

公表時間

1月27日(月) 14時00分



経済・物価情勢の展望

2025年1月



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

引用・転載・複製を行う場合は、出所を明記してください。

経済・物価情勢の展望（2025年1月）

【基本的見解】¹

<概要>

- 先行きのわが国経済を展望すると、海外経済が緩やかな成長を続けるもとで、緩和的な金融環境などを背景に、所得から支出への前向きな循環メカニズムが徐々に強まることから、潜在成長率を上回る成長を続けると考えられる。
- 物価の先行きを展望すると、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、2024年度に2%台後半、2025年度に2%台半ばとなったあと、2026年度は概ね2%程度となると予想される。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、人手不足感が高まるもと、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、米価格が高水準で推移すると見込まれることや政府による施策の反動が生じることが押し上げ方向で作用すると考えられる。
- 前回の見通しと比べると、成長率については概ね不変である。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比については、2024年度と2025年度が、米価格の上昇に加え、このところの為替円安等に伴う輸入物価の上振れもあって、上振れている。
- リスク要因をみると、海外の経済・物価動向、資源価格の動向、企業の賃金・価格設定行動など、わが国経済・物価を巡る不確実性は引き続き高い。そのもとで、金融・為替市場の動向やそのわが国経済・物価への影響を、十分注視する必要がある。とくに、このところ、企業の賃金・価格設定行動が積極化するもとで、過去と比べると、為替の変動が物価に影響を及ぼしやすくなっている面がある。
- リスクバランスをみると、経済の見通しについては概ね上下にバランスしている。物価の見通しについては、2024年度と2025年度は上振れリスクの方が大きい。

¹ 本基本的見解は、1月23、24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。企業収益は改善傾向にあり、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、政府によるエネルギー負担緩和策の縮小もあって、足もとは3%程度となっている。予想物価上昇率は、緩やかに上昇している。

2. わが国の経済・物価の中心적인見通し²

(1) 経済の中心적인見通し

先行きのわが国経済を展望すると、海外経済が緩やかな成長を続けるもとで、緩和的な金融環境などを背景に、所得から支出への前向きな循環メカニズムが徐々に強まることから、潜在成長率を上回る成長を続けると考えられる。

こうした見通しは、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等の負担緩和策が縮

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。

小しつとも継続されることなども、当面の個人消費を下支えすると考えられる。

企業部門をみると、輸出や生産は、海外経済が緩やかな成長を続けるもとで、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%台後半、2025年度に2%台半ばとなったあと、2026年度は概ね2%程度となると予想される。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、人手不足感が高まるもと、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、米価格が高水準で推移すると見込まれることや政府による施策の反動が生じることが押

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」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。

し上げ方向で作用すると考えられる。

こうした見通しを前回の展望レポートにおける見通しと比較すると、2024年度と2025年度が、米価格の上昇に加え、このところの為替円安等に伴う輸入物価の上振れもあって、上振れている。

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ほか、米価格の上昇などもあって、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っている。こうしたもと、多くの業種で企業が労働の供給制約に直面しつつある状況を踏まえると、マクロ的な需給ギャップが示唆する以上に、賃金や物価には上昇圧力がかかるとみられる。

次に、中長期的な予想物価上昇率をみると、緩やかに上昇している。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、賃金の上昇が続くもとで、人件費や物流費等の上昇を販売価格に反映する動きも広がってきている。先行きについては、労働需給が引き締まった状況が維持されるもと、企業の賃金・価格設定行動の変化が続き、予想物

値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。本年の春季労使交渉についても、昨年に続きしっかりと賃上げを実施するといった声が多く聞かれている。

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、人手不足感が高まるもと、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。米国経済は堅調に推移しており、同国の政策運営を巡る不確実性は意識されているものの、国際金融資本市場は全体として落ち着いている。もっとも、こうした政策運営を巡る不確実性が、同国の経済・物価動向のみならず、世界経済や国際金融資本市場に影響を及ぼしうることについては、引き続き留意していく必要がある。また、米欧では、中央銀行による既往の利上げの影響についても、引き続き不確実性がある。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。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、一部の財における供給能力の過剰が世界経済・物価に及ぼす影響についても注意を払う必要がある。

第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の、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、やや長い目で見たリスク要因として、わが国を巡る様々な環境変化が企業や家計の中長期的な成長期待や潜在成長率に与える影響がある。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や貿易摩擦の強まりなどを背景に、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・価格設定行動である。企業の賃金・価格設定行動は、従来よりも積極化しており、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。もっとも、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、今後、輸入物価からの価格転嫁の影響が減衰していくもとの、賃金上昇分を含め、コストの販売価格への転嫁の動きが弱まることがないか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の、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%台後半、2025年度に2%台半ばとなったあと、2026年度は概ね2%程度となると予想される。この間、消費者物価の基調的な上昇率は、人手不足感が高まるもと、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、2024年度と2025年度は上振れリスクの方が大きい。

金融面のリスクについてみると、株価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

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。

しても、わが国の金融機関が充実した資本基盤を備えていることなどを踏まえると、全体として相応の頑健性を有している。有価証券投資におけるリバランス行動などを反映して、円金利の上昇に対する金融機関の耐性も改善方向にある。より長期的な視点から金融面の不均衡について点検すると、低金利や人口減少、企業部門の貯蓄超過などによる金融機関収益への下押しが長期化した場合、金融仲介が停滞方向に向かうリスクがある。一方、こうした環境のもとでは、利回り追求行動などに起因して、金融システム面の脆弱性が高まる可能性もある。現時点では、これらのリスクは大きくないと判断しているが、先行きの動向を注視していく必要がある。

金融政策運営については、先行きの経済・物価・金融情勢次第であるが、現在の実質金利がきわめて低い水準にあることを踏まえると、以上のような経済・物価の見通しが実現していくとすれば、それに応じて、引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していくことになると考えている。日本銀行は、2%の「物価安定の目標」のもとで、その持続的・安定的な実現という観点から、経済・物価・金融情勢に応じて適切に金融政策を運営していく。

(参考)

2024～2026 年度の政策委員の大勢見通し

——対前年度比、%。なお、< >内は政策委員見通しの中央値。

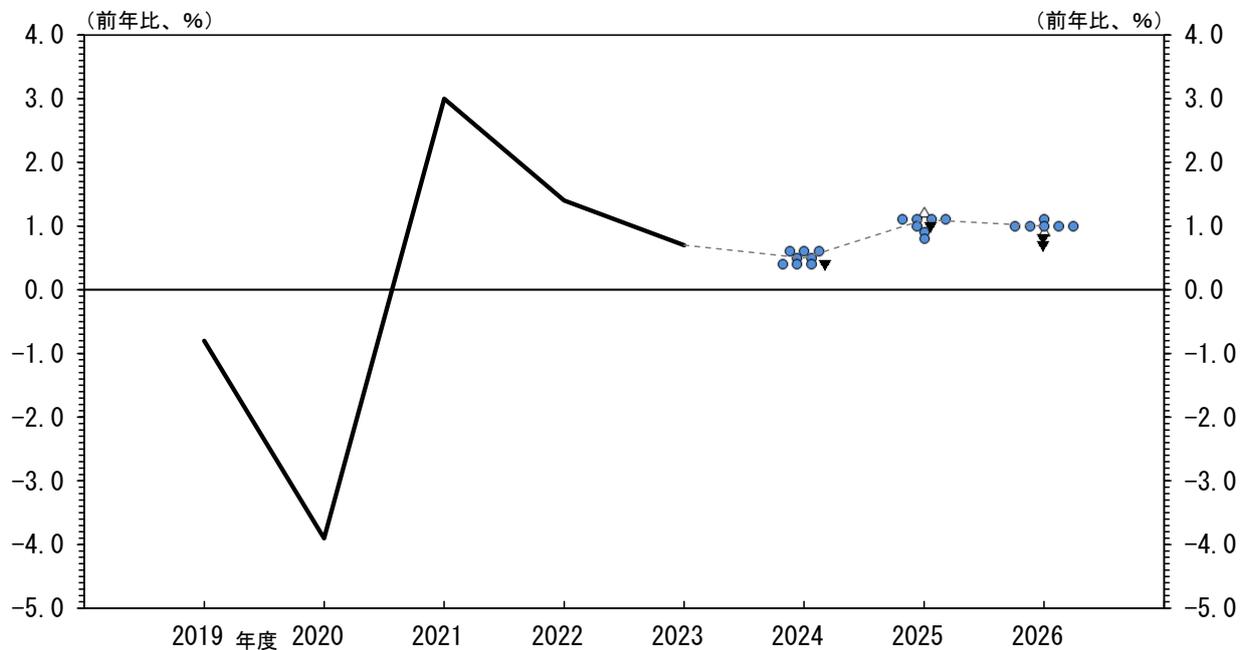
	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	(参考) 消費者物価指数 (除く生鮮食品・エネルギー)
2024 年度	+0.4 ~ +0.6 <+0.5>	+2.6 ~ +2.8 <+2.7>	+2.1 ~ +2.3 <+2.2>
10月時点の見通し	+0.5 ~ +0.7 <+0.6>	+2.4 ~ +2.5 <+2.5>	+1.9 ~ +2.1 <+2.0>
2025 年度	+0.9 ~ +1.1 <+1.1>	+2.2 ~ +2.6 <+2.4>	+2.0 ~ +2.3 <+2.1>
10月時点の見通し	+1.0 ~ +1.2 <+1.1>	+1.7 ~ +2.1 <+1.9>	+1.8 ~ +2.0 <+1.9>
2026 年度	+0.8 ~ +1.0 <+1.0>	+1.8 ~ +2.1 <+2.0>	+1.9 ~ +2.2 <+2.1>
10月時点の見通し	+0.8 ~ +1.1 <+1.0>	+1.8 ~ +2.0 <+1.9>	+1.9 ~ +2.2 <+2.1>

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

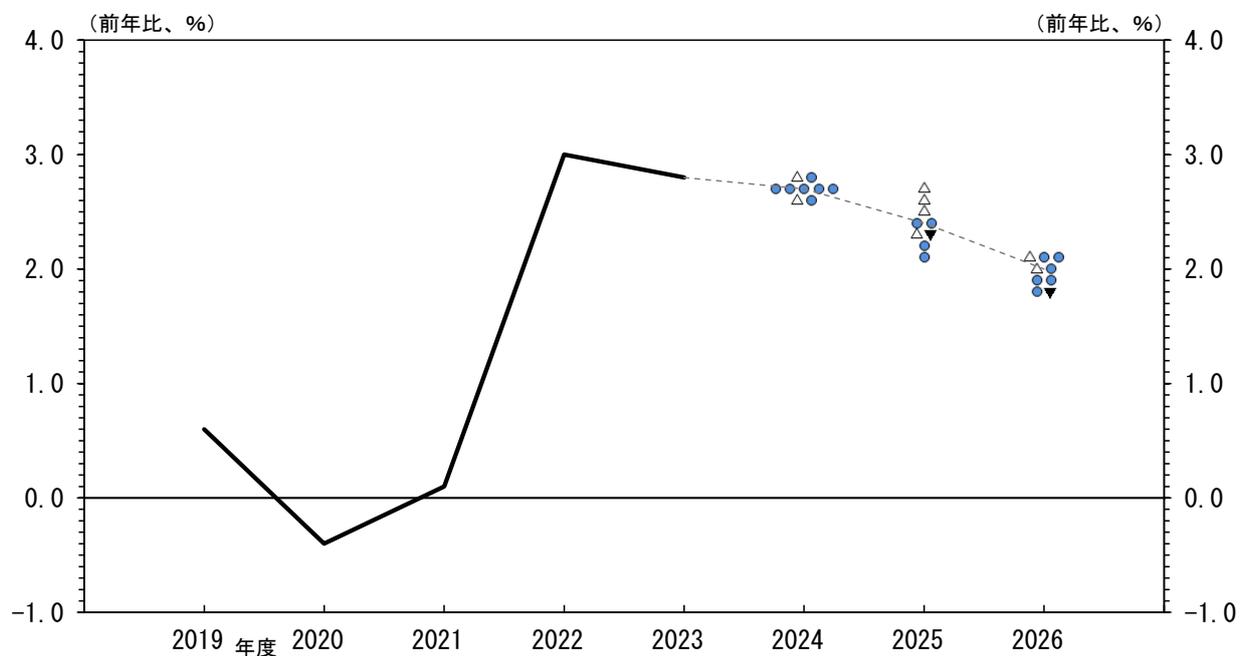
(注2) 各政策委員は、既に決定した政策を前提として、また先行きの政策運営については市場の織り込みを参考にして、上記の見通しを作成している。

政策委員の経済・物価見通しとリスク評価

(1) 実質GDP



(2) 消費者物価指数（除く生鮮食品）



(注1) 実線は実績値、点線は政策委員見通しの中央値を示す。

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

【背景説明】⁵

1. 経済活動の現状と見通し

1. 1 景気動向

わが国の景気は、一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している。

実質GDPは、2024年4～6月に前期比+0.5%（年率+2.2%）となったあと、7～9月は同+0.3%（同+1.2%）と2期連続で増加した（図表1）。内訳をみると、サービス消費が緩やかな増加基調を維持するもとの、猛暑効果や自然災害に備えた備蓄需要もあって財消費も増加したことから、個人消費が増加するなど、内需の緩やかな増加が確認された。純輸出については、グローバルなIT関連財の需要回復に伴って輸出が増加したものの、デジタル関連サービスの輸入が増加基調にあるもとの、マイナス寄与となった。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、7～9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、一部に弱めの動きもみられるが、景気の回復傾向は続いていると考えられる。企業部門では、輸出や生産は、横ばい圏内の動きとなっている。企業収益は改善傾向にあり、業況感は良好な水準を維持している。こうしたもと、設備投資は緩やかな増加傾向にあり、12月短観の設備投資計画（名目ベース）をみると、2024年度計画は、例年対比高めの増加計画となっている。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

図表1：実質GDP

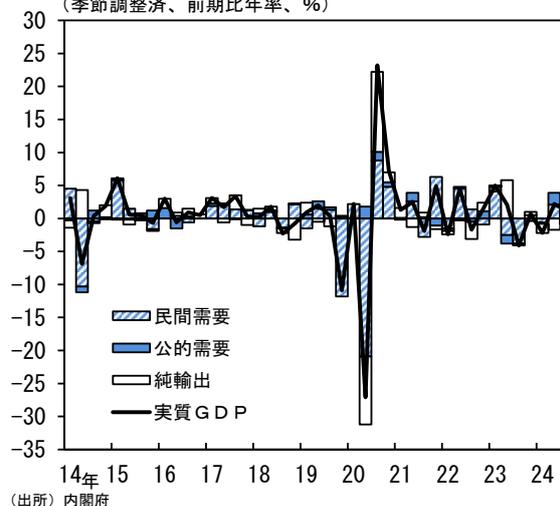
①水準

（季節調整済年率換算、兆円）



②前期比年率

（季節調整済、前期比年率、%）



（出所）内閣府

⁵ 1月23、24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。

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。

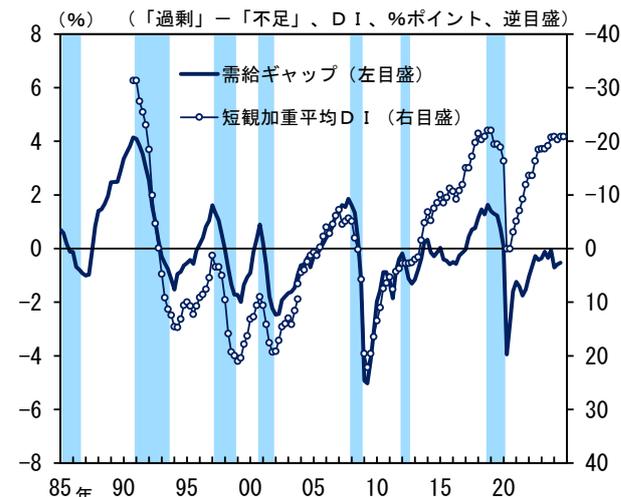
わが国経済の先行きを展望すると、海外経済が緩やかな成長を続けるもとの、緩和的な金融環境などを背景に、所得から支出への前向きの循環メカニズムが徐々に強まることから、潜在成長率を上回る成長を続けると考えられる。前回の展望レポート時点と比較すると、いずれの年度も、概ね不変である。

潜在成長率は、「働き方改革」に伴う労働時間トレン드의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の、足もとのでは0%台半ば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の伸びが続くもとの、②働き方改革の影響一巡を受けて労働時間が減少から下げ止まりに向かい、③資本ストックも伸びを高めていくことから、潜在成長率は緩やかに上昇していくと想定している。政府による各種の施策や緩和的な金融環境は、こうした動きを後押しすると考えられる⁶。

見通し期間の各年度の特徴をやや詳しくみると、2024年度下期は、海外経済が緩やかな成長を続

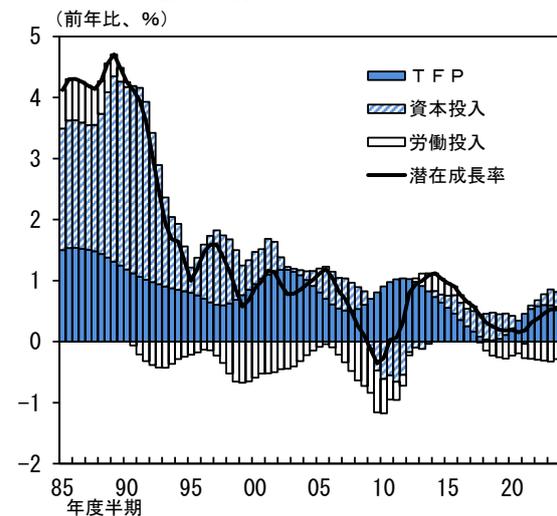
⁶ ただし、トレンドに関する一定の仮定のもとで計測される需給ギャップや潜在成長率は、幅をもってしておく必要がある。例えば、労働面では、人口動態の変化が進むもとの、女性や高齢者を含め、感染症や賃金・物価上昇の経験も踏まえて、先行きどのような働き方が定着するか、不確実性が高い。また、企業部門でも、感染症の経験や人手不足を背景としたデジタル化の動き、脱炭素化に向けた取り組みの進展などは、経済・産業構造を変化させるとみられるが、それに向けたイノベーションや部門間の生産要素の移動が先行きどの程度活発化・持続するかについて、引き続き不確実性が高い。

図表2：需給ギャップ



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

け、緩和的な金融環境が継続するもとの、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、横ばいで推移していくと見込まれる。インバウンド需要は、増加を続けると考えられる。設備投資は、緩和的な金融環境などを背景に、増加傾向を続けるとみられる。家計部門では、内外需要の増加を背景に雇用が増加していくほか、名目賃金の伸び率上昇を反映して、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なども、可処分所得を上押す方向に働くとみられる。こうしたもとの、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の、潜在成長率を上回る成長となるとみられる。財輸出は、海外経済が緩やかな成長を続けるもとの、グローバルなIT関連財の需要回復などから、増加基調に復していき、その後は、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、雇用面については、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の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。こうしたもとの、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)

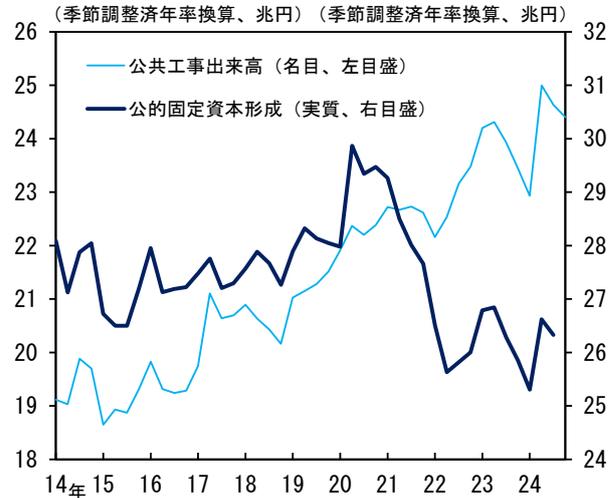
公共投資は、振れを伴いつつも、均してみれば横ばい圏内の動きとなっている(図表4)。一致指標である公共工事出来高は、政府の経済対策に基づく国土強靱化関連工事等が進捗するも、振れを伴いつつも、均してみれば横ばい圏内の動きとなっている。発注の動きを示す先行指標をみると、公共工事請負金額や公共工事受注高は、振れを伴いつつも、均してみれば横ばい圏内で推移している。

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

(海外経済)

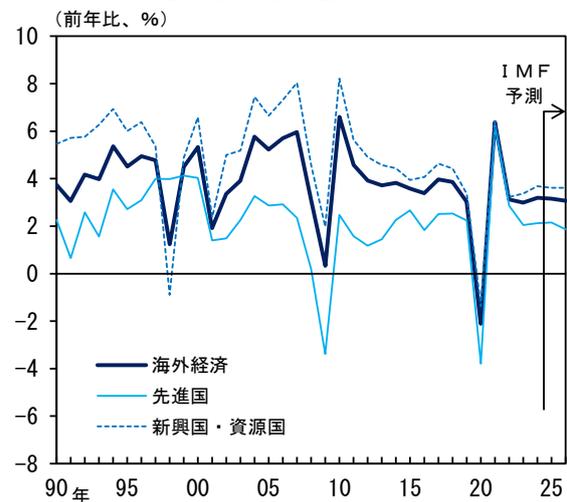
海外経済は、総じてみれば緩やかに成長している(図表5)。地域別にみると、米国経済は、個人消費を中心に堅調に成長している。欧州経済は、一部に弱さを残しつつも、下げ止まっている。中国経済は、足もとは政策による押し上げ効果がみられるものの、不動産市場や労働市場の調整による下押しが続くも、改善ペースは鈍化傾向にある。中国以外の新興国・資源国経済は、IT関連財を中心に輸出が持ち直すも、総じてみれば緩やかに改善している。このうち、わが国経済とつながりの深いアジア地域をみると、ASEA

図表4：公共投資



(出所) 内閣府、国土交通省
(注) 2024/4Qは、10~11月の値。

図表5：海外経済見通し



(出所) IMF、財務省
(注) IMFによる各国・地域の実質GDP成長率を、わが国の通関輸出ウエイトで加重平均したもの。2025年以降はIMF予測(2024/10月および2025/1月時点)。先進国は、米国、ユーロ圏、英国。新興国・資源国はそれ以外。

⁷ 2020年12月に閣議決定された国土強靱化5か年加速化対策(事業規模15兆円程度を目的)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2024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。

N経済は、輸出が持ち直すもとで、緩やかに改善している。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。

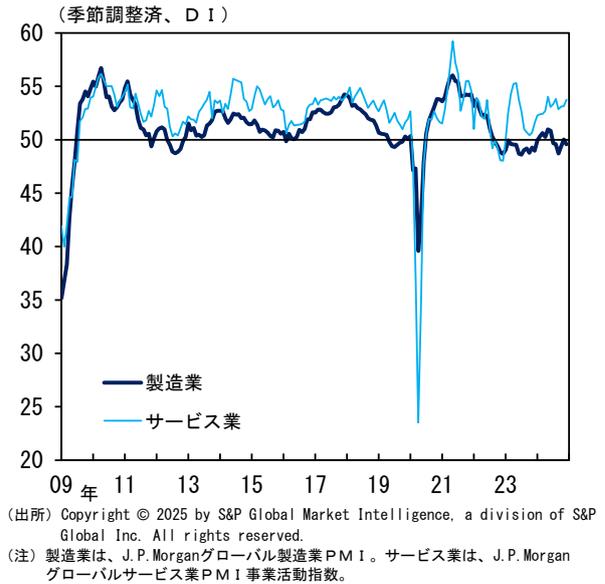
以上の世界経済の現状をグローバルPMIで見ると、サービス業では、改善・悪化の分岐点となる50をはっきりと上回っている一方、製造業では、50程度となっている（図表6）。

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、堅調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は続くものの、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。

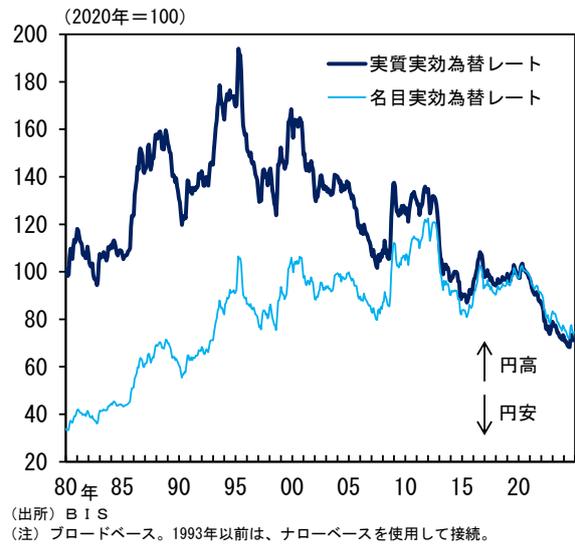
（輸出入）

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、米国のストライキ（東海岸の港湾労働者等）の影響などを受けて、足もとでは減少している。欧州向けは、資本財を中心に弱めの動きとなっている。中国向けは、半導体製造装置が増加しているものの、中間財などは、中国経済の減速を背景に弱めの動きとなっている。NIEs・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。その他地域向けは、自動車を中心に増加している。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が、ごく足もとでは米国のストライキの影響がみられている。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

図表6：グローバルPMI



図表7：実効為替レート



図表8：実質輸出入

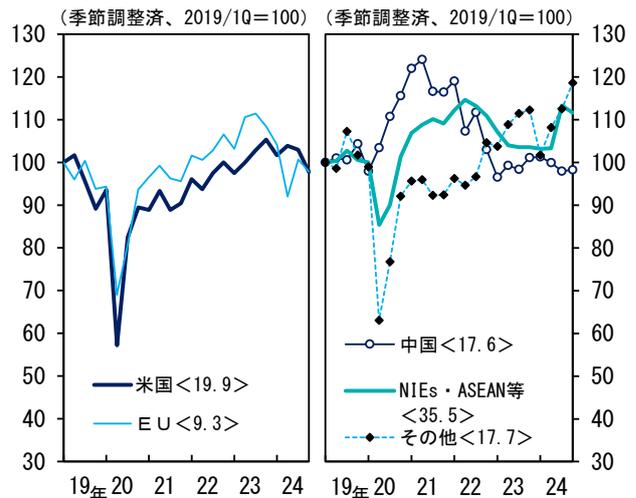


から、均してみれば横ばい圏内で推移している。情報関連は、グローバルなIT関連財の回復を背景に、持ち直しているものの、ごく足もとでは、前期に作り込みのあったスマートフォン販売が伸び悩むもとの、同製品向け部材の反動減がみられている。この間、中間財は、アジアを中心とした素原材料の供給過剰感などをを受けて、低めの水準で推移している。

先行きの輸出は、海外経済が緩やかな成長を続けるもとの、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見込まれる。

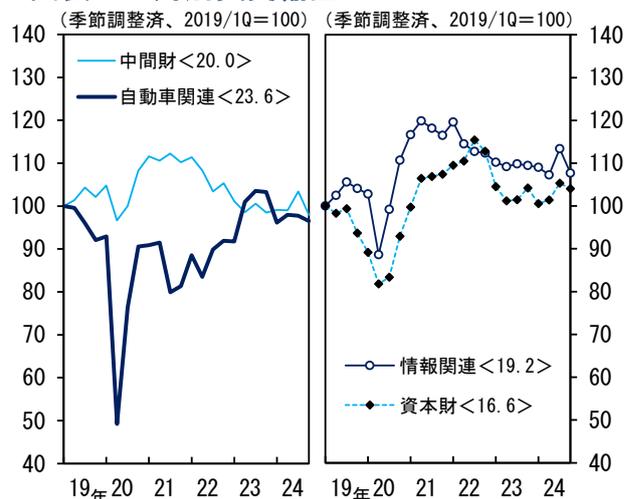
輸入は、横ばい圏内の動きとなっている（図表8）。先行きの輸入は、国内需要や輸出の増加に伴う誘発需要の動きを反映して、緩やかな増加傾向をたどるとみられる。

図表9：地域別実質輸出



(出所) 日本銀行、財務省
 (注) 1. 日本銀行スタッフ算出。<>内は、2024年通関輸出額に占める各国・地域のウエイト。
 2. EUは、全期間において、英国を含まない。

図表10：財別実質輸出



(出所) 日本銀行、財務省
 (注) 日本銀行スタッフ算出。<>内は、2024年通関輸出額に占める各財のウエイト。

(対外収支)

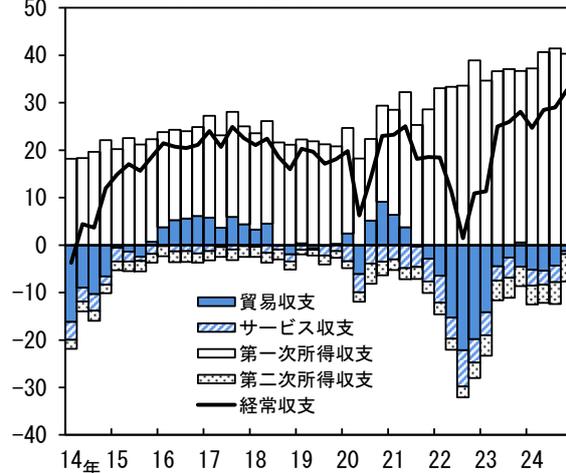
名目経常収支は、高水準で推移している（図表11）。貿易収支は、赤字幅が縮小傾向にある。サービス収支は、インバウンド需要の増加を受けて旅行収支が黒字で推移している（図表12）ものの、デジタル関連の支払が振れを伴いつつも高水準で推移するも、小幅の赤字基調が続いている⁸。この間、第一次所得収支は、高水準の黒字が続いている。

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、財輸出の増加などから貿易収支の赤字幅が緩やかに縮小していき、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、概ね現状程度の小幅な赤字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、個人消費が緩やかな増加基調にあるも、家計部門では貯蓄超過幅が縮小傾向にあるものの、企業収益の改善傾向を背景に、企業部門の貯蓄超過幅が拡大傾向にあることから、全体として緩やかな拡大傾向にある。先行きは、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続けると考えられる（図表13）。

図表11：経常収支

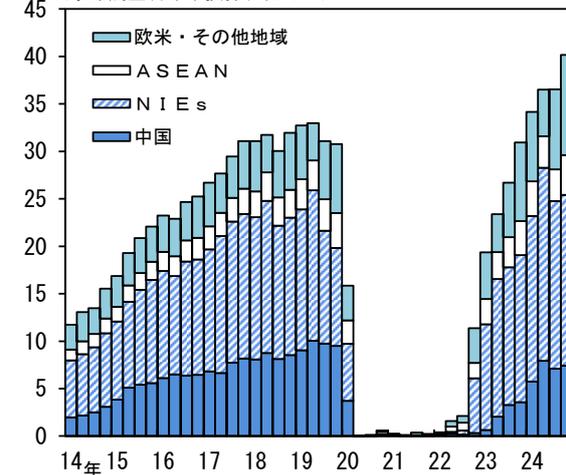
(季節調整済年率換算、兆円)



(出所) 財務省・日本銀行
(注) 2024/4Qは、10~11月の値。

図表12：入国者数

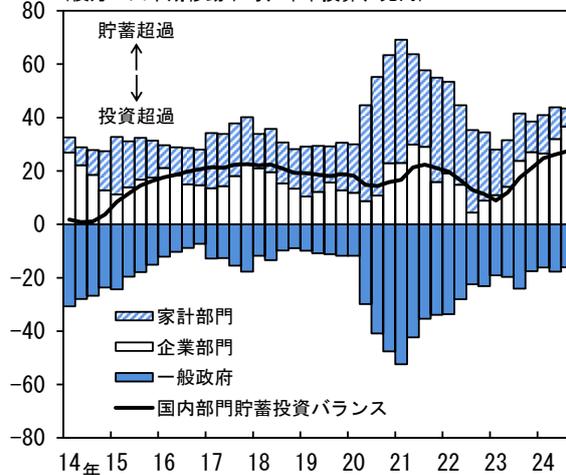
(季節調整済年率換算、百万人)



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

図表13：貯蓄投資バランス

(後方4四半期移動平均、年率換算、兆円)



(出所) 日本銀行

⁸ 最近のサービス収支の動向はBOX1を参照。

（鉱工業生産）

鉱工業生産は、横ばい圏内の動きとなっている（図表 14）。主な業種についてみると、「輸送機械」は、一部航空機メーカーのストライキに伴って航空機部品が減少したものの、自動車における台風による工場稼働停止の影響の反動を主因に、増加している。「電子部品・デバイス」は、グローバルなIT関連需要が回復するもとの、持ち直しているものの、足もとでは、前期に作り込みのあったスマートフォン販売が伸び悩むもとの、同製品向け部材の反動減がみられている。「電気・情報通信機械」は、GIGAスクール構想のもとで導入されたパソコンの更新需要により、増加している。

「はん用・生産用・業務用機械」は、建設機械等の需要に一服感がみられるものの、半導体製造装置が増加するもとの、持ち直しつつある。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IT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、改善傾向にある。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7～9月は、期中の円高進行に伴い、企業保有の外貨建て資産の為替差損が膨らんだことを主因に営業外収益が減少したため、前期から減益となったものの、高めの水準を維持している（図表 15）。営業利益（全産業全規模ベース）は、IT関連需要の回復が上押しとなる一方、輸送用機械における海外市場の競争激化の影響や、石油・石炭および卸売業における商品市況下落による在庫評価損

図表 14： 鉱工業生産



(出所) 経済産業省
 (注) 1. シャド一部分は、景気後退局面。
 2. 生産の2024/4Qは、10～11月の値。在庫の2024/4Qは、11月の値。

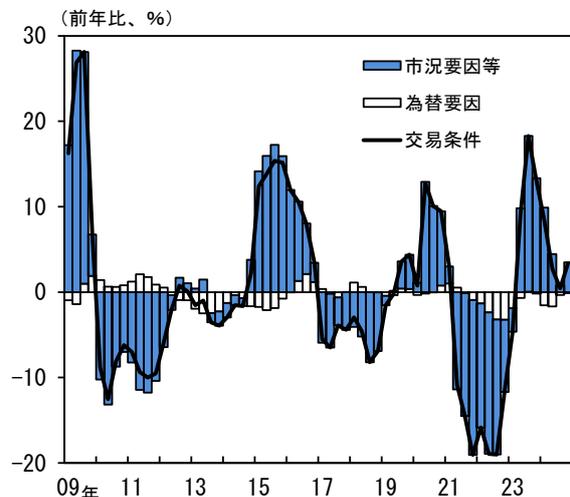
図表 15： 企業収益関連指標

①売上高と経常利益



(出所) 財務省
 (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。
 3. シャド一部分は、景気後退局面。

②交易条件の要因分解



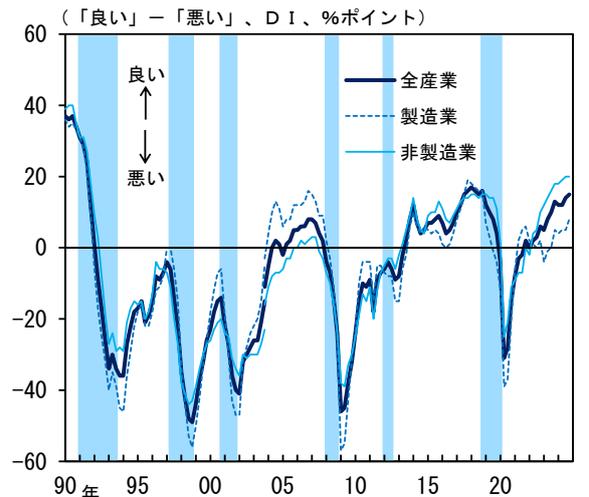
(出所) 日本銀行
 (注) 1. 「市況要因等」は、輸出入物価の契約通貨ベース指数の変動により説明される部分。「為替要因」は、輸出入物価の円ベース指数と契約通貨ベース指数の乖離から算出。
 2. 交易条件=輸出物価指数(円ベース)÷輸入物価指数(円ベース)

が下押しとなるもとで、小幅の減益となった。

業種別・規模別の経常利益をみると、製造業は、大企業・中堅中小企業ともに、減益となった。これは、期中の円高進行に伴う為替差損が主因であり、営業利益は、前述の要因により、小幅の減益にとどまった。非製造業に目を転じると、大企業は、卸売業において、商品市況下落に伴う在庫評価損によって営業利益が減少した一方、事業再編に伴う関係会社株式の評価益によって営業外収益が増加したことなどから、概ね横ばいとなった。中堅中小企業は、自然災害に伴うインバウンド需要も含めた旅行需要の一時的な下押しを受けて、サービス業を中心に減益となった。

企業の業況感は、良好な水準を維持している。12月短観の業況判断D I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、改善した。海外需要の鈍化により鉄鋼や窯業・土石製品(大企業)が悪化したものの、設備投資関連需要が好調なもとで、はん用機械や生産用機械などが改善したほか、8月末の台風による工場稼働停止の反動から自動車(大企業)も改善した。価格転嫁の進展も素材業種(中小企業)の改善に寄与した。IT関連需要については、化学が改善した一方、スマートフォン販売などの伸び悩みから電気機械(大企業)が悪化した。非製造業は、横ばいとなった。猛暑効果や自然災害に備えた備蓄需要の反動に加え、残暑による季節商材の販売不調により、小売が悪化したほか、人手不足や原材料価格上昇の影響から、宿泊・飲食サービス(大企業)が悪化した。一方、価格転嫁の進展が中小企業でも広がるもと、運輸・郵便や建設が改善したほか、デジタル関連投資需要を背景に情報サービスも改善した。インバウンド需要や個人消費の堅調さを背景に宿泊・飲食サービス(中小企業)も

図表16：業況判断



(出所) 日本銀行

(注) 1. 短観の業況判断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。

2. シャド一部分は、景気後退局面。

改善した。

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、改善傾向を続けるとみられる。

(設備投資)

設備投資は、緩やかな増加傾向にある(図表 17)⁹。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、横ばい圏内の動きとなっている。

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)¹⁰。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・生産用機械が弱めとなっているものの、グローバルな IT 関連財の回復を背景に、電気機械が増加基調にあるほか、半導体部材や電気自動車などの成長分野向けの投資需要を背景に、化学も増加基調にある。非製造業は、デジタル・省力化関連を中心に、大型案件による振れを伴いつつも、高めの水準で推移している。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、高めの水準で推移している。12 月短観における設備投資計画(名

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. 2024/4Qは、10~11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) 2024/4Qは、10~11月の値。

⁹ 資本と労働の代替性と労働の供給制約については、B O X 2 を参照。

¹⁰ 労働の供給制約と企業の投資活動の関係については、B O X 3 を参照。

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+10.2%と、前回 9 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。

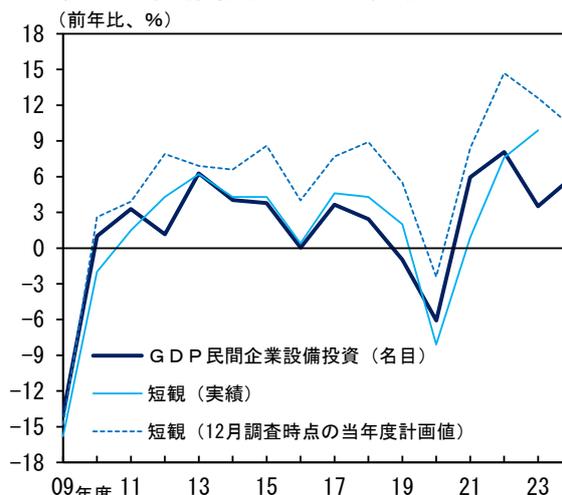
先行きの設備投資は、企業収益が改善傾向を続けるもとの、緩和的な金融環境などを背景に、増加傾向を続けると予想される。見通し期間を通じてみた具体的な投資案件としては、①内外需要の増加に誘発された投資に加えて、②人手不足対応の省力化・効率化投資や、事業活動のデジタル化に向けた情報関連投資、③Eコマース拡大に伴う物流施設の建設投資、再開発によるオフィスや商業施設の建設投資、④成長分野や、脱炭素化など環境対応の投資、⑤政府支援も背景とした、サプライチェーン強靱化等を企図した半導体関連の投資等が考えられる。見通し期間の終盤にかけては、④に関する投資など、景気変動に左右されにくい投資が増加していくとみられる。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

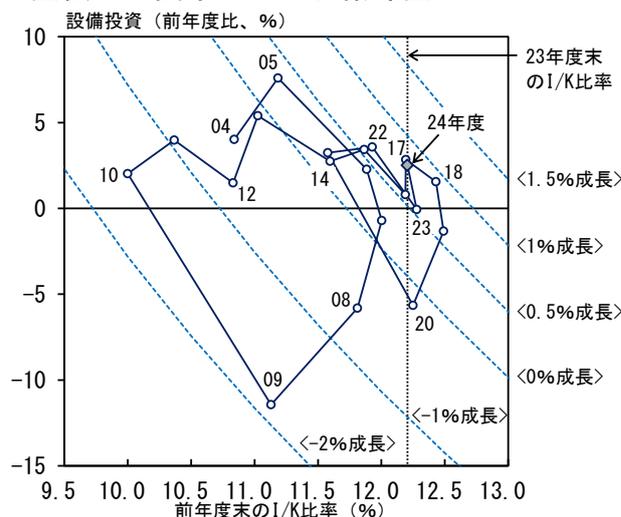
就業者数をみると、正規雇用は、人手不足感の強い情報通信等を中心に、振れを伴いながらも緩やかな増加傾向にある (図表 21)。非正規雇用は、対面型サービス業などが増加傾向にある一方、労働需給が引き締まるもとの非自発的な理由による非正規雇用が減少傾向にあり、足もとでは横ばい圏内で推移している。労働需給面をみると、失業

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2024年度は、2024/2~3Q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、2024/2~3Qの値。

率は、引き続き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横ばい圏内で推移しており、他の指標対比弱めとなっている一方、短観の雇用人員判断DIにおける最近の労働需給のひっ迫度合いは、歴史的にみてかなり高い水準にある(図表 23)¹¹。また、労働経済動向調査の欠員率や、正社員求人数指数をみても、コロナ禍以降は、正社員の労働需給が引き続き引き締まった状態にあることが確認できる¹²。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。

賃金面をみると、一人当たり名目賃金は、はっきりと増加している(図表 24)¹³。内訳をみると、所定内給与は、高めの伸びを続けている(図表 25)。

¹¹ 労働需給と賃金の関係については、BOX 4を参照。職業安定業務統計の有効求人倍率の動きが、近年、他の指標と違う背景には、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、職業安定業務統計の有効求人倍率が減少している可能性がある。

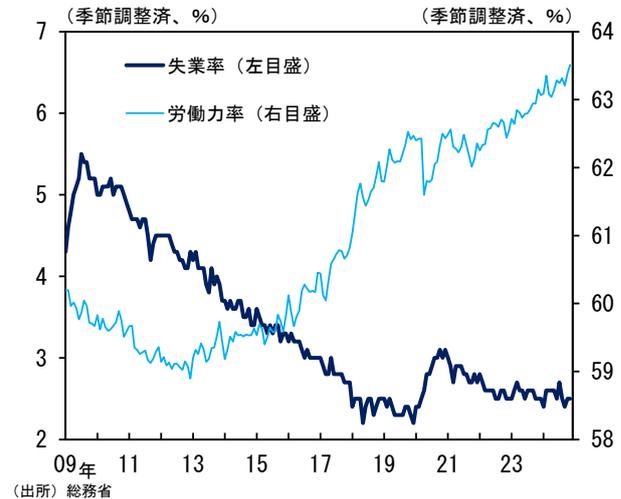
¹² 労働経済動向調査の欠員率は、欠員数/常用労働者数として計算。正社員求人数指数は民間求人サイトと、ハローワークインターネットサービスで募集している正社員求人数の数(重複している求人は調整)。

¹³ 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。

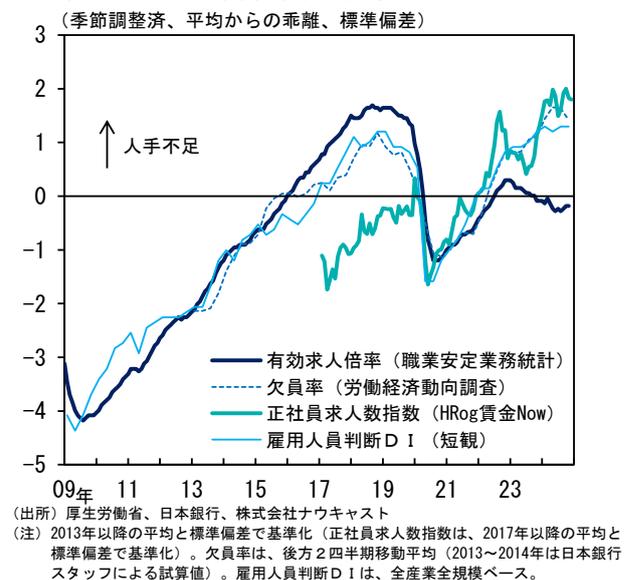
図表21：就業者数



図表22：失業率と労働力率



図表23：労働需給関連指標



一般労働者の所定内給与は、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3~4%程度の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。特別給与は、企業収益が改善傾向にあるもとで、基調としては増加している。

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続けるもとで、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で推移している。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、はっきりとした増加を続けると考えられる。こうしたもとで、実質ベースでも、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。

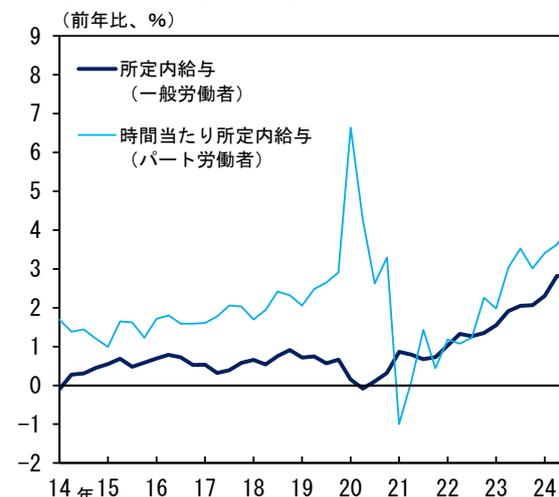
わが国の消費活動を包括的に捉える観点から、各種の販売・供給統計を合成した消費活動指数(旅

図表24：名目賃金



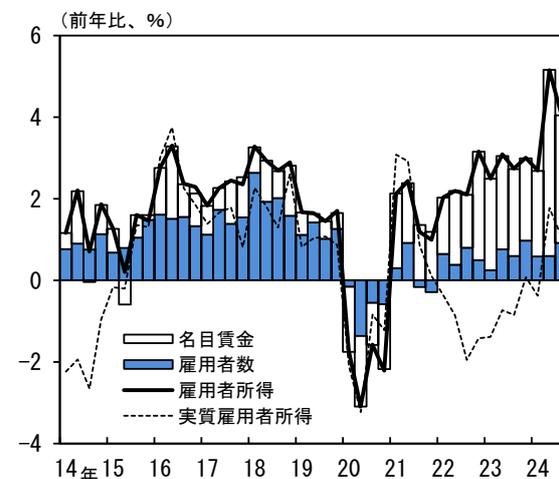
(出所) 厚生労働省
 (注) 1. 各四半期は、1Q: 3~5月、2Q: 6~8月、3Q: 9~11月、4Q: 12~2月。
 2. 2016/1Q以降は、共通事業所ベース。

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. 2016/1Q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
 (注) 1. 各四半期は、1Q: 3~5月、2Q: 6~8月、3Q: 9~11月、4Q: 12~2月。
 2. 雇用者所得=名目賃金(毎月勤労統計)×雇用者数(労働力調査)
 3. 毎月勤労統計の2016/1Q以降は、共通事業所ベース。
 4. 雇用者所得の実質値は、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。

行収支調整済)¹⁴をみると、2024年7～9月は、サービス消費が基調として緩やかに増加するもとの、猛暑効果や自然災害に備えた財の販売増加などもあって増加したあと、10～11月の7～9月対比は、猛暑効果や備蓄需要の反動減もあって非耐久財を中心に小幅の減少となった(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、持ち直している(図表28)。自動車販売は高めの水準で推移している。家電販売額は、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、前年を上回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が引き続き好調さを維持しているほか、初売りも好調となったとみられる。

サービス消費は、基調としては緩やかに増加している(図表28、29)。外食は、物価高の影響に加え、消費者の生活様式の変化の影響や営業時間・店舗数の制約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、高めの水準で推移している。海外旅行は、割高感がみられるもとの、回復に一服感がみられているものの、年末年始は日並びの良さもあって好調に推移したとみられる。

個人消費関連のマインド指標をみると(図表

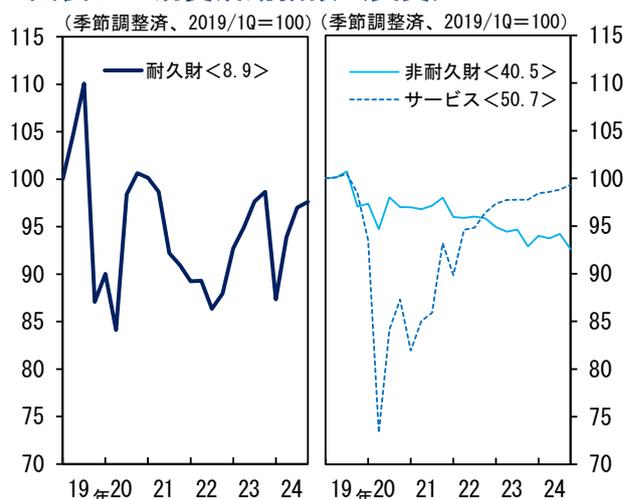
¹⁴ 消費活動指数については、日本銀行調査論文「近年の消費行動の変化を踏まえた消費活動指数の推計方法の見直しについて」(2021年7月)を参照。

図表27：実質個人消費



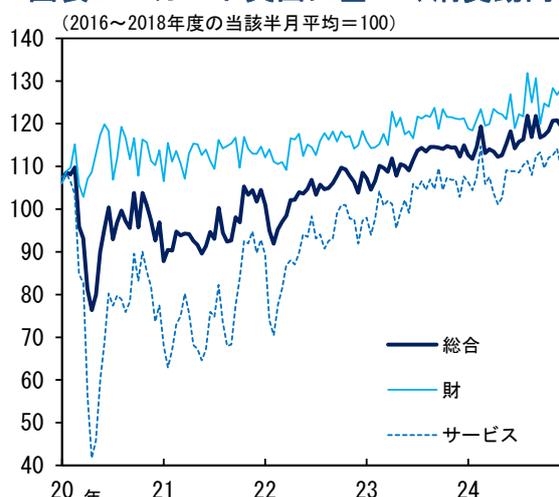
(出所) 日本銀行、内閣府等
 (注) 1. 消費活動指数は、旅行収支調整済(除くインバウンド消費・含むアウトバウンド消費、日本銀行スタッフ算出)。2024/4Qは、10～11月の値。
 2. 家計最終消費支出は、除く持ち家の帰属家賃。
 3. 可処分所得等は、可処分所得に年金受給権の変動調整を加えたもの。家計最終消費支出デフレーターを用いて実質化。

図表28：消費活動指数(実質)



(出所) 日本銀行等
 (注) 1. 日本銀行スタッフ算出。<>内は、消費活動指数におけるウエイト。
 2024/4Qは、10～11月の値。
 2. 非耐久財は、GDP統計において半耐久財に分類される品目を含む。

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。

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、横ばい圏内の動きとなっている。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D I（家計動向関連）は、振れを伴いつつも、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の、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の、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



図表31：平均消費性向



図表32：住宅投資



2. 物価の現状と見通し

(物価の現状)

物価の現状をみると、国内企業物価（夏季電力料金調整後）の前期比は、米類の価格上昇に加え、円安の影響もあって、プラス幅を拡大している（図表 33）。企業向けサービス価格（除く国際運輸）の前期比は、人件費上昇等を背景に高めの伸びを続け、足もとでは3%程度のプラスとなっている。

消費者物価の前期比をみると、除く生鮮食品は、既往の輸入物価上昇を起点とする価格転嫁の影響は減衰してきているものの、賃金上昇等を受けたサービス価格の緩やかな上昇が続くもとで、政府によるエネルギー負担緩和策の縮小もあって、足もとは3%程度となっている（図表 34）。

除く生鮮食品・エネルギーについて、全国旅行支援等の一時的な要因を除いたベースの前期比は、ひと頃よりも原材料コストの価格転嫁圧力が減衰する一方、人件費や物流費等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、プラス幅が拡大している（図表 35）¹⁵。内訳をみると、財は、ひと頃よりも原材料コストの価格転嫁圧力が減衰する一方、米類の価格上昇が継続するもとで、プラス幅が拡大している。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、人件費等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¹⁶。人件費等を価格に転嫁する動きは、家事関連や教養娯楽などの幅広い品

¹⁵ 「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。

¹⁶ サービス価格の趨勢については、BOX 5を参照。

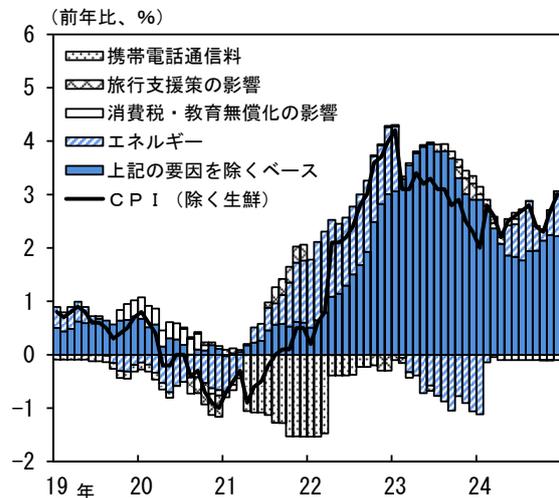
図表33：物価関連指標

	(前年比、%)			
	24/1Q	24/2Q	24/3Q	24/4Q
消費者物価指数 (CPI)				
除く生鮮	2.5	2.4	2.6	2.6
一時的な要因を除く	2.3	2.4	2.8	2.8
除く生鮮・エネルギー	3.2	2.2	2.0	2.3
一時的な要因を除く	3.0	2.1	2.1	2.5
国内企業物価指数 (前期比)	0.6	1.3	0.7	1.1
企業向けサービス価格指数	2.4	2.8	3.0	3.1
GDPデフレーター	3.1	3.2	2.4	
内需デフレーター	2.0	2.6	2.1	

(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。
3. 企業向けサービス価格指数の2024/4Qは、10~11月の値。

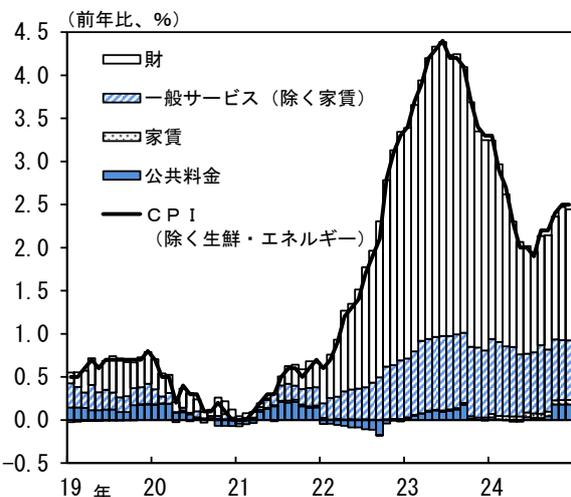
図表34：CPI (除く生鮮)



(出所) 総務省

- (注) 1. エネルギーは、石油製品・電気代・都市ガス代。
2. 2020/4月以降の消費税率引き上げ・教育無償化等の影響は、高等教育無償化等の影響も加味した日本銀行スタッフによる試算値。

図表35：CPI (一時的な要因を除く)



(出所) 総務省

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

目で広がっている。公共料金は、火災保険料などが値上げされたもとの、高めのプラスとなっている。

消費者物価の基調的な動きを捕捉するため、各種の指標をみると（図表 36）^{17, 18}、刈込平均値は、前年の値上げの影響が一巡するもとの、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%程度となっている。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一方、人件費等を価格に転嫁する動きが続くもとの、「上昇」超幅の縮小が止まりつつある（図表 37）。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）¹⁹。また、後述するように、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²⁰。

¹⁷ 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。

¹⁸ 最頻値については、ここでは、その時々で観察される品目別価格変動分布に対し、正規逆ガウス分布を用いて、統計的に当てはまりのよい分布をパラメトリックに推計したうえで、その推計された分布の最も密度の高い価格変化率と定義している。もっとも、足もとでは、観察される品目別価格変動分布のばらつきが拡大するもとの、正規逆ガウス分布の当てはまりは悪化している。そのため、ここでの最頻値の推計値は、相応の幅をもってみる必要がある。

¹⁹ 各指標の詳細は、日銀レビュー「賃金・物価の相互連関を巡る最近の状況について」（2024-J-2）を参照。

²⁰ 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

図表36：CPIの刈込平均値等



（出所）日本銀行、総務省

（注）CPI（消費税率引き上げ・教育無償化政策、旅行支援策の影響を除く）を用いて日本銀行スタッフが算出。2020/4月以降のCPIは、高等教育無償化等の影響も除いた日本銀行スタッフによる試算値。直近は、2024/11月の値。

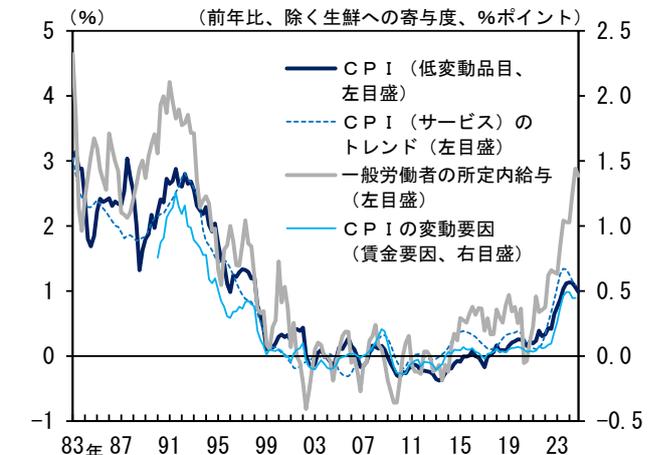
図表37：上昇・下落品目比率



（出所）日本銀行、総務省

（注）上昇・下落品目比率は、前年比上昇・下落した品目の割合（CPI除く生鮮、消費税率引き上げ・教育無償化政策、旅行支援策の影響を除く）。日本銀行スタッフ算出。2020/4月以降のCPIは、高等教育無償化等の影響も除いた日本銀行スタッフによる試算値。直近は、2024/11月の値。

図表38：賃金要因によるCPIの変動



（出所）総務省、厚生労働省、日本銀行

（注）1. CPI（低変動品目）、一般労働者の所定内給与は前年比。CPI（サービスのトレンド）は前期比年率の後方6四半期移動平均。一般労働者の所定内給与の1993年以前は、常用労働者の値。2016年以降は、共通事業所ベース。
2. CPIの変動要因（賃金要因）は、輸入物価（円ベース）、需給ギャップ、賃金（一般労働者の所定内給与）、CPI（低・中・高変動）からなる4変数VARを、CPIの変動率別に、それぞれ20年ローリングサンプルで推計し、CPIと賃金の関係性を用いて、算出。
3. CPI（サービスのトレンド）は、項目別のサービス価格と業種別の所定内給与を用いて、サービス価格固有のトレンドとサービス価格と賃金に共通するトレンドを算出・合成したものの。
4. 2024/4Qは、10～11月の値。

この間、内需デフレーターの前年比は、2%程度となっている(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3%程度の伸びとなっている。輸入デフレーターの前年比は、原油等の資源価格下落の影響などからプラス幅が縮小している。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、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。

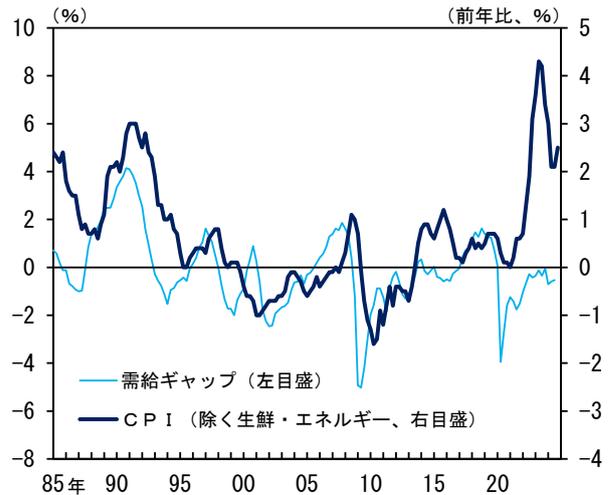
(物価を取り巻く環境)

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)。この間、女性や高齢者による労働参加の増加ペースの鈍化もあって、労働需給はマクロ的な需給ギャップ以上に引き締まっている。こうしたもと、多くの業種で企業が労働の供給制約に直面しつつある状況を踏まえると、マクロ的な需給ギャップが示唆する以上に、賃金や物価には上昇圧力がかかるとみられる。

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加している。また、賃金の上昇が続くも、人

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。

図表39：CPIと需給ギャップ



(出所) 総務省、日本銀行
 (注) 1. CPIは、消費税率引き上げ・教育無償化政策、旅行支援策、携帯電話通信料の影響を除いた日本銀行スタッフによる試算値。
 2. 需給ギャップは、日本銀行スタッフによる推計値。

図表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。
 2. 家計は、5択選択肢情報を用いた修正カルソン・パーキン法による。
 3. 企業は、全産業全規模ベースの物価全般の見通し(平均値)。

②BEI



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

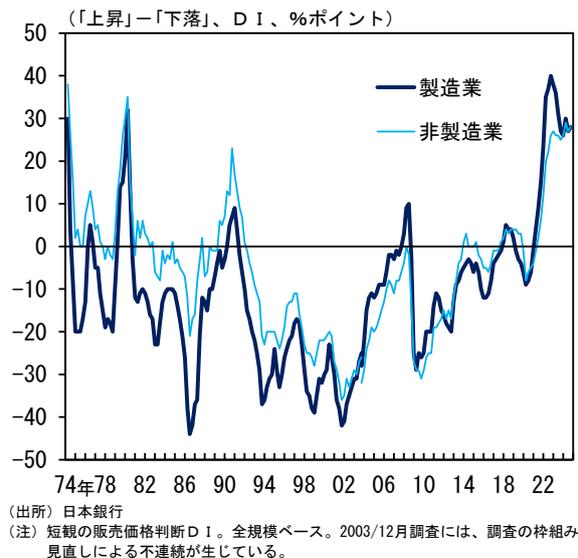
件費や物流費等の上昇を販売価格に反映する動きも広がってきている。先行きについては、労働需給が引き締まった状況が維持されるもと、企業の賃金・価格設定行動の変化が続き、予想物価上昇率は緩やかに上昇していくと考えられる。こうしたもと、物価上昇を反映した賃上げが実現するとともに、賃金上昇が販売価格に反映されていくことを通じて、賃金と物価の好循環は引き続き強まっていくとみられる。

第3に、輸入物価は、契約通貨ベースでは既往の商品市況の動きを受けて幾分下落している。一方、円ベースでは、為替変動の影響から、昨年夏場以降、いったん下落した後、再び上昇している(図表42、43)。最終需要・中間需要物価指数(FDI指数)をみると、川上に位置する「FDI指数(ステージ1)」は、輸入物価の動きを受けて小幅に上昇している(図表44)。「FDI指数(ステージ2)」も、小幅に上昇している。相対的に川下に位置する「FDI指数(ステージ3~4)」は、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、電気・ガス代の負担緩和策の終了や燃料油補助金の縮小が上押しに作用するが、2025年2~4月にかけて電気・ガス代の負担緩和策が再開されるもとで、それが物価の下押しに作用すると見込まれる²¹。その後については、政府によ

²¹ エネルギー価格は、2023年に導入された電気・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、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。補助金の支給額は2023年入り後段階的に縮小されてきたが、2023年9月に補助金が再度拡充

図表41：販売価格判断



図表42：国際商品市況



図表43：輸入物価指数



る負担緩和策が 2025 年 4 月頃に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 年中は、振れはあるものの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。

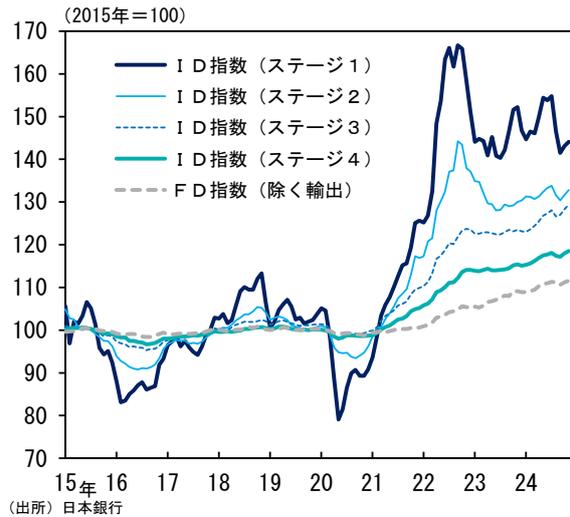
(物価の先行き)

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、2%程度で推移していくとみられる(図表 45)。なお、2025 年度については、米価格の上昇によって消費者物価(除く生鮮食品・エネルギー)が押し上げられている面もある。

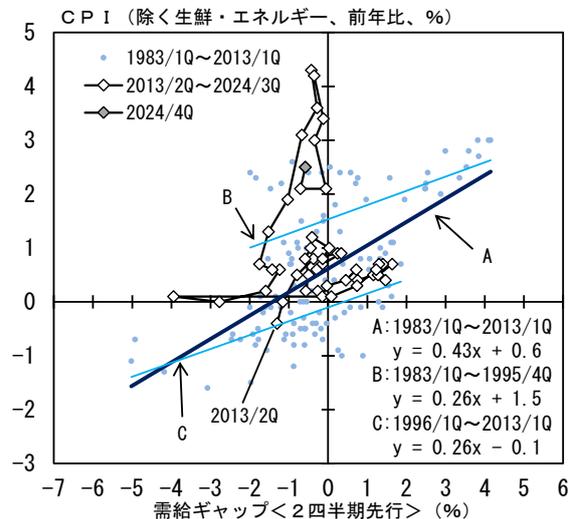
前述のエネルギー価格の動向と併せてみると、消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、2024 年度に 2%台後半、2025 年度に 2%台半ばとなったあと、2026 年度は概ね 2%程度となると予想される。見通し期間の前半については、消費者物価(除く生鮮食品)の前年比に対して、米価格が高水準で推移すると見込まれることや政府による施策の反動が生じることが押し上げ方向で作用す

され、同 10 月から 2024 年 12 月半ばまではレギュラーガソリンの全国平均価格が 175 円程度の水準になるよう実施された。その後、2024 年 12 月半ば、2025 年 1 月半ばに 5 円程度ずつ補助が縮小された。電気代については 2024 年 6 月末で終了し、同 7~8 月は前年比が上昇したが、同 9~10 月は 1 kWh あたり 4 円、11 月は同 2.5 円の割引(検針月ベース)が行われたため、前年比の下押しに作用した。また、2025 年 2~4 月検針分についても補助再開の方針が示されている(補助額は 2025 年 2~3 月が同 2.5 円、同 4 月が同 1.3 円)。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。

図表44：FD-I D指数(総合)



図表45：フィリップス曲線



(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。

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、中小企業を含め、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。

3. わが国の金融情勢

(金融環境)

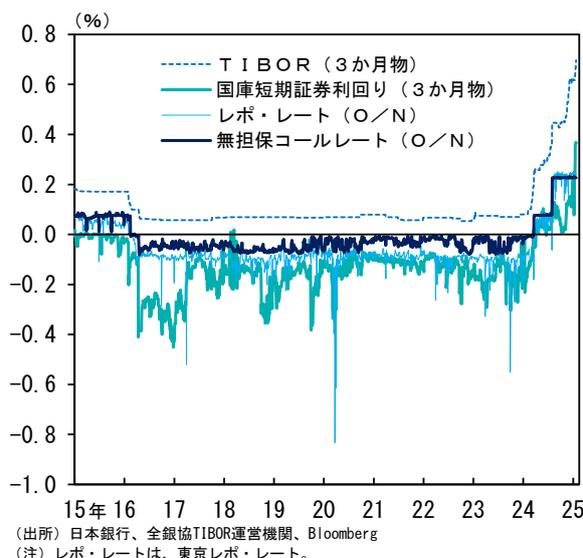
わが国の金融環境は、緩和した状態にある。

短期金利をみると、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、0.25%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）が上昇している。

実質金利は、マイナスで推移している（図表 47）²²。

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、上昇しているが、なお低水準で推移している。CPの発行金利は、上昇している。社債の発行金利は、ベースレートの上昇を反映して、上昇している。

図表46：短期金利



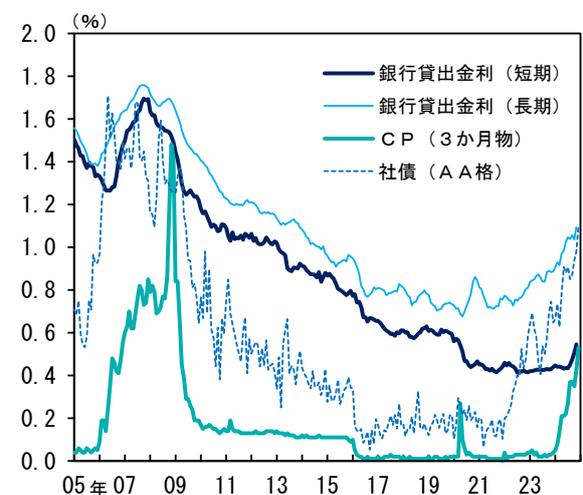
(出所) 日本銀行、全銀協TIBOR運営機関、Bloomberg
(注) レポ・レートは、東京レポ・レート。

図表47：実質金利（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
(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



(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

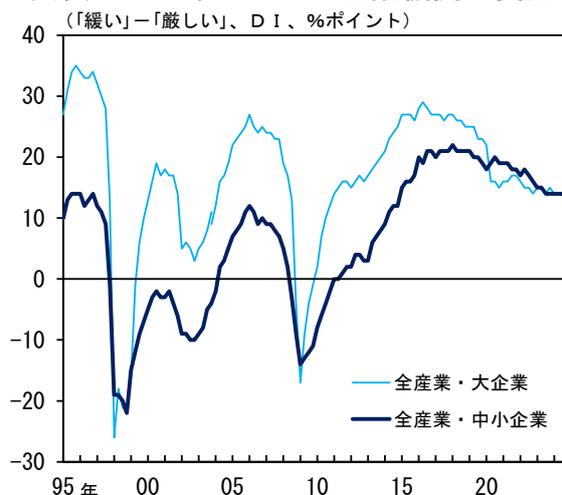
(注) 1. CP発行利回りの2009/9月以前はa-1格以上、2009/10月以降はa-1格。
2. 社債発行利回りは、単純平均値、起債日ベース。対象は国内公募社債で、銀行や証券会社などの発行分は除く。
3. 銀行貸出金利は、後方6か月移動平均。

²² 実質金利を用いた金融緩和度合いの評価については、2024年4月展望レポートBOX 5を参照。

企業からみた金融機関の貸出態度を短観のD Iでみると、全体として緩和的な水準を維持している（図表49）。短観のC P発行環境判断D Iは、引き続き「楽である」超となっている。こうしたもとで、C P・社債市場では、良好な発行環境となっている。企業の資金繰りを短観のD Iでみると、経済活動の回復や価格転嫁の進展を背景に、良好な水準となっている（図表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%台半ばとなっている（図表51）。C P・社債の発行残高の前年比は、4%台半ばとなっている。

図表49：企業からみた金融機関の貸出態度



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

図表50：企業の資金繰り



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

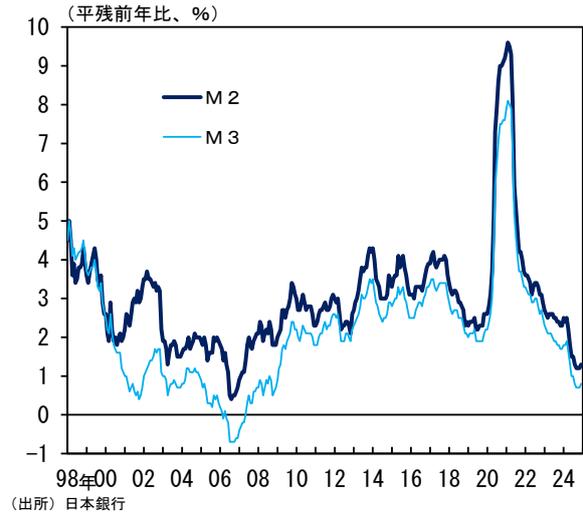
図表51：貸出残高とC P・社債発行残高



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

マネーストック（M2）の前年比は、貸出残高の増加や財政支出による押し上げが続くも、1%台前半となっている（図表52）。

図表52：マネーストック



（金融市場動向）

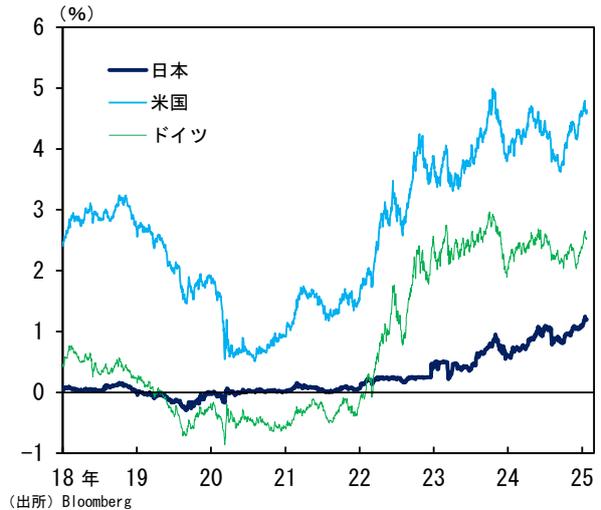
国際金融市場の動向をみると、米国の新政権の政策運営を巡る不確実性は引き続き意識されているものの、米国の堅調な経済指標等に支えられて、市場センチメントはひと頃に比べて改善した状態が続いている。

米国の長期金利(10年物国債利回り)をみると、新政権のもとでの財政政策運営を巡る思惑から上下に振れつつも、堅調な経済指標を受け、先行きのFRBの利下げペースが緩やかなものに止まるとの見方もあって、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、上昇している。

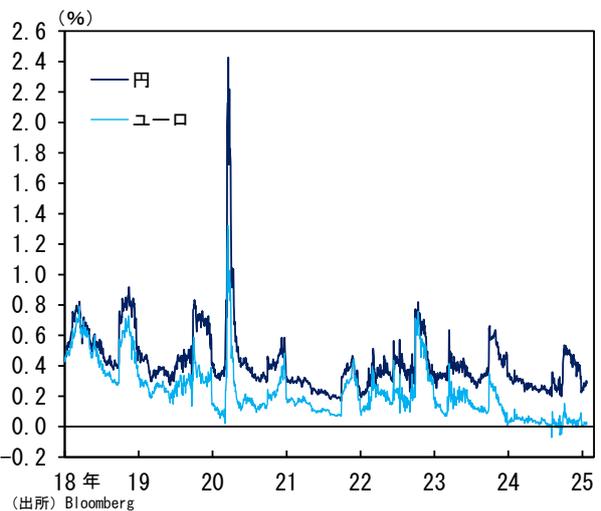
円を見合いとするドル調達にかかるプレミアムは、年末越えを意識した季節的な需給の引き締めりによる押し上げが剥落し、縮小している(図表54)。

株式市場をみると、米国の株価は、金利上昇が重石として意識されたものの、新政権のもとでの拡張的な財政政策や規制緩和に対する期待の高まりなどを受けて、上昇している(図表55)。欧州の株価も、上昇している。この間、わが国の株価は、米国株価の動きに連れつつ、横ばい圏内の動きとなっている。新興国の株価は、下落している。

図表53：主要国の長期金利（10年物国債）

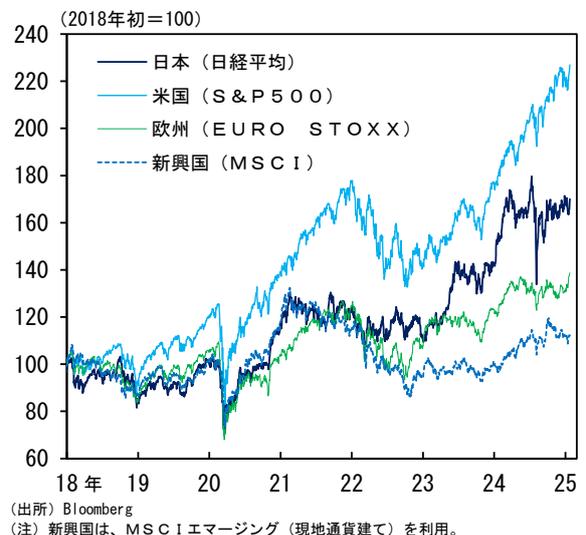


図表54：ドル資金調達プレミアム



(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。

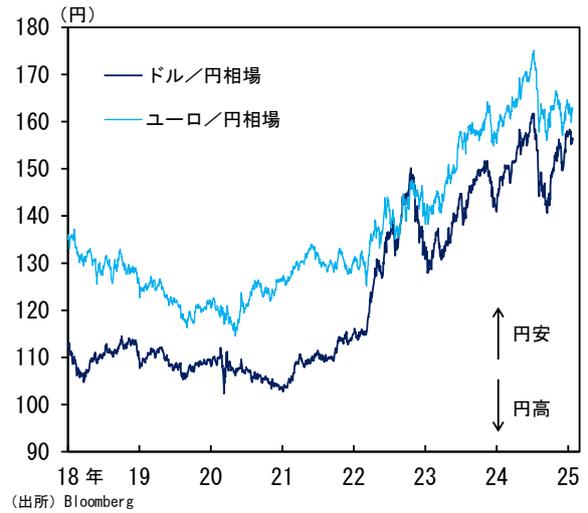
図表55：主要株価指数



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の、上下に振れる場面もみられたが、均してみると、ドル高・円安方向の動きとなっている(図表 56)。円の対ユーロ相場は、ユーロ安・円高方向の動きとなっている。

以 上

図表56：ドル円・ユーロ円相場



(BOX 1) 最近のサービス収支の動向

わが国のサービス収支の最近の動向をみると、コロナ禍以降、インバウンド関連の旅行収支や産業財産権等使用料（特許料・海外子会社からのロイヤリティ等）が改善する一方、デジタル関連サービス等の輸入が増えるなかで、サービス収支全体では小幅な赤字を続けてきた（図表 B1-1）。本 BOX では、旅行収支とデジタル関連サービス収支の最近の動向について考察する。

最初に、旅行収支について詳しくみると、入国者数の合計は、直近では季節調整済の年率換算で 4 千万人程度となっており、コロナ禍前の同 3 千万人強の水準を上回っている（図表 B1-2①）。地域別にみると、2024 年に入ってから中国、NIEs・ASEAN の入国者数の伸びが鈍化している一方、欧米・その他地域からの入国者数ははつきりと増加している。また、訪日外国人の一人当たり旅行支出も、物品購入に加え、宿泊単価の上昇や飲食支出の増加がみられるもと、滞在期間の長い欧米からの入国者数の増加も相まって、上昇傾向が続いている（図表 B1-2②）。このように、訪日外国人数および一人当たり単価がともに増加していることから、旅行収支全体でも改善している。先行きについても、インバウンド需要の高まりを背景に入国者数の増加は続くと思われ、旅行収支は黒字幅を拡大していくと考えられる。ただし、関連業種における人手不足や空港キャパシティーなど交通面での供給制約には留意する必要がある。

次に、デジタル関連サービスの収支について詳しくみると、その内訳は、クラウドサービス等（通信・コンピュータ・情報サービス）、配信サービスのライセンス料等（著作権等使用料）、ウェブサイ

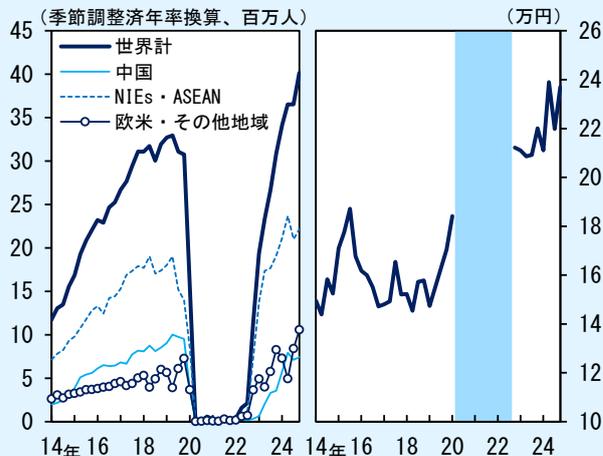
図表B1-1：サービス収支



(出所) 財務省・日本銀行
 (注) 1. デジタル関連、産業財産権等使用料、その他は、日本銀行スタッフによる季節調整値。
 2. デジタル関連は、著作権等使用料、通信・コンピュータ・情報サービス、専門・経営コンサルティングサービスの合計。
 3. 2024/4Qは、10～11月の値。

図表B1-2：旅行収支

①入国者数 ②訪日外国人一人当たり旅行支出



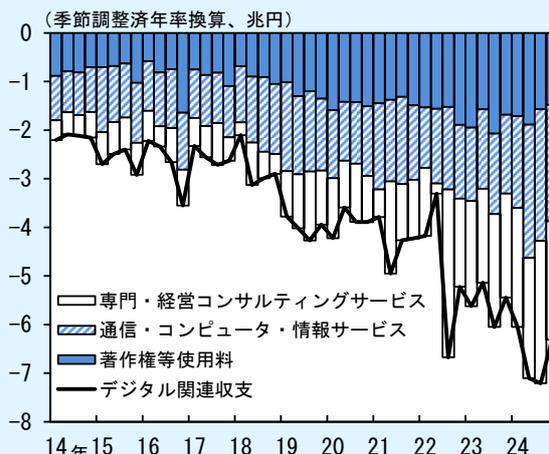
(出所) 観光庁、日本政府観光局 (JNTO)
 (注) 1. 入国者数は、日本銀行スタッフによる季節調整値。
 2. シャド一部分は、コロナ禍による調査中止・縮小期間。

ト広告等(専門・経営コンサルティングサービス)の支払が概ね同程度の割合から構成されており、これらはいずれも拡大基調にある(図表 B1-3)。クラウドサービスの増加は、本邦企業が、生産性向上等を企図してデジタル技術の活用を拡大したことや、コロナ禍以降にデジタルツールが普及したことが影響している。配信サービスのライセンス料等とウェブサイト広告の増加については、海外企業(プラットフォーマー)が提供するサービスの利用者の増加が影響している。

なお、各国が公表しているデジタル関連サービス収支(クラウドサービス・配信サービスのライセンス料等・ウェブサイト広告等)の受取・支払を国別にみると、米国では、デジタルサービスを提供する企業の好調な業績を映じて、デジタル関連サービスの収支が改善傾向にある一方、わが国は米国と比べてもデジタル関連サービスの受取(輸出額)は少なく、収支はマイナスが続いている(図表 B1-4)。

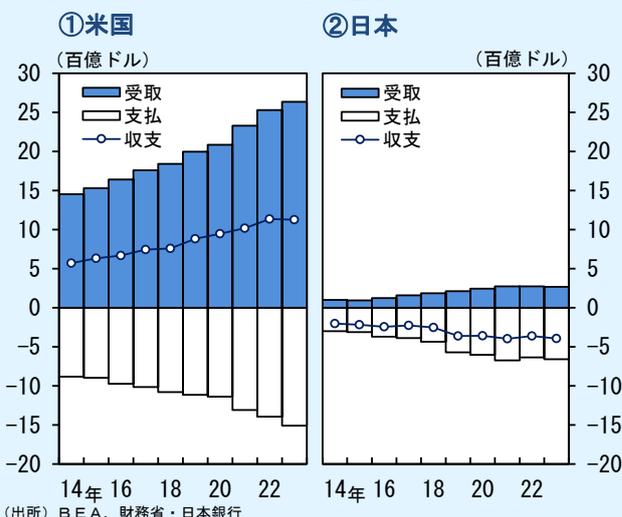
国際貿易における比較優位の観点からは、個別項目の収支の多寡は、それ自体が問題ではなく、自社や自国の付加価値生産に貢献しているかという視点が重要である。デジタルサービスの輸出は無形資産投資との関連が強いといわれており、今後、知的財産権等で強みを持つ企業のサービス輸出が伸びるか、あるいはそのような企業が台頭するかは、マクロ的な経済成長にとって重要である。また、デジタルサービスの輸入についても、国内企業が、それらを利活用し、新たな財やサービスを提供することで、自社の生産性や収益性の向上につながっているかという視点からみていく必要がある。

図表B1-3：デジタル関連収支



(出所) 財務省・日本銀行
 (注) 1. 日本銀行スタッフによる季節調整値。
 2. 2024/4Qは、10~11月の値。

図表B1-4：デジタル関連収支の日米比較



(出所) B E A、財務省・日本銀行

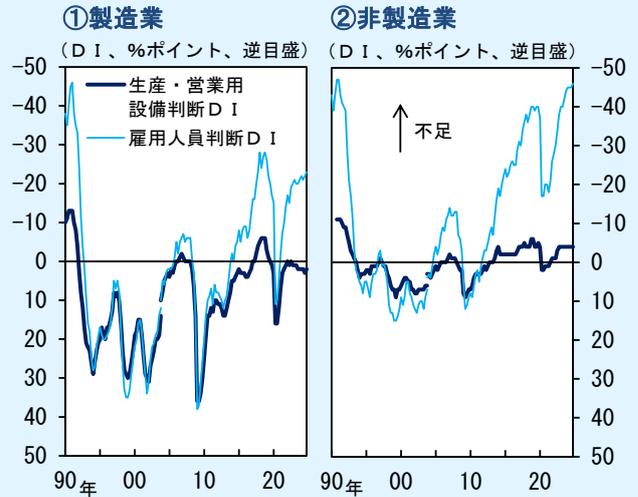
(BOX 2) 資本と労働の代替性と労働の供給制約

本BOXでは、業種別にみた資本と労働の代替性について分析し、労働の供給制約への含意について考察する。

生産・営業用設備判断D Iと雇用人員判断D Iの関係を見ると、過去においては、両者が概ね連動して動いていたが、最近では、人手不足感が強まって、設備判断D Iは不足超に動きにくい傾向があり、特にそうした傾向が非製造業において顕著である(図表B2-1)。需要が改善する時には、通常、資本と労働の両方への需要も増加することになるが、業種によっては、資本と労働への需要の増え方が異なるケースもある。これは、業種ごとに、生産関数における資本と労働の代替性が異なることに起因する。

以上の問題意識をもとに、今般、非金融法人部門(マクロでみた付加価値の約7割)を対象に、労働と資本の代替性が業種によって異なるか、法人季報のデータを使用してCES(Constant Elasticity of Substitution)型の生産関数を用いて資本と労働の代替弾力性を推計した。一般論として、CES型の生産関数は、代替弾力性が1であれば通常のコブ・ダグラス型、代替弾力性が0であれば、最小の生産要素によって生産が規定されるレオンチェフ型を内包する。代替弾力性が大きいCES型の生産関数のもとでは、労働供給制約に直面した場合には、資本によって、ある程度代替が可能であるため、生産の抑制効果は大きくない(図表B2-2①)。一方、生産関数がレオンチェフ型の場合は、労働供給制約の影響によって、生産が大きく減少する。生産は労働量に制約されるため、資本は余剰であっても生産には寄与しない(具体例として、従業員が確保できないために

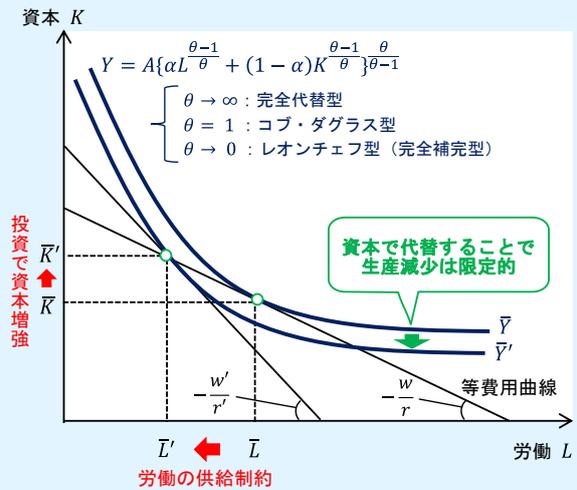
図表B2-1：設備判断と雇用人員判断



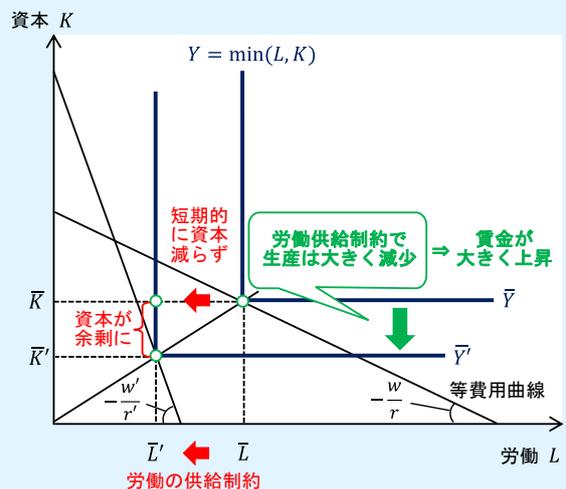
(出所) 日本銀行
(注) 短観ベース(全規模、「過剰」-「不足」)。2003/12月調査には、調査の枠組み見直しによる不連続が生じている。

図表B2-2：生産関数の形状と労働供給制約

①CES型生産関数



②レオンチェフ型生産関数 ($\theta \rightarrow 0$ のケース)



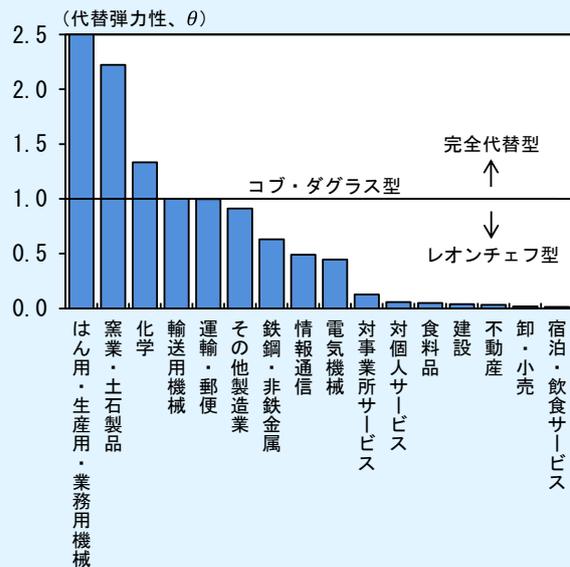
店を100%稼働できない飲食店が挙げられる)(図表 B2-2②)。

業種別に生産関数の推計結果をみると、製造業は資本と労働の代替性が高い(1を上回る業種が多い)一方、サービス業や建設業は、生産要素間の代替性が低く(=補完性が高く)、レオンチェフ型に近い(1を下回る)形状である可能性が示唆された(図表 B2-3①)。業種ごとの代替弾力性と期近の雇用人員判断DIの関係を散布図でみると、サービス業や建設業では、資本と労働の代替性が低く、機械への代替が難しいなかで、深刻な人手不足に直面しており、労働の供給制約に直面していると考えられる(図表 B2-3②)。

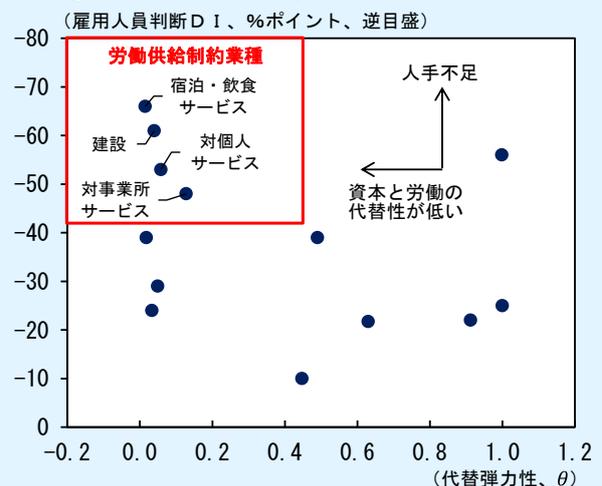
以上を踏まえると、資本と労働の代替性が低い業種が労働供給制約に直面しているほか、図表 B2-1 が示唆するように、最近では、製造業でも雇用人員判断DIにおける不足感の強まり対比で生産・営業用設備判断DIにおいては不足感が強まっておらず、労働供給制約に直面していると考えられる。こうした観測事実は、経済活動や物価・賃金のダイナミクスも、労働需給のひっ迫に焦点を当てた情勢判断を行うことが重要な局面になっていることを示唆している。

図表B2-3：CES型生産関数の推計結果

①業種別の資本と労働の代替弾力性



②資本と労働の代替弾力性と人手不足



(出所) 財務省、内閣府、日本銀行

- (注) 1. 資本と労働の代替弾力性は、法人季報ベースの付加価値額、有形固定資産(除く建設仮勘定)、労働者数を用いて、業種別にCES型生産関数を推計して算出。付加価値額=営業利益+人件費+減価償却費。付加価値額と有形固定資産は、SNAベースのデフレーターを用いて実質化。推計期間は、2000/1Q~2024/2Q。
2. 運輸・郵便は、近年自動化が進んでいる倉庫業などを含む。
3. 雇用人員判断DIは、2024/12月調査時点の値。

(BOX 3) 労働の供給制約と企業の投資活動

本BOXでは、労働の供給制約が企業の投資活動に与える影響について確認する。短観のソフトウェア投資額をみると、人手不足が深刻な業種ではソフトウェア投資が急増しており、限られた人手で労働生産性を高める動きが活発化している(図表 B3-1)。

また、昨年に日本銀行が実施した大規模アンケートの結果をみても、企業が現在の設備投資スタンスを積極化させている理由として、人手不足対応の投資が、企業規模を問わず、回答割合の上位を占めている(図表 B3-2)。また、大・中堅企業では、脱炭素やDX関連投資の必要性が意識されるもと、研究開発投資も増えており、これを支える専門的な人材への需要も旺盛である(図表 B3-3)。

ただし、BOX 2 でみたように、こうした資本による労働の代替は緩やかにしか進行せず、労働の供給制約によって生産が抑制されている可能性もある。実際、機械受注や建築着工などの設備投資に関する先行指標は、高めの水準ながら横ばい圏内の動きが続いている。

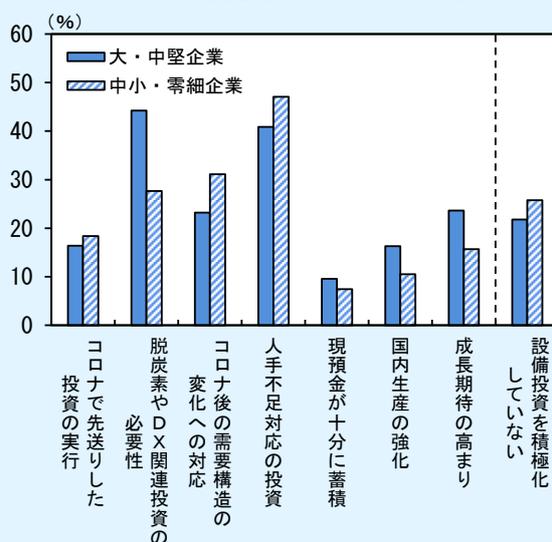
これと関連し、機械受注や建設工事の受注残は増加傾向にある。機械受注における主要品目の受注残をみると、工作機械の受注残は中国の不動産市況軟調などの影響を受け横ばい圏内で推移しているが、半導体製造装置などが含まれる電子計算機等や通信機など、ITサイクルなどに関連して需要が旺盛で高度な知識を必要とする品目は一貫して受注残が増加している(図表 B3-4①)。これらの品目では、専門人材の不足などから企業は労働の供給制約に直面して、機械類の増産が難しくなっている可能性がある。

図表B3-1：ソフトウェア投資



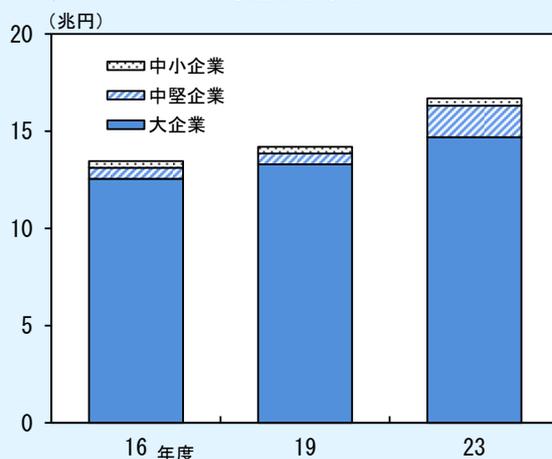
(出所) 日本銀行
(注) 短観ベース(全規模)。2024年度は、2024/12月調査時点の計画値。

図表B3-2：設備投資スタンス積極化の理由



(出所) 日本銀行
(注) 「1990年代半ば以降の企業行動等に関するアンケート調査」において、コロナ後に国内の設備投資を積極化させた理由として、「重要度が高い」と回答した企業の割合(最大3つまで回答可能)。

図表B3-3：研究開発投資



(出所) 日本銀行
(注) 短観ベース(全産業)。

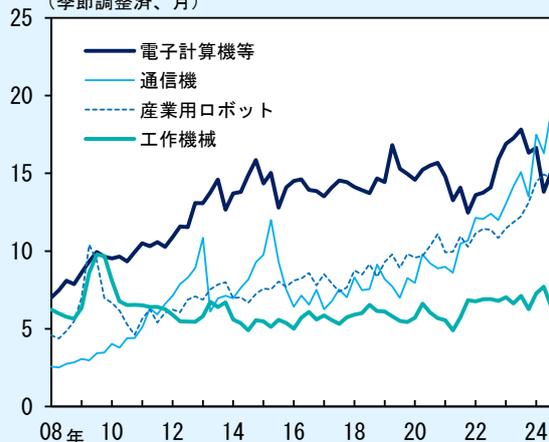
また、建設工事の受注残についても、人手不足による着手の遅れなどから、手持ち工事月数が上昇傾向にあることが確認できる（図表 B3-4②）。こうした建築着工の遅れによって、工場建屋の完成が遅れると、例えば、そこに据え付けられる予定の産業用ロボットの納入も後ずれし、結果的に産業用ロボットの受注残が増加することになる。

このように、最近では、設備投資の進捗が、労働の供給制約によって遅延している可能性がある。もとより、受注残が増加していることは、需要が旺盛であることの証左でもある。今後の設備投資を判断していくうえでは、需要動向に加え、人手不足による労働供給制約にも注意していく必要がある。

図表B3-4：投資の受注残

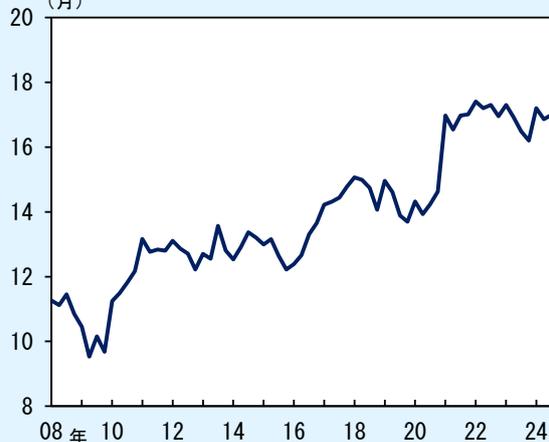
①機械受注（受注残高手持月数）

（季節調整済、月）



②建設工事受注（手持ち工事月数）

（月）



（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2024/4Qは、11月の値。手持ち工事月数の2024/4Qは、10月の値。

(BOX 4) 労働需給と賃金について

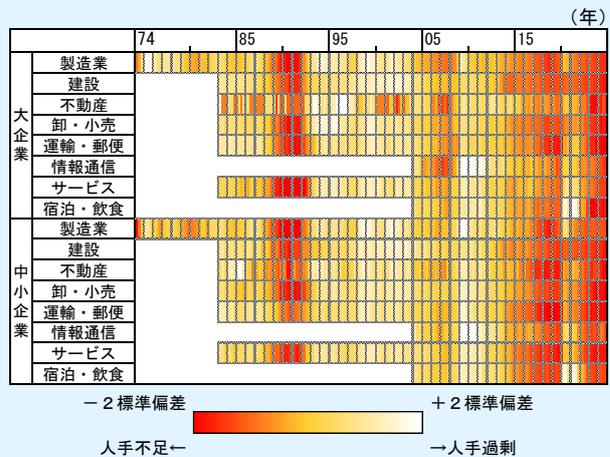
本BOXでは労働需給と賃金について確認する。労働需給のひっ迫度合いの広がりや、業種・企業規模横断的にみるため、前回の展望レポートで示した短観の雇用人員判断DIのヒートマップで確認すると、最近では、引き続き、人手不足感が幅広い業種・企業規模で強いことが分かる(図表B4-1)。また、正社員とパート別、業種別・企業規模別(図表B4-2、B4-3)にみても、最近では、パートに比べ、正社員の労働需給がひっ迫しており、相応に広がりがある²³。

今般、労働経済動向調査の欠員率を用いて、UV分析——失業(Unemployment)と欠員(Vacancy)の関係から、失業率の構造的な部分と循環的な部分を識別する方法——を行い、構造失業率を推計した²⁴。構造失業率は、若手を中心とした正社員の転職市場の拡大や、これまで非正規労働者として働いていた人が正規労働者へと転換する動きが活発になるなかで、自発的失業に付随する摩擦的失業に規定される面がある。この点、自発的失業に関しては、労働力調査で求職理由が「自発的離職」の失業者数を捕捉できることから、今般、これと構造失業率の関係について調べた。図表B4-4①をみると、両者には高い相関があることが確認できる。これらは、別々の計算方法から導出されたものであるため必ずしも一致するものではないが、一つの解釈として、転職市場が活発化するもとの、若者を中心に、よりよい転職先

²³ 業種別・企業規模別・雇用形態別の労働需給ヒートマップは、労働者過不足判断DI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」を用いている。

²⁴ UV分析では、失業率と欠員率が等しいとき、労働需給は全体として均衡していると考え、そのときの失業率を構造失業率とみなす。今回は、構造失業率を規定するUV曲線の傾きが長期的に一定で、切片は統計的手法によって変化し得るよう推計した。

図表B4-1：労働需給ヒートマップ・短観

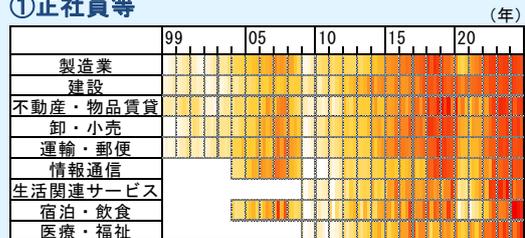


(出所) 日本銀行

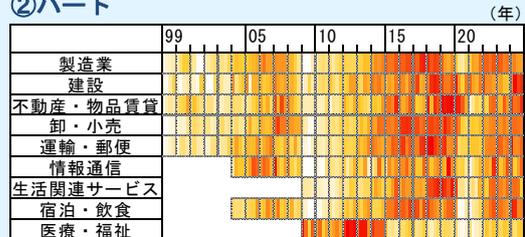
(注) 1. 短観の雇用人員判断DIを、業種別・規模別に全期間の平均と標準偏差で基準化して作成。大企業は資本金10億円以上、中小企業は同2,000万円以上1億円未満。
2. サービスの2010/3月調査以降は、対事業所サービスと対個人サービスを有効回答社数で加重平均した値を基に作成。

図表B4-2：労働需給ヒートマップ・業種別

①正社員等



②パート

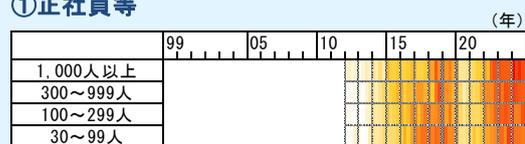


(出所) 厚生労働省

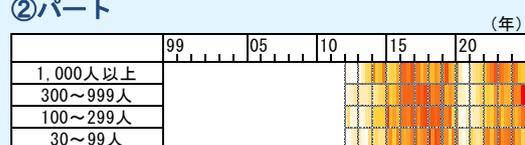
(注) 1. 労働経済動向調査の労働者過不足判断DIを、雇用形態別・業種別に全期間の平均と標準偏差で基準化して作成。①の2007年以前は、常用労働者の値を基に作成。
2. 色の表示は、図表B4-1と同じ。

図表B4-3：労働需給ヒートマップ・規模別

①正社員等



②パート



(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DI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B4-1と同じ。

を探す目的で失業プールに滞留する人（所謂「ジョブ・ホッピング」）が増えていることが構造失業率を押し上げていると考えられる。その構造失業率を用いて労働市場のひっ迫度合いを表す失業率ギャップ（実際の失業率と構造失業率の差）を計算すると、労働市場のひっ迫度合いはバブル期より強まっている（図表 B4-4②）。

こうした計測結果を踏まえつつ、労働需給のひっ迫度合いと名目賃金の関係を雇用形態別にみると、一般労働者・パート労働者ともにコロナ禍以降に傾きがスティーブ化している（図表 B4-5）。これは、①人手不足が中長期的に継続する可能性を踏まえ、賃金が先行き持続的に上昇を続けるという予想が出てきていることに加え、②人手不足感の強まりによって、企業の賃金設定スタンスが前傾化していること、が要因として考えられる。

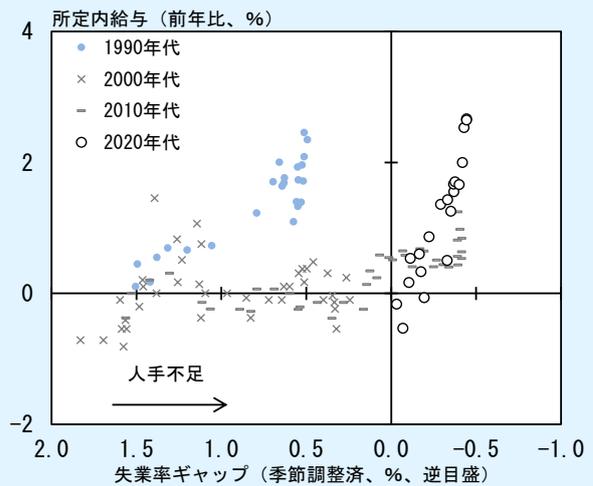
図表B4-4：失業率ギャップ



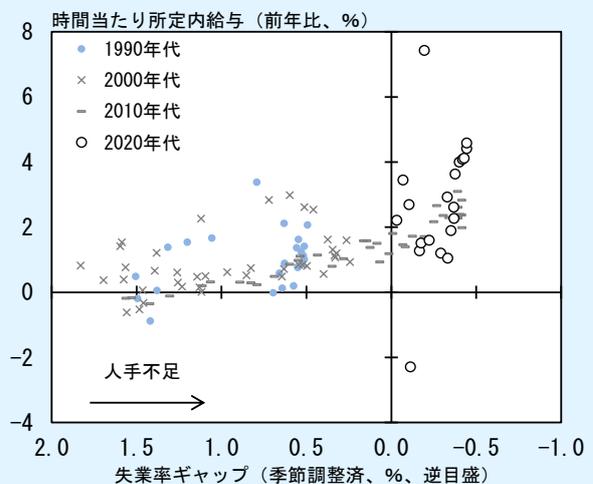
(出所) 厚生労働省、総務省
 (注) 1. 2020/10以降の構造失業率は、労働経済動向調査の欠員率を用いた試算値。
 自発的離職失業率=「自発的な離職(自己都合)」による失業者数÷労働力人口
 2. 失業率ギャップ=失業率-構造失業率
 3. 2024/4Qは、10~11月の値。

図表B4-5：賃金版フィリップス曲線

①一般労働者



②パート労働者



(出所) 厚生労働省、総務省
 (注) サンプル期間は、1994/10~2024/4Q。2024/4Qは、10~11月の値。

(BOX 5) サービス価格の趨勢

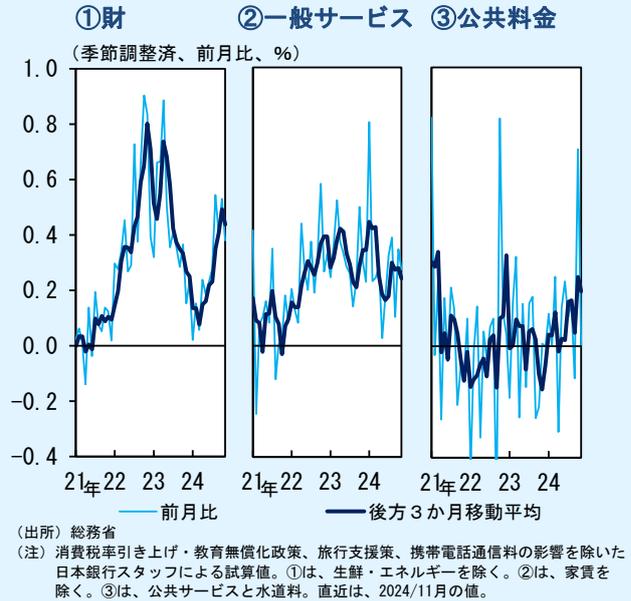
本BOXでは、最近のサービス価格の趨勢について確認する。

最初に、消費者物価の季節調整済の前月比を財・サービス別にみると、財は、既往の輸入物価上昇を起点とする価格転嫁の影響が減衰していくも、2024年に入るまでは伸び率が鈍化してきたが、足もとは、原材料費や物流費の上昇を背景に食料工業製品等が上昇していることに加え、米価格の上昇もあって、伸び率が再び拡大している(図表B5-1)²⁵。一般サービス(除く家賃)は、振れを伴いつつも、高めの伸びが続いており、賃金上昇等を受けた値上げが進んでいることが示唆される。この間、公共料金の伸びは、他よりも低いものの、緩やかに拡大している。

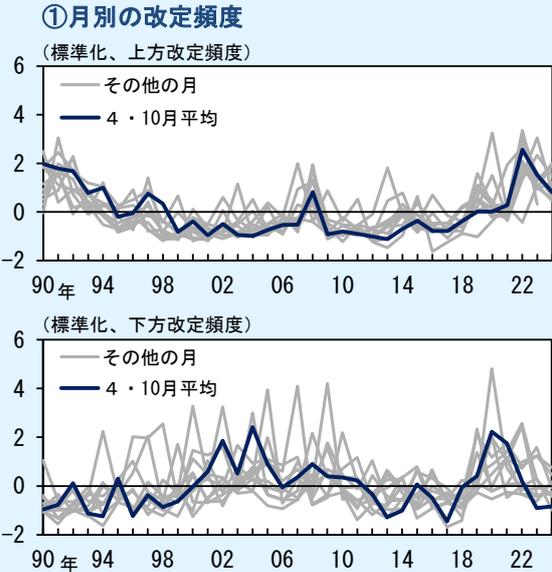
次に、サービス価格の改定状況について確認する。2024年7月の展望レポートでみたとおり、4月・10月がサービス価格の主な改定期であり、これらの月に値上げが生じることは、物価上昇が持続するかをみるうえで重要な論点である。実際、月ごとにサービス価格の上方改定頻度をみると、最近では、4月・10月に上方改定がみられており、サービス価格が全般的に上昇していた1990年代前半と同程度の改定頻度となっている(図表B5-2①)。また、4月・10月に上方改定がみられている年は、ほかの月でも上方改定される頻度が高くなっていることが分かる。この点を確認するために、季節性を調整した指数を用いて、月ごとに価格改定頻度の差があるかどうかを検証すると、4月・10月とそれ以外の月で大きな差はみられないことが、統計的にも確認できる(図表B5-2②)。

²⁵ 米価格の上昇については、コスト上昇圧力(肥料、燃料費等)や需給がタイト化したことなど、複数の要因が重なったことが影響したとみられる。

図表B5-1：CPIのモメンタム



図表B5-2：一般サービスの価格改定



②残存季節性のWald検定

上方改定頻度	下方改定頻度	上方-下方改定頻度
p=0.840	p=0.837	p=0.895

(出所) 総務省
(注) 1. 小売物価統計の地域別・品目別データから算出。
2. ②は、帰無仮説を「月ダミーにかかる係数がすべて0」としたWald検定の結果。被説明変数は、当期の価格改定頻度。説明変数は、月ダミーと前期の価格改定頻度。推計期間は、1990/1月～2024/11月。価格改定頻度は季節調整値。詳細は、Hornstein, A. (2024), "Residual Seasonality in Monthly Core Inflation," Federal Reserve Bank of Richmond, Economic Brief, May 2024, を参照。

以上を踏まえると、一般サービス価格の動向をみる際には、4月・10月といった期初に加えて、それ以外の月においても、価格改定が生じているかどうかをチェックすることも重要である。最近では、外食や家事関連サービスにおいて、原材料費や人件費の上昇を主因に値上げを行う企業がみられている。今後も、大きな価格改定は4月・10月に生じると考えられるが、それら以外の月の値上げ状況も、物価上昇のモメンタムを確認するうえでは重要である。

最後に、サービス価格の趨勢をみるうえでは、賃金と物価の関係を確認することが重要である。この点に関連し、消費者物価のうち「コストに占める人件費比率が高い品目」の動向をみても、緩やかな上昇トレンドが続いている（図表 B5-3）。このほか、企業向けサービス価格（S P P I）について、人件費率の高い品目や、各品目と短観の業種をマッチングしたうえで、人手不足度が高い品目をみると、賃金上昇によってこれらの分類に属する企業向けサービス価格が押し上げられていることが示唆される（図表 B5-4）。

以上をまとめると、2024年10月の価格改定期では、サービス価格の値上げが消費者物価および企業物価で進捗したもと、サービス価格のトレンドについても、賃金上昇が定着するにつれて、上昇トレンドがはっきりしてきていると考えられる。

なお、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 B5-5）。一方、2024年入り後は、賃金の上昇を反映し、ユニット・レーバークスト（ULC）の寄与が高まっている。今後、賃金・物価が緩やかに上昇するもと、UPとULCがバランスよく伸びていくと考えられる。

図表B5-3：人件費比率別CPI



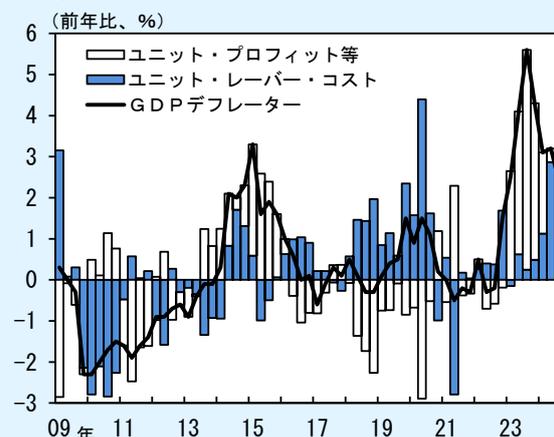
(出所) 総務省
 (注) 1. CPIは、生鮮・エネルギー・帰属家賃のほか、一時的な要因の影響を除いた日本銀行スタッフによる試算値。直近は、2024/11月の値。
 2. CPIの品目を2015年産業連関表の分類とマッチングした上で、国内生産額に占める「賃金・俸給」等の割合をもとにグルーピング。「高（低）」は、上位（下位）25%に該当するCPI品目を加重平均して算出。

図表B5-4：企業向けサービス価格



(出所) 総務省、日本銀行
 (注) 1. ①は企業向けサービス価格（S P P I）の品目を2015年産業連関表の分類とマッチングした上で、国内生産額に占める「賃金・俸給」等の割合をもとにグルーピング。「高（低）」は、上位（下位）50%程度に該当するS P P I品目を加重平均して算出。
 2. ②はS P P Iの品目を短観の業種とマッチングした上で、雇用人員判断における「不足」の回答割合（2022～2024年平均）をもとにグルーピング。「高（低）」は、非製造業全体と比べて「不足」の回答割合が高い（低い）業種に対応するS P P I品目を加重平均して算出。国際運輸、財価格に連動しやすい品目（リース、レンタル）、ペントアップ需要の影響がみられた品目（宿泊、旅客輸送等）を除く。< >内はS P P I全体に占める割合。

図表B5-5：GDPデフレーター



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

