公表時間
11 月2日（月）14 時 00 分

日本銀行
BANK OF JAPAN

経済・物価情勢の展望

2026 年 10 月



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

引用・転載・複製を行う場合は、出所を明記してください。

経済・物価情勢の展望（2026 年 10 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エネルギー・原材料価格の上昇が下押し要因となるものの、グローバルなＡＩ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、エネルギー・原材料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、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これまで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が働いており、中長期的な予想物価上昇率は２％程度となっている。こうしたもとで、消費者物価の基調的な上昇率は２％の「物価安定の目標」と概ね整合的な水準となっており、先行き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、夏場以降の原油価格上昇の影響等から 2027 年度が幾分上振れている。

- リスク要因としては様々なものがあるが、中東情勢やＡＩ関連需要の拡大、為替相場の変動などが、わが国の経済・物価に及ぼす影響には、引き続き留意が必要である。

- 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が２％の「物価安定の目標」と概ね整合的な水準となるなか、企業の賃金・価格設定行動が積極化していることや様々な物価上振れ要因を踏まえると、中長期的な予想物価上昇率が上昇し、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、十分に留意する必要がある。

[1] 本基本的見解は、10 月 29、30 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。輸出は、グローバルなＡＩ関連需要の堅調な増加を背景に、緩やかに増加している。また、企業収益は高水準で推移しており、業況感も一段と良好な水準となっている。こうしたもとで、設備投資は、建設コスト上昇の影響を受けつつも、緩やかな増加傾向にある。個人消費は、物価上昇など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。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）の前年比は、政府によるエネルギー負担緩和策の効果などがみられるものの、賃金上昇の販売価格への転嫁の動きが続くもとで、輸入物価上昇の影響が現れていることから、プラス幅が緩やかに拡大しており、足もとでは２％程度となっている。予想物価上昇率は、２％程度となっている。

２．わが国の経済・物価の中心的な見通し[2]

（１）経済の中心的な見通し

先行きのわが国経済を展望すると、2026 年度については、中東情勢の影響を受けた春先以降のエネルギー・原材料価格の上昇が、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ＡＩ関連需要の増加や雇用・所得環境の改善に加えて、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、輸出は、中東情勢の影響を受けつつも、グローバルなＡＩ関連需要が裾野の拡大を伴いつつ堅調に増加するもとで、緩やかな増加を続けると見込まれる。企業収益は、原油価格上昇に伴う交易条件悪化

[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 105 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。

の影響を受けつつも、ＡＩ関連需要の強さなどを背景に高水準が続くとみられる。設備投資は、建設コスト上昇の影響を受けつつも、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、緩やかな増加傾向を維持すると考えられる。

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、前年並みのベースアップが実現するもとで、着実な増加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や天候要因から、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辿るとみられる。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、エネルギー・原材料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ＡＩ関連需要の強さなどにも支えられ、緩やかな増加を続けると考えられる。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、増益基調を続けるとみられる。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ＡＩ・データセンター関連等の成長分野への投資に加え、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、増加傾向が続くと考えられる。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、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これまで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が働いており、中長期的な予想物価上昇率は２％程度となっている。こうしたもとで、消費者物価の基調的な上昇率は２％の「物価安定の目標」と概ね整合的な水準となっており、先行きも同程度で推移すると考えられる[4]。こうしたなか、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、２％程度の水準での定着度合いを確認していくことが重要である。

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[5]。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、代替調達に伴う輸送コスト等の増加を踏まえると、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、

[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。

[4] 基調的な物価上昇率に関連する各種指標（消費者物価のコア指標、予想物価上昇率、トレンドインフレ率等）をみると、多くの指標が２％近傍にあることが確認できる。

[5] 今回の見通しにおいては、現在国会で審議中の飲食料品消費税率の臨時的な引き下げなどとそれに伴う影響は織り込んでいない。本年９月に閣議決定された税制改正大綱を前提に、税率変更が対象品目すべてにそのまま適用された場合の消費者物価への影響を機械的に計算すると、2027 年度の消費者物価（除く生鮮食品）の前年比を－1.3%ポイント程度、消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比を－1.4%ポイント程度、それぞれ押し下げるとみられる。そのもとでは、経済に対して、成長率を押し上げる方向に作用する可能性が高いと考えられるが、その程度については不確実性が高い。

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（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比は、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これまで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、夏場以降の原油価格上昇の影響等から 2027 年度が幾分上振れている。消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）は、前回の展望レポートにおける見通しと比較すると、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、小幅のプラスで推移している。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、２％程度となっている。先行きについては、労働需給の引き締まりなどを背景に、企業の積極的な賃金・価格設定行動が維持されるもとで、予想物価上昇率は現状と概ね同程度の水準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おり、原油価格は振れの大きい展開が続いている。この間の原材料の代替調達の取り組みの進展もあり、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

はこれまでのところ抑制されているが、グローバルな原油供給に対する懸念が燻り、原油備蓄量の減少もみられるもとで、調達コストの更なる上昇が経済・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、原油高を起点とした企業間取引における価格転嫁の動きのほか、後述するＡＩ関連需要や為替相場の変動による影響などが、消費者段階の幅広い品目の価格上昇に波及していく可能性が高い。こうした動きが、中長期の予想物価上昇率の上昇につながり、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。

第２に、ＡＩ関連需要の動向である。ＡＩ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ているほか、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ＡＩ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。

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、夏場以降、為替相場はやや振れの大きな展開となっているが、これまでの為替円安の進行から輸入物価の前年比が高い伸びを続けていることは、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。

このほか、内外の経済・物価動向に関するリスク要因として、以下のようなものがある。すなわち、世界的にインフレ圧力が高まるなか、夏場以降、米欧を含む多くの中央銀行は利上げ方向に政策を転換しており、こうしたグローバルな金融環境の変化が、国際金融市場等を通じてわが国の経済・物価に及ぼす影響には留意が必要である。また、グローバルな財政拡張的な動きが、世界経済・物価や金融市場に及ぼす影響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、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。この間、中東情勢も含む地政学的なリスクの高まりや世界的な天候要因などから、このところ穀物価格が上昇傾向にある点は、先行きの物価上昇のリスク要因として留意する必要がある。

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[6]。

[6] 「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。

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、賃金上昇を販売価格に転嫁する動きが続くもとで、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これまで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が働いており、中長期的な予想物価上昇率は２％程度となっている。こうしたもとで、消費者物価の基調的な上昇率は２％の「物価安定の目標」と概ね整合的な水準となっており、先行き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っては、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、実質金利はこのところ上昇しているが、短期ゾーンを中心になお低い水準となっているほか、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。ＣＰ・社債市場でも良好な発行環境が続いている。これらの動きに加えて、株や為替といった資産市場の最近の動向も踏まえると、わが国の金融環境は緩和した状態が維持されている。

次に、第２の柱、すなわち金融政策運営の観点から重視すべきリスクについて点検する。わが国経済・物価を巡るリスク要因としては様々なものがあるが、中東情勢やＡＩ関連需要の拡大、為替相場の変動などが、わが国の経済・物価に及ぼす影響には、引き続き留意が必要である。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％の「物価安定の目標」と概ね整合的な水準となるなか、企業の賃金・価格設定行動が積極化していることや様々な物価上振れ要因を踏まえると、中長期的な予想物価上昇率が上昇し、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。従来は、基調的な物価上昇率を２％に向けて引き上げていく過程にあり、物価の下振れリスクに相応の注意を払うことが必要で

あったが、足もとでは局面が変化しており、今後は、基調的な物価上昇率が２％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、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、ＡＩ関連投資の収益性と資金調達、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[7]。

金融政策運営については、基調的な物価上昇率が２％の「物価安定の目標」と概ね整合的な水準となるなか、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ＡＩ関連需要の拡大、為替相場の変動などの影響を含め、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、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。

[7] 詳しくは日本銀行「金融システムレポート」（2026 年 10 月）を参照。

（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	＋0.7 ～ ＋0.8 ＜＋0.7＞	＋2.4 ～ ＋2.6 ＜＋2.5＞	＋2.4 ～ ＋2.5 ＜＋2.4＞
７月時点の見通し	＋0.6 ～ ＋0.7 ＜＋0.6＞	＋2.3 ～ ＋2.7 ＜＋2.5＞	＋2.3 ～ ＋2.6 ＜＋2.5＞
2027 年度	＋0.6 ～ ＋0.8 ＜＋0.7＞	＋2.4 ～ ＋2.7 ＜＋2.6＞	＋2.4 ～ ＋2.7 ＜＋2.7＞
７月時点の見通し	＋0.7 ～ ＋0.8 ＜＋0.8＞	＋2.2 ～ ＋2.5 ＜＋2.4＞	＋2.2 ～ ＋2.7 ＜＋2.6＞
2028 年度	＋0.7 ～ ＋0.9 ＜＋0.8＞	＋2.0 ～ ＋2.1 ＜＋2.0＞	＋2.2 ～ ＋2.4 ＜＋2.3＞
７月時点の見通し	＋0.7 ～ ＋0.8 ＜＋0.8＞	＋2.0 ～ ＋2.2 ＜＋2.0＞	＋2.1 ～ ＋2.3 ＜＋2.2＞

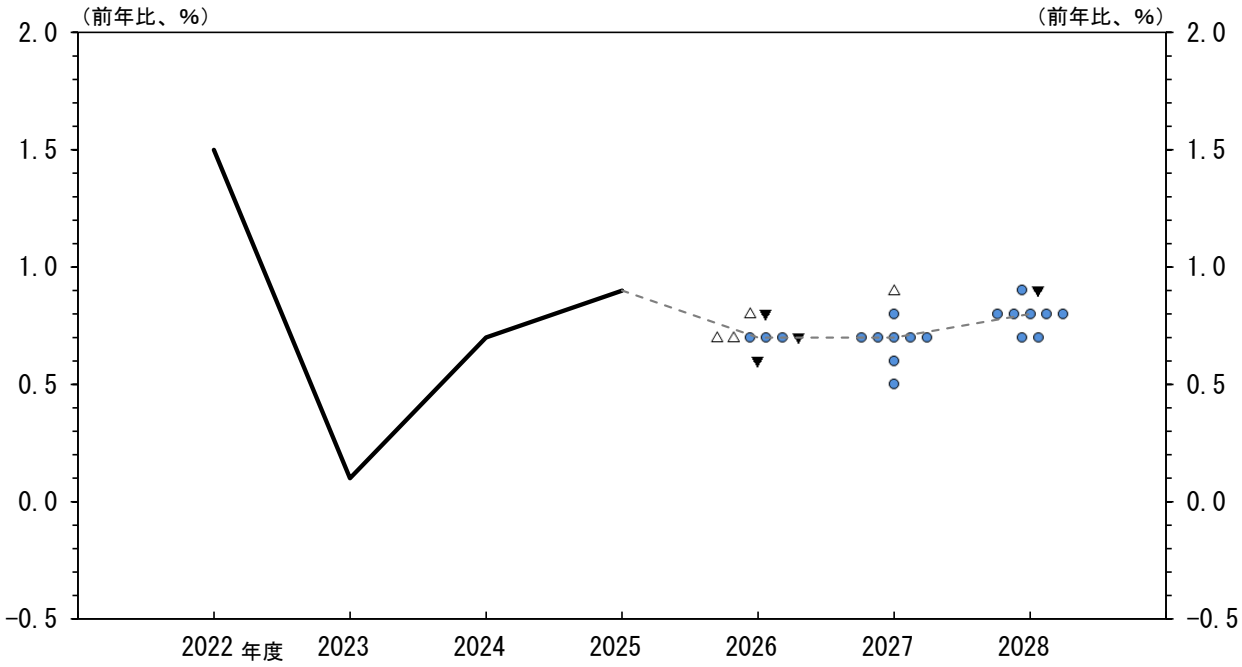
（注１）「大勢見通し」は、各政策委員が最も蓋然性の高いと考える見通しの数値について、最大値と最小値を１個ずつ除いて、幅で示したものであり、その幅は、予測誤差などを踏まえた見通しの上限・下限を意味しない。

（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。

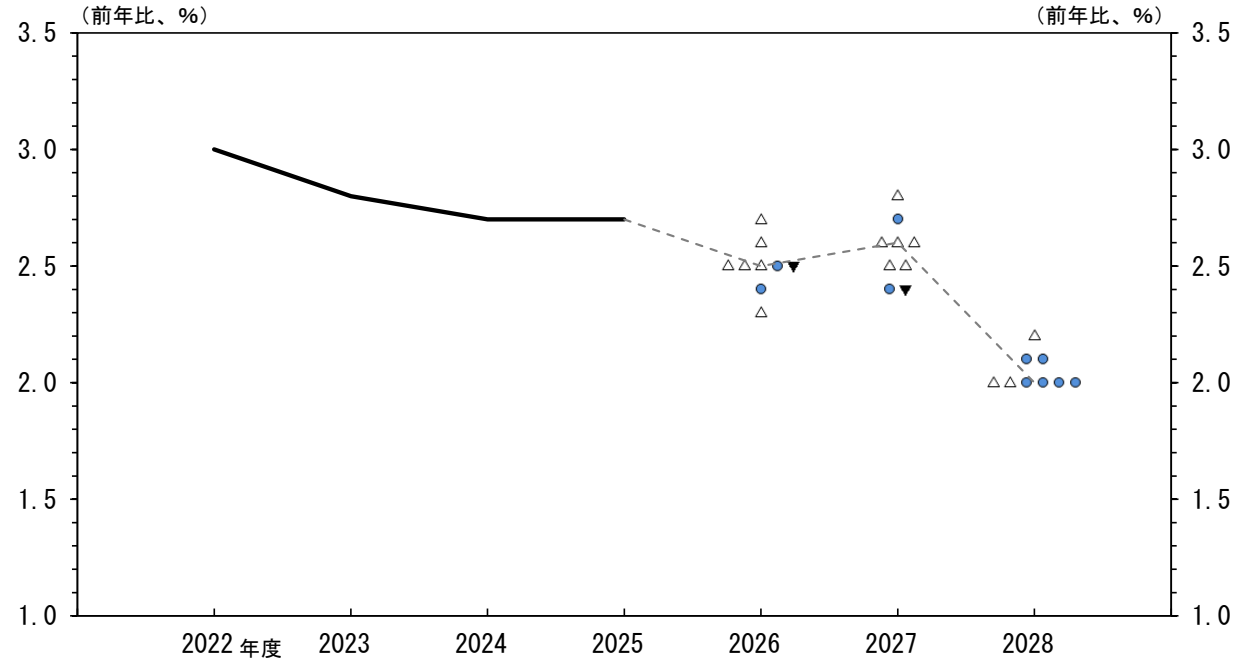
（注３）今回の見通しにおいては、現在国会で審議中の飲食料品消費税率の臨時的な引き下げなどとそれに伴う影響は織り込んでいない。本年９月に閣議決定された税制改正大綱を前提に、税率変更が対象品目すべてにそのまま適用された場合の消費者物価への影響を機械的に計算すると、2027 年度の消費者物価（除く生鮮食品）の前年比を－1.3%ポイント程度、消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比を－1.4%ポイント程度、それぞれ押し下げるとみられる。

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】[8]

１．経済活動の現状と見通し

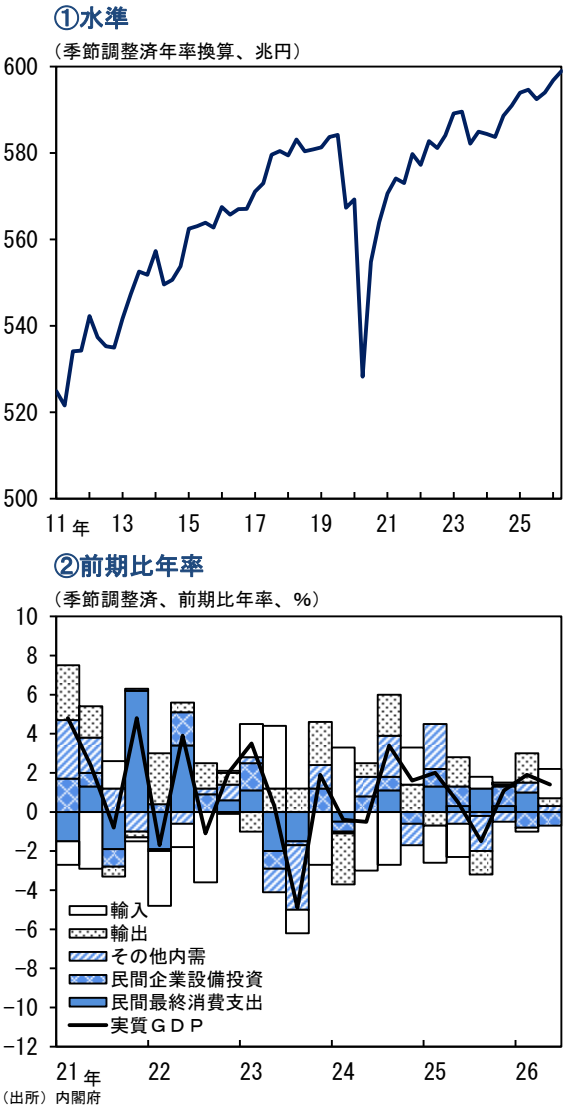
１．１　景気動向

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４～６月の実質ＧＤＰは、前期比＋0.4%（年率＋1.4%）と、３四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、輸出は、中東情勢の影響を受けつつも、グローバルなＡＩ関連需要の拡大を背景に資本財を中心に増加した。個人消費や設備投資といった国内民間需要は、一時的な特殊要因の影響もあって増勢は鈍化したものの、政府によるエネルギー負担緩和策が原油価格上昇に伴う交易利得の悪化の影響を和らげるもとで、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、４～６月は、ゼロ%台半ばのプラスで推移した（図表２）[9]。

７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、グローバルなＡＩ関連需要の拡大を背景とした企業部門の好調さを主因に、景気は回復基調を維持しているとみられるが、天候要因等を受けた個人消費の増勢鈍化か

図表１：実質ＧＤＰ



（出所）内閣府

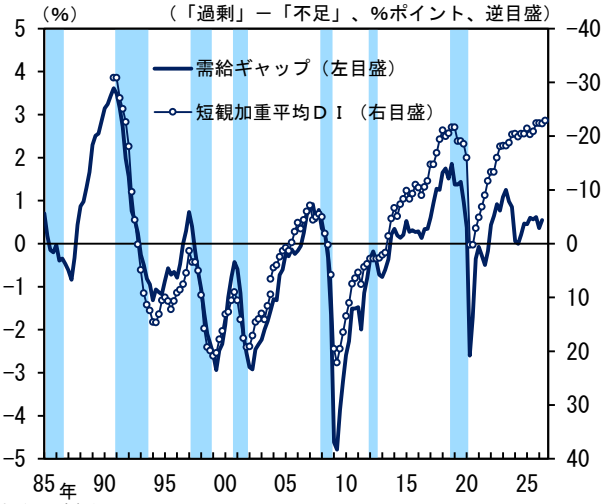
[8] 10 月 29、30 日開催の政策委員会・金融政策決定会合で決定された「基本的見解」について、その背景を説明するためのものである。

[9] 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。

ら、改善がいったん足踏みしている可能性が高い。すなわち、企業部門をみると、輸出は半導体製造装置をはじめとする資本財の堅調さに牽引されて、緩やかに増加している。こうしたもとで、企業収益は、エネルギー・原材料価格の上昇による下押しの影響を受けつつも、高水準で推移しているとみられ、９月短観における業況判断ＤＩ（全産業全規模）も、製造業を中心に一段と改善し、1991年８月以来の良好な水準で推移している。設備投資については、建設コストの上昇や工事遅延の影響もあって建設投資の増勢は鈍いものの、９月短観で確認されたとおり、企業の積極的な投資スタンスが維持されるもとで、前期に大幅な減少となった研究開発投資の反動増の影響も加わり、緩やかに増加しているとみられる。一方、家計部門をみると、個人消費は、高水準の夏季賞与や政府による各種支援策に加え、株高もあって基調としては底堅さを維持しているとはみられるが、年金所得への依存度の高い高齢者層を中心に節約志向が幾分強まるもとで、前期に特需もあって増加していた耐久財（エアコンや自動車）が減少に転じるほか、天候不順（低気温や豪雨・多雨）による季節商品（飲料・衣料品等）の弱さも下押しとなるため、減少している可能性が高い。以上のように景気の回復基調が維持されるもとで、労働需給の引き締まった状態は続いており、９月短観の雇用人員判断ＤＩ（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ＤＩでみても、大幅な「不足」超が続いた（図表２）。

　わが国経済の先行きを展望すると、中東情勢を受けたエネルギー・原材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2026年度下期から2027年度にかけていったん

図表２：需給ギャップ



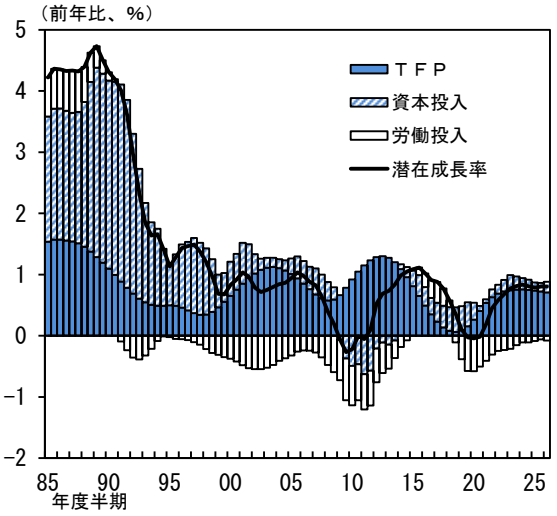
（出所）日本銀行
（注）1. 需給ギャップは、日本銀行スタッフによる推計値。
2. 短観加重平均ＤＩ（全産業全規模）は、生産・営業用設備判断ＤＩと雇用人員判断ＤＩを資本・労働分配率で加重平均して算出。2003/12月調査には、調査の枠組み見直しによる不連続が生じている。
3. シャドー部分は、景気後退局面。

減速するものの、グローバルなＡＩ関連需要の拡大と政府による各種施策に支えられて、潜在成長率並みの成長が続くと考えられる。前回の展望レポート時点と比較すると、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エ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、ＡＩ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 年度下期は、グローバルなＡＩ関連需要の拡大を背景に輸出は緩やかな増加傾向をたどるものの、エネルギー・原材料価格の上昇によって、企業収益が下押しされ、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、成長率は幾分減速すると見込まれる。ただし、ＡＩ関連需要の拡大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ーとなるほか、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

図表３：潜在成長率



（出所）日本銀行
（注）日本銀行スタッフによる推計値。2026年度上半期は、2026/2Qの値。

される。財輸出は、グローバルなＡＩ関連需要の堅調さを背景に、資本財や情報関連を中心に、緩やかな増加を続けると考えられる。設備投資は、ＡＩ・データセンター関連投資に加え、既往の投資案件の受注残を解消する動きなどが基調的な押し上げ要因として作用するものの、輸入資本財価格の上昇や建設コスト上昇・工事遅延の影響などから、増勢の鈍化した状態が続くとみられる。名目賃金は、所定内給与が現状程度の上昇率で推移するもとで、企業収益の改善を背景とした賞与の増加もあって、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改善に加え、株高による資産効果やエネルギー負担緩和策などの政府の各種施策も下支えとなり、底堅さは維持するものの、物価上昇による実質購買力への下押し圧力が強まることから、一時的に減少すると予想される。この間、住宅投資は、リフォーム需要は一定の下支えとなるものの、人口動態や住宅価格上昇を反映して減少傾向をたどるとみられる。

2027 年度は、上期は原油価格の再上昇の影響もあって物価上昇による下押し圧力が続くものの、下期には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が徐々に明確となることから、前年度並みの成長率となると考えられる。財輸出は、グローバルなＡＩ関連需要の堅調さを背景に、緩やかな増加を続けると見込まれる。企業収益は、内外需要の増加と原油価格下落に支えられて、増益基調を続けると予想される。そのもとで、設備投資は、ＡＩ・データセンター関連投資や人手不足対応のデジタル・省力化投資に加え、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ややラグを伴って

下押しとなり、特別給与を中心に上昇率が幾分鈍化するとみられる。個人消費は、物価上昇の影響に加え、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も下押し圧力となるが、下期にかけては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持ち直していくと考えられる。

2028 年度は、過去の累積的な金融緩和効果が減衰しつつも、なお残るもとで、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。

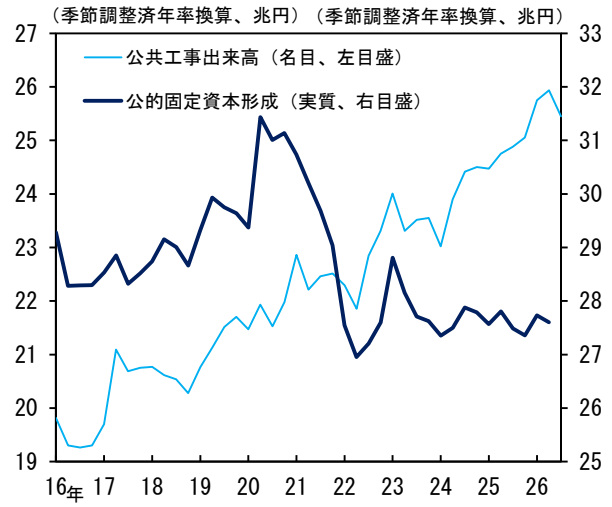
１．２　主要支出項目の動向とその背景

（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靭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。先行きの政府消費は、医療・介護費の趨勢的な増加に加え、防衛関連支出の増加もあって、着実な増加を続けると考えられる。

図表４：公共投資



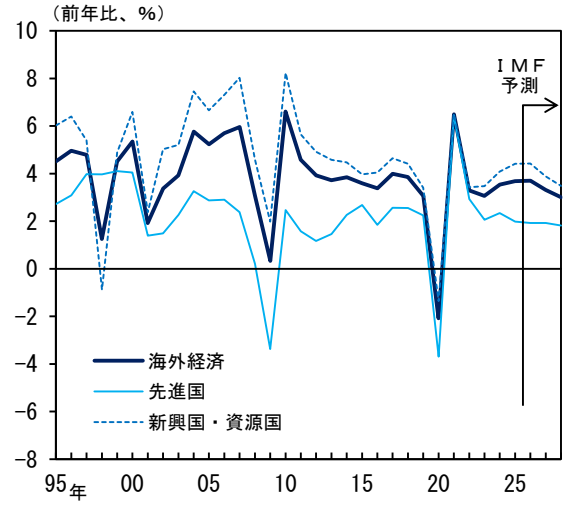
（出所）内閣府、国土交通省
（注）2026/3Qは、7～8月の値。

（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、総じてみれば持ち直している。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５：海外経済見通し



（出所）ＩＭＦ、財務省
（注）ＩＭＦによる各国・地域の実質ＧＤＰ成長率を、わが国の通関輸出ウエイトで加重平均したもの。2026年以降はＩＭＦ予測（2026/10月時点）。
先進国は、米国、ユーロ圏、英国。新興国・資源国はそれ以外。

ると（図表６）、製造業は、ＡＩ関連需要の堅調さなどを背景に、改善・悪化の分岐点となる 50 を上回って推移している。この間、サービス業も、50 を上回って推移している。

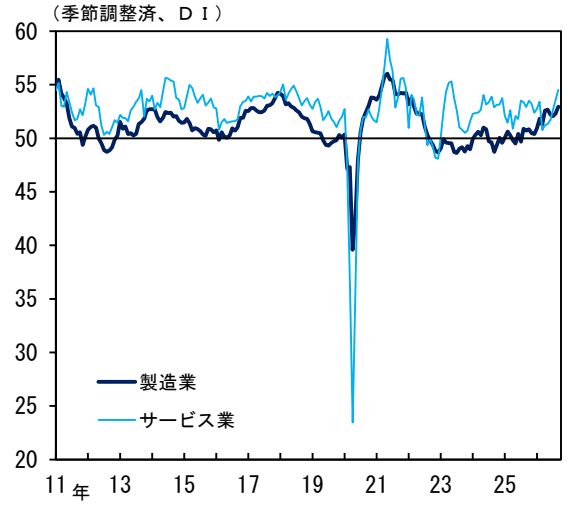
先行きの海外経済は、当面、中東情勢の影響が下押し圧力となるものの、その後は、中東情勢の影響が和らぐとの前提のもとで、グローバルなＡＩ関連需要にも支えられて、緩やかな成長を続けると考えられる。地域別にみると、米国経済は、当面は中東情勢の影響を受けるものの、ＡＩ関連需要や既往の株高に支えられて、堅調な成長を続けると考えられる。欧州経済は、当面は中東情勢の影響を受けるものの、政策面の下支えもあって、徐々に成長率を高めていくと考えられる。中国経済は、当面は中東情勢の影響を受けるものの、政策面の下支えもあって、緩やかに改善していくと考えられる。中国以外の新興国・資源国経済は、中東へのエネルギー輸入依存度の高いアジア諸国を中心に下押し圧力を受けるものの、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、グローバルなＡＩ関連需要の堅調な増加を背景に、緩やかに増加している（図表８）[10]。地域別にみると（図表９）、米国向けは、現地におけるハイブリッド車需要の堅調さを背景に自動車関連が増加基調にあるほか、半導体製造装置などの資本財の増加も押し上げ要因となり、増加している。欧州向けは、新車投入効果もあって自動車関連を中心に増加基調にある。中国向けは、現地メーカーの競争力の高まりを背景とした自動車や

[10] 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、緩やかに増加している。

図表６：グローバルＰＭＩ



（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



（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

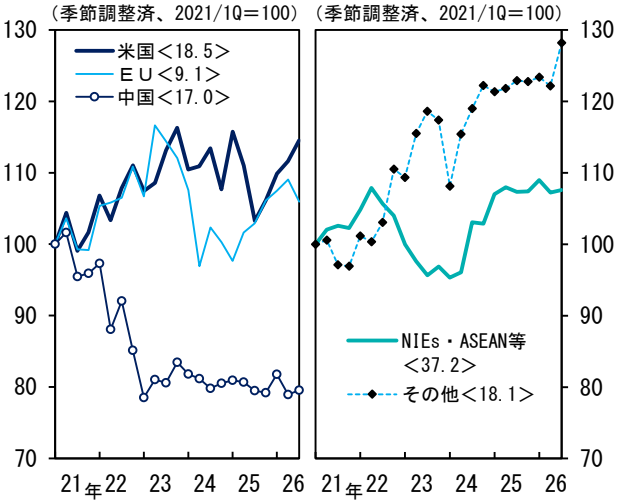


（出所）日本銀行、財務省
（注）日本銀行スタッフ算出。その他財は、金、再輸出品など。

情報関連等の内製化が下押し要因となっているが、足もとでは半導体製造装置の増加に支えられて、低水準ながらも横ばいで踏み止まっている。ＮＩＥｓ・ＡＳＥＡＮ等向けは、グローバルなＡＩ関連需要の拡大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、底堅く推移している。その他地域向けは、中東向け輸出（自動車）が代替輸送ルートの確立に伴い４月までの大幅減から持ち直しを続けていることを主因に、足もとでは大きめの増加となっている。財別にみると（図表10）、自動車関連は、米欧向けがハイブリッド車需要の強まりや新車投入効果から堅調に推移するもとで、中東向けの持ち直しもあって増加基調にある。資本財は、グローバルなＡＩ関連需要の堅調な拡大を背景とした半導体製造装置や電力設備向けの増加に加え、足もとでは船舶の押し上げもあって、大幅に増加している。情報関連は、データサーバー向けなどのＡＩ関連需要の堅調さに支えられて底堅く推移してきたが、足もとでは値上げによるスマートフォン需要の低迷にメモリ価格上昇の影響も加わり[11]、水準が切り下がっている。この間、中間財は、原油・ナフサ等の代替調達の進展に伴い化学の生産活動は持ち直しているものの、中国の過剰生産能力が基調的な下押し要因となり、低水準で推移している。

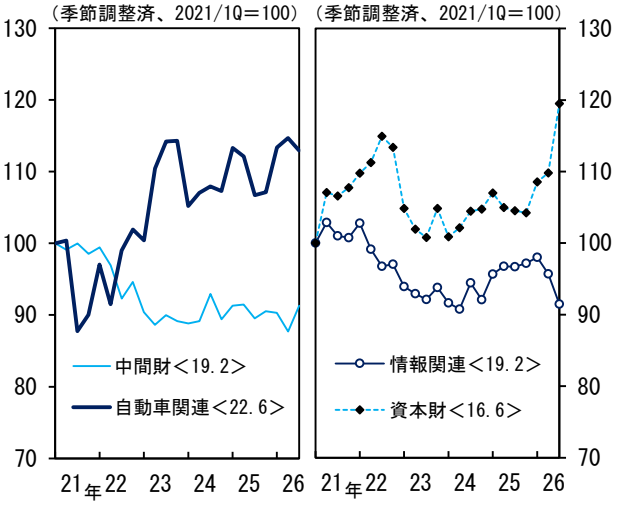
先行きの輸出は、グローバルなＡＩ関連需要の堅調さを背景に、資本財や情報関連を中心に、緩やかな増加を続けると考えられる[12]。

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。

[11] 情報関連の実質輸出については、内訳の半導体等電子部品において、デフレーターである輸出物価指数がメモリ市況価格の大幅な上昇を受けて押し上げられている一方で、名目輸出額の単価は半製品を中心に市況価格ほどには上昇していないことから、足もとの実質値が実勢対比弱めとなっている可能性が高い。

[12] ＡＩ関連需要の動向とわが国経済の先行きのリスクについては、ＢＯＸ１を参照。

輸入は、素原料の代替調達が進展するもとで、国内需要の底堅さを反映して緩やかな増加基調に復している（図表８）。先行きは、代替調達の進展に伴う素原料輸入の回復に加え、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。

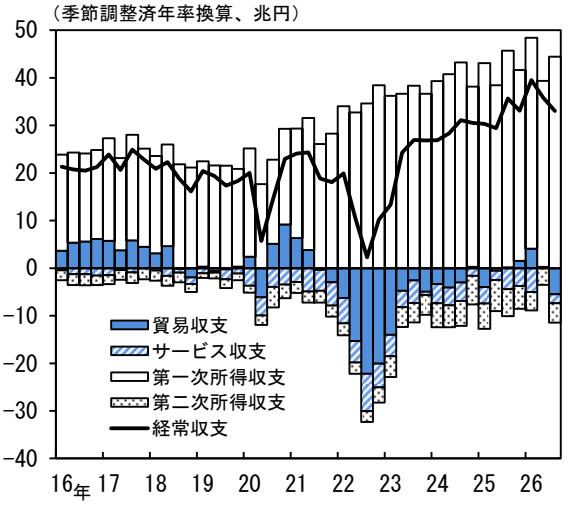
（対外収支）

名目経常収支の黒字幅は、高水準で推移している（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しているものの、鉱物性燃料を中心とした名目輸入額の増加の影響の方が大きく、足もとでは小幅の赤字に転じている。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、高水準の黒字が続いている。

先行きの名目経常収支は、当面は鉱物性燃料の輸入増加を主因に黒字幅が縮小するが、その後は、原油価格の下落による貿易収支の改善と、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、全体として緩やかな黒字幅の拡大が続くと考えられる。

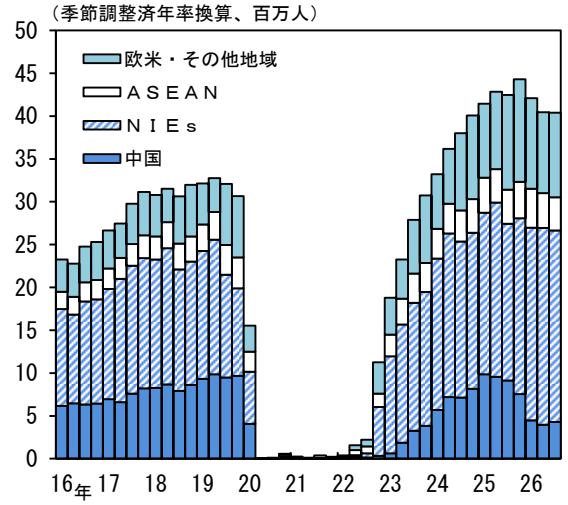
この間、経常収支と表裏の関係にあるわが国の貯蓄投資バランスをみると、企業収益の増加を受けた企業部門の貯蓄超過幅の拡大を主因に、全体の貯蓄超過幅は緩やかな拡大傾向にある（図表 13）。先行きも、企業収益の改善などを背景に、全体の貯蓄超過幅は緩やかな拡大傾向が続くと考えられる。

図表11：経常収支



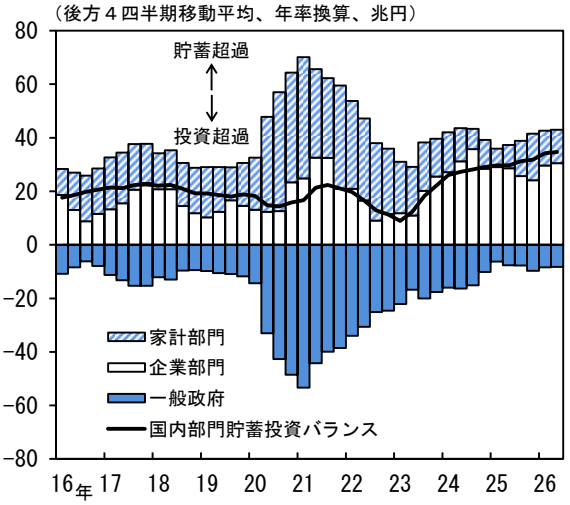
（出所）財務省・日本銀行
（注）2026/3Qは、7～8月の値。

図表12：入国者数



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

図表13：貯蓄投資バランス



（出所）日本銀行

（鉱工業生産）

鉱工業生産は、グローバルなＡＩ関連需要の堅調な増加を背景に、緩やかに増加している（図表14）。主な業種についてみると、「輸送機械」は、令和８年熊本地震による工場の一時操業停止の影響はみられるものの、米欧向けや国内の需要が底堅く推移するもとで、中東向け輸出の持ち直しも押し上げ要因となり、高水準で推移している。「はん用・生産用・業務用機械」は、グローバルなＡＩ関連需要の堅調な拡大が品目の裾野を広げつつ波及するもとで、半導体製造装置を中心に大幅に増加している。「電子部品・デバイス」も、ＡＩ関連需要の堅調さを背景に、振れを伴いながらも増加傾向にある。「電気・情報通信機械」も、半導体測定器やエアコンの堅調さに支えられて緩やかに増加している。「化学（除く医薬品）」は、アジアを中心とした供給過剰の影響から長い目でみて減少傾向にあるが、足もとでは、原料の代替調達の進展に伴うプラントの稼働率上昇を反映して、持ち直している。この間、在庫は、はっきりと減少してきたが、足もとにかけては、化学製品の在庫復元の動きや自動車の船待ち在庫の増加を反映して、増加している。

先行きの鉱工業生産は、グローバルなＡＩ関連需要の堅調さを背景に、緩やかな増加基調をたどると予想される。

（企業収益）

企業収益は、中東情勢の影響を受けつつも、グローバルなＡＩ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、４～６月は、中東情勢に伴うエネルギー・原材料価格の上昇の影響から小幅ながら前期比減益となったが、

図表14：鉱工業生産



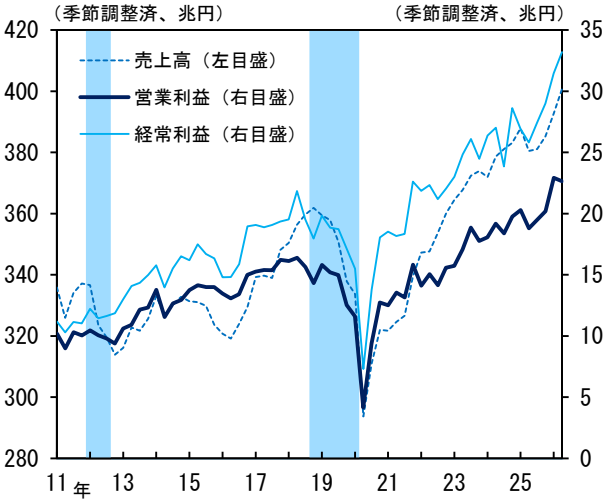
（出所）経済産業省
（注）シャドー部分は、景気後退局面。

グローバルなＡＩ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展に支えられて、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、ＡＩ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・情報通信機械や非鉄金属を中心に、しっかりとした増加が続いている。非製造業は、国内需要の底堅さを反映して高水準で推移しているが、足もとでは、中東情勢に伴う原油価格の上昇等を受けて、運輸や電気・ガス・水道等で減益となっている。この間、経常利益（全産業全規模ベース）は、為替円安に伴う製造業大企業の営業外収益（海外現地法人からの受取配当等）の増加を主因に前期から増加し、４～６月は既往ピークとなっている。

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ＡＩ関連需要の堅調な増加などを背景に、一段と良好な水準となっている。９月短観の業況判断ＤＩ（全産業全規模）をみると、「良い」超幅は前回から改善し（６月＋18→９月＋21）、1991 年８月以来の高水準となっている。ただし、先行きは、中東情勢の緊張再燃に伴うエネルギー・原材料価格上昇への懸念などから、＋15 と過去対比で幾分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ＤＩは、ＡＩ関連需要の拡大の好影響が、電機・資本財セクターを中心に大企業から中小企業にまで広がってきており、全体としても一段と改善している。先行きは、仕入コスト上昇の影響などから、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ＤＩをみると、幅広い業種でエネルギー・原材料価格上昇によるマイナスの影響がみられるほか、天候不順の悪影響も個人消費関連業種等でみられるものの、総じてみれば、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

図表15：企業収益関連指標

①売上高と利益

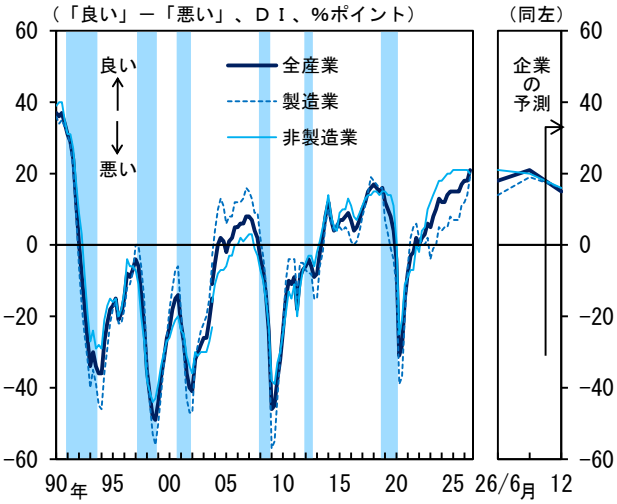


②業種別の営業利益



（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。

図表16：業況判断



（出所）日本銀行
（注）1. 短観の業況判断ＤＩ（全規模ベース）。2003/12月調査には、調査の枠組み見直しによる不連続が生じている。
2. シャドー部分は、景気後退局面。

いる。先行きは、仕入コスト上昇に加え、一部には金利上昇も懸念されるなかで、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、増益傾向を維持すると見込まれる。その後も、内外需要の増加と原油価格下落に支えられて、増益基調を続けると考えられる。

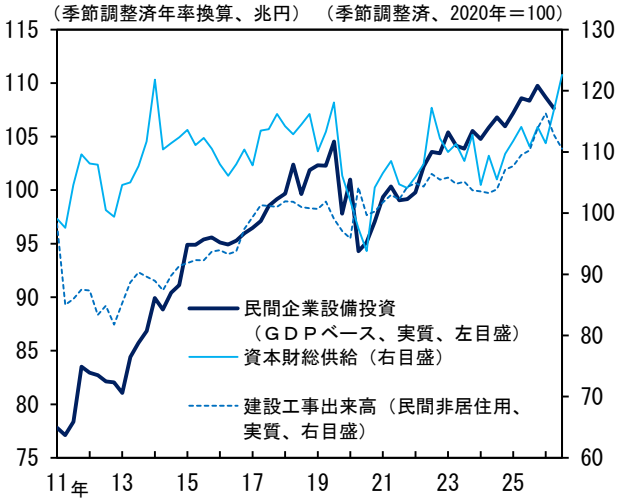
（設備投資）

設備投資は、建設コスト上昇の影響を受けつつも、緩やかな増加傾向にある（図表 17）[13]。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、はっきりと増加している。建設投資の一致指標である建設工事出来高（民間非居住用、実質）をみると、物流施設や都市再開発関連、データセンター・電力関連を中心とした旺盛な建設需要に支えられて、緩やかな増加傾向を続けていたが、足もとでは、建設資材高等を受けて投資計画を見直す動きや、人手不足を背景とした工事後ずれの影響から、増勢が一服している。

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、名目）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投資需要の堅調さを背景に、しっかりと増加している。非製造業は、旺盛なデジタル・省

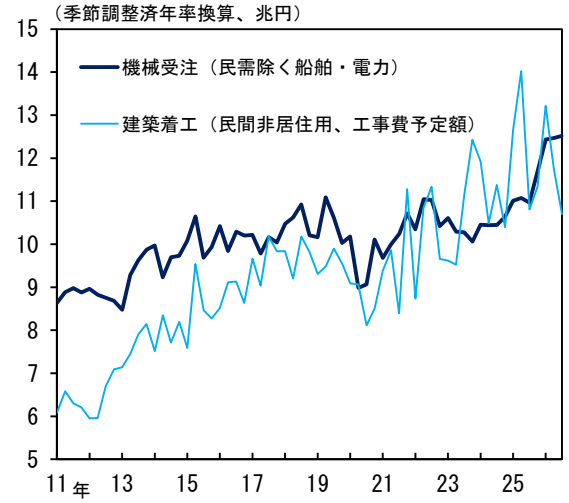
[13] 最近の投資コスト上昇や供給制約の強まりが設備投資に及ぼす影響については、ＢＯＸ２を参照。

図表17：設備投資一致指標



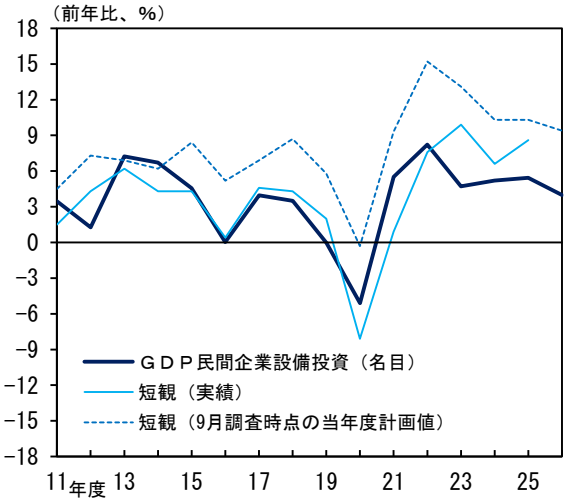
（出所）内閣府、経済産業省、国土交通省
（注）1. 建設工事出来高の2026/3Qは、7～8月の値。
2. 建設工事出来高の実質値は、建設工事費デフレーターを用いて日本銀行スタッフが算出。

図表18：設備投資先行指標



（出所）内閣府、国土交通省
（注）2026/3Qは、7～8月の値。

図表19：設備投資計画と実績

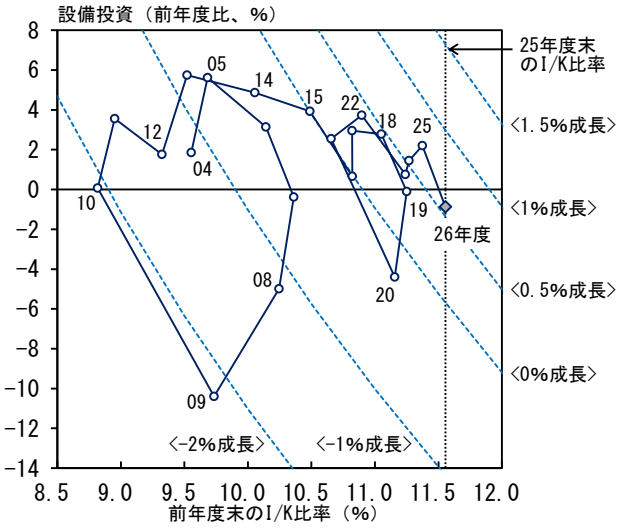


（出所）日本銀行、内閣府
（注）1. 短観は、ソフトウェア投資額・研究開発投資額を含み、土地投資額は含まない（2016/12月調査以前は、研究開発投資額を含まない）。全産業＋金融機関の値。
2. ＧＤＰ民間企業設備投資の2026年度は、2026/2Qの値。

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、原発の安全対策等から、振れを伴いながらもはっきりとした増加傾向にある。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、名目）は、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、非製造業を中心に緩やかな増加基調にあるが、足もとでは、建設コスト上昇の影響から増勢が鈍化している。９月短観における設備投資計画（名目）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、2026 年度は、資材価格の上昇や工事遅延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＋9.4%と、前年度並みの伸びのしっかりとした増加計画となっている。ただし、足もとでは投資財価格や建設コストが一段と上昇しているため、実質ベースでみれば前年度から減速して着地する可能性が高い。

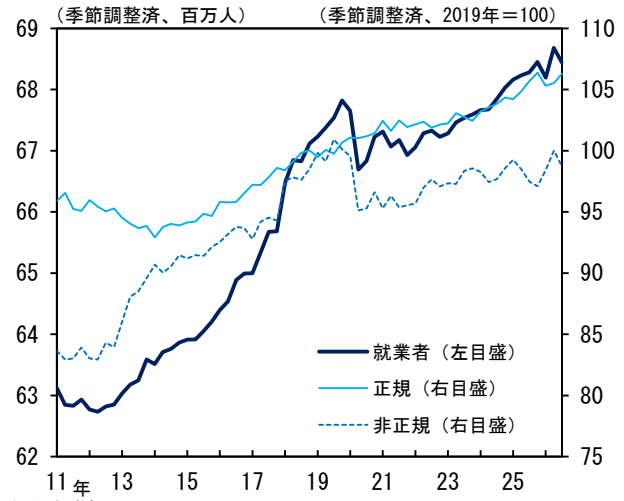
先行きの設備投資は、ＡＩ・データセンター関連投資に加え、既往の投資案件の受注残を解消する動きなどが基調的な押し上げ要因として作用するものの、当面は、輸入資本財価格の上昇や建設コスト上昇・工事遅延の影響などから、増勢の鈍化した状態が続くとみられる。その後は、内外需要の増加や仕入コストの低下に伴い企業収益の増勢が強まるもとで、既往の経済対策の効果にも支えられて、緩やかな増加傾向をたどると考えられる。見通し期間を通じて設備投資を下支えする中長期的な案件としては、①構造的な人手不足に対応するための省力化投資や、事業活動のデジタル化に向けた情報関連投資、②Ｅコマース拡大に伴う物流施設の建設投資、都市再開発に関連するオ

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。2026年度は、2026/2Qの値。

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

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機械投資や研究開発投資、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靭化等を企図した投資等が挙げられる。

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くとみられるが、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）

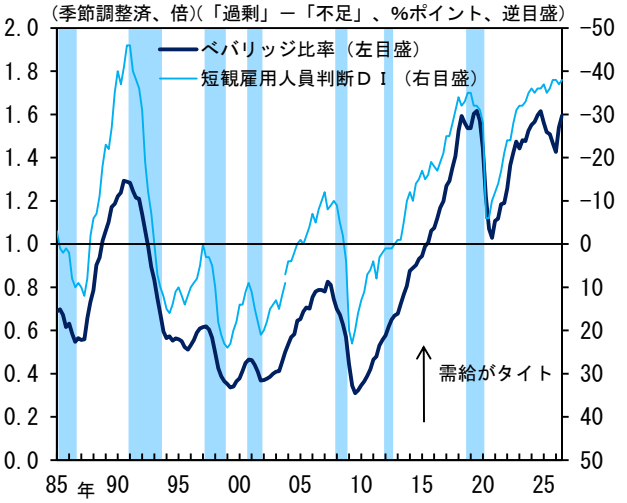
雇用・所得環境は、緩やかに改善している。

就業者数は、雇用者数の増加を反映して前年比０％台半ばのペースで増加してきたが、足もとでは、振れの大きい自営業主・家族従業者の減少を受けて、増勢が鈍化している（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・福祉を中心に増加傾向にある。非正規雇用は、正規雇用への切り替えが進むもとで、振れを伴いつつも正規雇用よりも増加ペースの低い状態が続いている。

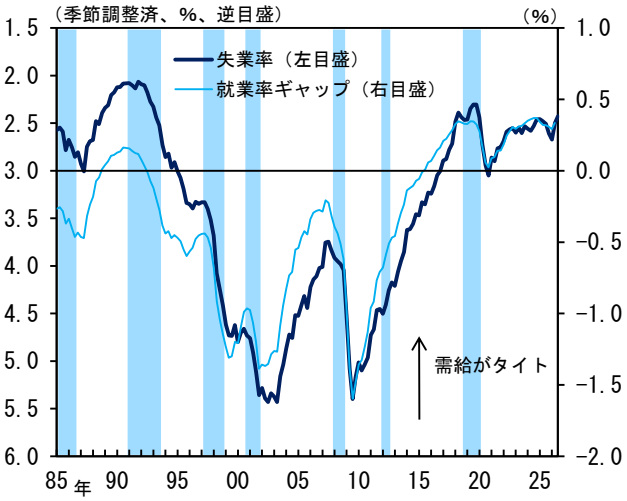
労働需給は、引き締まった状態が続いている。失業率は、２％台半ばの低水準で推移している（図表 22、23②）。実際の失業率と労働市場のミスマッチ等を示す構造失業率の差から算出した就業率ギャップの推計値も、歴史的にみれば引き締まった状態を維持している（図表 23②）。短観の雇用人員判断ＤＩは、非製造業を中心に 1990 年代初頭と同程度の大幅な「不足」超となっており、企業の人手不足感は強い状態が続いている。こうし

図表23：労働需給関連指標

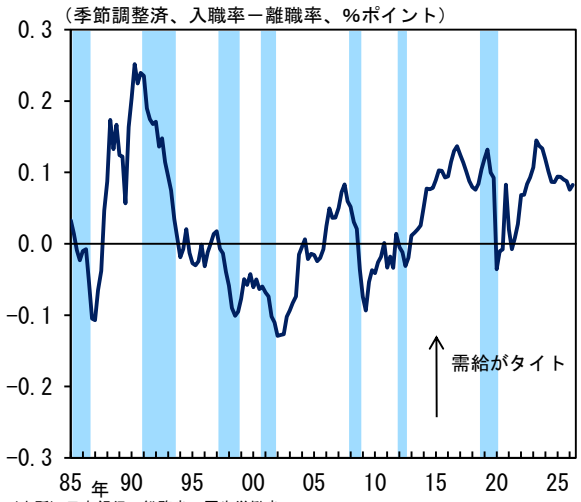
①ベバリッジ比率、短観雇用人員判断ＤＩ



②失業率、就業率ギャップ



③入離職ギャップ



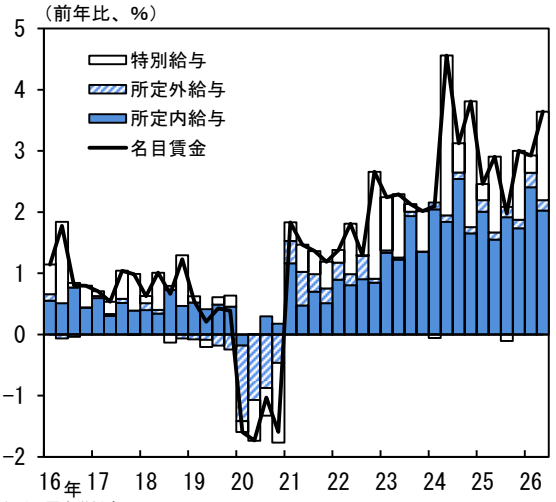
（出所）日本銀行、総務省、厚生労働省
（注）1. ベバリッジ比率＝欠員率÷雇用失業率。2019/4Qまでは職業安定業務統計、2020/1Q以降は労働経済動向調査より算出した欠員率を用いて算出。2025/3Q以降は、同調査の労働者過不足判断ＤＩを用いた試算値。
2. 短観雇用人員判断ＤＩは、全産業全規模ベース。2003/12月調査には、調査の枠組み見直しによる不連続が生じている。
3. 入離職ギャップ（1989年以前は、事業所規模30人以上）は、中心３四半期移動平均（2026/3Qは、7~8月の値）。
4. シャドー部分は、景気後退局面。

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、ひと頃よりも低下しているが、なお高水準にあり、企業による労働需要の強さが窺われる（図表 23③）。ベバリッジ比率は、省力化投資の進展を受けた企業の欠員率低下等を反映して、高い水準からやや低下していたが、足もとでは再び上昇傾向にある（図表 23①）。この間、労働力率は、女性を中心に緩やかな上昇基調を続けているが、足もとでは上昇ペースがやや鈍化している（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と考えられる。

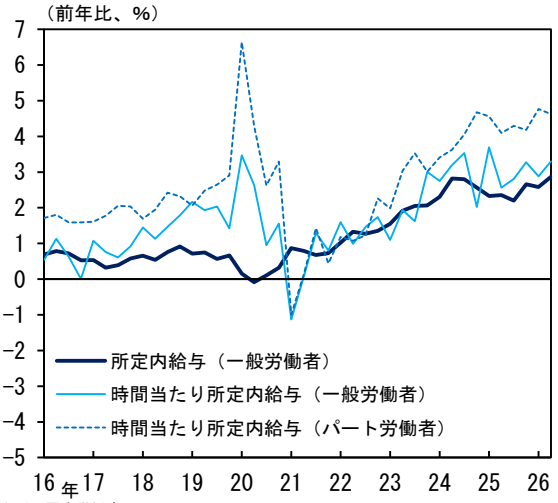
賃金面をみると[14]、一人当たり名目賃金は、振れを伴いつつも、着実な上昇を続けている（図表 24）。内訳をみると、所定内給与の前年比は、このところ３％程度の伸びとなっている（図表 25）。一般労働者の所定内給与（一人当たり）の前年比は、２％台後半の伸びで推移している。同給与を時間当たりベースでみると、振れを均せば、一人当たりベースを幾分上回る３％台前半の上昇率で推移している。パートの時間当たり所定内給与の前年比は、最低賃金の引き上げを受けた既存のパ

図表24：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. 共通事業所ベース。

図表25：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. 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。

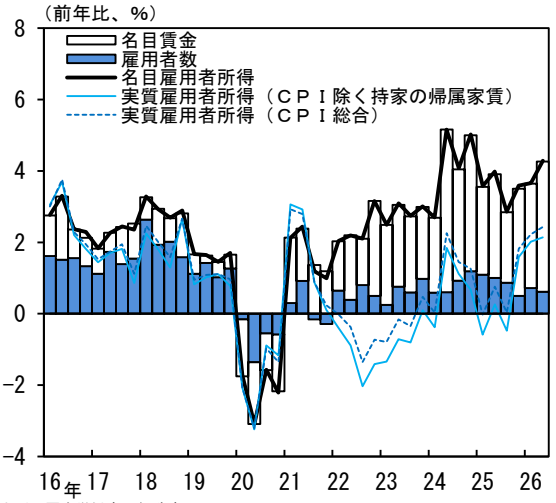
[14] 毎月勤労統計の賃金については、調査対象のサンプル替えによる振れの影響を受けにくい共通事業所ベースを用いて評価しているが、それでもなお 500 人未満の事業所ではサンプル替えの影響が相応にみられるほか、サンプル数の少なさに起因する振れの影響も受ける。

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。所定外給与は、残業手当の時給上昇に加えて、製造業の生産活動の高まりに伴う残業時間増加も押し上げ要因となり、このところ増勢がやや強まっている。この間、夏季賞与に概ね相当する６～８月の特別給与をみると、昨年度後半の企業収益の改善とベースアップ率の上昇を反映して、前年比＋５％程度と昨年度を上回るしっかりとしたプラスの伸びとなっている。

先行きの賃金動向を展望すると、一人当たり所定内給与は、昨年と同程度のベースアップ率で着地した春季労使交渉の妥結結果を反映して、当面、現状程度の前年比上昇率で推移する可能性が高い。その後も、企業収益の改善と労働需給の引き締まり、物価上昇を反映して、同程度の上昇率が続くと考えられる。この間、特別給与は、エネルギー・原材料価格の上昇の影響を受けつつも、ＡＩ関連需要の拡大による企業収益の改善を背景に、しっかりとした増加を続けると考えられる。

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、賞与による振れの影響を受けつつも、前年比＋４％程度のプラ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、昨年末以降持ち直しており、足もとでは２％程度のプラスで推移している。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前年比マイナスに減速する局面もみられる

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。

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。

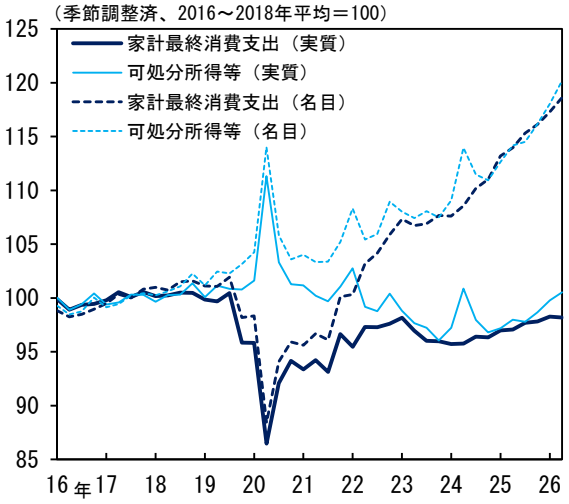
（家計支出）

個人消費は、物価上昇など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[15]。

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）[16]をみると、実質所得の改善や株高による資産効果に加え、自動車やエアコン等の耐久財の一時的な増加もあって、４～６月まで６四半期連続で増加した。もっとも、７～８月は、台風や豪雨・長雨といった天候要因に加え、物価上昇に伴う年金受給世帯を中心とした節約志向の高まりの影響から、４～６月対比で減少している（図表 27、28）。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）、株高は引き続き百貨店等の販売にプラスに作用しているものの、９月の天候不順（台風や長雨）や年金受給世帯を中心とした節約志向の高まりに伴い、スーパーやコンビニの売上数量の弱さは続いているほか、エアコンや自動車といった耐久財の特需も減衰しているため、全体として減速した状態が続いている模様である。

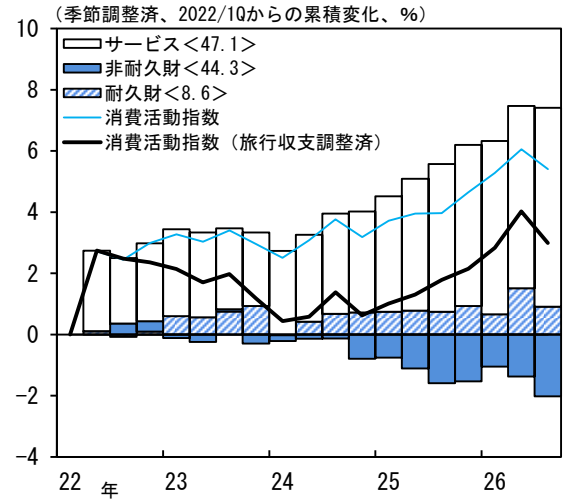
形態別にみると、耐久財消費は、自動車やエアコンを中心に大きく増加してきたが、足もとではこれらの需要が減衰するなかで、水準が幾分切り下がっている（図表 28）。自動車販売は、足もと

図表27：個人消費と可処分所得



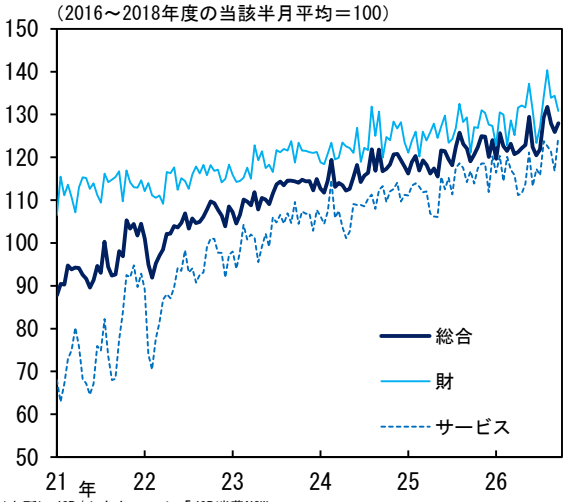
（出所）内閣府
（注）1. 家計最終消費支出は、除く持ち家の帰属家賃。
2. 可処分所得等は、可処分所得に年金受給権の変動調整を加えたもの。実質値は、家計最終消費支出デフレーターを用いて日本銀行スタッフが算出。

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）。2026/3Qは、7～8月の値。
2. 非耐久財は、ＧＤＰ統計において半耐久財に分類される品目を含む。
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。

[15] 非耐久財消費を中心とした最近の個人消費の伸び悩みの背景については、ＢＯＸ３を参照。

[16] 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。

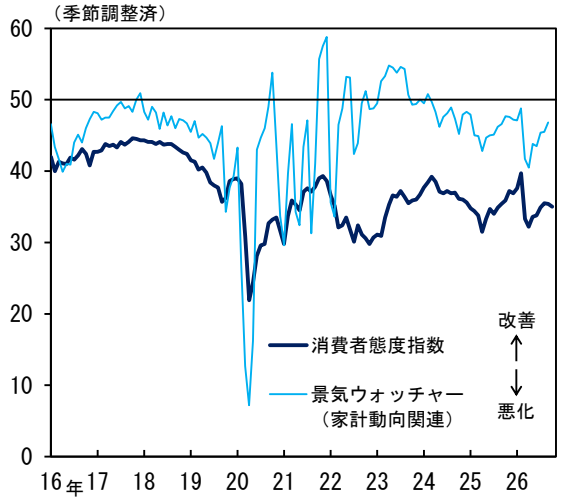
では環境性能割廃止後のペントアップ需要剥落が下押しとなっているが、新車投入効果等に支えられて高めの水準を維持している。家電販売額は、エアコン販売が一部自治体の購入補助金拡大や来年の環境基準変更を見越した前倒し需要を背景に高水準で推移してきたが、足もとでは夏場の低気温の影響とエアコン需要の減衰の影響が重なり、減少している。非耐久財消費（飲食料品・衣料品等）は、消費者の節約志向が強まりつつあるなかで、足もとでは、中東情勢を受けた日用品（医薬品や化粧品など）の買い溜めの反動減や、天候不順による季節商品の販売減少の影響も加わり、弱めの動きとなっている。

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、天候不順の影響を受けつつも、賃金上昇の恩恵を受ける就労世帯の旅行意欲の強さに加え、大型連休による押し上げもあって、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春頃に急激に悪化したが、その後は持ち直し傾向にある。企業に対し景気の「方向性」を調査する景気ウォッチャー調査の現状判断ＤＩ（家計動向関連）は、４月にかけて急落したあと、好調な耐久財販売や株高による資産効果等を背景に、天候不順の影響を受けつつも、徐々に持ち直している。

先行きの個人消費を展望すると、株高による資産効果に加え、政府による各種支援策の影響など

図表30：個人消費関連のマインド指標

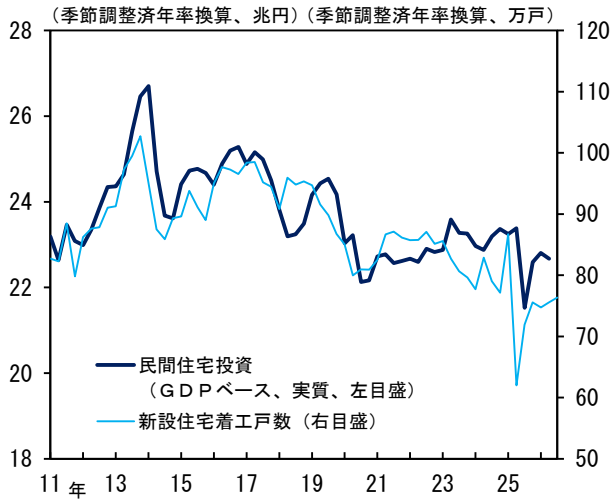


（出所）内閣府
（注）景気ウォッチャーは、景気の現状判断ＤＩ。

から、やや長い目でみた底堅さを維持するものの、物価上昇に伴う実質可処分所得の伸び悩みを主因に、暫くの間減速した状態が続くとみられる。来年度央にかけては、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、減少する局面もみられるが、その後は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復していくと考えられる。

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、人口動態や住宅価格の上昇等を反映して、減少傾向をたどっている。先行きも、リフォーム需要は一定の下支えとなるものの、人口動態や住宅価格の上昇の影響から、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）2026/3Qは、7～8月の値。

２．物価の現状と見通し

（物価の現状）

国内企業物価は、中東情勢の影響を受けた石油・石炭製品や化学製品の大きめの上昇が押し上げ要因となるもとで、グローバルなＡＩ関連需要の拡大に伴う非鉄金属や機械類の上昇も加わり、前年比で７％程度の上昇となっている（図表 32、33）。企業向けサービス価格（除く国際運輸）の前年比は、人件費上昇等を販売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）。

消費者物価をみると[17]、除く生鮮食品・エネルギーの前年比は、賃金上昇の販売価格への転嫁の動きが続くもとで、輸入物価上昇の影響からプラス幅を拡大しており、足もとでは２％台半ばとなっている（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２％程度となっている（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、足もとでは２％台前半となっている（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）[18]、財の前年比は、食料品価格の上昇率低下を主因に低下傾向にあったが、足もとでは輸入物価上昇を転嫁する動きからプラス幅は拡大に転じている。内訳をみると、米類は大幅に下落しているものの、ＡＩ関連需要の拡大や為替円安を受けて耐久消費財が上昇率を高めているほか、

[17] 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た。これに伴い、2026 年１～６月の前年比が遡及改定されたが、除く生鮮食品の前年比は、基準改定前後でほぼ不変であった。

[18] 物価上昇圧力の企業間取引から消費者段階への波及状況については、ＢＯＸ４を参照。

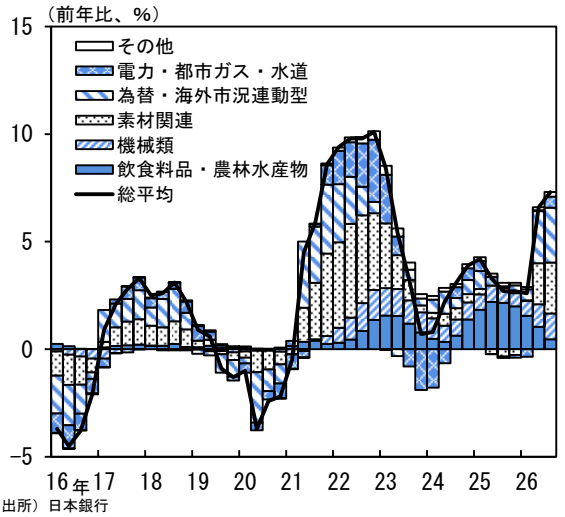
図表32：物価関連指標

（前年比、％）

	25/4Q	26/1Q	26/2Q	26/3Q
消費者物価指数（ＣＰＩ）	2.7	1.4	1.5	2.0
除く生鮮	2.8	1.7	1.5	1.9
除く特殊要因	2.7	2.1	2.7	2.7
除く生鮮・エネルギー	3.0	2.5	1.8	2.1
除く特殊要因	3.2	2.6	2.1	2.4
除く食料・エネルギー	1.5	1.5	1.2	1.7
除く特殊要因	1.8	1.7	1.4	1.9
国内企業物価指数（ＰＰＩ）	2.7	2.6	6.6	7.3
企業向けサービス価格指数（ＳＰＰＩ）	2.7	2.7	3.2	3.0
ＧＤＰデフレーター	3.4	3.2	2.6	
内需デフレーター	2.6	2.4	3.0	

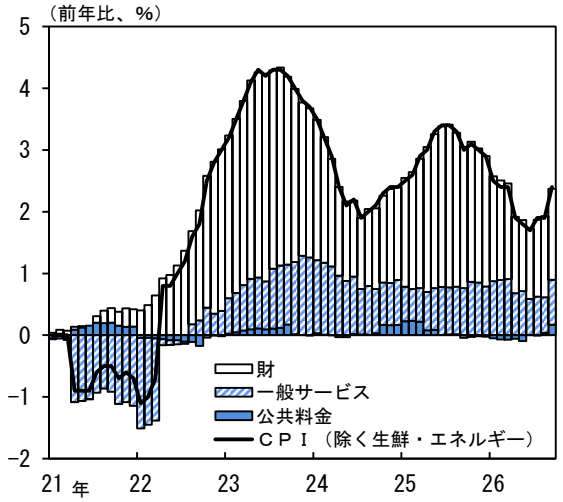
（出所）総務省、内閣府、日本銀行等
（注）1. ＣＰＩの食料は、酒類を除く。特殊要因＝教育無償化政策（2026/4月の学校給食無償化政策を含む）＋ガソリンや電気・ガス代等の負担緩和策の各影響。日本銀行スタッフによる試算値。
2. ＳＰＰＩは、除く国際運輸。

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）

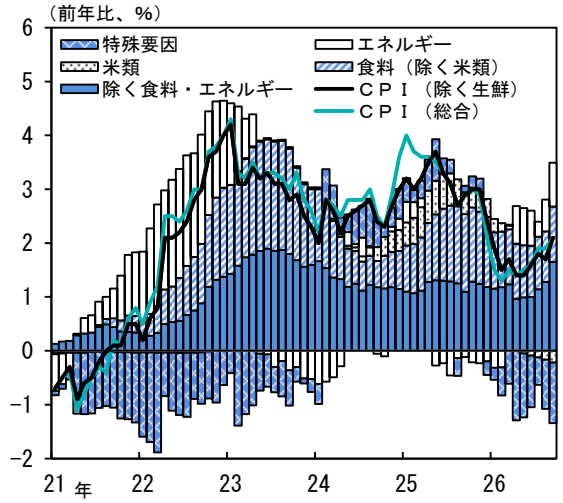


（出所）総務省
（注）公共料金＝「公共サービス」＋「水道料」

中東情勢に伴うエネルギー・原材料価格上昇の価格転嫁の動きから生活関連財や食料工業製品もプラス幅を拡大している。一般サービスをみると、外食や家事関連サービスにおいて賃金上昇や原材料コスト上昇を背景とした価格上昇が続くもとで、足もとでは、大型連休による宿泊料などの値上げも加わり、プラス幅が拡大している。公共料金（除くエネルギー）の前年比は、診療代の上昇に加え、一部地域における水道使用料減免の終了の影響もあって、プラス幅を拡大している。

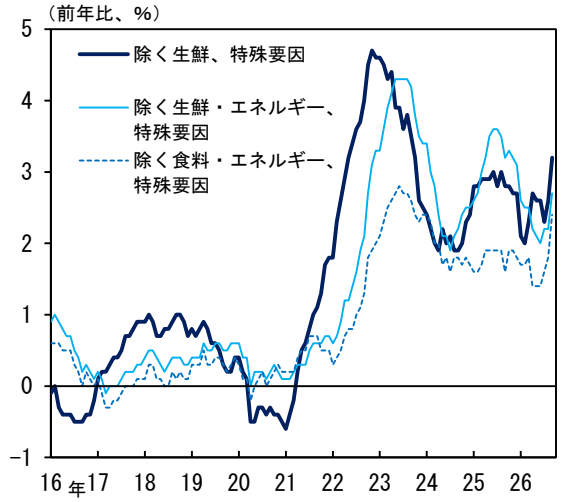
消費者物価の基調的な動きを捕捉する観点から[19]、エネルギー負担緩和策や教育無償化等の「特殊要因」[20]を除いたベースのコア指標をみると（図表 36）、除く生鮮食品・エネルギーの前年比は、食料品価格の上昇率低下を主因にいったん２％程度まで低下したが、足もとでは、耐久消費財や生活関連財の価格上昇を受けて、２％台後半まではっきりと上昇している。同様に、特殊要因調整後の除く食料・エネルギーの前年比も、２％台半ばまでプラス幅が大きめに拡大している。特殊要因調整後の除く生鮮食品の前年比は、エネルギー負担緩和策が実施されなかった場合のエネルギー価格上昇の影響が加わるため、足もとでは３％台前半と高い伸びとなっている。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）[21]、

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、特殊要因を除いた日本銀行スタッフによる試算値。

[19] 基調的な物価上昇率の２％水準での定着度合いの確認については、ＢＯＸ５を参照。

[20] 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。

[21] 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、特殊要因を除いた個別品目の指数をもとに算出している。

刈込平均値は、本年春頃の１％台後半をボトムに、足もとでは、幅広い生活関連財等の値上げを受けて、２％台半ばまで上昇している。加重中央値についても、本年春頃の０％台後半をボトムに、足もとでは１％台半ばまで上昇率が高まっている。最頻値も、本年春頃に１％程度まで低下したが、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、輸入物価上昇の転嫁に伴う値上げ品目数の増加を反映して、年央以降、上昇している（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）。

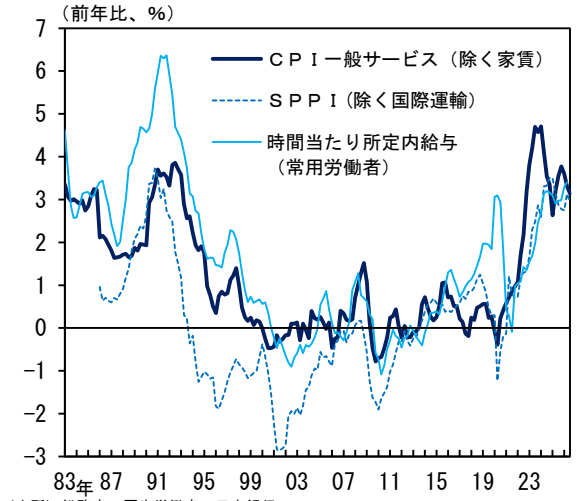
次に、人々の物価観を示す中長期の予想物価上昇率に関連する諸指標をみると、全体として、緩やかに上昇しており、２％程度となっている（図表 40）[22]。主体別にみると、企業の予想物価上昇率は、緩やかな上昇傾向が続いており、２％を上回って推移している。専門家の予想物価上昇率は、緩やかな上昇が続いており、２％に近づいている。家計の予想物価上昇率についても、質的質問に基づく推計値[23]は、緩やかな上昇が続いている[24]。こ

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、特殊要因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、特殊要因を除いた日本銀行スタッフによる試算値。
2. ＳＰＰＩ（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）。2016/1Q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2026/3Qは、7～8月の値。

[22] 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。

[23] 生活意識に関するアンケート調査ベース。「物価が上がるか・下がるか」について、５択の選択肢から回答した情報を用いて、修正カールソン・パーキン法と呼ばれる手法により推計したもの。

[24] 家計の予想物価上昇率を質的質問をもとに推計する際には、修正カールソン・パーキン法を用いている。これまでは、回答選択肢（「上がる」、「下がる」）が示唆する物価上昇率は、時間を通じて一定という仮定を置いて推計を行っていたが、近年は、回答者のインフレ実感の回答値（量的回答）が上昇していることを踏まえると、回答選択肢が示唆する物価上昇率が時間を通じて一定という仮定が成

の間、量的質問への回答値[25]をみると、２％を大きく上回っている状況が続いている。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、２％近傍となっている（図表 41）[26]。

以上の各種指標の動きを踏まえると、基調的な物価上昇率は、２％の「物価安定の目標」と概ね整合的な水準となっていると考えられる。

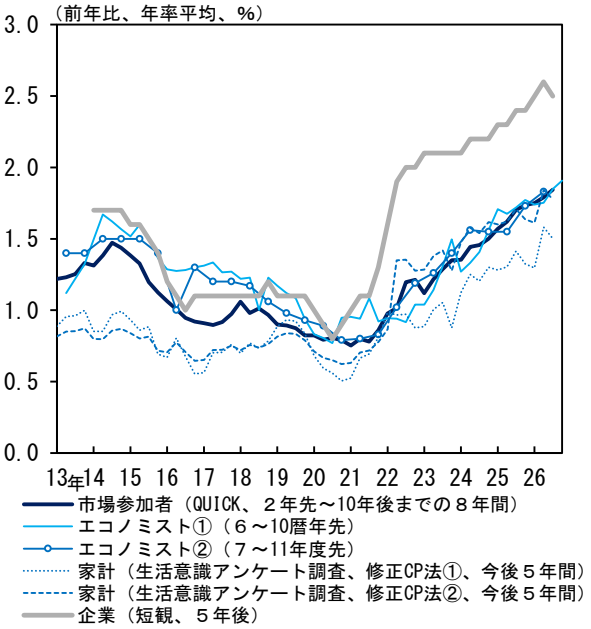
この間、ＧＤＰデフレーターを分配面からみると（図表 42）、2023 年は、価格転嫁の進展を受けてユニット・プロフィット（ＵＰ）主導で上昇率が高まっていたが、2024 年以降は、賃金の上昇を反映してユニット・レーバー・コスト（ＵＬＣ）の寄与も高まっている。足もとでは、エネルギー・原材料価格の上昇を受けてＵＰのプラス寄与は縮小しているが、ＵＬＣが着実な上昇を続けていることから、ＧＤＰデフレーターの前年比は２％台半ばとなっている。

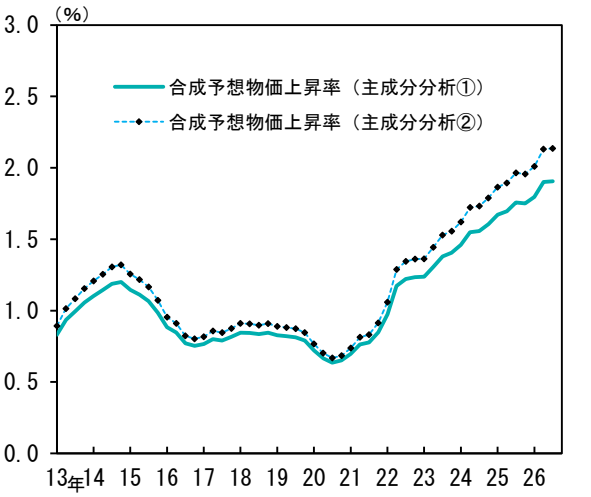
（物価を取り巻く環境）

先行きの物価情勢を展望するにあたり、物価上昇率を規定する主な要因について点検する。第１に、先行きのマクロ的な需給ギャップは、見通し

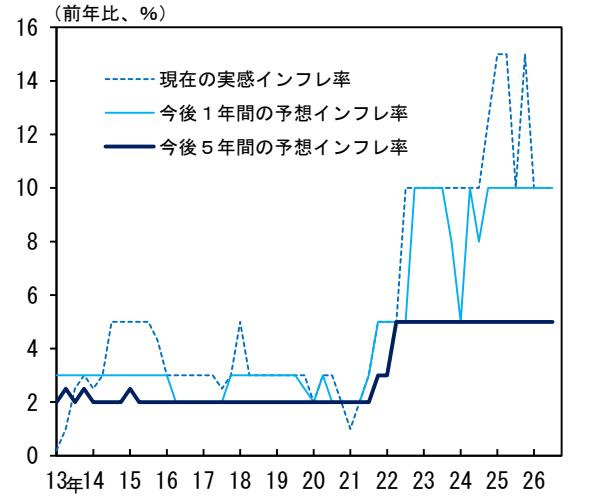
図表40：予想物価上昇率

①各種調査





②家計（生活意識アンケート調査、量的質問）



（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（修正CP法①）は、質的質問の５択選択肢情報を用いた修正カールソン・パーキン法（修正CP法）による。修正CP法②は、同①に回答の分布の時間変化を考慮したもの。量的質問は、中央値の推移。
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（10年後）は、家計（修正CP法②）、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。

り立たなくなっている可能性が高いとみられる。このため、図表 40 では、平滑推移モデルを用いて、こうした一定性の仮定を緩めた推計値も示している。新たな推計値をこれまでの推計値と比較すると、時系列的な推移は概ね不変であるが、2022 年頃を境にこれまでの推計値対比で＋0.3%ポイント程度、水準が切り上がっている。

[25] 生活意識に関するアンケート調査ベース。予想物価上昇率を数値で回答したもの（中央値）。

[26] トレンドインフレ率は、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。

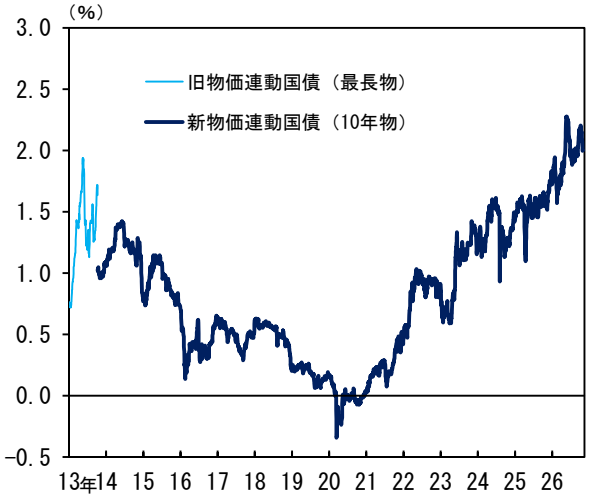
期間を通じて現状程度のプラスが続く姿を見込んでいる（図表２）。この間、女性や高齢者による労働参加の増加ペースの鈍化などから、労働需給はマクロ的な需給ギャップ以上に引き締まっているとみられる（図表 23）。こうしたもとで、労働集約的な非製造業を中心に、人手不足が供給面からの制約となりつつある現状を踏まえると、マクロ的な需給ギャップが示唆する以上に、賃金や物価には上昇圧力がかかりやすくなっているとみられる。

第２に、中長期的な予想物価上昇率は、２％程度となっている（図表 40）。先行きについては、労働需給の引き締まりなどを背景に、企業の積極的な賃金・価格設定行動が維持されるもとで、予想物価上昇率は現状と概ね同程度の水準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、前年比で大幅に上昇している（図表 43、44）。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。

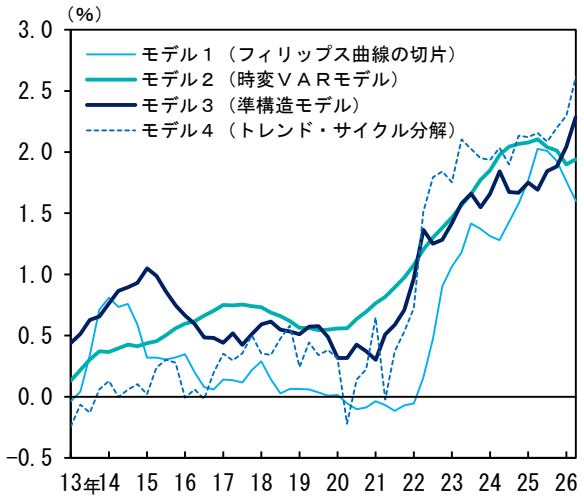
この間、エネルギー価格（ガソリン・電気代等）の前年比は、燃料油補助金などのエネルギー負担緩和策により原油価格上昇の影響が抑制されるもとで、０％前後で推移している。現状程度の為替相場が続くとの前提のもと、原油先物価格の動きと政府による各種負担緩和策も加味して、先行きを展望すると、本年度末頃にかけて、電気・ガス代の上昇を主因にプラス幅が大幅に拡大していくと見込まれる。その後は、原油価格の下落を反映して、エネルギーの前年比は、振れを伴いながら

③ＢＥＩ



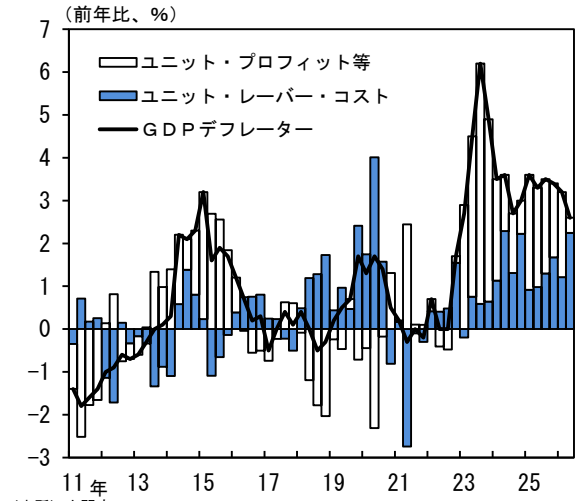
（出所）Bloomberg
（注）固定利付国債利回り－物価連動国債利回り。物価連動国債のうち、2013/10月以降に発行されたものを新物価連動国債、それ以外を旧物価連動国債と呼称。旧物価連動国債の最長物は、16回債（2018/6月償還の銘柄）の利回りを用いて算出。

図表41：トレンドインフレ率



（出所）厚生労働省、総務省、内閣府、日本銀行、QUICK「QUICK月次調査＜債券＞」、Consensus Economics「コンセンサス・フォーキャスト」、Bloomberg、Google Trends
（注）日本銀行スタッフによる試算値。

図表42：ＧＤＰデフレーター



（出所）内閣府
（注）ユニット・レーバー・コスト＝名目雇用者報酬÷実質ＧＤＰ

も低下傾向をたどり、来年度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、①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一段と強まり、②ＡＩ関連需要の拡大を受けた半導体・銅等の価格上昇や既往の為替円安をパススルーする動きも、耐久財を中心に一段と顕在化してくることから、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ことから、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、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もとで、輸入物価上昇の影響は減衰することから、２％台前半で推移すると考えている（図表 45）。

先行きの消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、本年度後半にかけて、エネルギーのプラス寄与が電気・ガス代の上昇を主因にはっきりと拡大することから、除く生鮮食品・エネルギーを上回るペースで上昇率が加速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、エネルギー価格も下落に転じることから、消費者物価（除く生鮮食品）の上昇率は低下傾向をたどり、見通し期間終盤にかけては振れを均せば２％前後の上昇率で推移すると考えている。

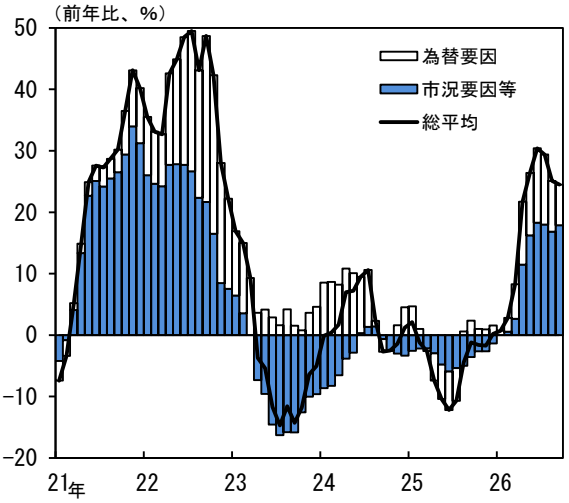
企業の賃金・価格設定行動は、従来よりも積極化しており、中心的な見通しで想定している景気展開のもとでは、賃金と物価がともに緩やかに上

図表43：国際商品市況



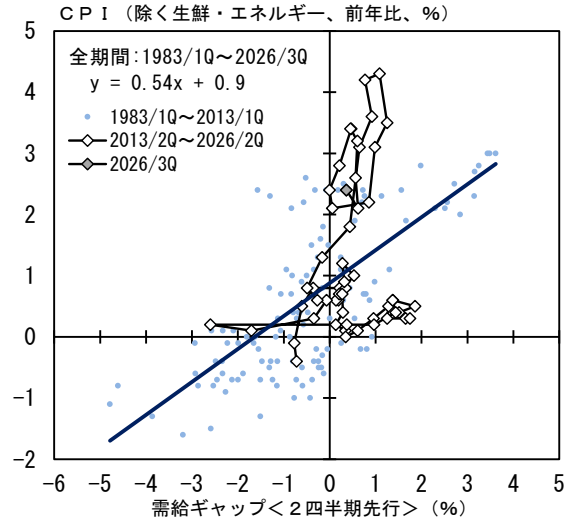
（出所）日本経済新聞社、Bloomberg、ＦＡＯ
（注）ＦＡＯ食料価格指数は、肉類、乳製品、穀物、植物油、砂糖から構成される価格指数（2014～2016年平均＝100）。

図表44：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45：フィリップス曲線



（出所）総務省、日本銀行
（注）1. ＣＰＩは、特殊要因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。

昇していくメカニズムは維持されると考えられる。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。

３．わが国の金融情勢

（金融環境）

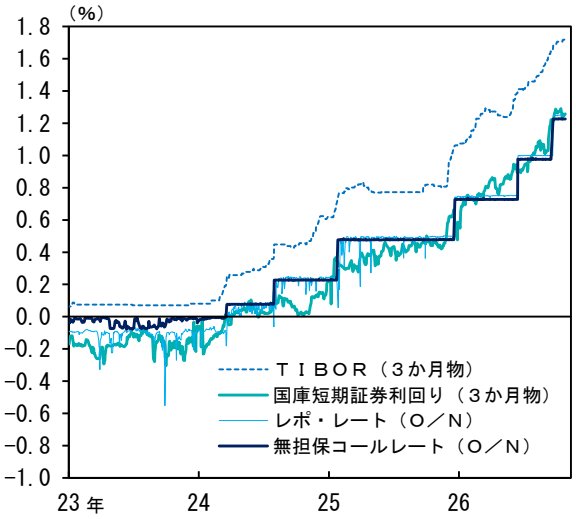
わが国の金融環境は、緩和した状態にある[27]。

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、1.0%程度で推移したあと、9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、1.25%程度で推移している（図表 46）。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、このところ上昇しているが、短期ゾーンを中心になお低い水準となっている（図表 47）。

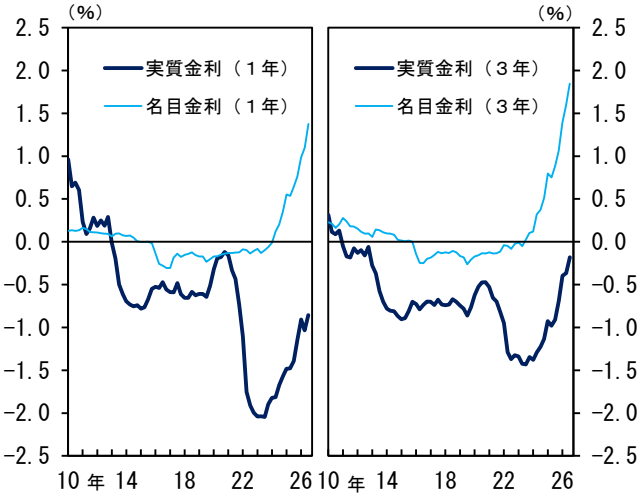
企業の資金調達コストは、上昇している（図表 48）。貸出金利（新規約定平均金利）は、基準金利として参照される市場金利の上昇を受けて、短期、長期ともに上昇している。ＣＰの発行金利は、短期金利の上昇に連れて、上昇している。社債の発行金利は、ベースレートの上昇を映じて、上昇している。この間、ストック・ベースの調達コストをみると、企業の平均支払金利は、総資産利益率（ＲＯＡ）といった企業の収益性と比べ、十分に低い状況が続いている（図表 49）。

図表46：短期金利



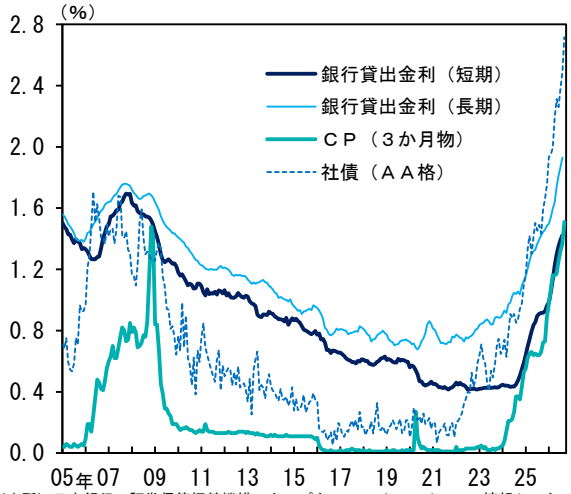
（出所）日本銀行、全銀協TIBOR運営機関、Bloomberg
（注）レポ・レートは、東京レポ・レート。

図表47：実質金利



（出所）日本銀行、QUICK「QUICK月次調査＜債券＞」、Consensus Economics「コンセンサス・フォーキャスト」、Bloomberg
（注）実質金利は、国債利回りから予想物価上昇率（日本銀行スタッフによる推計値）を差し引くことにより算出。

図表48：貸出金利とＣＰ・社債発行利回り



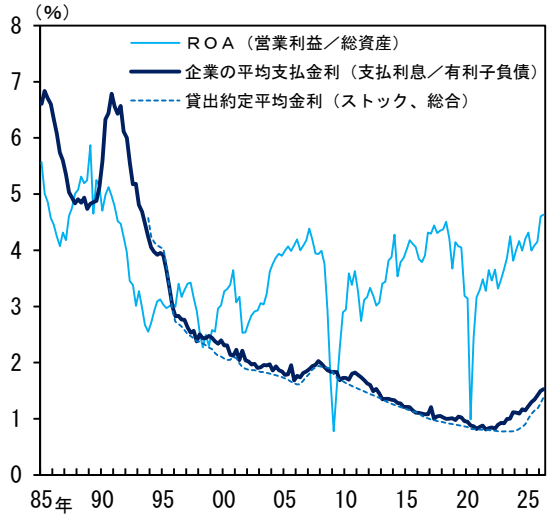
（出所）日本銀行、証券保管振替機構、キャピタル・アイ、アイ・エヌ情報センター、Bloomberg
（注）1. ＣＰ発行利回りの2009/9月以前はａ－１格以上、2009/10月以降はａ－１格。
2. 社債発行利回りは、単純平均値、起債日ベース。対象は国内公募社債で、銀行や証券会社などの発行分は除く。
3. 銀行貸出金利は、後方６か月移動平均。

[27] 金融環境の評価軸と最近のわが国の金融環境の評価については、ＢＯＸ６を参照。

企業からみた金融機関の貸出態度を短観のＤＩでみると、全体として緩和的な水準を維持している（図表 50）。短観のＣＰ発行環境判断ＤＩは、引き続き「楽である」超となっている。こうしたもとで、ＣＰ・社債市場では、良好な発行環境となっている。この間、企業の資金繰りを短観のＤＩでみると、経済活動の回復や価格転嫁の進展を背景に、良好な水準となっている（図表 51）。

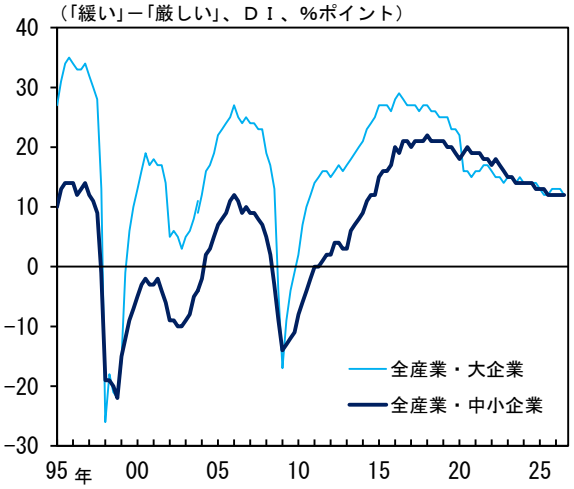
なお、短観等のアンケート調査や日本銀行の本支店によるヒアリング情報などによれば、規模が小さく有利子負債比率の高い業種では、ひと頃に比べて金利負担の高まりを指摘する声が幾分増えている。

図表49：企業の資金調達コストと収益性



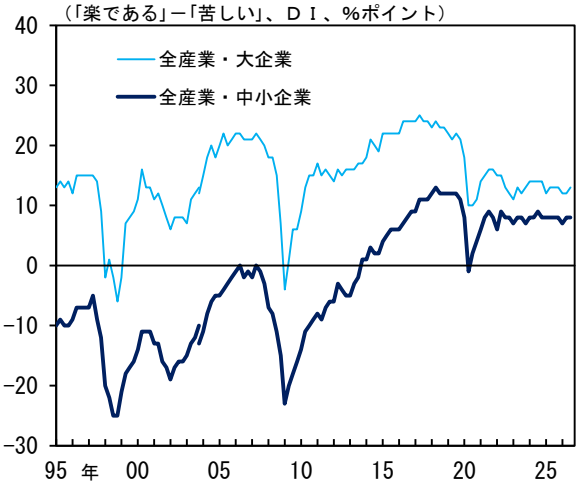
（出所）財務省、日本銀行
（注）1. ＲＯＡ、企業の平均支払金利は、法人季報・全規模ベース。金融業、保険業および2009/2Q以降の純粋持株会社を除く。季節調整済の値。
2. 貸出約定平均金利は、国内銀行ベース。

図表50：企業からみた金融機関の貸出態度



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

図表51：企業の資金繰り



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

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、高い伸び率が続いており、５%台後半となっている（図表 52)。ＣＰ・社債の発行残高の前年比は、大口案件が剥落した影響などからプラス幅が縮小しているものの、５%台前半から６%台前半の高い伸び率が維持されている。この間、社債の平均発行年限をみると、超長期債の発行額がひと頃に比べて減少するなど、若干短期化している。

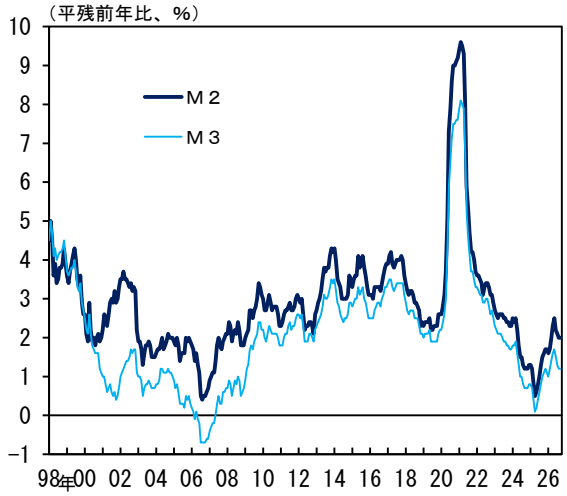
マネーストック（Ｍ２）の前年比は、貸出残高の増加による押し上げが続くもとで、２%程度となっている（図表 53)。

図表52：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53：マネーストック



（出所）日本銀行

（金融市場動向）

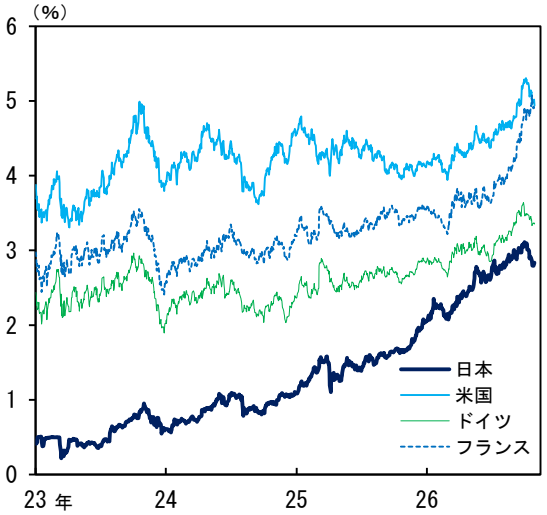
国際金融市場の動向をみると、グローバルな景況感の回復と堅調な企業収益が、市場のセンチメントを改善させる方向に作用しているものの、中東情勢を巡る不確実性などが意識されている。

米国の長期金利（10 年物国債利回り）をみると、中東情勢を背景としたインフレ圧力の高まりや、総じて良好な経済指標などを背景に、10 月上旬にかけて大きく上昇した（図表 54）。その後は、一部ＡＩ関連企業の財務に対する懸念の高まりなどから、国債を買い戻す動きが強まり、足もとにかけて低下している。欧州については、フランスの長期金利は、同国の財政政策や政治情勢に対する懸念の高まりから、大きく上昇している。こうしたなか、ドイツの長期金利は、リスク回避的な動きから、足もとにかけて低下している。わが国の長期金利は、米欧と同様、インフレ圧力の高まりが意識されるなか、10 月上旬にかけて上昇した。その後は、米金利の低下や、国債入札の堅調な結果などを背景に、低下している。

円を見合いとするドル調達にかかるプレミアムは、総じて低水準で推移している（図表 55）。

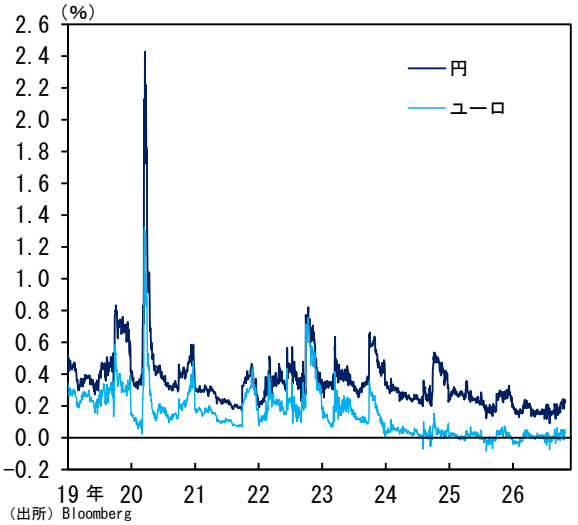
株式市場をみると、米国の株価は、良好な経済指標や堅調な企業収益などを背景に大きく上昇した後、足もとでは、一部ＡＩ関連企業の財務に対する懸念の高まりなどから、下落している（図表 56）。欧州の株価は、フランスの財政政策や政治情勢に対する懸念などが市場で意識されたことなどから、下落している。わが国の株価は、堅調な企業収益などを背景に上昇した後、足もとでは、米国の株価に連れて下落している。この間、新興国の株価は、小幅に下落している。

図表54：主要国の長期金利（10年物国債）



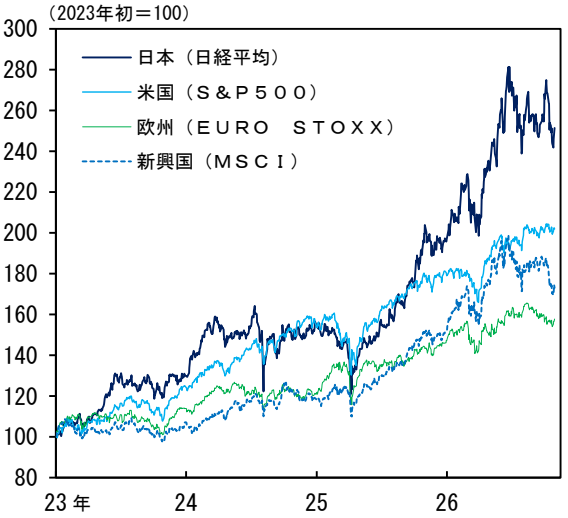
（出所）Bloomberg

図表55：ドル資金調達プレミアム



（出所）Bloomberg
（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56：主要株価指数



（出所）Bloomberg
（注）新興国は、ＭＳＣＩエマージング（現地通貨建て）を利用。

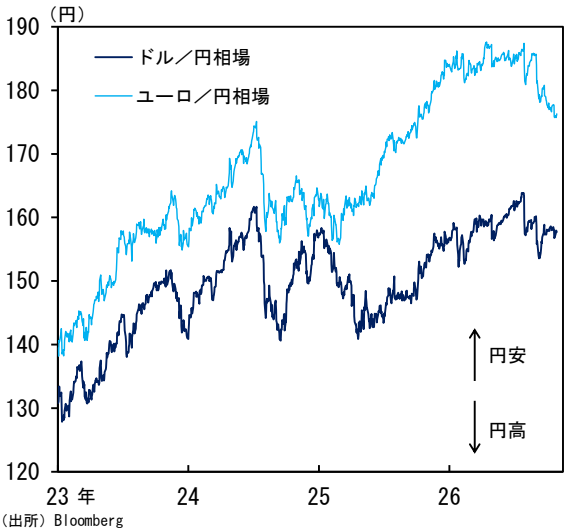
為替市場をみると、円の対ドル相場は、日米協調による為替介入の実施などを受けて、９月半ばにかけてドル安・円高が大きく進行した。その後は、ＦＲＢの金融政策に対する思惑などを材料に円安方向に転じる場面もみられたが、期間を通じてみると、ドル安・円高方向の動きとなっている（図表 57）。円の対ユーロ相場も、ユーロ安・円高方向の動きとなっている。

（地価）

地価は、経済の回復を受けて、三大都市圏の商業地を中心に上昇している。2026 年の都道府県地価調査（７月１日時点）で地価の前年比をみると、住宅地はプラス幅が横ばいとなった一方、商業地はプラス幅を小幅に拡大した（図表 58、59）。東京、大阪、名古屋の三大都市圏では、全国と同様、住宅地はプラス幅が横ばいとなった一方、商業地はプラス幅を小幅に拡大した。地方圏では、住宅地のプラス幅が横ばいとなった一方、商業地のプラス幅は小幅に縮小した。

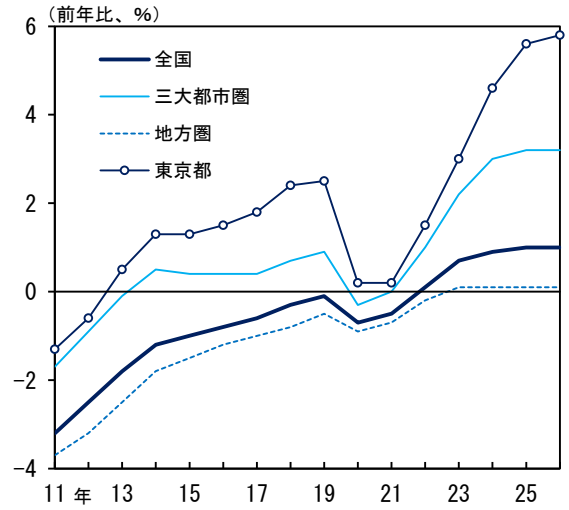
以　上

図表57：ドル円・ユーロ円相場



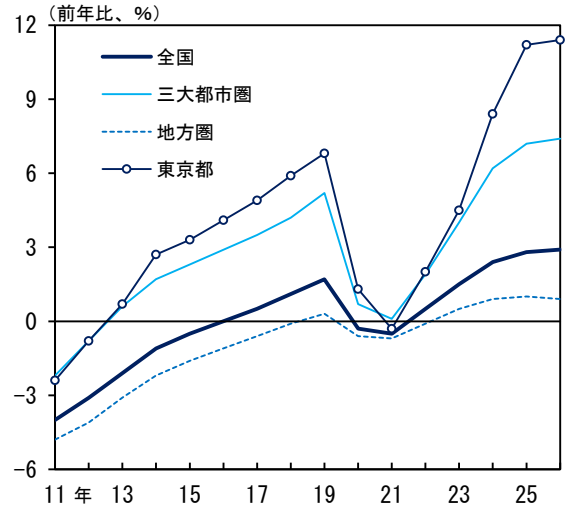
（出所）Bloomberg

図表58：地価（住宅地）



（出所）国土交通省
（注）1. 都道府県地価調査ベース（7月1日時点）。
2. 三大都市圏とは、東京圏（東京、神奈川、埼玉、千葉、茨城）、大阪圏（大阪、兵庫、京都、奈良）、名古屋圏（愛知、三重）を指す。地方圏とは、三大都市圏以外を指す。

図表59：地価（商業地）



（出所）国土交通省
（注）1. 都道府県地価調査ベース（7月1日時点）。
2. 三大都市圏とは、東京圏（東京、神奈川、埼玉、千葉、茨城）、大阪圏（大阪、兵庫、京都、奈良）、名古屋圏（愛知、三重）を指す。地方圏とは、三大都市圏以外を指す。

（ＢＯＸ１）ＡＩ関連需要の動向とわが国経済の先行きのリスク

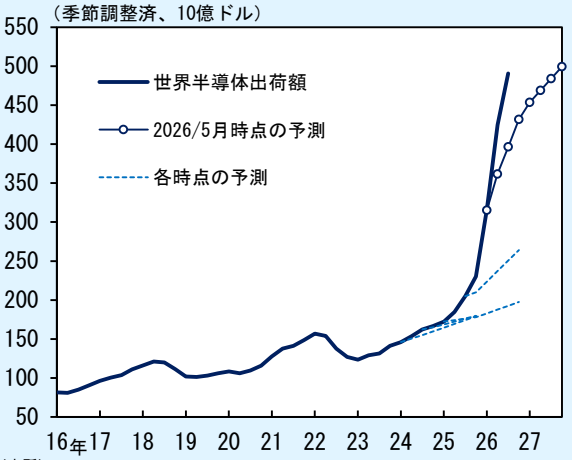
グローバルなＡＩ関連需要は、前回展望レポート以降も一段と拡大しており（図表 B1-1）、わが国の輸出・生産や製造業の企業収益に対しても好影響を及ぼしている。本ＢＯＸでは、わが国のＡＩ関連輸出の現状を確認したうえで、中長期的な視点から世界的なＡＩ投資ブームがわが国経済にもたらすリスクを点検する。

わが国の輸出をＡＩ関連需要に誘発されている輸出品目（以下、「ＡＩ関連財」）[28]とそれ以外に分けてみると（図表 B1-2）、このところＡＩ関連財が増勢を強めており、輸出全体の増加を牽引している。ハイパースケーラーによる旺盛なデータセンター投資は、当初の半導体関連から周辺設備へと誘発需要の裾野を着実に広げており、わが国輸出では、とくに半導体製造装置や産業用ロボット、電力・空調関連などの資本財の恩恵が大きくなっている。また、９月短観や 10 月の「地域経済報告（さくらレポート）」などからは、こうしたＡＩ関連需要の拡大の好影響は、電機・資本財セクターを中心に、中小企業にも広がってきていることが窺われる。

先行きについても、資本財輸出の先行指標である機械受注（外需）は昨年後半以降、大幅に増加している点を踏まえると、当面、資本財輸出はしっかりとした増加が続くと見込まれる（図表 B1-3）。

ただし、世界的なＡＩ投資ブームは、ＡＩ関連企業の将来の収益力やＡＩの汎用技術（General Purpose Technology）としての生産性向上効果

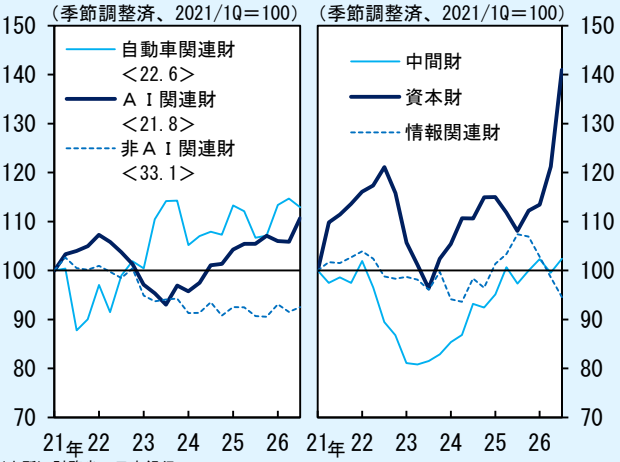
図表B1-1：世界半導体出荷額



（出所）ＷＳＴＳ
（注）1. ＷＳＴＳデータを用いて日本銀行スタッフが算出。
2. 世界半導体出荷額の2026/3Qは、7～8月の値。
3. 各時点の予測は、それぞれ2024/5月、11月、2025/5月、11月時点。

図表B1-2：ＡＩ関連財輸出（実質）

①ＡＩ・非ＡＩ関連財 ②ＡＩ関連財



（出所）財務省、日本銀行、ＷＴＯ、ＯＥＣＤ、ＷＳＴＳ
（注）①の非ＡＩ関連財は、中間財、資本財、情報関連財のうち、ＡＩ関連財を除いたもの。＜ ＞内は、2025年通関輸出額に占める各財のウエイト。

図表B1-3：資本財輸出と機械受注・外需



（出所）財務省、内閣府
（注）機械受注・外需の2026/3Qは、7～8月の値。

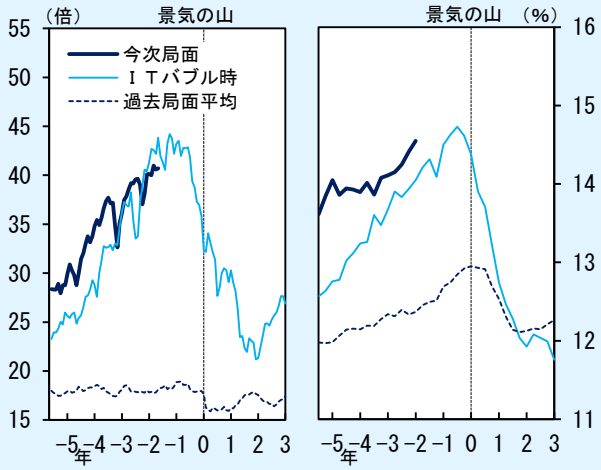
[28] ＡＩ関連財についての詳細は、2026 年４月展望レポートＢＯＸ４（ＡＩ関連需要の増加がわが国輸出に及ぼす影響）を参照。

に対する金融市場の期待に支えられている可能性がある点には留意が必要である。実際、米国をみると、今次局面では、過去の景気拡張局面と比べて、株価の上昇と設備投資・ＧＤＰ比率の上昇がともに際立っているという特徴がある（図表 B1-4）。ＩＭＦが国際金融安定性報告書（Global Financial Stability Report）で推計・公表している金融市場リスク指数をみても（図表 B1-5）[29]、ＡＩ関連企業を中心とする株価上昇を主因に、世界金融危機前やＩＴバブル時に次ぐ低水準まで低下しており、米国を中心としたグローバルな金融市場において、将来への期待を背景に、投資家のリスクテイクが積極化している可能性が示唆される。

こうしたグローバルな金融市場環境が、先行きのわが国経済にもたらす景気変動リスクを評価するため、GDP at Risk の手法を適用して、ＧＤＰ成長率にかかるリスクの計測を試みた（図表 B1-6①）[30]。結果をみると、足もとのグローバル金融市場リスク指数の低下は、わが国の実質ＧＤＰ成

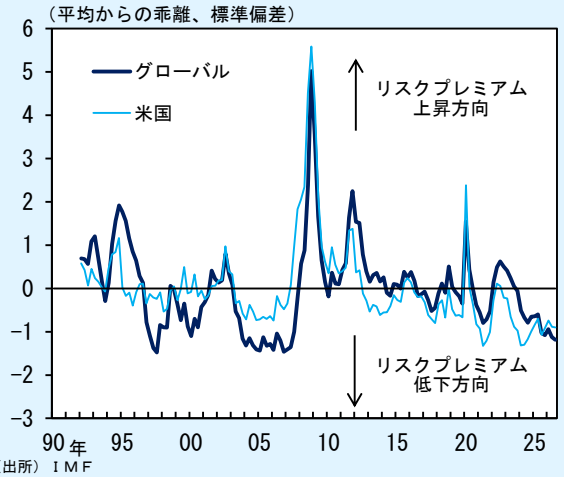
図表B1-4：局面比較（米国）

①ＣＡＰＥ（Ｓ＆Ｐ）　②設備投資・ＧＤＰ比率



（出所）Haver、ＦＲＥＤ
（注）1.「過去局面平均」は、1960年以降の景気後退局面（除くＩＴバブル後）前後の平均値。「ＩＴバブル時」と「今次局面」の始期は、それぞれ、Windows 95が発売された1995/8月(1995/3Q)、対話型生成ＡＩサービスが公開された2022/11月（2022/4Q）。直近は、①が2026/10月、②が2026/2Q。
2. ＣＡＰＥは、現在の株価÷過去10年間の平均１株当たり利益（物価調整済）。

図表B1-5：金融市場リスク指数



（出所）ＩＭＦ
（注）ＩＭＦのFinancial Conditions Index。系列ごとに基準化。

[29] ＩＭＦの Financial Conditions Index は、国際金融安定性報告書で述べられているように、リスクに対する価格付け（price of risk）を捉えることを企図して作成された指数である。このため、指数の集計対象には、主として株価（ＰＢＲ）や各種金利指標といった金融市場における価格関連指標が含まれる一方、債務水準やレバレッジといったバランスシートや与信量関連の指標は含まれていない。こうした指数の特徴を踏まえ、本ＢＯＸでは、同指数を金融市場リスク指数と呼ぶ。

[30] 具体的には、以下の論文の手法を参考に、わが国を含む主要先進国のパネルデータを使用して、実質ＧＤＰ成長率の分位点ごと、および予測期間ごとに、金融市場リスク指数の影響を推定した。

Adrian et al. (2022), “The Term Structure of Growth-at-Risk,” *American Economic Journal: Macroeconomics*, 14(3), pp.283-323.

Ma et al. (2026), “Transmission Growth-at-Risk: How Foreign Financial Vulnerabilities Shape U.S. Growth Prospects,” International Finance Discussion Papers, 1442, Board of Governors of the Federal Reserve System.

長率の下位５％点を、先行き１年間では有意に押し上げる一方、先行き２～３年間では有意に悪化させることが確認できる（図表 B1-6②）。実際、わが国ＧＤＰ成長率の予測分布を推計すると、グローバル金融市場リスク指数を考慮することで、先行き１年間は下方のテールが薄くなる（下振れリスクが縮小する）一方、先行き３年間では下方のテールが厚くなる（下振れリスクが拡大する）ことが示される（図表 B1-6③）。なお、金融市場リスク指数は、中央値近傍の成長率（すなわち確度の高いシナリオ）に対しては、有意な影響を与えておらず、以上の結果は、あくまでも下位５％というテールリスクに与える影響である。

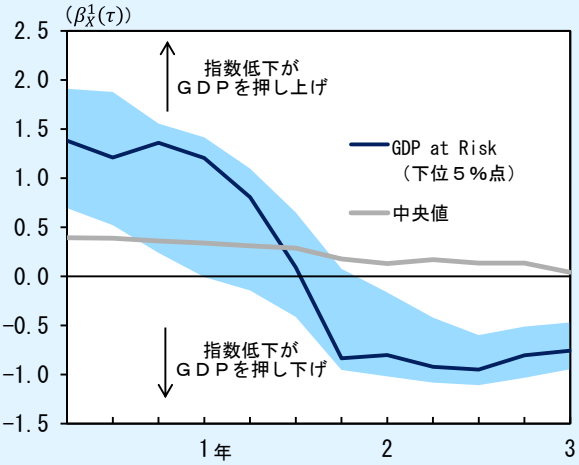
ＡＩ関連需要の拡大は、足もとでモメンタムが増しているだけに、目先は、輸出・生産や企業収益を中心に、わが国経済の上振れ要因として作用する可能性がある。一方、やや長い目でみると、ＡＩに対する成長期待が大きく低下する場合には、株価の急速なリプライシングとＡＩ開発競争の急減速を伴いつつ、グローバルに金融環境が引き締まることで、輸出や生産の急減を通じて、わが国経済にも大きな悪影響が及ぶリスクがある。とくに、わが国の非ＡＩ関連輸出は、近年の中国の輸出競争力向上を背景に低迷した状態が続いているだけに、ＡＩ関連輸出の減速は、輸出全体を大きく押し下げる可能性がある（前掲図表 B1-2）。

図表B1-6：GDP at Risk

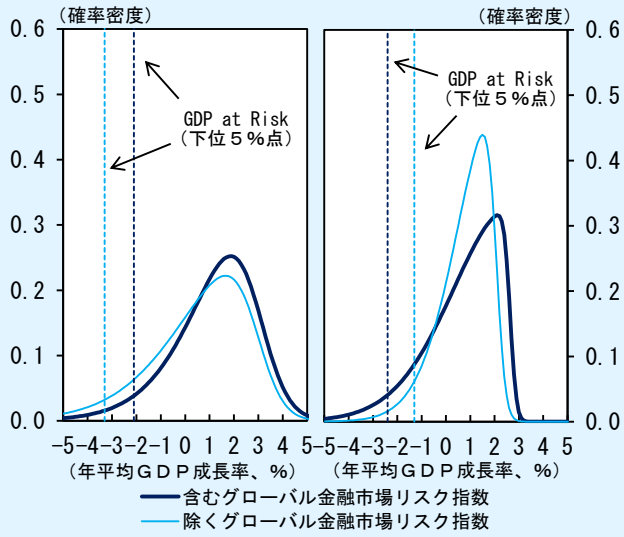
①推計方法

先行きＸ年間の各国の平均実質ＧＤＰ成長率(τ)
＝$-\beta_X^0(\tau)$×各国の金融市場リスク指数
$-\beta_X^1(\tau)$×グローバル金融市場リスク指数
$+\beta_X^2(\tau)$×国毎の信用拡張ダミー
＋国毎のコントロール変数＋誤差項
※推計対象は、米国、ドイツ、フランス、日本をはじめとする先進11か国。推計期間は、1992/1Q～2026/2Q。

②グローバル金融市場リスク指数の係数



③日本のGDP at Risk



（出所）ＩＭＦ、ＢＩＳ、ＯＥＣＤ
（注）1. ①の信用拡張ダミーは、国毎に、過去８四半期の与信・ＧＤＰ比率の上位30%の期間を１として設定。コントロール変数は、金融市場リスク指数と信用拡張ダミーの交互作用項、インフレ率、ＧＤＰ成長率、分位点ごとの国固定効果。
2. ②のシャドーは、ブートストラップ法に基づいて計算した90%信頼区間。
3. ③は、2026/2Qの与信・ＧＤＰ比率が前期から不変と仮定して推計。除くグローバル金融市場リスク指数は、同指数の寄与を除いて算出。

（ＢＯＸ２）供給制約と設備投資

４～６月のＧＤＰ設備投資（実質）は、海外への特許権売却に伴う研究開発投資の大幅な減少を主因に２四半期連続の前期比減少となったが、そうした一時的な特殊要因を除いてもなお、このところ実質ベースでみた設備投資は、名目ベースと比べ増勢が鈍化している。本ＢＯＸでは、最近の設備投資の動向について、供給制約の影響という観点から考察する。

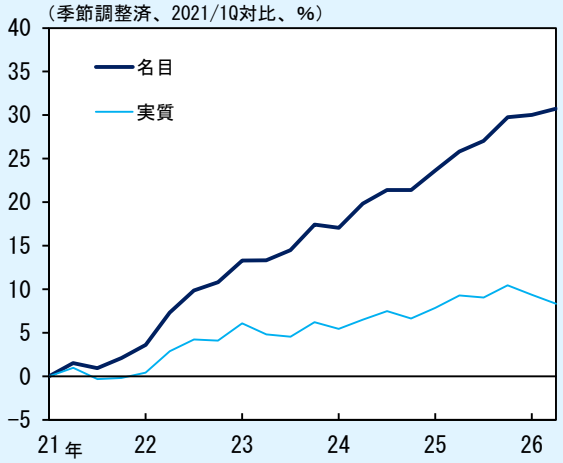
やや長い目でＧＤＰの設備投資の水準をみると、名目ベースでは2021年１～３月対比で＋30%程度とはっきりと増加しているが、その３分の２程度は価格である設備投資デフレーターの上昇に吸収され、実質ベースでみた増加率は 10%弱にとどまっており、かつ、実質値の伸び悩み傾向は足もとにかけて強まっている（図表 B2-1①）。形態別にみると、名目値と実質値の乖離は、2025 年度の設備投資の６割強を占める有形固定資産投資（機械投資＋建設投資）において目立っている（図表 B2-1②）。

このうち機械投資については、コロナ禍以降、デジタル関連投資が牽引役となるなかで、輸入依存度が一段と高まっている（図表 B2-2）。そうしたもとで、この間の為替円安に加えて、ＡＩ関連需要拡大に伴うメモリや金属の価格上昇を反映して、資本財の円建て輸入価格が大きく上昇しているため、名目支出の増加が価格上昇に吸収される度合いが強まっている（図表 B2-3）。

建設投資については、ロシアによるウクライナ侵攻や中東情勢の緊迫化に伴う資材価格の上昇に加えて、建設業の労働力不足による供給制約も建設工事費の上昇につながっている（前掲図表 B2-3）。実際、建設業の労働投入量（雇用者数×一人

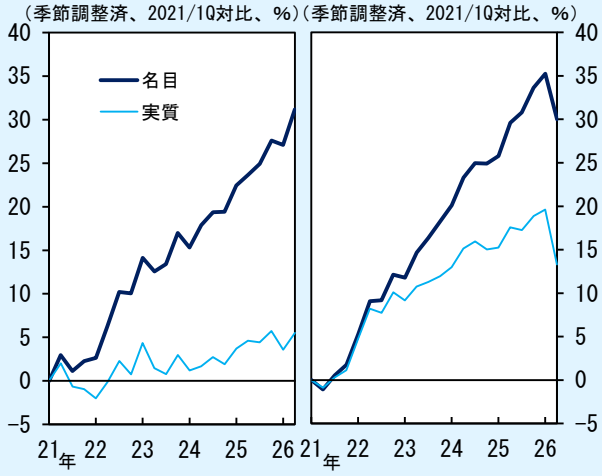
図表B2-1：名目・実質設備投資

①設備投資



②形態別

＜有形固定資産投資＞ ＜無形固定資産投資＞



（出所）内閣府
（注）②の無形固定資産投資は、設備投資の共通推計項目推計値と知的財産生産物デフレーターを用いた試算値。有形固定資産投資は、設備投資から無形固定資産投資を差し引いた値。

図表B2-2：資本財の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. 2026/3Qは、7～8月の値。

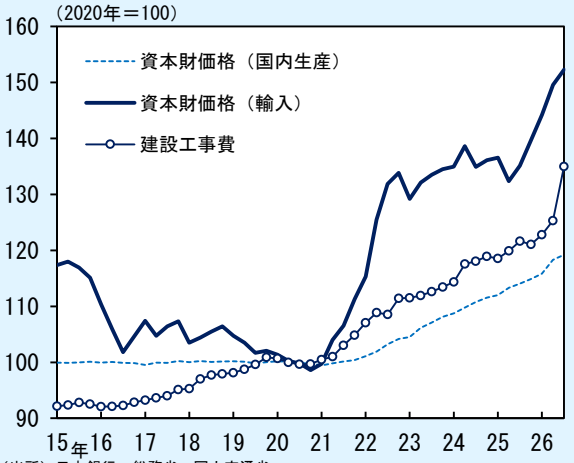
当たり労働時間）をみると（図表 B2-4）、団塊世代の退職に伴う雇用者数の減少に加え[31]、時間外労働の上限規制から一人当たり労働時間も近年大きく減少しており、全体の労働投入量はコロナ禍前と比べ１割程度も切り下がっている。このように供給面の制約が厳しくなったタイミングで、ＡＩ関連のデータセンターやＥＣ関連の物流施設、都市再開発などの建設需要が急増したため、建設コストの大幅な上昇に加えて、工期の長期化や建設業者による受注選別・抑制も生じているとみられる。

以上のように、最近の実質ベースでみた設備投資の伸び悩みは、主として投資コストの上昇や工事遅延といった供給面の要因から生じており、基調的な需要の弱さを示すものではないとみられる。先行きについては、①遅延している建設投資は、従来よりも時間をかけて進捗するとみられること（図表 B2-5）、②企業収益も、製造業を中心に着実な増加を続ける見込みにあること（前掲図表 15）、③短観の事業計画が示すとおり、人手不足対応のソフトウェア投資やＡＩ技術・脱炭素関連の研究開発投資といった投資需要も引き続き旺盛であること（前掲図表 19）、などを踏まえると、実質ベースでみた設備投資は、価格上昇の影響から力強さを欠くものの、息長く緩やかな増加基調を続ける可能性が高い。ただし、前回展望レポートで指摘したとおり、ＡＩ関連需要の恩恵が大きい製造業大企業、とくに資本財セクターの支出性向は高くないことを踏まえると、従来よりも、企業収益の増加が設備投資を誘発する度合いが低下している可能性には注意が必要である[32]。

[31] 建設業における労働供給制約については、2026 年１月展望レポートＢＯＸ２（労働需給の引き締まりと業種間のばらつき）も参照。

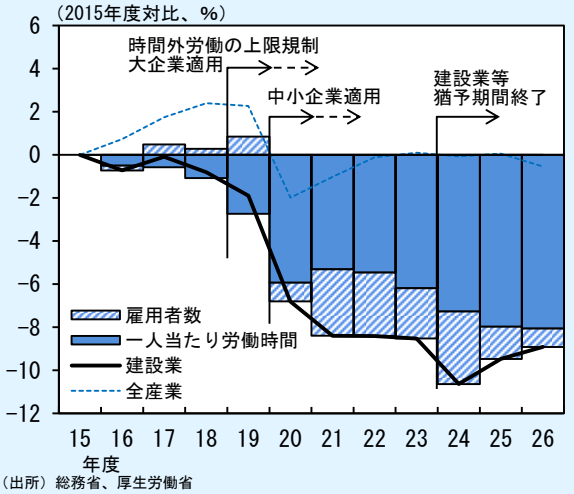
[32] 2026 年７月展望レポートＢＯＸ２（グローバルなＡＩ関連需要の増加がわが国経済に及ぼす影響）を参照。

図表B2-3：投資コスト



（出所）日本銀行、総務省、国土交通省
（注）資本財価格の2019年以前は需要段階別・用途別指数、2020年以降は2020年産業連関表を用いた試算値。建設工事費は、非住宅総合、その他土木の加重平均値。建設工事費の2026/3Qは、7月の値。

図表B2-4：建設業の労働投入量



（出所）総務省、厚生労働省
（注）1. 労働投入量＝雇用者数×一人当たり労働時間。一人当たり労働時間は労働力調査ベース。季節調整済の値。2026年度は4～8月の値。
2. 破線矢印は、経過措置期間。

図表B2-5：投資の受注残



（出所）内閣府、国土交通省
（注）1. 受注残高手持月数＝月末受注残高÷直近３か月の平均販売額
2. 手持ち工事月数＝月末手持ち工事高÷直近12か月の平均工事施工高
3. 受注残高手持月数の2026/3Qは、8月の値。手持ち工事月数の2026/3Qは、7月の値。

（ＢＯＸ３）物価上昇のもとでの個人消費

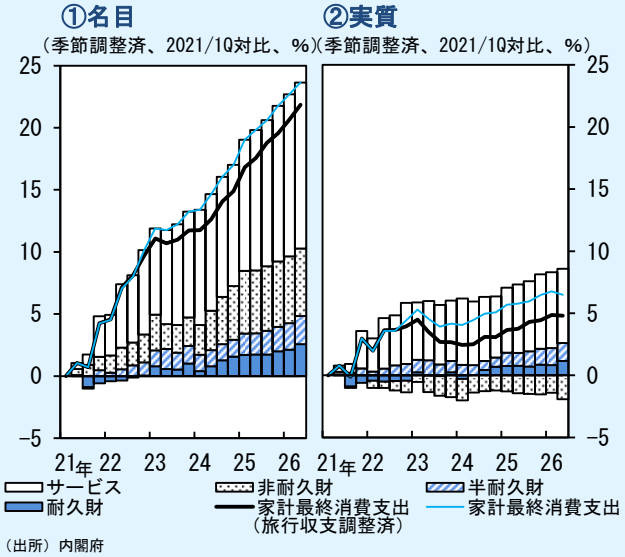
先行きの個人消費は、基調としては底堅さを維持するものの、中東情勢や為替円安に伴う輸入物価上昇の影響などから、減速した状態が暫く続くとみられる。本ＢＯＸでは、物価上昇の影響という観点から最近の個人消費の特徴点を整理する。

個人消費は、政府による物価高対策と夏季賞与の増加により実質雇用者所得が増加するなかでも、足もとでは、非耐久財消費の減少を主因に実質ベースで伸び悩んでいる（図表 B3-1）。これには、①台風や豪雨・長雨といった今夏の天候要因に加えて、②高齢者・年金生活者層において物価上昇への警戒感から生活防衛意識が強まっていることも影響しているとみられる。

実際、実質ベースの所得を、一般労働者、パート労働者、年金生活者に分けてみると（図表 B3-2）、①パート労働者の実質所定内時給は、労働需給の引き締まりや最低賃金上昇を受けた名目賃金の上昇により、概ね物価上昇分にキャッチアップできている。②一般労働者の賃金は、所定内賃金では物価上昇に十分追い付いておらず、実質ベースで緩やかな低下傾向にあるが、賞与を含む賃金全体では、このところ物価上昇と概ね見合うペースで増加しており、実質ベースで横ばいとなっている。一方、③実質ベースでみた年金支給額は、マクロ経済スライドなどの給付抑制の仕組みに沿って、ここ数年大きく水準を切り下げている。

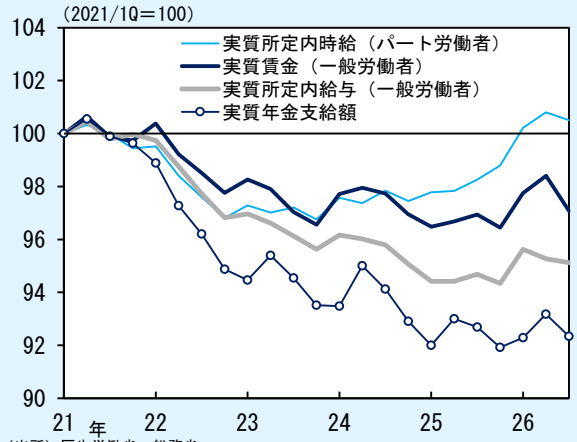
こうしたもとで、年齢階層別の消費動向をみると（図表 B3-3）、2023 年頃までは、コロナ禍で蓄積した貯蓄（所謂「強制貯蓄」）の取り崩しが年齢層を問わず消費の下支えに寄与していたが、それ以降は、上記のような所得のばらつきが消費額のばらつきにもつながっているように見受けられ

図表B3-1：形態別個人消費



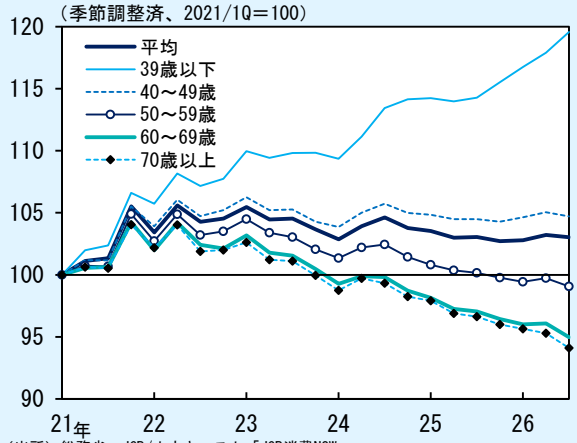
（出所）内閣府
（注）ＳＮＡベース。

図表B3-2：実質賃金と実質年金支給額



（出所）厚生労働省、総務省
（注）1. ＣＰＩ（除く持家の帰属家賃）を用いて日本銀行スタッフが算出。
2. 実質年金支給額は、老齢基礎年金の改定率（既裁定者）を基に算出。
3. 実質年金支給額以外は、共通事業所ベース。季節調整済の値。
4. 2026/3Qは、7～8月の値。

図表B3-3：年齢階級別の実質消費



（出所）総務省、JCB/ナウキャスト「JCB消費NOW」
（注）1. 一人当たりの支出額。年齢５歳階級別の単純平均。
2. ＣＰＩ（除く持家の帰属家賃）を用いて日本銀行スタッフが算出。

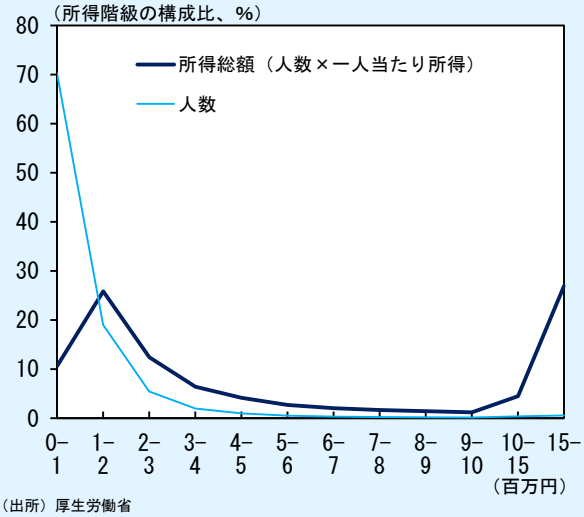
る[33]。とりわけ、賃金カーブのフラット化から賃上げ率が低めとなっている 50 歳代や年金受給者が多い 60 歳以上の世代で、実質消費の落ち込みが目立っている。

なお、高齢者の間でも、株式等の資産の保有の多寡に応じて、所得水準や消費動向にも大きなばらつきがみられる点には留意が必要である。実際、高齢者の約６割を占める75歳以上(後期高齢者)の所得動向をみると（図表 B3-4、B3-5)、年金所得への依存度が高いとみられる層は大多数を占める一方で、人数は少ないが、株式等の保有の多さから、配当金やキャピタルゲインによって所得を得ている富裕層も一定割合存在する。こうしたもとで、小売業態別に売上動向をみると、百貨店売上高は最近の株高に伴う富裕層の旺盛な支出に支えられて、昨年秋以降堅調に推移している（図表 B3-6)。一方、食料品等の必需品の取り扱いが多いスーパーやコンビニでは、人数面で大多数を占める年金生活者の節約志向の強さが、売上数量に対する下押し圧力として作用しているとみられる。

以上のように、個人消費は、所得の種類や年齢、形態・業態等の間でばらつきが大きくなっている。先行きも、物価上昇のもとで、こうしたばらつきは暫く続くとみられるが、個人消費全体としてみれば、政府によるエネルギー負担緩和策や労働需給の引き締まり、株高等に支えられて、底堅さを維持する可能性が高い。また、基調的な物価上昇率が概ね２％程度の水準となり、物価の上振れリスクにも留意が必要な状況において、日本銀行が、

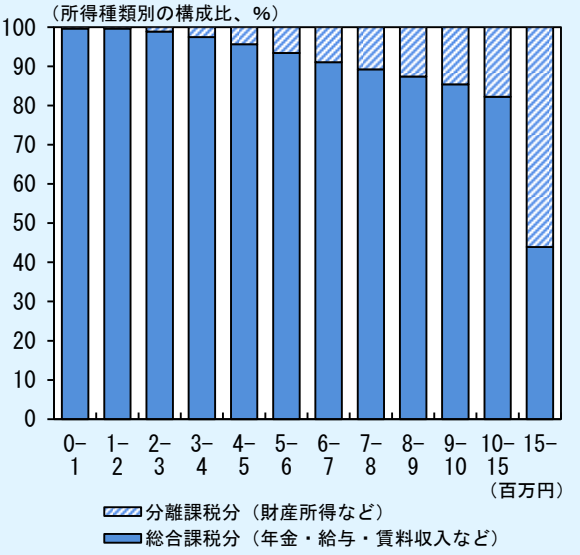
[33] 図表 B3-3 の実質消費額は、年齢階層別にみた名目消費額を共通の消費者物価指数でデフレートして作成している。年齢階層別の支出バスケットの違いを考慮した物価指数を用いた場合には、高齢者層のエンゲル係数の高さ（支出額に占める食料品のウエイトの高さ）と最近の食料品価格上昇を反映して、高齢者層の実質消費の弱さは一段と明確になるとみられる。

図表B3-4：高齢者（75歳以上）の所得分布



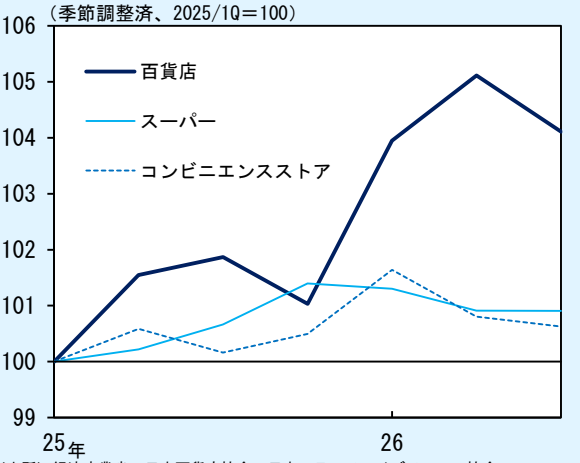
（出所）厚生労働省
（注）1. 後期高齢者医療制度被保険者実態調査（2025年度調査）ベース。横軸は所得階級。
2. 所得は、収入から必要経費、給与所得控除、公的年金等控除等を差し引いた基礎控除前の所得。人数は、後期高齢者医療制度の被保険者数。

図表B3-5：高齢者（75歳以上）の所得内訳



（出所）厚生労働省
（注）1. 後期高齢者医療制度被保険者実態調査（2025年度調査）ベース。横軸は所得階級。
2. 所得は、収入から必要経費、給与所得控除、公的年金等控除等を差し引いた基礎控除前の所得。

図表B3-6：業態別小売売上高

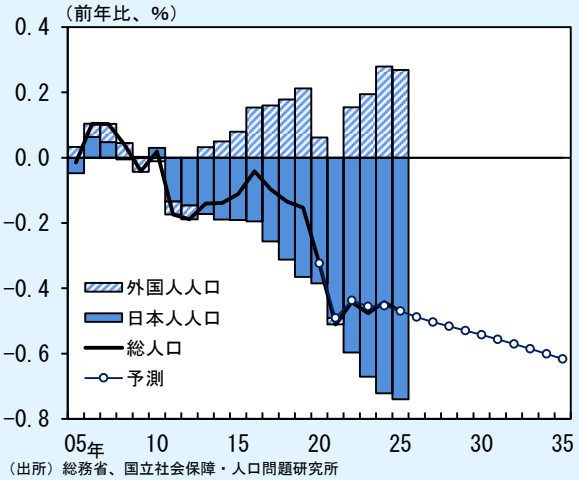


（出所）経済産業省、日本百貨店協会、日本フランチャイズチェーン協会
（注）1. 既存店ベース。
2. 百貨店の売上高は、免税品売上高を除くベース。

経済・物価・金融情勢に応じて政策金利を引き上げていくことは、物価上昇圧力を和らげ、個人消費を下支えする方向に作用すると考えられる。

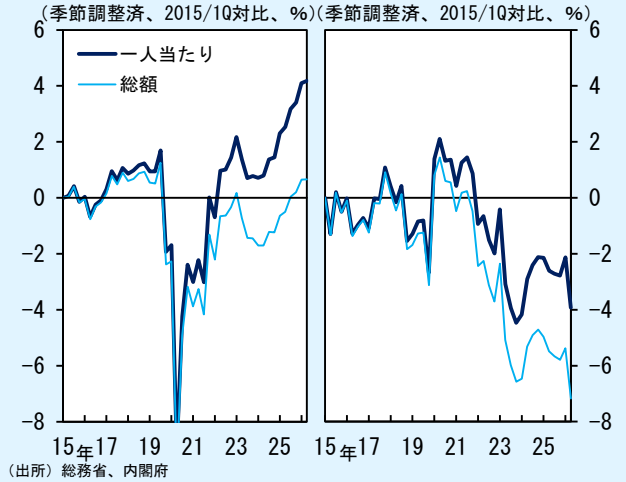
ただし、人口動態面から、マクロでみた個人消費はトレンドとしてそもそも力強い増加を期待しにくい点にも留意する必要がある。すなわち、わが国人口は、2020 年頃から減少ペースが加速しており、ここ数年は年－0.5%程度のテンポで減少を続けている（図表 B3-7）。このことは、消費者の数の影響を直接的に受けやすい非耐久財を中心に、近年の消費の伸びを抑制していると考えられる[34]。実際、一人当たりの消費水準をみると、マクロと異なり、コロナ禍前の水準を超えて着実な増加傾向をたどっているようにも窺われる（図表 B3-8）。

図表B3-7：人口変化率



（出所）総務省、国立社会保障・人口問題研究所
（注）各年10月時点。予測は国立社会保障・人口問題研究所による中位予測値。

図表B3-8：一人当たり実質個人消費



（出所）総務省、内閣府
（注）②の＜ ＞内は2025年度において非耐久財消費が国内家計最終消費支出に占めるシェア。

[34] 一方で、世帯数は増加を続けているため、世帯数の影響を受けやすい耐久財（エアコン、冷蔵庫等）は、人口減のなかでも底堅く推移している。

（ＢＯＸ４）物価上昇圧力の企業間取引から消費者段階への波及

企業の価格設定行動が積極化するもとで、国内企業物価は、中東情勢が緊迫した春先以降、大幅に上昇してきたが、夏場以降は、企業間取引における物価上昇圧力が消費者段階にも徐々に波及してきている（図表 B4-1）。本ＢＯＸでは、こうした川上から川下へのコスト転嫁の状況を、財別にみた価格動向から点検する。

輸入物価を起点とした物価上昇圧力は、①国内で生産される消費財・サービスの中間投入コストの上昇という間接的な経路と、②最終財の輸入価格の上昇という直接的な経路を通じて、川上から川下へと波及すると考えられる。前者の中間投入コストについて、産業連関表を用いて試算すると、春頃から大きく伸びが高まっている（図表 B4-2）。その内訳をみると、中東情勢の影響から化学・プラスチックやエネルギーのコストがプラス寄与を拡大しているほか、ＡＩ関連需要の拡大を背景として電機・情報通信関連の部品や非鉄金属（銅等）のコスト上昇がここにきて目立っている。

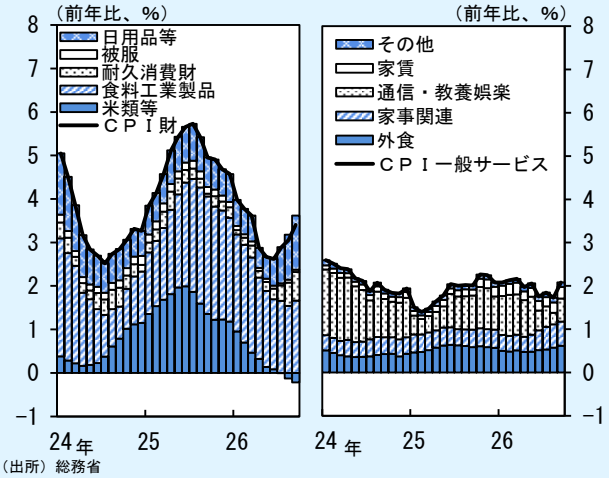
まず、石油由来の化学製品・プラスチックをみると、前回展望レポートで指摘したとおり[35]、企業間取引では、コスト上昇の価格転嫁が 2022 年のロシアによるウクライナ侵攻後を上回るペースで進んでいる。足もとでは、こうした企業間取引における価格上昇が、洗剤などの生活関連財を中心に消費者段階へも急速に波及してきていることが確認できる（図表 B4-3）。

次に、最終製品の輸入比率の高い耐久消費財についてみると、輸入物価は、本年４月以降、前年比で＋10%超の高い上昇率となっている。このう

[35] 2026 年７月展望レポートＢＯＸ３（企業間取引における物価上昇圧力の背景とその影響）を参照。

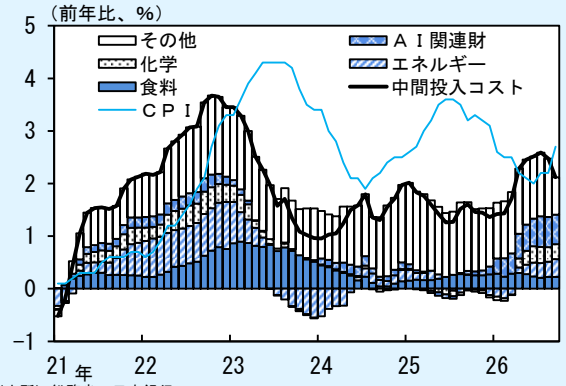
図表B4-1：財・サービス別のＣＰＩ

①財（除くエネルギー）②一般サービス



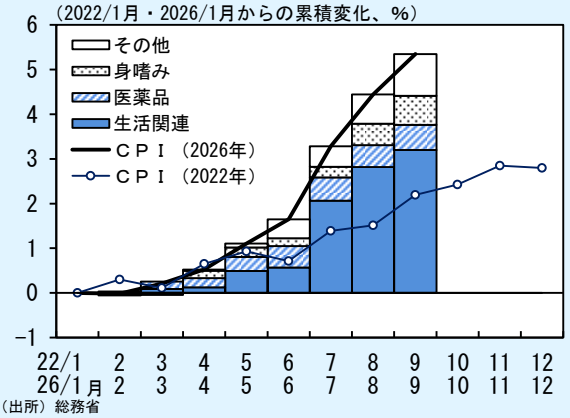
（出所）総務省
（注）1. 教育無償化政策（2026/4月の学校給食無償化政策を含む）、旅行支援策の各影響を除いた、日本銀行スタッフによる試算値。
2. ①の米類等には、肉類、鶏卵などを含む。

図表B4-2：中間投入コスト



（出所）総務省、日本銀行
（注）1. 中間投入コストは、産業連関表の各部門の中間投入比率に、企業物価指数や企業向けサービス価格指数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。食料は、穀類、精穀・製粉、畜産食料品を除く。化学は、化学製品、プラスチック・ゴム製品の合計。ＡＩ関連財は、電子部品、電気機械、情報通信機器、非鉄金属の合計。
2. ＣＰＩは、除く生鮮・エネルギー。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年の携帯電話通信料の引き下げ、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。

図表B4-3：石油関連製品における波及



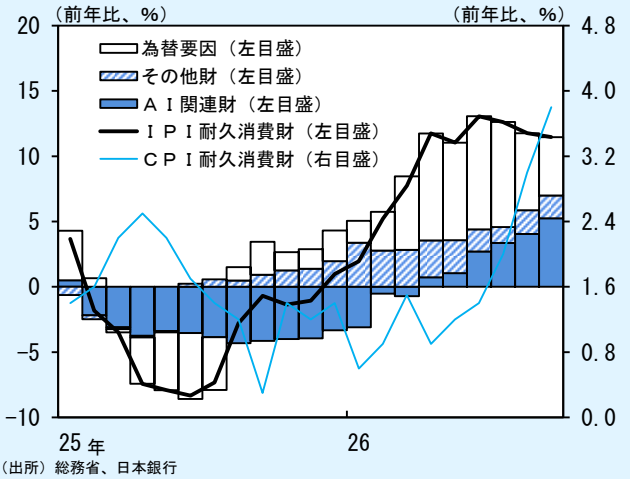
（出所）総務省
（注）ＣＰＩは、石油関連製品。ＣＰＩの品目を2020年産業連関表の分類とマッチングした上で、化学製品およびプラスチック・ゴム製品の中間投入比率をもとにグルーピング。ＣＰＩウエイトベースで、上位５%に該当するＣＰＩ品目を加重平均し算出。

ち約半分が為替円安による押し上げ寄与、残りの大半は、最近のＡＩ関連需要の拡大を受けた半導体等を用いる製品価格（外貨建て）の寄与となっている（図表 B4-4）。消費者物価における耐久消費財の価格をみると、こうした輸入物価に起因する上昇圧力は既に顕在化しつつあり、タブレット端末やエアコン等で値上げの動きが増えてきている。輸入物価の変動が４か月程度のラグを伴って消費者段階にパススルーされるという経験則を踏まえると、年末にかけては、消費者物価の耐久消費財の上昇率は一段と高まっていくと見込まれる。

この間、食料工業製品について、関連企業の価格設定動向をみると、川下の食品スーパーは、消費の現場に近く、家計の節約志向の根強さを肌で感じていることもあってか、川上の食料品メーカーに比べ、価格転嫁スタンスがこのところやや慎重となっている（図表 B4-5）。この夏場には、天候不順の影響も加わり、食品スーパーが需要喚起の観点からセールを増やしたこともあって、食料工業製品の価格上昇率は、まだ顕著に高まっていない。もっとも、エネルギーや包装資材価格の上昇を理由に、値上げに踏み切る食料品メーカーが９月以降大幅に増加している点を踏まえると（図表 B4-6）、これらの値上げは、若干のタイムラグを伴って小売段階へと浸透し、食料工業製品の前年比プラス幅も拡大していく可能性が高い。

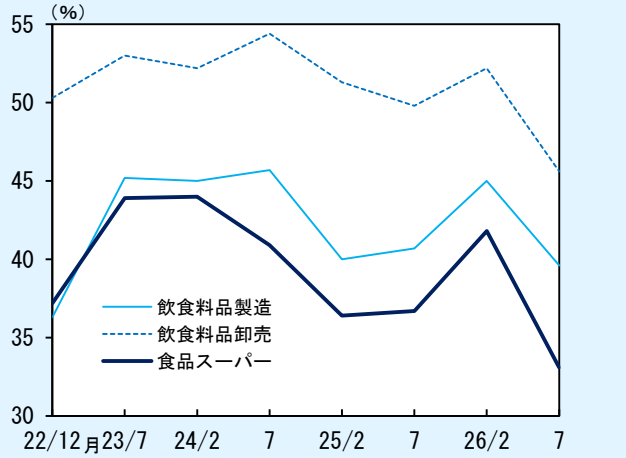
以上を踏まえると、①中東情勢を受けたエネルギー・原材料価格の上昇、②グローバルなＡＩ関連需要の拡大を受けた半導体・銅等の価格上昇、③既往の為替円安に起因する物価上昇圧力は、夏場から本年度後半にかけて、消費者段階へと波及していくというメカニズムは、概ね前回展望レポート時点で想定していたとおり働いていると考えられる。

図表B4-4：耐久消費財における波及



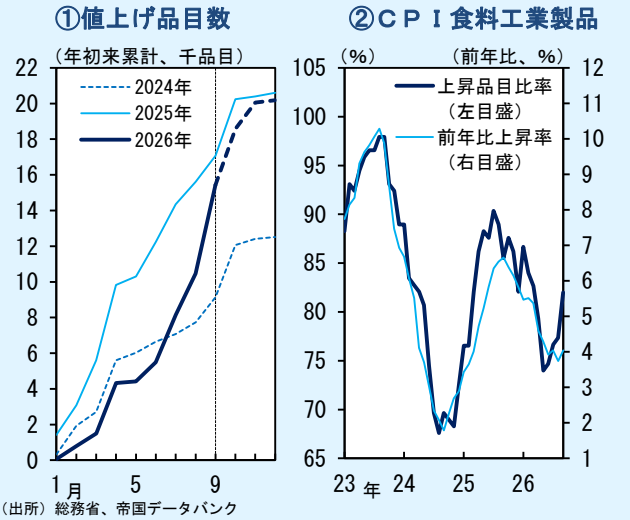
（出所）総務省、日本銀行
（注）ＡＩ関連財とその他財は、輸入物価指数（ＩＰＩ）の契約通貨ベース指数の変動により説明される部分。ＡＩ関連財は、民生用電気機器、情報通信機器（携帯電話機、パーソナルコンピュータ、外部記憶装置など）。その他財は、乗用車、木製家具など。為替要因は、ＩＰＩの円ベース指数と契約通貨ベース指数の乖離から算出。

図表B4-5：食料品関連企業の価格転嫁



（出所）帝国データバンク
（注）コスト上昇分の販売価格への転嫁度合い（転嫁状況に関する各選択肢の中間値に回答割合を乗じた値）。

図表B4-6：飲食料品の値上げ品目数



（出所）総務省、帝国データバンク
（注）1. ①の値上げ品目数は、帝国データバンクによる調査。2026年の点線は、9月末時点の値上げ品目数の見通し。
2. ②の上昇品目比率は、前年比上昇した品目の割合。

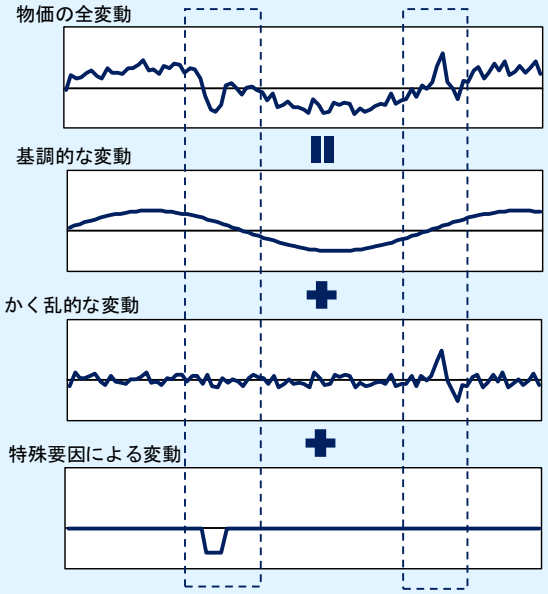
（ＢＯＸ５）基調的な物価上昇率の２％水準での定着度合いの確認

金融政策運営に当たっては、２％の「物価安定の目標」を持続的・安定的に実現することが重要であることから、日本銀行では、一時的な要因を除いた基調的な物価上昇率の動きを重視している（図表 B5-1）[36]。基本的見解や背景説明で整理したとおり、基調的な物価上昇率に関連する各種指標の動きを踏まえると、足もとの基調的な物価上昇率は２％の「物価安定の目標」と概ね整合的な水準となっている。本ＢＯＸでは、今後、基調的な物価上昇率の２％程度の水準での定着度合いをどのように確認していくかを整理する。

まず、「２％程度の水準での定着」とは、基調的な物価上昇率が、足もとから先行きにかけて、２％程度で安定的に推移することが見込まれる状況を意味するが、そこでは、外生的なショックが発生した場合でも、基調的な物価上昇率が２％を大きく超えて上振れたり、下振れたりする可能性は小さいと考えられる。そうした状況を見極めるうえでは、関連する各種指標の動きとともに、２％の物価上昇が、①人々の期待形成に表れているか、②企業の賃金・価格設定行動と整合的か、といった点を確認していくことが重要と考えられる。加えて、これらと深く関連する、③２％の物価上昇を前提とした慣習や社会規範の広がりについて、補完的にみていくことも有益である。

１点目の期待形成に関しては、予想物価上昇率が２％程度の水準に「アンカー」された状態にあるかどうかをみていくことが重要である。この点、海外中銀の整理等を踏まえると、中長期の予想物価上昇率の水準や経済主体別の分布、外生的なシ

図表B5-1：基調的な物価上昇率の概念図



図表B5-2：予想物価上昇率のアンカー度合いの評価軸

水準 "level anchoring"	長期の予想物価上昇率の平均値・中央値の水準は、物価目標と整合的か
分布のばらつき "higher-moment anchoring"	人々の予想物価上昇率のばらつきは抑制されているか 予想物価上昇率に関する不確実性やテールリスクは抑制されているか
ショックへの感応度 "shock anchoring"	長期の予想物価上昇率は、短期の予想物価上昇率や一時的なショックと過度に連動することがないか

（注）ECB（2026），"Economic Bulletin，" Issue 5.に基づく整理。

[36] 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」、日銀レビュー・シリーズ（2026 年３月）を参照。

ョックに対する予想物価上昇率の感応度などを点検していく必要がある（図表 B5-2）[37]。

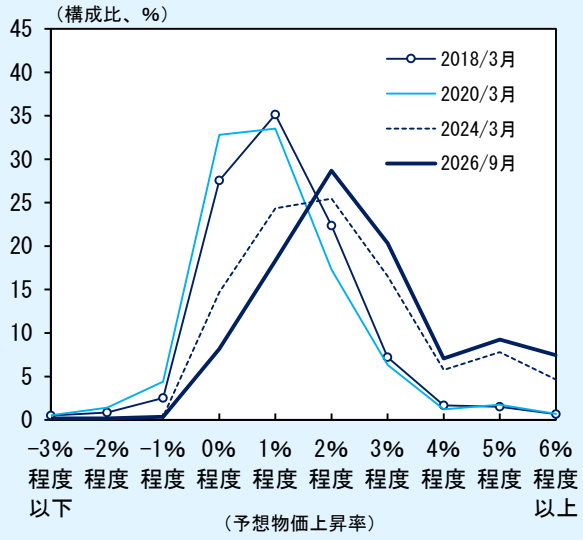
このうち、予想物価上昇率の経済主体別の分布をみると、企業については、ここ数年、分布の裾野が０％程度からプラス方向にシフトしており、物価見通しが２％程度に少しずつ収斂しているように見受けられる（図表 B5-3）。一方、家計については、予想物価上昇率のばらつきが相対的に大きい状況が続いている（図表 B5-4）。この間、専門家の予想物価上昇率については、最近は２％程度という回答が増加している。次に、外生的なショックに対する予想物価上昇率の安定性を確認する観点から、専門家による短期の予想物価上昇率の変化が中長期の予想物価上昇率の変化に及ぼす影響を推計すると、足もとでは、両者の連動性が低下しており、米国との乖離も縮小してきていることが分かる（図表 B5-5）。今後、消費者物価の伸び率が２％をはっきりと上回ることが見込まれるなかで、こうした傾向が継続するのかという点は、しっかりと確認していく必要がある。

２点目の企業の賃金･価格設定行動については、企業規模別の賃金上昇率の分布のほか、品目別の物価上昇率の分布などから、企業の賃金・価格設定スタンスが、２％の物価上昇と概ね整合的となっているかどうかを点検していく必要がある。

この点、企業の賃金設定行動について、賃金上昇率の分布を確認すると、所定内給与の分布の裾野は一頃に比べて全体として０％からプラス方向にシフトしており、近年は、２％の物価上昇に労働生産性上昇率を加えた水準に概ね見合うような賃金上昇率のウエイトが 2024 年時点においても大きくなっている（図表 B5-6）。もっとも、大企業に比べて中小企業では最頻値が低いなど、両者

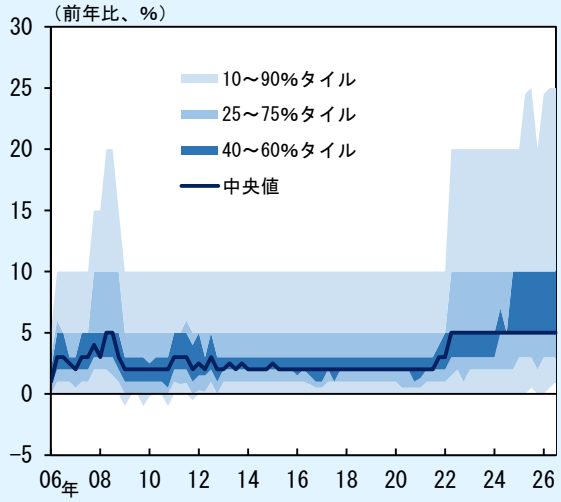
[37] ECB (2026), “Economic Bulletin,” Issue 5 を参照。

図表B5-3：企業の予想物価上昇率の分布



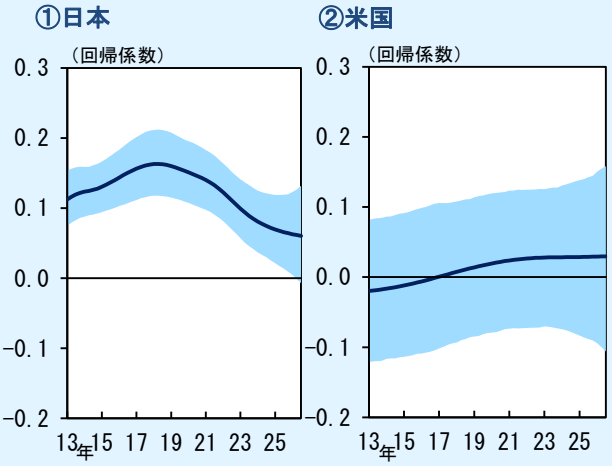
（出所）日本銀行
（注）短観の全規模全産業ベースの５年後の物価全般の見通し。「イメージを持っていない」の回答を除く。

図表B5-4：家計の予想物価上昇率の分布



（出所）日本銀行
（注）生活意識アンケート調査の量的質問への回答（今後５年間の年率平均の予想物価上昇率）に基づく。

図表B5-5：短期予想の長期予想への波及度



（出所）QUICK「QUICK月次調査＜債券＞」、Federal Reserve Bank of Philadelphia
（注）専門家による予想物価上昇率の個票を用い、短期の予想物価上昇率の変化幅（前回調査からの変化）が長期の予想物価上昇率の変化幅に及ぼす影響を、状態空間モデルで推計（回帰係数および観測誤差の分散は、回答者間の不均一性を考慮）。
実線は推定値（事後平均）、シャドーは95%信用区間（いずれもMCMC法による）。

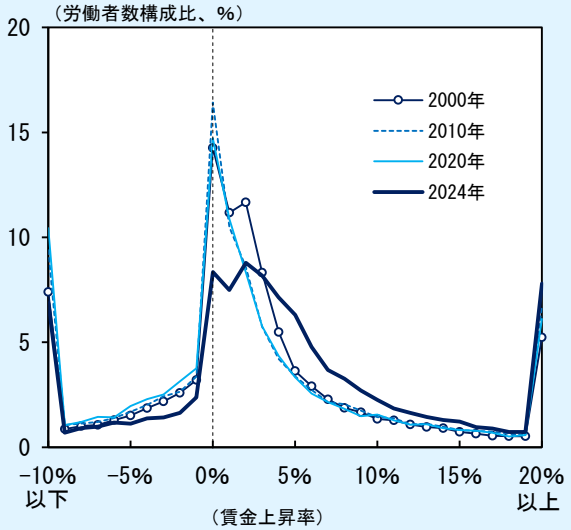
の分布は幾分異なっており、今後とも、その動向を確認していく必要がある。次に、企業の価格設定行動をみると、近年は、仕入価格上昇を販売価格に転嫁する動きが進むなど、積極的なスタンスが継続している。こうしたもとで、消費者物価の価格変動分布も、一頃は０％に集中していたが、最近は、わが国が２％程度の物価上昇を実現していた 1992 年と同じような形状に近づいている（図表 B5-7）。

３点目の２％の物価上昇を前提にした慣習や社会規範の広がりについては、賃金交渉の場における労使双方のスタンスや、法制度面の対応などを点検していくことが有益である。

この点、春季労使交渉における労使のスタンスをみると、賃上げを定着させる方向での変化が確認できる。具体的には、連合は、ここ数年は「５％以上」の賃上げの目標を掲げているほか、2026 年は賃上げを「ノルム」にするとの方針を示した（図表 B5-8）。経営者側も、例えば経団連は、2026 年に「賃上げのさらなる定着」という方針を打ち出している。この間、法制度面でも、本年１月には、中小受託取引適正化法が施行されるなど、かつての価格据え置き慣行が変化し、仕入コスト等に応じて販売価格を設定しやすい環境が整備されつつある。

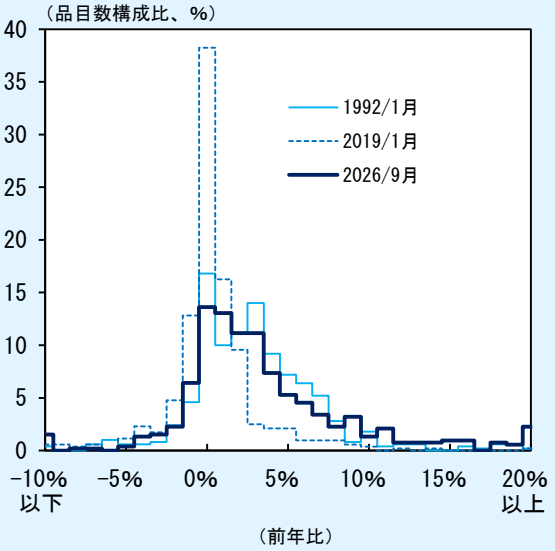
以上を踏まえると、わが国の基調的な物価上昇率については、ここ数年、２％程度の水準に向けて上昇するとともに、そうした水準への定着に向けた動きも少しずつ進んできたことが確認できる。日本銀行としては、「物価安定の目標」の持続的・安定的な実現に向けて金融政策を適切に運営していくため、今後とも、予想物価上昇率や賃金・物価動向を丁寧に点検し、基調的な物価上昇率の２％程度の水準での定着度合いを確認していく。

図表B5-6：名目賃金上昇率の分布



（出所）厚生労働省、総務省、Abe, Hirano, and Kaihatsu (2026)
（注）厚生労働省「賃金構造基本統計調査」、総務省「事業所・企業統計調査」、「経済センサス－基礎調査」の調査票情報をもとにした Abe, Hirano, and Kaihatsu (2026)による集計。フルタイム労働者の所定内給与。

図表B5-7：ＣＰＩの品目別価格変動分布



（出所）総務省
（注）集計対象は、各基準年における採用品目。総合除く生鮮食品。

図表B5-8：春季労使交渉におけるスタンス

	連合 賃上げの目標 （ベアの目標）	経団連 賃上げの位置付け
2023年	５％程度 （３％程度）	起点
2024年	５％以上 （３％以上）	加速
2025年	５％以上 （３％以上）	定着
2026年	５％以上 （３％以上） ＜〝賃上げノルム〟に＞	さらなる定着

（出所）日本労働組合総連合会、日本経済団体連合会
（注）連合の目標は、闘争方針での記述。＜＞内は、冒頭記述から抜粋。
経団連の賃上げの位置付けは、経営労働政策特別委員会報告での記述。

（ＢＯＸ６）金融環境の評価

金融政策運営において、金融環境を適切に評価することは重要である。その際、実質金利と自然利子率の関係は、金融緩和・引き締めの度合いを評価するひとつの尺度になるが（図表 B6-1）、自然利子率は直接的に観察できず、その水準や実質金利との距離を事前に特定することは難しい[38]。このことを前提に、日本銀行では、金融政策から実体経済への波及経路ともいえる「金融環境」の動向をきめ細かく点検している。本ＢＯＸでは、日本銀行における金融環境の評価軸を整理したうえで、最近のわが国の金融環境を改めて確認する。

日本銀行では、①金融政策でコントロールし得る短期金利を起点とした名目・実質金利の動きに加え、②資金調達環境にかかる指標（調達コスト、アベイラビリティ、資金調達量）を、金融環境を評価する際の重要な尺度としている（図表 B6-2）。

第１の評価軸である金利動向については、政策金利や国債のイールドカーブなどの安全資産金利が、様々な貸出金利に影響する。また、経済主体の消費や投資判断により大きな影響を及ぼすという点では、名目金利から予想物価上昇率を差し引いた実質金利をみていくことが重要である。その際、年限別には、企業や家計の資金調達に占めるウエイトが高く、経済に及ぼす影響が大きい短中期ゾーンの金利動向により着目する必要がある。

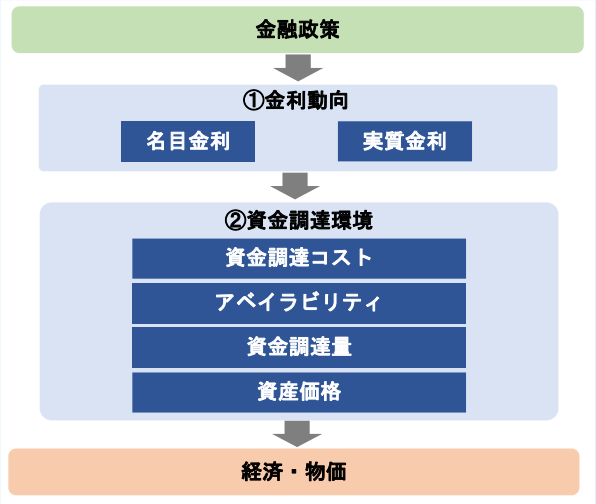
最近の実質金利の動向をみると、すべての年限で上昇しており、とくに長期・超長期金利の上昇幅が大きくなっているが（図表 B6-3）、需給ギャップに及ぼす影響度を勘案した実質金利の加重平均値は、なお低い水準となっている（図表 B6-4）。

[38] 日本銀行企画局「自然利子率の動向と金融緩和度合いの評価」、日銀レビュー・シリーズ（2026 年 3 月）を参照。

図表B6-1：実質金利と自然利子率の関係（概念図）

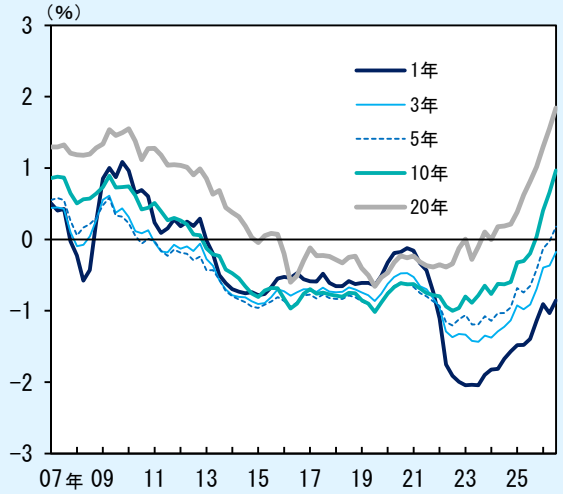


図表B6-2：金融環境の評価軸



（注）各段階について、代表的な指標を例示している。

図表B6-3：年限別の実質金利



（出所）日本銀行、QUICK「QUICK月次調査＜債券＞」、Consensus Economics「コンセンサス・フォーキャスト」、Bloomberg
（注）国債利回りから予想物価上昇率（日本銀行スタッフによる推計値）を差し引くことにより算出。20年の実質金利は、予想物価上昇率が10年と同一として算出。

第２の評価軸である資金調達環境については、①安全資産の金利に様々なスプレッドを加えた貸出金利等の資金調達コスト、②金融機関の貸出態度や企業の資金繰りといった資金のアベイラビリティに加え、③銀行貸出やＣＰ・社債発行額などの資金調達量にかかる指標を丁寧に点検している。

最近の資金調達コストをみると、市場金利の上昇を受けて、貸出金利やＣＰ・社債の発行金利が上昇するなど（前掲図表 48）、企業の支払利息は増加しているが、経常利益対比では依然として低水準となっている（図表 B6-5）。ストックベースの金利コストも、企業の収益性と比較すれば十分に低い状況が続いている（前掲図表 49）。こうしたもとで、金融機関の貸出態度は引き続き積極的であるほか、企業の資金繰りも良好な状況が続いている（図表 B6-6）。この間、民間部門の資金調達動向をみると、経済活動の回復に伴い資金需要が全般的に増加しているほか、旺盛な企業買収関連の押し上げもあり、銀行貸出を中心に高い伸びが続いている（図表 B6-7）。

これらの指標のほか、株価や為替といった資産価格も、企業や家計のバランスシートや収益期待の変化などを通じて、これら経済主体の意思決定、ひいては実体経済に影響を及ぼすと考えられる。こうした点を踏まえ、日本銀行では、資産価格についても、金融環境を評価する一つの要素として、その動向を点検している。

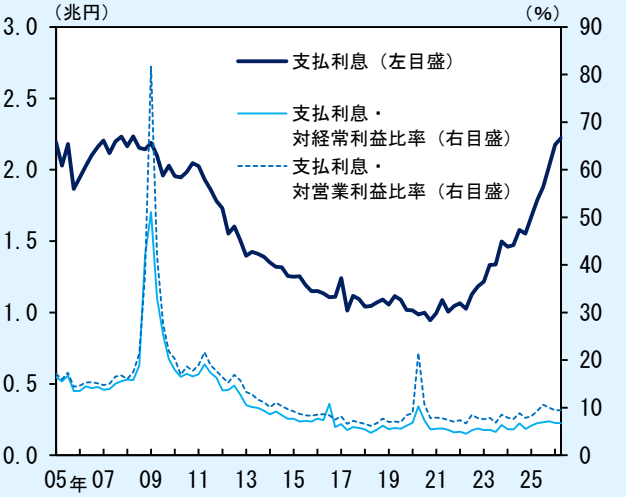
例えば、株価が上昇基調で推移していることは、企業の資本コスト低下に寄与しているほか、資産効果を通じた個人消費の下支えにつながっていると考えられる。円安基調の為替動向については、輸入物価の上昇などを通じて家計の実質購買力や中小企業の収益を下押す方向に作用する一方、グローバル企業やインバウンド関連企業の収益にプ

図表B6-4：実質金利の加重平均値



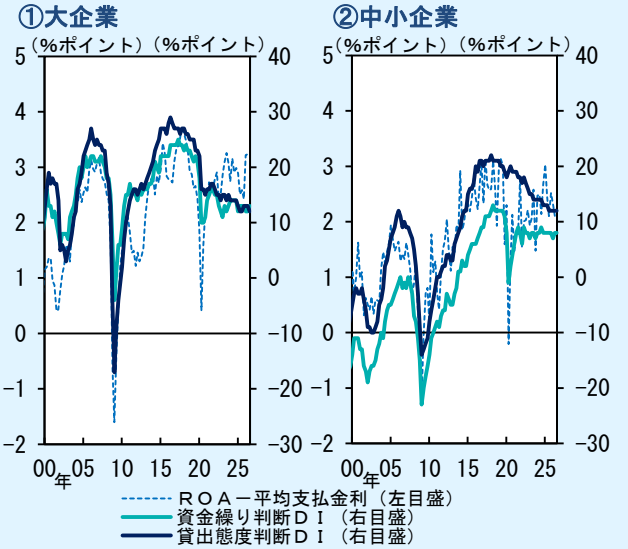
（出所）日本銀行
（注）今久保・小島・中島(2015)、Nakajima et al.(2023)の均衡イールドカーブモデルにおける各年限の需給ギャップへの感応度をもとに、年限別の実質金利を加重平均して算出。

図表B6-5：企業の支払利息



（出所）財務省
（注）法人季報・全規模ベース。金融業、保険業および2009/2Q以降の純粋持株会社を除く。季節調整済の値。

図表B6-6：収益性対比でみた資金調達コストとアベイラビリティ指標



（出所）財務省、日本銀行
（注）ＲＯＡ、平均支払金利は、法人季報ベース。金融業、保険業および2009/2Q以降の純粋持株会社を除く。季節調整済の値。

ラスの影響を及ぼすと考えられる。

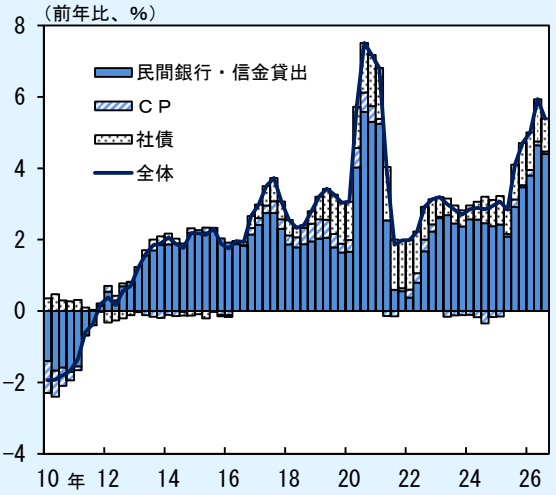
前述したとおり、日本銀行では、金融環境の評価に当たって、金利動向や資金調達環境を軸に据えており、こうした指標の動きを踏まえ、わが国の金融環境は緩和した状態にあると評価している。これに加えて、金融政策以外の要因による影響も大きい点には留意が必要であるが、最近の資産市場の動きは、全体としてみれば、企業や家計のバランスシート改善などを通じて、金融環境の緩和度合いを高める方向に作用していると考えられる。

なお、海外の中央銀行では、金融環境を包括的に評価する指標として、金利、社債スプレッド、株価や不動産価格、為替などの様々な指標をＧＤＰに対する影響度で加重平均して統合した金融環境指数（ＦＣＩ：Financial Conditions Index）を活用する事例もみられる(図表B6-8)。ＦＣＩは、金融環境の全体像を簡便に把握できるというメリットが存在するものの、①構成指標として何を採用するか、各指標のウエイトをどのように設定するかによって、金融環境の評価が変わり得るほか、②経済構造の変化に伴い、各指標が金融環境に及ぼす影響も変化する可能性がある。このため、ＦＣＩの動向から機械的に金融環境を評価することに対しては、慎重であるべきとの意見も根強く[39]、主要な中央銀行では、ＦＣＩを金融政策運営に直接結びつけるといった運用はみられていない。

こうした点も踏まえ、日本銀行では、金融環境の評価に際し、単一の指標に依拠するのではなく、本支店を通じて得られるヒアリング情報も活用しながら、幅広い情報を丁寧に点検していくことが重要と考えている。

[39] 例えば、BOE (2021), “How Do We Monitor UK Financial Conditions?” Bank Overground, 23 April 2021 を参照。

図表B6-7：民間部門の総資金調達



（出所）日本銀行、証券保管振替機構、アイ・エヌ情報センター

図表B6-8：ＦＣＩの概要

