

＜不開示情報：有（種類：審議・検討）＞
＜配付先：金融政策決定会合関係者限り＞
＜作成局における保管期間満了時期：2037年12月＞

2007.10.26

企 画 局

金融環境の現状評価

（概況）

前回決定会合（10月10・11日）以降、7～9月期のローン・サーベイが公表されたほか、CP、社債の発行に関するデータ等が10月中旬時点までアップデートされた。これらの指標の動きは、「企業金融を巡る環境は、緩和的な状態にある」との基調判断と概ね整合的な範囲にあると判断される。

1. 貸出・資本市場調達

民間総資金調達をみると、前年比小幅のマイナスで推移している（7月-0.5%→8月-0.4%→9月-0.3%、図表1）。

（1）銀行貸出

民間銀行貸出（特殊要因調整後）は、緩やかな増加を続けている（7月+1.2%→8月+1.3%→9月+1.4%、図表2）。

貸出金利は、8月までのところ、緩やかに上昇しているが、全体として、引き続き、きわめて低い水準にある。

—— 新規貸出約定平均金利は、短期、長期とも、月々の振れを均してみれば、緩やかな上昇傾向にある（図表4、5）。

—— この間、長期プライムレートは、10月10日に0.20%引き上げられ、2.45%となった。

資金需要面をみると、潤沢なキャッシュフローを背景に外部資金需要がそれほど強くない中、貸金業等、一部に弱めの動きもみられたことから、横ばい圏内で

推移している。

—— 「主要銀行貸出動向アンケート調査」(ローン・サーベイ)をみると、企業の資金需要(7~9月期)は、前回調査から小幅改善した(1~3月+9→4~6月-2→7~9月0、図表6)。もっとも季節調整後のベースで見ると(図表7)、大企業向け、中小企業向けともにDIが低下している。資金需要「減少」の理由をみると、「資金繰りの好転」を挙げる先が多く、引き続き潤沢なキャッシュフローがDI押し下げに寄与していることが窺える。また、業種別には、「建設・不動産」のDI悪化が目立ち(季調済、大企業:1~3月+13→4~6月+4→7~9月-3、中小企業:1~3月+9→4~6月+6→7~9月+5)、改正建築基準法の施行による建築着工の遅延も影響したとみられる。

—— 国民公庫の調査をみると、DIは前回に比べてやや低下したが、DIの水準は、金融システム不安前の水準となっている(図表8)。

一方、銀行の貸出運営スタンスをみると、民間銀行は、緩和的な貸出姿勢を続けている。

—— ローン・サーベイをみると、銀行の貸出運営スタンス(7~9月期)は、「積極化」超幅を縮小したが、利鞘設定、信用枠、信用リスク評価については、4~6月期から特に大きな動きは窺えない。

こうしたもとで、企業の資金繰りは、引き続き良好に推移している。

—— 国民公庫の調査をみると、DIは前回に比べやや低下したが、DIの水準は、金融システム不安前の水準となっている(図表8)。

(2) 資本市場調達

CP・社債の発行残高は、前年を上回って推移している(7月+3.3%→8月+2.1%→9月+2.8%、図表11)。

—— CPについて、10月の対短国スプレッドをみると、9月期末越え要因の剥落などから幾分縮小した(図表12)。これを受けて、CP発行金利も、前月と比べ幾分低下している。

—— 社債の発行環境をみると、社債発行スプレッドは、上位格付け先を中心に引き続きタイトな状況にある(図表13)。下位格付け先のスプレッドがここに来てやや拡大しているのは、上中旬発行分というサンプル数が限られた中で、

たまたまスプレッドの大きめな銘柄の発行が集中したためと考えられる。現に、ヒアリング情報等では発行環境が特に悪化しているとは聞かれない。

▽ CP・社債の発行金利における信用スプレッド

(月平均、%)

		07/1Q	2Q	3Q	07/8月	9月	10月 ^P
C P	A1+格	0.01	0.02	0.02	-0.00	0.10	0.04
	A1格	0.07	0.05	0.10	0.09	0.18	0.09
	A2格	0.22	0.23	0.27	0.26	0.36	0.28
社 債	AAA格	0.13	0.12	0.17	0.19	0.20	0.19
	AA格	0.24	0.18	0.21	0.18	0.25	0.26
	A格	0.32	0.30	0.37	0.38	0.46	0.52

- (注) 1. CPの発行レートは、全ターム平均ベース。社債発行金利は、発行金利が相対的に高いノンバンク分等を除いたベース。また、いずれも銀行発行分は含まない。信用スプレッドは、CPは短国(3か月物)、社債は同年限の国債の流通利回りとの利回り格差の単純平均値。
 2. CPのA2格は、スプレッドの厚い商社を除いたベース。
 3. 07/10月は、CPは22日、社債は23日までの計数。

▽ 公募社債発行額

(1か月当り、億円)

	07/1Q	2Q	3Q	07/8月	9月	10月 ^P
公募社債発行額	4,763	6,800	7,290	5,250	8,940	6,050
うちBBB格 (シェア%)	735 (15.4)	953 (14.0)	660 (9.1)	300 (5.7)	1,100 (12.3)	400 (6.6)

- (注) 起債日ベース。銀行債は含まない。07/10月は、23日までの計数。

エクイティファイナンスをみると、転換社債発行額および増資額は、大型案件がみられたことから、前月と比べ増加した。

▽エクイティファイナンスの状況

(1か月当り、億円)

	07/1Q	2Q	3Q	07/8月	9月	10月 ^P
転換社債発行額	732	485	1,055	2,151	916	1,475
株式調達額	1,480	964	1,002	1,910	547	1,352

(注) 国内外市場の合計(但し、株式調達額の07/10月は国内市場のみの速報値)。払込み日ベース。銀行の調達分は含まない。07/10月は、22日までの計数。

2. マネー関連指標

(1) マネタリーベースの動向

マネタリーベースの伸び率は、前年比1%程度の伸びとなっている。(7月-2.3%→8月+0.7%→9月+0.7%、図表16)。

—— 銀行券発行残高は、前年比1%台の伸びが続いている(7月+1.6%→8月+1.3%→9月+1.5%、図表15)。10月23日までの平残では、前年比+1.7%となっている。

(2) マネーサプライの動向

マネーサプライ(M2+CD)は、前年比2%程度の伸びとなっている(7月+2.0%→8月+1.8%→9月+1.7%、図表17)。

3. 企業倒産

企業倒産件数は、9月は1,047件、前年比+1.7%となった(図表20)。

4. インフレ予想

コンセンサス・フォーキャスト調査(10月調査)によるエコノミストの中長期的なCPI見通しは、4月調査時点に比べて下方修正された(図表21)。

以 上

「金融環境の現状評価」参考計表

- | | |
|---------|--------------------------|
| (図表 1) | 民間部門総資金調達 |
| (図表 2) | 民間銀行貸出 |
| (図表 3) | 民間銀行貸出の内訳 |
| (図表 4) | 預貸金利関連指標 |
| (図表 5) | 貸出金利 |
| (図表 6) | 企業金融関連指標 |
| (図表 7) | 資金需要 |
| (図表 8) | 企業の資金繰り・金融機関の貸出態度 |
| (図表 9) | 金融機関の貸出運営スタンス |
| (図表 10) | 資本市場調達関連指標 |
| (図表 11) | C P・社債発行残高 |
| (図表 12) | C P発行環境 |
| (図表 13) | 社債発行環境 |
| (図表 14) | エクイティファイナンス |
| (図表 15) | マネー関連指標 |
| (図表 16) | マネタリーベース |
| (図表 17) | マネーサプライ |
| (図表 18) | M 2 + C D増減とバランスシート項目の対応 |
| (図表 19) | 企業倒産関連指標 |
| (図表 20) | 企業倒産 |
| (図表 21) | インフレ予想 |
| (図表 22) | 金利水準と実体経済 |

民間部門総資金調達

対外非公表

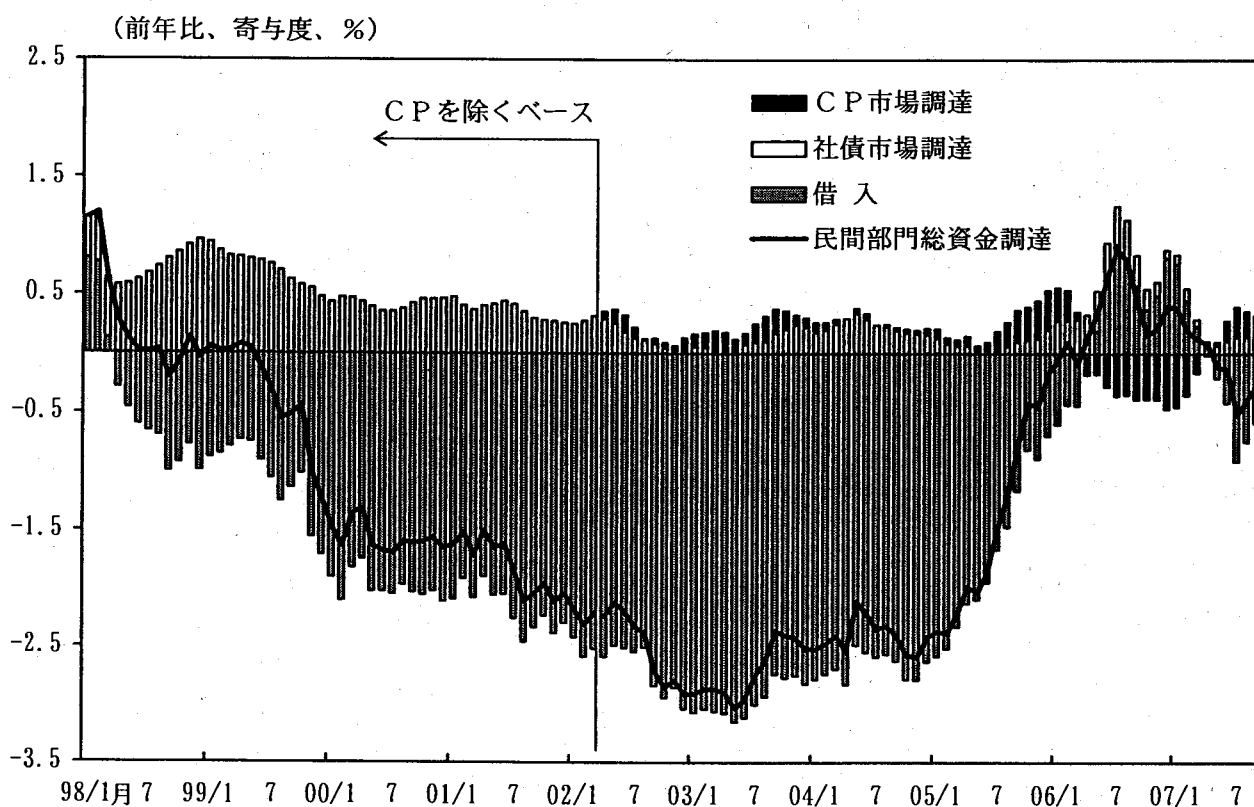
(1) 民間部門総資金調達の内訳

— 平残前年比%、前年比寄与度%ポイント；残高、兆円

		2006年	07/ 1~3月	4~6	7~9	07/7月	8	9	2006年 平残
民間部門総資金調達		0.3	0.2	-0.1	-0.4	-0.5	-0.4	-0.3	648
寄 与 度	銀行・信金・外銀計	1.7	1.8	1.1	0.5	0.4	0.5	0.6	453
	生保	-0.2	-0.2	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.2	33
	政府系	-1.3	-1.1	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0	76
	3 公庫	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	28
	住宅機構 (旧住公)	-1.0	-0.8	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	47
	直接市場調達	0.1	-0.2	0.1	0.4	0.4	0.4	0.3	86
	C P	-0.2	-0.3	0.1	0.2	0.3	0.2	0.1	15
	社債	0.3	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.2	72

- (注) 1. 償却・為替・流動化要因調整後。
 2. 銀行・信金・外銀計は、都銀、長信銀、信託銀、地銀、第二地銀、外銀、信金の合計。
 3. 当月の計数を把握できない場合には、前年比伸び率を前月比横這いと置いている。
 4. 住宅金融支援機構(旧住公)の当月の計数については、業務局財政収支Gの予測値を用いている。
 5. 社債残高は、日証協、アイ・エヌ情報センターのデータ等を用いて推計。
 6. 生保、政府系、直接市場調達は、前当月末の平均を平残としている。

(2) 民間部門総資金調達の推移



民間銀行貸出

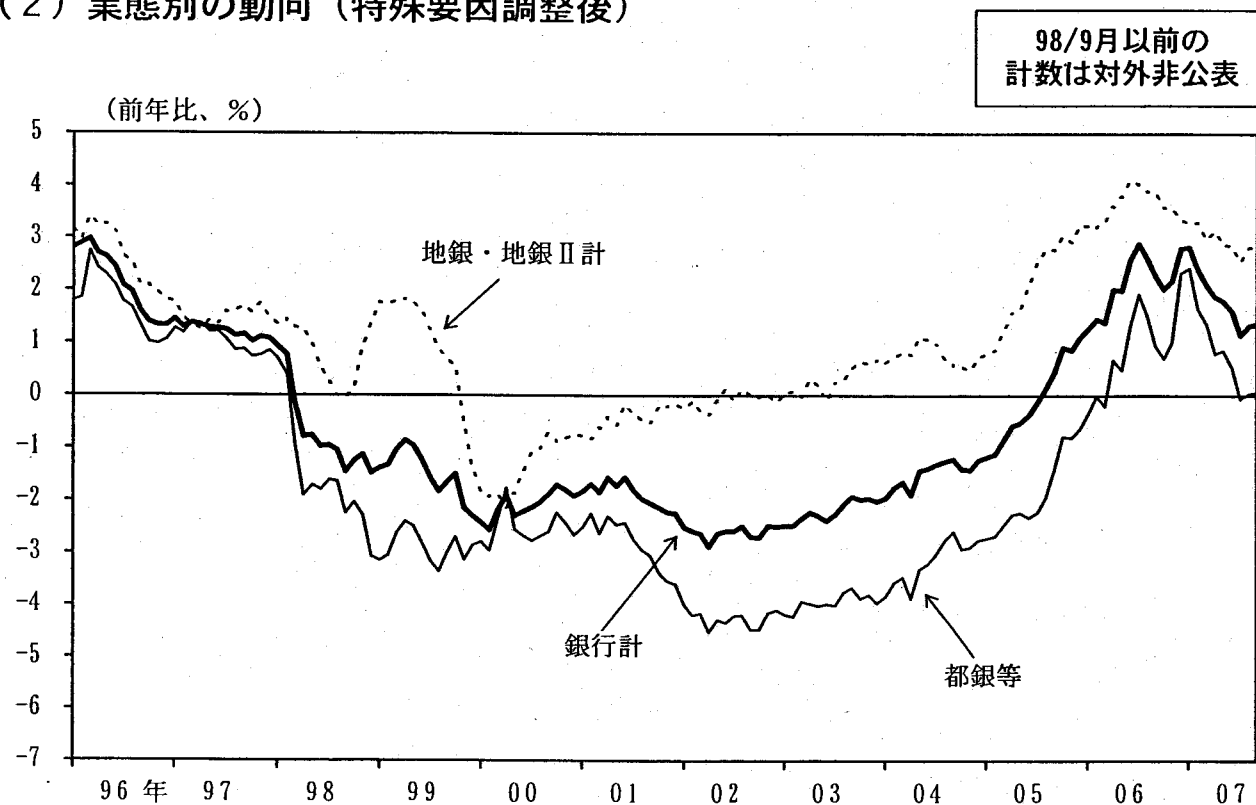
(1) 銀行貸出残高

	2006年	07/ 1~3月	4~6	7~9	07/7月	8	9	2006年 平残
銀行計	2.1	2.4	1.8	1.3	1.2	1.3	1.4	385
	[1.2]	[1.4]	[0.9]	[0.5]	[0.3]	[0.5]	[0.6]	—
都銀等	0.9	1.8	0.7	0.0	-0.1	0.0	0.1	207
地銀・地銀Ⅱ計	3.6	3.2	3.0	2.7	2.6	2.8	2.9	178
地銀	3.7	3.3	3.1	2.9	2.7	3.0	3.1	137
地銀Ⅱ	3.5	2.8	2.5	2.1	2.0	2.2	2.1	40

— 前年比% ; 残高、兆円

- (注) 1. 総貸出平残ベース。前年比計数は、償却・為替・流動化要因調整後（〔 〕内のみ調整前）。
2. 特殊要因調整後計数は、貸出の実勢をみるため、①貸出債権の流動化による変動分、②為替相場変動による外貨建貸出の円換算額の変動分、③貸出債権の償却による変動分、④旧国鉄清算事業団向け貸出の一般会計への承継分、および⑤旧住宅金融債権管理機構向け貸出の整理回収機構への承継分を調整したもの。あくまでも種々の前提に基づく試算であり、試算結果については幅を持ってみる必要がある。
3. 銀行計は、都銀等、地銀、地銀Ⅱの合計。

(2) 業態別の動向（特殊要因調整後）

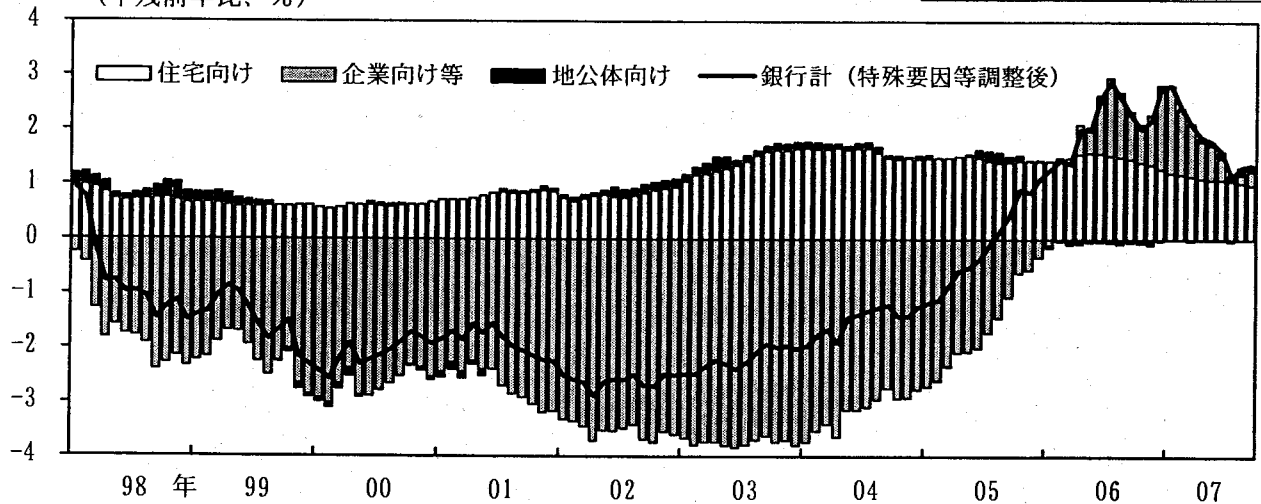


民間銀行貸出の内訳

(1) 借入主体別

(平残前年比、%)

内訳の計数および98/9月以前の銀行計は対外非公表

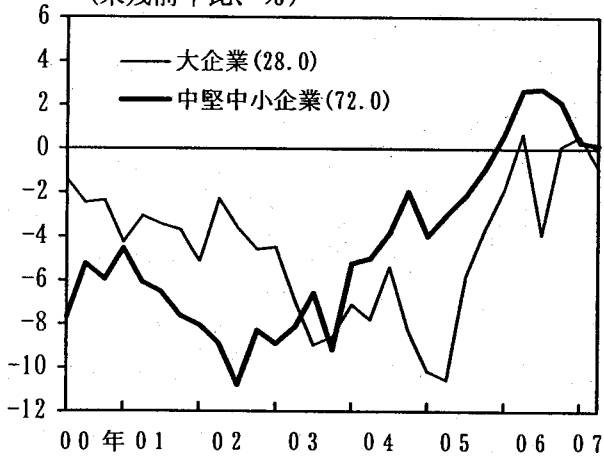


(注) 計数は5業態ベース。住宅ローン以外の個人向けは企業向け等に含まれる。

(2) 企業向け貸出の内訳

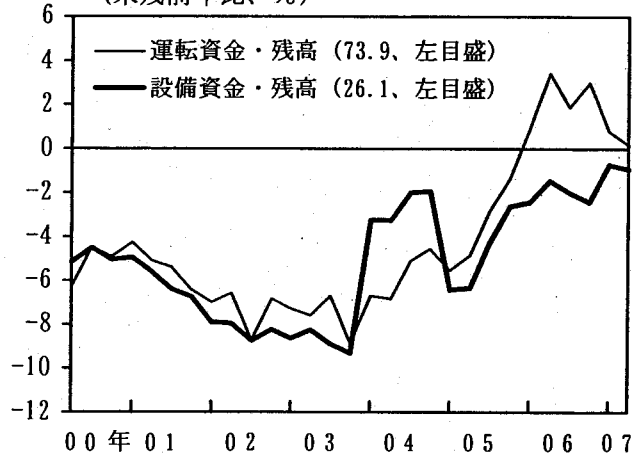
<企業規模別>

(末残前年比、%)



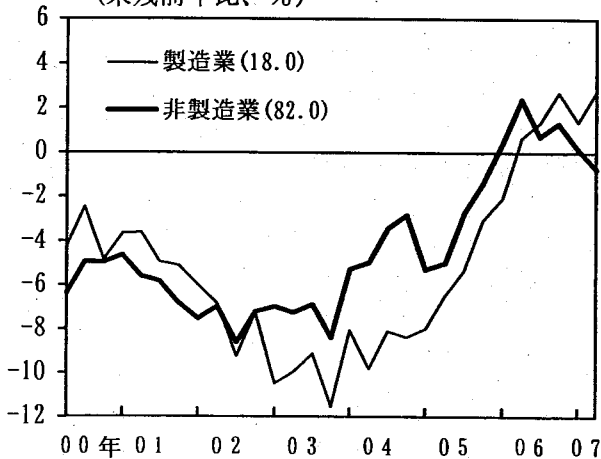
<資金使途別>

(末残前年比、%)



<業種別>

(末残前年比、%)



(注) 計数は国内銀行ベース、特殊要因等調整前。()内は直近(07/2Q)の企業向け貸出残高に占めるウェイト。

(図表4)

預貸金利関連指標

交付税特会向けを除く貸出約定平均金利、
スプレッド貸出のスプレッドの計数は
対外非公表

<貸出金利>

		06/ 10~12月	07/ 1~3	4~6	7~9	07/7月	8	9
短期プライムレート(末値)		1.625	1.875	1.875	1.875	1.875	1.875	1.875
長期プライムレート(末値)		2.35	2.20	2.45	2.25	2.55	2.55	2.25
貸出約定平均金利								
新 規	短期	1.537	1.563	1.616	—	1.818	1.667	—
	除く交付税特会向け	1.821	1.834	1.930	—	2.038	2.005	—
	長期	1.674	1.660	1.768	—	1.834	1.720	—
	総合	1.601	1.614	1.690	—	1.826	1.693	—
ス ト ック	短期	1.418	1.505	1.593	—	1.625	1.644	—
	長期	1.875	1.917	1.976	—	2.006	2.016	—
	総合	1.747	1.801	1.874	—	1.902	1.917	—
スプレッド貸出の	短期	0.49	0.48	0.48	—	0.44	0.44	—
スプレッド(都銀等)	長期	0.75	0.72	0.75	—	0.70	0.67	—

(注) 短プラ、長プラの直近(10/26日)の値は、短プラは1.875%、長プラは2.45%。

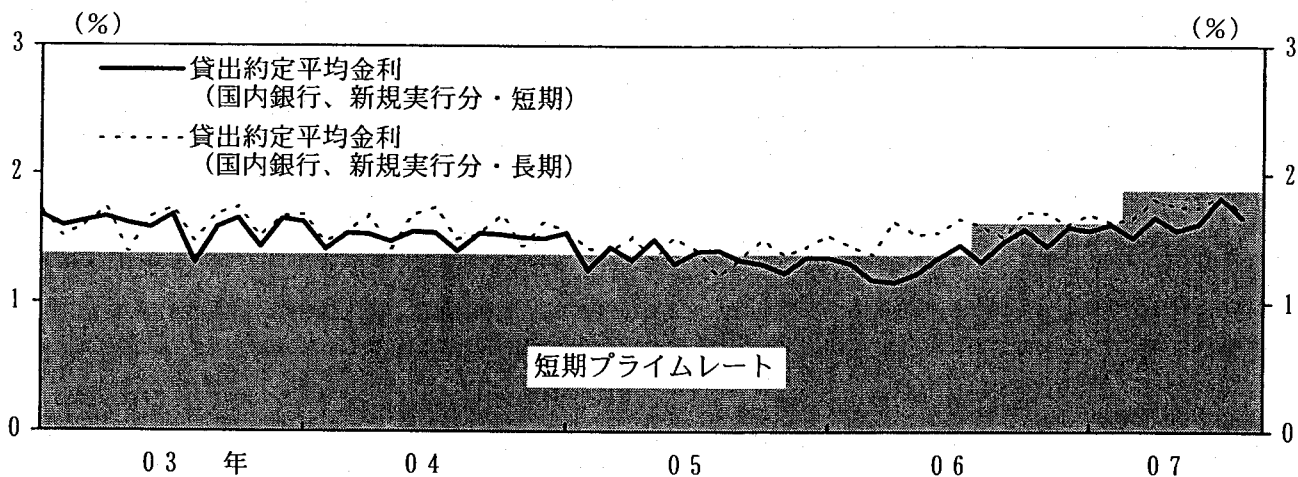
<預金金利>

	06/ 10~12月	07/ 1~3	4~6	7~9	07/7月	8	9
普通預金	0.099	0.196	0.196	0.196	0.196	0.196	0.196
定期預金(1,000万円以上、6か月)	0.195	0.300	0.300	0.300	0.300	0.300	0.300
定期預金(1,000万円以上、1年)	0.292	0.398	0.400	0.400	0.400	0.400	0.400

(注) 月末、四半期末を含む週の平均店頭表示金利。

貸出金利

(1) 貸出金利

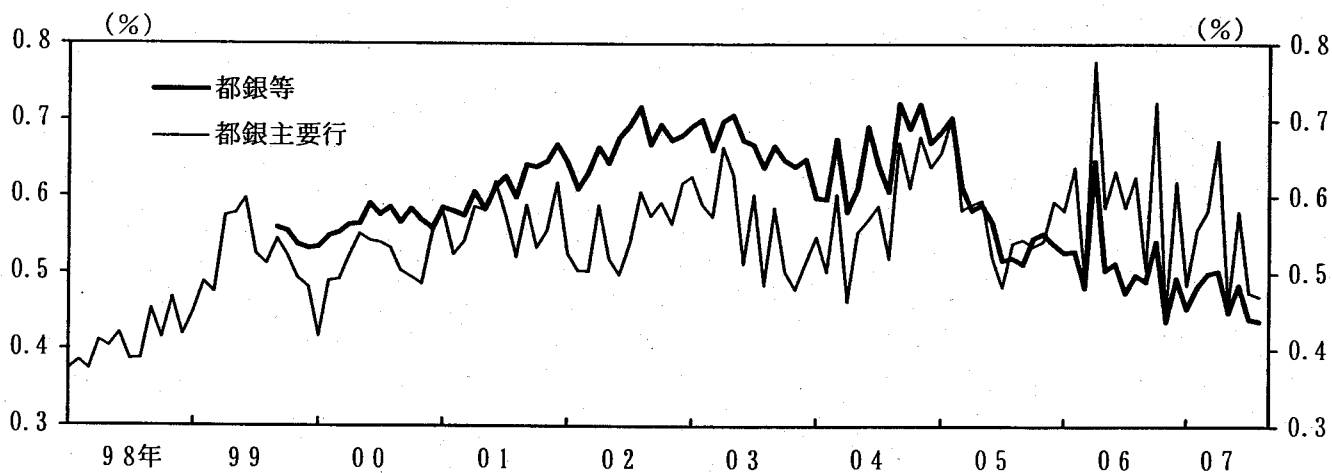


(注) 短期プライムレートは月末時点。

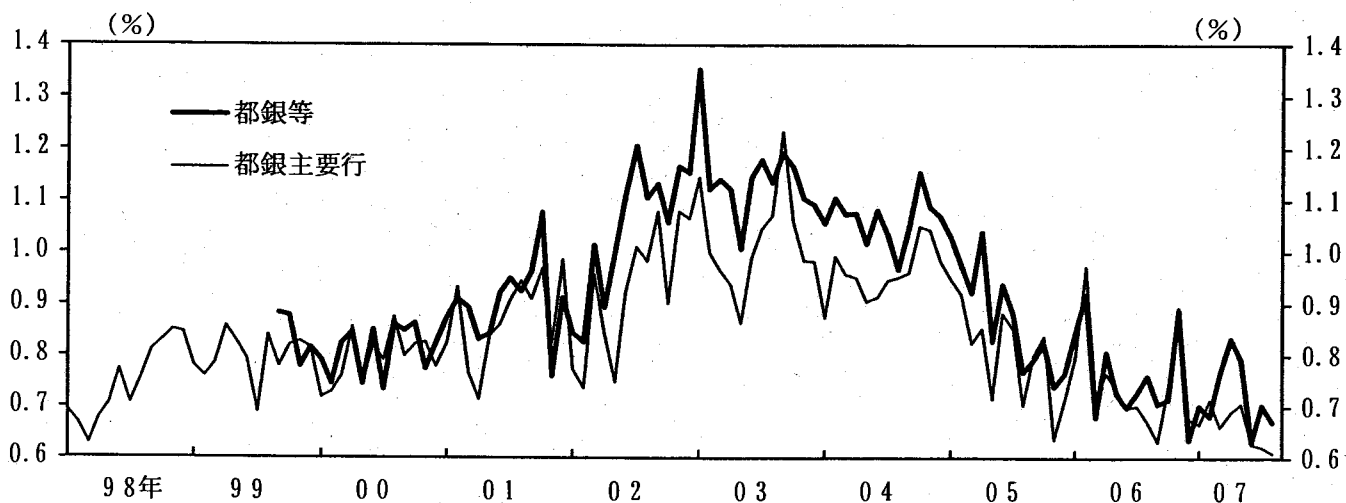
(2) スプレッド貸出のスプレッド

対外非公表

<短期>



<長期>



企業金融関連指標

＜資金需要関連＞

— 兆円、%ポイント

		05/ 10~12月	06/ 1~3	4~6	7~9	10~12	07/ 1~3	4~6	7~9
企業の資金過不足額（－：不足）		1.2	-3.0	-4.8	-9.3	-9.9	-12.6	-20.3	—
企業の資金過不足額②（－：不足）		16.7	13.1	14.0	9.7	12.4	9.7	6.4	—
資金需要D I （主要銀行貸出動向アンケート調査）									
企業向け		15	21	17	14	14	9	-2	0
大企業向け	（「増加」+ 0.5×「やや増加」 -「減少」+ 0.5×「やや減少」）	13	7	15	14	7	6	5	4
中小企業向け		13	18	4	12	9	5	-5	2
個人向け		10	19	14	5	7	13	5	6

（注）資金過不足額＝キャッシュフロー－資金使途、1年間の累計額。

資金使途は、設備投資、運転資金増減、手許決済資金増減、配当金、自社株買い等の合計。

資金過不足額②は、資金使途を設備投資（除くソフトウェア投資）、運転資金増減、手許決済資金増減の計としたもの。内訳項目も含めた資金過不足額の詳細な定義は図表7を参照。

＜資金繰りD. I.＞

— %ポイント

		06/ 7~9月	10~12	07/ 1~3	4~6	7~9	07/7月	8	9
全国短観（全産業）	「楽である」 -「苦しい」	7	8	6	8	6			
大企業		21	21	21	22	21			
中小企業		-2	-1	-2	0	-1			
中小企業金融公庫	「余裕」-「窮屈」	-0.1	0.9	0.7	-0.3	-0.5	-3.5	2.1	-0.2
商工中金	「（前月比）好転」 -「（前月比）悪化」	-2.3	-1.6	-2.0	-0.9	-2.0	-0.9	-2.3	-2.8
国民生活金融公庫	「（前期比）好転」 -「（前期比）悪化」	-22.3	-23.7	-25.2	-23.1	-26.5			

（注）中小企業金融公庫・商工中金の四半期データは、月次データの平均。

＜金融機関の貸出態度＞

— %ポイント

		06/ 7~9月	10~12	07/ 1~3	4~6	7~9	07/7月	8	9
貸出態度判断D. I.									
全国短観（全産業）	「緩い」-「厳しい」	14	15	15	15	13			
大企業		24	25	24	24	23			
中小企業		9	10	9	9	8			
中小企業金融公庫	「緩和」-「厳しい」	47.3	46.2	47.9	45.8	45.9	44.3	46.3	47.0
国民生活金融公庫	「（前期比）容易」 -「（前期比）困難」	-7.7	-6.4	-8.7	-9.8	-10.9			

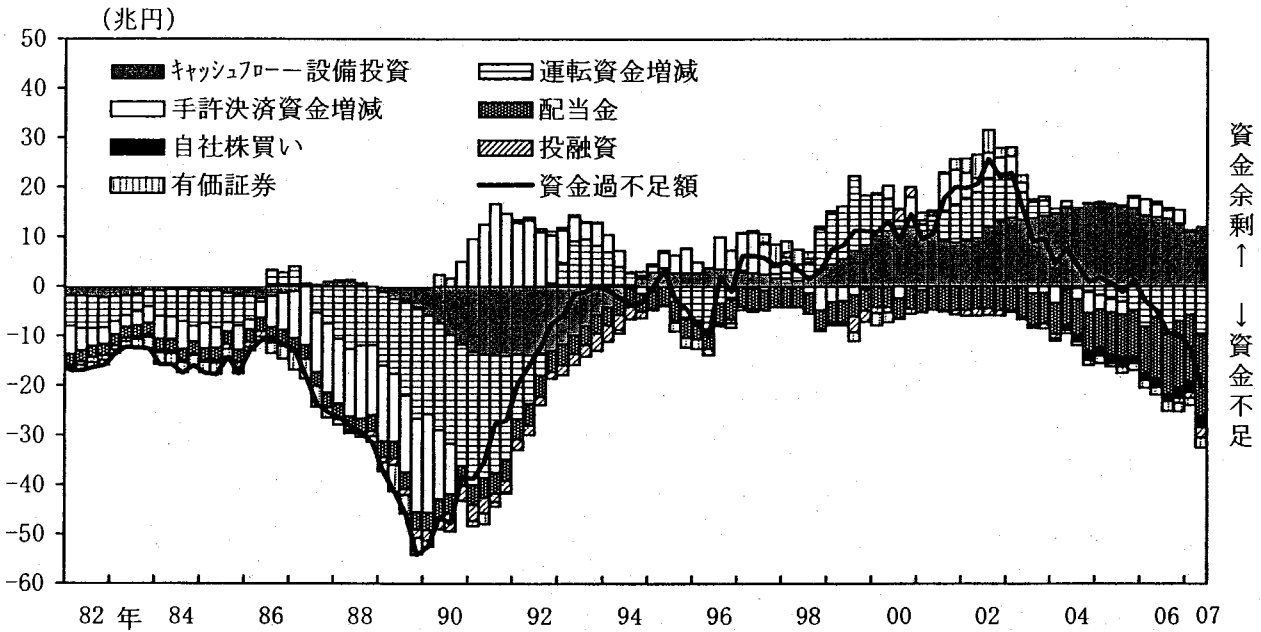
貸出運営スタンス（主要銀行貸出動向アンケート調査）

大企業向け	（「積極化」+0.5×「やや積極化」）-（「慎重化」+0.5×「やや慎重化」）	8	5	5	5	2			
中小企業向け		22	21	19	18	16			

（注）中小企業金融公庫の四半期データは、月次データの平均。

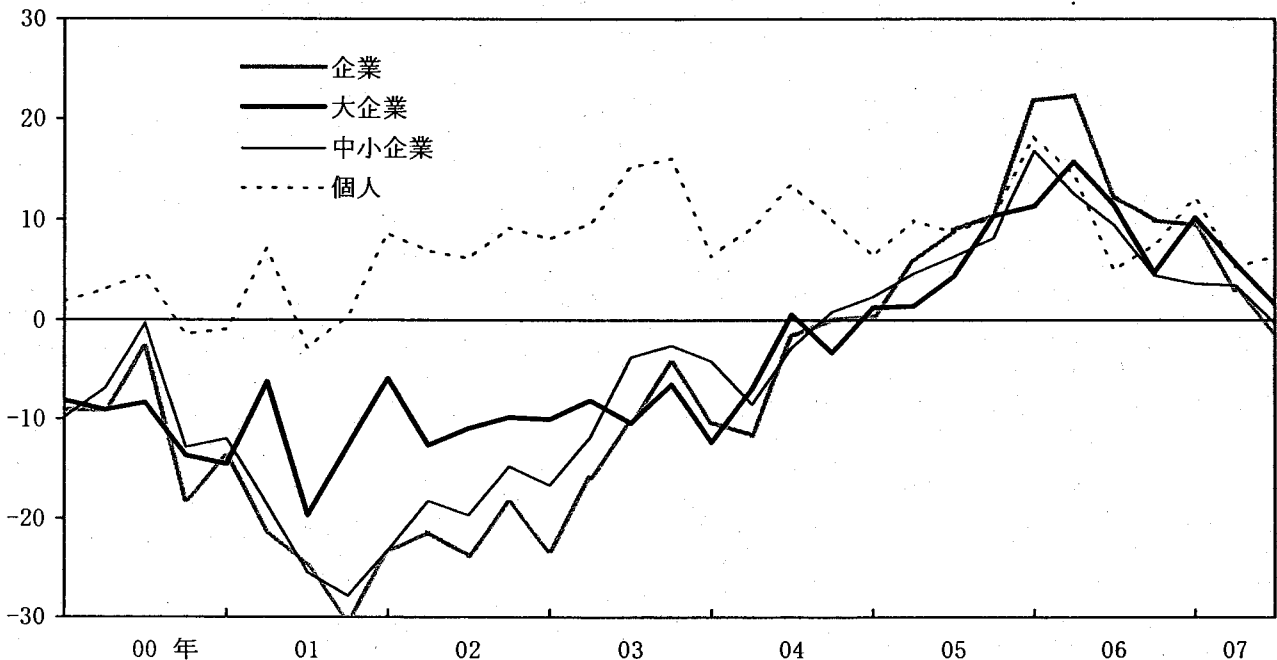
資金需要

(1) 企業部門の資金過不足 (法人季報)



- (注) 1. 各計数はいずれも過去1年間の累計。主な定義は以下の通り。
- ① 資金過不足額=キャッシュフロー-(設備投資・運転資金等の資金使途の合計)
 - ② キャッシュフロー=経常利益/2+減価償却費、③ 運転資金=在庫+売掛金-買掛金、④ 手許決済資金=現金+預金
 2. 設備投資は01/7-9月期以降ソフトウェア投資を含み、自社株買いのデータ取得は04/4-6月期以降。このため、1年間の累計でみることができるのは、それぞれその3四半期後以降。
 3. 投融資と有価証券は株式を除く(近年、時価評価の影響で株式残高が見かけ上、大きく変動しているため)。
 4. 計数は法人季報ベース。但し、配当金は法人年報の資本金1千万円以上の企業の計数を用い、中間配当が10-12月期、年度末配当が翌年度4-6月期に支払われると仮定して計算している。

(2) 資金需要DI (主要銀行貸出動向アンケート調査、季調値)

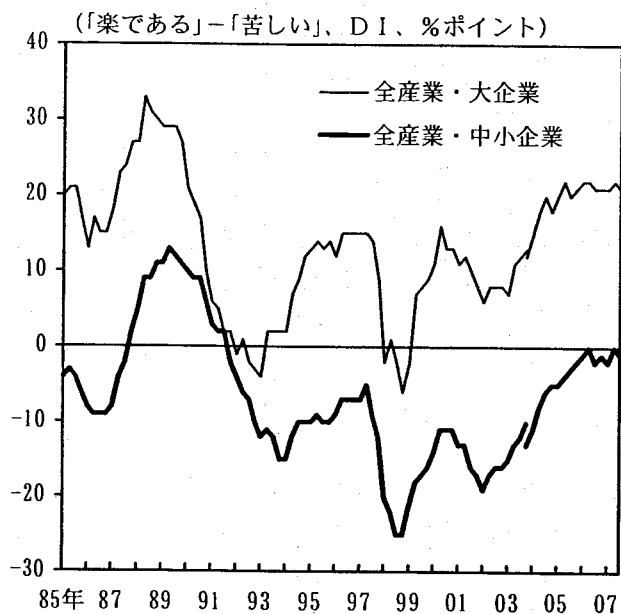


(注) 「増加」+0.5×「やや増加」-0.5×「やや減少」-「減少」、3ヶ月間の変化。

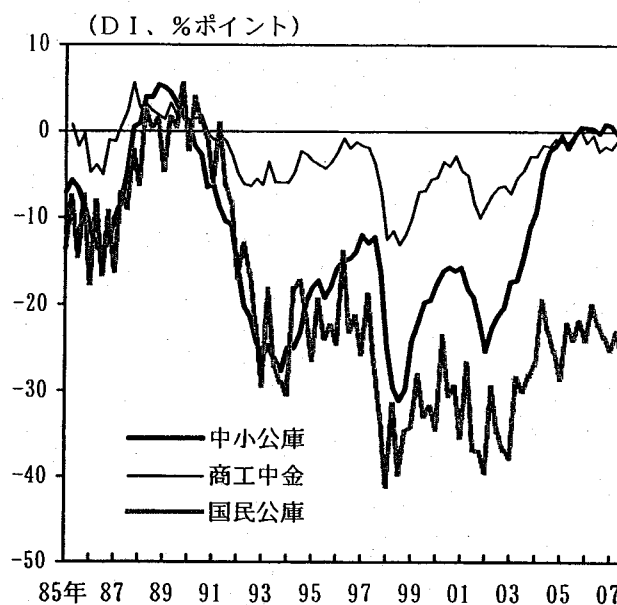
企業の資金繰り・金融機関の貸出態度

(1) 企業の資金繰り

<短観>



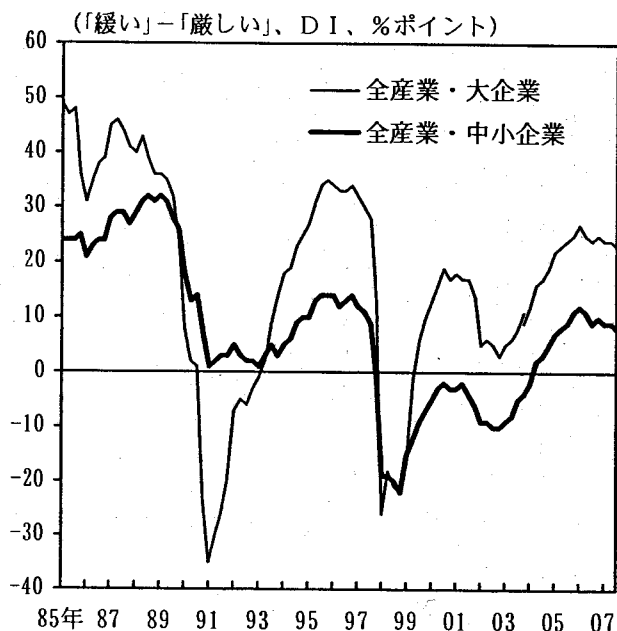
<中小公庫・商工中金・国民公庫>



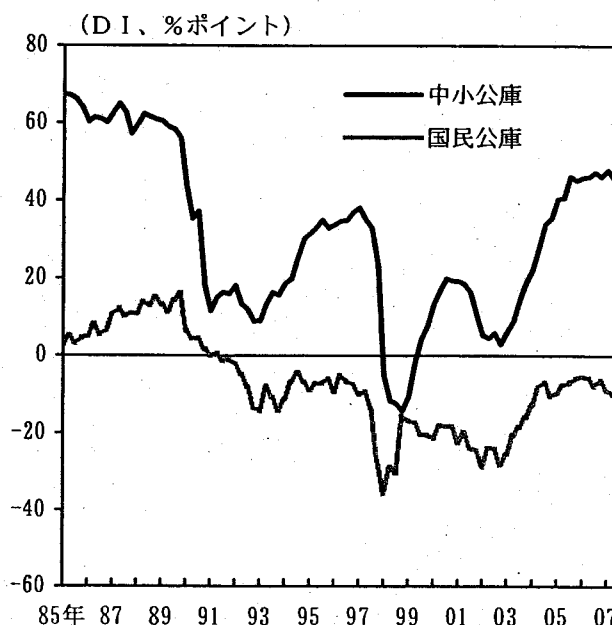
- (注) 1. 短観は04/3月調査より見直しを実施。旧ベースは03/12月調査まで、新ベースは03/12月調査から(下の(2)も同じ)。
2. 中小公庫のDIは「余裕」-「窮屈」、商工中金、国民公庫のDIは「好転」-「悪化」。調査対象はそれぞれの取引先の中小・零細企業(中小公庫の取引先は原則資本金3億円以下または従業員300人以下の企業、商工中金の取引先は出資団体に属する企業<規模は中小公庫と概ね同じ>、国民公庫の取引先は約9割が従業員9人以下の企業)。
3. 中小企業金融公庫の計数は四半期平均値(下の(2)も同じ)。
4. 商工中金の計数は四半期平均値。

(2) 企業からみた金融機関の貸出態度

<短観>



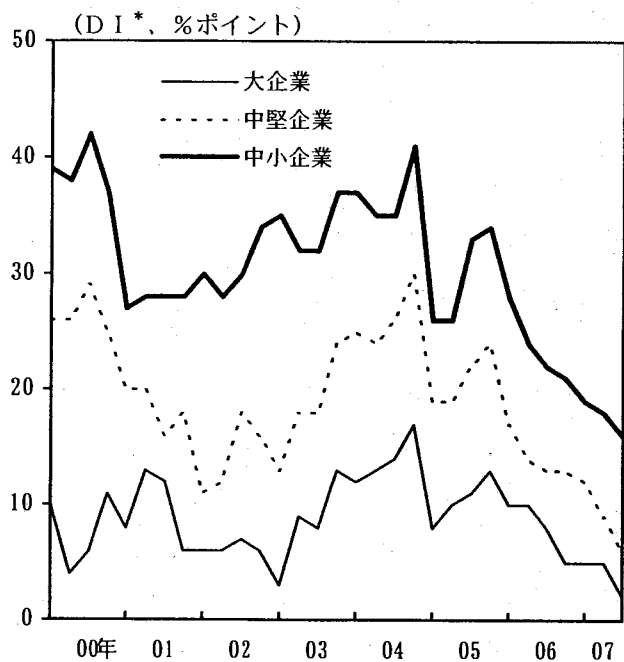
<中小公庫・国民公庫>



- (注) 中小公庫のDIは「緩和」-「厳しい」、国民公庫のDIは「容易になった」-「難しくなった」。

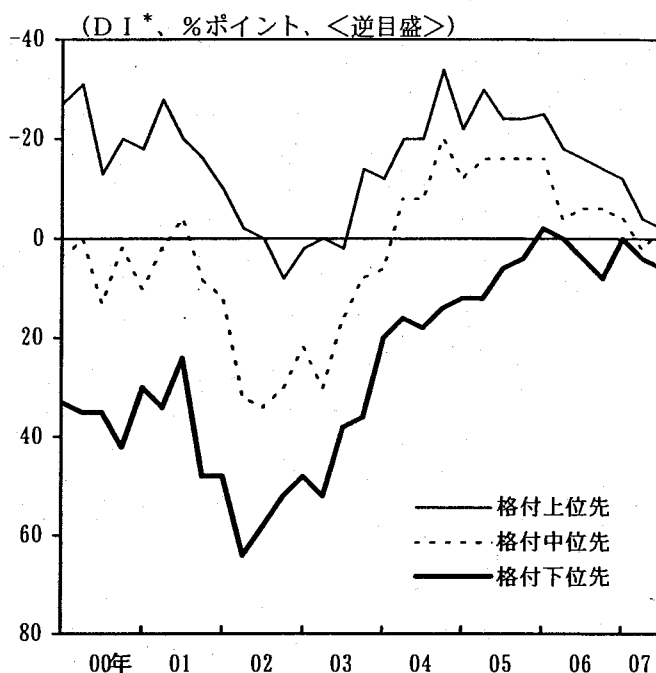
金融機関の貸出運営スタンス

(1) 貸出運営スタンス



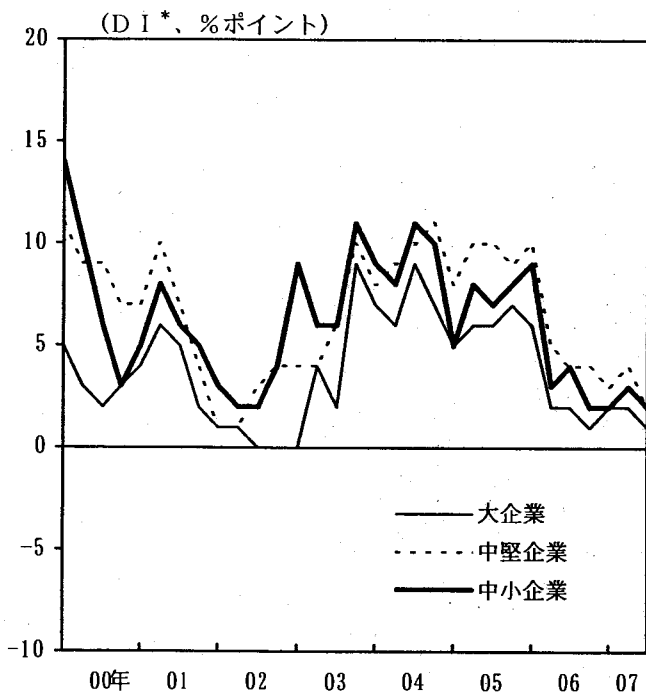
* 「積極化」 + 0.5 × 「やや積極化」 - 0.5 × 「やや慎重化」 - 「慎重化」。

(2) 利鞘設定



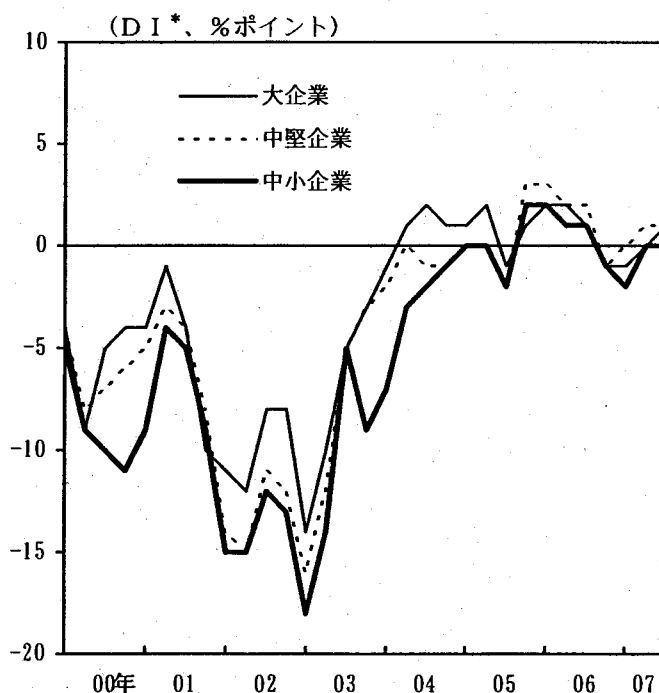
* 「拡大」 - 「縮小」。

(3) 信用枠



* 「拡大」 + 0.5 × 「やや拡大」 - 0.5 × 「やや縮小」 - 「縮小」。

(4) 信用リスク評価



* 「緩和」 + 0.5 × 「やや緩和」 - 0.5 × 「厳格化」 - 「厳格化」。

(注) 計数は主要銀行貸出動向アンケートによる。

(図表10)

資本市場調達関連指標

＜国内公募社債の発行額＞

— 1ヶ月当たり、億円

	06/ 10～12月	07/ 1～3	4～6	7～9	07/8月	9	10p
社債計	4,038	4,763	6,800	7,290	5,250	8,940	6,050
うちBBB格 (シェア)	720 (17.8)	735 (15.4)	953 (14.0)	660 (9.1)	300 (5.7)	1,100 (12.3)	400 (6.6)

(注) 起債日ベース。銀行債は含まない。07/10月は23日までの値。

＜CP・社債の発行残高＞

— 末残前年比%

	06/ 10～12月	07/ 1～3	4～6	7～9	07/8月	9	10p
CP・社債合計	-3.4	-0.0	2.7	2.8	2.1	2.8	—
CP	-19.2	-0.7	12.1	4.7	8.0	4.7	—
社債	0.5	0.1	0.9	2.4	1.0	2.4	—

(注) 1. CPは銀行発行分を含まず、社債は銀行発行分を含む。四半期は期末月の値。

2. 社債の直近月分は、国内私募分に推定値を用いているなど、速報値。

＜CP・社債の発行コスト＞

— %

	06/ 10～12月	07/ 1～3	4～6	7～9	07/8月	9	10p
CP発行レート (3ヶ月物) (A-1格またはJ-1格以上)	0.48	0.64	0.64	0.79	0.82	0.80	0.73
スプレッド							
A-1+格	-0.02	+0.01	+0.02	+0.02	-0.00	+0.10	+0.04
A-1格	+0.03	+0.07	+0.05	+0.10	+0.09	+0.18	+0.09
A-2格	+0.16	+0.22	+0.23	+0.27	+0.26	+0.36	+0.28
社債発行レート (AA格)	1.64	1.82	1.81	1.74	1.68	1.70	1.74
スプレッド							
AAA格	+0.17	+0.13	+0.12	+0.17	+0.19	+0.20	+0.19
AA格	+0.21	+0.24	+0.18	+0.21	+0.18	+0.25	+0.26
A格	+0.36	+0.32	+0.30	+0.37	+0.38	+0.46	+0.52

(注) 1. CP発行レート、スプレッドは、月中平均値(オペ先26社ベース)。スプレッドは、全ターム平均の発行レートと短期3ヶ月物利回りとの格差。銀行発行分を除く。A-2格のスプレッドは、スプレッドの厚い商社を除くベース。

2. 社債発行レート、スプレッドは、銀行・ノンバンク発行分等を除く、月中平均値。発行レートは、全ターム平均ベース。スプレッドは、発行レートと同年限の国債流通利回りとの格差。

3. CPの07/10月は22日までの値。社債の07/10月は23日までの値。

＜エクイティファイナンスの状況＞

— 1ヶ月当たり、億円

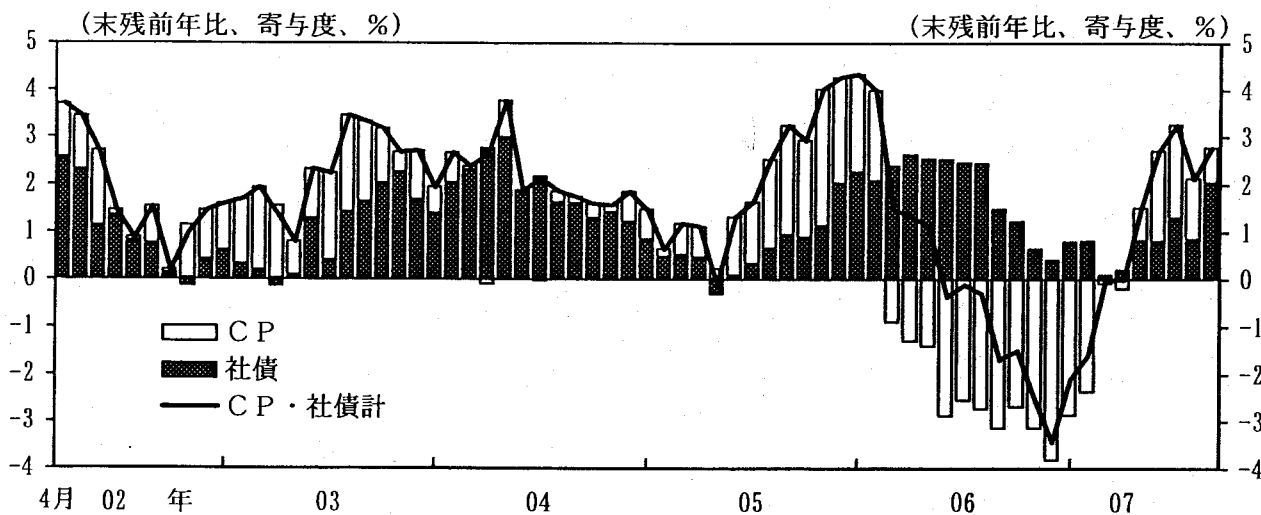
	06/ 10～12月	07/ 1～3	4～6	7～9	07/8月	9	10p
転換社債発行額	2,591	732	485	1,055	2,151	916	1,475
株式調達額	2,609	1,480	964	1,002	1,910	547	1,352

(注) 1. 国内外市場の合計(株式調達額の07/10月は国内市場のみの値)。払込み日ベース。銀行の調達分は含まない。

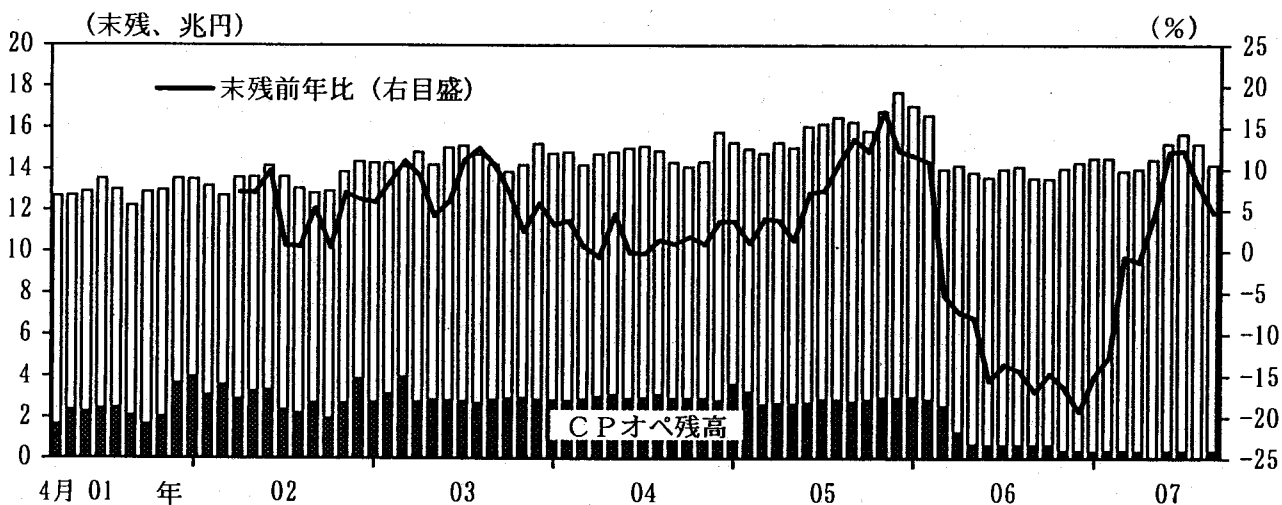
2. 07/10月は22日までの値。

CP・社債発行残高

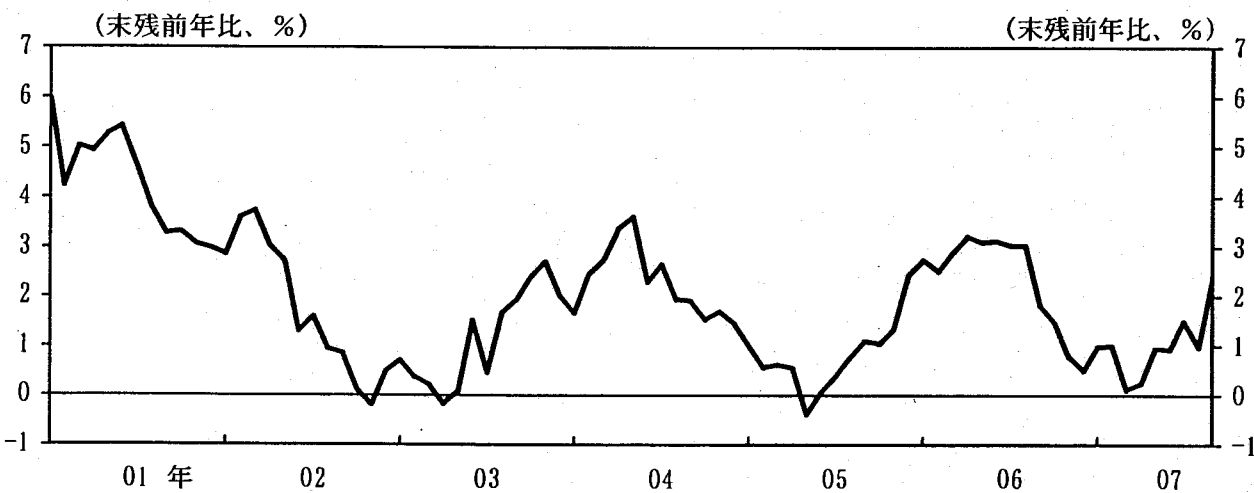
(1) CP・社債発行残高



(2) CP発行残高



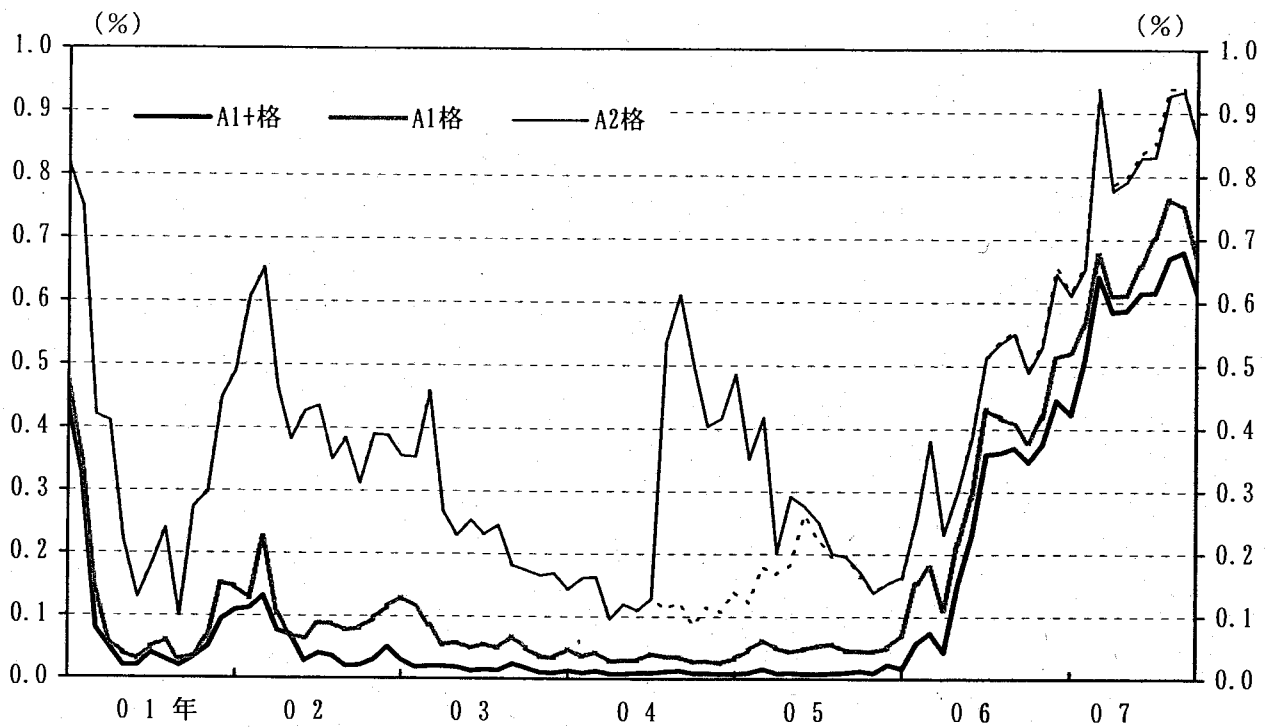
(3) 社債発行残高



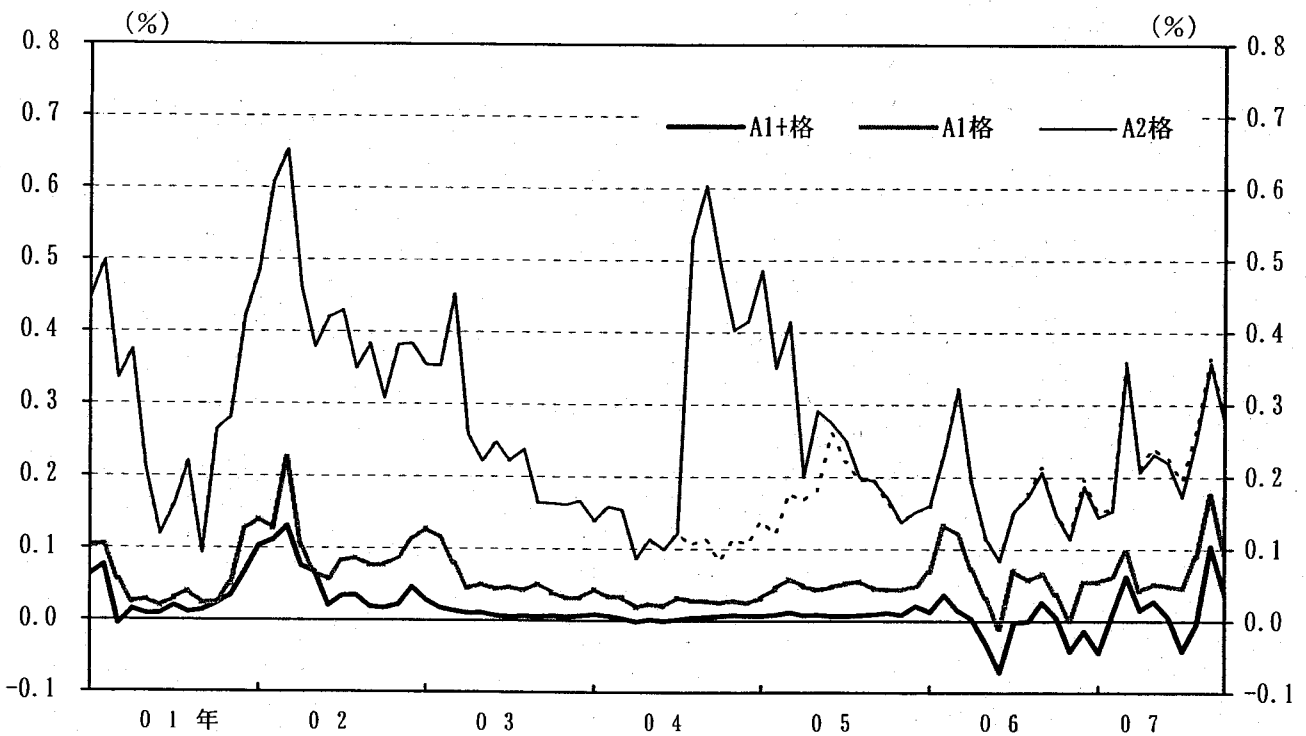
- (注) 1. CPは、日本銀行と当座勘定取引のある銀行・証券会社の引受によるものの残高。銀行発行分は含まない。
2. 社債は、国内外で発行された普通社債(私募債を含む)の残高。銀行発行分を含む。直近月分は、国内私募分に推定値を用いているなど、速報値。

CP発行環境

(1) CP発行金利



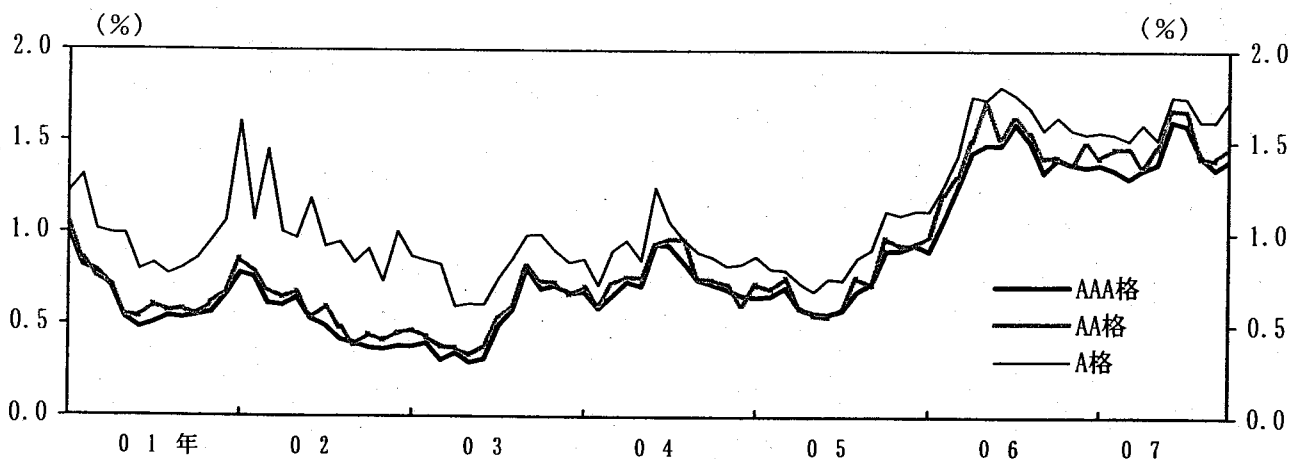
(2) CP発行スプレッド



- (注) 1. 発行金利は全タームの平均。発行スプレッドは、発行金利と短国3か月物利回りとの格差。銀行発行分を除く。
2. A2格の点線(04/8月以降)は、スプレッドの厚い商社を除いたベース。
3. 07/10月は22日までの値。

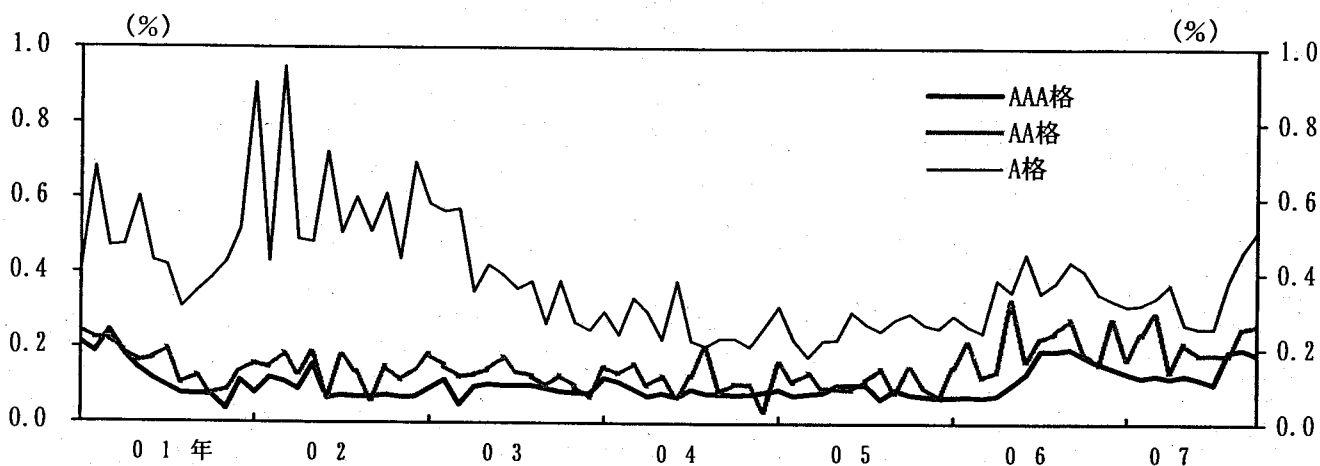
社債発行環境

(1) 社債発行金利



- (注) 1. 「社債発行スプレッド+5年物国債金利」として計算した試算値。
 2. 社債発行スプレッドは、社債発行金利と同年限の国債流通利回りの格差。全年限の単純平均値であり、5年物以外のスプレッドも含む。対象は国内公募社債で、銀行や発行金利が相対的に高いノンバンクの発行分等は除いている。01年は払込日ベース、02年以降は起債日ベース。発行が無い月は前後の月の平均値をプロット。以上の点は下の(2)も同じ。
 3. 07/10月は23日までの値。

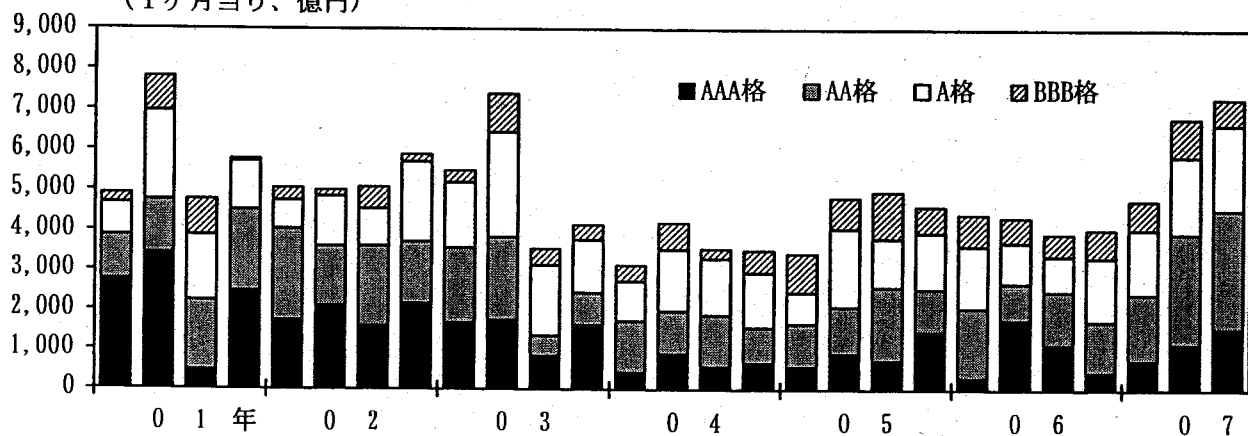
(2) 社債発行スプレッド



(注) 07/10月は23日までの値。

(3) 社債発行額

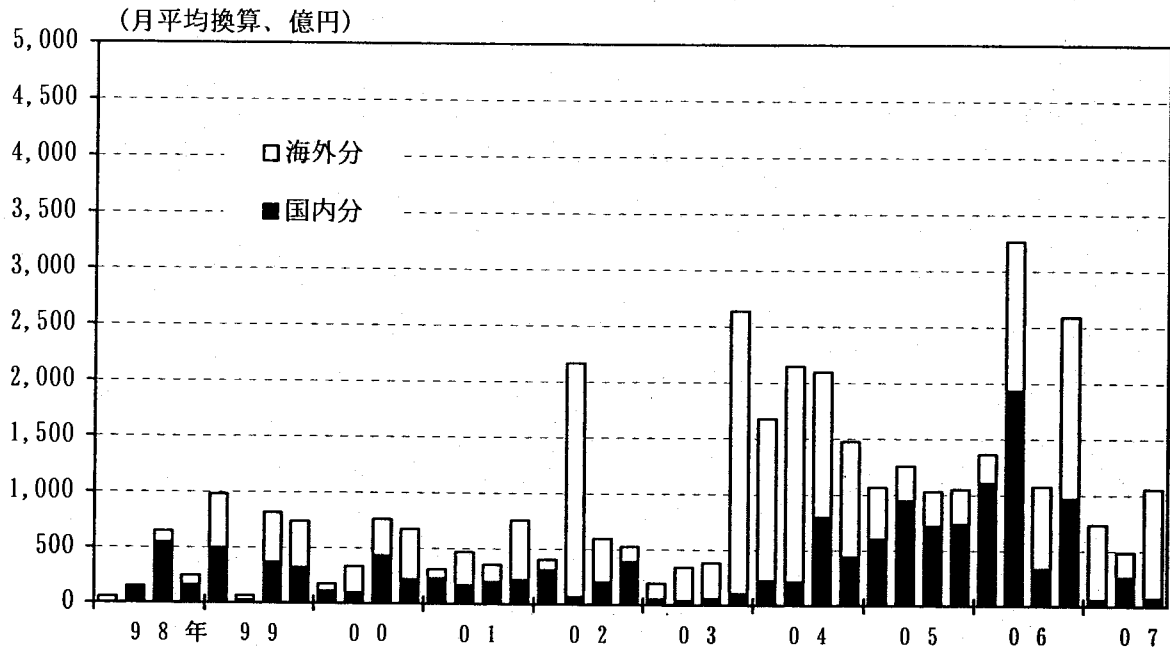
(1ヶ月当り、億円)



(注) 対象は国内公募社債。銀行発行分は含まない。01年は払込日ベース、02年以降は起債日ベース。

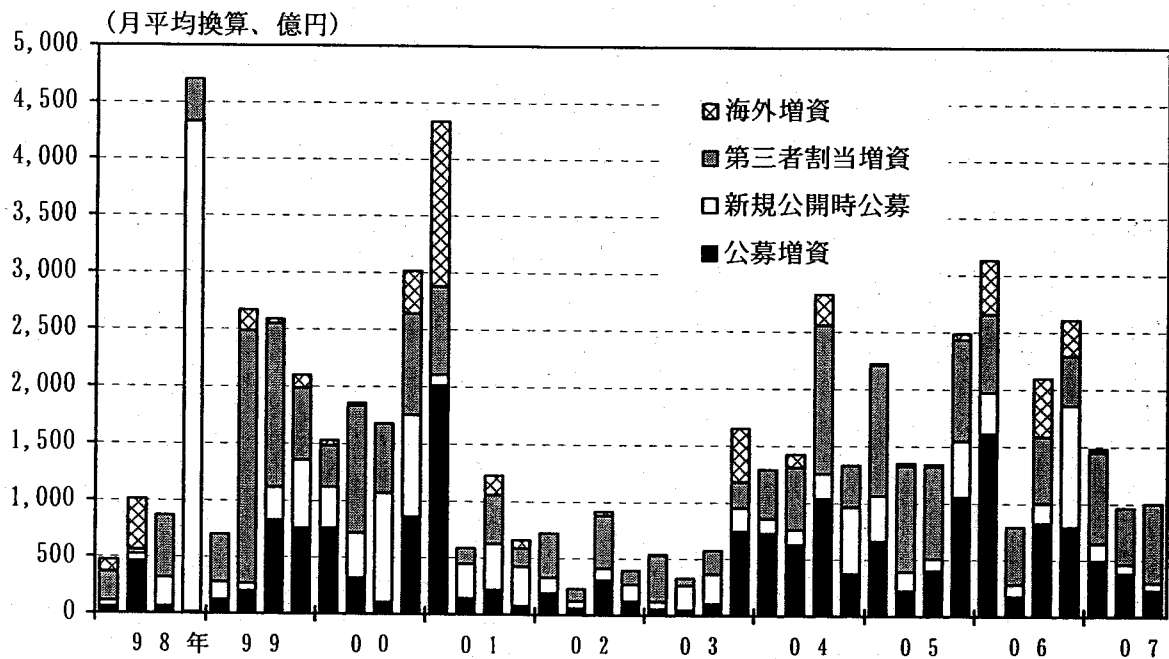
エクイティファイナンス

(1) 転換社債発行額



(注) 1. 払込日ベースで、銀行発行分を含まない。データはアイ・エヌ情報センターによる。

(2) 株式調達額



- (注) 1. 払込日ベースで、銀行発行分を含まない。データはアイ・エヌ情報センターによる
(但し、海外増資は日本証券業協会)。07/9月は国内発行分のみを使用。
2. 98/4Qの新規公開時公募の急増は、NTTドコモによるもの(10月、約1.2兆円)。
3. 01/1Qの公募増資、海外増資の急増は、NTTドコモによるもの(2月、合計約1.0兆円)。

マネー関連指標

＜マネタリーベース＞

— 平残前年比、%；残高、兆円

	2006年	07/ 1~3月	4~6	7~9	07/7月	8	9	2006年 平残
マネタリーベース	-13.3	-20.5	-7.6	-0.3	-2.3	0.7	0.7	96
(平残、兆円)		(88.8)	(89.1)	(88.1)	(88.5)	(88.1)	(87.6)	—
日本銀行券発行高	1.0	1.1	1.4	1.4	1.6	1.3	1.5	74
貨幣流通高	0.5	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8	4
日銀当座預金	-47.4	-73.1	-46.8	-14.0	-27.5	-4.1	-5.8	17
(参考)金融機関保有現金	-6.5	-1.2	-0.3	-0.6	0.3	-0.9	-1.3	8

＜マネーサプライ＞

— 平残前年比、< >は季調済3か月前比年率、%；残高、兆円

	2006年	07/ 1~3月	4~6	7~9	07/7月	8	9	2006年 平残
M2 + CD	1.1	1.0	1.5	1.9	2.0	1.8	1.7	712
	—	—	—	—	< 2.5 >	< 1.2 >	< 0.2 >	—
M1	3.1	-0.1	-0.5	-0.1	-0.1	-0.3	-0.0	388
現金通貨	1.9	1.3	1.5	1.6	1.7	1.4	1.7	71
預金通貨	3.4	-0.4	-0.9	-0.5	-0.5	-0.7	-0.4	316
準通貨	-1.2	2.4	4.0	4.2	4.7	4.1	3.8	303
CD	-1.3	2.5	1.7	4.5	4.7	6.0	2.8	21
広義流動性	2.4	3.5	3.4	4.0	4.1	4.0	4.1	1,434

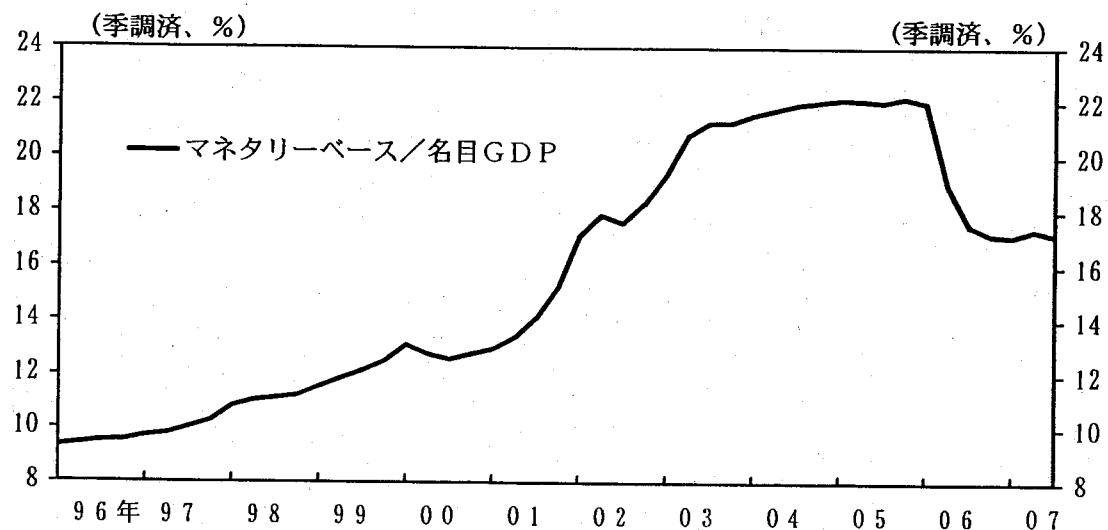
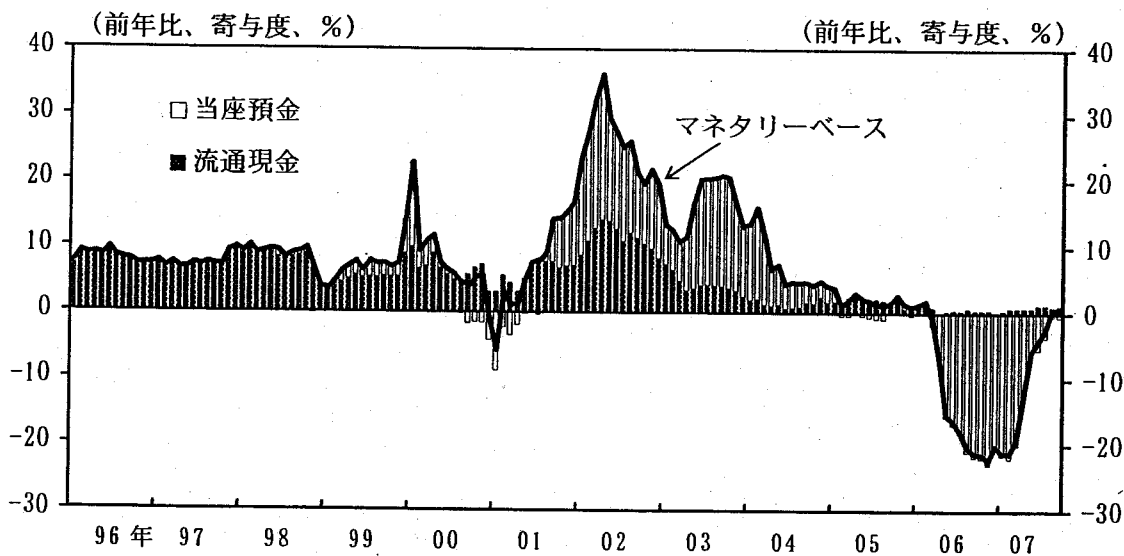
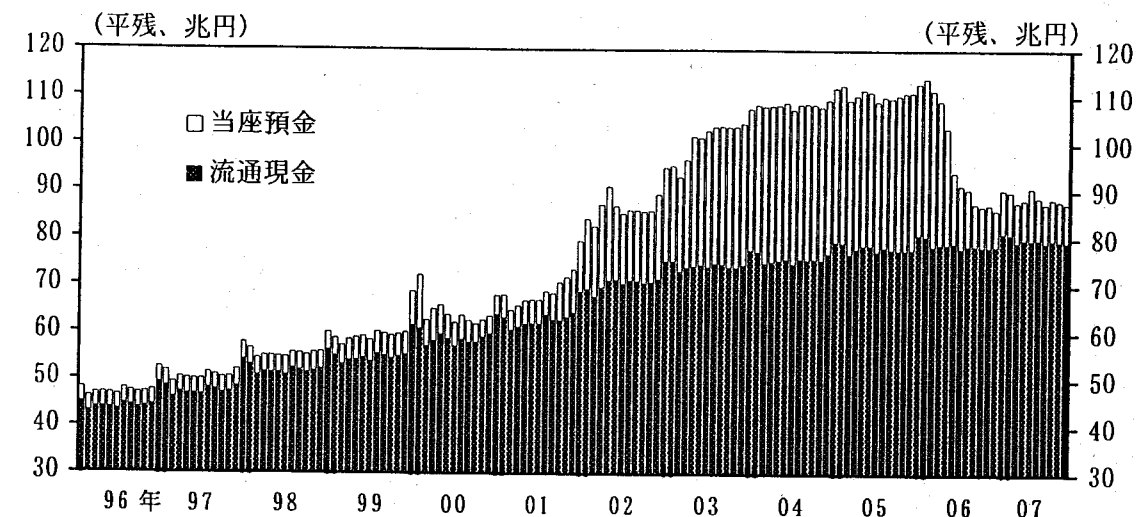
＜主要金融商品の内訳（広義流動性ベース）＞

— 平残前年比、%；残高、兆円

	2006年	07/ 1~3月	4~6	7~9	07/7月	8	9	2006年 平残
郵便貯金	-6.1	-6.2	-6.2	-6.2	-6.3	-6.2	-6.1	203
金銭信託	43.1	43.0	8.8	8.2	7.9	8.1	8.6	151
その他預貯金	1.4	1.4	1.9	2.1	2.2	2.1	2.1	114
国債・FB・債券現先	-8.5	-5.3	14.4	19.0	17.3	18.7	21.0	145
投資信託	12.9	24.9	28.6	32.9	34.4	33.2	31.2	37
株式投信	(28.1)	(28.3)	(28.7)	(30.5)	(29.9)	(31.1)	(30.4)	46
公社債投信	(-3.0)	(0.8)	(5.7)	(5.5)	(13.1)	(0.8)	(2.9)	13
金融債	-13.2	-17.2	-16.6	-14.1	-14.1	-13.9	-14.3	10
外債	11.0	11.3	10.9	5.4	8.9	4.8	2.5	54

(注) 投信の内訳を除き、Mベース（金融機関保有分は含まない）。投信の内訳は非Mベースで、未残の前年比（証券投資信託協会調べ）。

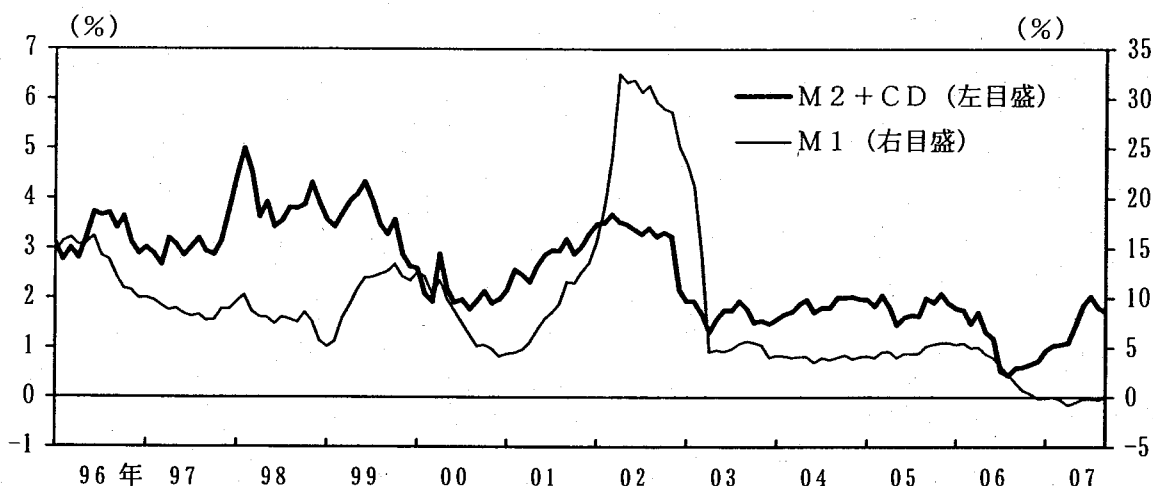
マネタリーベース



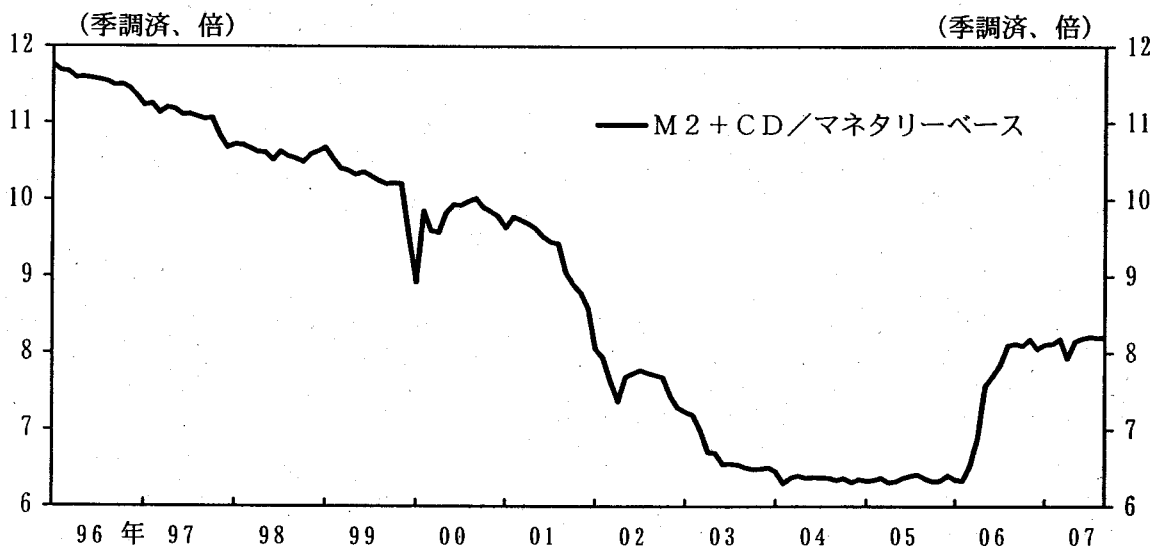
(注) 1. マネタリーベース=流通現金(銀行券および貨幣<ともに金融機関保有分を含む>)+日銀当座預金。
2. 07/3Qの名目GDPは、07/2Qから横這いと仮定。

マネーサプライ (M1、M2 + CD)

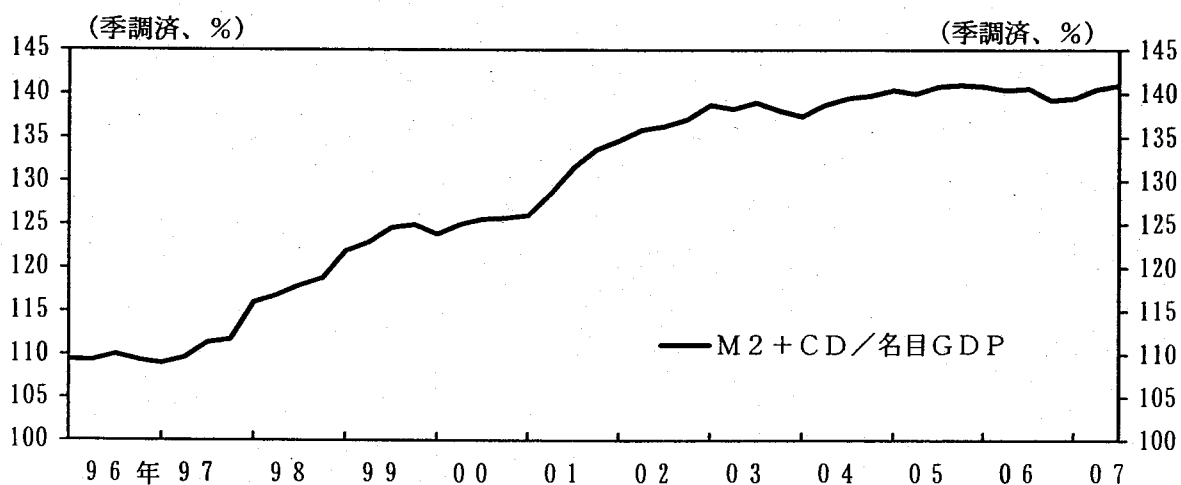
(1) 前年比



(2) 信用乗数 (=M2 + CD / マネタリーベース)



(3) マーシャルのk (=マネーサプライ / 名目GDP)



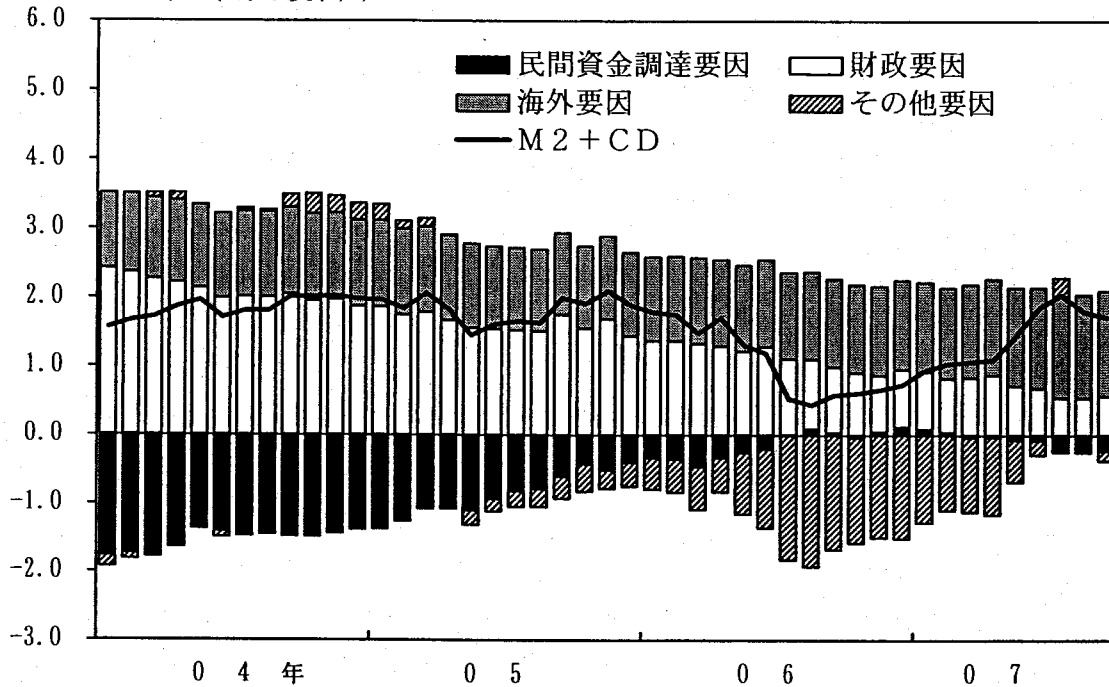
(注) 07/3Qの名目GDPは、07/2Qから横這いと仮定。

M2 + CD増減とバランスシート項目の対応

— マネー保有主体（民間非金融部門・地公体）の
バランスシート・アプローチによる。

(1) M2 + CD前年比の要因分解

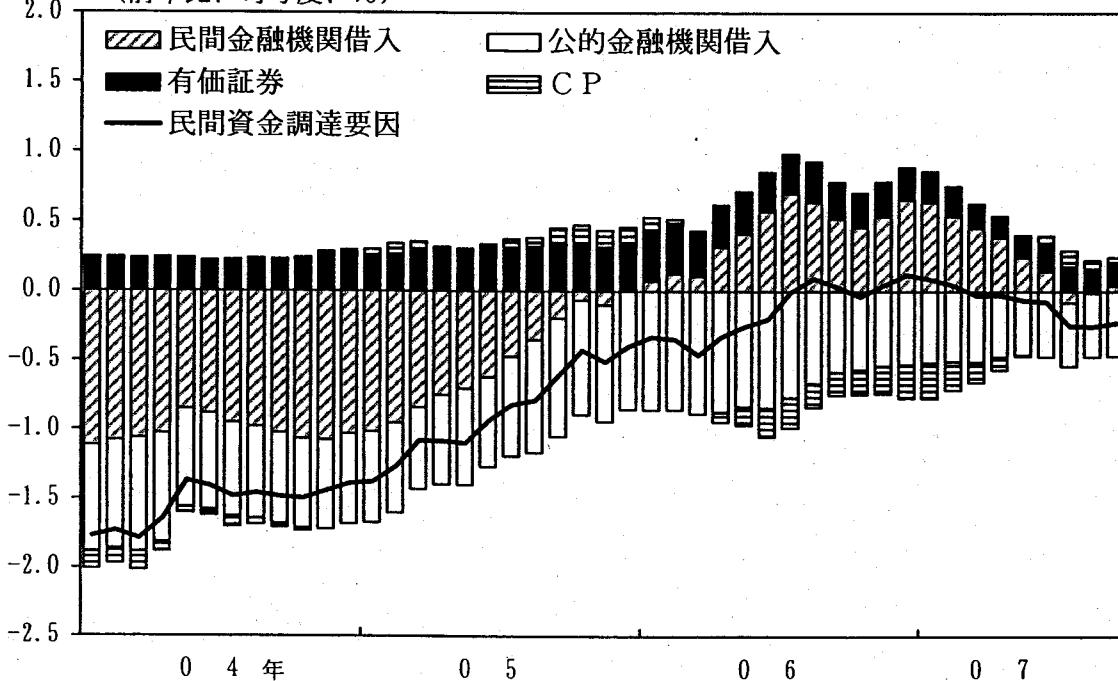
(前年比、寄与度、%)



(注) 「その他」は金融資産間の資金シフト要因と残差。

(2) 資金調達増減の寄与度分解

(前年比、寄与度、%)



(注) CP、社債は金融機関保有ベース。

企業倒産関連指標

〈倒産件数・負債総額〉

— 件/月、億円、()内は前年比、%

	2006年	07/ 1~3月	4~6	7~9	07/7月	8	9
倒産件数	1,104 (1.9)	1,147 (2.7)	1,205 (10.2)	1,155 (6.6)	1,215 (15.6)	1,203 (2.9)	1,047 (1.7)
〈季調値〉	—	1,143	1,205	1,174	1,242	1,179	1,101
負債総額	4,584 (-17.9)	4,506 (-3.9)	4,334 (-14.5)	5,603 (66.4)	3,498 (12.8)	8,705 (113.6)	4,606 (57.3)
1件あたり負債額	4.2	3.9	3.6	4.9	2.9	7.2	4.4

〈資本金別内訳〉

— 件/月、()内は前年比、%

	2006年	07/ 1~3月	4~6	7~9	07/7月	8	9
1億円以上	20 (-3.7)	23 (1.4)	22 (27.5)	22 (38.3)	23 (21.1)	19 (26.7)	23 (76.9)
1千万円~1億円未満	544 (-0.5)	570 (5.4)	588 (9.8)	595 (10.7)	606 (13.3)	622 (9.7)	556 (9.2)
1千万円未満	339 (2.9)	361 (8.4)	396 (16.1)	359 (8.1)	369 (19.0)	388 (5.7)	320 (0.3)
個人企業	201 (7.7)	192 (-12.2)	200 (-0.2)	180 (-9.6)	217 (16.0)	174 (-20.9)	148 (-21.7)

〈業種別内訳〉

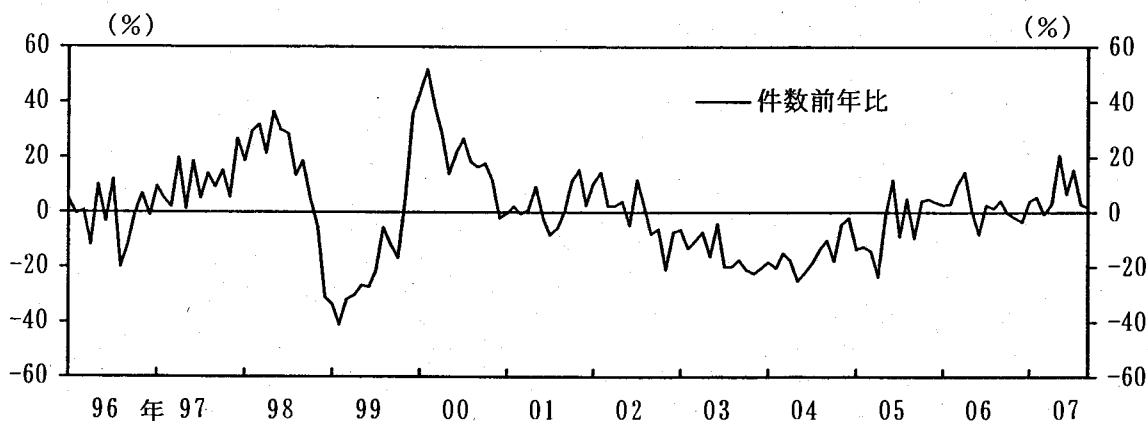
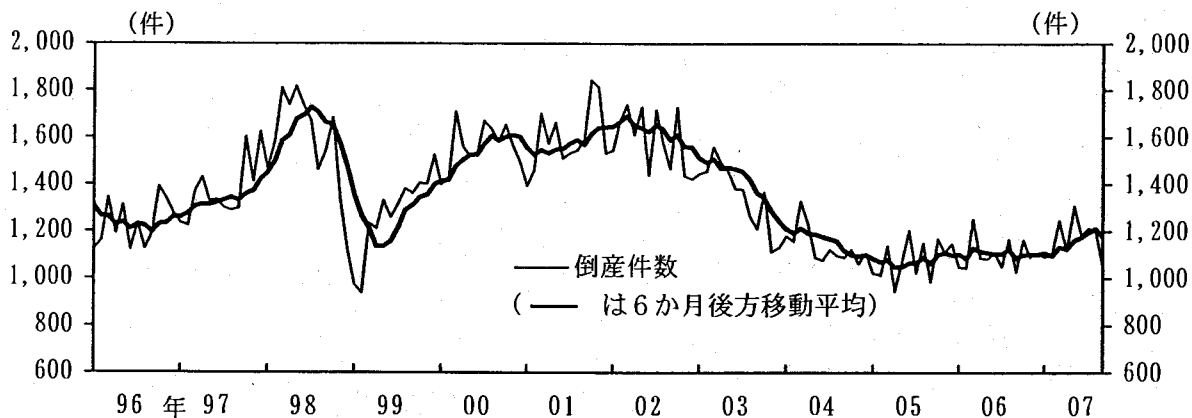
— 件/月、()内は前年比、%

	2006年	07/ 1~3月	4~6	7~9	07/7月	8	9
建設業	321 (1.9)	308 (2.2)	348 (2.2)	330 (-1.5)	353 (4.7)	354 (3.2)	284 (-12.9)
製造業	155 (-5.8)	163 (3.4)	175 (11.2)	173 (20.4)	171 (30.5)	183 (15.1)	165 (17.0)
卸売・小売業	305 (4.3)	332 (4.8)	312 (10.1)	329 (8.3)	333 (13.3)	343 (4.9)	312 (7.2)
金融・保険・不動産業	45 (-7.8)	42 (-20.6)	47 (9.3)	39 (-6.5)	31 (-31.1)	40 (0.0)	45 (15.4)
運輸業	35 (-9.8)	37 (-1.8)	41 (-2.4)	36 (35.0)	42 (50.0)	39 (44.4)	27 (8.0)
サービス業	208 (7.3)	222 (4.1)	246 (25.9)	209 (4.9)	245 (32.4)	202 (-10.2)	179 (-4.3)

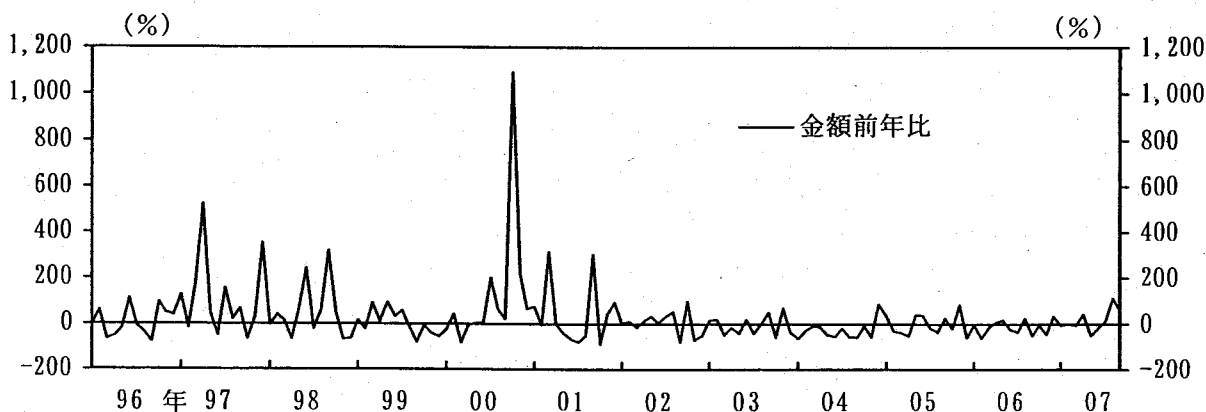
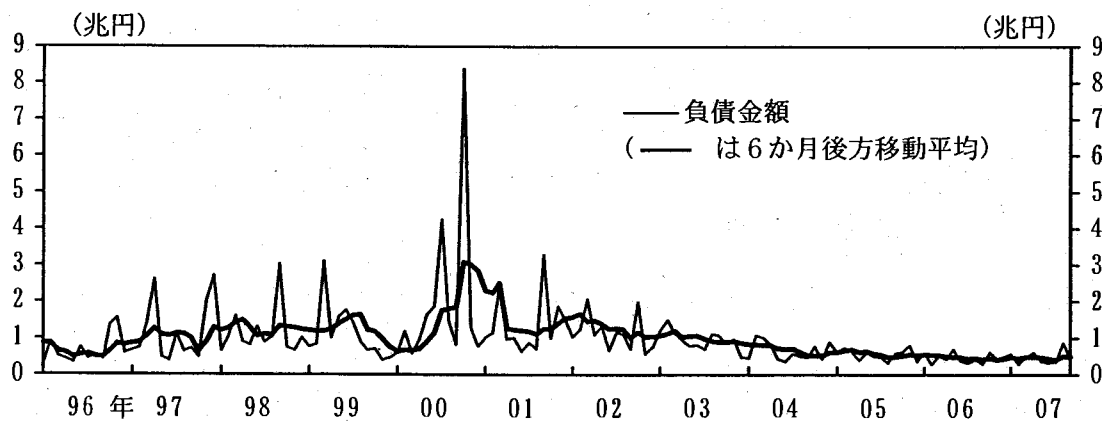
(注) 東京商工リサーチ調べ。

企業倒産

(1) 倒産件数 (東京商工リサーチ調べ)

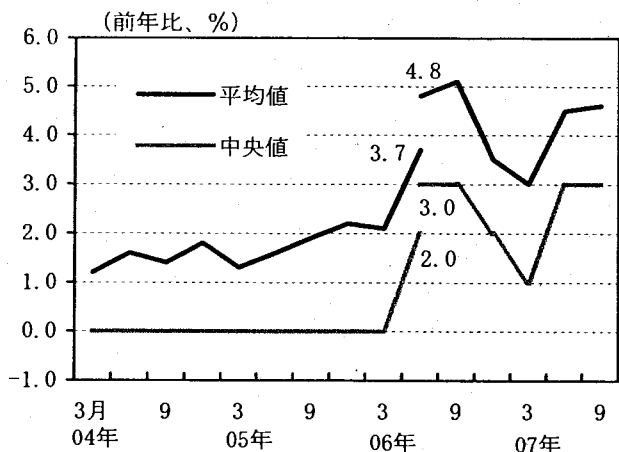


(2) 倒産企業負債総額 (東京商工リサーチ調べ)

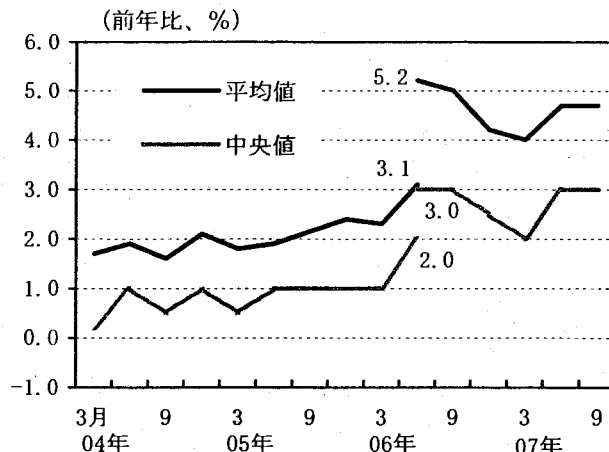


(1) 家計のインフレ予想 (生活意識に関するアンケート調査)

<1年後のインフレ率>



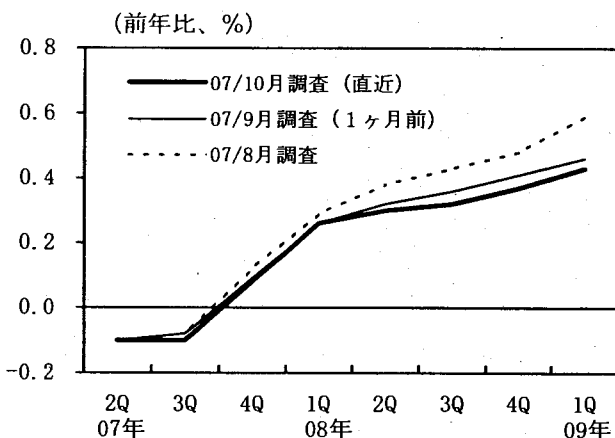
<今後5年間の平均インフレ率>



(注) 上下合計1%のサンプルを除いて計算した値。05/9月は線形補間している。

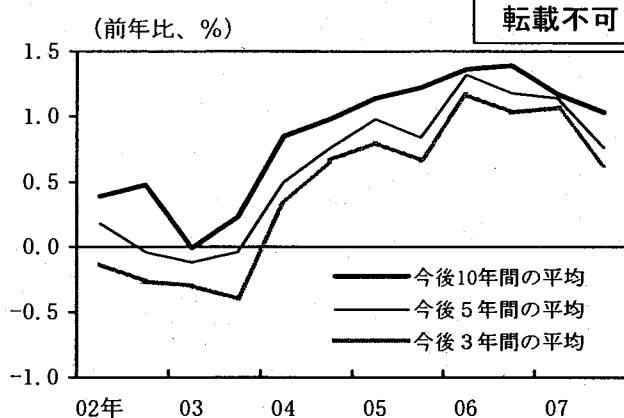
(2) エコノミストのCPI見通し

<ESPフォーキャスト調査>



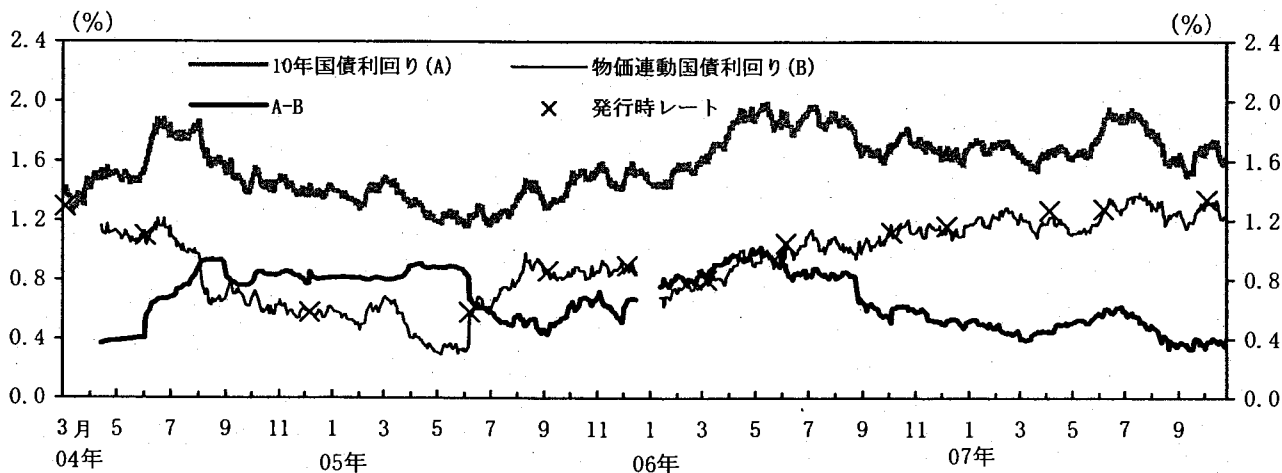
(注) 内外の調査機関・エコノミスト36先の予想の平均。

<コンセンサスフォーキャスト>



(注) 内外の調査機関20先の予想の平均。調査時点は毎年4、10月。

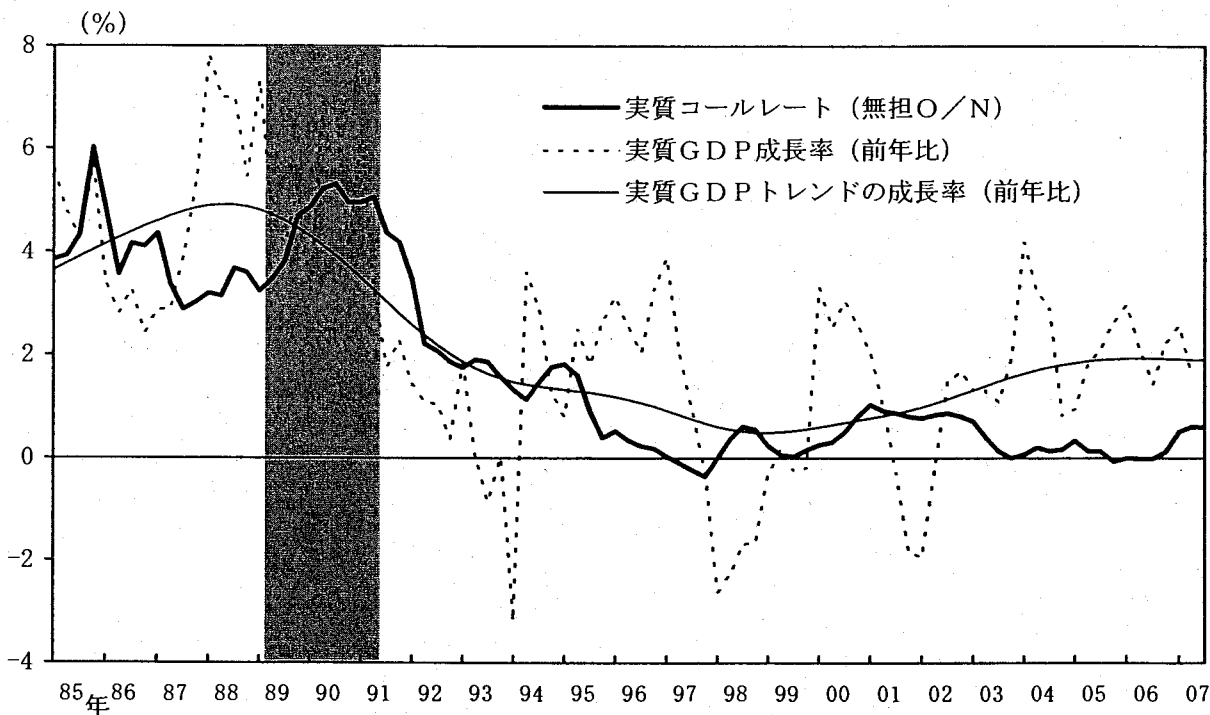
(3) 物価連動国債からみたインフレ予想



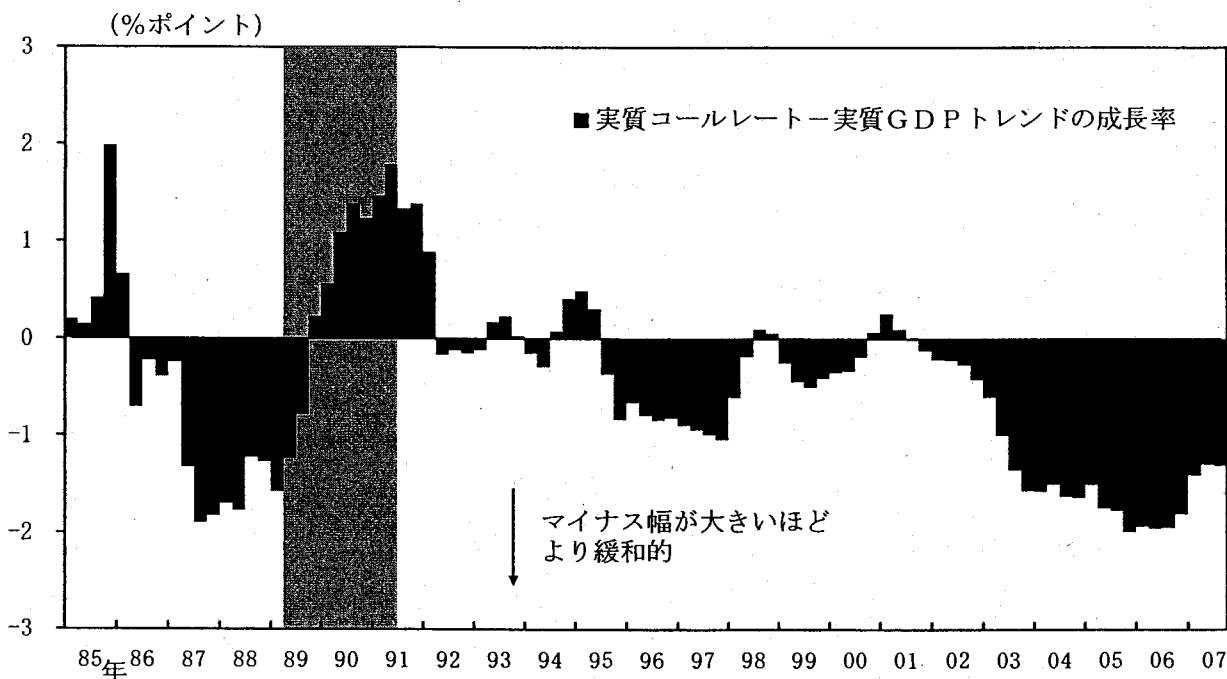
(注) 1. 物価連動国債利回りは最長期物、10年国債利回りは使用した物価連動国債と満期日が最も近い銘柄を使用。
2. 発行時レートは、入札時の応募者利回り。

金利水準と实体经济 (1)

(1) 実質短期金利と成長率



<実質コールレートと実質GDPトレンドの成長率の差>

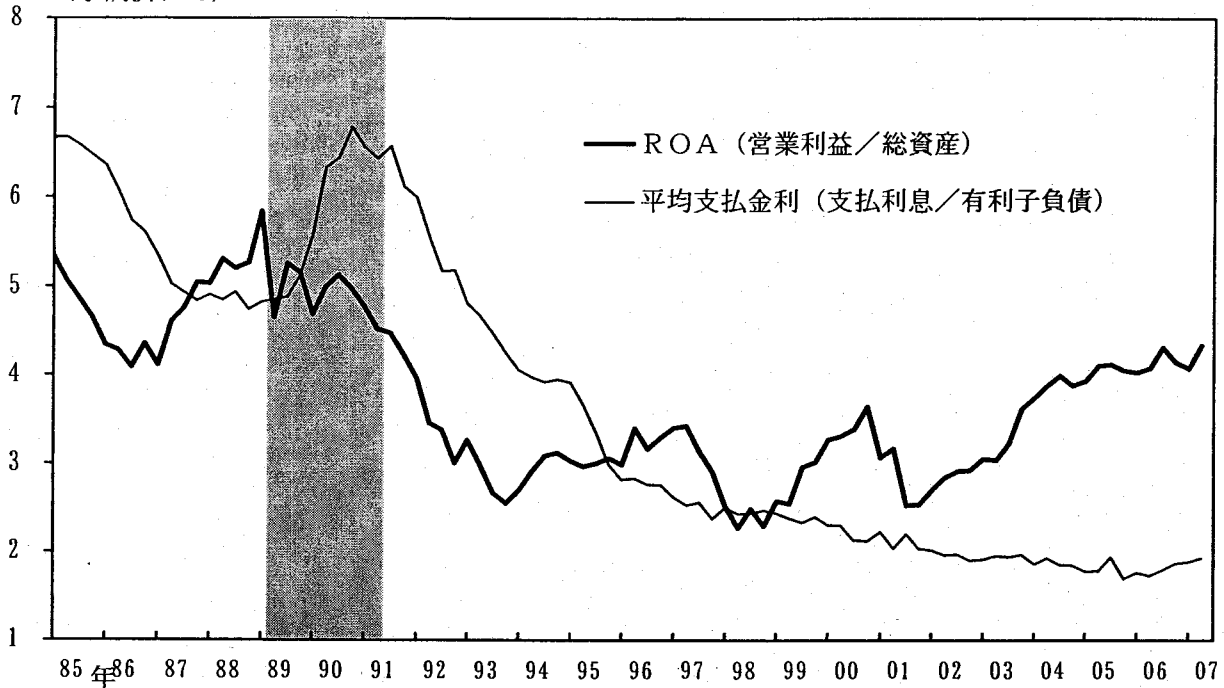


(注) 1. 実質コールレートはCPI (除く生鮮) で実質化。コールレートの85/2Q以前は有担コールを使用。
2. 実質GDPトレンドの成長率はHPフィルターにより計算。3Qは2Qから横ばいと仮定して計算。
3. シャドー部分は、金融引締め時期 (89/5月~91/6月)。

金利水準と実体経済（2）

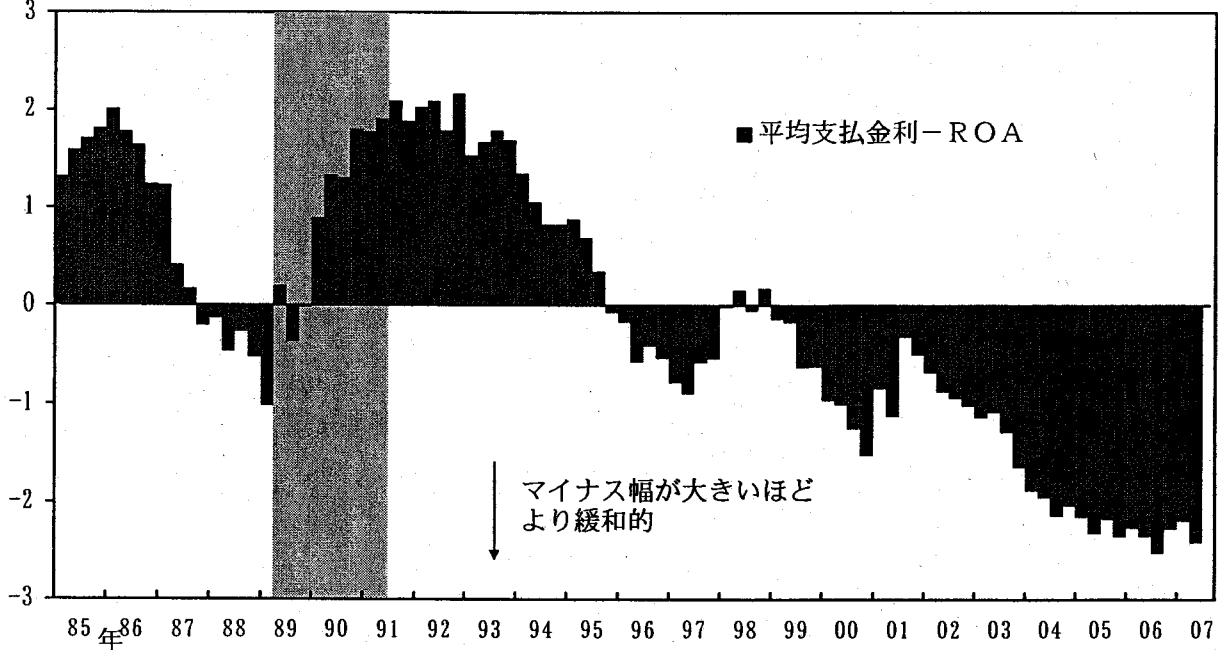
（2）企業のROAと平均支払金利（法人季報、全規模・全産業）

（季調済、％）



<平均支払金利とROAの差>

（％ポイント）



（注）シャドー部分は、金融引締め時期（89/5月～91/6月）。

<不開示情報：有（種類：審議・検討）>
<配付先：金融政策決定会合参加者>

[水野委員案]

金融市場調節方針の決定に関する件

(案 件)

1. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、公表後直ちに実施すること。

記

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.75%前後で推移
するよう促す。

2. 対外公表文は別途決定すること。

以 上

要 回 収

一 覧 後 廃 棄

要 注 意

<不開示情報：有（種類：審議・検討）>

<配付先：金融政策決定会合参加者>

[議 長 案]

金 融 市 場 調 節 方 針 の 決 定 に 関 す る 件

(案 件)

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添のとおり公表すること。

記

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.5%前後で推移
するよう促す。

以 上

(別 添)

2007年10月31日

日 本 銀 行

当面の金融政策運営について

日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（全員一致または賛成○反対○^(注)）。

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.5%前後で推移
するよう促す。

以 上

^(注) 賛成：〇〇委員、〇〇委員（以下略）
反対：なし、または〇〇委員（以下略）

要 注 意

<不開示情報：有（種類：審議・検討）>

<配付先：金融政策決定会合関係者限り>

<作成局における保管期間満了時期：2037年12月>

2007年10月31日

日 本 銀 行

経済・物価情勢の展望（2007年10月）（案）

【基本的見解】¹

（経済・物価情勢の見通し）

わが国経済は、緩やかに拡大している。2007年度前半の経済は、好調な企業部門に比べると、家計部門の改善テンポが緩慢な状況が続いているが、全体としてみれば、前回（2007年4月）の「経済・物価情勢の展望」（展望レポート）で示した見通しに概ね沿って推移したとみられる。

先行き2007年度後半から2008年度を展望すると、後述するように海外経済や国際金融資本市場の動向など不確実な要因はあるものの、生産・所得・支出の好循環メカニズムが維持されるもとの、息の長い拡大を続けると予想される。住宅投資の振れが、2007年度の成長率を幾分下押しする一方、2008年度の成長率を幾分押し上げるとみられるが²、成長率の水準は、・・・・・・・・。

こうした先行きの経済の姿は、以下のような前提やメカニズムに基づいている。第1に、海外経済の拡大が続くことを背景に、輸出は増加を続けると予想される。米国経済は住宅市場の調整を主因に減速が長引く一方、他の地域が高成長を続けるとみられることから、海外経済全体としては、

¹ 10月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。

² 2007年6月の改正建築基準法施行により、建築確認の審査基準が厳格化され、手続きが変更された。これを受けて、建築確認申請や着工に遅れが生じている。

拡大を続ける可能性が高い。第2に、企業部門の好調が続くとみられる。高水準の企業収益が続く中で、設備投資は増加を続けると予想される。もっとも、これまで数年にわたって高い伸びが続いたことから、資本ストック循環の観点からみて、伸び率は昨年度までよりは低いものになると考えられる。第3に、好調な企業部門から家計部門への波及が、緩やかながらも着実に進んでいくとみられる。雇用者数の増加が続く中で、雇用者所得は緩やかに増加し、株式配当の増加など様々なルートによる波及も続くとみられる。賃金については、グローバルな競争や資本市場からの規律の高まり、原材料高などを背景に、中小企業を中心に人件費抑制姿勢が根強いことに加え、賃金水準の高い団塊世代の退職やパート比率上昇に伴う人員構成変化などもあって、やや弱めの動きとなっているが、労働市場の需給がさらに引き締まっていけば、徐々に上昇圧力が高まっていくと考えられる。こうしたもとの、個人消費は緩やかな増加基調を辿る可能性が高い。第4に、極めて緩和的な金融環境が引き続き民間需要を後押しするとみられる。米国サブプライム住宅ローン問題やこれに端を発する国際金融資本市場の変動がわが国の金融環境に及ぼす影響は限定的であり、金融機関は積極的な貸出姿勢を続けているほか、CP、社債の発行環境も引き続き良好である。また、短期金利は、経済や物価との関係からみて、極めて低い水準で推移している。

こうした経済の見通しのもとで、物価を巡る環境をみると、第1に、労働や設備といった資源の稼働状況は高まっており、今後もさらに高まっていくとみられる。マクロ的な需給ギャップをみても、引き続き、需要超過方向で推移していくと考えられる。第2に、ユニット・レーバ・コスト（生産1単位当たりの人件費）は、なお低下を続けているものの、賃金が緩やかな上昇に向かうにつれて下げ止まっていく可能性が高い。第3に、民間経済主体のインフレ予想は、各種調査では、引き続き先行きにかけて

物価が緩やかに上昇していく形となっている。

物価指数に即してみると、2007年度前半の国内企業物価指数は、国際商品市況高などを背景に、前回の見通しに比べて上振れて推移している。先行きについては、・・・・・・³。

消費者物価指数（除く生鮮食品）は、前回の見通しに概ね沿って、前年比ゼロ%近傍で推移している。規制緩和などを背景に厳しい競争環境にさらされている消費者段階では、原材料高などの価格転嫁は企業間取引ほどには進んでいない。先行きについては、・・・・・・。

（上振れ・下振れ要因）

以上の見通しは、前述の前提やメカニズムに依拠した上で、最も蓋然性が高いと判断される見通しについて述べたものである。したがって、先行きの経済情勢については、以下のような上振れまたは下振れの要因があることに留意する必要がある。

第1に、海外経済の動向である。米国では、住宅市場の調整が長引いているが、設備投資や個人消費は減速しつつも緩やかな増加基調を維持しているなど、安定成長に向けて軟着陸していく可能性が引き続き高い。ただし、住宅市場の調整が一段と厳しいものとなった場合や金融資本市場の変動の影響が予想以上に広範なものとなった場合、資産効果や信用収縮、マインド悪化などを通じて、個人消費、設備投資が下振れ、米国景気が一段と減速する可能性も考えられる。また、欧州経済は、拡大を続ける可能性が高いが、国際金融資本市場の変動が金融環境に及ぼす影響次第では、下振れるリスクがある。こうした米欧経済を巡るリスクが顕現化した場合には、その程度によっては、他地域の成長にも悪影響を及ぼし、世界経済全

³ 今回の国内企業物価の見通しは、現行の2000年基準の指数を用いている。日本銀行では、2007年12月公表分から同指数を2005年基準に切り替える予定である。2005年基準指数の前年比は、2000年基準指数に比べて、上昇率が縮小すると考えられる。

体として下振れる可能性がある。

一方、物価面では、米国では、労働や設備といった資源の稼働状況が高水準であるもとで、原油価格の動向などと相俟って、インフレ圧力が減衰しない可能性もある。また、中国では、力強い拡大が続いているが、固定資産投資を中心に過熱感が強く、景気や物価が上振れる可能性がある。原油価格をはじめとする国際商品市況は、世界経済全体の高成長や地政学的要因などから高値圏で推移しており、その状況如何では、世界経済や物価の先行きに影響を与える可能性がある。

以上のように、海外経済や国際金融資本市場などの変調が生じた場合、日本経済に対して、輸出入や企業収益、金融市況の変化などを通じて影響を及ぼすリスクがある。

なお、IT関連財については、昨年来高めで推移してきた国内の在庫は出荷とのバランスを徐々に改善してきているが、海外経済が予想以上に減速した場合などには、世界的な供給拡大のペースが速いだけに、需給バランスが崩れる可能性もある。

第2に、緩和的な金融環境が続くもとで、金融・経済活動の振幅が拡大する可能性である。前述の通り、米国サブプライム住宅ローン問題や国際金融資本市場の変動にもかかわらず、わが国の金融環境は極めて緩和的な状況が続くとみられる。企業や金融機関などの財務面での改善が進む中、実質金利が極めて低い水準にあることから、金融・経済活動が積極化しやすい環境にある。また、大都市の地価など資産価格の動きも、そうした行動を活発化させる方向に作用すると考えられる。こうした中で、仮に、先行きの売上、収益、資金調達コスト、為替相場や資産価格などに関する楽観的な想定に基づいて、金融・経済活動が積極化する場合には、金融資本市場において行き過ぎたポジションが構築されたり、非効率な経済活動に資金やその他の資源が使われ、長い目でみた資源配分に歪みが生じるおそ

れがある。このような行動は、短期的には景気や資産価格を押し上げるこ
とがあっても、その後の調整を余儀なくされ、息の長い成長を阻害する可
能性がある。

次に、物価上昇率の先行きについても、上振れ・下振れ両方向の不確実
性があることに留意する必要がある。第1に、需給ギャップに対する物価
の感応度は、経済のグローバル化の進展や規制緩和などを背景に低下して
いるとみられるが、その程度には不確実性がある。とりわけ、景気拡大が
続く中であっても、上述したような賃金の上昇を抑制する要因が強く作用
する場合には、物価に下押し圧力が根強く残ることが考えられる。一方、
今後、労働や設備といった資源の稼働状況が緩やかながらさらに高まって
いく過程で、インフレ予想や企業の人件費抑制スタンスが大きく変化し、
物価に上振れ圧力が加わる可能性もある。第2に、原油をはじめとする商
品市況の動向には上下両方向に不確実性が大きい。

(金融政策運営)

日本銀行は、「中長期的な物価安定の理解」（金融政策運営に当たり、
各政策委員が、中長期的にみて物価が安定していると理解する物価上昇率）
を念頭に置いた上で、経済・物価情勢について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こととしている⁴。

第1の柱、すなわち先行き2008年度までの経済・物価情勢について最も
蓋然性が高いと判断される見通しについて、政策金利に関して市場金利に
織り込まれている金利観を参考にしつつ点検すると、上述した通り、わが
国経済は、生産・所得・支出の好循環メカニズムが維持されるもとの、息
の長い拡大が続くとみられる。また、消費者物価指数（除く生鮮食品）の

⁴ 2007年4月に点検した「中長期的な物価安定の理解」は、消費者物価指数の前年比で
0～2%程度の範囲内にあり、委員毎の中心値は、大勢として、概ね1%の前後で分散
している。

前年比は、・・・・。こうした動きは、「中長期的な物価安定の理解」に沿ったものと評価できる。このように、わが国経済は、物価安定のもとでの持続的な成長を実現していく可能性が高いと判断される。

第2の柱、すなわち、より長期的な視点を踏まえつつ、確率は高くなくとも発生した場合に生じるコストも意識しながら、金融政策運営の観点から重視すべきリスクを点検すると、経済・物価情勢の改善が展望できる状況下、金融政策面からの刺激効果が一段と強まる可能性がある。例えば、仮に低金利が経済・物価情勢と離れて長く継続するという期待が定着するような場合には、企業や金融機関などの行き過ぎた活動を通じて、中長期的にみて、経済・物価の振幅が大きくなったり、非効率な資源配分につながるリスクがある。今般の国際金融資本市場の変動は、長期にわたり良好な世界経済や金融環境が続いてきたもとで、市場参加者のリスク評価に緩みが生じ、その後、市場の自律的機能による巻き戻しが現実化した一例とみることができる。また、前述のように海外経済や国際金融資本市場の動向など不確実な要因があり、これらに変調が生じた場合には、日本経済も影響を受けると考えられる。経済情勢の改善にもかかわらず、物価が上昇しない状況が続く可能性もある。ただし、企業部門の体力や金融システムの頑健性が高まっていることから、物価下落と景気悪化の悪循環が生じるリスクはさらに小さくなっていると考えられる。

金融政策運営については、これまで、①金融環境は極めて緩和的であり、日本経済が物価安定のもとでの持続的な成長軌道を辿るのであれば、金利水準は引き上げていく方向にある、②引き上げのペースについては、予断を持つことなく、経済・物価情勢の改善の度合いに応じて決定する、という考え方で進めてきた。現実の政策対応は、物価上昇圧力が弱い中で余裕を持って行うことができ、経済・物価の見通しのパスやその蓋然性、上下両方向のリスクなどを、2つの「柱」に基づいて十分に点検しながら、ゆっ

くりと金利水準を引き上げてきた。今後の金融政策運営においても、こうした基本的な考え方を維持する方針である。すなわち、「中長期的な物価安定の理解」に照らして、日本経済が物価安定のもとでの持続的な成長軌道を辿る蓋然性が高いことを確認し、リスク要因を点検しながら、経済・物価情勢の改善の度合いに応じたペースで、徐々に金利水準の調整を行うことになると考えられる。

(参 考)

▽政策委員の大勢見通し^{5,6}

——対前年度比、%。なお、< >内は政策委員見通しの中央値。

	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2007年度	~ < >	~ < >	~ < >
4月時点の見通し	+2.0~+2.1 <+2.1>	+0.7~+0.8 <+0.7>	0.0~+0.2 <+0.1>
2008年度	~ < >	~ < >	~ < >
4月時点の見通し	+2.0~+2.3 <+2.1>	+0.8~+1.0 <+1.0>	+0.4~+0.6 <+0.5>

(注) 各政策委員は、政策金利について市場金利に織り込まれたとみられる市場参加者の予想を参考にしつつ、上記の見通しを作成している。

⁵ 「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。

⁶ 政策委員全員の見通しの幅は下表の通りである。

——対前年度比、%。

	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2007年度	~	~	~
4月時点の見通し	+1.9~+2.5	+0.5~+1.5	-0.1~+0.2
2008年度	~	~	~
4月時点の見通し	+1.9~+2.4	+0.7~+1.2	+0.3~+0.6

【背景説明】

1. 経済・物価・金融情勢

(2007年度上期の経済・物価)

わが国経済は、2007年度上期も、生産・所得・支出の好循環が維持されるもとで、緩やかな拡大を続けた（図表1）^{7,8}。

輸出は、米国向けがやや弱めに推移したが、海外経済が全体として拡大する中、仕向け地域の拡がりを伴いつつ増加を続けた（図表2、3）。企業収益は高水準で推移し、企業の業況感についても、部門によって慎重さはみられたが、総じて良好な水準が維持された（図表4、5）。そのもとで、設備投資は、やや減速しつつも、引き続き増加基調を辿った（図表6）。9月短観をみると、2007年度の設備投資計画は、2006年度対比では伸びが幾分鈍化しつつも、堅調な増加が続く姿となっている。また、鉱工業生産についても、内外需要の増加が続き、電子部品・デバイスの在庫調整も進捗するもとで、7～9月には、年初来の横這い圏内の動きから脱し、しっかりした増加に転じた（図表7）。

企業部門の好調は、家計部門に緩やかに波及し続けた。一人当たり名目賃金は、内外の厳しい競争環境や原材料高等を背景とした企業の人件費抑制姿勢に加え、賃金水準の高い団塊世代の退職などの影響もあって、やや弱めに推移した。しかし、企業の人員不足感が強いもとで、雇用者数が増加し、雇用者所得は緩やかな増加基調を辿った（図表8）。また、

⁷ 景気動向指数（CI）をみると、一致指数は、年前半は、横這い圏内の動きとなった生産の動きを反映してやや足踏みしたが、夏場には、生産の増加から持ち直した。なお、景気基準日付上の景気拡張期間は、2006年11月に戦後最長のいざなぎ景気（57か月）を超えたあとも、持続しているとみられる。

⁸ 日本銀行では、支店における調査などを通じて、地域経済の現状について、「地域経済報告」（さくらレポート）として取りまとめ、公表している。景気判断に関する各地域取りまとめ店からの報告ポイントについては、参考図表を参照のこと。

大企業を中心とする高水準の収益は、株式配当など財産所得の増加というルートも経由して、家計所得の改善につながった⁹。そうしたもとで、個人消費は、天候に左右されながらも、サービス関連支出や家電などの耐久財消費を中心に、底堅く推移した（図表9）。消費者コンフィデンスは、ガソリン価格上昇の影響などからやや悪化する動きもみられたが、総じて良好な水準を維持した。この間、住宅投資は、6月の改正建築基準法施行の影響から、夏場に大きく減少した（図表10）。

以上のように、緩やかな景気拡大が続くもとで、労働や設備といった資源の稼働状況は高い状態で推移した（図表11）。短観による企業の雇用人員や設備に関する判断は、過去十数年の中で最も不足感が大きい状態を続け、マクロ的な需給ギャップも資源の稼働状況が高いことを示す水準で推移した¹⁰。

物価面をみると、資源の稼働状況が高いもとで、企業間取引の段階では、財（国内企業物価指数）、サービス（企業向けサービス価格指数）ともに、コスト高を販売価格へ転嫁する動きが続いた（図表12）。一方、消費者段階では、価格転嫁の動きもみられたが、厳しい競争環境を意識した値上げ抑制スタンスは根強く、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比はゼロ%近傍で推移した（図表13）。

本年4月の「経済・物価情勢の展望」（展望レポート）では、2007年度

⁹ 日本経済新聞の集計によると、上場企業による2007年度上期の自社株買いと中間配当の合計額は、約5兆5000億円と前年同期比20%程度増え、過去最高となった模様である。

¹⁰ 短観の生産・営業用設備判断DIと雇用人員判断DIを資本・労働分配率で加重平均した指標でみると、2005年9月に過剰超が解消した後、小幅の不足超で推移している（図表11(3)）。また、マクロ的な需給ギャップ（GDPギャップ）の推計値をみても、過去の景気循環の平均的な稼働水準を幾分上回る状態を続けている。ただし、この推計値については、労働を中心とした生産要素のトレンド抽出などに起因する誤差が発生するため、後述の潜在成長率の推計とともに、幅をもってみる必要がある。

から 2008 年度にかけて、企業部門から家計部門への波及が緩やかながら
着実に進むもとで、息の長い拡大を続ける、との見通しを示した。その後
の経済の動きをみると、中小企業を中心に企業から家計への所得波及が若
干弱めであるが、景気は緩やかな拡大を続けており、全体として概ね見通
しに沿った動きとなっている。物価面では、国内企業物価指数は、原油価
格など国際商品市況の上昇を主因に、前回の見通しに比べて上振れて推移
している（図表 14）。一方、消費者物価指数（除く生鮮食品）については、
見通しに概ね沿って、前年比ゼロ%近傍で推移している。

（2008 年度までの経済の展望）

2007 年度下期から 2008 年度までを展望すると、わが国経済は、内外需
要がともに増加し、企業部門から家計部門への波及が緩やかに進むもと
で、・・・・・・¹¹。こうした見通しの前提となる海外経済の先行きについ
ては、米国のサブプライム住宅ローン問題を背景に不確実性があるが、米
国景気の減速は長引く一方、東アジアやその他新興国が高成長を続け、
全体では景気拡大が持続すると想定している¹²。このように海外環境が総
じて良好さを維持することに加え、金融環境も極めて緩和的に推移する
ことを背景に、財政再建に伴う景気の下押し圧力が作用し続けるもとで
も、生産・所得・支出の好循環メカニズムが維持されるというのが基本
的な考え方である。

部門別にみると、企業部門では、海外経済の拡大持続や I T 関連需要
の増加などを背景に、輸出は増加を続けると予想される。そのもとで企

¹¹ 潜在 GDP の成長率は、2003～04 年度の 1% 程度から緩やかに上昇し、最近では 1%
台半ばないし後半で推移しているとみられる。

¹² こうした見方は、国際機関や民間調査機関の予測でも、概ね共有されている。例えば、
IMF の World Economic Outlook (2007 年 10 月) では、米国経済の減速などを背景に、
世界経済の成長率の見通しを下方修正しているが、それでも、2007～08 年において、
5% 前後の成長が続くという見通しとなっている。

業は、引き続き、海外における収益機会の増大を意識しつつ、設備増強による供給体制の強化を図っていくと考えられる。こうした輸出を起点とする企業活動の活発化は、緩和的な金融環境と相俟って、設備投資の裾野を内需産業にも広げていくと考えられる。ただし、循環的な観点からみると、設備投資はすでに過去数年にわたって高い伸びを続け、水準自体が上昇してきているために、設備投資の増加ペースは徐々に低下していく公算が大きい（図表 15）。

一方、家計部門についても、好調な企業部門からの所得波及が緩やかに進むもとで、家計支出は緩やかな増加基調を辿ると考えられる。内外の厳しい競争環境や原材料高などの経営環境のもとで、企業が人件費抑制に努める姿勢は今後も根強いと予想される。しかし、景気拡大が続くもとで、雇用者数が現状程度のペースで増加を続けていけば、労働需給はさらに引き締まり、賃金の上昇圧力も次第に高まっていくと考えられる。また、高水準の企業収益は、株式配当など財産所得の増加というルートからも、家計所得の改善に作用し続けるとみられる（図表 16(1)）。このため、財政運営に関連する家計負担の増加を考慮しても、先行き、家計の可処分所得の伸びは、緩やかに高まる方向にあり、そのもとで、家計支出の増加基調も、しっかりしたものになっていくと考えられる。ただし、住宅投資に関しては、改正建築基準法施行の影響から、2007 年度中に大きく減少し、2008 年度に反動増が生じることが想定される（前掲図表 10）。

なお、対外収支面では、海外事業活動に伴う所得（直接投資収益、特許使用料等）や証券投資に伴う利子・配当金受け取り増などを背景に、所得収支やサービス収支の改善が続くとみられる（図表 16(2)(3)）。これらが、企業収益や家計の財産所得の増加という形で、民間部門の所得・

支出増につながっていくと予想される¹³。

以上の経済の動きを、実質成長率でみると、・・・・・・・・。

(2008年度までの物価の展望)

先行きの物価を取り巻く環境を展望すると、・・・・・・・・での経済成長が持続することから、労働面を中心に資源の稼働状況は緩やかながら着実に高まっていくと考えられる。ユニット・レーバ・コスト（生産1単位当たりの人件費）は、企業の人件費抑制姿勢などを背景に、引き続き低下しているが、先行きは、労働需給の引き締めから賃金の上昇圧力が徐々に高まっていく中で、下げ止まっていくとみられる（図表17）¹⁴。そうしたもとの、これまでの原材料価格の上昇分も含め、諸コストを価格に転嫁する動きが、企業間取引段階のみならず消費者段階でも、根強い競争圧力にある程度相殺されながらも、徐々に広がっていくと予想される（図表18）。ちなみに、サーベイ調査などによる民間経済主体のインフレ予想は、引き続き、先行きにかけて物価が緩やかに上昇していく姿となっている（図表19）。

以上の整理を踏まえると、国内企業物価指数の前年比は、・・・・・・・・。

消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比は、・・・・・・・・。

(量的金融指標の動き)

資金供給面をみると、金融機関は、積極的な貸出姿勢を続けているほか、CP・社債の発行環境は良好な状態にある。こうした緩和的な企業

¹³ 家計の外貨建資産（投資信託等）の運用益は、国際収支面では、所得収支を構成する証券投資収益の増加に反映される。

¹⁴ 消費者物価指数のうち、ウエイトの高いサービス価格が長年横這い圏内で推移してきた背景には、サービス関連産業の時間当たり賃金の伸びが、均してみればゼロ%近傍で推移してきたことが影響しているが（図表17(3)）、今後、徐々に上昇圧力を高めていくと考えられる。

金融の環境は、先行きも維持されていくと考えられる（図表 20）。資金需要面においては、運転資金、設備投資向け資金に加え、配当払いや自社株買いのための資金支出も増え続けている。ただし、好調な収益を背景に企業のキャッシュフローが引き続き高水準であることに加え、このところ、貸金業等、一部では資金需要が弱めとなっている。こうしたことから、民間銀行貸出は増加を続けているが、そのペースは緩やかなものにとどまっている。先行きも、息の長い景気拡大が持続していく中で、資金需要の増加傾向は継続するとみられるが、企業のキャッシュフローが潤沢な状態が続くとみられることから、民間銀行貸出の伸びは緩やかなものとなるとみられる（図表 21(1)）。

この間、マネーサプライ（M2 + CD）は、前年比 2% 程度の伸びとなっている。マネーサプライに投資信託や国債などを加えた広義流動性は、前年比 3～4% 程度の伸び率で推移している（図表 21(2)）。

2. 経済・物価の変動メカニズムの点検

（海外経済の動向とわが国の輸出・生産への影響）

海外経済の拡大を背景に輸出の増加が持続することは、生産・所得・支出の好循環メカニズムを支える重要な要素の一つである。海外経済の先行きについては、米国を中心に不確実性があるが、全体として景気拡大が持続する可能性が高い。米国経済については、住宅市場の調整の影響等から減速が長引くものの、景気後退には至らず、安定成長へと次第に軟着陸していく、というシナリオを前提としている。また、世界経済の成長エンジンが多極化しているもとの、東アジアを含む新興諸国の高成長が続き、これが世界経済全体を支えると想定している¹⁵。

¹⁵ 1980 年代末以降、世界経済が大幅に減速したのは、①アジア通貨危機の 1998 年、②

経済成長の地域的な拡がり、世界全体の成長率に対する米国の寄与率低下や、プラス成長を実現する国の増加にみてとれる（前掲図表2(2)(3)）。そうしたもとで、近年、わが国の輸出増加に対する米国向けの寄与率は目立って低下しており、輸出の財別構成も、需要拡大分野が異なる多様な地域の成長を反映し、分散化している（前掲図表3）。わが国輸出への影響が大きいIT関連財を取り上げてみても、最終製品の需要地が拡がるもとで、IT製品の多様化の影響もあって、世界的な需給変動は、今次景気拡大局面を通じて概ね安定的に推移している（図表22）。こうした世界経済やわが国輸出の質的な変化は、IT関連と素材業種の循環フェイズのずれにもみられるように、より広く産業間の連動性の低下をもたらしながら、わが国の生産変動の安定化にも寄与していると考えられる（図表23）。

以上のような変化は、米国経済で多少の下振れが発生しても、わが国経済への影響が相応に吸収され得ることを示唆している。しかし、米国経済の調整が、東アジアなど他の地域にも大きな影響を及ぼすような深いものとなる場合や、為替レート的大幅な変動など金融市況の変調を誘発するような場合には、わが国経済にも無視し得ない影響が及ぶと考えられる（図表24）。IT関連財についても、国内在庫・出荷バランスは足もと改善してきているが、北京オリンピック関連需要への期待もあって世界的な供給拡大ペースが速いだけに、米国の個人消費が大きく下振れるなどの見込み違いが発生する場合には、世界的に需給バランスが崩れるリスクがある。

ITバブル崩壊の2001年、の2回である（図表2(1)）。今回の局面について、これら2回に匹敵するような規模や連動性を持つショックが発生しているとは、少なくとも現時点では考えにくい。また、米欧経済の減速が目立った局面として、上記2001年以外に1991年があるが、当時はアジア経済が伸び盛りであったために、海外経済全体としての成長鈍化は限定的なものにとどまった。

他方、海外経済には上振れリスクも存在する。すなわち、中国経済は、過熱感が強く、景気や物価が上振れる可能性がある。そうした中で、米国経済が速やかに成長ペースを回復した場合、国際商品市況の一段高などを伴いながら、世界的なインフレ圧力の増大、長期金利の上昇などが生じる可能性がある。

いずれにしても、こうした海外経済の動向は、為替相場の動向などとも相俟って、わが国の輸出や生産に対して上振れ・下振れ双方の要因となる可能性がある。

(企業の収益環境と支出行動)

輸出や生産の増加基調が続く中、海外事業活動に伴う所得（配当金、特許使用料等）の流入増もあって、企業収益の増加が続いている¹⁶。グローバル経済のエネルギーが企業収益に転換され、それが設備投資、株主還元（配当増加や自社株買い）、さらには、今のところその程度は緩やかながら雇用者所得の押し上げなどを通じて、国内経済に波及していくというメカニズムは、先行きも着実に働き続けると考えられる（前掲図表6、16(1)）。

そうした中で、中小企業の収益は、改善ペースが大企業に比べて緩やかであり、最近はやや伸び悩み傾向にある（図表25）。その背景には、グローバル化と財政再建が同時並行で進行し、中小企業の直面する需要の拡大が相対的に緩慢なもとで、原材料価格の上昇を販売価格に転嫁しにくい、という事情があるとみられる¹⁷。こうした交易条件の悪化は、中小

¹⁶ 海外子会社からは、特許使用料（サービス収支の「工業権・鉱業権使用料」）や株式配当（所得収支の「直接投資収益」）というルートを通じて収益が還元されている（図表16(3)）。

¹⁷ 中小企業の収益を要因分解し、足もとの状況を見ると、①売上がさほど伸びない中で、②中間投入額の増加（原材料高）が減益要因となり、③人件費を抑制することによって減益を回避している、という形になっている（図表25(1)）。

企業の設備投資を幾分下押しする可能性がある。もっとも、中小企業においても、収益の水準自体は総じて底堅く、銀行の貸出姿勢が前向きであることなどと併せると、投資の増加基調自体は維持されると予想される¹⁸。

設備投資に関しては、海外市場の成長機会を意識した供給体制の強化が重要な側面の一つであるため、前述の海外経済動向に関連したリスクに注意が必要である。現状、規律のとれた企業行動のもとで、本格的なストック調整をもたらす過大な投資がなされているとは考えにくい（前掲図表 15）、設備投資は様々な下方ショックに対してそれほど脆弱ではないと判断される。ただ、海外需要に関し、成長期待を大きく低下させるようなショックが加わった場合や、先行きの不確実性が高い状態が長期化した場合などには、設備投資の下振れにつながるリスクがある¹⁹。

一方、極めて緩和的な金融環境のもとで、企業が、期待成長率や資金調達コスト、為替相場や地価を含めた資産価格などに関する楽観的な想定に基づいて、投資を一段と積極化することも考えられる。

（雇用・所得環境と家計の支出行動）

失業率が低下傾向を辿るなど労働需給の引き締まりが続くもとで、パート労働者の時間当たり賃金は上昇を続けている（図表 26(3)）。しかし、賃金全体を一人当たりで見ると、上昇基調がなお定着していない（前

¹⁸ 短観で中小企業の 2007 年度計画をみると（図表 6(3)）、2006 年度実績が最終的に大幅上方修正で着地したこともあって、それと比べた前年比が、6 月調査時点で過去の平均よりもやや弱めとなった。もっとも、6 月調査から 9 月調査にかけては、概ね順調に上方修正されている。

¹⁹ 設備投資には回収不可能な投資コストが存在することから、先行きの不確実性が高まると投資先送りのオプション価値が上昇し、それが、投資を実行して得られる収益の割引現在価値よりも大きくなり得る。リアルオプション理論によれば、たとえ収益性が高いプロジェクトでも、将来に関する不確実性が高まり先送りのオプション価値が高水準を続けている間は、投資は実行されない。

掲図表 8 (2))。その背景として、①内外の厳しい競争環境のもとでの企業の根強い人件費抑制姿勢、②地方公務員の給与削減など財政再建の影響、③賃金水準が高い団塊世代の退職やパート活用に伴う人員構成変化の影響、などが存在する。とりわけ中小企業では、こうした一人当たり賃金を抑える諸要因が、前述した原材料高等による収益の伸び悩みもあって、強めに現れている可能性が高い(図表 27)。このような構図は、今後も急速には変わりにくいと考えられる。

もっとも、生産年齢人口が減少する中で、景気拡大の持続に伴い現状程度の 1% を幾分上回るペースで雇用者数が増加を続けていくとすれば、今後、マクロ的な労働需給はさらに引き締まっていくと想定される(図表 26(1)(2))。そうであるとする、足もと伸び悩んでいる賃金も、徐々に上昇圧力を高め、雇用者所得の増加基調は次第にしっかりしたものになっていくと考えられる。

また、人々の意識の変化や金融業の規制緩和もあって、家計金融資産の保有形態が徐々に多様化しつつあるため、雇用者所得だけでなく財産所得も、家計所得の源泉として重要性を増してきている。そうしたもとでは、企業収益の好調さは、前述した配当や自社株買い、さらには株価上昇などのルートで家計に波及し得る(前掲図表 16)。こうした点を踏まえ、財政運営に関連する家計負担の増加を考慮しても、先行き、家計の可処分所得の伸びは、緩やかに高まる方向にあり、家計支出の増加基調も、しっかりしたものになっていくと考えられる。

ただし、労働需給の引き締まりが賃金の上昇をもたらす程度やタイミングについては、不確実性が大きい。これは、企業の人件費抑制姿勢が弱まる程度や、年齢構成や就業形態の変化の影響などについて、前もって正確に推し量ることが難しいためである。仮に、雇用者所得が下振れ、

家計の支出が予想通りには強まらないような場合、設備投資は循環的にみて減速局面に入りつつあるだけに、経済全体の成長率が下振れるリスクもある。他方、収益機会を追求する企業の前向きの姿勢が強く、そのための人材確保が一段と重視されるような場合は、賃金、ひいては雇用者所得が上振れる可能性もある。

(物価変動を取り巻く環境)

今次景気拡大局面においては、マクロ的な資源の稼働状況が高まっている割には、消費者物価の上昇が鈍い状況が続いている。これには、グローバル化や規制緩和を背景に企業間の競争環境が厳しさを増すもとで、個人消費の回復が緩慢なこともあって、流通業やサービス業が様々な企業努力によって価格の引き上げを抑制してきたことが影響している(図表 28)²⁰。

消費者段階での厳しい競争を背景としたコスト削減スタンスは、今後も根強いと考えられ、そのことを前提に、今回の見通しでも、物価や賃金の上昇圧力は目立っては高まらなると想定している。しかし、景気拡大が持続すれば、マクロ的な資源の稼働状況は、緩やかながら着実に高まっていくと考えられる。実際、流通業やサービス業が積極的に活用しているパート労働者については、時間当たり賃金の伸びが徐々に高まりつつある。また、このところ主要食品メーカー等で値上げを打ち出す先が増えており、仕入れコストの上昇も続くと思われる。これらを企業努

²⁰ 短観で、小売業の販売価格D Iと仕入価格D Iの動きをみると、1990年頃までは両D Iにほとんど乖離はなかったが、「価格破壊」や「流通革命」などと言われ競争が激化した1990年代半ば頃から、販売価格D Iが仕入価格D Iを下回る状況が続いている(図表 28(2))。販売価格の抑制が実現されてきた背後には、流通業による中間投入コスト、賃金コストなどの不断の削減努力がある。同様に、サービス業の販売価格D Iと仕入価格D Iの動きをみても、1990年以降、販売価格D Iが仕入価格D Iを下回る状況が続いており、その乖離幅は拡大傾向にある。

力である程度吸収するとしても、諸コスト高の価格転嫁の動きが、ゆっくりではあっても、消費者段階にも広がっていくとみるのが自然である²¹。このため、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比は、・・・・。

ただし、物価の先行きについては、①経済情勢の上振れ・下振れ、②マクロ的な資源の稼働状況に対する物価の感応度、③原油をはじめとする商品市況の動向やコスト波及のペース、などに応じて上下両方向の不確実性がある²²。例えば、世界各国で食料品など生活必需品の値上げが広がっている中、わが国でも、インフレ予想の上昇を伴いつつ、コスト高の価格転嫁の動きが想定以上に強まれば、物価が上振れる可能性も考えられる。一方、企業のコスト削減努力や生産性向上によって、コスト波及が想定以上に抑制され続ければ、実体経済が順調に拡大を続けても物価はなかなか反応しないことになる。後者のケースでは、物価の上昇が顕現化する時点では、すでに経済が相当過熱し、各種の資産価格にも何らかの歪みが生じている可能性がある。その場合は、行き過ぎた金融・経済活動とその後の調整を通じて、結果的に経済の振幅が大きくなるリスクがある。

(国際金融資本市場の変動の影響)

国際金融資本市場は、夏場以降、米国のサブプライム住宅ローン問題への懸念の高まりを背景に、振れの大きい展開となった。米欧の金融資本市場では、CDOやABC Pなどの証券化商品市場の機能は大きく低下した。また、証券化や転売が困難となる中で金融機関は自己のバランスシートに

²¹ 実際、消費者物価指数（除く生鮮食品）の構成目別の動きをみると、このところ上昇品目が下落品目を上回る状況が続いている。

²² 特に、サービス部門における需給環境が賃金や価格に波及するラグの長さについては、財部門に比べても不確実性が大きく、それだけに、賃金や物価の見通しにも不確実性を伴うことになる。

リスク資産が積み上がることを意識して、LBOやM&Aなどの活動の停滞がみられた。この間、社債市場ではスプレッドが拡大しているが、社債発行は継続している。また、短期金融市場では、ABCプログラムへの流動性供給などから、流動性に対するニーズが高まった。中央銀行の資金供給によって、翌日物金利はやや不安定ながらも抑制されていたが、ターム物取引が成立しにくい状況がみられた。その後の国際金融資本市場の動向をみると、幾つかの改善の動きがみられているが、全体としては、なお不安定な状態が続いている。

わが国の金融環境についてみると、こうしたサブプライム住宅ローン問題やこれに端を発する国際金融資本市場の変動の影響は限定的であり、極めて緩和的な金融環境が維持されている。金融機関は積極的な貸出態度を続けている。CPや社債のスプレッドは、夏場に幾分上昇したが、その後は横這い圏内で推移しており、米欧に比べて拡大幅は限定的である（図表 29）。また、貸出金利は、緩やかに上昇しているが、引き続き、極めて低い水準にある（前掲図表 20(3)）。

短期金融市場も落ち着いた動きを続けている。無担保コールレート（オーバーナイト物）は 0.5%前後で推移しているほか、ターム物金利も概ね安定的に推移している（図表 30）。ユーロ円金利先物レートや各種のフォワード・レートは、夏場にかけて上昇した後、低下している（図表 31）。この間、経済や物価との関係からみて、短期金利による経済に対する刺激効果は強い状況が続いていると考えられる（図表 32）。

前回展望レポート以降、長期金利、株価、為替相場は、国際金融資本市場の動向に左右される展開となった。すなわち、長期金利は、上昇した後、7月以降は米欧長期金利の動きにつれて低下している（図表 33）。また、株価は、上昇を続けた後、夏場に米欧株価の下落や円高を背景に大きく下

落した。その後は、米欧株価が上昇する中で、上昇した（図表 34）。為替相場は、当初、内外金利差に着目した円売り圧力などを背景に、対ドルおよび対ユーロで、円安方向の展開となったが、夏場以降、世界的にリスクの再評価が進む中で、円高方向への動きがみられた（図表 35）。

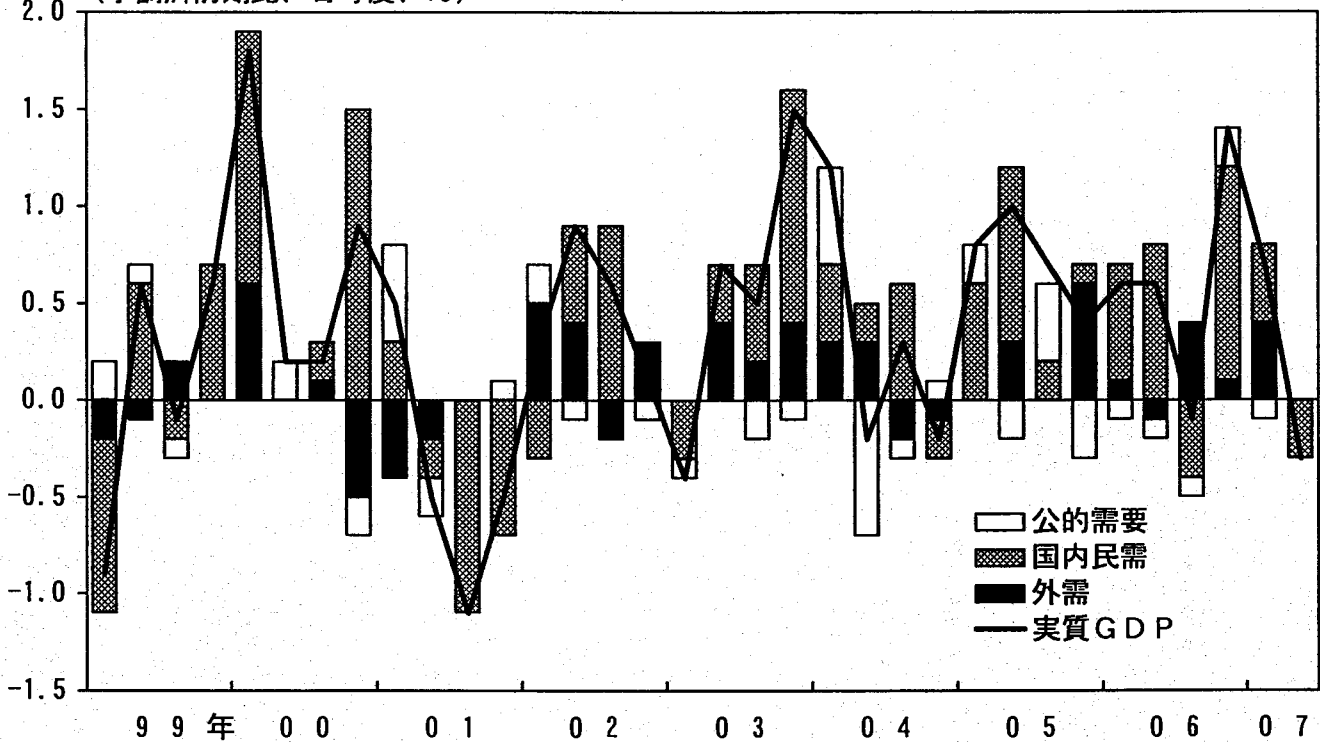
地価について、2007 年の都道府県地価調査（基準地価、7 月 1 日時点）をみると、全国平均で、商業地が 16 年振りに上昇に転じたほか、住宅地の下落率縮小が続いた（図表 36）。東京、大阪、名古屋の三大都市圏では、堅調なオフィス需要などを背景に商業地の伸びが高まったほか、住宅地でも上昇傾向が明確化した。地方圏では、中核都市で商業地を中心に上昇がみられたが、全体としては、住宅地、商業地とも、下落幅が縮小しつつも、下げ止まっていない。

以 上

実質GDPと景気動向指数

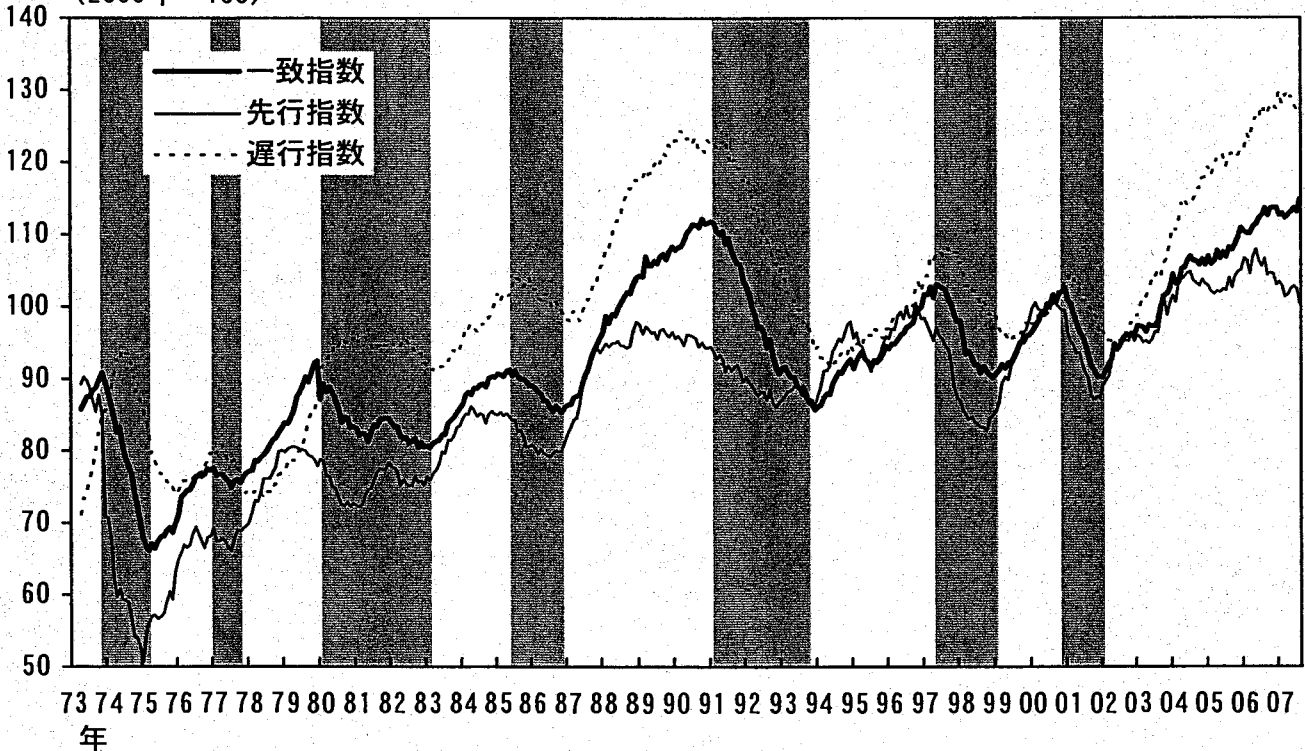
(1) 実質GDP

(季調済前期比、寄与度、%)



(2) 景気動向指数 (C I)

(2000年=100)



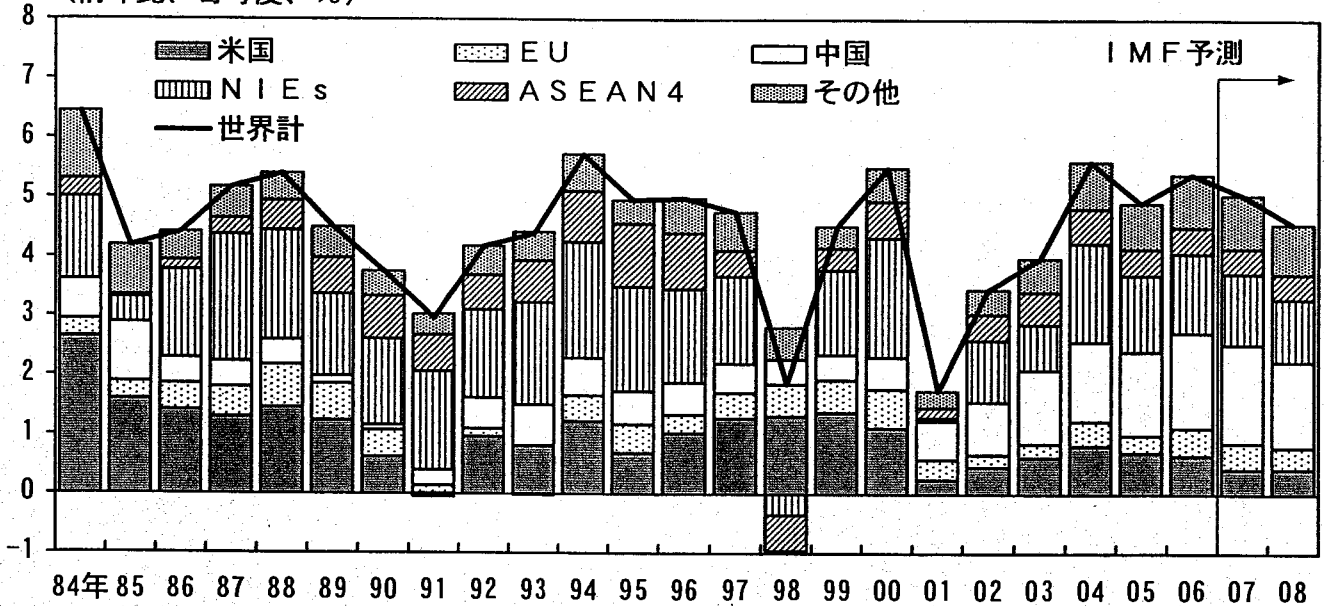
(注) シャド一部分は景気後退局面。

(資料) 内閣府「国民経済計算」「景気動向指数」

海外経済

(1) わが国が直面する海外経済の成長率

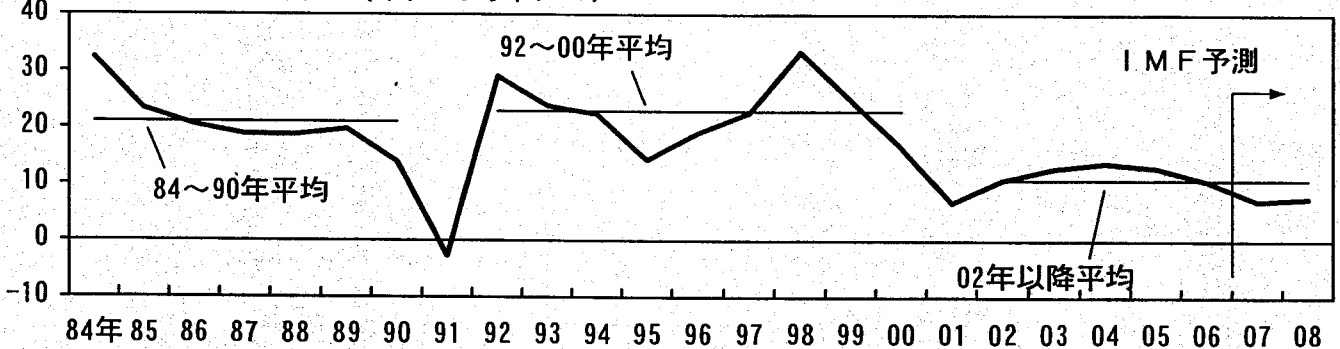
(前年比、寄与度、%)



- (注) 1. IMFの世界経済見通し (World Economic Outlook) の計数を利用 (以下の図表も同じ)。
- 2. 各国のGDP成長率を、わが国の通関輸出ウエイトにより加重平均したもの。
なお、2007・2008年の値は、IMFの各国GDP成長率予測をわが国の2006暦年の通関輸出ウエイトで加重平均したもの。
- 3. NIEsは、韓国、香港、台湾、シンガポール。ASEAN4は、タイ、マレーシア、フィリピン、インドネシア。

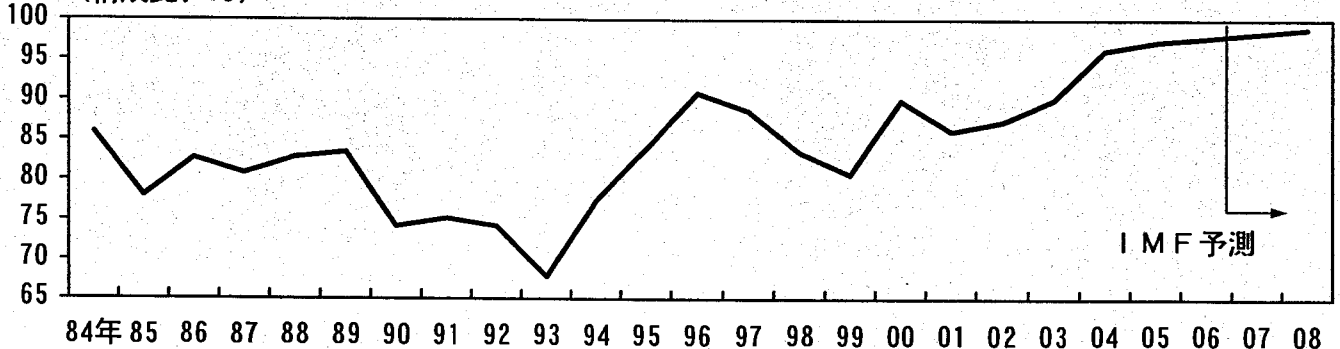
(2) 世界成長率に対する米国の寄与の割合

(世界成長率に対する米国の寄与率、%)



(3) プラス成長国の割合

(構成比、%)

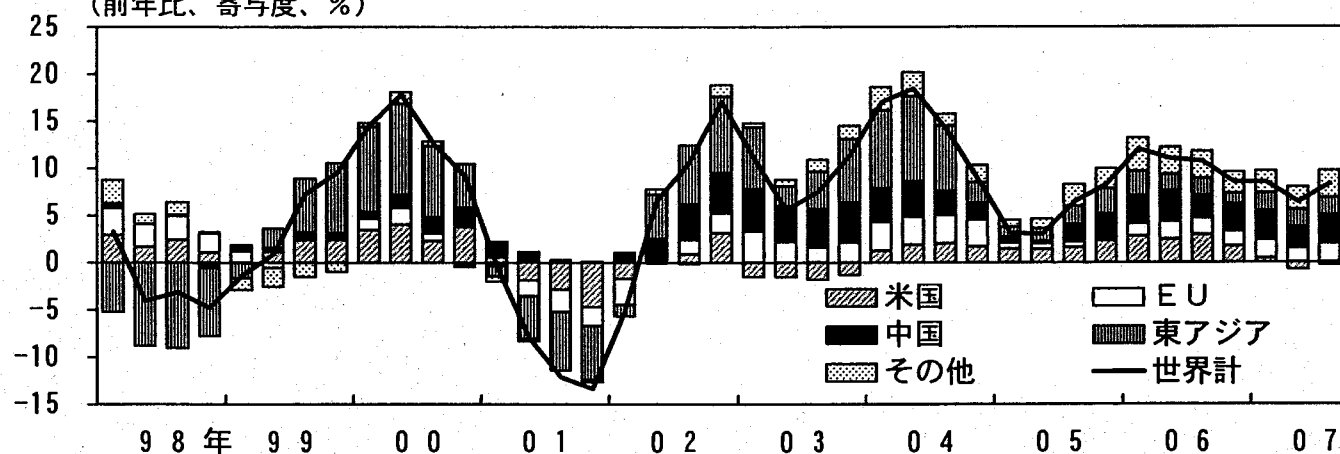


(資料) IMF「World Economic Outlook」、財務省「外国貿易概況」

輸出

(1) 実質輸出の地域別内訳

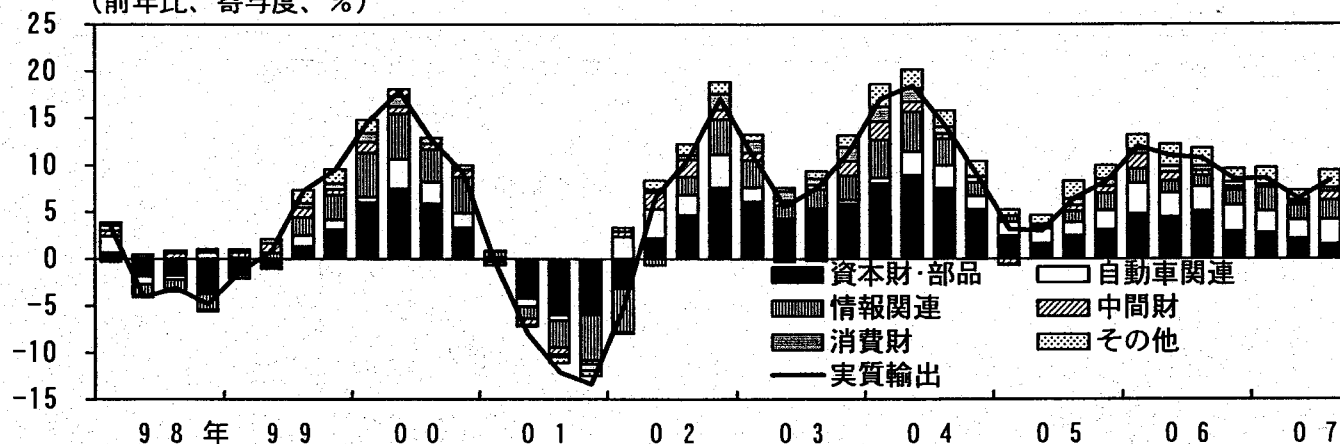
(前年比、寄与度、%)



(注) 東アジアはNIEsとASEAN4の合計。

(2) 実質輸出の財別内訳

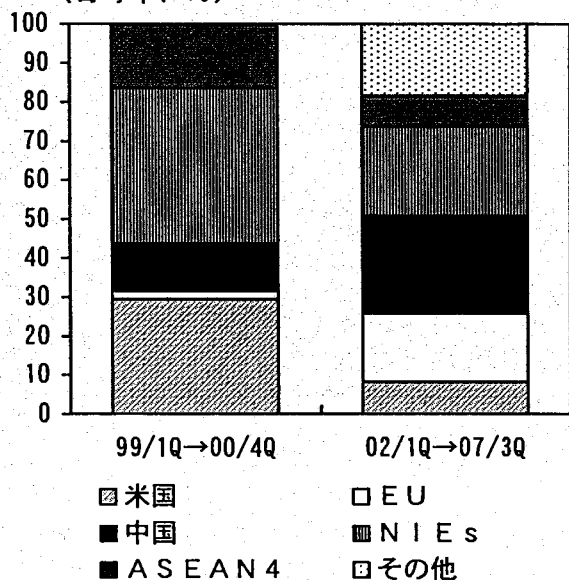
(前年比、寄与度、%)



(3) 実質輸出の伸び率の地域別・財別の寄与

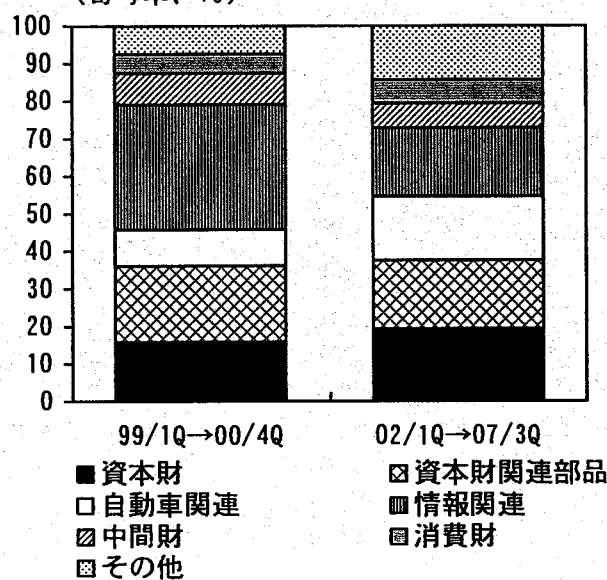
①地域別寄与

(寄与率、%)



②財別寄与

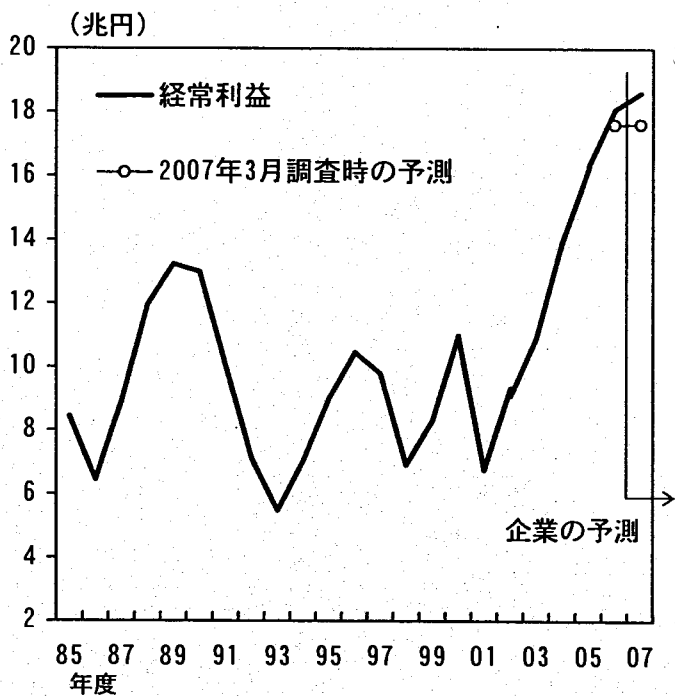
(寄与率、%)



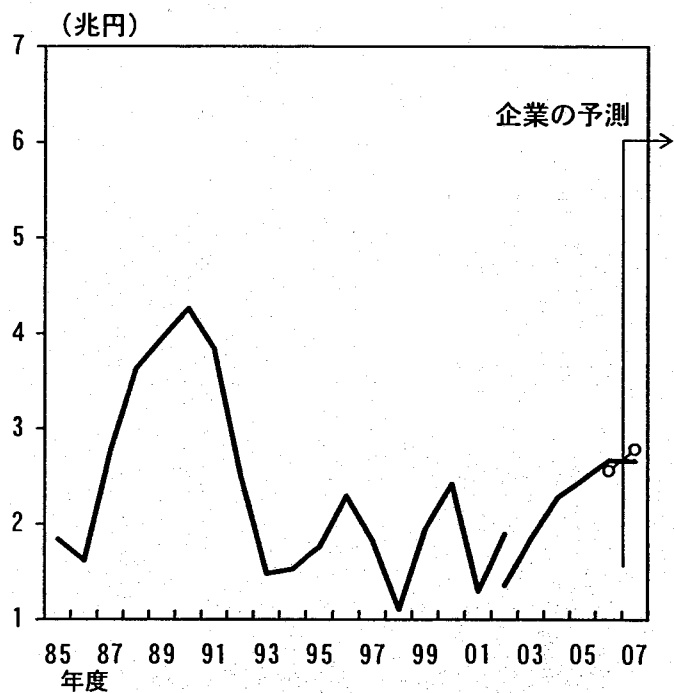
(資料) 財務省「外国貿易概況」、日本銀行「企業物価指数」

企業収益

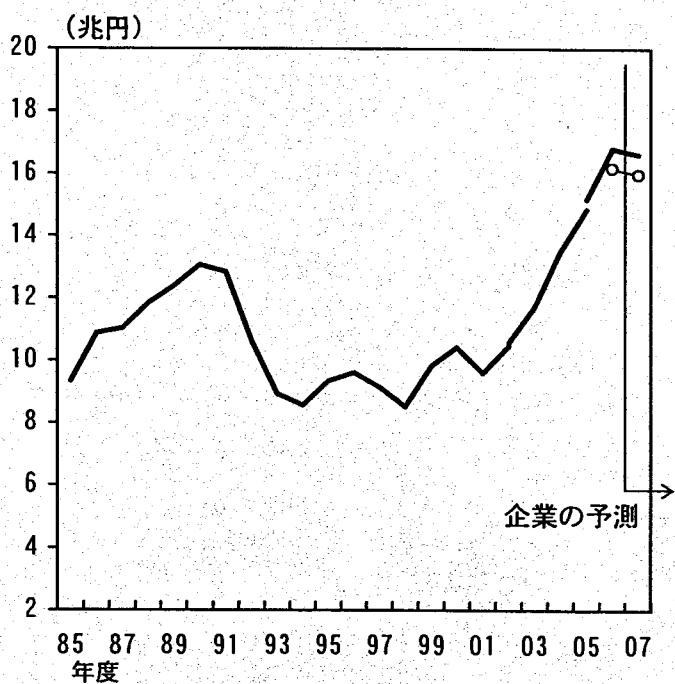
(1) 製造業大企業



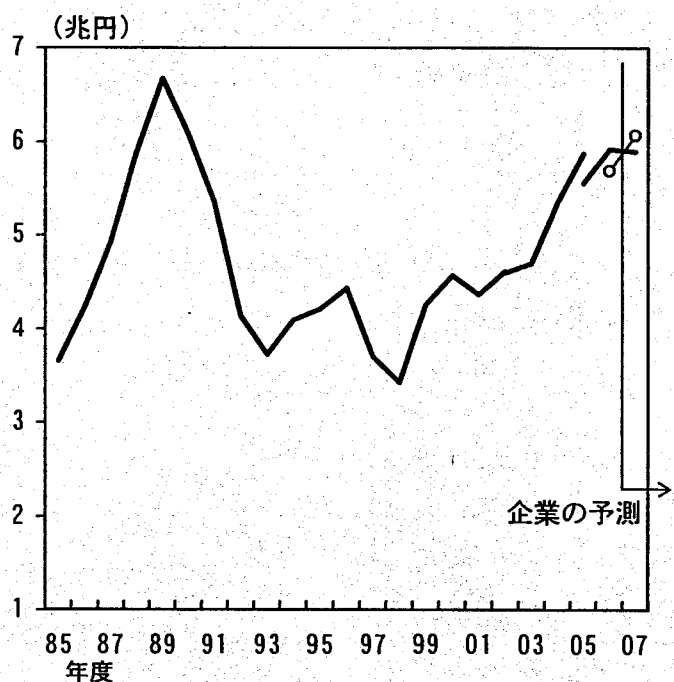
(2) 製造業中小企業



(3) 非製造業大企業



(4) 非製造業中小企業

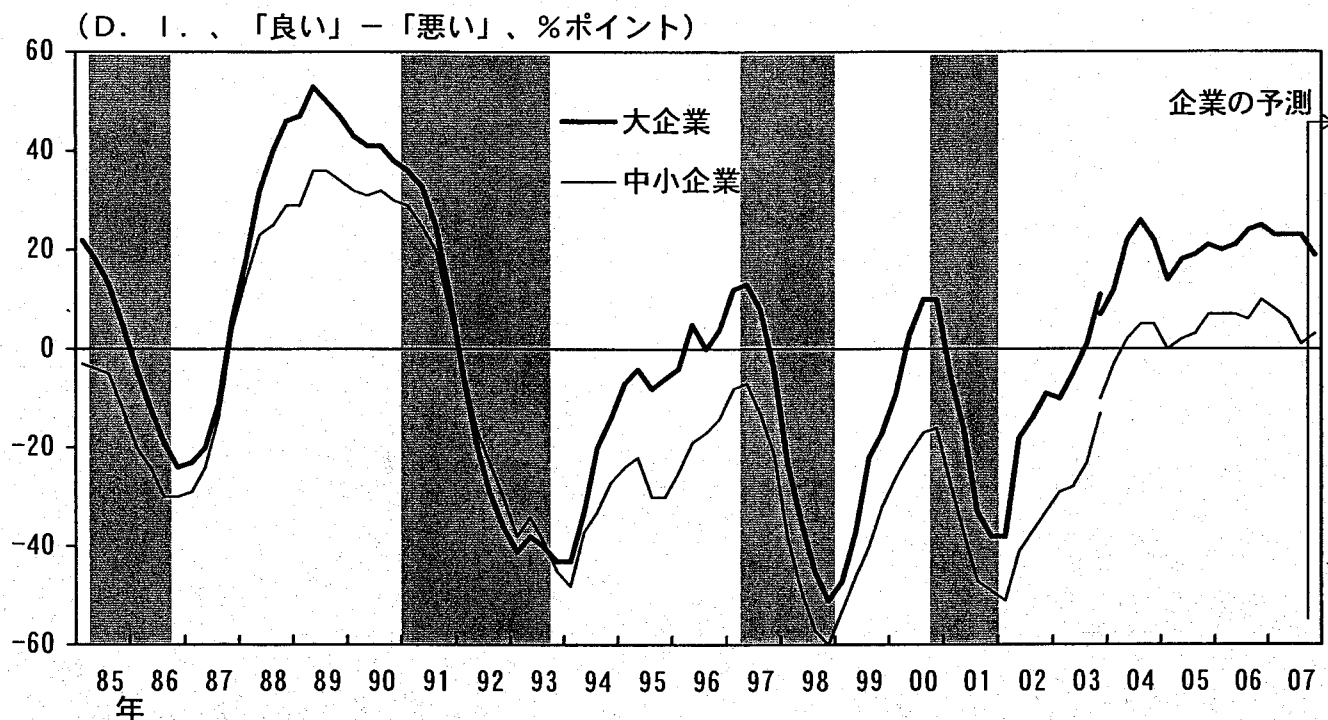


(注) 2004年3月調査より、調査対象企業の拡充を含む幅広い見直しを実施した。また、2007年3月調査では、定例の調査対象企業の見直しを行った。このため、これらのタイミングで計数には不連続(段差)が生じている。

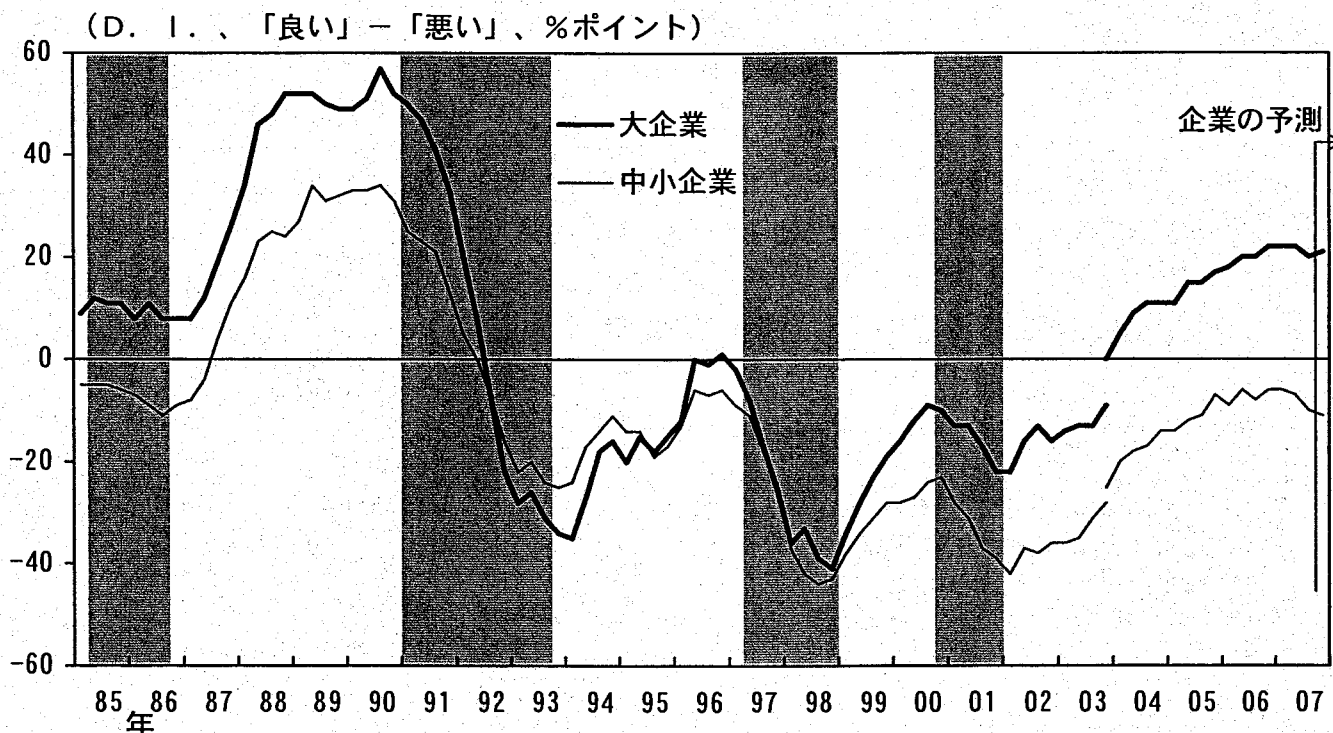
(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

企業の業況判断

(1) 製造業



(2) 非製造業



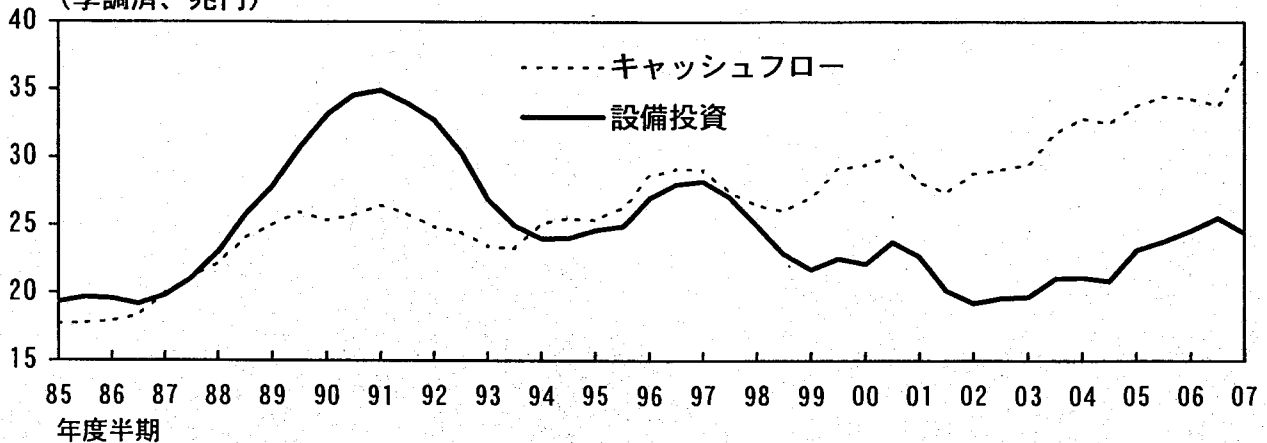
- (注) 1. 2004年3月調査より見直しを実施。旧ベースは2003年12月調査まで、新ベースは2003年12月調査から。
2. シャド-部分は景気後退局面。

(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

設備投資

(1) 設備投資とキャッシュフロー (法人季報・全産業全規模)

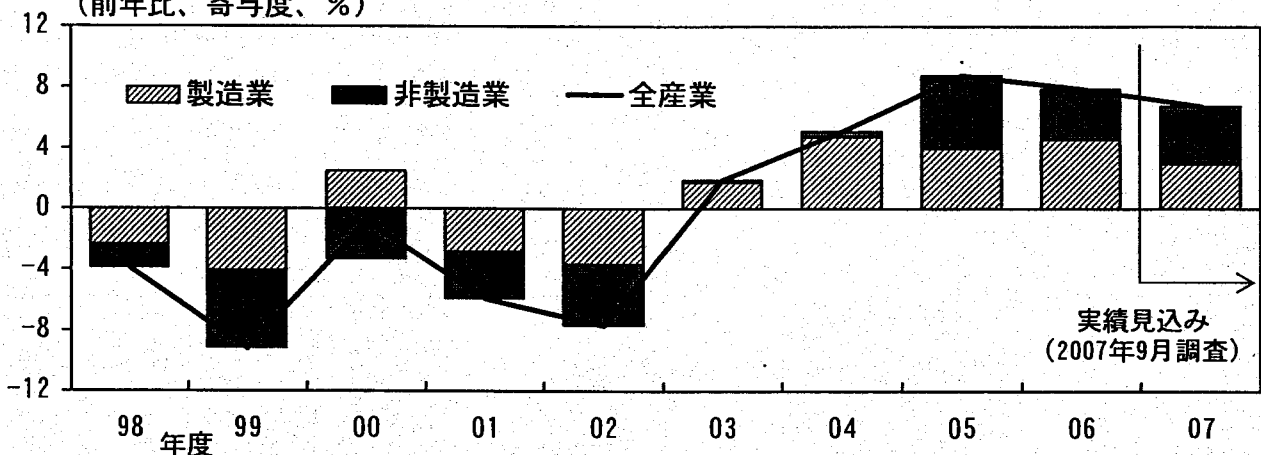
(季調済、兆円)



- (注) 1. データは断層修正済み。キャッシュフロー＝経常利益/2＋減価償却費。
- 2. 2007年度上半期については、2007/3Qの前年比を2007/2Qと同じと仮定して計算した。

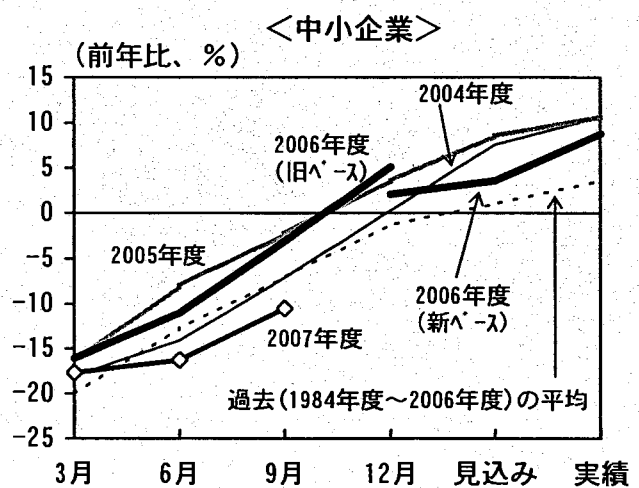
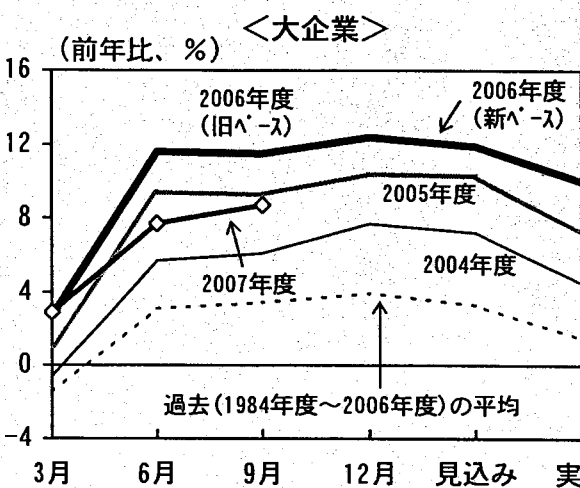
(2) 設備投資計画 (短観・全規模)

(前年比、寄与度、%)



- (注) 2002年度までは土地を含み、ソフトウェアを除く。
- 2003年度からは土地を除き、ソフトウェアを含む。

(3) 設備投資計画の修正状況 (短観・全産業)



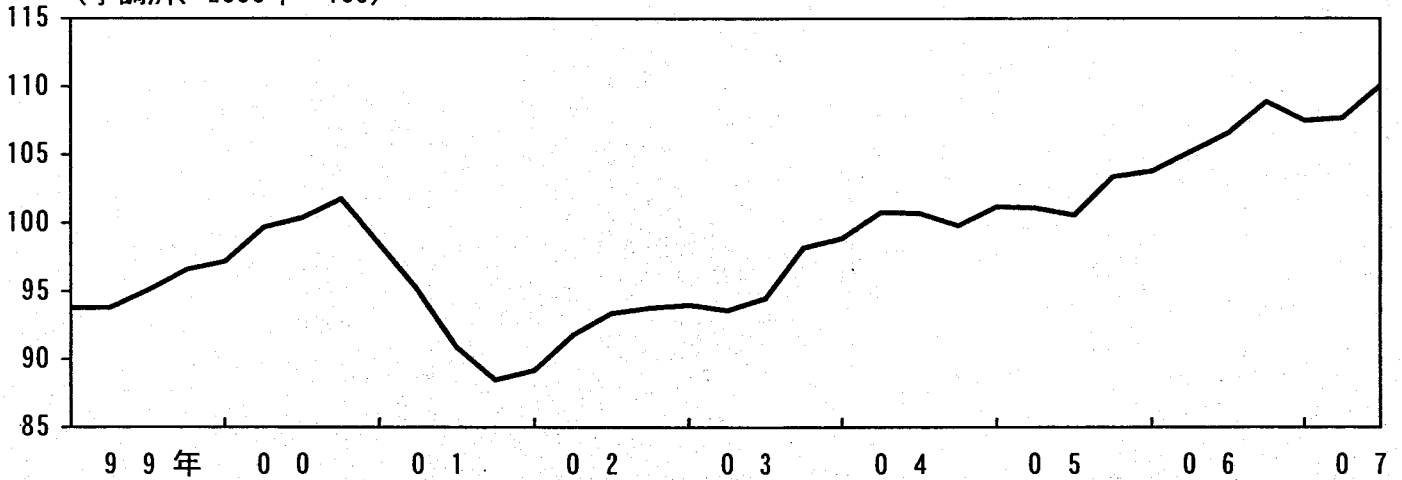
- (注) 2007年3月調査では、定例の調査対象企業の見直しを行った。

(資料) 財務省「法人企業統計季報」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

鋳工業生産

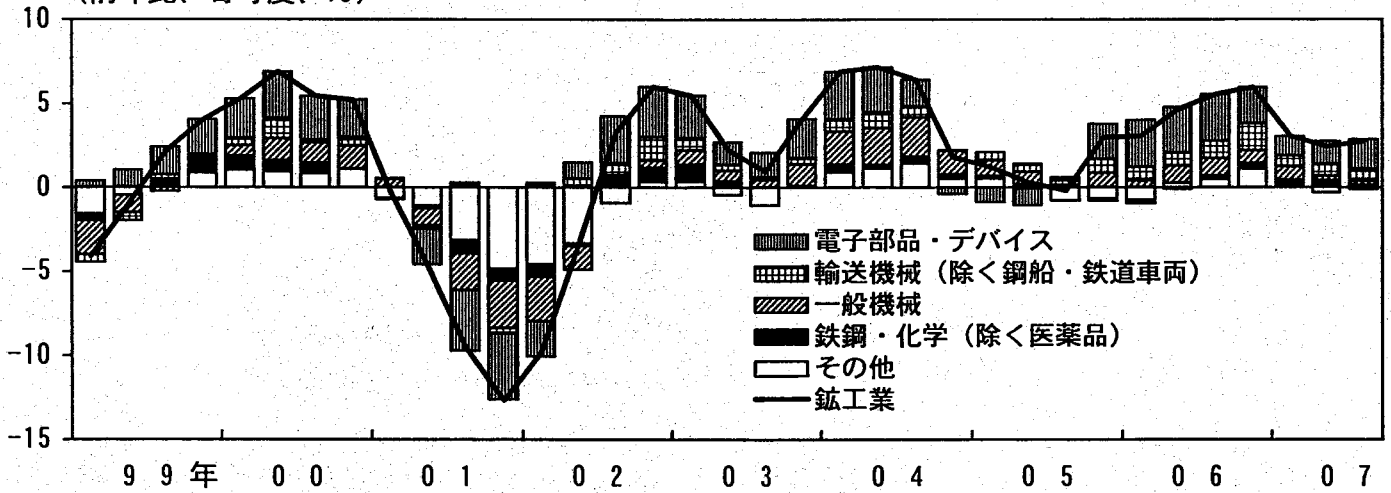
(1) 鋳工業生産

(季調済、2000年=100)



(2) 生産の業種別寄与度

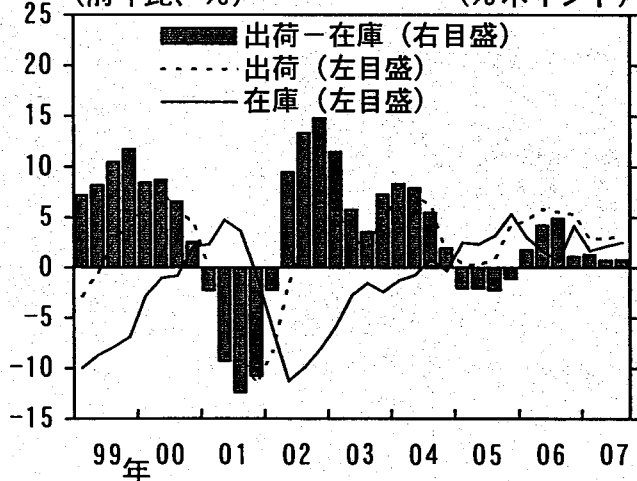
(前年比、寄与度、%)



(3) 在庫循環

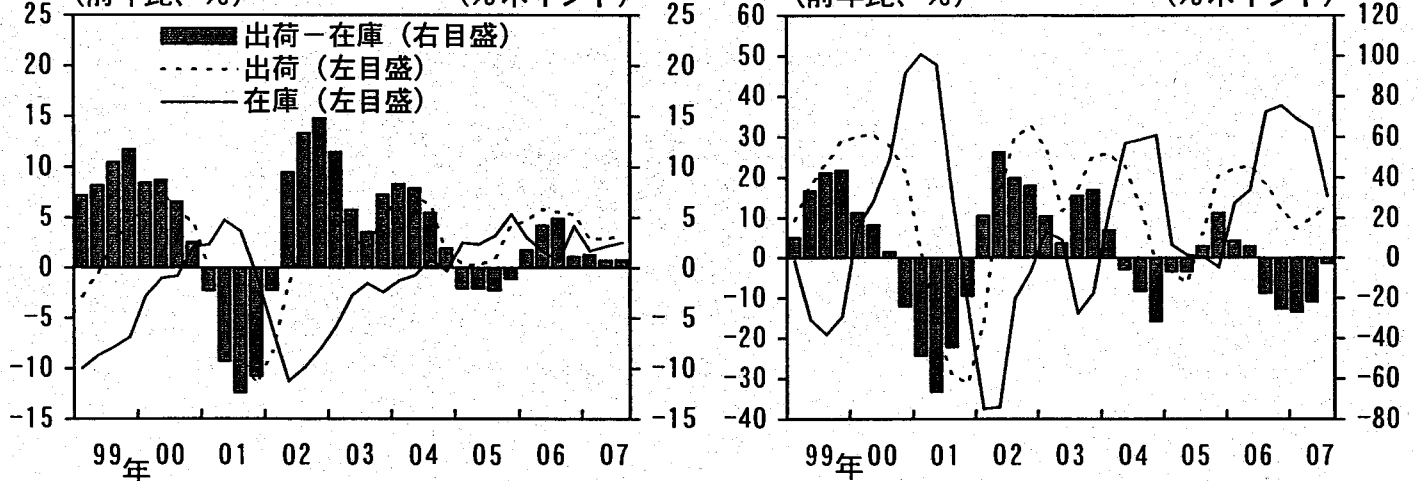
① 鋳工業

(前年比、%) (%ポイント)



② 電子部品・デバイス

(前年比、%) (%ポイント)

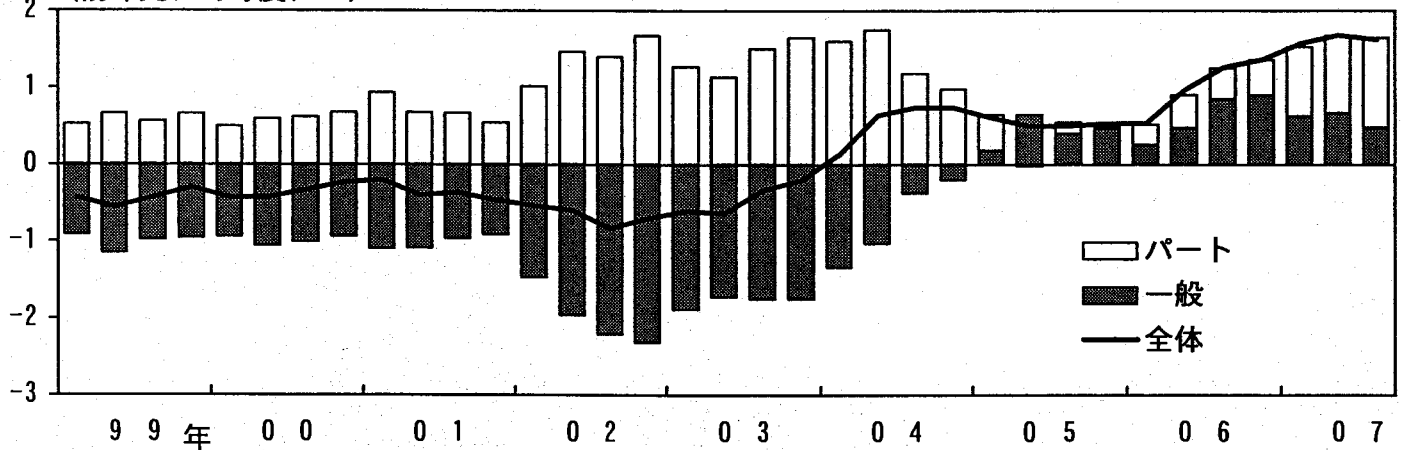


(資料) 経済産業省「鋳工業指数統計」

雇用・所得環境

(1) 常用労働者数

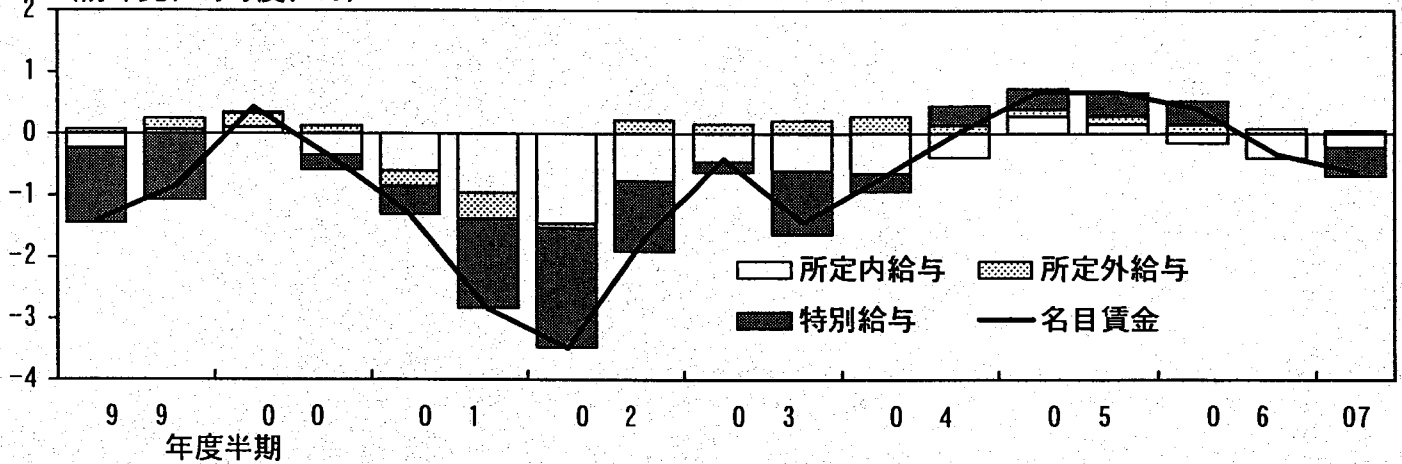
(前年比、寄与度、%)



(注) 1. 事業所規模5人以上 (以下の図表も同じ)。
2. 2007/3Qは、7~8月の前年同期比。

(2) 名目賃金

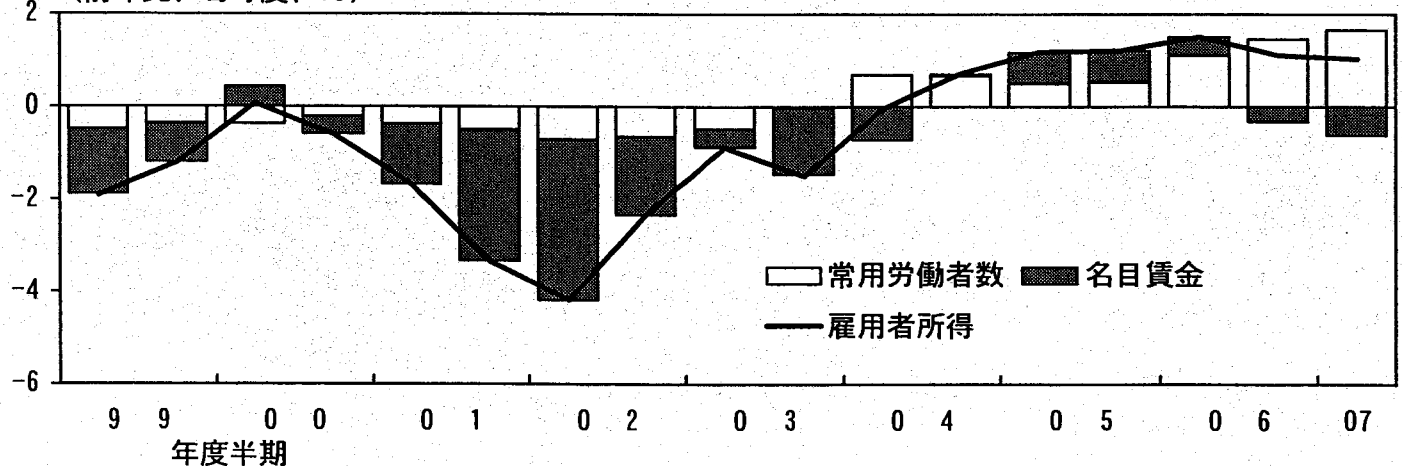
(前年比、寄与度、%)



(注) 2007年度上半期は、4月~8月の前年同期比 (下の図表も同じ)。

(3) 雇用者所得

(前年比、寄与度、%)

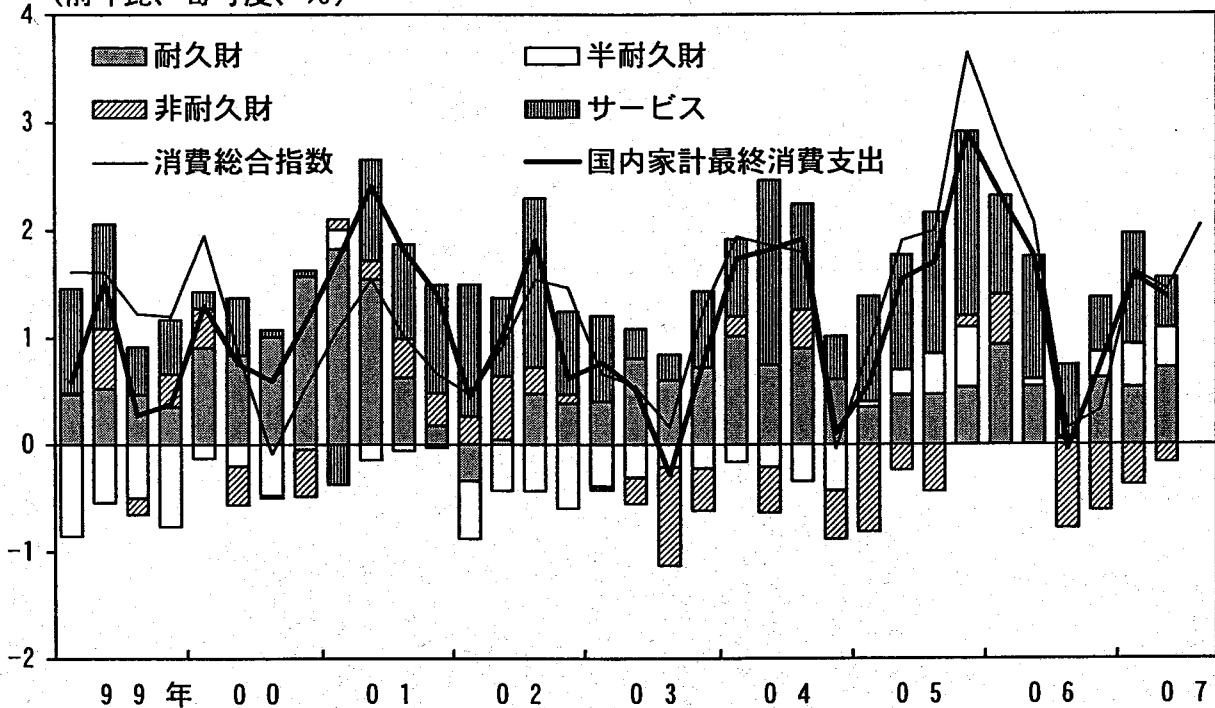


(資料) 厚生労働省「毎月勤労統計」

個人消費

(1) GDPベース・形態別消費

(前年比、寄与度、%)

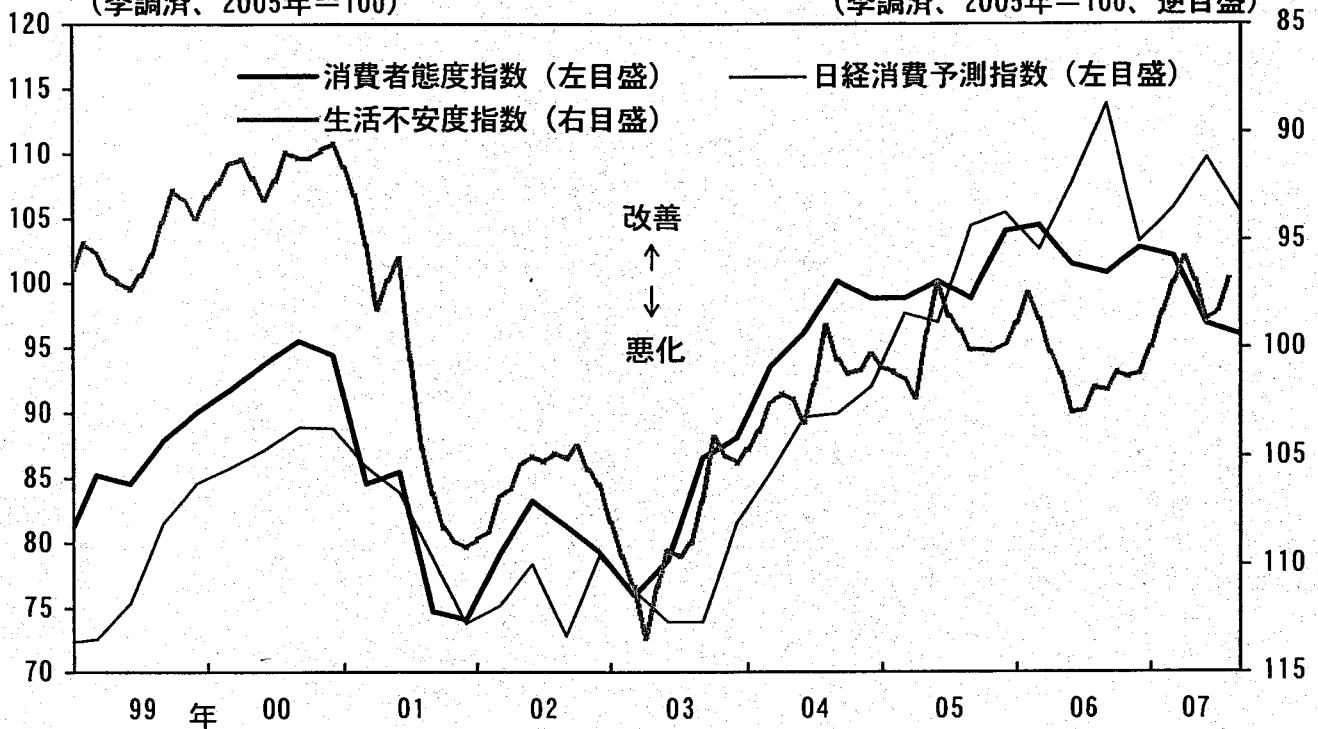


(注) 消費総合指数の2007/3Qは、7~8月の前年同期比。

(2) 消費者コンフィデンス指標

(季調済、2005年=100)

(季調済、2005年=100、逆目盛)



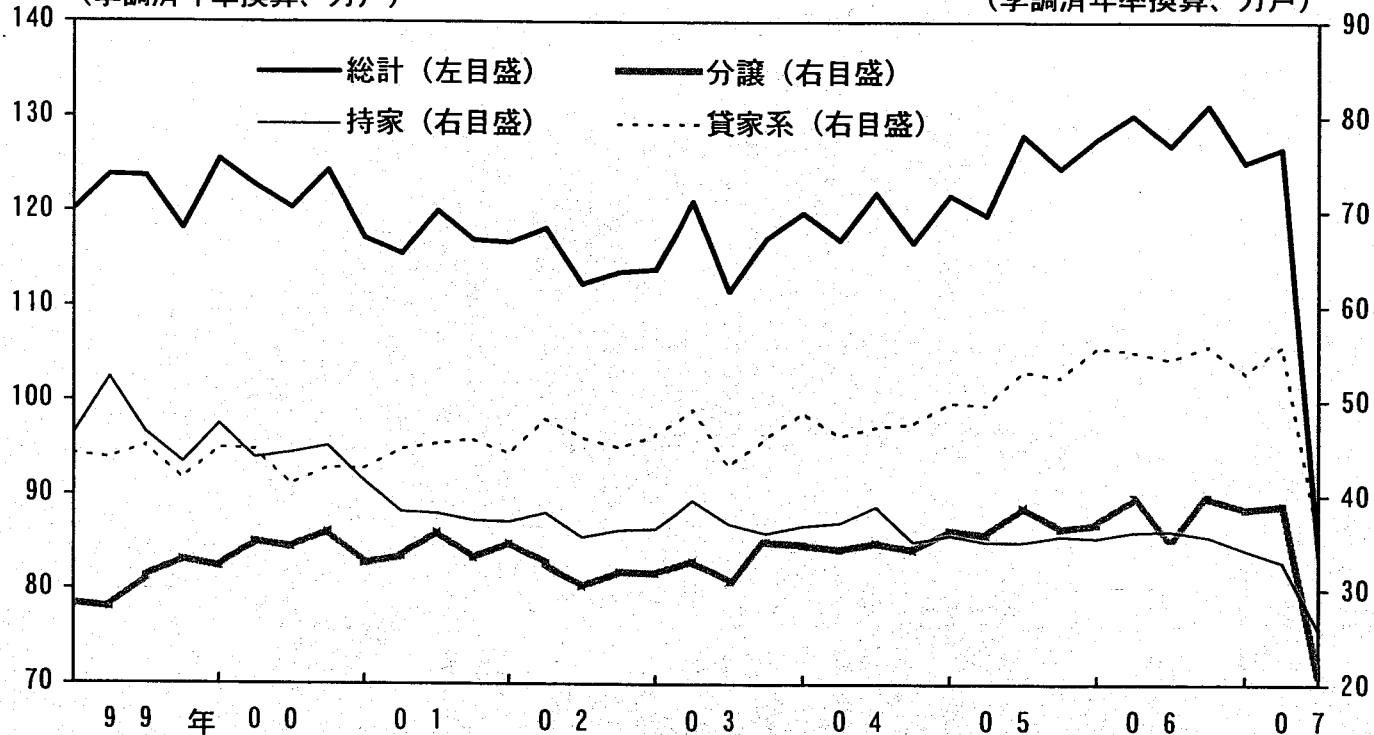
(資料) 内閣府「国民経済計算」「消費動向調査」「消費総合指数」、日本経済新聞社「日経消費予測指数」、日本リサーチ総合研究所「消費者心理調査」

住宅投資

(1) 新設住宅着工戸数

(季調済年率換算、万戸)

(季調済年率換算、万戸)

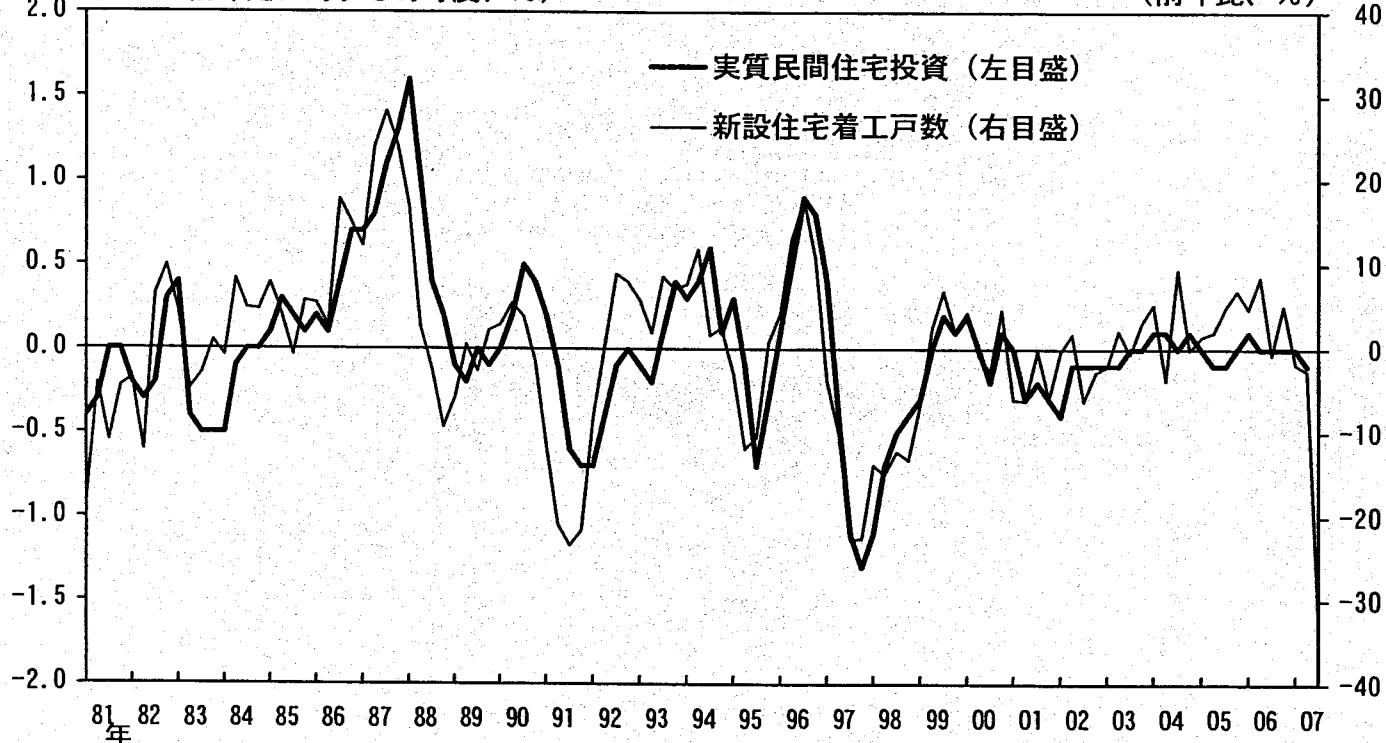


(注) 2007/3Qは、7~8月の値。

(2) 住宅着工戸数と住宅投資のGDP寄与度

(GDP前年比に対する寄与度、%)

(前年比、%)

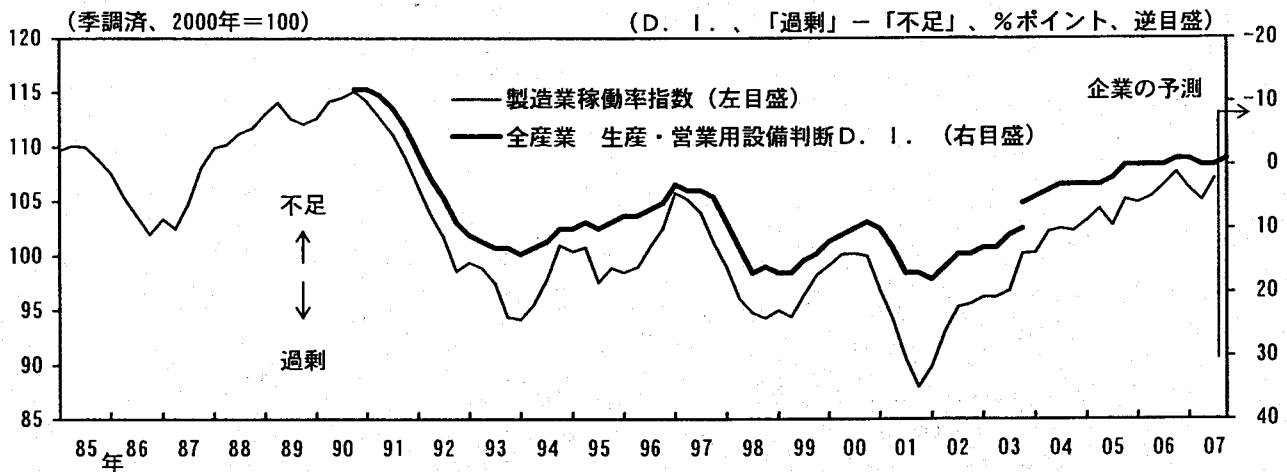


(注) 新設住宅着工戸数の2007/3Qは、7~8月の前年同期比。

(資料) 国土交通省「建築着工統計」、内閣府「国民経済計算」

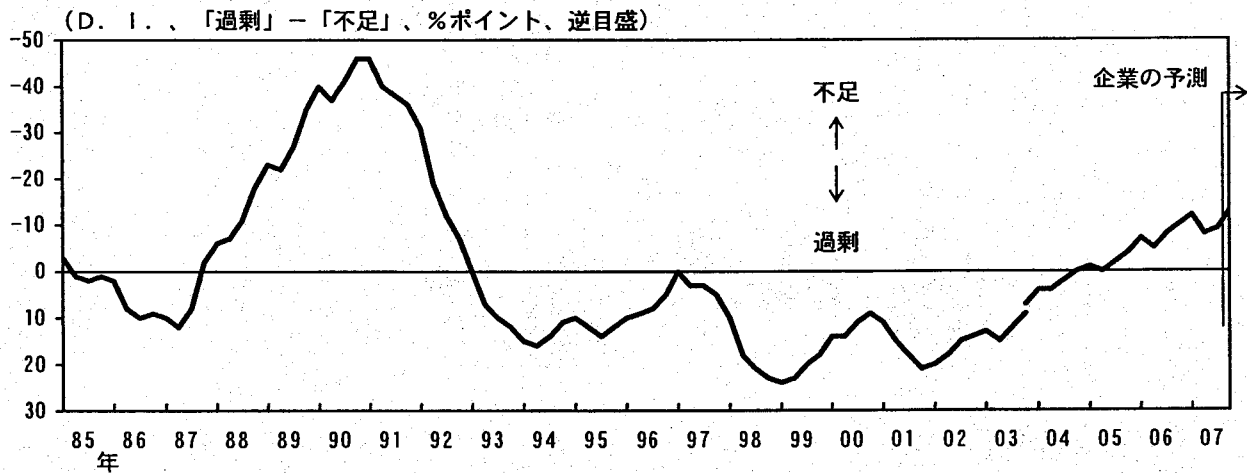
生産要素の稼働状況

(1) 生産・営業用設備判断D.I. (短観) と稼働率指数

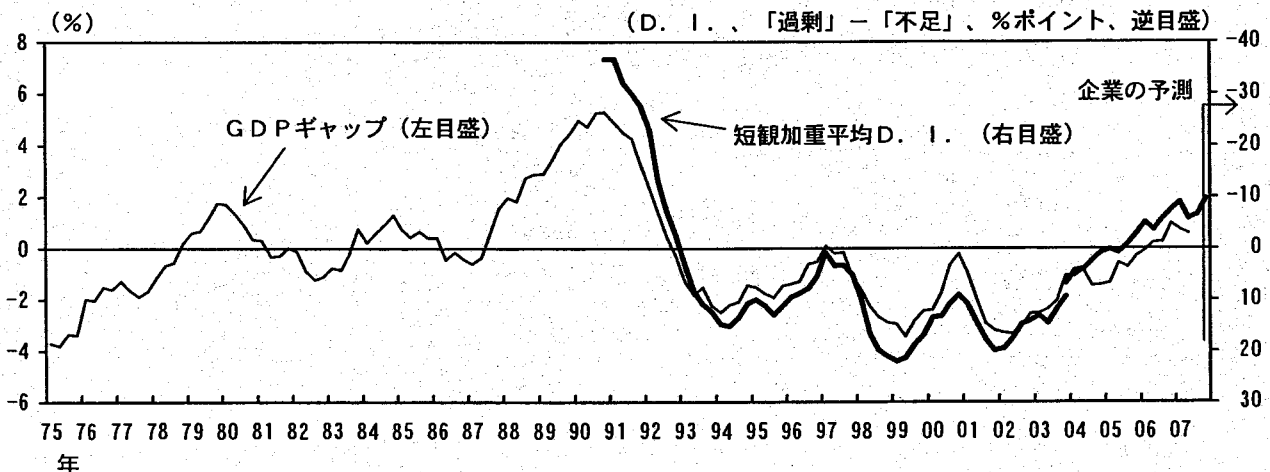


(注) 1. 生産・営業用設備判断D.I. は全規模合計。短観は2004年3月調査より見直しを実施。旧ベースは2003年12月調査まで、新ベースは2003年12月調査から(下の(2)、(3)も同じ)。
2. 製造業稼働率指数の2007/3Qは、7~8月の値。

(2) 雇用人員判断D.I. (短観)



(3) 短観加重平均D.I. とGDPギャップ



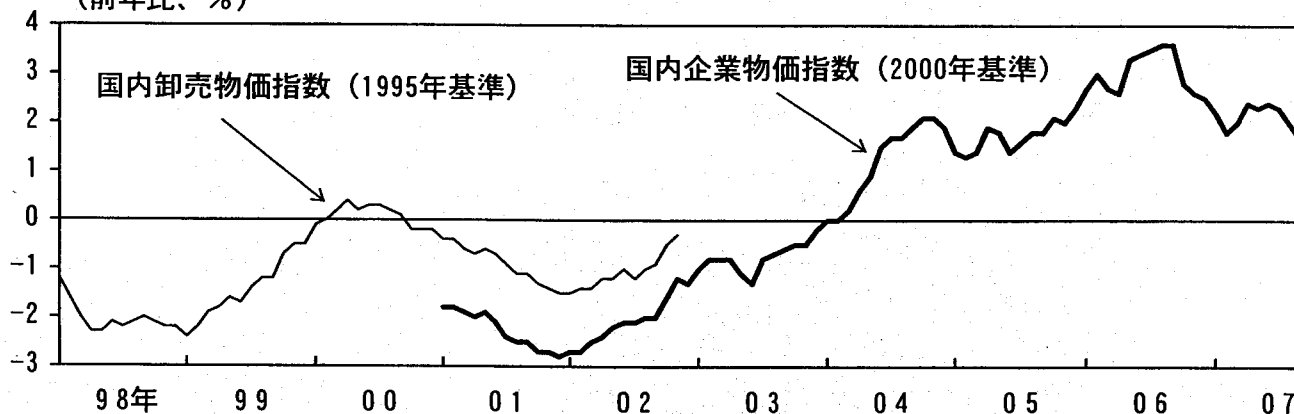
(注) 生産・営業用設備判断D.I.と雇用人員判断D.I.を資本・労働分配率(1990~2005年度平均)で加重平均して求めた。GDPギャップは、日本銀行調査統計局の試算値。

(資料) 内閣府「国民経済計算」、内閣府・財務省「法人企業景気予測調査」、総務省「労働力調査」、厚生労働省「毎月勤労統計」「職業安定業務統計」、経済産業省「鉱工業指数統計」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」等

物 価

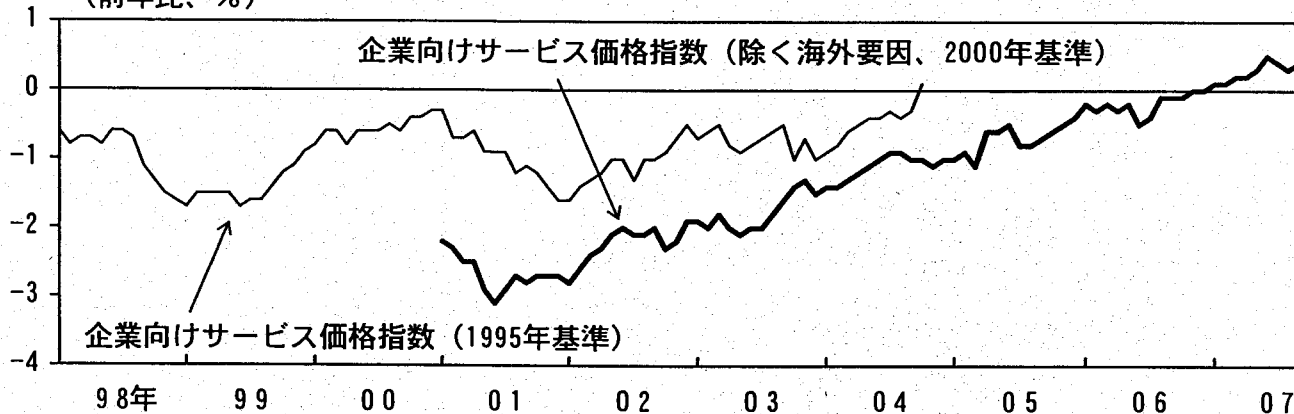
(1) 国内企業物価指数

(前年比、%)



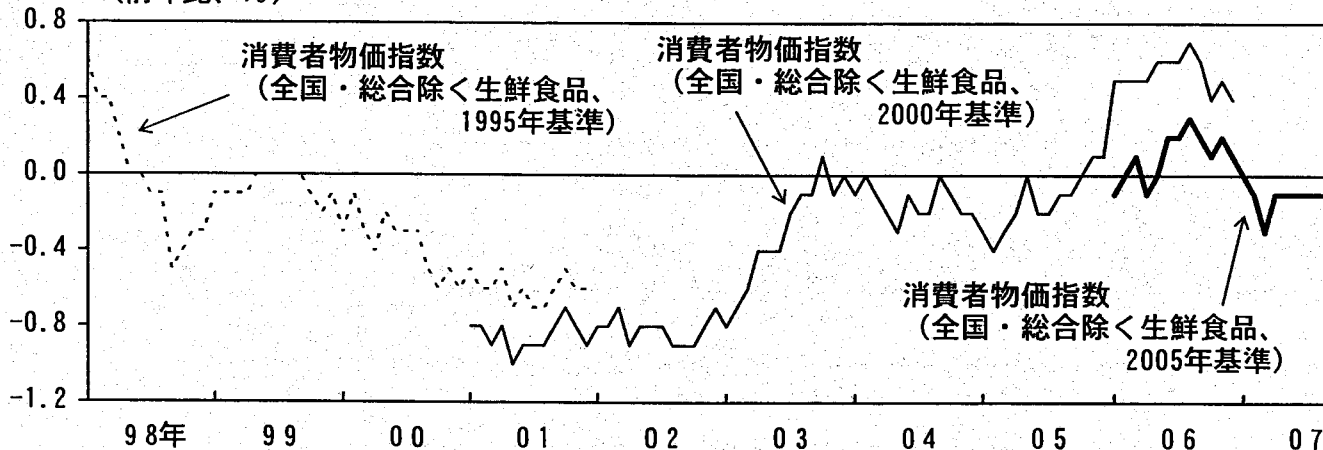
(2) 企業向けサービス価格指数

(前年比、%)



(3) 消費者物価指数

(前年比、%)

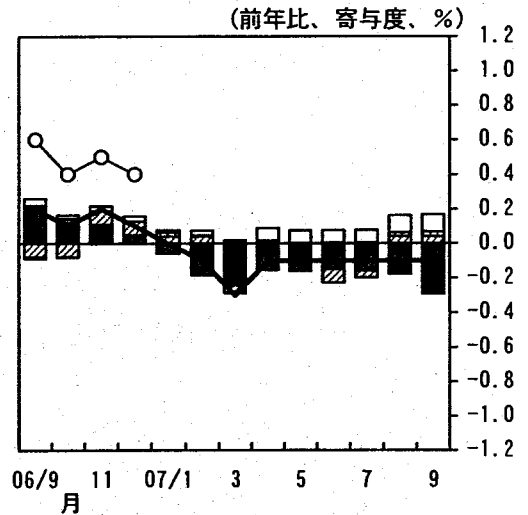
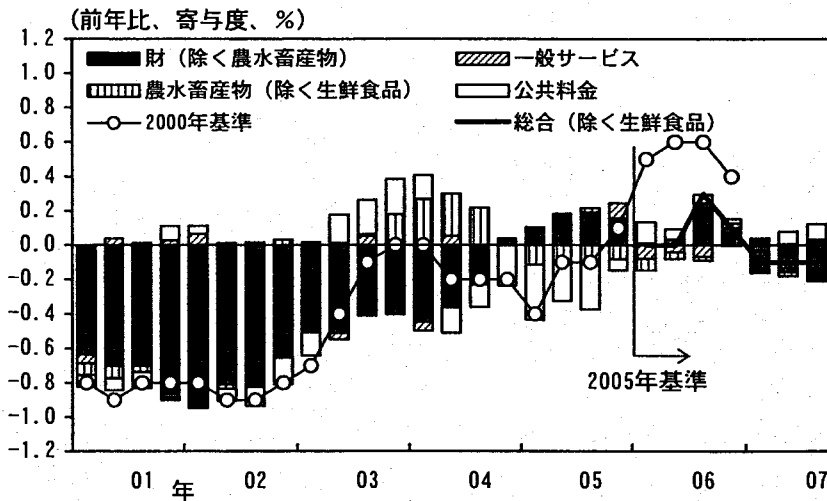


- (注) 1. 消費税調整済み。
2. 企業向けサービス価格指数における海外要因は、国際航空旅客輸送、定期船、不定期船、外航タンカー、外航貨物用船料、国際航空貨物輸送を指す。

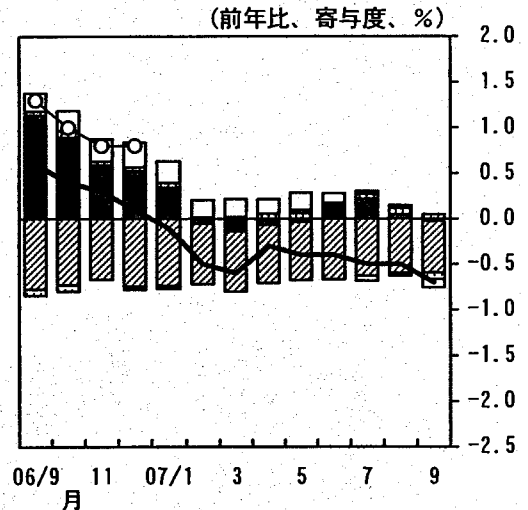
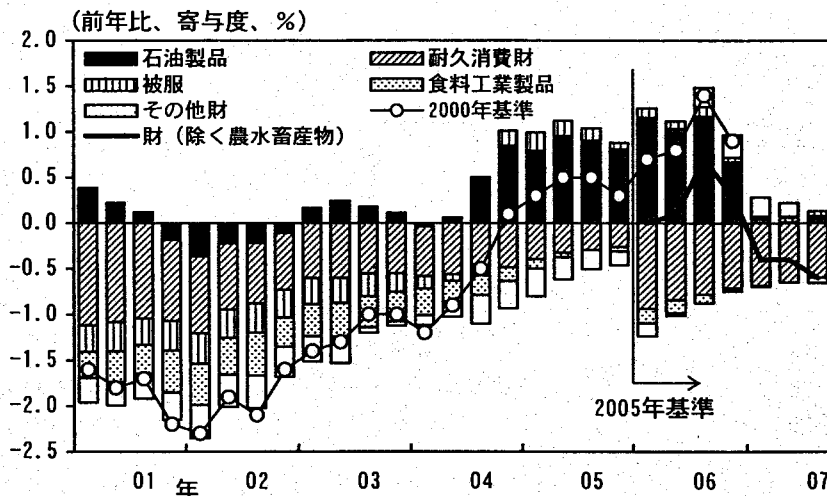
(資料) 総務省「消費者物価指数」、日本銀行「企業物価指数」「卸売物価指数」「企業向けサービス価格指数」

消費者物価

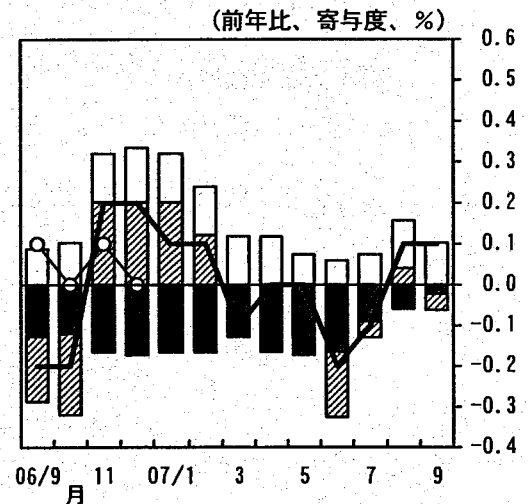
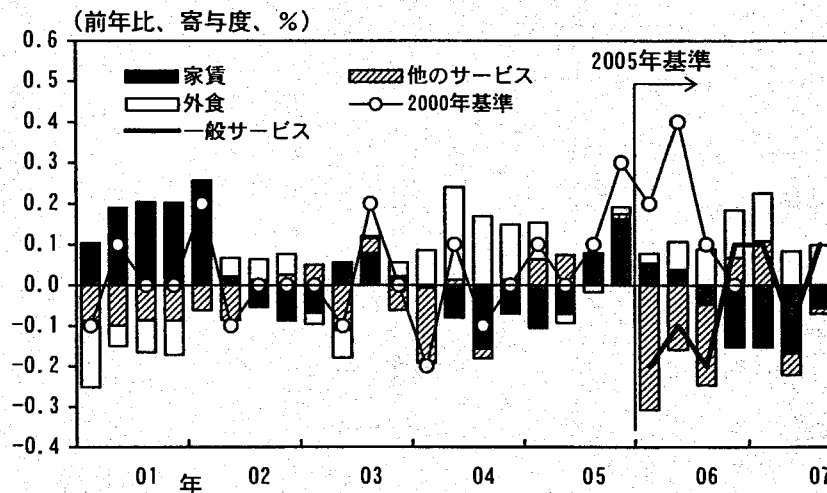
(1) 総合 (除く生鮮食品)



(2) 財 (除く農水畜産物) の要因分解



(3) 一般サービスの要因分解



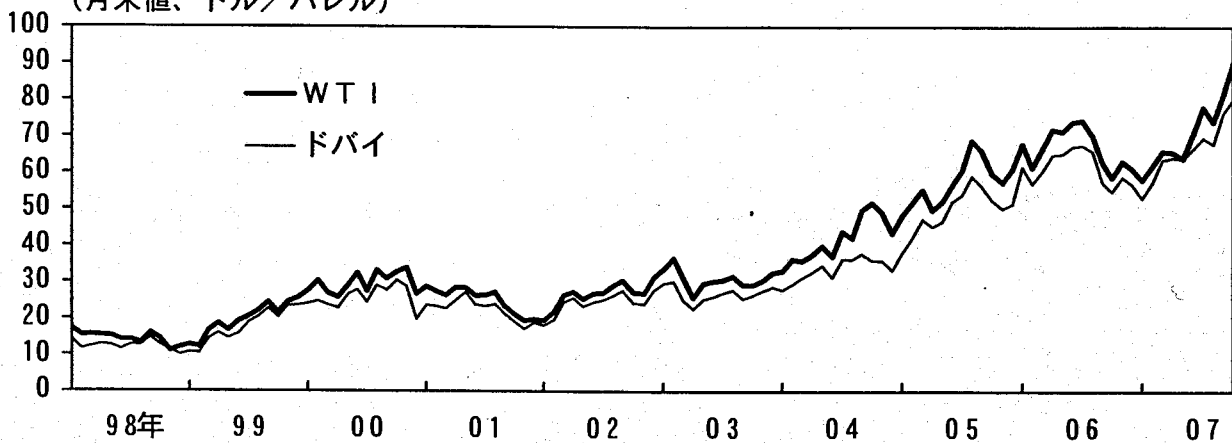
(注) 分類は、原則、総務省に則している。
 ただし、以下の分類については、組み替えて定義している(「」内は総務省公表ベース)。
 財 = 「財」 - 「電気・都市ガス・水道」
 公共料金 = 「公共サービス」 + 「電気・都市ガス・水道」
 被服 = 「衣料」 + 「シャツ・セーター・下着類」
 家賃 = 「民営家賃」 + 「持家の帰属家賃」

(資料) 総務省「消費者物価指数」

商品市況

(1) 原油価格

(月末値、ドル/バレル)

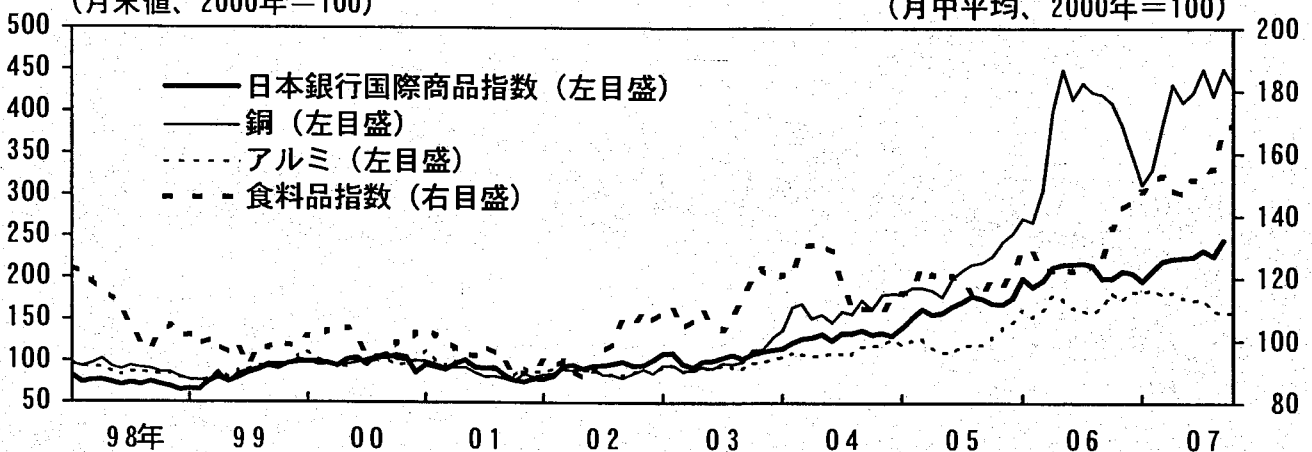


(注) 2007/10月の計数は、直近の終値。

(2) 国際商品市況

(月末値、2000年=100)

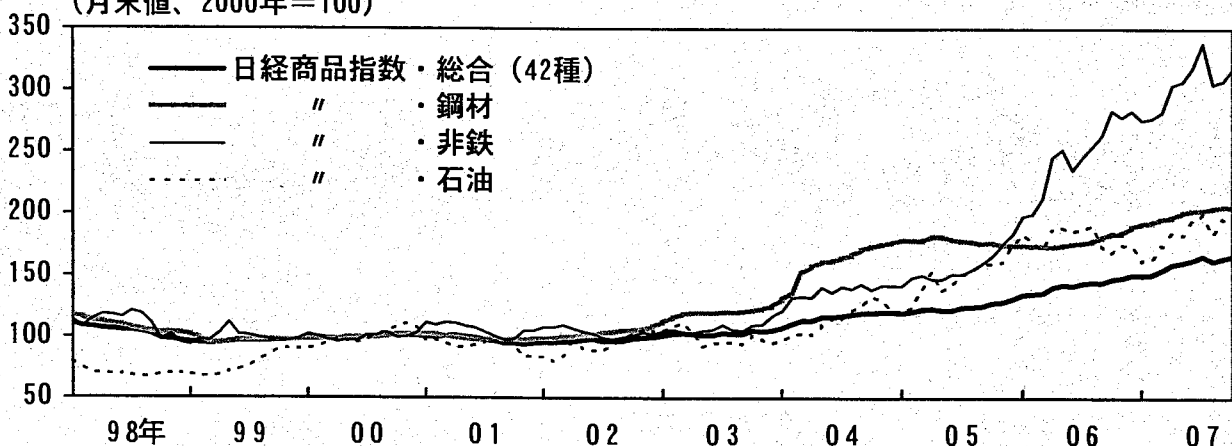
(月中平均、2000年=100)



(注) 1. 2007/10月の計数は直近の終値 (食料品指数は直近までの平均値)。
 2. 食料品指数は食料品の国際商品市況 (小麦・大豆・トウモロコシ・砂糖・コーヒー・牛肉) を加重平均したもの。加重平均に用いるウエイトは日本貿易月表 (2000年) の輸入金額から算出。

(3) 国内商品市況

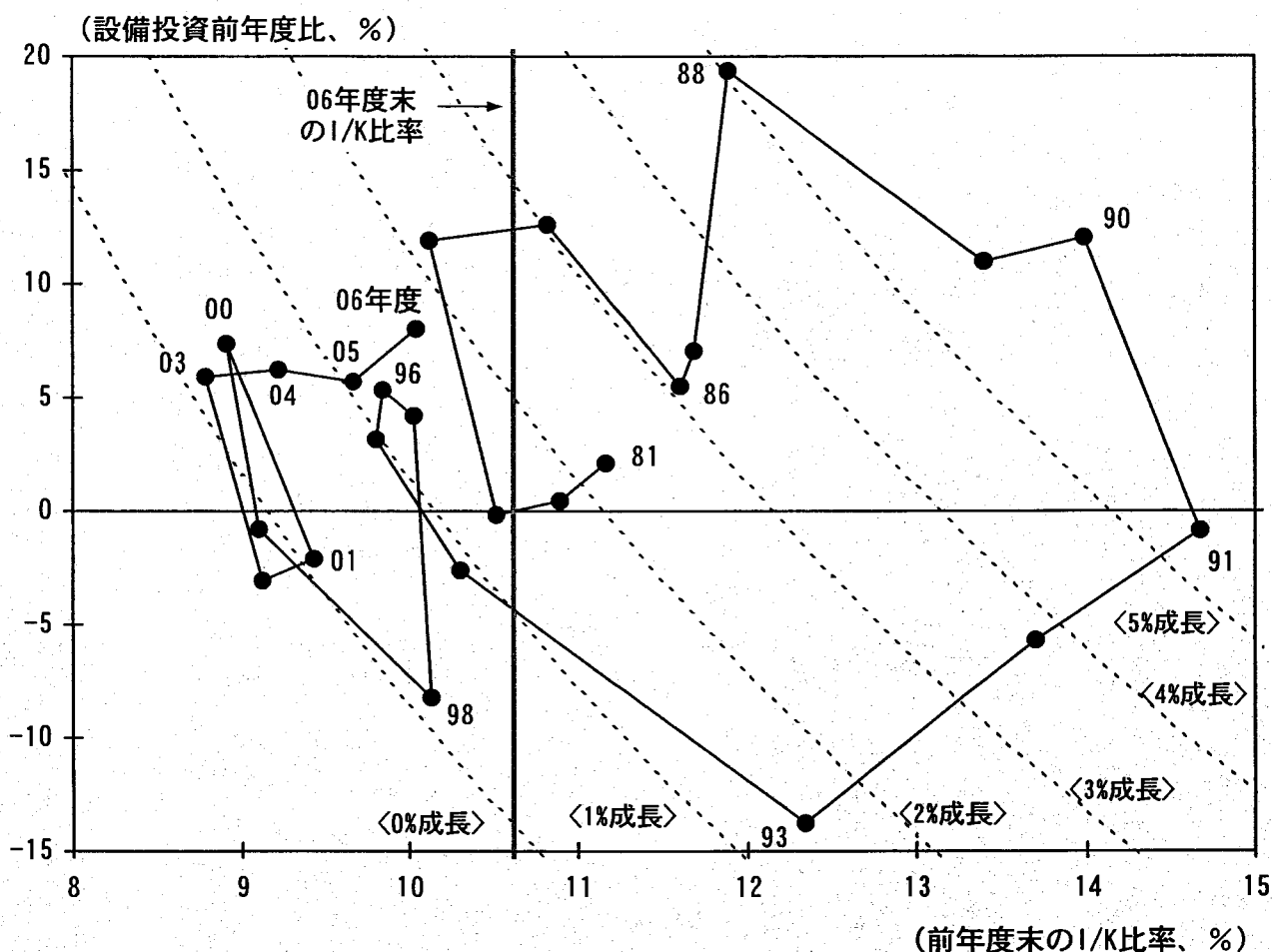
(月末値、2000年=100)



(注) 1. 鋼材：棒鋼、H形鋼、鋼板など 非鉄：銅地金、アルミニウム地金など
 石油：ガソリン、灯油、軽油、C重油
 2. 2007/10月の計数は、直近の終値。

(資料) 日本銀行、日本経済新聞社、日本関税協会「日本貿易月表」等

資本ストック循環



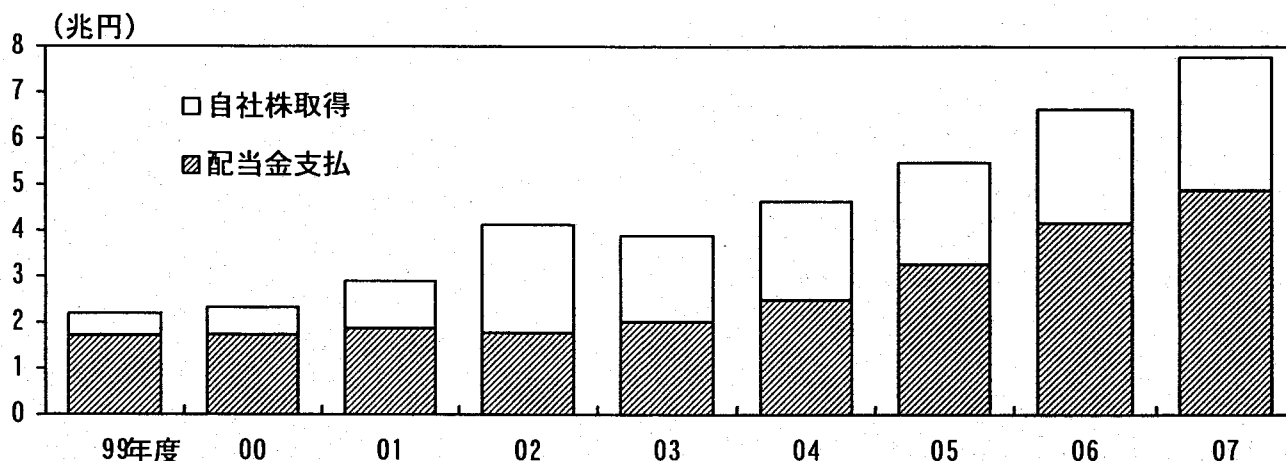
- ・資本ストック循環図は、設備投資・資本ストック比率（I/K比率）と設備投資前年度比の関係をプロットしたものである。
- ・両変数の間には、下記の関係があることから、期待成長率ごとに双曲線を描くことができる。

$$\underbrace{(\text{設備投資前年度比})}_{\text{縦軸}} \times \underbrace{(\text{前年度末のI/K比率})}_{\text{横軸}} = \text{期待成長率} + \text{資本係数のトレンド} + \text{減耗率}$$
- ・このようにしてプロットされた点と、その時々に見込まれる期待成長率に対応する双曲線との関係を見ることで、設備投資の局面評価をすることができる。

(資料) 内閣府「国民経済計算」「民間企業資本ストック年報」「民間企業資本ストック速報」、経済産業省「工業統計調査」、経済産業研究所「日本産業生産性データベース2006年版」

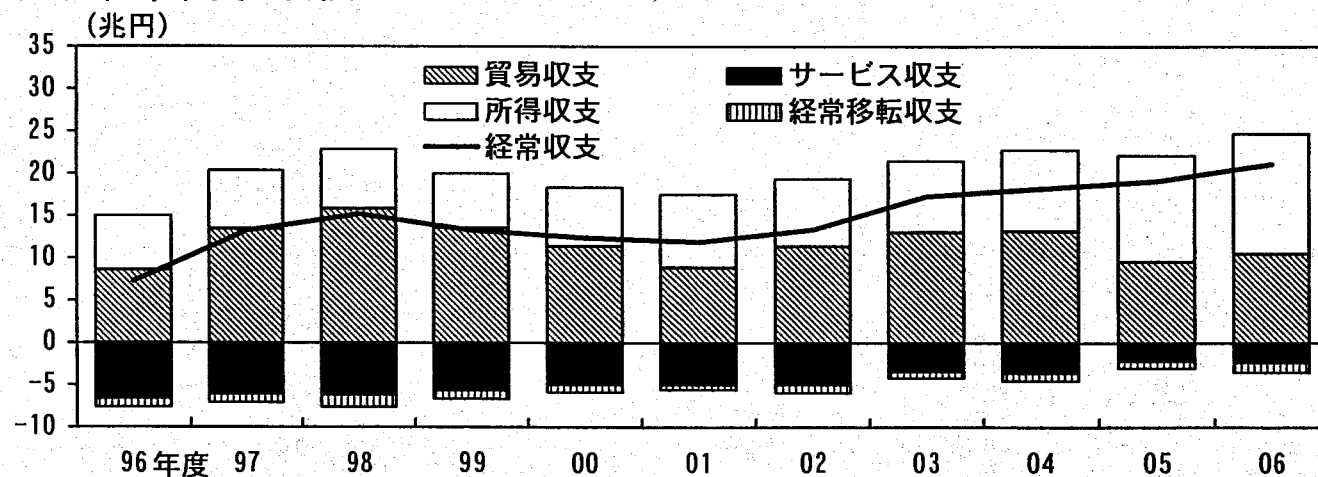
所得波及の多様化

(1) 企業の株主還元

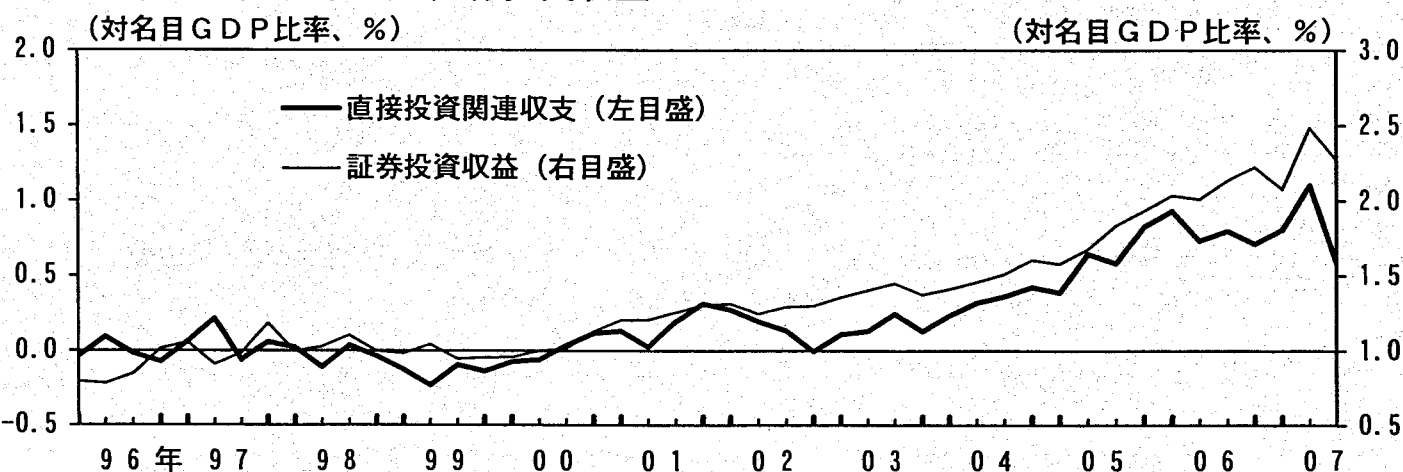


(注) 集計対象は、東証1部上場企業(除く電力・ガス、ノンバンク)のうち、1999年度から連続してキャッシュフロー計算書のデータが取得可能な1,035社。なお、2007年度は、日本経済新聞社が試算した2007年度上半期の伸び率を用いて作成。

(2) 経常収支の内訳



(3) 直接投資関連収支と証券投資収益



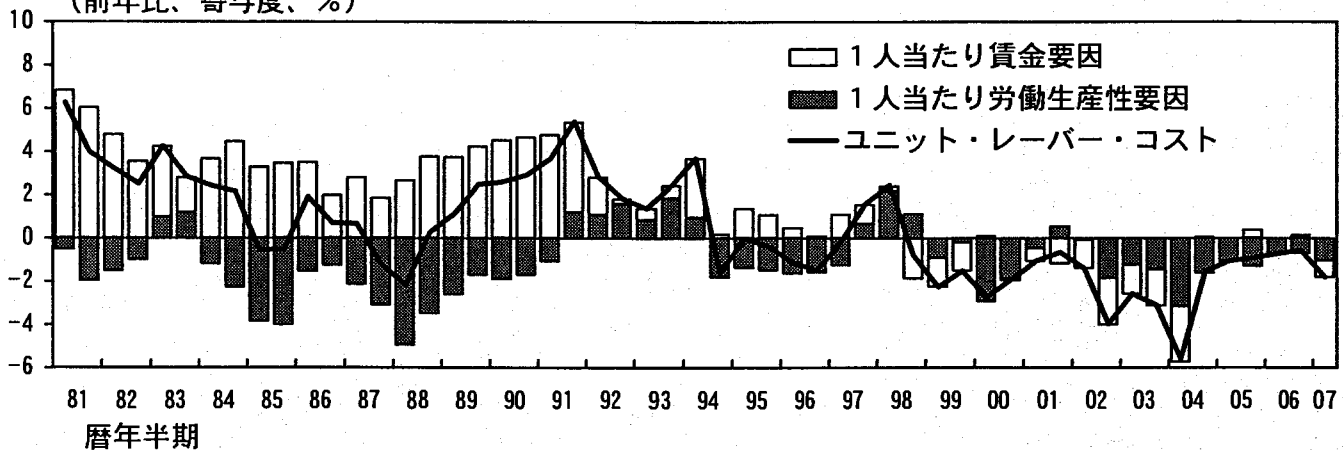
(注) 直接投資関連収支とは、わが国企業の対外進出に伴って変動すると考えられる主な項目を取り出したもの。具体的には、直接投資収益、仲介貿易・その他貿易関連、工業権・鉱業権使用料、その他業務・専門技術サービスの各収支の合計。なお、2007/3Qは、7~8月の値(名目GDPは2007/2Qの値を用いて算出)。

(資料) 日本銀行「国際収支統計」、内閣府「国民経済計算」、日経Financial QUEST、日本経済新聞社

賃金と物価

(1) ユニット・レーバー・コスト

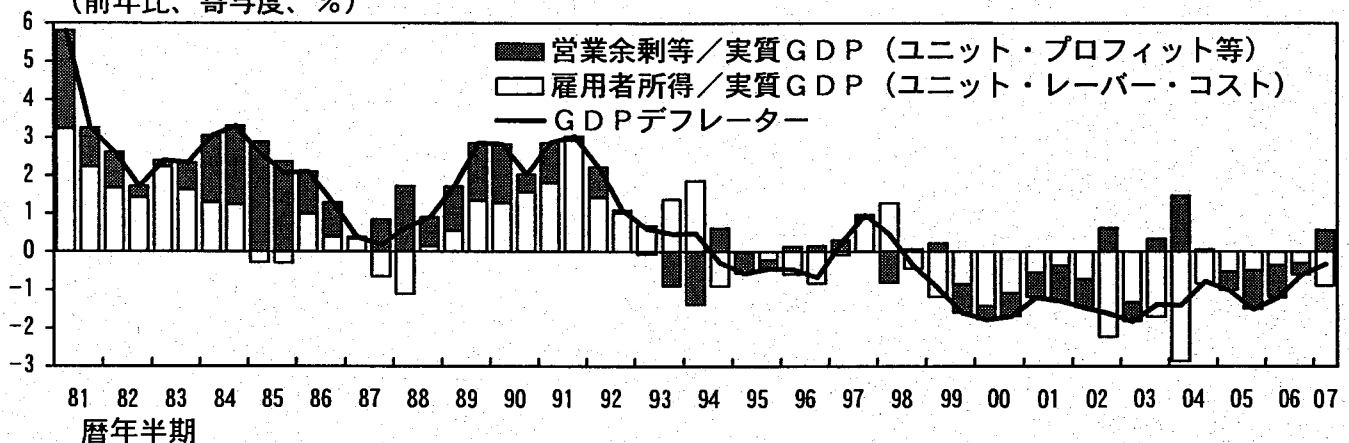
(前年比、寄与度、%)



(注) 1994年以前は固定基準年方式(1995年基準)、1995年以降は連鎖方式(2000年基準)。下の(2)も同じ。

(2) 分配面からみたGDPデフレーター分解

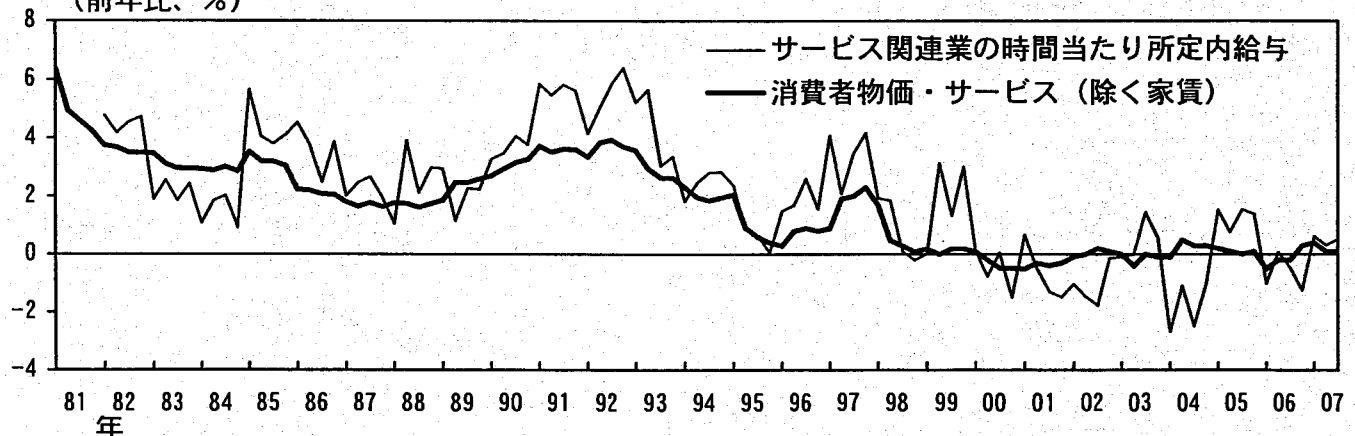
(前年比、寄与度、%)



(注) 営業余剰等は、①営業余剰・混合所得に加えて、②固定資本減耗、③生産・輸入品に課される税、④補助金、⑤統計上の不突合を含む。

(3) サービス価格と賃金

(前年比、%)

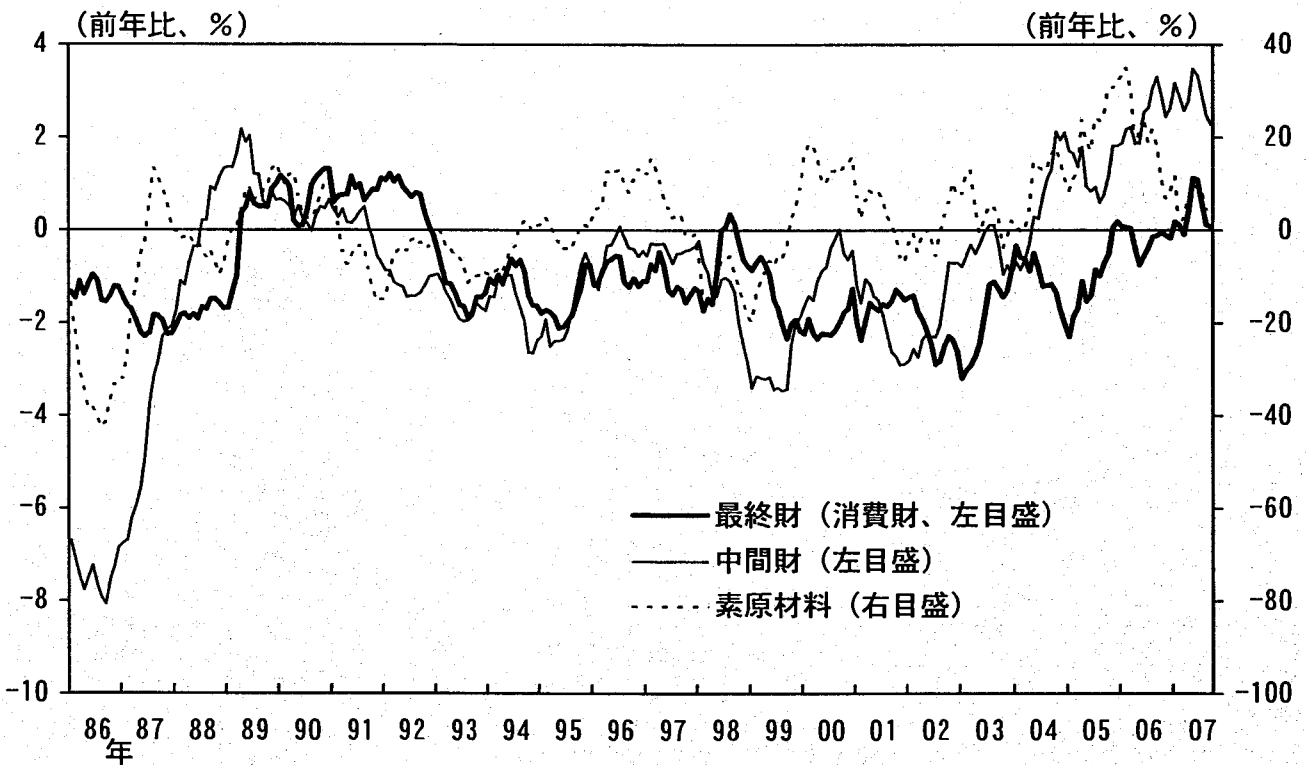


(注) 1. 賃金は、2000年までは、旧業種区分によるサービス業に飲食店を加えたもの。2001年以降は、新業種区分によるサービス業に飲食店、宿泊業および他教育・学習支援を加えたもの。事業所規模30人以上のデータを使用。
2. 2007/3Qのサービス関連業の時間当たり所定内給与は、7~8月の前年同期比。

(資料) 厚生労働省「毎月勤労統計」、総務省「労働力調査」「消費者物価指数」、内閣府「国民経済計算」

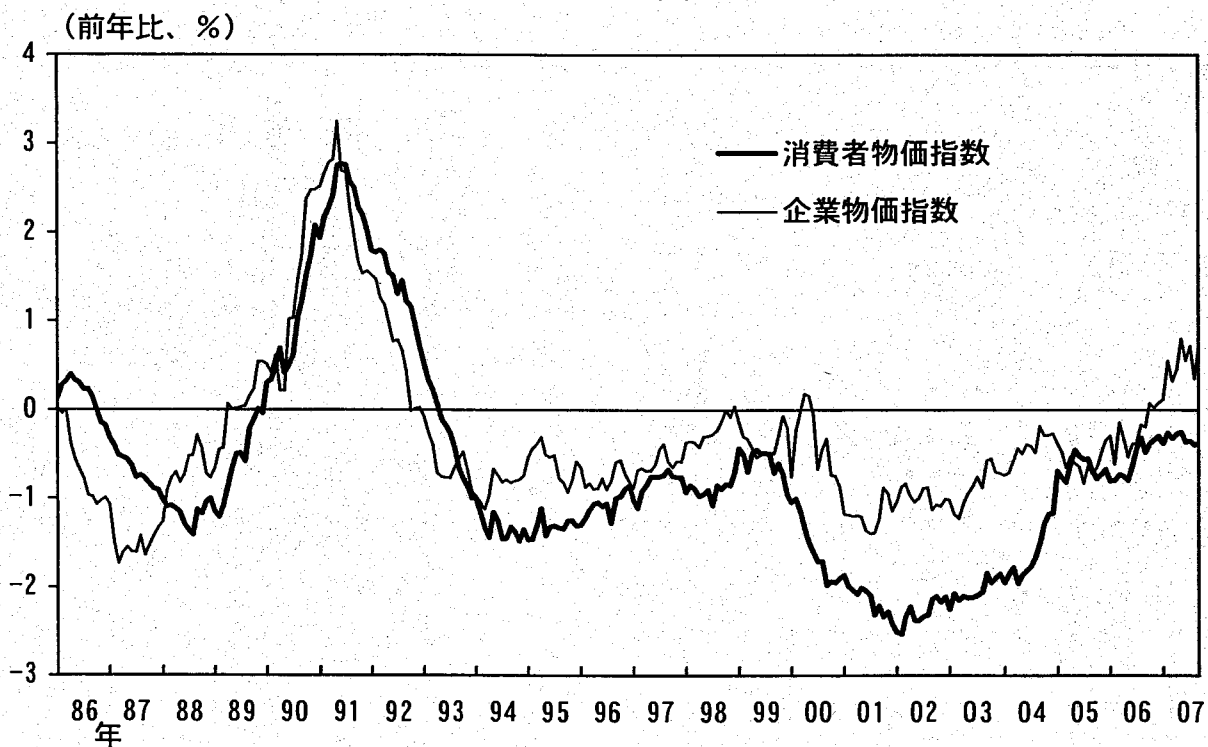
需要段階別に見た物価の動向

(1) 企業物価指数・需要段階別指数 (国内品と輸入品)



- (注) 1. 企業物価指数の1999年以前は、卸売物価指数を利用 (下の(2)も同じ)。
- 2. 中間財は、類別の指数を消費財ウエイトにより加重平均したもの。
- 3. 中間財・最終財は石油・石炭製品を除いている。

(2) 企業物価指数・消費財と消費者物価指数



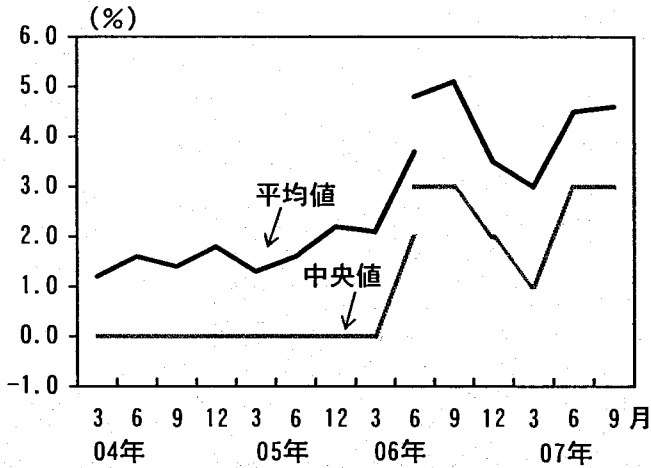
- (注) 企業物価指数と消費者物価指数の接続指数 (2005年=100) から共通する品目を抜粋し、それぞれを消費者物価指数のウエイト (2005年基準) で加重平均したもの。但し、廃止品目、2000年基準以降の新規採用品目、農水畜産物、石油・石炭製品、たばこを除く。

(資料) 総務省「消費者物価指数」、日本銀行「企業物価指数」「卸売物価指数」

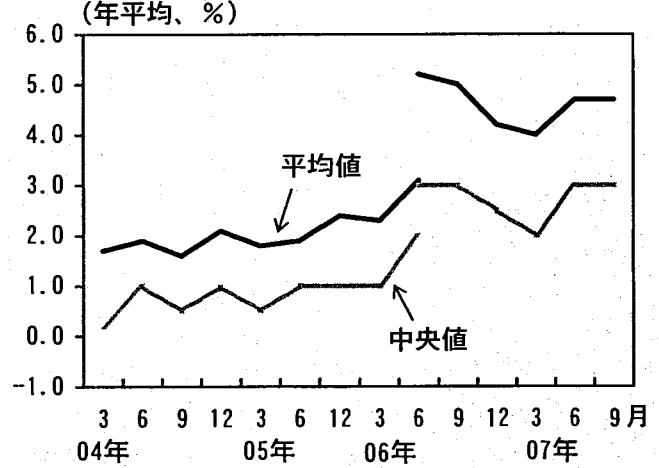
物価の先行きに対する見方

(1) 家計のインフレ予想 (生活意識に関するアンケート調査)

① 今後1年間のインフレ率

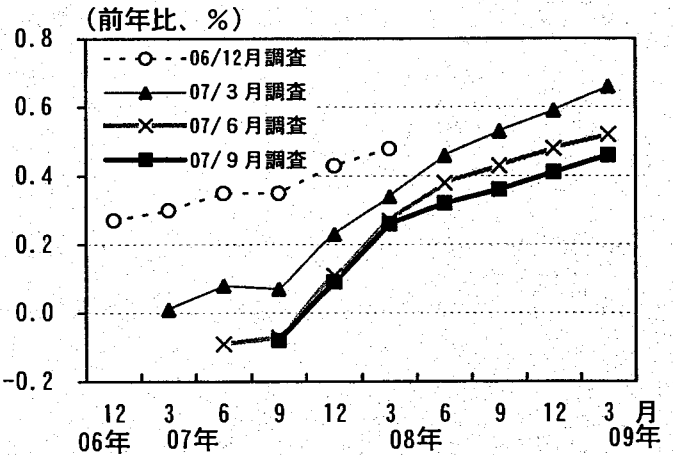
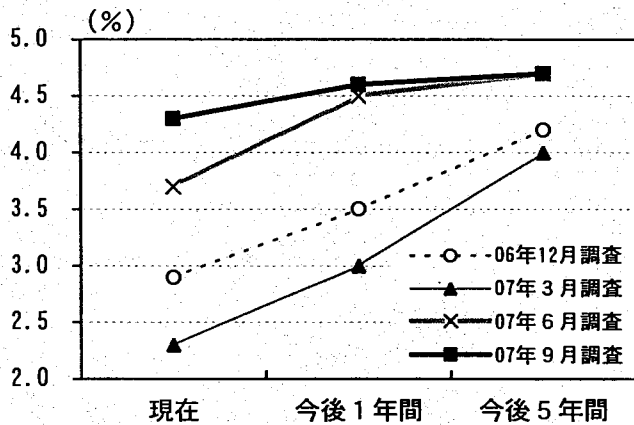


② 今後5年間のインフレ率



(2) エコノミストのインフレ予想 (ESPフォーキャスト)

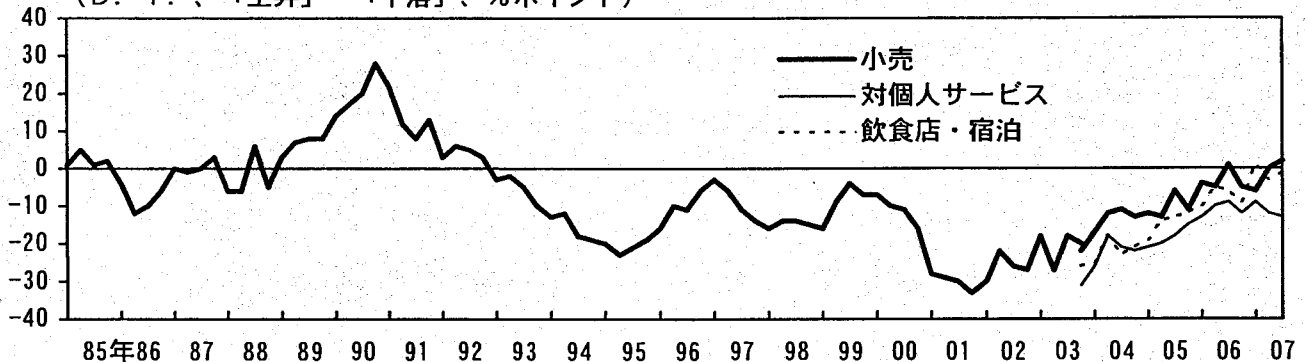
③ 物価上昇率に対する認識および予想 (平均値)



(注) (1)は、上下合計1%のサンプルを除いて計算した値。05/9月調査は実施せず。
06/9月調査より調査方法の見直しを実施。06/6月調査時に見直し後の方法による予備調査を実施。

(3) 企業のインフレ予想 (短観・販売価格判断D.I. <先行き3か月後まで>)

(D. I.、「上昇」-「下落」、%ポイント)

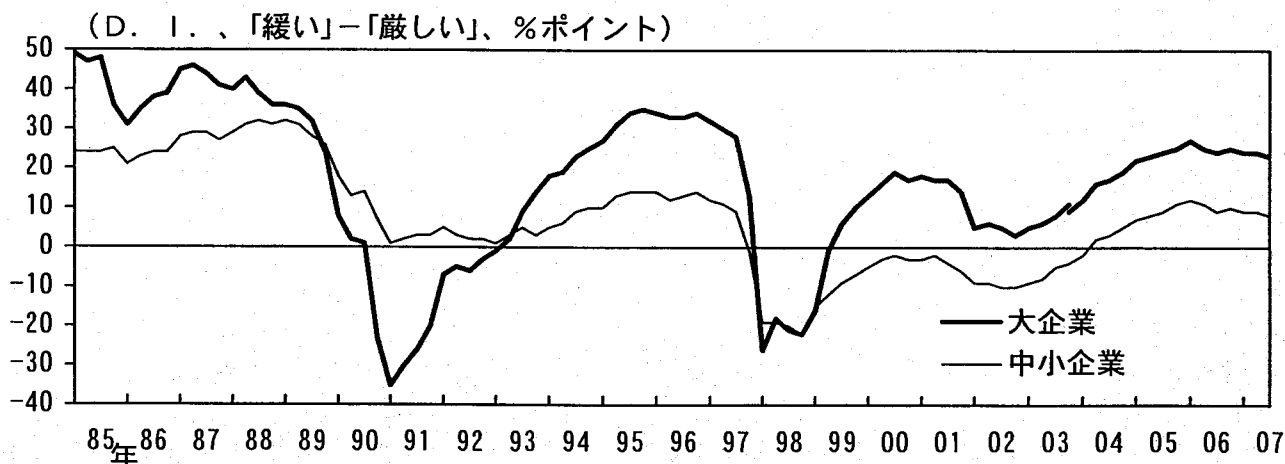


(注) 1. 全規模合計。
2. 2004年3月調査より見直しを実施。旧ベースは2003年12月調査まで、新ベースは2003年12月調査から。

(資料) 日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」「全国企業短期経済観測調査」、
経済企画協会「ESPフォーキャスト調査」

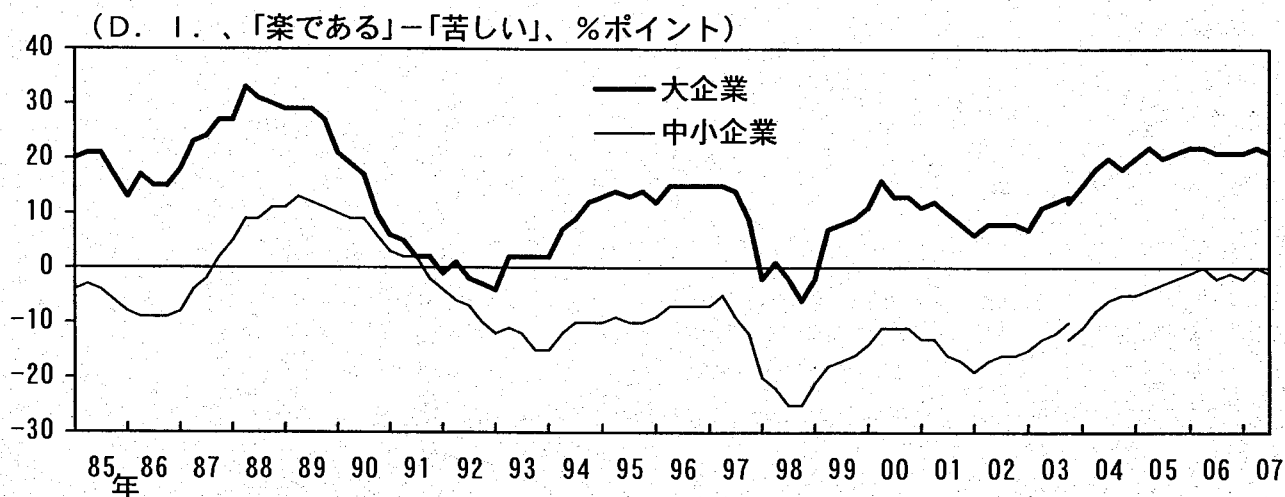
企業金融

(1) 金融機関の貸出態度判断D. I. (短観・全産業)

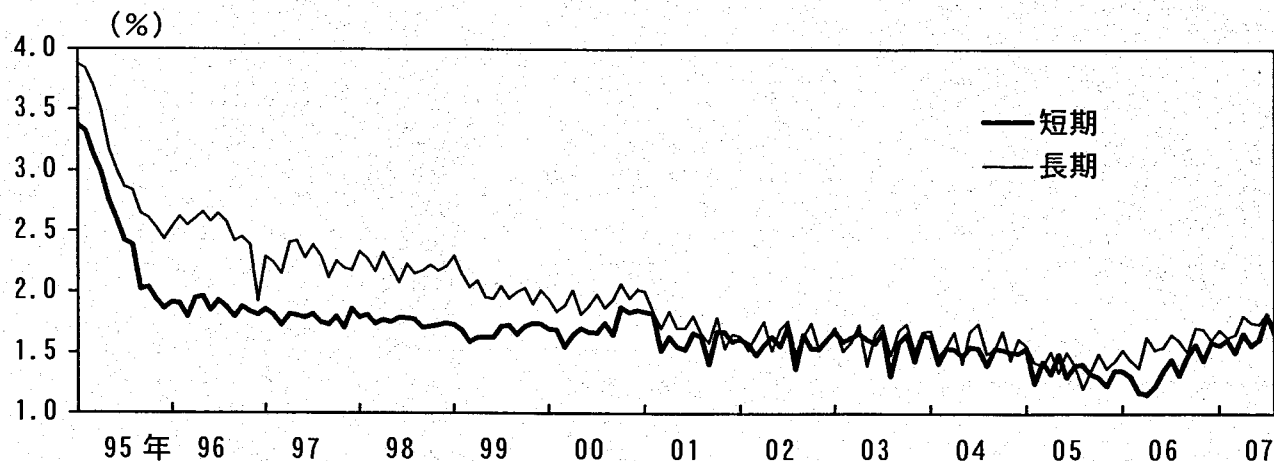


(注) 2004年3月調査より見直しを実施。旧ベースは2003年12月調査まで、新ベースは2003年12月調査から(下の(2)も同じ)。

(2) 資金繰り判断D. I. (短観・全産業)



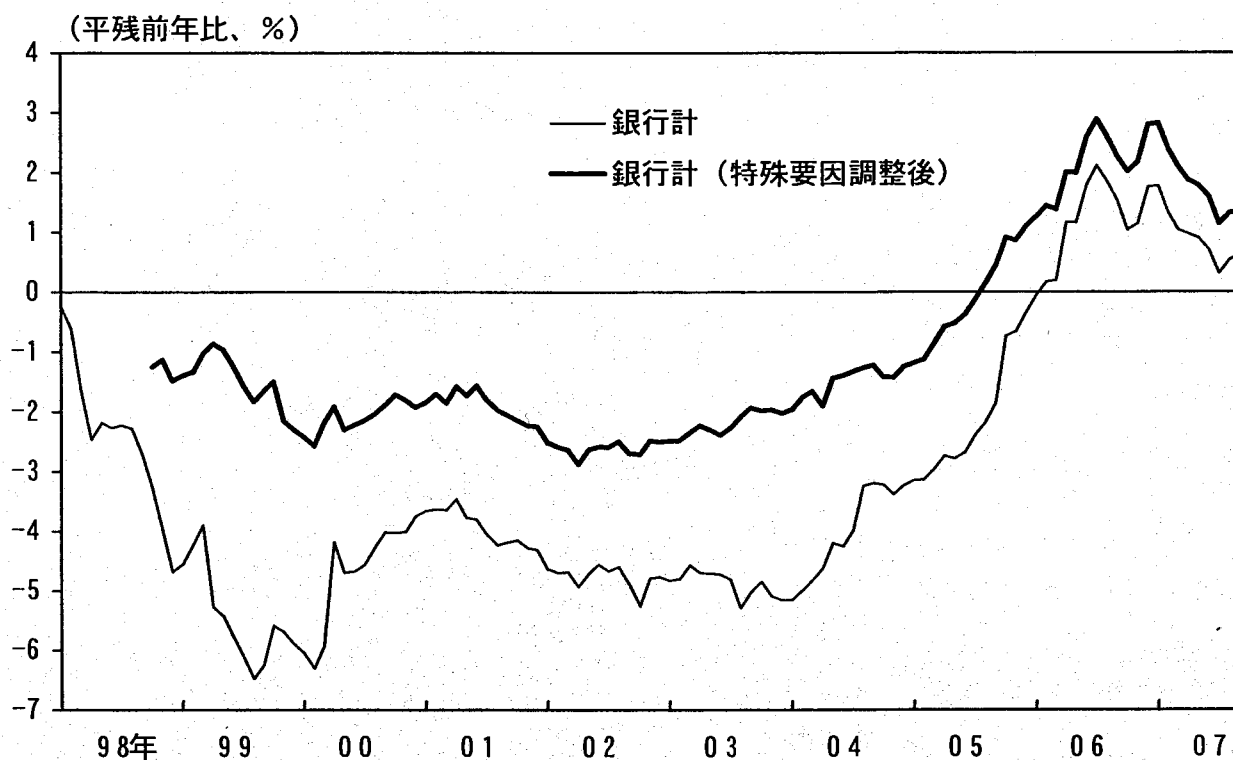
(3) 新規貸出約定平均金利



(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」「貸出約定平均金利」

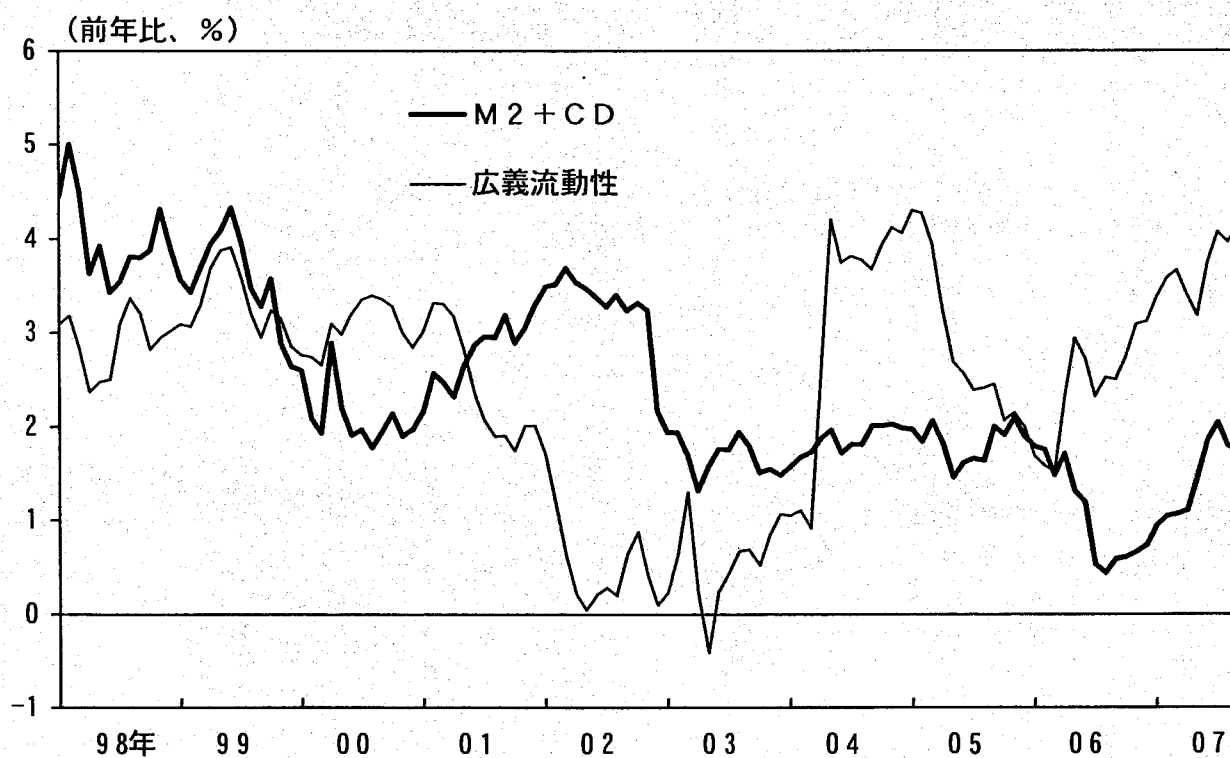
貸出・マネーサプライ

(1) 民間銀行貸出



(注) 特殊要因調整後計数は、貸出債権の流動化・償却による変動分等を調整したもの。

(2) マネーサプライ



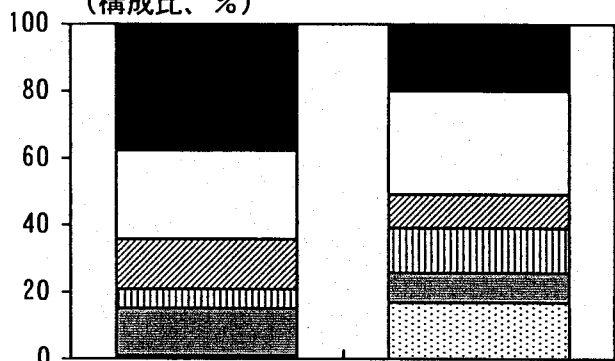
(資料) 日本銀行「貸出・資金吸収動向等」「マネーサプライ」

IT 関連財の分散化

(1) IT 製品の多様化

① IT 最終製品国内生産の分散化

(構成比、%)

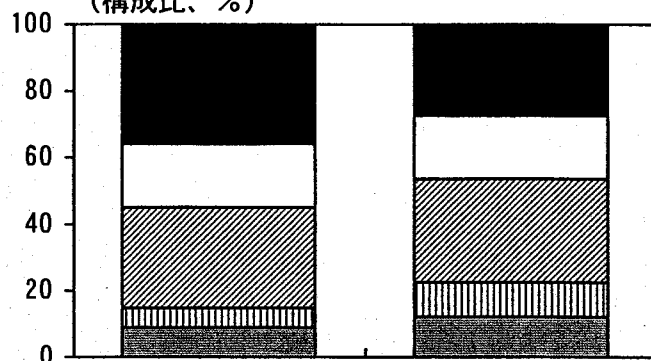


00年 06年
 □ 薄型TV ▨ AV機器 ▨ デジカメ
 ▨ 白物家電 □ 携帯電話 ■ パソコン

(注) 国内生産額。

② 日本向け半導体出荷額の用途別構成比

(構成比、%)



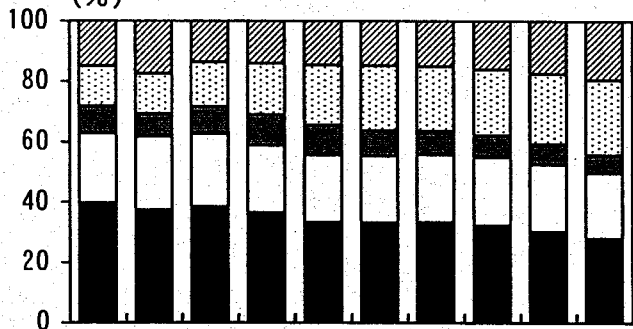
00年 06年
 ▨ 産業機器向け ▨ 自動車向け ▨ 民生機器向け
 □ 通信機器向け ■ パソコン向け

(注) 国内出荷額+輸入額。

(2) パソコン・携帯電話の世界需要 (地域別シェア)

① パソコン

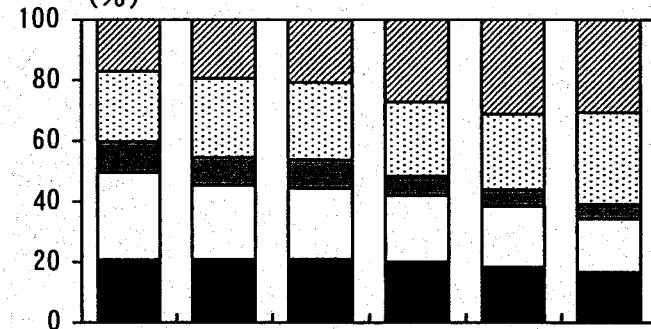
(%)



97年 98年 99年 00年 01年 02年 03年 04年 05年 06年
 ■ 北米 □ 西欧 ▨ 日本 ▨ アジア・太平洋 ▨ その他

② 携帯電話

(%)

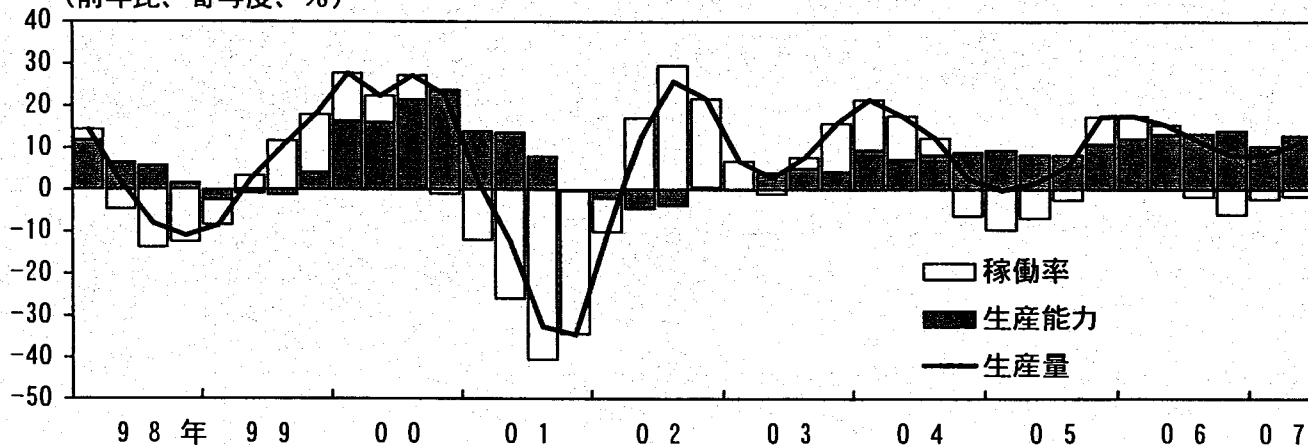


(注) ①パソコンは、出荷台数ベース (出典：ガートナー、2007年5月)。

②携帯電話は、対エンドユーザー販売台数 (出典：ガートナー、2007年7月)。

(3) 世界半導体の生産量と生産能力

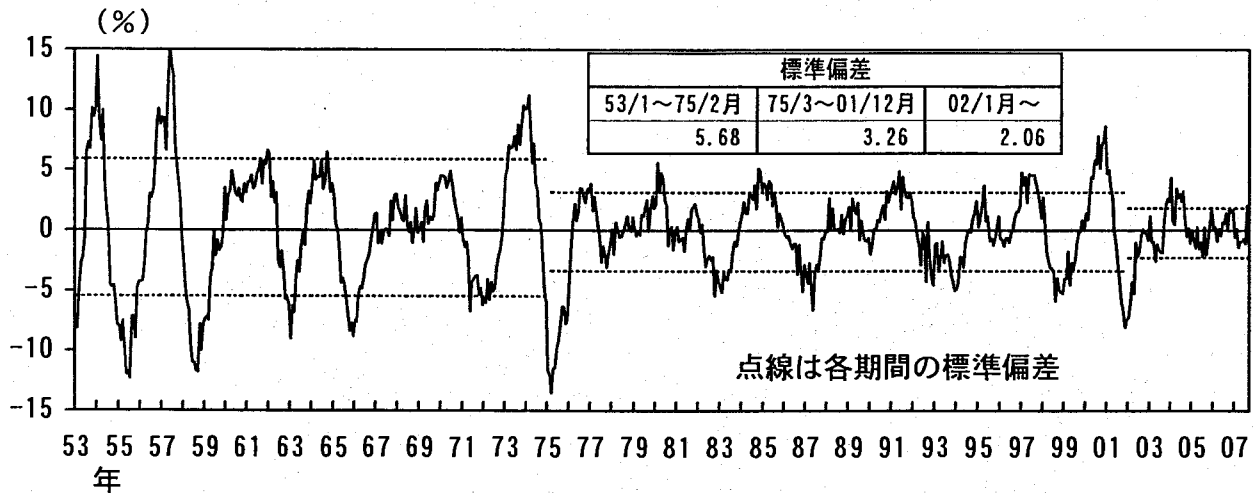
(前年比、寄与度、%)



(資料) 経済産業省「生産動態統計」、WSTS「世界半導体市場統計」、ガートナー(GJ07352)、SICAS「世界半導体キャパシティ統計」

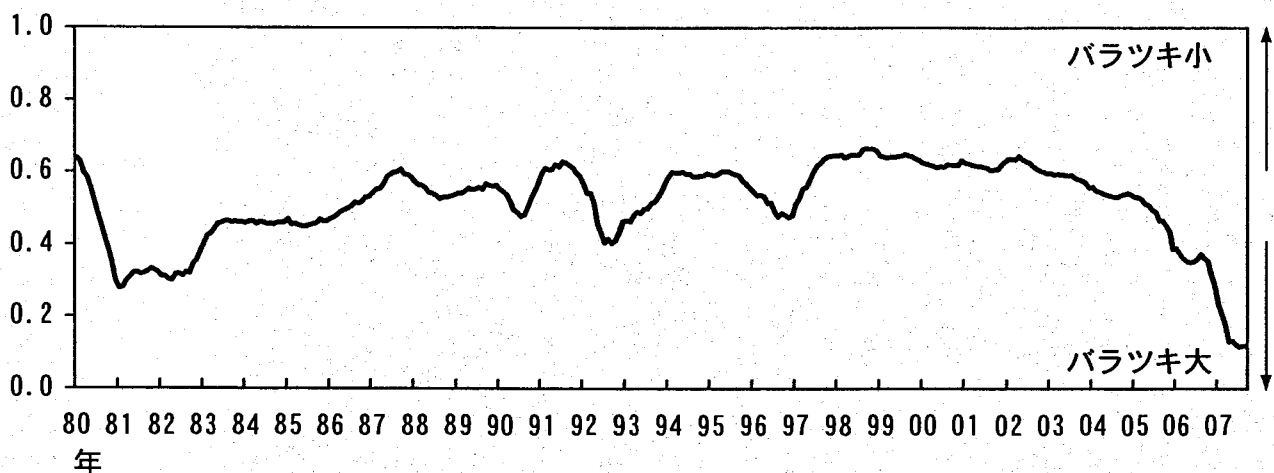
生産の変動

(1) 生産の循環変動



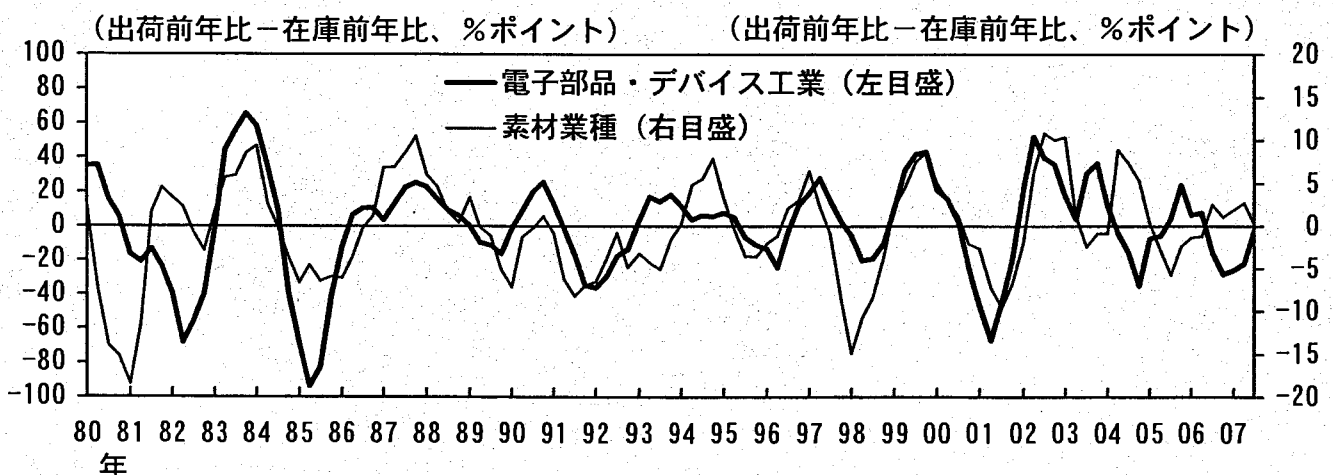
(注) HPフィルターによるトレンドからの乖離率を表示。

(2) 生産の産業間のバラツキ (加重平均相関係数)



(注) 各業種の生産の循環変動について相関係数 (後方5年間、月次) を計測し、IIPウェイトを用いて加重平均したもの。

(3) 電子部品・デバイスと素材業種の出荷在庫バランスの推移

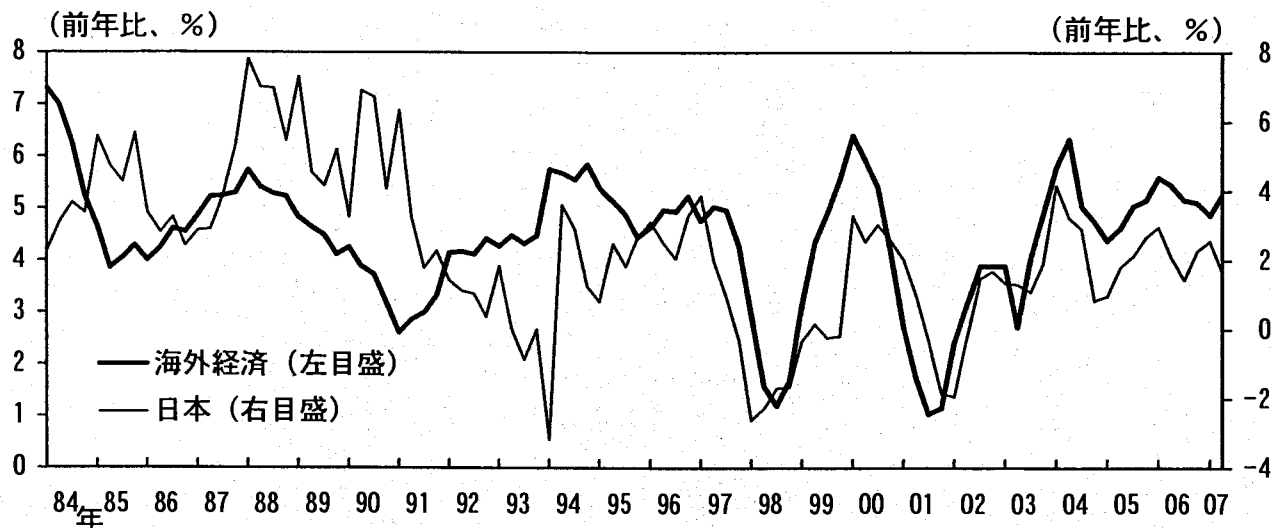


(注) 電子部品・デバイス工業の1998/4Q以前は、鉱工業用生産財のうち電気機械工業 (1995年基準)。素材業種は、繊維、紙・パルプ、化学 (除く医薬品)、石油・石炭、窯業・土石、鉄鋼、非鉄金属。

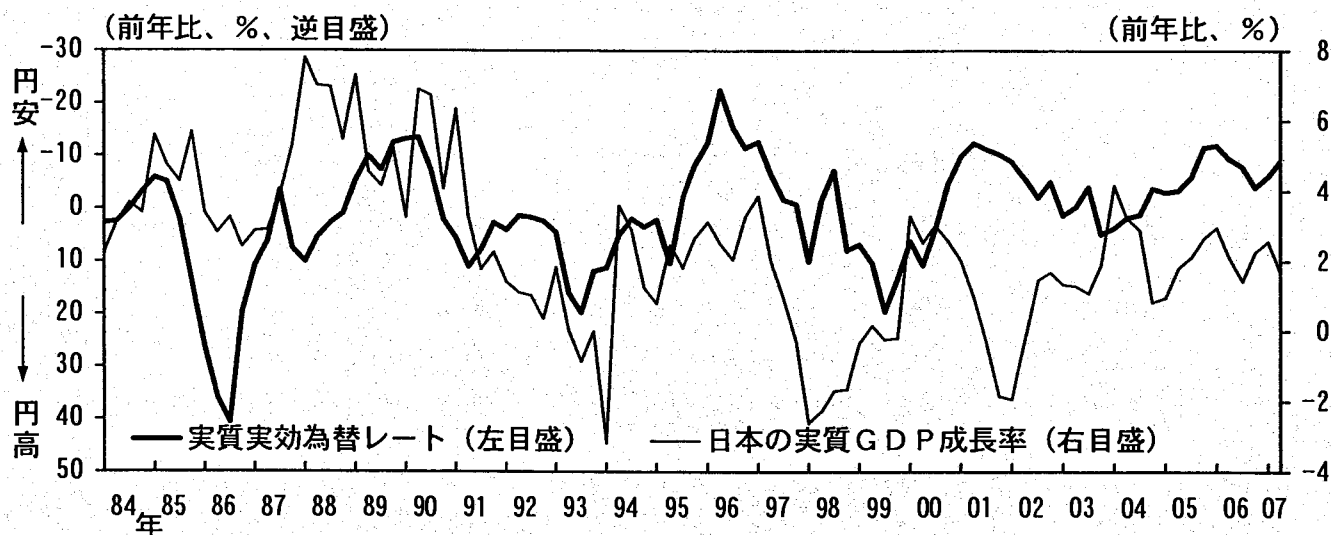
(資料) 経済産業省「鉱工業指数統計」

輸出を取り巻く環境と日本の実質GDP成長率

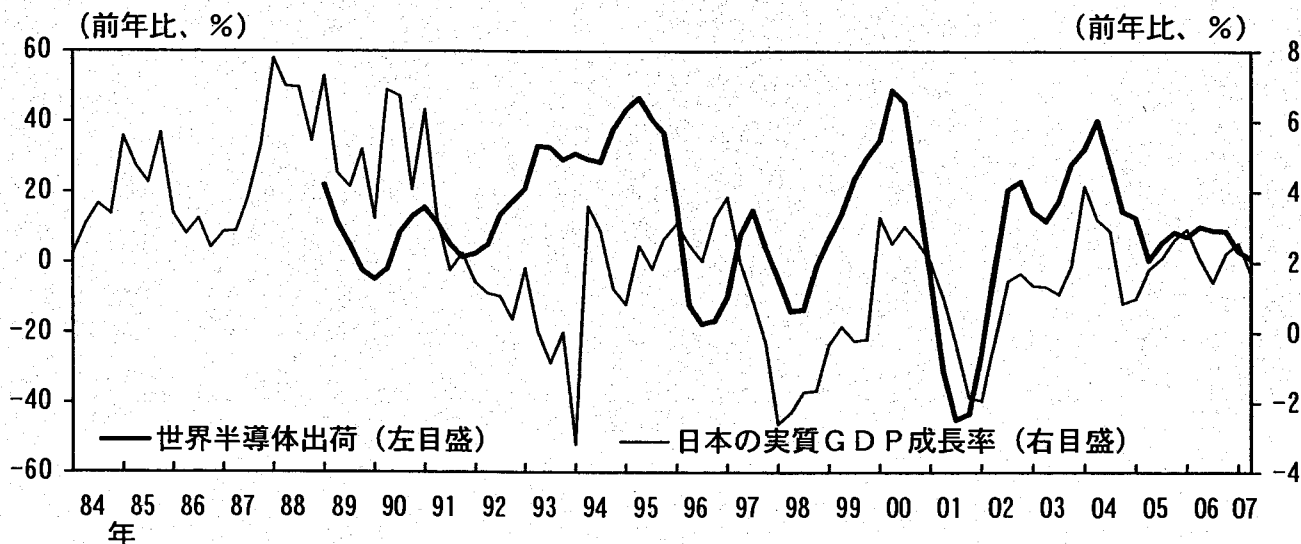
(1) 海外経済と日本の実質GDP成長率



(2) 実質実効為替レートの変動と日本の実質GDP成長率



(3) 世界半導体出荷の変化率と日本の実質GDP成長率

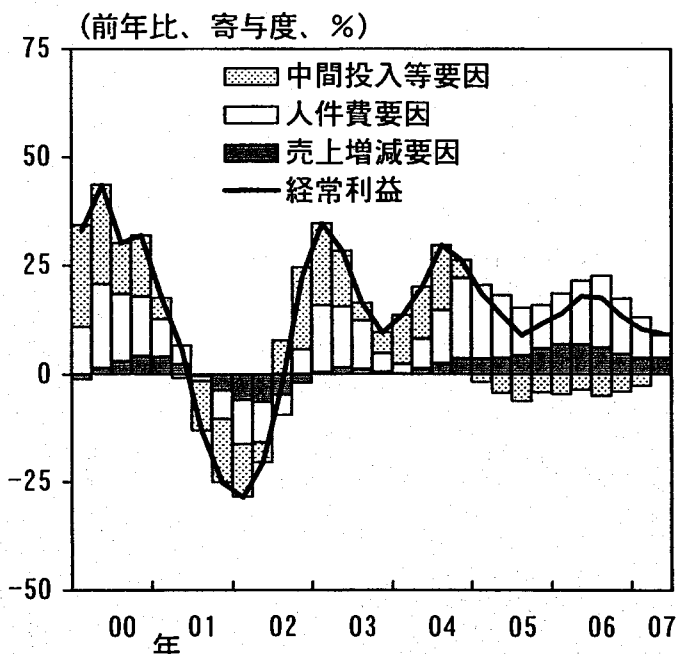


(資料) 内閣府「国民経済計算」、日本銀行「実効為替レート」、WSTS「世界半導体市場統計」等

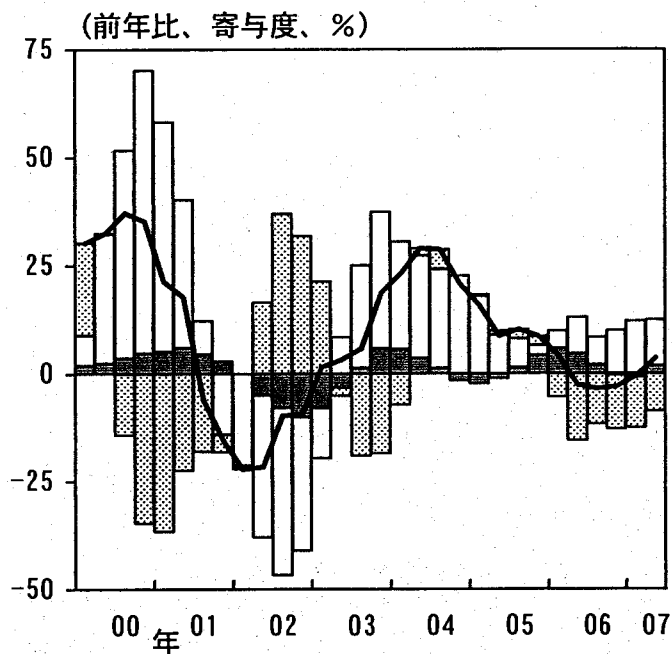
企業規模別にみた収益

(1) 規模別の企業収益 (法人季報・全産業)

①大企業



②中堅中小企業



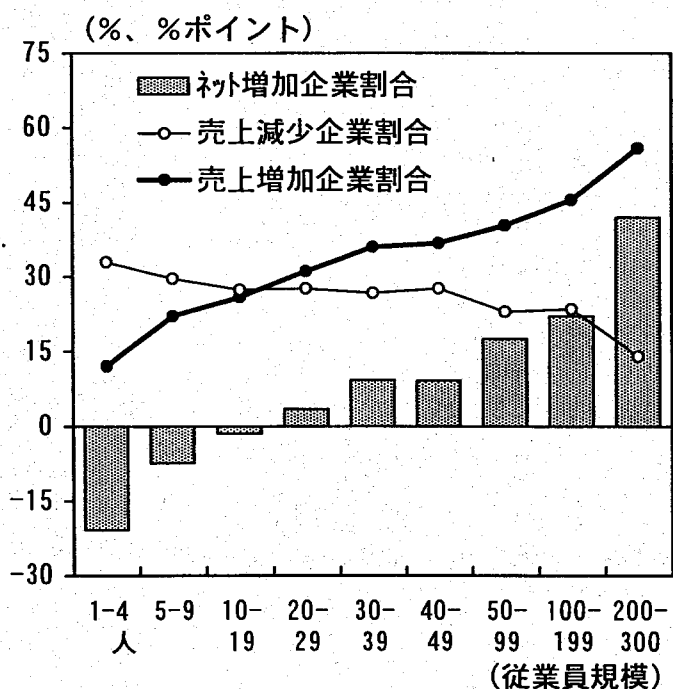
(注) 1. 法人季報の断層修正後のデータを季節調整した値 (後方3期移動平均値)。

大企業は資本金10億円以上、中堅中小企業は資本金1千万円以上10億円未満の企業。

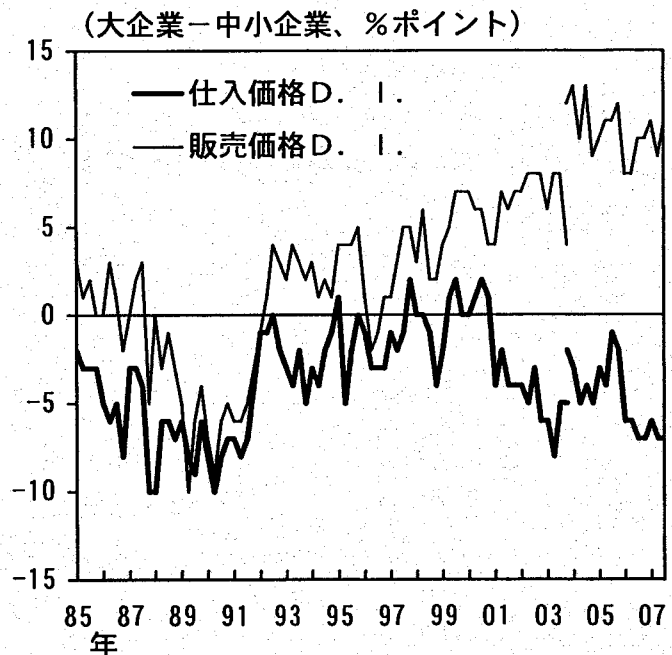
2. 寄与度計算は以下の通り (π_t : 経常利益、 S_t : 売上高、 L_t : 人件費、 I_t : 売上高-経常利益-人件費)。

$$\frac{(\pi_0 - \pi_{-4}) / \pi_{-4}}{= \underbrace{(S_0 - S_{-4}) / S_{-4}}_{\text{売上増減要因}} - \underbrace{1 / \pi_{-4} \{ (L_0 / L_{-4} - S_0 / S_{-4}) L_{-4} \}}_{\text{人件費要因}} - \underbrace{1 / \pi_{-4} \{ (I_0 / I_{-4} - S_0 / S_{-4}) I_{-4} \}}_{\text{中間投入等要因}}$$

(2) 06年度の中小企業の売上高



(3) 仕入・販売価格の動向 (短観・全産業)



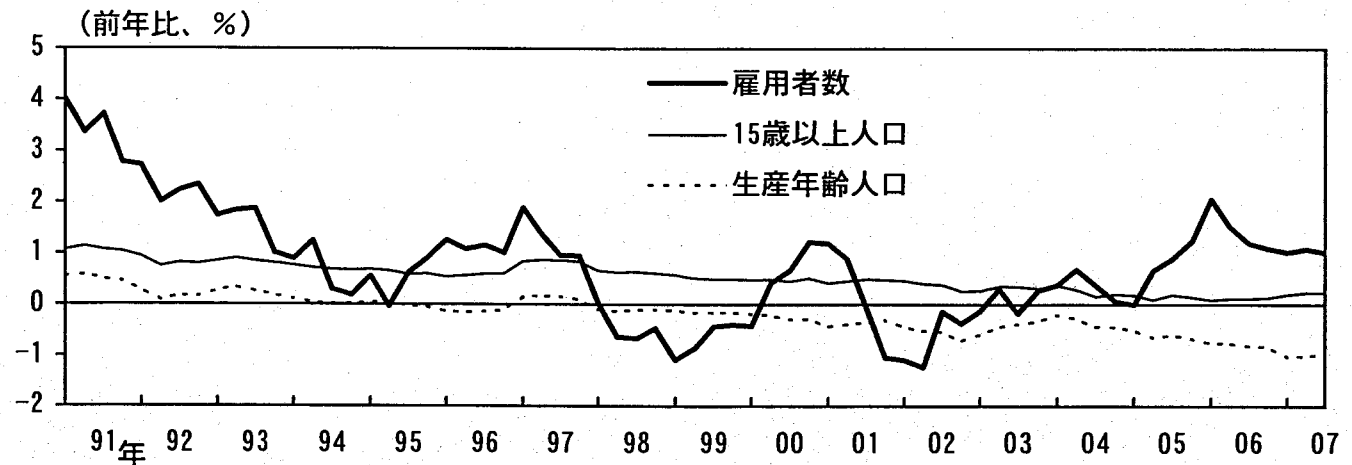
(注) 1. (2)は、2006/10月~2007/9月に期末を迎える決算の状況調査 (標本数: 16,212社、調査日: 2007/3月上旬)。

2. (3)は2004/3月調査より見直しを実施。旧ベースは2003/12月調査まで、新ベースは2003/12月調査から。

(資料) 財務省「法人企業統計季報」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、
信金中央金庫総合研究所「中小企業景況レポート」

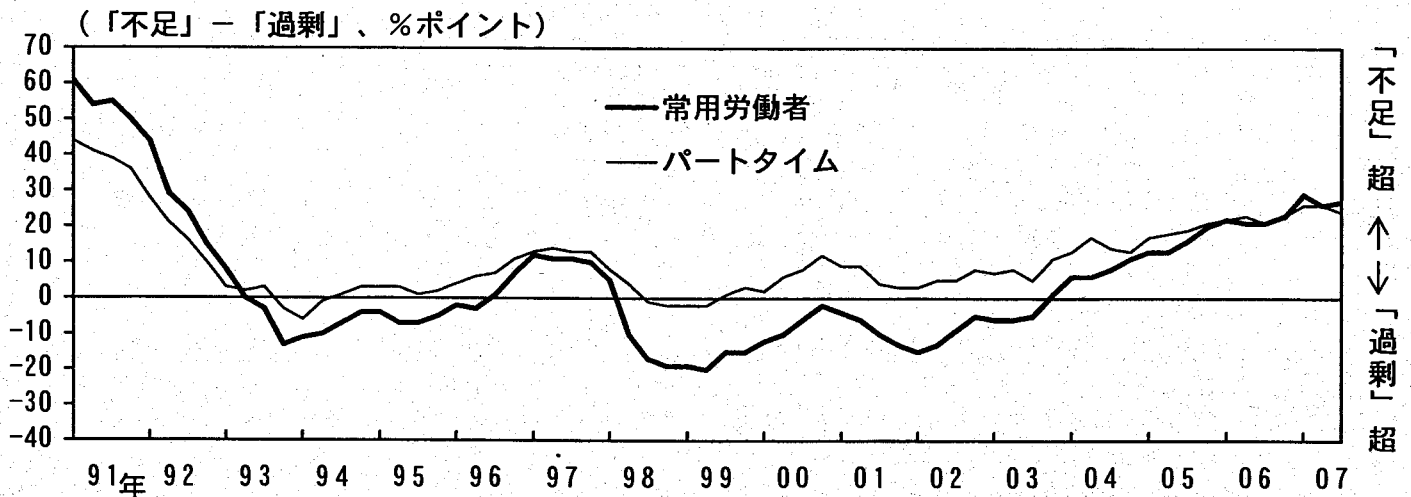
労働需給と賃金の動向

(1) 雇用者数と15歳以上人口



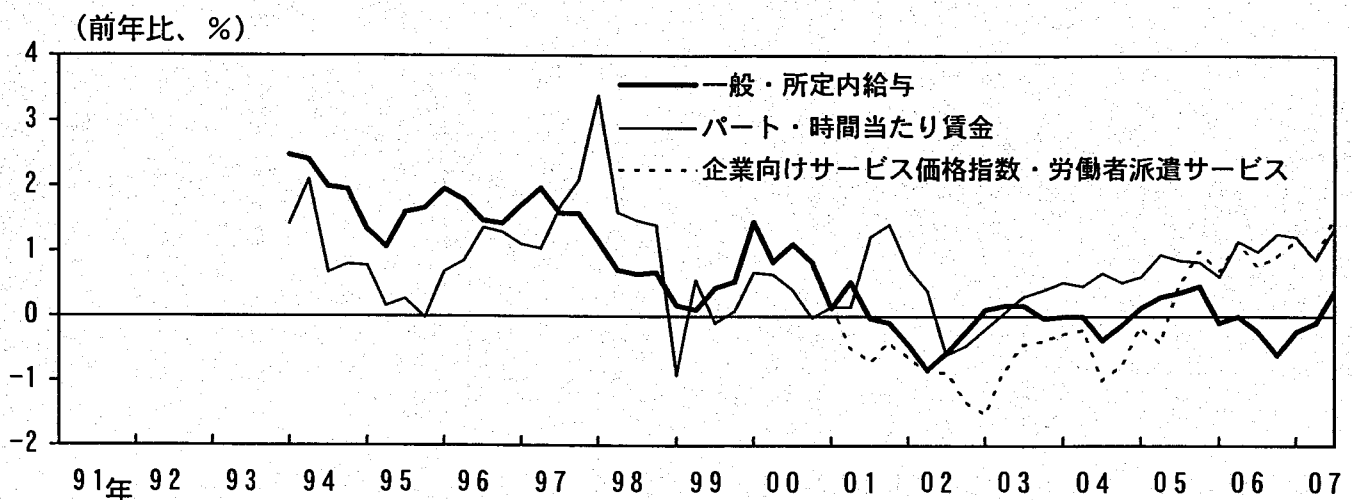
(注) 1. 2007/3Qは、7~8月の前年同期比。
2. 生産年齢人口は、15歳以上人口から65歳以上人口を除いた値。

(2) 労働者過不足判断D.I.



(注) 1998年調査以前は調査対象産業に金融・保険業、不動産業を含まない。

(3) 賃金

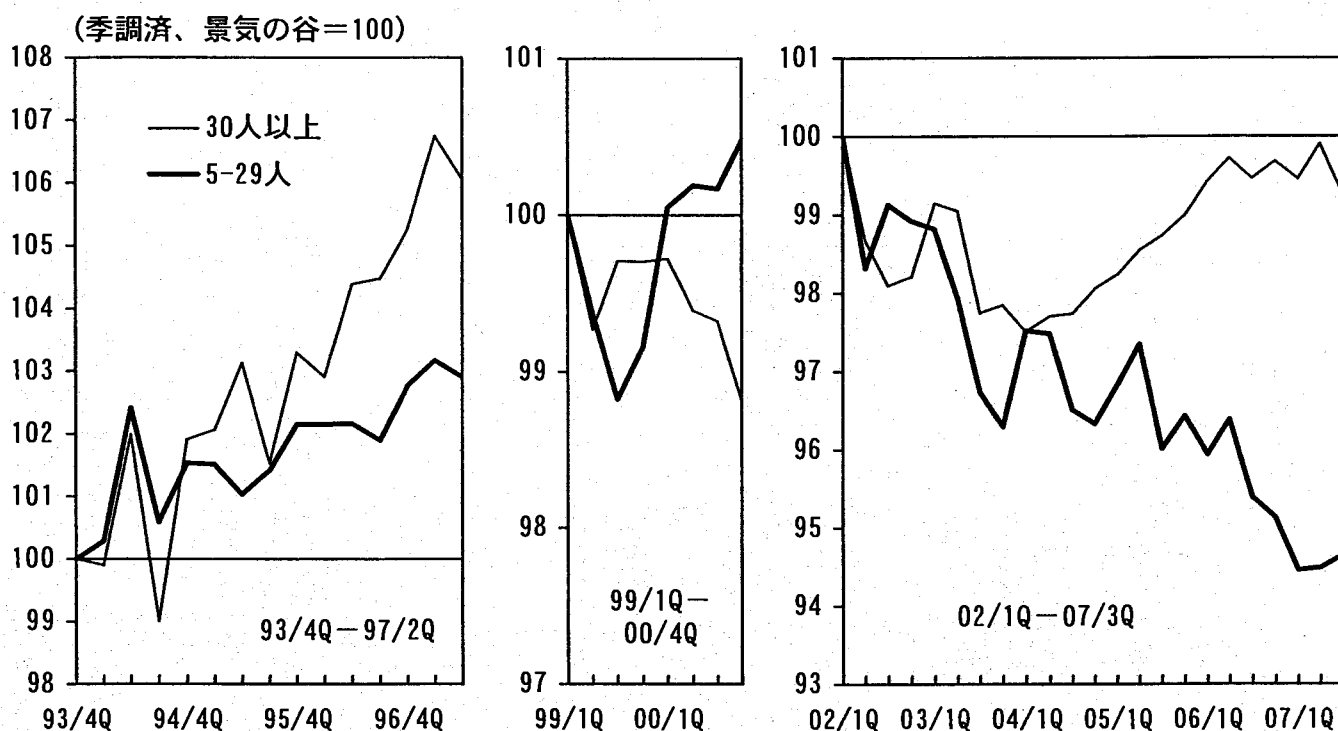


(注) 賃金は事業所規模5人以上の値。賃金の2007/3Qは、7~8月の前年同期比。

(資料) 総務省「労働力調査」、厚生労働省「毎月勤労統計」「労働経済動向調査」、
日本銀行「企業向けサービス価格指数」

企業規模別にみた名目賃金

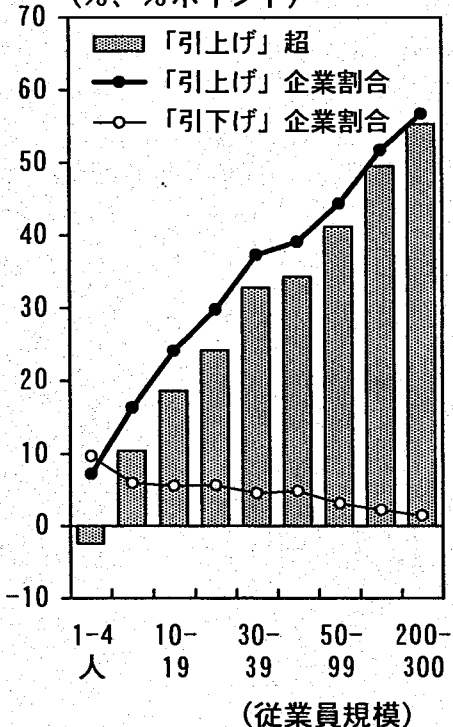
(1) 90年以降の景気回復局面における名目賃金の動向



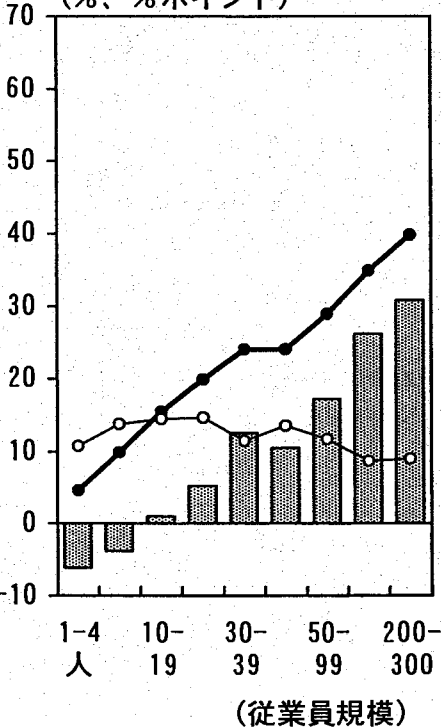
(注) 2007/3Qは、7~8月の値。

(2) 従業員規模別の賃上げ実績 (過去1年間)

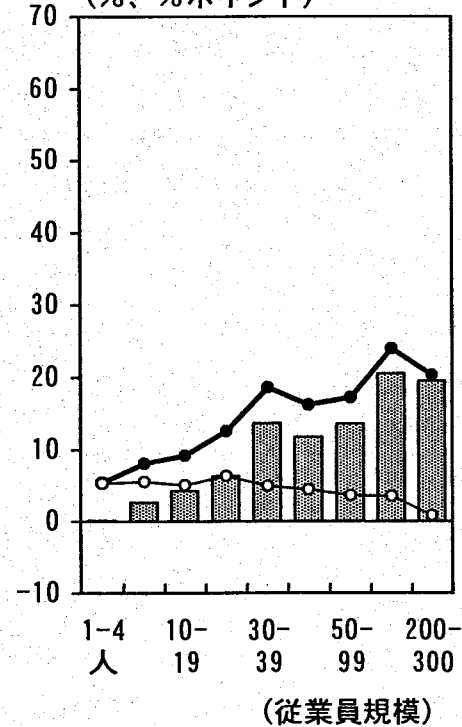
(a) 正規社員の定期給与 (%、%ポイント)



(b) 正規社員の賞与 (%、%ポイント)



(c) 非正規社員の賃金 (%、%ポイント)

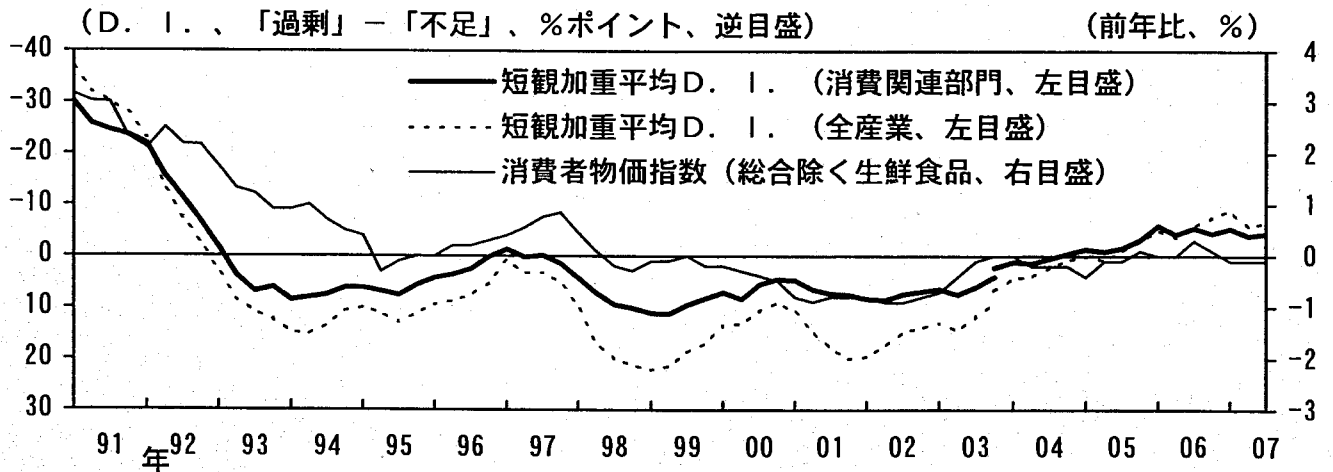


(注) 信金中金総合研究所調べ (標本数: 15,918社、調査日: 2007/6月上旬)。

(資料) 厚生労働省「毎月勤労統計」、信金中央金庫総合研究所「中小企業景況レポート」

消費者段階での物価動向

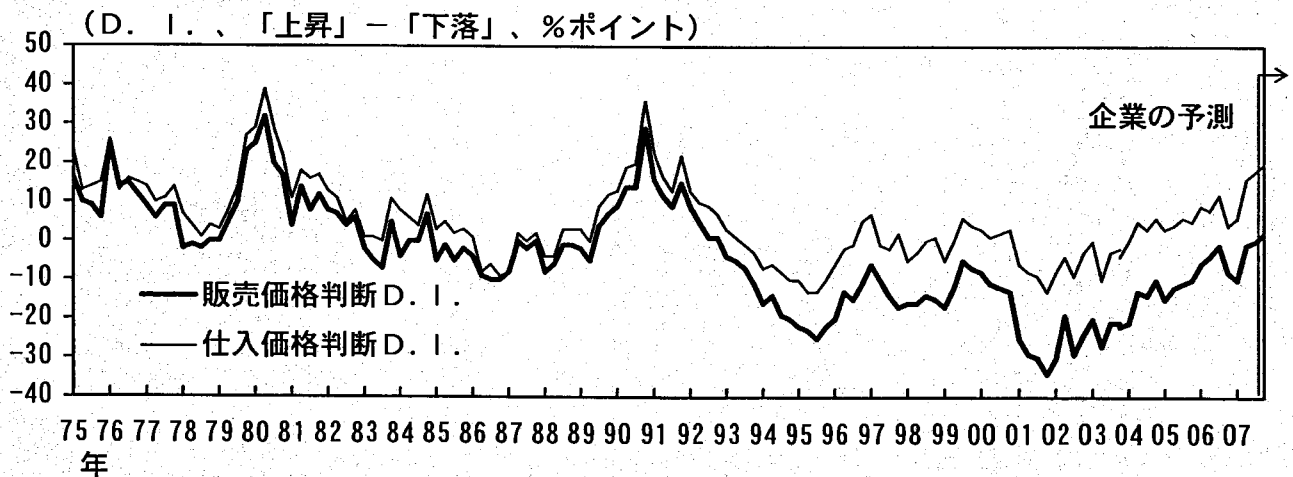
(1) 消費者物価と資源の稼働状況



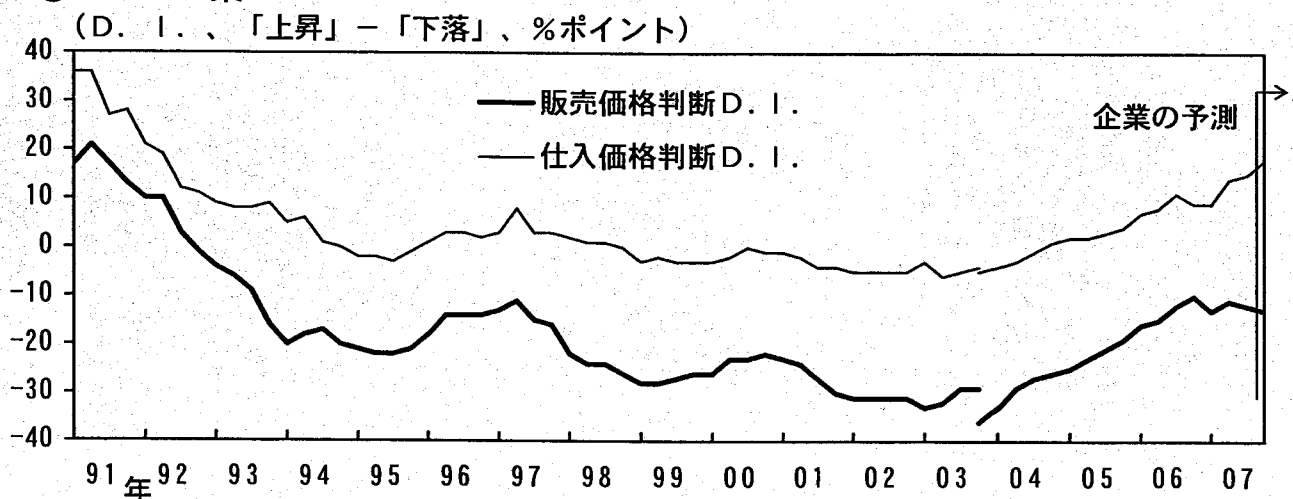
(注) 1. 短観加重平均D. I. は、生産・営業用設備判断D. I. と雇用人員判断D. I. を資本・労働分配率(1990~2005年度平均)で加重平均したもの(全規模)。
2. 消費関連部門の短観加重平均D. I. は、業種別に短観加重平均D. I. を作成した後、2000年産業連関表における家計最終消費支出に占める業種別のウエイトで加重平均したもの。

(2) 販売価格と仕入価格

①小売業



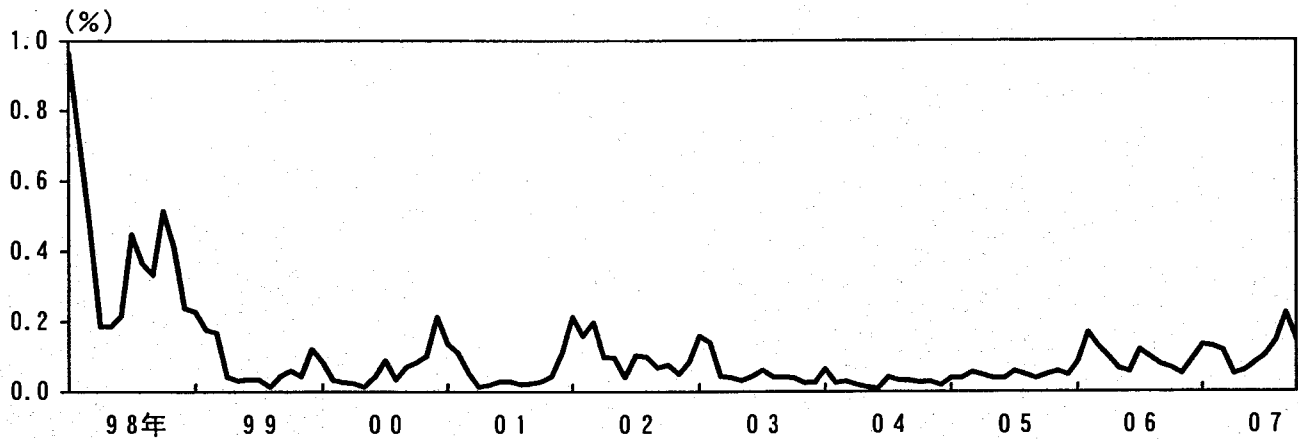
②サービス業



(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、
総務省「消費者物価指数」「産業連関表」、内閣府「国民経済計算」

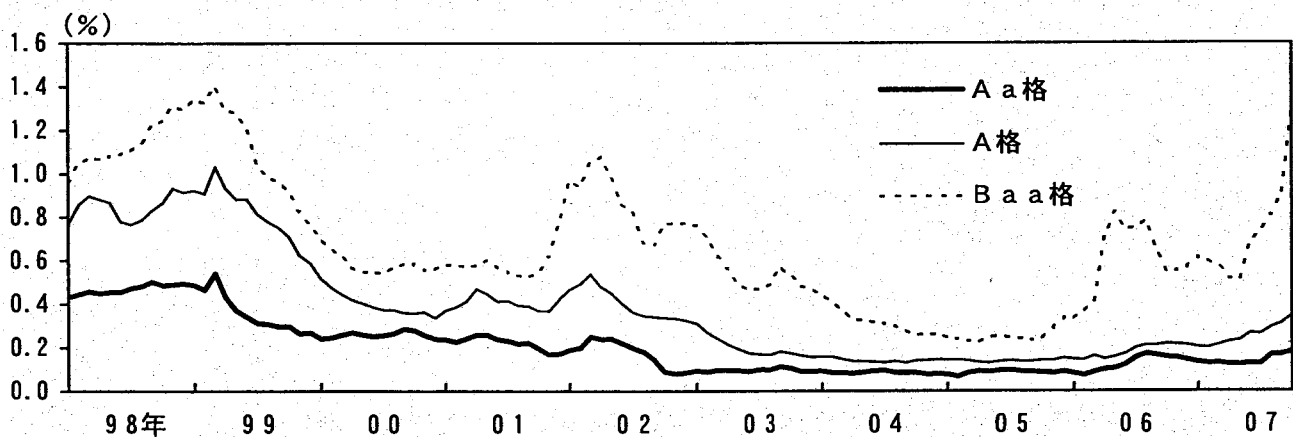
信用スプレッド

(1) CPの信用スプレッド



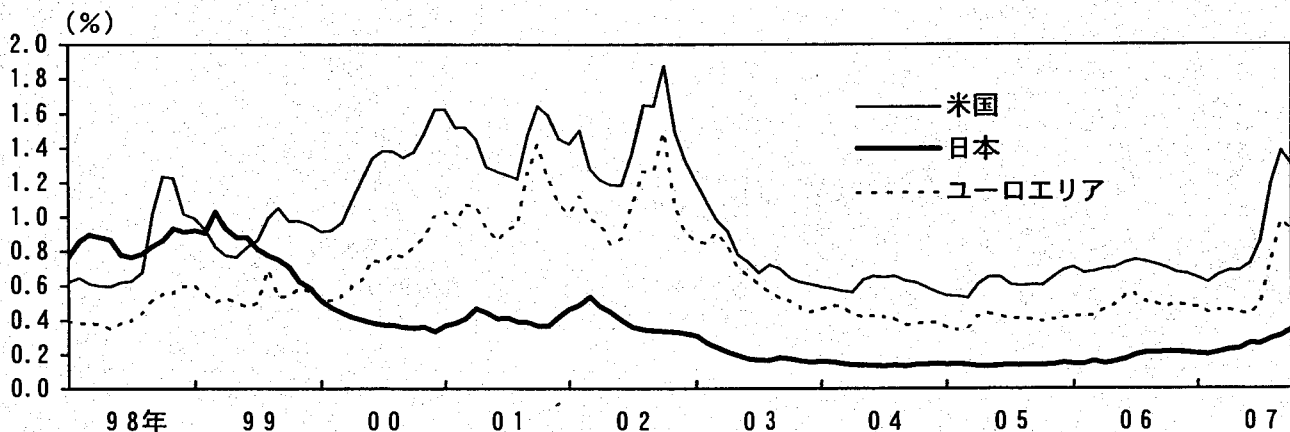
- (注) 1. CPの信用スプレッド(3か月物) = CP発行レート - 短国流通利回り
 2. CP発行レートはA1格以上のもの。
 3. 2007/10月の値は直近までの平均値(下の(2)、(3)も同じ)。

(2) 社債の信用スプレッド



- (注) 1. 社債の信用スプレッド(5年物) = 社債流通利回り - 国債流通利回り
 2. 社債の格付けはムーディーズによる。

(3) 主要国の社債の信用スプレッド

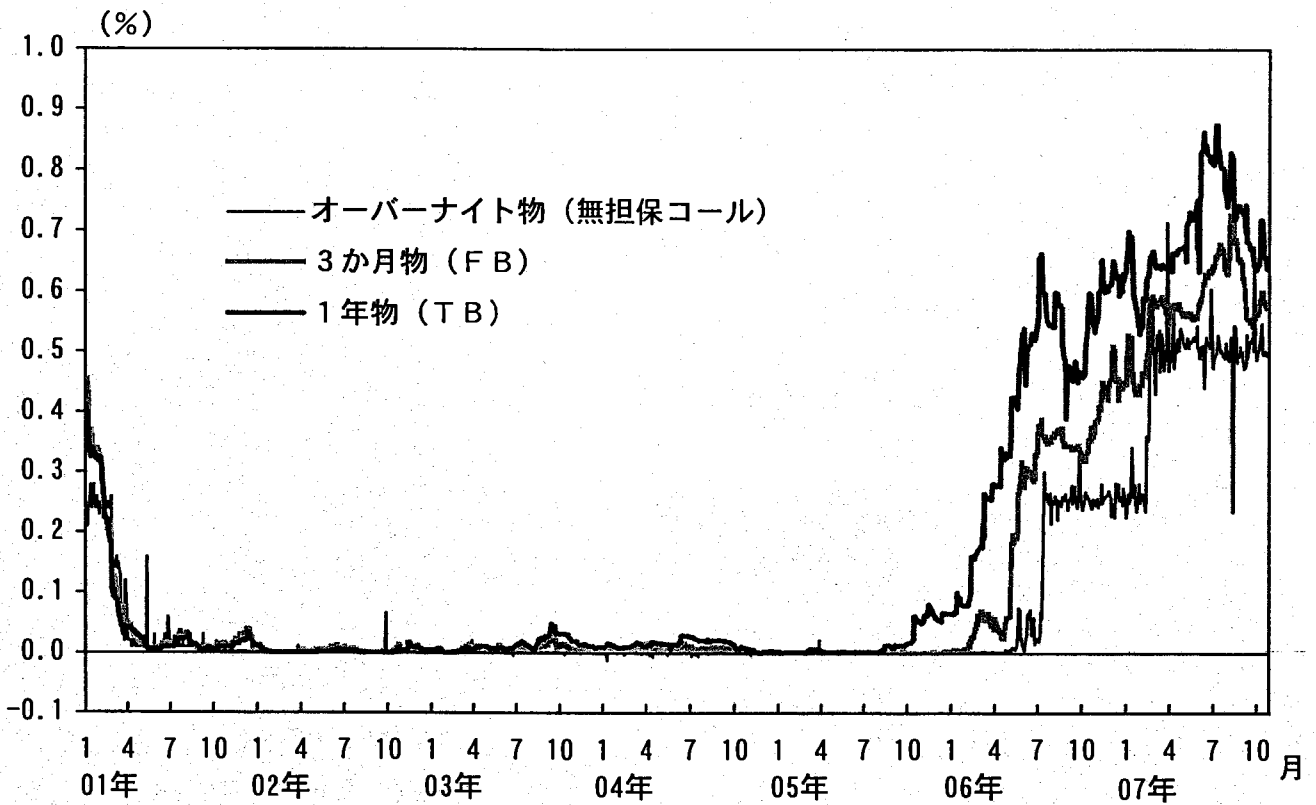


- (注) 1. 社債の信用スプレッド = 社債流通利回り - 国債流通利回り
 2. 日本は5年物。米国、ユーロエリアは3~5年物。
 3. 社債の格付けは全てA格。格付けはムーディーズ、S & Pによる。

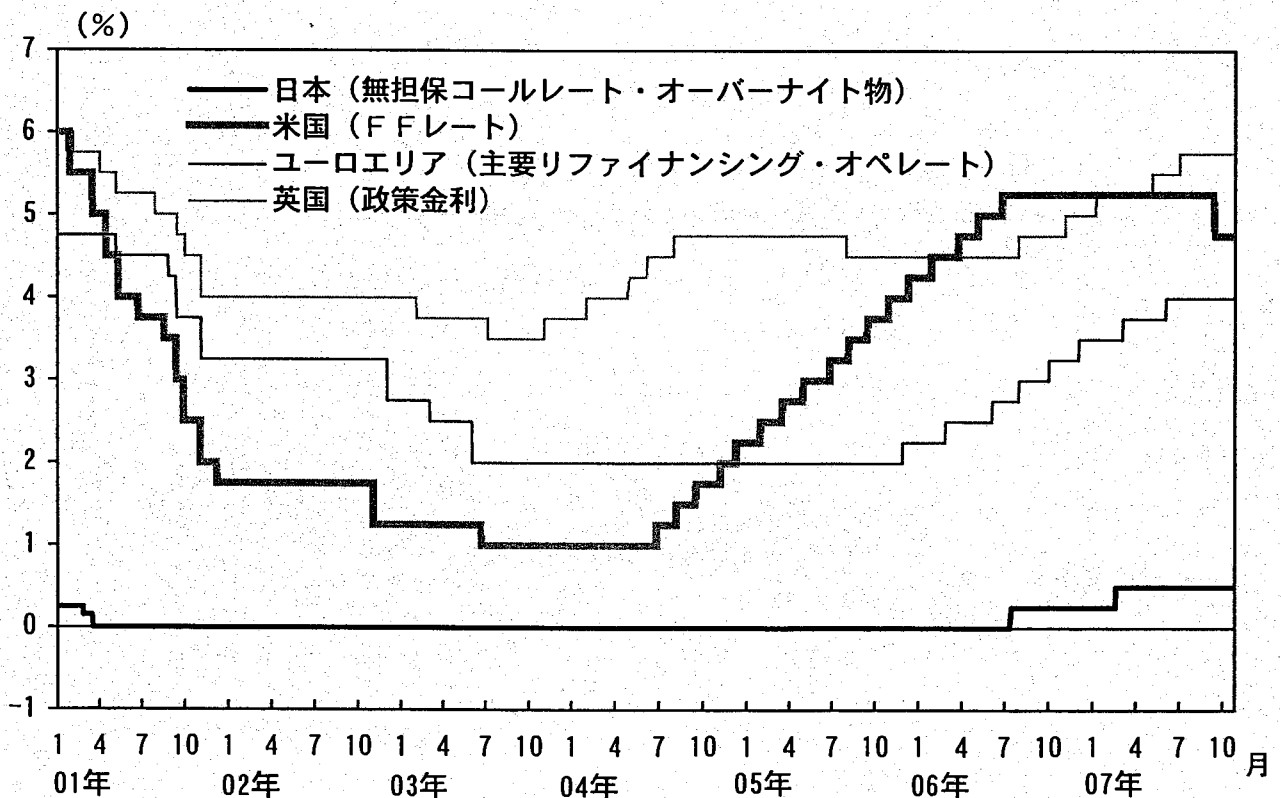
(資料) 日本銀行、日本相互証券、日本証券業協会、メリルリンチ

短期金利

(1) 短期金利



(2) 主要国の政策金利

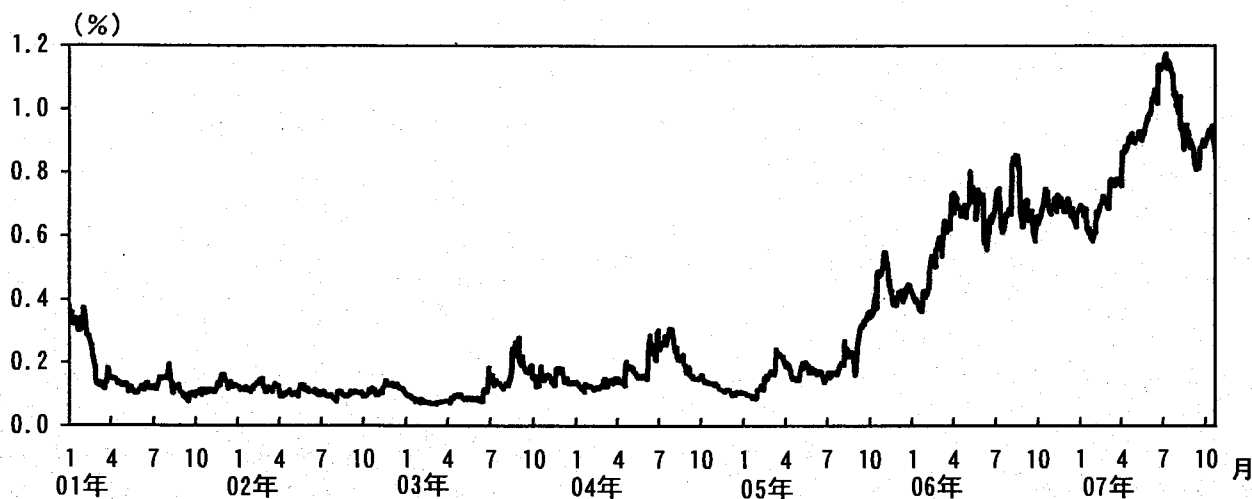


(注) 日本の政策金利は、金融市場調節の操作目標が日銀当座預金残高であった期間は0%とした。

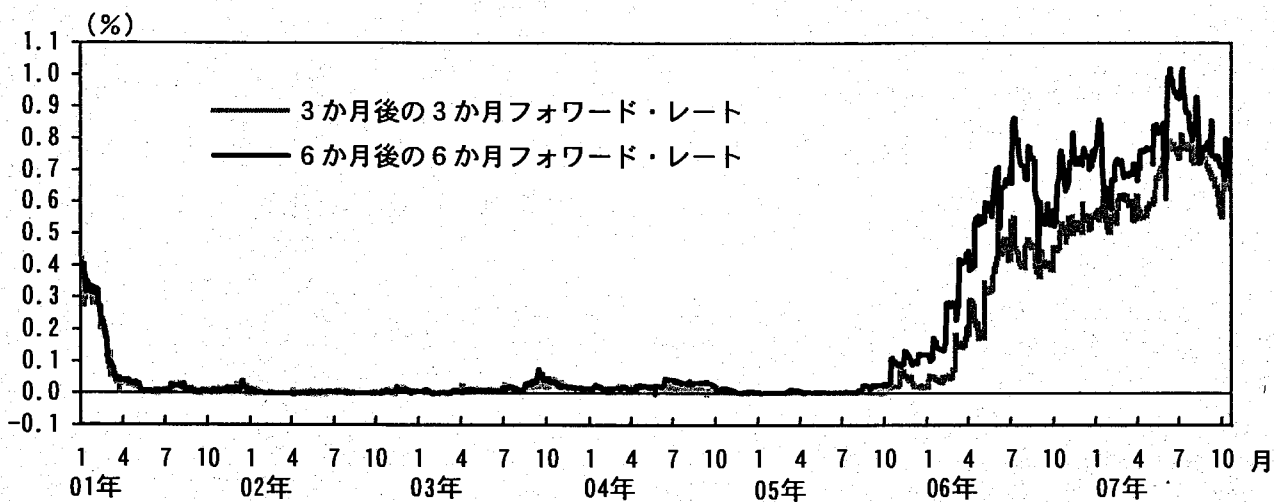
(資料) 日本銀行、各国中央銀行、Bloomberg

先行きの金利に対する市場の予測

(1) ユーロ円金利先物 (中心限月、3か月物)

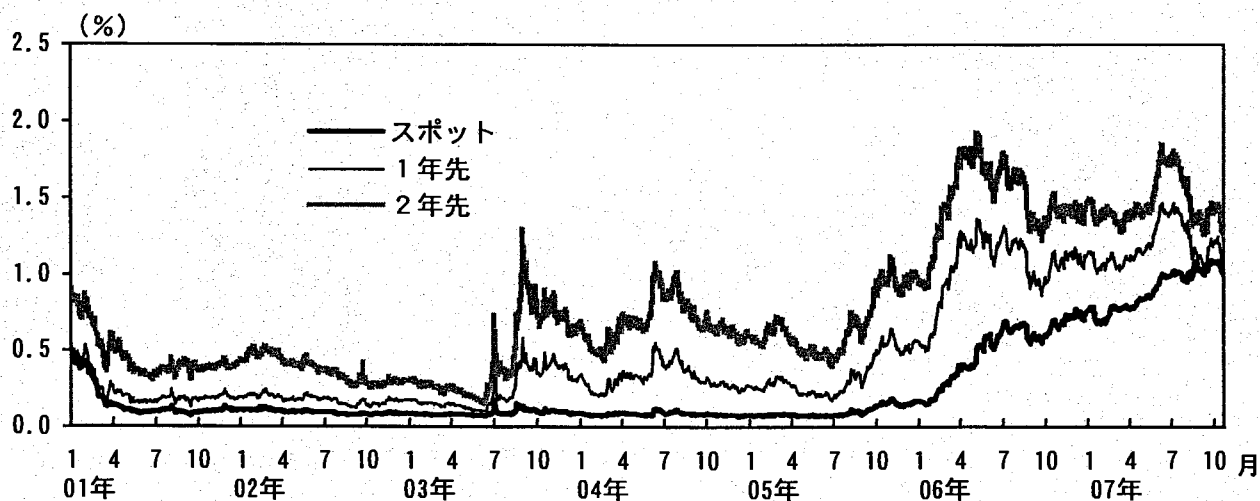


(2) TB・FBからみたフォワード・レート



(注) それぞれ、FB 3か月物、TB 6か月・1年物から算出。

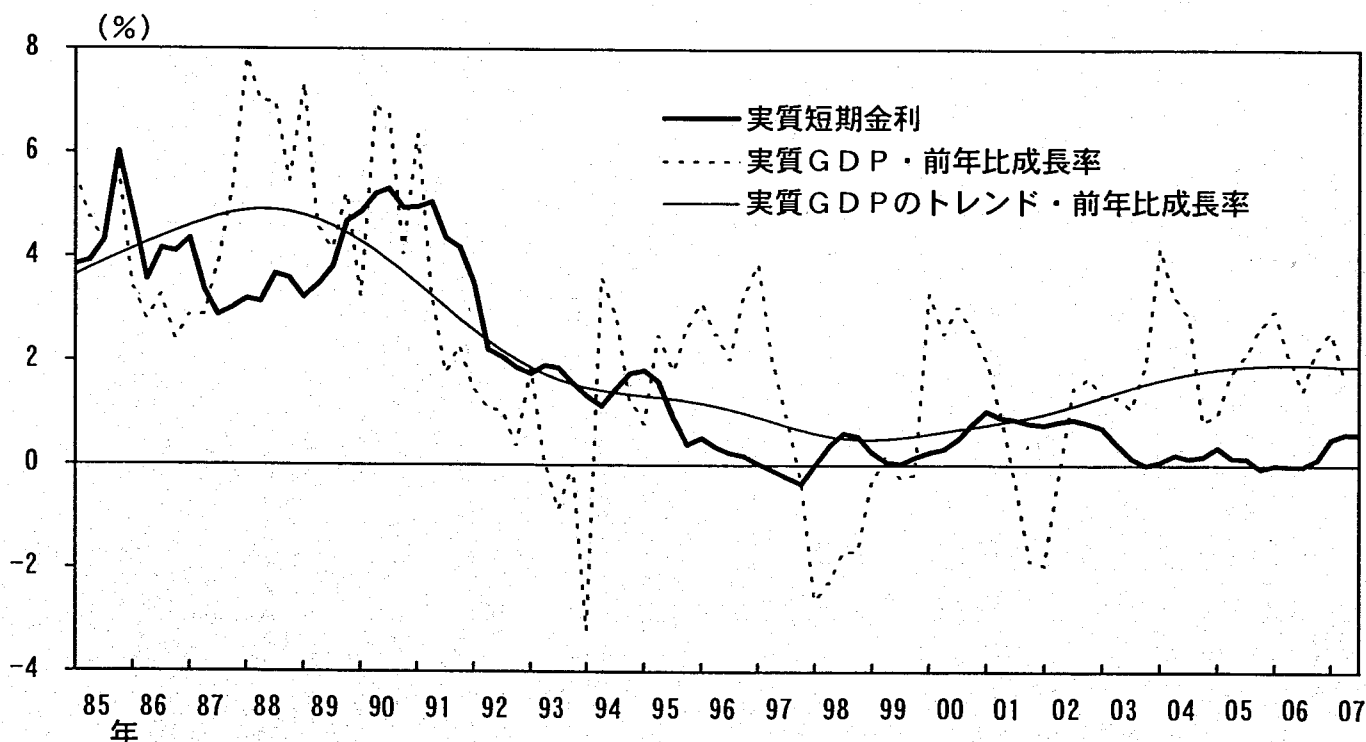
(3) 1年物インプライド・フォワード・レート



(注) 円-円スワップ・レートから算出。

金利水準と実体経済

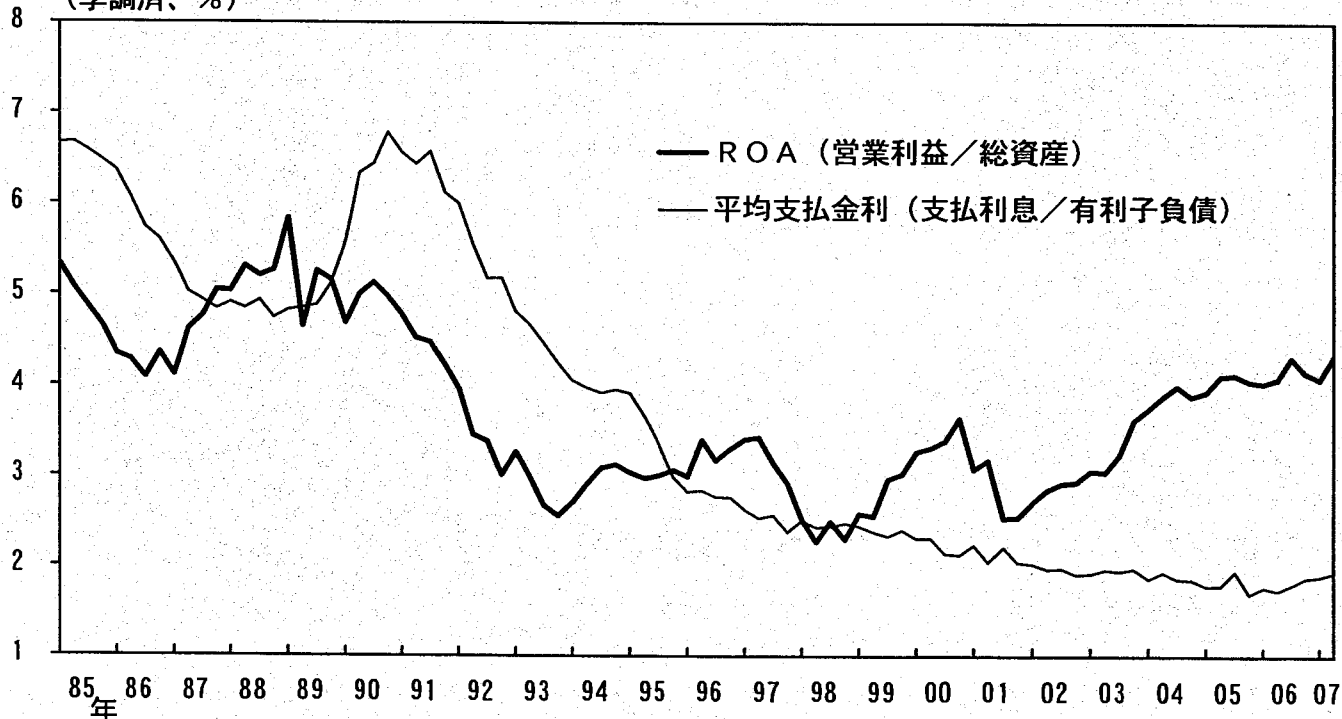
(1) 実質短期金利と成長率



(注) 1. 実質短期金利=無担保コールレート(0/N物)-消費者物価指数(総合除く生鮮食品)前年比
2. 実質GDPのトレンドはHPフィルターにより計算。

(2) 企業のROAと利払い率(法人季報・全産業全規模)

(季調済、%)

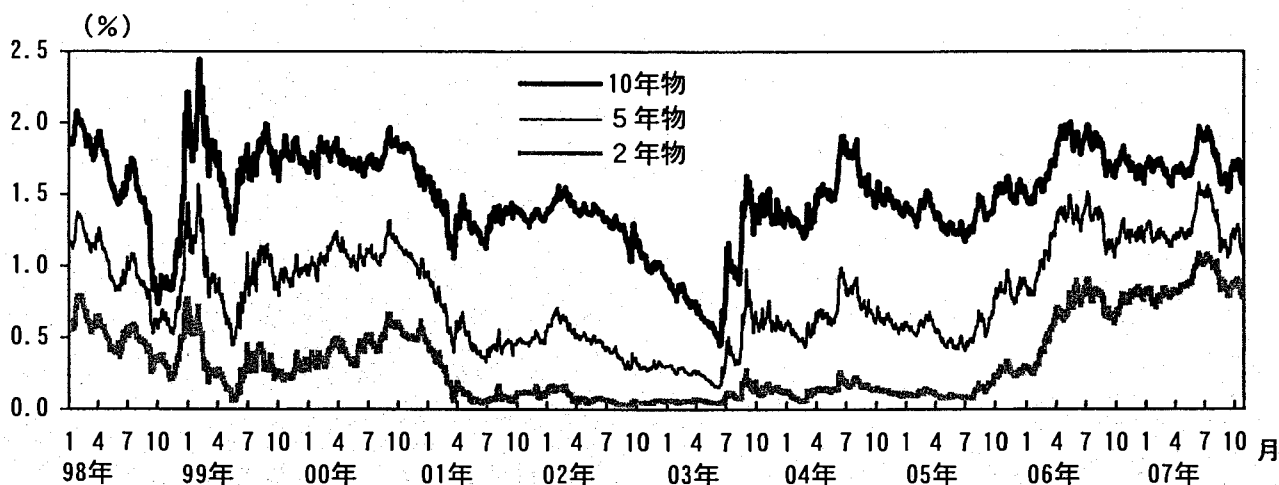


(注) 有利子負債は、長短借入金、社債、手形割引残高の合計。

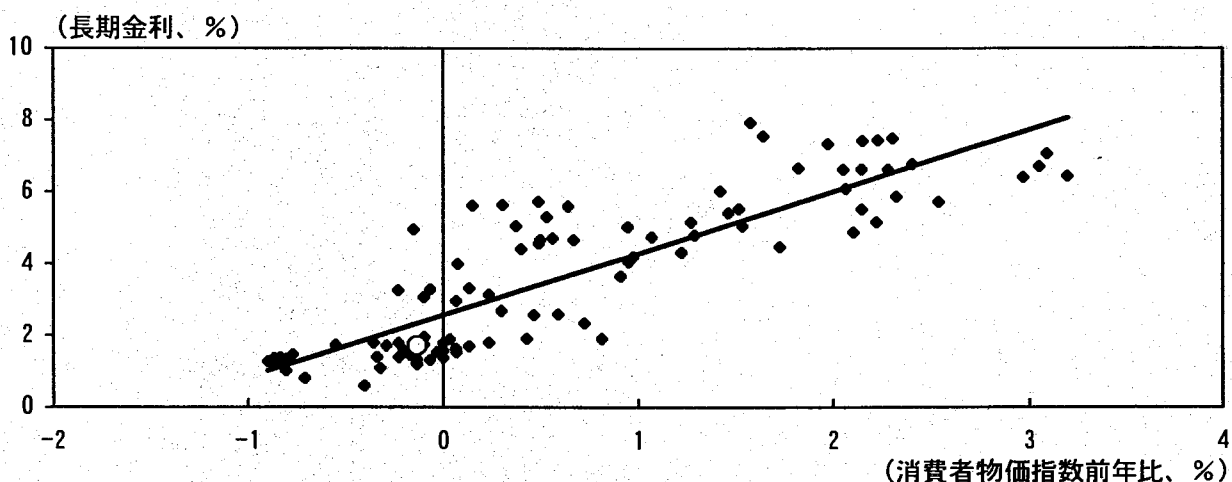
(資料) 内閣府「国民経済計算」、総務省「消費者物価指数」、財務省「法人企業統計季報」、日本銀行

長期金利

(1) 国債利回り

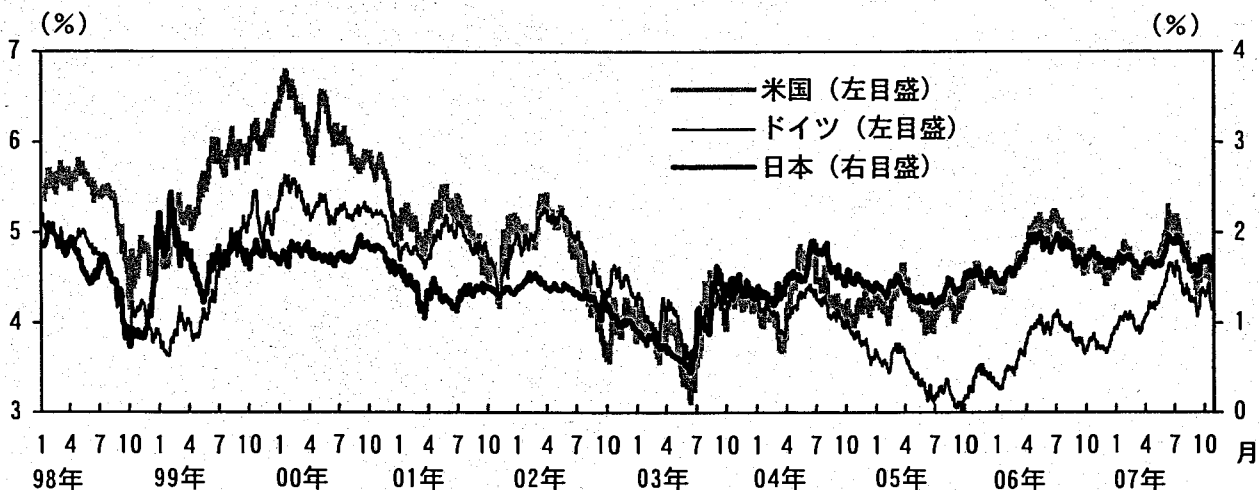


(2) 長期金利と消費者物価変化率



- (注) 1. 長期金利は10年物国債利回り。
2. 消費者物価指数は総合除く生鮮食品。消費税調整済み。
3. 対象期間は1983/3Q~2007/3Q。白丸は直近データ。

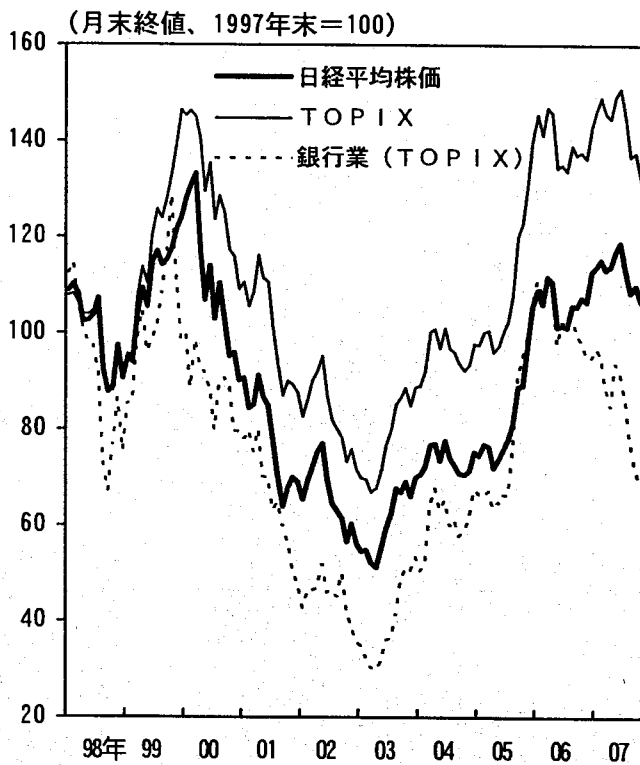
(3) 主要国の長期金利 (10年物国債利回り)



(資料) 総務省「消費者物価指数」、日本相互証券、Bloomberg

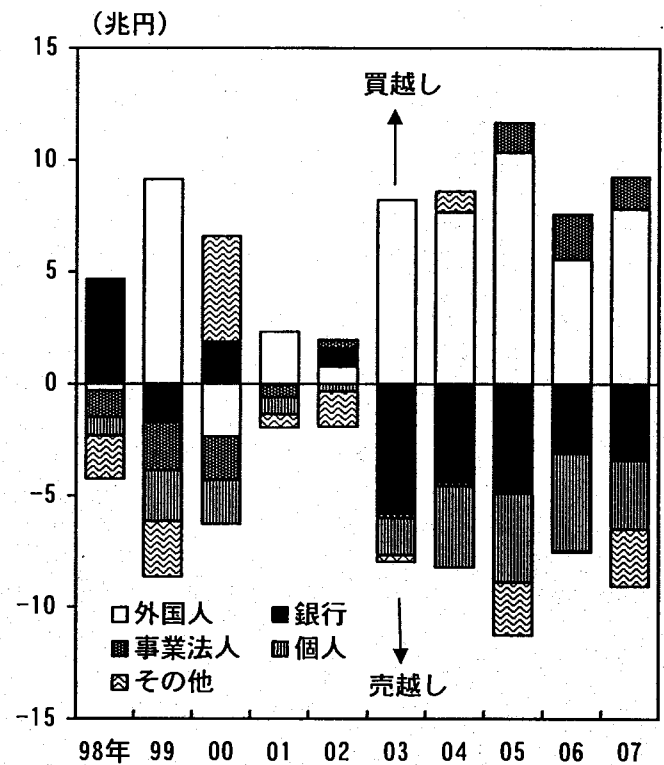
株 価

(1) 株価



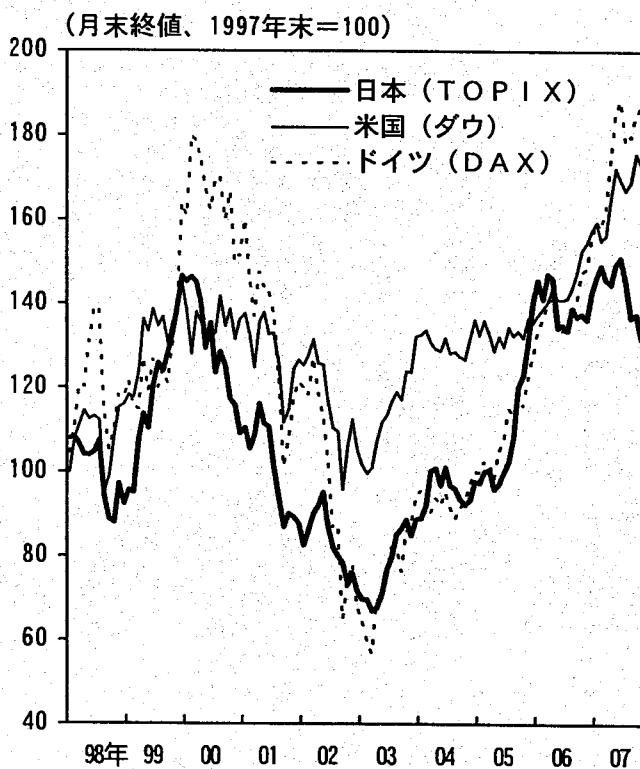
(注) 2007/10月の計数は、直近の終値。

(2) 主体別売買状況



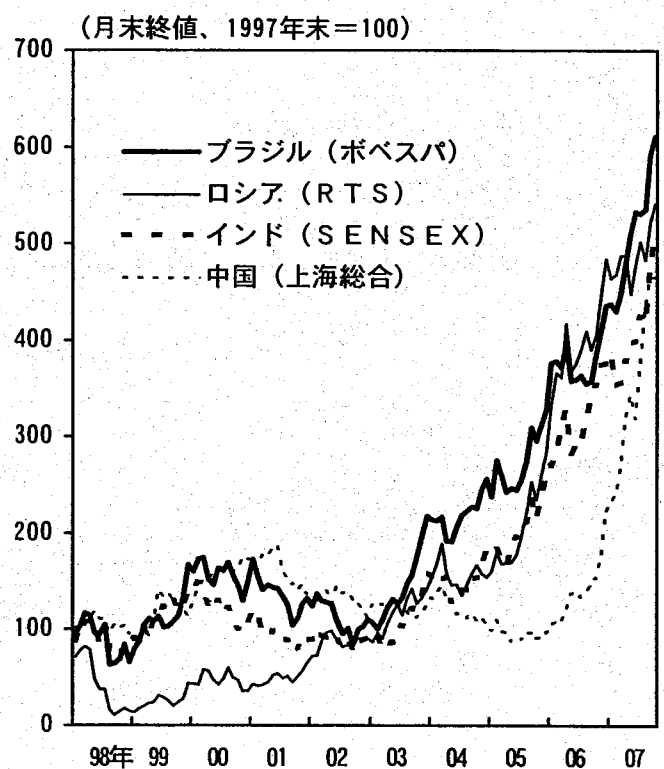
(注) 1. 三市場 (東証・大証・名証) 1、2部計。
2. 2007年の計数は、1-9月の年換算値。

(3) 主要国の株価



(注) 2007/10月の計数は、直近の終値。

(4) BRICs 諸国の株価

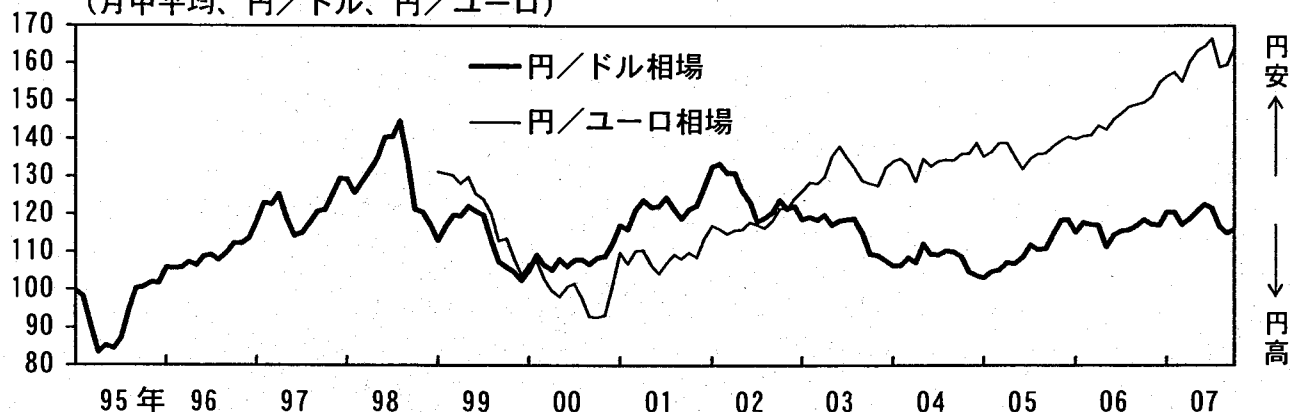


(注) 2007/10月の計数は、直近の終値。

為替相場

(1) 円ドル・円ユーロ相場

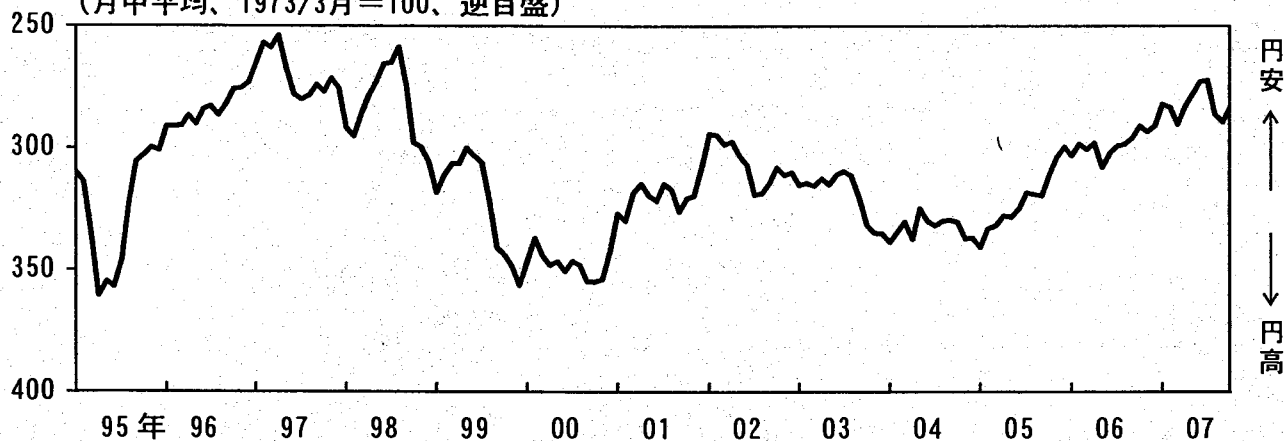
(月中平均、円/ドル、円/ユーロ)



(注) 2007/10月は、直近までの平均値(下の(2)、(3)も同じ)。

(2) 名目実効為替レート

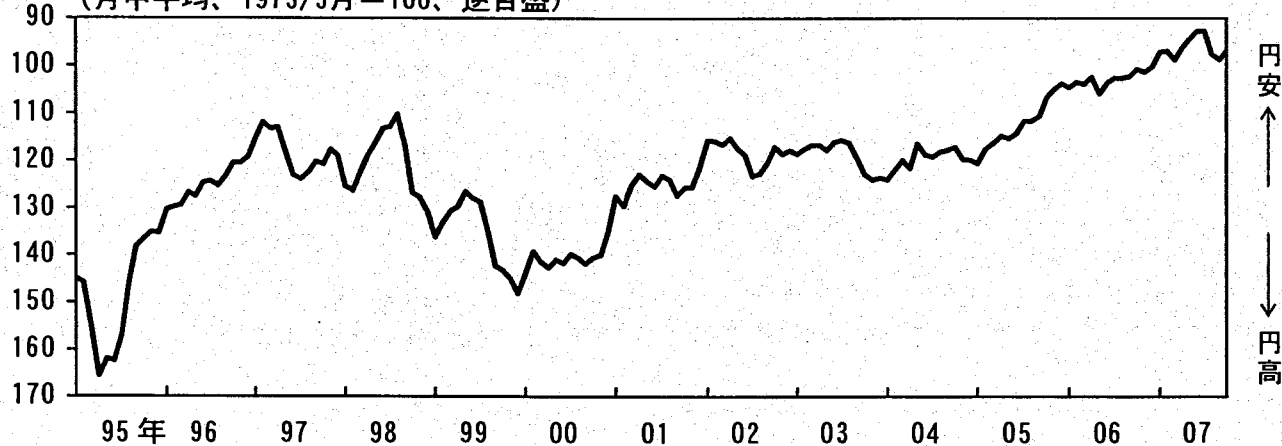
(月中平均、1973/3月=100、逆目盛)



(注) 通関輸出金額ウエイト上位15通貨に対する為替相場を同ウエイトで加重平均したもの。

(3) 実質実効為替レート

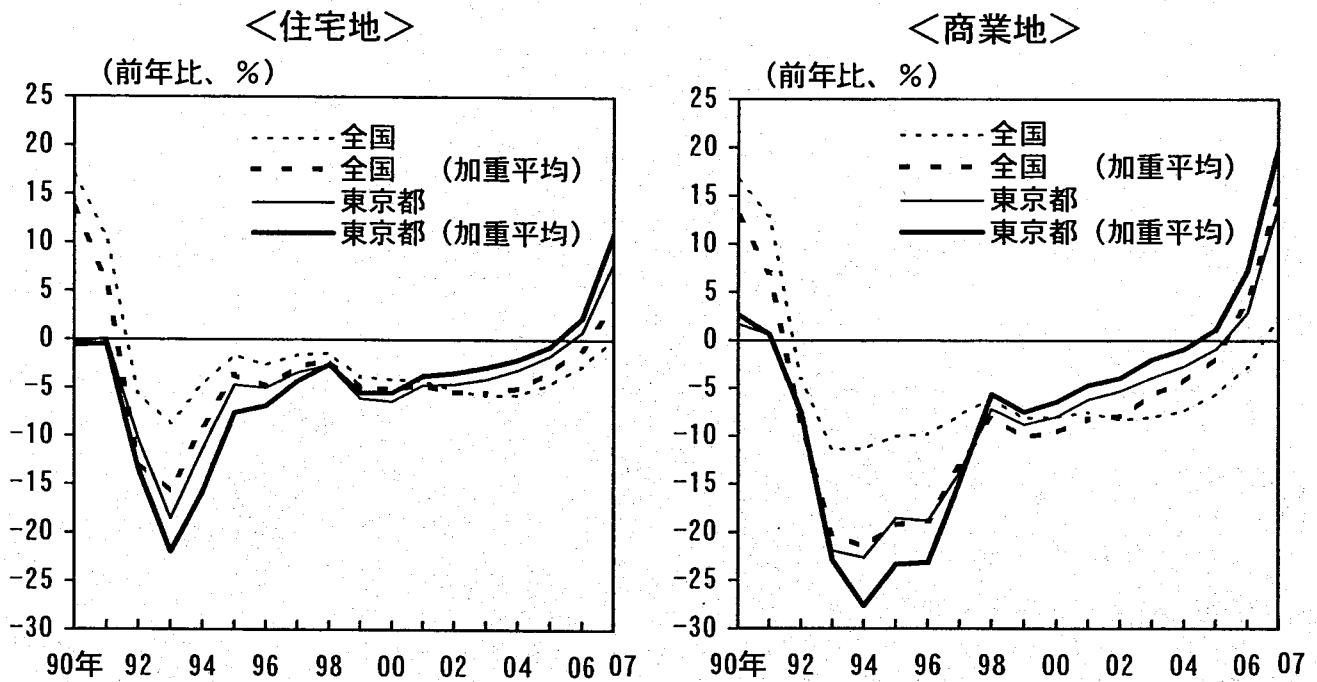
(月中平均、1973/3月=100、逆目盛)



(注) 通関輸出金額ウエイト上位15通貨に対する為替相場を当該国・地域の物価指数で実質化し、同ウエイトで加重平均したもの。

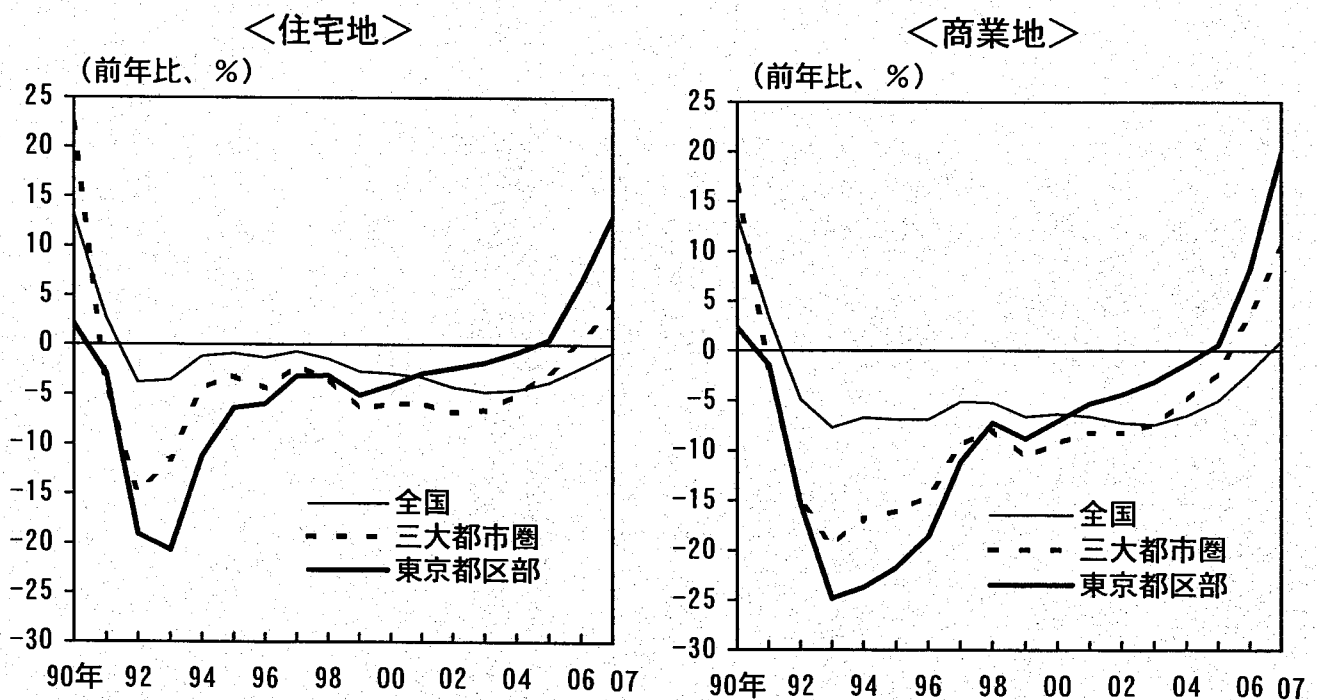
地 価

(1) 地価公示 (1/1日時点)



(注) 公表計数は、各調査地点における変化率の単純平均。加重平均地価は、各調査地点における公示地価の変化率を調査地点の前年の1㎡当たり公示地価水準で加重平均したもの。










(2) 都道府県地価調査 (7/1日時点)



(注) 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。

(資料) 国土交通省「地価公示」「都道府県地価調査」

地域別の景気の総括判断（地域経済報告）

	7月判断	判断の 変化	10月判断
北海道	緩やかに持ち直している		横ばい圏内の動きとなっている
東北	緩やかながら着実な回復を続けている		緩やかながら着実な回復を続けている
北陸	緩やかに回復している		緩やかに回復している
関東甲信越	緩やかに拡大している		緩やかに拡大している
東海	緩やかに拡大している		緩やかに拡大している
近畿	拡大を続けている		緩やかに拡大している
中国	全体として回復を続けている		全体として回復を続けている
四国	緩やかながら持ち直しの動きが続いている		緩やかながら持ち直しの動きが続いている
九州・沖縄	回復を続けている		緩やかな回復を続けている

(注) 全文は、http://www.boj.or.jp/type/ronbun/chiiki_rep/chiiki0710.htm を参照。

(資料) 日本銀行「地域経済報告（2007年10月）」

要 注 意

<不開示情報：有（種類：審議・検討）>

<配付先：金融政策決定会合関係者限り>

<作成局における保管期間満了時期：2037年12月>

2007年10月31日

日 本 銀 行

経済・物価情勢の展望（2007年10月）（案）

【基本的見解】¹

（経済・物価情勢の見通し）

わが国経済は、緩やかに拡大している。2007年度前半の経済は、好調な企業部門に比べると、家計部門の改善テンポが緩慢な状況が続いているが、全体としてみれば、前回（2007年4月）の「経済・物価情勢の展望」（展望レポート）で示した見通しに概ね沿って推移したとみられる。

先行き2007年度後半から2008年度を展望すると、後述するように海外経済や国際金融資本市場の動向など不確実な要因はあるものの、生産・所得・支出の好循環メカニズムが維持されるもとで、息の長い拡大を続けると予想される。住宅投資の振れが、2007年度の成長率を幾分下押しする一方、2008年度の成長率を幾分押し上げるとみられるが²、成長率の水準は、均してみると、潜在成長率を幾分上回る2%程度で推移する可能性が高い。

こうした先行きの経済の姿は、以下のような前提やメカニズムに基づいている。第1に、海外経済の拡大が続くことを背景に、輸出は増加を続けると予想される。米国経済は住宅市場の調整を主因に減速が長引く一方、他の地域が高成長を続けるとみられることから、海外経済全体としては、

¹ 10月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。

² 2007年6月の改正建築基準法施行により、建築確認の審査基準が厳格化され、手続きが変更された。これを受けて、建築確認申請や着工に遅れが生じている。

拡大を続ける可能性が高い。第2に、企業部門の好調が続くとみられる。高水準の企業収益が続く中で、設備投資は増加を続けると予想される。もっとも、これまで数年にわたって高い伸びが続いたことから、資本ストック循環の観点からみて、伸び率は昨年度までよりは低いものになると考えられる。第3に、好調な企業部門から家計部門への波及が、緩やかながらも着実に進んでいくとみられる。雇用者数の増加が続く中で、雇用者所得は緩やかに増加し、株式配当の増加など様々なルートによる波及も続くとみられる。賃金については、グローバルな競争や資本市場からの規律の高まり、原材料高などを背景に、中小企業を中心に人件費抑制姿勢が根強いことに加え、賃金水準の高い団塊世代の退職やパート比率上昇に伴う人員構成変化などもあって、やや弱めの動きとなっているが、労働市場の需給がさらに引き締まっていけば、徐々に上昇圧力が高まっていくと考えられる。こうしたもとで、個人消費は緩やかな増加基調を辿る可能性が高い。第4に、極めて緩和的な金融環境が引き続き民間需要を後押しするとみられる。米国サブプライム住宅ローン問題やこれに端を発する国際金融資本市場の変動がわが国の金融環境に及ぼす影響は限定的であり、金融機関は積極的な貸出姿勢を続けているほか、CP、社債の発行環境も引き続き良好である。また、短期金利は、経済や物価との関係からみて、極めて低い水準で推移している。

こうした経済の見通しのもとで、物価を巡る環境をみると、第1に、労働や設備といった資源の稼働状況は高まっており、今後もさらに高まっていくとみられる。マクロ的な需給ギャップをみても、引き続き、需要超過方向で推移していくと考えられる。第2に、ユニット・レーバ・コスト（生産1単位当たりの人件費）は、なお低下を続けているものの、賃金が緩やかな上昇に向かうにつれて下げ止まっていく可能性が高い。第3に、民間経済主体のインフレ予想は、各種調査では、引き続き先行きにかけて

物価が緩やかに上昇していく形となっている。

物価指数に即してみると、2007年度前半の国内企業物価指数は、国際商品市況高などを背景に、前回の見通しに比べて上振れて推移している。先行きについては、原油などの商品市況や為替相場にも左右されるが、上昇基調を続けるとみられる³。

消費者物価指数（除く生鮮食品）は、前回の見通しに概ね沿って、前年比ゼロ%近傍で推移している。規制緩和などを背景に厳しい競争環境にさらされている消費者段階では、原材料高などの価格転嫁は企業間取引ほどには進んでいない。先行きについては、前年比でみて目先はゼロ%近傍で推移する可能性が高いものの、より長い目でみると、プラス幅が次第に拡大するとみられる。その結果、2007年度はゼロ%程度、2008年度はゼロ%台半ばの伸び率となると予想される。

（上振れ・下振れ要因）

以上の見通しは、前述の前提やメカニズムに依拠した上で、最も蓋然性が高いと判断される見通しについて述べたものである。したがって、先行きの経済情勢については、以下のような上振れまたは下振れの要因があることに留意する必要がある。

第1に、海外経済の動向である。米国では、住宅市場の調整が長引いているが、設備投資や個人消費は減速しつつも緩やかな増加基調を維持しているなど、安定成長に向けて軟着陸していく可能性が引き続き高い。ただし、住宅市場の調整が一段と厳しいものとなった場合や金融資本市場の変動の影響が予想以上に広範なものとなった場合、資産効果や信用収縮、マインド悪化などを通じて、個人消費、設備投資が下振れ、米国景気が一段

³ 今回の国内企業物価の見通しは、現行の2000年基準の指数を用いている。日本銀行では、2007年12月公表分から同指数を2005年基準に切り替える予定である。2005年基準指数の前年比は、2000年基準指数に比べて、上昇率が縮小すると考えられる。

と減速する可能性も考えられる。また、欧州経済は、拡大を続ける可能性が高いが、国際金融資本市場の変動が金融環境に及ぼす影響次第では、下振れるリスクがある。こうした米欧経済を巡るリスクが顕現化した場合には、その程度によっては、他地域の成長にも悪影響を及ぼし、世界経済全体として下振れる可能性がある。

一方、物価面では、米国では、労働や設備といった資源の稼働状況が高水準であるもとで、原油価格の動向などと相俟って、インフレ圧力が減衰しない可能性もある。また、中国では、力強い拡大が続いているが、固定資産投資を中心に過熱感が強く、景気や物価が上振れる可能性がある。原油価格をはじめとする国際商品市況は、世界経済全体の成長や地政学的要因などから高値圏で推移しており、その状況如何では、世界経済や物価の先行きに影響を与える可能性がある。

以上のように、海外経済や国際金融資本市場などの変調が生じた場合、日本経済に対して、輸出入や企業収益、金融市況の変化などを通じて影響を及ぼすリスクがある。

なお、IT関連財については、昨年来高めで推移してきた国内の在庫は出荷とのバランスを徐々に改善してきているが、海外経済が予想以上に減速した場合などには、世界的な供給拡大のペースが速いだけに、需給バランスが崩れる可能性もある。

第2に、緩和的な金融環境が続くもとで、金融・経済活動の振幅が拡大する可能性である。前述の通り、米国サブプライム住宅ローン問題や国際金融資本市場の変動にもかかわらず、わが国の金融環境は極めて緩和的な状況が続くとみられる。企業や金融機関などの財務面での改善が進む中、実質金利が極めて低い水準にあることから、金融・経済活動が積極化しやすい環境にある。また、大都市の地価など資産価格の動きも、そうした行動を活発化させる方向に作用すると考えられる。こうした中で、仮に、先

行きの上、収益、資金調達コスト、為替相場や資産価格などに関する楽観的な想定に基づいて、金融・経済活動が積極化する場合には、金融資本市場において行き過ぎたポジションが構築されたり、非効率な経済活動に資金やその他の資源が使われ、長い目でみた資源配分に歪みが生じるおそれがある。このような行動は、短期的には景気や資産価格を押し上げることがあっても、その後の調整を余儀なくされ、息の長い成長を阻害する可能性がある。

次に、物価上昇率の先行きについても、上振れ・下振れ両方向の不確実性があることに留意する必要がある。第1に、需給ギャップに対する物価の感応度は、経済のグローバル化の進展や規制緩和などを背景に低下しているとみられるが、その程度には不確実性がある。とりわけ、景気拡大が続く中であっても、上述したような賃金の上昇を抑制する要因が強く作用する場合には、物価に下押し圧力が根強く残ることが考えられる。一方、今後、労働や設備といった資源の稼働状況が緩やかながらさらに高まっていく過程で、インフレ予想や企業の人件費抑制スタンスが大きく変化し、物価に上振れ圧力が加わる可能性もある。第2に、原油をはじめとする商品市況の動向には上下両方向に不確実性が大きい。

(金融政策運営)

日本銀行は、「中長期的な物価安定の理解」（金融政策運営に当たり、各政策委員が、中長期的にみて物価が安定していると理解する物価上昇率）を念頭に置いた上で、経済・物価情勢について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こととしている⁴。

第1の柱、すなわち先行き2008年度までの経済・物価情勢について最も

⁴ 2007年4月に点検した「中長期的な物価安定の理解」は、消費者物価指数の前年比で0～2%程度の範囲内にあり、委員毎の中心値は、大勢として、概ね1%の前後で分散している。

蓋然性が高いと判断される見通しについて、政策金利に関して市場金利に織り込まれている金利観を参考にしつつ点検すると、上述した通り、わが国経済は、生産・所得・支出の好循環メカニズムが維持されるもとの、息の長い拡大が続くとみられる。また、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比は、目先はゼロ%近傍で推移する可能性が高いが、より長い目でみると、プラス幅が次第に拡大していくと予想される。こうした動きは、「中長期的な物価安定の理解」に沿ったものと評価できる。このように、わが国経済は、物価安定のもとの持続的な成長を実現していく可能性が高いと判断される。

第2の柱、すなわち、より長期的な視点を踏まえつつ、確率は高くなくとも発生した場合に生じるコストも意識しながら、金融政策運営の観点から重視すべきリスクを点検すると、経済・物価情勢の改善が展望できる状況下、金融政策面からの刺激効果が一段と強まる可能性がある。例えば、仮に低金利が経済・物価情勢と離れて長く継続するという期待が定着するような場合には、企業や金融機関などの行き過ぎた活動を通じて、中長期的にみて、経済・物価の振幅が大きくなったり、非効率な資源配分につながるリスクがある。今般の国際金融資本市場の変動は、長期にわたり良好な世界経済や金融環境が続いてきたもとの、市場参加者のリスク評価に緩みが生じ、その後、市場の自律的機能による巻き戻しが現実化した一例とみることができる。また、前述のように海外経済や国際金融資本市場の動向など不確実な要因があり、これらに変調が生じた場合には、日本経済も影響を受けると考えられる。経済情勢の改善にもかかわらず、物価が上昇しない状況が続く可能性もある。ただし、企業部門の体力や金融システムの頑健性が高まっていることから、物価下落と景気悪化の悪循環が生じるリスクはさらに小さくなっていると考えられる。

金融政策運営については、これまで、①金融環境は極めて緩和的であり、

日本経済が物価安定のもとでの持続的成長軌道を辿るのであれば、金利水準は引き上げていく方向にある、②引き上げのペースについては、予断を持つことなく、経済・物価情勢の改善の度合いに応じて決定する、という考え方で進めてきた。現実の政策対応は、物価上昇圧力が弱い中で余裕を持って行うことができ、経済・物価の見通しのパスやその蓋然性、上下両方向のリスクなどを、2つの「柱」に基づいて十分に点検しながら、ゆっくりと金利水準を引き上げてきた。今後の金融政策運営においても、こうした基本的な考え方を維持する方針である。すなわち、「中長期的な物価安定の理解」に照らして、日本経済が物価安定のもとでの持続的な成長軌道を辿る蓋然性が高いことを確認し、リスク要因を点検しながら、経済・物価情勢の改善の度合いに応じたペースで、徐々に金利水準の調整を行うことになると考えられる。

以 上

(参 考)

▽政策委員の大勢見通し^{5,6}

——対前年度比、%。なお、< >内は政策委員見通しの中央値。

	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2007年度	+1.7~+1.8 <+1.8>	+1.9~+2.1 <+2.0>	0.0~+0.1 <0.0>
4月時点の見通し	+2.0~+2.1 <+2.1>	+0.7~+0.8 <+0.7>	0.0~+0.2 <+0.1>
2008年度	+1.9~+2.3 <+2.1>	+0.9~+1.2 <+1.0>	+0.2~+0.4 <+0.4>
4月時点の見通し	+2.0~+2.3 <+2.1>	+0.8~+1.0 <+1.0>	+0.4~+0.6 <+0.5>

(注) 各政策委員は、政策金利について市場金利に織り込まれたとみられる市場参加者の予想を参考にしつつ、上記の見通しを作成している。

⁵ 「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。

⁶ 政策委員全員の見通しの幅は下表の通りである。

——対前年度比、%。

	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2007年度	+1.7~+2.0	+1.8~+2.2	0.0~+0.1
4月時点の見通し	+1.9~+2.5	+0.5~+1.5	-0.1~+0.2
2008年度	+1.9~+2.4	+0.8~+1.5	+0.2~+0.5
4月時点の見通し	+1.9~+2.4	+0.7~+1.2	+0.3~+0.6

【背景説明】

1. 経済・物価・金融情勢

(2007年度上期の経済・物価)

わが国経済は、2007年度上期も、生産・所得・支出の好循環が維持されるもとで、緩やかな拡大を続けた（図表1）^{7,8}。

輸出は、米国向けがやや弱めに推移したが、海外経済が全体として拡大する中、仕向け地域の拡がりを伴いつつ増加を続けた（図表2、3）。企業収益は高水準で推移し、企業の業況感についても、部門によって慎重さはみられたが、総じて良好な水準が維持された（図表4、5）。そのもとで、設備投資は、やや減速しつつも、引き続き増加基調を辿った（図表6）。9月短観をみると、2007年度の設備投資計画は、2006年度対比では伸びが幾分鈍化しつつも、堅調な増加が続く姿となっている。また、鉱工業生産についても、内外需要の増加が続き、電子部品・デバイスの在庫調整も進捗するもとで、7～9月には、年初来の横這い圏内の動きから脱し、しっかりした増加に転じた（図表7）。

企業部門の好調は、家計部門に緩やかに波及し続けた。一人当たり名目賃金は、内外の厳しい競争環境や原材料高等を背景とした企業の人件費抑制姿勢に加え、賃金水準の高い団塊世代の退職などの影響もあって、やや弱めに推移した。しかし、企業の人員不足感が強いもとで、雇用者数が増加し、雇用者所得は緩やかな増加基調を辿った（図表8）。また、

⁷ 景気動向指数（CI）をみると、一致指数は、年前半は、横這い圏内の動きとなった生産の動きを反映してやや足踏みしたが、夏場には、生産の増加から持ち直した。なお、景気基準日付上の景気拡張期間は、2006年11月に戦後最長のいざなぎ景気（57か月）を超えたあとも、持続しているとみられる。

⁸ 日本銀行では、支店における調査などを通じて、地域経済の現状について、「地域経済報告」（さくらレポート）として取りまとめ、公表している。景気判断に関する各地域取りまとめ店からの報告ポイントについては、参考図表を参照のこと。

大企業を中心とする高水準の収益は、株式配当など財産所得の増加というルートも経由して、家計所得の改善につながった⁹。そうしたもとの、個人消費は、天候に左右されながらも、サービス関連支出や家電などの耐久財消費を中心に、底堅く推移した（図表9）。消費者コンフィデンスは、ガソリン価格上昇の影響などからやや悪化する動きもみられたが、総じて良好な水準を維持した。この間、住宅投資は、6月の改正建築基準法施行の影響から、夏場に大きく減少した（図表10）。

以上のように、緩やかな景気拡大が続くもとの、労働や設備といった資源の稼働状況は高い状態で推移した（図表11）。短観による企業の雇用人員や設備に関する判断は、過去十数年の中で最も不足感が大きい状態を続け、マクロ的な需給ギャップも資源の稼働状況が高いことを示す水準で推移した¹⁰。

物価面をみると、資源の稼働状況が高いもとの、企業間取引の段階では、財（国内企業物価指数）、サービス（企業向けサービス価格指数）とともに、コスト高を販売価格へ転嫁する動きが続いた（図表12）。一方、消費者段階では、価格転嫁の動きもみられたが、厳しい競争環境を意識した値上げ抑制スタンスは根強く、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比はゼロ%近傍で推移した（図表13）。

本年4月の「経済・物価情勢の展望」（展望レポート）では、2007年度

⁹ 日本経済新聞の集計によると、上場企業による2007年度上期の自社株買いと中間配当の合計額は、約5兆5000億円と前年同期比20%程度増え、過去最高となった模様である。

¹⁰ 短観の生産・営業用設備判断DIと雇用人員判断DIを資本・労働分配率で加重平均した指標でみると、2005年9月に過剰超が解消した後、小幅の不足超で推移している（図表11(3)）。また、マクロ的な需給ギャップ（GDPギャップ）の推計値をみても、過去の景気循環の平均的な稼働水準を幾分上回る状態を続けている。ただし、この推計値については、労働を中心とした生産要素のトレンド抽出などに起因する誤差が発生するため、後述の潜在成長率の推計とともに、幅をもってみる必要がある。

から 2008 年度にかけて、企業部門から家計部門への波及が緩やかながら着実に進むもとで、息の長い拡大を続ける、との見通しを示した。その後の経済の動きをみると、中小企業を中心に企業から家計への所得波及が若干弱めであるが、景気は緩やかな拡大を続けており、全体として概ね見通しに沿った動きとなっている。物価面では、国内企業物価指数は、原油価格など国際商品市況の上昇を主因に、前回の見通しに比べて上振れて推移している（図表 14）。一方、消費者物価指数（除く生鮮食品）については、見通しに概ね沿って、前年比ゼロ%近傍で推移している。

（2008 年度までの経済の展望）

2007 年度下期から 2008 年度までを展望すると、わが国経済は、内外需要がともに増加し、企業部門から家計部門への波及が緩やかに進むもとで、均してみると、潜在成長率を幾分上回るペースでの息の長い拡大を続けると予想される¹¹。こうした見通しの前提となる海外経済の先行きについては、米国のサブプライム住宅ローン問題を背景に不確実性があるが、米国景気の減速は長引く一方、東アジアやその他新興国が高成長を続け、全体では景気拡大が持続すると想定している¹²。このように海外環境が総じて良好さを維持することに加え、金融環境も極めて緩和的に推移することを背景に、財政再建に伴う景気の下押し圧力が作用し続けるもとでも、生産・所得・支出の好循環メカニズムが維持されるというのが基本的な考え方である。

部門別にみると、企業部門では、海外経済の拡大持続や I T 関連需要

¹¹ 潜在 GDP の成長率は、2003～04 年度の 1% 程度から緩やかに上昇し、最近では 1% 台半ばないし後半で推移しているとみられる。

¹² こうした見方は、国際機関や民間調査機関の予測でも、概ね共有されている。例えば、IMF の World Economic Outlook (2007 年 10 月) では、米国経済の減速などを背景に、世界経済の成長率の見通しを下方修正しているが、それでも、2007～08 年において、5% 前後の成長が続くという見通しとなっている。

の増加などを背景に、輸出は増加を続けると予想される。そのもとで企業は、引き続き、海外における収益機会の増大を意識しつつ、設備増強による供給体制の強化を図っていくと考えられる。こうした輸出を起点とする企業活動の活発化は、緩和的な金融環境と相俟って、設備投資の裾野を内需産業にも拡げていくと考えられる。ただし、循環的な観点からみると、設備投資はすでに過去数年にわたって高い伸びを続け、水準自体が上昇してきているために、設備投資の増加ペースは徐々に低下していく公算が大きい（図表 15）。

一方、家計部門についても、好調な企業部門からの所得波及が緩やかに進むもとで、家計支出は緩やかな増加基調を辿ると考えられる。内外の厳しい競争環境や原材料高などの経営環境のもとで、企業が人件費抑制に努める姿勢は今後も根強いと予想される。しかし、景気拡大が続くもとで、雇用者数が現状程度のペースで増加を続けていけば、労働需給はさらに引き締まり、賃金の上昇圧力も次第に高まっていくと考えられる。また、高水準の企業収益は、株式配当など財産所得の増加というルートからも、家計所得の改善に作用し続けるとみられる（図表 16(1)）。このため、財政運営に関連する家計負担の増加を考慮しても、先行き、家計の可処分所得の伸びは、緩やかに高まる方向にあり、そのもとで、家計支出の増加基調も、しっかりしたものになっていくと考えられる。ただし、住宅投資に関しては、改正建築基準法施行の影響から、2007 年度中に大きく減少し、2008 年度に反動増が生じることが想定される（前掲図表 10）。

なお、対外収支面では、海外事業活動に伴う所得（直接投資収益、特許使用料等）や証券投資に伴う利子・配当金受け取り増などを背景に、所得収支やサービス収支の改善が続くとみられる（図表 16(2)(3)）。これ

らが、企業収益や家計の財産所得の増加という形で、民間部門の所得・支出増につながっていくと予想される¹³。

以上の経済の動きを、実質成長率でみると、2007年度は住宅投資の減少を受けて1%台後半、2008年度はその反動増から2%台前半とやや振れを伴いつつも、均してみると、これまで同様、潜在成長率を幾分上回る2%程度の成長が続くと想定できる。

(2008年度までの物価の展望)

先行きの物価を取り巻く環境を展望すると、潜在成長率を幾分上回るペースでの経済成長が持続することから、労働面を中心に資源の稼働状況は緩やかながら着実に高まっていくと考えられる。ユニット・レーバ・コスト（生産1単位当たりの人件費）は、企業の人件費抑制姿勢などを背景に、引き続き低下しているが、先行きは、労働需給の引き締めから賃金の上昇圧力が徐々に高まっていく中で、下げ止まっていくとみられる（図表17）¹⁴。そうしたもとで、これまでの原材料価格の上昇分も含め、諸コストを価格に転嫁する動きが、企業間取引段階のみならず消費者段階でも、根強い競争圧力にある程度相殺されながらも、徐々に拡がっていくと予想される（図表18）。ちなみに、サーベイ調査などによる民間経済主体のインフレ予想は、引き続き、先行きにかけて物価が緩やかに上昇していく姿となっている（図表19）。

以上の整理を踏まえると、国内企業物価指数の前年比は、これまでの国際商品市況高などを背景に、2007年度が2%程度、2008年度は1%程

¹³ 家計の外貨建資産（投資信託等）の運用益は、国際収支面では、所得収支を構成する証券投資収益の増加に反映される。

¹⁴ 消費者物価指数のうち、ウエイトの高いサービス価格が長年横這い圏内で推移してきた背景には、サービス関連産業の時間当たり賃金の伸びが、均してみればゼロ%近傍で推移してきたことが影響しているが（図表17(3)）、今後、徐々に上昇圧力を高めていくと考えられる。

度の上昇となる見通しである。消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比は、目先はゼロ%近傍で推移する可能性が高いが、より長い目でみると、労働需給のタイト化や諸コストの転嫁から、プラス幅が次第に拡大していくと考えられる。その結果、2007年度がゼロ%程度、2008年度はゼロ%台半ばの伸び率となると予想される。

（量的金融指標の動き）

資金供給面をみると、金融機関は、積極的な貸出姿勢を続けているほか、CP・社債の発行環境は良好な状態にある。こうした緩和的な企業金融の環境は、先行きも維持されていくと考えられる（図表20）。資金需要面においては、運転資金、設備投資向け資金に加え、配当払いや自社株買いのための資金支出も増え続けている。ただし、好調な収益を背景に企業のキャッシュフローが引き続き高水準であることに加え、このところ、貸金業等、一部では資金需要が弱めとなっている。こうしたことから、民間銀行貸出は増加を続けているが、そのペースは緩やかなものにとどまっている。先行きも、息の長い景気拡大が持続していく中で、資金需要の増加傾向は継続するとみられるが、企業のキャッシュフローが潤沢な状態が続くとみられることから、民間銀行貸出の伸びは緩やかなものとなるとみられる（図表21(1)）。

この間、マネーサプライ（M2+CD）は、前年比2%程度の伸びとなっている。マネーサプライに投資信託や国債などを加えた広義流動性は、前年比3~4%程度の伸び率で推移している（図表21(2)）。

2. 経済・物価の変動メカニズムの点検

（海外経済の動向とわが国の輸出・生産への影響）

海外経済の拡大を背景に輸出の増加が持続することは、生産・所得・

支出の好循環メカニズムを支える重要な要素の一つである。海外経済の先行きについては、米国を中心に不確実性があるが、全体として景気拡大が持続する可能性が高い。米国経済については、住宅市場の調整の影響等から減速が長引くものの、景気後退には至らず、安定成長へと次第に軟着陸していく、というシナリオを前提としている。また、世界経済の成長エンジンが多極化しているもとの、東アジアを含む新興諸国の高成長が続き、これが世界経済全体を支えると想定している¹⁵。

経済成長の地域的な広がり、世界全体の成長率に対する米国の寄与率低下や、プラス成長を実現する国の増加にみてとれる（前掲図表2(2)(3)）。そうしたもとの、近年、わが国の輸出増加に対する米国向けの寄与率は目立って低下しており、輸出の財別構成も、需要拡大分野が異なる多様な地域の成長を反映し、分散化している（前掲図表3）。わが国輸出への影響が大きいIT関連財を取り上げてみても、最終製品の需要地が広がるもとの、IT製品の多様化の影響もあって、世界的な需給変動は、今次景気拡大局面を通じて概ね安定的に推移している（図表22）。こうした世界経済やわが国輸出の質的な変化は、IT関連と素材業種の循環フェイズのずれにもみられるように、より広く産業間の連動性の低下をもたらしながら、わが国の生産変動の安定化にも寄与していると考えられる（図表23）。

以上のような変化は、米国経済で多少の下振れが発生しても、わが国経済への影響が相応に吸収され得ることを示唆している。しかし、米国

¹⁵ 1980年代末以降、世界経済が大幅に減速したのは、①アジア通貨危機の1998年、②ITバブル崩壊の2001年、の2回である（図表2(1)）。今回の局面について、これら2回に匹敵するような規模や連動性を持つショックが発生しているとは、少なくとも現時点では考えにくい。また、米欧経済の減速が目立った局面として、上記2001年以外に1991年があるが、当時はアジア経済が伸び盛りであったために、海外経済全体としての成長鈍化は限定的なものにとどまった。

経済の調整が、東アジアなど他の地域にも大きな影響を及ぼすような深いものとなる場合や、為替レート的大幅な変動など金融市況の変調を誘発するような場合には、わが国経済にも無視し得ない影響が及ぶと考えられる（図表 24）。IT関連財についても、国内在庫・出荷バランスは足もと改善してきているが、北京オリンピック関連需要への期待もあって世界的な供給拡大ペースが速いだけに、米国の個人消費が大きく下振れるなどの見込み違いが発生する場合には、世界的に需給バランスが崩れるリスクがある。

他方、海外経済には上振れリスクも存在する。すなわち、中国経済は、過熱感が強く、景気や物価が上振れる可能性がある。そうした中で、米国経済が速やかに成長ペースを回復した場合、国際商品市況の一段高などを伴いながら、世界的なインフレ圧力の増大、長期金利の上昇などが生じる可能性がある。

いずれにしても、こうした海外経済の動向は、為替相場の動向などとも相俟って、わが国の輸出や生産に対して上振れ・下振れ双方の要因となる可能性がある。

（企業の収益環境と支出行動）

輸出や生産の増加基調が続く中、海外事業活動に伴う所得（配当金、特許使用料等）の流入増もあって、企業収益の増加が続いている¹⁶。グローバル経済のエネルギーが企業収益に転換され、それが設備投資、株主還元（配当増加や自社株買い）、さらには、今のところその程度は緩やかながら雇用者所得の押し上げなどを通じて、国内経済に波及していくとい

¹⁶ 海外子会社からは、特許使用料（サービス収支の「工業権・鉱業権使用料」）や株式配当（所得収支の「直接投資収益」）というルートを通じて収益が還元されている（図表 16(3)）。

うメカニズムは、先行きも着実に働き続けると考えられる（前掲図表 6、16(1)）。

そうした中で、中小企業の収益は、改善ペースが大企業に比べて緩やかであり、最近はやや伸び悩み傾向にある（図表 25）。その背景には、グローバル化と財政再建が同時並行で進行し、中小企業の直面する需要の拡大が相対的に緩慢なもとの、原材料価格の上昇を販売価格に転嫁しにくい、という事情があるとみられる¹⁷。こうした交易条件の悪化は、中小企業の設備投資を幾分下押しする可能性がある。もっとも、中小企業においても、収益の水準自体は総じて底堅く、銀行の貸出姿勢が前向きであることなどと併せると、投資の増加基調自体は維持されると予想される¹⁸。

設備投資に関しては、海外市場の成長機会を意識した供給体制の強化が重要な側面の一つであるため、前述の海外経済動向に関連したリスクに注意が必要である。現状、規律のとれた企業行動のもとで、本格的なストック調整をもたらす過大な投資がなされているとは考えにくい（前掲図表 15）、設備投資は様々な下方ショックに対してそれほど脆弱ではないと判断される。ただ、海外需要に関し、成長期待を大きく低下させるようなショックが加わった場合や、先行きの不確実性が高い状態が

¹⁷ 中小企業の収益を要因分解し、足もとの状況を見ると、①売上がさほど伸びない中で、②中間投入額の増加（原材料高）が減益要因となり、③人件費を抑制することによって減益を回避している、という形になっている（図表 25(1)）。

¹⁸ 短観で中小企業の 2007 年度計画をみると（図表 6(3)）、2006 年度実績が最終的に大幅上方修正で着地したこともあって、それと比べた前年比が、6 月調査時点で過去の平均よりもやや弱めとなった。もっとも、6 月調査から 9 月調査にかけては、概ね順調に上方修正されている。

長期化した場合などには、設備投資の下振れにつながるリスクがある¹⁹。

一方、極めて緩和的な金融環境のもとで、企業が、期待成長率や資金調達コスト、為替相場や地価を含めた資産価格などに関する楽観的な想定に基づいて、投資を一段と積極化することも考えられる。

(雇用・所得環境と家計の支出行動)

失業率が低下傾向を辿るなど労働需給の引き締まりが続くもとで、パート労働者の時間当たり賃金は上昇を続けている(図表 26(3))。しかし、賃金全体を一人当たりで見ると、上昇基調がなお定着していない(前掲図表 8(2))。その背景として、①内外の厳しい競争環境のもとでの企業の根強い人件費抑制姿勢、②地方公務員の給与削減など財政再建の影響、③賃金水準が高い団塊世代の退職やパート活用に伴う人員構成変化の影響、などが存在する。とりわけ中小企業では、こうした一人当たり賃金を抑える諸要因が、前述した原材料高等による収益の伸び悩みもあって、強めに現れている可能性が高い(図表 27)。このような構図は、今後急速には変わりにくいと考えられる。

もっとも、生産年齢人口が減少する中で、景気拡大の持続に伴い現状程度の1%を幾分上回るペースで雇用者数が増加を続けていくとすれば、今後、マクロ的な労働需給はさらに引き締まっていくと想定される(図表 26(1)(2))。そうであるとする、足もと伸び悩んでいる賃金も、徐々に上昇圧力を高め、雇用者所得の増加基調は次第にしっかりしたものになっていくと考えられる。

¹⁹ 設備投資には回収不可能な投資コストが存在することから、先行きの不確実性が高まると投資先送りのオプション価値が上昇し、それが、投資を実行して得られる収益の割引現在価値よりも大きくなり得る。リアルオプション理論によれば、たとえ収益性が高いプロジェクトでも、将来に関する不確実性が高まり先送りのオプション価値が高水準を続けている間は、投資は実行されない。

また、人々の意識の変化や金融業の規制緩和もあって、家計金融資産の保有形態が徐々に多様化しつつあるため、雇用者所得だけでなく財産所得も、家計所得の源泉として重要性を増してきている。そうしたもとでは、企業収益の好調さは、前述した配当や自社株買い、さらには株価上昇などのルートで家計に波及し得る（前掲図表 16）。こうした点を踏まえると、財政運営に関連する家計負担の増加を考慮しても、先行き、家計の可処分所得の伸びは、緩やかに高まる方向にあり、家計支出の増加基調も、しっかりしたものになっていくと考えられる。

ただし、労働需給の引き締まりが賃金の上昇をもたらす程度やタイミングについては、不確実性が大きい。これは、企業の人件費抑制姿勢が弱まる程度や、年齢構成や就業形態の変化の影響などについて、前もって正確に推し量ることが難しいためである。仮に、雇用者所得が下振れ、家計の支出が予想通りには強まらないような場合、設備投資は循環的にみて減速局面に入りつつあるだけに、経済全体の成長率が下振れるリスクもある。他方、収益機会を追求する企業の前向きな姿勢が強く、そのための人材確保が一段と重視されるような場合は、賃金、ひいては雇用者所得が上振れる可能性もある。

（物価変動を取り巻く環境）

今次景気拡大局面においては、マクロ的な資源の稼働状況が高まっている割には、消費者物価の上昇が鈍い状況が続いている。これには、グローバル化や規制緩和を背景に企業間の競争環境が厳しさを増すもとで、個人消費の回復が緩慢なこともあって、流通業やサービス業が様々な企業努力によって価格の引き上げを抑制してきたことが影響している（図

表 28) ²⁰。

消費者段階での厳しい競争を背景としたコスト削減スタンスは、今後も根強いと考えられ、そのことを前提に、今回の見通しでも、物価や賃金の上昇圧力は目立っては高まらないと想定している。しかし、景気拡大が持続すれば、マクロ的な資源の稼働状況は、緩やかながら着実に高まっていくと考えられる。実際、流通業やサービス業が積極的に活用しているパート労働者については、時間当たり賃金の伸びが徐々に高まりつつある。また、このところ主要食品メーカー等で値上げを打ち出す先が増えており、仕入れコストの上昇も続くと思われる。これらを企業努力である程度吸収するとしても、諸コスト高の価格転嫁の動きが、ゆっくりではあっても、消費者段階にも広がっていくとみるのが自然である²¹。このため、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比は、プラス幅が次第に拡大していくと予想される。

ただし、物価の先行きについては、①経済情勢の上振れ・下振れ、②マクロ的な資源の稼働状況に対する物価の感応度、③原油をはじめとする商品市況の動向やコスト波及のペース、などに応じて上下両方向の不確実性がある²²。例えば、世界各国で食料品など生活必需品の値上げが拡

²⁰ 短観で、小売業の販売価格DIと仕入価格DIの動きをみると、1990年頃までは両DIにほとんど乖離はなかったが、「価格破壊」や「流通革命」などと言われ競争が激化した1990年代半ば頃から、販売価格DIが仕入価格DIを下回る状況が続いている（図表28(2)）。販売価格の抑制が実現されてきた背後には、流通業による中間投入コスト、賃金コストなどの不断の削減努力がある。同様に、サービス業の販売価格DIと仕入価格DIの動きをみても、1990年以降、販売価格DIが仕入価格DIを下回る状況が続いており、その乖離幅は拡大傾向にある。

²¹ 実際、消費者物価指数（除く生鮮食品）の構成品目別の動きをみると、このところ上昇品目が下落品目を上回る状況が続いている。

²² 特に、サービス部門における需給環境が賃金や価格に波及するラグの長さについては、財部門に比べても不確実性が大きく、それだけに、賃金や物価の見通しにも不確実性を伴うことになる。

がっている中、わが国でも、インフレ予想の上昇を伴いつつ、コスト高の価格転嫁の動きが想定以上に強まれば、物価が上振れる可能性も考えられる。一方、企業のコスト削減努力や生産性向上によって、コスト波及が想定以上に抑制され続けられれば、実体経済が順調に拡大を続けても物価はなかなか反応しないことになる。後者のケースでは、物価の上昇が顕現化する時点では、すでに経済が相当過熱し、各種の資産価格にも何らかの歪みが生じている可能性がある。その場合は、行き過ぎた金融・経済活動とその後の調整を通じて、結果的に経済の振幅が大きくなるリスクがある。

(国際金融資本市場の変動の影響)

国際金融資本市場は、夏場以降、米国のサブプライム住宅ローン問題への懸念の高まりを背景に、振れの大きい展開となった。米欧の金融資本市場では、CDOやABC Pなどの証券化商品市場の機能は大きく低下した。また、証券化や転売が困難となる中で金融機関は自己のバランスシートにリスク資産が積み上がることを意識して、LBOやM&Aなどの活動の停滞がみられた。この間、社債市場ではスプレッドが拡大しているが、社債発行は継続している。また、短期金融市場では、ABC Pプログラムへの流動性供給などから、流動性に対するニーズが高まった。中央銀行の資金供給によって、翌日物金利はやや不安定ながらも抑制されていたが、ターム物取引が成立しにくい状況がみられた。その後の国際金融資本市場の動向をみると、幾つかの改善の動きがみられているが、全体としては、なお不安定な状態が続いている。

わが国の金融環境についてみると、こうしたサブプライム住宅ローン問題やこれに端を発する国際金融資本市場の変動の影響は限定的であり、極めて緩和的な金融環境が維持されている。金融機関は積極的な貸出態度を

続けている。CPや社債のスプレッドは、夏場に幾分拡大したが、その後は横這い圏内で推移しており、米欧に比べて拡大幅は限定的である（図表 29）。また、貸出金利は、緩やかに上昇しているが、引き続き、極めて低い水準にある（前掲図表 20(3)）。

短期金融市場も落ち着いた動きを続けている。無担保コールレート（オーバーナイト物）は 0.5%前後で推移しているほか、ターム物金利も概ね安定的に推移している（図表 30）。ユーロ円金利先物レートや各種のフォワード・レートは、夏場にかけて上昇した後、低下している（図表 31）。この間、経済や物価との関係からみて、短期金利による経済に対する刺激効果は強い状況が続いていると考えられる（図表 32）。

前回展望レポート以降、長期金利、株価、為替相場は、国際金融資本市場の動向に左右される展開となった。すなわち、長期金利は、上昇した後、7月以降は米欧長期金利の動きにつれて低下している（図表 33）。また、株価は、上昇を続けた後、夏場に米欧株価の下落や円高を背景に大きく下落した。その後は、米欧株価が上昇する中で、上昇した（図表 34）。為替相場は、当初、内外金利差に着目した円売り圧力などを背景に、対ドルおよび対ユーロで、円安方向の展開となったが、夏場以降、世界的にリスクの再評価が進む中で、円高方向への動きがみられた（図表 35）。

地価について、2007年の都道府県地価調査（基準地価、7月1日時点）をみると、全国平均で、商業地が16年振りに上昇に転じたほか、住宅地の下落率縮小が続いた（図表 36）。東京、大阪、名古屋の三大都市圏では、堅調なオフィス需要などを背景に商業地の伸びが高まったほか、住宅地でも上昇傾向が明確化した。地方圏では、中核都市で商業地を中心に上昇がみられたが、全体としては、住宅地、商業地とも、下落幅が縮小しつつも、下げ止まっていない。

以 上

要 注 意

公表時間

11月5日(月) 8時50分

<不開示情報：有（種類：審議・検討）>

<配付先：金融政策決定会合関係者限り>

<作成局における保管期間満了時期：2037年12月>

2007.11.5

日本銀行

(案)

政策委員会 金融政策決定会合 議事要旨

(2007年9月18、19日開催分)

本議事要旨は、日本銀行法第20条第1項に定める「議事の概要を記載した書類」として、2007年10月31日開催の政策委員会・金融政策決定会合で承認されたものである。

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。

(開催要領)

1. 開催日時：2007年9月18日(14:00～16:33)
9月19日(9:00～13:17)

2. 場所：日本銀行本店

3. 出席委員：

議長	福井俊彦	(総裁)
	武藤敏郎	(副総裁)
	岩田一政	()
	須田美矢子	(審議委員)
	水野温氏	()
	西村清彦	()
	野田忠男	()
	中村清次	()
	亀崎英敏	()

4. 政府からの出席者：

財務省 鈴木正規 大臣官房総括審議官 (18日)
森山 裕 財務副大臣 (19日)
内閣府 浜野 潤 内閣府審議官

(執行部からの報告者)

理事	稲葉延雄
理事	堀井昭成
理事	井戸清人
企画局長	雨宮正佳
企画局参事役	鮎瀬典夫 (19日 9:00～9:16)
企画局参事役	内田眞一
企画局企画役	関根敏隆
金融市場局長	中曾 宏
調査統計局長	門間一夫
調査統計局参事役	前田栄治
国際局長	出沢敏雄

(事務局)

政策委員会室長	大杉和人
政策委員会室企画役	執行謙二
企画局企画役	山口智之
企画局企画役	大谷 聡
企画局企画役	菅野浩之 (19日 9:00～9:16)

I. 金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

1. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合（8月22、23日）で決定された方針¹に従って運営した。この結果、オーバーナイト金利は、0.5%前後で推移した。

2. 金融・為替市場動向

短期市場金利についてみると、FB・TBレート等のターム物レートは、幾分低下した。一方、ユーロ円金利先物レートは、総じて横ばい圏内で推移した。

株価は、米欧株価や為替相場の動向に大きく振られるかたちでいったん下落したあと上昇し、最近では16千円前後で推移している。

長期金利は、米欧長期金利の動向などを受けて下落したあと反発し、足もとでは1.5%台後半で推移している。

円の対米ドル相場は、一時112円台まで上昇したあと、最近では114～116円台で推移している。

3. 海外金融経済情勢

米国経済は、緩やかな景気調整局面を続けている。住宅投資は減少を続けている。サブプライム住宅ローン問題の影響が金融市場に広く波及したこともあって住宅ローン向け信用は一段とタイト化している。一方、設備投資は、減速しつつも、緩やかな増加基調を維持している。個人消費は以前に比べ減速したが、引き続き増加している。そうした中、雇用者数の増勢鈍化ペースは足もと幾分強まっている。物価面では、エネルギー価格の反落から総合ベース消費者物価は低下しているが、食料品・エネルギー価格を除くコア消費者物価の前年比は2%を幾分上回る水準で推移している。労働需給の引き締め感が払拭されない中、基調的なインフレ圧力は後退していない。

¹ 「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.5%前後で推移するよう促す。」

欧州経済についてみると、ユーロエリアでは、内外需要のバランスのとれた景気拡大が続いている。輸出が堅調な伸びを続けるもとで、設備投資や個人消費も増加傾向を持続している。英国経済は、内需を中心に高めの成長を続けている。

アジア経済についてみると、中国では、内外需要とも高い成長が続いている。輸出は大幅な増加を続けており、固定資産投資も引き続き高い伸びを示している。総合ベース消費者物価の前年比伸び率は、食料品価格の高騰から拡大している。インドでは、内需を中心とした高成長が持続している。NIEs、ASEAN諸国・地域でも、総じて緩やかな景気拡大が続いている。

海外の金融資本市場をみると、前回会合以降、米国サブプライム住宅ローン問題の影響が引き続き幅広い影響を及ぼしている。特に米欧市場では、クレジット・スプレッドが高止まりしている。また、金融機関のサブプライム住宅ローン関連損失に関する懸念やABCプログラムへの金融機関による流動性供給ニーズの高まりなどから、短期金融市場での資金需給がタイト化している。特に、ターム物市場では、流動性が大きく低下し、金利も上昇している。

こうした状況のもとで、米国の金融市場では、株価は、サブプライム住宅ローン関連等の損失が懸念されている金融機関株が下落した一方で、原油価格上昇を背景にエネルギー関連株が上昇し、一進一退の動きとなった。長期金利は「質への逃避」の動きから低下を続けた。

欧州の金融市場でも、米国と同様、株価は一進一退の動きとなったほか、長期金利は低下した。こうした中で、短期金利の上昇圧力に対応して、ECB、BOEとも厚めの資金供給を実施している。

エマージング諸国・地域の金融市場では、多くの国・地域で、良好な経済指標や企業の好決算などを背景に、株価は8月中に上昇したものの、9月入り後は幾分下落している。通貨は、対ドルでは総じて横ばい圏内で推移したが、対円では円高の流れを受けて多くの先で下落した。また、対米国債スプレッドは、振れの大きい展開となる中、足もと拡大している。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

輸出は、海外経済の拡大を背景に、増加を続けている。4～6月は米国向けの落ち込みもあって前期比横ばい圏内の動きとなったが、

7月は4～6月対比で再び高めの伸びとなっている。先行きについては、海外経済が全体として拡大するもとで、増加を続けていくとみられる。

国内民間需要をみると、設備投資は、引き続き増加基調にある。先行きも、内外需要の増加や高水準の企業収益が続く見込みのもとで、増加基調を辿ると予想される。

個人消費は、底堅く推移している。耐久消費財については、減少していた乗用車新車登録台数が、8月は増加した。また、家電販売は薄型テレビなどのデジタル家電や新型ゲーム機が好調であるほか、携帯電話も増加している。非耐久・半耐久消費財のウェイトが高い百貨店やスーパーの売上高は、天候に左右される動きが続いており、百貨店売上高は好天に恵まれた6月に増加し、悪天候に見舞われた7月に減少する動きとなった。サービス消費については、外食産業売上高が増加基調を続けているほか、旅行取扱額も、振れを均してみると、底堅く推移している。この間、消費者コンフィデンス指標をみると、総じて良好な水準が維持されているものの、指標によっては、ガソリンなど生活関連品の値上がりなどから、足もとやや悪化している。先行きの個人消費は、雇用者所得の緩やかな増加を背景に、緩やかな増加基調を辿ると考えられる。

生産は、足もと横ばいながら、基調としては増加を続けている。先行きは、内外需要の増加を反映し、増加基調を辿るとみられる。在庫は、電子部品・デバイスにおいて出荷に比して依然やや高めの水準にあるが、鉱工業全体では、概ね出荷とバランスのとれた状態にある。

雇用・所得環境をみると、労働需給が引き締まり傾向を続ける中、雇用者所得は、雇用者数の増加に支えられて、緩やかな増加を続けている。先行きについても、雇用不足感が強まる方向にあり、企業収益も高水準を続けるとみられることなどから、雇用者所得は緩やかな増加を続ける可能性が高い。

物価面をみると、国際商品市況は、原油価格が地政学的リスクや需給の引き締まりなどを背景に高値圏で推移しているほか、非鉄金属も、振れを伴いつつも、総じて高値圏で推移している。国内企業物価指数を3か月前比でみると、国際商品市況高などを背景に上昇しており、当面、上昇を続ける可能性が高いが、そのテンポは鈍化していくとみられる。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、ゼロ%近傍で推移している。先行きについては、目先、ゼロ%近傍で推移するとみられるが、より長い目でみると、マクロ的な需給ギャップが需要超過方向で推移していく中、プラス基調を続けてい

くと予想される。

(2) 金融環境

企業金融を巡る環境は、緩和的な状態にある。民間の資金需要は、潤沢なキャッシュフローを背景に外部資金需要がそれほど強くない中、貸金業等一部に弱めの動きもみられていることから、このところ横ばい圏内の動きとなっている。一方、CP・社債の発行環境は良好な状況にあるほか、民間銀行は緩和的な貸出姿勢を続けている。こうしたもとで、民間銀行貸出は緩やかに増加しており、CP・社債の発行残高は前年を上回って推移している。企業の資金調達コストはやや上昇している。この間、マネーサプライ(M2+CD)は前年比2%程度の伸びとなっている。

II. 「共通担保資金供給オペレーション基本要領」の一部改正等について

1. 執行部からの提案内容

現在、各オペの基本要領等において、その対象先となり得る業態の一つとして、「証券会社」、「外国証券会社」を規定しているが、金融商品取引法の施行により、法令上、「証券会社」、「外国証券会社」の概念が廃止されることから、関係諸規定について、所要の改正を行うこととしたい。

2. 委員会の検討・採決

採決の結果、上記案件について全員一致で決定され、対外公表することとされた。

III. 金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

1. 経済情勢

経済情勢について、委員は、わが国経済は、引き続き、緩やかに拡大しており、先行きについても、生産・所得・支出の好循環のメカニズムが維持されるもとで、息の長い拡大を続けていく可能性が高いとの見方で一致した。ただし、金融市場において世界的に不安定な状況が続いているほか、米国経済の下振れリスクが高まるなど、世界経済についての不確実性が增大しているため、金融市場や世界

経済の動向を引き続き注視する必要があるとの認識を共有した。

海外経済に関して、委員は、世界経済全体としては、地域的な拡がりをもって拡大が続いているとの認識を共有した。

金融市場の動向について、委員は、米国サブプライム住宅ローン問題に端を発した国際金融市場の動揺が続いているとの認識を共有した。多くの委員は、CDO、ABCPなどの証券化商品市場の機能が大きく低下しているほか、短期金融市場では、証券化商品の発行主体への流動性補完などから、流動性に対するニーズが高まる中、ターム物金利が上昇していると指摘した。ある委員は、米国サブプライム住宅ローンの潜在的な損失規模とその分布が不透明であり、市場参加者が疑心暗鬼になっていると指摘し、金融機関による開示が重要との意見を述べた。先行きについて、一人の委員は、証券化商品の流動性が低下している中で、価格の再評価等により市場の動揺が沈静化するには相当の時間がかかるとの認識を示した。一方、別の一人の委員は、ABCPの残高の減少テンポが鈍化しているほか、株価も上昇しており、国際金融市場の動揺に沈静化の兆しもみられるとコメントした。こうした議論を経て、委員は、今後の金融市場の動向については、ABCPのロールオーバーの進捗状況や金融機関による流動性・信用補完実行の動き、金融機関の収益やバランスシートの状況などを含め、注視する必要があるとの見方で一致した。

米国経済について、委員は、個人消費や設備投資を中心に、減速しつつも緩やかに拡大しているとの認識を共有した。サブプライム住宅ローン問題と金融市場の動揺が米国経済に与える影響について、複数の委員は、企業のバランスシートは健全であり、クレジット市場の機能低下が信用収縮を招いていないなど、これまでのところ、悪影響が生じているわけではないとの認識を示した。もっとも、先行きについては、大方の委員は、景気下振れリスクが高まっているとの見方を示した。複数の委員は、住宅市場の調整が長引くリスクが高まっていると述べた。このうちのある委員は、過去の調整と異なり、今般は消費者物価で実質化した住宅価格の下落が全米で広範にみられると付け加えた。また、個人消費について、多くの委員は、先行きの雇用者数や住宅価格の動向、金融機関の融資態度の厳格化の程度によっては個人消費に悪影響が出る可能性があるとの指摘した。これに関連し、ある委員は、住宅価格が下落している地域ほど、個人消費は低調であると指摘した。何人かの委員は、FRBによる政策金利引き下げの効果について、市場の反応も含め、よくみていきたいと述べた。物価については、多くの委員が、消費者物価の前年

比はこのところ緩やかに低下しているが、労働需給のタイト感が払拭されない中で、基調的なインフレ圧力が後退しているとは言いがたいと述べた。

欧州経済について、委員は、ユーロエリアでは、内外需要のバランスのとれた景気拡大が続いており、英国経済も高めの成長が続いているとの見方で一致した。そのうえで、多くの委員は、金融市場の動揺が続いており、その実体経済に与える影響に注意する必要があるとの認識を示した。複数の委員は、欧州では、米国サブプライム住宅ローン問題が一部金融機関の経営問題に飛び火していると指摘した。ある委員は、金融部門の好調が高水準の経済活動に寄与してきたことなどを踏まえれば、今後も金融の混乱が続く場合には、景気の下振れリスクを考えなければいけなくなると述べた。

アジア経済について、委員は、中国では、内外需要とも力強い拡大が続いており、NIEs、ASEAN諸国・地域でも、総じて緩やかな景気拡大が続いているという見方で一致した。

わが国経済について、委員は、輸出は海外経済の拡大を背景に増加を続けており、先行きについても増加を続けていく可能性が高いとの認識を共有した。米国で景気下振れリスクが顕現化した場合の輸出に与える影響については、一人の委員が、米国と日本の経済成長率の相関度合いは高く、マイナスの影響を念頭におく必要があると指摘した。一方、ある委員は、米国が景気減速してもBRICs諸国等の景気拡大が続いており、米国サブプライム住宅ローン問題が輸出を通じて日本に直接影響を与える可能性は小さいと述べた。別の委員も、日本では輸出相手国の分散や輸出財の多様化が進んでいるため、米国の景気後退が大幅なものとならない限り、影響は限定的であるとの認識を示した。

国内民間需要について、委員は、設備投資は増加を続けており、内外需要の増加や企業収益の好調が続くもとで、先行きも増加を続ける可能性が高いとの見方で一致した。多くの委員は、4～6月の実質GDPが2次速報で前期比マイナスに転じたのは、ベースとなる法人季報の振れによるものであり、資本財出荷や機械受注等他の統計からは増加基調にあると判断できると述べた。この間、一人の委員は、中小企業の設備投資を反映している代理店経由の機械受注が減少しているなど、中小企業の設備投資が弱めとなっており、中小企業の収益や景況感とあわせて、今後の動きには注意する必要があるとコメントした。また、別の委員は、最近の原油高が、価格転嫁が困難な中小企業の収益を圧迫する可能性を指摘し、その動向を見守る必要があると述べた。委員は、企業部門の状況について、10

月初の短観を踏まえて確認する必要があるとの認識で一致した。

個人消費について、委員は、底堅く推移しており、先行きについても、雇用者所得の緩やかな増加を背景に、緩やかな増加基調を辿る可能性が高いとの認識を共有した。多くの委員は、7月は天候要因により弱めとなったものの、8月は猛暑の影響から回復しているほか、これまで減少してきた乗用車販売も増加するなど、7～8月を均してみれば底堅い動きとなっているとの見方を示した。

住宅投資については、改正建築基準法の影響から一時的に大きく減少しているとの認識で一致した。先行きについて、一人の委員は、やや長い目でみると、雇用者所得や緩和的な金融環境を背景に底堅さを取り戻すと考えられると述べた。ただし、複数の委員は、首都圏の新築マンション契約率が低下していることや、不動産ファンドからの資金流入が減少していることを指摘し、今後の動向には注意を要すると述べた。

生産について、委員は、足もとは新潟県中越沖地震の影響から横ばい圏内であるが、基調としては増加を続けており、先行きも、内外需要の増加を反映して、増加基調を辿る可能性が高いとの見方で一致した。何人かの委員は、予測指数や企業ヒアリングを踏まえると、7～9月はしっかりとした増加になるとの見方を述べた。在庫について、委員は、鉱工業全体としては、概ね出荷とバランスのとれた水準にあるほか、電子部品・デバイスについても、需給バランスは改善方向にあるとの認識を共有した。ただし、ある委員は、半導体のBBレシオが1を下回っているほか、半導体の受注も前年を下回っているなど、電子部品・デバイスの在庫には、先行き不透明感が残っていると述べた。また、別の委員も、米国の個人消費の減速が急速なものとなった場合には、在庫が急増するリスクに注意する必要があると付け加えた。

雇用・所得面について、委員は、失業率が3.6%まで低下するなど、労働需給が引き締まり傾向を続ける中、雇用者所得は、雇用者数の増加に支えられて、緩やかな増加を続けているとの認識を共有した。先行きについても、雇用不足感が強まる方向にあり、企業収益も高水準を続けるとみられることから、雇用者所得は緩やかな増加を続ける可能性が高いとの見方で一致した。多くの委員は、特別給与が前年割れとなっているなど、一人当たり賃金が伸び悩んでいる点に言及した。そして、その背景として、①団塊世代の退職やパート比率の上昇、②中小企業の収益伸び悩みなどの要因を挙げた。このうち一人の委員は、主婦や高齢者のパート雇用の増加などのライフスタイルの変化や自由な労働時間の設定といった労働環境の変

化が続く限り、一人当たりでみた賃金は上昇しにくい状態が続くとみられるが、こうした環境の変化は景気の悪化を示すものではないと指摘した。

物価面について、委員は、国内企業物価指数は、国際商品市況高の影響から3か月前比でみて上昇しており、目先は上昇を続ける可能性が高いが、そのテンポは鈍化していくとの見方で一致した。

消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比について、委員は、目先、ゼロ%近傍で推移するとみられるが、より長い目でみると、資源の稼働状況が高まっていることから、プラス基調を続けていくと予想されるとの見方を共有した。先行きの上昇テンポについて、複数の委員は、原材料高等の最終財への価格転嫁が容易ではないほか、賃金が伸び悩んでいることから、上昇テンポはゆっくりとしたものになるとの見方を示した。複数の委員は、物価は安定基調ながらも、消費者の生活に身近な財・サービスでは値上げの動きが広がっていると述べた。このうちの一人の委員は、プライスリーダーの値上げの動きがみられており、こうした動きが広範化する場合には、想定以上に物価が上振れる可能性もあるとコメントした。

2. 金融面の動向

わが国の金融面の動向に関して、委員は、金融機関の貸出態度や直接市場における発行条件などは良好であり、引き続き緩和的な金融環境が維持されているという認識を共有した。

米国サブプライム住宅ローン問題のわが国の企業金融面への影響について、委員は、①社債スプレッドは拡大しているものの、米欧に比べて小幅の上昇に止まっている、②わが国金融機関の米国サブプライム住宅ローン関連を含めたクレジット関連商品へのエクスポージャーは大きくなく、社債の起債も順調に市場で消化されていると総括し、銀行の貸出姿勢は緩和的であり、企業の資金調達に悪影響が生じている状況にはないとの見方で一致した。

IV. 当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

以上のような金融経済情勢を踏まえ、当面の金融政策運営について、委員は、「中長期的な物価安定の理解」に照らして、日本経済が物価安定のもとでの持続的な成長軌道を辿る蓋然性が高いことを確認し、リスク要因を点検しながら、経済・物価情勢の改善の度合いに応じたペースで、徐々に金利水準の調整を行うことになると考えられる、という基本的な考え方を維持することが適当であること

を確認した。

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、一人の委員は、無担保コールレートの誘導目標を、これまでの0.5%前後から、0.75%前後に引き上げることが適当であるとの見解を示した。

これに対し、大方の委員は、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.5%前後で推移するよう促す」という現在の金融市場調節方針を維持することが適当であるとの見解を示した。これらの委員は、①今回の会合までに公表された経済指標については、日本経済が、4月の展望レポートの見通しに概ね沿って、物価安定のもとでの持続的な成長を続ける蓋然性が高いことを裏付けるものが多かったが、②金融市場では、世界的に不安定な状況が続いているほか、米国経済の下振れリスクが高まるなど、世界経済についての不確実性が増大しており、③今後公表される指標や様々な情報、金融市場の状況などを引き続き丹念に点検していく必要がある、との考え方を示した。

ある委員は、日本経済は、物価安定のもとでの持続的な成長を続ける蓋然性が高く、経済・物価情勢の改善ペースに応じた政策変更は必要であるが、現在は金融市場や世界経済の状況とその影響を丹念に点検していく余裕はあると述べた。複数の委員は、その際の重要なポイントは、金融市場や米国景気の動向が、我々の標準シナリオやその蓋然性に対する確信の度合いにどのような影響を及ぼすのか、ということであると述べた。このうちの一人の委員は、指標や様々な傍証から標準シナリオの蓋然性にある程度確信を得られれば、躊躇なく政策変更すべきであると述べた。こうした議論を経て、委員は、金融政策判断における国際金融市場や海外経済の位置付けについて、これらがわが国の経済・物価情勢の見通しやリスクにどのように影響するのかを点検していくことがポイントであると確認し、情報発信上もこうした考え方の筋道を示していくことが重要であるとの認識で一致した。

この間、サブプライム問題の基本的な性格と金融政策の関係について議論が行われた。何人かの委員は、この問題は長期の金融緩和のもとで行き過ぎた金融行動の修正であり、展望レポートで指摘した、「金融環境などに関する楽観的な想定に基づく、金融・経済活動の振幅の拡大」というリスクが現実化したケースと考えられるとの認識を示した。その上で、一人の委員は、金融政策運営に当たっては、長い目で見たと帰結をも考慮に入れて、実際にその影響が明らかになる前に対応していくことが重要であると述べた。別の複数の委員は、短期的には市場における過大なポジションは一旦調整され

ており、金融緩和の行き過ぎというアップサイドリスクは、この面では減少する方向にあるが、長い目でみて資源配分に歪みが生ずることを防ぐためには、経済・物価情勢の改善に応じた金利調整という考え方を維持することが適当であるとの見方を示した。

V. 政府からの出席者の発言

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- わが国経済の現状をみると、4～6月期の実質GDP成長率は前期比-0.3%とマイナスになっているが、消費は前期比0.3%と引き続き緩やかに増加しており、大局的には景気は息の長い回復を続けている。
また、物価については、国内企業物価は上昇しているが、消費者物価は概ね横ばいとなっている。
- 現下の経済・物価情勢のもとでは、現在の景気回復を持続的なものとするため、引き続き経済を金融面から支えて頂きたいと考えている。
- サプライム問題に起因して、株式市場や為替市場等の動向は引き続き流動的である。米国においては、政策金利が0.5%引下げられる金融政策の変更があった。日本銀行におかれても、日本経済および米国等の世界経済の動向や、市場の動向に十分に注視し、状況に応じて、引き続き適切に対応して頂きたいと思う。また、財務省としても、今後の内外の経済・市場の動向をより一層注意深く見守ってまいりたいと考えている。
- 更に、日本銀行におかれては、現下および今後の経済動向の展望や、金融政策の先行きの考え方について、市場や国民に分かりやすくご説明頂きたいと考えている。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 経済の現状については、景気はこのところ一部に弱さがみられるものの、回復している。また、物価の動向を総合的にみると、いまだデフレを脱却していない。消費者物価の改善が遅れており、前年比上昇率が足もとでマイナスであるほか、単位労働費用も低下幅の縮小に足踏みがみられるなど、国内要因からみた物価上昇圧力は依然として弱い状況にある。長い目でみれば、消費者物価の上昇率もプラスとなっていくことが見込まれるが、その時期について、今後冷静に、注意しながらみていく必要がある。

- また、世界的に株価や為替レートが大きく変動しており、世界経済、特に米国経済や原油価格の動向等がわが国経済に与える影響等の下振れリスクに十分留意する必要がある。
- 民間需要主導の持続的な成長を図るとともに、これと両立する安定的な物価上昇率を定着させるため、政府と日本銀行はマクロ経済運営に関する基本的視点を共有し、政策運営を行うことが重要である。
- 日本銀行におかれては、政府の政策取り組みや経済の展望と整合的なものとなるよう、実効性のある金融政策運営に努め、経済活動や物価の下振れリスクを考慮して、極めて低い金利水準による緩和的な金融環境を維持することにより、責任を持って金融面からしっかり経済を支えて頂くことを要望する。

VI. 採決

以上の議論を踏まえ、大方の委員は、当面の金融市場調節方針について、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.5%前後で推移するよう促す」という現在の金融市場調節方針を維持することが適当である、との考え方を共有した。

これに対し、一人の委員は、無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導目標水準を現行の「0.5%前後」から「0.75%前後」に引き上げる旨の議案を提出したいと述べた。

この結果、以下の議案が採決に付されることになった。

水野委員からは、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.75%前後で推移するよう促す」との議案が提出された。

採決の結果、反対多数で否決された。

採決の結果

賛成：水野委員

反対：福井委員、武藤委員、岩田委員、須田委員、西村委員、野田委員、中村委員、亀崎委員

議長からは、会合における多数意見を取りまとめるかたちで、以下の議案が提出され、採決に付された。

金融市場調節方針に関する議案（議長案）

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添のとおり公表すること。

記

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.5%前後で推移するよう促す。

採決の結果

賛成：福井委員、武藤委員、岩田委員、須田委員、西村委員、野田委員、中村委員、亀崎委員

反対：水野委員

—— 水野委員は、①日本経済は4月の展望レポートの見通しに沿って推移していると判断されること、②米国サブプライム住宅ローン問題に端を発した金融市場の変動は、現時点ではリスク要因の一つに過ぎず、日本経済の見通しを変更する必要がないこと、③利上げの判断を先送りすれば、ファンダメンタルズから離れた金利水準を長く維持することになりかねないこと、④経済が4月の展望レポートの見通しに沿って展開しているとの本行の判断と、現状維持という政策決定の組み合わせは、市場参加者にとって分かりにくい論理展開であることから、反対した。

VII. 金融経済月報「基本的見解」の検討

当月の金融経済月報に掲載する「基本的見解」が検討され、採決に付された。採決の結果、「基本的見解」が全員一致で決定された。

この「基本的見解」は当日（9月19日）中に、また、これに背景説明を加えた「金融経済月報」は9月20日に、それぞれ公表することとされた。

VIII. 議事要旨の承認

前回会合（8月22、23日）の議事要旨が全員一致で承認され、9月25日に公表することとされた。

以 上

(別 添)

2007年9月19日
日 本 銀 行

当 面 の 金 融 政 策 運 営 に つ い て

日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（賛成8反対1^(注)）。

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.5%前後で推移
するよう促す。

以 上

^(注) 賛成：福井委員、武藤委員、岩田委員、須田委員、西村委員、野田委員、中村委員、
亀崎委員
反対：水野委員