

経済・物価情勢の展望

2024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(2024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、海外経済が緩やかな成長を続けるもとで、緩和的な 金融環境などを背景に、所得から支出への前向きの循環メカニズムが徐々に強まること から、潜在成長率を上回る成長を続けると考えられる。
- 物価の先行きを展望すると、消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、2024 年度に2% 台半ばとなったあと、2025 年度および 2026 年度は、概ね2%程度で推移すると予想される。既往の輸入物価上昇を起点とする価格配家の影響が減衰する一方、消費者物価の基調的な上昇率は、マクロ的な需給ギャップの改善に加え、賃金と物価の好循環が引き続き強まり中長期的な予想物価上昇率が上昇していくことから、徐々に高まっていくと予想され、見通し期間後半には「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移すると考えられる。なお、2025 年度にかけては、消費者物価(除く生鮮食品)の前年比に対して、政府による施策の反動が押し上げ方向で、このところの原油等の資源価格下落の影響などが押し下げ方向で、それぞれ作用すると見込まれる。
- 前回の見通しと比べると、成長率については概ね不変である。消費者物価(除く生鮮食品)の前年比については、2025年度が、このところの原油等の資源価格下落の影響などから幾分下振れている。
- リスク要因をみると、海外の経済・物価動向、資源価格の動向、企業の賃金・価格設定 行動など、わが国経済・物価を巡る不確実性は引き続き高い。そのもとで、金融・為替 市場の動向やそのわが国経済・物価への影響を、十分注視する必要がある。とくに、こ のところ、企業の賃金・価格設定行動が積極化するもとで、過去と比べると、為替の変 動が物価に影響を及ぼしやすくなっている面がある。
- リスクバランスをみると、経済の見通しについては概ね上下にバランスしている。物価の見通しについては、2025 年度は上振れリスクの方が大きい。

 $^{^1}$ 本基本的見解は、10 月 30、31 日開催の政策委員会・金融政策決定会合で決定されたものである。

1. わが国の経済・物価の現状

わが国の景気は、一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している。 海外経済は、総じてみれば緩やかに成長している。輸出や鉱工業生産は横ばい 圏内の動きとなっている。企業収益は改善しており、業況感は良好な水準を維持している。こうしたもとで、設備投資は緩やかな増加傾向にある。雇用・所 得環境は緩やかに改善している。個人消費は、物価上昇の影響などがみられる ものの、緩やかな増加基調にある。住宅投資は弱めの動きとなっている。公共 投資は横ばい圏内の動きとなっている。わが国の金融環境は、緩和した状態に ある。物価面では、消費者物価(除く生鮮食品)の前年比をみると、既往の輸 入物価上昇を起点とする価格転嫁の影響は減衰してきているものの、賃金上昇 等を受けたサービス価格の緩やかな上昇が続くもとで、足もとは2%台半ばと なっている。予想物価上昇率は、緩やかに上昇している。

2. わが国の経済・物価の中心的な見通し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、海外経済が緩やかな成長を続けるもとで、 緩和的な金融環境などを背景に、所得から支出への前向きの循環メカニズムが 徐々に強まることから、潜在成長率を上回る成長を続けると考えられる。

こうした見通しは、前回の展望レポートにおける見通しから概ね不変である。

家計部門をみると、雇用は増加を続けるが、これまで女性や高齢者の労働参加が相応に進んできたなかで、追加的な労働供給が見込みにくくなってくるため、その増加ペースは徐々に緩やかになっていくと考えられる。もっとも、このことは、景気回復の過程で、労働需給の引き締まりを強める方向に作用する。そのもとで、名目賃金は、物価上昇も反映する形ではっきりとした増加が続くとみられ、雇用者所得も増加を続けると予想される。こうしたもとで、個人消費は、当面は物価上昇の影響を受けつつも、賃金上昇率の高まりなどを背景に、緩やかな増加を続けるとみられる。政府によるガソリン代の負担緩和策の継続なども、当面の個人消費を下支えすると考えられる。

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、 先行き政策金利が緩やかに上昇していくという市場の織り込みを参考にして、見通しを作 成している。

企業部門をみると、輸出や生産は、海外経済が緩やかな成長を続けるもとで、 グローバルな IT 関連財の回復などから、増加基調に復していくと考えられる。 この間、サービス輸出であるインバウンド需要は、増加を続けると予想される。 企業収益は、内外需要が緩やかに増加していくもとで、改善傾向をたどるとみられる。そうしたもとで、設備投資は、緩和的な金融環境が下支えとなるなか、 人手不足対応やデジタル関連の投資、成長分野・脱炭素化関連の研究開発投資、 サプライチェーンの強靱化に向けた投資を含め、増加傾向を続けると考えられる。

この間、公共投資は、横ばい圏内で推移すると想定している。政府消費については、医療・介護費の趨勢的な増加を反映し、緩やかに増加していくと想定している。

潜在成長率は、デジタル化や人的資本投資の進展による生産性の上昇、設備 投資の増加による資本ストックの伸びの高まりなどを背景に、緩やかに上昇し ていくとみられる³。政府による各種の施策や緩和的な金融環境は、こうした 動きを後押しすると考えられる。

(2)物価の中心的な見通し

消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、2024年度に2%台半ばとなったあと、2025年度および2026年度は、概ね2%程度で推移すると予想される。既往の輸入物価上昇を起点とする価格転嫁の影響が減衰する一方、消費者物価の基調的な上昇率は、マクロ的な需給ギャップの改善に加え、賃金と物価の好循環が引き続き強まり中長期的な予想物価上昇率が上昇していくことから、徐々に高まっていくと予想され、見通し期間後半には「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移すると考えられる。なお、2025年度にかけては、消費者物価(除く生鮮食品)の前年比に対して、政府による施策の反動が押し上げ方向で、このところの原油等の資源価格下落の影響などが押し下げ方向で、それぞれ作用すると見込まれる。

³ わが国の潜在成長率を、一定の手法で推計すると、足もとでは「0%台後半」と計算される。ただし、潜在成長率は、推計手法や今後蓄積されていくデータに左右されるうえ、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。

こうした見通しを前回の展望レポートにおける見通しと比較すると、2025 年度が、このところの原油等の資源価格下落の影響などから幾分下振れている。

消費者物価(除く生鮮食品)の見通しは、原油価格や政府による施策に関する前提にも依存する。原油価格については、先物市場の動向などを参考に、見通し期間終盤にかけて緩やかに低下していく前提としている。政府によるガソリン・電気・ガス代の負担緩和策は、昨年度までの消費者物価(除く生鮮食品)の前年比を押し下げる方向に作用してきた。2024年度と2025年度については、負担緩和策の段階的な縮小・終了が、前年比を押し上げる方向に作用するとみられる。エネルギー価格の変動の直接的な影響を受けない消費者物価(除く生鮮食品・エネルギー)の前年比は、既往の輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響は徐々に減衰するものの、賃金上昇等を受けたサービス価格等の緩やかな上昇が続くことから、2%程度で推移するとみられる。

物価の基調を規定する主たる要因について点検すると、労働や設備の稼働状況を表すマクロ的な需給ギャップは、振れを伴いつつも、改善傾向をたどっている。先行きの需給ギャップは、上記の経済の見通しのもとで、見通し期間終盤にかけては、プラス幅を緩やかに拡大していくと予想される。この間、女性や高齢者による労働参加の増加ペースの鈍化もあって、労働需給はマクロ的な需給ギャップ以上に引き締まり、賃金の上昇圧力は強まっていくと考えられる。このことは、コスト面では人件費の上昇圧力をもたらすとともに、家計の購買力の増加に寄与するとみられる。

次に、中長期的な予想物価上昇率をみると、緩やかに上昇している。短観における企業の物価全般の見通しは、緩やかに上昇している。適合的予想形成の強いわが国において、これまでの物価上昇率の高まりは、家計や企業の中長期的な予想物価上昇率の上昇をもたらしてきている。企業の賃金・価格設定行動には、従来よりも積極的な動きがみられており、名目賃金ははっきりと増加している。また、賃金の上昇を販売価格に反映する動きも引き続き強まってきている。先行きについては、需給ギャップの改善が続き、企業の賃金・価格設定行動が変化するもと、予想物価上昇率は緩やかに上昇していくと考えられる。こうしたもと、物価上昇を反映した賃上げが実現するとともに、賃金上昇が販売価格に反映されていくことを通じて、賃金と物価の好循環は引き続き強まっていくとみられる。

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

3. 経済・物価のリスク要因

(1)経済のリスク要因

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

第1に、海外の経済・物価情勢と国際金融資本市場の動向である。米欧の物価上昇率は振れを伴いつつも低下傾向をたどっており、米欧中銀は利下げに転じている。こうしたもと、米欧では、経済の大幅な減速は回避されるとみられる。もっとも、既往の利上げの影響が、実体経済面・金融面にどのように及ぶかについては不確実性があるほか、経済の減速ペースやそのもとでの各国中銀の政策運営を巡る思惑から、金融・為替市場の変動が大きくなるリスクもある。これらのリスクを念頭に置いて、そのわが国経済・物価への影響を、十分注視する必要がある。この間、ウクライナや中東情勢等の帰趨次第では、海外経済への下押し圧力が高まる可能性がある。また、中国経済についても、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が高いほか、一部の財における在庫調整圧力が海外経済・物価に及ぼす影響についても注意を払う必要がある。

第2に、資源・穀物価格を中心とした輸入物価の動向である。資源・穀物価格については、先行き、ウクライナや中東等を巡る地政学的な要因により、大幅に変動するリスクに引き続き注意が必要である。中長期的には、気候変動問題への各国の対応等を巡る不確実性もきわめて高い。エネルギーや小麦など資源・穀物の輸入国であるわが国にとって、供給要因による資源・穀物価格の上昇は、海外需要の拡大や輸出の増加を伴わないため、輸入コストの増加を通じた経済への下押しの影響が大きくなる。仮に交易条件が再び悪化する場合には、企業収益や家計の実質所得を圧迫し、企業や家計の支出行動の慎重化を通じて、

設備投資や個人消費が下振れるリスクがある。また、輸入物価上昇の消費者物価への転嫁が進むもとで、家計の生活防衛的な動きが一段と強まり、経済を下押しすることも考えられる。一方、資源・穀物価格が下落すれば、経済が上振れる可能性もある。

第3に、やや長い目でみたリスク要因として、わが国を巡る様々な環境変化が企業や家計の中長期的な成長期待や潜在成長率に与える影響がある。感染症の経験や人手不足の強まり、脱炭素化に向けた取り組みや労働市場改革の進展などは、わが国の経済構造や人々の働き方を変化させるとみられる。人口動態の変化等に伴う人手不足感の強まりは、デジタル化などによる省力化投資の動きを加速させる可能性がある。一方、そうした資本と労働の代替が十分に進展しない場合には、一部の業種における供給制約によって成長率が下押しされるリスクがある。さらに、地政学的リスクの高まりを背景に、これまで世界経済の成長を支えてきたグローバル化の潮流に変化が生じる可能性もある。

(2)物価のリスク要因

以上の経済のリスク要因が顕在化した場合には、物価にも影響が及ぶと考えられる。このほか、物価固有のリスク要因としては、以下の2つに注意が必要である。

第1に、企業の賃金・価格設定行動を巡っては、上下双方向に不確実性が高い。企業の賃金・価格設定行動は積極化してきているが、今後、販売価格に賃金動向を反映する動きがどの程度広がるかには、引き続き不確実性がある。中心的な見通しでは、賃金と物価の好循環が引き続き強まっていくことを想定しているが、中小企業を中心に賃金上昇の価格転嫁は容易ではないとの声も引き続き聞かれており、販売価格の上昇が限られる可能性もある。わが国では長期にわたり賃金・物価が上がりにくいことを前提とした慣行や考え方が社会に定着してきただけに、先行き、輸入物価からの価格転嫁の影響が減衰していくもとで、賃金上昇分を含め販売価格への転嫁の動きが弱まることがないかも注視していく必要がある。一方、販売価格に賃金を反映する動きが想定以上に強まったり、先行き労働需給が引き締まった状況が続くとの見方が強まるもとで、賃金の上昇圧力が強まっていく可能性がある。こうしたもとで、中長期の予想物価上昇率の高まりを伴いつつ、賃金・物価とも上振れていくことも考えられ

る。

第2に、今後の為替相場の変動や国際商品市況の動向、およびその輸入物価や国内価格への波及は、上振れ・下振れ双方の要因となる。世界経済の先行き等を巡る不確実性は高く、これが国際商品市況を大きく変動させる可能性がある。また、このところ、企業の賃金・価格設定行動が積極化するもとで、過去と比べると、為替の変動が物価に影響を及ぼしやすくなっている面がある。

4. 金融政策運営

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

まず、第1の柱、すなわち中心的な見通しについて点検すると、消費者物価の前年比は、2024年度に2%台半ばとなったあと、2025年度および2026年度は、概ね2%程度で推移すると予想される。この間、消費者物価の基調的な上昇率は、マクロ的な需給ギャップの改善に加え、賃金と物価の好循環が引き続き強まり中長期的な予想物価上昇率が上昇していくことから、徐々に高まっていくと予想され、見通し期間後半には「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移すると考えられる。

次に、第2の柱、すなわち金融政策運営の観点から重視すべきリスクについて点検する。わが国経済・物価を巡る不確実性は上下双方向で引き続き高く、金融・為替市場の動向やそのわが国経済・物価への影響にも、十分注視する必要がある。リスクバランスは、経済の見通しについては概ね上下にバランスしている。物価の見通しについては、2025年度は上振れリスクの方が大きい。金融面のリスクについてみると、株価や不動産価格の上昇ペースには引き続き留意が必要であるものの、全体としてみれば、資産市場や金融機関の与信活動には過熱感はみられていない。わが国の金融システムは、全体として安定性を維持している。また、内外の実体経済や国際金融市場が調整する状況を想定しても、わが国の金融機関が充実した資本基盤を備えていることなどを踏まえると、全体として相応の頑健性を有している。有価証券投資におけるリバラン

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。

ス行動などを反映して、円金利の上昇に対する金融機関の耐性も改善方向にある。より長期的な視点から金融面の不均衡について点検すると、低金利や人口減少、企業部門の貯蓄超過などによる金融機関収益への下押しが長期化した場合、金融仲介が停滞方向に向かうリスクがある。一方、こうした環境のもとでは、利回り追求行動などに起因して、金融システム面の脆弱性が高まる可能性もある。現時点では、これらのリスクは大きくないと判断しているが、先行きの動向を注視していく必要がある5。

金融政策運営については、先行きの経済・物価・金融情勢次第であるが、現在の実質金利がきわめて低い水準にあることを踏まえると、以上のような経済・物価の見通しが実現していくとすれば、それに応じて、引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していくことになると考えている。そのうえで、米国をはじめとする海外経済の今後の展開や金融資本市場の動向を十分注視し、わが国の経済・物価の見通しやリスク、見通しが実現する確度に及ぼす影響を見極めていく必要がある。日本銀行は、2%の「物価安定の目標」のもとで、その持続的・安定的な実現という観点から、経済・物価・金融情勢に応じて適切に金融政策を運営していく。

⁵ 詳しくは日本銀行「金融システムレポート」(2024年10月)を参照。

(参考)

2024~2026 年度の政策委員の大勢見通し

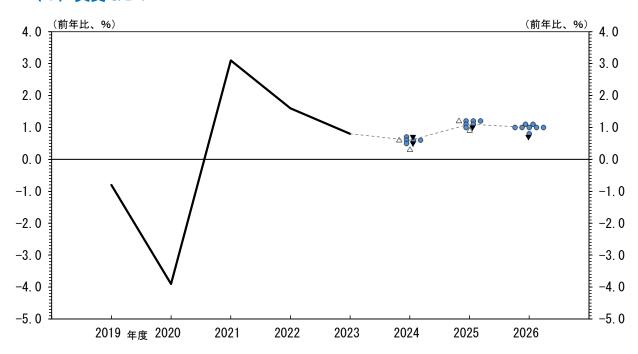
――対前年度比、%。なお、< >内は政策委員見通しの中央値。

		実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	(参考) 消費者物価指数 (除く生鮮食品・エネルギー)
	2024 年度	+0.5 ~ +0.7	+2.4 ~ +2.5	+1.9 ~ +2.1
		<+0.6>	<+2.5>	<+2.0>
	7月時点の見通し	+0.5 ~ +0.7	+2.5 ~ +2.6	+1.8 ~ +2.0
		<+0.6>	<+2.5>	<+1.9>
	2025 年度	+1.0 ~ +1.2	+1.7 ~ +2.1	+1.8 ~ +2.0
		<+1.1>	<+1.9>	<+1.9>
	7月時点の見通し	+0.9 ~ +1.1	+2.0 ~ +2.3	+1.8 ~ +2.0
		<+1.0>	<+2.1>	<+1.9>
	2026 年度	+0.8 ~ +1.1	+1.8 ~ +2.0	+1.9 ~ +2.2
		<+1.0>	<+1.9>	<+2.1>
	7月時点の見通し	+0.8 ~ +1.0	+1.8 ~ +2.0	+1.9 ~ +2.2
		<+1.0>	<+1.9>	<+2.1>

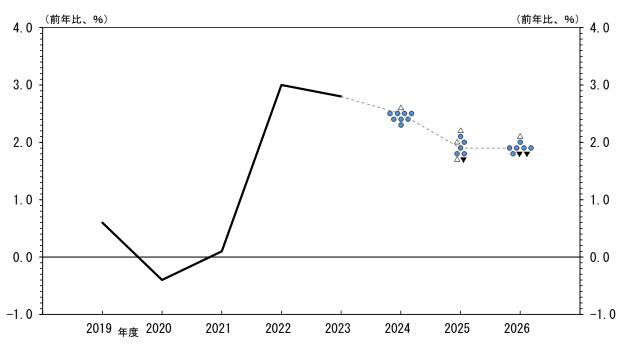
- (注1)「大勢見通し」は、各政策委員が最も蓋然性の高いと考える見通しの数値について、最大値と最小値 を1個ずつ除いて、幅で示したものであり、その幅は、予測誤差などを踏まえた見通しの上限・下限 を意味しない。
- (注2) 各政策委員は、既に決定した政策を前提として、また先行きの政策運営については市場の織り込みを参考にして、上記の見通しを作成している。

政策委員の経済・物価見通しとリスク評価

(1) 実質GDP



(2) 消費者物価指数 (除く生鮮食品)



(注1) 実線は実績値、点線は政策委員見通しの中央値を示す。

(注2) ●、△、▼は、各政策委員が最も蓋然性が高いと考える見通しの数値を示すとともに、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】6

1. 経済活動の現状と見通し

景気動向

わが国の景気は、一部に弱めの動きもみられる が、緩やかに回復している。

実質GDPは、2024年1~3月に前期比-0.6% (年率-2.4%) となったあと、4~6 月は同 +0.7%(同+2.9%)とはっきりと増加した(図 表1)。内訳をみると、一部自動車メーカーの出荷 が再開されるもとで、耐久財を中心に個人消費が 増加したほか、設備投資も増加し、内需の緩やか な増加が確認された。こうしたもと、労働と設備 の稼働状況を捉えるマクロ的な需給ギャップをみ ると、4~6月はマイナス幅が幾分縮小した(図 表2)。

その後の月次指標や高頻度データをみると、-部に弱めの動きもみられるが、景気の回復傾向は 続いていると考えられる。企業部門では、輸出や 生産は、横ばい圏内の動きとなっている。企業収 益は改善しており、業況感は良好な水準を維持し ている。こうしたもとで、設備投資は緩やかな増 加傾向にあり、9月短観の設備投資計画(名目べ ース)をみると、2024 年度計画ははっきりとし たプラスとなっている。家計部門では、雇用・所 得環境は緩やかに改善している。こうしたもとで、 個人消費は、物価上昇の影響などがみられるもの の、緩やかな増加基調にある。

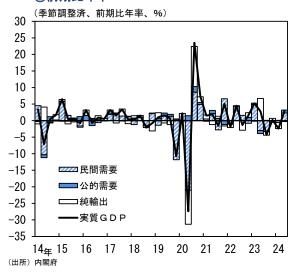
わが国経済の先行きを展望すると、海外経済が 緩やかな成長を続けるもとで、緩和的な金融環境

図表1:実質GDP





②前期比年率



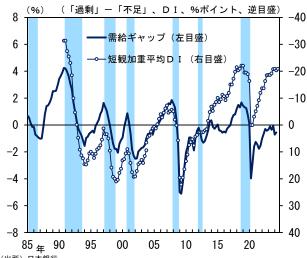
^{6 10}月 30、31 日開催の政策委員会・金融政策決定会合で 決定された「基本的見解」について、その背景を説明する ためのものである。

などを背景に、所得から支出への前向きの循環メ カニズムが徐々に強まることから、潜在成長率を 上回る成長が続くと考えられる。前回の展望レポ ート時点と比較すると、いずれの年度も、概ね不 変である。

潜在成長率は、「働き方改革」に伴う労働時間ト レンドの低下などは引き続き進んでいる一方、資 本ストックの伸びが高まっているほか、全要素生 産性(TFP)の緩やかな伸びも継続するもとで、 足もとでは0%台後半で推移しているとみられる (図表3)。先行きについては、就業者の増加余地 は縮小していくものの、①デジタル化の進展やそ れに伴う資源配分の効率化、人的資本投資の拡大 などを背景に、TFPの伸びが続くもとで、②働 き方改革の影響一巡を受けて労働時間が減少から 下げ止まりに向かい、③資本ストックも伸びを高 めていくことから、潜在成長率は緩やかに上昇し ていくと想定している。政府による各種の施策や 緩和的な金融環境は、こうした動きを後押しする と考えられる⁷。

見通し期間の各年度の特徴をやや詳しくみると、 2024 年度下期は、海外経済が緩やかな成長を続 け、緩和的な金融環境が継続するもとで、経済対 策の効果もあって、緩やかな回復を続けるとみら れる。財輸出は、海外経済が緩やかな成長を続け るもとで、緩やかに増加すると見込まれる。イン

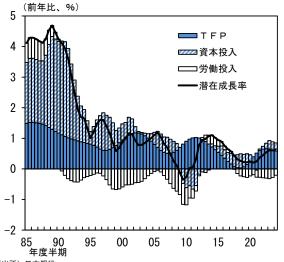
図表2:需給ギャップ



(出所)日本銀行

- 需給ギャップは、日本銀行スタッフによる推計値。
 - 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. シャドー部分は、景気後退局面。

図表3:潜在成長率



(出所) 日本銀行

(注) 日本銀行スタッフによる推計値。2024年度上半期は、2024/20の値。

⁷ ただし、トレンドに関する一定の仮定のもとで計測され る需給ギャップや潜在成長率は、幅をもってみておく必要 がある。例えば、労働面では、人口動態の変化が進むもと で、女性や高齢者を含め、感染症や賃金・物価上昇の経験 も踏まえて、先行きどのような働き方が定着するか、不確 実性が高い。また、企業部門でも、感染症の経験や人手不 足を背景としたデジタル化の動き、脱炭素化に向けた取り 組みの進展などは、経済・産業構造を変化させるとみられ るが、それに向けたイノベーションや部門間の生産要素の 移動が先行きどの程度活発化・持続するかについて、引き 続き不確実性が高い。

バウンド需要は、増加を続けると考えられる。設備投資は、緩和的な金融環境などを背景に、増加傾向を続けるとみられる。家計部門では、内外需要の増加を背景に雇用が増加していくほか、本年の春季労使交渉の結果や最低賃金の引き上げなどを反映して、名目雇用者所得ははっきりとした増加を続けると見込まれる。また、政府によるエネルギー負担緩和策も、可処分所得を上押す方向に働くとみられる。こうしたもとで、個人消費は、物価上昇の影響を受けつつも、緩やかな増加基調が続くと予想される。

2025~2026年度は、内外需ともに増加するもとで、潜在成長率を上回る成長となるとみられる。財輸出は、海外経済が成長を続けるもとで、緩やかに増加すると見込まれる。インバウンド需要は、増加を続けると考えられる。設備投資は、人手不足対応やデジタル関連投資、成長分野・脱炭素関連投資、サプライチェーンの強靱化に向けた投資を中心に増加を続けると考えられる。家計部門では、これまで女性や高齢者の労働参加が相応に進んできたなかで、追加的な労働供給は徐々に見込みにくくなっていくものの、賃金・物価の相互連関がさらに強まるもとで賃金が高めの伸びを続け、名目雇用者所得は、はっきりとした増加を続けると見込まれる。こうしたもとで、個人消費は緩やかな増加を続けるとみられる。

1. 2 主要支出項目の動向とその背景

(政府支出)

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

先行きの公共投資は、横ばい圏内で推移すると 予想される8。政府消費は、医療・介護費の趨勢的 な増加を受けて、緩やかな増加が続くと考えられ る。

(海外経済)

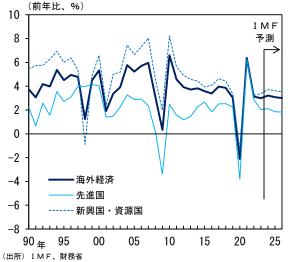
海外経済は、総じてみれば緩やかに成長してい る(図表5)。地域別にみると、米国経済は、既往 の利上げの影響を受けつつも、個人消費を中心に 緩やかに成長している。欧州経済は、一部に弱さ を残しつつも、下げ止まっている。中国経済は、 政策面の下支えはあるものの、不動産市場や労働 市場の調整による下押しが続くもとで、改善ペー スが鈍化している。中国以外の新興国・資源国経 済は、IT関連財を中心に輸出が持ち直すもとで、 総じてみれば緩やかに改善している。このうち、 わが国経済とつながりの深いアジア地域をみると、 ASEAN経済は、輸出が持ち直すもとで、緩や

図表4:公共投資



(注) 2024/30は、7~8月の値。

図表5:海外経済見通し



(注) IMFによる各国・地域の実質GDP成長率を、わが国の通関輸出ウエイトで 加重平均したもの。2024年以降はIMF予測(2024/10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。

^{8 2020} 年 12 月に閣議決定された国土強靱化5か年加速 化対策(事業規模15兆円程度を目途)においては、防災・ 減災、国土強靱化のための公共投資事業が、2021~2025 年度の5年間で集中的に実施される計画となっている。政 府が 2023 年 11 月に閣議決定した経済対策においても、 5か年加速化対策に基づく取り組みの推進が盛り込まれ ている。

かに改善している。NIEs経済は、内需の改善 ペースの鈍化が続いているものの、IT関連財を 中心に輸出が回復するもとで、緩やかに改善して いる。

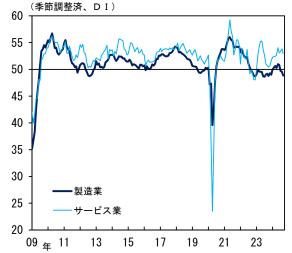
以上の世界経済の現状をグローバルPMIでみ ると、サービス業では、改善・悪化の分岐点とな る 50 をはっきりと上回っている一方、製造業で は、50を幾分下回っている(図表6)。

先行きの海外経済は、緩やかな成長が続くと考 えられる。当面の動きを地域別にみると、米国経 済は、緩やかな成長を続けるとみられる。欧州経 済は、緩やかに持ち直していくと考えられる。中 国経済は、不動産市場や労働市場の調整による下 押しが続くものの、政策面の下支えを受けて、緩 やかな成長が維持されると考えられる。中国以外 の新興国・資源国経済は、外需が回復していくも とで、緩やかな成長を続けるとみられる。

(輸出入)

輸出は、横ばい圏内の動きとなっている(図表 8)。地域別にみると(図表9)、米国向けは、振 れを伴いつつも高めの水準で推移している。欧州 向けは、このところ減少していた自動車を中心に 反発し、持ち直している。中国向けは、半導体製 造装置が増加しているものの、中国経済の減速を 背景に中間財などを中心に弱めとなっている。 N IEs・ASEAN等向けは、グローバルなIT 関連財の回復を背景に、持ち直している⁹。財別に みると (図表 10)、自動車関連は、横ばい圏内で 推移している。資本財は、建設機械等の需要に一 服感がみられるものの、半導体製造装置が増加し ていることから、横ばい圏内で推移している。情 報関連は、グローバルな I T 関連財の回復を背景

図表6:グローバルPMI



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



(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



(注) 日本銀行スタッフ算出。

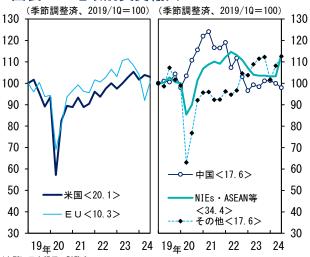
⁹ I Tサイクルの動向はBOX1を参照。

に、持ち直している。この間、中間財は、アジア を中心とした素原材料の供給過剰感などを受けて、 低めの水準で推移している。

先行きの輸出は、海外経済が緩やかな成長を続けるもとで、グローバルな I T関連財の回復などから、増加基調に復していくと見込まれる。

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

図表9:地域別実質輸出



(出所) 日本銀行、財務省

- (注) 1. 日本銀行スタップ算出。< >内は、2023年通関輸出額に占める各国・地域のウェイト。
 - 2. EUは、全期間において、英国を含まない。

図表10:財別実質輸出



(出所) 日本銀行、財務省 (注) 日本銀行スタッフ算出。< >内は、2023年通関輸出額に占める各財のウエイト。

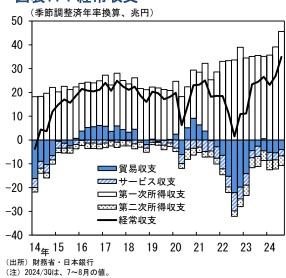
(対外収支)

名目経常収支は、高水準で推移している(図表 11)。貿易収支は、小幅の赤字が続いている。サー ビス収支は、入国者数の増加等によるインバウン ド需要の増加を受けて旅行収支が黒字で推移して いる (図表 12) ものの、デジタル関連の支払が振 れを伴いつつも高水準で推移するもとで、小幅の 赤字基調が続いている。この間、第一次所得収支 は、高水準の黒字が続いている。

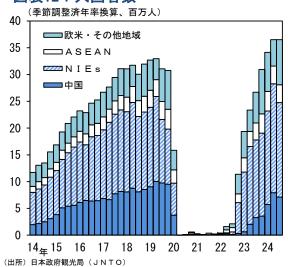
先行きの名目経常収支は、第一次所得収支が緩 やかに黒字幅を拡大していくもとで、財輸出の増 加や交易利得の改善などから貿易収支の赤字幅が 緩やかに縮小していき、緩やかな改善傾向をたど ると見込まれる。この間、サービス収支は、イン バウンド需要の増加が改善方向に作用する一方、 デジタル関連支払の増加が悪化方向に作用するこ とから、概ね横ばいで推移すると考えられる。

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

図表11:経常収支

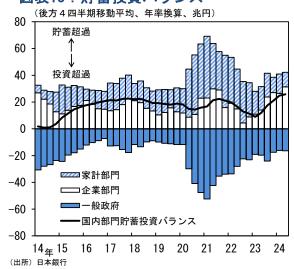


図表12:入国者数



(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



(鉱工業生産)

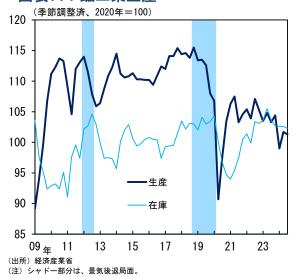
鉱工業生産は、横ばい圏内の動きとなっている (図表 14)。主な業種についてみると、「輸送機械」 は、自動車を中心に、台風の影響を受けた工場稼 働停止による一時的な下押しがみられたものの、 昨年末以降の一部自動車メーカーの生産・出荷停 **止の影響が解消するもとで、増加基調にある。「電** 子部品・デバイス」は、グローバルな I T 関連需 要が回復するもとで、持ち直している。「電気・情 報通信機械」は、一部自動車メーカーの生産・出 荷の再開に伴い、自動車関連を中心に持ち直して いる。「はん用・生産用・業務用機械」は、半導体 製造装置に持ち直しの動きがみられるものの、建 設機械等の需要に一服感がみられるもとで、幾分 減少している。この間、「化学(除く医薬品)」は、 アジアを中心とした素原材料の供給過剰感などか ら、低水準で推移している。

先行きの鉱工業生産は、グローバルな I T関連 財の回復などから、増加基調に復していくと見込 まれる。

(企業収益)

企業収益は、改善している。法人企業統計の経常利益(全産業全規模ベース)をみると、2024年4~6月は、一部自動車メーカーの生産・出荷再開や価格転嫁の進展、円安に伴う営業外収益の増加などを受けて前期から増益となり、比較可能な1985年4~6月以降で最高の水準となった(図表15)。業種別・規模別の経常利益をみると、製造業について、大企業は、一部自動車メーカーの生産・出荷再開や「T関連財の回復に加え、円安に伴う営業外収益の増加などを受けて増益となった。中堅中小企業は、一部自動車メーカーの生産・出荷再開や食料品における価格転嫁の進展により、

図表14:鉱工業生産



図表15:企業収益関連指標

①売上高と経常利益



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

②交易条件の要因分解



- (注) 1.「市況要因等」は、輸出入物価の契約通貨ベース指数の変動により説明される部分。「為替要因」は、輸出入物価の円ベース指数と契約通貨ベース指数の乖離から算出。
 - 2. 交易条件=輸出物価指数 (円ベース) ÷輸入物価指数 (円ベース)

小幅な増益となった。非製造業について、大企業 は、海運市況の改善や、燃料価格の変動に伴う電 気・ガス業のマージン改善などもあって、増益と なった。中堅中小企業は、横ばい圏内で推移した。

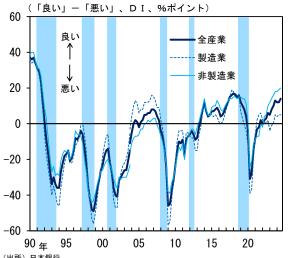
企業の業況感は、良好な水準を維持している。 9月短観の業況判断DΙは、良好な水準を維持し た(図表16)。業種別にみると、製造業は、横ば いとなった。IT関連需要の回復を受けて、電気 機械や生産用機械、非鉄金属などが改善したほか、 価格転嫁の進展や原材料価格上昇の一服により、 金属製品(大企業)や化学、造船・重機等も改善 した。一方、海外需要の鈍化や既往の原材料価格 の上昇を受けて、鉄鋼や窯業・土石製品は悪化し た。また、台風の影響を受けた一部自動車メーカ 一の工場稼働停止により、自動車(大企業)も幾 分悪化した。非製造業は、小幅に改善した。人手 不足や人件費上昇による下押しがみられたものの、 価格転嫁の進展を受けて、建設や宿泊・飲食サー ビスなどが改善した。猛暑や台風の影響について は、小売の改善に寄与した一方、対個人サービス や運輸・郵便(大企業)の悪化に寄与した。

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

(設備投資)

設備投資は、緩やかな増加傾向にある(図表 17)。 機械投資の一致指標である資本財総供給は、海外 需要の鈍化を背景に一般機械メーカーの更新投資 が下押しに作用する一方、IT関連需要の回復を 受けて半導体製造装置が増加傾向にあることから 均してみれば横ばい圏内で推移している。建設投 資の一致指標である建設工事出来高(民間非居住 用)は、建設資材高などを背景に投資を先送りす

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。
 - シャド一部分は、景気後退局面。

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2024/30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

図表18:設備投資先行指標



(注) 2024/30は、7~8月の値

る動きがみられているものの、物流施設や工場、 都市再開発案件などが進捗するもとで、足もとで は横ばいとなっている。

機械投資の先行指標である機械受注は、高めの 水準で推移している(図表 18)。業種別にみると、 製造業では、建設機械などの需要一服から、はん 用・牛産用機械が弱めとなっているものの、グロ ーバルな I T関連財の回復を背景に、電気機械・ 情報通信機械が増加基調にある。非製造業は、デ ジタル・省力化関連が増加基調をたどるなか、大 型案件による振れを伴いつつも、緩やかに増加し ている。建設投資の先行指標である建築着工・工 事費予定額(民間非居住用)は、物流施設の建設 や都市再開発案件、工場新設が引き続きみられる もとで、高めの水準で推移している。9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、2024 年度は前年比+ 10.3%と、前回6月調査時点と同様、例年対比高 めの増加計画となっている。

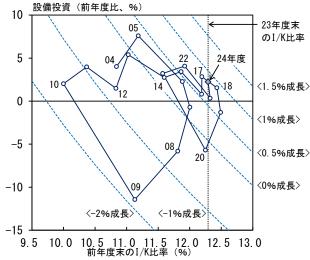
先行きの設備投資は、企業収益が改善傾向をた どるもとで、緩和的な金融環境などを背景に、増 加傾向を続けると予想される。見通し期間を通じ てみた具体的な投資案件としては、①内外需要の 増加に誘発された投資に加えて、②人手不足対応 の省力化・効率化投資や、事業活動のデジタル化 に向けた情報関連投資、③Eコマース拡大に伴う 物流施設の建設投資、再開発によるオフィスや商 業施設の建設投資、④成長分野や、脱炭素化など 環境対応の投資、⑤政府支援も背景とした、サプ ライチェーン強靱化等を企図した半導体関連の投 資等が考えられる。見通し期間の終盤にかけては、 ④に関する投資など、景気変動に左右されにくい

図表19:設備投資計画と実績



- (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。
 - GDP民間企業設備投資の2024年度は、2024/20の値。

図表20:資本ストック循環図



(出所) 内閣府

(注) 破線は、現時点で見込まれる期待成長率に対応する双曲線。 Iは設備投資、Kは資本ストック。2024年度は、2024/20の値。 投資が増加していくとみられる。デジタル化や半 導体などの成長分野に関する投資は、既存の資本 ストックが少ないことに加え、技術進歩のスピー ドが速いため設備の償却期間が短く、資本ストックが積み上がりにくいという特徴がある(図表 20)。

(雇用・所得環境)

雇用・所得環境は、緩やかに改善している。

就業者数をみると、正規雇用は、人手不足感の強い情報通信等を中心に、振れを伴いながらも緩やかな増加傾向にある(図表 21)。非正規雇用は、対面型サービス業などが増加傾向にある一方、労働需給が引き締まるもとで非自発的な理由による非正規雇用が減少傾向にあり、足もとでは横ばい圏内で推移している。労働需給面をみると、失業率は、低水準で推移している(図表 22)。有効求人倍率は、振れを伴いつつも横ばい圏内で推移している(図表 23)¹⁰。この間、労働力率は、振れを均してみると、女性を中心に緩やかな上昇基調にある(図表 22)。

先行きの雇用動向を展望すると、情報通信などの人手不足業種を中心に正規雇用が緩やかに増加するとみられるほか、非正規雇用は正規雇用へのシフトなどもあって横ばい圏内の動きが続くとみられることから、全体としては緩やかに増加すると予想される。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、人口動態の変化も反映して労働供給が増えにくくなることもあって、雇用者数の増加ペースは鈍化していくとみられる。こうしたもとで、先行きの失業率は、緩やかな低下傾向をたどると考えられる。

図表21: 就業者数



(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



図表23:求人倍率



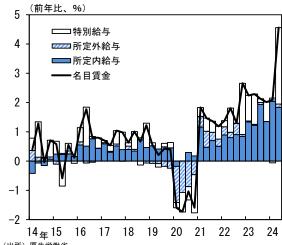
¹⁰ 人手不足感の広がりについては、BOX2を参照。

賃金面をみると、一人当たり名目賃金は、春季 労使交渉の結果や高水準の企業収益に支えられた 賞与の増加を反映して、はっきりと増加している (図表 24) 11。内訳をみると、所定内給与は、は っきりと伸びを高めている(図表 25)。このうち、 一般労働者の所定内給与は、昨年をさらに大きく 上回る賃金改定率(ベースアップ率)となった春 季労使交渉の結果が反映され、前年比で3%程度 の伸びで推移している。パートの時間当たり所定 内給与の前年比は、労働需給の引き締まった状態 が続くもとで、振れを伴いつつも高い伸びとなっ ている。所定外給与の前年比は、振れを伴いつつ もプラスで推移している。特別給与の前年比は、 高水準の企業収益を反映して、9%台半ばの高い 伸びとなっている。

先行きの賃金動向を展望すると、所定内給与は 高めの伸びを続けるとみられる。また、2025 年 度以降も、女性や高齢者による労働参加ペースの 鈍化もあって労働需給が引き締まった状態が続く もとで、物価上昇も反映する形で、しっかりとし た増加が続くと考えられる。所定外給与は、内外 需要の増加を反映して緩やかに増加していくとみ られる。特別給与は、企業収益が改善傾向をたど るもとで、増加が続くと予想される。以上を総合 すると、一人当たり名目賃金は、はっきりとした 増加が続くとみられる。

雇用者所得は、上記のような雇用・賃金情勢を 反映して、名目ベースでは、はっきりと増加して いる(図表 26)。実質ベースでも、足もとでは前 年比がプラス転化している。先行きの名目雇用者 所得は、名目賃金の伸び率上昇を反映して、はつ きりとした増加を続けると考えられる。こうした

図表24:名目賃金



(出所) 厚生労働省

- (注) 1. 各四半期は、10:3~5月、20:6~8月、30:9~11月、40:12~2月。 2. 2016/10以降は、共通事業所ベース。

図表25:所定内給与の要因分解



(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。 2016/10以降は、共通事業所ベース。

図表26:雇用者所得



(出所) 厚生労働省、総務省

- 各四半期は、10:3~5月、20:6~8月、30:9~11月、40:12~2月。
 - 雇用者所得=名目賃金(毎月勤労統計)×雇用者数(労働力調査) 毎月勤労統計の2016/10以降は、共通事業所ベース。

 - 雇用者所得の実質値は、CPI(除く持家の帰属家賃)を用いて 日本銀行スタッフが算出。

¹¹ 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。

もとで、実質ベースでも、振れを伴いつつも、前 年比プラス基調が定着していくと見込まれる。

(家計支出)

個人消費は、物価上昇の影響などがみられるも のの、緩やかな増加基調にある。

わが国の消費活動を包括的に捉える観点から、 各種の販売・供給統計を合成した消費活動指数(旅 行収支調整済) ¹²をみると、2024年4~6月の前 期比が高めの伸びとなったあと、7~8月の4~ 6月対比も、サービス消費が基調としては緩やか に増加するもとで、猛暑効果による財の販売増加 などもあって、小幅に増加した(図表 27、28)。 その後の個人消費の動向について、各種の高頻度 データや業界統計、企業からのヒアリング情報な どから窺うと(図表 29)、物価上昇を受けた消費 者の強い節約志向の影響を指摘する声は聞かれる ものの、個人消費は緩やかな増加基調にあるとみ られる。

形態別にみると、耐久財消費は、自動車を主因 に、持ち直している(図表28)。家電販売額は、 夏場のエアコン販売増加もあって、基調としては 緩やかに持ち直している。

非耐久財消費(飲食料品・衣料品等)は、物価 高の影響などを受けて、減少傾向が続いている。 スーパー等での売上高は、実質ベースでは緩やか な減少傾向が続いている模様だが、足もとでは、 自然災害に備えた備蓄需要の影響もあって概ね前 年並みとなっているとみられる。この間、百貨店 における高額品の販売は引き続き好調に推移した。

サービス消費は、基調としては緩やかに増加し

図表27: 実質個人消費

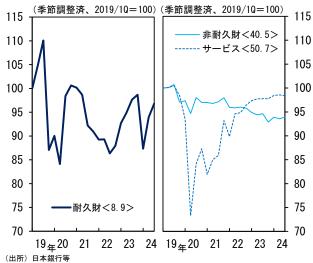


(出所) 日本銀行、内閣府等

- 消費活動指数は、旅行収支調整済(除くインバウンド消費・含むアウトバウンド 消費、日本銀行スタッフ算出)。2024/30は、7~8月の値。 家計最終消費支出は、除く持ち家の帰属家賃。

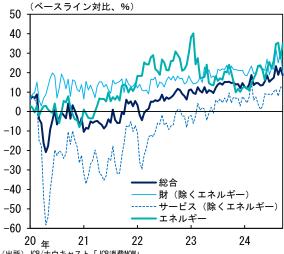
 - 可処分所得等は、可処分所得に年金受給権の変動調整を加えたもの。家計最終消費 支出デフレーターを用いて実質化。

図表28:消費活動指数(実質)



- (注) 1. 日本銀行スタッフ算出。< >内は、消費活動指数におけるウエイト。 2024/30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。

図表29:カード支出に基づく消費動向



(出所) JCB/ナウキャスト「JCB消費NOW」

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

¹² 消費活動指数については、日本銀行調査論文「近年の消 費行動の変化を踏まえた消費活動指数の推計方法の見直 しについて」(2021年7月)を参照。

ている(図表 28、29)。外食は、物価高の影響に加え、消費者の生活様式の変化の影響や営業時間・店舗数の制約の影響を受けつつも、緩やかな増加基調にある。国内旅行は、旅行需要の回復を受けて高めの水準で推移しているものの、8月は台風の影響による一時的な下押しがみられた。海外旅行は、割高感がみられるもとで、回復に一服感がみられている。

個人消費関連のマインド指標をみると(図表30)、消費者の先行きに対する意識を調査する消費者態度指数は、所得環境の改善などを受けて、下げ止まっている。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)は、自然災害に備えた備蓄需要の剥落などから、足もとでは、小売関連を中心に若干悪化したものの、所得環境の改善などを受けてひと頃よりも改善している。

先行きの個人消費は、当面、物価上昇の影響を 受けつつも、名目雇用者所得の改善が続くもとで、 緩やかな増加基調が続くと予想される。その後も、 雇用者所得の改善が続くもとで、緩やかな増加を 続けると考えられる。先行きの消費性向は、経済 対策の影響による振れを伴いながらも、横ばい圏 内で推移すると想定している(図表 31)。

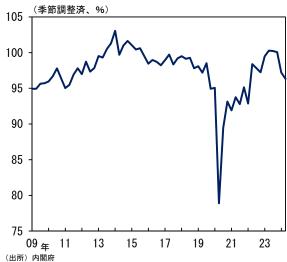
住宅投資は、弱めの動きとなっている(図表32)。 住宅投資の先行指標である新設住宅着工戸数をみると、住宅価格の上昇を受けて減少傾向をたどっている。先行きの住宅投資は、緩和的な金融環境が下支えとなるものの、住宅価格の上昇や人口動態を反映して、緩やかな減少トレンドをたどると考えられる。

図表30:個人消費関連のマインド指標



(注) 景気ウォッチャーは、景気の現状判断DΙ。

図表31:平均消費性向



(注) 平均消費性向=家計最終消費支出÷可処分所得等 可処分所得等は、可処分所得に年金受給権の変動調整を加えたもの。

図表32:住宅投資



2. 物価の現状と見通し

(物価の現状)

物価の現状をみると、国内企業物価(夏季電力 料金調整後)の前期比は、国際商品市況の下落な どを受けて伸び率を縮小し、足もとでは小幅のプ ラスとなっている(図表33)。企業向けサービス 価格(除く国際運輸)の前年比は、人件費上昇等 を背景に高めの伸びを続け、足もとでは2%台後 半のプラスとなっている。

消費者物価の前年比をみると、除く生鮮食品は、 既往の輸入物価上昇を起点とする価格転嫁の影響 は減衰してきているものの、エネルギー価格の上 昇¹³に加え、賃金上昇等を受けたサービス価格の 緩やかな上昇が続くもとで、足もとは2%台半ば となっている(図表34)。

除く牛鮮食品・エネルギーについて、全国旅行 支援等の一時的な要因を除いたベースの前年比は、 ひと頃よりも原材料コストの価格転嫁圧力が減衰 するものの、人件費を価格に転嫁する動きが幅広 くみられるもとで、米類の価格上昇もあって、プ ラス幅が横ばい圏内の動きとなっている(図表35) ¹⁴。内訳をみると、財は、ひと頃よりも原材料コス

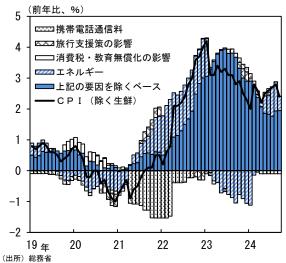
図表33:物価関連指標

手比、%)	(前年比	(
20 24/30	Q 24/2Q	24/10	23/40		
				消費者物価指数(CPI)	
4 2.6	2. 4	2. 5	2. 5	除く生鮮	
4 2.8	2. 4	2. 3	2. 1	一時的な要因を除く	
2 2.0	2. 2	3. 2	3.8	除く生鮮・エネルギー	
1 2.1	2. 1	3. 0	3. 4	一時的な要因を除く	
3 0.6	1.3	0. 6	0. 3	国内企業物価指数(前期比)	
8 2.9	2.8	2. 4	2. 8	企業向けサービス価格指数	
2	3. 2	3. 4	3. 9	GDPデフレーター	
6	2. 6	2. 3	2. 1	内需デフレーター	
U	2.0	۷. ۵	Z. I	内面・フレーダー	

(出所) 総務省、日本銀行、内閣府

- (注) 1. 国内企業物価指数は、夏季電力料金調整後。企業向けサービス価格指数は、除く 国際運輸。
 - 2. CPI (一時的な要因を除く) は、教育無償化政策、旅行支援策、携帯電話通信料 の影響を除いた日本銀行スタッフによる試算値。

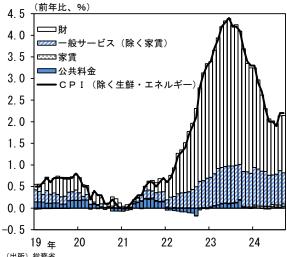
図表34: CPI (除く生鮮)



エネルギーは、石油製品・電気代・都市ガス代。

2020/4月以降の消費税・教育無償化の影響は、高等教育無償化等の影響も 加味した日本銀行スタッフによる試算値。

図表35: CPI (一時的な要因を除く)



(出所) 総務省

(注) 1. 公共料金 (除くエネルギー) = 「公共サービス」+「水道料」 CPIは、消費税率引き上げ・教育無償化政策、旅行支援策、携帯電話通信料の 影響を除いた日本銀行スタッフによる試算値。

¹³ エネルギー価格は、昨年導入された電気・ガス代におけ る負担緩和策の終了や既往の原油価格上昇を反映した値 上げにより足もとは前年比がプラスで推移している。なお、 エネルギーに関する政府の経済対策を子細にみると、燃料 油補助金については、ガソリン価格が基準価格(168円) を超えている間、石油元売・輸入事業者に価格の急激な上 昇を抑える原資として補助金を支給する政策が継続して いる。電気代については2024年6月末で終了し、7~8月 は前年比が上昇しているが、9~10月は1kWh あたり4 円、11月は同2.5円の割引(検針月ベース)が行われるた め、前年比の下押しに作用すると見込まれる。都市ガス代 については、電気代と概ね同様の負担緩和策が行われる。 14 「一時的な要因を除く」計数は、除く生鮮食品、除く生 鮮食品・エネルギーのそれぞれから、①消費税率引き上げ・ 教育無償化政策、②旅行支援策、③携帯電話通信料の影響 を除いたベース。

トの価格転嫁圧力が減衰する一方、米類の価格上 昇もあって、プラス幅が横ばい圏内の動きとなっ ている。一般サービスは、ひと頃よりも原材料コ ストの価格転嫁圧力が減衰するものの、人件費を 価格に転嫁する動きがみられるもとで、プラス幅 が横ばい圏内の動きとなっている。人件費を価格 に転嫁する動きは、家事代行料や理美容サービス、 習い事の月謝、マッサージ料金等で広がっている。 公共料金についても、火災保険料などの値上げが みられている。

消費者物価の基調的な動きを捕捉するため、各種の指標をみると(図表 36) 15,16、刈込平均値は、前年の値上げの影響が一巡するもとで、1%台後半のプラスとなっている。最頻値や加重中央値は、それぞれ、1%台半ば、0%台後半となっている。また、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、前年の値上げの影響が一巡するもとで、「上昇」超幅の縮小傾向が続いている(図表 37)。一方、輸入物価の変動の影響を取り除き、賃金上昇を伴う物価上昇圧力を捉える観点から作成した諸指標をみると、緩やかな上昇傾向を続けている(図表 38) 17。また、後

図表36: CPIの刈込平均値等



(注) CPI (消費税率引き上げ・教育無償化政策、旅行支援策の影響を除く)を用いて 日本銀行スタッフが算出。2020/4月以降のCPIは、高等教育無償化等の影響も 除いた日本銀行スタッフによる試算値。

図表37:上昇・下落品目比率



(注)上昇・下落品目比率は、前年比上昇・下落した品目の割合 (CPI除く生鮮、 消費税率引き上げ・教育無償化政策、旅行支援策の影響を除く)。日本銀行 スタッフ算出。2020/4月以降のCPIは、高等教育無償化等の影響も除いた 日本銀行スタッフによる試算値。

図表38:賃金要因によるCPIの変動



- 注)1. CPI(低変動品目)、一般労働者の所定内給与は前年比。CPI(サービス)のトレンドは前期比年率の後方6四半期移動平均。一般労働者の所定内給与の1993年以前は、常用労働者の値。2016年以降は、共通事業所ベース。
 - 2. CPIの変動要因 (賃金要因) は、輸入物価 (円ベース)、需給ギャップ、 賃金 (一般労働者の所定内給与)、CPI (低・中・高変動) からなる 4 変数 VARを、CPIの変動率別に、それぞれ20年ローリングサンプルで推計し、 CPIと賃金の関係性を用いて、算出。
 - 3. CPI (サービス) のトレンドは、項目別のサービス価格と業種別の所定内給与を用いて、サービス価格固有のトレンドとサービス価格と賃金に共通するトレンドを算出・合成したもの。
 - 4. 一般労働者の所定内給与の2024/30は、7~8月の値。

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、消費税率引き上げ・教育無償化政策、旅行支援 策の影響を除いた個別品目の指数をもとに算出している。

¹⁶ 最頻値については、ここでは、その時々で観察される品目別価格変動分布に対し、正規逆ガウス分布を用いて、統計的に当てはまりのよい分布をパラメトリックに推計したうえで、その推計された分布の最も密度の高い価格変化率と定義している。もっとも、足もとでは、観察される品目別価格変動分布のばらつきが拡大するもとで、正規逆ガウス分布の当てはまりは悪化している。そのため、ここでの最頻値の推計値は、相応の幅をもってみる必要がある。

¹⁷ 各指標の詳細は、日銀レビュー「賃金・物価の相互連関

述するように、物価の基調と密接に関連する人々の物価観を示す予想物価上昇率に関する諸指標も、 緩やかに上昇している¹⁸。

この間、内需デフレーターの前年比は、2%台半ばとなっている(図表33)。内訳をみると、個人消費デフレーターがひと頃よりもプラス幅を縮小している一方、民間住宅等のデフレーターはプラス幅を拡大している。輸入デフレーターの前年比は、既往の原油価格の上昇や円安等を受けて、プラス幅を拡大している。GDPデフレーターの前年比は、内需デフレーターが前年比プラスで推移するもとで、輸入デフレーターの上昇が押し下げに作用し、プラス幅を幾分縮小している。

(物価を取り巻く環境)

先行きの物価情勢を展望するにあたり、物価上昇率を規定する主な要因について点検する。第1に、マクロ的な需給ギャップについては、見通し期間終盤にかけて、プラス幅の緩やかな拡大が続くと予想される(図表2、39)。

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)。短観における企業の物価全般の見通しは、緩やかに上昇している。適合的予想形成の強いわが国において、これまでの物価上昇率の高まりは、家計や企業の中長期的な予想物価上昇率の上昇をもたらしてきている。企業の賃金・価格設定行動には、従来よりも積極的な動きがみられており、名目賃金ははっきりと増

図表39: CPIと需給ギャップ

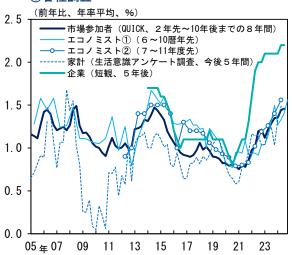


(注) 1. CPIは、消費税率引き上げ・教育無償化政策、旅行支援策、携帯電話通信料の 影響を除いた日本銀行スタッフによる試算値。

2. 需給ギャップは、日本銀行スタッフによる推計値。

図表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」
 (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。

(注) 1. エコノミスト(リはコンセンサス・フォーギャスト、(2)はESPフォーギャスト。2. 家計は、5択選択肢情報を用いた修正カールソン・パーキン法による。3. 企業は、全産業全規模ペースの物価全般の見通し(平均値)。

2BEI



(出所) Bloomberg

を巡る最近の状況について」(2024-J-2)を参照。

^{18 2022} 年以降、輸入物価の上昇を起点に、きわめて広範 な品目で物価が大きく上昇し、刈込平均値などの指標は大幅に上昇した。そのため、今次局面において、原材料価格 の一時的な変動などを取り除いた物価の基調を捉えるためには、従来よりも幅広い指標をみていくことが重要である。詳細については、2024 年4月展望レポートBOX4 を参照。

⁽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。

加している。また、賃金の上昇を販売価格に反映 する動きも引き続き強まってきている¹⁹。先行き については、需給ギャップの改善が続き、企業の 賃金・価格設定行動が変化するもと、予想物価上 昇率は緩やかに上昇していくと考えられる。こう したもと、物価上昇を反映した賃上げが実現する とともに、賃金上昇が販売価格に反映されていく ことを通じて、賃金と物価の好循環は引き続き強 まっていくとみられる。

第3に、輸入物価は、夏場にかけて為替円安の 進行などを受けて上昇したあと、原油価格の下落 や為替の円高方向の動きなどを受けて、このとこ ろ低下している(図表 42、43)。最終需要・中間 需要物価指数(FD-ID指数)をみると、川上 に位置する「ID指数(ステージ1)」は、輸入物 価の動きを受けて、このところ低下している(図 表 44)。「ID指数(ステージ2)」は、低下して いる。相対的に川下に位置する「ID指数(ステ ージ3~4)」は、商品市況下落の影響を受けつつ も、既往の原材料コスト高や人件費の上昇などを 価格に転嫁する動きがみられるもとで、緩やかな 上昇傾向にある。

この間、エネルギー価格(ガソリン・電気代等) の前年比は、2024年9月に電気・ガス代の緊急 支援策でプラス幅が縮小し、10~11 月にかけて も下押し方向に作用すると見込まれる。その後に ついては、政府による負担緩和策が 2024 年末に かけて終了することを前提とすると、前年の押し 下げ効果の反動が現れることから、2025年入り 後は前年比で大きめのプラス幅となる可能性が高 い。こうした反動の影響が一巡したあとは、先物 市場の動向を踏まえると、概ね横ばいで推移する

図表41:販売価格判断



(出所) 日本銀行

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

図表42:国際商品市況



図表43:輸入物価指数



¹⁹ 最近の賃金動向が消費者物価に及ぼしている影響につ いては、BOX3を参照。

と想定される。

(物価の先行き)

以上の基本的な考え方を踏まえると、先行きの 消費者物価(除く生鮮食品・エネルギー)の前年 比は、既往の輸入物価上昇を起点とする価格転嫁 の影響が徐々に減衰する一方、マクロ的な需給ギャップの改善や中長期的な予想物価上昇率の高ま りなどを受けて消費者物価の基調的な上昇率が 徐々に高まっていくもとで、2%程度で推移して いくとみられる(図表 45)。

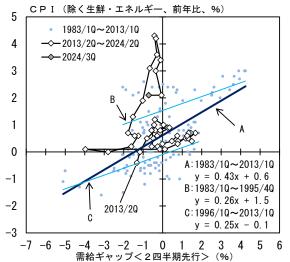
前述のエネルギー価格の動向と併せてみると、 消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、2024年度に2%台半ばとなったあと、2025年度および 2026年度は、概ね2%程度で推移すると予想される。見通し期間の前半については、政府による施策の反動等が前年比を押し上げる方向に作用する一方、既往の輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響が減衰するほか、このところの原油等の資源価格下落の影響などが下押しに作用すると考えられる。その後は、消費者物価(除く生鮮食品・エネルギー)の動きを映じて2%程度で推移すると予想される。

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

図表44: FD-ID指数(総合)



図表45:フィリップス曲線



(出所) 総務省、日本銀行

(注) 1. CPIは、消費税率引き上げ・教育無償化政策、旅行支援策、携帯電話通信料の 影響を除いた日本銀行スタッフによる試算値。

2. 需給ギャップは、日本銀行スタッフによる推計値。

3. わが国の金融情勢

(金融環境)

わが国の金融環境は、緩和した状態にある。

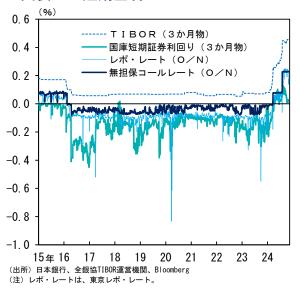
短期金利をみると、無担保コールレート(オーバーナイト物)は、7月の金融政策決定会合において政策金利が引き上げられたもとで、0.25%程度で推移している(図表 46)。ターム物金利は、国庫短期証券利回り(3か月物)が、概ね横ばい圏内の動きとなっている。

実質金利は、マイナスで推移している (図表 47) ²⁰。

企業の資金調達コストは、上昇しているが、総じてみればなお低水準で推移している(図表 48)。 貸出金利(新規約定平均金利)は、長期を中心に 上昇しているが、なお低水準で推移している。 C Pの発行金利は、上昇している。 社債の発行金利 は、ベースレートの動きを反映して、上昇が一服 している。

²⁰ 実質金利を用いた金融緩和度合いの評価については、 2024年4月展望レポートBOX5を参照。

図表46:短期金利



図表47: 実質金利(1年)



- (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
- 「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(1年物)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



- UJ キャプ 09 11 13 17 19 21 25 (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
- (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。

企業からみた金融機関の貸出態度を短観のDIでみると、全体として緩和的な水準を維持している(図表 49)。短観のCP発行環境判断DIは、引き続き「楽である」超となっている。こうしたもとで、CP・社債市場では、良好な発行環境となっている。企業の資金繰りを短観のDIでみると、経済活動の回復や価格転嫁の進展を背景に、良好な水準となっている(図表 50)。

企業の資金需要面では、経済活動の回復や企業 買収の動きなどを背景に、緩やかに増加している。 こうしたもとで、銀行貸出残高の前年比は、3% 程度となっている(図表 51)。CP・社債の発行 残高の前年比は、3%台前半となっている。

図表49:企業からみた金融機関の貸出態度



(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50:企業の資金繰り



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

図表51:貸出残高とCP・社債発行残高



(出所) 日本銀行、証券保管振替機構、日本証券業協会、アイ・エヌ情報センター (注) 民間銀行貸出は平残前年比、CP・社債計は末残前年比。 マネーストック (M2) の前年比は、貸出残高の増加や財政支出による押し上げが続くもとで、1%台半ばとなっている (図表 52)。

図表52:マネーストック



(金融市場動向)

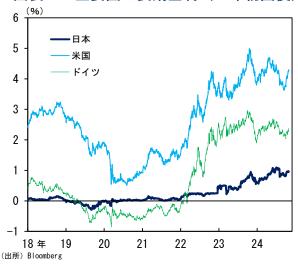
国際金融市場の動向をみると、8月初に、米国の景気減速懸念の高まりを契機に世界的な株価下落とドル安が進み、市場センチメントが急速に悪化した。その後は、米国株価が反転上昇するとともに市場センチメントは相応に回復したものの、引き続き振れの大きな展開となっている。

米国の長期金利(10 年物国債利回り)をみると、FRBの利下げ織り込みが一段と進展するもとで、大幅に低下した後、足もとでは上昇している(図表53)。欧州の長期金利、わが国の長期金利も、米国金利に連れる形で上下に振れつつも、概ね横ばい圏内の動きとなっている。

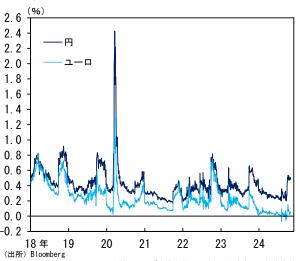
円を見合いとするドル調達にかかるプレミアムは、年末越えを意識した動きなどから、9月末以降拡大している(図表 54)。

株式市場をみると、米国の株価は、8月初に市場センチメントが急速に悪化するなかで下落したが、その後は、米国経済について過度に悲観的な見方が後退するもとで、堅調な企業決算も下支えになり、再び上昇している(図表55)。欧州の株価は、米国株価に連れつつも、横ばい圏内で推移している。わが国の株価は、8月初に市場センチメントが急速に悪化するなか、為替円高の動きもあって、大幅に下落した。その後は、米国株価に連れつつ、8月初に大きく切り下げた水準からは、上昇している。新興国の株価は、上昇している。

図表53:主要国の長期金利(10年物国債)



図表54:ドル資金調達プレミアム



- (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55:主要株価指数



為替市場をみると、円の対ドル相場は、日米金利差が意識されるもとで、上下に大きめに振れる展開となった。均してみると、ドル安・円高方向の動きとなったあと、足もとではドル高・円安方向の動きとなっている(図表 56)。円の対ユーロ相場も、ユーロ安・円高方向の動きとなったあと、足もとではユーロ高・円安方向の動きとなっている。

(地価)

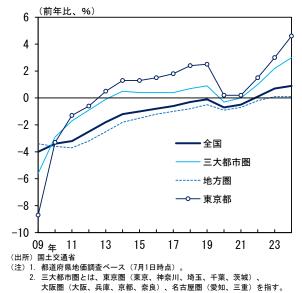
地価は、経済の回復を受けて、上昇している。 2024年の都道府県地価調査(7月1日時点)で地 価の前年比をみると、住宅地、商業地ともに、プ ラス幅を拡大している(図表57、58)。東京、大 阪、名古屋の三大都市圏では、住宅地、商業地と もに、プラス幅を拡大した。地方圏では、住宅地 のプラス幅が横ばいとなった一方、商業地のプラ ス幅は拡大した。

以上

図表56:ドル円・ユーロ円相場

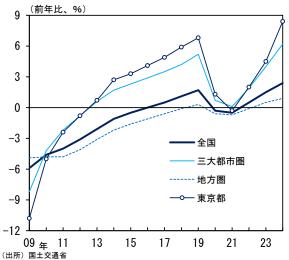


図表57:地価(住宅地)



図表58:地価(商業地)

地方圏とは、三大都市圏以外を指す。



- (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) ITサイクルの動向

わが国における I T関連財(情報関連・半導体製造装置)の生産・輸出は、グローバルな I T関連需要の回復を背景に増加すると見込まれる(図表 B1-1)。以下では、I Tサイクルの動向と先行きの持続性について分析する。まず、日本・韓国・台湾における情報関連の出荷・在庫バランスは、在庫調整の進捗などを背景に改善している(図表 B1-2)。

IT関連セクターについて詳しくみると、同セ クターは、一般論として、技術革新のペースが速 く、半導体メーカーは巨額の設備投資資金を回収 するために競って半導体を生産してきた。こうし たもとで、IT関連セクターは、2000 年代初頭 のITバブルのように大きなブーム・バスト・サ イクルを頻繁に繰り返してきた。こうした傾向を 踏まえ、今般、先行きの予測を含む世界および日 本の半導体出荷額に対して周波数分解を行い、① 短期(2四半期~2年)、②中期(2~6年)、③長 期(6 \sim 10 年)の循環成分を抽出した²¹。ここで は、短期循環は在庫調整、中期循環は製品の買い 替えサイクルやIT関連需要を受けた半導体メー カー等の設備投資動向、長期循環はAI、車載・ データセンター、ITインフラの更新といった半 導体の用途拡大の影響を捉えていると考えられる。

推計結果をみると、世界の半導体出荷額は、今次局面では、①コロナ禍で需要が盛り上がった P C・スマホ等の買い替えサイクルが到来しつつあることに加え、②生成 A I 等による需要が高まっていることを背景に、中・長期循環成分が上方への転換点に差し掛かっており、こうした需要の強

図表B1-1:世界半導体出荷額



図表B1-2:情報関連の出荷・在庫バランス



(注)日本は「電子部品・デバイス」と「情報通信機械」の加重平均値。韓国、台湾は 「情報通信機械・電子部品等」(各国・地域の分類に基づく)。

²¹ ITサイクルの抽出方法については、2019 年4月展望 レポートBOX4も参照。

さは 2026 年頃まで続くことが見込まれている (図表 B1-3)。同様にわが国の半導体出荷額について、推計結果をみると、世界の中・長期サイクルと比べれば、立ち上がりの時期が遅く、中・長期循環成分の上昇度合いも相対的に小さいが、先行きは需要の回復が見込まれている。

ただし、過去のITサイクルでは、上昇局面での需要の拡大を見込んだ半導体メーカーによる企業行動のもと、多重発注や過剰投資によってブーム・バスト・サイクルが生じてきた。今次局面でも、AI関連需要の持続性の観点や、買い替えサイクルの長期化によるPC・スマホ等の需要の伸び悩みなどを受けて、需要の下振れにつながる可能性は否定できない。この点、世界半導体出荷額は半導体株価指数(フィラデルフィア半導体株価指数)と連動しており、足もとでは半導体株価の伸びが頭打ちにあるようにみえることには注意を要する(図表 B1-4)。

先行きのわが国輸出は、グローバルなIT関連財の回復などから、増加基調に復していくとみられる。もっとも、今後のグローバルなIT関連需要の展開については、AI関連需要の持続性などを見極めながら、国・地域毎や最終製品毎の動向、およびそれらを踏まえたわが国経済への影響なども含め、引き続き注視していく必要がある。

図表B1-3:半導体出荷額の周波数分解 ①世界



②日本



- (注) 1. WSTSデータを用いて日本銀行スタッフが算出。WSTS予測は、2024/5月 時点。
 - CF (Christiano and Fitzgerald) フィルターによる周波数分解を用いて、WSTS半導体出荷額(Fル建て、対数値)から以下の成分を抽出:①短期循環成分:0.5~2年、②中期循環成分:2~6年、③長期循環成分:6~10年。推計期間は、1988/1月~2025/12月。トレンドは、①~③以外の成分。

図表B1-4: I Tサイクルと半導体株価



(注)世界半導体出荷額は、WSTSデータを用いて日本銀行スタッフが算出。

(BOX2) 人手不足感の広がり

短観の雇用人員判断 DI (全規模) を長期でみ ると、最近の労働需給のひつ迫度合いは、歴史的 にかなり高い水準にある(図表 B2-1)。こうした 労働需給のひつ迫度合いの広がりを、業種・企業 規模横断的にみるため、今般、短観の雇用人員判 断DIのヒートマップを作成した(図表 B2-2)。 同図表の赤は人手不足<-2 標準偏差>、白は人 手過剰<+2 標準偏差>、黄色は過去平均的な水 準 < 平均値 > を示す。これをみると、①リーマン ショック前の景気回復期では労働需給のひつ迫は、 大企業のごく一部の業種に限られていた一方、② コロナ禍直前の期間および直近は、人手不足感が 幅広い業種・企業規模で強いことが確認できる。

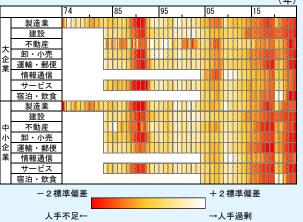
次に、正社員とパートに分けて、労働需給の状 況を確認する。労働者過不足判断 D I が正社員・ パート別に取得可能な厚生労働省の「労働経済動 向調査 | を用いて、同様に、業種別・企業規模別・ 雇用形態別に労働需給のヒートマップを作成した。 まず、正社員・パートの労働需給の状況を業種別 にみると、最近では、パートに比べ、正社員の労 働需給がひっ迫していることが分かる(図表 B2-3)。団塊ジュニア世代の退職が今後見込まれるこ とも相まって、企業としては正社員の採用意欲が 高まっており、正社員の人手不足感が強くなって いる22。こうした傾向は、企業規模別にみても確 認することができ、相応に広がりがある大きな変 化とみなすことができる(図表 B2-4)。なお、多 角的レビューの一環で実施した企業行動アンケー トの結果では、過去25年間の変化として、「賃上 げをしなくても正規労働者を確保できた」状況で

図表B2-1:雇用人員判断DI 「過剰」-「不足」 DI、%ポイント、逆目盛)



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

図表B2-2:労働需給ヒートマップ・短観



(出所) 日本銀行

(注) 1. 短観の雇用人員判断DΙを、業種別・規模別に全期間の平均と標準偏差で基準化 して作成。大企業は資本金10億円以上、中小企業は同2,000万円以上1億円未満。

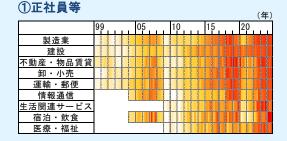
2. サービスの2010/3月調査以降は、対事業所サービスと対個人サービスを有効回答 社数で加重平均した値を基に作成。

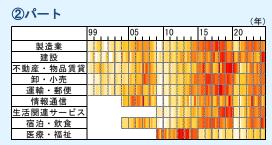
²² 人口動態と労働市場の関係は、日銀レビュー「人口動態 の変化が労働市場や賃金の動向に与える影響」(2024-J-12) を参照。

なくなってきていることが示唆された²³。こうし た事実を踏まえると、わが国では、正社員の人手 不足感の強まりが企業のこれまでの賃金設定スタ ンスに変化をもたらしている可能性もある。

労働需給を示す各種指標としては、①職業安定 業務統計の有効求人倍率、②労働経済動向調査の 欠員率、③正社員求人数なども挙げられる。これ らを比較すると、コロナ以降は、有効求人倍率が 他の指標対比弱めとなっている(図表 B2-5)。こ の背景には、公的求人サービスの利用減少と民間 求人サービスの利用増加により、近年、職業安定 業務統計の有効求人数が減少している可能性があ る²⁴。労働需給のひっ迫度合いについては、こう した点にも留意しつつ、今回開発したヒートマッ プなども含め、様々な関連指標をみながら評価し ていくことが適切と考えられる²⁵。

図表B2-3:労働需給ヒートマップ・業種別

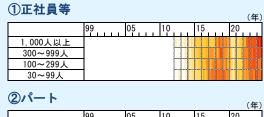




(出所) 厚生労働省

- (注) 1. 労働経済動向調査の労働者過不足判断DΙを、雇用形態別・業種別に全期間の 平均と標準偏差で基準化して作成。①の2007年以前は、常用労働者の値を基に
 - 2. 色の表示は、図表B2-2と同じ。

図表B2-4:労働需給ヒートマップ・規模別



1,000人以上 300~999 100~299人 30~99 A

(出所) 厚生労働省

- (注) 1. 労働経済動向調査の労働者過不足判断 D I を、雇用形態別・規模別に全期間の 平均と標準偏差で基準化して作成。規模の分類は、各企業の常用労働者数による。
 - 2. 色の表示は、図表B2-2と同じ。

図表B2-5:労働需給関連指標



(注) 労働需給関連指標は、2013年以降の平均と標準偏差で基準化(正社員求人数指数 プ関端和国経日標は、2017年以降の平均と標準偏差で基準化)。 欠員率は、後方 2 四半期移動平均(2013~2014年は日本銀行スタッフによる試算値)。 雇用人員判断 D I は、全産業 全規模ベース。

²³ さくらレポート別冊「『1990 年代半ば以降の企業行動 等に関するアンケート調査』の集計結果について1(2024 年5月)を参照。

^{24 2024} 年度の経済財政白書でも、職業安定業務統計の有 効求人倍率のみで労働需給の引き締まりの程度を確認す ることが十分でなくなっている点を指摘している。

²⁵ 労働経済動向調査の欠員率は、欠員数/常用労働者数と して計算。欠員数は、事業所で仕事があるにも関わらず、 その仕事に従事する人がいない状態を補充するために行 う求人数。常用労働者は、期間を定めずに雇われている者 及び1か月以上の期間を定めて雇われている者の合計。正 社員求人数指数は正社員が対象で、①民間求人サイトと、 ②ハローワークインターネットサービスで募集している 正社員求人の数 (重複している求人は調整)。

(BOX3) 最近のわが国における賃金と物価の関係について

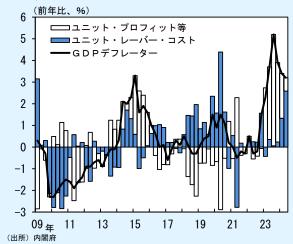
本BOXでは、最近のわが国における賃金と物 価の関係について確認する。まず、国内のインフ レ圧力を示すGDPデフレーターをみると、2023 年は価格転嫁が進展したことでユニット・プロフ ィット(UP)等を中心に高い伸びとなった(図 表 B3-1)。一方、2024 年入り後は、ユニット・ レーバー・コスト(ULC)を起点とした物価上 昇に移行している。今後、賃金・物価が緩やかに 上昇するもとで、UPとULCがバランスよく伸 びていくと考えられる。

次に、賃金関連の話題として、最低賃金につい て詳しくみると、近年は、参照されるCPIが上 昇するもとで、今年度は、最低賃金の水準が相対 的に低い地域での上げ幅が大きかったこともあり、 前年比で+5.1%と過去最大の伸びとなった(図表 B3-2①)。こうしたもと、地域別の最低賃金上昇 率の情報を用いて、最低賃金の引き上げがCPI サービス価格に与える影響をみると、最低賃金の 引き上げは、サービス価格を有意に押し上げるこ とが示唆される(図表 B3-2②)。今後、最低賃金 の引き上げが継続すれば、サービス価格を中心に 物価が押し上げられることが見込まれる。

続いて、コロナ以降の物価上昇がどのような要 因で説明されるかを確認するため、CPIをエネ ルギー価格や食料品価格などの外生的要因とそれ 以外に分解した Bernanke and Blanchard モデ ル²⁶を推計した。 C P I のヒストリカル分解をみ

Bernanke, B., and O. Blanchard (2024), "What

図表B3-1:GDPデフレーター



(注) ユニット・レーバー・コスト=名目雇用者報酬÷実質GDP

図表B3-2:最低賃金引き上げの影響

①最低賃金の動向



②推計結果

<u> </u>							
	一般サービス価格	(前年比、%)					
最低賃金(前年比、%)	0. 07 ***	(0.01)					
定数項	-0. 13	(0.44)					
修正決定係数	0. 89						
サンプルサイズ	125, 189						

(出所) 厚生労働省、総務省、日本銀行

²⁶ Bernanke and Blanchard (2024) は、米国を対象に、 財市場や労働市場に起因するショックが直接的・間接的な 経路を通じてインフレ率や名目賃金上昇に及ぼす影響を みるために、小規模な賃金・物価モデルを構築している。 Nakamura et al. (2024) では、同モデルをベースに、わ が国を対象としたモデルを構築している。

⁽注) 1. ①のCPIは、前年10月から当年6月までの前年比の平均。 2. ②は、小売物価統計の調査票情報を用いて品目別に推計した日本銀行スタッフに よる試算値(推計期間は2018/1月~2023/12月)。説明変数は、最低賃金(前年 比)、品目ダミー、コントロール変数。最低賃金は、都道府県別の前年の値。 品目ダミーは、小売物価統計の調査品目ごとに設定した固定効果。 コントロール変数は、一般サービス価格(前年比)の 1 か月ラグ、 (前年比)の1~2か月ラグ。***は、1%有意。()内は、標準誤差

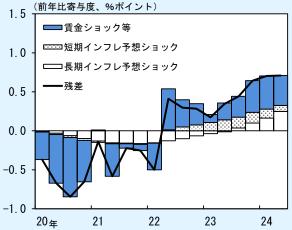
ると(図表 B3-3①)、コロナ以降のインフレ率の高まりは、主として、エネルギー価格や食料品などの輸入物価上昇の価格転嫁の影響で説明できる一方、足もとにかけては、そうした外生的な要因や需給環境などでは説明しきれない部分(図表 B3-3①における残差)が押し上げ方向に寄与している。この残差を子細にみると(図表 B3-3②)、正の賃金ショックがCPIを押し上げていることから、企業の積極的な賃金設定行動が物価を押し上げていることが示唆される。今後も、過去の低インフレ期における平均的な関係性以上に賃金ショックが物価の上押しに作用していくと考えられる。

図表B3-3:物価上昇メカニズム

①CPIのヒストリカル分解



②残差の分解



(出所) 総務省、厚生労働省、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) 1. Nakamura et al. (2024) の日本版Bernanke and Blanchardモデルによる分解結果。
2. 「輸入物価要因」は、エネルギー価格と食料品価格の寄与の合計。「需給要因」は、 生産性、供給不足、労働需給の寄与の合計。「賃金ショック等」は、賃金ショックとインフレ率ショックの寄与の合計。

Caused the U.S. Pandemic-Era Inflation?" *American Economic Journal: Macroeconomics*, forthcoming.

Nakamura, K., S. Nakano, M. Osada, and H. Yamamoto (2024), "What Caused the Pandemic-Era Inflation?: Application of the Bernanke-Blanchard Model to Japan," Bank of Japan Working Paper Series, No.24-E-1.

