い、持ち直しに転じている。財別にみると（図表10）、自動車関連は、中東情勢による下押しの影響を受けつつも、一部完成車メーカーにおける生産ライン再開や新車投入効果等から、米欧向けを中心に増加している。資本財は、グローバルなA I 関連需要の堅調な増加を背景に、半導体製造装置や電力設備向けを中心に増加している。情報関連は、データサーバー向けなどのA I 関連需要の堅調さに支えられて、底堅く推移している。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とで、低水準で横ばい圏内の動きを続けてきたが、足もとでは中東情勢の影響による素材産業の稼働率低下により一段と水準を切り下げている。

先行きの輸出は、グローバルなA I 関連需要の堅調さは情報関連や資本財を中心に押し上げ要因となる一方、中東情勢の影響は中間財等の下押し要因として作用することから、当面は、横ばい圏内の動きを続けると考えられる。その後は、中東情勢の影響が和らぐもとで、A I 関連の資本財や情報関連を中心に緩やかな増加傾向をたどるとみ

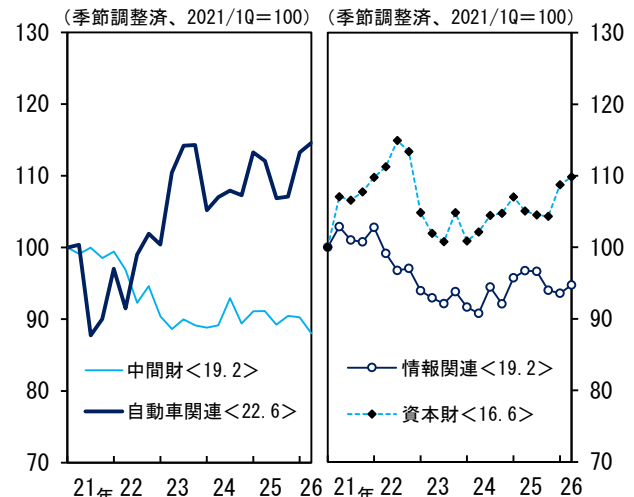
図表9：地域別実質輸出



（出所）日本銀行、財務省

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

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エイト。

られる。

輸入は、足もとでは中東情勢の影響を受けた素原料輸入の減少を主因に減少している（図表8）。先行きは、当面、中東情勢の影響を受けつつも、代替調達の進展により持ち直していくと見込まれる。その後は、中東情勢の緊張緩和に伴う物流の正常化に加え、在庫復元圧力も含めた国内需要の増加も後押しとなり、緩やかな増加基調をたどると考えられる。

（対外収支）

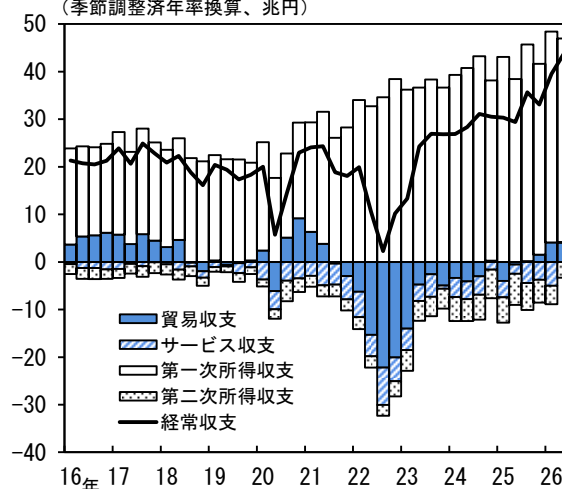
名目経常収支は、このところ黒字幅が拡大している（図表11）。貿易収支は、名目輸出額がメモリ等の輸出単価の上昇により増加するも、足もとでは、中東情勢を受けた素原料の輸入数量減少の影響も加わり、小幅の黒字となっている。サービス収支をみると、旅行収支はインバウンド需要に支えられて黒字で推移しているものの（図表12）、デジタル関連の支払が高水準となっていることから、全体では小幅の赤字基調が続いている。この間、第一次所得収支は、直接投資収益や証券投資収益の受取等の増加に加え、為替円安も押し上げ要因となり、黒字幅の拡大基調が続いている。

先行きの名目経常収支は、目先は原油価格上昇等を背景とした貿易収支の悪化により、いったん黒字幅を縮小するが、その後は、原油価格下落による貿易収支の回復と、海外経済の改善に伴う第一次所得収支の黒字幅拡大を反映して、黒字幅が再び緩やかに拡大していくと見込まれる。

この間、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、企業収益の増加を受けた企業部門の貯蓄超過幅の拡大が、一般政府の赤字幅拡大を上回り、全体の貯蓄超過幅は緩やかな拡大傾向にある（図表13）。先行きは、企業収

図表11：経常収支

（季節調整済年率換算、兆円）

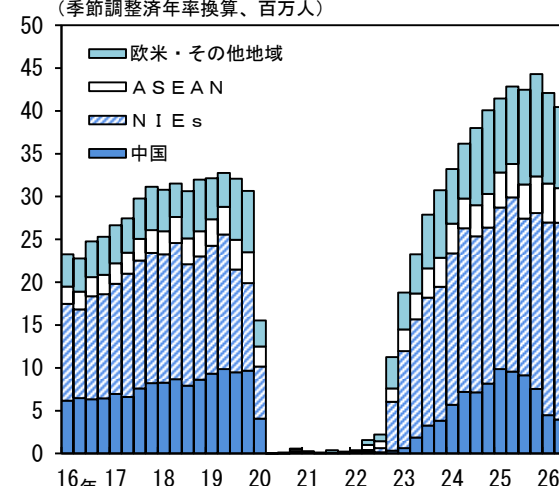


（出所）財務省・日本銀行

（注）2026/2Qは、4～5月の値。

図表12：入国者数

（季節調整済年率換算、百万人）

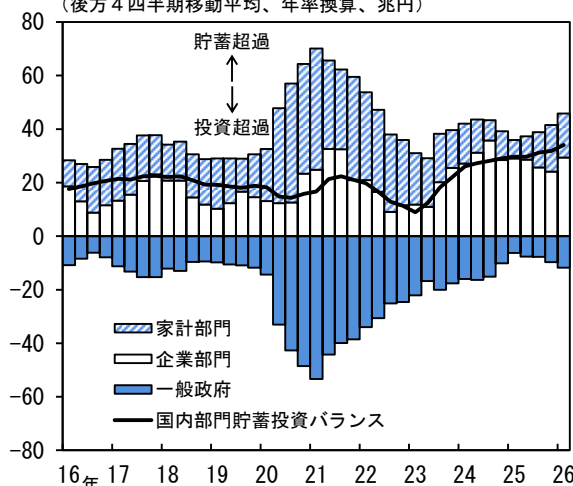


（出所）日本政府観光局（JNTO）

（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

益の改善や政府部門における財政赤字の縮小を背景に、全体の貯蓄超過幅は緩やかな拡大が続くと考えられる。

（鉱工業生産）

鉱工業生産は、やや長い目でみれば、横ばい圏内の動きが続けている（図表 14）。主な業種についてみると、「輸送機械」は、中東向け輸出減少の影響は受けつつも、米欧向けや国内の需要が底堅く推移するもとの、高水準で推移している。「はん用・生産用・業務用機械」は、半導体製造装置等による振れの影響を受けつつも、グローバルな A I 関連需要の堅調な増加が品目の裾野を広げつつ波及するもとの、増加傾向にある。「電子部品・デバイス」は、A I 関連需要の堅調さを背景に、メモリや電子回路を中心に増加傾向にある。「電気・情報通信機械」は、半導体測定器やエアコン等を中心に増加している。一方、「化学（除く医薬品）」は、アジアを中心とした供給過剰が基調的な下押し要因として作用するもとの、足もとでは中東からの原料輸入の停滞を受けたプラントの稼働率低下の影響も加わり、一段と減少している。この間、在庫は、A I 関連需要が企業の想定を上回って堅調に推移するもとの、中東情勢を受けた化学製品の在庫取り崩しや、環境基準変更を見越したエアコンの前倒し需要の影響も加わり、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、グローバルな A I 関連需要の堅調な増加という押し上げ要因と、中東情勢による下押しの影響が相殺し、当面は横ばい圏内の動きが続けると予想されるが、その後は、中東情勢の影響が和らぐもとの、緩やかに増加していくとみられる。

図表14：鉱工業生産

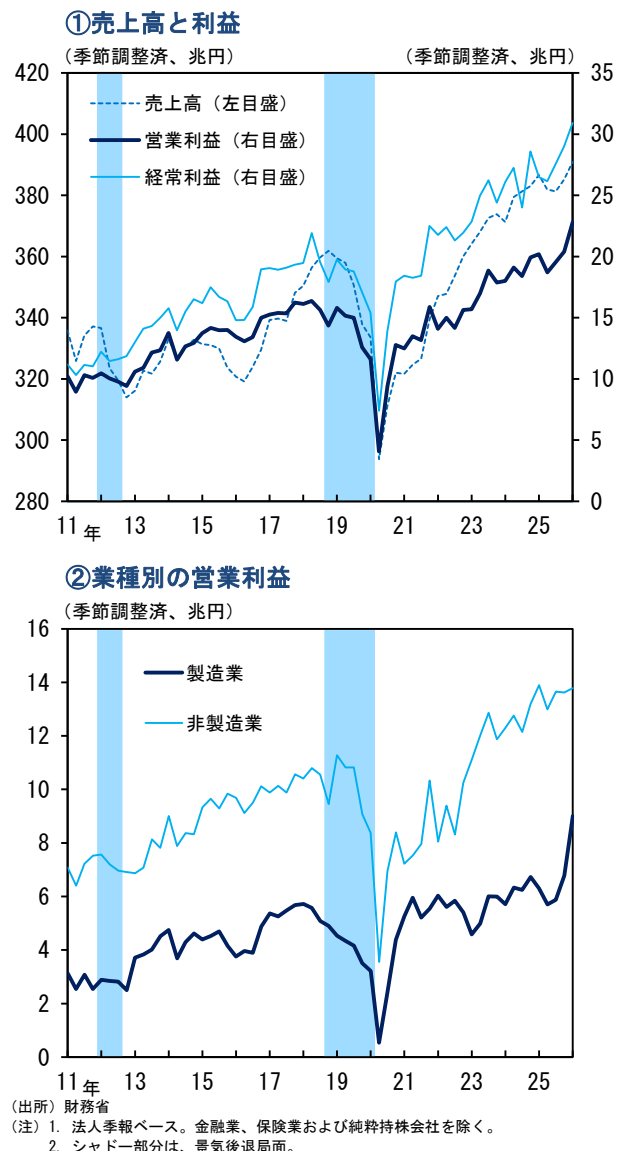


（企業収益）

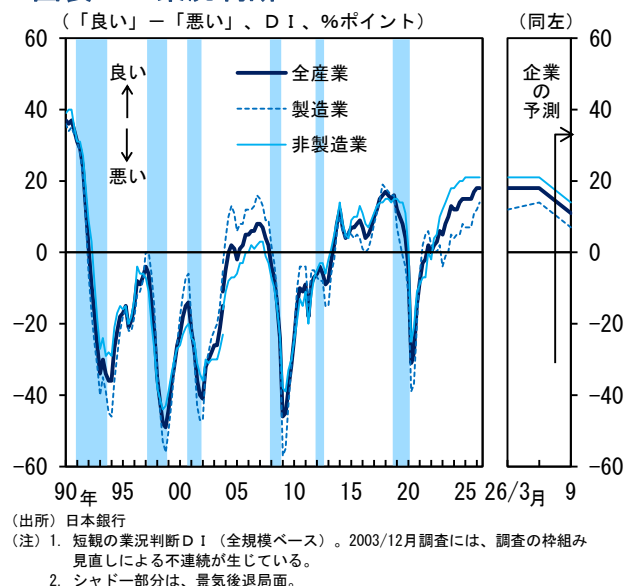
企業収益は、グローバルなA I 関連需要の堅調な増加などを背景に、高水準で推移している。法人企業統計の営業利益（全産業全規模ベース）をみると、グローバルなA I 関連需要の堅調な増加に加え、国内需要の底堅さとそのもとでの価格転嫁の進捗に支えられて、一段と水準を切り上げており、1～3月は既往ピークとなっている（図表15）。業種別の営業利益をみると、製造業は、輸送機械において米国の関税引き上げに伴う輸出採算悪化によるマイナスの影響はみられるものの、A I 関連需要の堅調な増加が価格・数量両面から収益の押し上げ要因として作用するもとで、電気・情報通信機械やはん用・生産用・業務用機械を中心に、はっきりと増加している。非製造業は、底堅い国内需要や価格転嫁の進展を背景に、建設・不動産等を中心に高水準で推移している。

企業の業況感は、中東情勢の影響を受けつつも、グローバルなA I 関連需要の堅調さなどを背景に良好な水準で推移している。6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3月短観から横ばいの+18 となり、1991年8月以来の高水準を維持している。ただし、先行きは、中東情勢の影響に伴う仕入コスト上昇や前倒し需要の反動減への懸念から、+11 とやや大きめの悪化が見込まれている（図表16）。業種別にみると、製造業の業況判断D I は、中東情勢を受けた原材料・エネルギー価格上昇のマイナスの影響は素材業種でみられるものの、A I 関連需要の堅調な増加が電機・資本財セクターを中心に押し上げ要因となり、全体では改善している。先行きは、エネルギー・原材料価格の上昇や前倒し需要の反動減の影響から、幅広い業種で悪化が見込まれている。非製造業の業況判断D I をみると、原材料・エネ

図表15：企業収益関連指標



図表16：業況判断



ルギー価格上昇や原材料の調達難の影響は中小企業を中心に下押しに作用しているものの、底堅い国内需要や価格転嫁の進展に支えられて、高水準で推移している。先行きは、仕入コスト上昇への懸念から、悪化が予想されている。

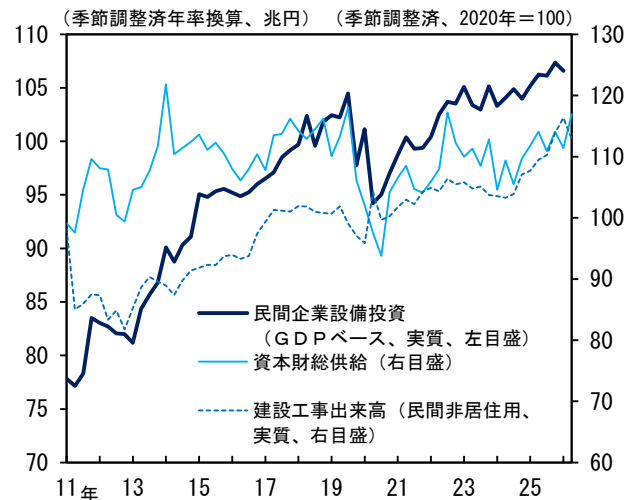
企業収益の先行きを展望すると、当面は、エネルギー・原材料価格の上昇が幅広い業種への下押し圧力となるものの、政府によるエネルギー負担緩和策が下支えとなるほか、グローバルなAI関連需要の堅調さも押し上げ要因となり、増益基調が続けると考えられる。

（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、AI関連や省力化関連の堅調な投資需要に支えられて、緩やかな増加傾向にある。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関連、電力関連を中心とした旺盛な建設需要に支えられて、緩やかな増加傾向が続けている。

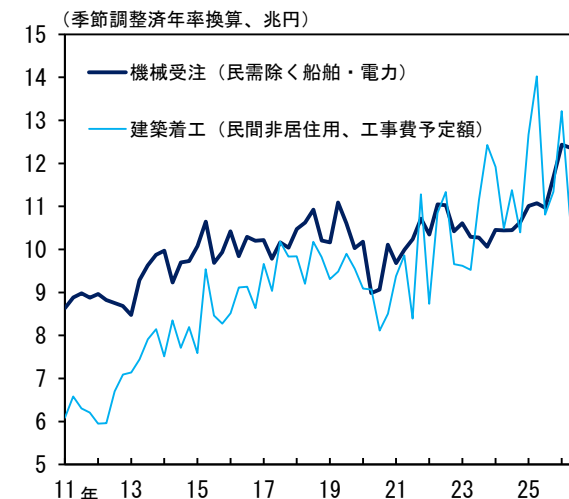
機械投資の先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）は、大型案件の影響もあって大幅に増加している（図表18）。業種別にみると、製造業は、半導体部材やAI関連等の成長分野向けの増需の堅調さに加え、化学や非鉄金属、造船の大型投資にも支えられて、しっかりと増加している。非製造業は、旺盛なデジタル・省力化関連の投資需要に支えられて、情報サービスや金融・保険等を中心にはっきりと増加している。この間、電力は、データセンター関連の電力需要増加や脱炭素化への対応が基調的な押し上げ要因として作

図表17：設備投資一致指標



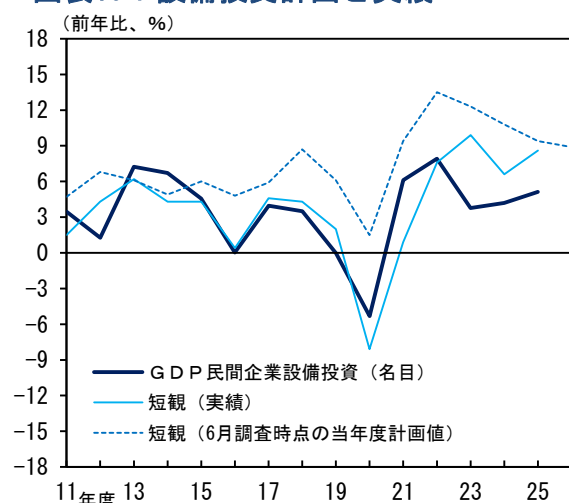
（出所）内閣府、経済産業省、国土交通省
（注）1. 建設工事出来高の2026/20は、4～5月の値。
2. 建設工事出来高の実質値は、建設工事費デフレーターを用いて日本銀行スタッフが算出。

図表18：設備投資先行指標



（出所）内閣府、国土交通省
（注）2026/20は、4～5月の値。

図表19：設備投資計画と実績

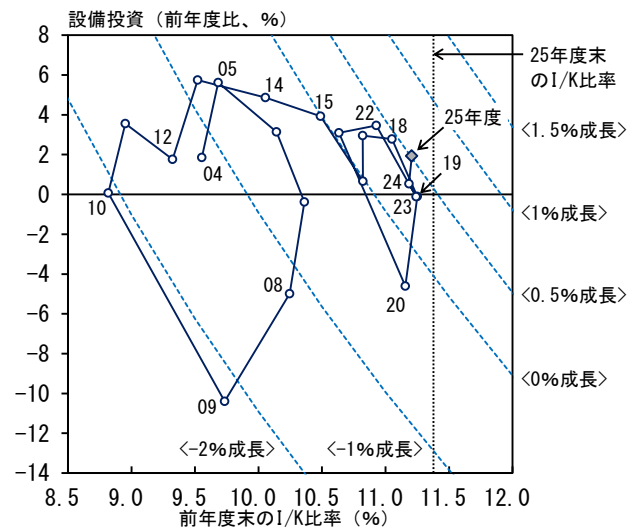


（出所）日本銀行、内閣府
（注）短観は、ソフトウェア投資額・研究開発投資額を含み、土地投資額は含まない（2016/12月調査以前は、研究開発投資額を含まない）。全産業＋金融機関の値。

用するもとで、足もとでは大型案件もあって大幅に増加している。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、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・データセンター等の新設需要に支えられて、非製造業を中心に増加基調にある。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、2025年度は前年比＋8.6%と、前年度の伸びを幾分上回る堅調な増加で着地した。2026年度は、中東情勢の影響等から中小企業には弱さがみられるが、全体としては前年比＋8.9%と、しっかりとした増加計画となっている。

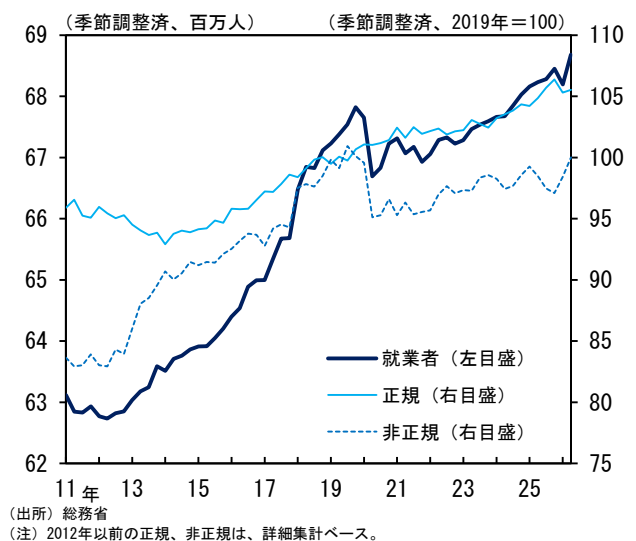
先行きの設備投資は、AI関連の能力増強投資に加え、既往の投資案件の受注残を解消する動きなども下支えとなり、増加基調をたどるものの、当面は、エネルギー・原材料価格上昇による増益ペースの低下や建設コストの上昇・工事遅延の影響から、増勢の鈍化した状態が続くとみられる。その後は、内外需要の増加や仕入コストの低下に伴い企業収益の増勢が強まるもとで、既往の経済対策の効果にも支えられて、緩やかな増加傾向をたどると考えられる。見通し期間を通じて設備投資を下支えする中長期的な案件としては、①構造的な人手不足に対応するための省力化投資や、事業活動のデジタル化に向けた情報関連投資、②Eコマース拡大に伴う物流施設の建設投資、都市再開発に関連するオフィスや商業施設の建設投資、③AI・半導体関連等の成長分野への能力増強投資、④脱炭素化や科学技術支援関連の研究開発投資、⑤サプライチェーン強靱化等を企図した投資等が挙げられる。

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。

図表21：就業者数



（出所）総務省
（注）2012年以前の正規、非正規は、詳細集計ベース。

図表22：失業率と労働力率



（出所）総務省

資本ストックの増加ペースから逆算される企業の期待成長率は、0%台半ば程度と潜在成長率と概ね整合的な伸び率となっている（図表 20）。先行きは、設備投資の増加傾向を反映して資本ストックは積み上がっていきとみられるが、減耗率の高い無形固定資産投資のウエイト上昇もあって、ストックの増加ペースは緩やかなものにとどまると考えられる。

（雇用・所得環境）

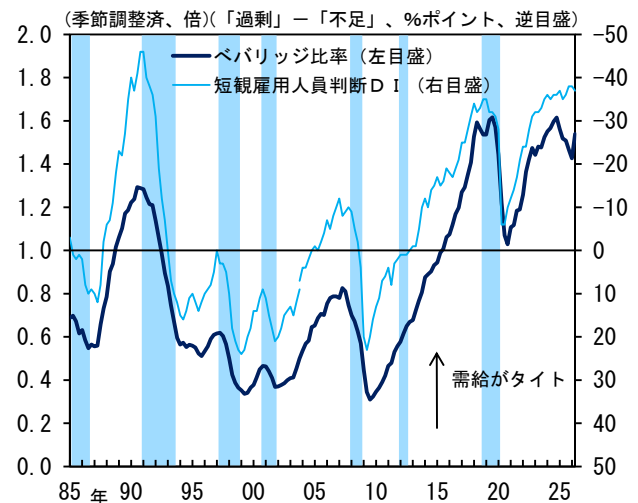
雇用・所得環境は、緩やかに改善している。

就業者数は、雇用者数の増勢回復を反映して、足もとでは前年比プラス幅が拡大している（図表 21）。雇用者数のうち、正規雇用は、人手不足感の強い医療・福祉に加え、足もとではAI関連需要の堅調な製造業も牽引役となり、増加傾向にある。非正規雇用は、正規雇用への切り替えが進むもとで水準をやや切り下げてきたが、足もとでは医療・福祉や対面型サービス業を中心に回復している。

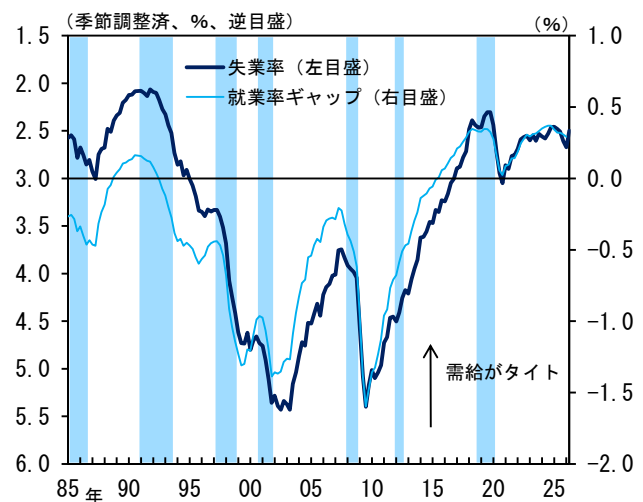
労働需給は、引き締まった状態が続いている。失業率は、2%台半ばから後半の低水準で推移している（図表 22、23②）。実際の失業率と労働市場のミスマッチ等を示す構造失業率の差から算出した就業率ギャップの推計値も、歴史的にみれば引き締まった状態を維持している（図表 23②）。短観の雇用人員判断DIは、1990年代初頭と同程度の大幅な「不足」超となっており、企業の人手不足感は強い状態が続いている。こうしたもとで、事業所における入職率と離職率の乖離をみた入離職ギャップは、引き続き高い水準にあり、企業の労働需要の強さが窺われる（図表 23③）。一方、ベバリッジ比率は、足もとでは幾分持ち直しているが、最低賃金の上昇や省力化投資の進展を受けた企業の欠員率の低下を反映して、ひと頃よ

図表23：労働需給関連指標

①ベバリッジ比率、短観雇用人員判断DI



②失業率、就業率ギャップ



③入離職ギャップ



(出所) 日本銀行、総務省、厚生労働省

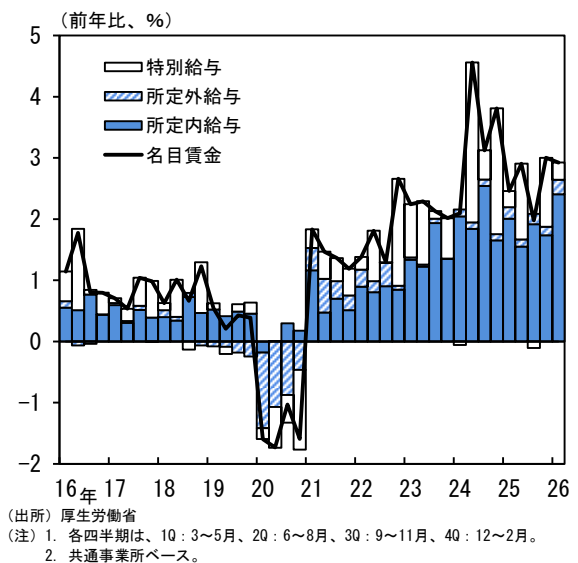
- (注) 1. ベバリッジ比率＝欠員率÷雇用失業率。2019/40までは職業安定業務統計、2020/10以降は労働経済動向調査より算出した欠員率を用いて算出。2025/30以降は、同調査の労働者過不足判断DIを用いた試算値。
2. 短観雇用人員判断DIは、全産業全規模ベース。2003/12月調査には、調査の枠組み見直しによる不連続が生じている。
3. 入離職ギャップ（1989年以前は、事業所規模30人以上）は、中心3四半期移動平均（2026/20は、4～5月の値）。
4. シャドー部分は、景気後退局面。

りはやや低下している（図表 23①）。この間、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 22）。

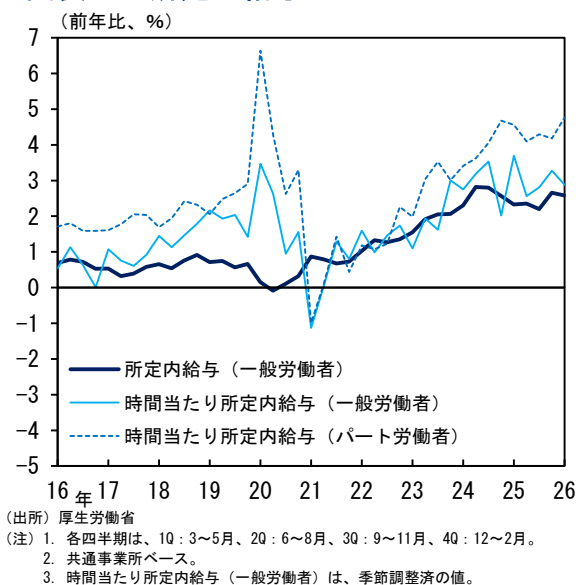
先行きの雇用動向を展望すると、中東情勢による下押しの影響を受けつつも、人手不足感の強い業種の正規雇用を中心に緩やかな増加を続けると予想される。ただし、これまで女性や高齢者の労働参加が相応に進んできたなかで、人口動態面から労働供給の追加的な増加余地が乏しくなっていくことから、雇用者数の増加ペースは鈍化していく可能性が高い。こうしたもとで、先行きの失業率は、中東情勢の影響を受けつつも、ごく緩やかな低下傾向をたどる姿を想定している。

賃金面をみると¹⁰、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 24）。内訳をみると、所定内給与の前年比は、このところ 3%弱の伸びとなっている（図表 25）。一般労働者の所定内給与（一人当たり）の前年比は、昨年までサンプル要因とみられる卸売・小売等の弱さから伸び率が低下していたが、本年入り後はサンプル要因の剥落から 2%台半ばから後半の伸びで推移している。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、最低賃金の引き上げを受けた既存のパートの賃金改定を反映して、4%から 5%程度の高めの伸びが続いている。一方で、アルバイト・パートの募集時平均時給の前年比は、企業による新規求人の慎重化もあって、このところパート時給よりも低い伸び率で推移している。所定外給与の前年比は、残業手当の時給上昇に、

図表24：名目賃金



図表25：所定内給与



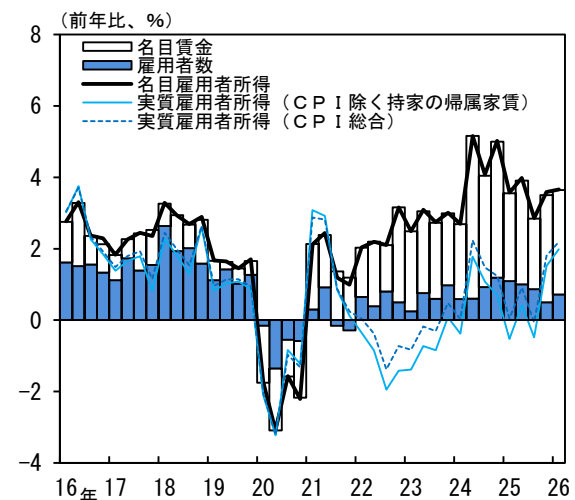
¹⁰ 毎月勤労統計の賃金については、調査対象のサンプル替えによる振れの影響を受けにくい共通事業所ベースを用いて評価しているが、それでもなお 500 人未満の事業所ではサンプル替えの影響が相応にみられる。

足もとでは製造業の生産増加による残業時間増加の影響も加わり、高めのプラスで推移している。この間、特別給与の前年比をみると、高水準の企業収益に支えられて、振れを伴いつつもしっかりとした伸びを維持している。

先行きの賃金動向を展望すると、本年の春季労使交渉が概ね前年並みの3%台半ばの賃金改定率（ベースアップ）で着地したことから、今年度の一人当たり所定内給与も、サンプルによる振れの要因を除けば、前年度並みで推移する可能性が高い。来年度については、エネルギー・原材料高を受けた企業収益の増勢鈍化が下押しとなり、前年比プラス幅が幾分縮小する可能性が高いが、その後は、労働需給の引き締めりと企業収益の改善に支えられて、上昇率は再び高まっていくと考えられる。この間、特別給与は、企業収益の変動からタイムラグを伴って、本年度後半から来年度前半にかけて伸び率がいったん鈍化すると見込まれるが、見通し期間後半にかけては再び増勢が強まっていくとみられる。

名目雇用者所得は、上記のような雇用・賃金情勢を反映して、前年比+3～4%程度のペースで着実な増加を続けている（図表26）。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、ゼロ%近傍で推移していたが、昨年末以降は物価上昇率の低下等を受けて前年比+1～2%程度まで持ち直している。先行きの名目雇用者所得は、企業収益が増益基調を続けるもとで、振れを伴いながらも着実な増加を続けると考えられる。実質ベースでみると、物価上昇率の高まりからいったんははっきりと減速するとみられるが、見通し期間終盤にかけては、物価上昇の落ち着きに伴い、再び伸び率を高めていくと想定している。

図表26：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。

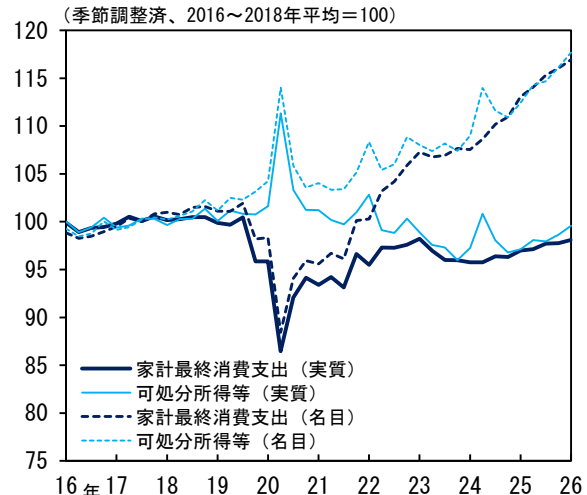
（家計支出）

個人消費は、家計マインドに弱さがみられるものの、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）¹¹をみると、実質所得の改善や株高による資産効果に加え、耐久財需要の一時的な増加もあって、このところ増加している（図表 27、28）。形態別にみると、耐久財消費は、本年入り後幾分減少してきたが、足もとでは自動車を中心に大きく増加している（図表 28）。自動車販売は、4月の環境性能割の廃止を見越した買い控えの動きが一部でみられたことから、本年入り後は弱めの動きとなっていたが、4月以降はペントアップ需要から大きく増加している。家電販売額は、一部OSのサポート切れを受けたパソコンの更新需要は一服しているが、エアコン販売が一部自治体の購入補助金拡大や来年の環境基準変更を見越した前倒し需要を背景に堅調に推移していることから、振れを伴いつつも高水準で推移している。非耐久財消費（飲食料品・衣料品等）は、消費者の節約志向を背景に減少傾向が続いてきたが、足もとでは実質所得の改善に加え、日用品の買い溜めの動きもあって、持ち直している。

サービス消費は、緩やかに増加している（図表 28、29）。外食は、内食から外食への基調的なシフトが続くもとで、実質所得の改善にも支えられて緩やかに増加している。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、為替円安等による割高感を主因に、弱めの動きが

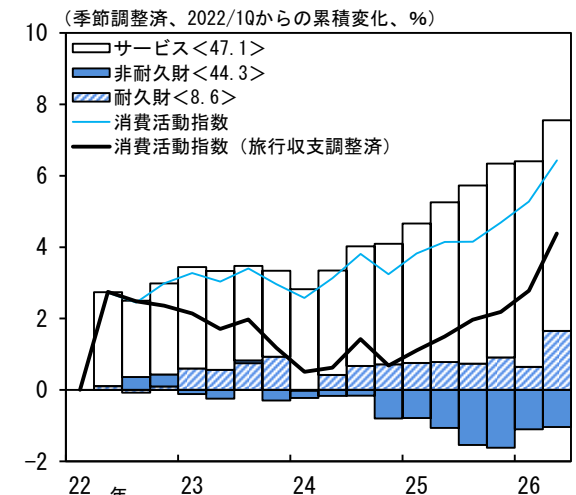
図表27：個人消費と可処分所得



（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。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。

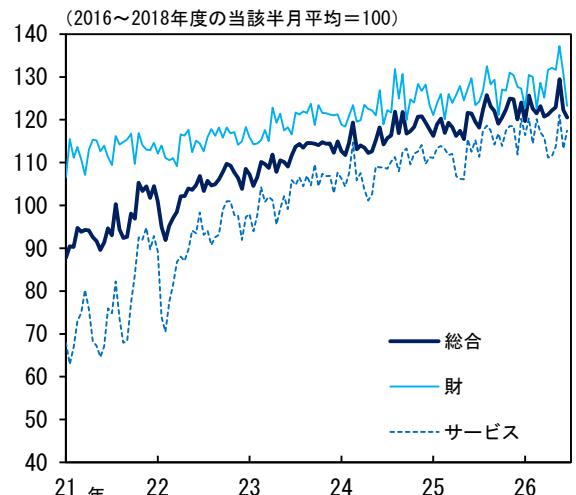
図表28：消費活動指数（実質）



（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）。2026/2Q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。
3. < >内は、消費活動指数におけるウエイト。

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。
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。

¹¹ 消費活動指数については、日本銀行調査論文「GDP統計の2020年基準への改定に伴う消費活動指数の見直し」（2026年4月）を参照。

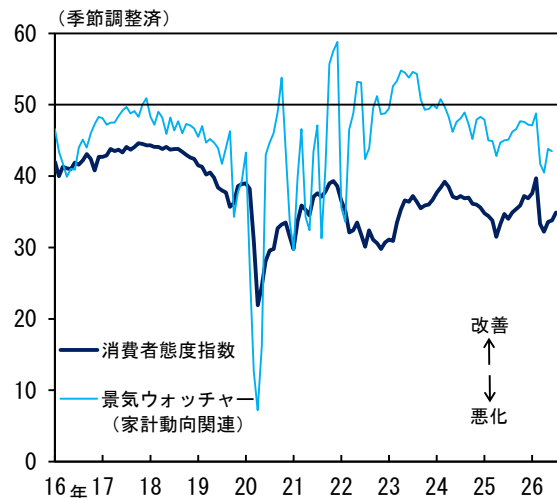
続いている。

個人消費関連のマインド指標をみると（図表30）、今後半年間の消費者の意識を調査する消費動向調査の消費者態度指数は、不安定な中東情勢や物価見通しの上昇を受けて3月と4月に急激に悪化したが、その後は悪化に歯止めがかかっている。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）も、中東情勢を受けたエネルギー価格上昇に伴う収益悪化や個人消費への悪影響に対する懸念から、4月にかけて急落したが、その後は好調な耐久消費財販売や株高による資産効果もあって、全体として下げ止まっている。

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29）、6月は台風や多雨等といった天候要因による下押しを受けたものの、基調としては、消費の増勢は維持されている模様である。

先行きの個人消費を展望すると、当面は、物価上昇が実質可処分所得の下押しに作用するものの、株高による資産効果に加え、政府による各種支援策、エアコン等の前倒し需要も押し上げ要因となり、底堅く推移する可能性が高い。その後は、物価上昇による実質購買力の低下や政府支援の剥落が下押しに作用するもとで、エアコン等の前倒し需要の反動減の影響もあって、いったん横ばい圏内の動きとなるものの、物価上昇率の低下に伴う実質可処分所得の回復に支えられて緩やかな増加基調に転じていくと考えられる。

図表30：個人消費関連のマインド指標



(出所) 内閣府

(注) 景気ウォッチャーは、景気の現状判断DI。

住宅投資は、減少傾向にある（図表 31）。住宅投資の先行指標である新設住宅着工戸数をみると、建築基準法等の改正に伴う振れを均してみれば、住宅価格の上昇や人口動態等を反映して、減少傾向をたどっている。先行きも、緩やかな減少傾向をたどると考えられる。

図表31：住宅投資



(出所) 内閣府、国土交通省
(注) 2026/20は、4～5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、中東情勢の影響を受けた石油・石炭製品や化学製品の大幅な上昇が押し上げ要因となるもとで、グローバルなAI関連需要の拡大による非鉄金属や機械類の上昇も加わり、上昇率がはつきりと高まっている(図表32、33)¹²。企業向けサービス価格(除く国際運輸)の前年比は、人件費上昇等を価格に転嫁する動きが続くもとで、3%程度で推移している(図表32、39)。

消費者物価の前年比をみると¹³、除く生鮮食品・エネルギーは、賃金や物流費等の上昇を販売価格に転嫁する動きは続いているが、前年に大きく上昇した食料品価格の上昇率低下を主因に、足もとでは1%台後半となっている(図表32、34)。除く生鮮食品の前年比は、政府によるエネルギー負担緩和策の効果などから、足もとでは1%台半ばとなっている(図表32、35)。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%台前半で推移している(図表32、35)。

除く生鮮食品・エネルギーについて内訳をみると(図表34)、財は、食料品価格の上昇率低下を主因にプラス幅が縮小している。一般サービスは、賃金上昇の販売価格への転嫁が続くもとで、この

¹² 企業間取引における物価上昇圧力の背景とその影響については、BOX3を参照。

¹³ 消費者物価指数は、本年8月に、2020年基準から2025年基準に切り替えられるとともに、2026年1月に遡って前年比が改定される予定である。モデル式の見直しなど不確実性はあるものの、ラスパイレズ連鎖指数の最近の動きや7月に公表された新基準のウエイトなどを踏まえると、本年1月以降の除く生鮮食品の前年比は、基準改定前後で概ね不変となる可能性が高い。

図表32：物価関連指標

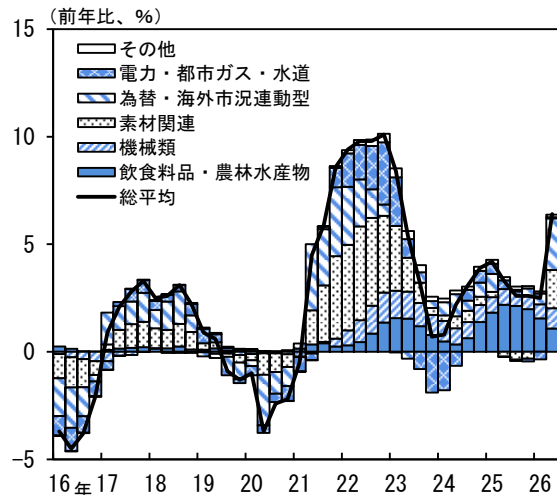
	(前年比、%)			
	25/3Q	25/4Q	26/1Q	26/2Q
消費者物価指数(CPI)				
除く生鮮	2.9	2.8	1.8	1.5
除く特殊要因	2.9	2.7	2.3	2.8
除く生鮮・エネルギー	3.2	3.0	2.5	1.8
除く特殊要因	3.4	3.2	2.7	2.1
除く食料・エネルギー	1.5	1.5	1.4	1.1
除く特殊要因	1.8	1.8	1.7	1.4
国内企業物価指数(PPI)	2.6	2.6	2.5	6.4
企業向けサービス価格(SPI)	2.9	2.7	2.7	2.9
GDPデフレーター	3.5	3.4	3.2	
内需デフレーター	2.8	2.6	2.4	

(出所) 総務省、内閣府、日本銀行等

(注) 1. CPIの食料は、酒類を除く。特殊要因＝教育無償化政策(2026/4月の学校給食無償化政策を含む)＋ガソリンや電気・ガス代等の負担緩和策の各影響。日本銀行スタッフによる試算値。

2. SPIは、除く国際運輸。

図表33：PPI

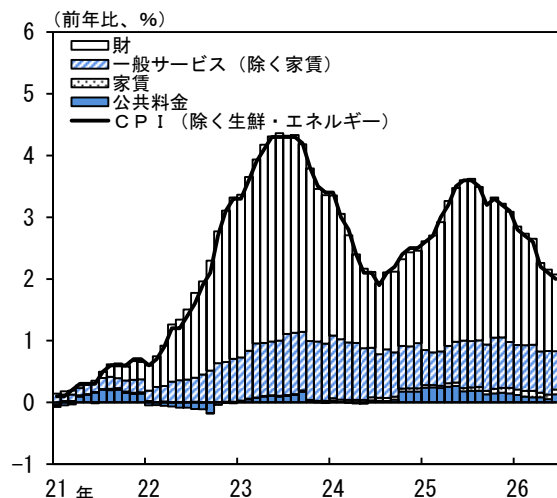


(出所) 日本銀行

(注) 1. 消費税率の変更の影響を除く。

2. 為替・海外市況連動型は、石油・石炭製品、非鉄金属。

図表34：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、消費税率の変更・教育無償化政策(2026/4月の学校給食無償化政策を含む)、2021年の携帯電話通話料の引き下げ、旅行支援策の各影響を除いた、日本銀行スタッフによる試算値。

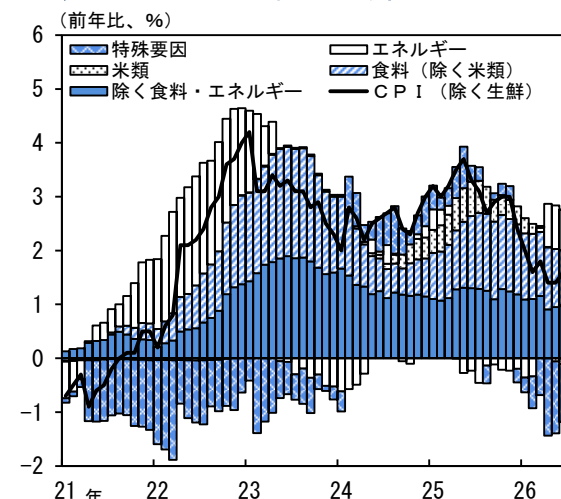
ところ2%程度の上昇率で推移してきたが、足もとでは私立高校授業料の無償化の影響を主因に1%前半まで低下している。公共料金（除くエネルギー）の前年比は、鉄道各社の値上げや診療報酬の改定が押し上げ要因となる一方、学校給食の無償化や一部自治体における保育所保育料の引き下げといった下押し要因の影響から、足もとではゼロ%程度となっている。

消費者物価の基調的な動きを捕捉する観点から、エネルギー負担緩和策や教育無償化等の「特殊要因」¹⁴を除いたベースのコア指標をみると（図表36）、除く生鮮食品の前年比は、食料品価格の上昇鈍化を主因に、ひと頃に比べてプラス幅を縮小しているが、2%をなお上回っている。同様に、特殊要因調整後の除く生鮮食品・エネルギーの前年比も、ひと頃に比べてプラス幅を縮小しており、足もとでは2%程度となっている。特殊要因調整後の除く食料・エネルギーの前年比は、1%台半ばで推移している。品目別の価格変動分布等から算出したコア指標をみると（図表37）¹⁵、刈込平均値は、食料品のプラス幅縮小を主因に、1%台半ばまで低下してきたが、足もとでは診療代の上昇の影響などから幾分上昇している。加重中央値は、食料品のプラス幅縮小に加え、政府のエネルギー支援策の影響もあって低下してきたが、足もとではプラス幅が小幅に拡大し、1%程度となっている。最頻値も、本年入り後低下してきたあと、

¹⁴ 特殊要因とは、消費税率の変更・教育無償化政策（2026年4月の学校給食無償化政策を含む）、ガソリンや電気・ガス代等の負担緩和策、2021年の携帯電話通信料の引き下げ、旅行支援策の各影響。日本銀行スタッフによる試算値。

¹⁵ 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、消費税率の変更・教育無償化政策、旅行支援策の各影響を除いた個別品目の指数をもとに算出している。

図表35：CPI（除く生鮮）

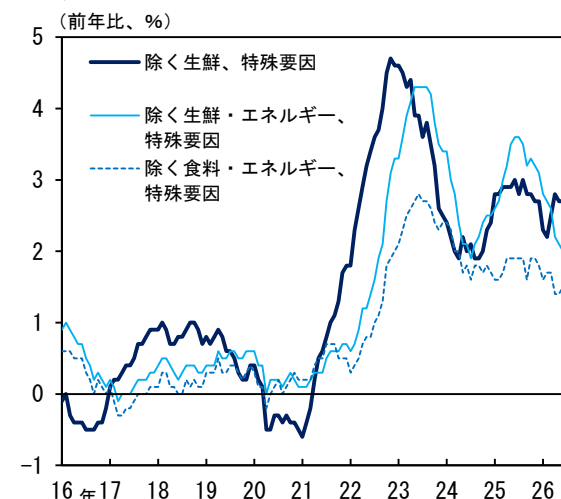


（出所）総務省等

（注）1. エネルギーは、石油製品・電気代・都市ガス代。食料（除く米類）は、生鮮食品・酒類を除く。

2. 特殊要因＝消費税率の変更・教育無償化政策（2026/4月の学校給食無償化政策を含む）＋ガソリンや電気・ガス代等の負担緩和策＋2021年の携帯電話通信料の引き下げ＋旅行支援策の各影響。日本銀行スタッフによる試算値。

図表36：CPI（除く特殊要因）



（出所）日本銀行等

（注）特殊要因＝消費税率の変更・教育無償化政策（2026/4月の学校給食無償化政策を含む）＋ガソリンや電気・ガス代等の負担緩和策＋2021年の携帯電話通信料の引き下げ＋旅行支援策の各影響。日本銀行スタッフによる試算値。

図表37：CPIの刈込平均値等



（出所）日本銀行等

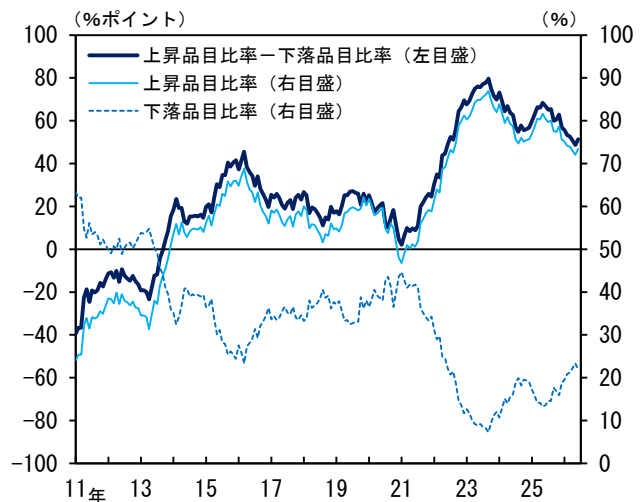
（注）CPIを用いて日本銀行スタッフが算出。CPIは、消費税率の変更・教育無償化政策（2026/4月の学校給食無償化政策を含む）、旅行支援策の各影響を除いた、日本銀行スタッフによる試算値。

足もとでは1%台半ばまでプラス幅が拡大している。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、「上昇」超幅は縮小傾向にあったが、足もとでは、食料品などで値上げ品目数の増加を反映して、下げ止まりから持ち直しに転じている（図表38）。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、ともに緩やかな上昇傾向にある（図表39）。

次に、人々の物価観を示す中長期の予想物価上昇率に関連する諸指標をみると、全体として、2%に向けて緩やかに上昇している（図表40）¹⁶。主体別にみると、企業の予想物価上昇率は、上昇傾向が続いており、2%を上回って推移している。家計や専門家の予想物価上昇率は、引き続き2%を下回っているものの、全体として緩やかな上昇が続いている。物価連動国債から算出されるBEIは、振れを伴いつつ、2%程度で推移している。このほか、経済モデルから推計したトレンドインフレ率は、いずれのモデルでも、緩やかに上昇しており、足もとでは1%台後半から2%近傍となっている（図表41）¹⁷。

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

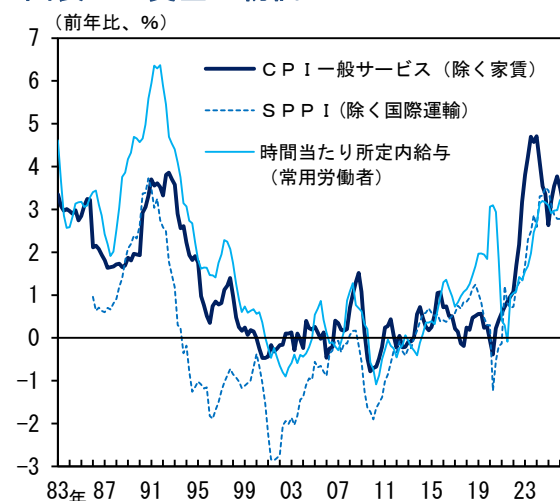
図表38：上昇・下落品目比率



（出所）日本銀行等

（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）を用いて日本銀行スタッフが算出。CPIは、消費税率の変更・教育無償化政策（2026/4月の学校給食無償化政策を含む）、旅行支援策の各影響を除いた、日本銀行スタッフによる試算値。

図表39：賃金と物価



（出所）総務省、厚生労働省、日本銀行

（注）1. CPI-一般サービス（除く家賃）は、消費税率の変更・教育無償化政策、2021年の携帯電話通話料の引き下げ、旅行支援策の各影響を除いた、日本銀行スタッフによる試算値。
2. SPP I（除く国際運輸）は、消費税率の変更の影響を除いた試算値。
3. 時間当たり所定内給与（常用労働者）は、季節調整済の値（中心3四半期移動平均）。2016/10以降は、共通事業所ベース。
4. 時間当たり所定内給与（常用労働者）の2026/2Qは、4～5月の値。

¹⁶ 物価の基調の概念とそれを捉えるための指標の詳細については、日本銀行企画局「基調的な物価上昇率の概念と捉え方」、日銀レビュー・シリーズ（2026年3月）を参照。

¹⁷ トrendインフレ率は、①推計値が足もとのデータに引きずられやすいことや、②推計に利用されるデータが更新されると、過去の推計値が相応に改定される、いわゆるリアルタイム問題が存在することなどの留意点を踏まえると、ある程度幅をもってみる必要がある。

も高まっている。そうしたもとで、GDPデフレーターは、UPとULCがバランスよく押し上げに寄与するかたちで、3%台前半の上昇率で推移している（図表 42）。

（物価を取り巻く環境）

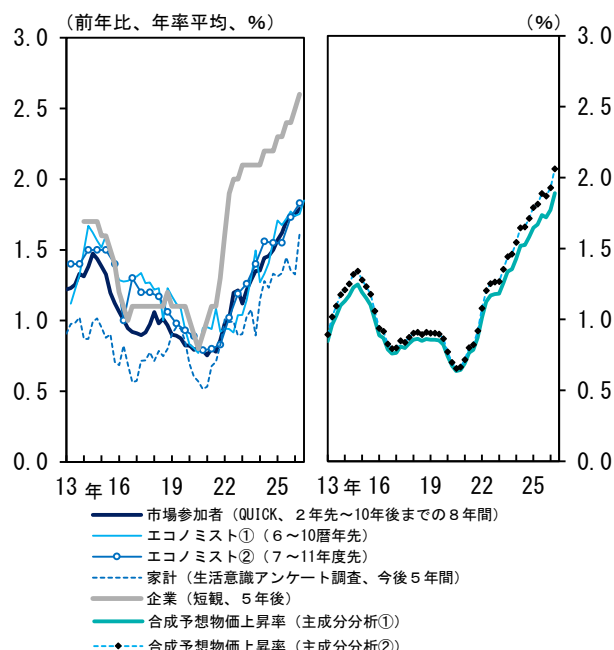
先行きの物価情勢を展望するにあたり、物価上昇率を規定する主な要因について点検する。第1に、先行きのマクロ的な需給ギャップは、見通し期間を通じて現状程度のプラスが続く姿を見込んでいる（図表 2）。この間、女性や高齢者による労働参加の増加ペースの鈍化などから、労働需給はマクロ的な需給ギャップ以上に引き締まっているとみられる（図表 23）。こうしたもとで、労働集約的な非製造業を中心に、人手不足が供給面からの制約となりつつある現状を踏まえると、マクロ的な需給ギャップが示唆する以上に、賃金や物価には上昇圧力がかかりやすくなっているとみられる。

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 40）。先行きについては、労働需給の引き締めなどを背景に、企業の積極的な賃金・価格設定行動が続き、予想物価上昇率は緩やかな上昇が続くと予想される。その水準は、2026 年度後半から 2027 年度にかけて 2%程度となり、その後も同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、中東情勢やグローバルなAI関連需要の拡大を背景とした契約通貨ベースの上昇に為替円安の影響も加わり、プラス幅がはっきりと拡大しており、足もとでは前年比 30%近い上昇率となっている（図表 44、45）。先行きの輸入物価は、当面、現状程度の大幅な上昇が続いたあと、原油等の資源価格の下落を反映して上昇率は徐々に低下して

図表 40：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」、Bloomberg
（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ルソン・バーキン法による。
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）。
4. 合成予想物価上昇率は、10 年後。家計、企業、専門家の予想物価上昇率の共通成分を抽出した、日本銀行スタッフによる試算値。主成分分析①、②の詳細は、日本銀行企画局「基調的な物価上昇率の概念と捉え方」（2026 年 3 月）を参照。

②BEI



（出所）Bloomberg
（注）固定利付国債利回りー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。

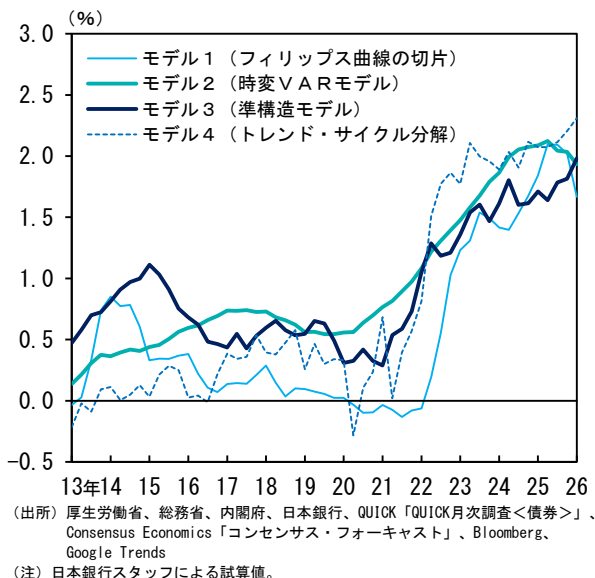
いく、と想定している。

この間、エネルギー価格（ガソリン・電気代等）の前年比は、燃料油補助金などのエネルギー負担緩和策の効果から、足もとではマイナスとなっている。現状程度の原油価格と為替相場が続くとの前提のもと、政府による「緊急的激変緩和措置」や本年夏の電気・ガス代の負担緩和策も加味して、先行きを展望すると、当面はゼロ%前後で推移したあと、本年度末頃にかけて、電気・ガス代の上昇を主因にプラス幅がはっきりと拡大していくと見込まれる。その後は、原油価格の下落を反映して、エネルギーの前年比は、振れを伴いながらも低下傾向をたどり、来年末にかけてマイナスに転化すると想定される。

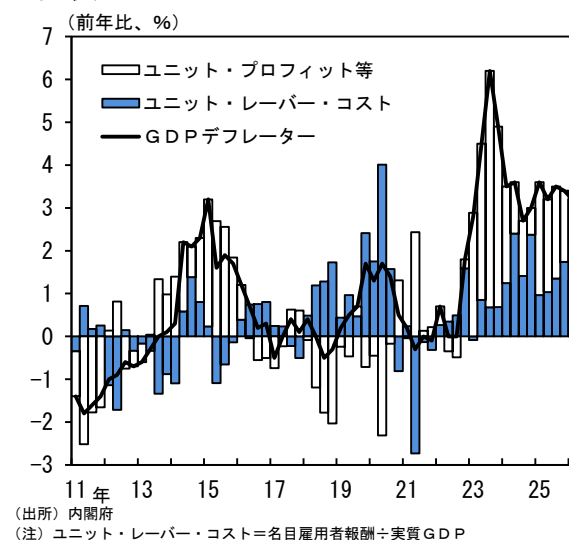
（物価の先行き）

以上の物価を取り巻く環境を踏まえると、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、目先は、教育無償化等の制度要因に加え、米などの食料品価格の前年比上昇率の低下も下押しに作用することから、2%前後で推移すると見込まれる。もっとも、本年夏場以降は、①昨秋以降の為替円安をパススルーする動きや、②AI関連需要の拡大を受けた半導体等の価格上昇に加え、③中東情勢を受けたエネルギー・原材料価格上昇が、食料・耐久財・日用品等の財価格や一部サービス価格を押し上げる動きが強まることから、来年度初にかけて3%を超える水準まで伸びが加速するとみられる。その後は、消費の減速にややタイムラグを伴うかたちで企業の価格設定スタンスが慎重化するのに伴い、物価上昇率は低下していくとみられる。見通し期間終盤にかけては、景気の回復基調と労働需給の引き締まりが明確化するもとで、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

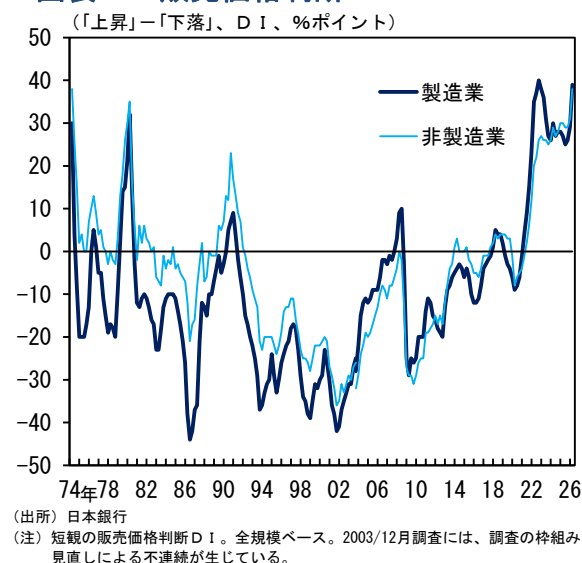
図表41：トレンドインフレ率



図表42：GDPデフレーター



図表43：販売価格判断

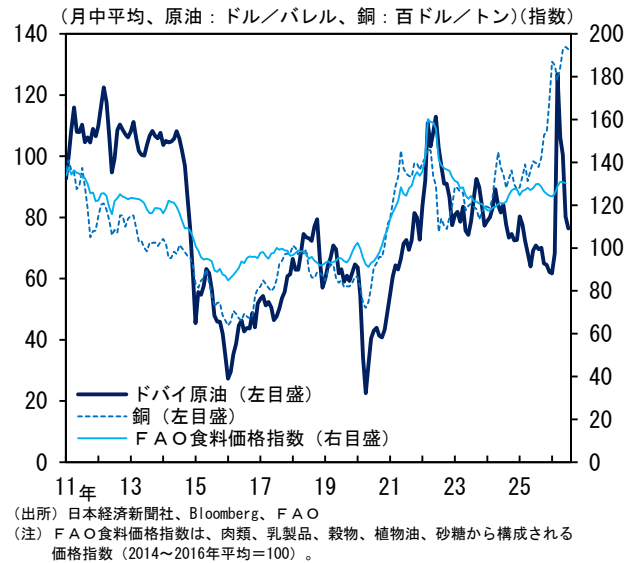


から、2%台前半で推移すると考えている（図表46）。

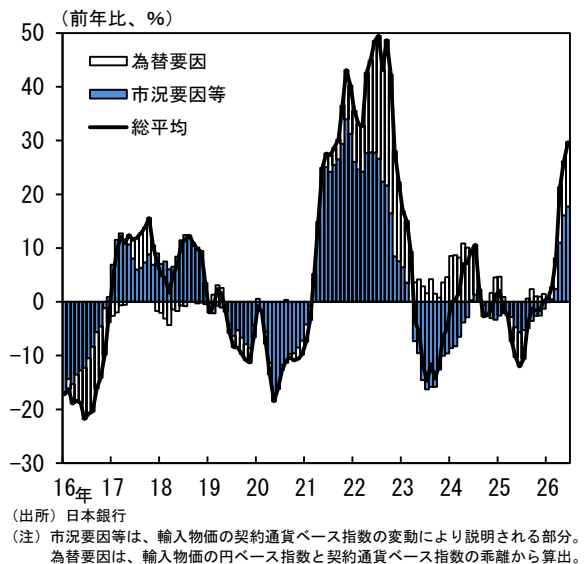
消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、当面は、政府による燃料油補助金や本年夏の電気・ガス代補助によるエネルギー価格の上昇抑制により2%前後で推移するが、本年度後半にかけては、除く生鮮食品・エネルギーの上昇率の高まりに加え、LNG輸入価格上昇を受けた電気・ガス代上昇によるエネルギー価格のプラス寄与拡大を反映して、プラス幅は3%を超える水準まではっきりと拡大するとみられる。その後は、原油価格の下落を反映して、エネルギー価格の伸び率は低下し、マイナス寄与にも転じることから、消費者物価（除く生鮮食品）の上昇率は低下傾向をたどり、振れを均せば2%前後の上昇率で推移すると考えている。

企業の賃金・価格設定行動は、従来よりも積極化しており、中心的な見通しで想定している景気展開のもとでは、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と考えられる。ただし、輸入ペネトレーション比率の上昇もあって、為替レートの変動が国内物価に与える影響が強まっているだけに、為替円安が一段と進行する場合や、AI関連需要の一段の上振れにより需要面からの物価上昇圧力が強まる場合には、中長期の予想物価上昇率の高まりを伴いつつ、賃金・物価の上昇率がともに上振れる可能性も考えられる。一方、交易利得の悪化による企業収益への下押しの影響等が拡大・長期化した場合には、企業がコスト削減に注力する傾向が想定以上に強まり、賃金上昇圧力が弱まるとともに、やや長い目でみた物価上昇率も低下する可能性も考えられる。

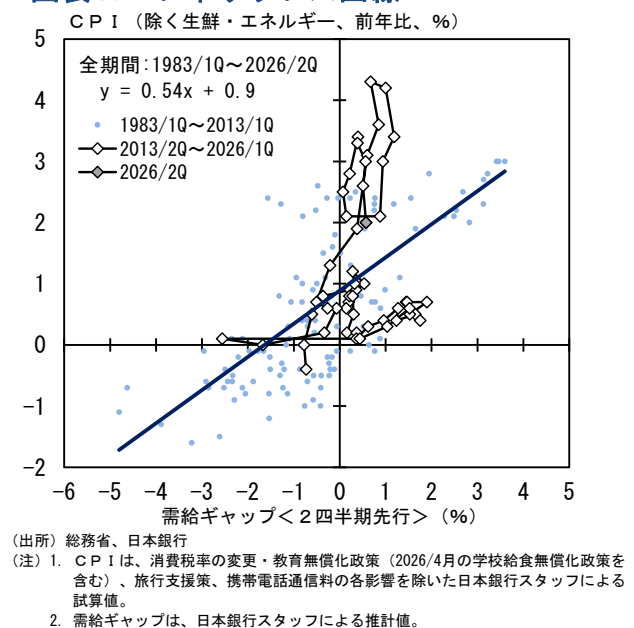
図表44：国際商品市況



図表45：輸入物価（円ベース）



図表46：フィリップス曲線



3. わが国の金融情勢

(金融環境)

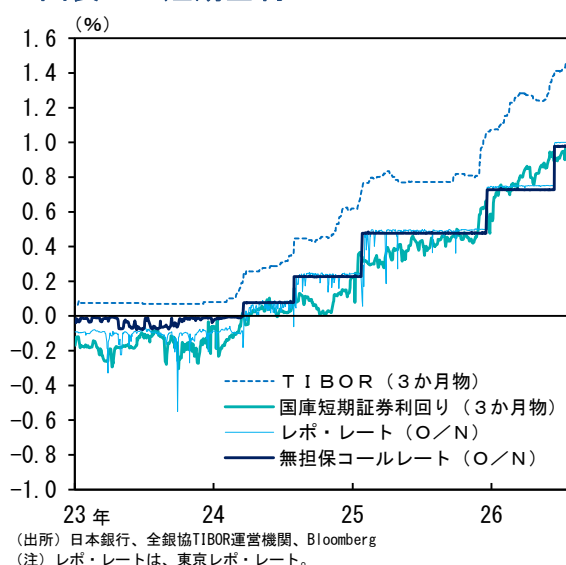
わが国の金融環境は、緩和した状態にある。

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、0.75%程度で推移したあと、6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、1.0%程度で推移している（図表 47）¹⁸。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。

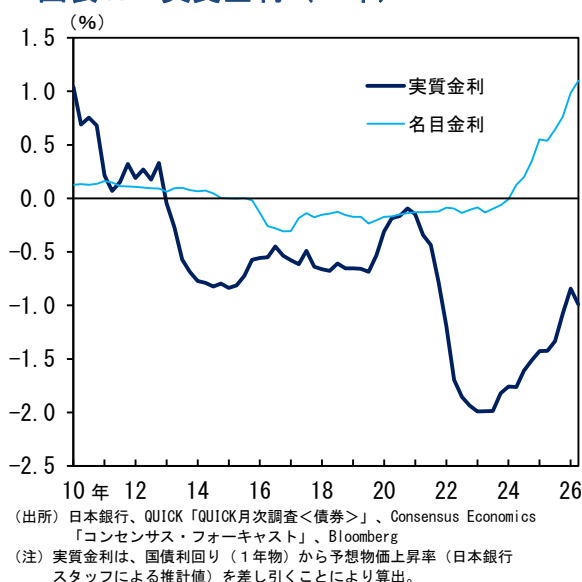
実質金利は、短中期ゾーンを中心にマイナスで推移している（図表 48）。

企業の資金調達コストは、上昇している（図表 49）。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。この間、ストック・ベースの調達コストをみると、企業の平均支払金利は、総資産利益率（ROA）といった企業の収益性と比べ、なお十分に低い状況が続いている（図表 50）。

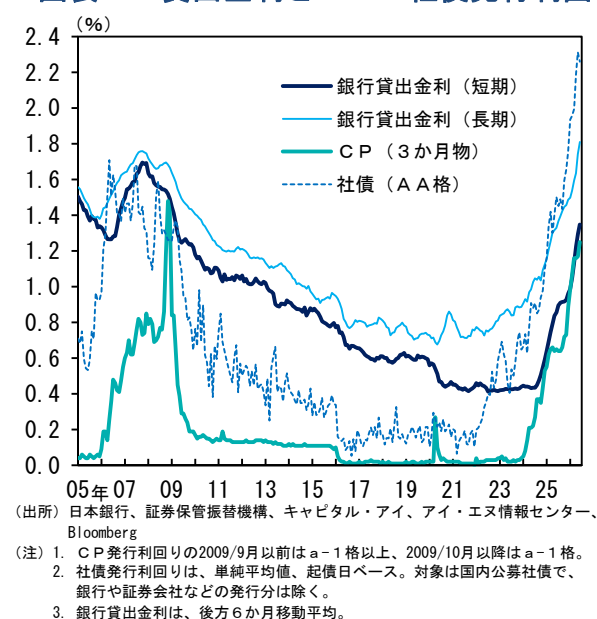
図表47：短期金利



図表48：実質金利（1年）



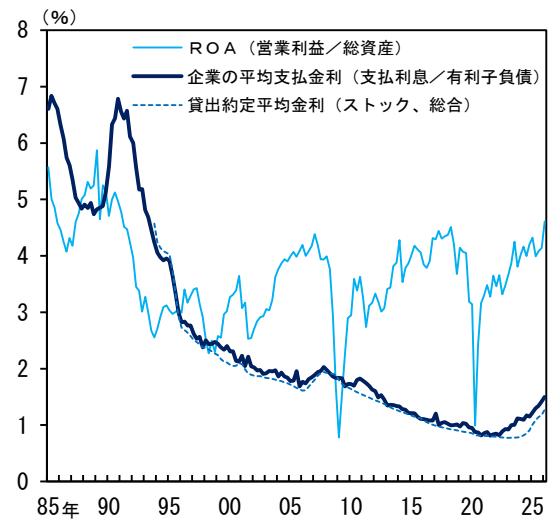
図表49：貸出金利とCP・社債発行利回り



¹⁸ 政策金利の引き上げが家計に及ぼす影響については、BOJ-X4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 51）。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 52）。

図表50：企業の資金調達コストと収益性

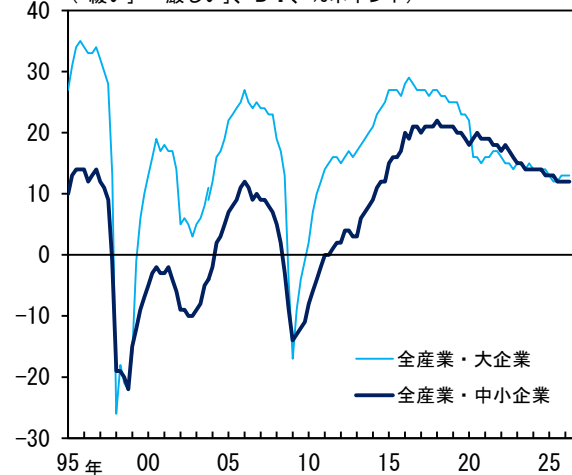


（出所）財務省、日本銀行

（注）1. ROA、企業の平均支払金利は、法人季報・全規模ベース。金融業、保険業および2009/20以降の純粋持株会社を除く。季節調整済の値。
2. 貸出約定平均金利は、国内銀行ベース。

図表51：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52：企業の資金繰り

（「楽である」－「苦しい」、D I、%ポイント）



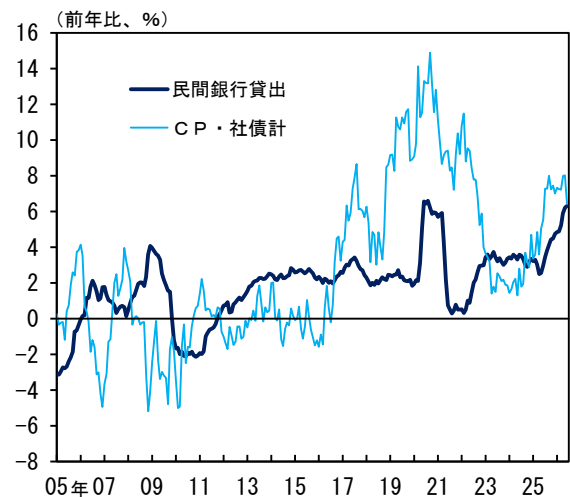
（出所）日本銀行

（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。

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、増加している。こうしたもとで、銀行貸出残高の前年比は、伸び率を高めており、6%台前半となっている（図表53）。CP・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%台半ばとなっている。

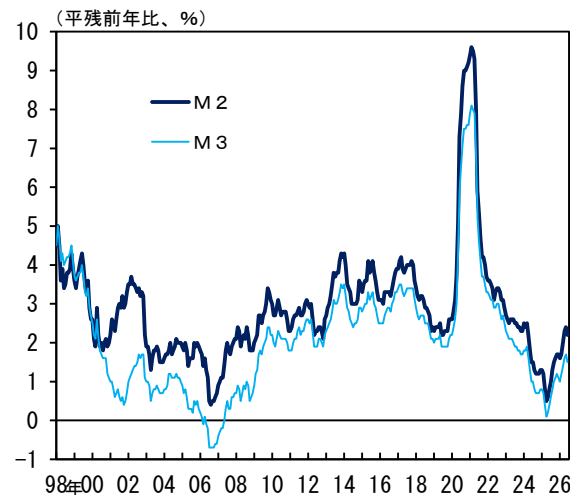
マネースtock（M2）の前年比は、貸出残高の増加による押し上げが続くもとで、2%台前半となっている（図表54）。

図表53：貸出残高とCP・社債発行残高



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

図表54：マネースtock



（出所）日本銀行

(金融市場動向)

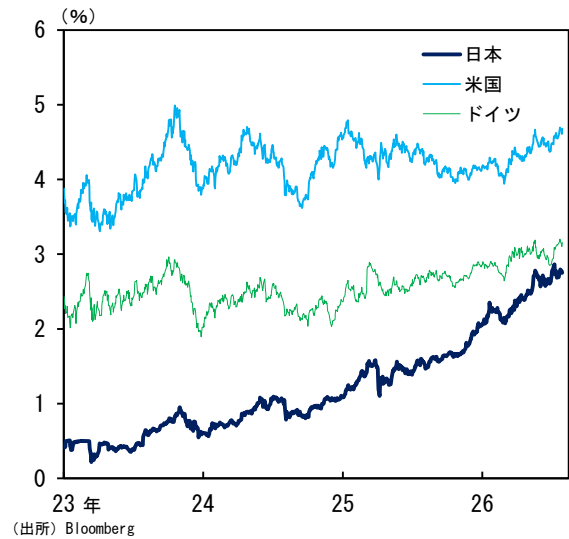
国際金融市場の動向をみると、グローバルなAI関連需要の拡大が、市場のセンチメントを改善させる方向に作用しているものの、中東情勢を巡る不確実性が引き続き意識されている。

米国の長期金利(10年物国債利回り)をみると、5月半ばにかけては、原油価格上昇に伴うインフレ圧力の高まりが意識され、上昇した(図表55)。その後は、原油価格の下落に伴い、いったん低下したものの、足もとにかけては、堅調な経済指標を背景としたFRBの利上げ観測の高まりや原油価格の反発などから、再び上昇している。欧州の長期金利は、原油価格の動向に連れる展開となり、期間を通じてみれば上昇している。わが国の長期金利は、経済・金融政策に関する市場の見方などを背景に、やや大きく上下する場面もみられたが、インフレ圧力の高まりが意識されるもとで、期間を通じてみれば上昇している。

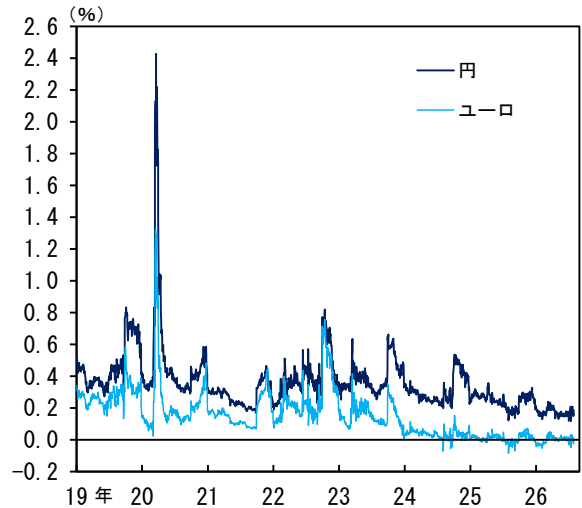
円を見合いとするドル調達にかかるプレミアムは、総じて低水準で推移している(図表56)。

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、AI関連需要の拡大が続くもとで、期間を通じてみれば上昇している(図表57)。欧州の株価は、米国の株価と同様、期間を通じてみれば上昇している。わが国の株価は、米国の株価に連れて下落する場面もみられたものの、良好な企業業績などを背景に、上昇している。この間、新興国の株価は、足もとにかけて下落している。

図表55：主要国の長期金利（10年物国債）

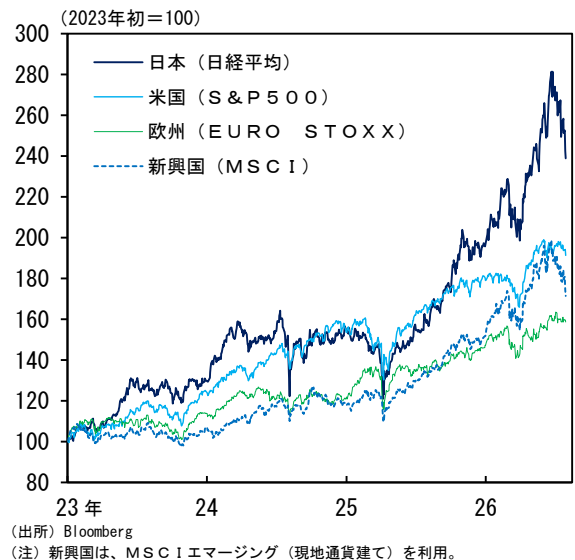


図表56：ドル資金調達プレミアム



- (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。

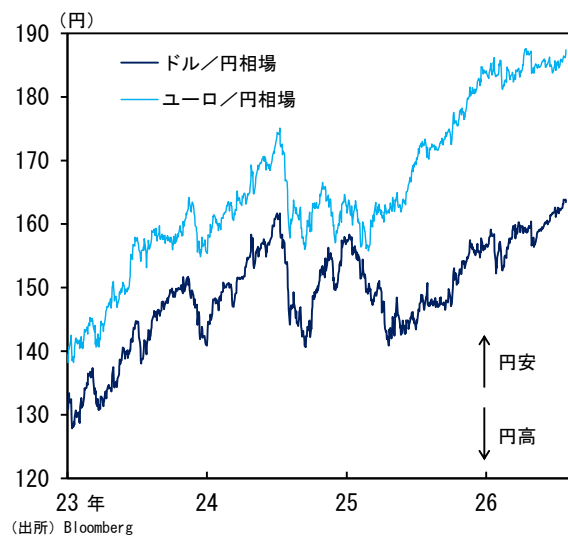
図表57：主要株価指数



為替市場をみると、円の対ドル相場は、米国経済が堅調に推移するもとの、F R Bの利上げ観測の高まりなどから、ドル高・円安方向の動きとなっている（図表 58）。円の対ユーロ相場は、横ばい圏内の動きとなっている。

以 上

図表58：ドル円・ユーロ円相場



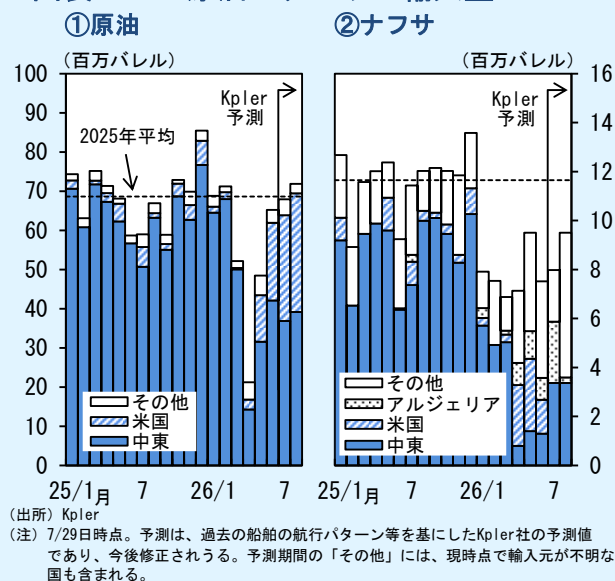
(BOX 1) 中東情勢を受けた素原料輸入の動向

わが国経済は、前回展望レポートで指摘したとおり、原油やナフサといった鉱物性燃料の中東依存度が高いため、中東情勢の緊迫化は、わが国素原料輸入に大きな影響を及ぼしている¹⁹。本BOXでは、前回展望レポート以降の素原料の輸入動向について、数量・価格の両面から点検する。

まず、数量面から、原油輸入の動向を船舶位置情報に基づくオルタナティブ・データで確認すると、3～4月は、軍事衝突前に輸入量の9割超を占めていた中東産が大幅に減少したが、5月以降は、ホルムズ海峡を経由しない中東産に加え、米国産がはっきりと増加するなど、調達先の多様化を伴いつつ、原油輸入量ははっきりと回復している(図表B1-1①)。過去の船舶の航行データ等から推計された予測値をみても、当面は、軍事衝突前の輸入量を概ね確保できる見込みとなっている。この間、ナフサについても、輸入量の7割を占めていた中東産が大幅に減少する一方で、4月以降は、米国産やアルジェリア産が増加するなど、代替調達が進展している(図表B1-1②)。以上のように、原油、ナフサともに中東以外の地域からの代替輸入が進展するも、サプライチェーンの大規模な混乱に起因する経済活動の落ち込みは回避されている。

次に、価格面について、ドバイ原油の市況価格(ドル建てのスポット価格)をみると、5月まではホルムズ海峡の事実上の封鎖が続くも、1バレル当たり100ドル前後で高止まりした。その後は、6月半の米国・イラン間の戦闘終結に向け

図表B1-1：原油・ナフサの輸入量



¹⁹ 詳しくは、2026年4月展望レポートBOX1(中心の見通しにおける原油価格の前提と交易条件悪化のわが国経済への影響)を参照。

もっとも、わが国企業が数量確保を優先する中で、企業が直面する鉱物性燃料の調達コストに追加的な上昇圧力が発生している点には注意が必要である。実際、原油やナフサの通関輸入単価をみると、米国などの中東以外からの輸入単価が、輸送距離等を反映して、中東からの輸入単価を上回っているほか、中東からの輸入単価についても、スポット調達の増加もあって、市況価格対比で高止まっている（図表 B1-3）。こうしたもとで、原油やナフサを含む鉱物性燃料の輸入単価は、このところ、それまで連動してきたドバイ原油の市況価格対比で割高となっている（図表 B1-4）。現在のような調達行動が先行きどの程度続くかについては不確実性が高いが、地政学的リスクへの頑健性を高める観点から、素原料の調達先の分散を不可逆的に進める企業も増えてきているように窺われる。その場合、わが国企業が直面する鉱物性燃料の調達コストは、先行き、原油の市況価格が示唆するほどには低下しない可能性がある。こうした追加的な調達コストは、川上から川下段階へと波及し、幅広い財・サービスの価格を押し上げる方向に作用すると考えられる。

(注) ナフサは、石油連盟による定義をもとに集計。

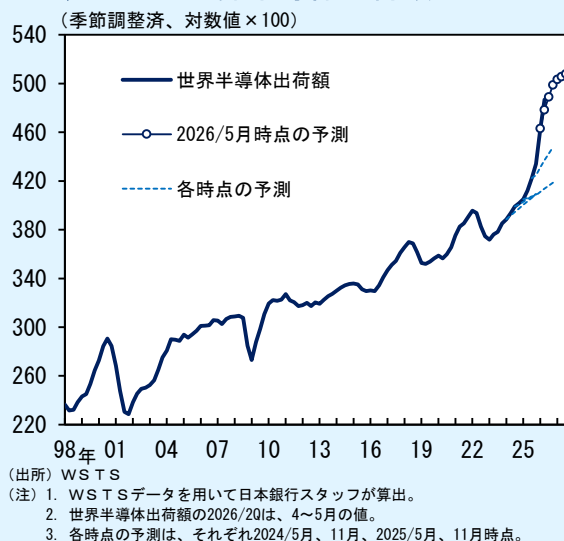
(BOX 2) グローバルなAI関連需要の増加がわが国経済に及ぼす影響

グローバルなAI関連需要は、米国のハイパースクALERによる旺盛なデータセンター投資を主因に力強い拡大を続けており、足もとでは、AIの用途の裾野拡大を伴いながら、上振れ傾向が明確となっている。実際、WSTS世界半導体出荷額をみると、昨秋以降、事前予測を上回る非常に高い伸びが続いており、トレンドがはっきりと上方屈折している(図表B2-1)。こうしたもとで、IT関連企業の見通しも一段と強硬化しており、少なくとも2028年頃までは、ペースを鈍化させつつも、AI関連主導で半導体需要の拡大は続くとの見方が多くなっている。本BOXでは、グローバルなAI関連需要の堅調な増加がわが国経済に及ぼす影響について考察する。

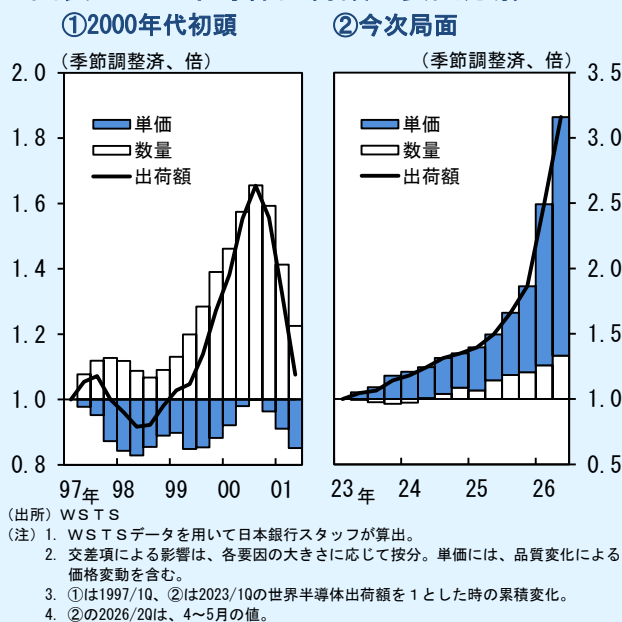
今回のAI投資ブームの大きな特徴は、半導体の短期的な増産余力に限られる——半導体の短期的な供給曲線が垂直に近い——もとで、需要の大幅拡大の効果が、「数量の増加」よりも「価格の上昇」として現れている点にある(図表B2-2)。この点は、わが国も含め多数の半導体メーカーが「規模の経済」の追求を目的として生産設備の拡大競争を繰り返す中で、半導体の数量の増加と価格の低下が続いた1990年代後半から2000年頃のドットコム・バブル期との大きな違いである。

こうしたもとで、わが国の輸出をみても、実質ベースでは横ばい圏内で推移しているものの、名目ベースでみれば、昨秋以降、輸出価格主導で大幅に増加している(図表B2-3)。この点、わが国半導体企業は、スマートフォンや車載向けを主力とする先が多く、サーバー向けの先端半導体を得意とする台湾・韓国と比べると、AI投資ブームがわが国の情報関連輸出に及ぼす好影響は、昨年

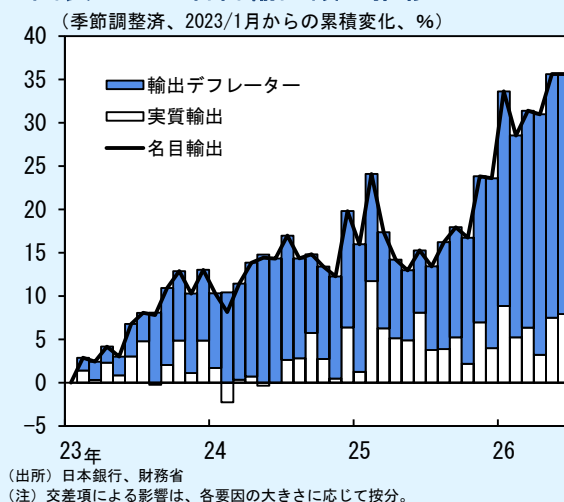
図表B2-1：世界半導体出荷額



図表B2-2：半導体出荷額の要因分解



図表B2-3：名目輸出額の推移

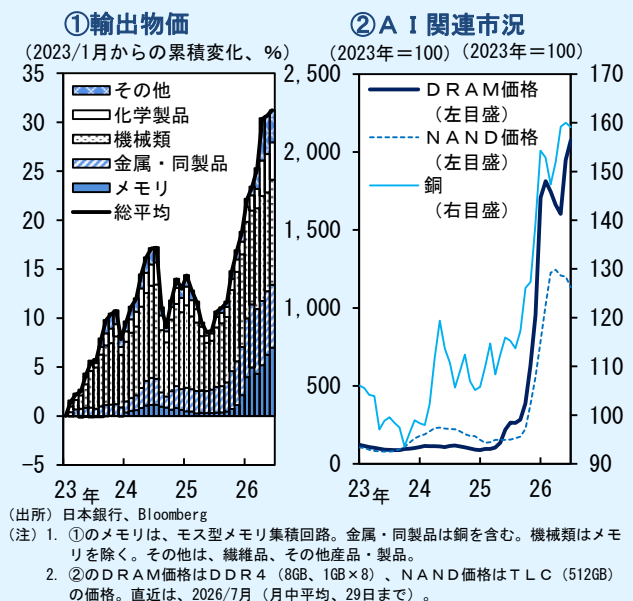


央頃までは限定的であった²⁰。もっとも、A I の「学習」から「推論」への用途拡大に伴い、ストレージ需要も拡大する中で、昨年末以降、わが国の名目輸出も価格主導で増勢が強まっており、実際、輸出物価の内訳をみても、「メモリ」がはっきりと上昇している（図表 B2-4）。さらに、最近の輸出物価の上昇には、「金属・同製品」や「機械類」の上昇も相応に寄与している。これには、データセンターに不可欠な電力・通信インフラといった付帯設備分野において、わが国の輸出企業には比較優位を有する企業も少なくないことが影響している。

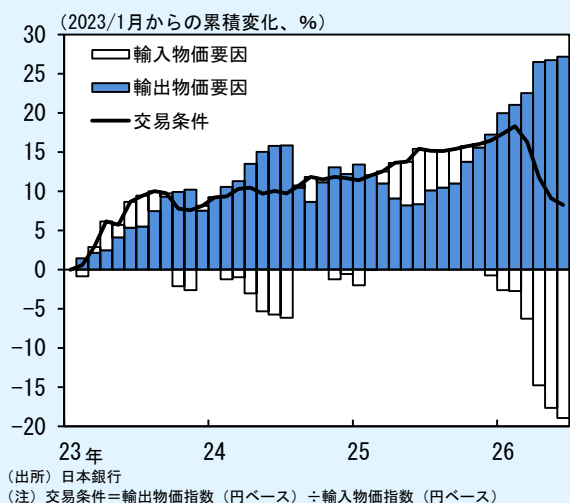
こうした A I 関連需要の拡大に起因する輸出物価の上昇は、中東情勢を受けた輸入物価上昇に伴う交易条件の悪化圧力を和らげる方向に作用している（図表 B2-5）。このことは、A I 関連需要拡大の影響を大きく受ける企業の収益改善を通じて、国内民間需要にもプラスの影響を及ぼすと考えられるが、そのインパクトを評価する際には、以下の点に留意する必要がある。

第 1 に、A I 関連需要の恩恵は、製造業のうち一部業種の大企業を中心に顕在化している。実際、産業連関表を用いて A I 関連財（データセンター関連の付帯設備等を含む）の価格上昇の影響を試算すると、プラス効果が大きく現れる業種は、電気機械、情報通信機器、一般機械に集中しており、他業種への波及効果は限定的である（図表 B2-6 ①）²¹。これとは対照的に、同様の方法で試算した原油価格上昇によるマイナスの影響は、非製造業

図表B2-4：輸出物価とA I 関連市況



図表B2-5：交易条件



²⁰ 2026 年 4 月展望レポート B O X 4（A I 関連需要の増加がわが国輸出に及ぼす影響）を参照。

²¹ ただし、上記分析に用いた産業連関表が 2020 年時点であるため、最近の A I 関連財の拡大に伴う産業構造の変化を十分に織り込めていない可能性がある点には注意が必要である。

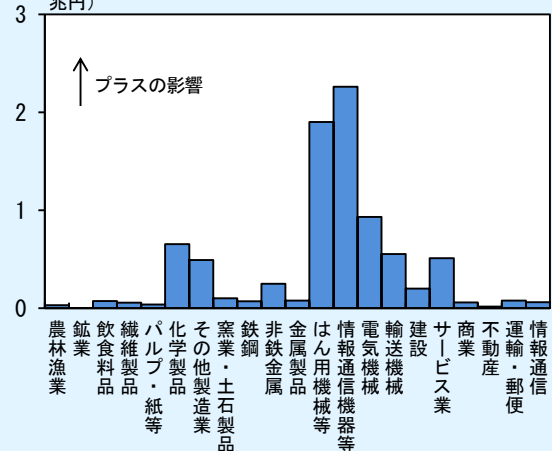
も含め幅広い業種に及んでいる（図表 B2-6②）。前述のように、中東情勢に伴う一国全体でみた交易条件の悪化圧力は、輸出物価上昇によって一部緩和されているものの、個別の経済主体別にみると、交易条件が改善している主体は、A I 関連需要で業績好調な一部の製造業大企業にとどまっており、その他多くの企業では、仕入コスト上昇に伴うマイナスの影響の方が大きくなっていると考えられる。

第2に、A I 関連業種（電気機械、情報通信機械、はん用・生産用機械の大企業）の支出性向は、全体平均よりも低めである。実際、A I 関連業種の設備投資キャッシュフロー比率をみると、I T サイクルに伴う大きな収益変動に対するバッファ確保の必要性もあってか、他業種よりも低めとなっている（図表 B2-7①）。また、これらの業種の労働分配率も、資本集約度の高さを背景に、相対的に低めとなっているうえ、近年は明確な低下トレンドにある（図表 B2-7②）。こうした点を踏まえると、A I 関連業種の収益増加が国内民間需要を誘発する効果は、他業種と比較すると小さいと考えられる。

図表B2-6：業種別にみた価格上昇の影響

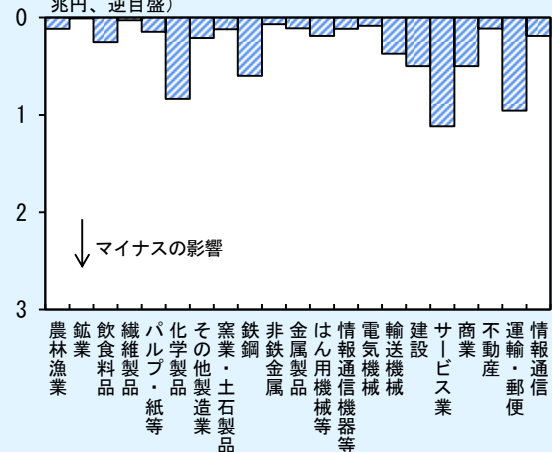
①A I 関連財の価格上昇の影響

（A I 関連財の付加価値額の5兆円増加に対する産出額の変化、兆円）



②原油価格上昇の影響

（鉱物性燃料の輸入額の5兆円増加に対する中間投入額の変化、兆円、逆目盛）



（出所）総務省、財務省、日本銀行、WTO、OECD、WSTS

（注）1. 数量一定の価格ショックの仮定のもとで、2020年産業連関表から推計。

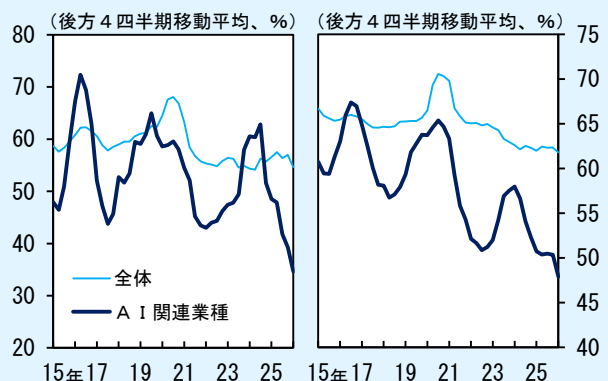
2. A I 関連財の定義は、2026/4月展望レポートBOX4を参照。鉱物性燃料は、石炭・原油・天然ガス。

3. 「パルプ・紙等」は、パルプ・紙・木製品。「その他製造業」は、プラスチック・ゴム製品など。「はん用機械等」は、はん用機械、生産用機械、業務用機械。「情報通信機器等」は、情報通信機器、電子部品。「サービス業」は、対事業所サービスなど。

図表B2-7：A I 関連業種の特徴

①設備投資C F比率

②労働分配率



（出所）財務省

（注）1. 法人季報ベース。A I 関連業種は、はん用・生産用機械、電気機械、情報通信機械のうち大企業（資本金10億円以上）。全体は、金融業、保険業を除く（C Fは、純粋持株会社も除く）。

2. 設備投資C F比率は、設備投資（除くソフトウェア）÷C F（＝減価償却費＋経常利益÷2）。労働分配率は、人件費÷付加価値額（＝営業利益＋人件費＋減価償却費）。

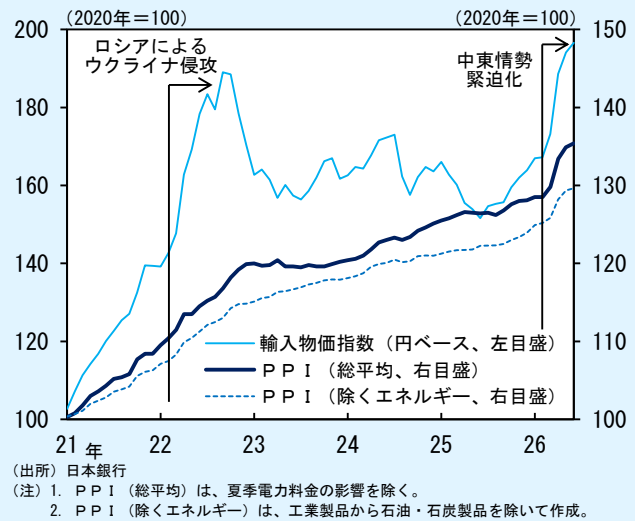
（BOX 3）企業間取引における物価上昇圧力の背景とその影響

前回展望レポートで指摘したとおり²²、今次局面では、企業の価格設定行動が従来よりも積極化する中で、コスト上昇の価格転嫁スピードが、速まっている点が特徴的である。本BOXでは、最近の国内企業物価の大幅な上昇の背景を分析するとともに、その消費者物価への波及についても若干の考察を行う。

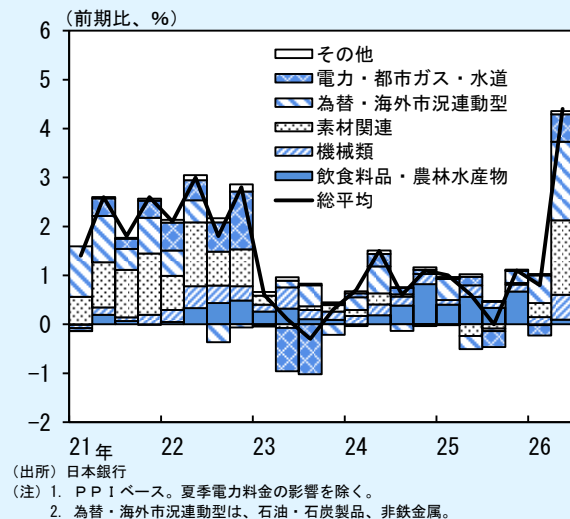
中東情勢緊迫化後の企業物価の動きを、2022年のロシアによるウクライナ侵攻時と比較すると、今回の輸入物価の上昇ペースは2022年当時を下回っているにもかかわらず、国内企業物価の風速（前期比）でみた上昇ペースは当時を明確に上回っている（図表B3-1、B3-2）。国内企業物価の前期比の内訳をみると、原油等の商品市況に連動する「為替・海外市況連動型」だけでなく、「素材関連」や「機械類」も急速にプラス寄与を拡大しており、川上段階の値上げだけでなく、川中・川下への価格転嫁も短期間に進展している様子が窺われる。こうした企業間取引における価格設定行動の積極化は、各種の企業向けサーベイ結果でも確認できるが（図表B3-3）、とりわけ次の2点が今次局面の特徴である。

第1に、化学製品において、コスト上昇の価格転嫁が従来みられないペースで進んでいる（図表B3-4①）。すなわち、①川上の石油製品や石油化学基礎製品では、サーチャージの導入やフォーミュラの見直しにより、価格転嫁を速やかに進め、マージン圧縮を回避する動きが急速に広がったほか、②川中・川下製品でも、原材料不足に起因する品不足や納入遅延が意識され、在庫確保を目的

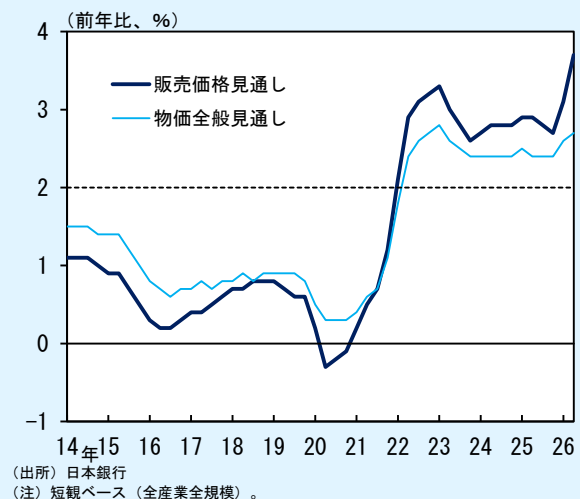
図表B3-1：企業物価の局面比較（1）



図表B3-2：国内企業物価（前期比）



図表B3-3：企業の物価見通し（1年後）



²² 2026年4月展望レポートBOX2（原油価格高騰がわが国物価に与える影響）を参照。

とした前倒し需要も発生したことから、売り手企業の価格交渉力が大きく高まったとみられる。その結果、平時であればコスト上昇の転嫁に半年程度を要するプラスチックや塗料・接着剤といった川下製品でも、1～2か月後に相応の値上げが行われた（図表 B3-5）。

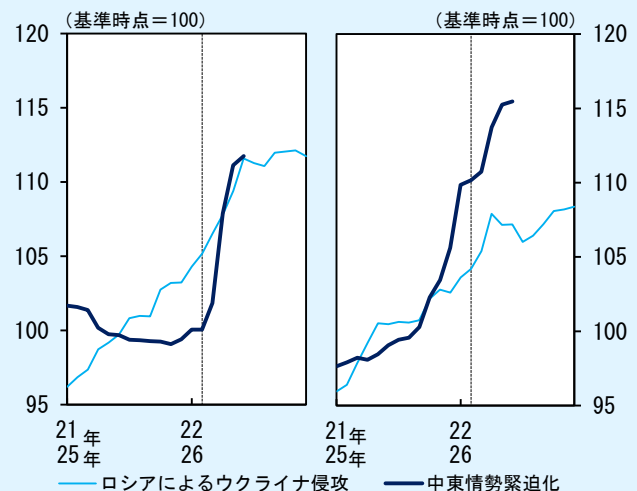
第2に、昨年秋以降、グローバルな A I 関連需要が一段と上振れる中で、BOX 2 でみた輸出向けだけでなく、国内向けでも、関連財の価格上昇圧力が急速に強まっている。とくに、①データセンターの付帯設備である電力・通信関連の需要拡大を背景に、銅価格等が騰勢を強める中、非鉄金属等でコスト上昇を転嫁する動きが広がっているうえ、②電子部品や電気・情報通信機器でも、メモリ価格高騰の転嫁に起因する価格上昇圧力が強まっている（図表 B3-4②）。

汎用技術（General Purpose Technology）とみられる A I は、経済社会で一段と浸透し、労働者や企業の適応も進む中長期でみれば、生産性上昇を通じて物価押し下げ圧力をもたらすが、短期的には、投資ブームによる総需要拡大効果の方がまさり、物価押し上げ圧力として働くと考えられる。この点、本年入り後、わが国を含む主要国・地域の生産者物価（PPI）は高い連動性を示しながら上昇率を高めている。この間も世界経済は底堅さを維持している点も考慮すると、足もとの世界的な PPI の上昇には、景気に悪影響をもたらす原油価格ショックだけでなく、A I 関連需要の増加というプラスのグローバル需要ショックも作用している可能性が高い（図表 B3-6）。

この点を検証するため、ダイナミックファクターモデルの手法を用いて、6つの地域（日本、米国、ユーロ圏、韓国、中国、台湾）の PPI インフレ率について、①地域と財の種類を問わず共通

図表B3-4：企業物価の局面比較（2）

①化学+プラスチック ②A I 関連



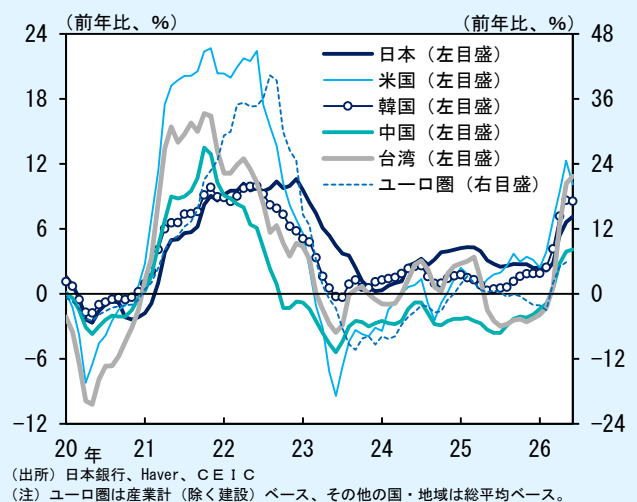
（出所）日本銀行
（注）1. PPI ベース。基準時点は、ロシアによるウクライナ侵攻が2021年、中東情勢緊迫化が2025年。縦線は、2022/2月と2026/2月。
2. A I 関連は、電子部品・デバイス、電気機器、情報通信機器、非鉄金属の合計。

図表B3-5：原油・ナフサ価格上昇の波及



（出所）経済産業省、日本銀行、日本経済新聞社
（注）1. 計数は PPI 該当品目の2026/6月の2026/2月対比累積変化率、%。ただし原油は、ドバイ原油の2026/3月の2026/2月比。背景色が濃いものほど高い変化率を示す。
2. 図表下部の期間区分は、原油価格と PPI の過去平均的な関係から概算した波及ラグ。
3. トルエンは PPI の調査対象品目ではないため、上位分類「石油化学系芳香族製品」の変化率で代替。川中製品に含まれる品目は経済産業省による分類。

図表B3-6：グローバルな生産者物価の動向



（出所）日本銀行、Haver、CEIC
（注）ユーロ圏は産業計（除く建設）ベース、その他の国・地域は総平均ベース。

する成分（Global Inflation Trend: G I T）、②特定の財でグローバルに共通する成分、③特定の地域で財を問わず共通する成分（国・地域固有の成分）等への分解を試みた（図表 B3-7）²³。G I T の推計結果をみると、グローバルなサプライチェーンの需給逼迫度合いを示す指数（Global Supply Chain Pressure Index）と高い相関を示しながら、足もとでは、過去の標準的な変動幅を上回る規模のグローバルな物価上昇圧力が生じていることが示唆される。

次に、このG I Tの変動の背景を考察するため、世界生産、G I T、原油価格の3変数による「符号制約条件付きのベクトル自己回帰（VAR）モデル」を推計することで、①グローバル需要ショック、②グローバル供給ショック、③原油価格ショックの識別を試みた²⁴。G I Tのヒストリカル分解の結果をみると、足もとのG I Tの上昇の大部分は、原油価格ショックで説明されるものの、グローバルな需要ショックも3～4割程度、上昇に寄与している（図表 B3-8）。本分析だけでグローバル需要ショックの中身を具体的に特定することはもとより困難であるが、最近の銅やメモリの価格上昇とタイミング等が符合する点も勘案すると、グローバルなA I 関連需要の増加とその波及が影響している可能性がある。さらに、この識別されたグローバル需要ショックが、わが国の消費者物価（除く食料・エネルギー）に及ぼす影響について、ローカル・プロジェクションの手法を用いて推計すると、同ショックは消費者物価（除く

²³ 本分析は、以下の文献を参考に行った。

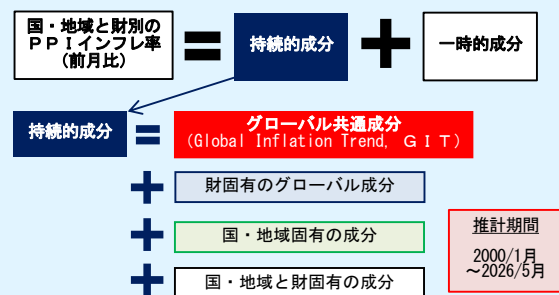
Akinci et al. (2025), "Global Trends in U.S. Inflation Dynamics," Federal Reserve Bank of New York Liberty Street Economics, February 27, 2025.

²⁴ VARモデルは、以下の文献を参考にした。

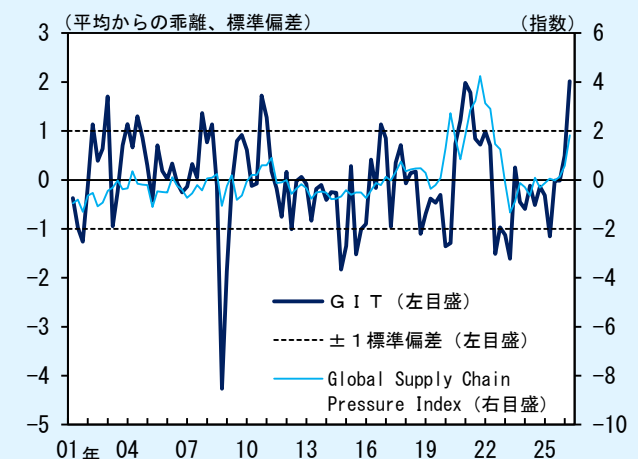
Ha et al. (2025), "What Explains Global Inflation," IMF Economic Review, vol. 73, pp.522-555.

図表B3-7：Global Inflation Trend（G I T）

①G I Tの抽出手法



②G I Tの推移



（出所）日本銀行、ニューヨーク連銀、Haver、CEIC

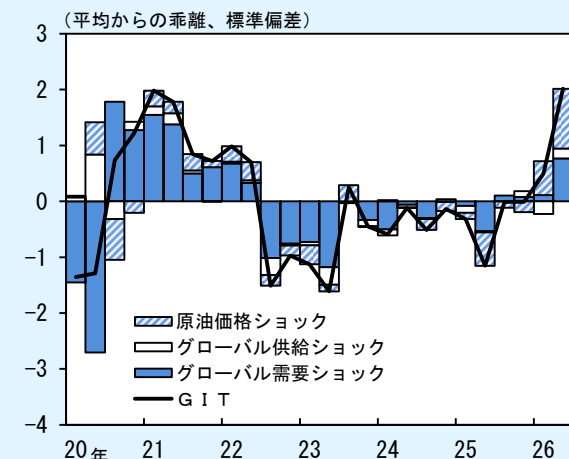
（注）6つの国・地域（日本、米国、ユーロ圏、韓国、中国、台湾）における、8種類（飲食物品、石油・石炭製品、化学製品、金属製品、はん用機器、電気機器、情報通信機器、輸送用機器）のPPIインフレ率から、各成分を抽出している。G I Tは、推計期間の平均と標準偏差で基準化。2026/2Qは、4～5月の値。

図表B3-8：G I Tの変動要因

①ショックの識別条件（符号制約）

ショック／変数	世界生産	G I T	原油価格
原油価格ショック	－	＋	＋
グローバル供給ショック	＋	－	＋
グローバル需要ショック	＋	＋	＋

②G I Tの要因分解



（出所）日本銀行、オランダ経済政策分析局、Haver、CEIC、FRED

（注）1. 表中の「＋」はショックと同方向、「－」はショックと逆方向の反応を示す。
2. 推計期間は、2000/2Q～2026/2Q。推計における世界生産の2026/2Qは、4月の値。その他の2026/2Qは、4～5月の値。
3. G I Tは、推計期間の平均と標準偏差で基準化。

食料・エネルギー）の水準を粘着的に押し上げる効果を持つことも示唆される（図表 B3-9）。

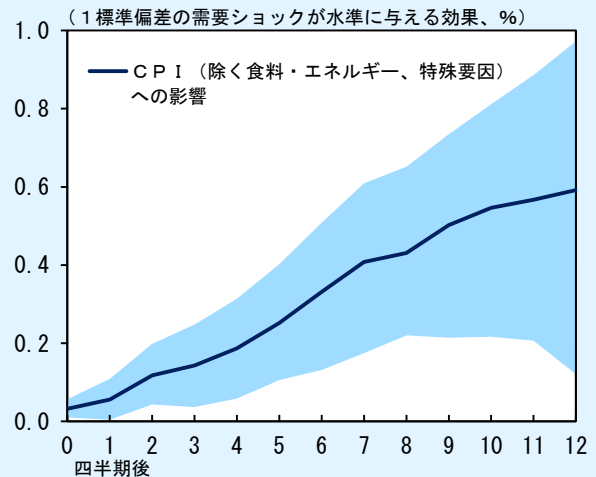
さらに、わが国の P P I インフレ率の持続的成分を G I T と日本固有の成分等に分解すると、コロナ禍までは G I T が P P I の変動の大部分を説明してきたが、2022 年頃からは、わが国固有の成分が一貫して大きなプラス寄与を続けてきたことが分かる（図表 B3-10）。この点、わが国固有の成分は、実質実効為替レートの水準と高い連動性を示している（図表 B3-11）。こうした観察事実を踏まえると、2022 年以降の実質実効為替レートの減価（日本の財の相対価格の低下）は、相対的に割安な国内の財価格を海外の財価格に均等化させるよう働く内外価格差の裁定メカニズムを通じて、わが国 P P I に対し持続的な上昇圧力をもたらしている可能性がある²⁵。

先行きを展望すると、①原油価格の下落を受けて、川上の化学製品等では、サーチャージやフォーミュラに従って販売価格も下落傾向に転じると見込まれるが、川中・川下での化学製品の値上げには人件費や物流費の上昇の転嫁分も含まれるため、これらの価格は下方硬直的に推移するとみられる。他方、② A I 関連需要の増加というグローバルな需要ショックの波及効果や、既往の為替円安とそのもとでの内外価格差の解消圧力は、暫くの間、持続的に作用し続ける可能性が高い。以上を踏まえると、先行き、原油価格の下落が続くもとでも、エネルギーを除く国内の財価格には当面、粘着的な上昇圧力がかかり続けると考えられる。

²⁵ 実質為替レート変動の背景で生じる内外価格差の調整メカニズムについては、例えば以下の文献で議論されている。

Engel (2019), "Real Exchange Rate Convergence: The Roles of Price Stickiness and Monetary Policy," *Journal of Monetary Economics*, vol. 103, pp.21-32.

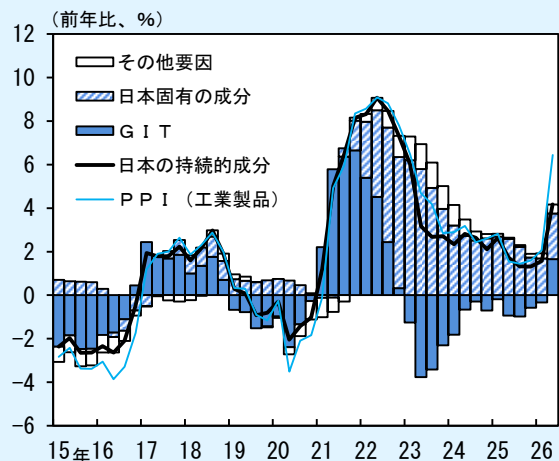
図表B3-9：グローバル需要ショックのわが国CPIへの影響



(出所) 総務省、日本銀行、オランダ経済政策分析局、Haver、CEIC、FRED

(注) 1. ローカル・プロジェクションにより、+1標準偏差のグローバル需要ショックに対するインパルス応答を推計。コントロール変数は、グローバル供給ショックと原油価格ショックおよび自己ラグ(4期)。推計期間は、2001/20～2026/2Q。CPIの2026/2Qは、4～5月の値。シャドローは、90%タイルバンド。
2. 特殊要因＝消費税率の変更・教育無償化政策+2021年の携帯電話通話料の引き下げ+旅行支援策の各影響。日本銀行スタッフによる試算値。

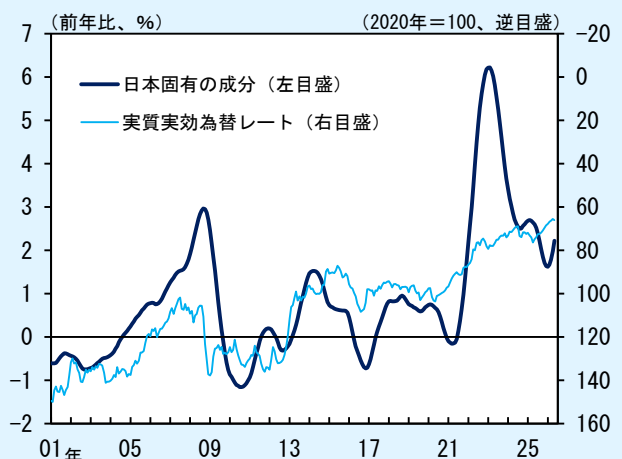
図表B3-10：わが国PPIの要因分解



(出所) 日本銀行、Haver、CEIC

(注) 1. PPI (工業製品) は、消費税率の変更の影響を除く。
2. 日本の持続的成分の2026/2Qは、4～5月の値。

図表B3-11：日本固有の成分の推移



(出所) 日本銀行、Haver、CEIC、BIS

(注) 実質実効為替レートは、ブロードベース。

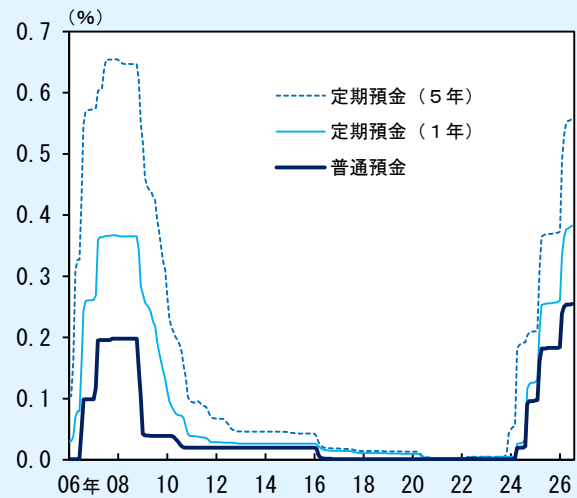
（BOX 4）政策金利の引き上げが家計に及ぼす影響

日本銀行は、2024 年 3 月に大規模な金融緩和の枠組みを見直し、その後は、政策金利を 1% まで段階的に引き上げ、金融緩和の度合いを調整してきている。政策金利の引き上げに応じて、預金金利は、普通預金、定期預金ともに上昇している（図表 B4-1）。貸出金利についても、参照される基準金利の上昇を受けて、上昇している。住宅ローン金利をみると、新規実行・残高の大半を占める変動金利²⁶は短期プライムレートに連動して上昇しているほか、固定金利も長期金利の動向等を映じて上昇している（図表 B4-2）。本 BOX では、預金・貸出金利の上昇が家計に及ぼす影響について、家計の資産・負債構造を踏まえて考察する。

まず、わが国家計のバランスシートを確認すると、資産サイドでは、2,400 兆円程度の金融資産のうち、預金が 1,000 兆円程度を占め、次いで、保険・年金が 600 兆円程度、株式・投資信託が 550 兆円程度となっている（図表 B4-3）。一方、負債は 400 兆円程度にとどまり、その過半は住宅ローンが占める。政策金利の引き上げは、資産サイドでは、預金金利上昇に伴う利子所得の増加をもたらし、負債サイドでは、住宅ローン等の利払い負担増加につながるが、家計全体としては、預金総額が住宅ローン等の借入額を大きく上回るため、金利水準の差を勘案しても、金利上昇によるプラス効果を享受しやすいと考えられる。

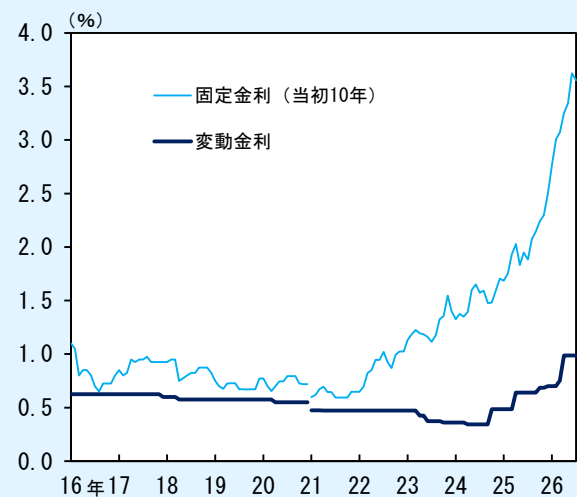
もっとも、家計のバランスシートは、世代間で大きく異なる点には留意が必要である。資産・負債構造を世帯主の年齢別にみると、金融資産につ

図表B4-1：預金金利



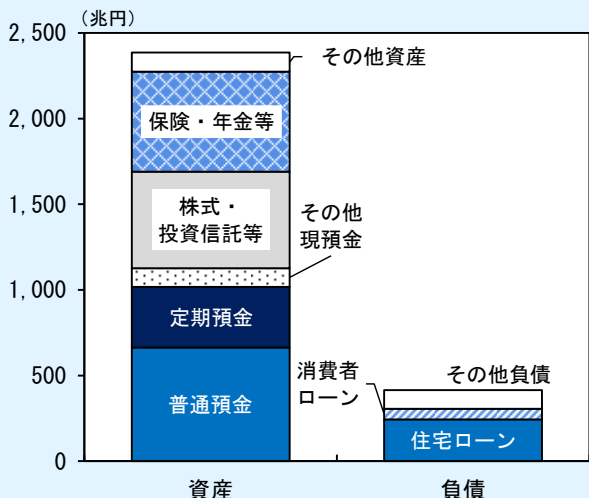
（出所）日本銀行
（注）国内銀行等の平均値。

図表B4-2：住宅ローン金利



（出所）各社開示資料
（注）一部大手行の中央値（金利優遇勘案後）。2020年までは保証料型、2021年以降は融資手数料型。

図表B4-3：家計のバランスシート



（出所）日本銀行
（注）2026年3月末の値。株式・投資信託等は、株式等と投資信託受益証券の残高（時価ベース）。

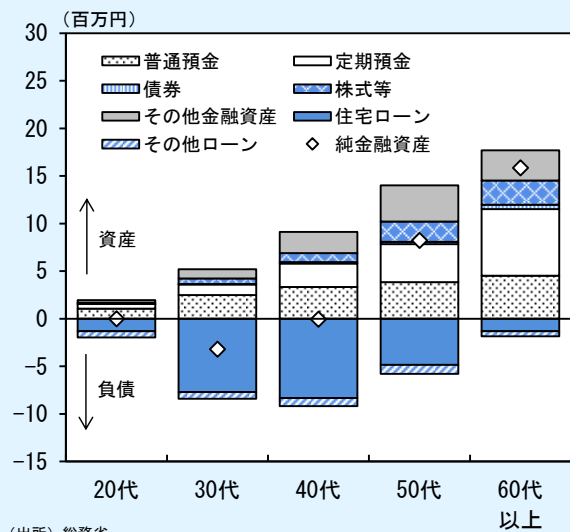
²⁶ 近年、わが国では、住宅ローンを契約する際、変動金利型のローンを利用する世帯が多く、住宅金融支援機構の2026 年 1 月調査によれば、2025 年度上期の住宅ローン契約者のうち 75%が変動金利型を選択している。

いては、年齢が上がるにつれて、預金を中心に増加している（図表 B4-4）。一方、負債については、30代や40代で住宅ローンの残高が大きくなっており、とくに30代では、負債の総額が資産の総額を上回っている。こうした住宅ローン保有世帯にとっては、金利上昇に伴う返済負担の増加は、支出行動の慎重化につながる可能性がある²⁷。

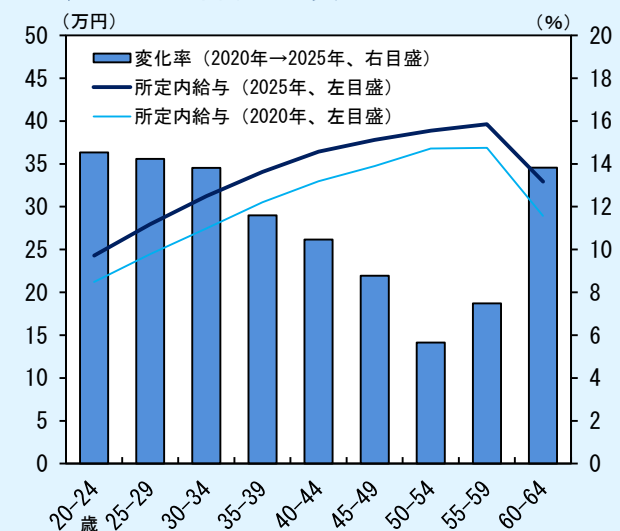
この点、住宅ローンの大半を占める変動金利型の場合、「5年ルール」等、返済額の大幅な増加を抑制する仕組みが設けられていることが多い²⁸。また、政策金利引き上げの前提として、ここ数年のしっかりとした賃上げの実現など、雇用・所得環境の改善が続いていることも、併せて評価する必要がある。最近では、若年層の人手不足感がとくに強いことを受けて、20代や30代の賃金改定率を相対的に高くしている企業も多い（図表 B4-5）。こうした動きは、これらの世代の住宅ローンの返済負担を和らげる方向に作用している。このほか、近年は、家計の株式等の保有残高が増加しており、株式保有世帯では、配当収入が増加しているほか、株価上昇に伴う資産効果も働いている（図表 B4-6）。

こうしたもとで、住宅ローン金利が上昇するなかにあっても、個人消費はこれまでのところ底堅く推移している。政策金利の引き上げが家計の行動に及ぼす影響については、世代間の資産・負債構造の異質性等を踏まえ、今後とも丁寧に確認していく必要がある。

図表B4-4：世帯主の年齢別バランスシート



図表B4-5：年齢別の賃金



図表B4-6：家計の株式等の保有残高



²⁷ 近年は、不動産・住宅価格の上昇に伴い、住宅ローンの借入額自体が増加していることも、家計にとっては、返済負担が増える方向に作用している。

²⁸ 変動金利型の住宅ローンでは、毎月の返済額が5年間固定される「5年ルール」が設定されることが多い。加えて、返済額が見直される場合でも、返済額を見直し前の1.25倍以内とする「125%ルール」が設定されることが多い。

