

2009.4.24

企 画 局

## 金 融 環 境 の 現 状 評 価

### （概 況）

前回会合（4月6、7日）以降、利用可能になった指標をみると、CP発行金利が一段と低下したうえ、社債発行案件に広がりが見られるなど、CP・社債の発行環境の緩やかな改善が続いている。この間、民間銀行貸出は、CP・社債からの振替需要一服の影響が見られるものの、高めの伸びを続けている。しかし、そうしたもとでも、資金繰りや金融機関の貸出態度が厳しいとする先が増加しているほか、企業倒産件数も増加傾向を辿るなど、全体として、わが国の金融環境は厳しい状態にある。

### 1. インフレ予想

短期的なインフレ予想は、家計やエコノミストの予想で見ると、引き続き低下傾向にある。この間、マーケットの指標は、横ばい圏内の動きを続けている。

—— 3月の「消費動向調査」からみた家計の今後1年間の予想インフレ率は、引き続き減速した（図表1左下段）。

—— ESPフォーキャストをみると、エコノミストのインフレ予想（CPI除く生鮮）は、年度の予測は変わらないものの、4月は3月対比若干の下方修正となった（図表2左上段）。

## ▽ ESPフォーキャストによるインフレ予想

	2008年度	2009年度	2010年度
2月調査	+1.2%	-1.1%	-0.1%
3月調査	+1.2%	-1.3%	-0.3%
4月調査	+1.2%	-1.3%	-0.3%

— 円スワップ・レートから計算した短中期のインプライド・フォワード・レートは、昨年後半に大きく低下した後、本年に入ってから、横ばい圏内の動きを続けている（図表2右下段）。

中長期的なインフレ予想は、家計、エコノミストの予想でみると、このところ下振れている。この間、マーケットの指標は、先月末にかけて低下した後、足許は上昇している。

— 「生活意識に関するアンケート調査」から抽出した家計の今後5年間の予想インフレ率は、0.5%程度に低下した（図表1右上段）。また、コンセンサス・フォーキャストによると、エコノミストの中長期的なインフレ予想も、今後10年間の平均が1%を下回るなど、緩やかに低下している（図表2右上段）。

— 一方、円スワップ・レートから計算した中長期のインプライド・フォワード・レートは、振れの大きい展開ながら、このところ上昇している（図表2右下段）。

## 2. 政策金利と実体経済

政策金利の水準を実質GDPトレンドの成長率（均衡利子率の代理変数）や標準的なテイラー・ルールとの比較でみると、インフレ率の減速やGDPギャップのマイナス幅拡大から、緩和度合いは低下している（図表3、4）。

## 3. 資金調達コスト

企業の資金調達コストは、CP発行市場の改善を受けて1月に低下した後、2月までのところ、横ばい圏内の動きを続けている（図表6）。

個別の金利動向をみると、以下の通り。

- 貸出金利は、2月までのところ、政策金利引き下げの波及などから低下している。

—— 4月の「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、金融機関による利鞘設定D Iは、「拡大」超のまま横ばい圏内で推移している(図表19)。

- 4月入り後のCP発行金利をみると、A-1+格は、対短国スプレッドがゼロ近傍と、引き続き低い水準で推移している(図表8)。また、A-1格、A-2格は、対短国発行スプレッドの縮小から、3月と比べ若干低下している。

—— こうした発行スプレッドの縮小には、手許資金を厚めにもつ動きが一般するなど、CP発行市場における資金需要がピーク・アウトしていることも影響している模様。

—— 発行スプレッドの縮小に加えて、政策金利の引き下げに伴うベースレートの低下から、発行金利の水準は、A-1+格に続いて、A-1格でも、リーマン破綻前の水準をはっきりと下回るところまで低下した。ただし、事実上ゼロ金利となっていた量的緩和政策実施時期に比べれば、なお高い水準にある。

- 社債発行金利は、発行銘柄の違いによる振れを均してみれば、横ばい圏内で推移している。

—— 4月入り後の対国債発行スプレッドをみると、AAA格およびAA格は、前月と比べ小幅縮小した(図表9)。ヒアリング情報によると、新年度入り後、高格付銘柄を中心にクレジット市場の地合いが改善していることを指摘する声が聞かれている。この間、流通スプレッドは、高水準ながら、横ばい圏内で推移している。

—— 一方、A格の発行金利は、2月対比、発行スプレッドの拡大を受けて上昇した。ただし、これには、各月における発行銘柄の違いが影響しているとみられる。

収益性との対比でみると、このところ企業収益が急速に低下しているため、現在の低い資金調達コストがもつ金融緩和度合いはかなり減殺されているものとみられる(図表10)。

#### 4. 資金調達量

資金需要面をみると、キャッシュ・フローの減少などから、民間の外部資金需要は増加している。

—— ただし、4月のローン・サーベイにおける資金需要判断DIをみると（図表19）、「増加」超幅が大幅に拡大した前回1月調査から大きく低下しており、企業の資金需要の増加に一服感がみられる。

こうしたもとの、民間総資金調達は、高い伸びを続けている（1月+1.4%→2月+1.4%→3月+1.6%、図表12上段）。

- 民間銀行貸出（特殊要因調整後、都銀等・地銀・地銀Ⅱ）は、CP発行から銀行借入への振替需要や手許流動性を確保する動きが一服していることから、昨年末に比べ、伸びが若干鈍化しているものの、なお高めの伸びを続けている（1月+4.6%→2月+4.4%→3月+4.2%、図表12下段）。

—— この間、政府系金融機関の貸出残高は前年を下回って推移しているが、セーフティネット貸付や「危機対応業務」に基づく融資が増加していることを映じて、前年比マイナス幅はこのところ縮小している。セーフティネット貸付の貸付実績は、3月までのところ1.7兆円程度<sup>1</sup>と、10兆円の貸付枠<sup>2</sup>との対比では限定的なものにとどまっているが、貸付ペースはこのところ上昇傾向にある（日本公庫・国内3事業ベース、10～12月期5,667億円→1～3月期8,255億円→4月<17日まで>速報3,148億円）。

- 3月のCP・社債の発行残高は、CP発行市場の改善や、高格付銘柄で大口の社債発行がみられたことなどから、昨年9月以来、6か月ぶりに前年水準を上回った（1月-2.0%→2月-0.7%→3月+1.1%、図表14上段）。

—— 4月入り後のCP発行残高は、高格付銘柄を中心に手許流動性を確保する動きが一服していることもあって、前年水準を下回って推移してい

<sup>1</sup> 日本公庫の国内3事業によるセーフティネット貸付実績（1.4兆円）と、商工中金による「危機対応業務」に基づく中小企業等向け損害担保付貸付（0.3兆円）の合計（10月～3月）。

<sup>2</sup> 4月10日に決定された「経済危機対策」において、セーフティネット貸付枠（商工中金による「危機対応業務」に基づく貸付枠を含む）は、10兆円から15.4兆円に拡大されることが示されている（予算措置については、国会審議を待つ必要）。

る（2月－4.6%→3月－3.2%→4月17日速報－8.2%）。

—— 国内公募社債発行（銀行発行分を除く）をみると、新年度入り後も、AA格以上の高格付銘柄では、トヨタファイナンス（1,000億円）、日本電信電話（600億円）といった大型起債案件のほか、製造業で複数の発行がみられるなど、社債発行環境は改善傾向が続いている（図表14下段）。また、足許では、製造業のA格銘柄による機関投資家向け起債が4か月ぶりに再開されており（スタンレー電気、神戸製鋼所）、起債案件に広がりが見られ始めている（国内公募社債発行額、3月6,800億円→4月<21日まで>4,380億円）。

—— ただし、BBB格以下では引き続き起債は行われておらず、下位格付先の起債環境は厳しい状況が続いている。

#### ▽ 4月の社債発行銘柄（21日まで）

AAA格	関西電力、中国電力
AA格	北海道電力、日本電信電話、トヨタファイナンス、豊田自動織機、リコーリース、住友金属工業、東海旅客鉄道
A格	岡村製作所、東京急行電鉄、スタンレー電気、神戸製鋼所

（注）対象は国内公募社債。銀行発行分は含まない。起債日ベース。シャドーは個人向け。

エクイティファイナンス（銀行発行分を除く）をみると、転換社債の発行は引き続き低水準にとどまっている一方、3月の増資額は、野村ホールディングス、T&Dホールディングス、アプラスといった金融機関で大口増資が実施されたことから、2006年7月以来の高水準となった（図表15）。

## 5. アベイラビリティ

企業からみた銀行の貸出運営スタンスが厳しいとする先が大幅に増えているなど、アベイラビリティは低下している。これは、企業業績の悪化や金融機関のリスク・テイク余力の後退から、貸出条件が厳しくなっていることを反映しているものとみられる。

—— 4月のローン・サーベイにおける貸出運営スタンスD-Iをみると、中小企業向けについては、緊急保証制度の導入を背景に高水準の「積極化」超で推移

している一方、大企業向けについては、ゼロ近傍での動きが続いている（図表 19）。同様に、大企業向けは、中小企業向けと比べ、信用枠は縮小、信用リスク評価は厳格化の傾向がみられる。

—— 企業からみた金融機関の貸出態度について、1～3月期の日本公庫調査（小企業対象）をみると、10～12月期と比べ小幅改善した（図表 20 上段）。ただし、D I は、依然として 02 年頃の低い水準にとどまっている。

こうしたもとで、企業の資金繰りは、厳しい状態が続いている。

—— 日本公庫調査（小企業対象）をみると、1～3月期は、10～12月期と比べ引き続き悪化した（図表 20 下段）。その結果、D I は、1998 年のボトムを下回り、1980 年の調査開始以来、最も厳しい水準に低下している。

## 6. 企業倒産

企業倒産件数は、増加しており、3月は1,537件、前年比+14.1%となった（図表 22）。

—— 3月の倒産企業の負債総額は、パシフィックホールディングスなどの大口倒産があったこともあって、1兆782億円と、前年同月と比べて大幅に増加した（前年比+128%）。

—— 信用保証制度の代位弁済件数、代位弁済額は、小規模企業の倒産増を受けて、引き続き増加している。

—— 10月末から適用開始となった緊急保証制度（「原材料価格高騰対応等緊急保証」）の保証承諾件数は、4月22日までの約5か月半で47万件、保証承諾額は9.7兆円にのぼった<sup>3</sup>。こうした状況を受けて、2月の保証承諾額は前年比+130%と急増している（図表 22 下段）。

—— このように緊急保証の保証承諾は進んできているが、足許、中小企業からみた金融機関の貸出態度判断D Iなどで小幅改善がみられた一方、企業倒産や小企業の資金繰り判断D Iでは悪化が続くなど、その効果について現時点で明確な判断をすることは難しい。

<sup>3</sup> 緊急保証付き融資に係る自己資本比率規制上のリスク・ウエイトについて、これまでは10%とされてきたが、特例的に0%とすることが公表された（金融庁、3月10日）。また、4月10日に決定された「経済危機対策」において、緊急保証枠が20兆円から30兆円に拡大されることが示されている（予算措置については、国会審議を待つ必要）。

## 7. その他の金融指標

マネタリーベースは、日銀当座預金の伸びを背景に、前年比伸び率が上昇している（1月+3.9%→2月+6.4%→3月+6.9%、図表24）。

—— 日銀当座預金残高は、補完当座預金制度のもと、本行が潤沢な資金供給を実施したことから、高い伸びを続けている。この間、銀行券発行高前年比は1%弱で推移している（2月+0.7%→3月+0.8%）。

マネーストック（M2）は、前年比+2%程度で推移しているが、このところ、前年比伸び率は緩やかな上昇傾向にある（1月+2.0%→2月+2.1%→3月+2.2%、図表24）。

—— ヒアリング情報によると、国庫から地方公共団体に対して、3月から定額給付金の交付用資金の支払いが開始されたことも、マネーストックの増加に幾分寄与している模様。

資産価格や通貨・信用集計量の長期トレンドからの乖離で、ファイナンシャル・インバランスの状況をみると、足許、大きく不均衡が累積しているようには見受けられない（図表26）。

—— マネーおよび貸出残高の対名目GDP比率が上昇していることから、マネー・ギャップ、貸出ギャップはプラス幅を拡大させている。一方、株価は、引き続き負の方向でギャップが大きく広がっている。

以 上

## 「金融環境の現状評価」参考計表

1. インフレ予想
  - （図表1）家計・企業のインフレ予想
  - （図表2）エコノミスト・市場のインフレ予想
2. 政策金利と実体経済
  - （図表3）政策金利水準と実体経済（1）
  - （図表4）政策金利水準と実体経済（2）
3. 資金調達コスト
  - （図表5）資金調達コスト関連指標
  - （図表6）総資金調達コスト
  - （図表7）貸出金利
  - （図表8）CP発行金利
  - （図表9）社債発行金利
  - （図表10）企業の資金調達コストと収益性
4. 資金調達量
  - （図表11）民間部門の資金調達
  - （図表12）民間部門総資金調達
  - （図表13）民間銀行貸出の内訳
  - （図表14）CP・社債発行残高
  - （図表15）エクイティファイナンス
  - （図表16）企業間信用
  - （図表17）企業部門の資金需要
5. アベイラビリティー
  - （図表18）企業金融関連指標
  - （図表19）金融機関からみた資金需要・貸出運営スタンス
  - （図表20）金融機関の貸出態度・企業の資金繰り
6. 企業倒産
  - （図表21）企業倒産関連指標
  - （図表22）企業倒産と信用保証
7. その他の金融指標
  - （図表23）マネー関連指標
  - （図表24）マネーストック
  - （図表25）M2のバランスシート分解
  - （図表26）ファイナンシャル・インバランス指標

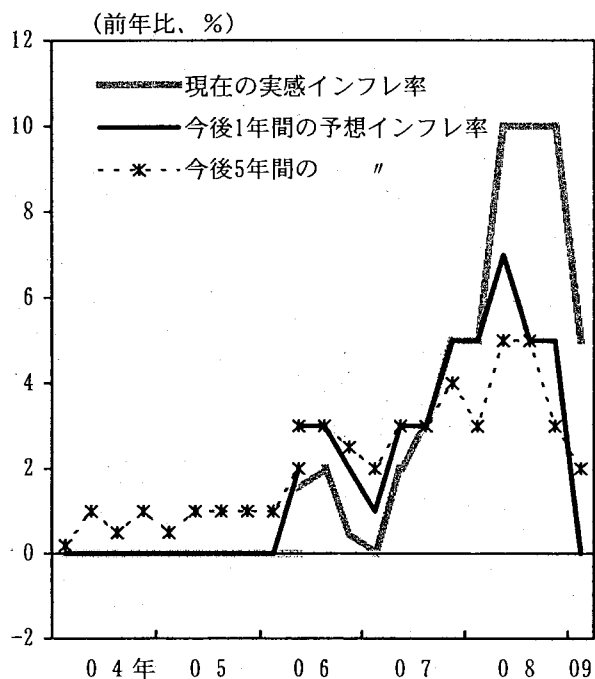


(図表1)

# 家計・企業のインフレ予想

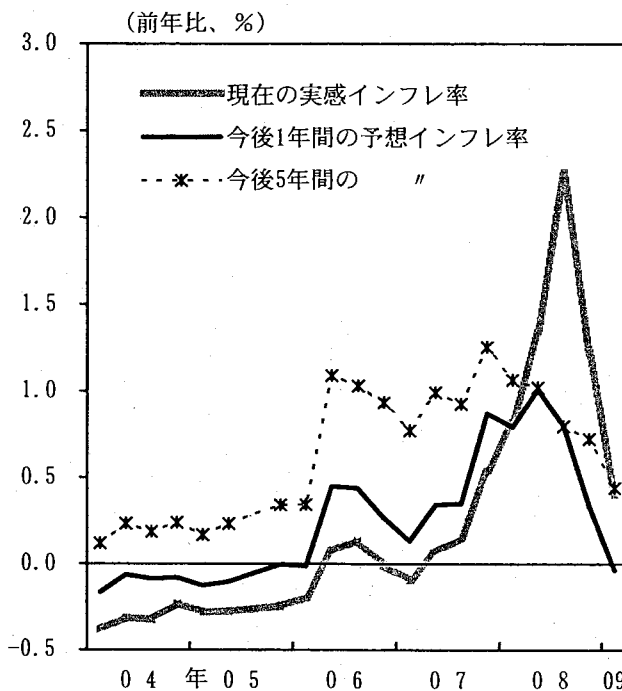
## (1) 生活意識に関するアンケート調査

＜量的質問に対する回答＞



(注) 中央値の推移。調査時点は毎年3、6、9、12月。05/9月は線形補間している。

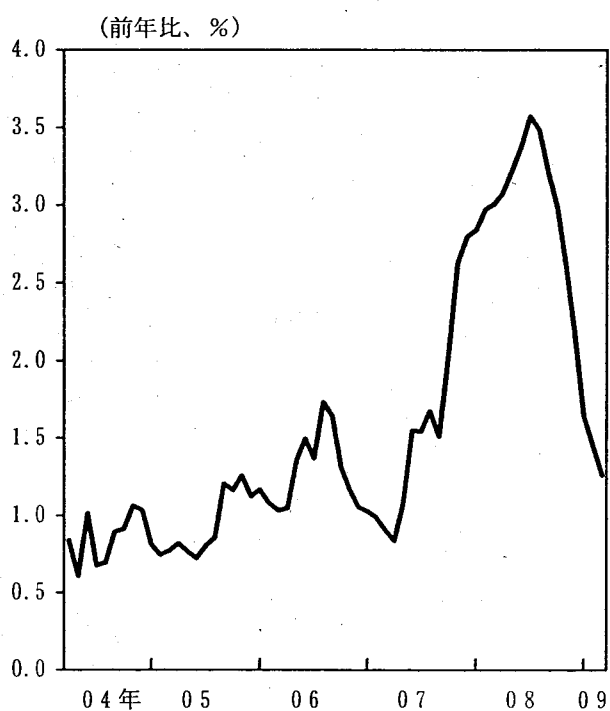
＜質的質問からの推計値＞



(注) 家計の「上がる」、「下がる」の回答シェアから、修正カールソン・パーキン法により推計。

## (2) 消費動向調査 (内閣府)

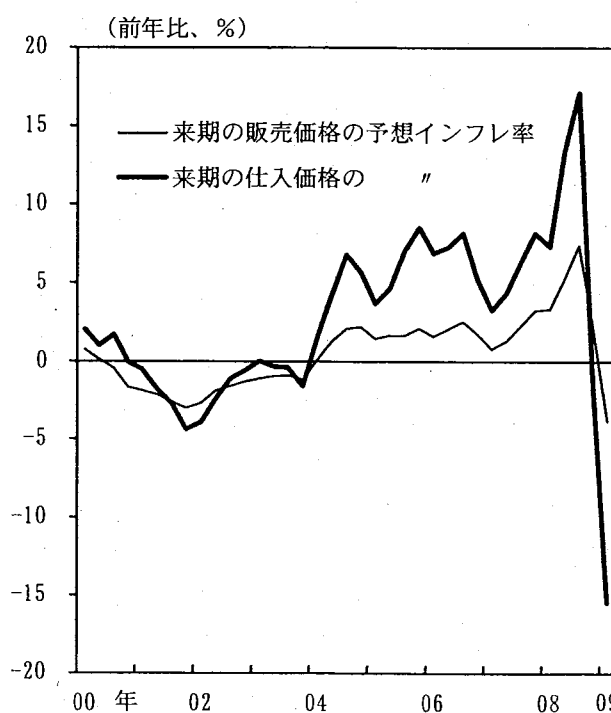
＜1年後の予想インフレ率＞



(注) 「-5%以上低下」は-5%、「-5%～-2%低下」は-3.5%、「-2%未満低下」は-1%、「+2%未満上昇」は+1%、「+2%～+5%上昇」は+3.5%、「+5%以上上昇」は+5%、のインフレ率をそれぞれ予想していると仮定して加重平均したもの。

## (3) 企業のインフレ予想

＜短観からの推計＞

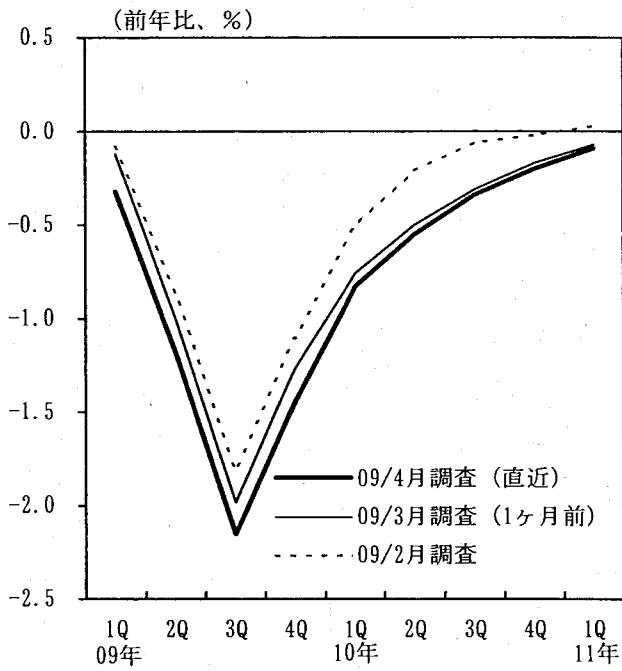


(注) 企業（製造業、全規模）の「上がる」、「下がる」の回答シェアから修正カールソン・パーキン法により推計。

(図表2)

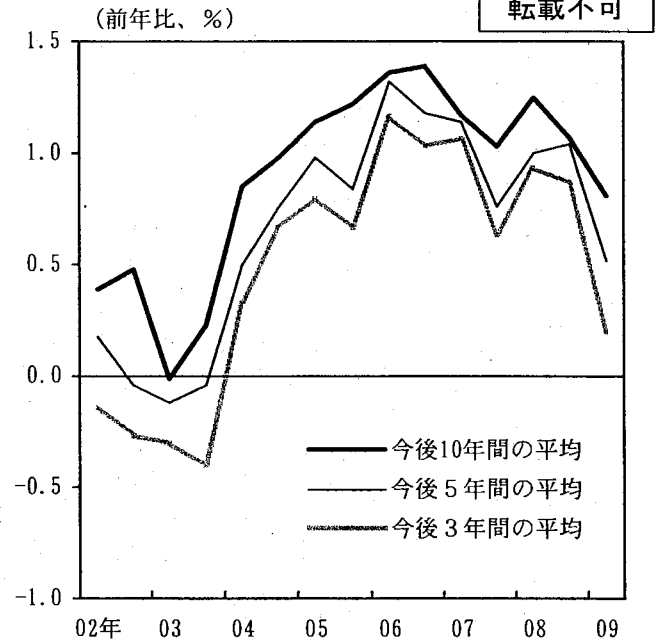
# エコノミスト・市場のインフレ予想

## (1) ESPフォーキャスト調査



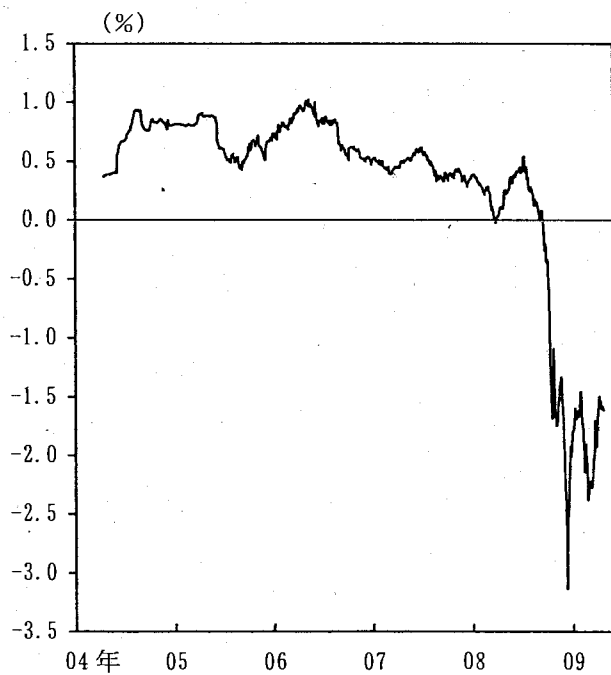
(注) 内外の調査機関・エコノミスト40先の予想の平均。

## (2) コンセンサスフォーキャスト



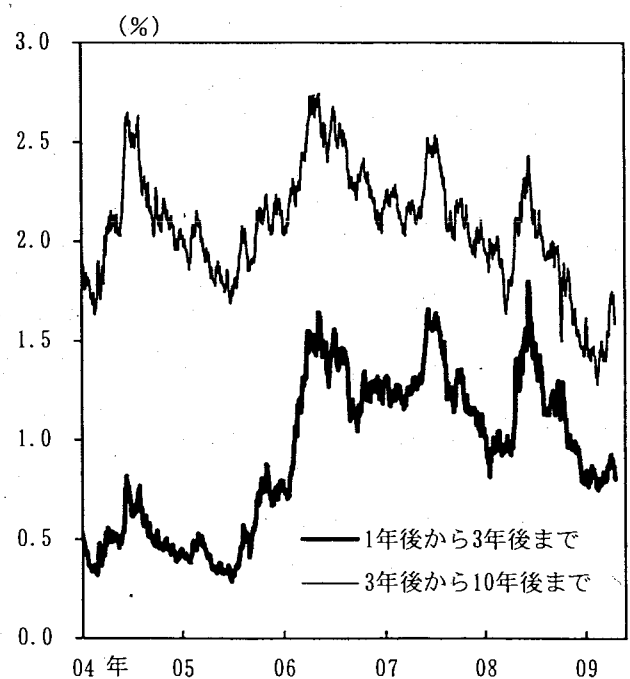
(注) 内外の調査機関20先の予想の平均。  
調査時点は毎年4、10月。

## (3) 物価連動国債からみたBEI



(注) 10年国債利回り－物価連動国債利回り (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。

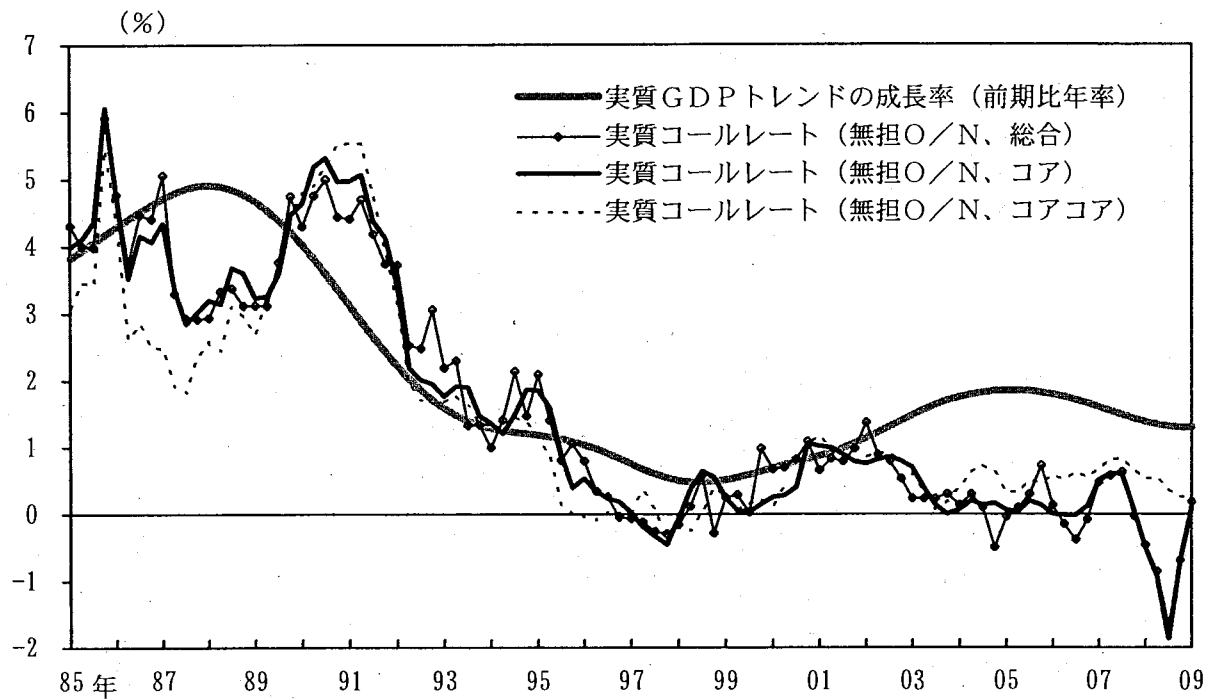
## (4) インプライド・フワード・レート



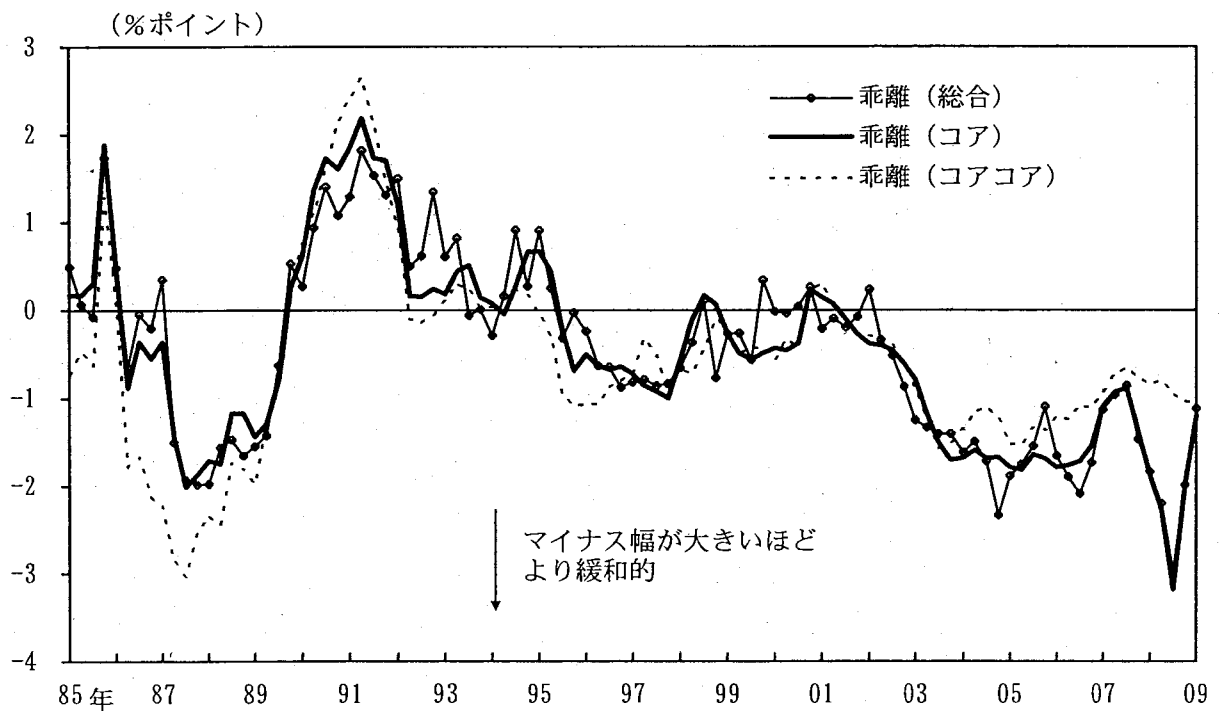
(注) 円・円スワップレートをもとに算出。

## 政策金利水準と実体経済 (1)

### (1) 実質コールレートと成長率



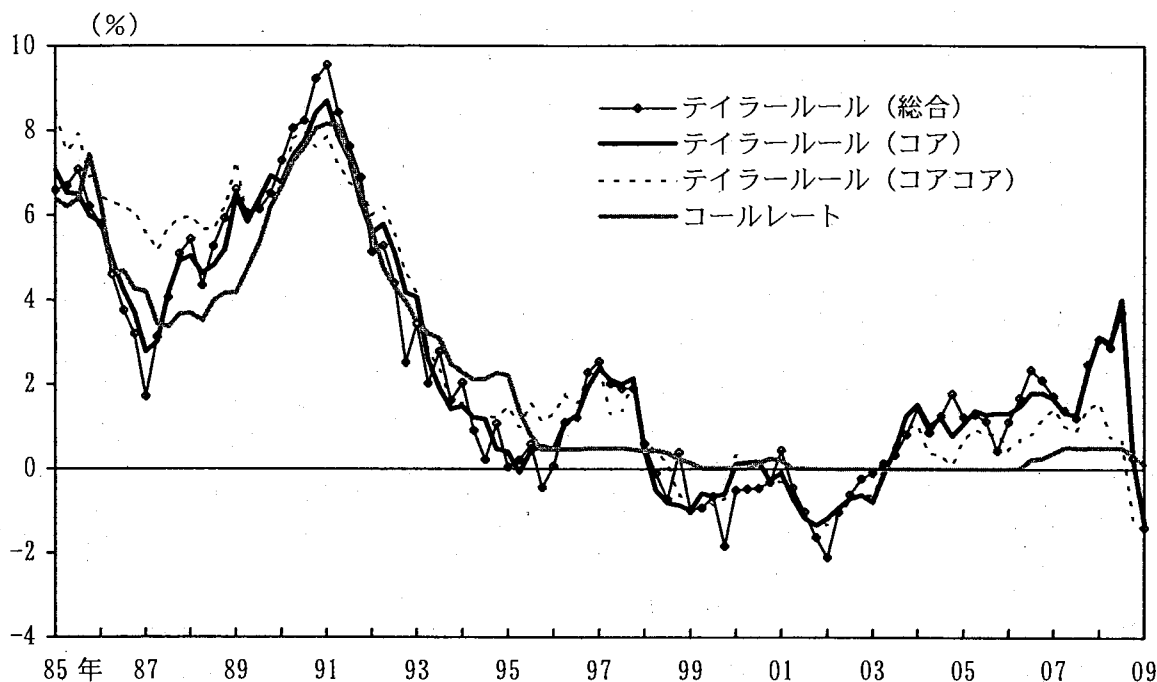
### (2) 実質コールレートと実質GDPトレンドの成長率の乖離



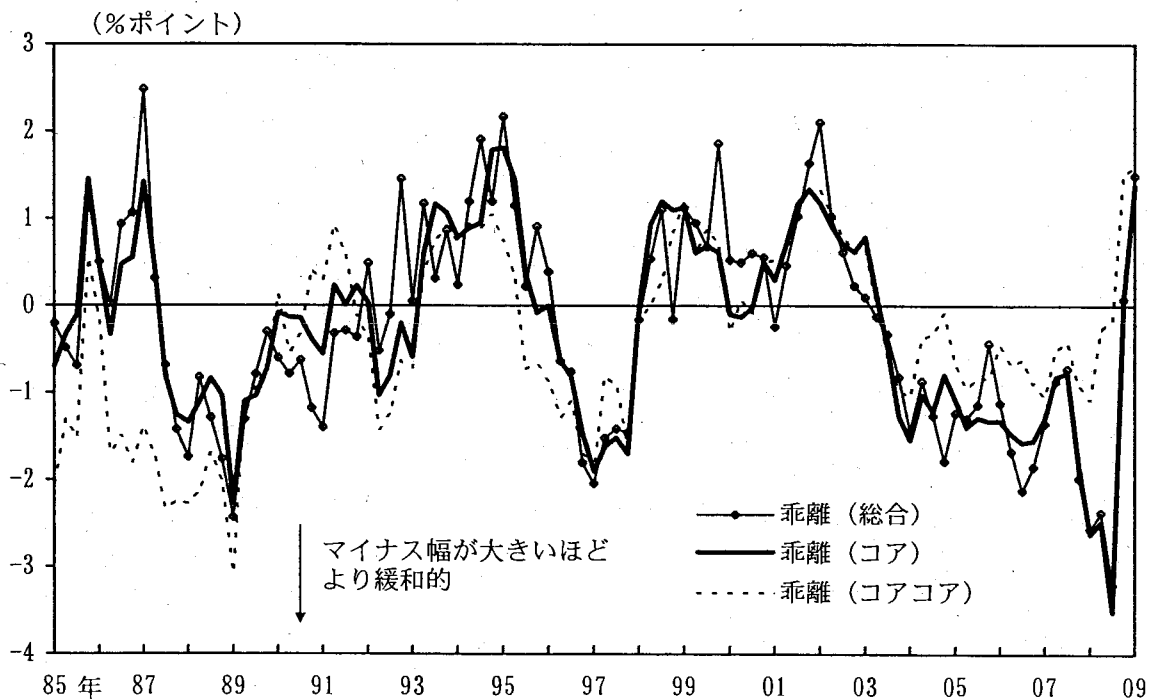
- (注) 1. 括弧内は、コールレートの実質化に用いたCPIの系列 (消費税調整済み)。コアは除く生鮮食品、コアコアは除く食料 (酒類を除く)・エネルギー。実質GDPのトレンドはHPフィルタによる。  
2. 09/1Qの実質GDPトレンド成長率は08/4Qから横ばいと仮定。  
09/1QのCPI前年比は、3月のCPI前年比が2月から横ばいと仮定して算出。

## 政策金利水準と実体経済 (2)

### (1) テイラー・ルール



### (2) 政策金利とテイラー・ルールの乖離



- (注) 1. 以下のような標準的なテイラー・ルールを用いた。なお、目標インフレ率は1%と仮定。  
政策金利 = 潜在成長率 + 目標インフレ率  
+ 1.5 × (インフレ率 - 目標インフレ率) + 0.5 × GDPギャップ
2. 括弧内は、テイラー・ルールの計算に用いたCPIの系列(消費税調整済み)。コアは除く生鮮食品、コアコアは除く食料(酒類を除く)・エネルギー。潜在成長率は、HPフィルタによる。
3. 09/1Qの潜在成長率およびGDPギャップは、08/4Qから横ばいと仮定。  
09/1QのCPI前年比は、3月のCPI前年比が2月から横ばいと仮定して算出。

## 資金調達コスト関連指標

対外非公表

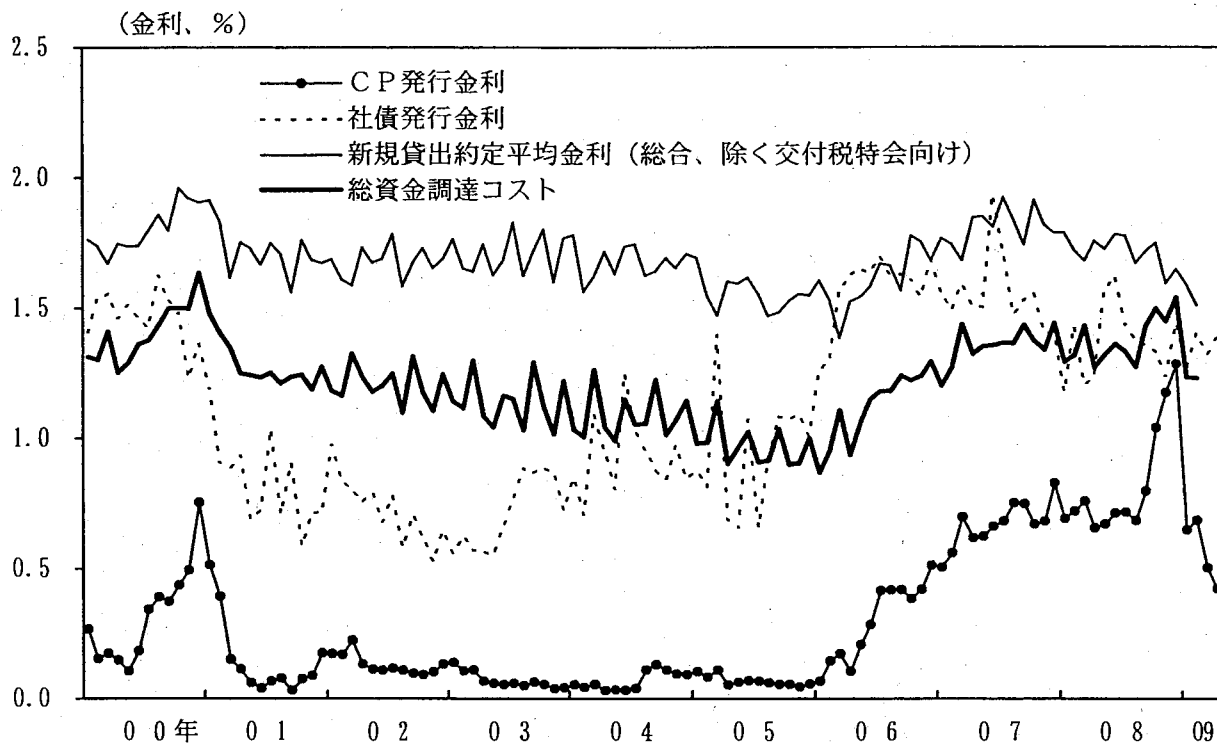
		08/ 4~6月	7~9	10~12	09/ 1~3	09/2月	3	4p	— %
短期プライムレート(末値)		1.875	1.875	1.675	1.475	1.475	1.475	—	
長期プライムレート(末値)		2.45	2.30	2.40	2.25	2.25	2.25	—	
貸出約定平均金利									
新規	短期	1.538	1.550	1.434	—	1.276	—	—	
	除く交付税特会向け	1.832	1.788	1.687	—	1.600	—	—	
	長期	1.701	1.681	1.652	—	1.461	—	—	
	総合	1.619	1.607	1.539	—	1.377	—	—	
ストック	除く交付税特会向け	1.757	1.724	1.668	—	1.514	—	—	
	短期	1.569	1.569	1.532	—	1.403	—	—	
	長期	2.021	2.020	2.007	—	1.932	—	—	
	総合	1.915	1.910	1.887	—	1.795	—	—	
スプレッド貸出の スプレッド(都銀等)	短期	0.43	0.44	0.43	—	0.46	—	—	
	長期	0.74	0.77	0.78	—	0.69	—	—	
CP発行レート(3ヶ月物) (A-1格またはJ-1格以上)		0.70	0.79	1.36	0.78	0.84	0.66	—	
スプレッド	A-1+格	+0.06	+0.09	+0.37	+0.06	+0.12	-0.05	-0.01	
	A-1格	+0.11	+0.18	+0.91	+0.53	+0.61	+0.38	+0.26	
	A-2格	+0.28	+0.33	+1.31	+1.08	+1.03	+1.18	+0.80	
社債発行レート(AA格)		1.63	1.60	1.44	1.46	1.48	1.53	1.50	
スプレッド	AAA格	+0.22	+0.21	+0.31	+0.45	+0.68	+0.35	+0.22	
	AA格	+0.27	+0.25	+0.35	+0.59	+0.59	+0.62	+0.49	
	A格	+0.42	+0.49	+0.85	+0.93	+0.72	—	+1.06	

- (注) 1. 短プラ、長プラの直近(4/24日)の値は、短プラは1.475%、長プラは2.30%。  
 2. CP発行レートの対象やスプレッドの定義は図表8を参照。  
 3. 社債発行レートは、発行利率の全タームの単純平均値。起債日ベース。対象やスプレッドの定義は図表9を参照。  
 4. 09/4月は、CPが20日、社債が21日までの値。

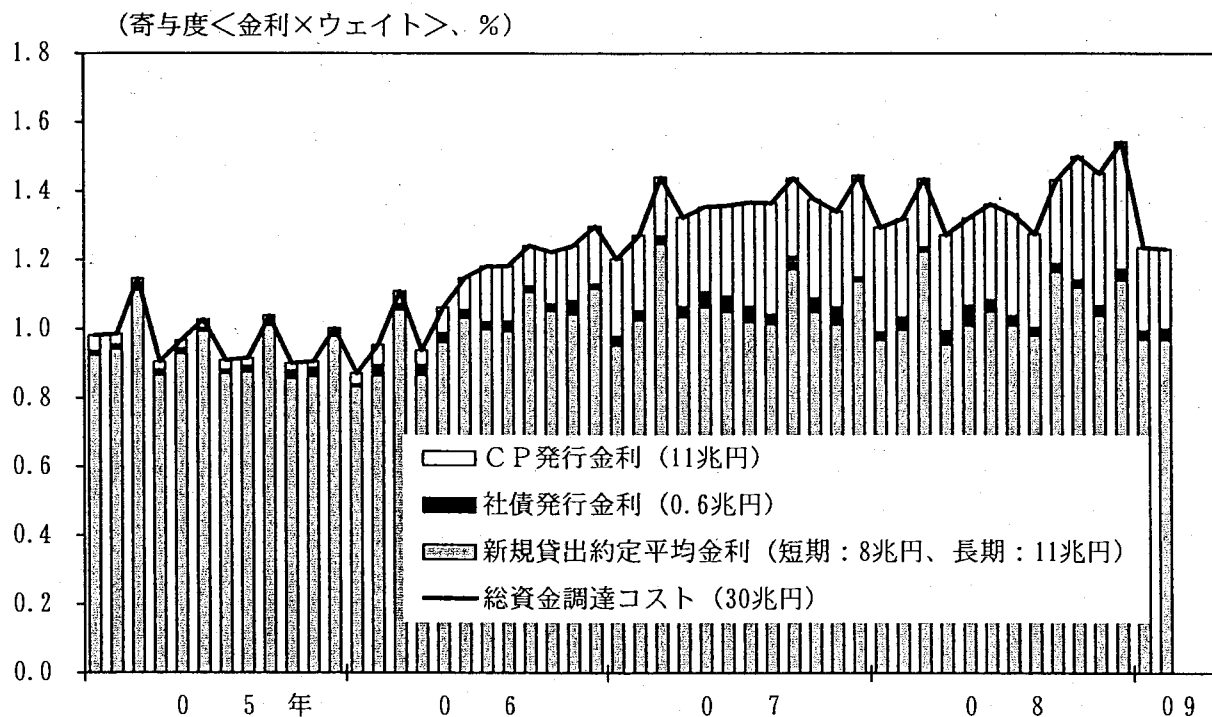
対外非公表

### 総資金調達コスト

#### (1) 総資金調達コストの推移



#### (2) 総資金調達コストの内訳

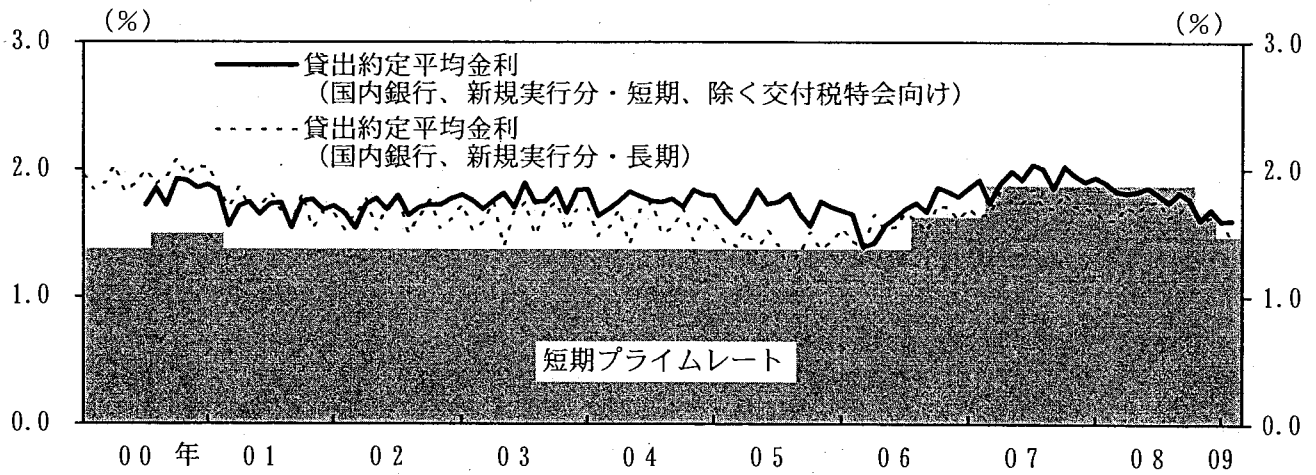


- (注) 1. 総資金調達コストは、新規貸出約定平均金利、社債発行金利、CP発行金利を加重平均して算出。  
 2. ウェイトには、各月の新規貸出実行額（除く交付税特会向け）、社債発行額、CP発行額を用いた。一部は推計値。括弧内は08年中の月平均新規貸出実行額または発行額。  
 3. 09/4月のCP発行金利は20日まで、社債発行金利は21日までの値。

# 貸出金利

対外非公表

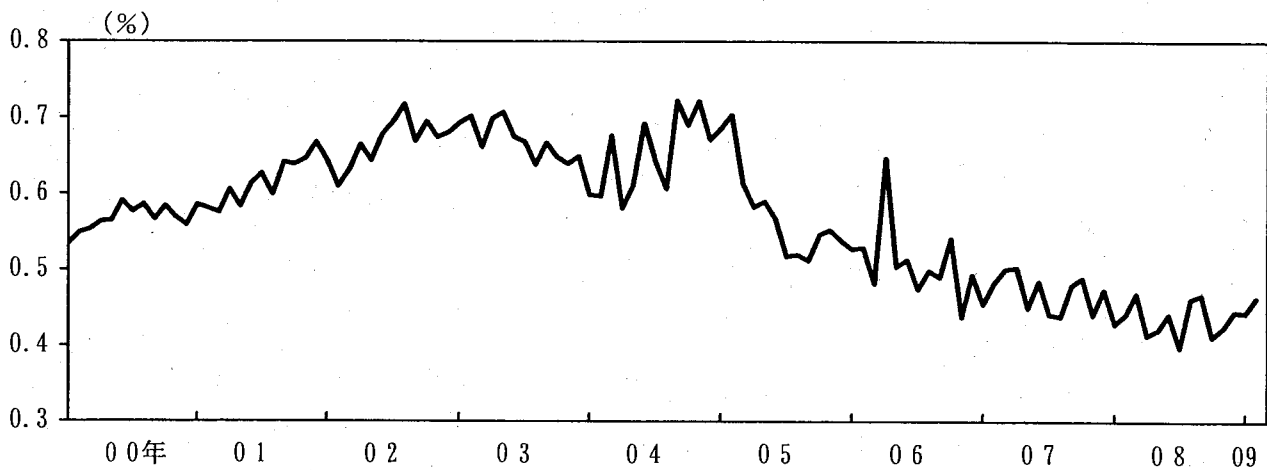
## (1) 貸出金利



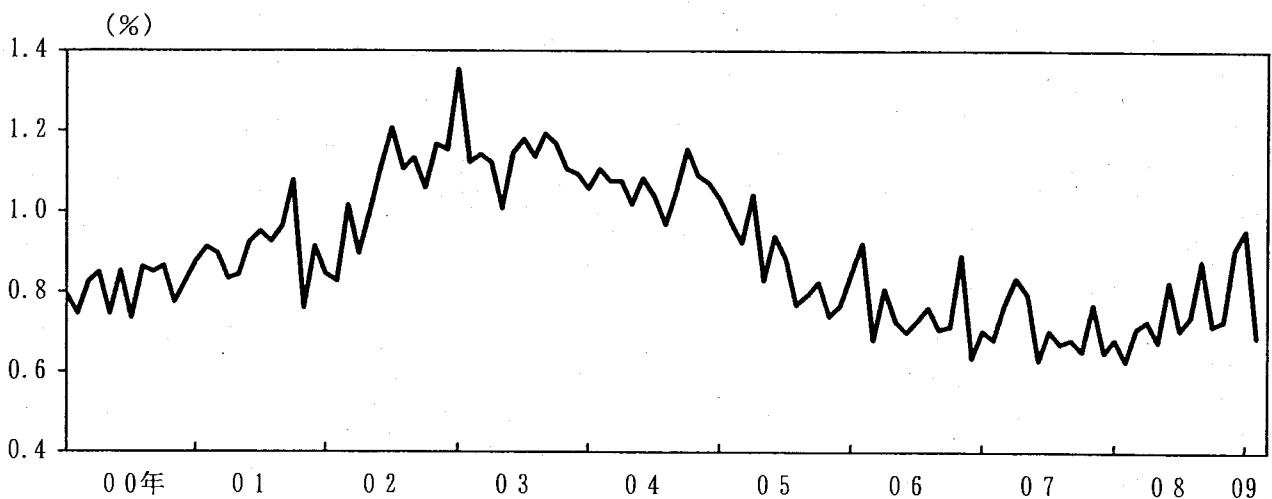
(注) 短期プライムレートは月末時点。

## (2) スプレッド貸出のスペード

<短期>



<長期>

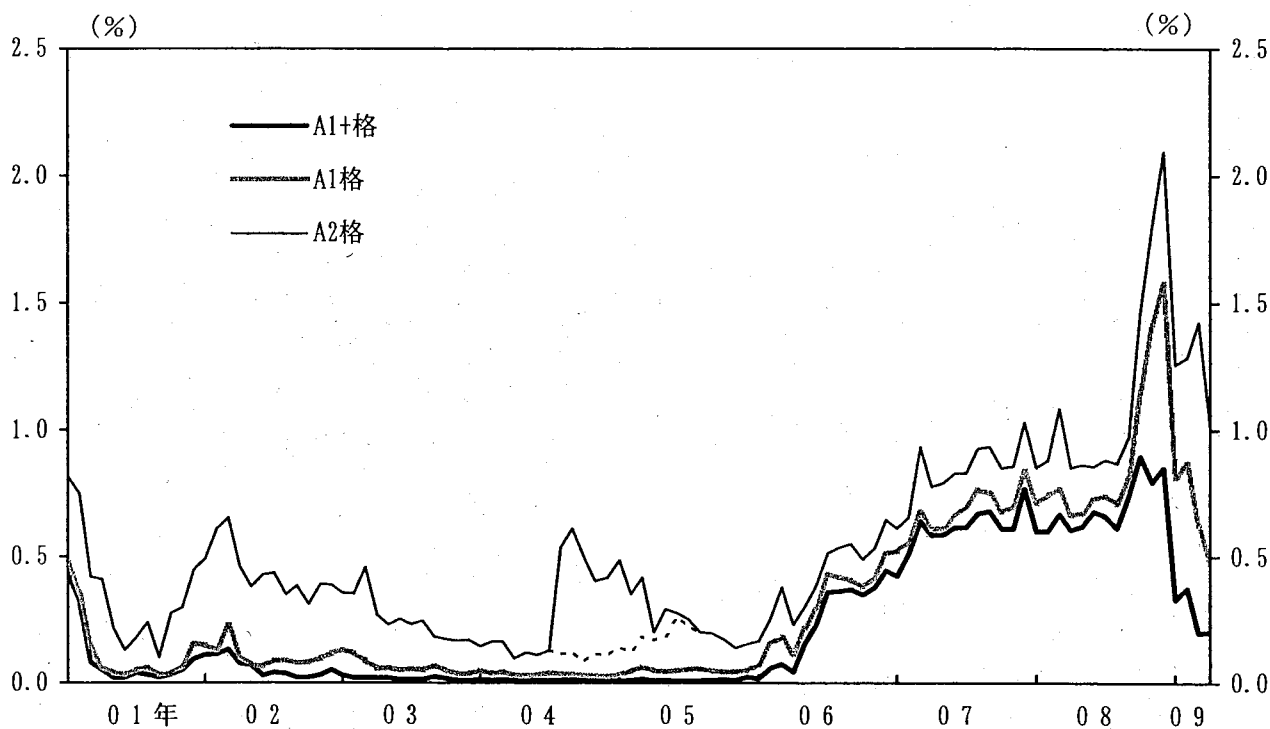


(注) 計数は都銀等ベース。

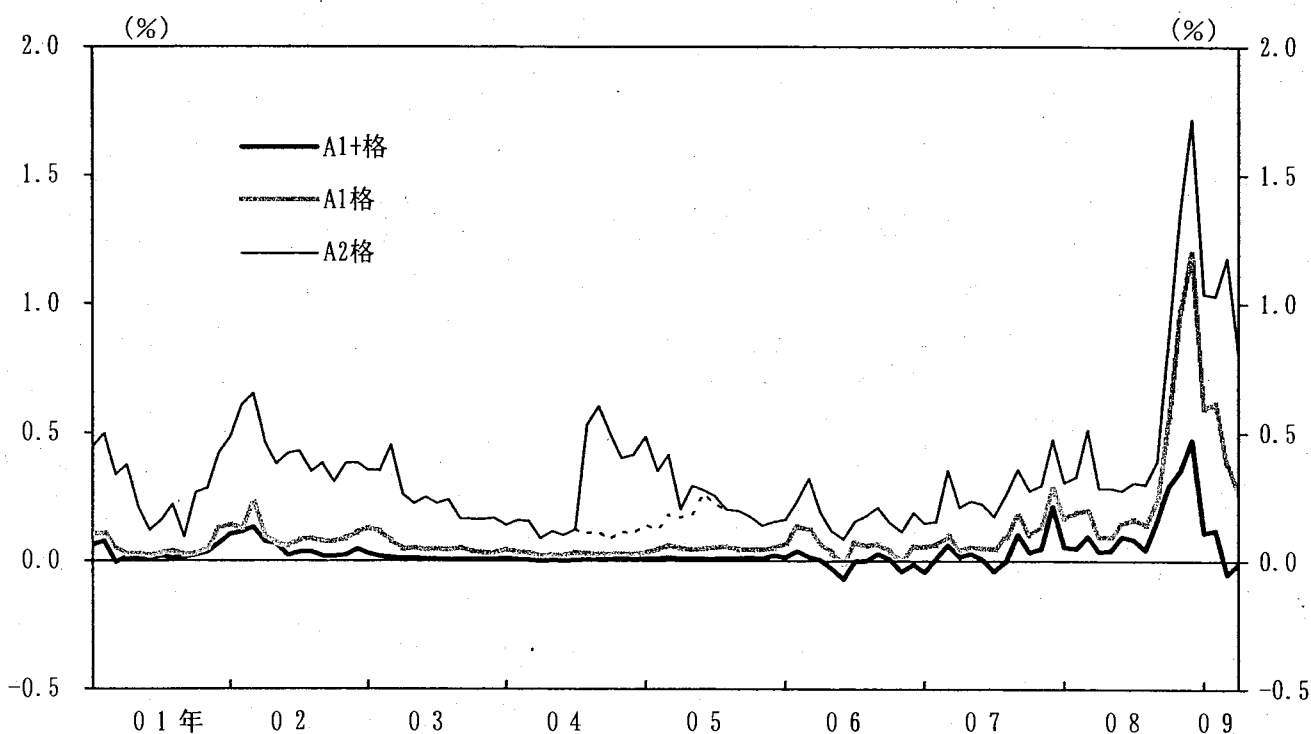
# CP発行金利

対外非公表

## (1) CP発行金利



## (2) CP発行スプレッド



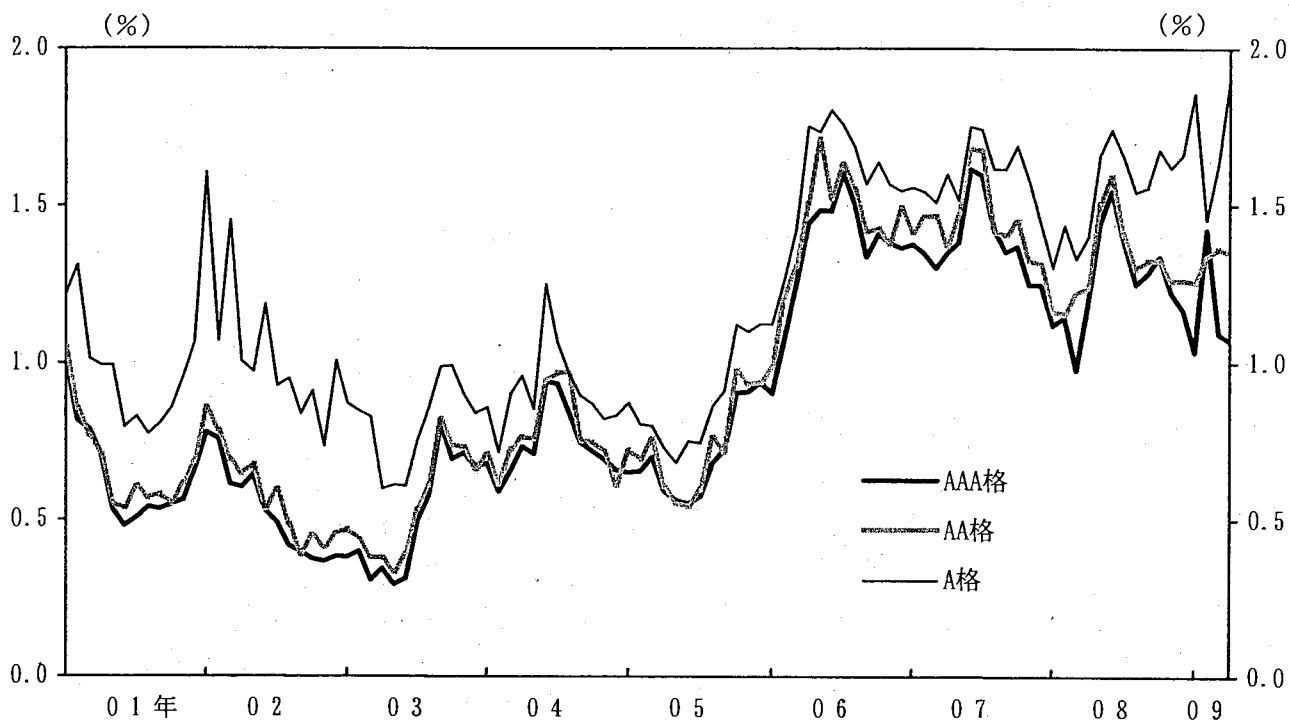
- (注) 1. 発行金利は全タームの平均。発行スプレッドは、発行金利と短期3か月物利回りとの格差。銀行・証券会社等発行分、およびABCPは含まない。オペ先ベースの月中平均値。  
2. A2格の点線(04/8~05/8月)は、スプレッドの厚い商社を除いたベース。  
3. 09/4月は20日までの値。



# 社債発行金利

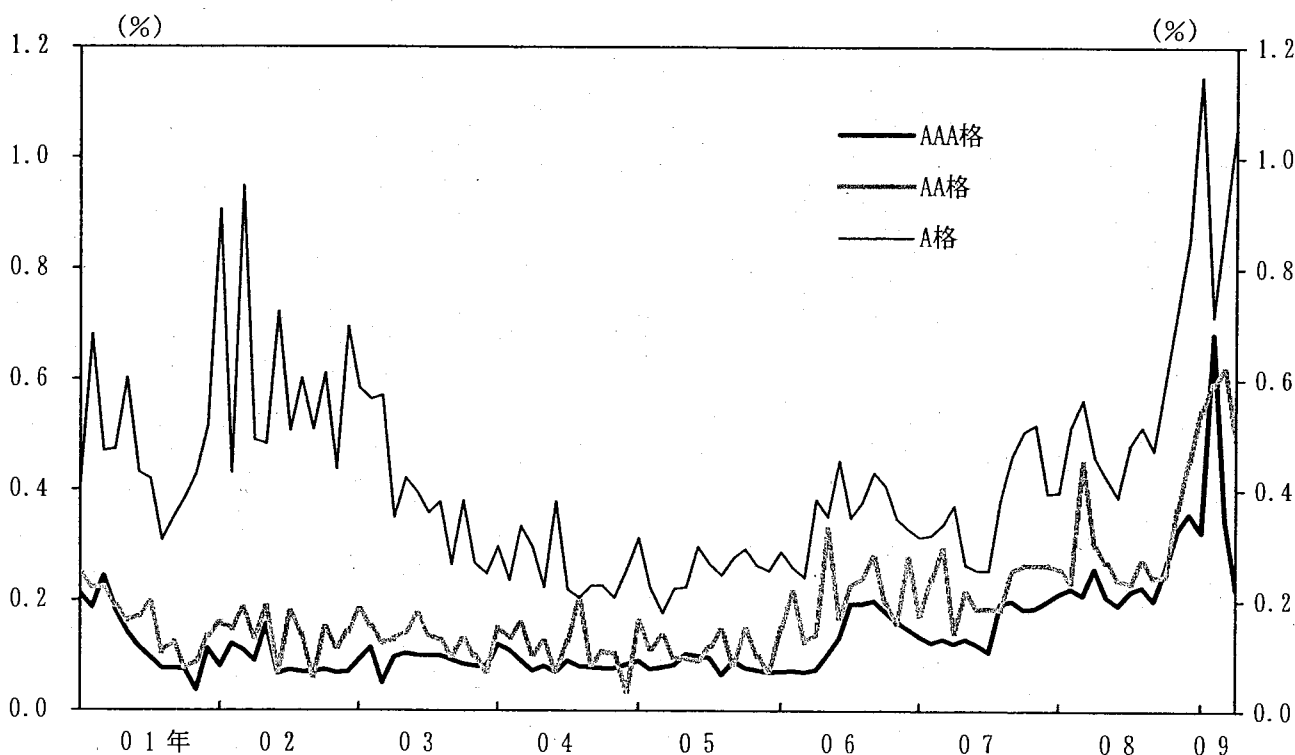
対外非公表

## (1) 社債発行金利



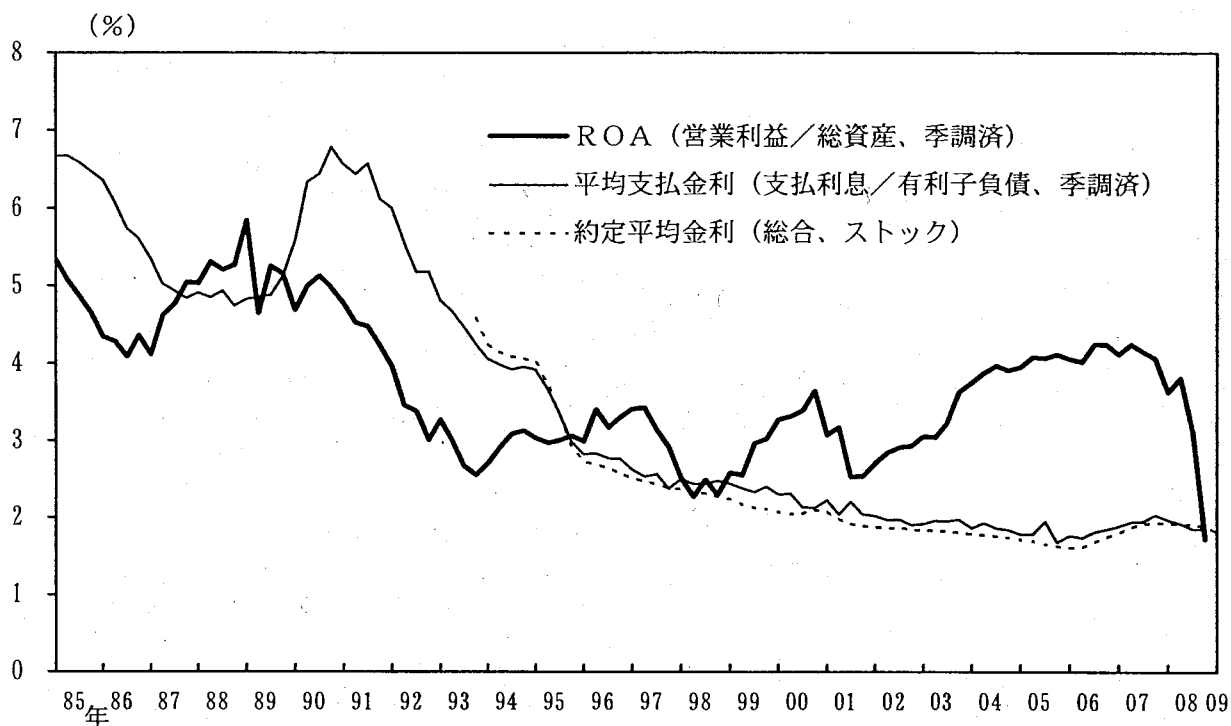
- (注) 1. 「社債発行スプレッド+5年物国債金利」として計算した試算値。
- 2. 社債発行スプレッドは、社債発行金利と同年限の国債流通利回りの格差。全年限の単純平均値であり、5年物以外のスプレッドも含む。対象は国内公募社債で、銀行や発行金利が相対的に高いノンバンクの発行分、劣後債等は除いている。01年は払込日、02年以降は起債日ベース。発行が無い月は前後の月の値で線形補間。以上の点は下の(2)も同じ。
- 3. 09/4月は21日までの値。(2)も同じ。

## (2) 社債発行スプレッド

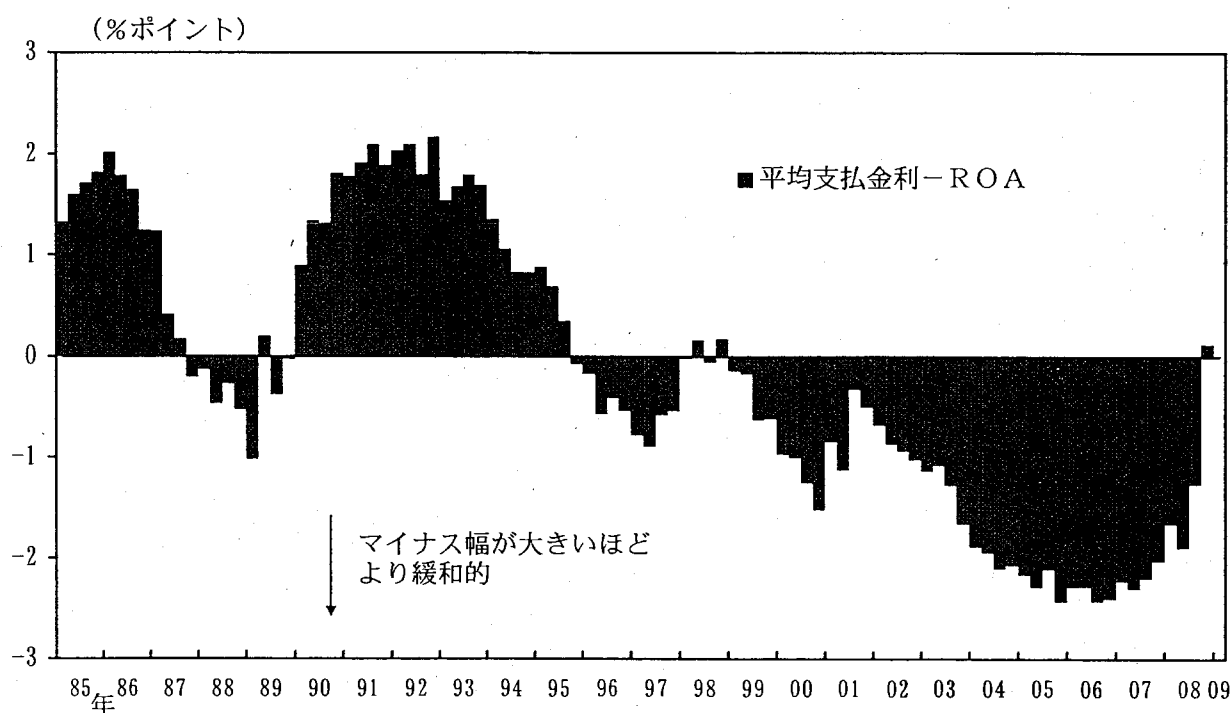


## 企業の資金調達コストと収益性

### (1) 企業のROAと平均支払金利（法人季報、全規模・全産業）



### (2) 平均支払金利とROAの乖離



(注) 09/1Qの貸出約定平均金利は1~2月の平均値。

## 民間部門の資金調達

民間部門総資金調達の  
計数は対外非公表

## ＜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

	2008年	08/ 7～9月	10～12	09/ 1～3	09/1月	2	3	2008年 平残
民間部門総資金調達	0.2	0.2	0.7	1.4	1.4	1.4	1.6	623
寄与度								
銀行・信金・外銀計	1.3	1.2	2.1	2.6	2.7	2.6	2.5	444
生保	-0.2	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	30
政府系	-0.9	-0.9	-0.9	-0.8	-0.9	-0.8	-0.8	63
旧3公庫	-0.3	-0.3	-0.2	-0.1	-0.2	-0.1	-0.1	25
住宅機構	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	38
直接市場調達	0.0	0.1	-0.4	-0.2	-0.4	-0.2	0.0	85
C P	0.1	0.1	-0.2	-0.2	-0.3	-0.2	-0.1	17
社債	-0.0	-0.1	-0.2	0.0	-0.1	-0.0	0.1	68

(注) 計数の定義は図表12(1)、14(1)を参照。旧3公庫は、政投銀と日本公庫(国民生活事業、中小企業事業)の合計。

## ＜民間銀行貸出残高、C P・社債の発行残高＞

— 前年比% ([ ]内のみ調整前)；残高、兆円

	2008年	08/ 7～9月	10～12	09/ 1～3	09/1月	2	3	2008年 平残
銀行計(平残、調整後)	2.4	2.3	3.8	4.4	4.6	4.4	4.2	395
	[1.9]	[2.0]	[3.3]	[3.8]	[4.0]	[3.8]	[3.6]	—
都銀等	1.4	1.4	3.6	4.0	4.4	4.0	3.8	208
地銀・地銀Ⅱ計	3.5	3.4	4.1	4.8	4.8	4.9	4.7	187
地銀	3.7	3.6	4.5	5.4	5.4	5.5	5.4	145
地銀Ⅱ	3.1	3.0	2.9	2.7	2.7	2.9	2.6	42
C P・社債計(未残)	-3.2	0.6	-3.2	1.1	-2.0	-0.7	1.1	—
C P	-11.4	5.9	-11.4	-3.2	-6.5	-4.6	-3.2	—
社債	-0.8	-0.8	-0.8	2.2	-0.7	0.3	2.2	—

(注) 計数の定義は図表12(2)、14(1)を参照。

## ＜国内公募社債、転換社債、株式の発行額＞

— 1ヶ月当り、億円

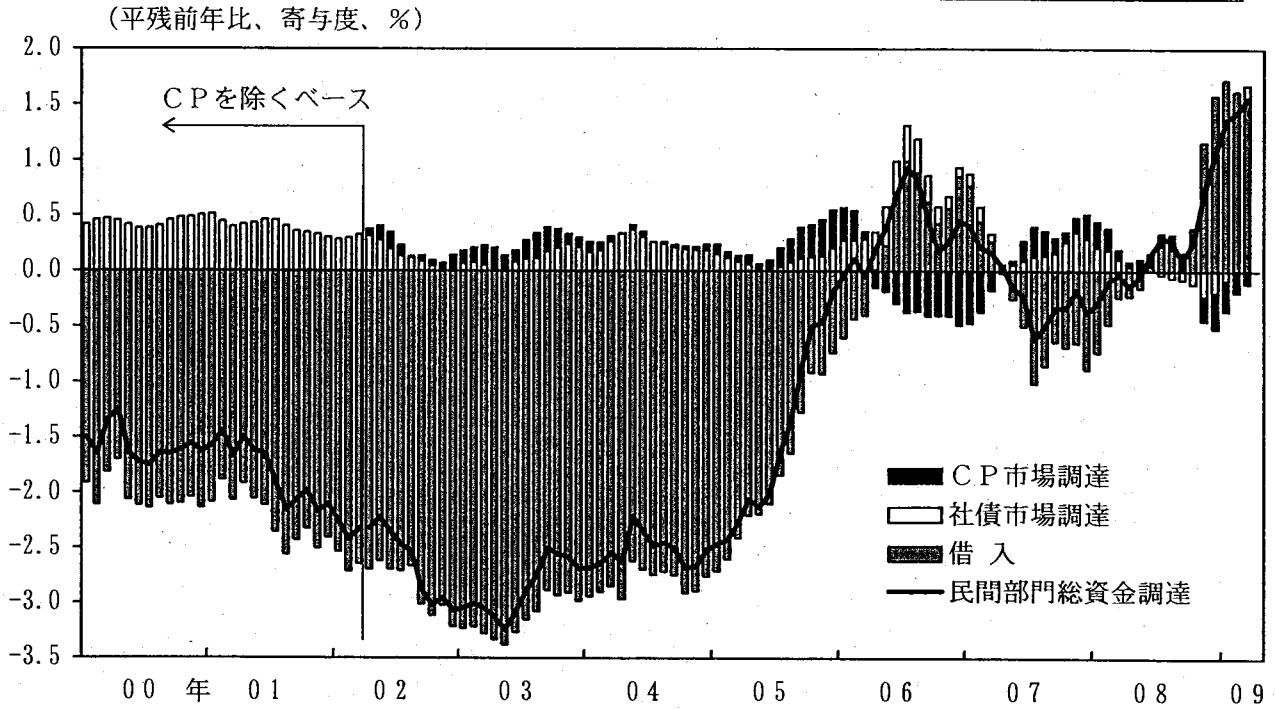
	2008年	08/ 7～9月	10～12	09/ 1～3	09/1月	2	3	2008年 平残
国内公募社債計	6,099	5,130	5,672	5,913	4,690	6,250	6,800	—
うちBBB格	152	67	0	33	0	100	0	—
(シェア)	(2.5)	(1.3)	(0.0)	(0.6)	(0.0)	(1.6)	(0.0)	—
転換社債発行額	1,096	296	1,359	75	0	0	224	—
株式調達額	722	355	367	1,750	157	799	4,294	—

(注) 計数の定義は図表14(2)、15を参照。

# 民間部門総資金調達

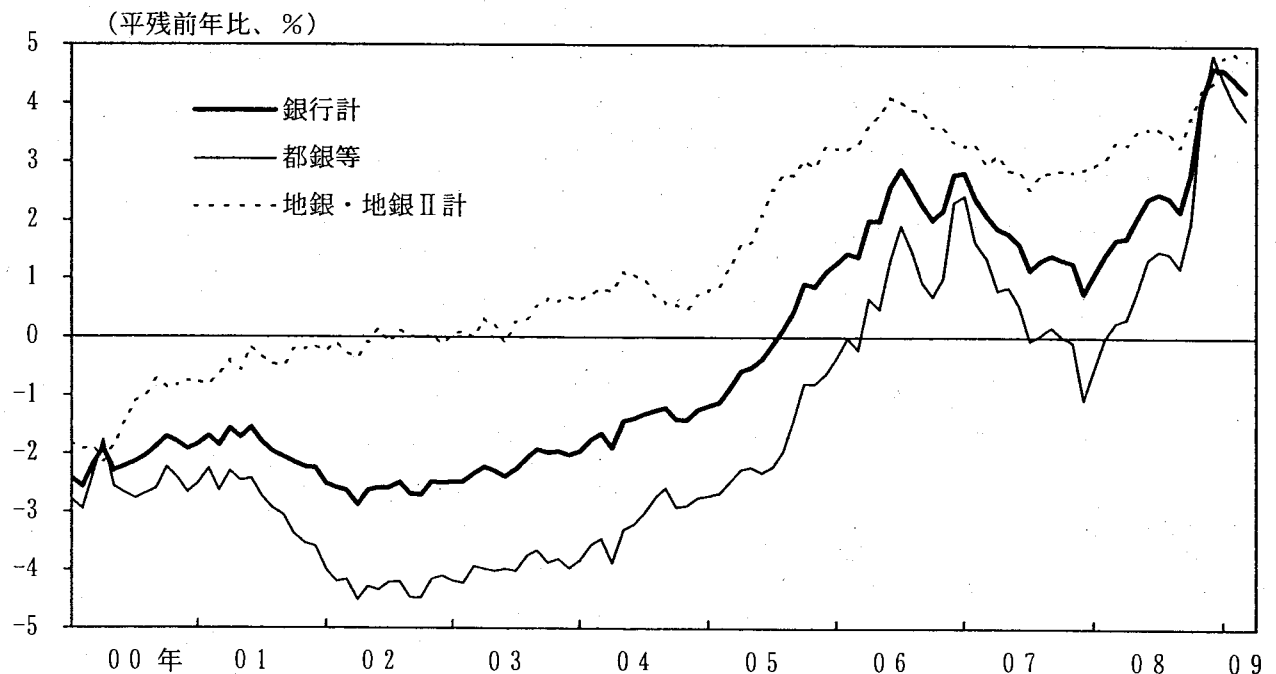
## (1) 民間部門総資金調達の推移

民間部門総資金調達は対外非公表



- (注) 1. 特殊要因調整後。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、幅を持つてみる必要がある。
2. 借入のうち、銀行・信金・外銀計は、都銀等、地銀、地銀Ⅱ、信金、外銀の合計。ただし、①銀行の地公体向け分、および②外銀の中央政府・金融機関向け分(08/5月以降)、を除いている。
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から横ばいと仮定。
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. CP、社債残高の定義は図表14(1)を参照。
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) 民間銀行貸出の動向



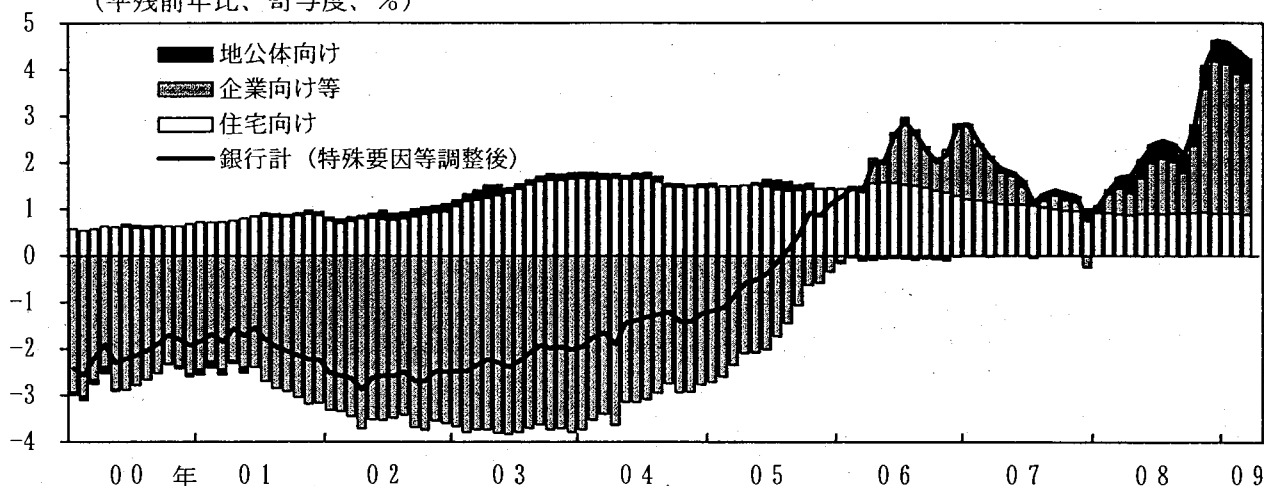
(注) 特殊要因調整後、総貸出ベース。銀行計は都銀等、地銀、地銀Ⅱの合計。

# 民間銀行貸出の内訳

## (1) 借入主体別

借入主体別の計数は  
対外非公表

(平残前年比、寄与度、%)

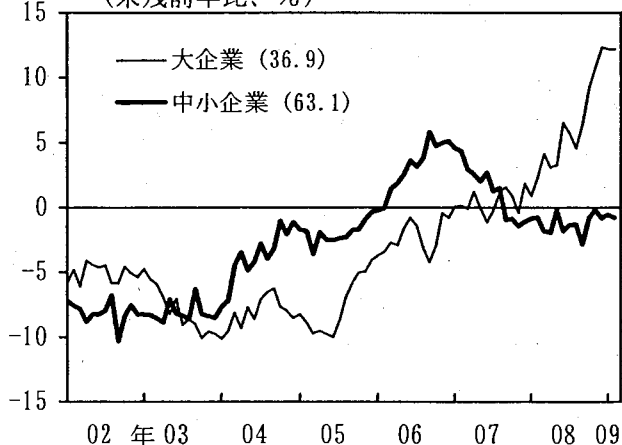


(注) 計数は都銀等、地銀、地銀Ⅱの合計。住宅ローン以外の個人向けは企業向け等に含まれる。09/3月は速報値。

## (2) 企業向け貸出の内訳

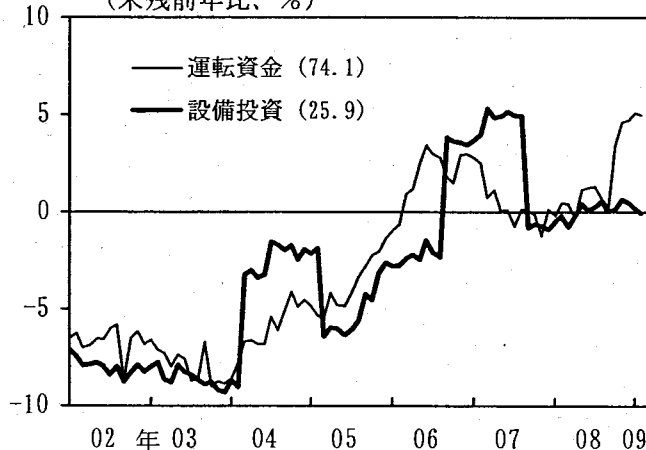
<企業規模別、月次>

(末残前年比、%)



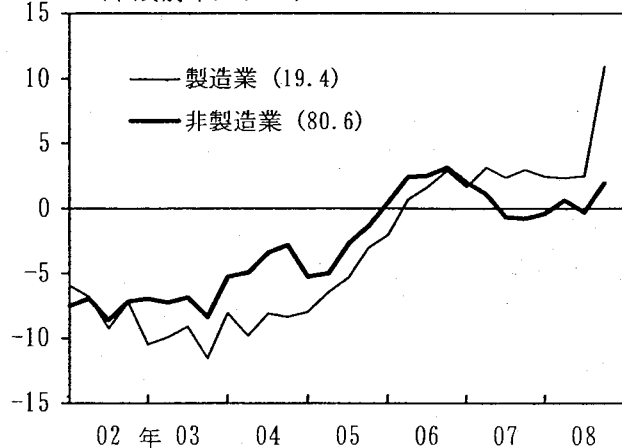
<資金使途別、月次>

(末残前年比、%)



<業種別、四半期>

(末残前年比、%)

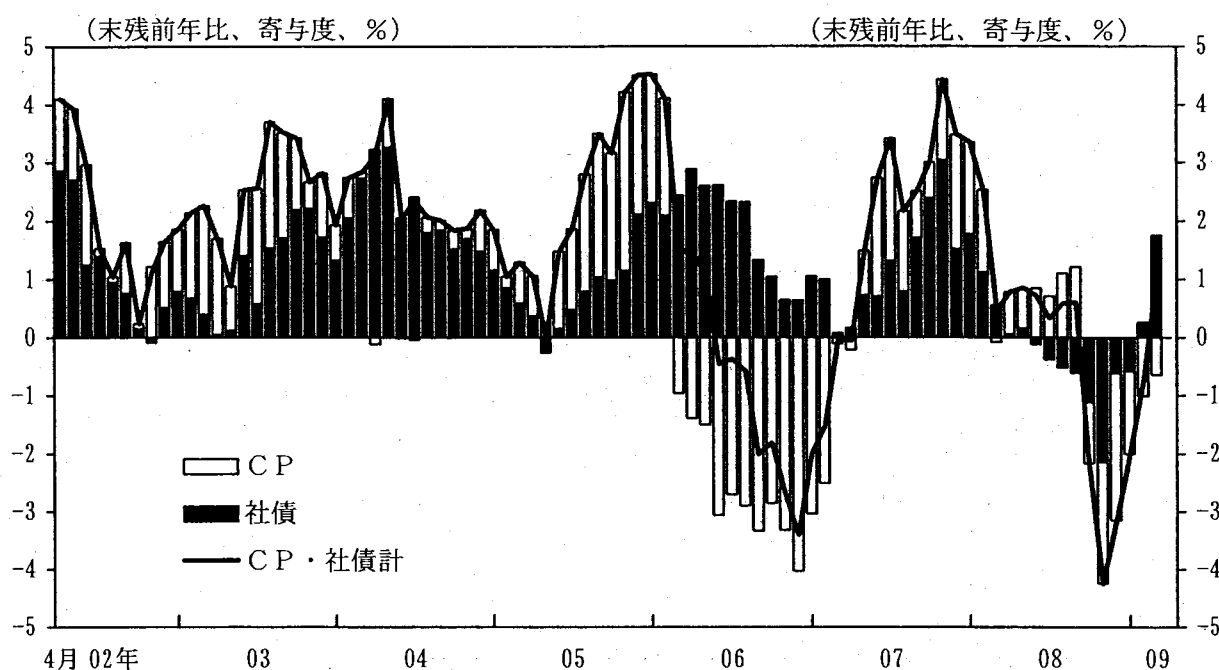


(注) 1. 計数は国内銀行ベース、特殊要因調整前。

2. ( )内は企業向け貸出残高に占めるウェイト。企業規模別・資金使途別は09/2月、業種別は08/4Qの値。

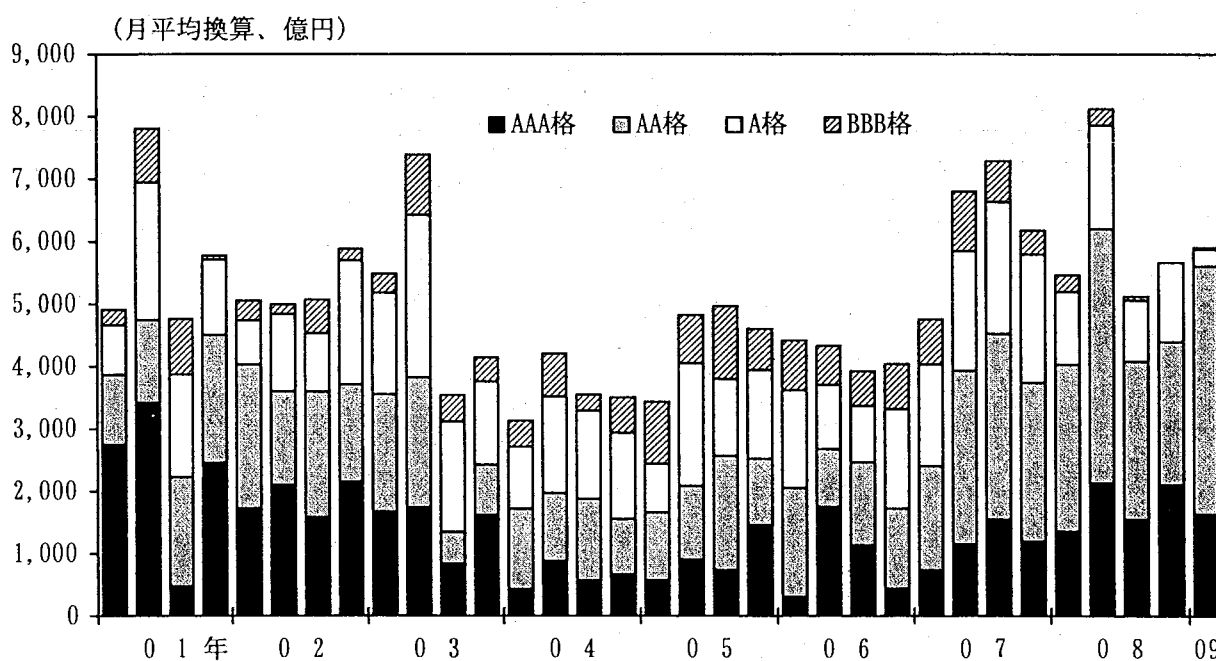
## CP・社債発行残高

### (1) CP・社債発行残高



- (注) 1. CPは短期社債（電子CP）の残高。銀行、証券会社および外国法人等による発行分を含まず、ABCPを含む。なお、08/3月以前は、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。
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。国内発行分は、振替債の残高。ただし、08/4月以前については、振替債以外も含む残高合計値を段差修正して接続。

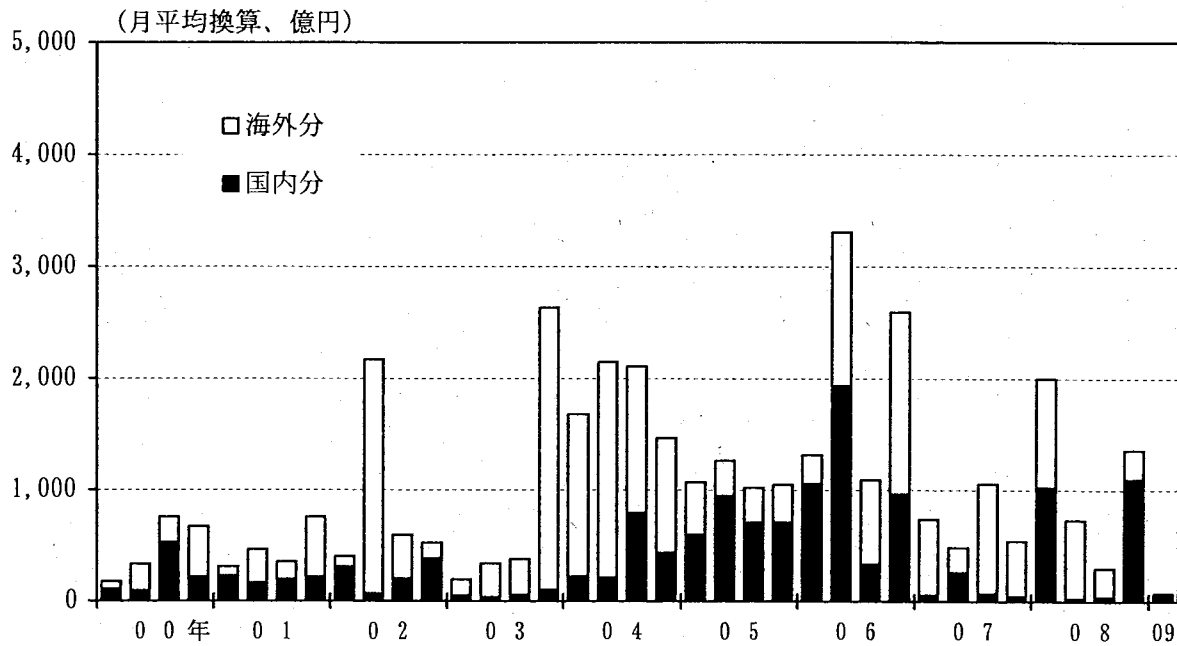
### (2) 社債発行額



- (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。

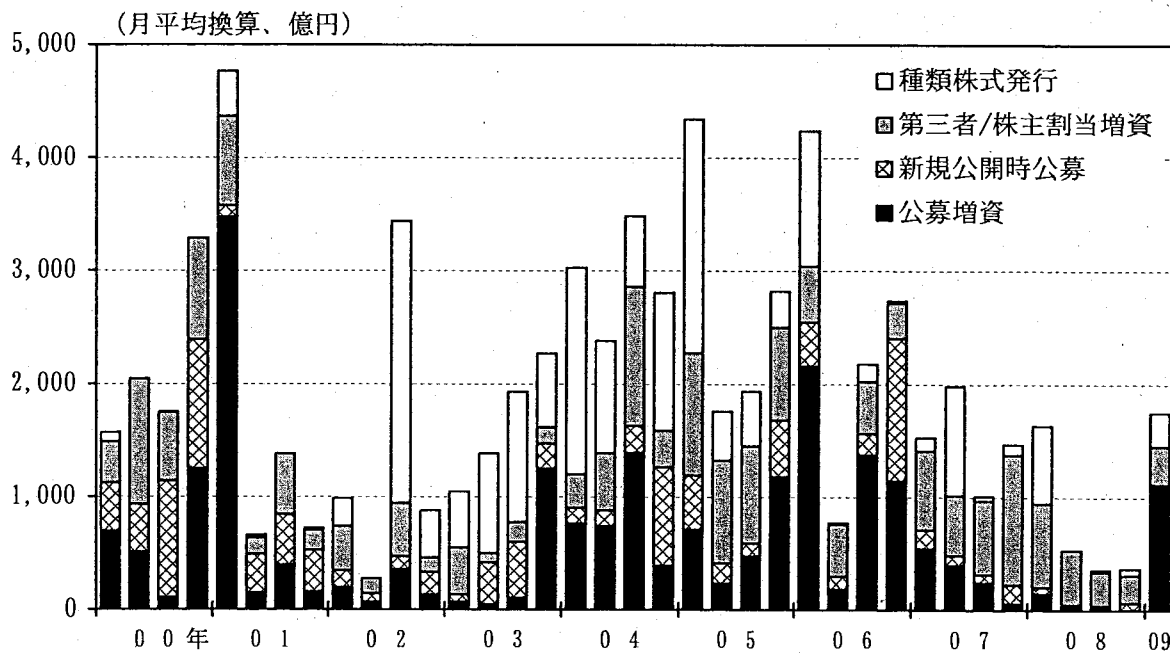
## エクイティファイナンス

### (1) 転換社債発行額



(注) 1. 発行・効力発生日ベースで、銀行発行分を含まない。計数はアイ・エヌ情報センターによる。

### (2) 株式調達額

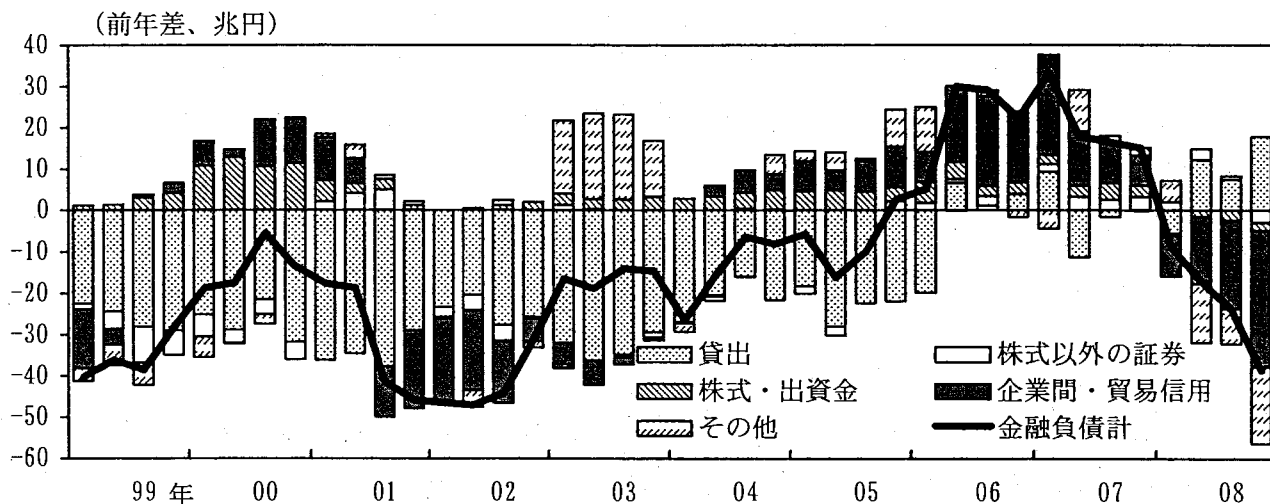


(注) 1. 国内外市場の合計。発行・効力発生日、募集価格総額ベースで、銀行発行分を含まない。計数はアイ・エヌ情報センターによる。

2. 01/1Qの公募増資の急増は、NTTドコモによるもの(2月、合計約1兆円)。

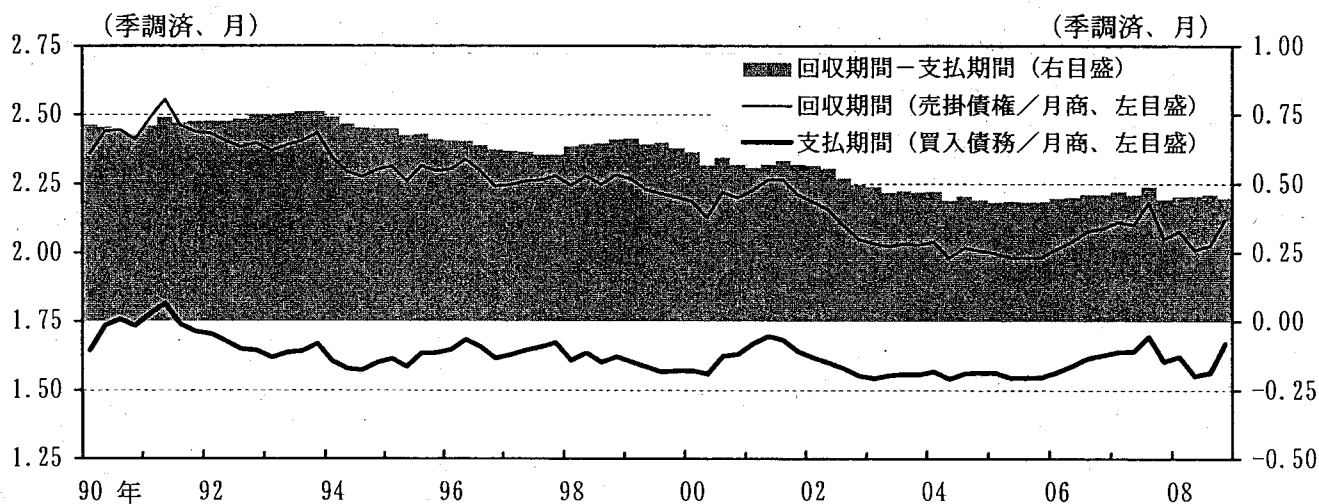
# 企業間信用

## (1) 民間非金融法人企業の金融負債 (資金循環統計)

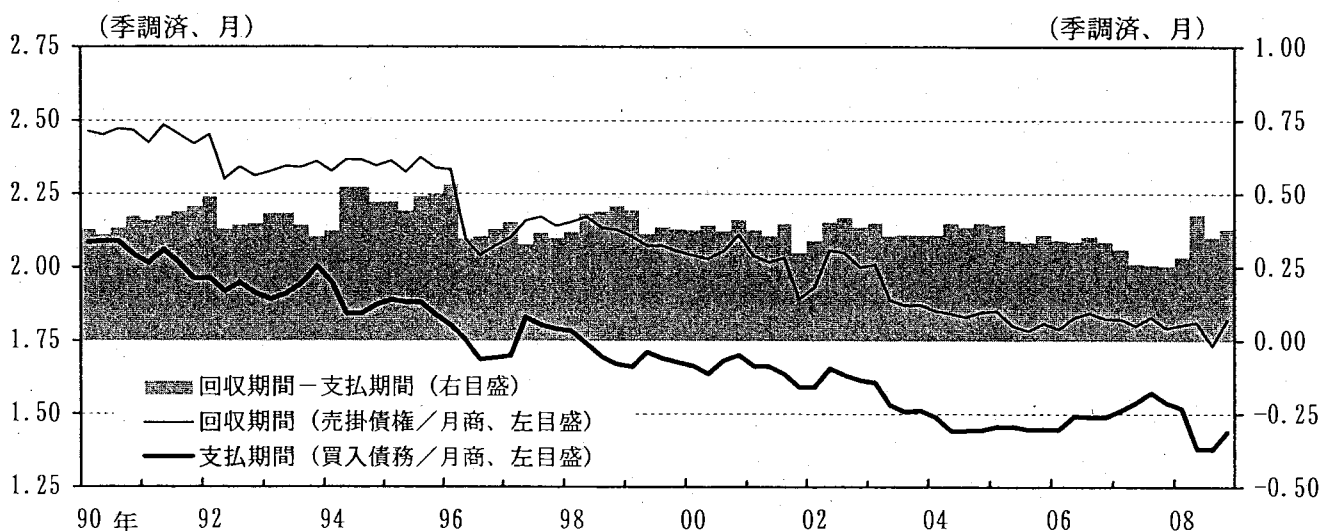


(注) 「その他」は預け金、金融派生商品、未収・未払金、その他対外債権債務等の合計。

## (2) 大企業の回収期間と支払期間 (法人季報)



## (3) 中堅・中小企業の回収期間と支払期間 (法人季報)



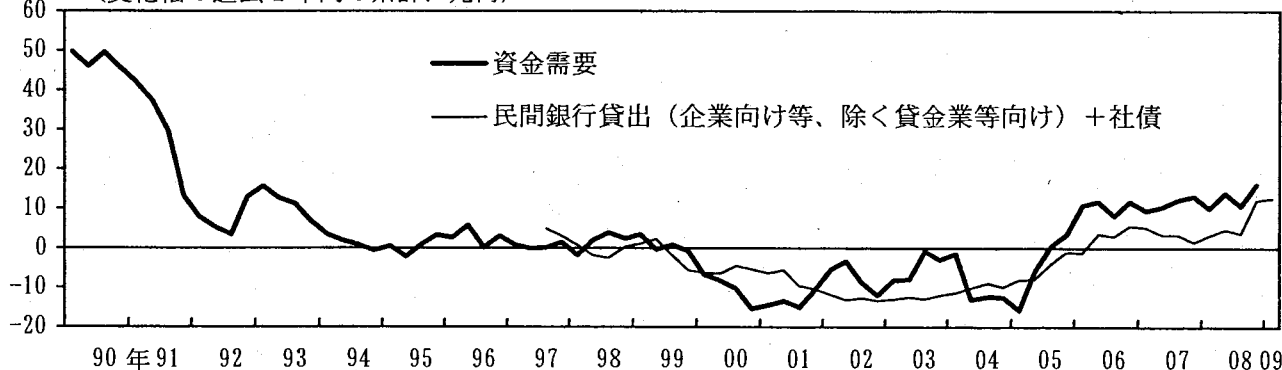
(注) 大企業は資本金10億円以上、中堅・中小企業は資本金1,000万円以上10億円未満。各期の期初・期末平均を用いた。売掛債権は受取手形割引残高を含む。



## 企業部門の資金需要

### (1) 資金需要 (法人季報) と銀行貸出・社債残高

(変化幅の過去1年間の累計、兆円)

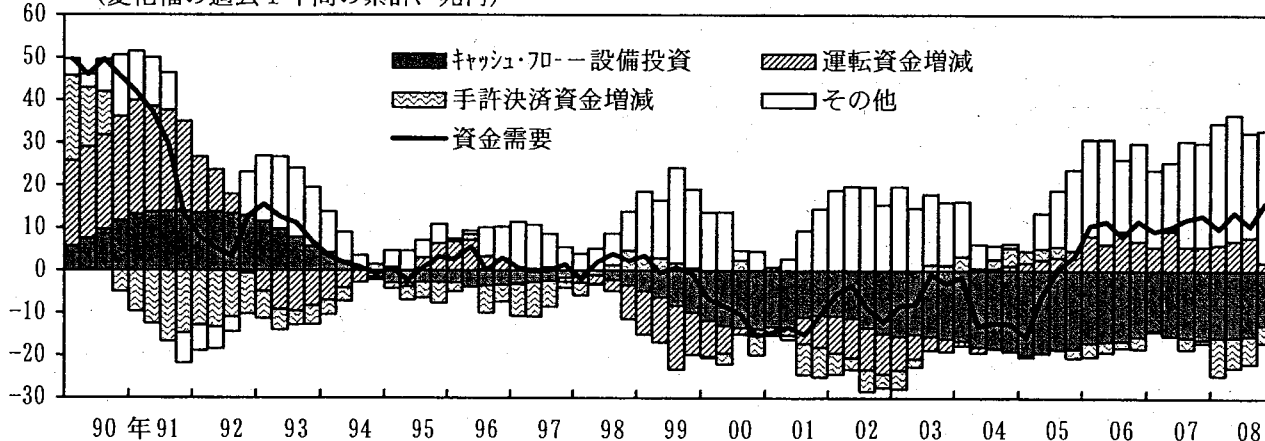


民間銀行貸出の  
計数は対外非公表

(注) 資金需要は法人季報、民間銀行貸出+社債は貸出・資金吸収動向、貸出先別貸出金、振替債残高等からそれぞれ推計。09/1-3月期の民間銀行貸出+社債は、09/3月の値等による速報値。

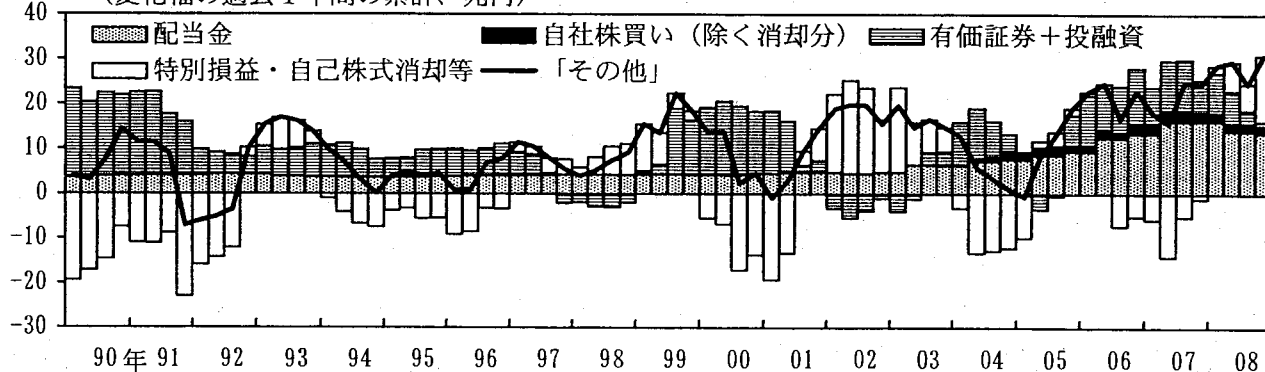
### (2) 資金需要の内訳

(変化幅の過去1年間の累計、兆円)



### (3) 「その他」の内訳

(変化幅の過去1年間の累計、兆円)



- (注) 1. 各計数は法人季報による。資金需要は、資金使途の合計からキャッシュ・フロー、増資等の自己資金調達分を除いたベースで、技術的要因の影響が大きいと思われる有形・無形固定資産のネット売却分を調整したもの。
2. 内訳項目の定義は以下のとおり。① キャッシュ・フロー=経常利益/2+減価償却費、② 手許決済資金=現預金、③ 運転資金=在庫+売掛金(割引手形を含む)-買掛金、④ 有価証券+投融資=有価証券+投資その他の資産-その他純資産(時価会計に基づく未実現損益による変動を除くため)。
3. 設備投資は01/7-9月期以降ソフトウェア投資を含み、自社株買い及びその他純資産のデータ取得は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。
4. 配当金は法人年報による。その際、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。08/10-12月の配当額は推計値。
5. 08/4-6月期における会計基準の変更に伴う科目間振替や、異常値と思われる大きな変動を除いて推計。

## 企業金融関連指標

## ＜金融機関からみた資金需要＞

		08/					09/		
		4～6月	7～9	10～12	1～3	4～6	09/1月	2	3
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		-2	-14	-5	43	13			
大企業向け	(「増加」+ 0.5×「やや増加」 -「減少」+ 0.5×「やや減少」)	4	-4	4	50	14			
中小企業向け		-4	-16	-10	24	8			
個人向け		1	3	-5	-10	-4			

## ＜金融機関の貸出態度＞

		08/					09/		
		4～6月	7～9	10～12	1～3	4～6	09/1月	2	3
貸出態度判断D. I.									
全国短観 (全産業)		8	3	-6	-13	—			
大企業	「緩い」-「厳しい」	17	13	-4	-17	—			
中小企業		2	-3	-9	-14	—			
中小企業 (日本公庫)	「緩和」-「厳しい」	36.7	34.2	17.0	3.9	—	7.0	1.3	3.3
小企業 (日本公庫)	「(前期比)容易」 -「(前期比)困難」	-19.4	-23.0	-28.1	-24.9	—			

## 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」)	3	-1	-2	0	-1			
中小企業向け		7	5	5	22	22			

(注) 中小企業 (日本公庫) の四半期計数は、月次計数の平均。

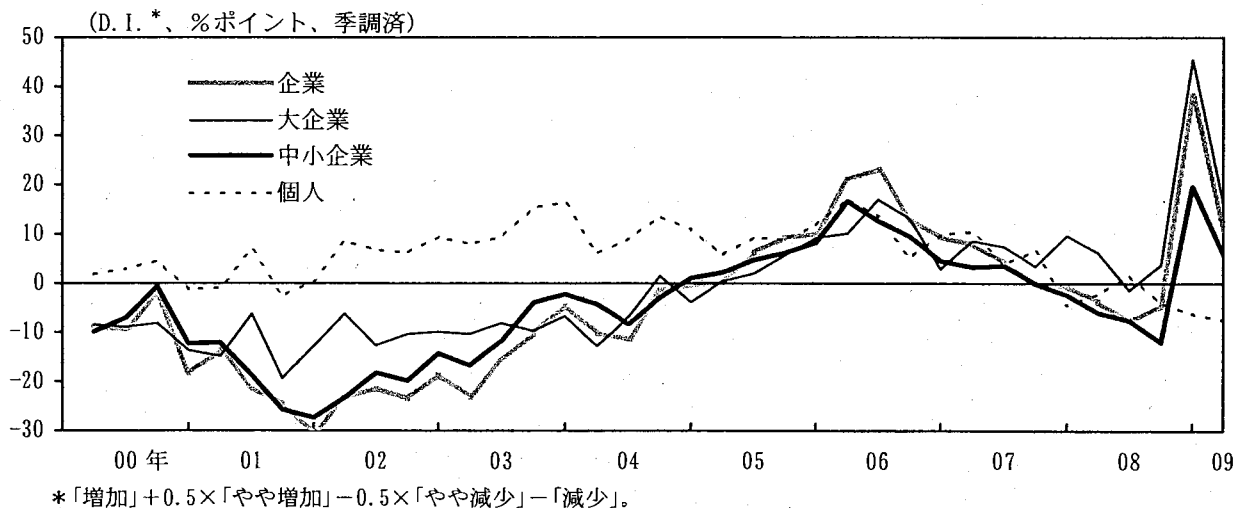
## ＜資金繰りD. I.＞

		08/					09/		
		4～6月	7～9	10～12	1～3	4～6	09/1月	2	3
資金繰りD. I. (注)									
全国短観 (全産業)		2	0	-6	-15	—			
大企業	「楽である」 -「苦しい」	18	15	7	-4	—			
中小企業		-8	-11	-15	-23	—			
中小企業 (日本公庫)	「余裕」-「窮屈」	-4.4	-6.2	-11.6	-18.9	—	-20.8	-20.2	-15.7
中小企業 (商工中金)	「(前月比)好転」 -「(前月比)悪化」	-5.1	-8.0	-12.7	-18.3	—	-17.4	-20.0	-17.5
小企業 (日本公庫)	「(前期比)好転」 -「(前期比)悪化」	-31.5	-34.2	-40.7	-44.0	—			

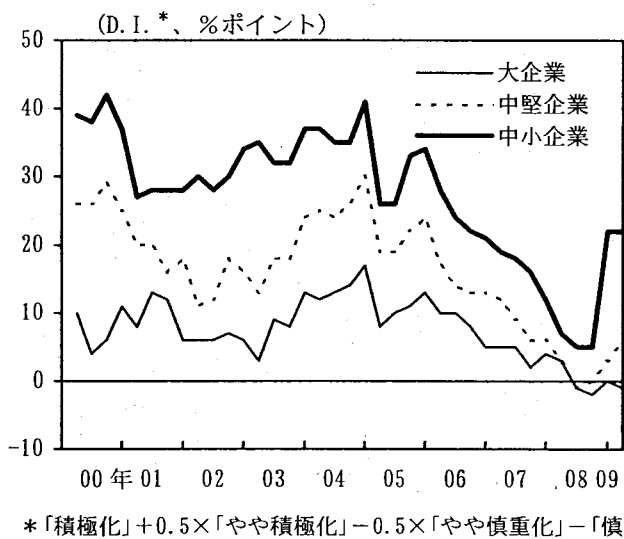
(注) 中小企業 (日本公庫) ・ 中小企業 (商工中金) の四半期計数は、月次計数の平均。

# 金融機関からみた資金需要・貸出運営スタンス

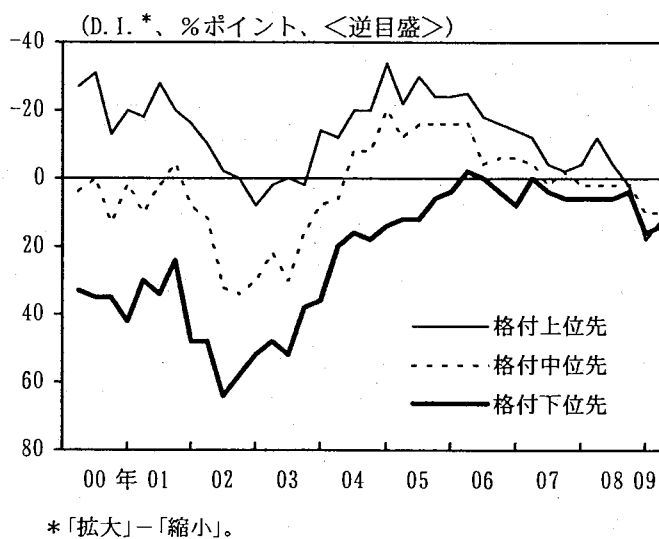
## (1) 資金需要



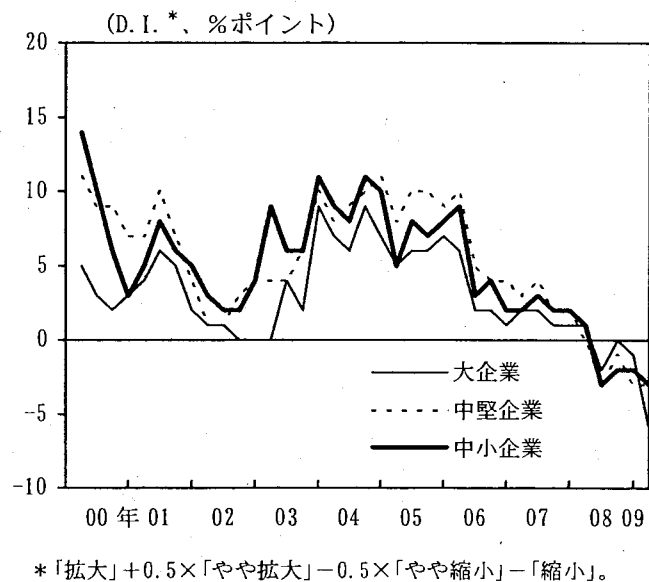
## (2) 貸出運営スタンス



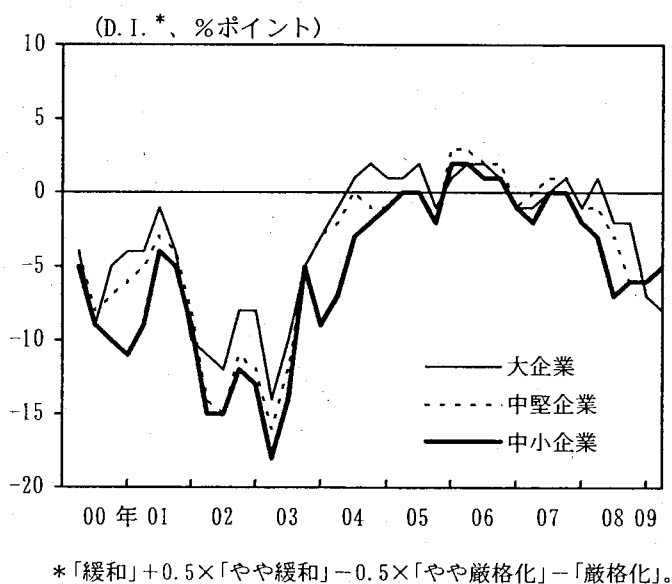
## (3) 利鞘設定



## (4) 信用枠



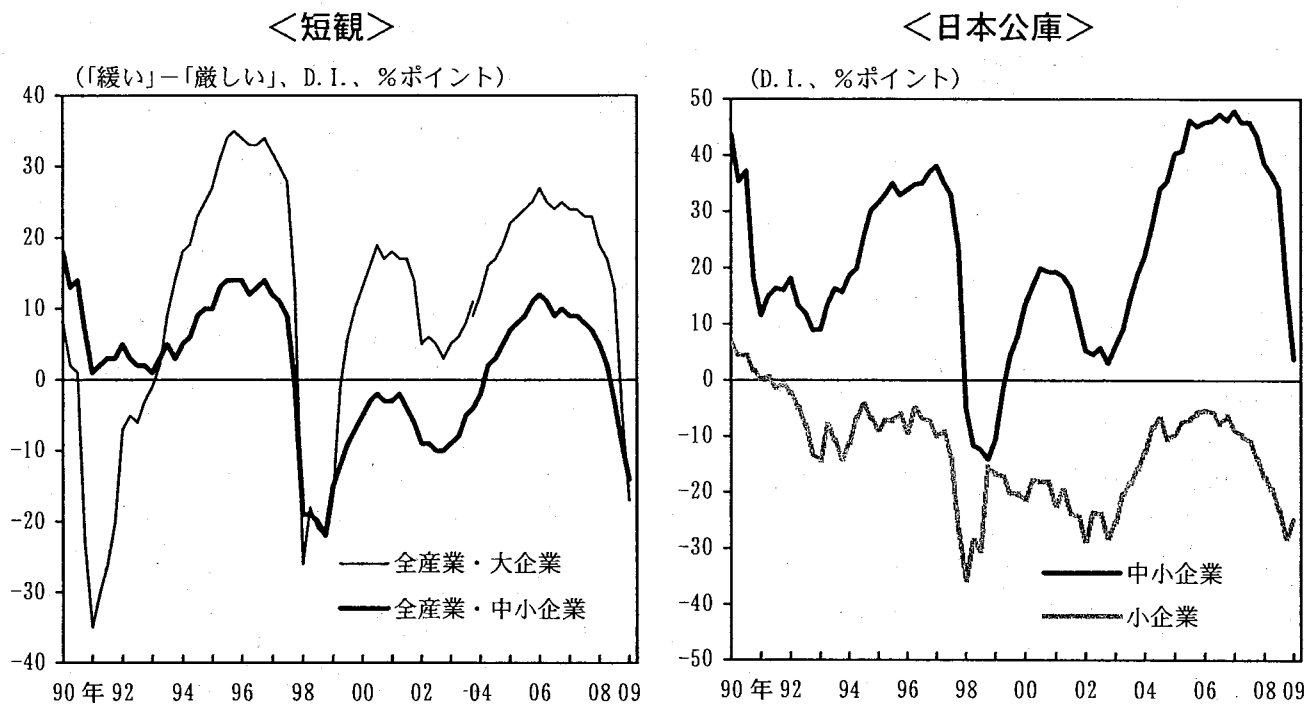
## (5) 信用リスク評価



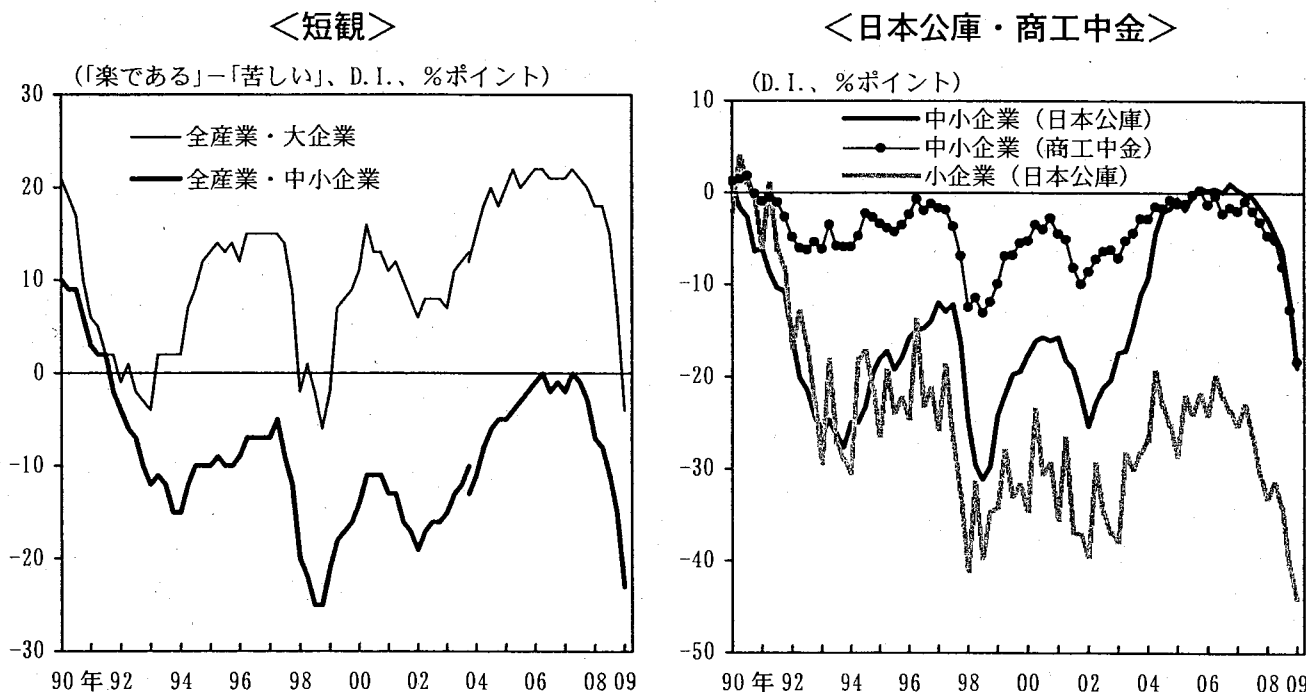
(注) 計数は主要銀行貸出動向アンケートによる。

## 金融機関の貸出態度・企業の資金繰り

## (1) 企業からみた金融機関の貸出態度



## (2) 企業の資金繰り



- (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。  
 2. D.I.の定義は、(1)の日本公庫の中小企業は「緩和」-「厳しい」、小企業は「容易になった」-「難しくなった」。  
 (2)の日本公庫の中小企業は「余裕」-「窮屈」、小企業と商工中金は「好転」-「悪化」。  
 3. 調査対象は、それぞれの取引先。すなわち、日本公庫の中小企業は原則資本金3億円以下または従業員300人以下の企業、小企業は約9割が従業員9人以下の企業。商工中金は出資団体に属する企業(規模は日本公庫の中小企業と概ね同じ)。  
 4. 計数は、日本公庫の中小企業が「中小企業景況調査」、小企業が「全国中小企業動向調査結果(小企業編)」、商工中金は「中小企業月次景況観測」による。なお、日本公庫の中小企業、商工中金の計数は四半期平均値。

## 企業倒産関連指標

## 〈倒産件数・負債総額〉

— 件・億円/月、( )内は前年比、%

	2008年	08/ 7~9月	10~12	09/ 1~3	09/1月	2	3
倒産件数	1,304 (11.0)	1,345 (16.4)	1,356 (13.9)	1,405 (13.5)	1,360 (15.8)	1,318 (10.4)	1,537 (14.1)
〈季調値〉	—	1,376	1,342	1,403	1,428	1,373	1,407
負債総額	10,243 (114.6)	22,986 (310.3)	7,388 (58.9)	10,488 (121.7)	8,390 (44.3)	12,292 (236.6)	10,782 (128.0)
1件あたり負債額	7.9	17.1	5.4	7.5	6.2	9.3	7.0

## 〈資本金別内訳〉

— 件/月、( )内は前年比、%

	2008年	08/ 7~9月	10~12	09/ 1~3	09/1月	2	3
1億円以上	32 (46.8)	43 (96.9)	32 (49.2)	44 (69.2)	39 (69.6)	44 (46.7)	49 (96.0)
1千万円~1億円未満	679 (14.7)	708 (19.1)	722 (17.3)	744 (18.5)	719 (22.3)	696 (12.1)	817 (21.0)
1千万円未満	410 (10.3)	414 (15.2)	427 (15.6)	419 (6.9)	418 (11.5)	394 (2.6)	445 (6.7)
個人企業	183 (-3.4)	180 (0.4)	175 (-4.9)	198 (2.9)	184 (-2.1)	184 (15.7)	226 (-1.7)

## 〈業種別内訳〉

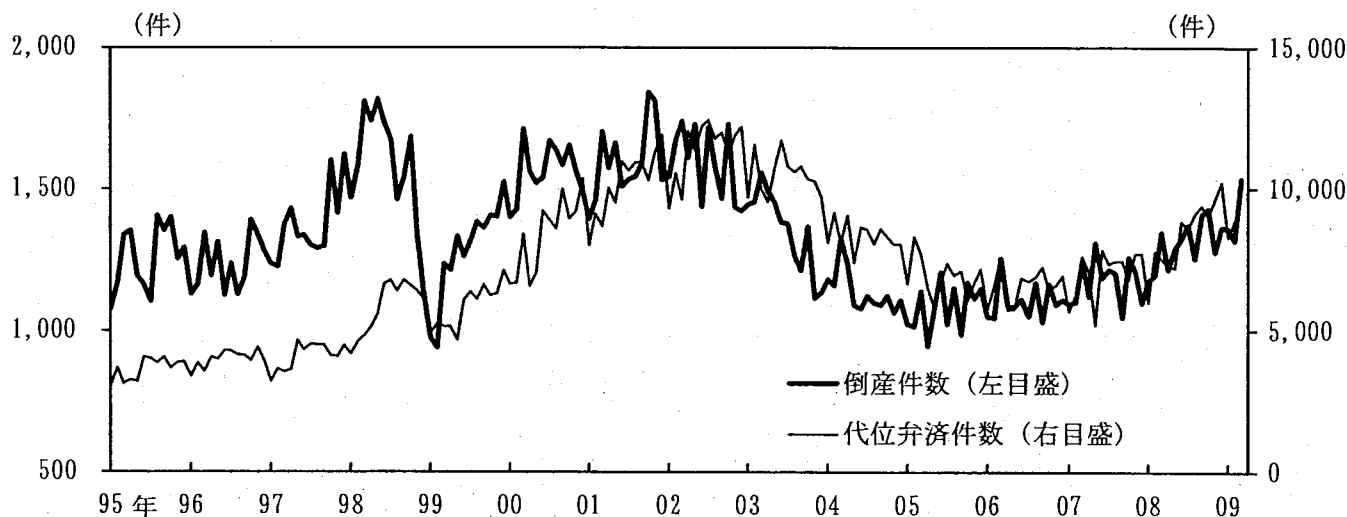
— 件/月、( )内は前年比、%

	2008年	08/ 7~9月	10~12	09/ 1~3	09/1月	2	3
建設業	372 (11.2)	410 (24.0)	373 (5.6)	356 (7.3)	361 (16.8)	351 (8.0)	357 (-1.4)
製造業	195 (15.8)	196 (13.1)	213 (31.1)	253 (35.5)	233 (37.9)	244 (36.3)	283 (32.9)
卸売・小売業	339 (4.5)	333 (1.1)	354 (9.2)	371 (8.4)	351 (10.7)	344 (0.9)	417 (13.3)
金融・保険・不動産業	57 (27.7)	58 (50.0)	59 (18.7)	70 (31.3)	79 (29.5)	58 (20.8)	73 (43.1)
運輸業	52 (39.6)	54 (50.0)	60 (73.1)	51 (7.7)	44 (0.0)	48 (6.7)	61 (15.1)
サービス業	243 (7.3)	246 (17.7)	249 (9.2)	249 (9.2)	246 (12.3)	223 (3.7)	277 (11.2)

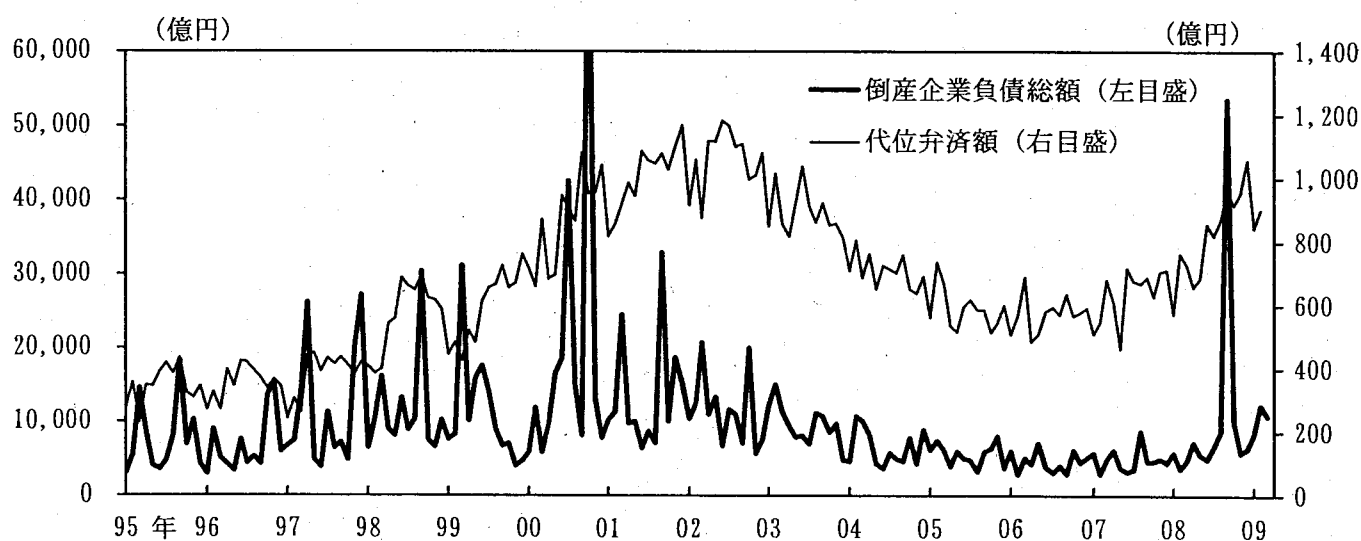
(注) 東京商工リサーチ調べ。09/1月以降の業種別内訳は、新業種分類による。

# 企業倒産と信用保証

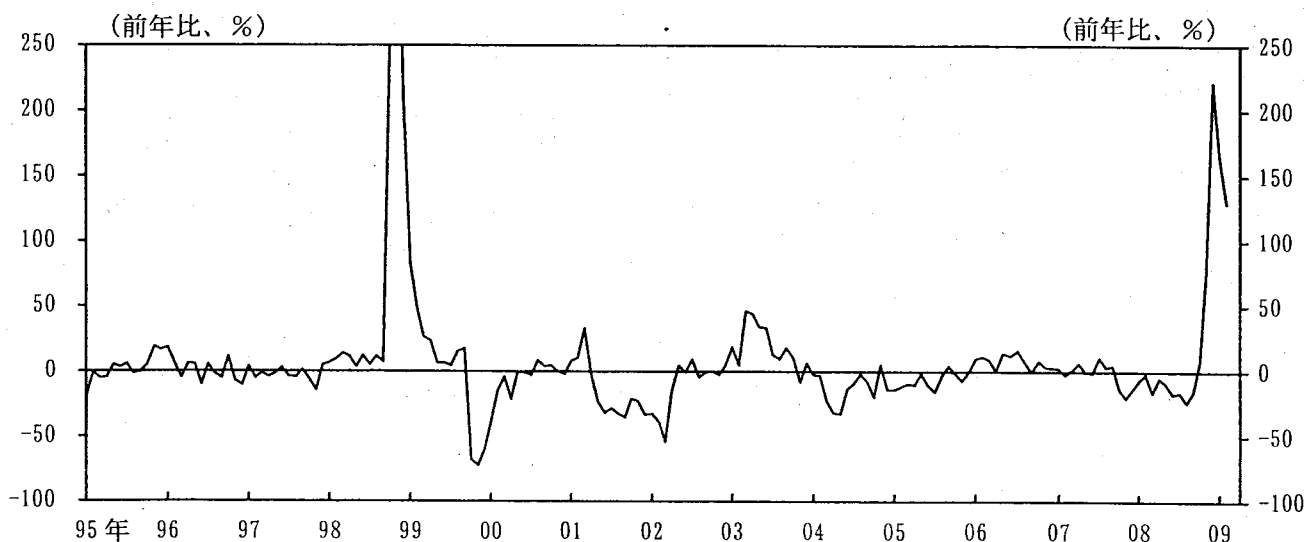
## (1) 倒産件数と代位弁済件数



## (2) 倒産企業負債総額と代位弁済額



## (3) 保証承諾実行額



(注) 計数は、東京商工リサーチ、中小企業庁、全国信用保証協会連合会による。

## マネー関連指標

## ＜マネタリーベース＞

— 平残前年比、%；残高、兆円

	2008年	08/ 7~9月	10~12	09/ 1~3	09/1月	2	3	2008年 平残
マネタリーベース	0.1	-0.0	1.7	5.7	3.9	6.4	6.9	89
(平残、兆円)	—	(88.1)	(90.1)	(93.9)	(93.5)	(93.7)	(94.5)	—
日本銀行券発行高	0.8	0.6	0.8	0.6	0.4	0.7	0.8	76
貨幣流通高	0.8	0.7	0.5	0.1	0.2	0.1	-0.1	5
日銀当座預金	-6.0	-5.8	11.0	59.0	41.8	65.8	69.1	8
(参考)金融機関保有現金	2.8	2.7	2.4	0.6	0.3	1.5	0.2	8

## ＜マネーストック＞

— 平残前年比、%；残高、兆円

	2008年	08/ 7~9月	10~12	09/ 1~3	09/1月	2	3	2008年 平残
M2	2.1	2.2	1.8	2.1	2.0	2.1	2.2	735
M3	0.7	0.9	0.6	1.1	0.9	1.2	1.3	1,035
M1	-0.5	-0.5	-0.9	-0.4	-0.8	-0.3	0.0	480
現金通貨	0.6	0.4	0.6	0.6	0.4	0.6	0.8	72
預金通貨	-0.7	-0.7	-1.2	-0.5	-1.0	-0.5	-0.1	408
準通貨	1.8	2.0	2.2	2.5	2.5	2.5	2.6	531
CD	3.2	5.1	-0.7	1.2	1.5	1.1	1.0	23
広義流動性	1.0	0.7	-0.2	-0.2	-0.3	-0.2	0.0	1,431

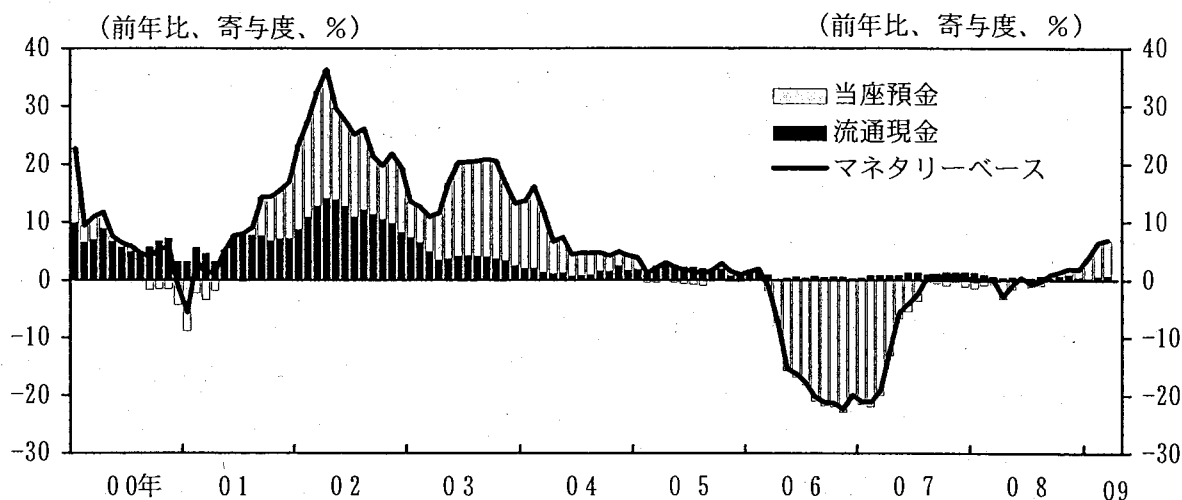
## ＜主要金融商品の内訳（広義流動性ベース）＞

— 平残前年比、%；残高、兆円

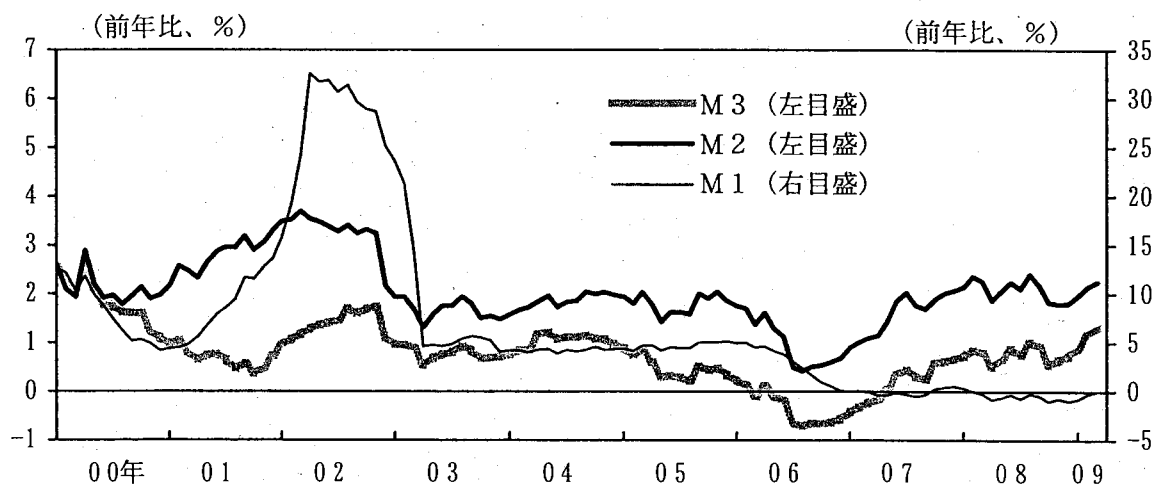
	2008年	08/ 7~9月	10~12	09/ 1~3	09/1月	2	3	2008年 平残
金銭の信託	0.7	-2.4	-3.6	-5.6	-5.1	-5.9	-5.7	182
投資信託	9.8	6.6	5.1	4.6	4.8	4.4	4.7	73
金融債	-12.8	-13.2	-10.2	-9.9	-10.1	-9.8	-9.7	7
国債	2.1	-0.4	-3.0	-4.3	-3.3	-4.7	-5.1	77
外債	-2.3	3.6	-4.1	-4.4	-7.1	-4.8	-1.2	55

# マネーストック

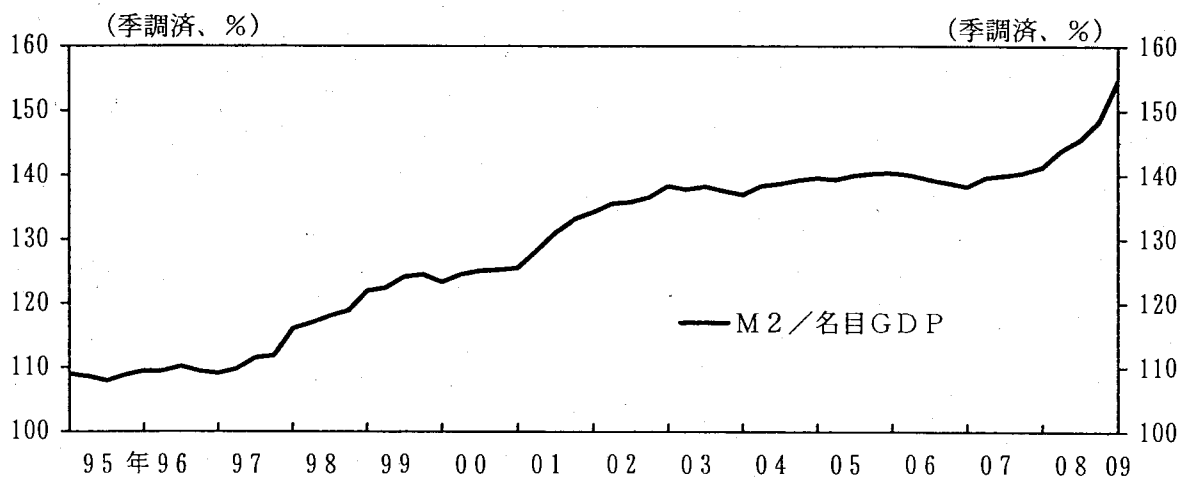
## (1) マネタリーベース



## (2) マネーストック



## (3) マーシャルのk (=M2 / 名目GDP)



- (注) 1. マネタリーベース=流通現金(銀行券および貨幣とともに金融機関保有分を含む)+日銀当座預金。  
2. (2)の04/3月以前、(3)の03/3月以前のM1、M2、M3は、マネーサプライ統計の「M1」、「M2+CD」、「M3+CD-金銭信託」による。  
3. 09/1Q名目GDPは、ESPフォーキャストから試算。

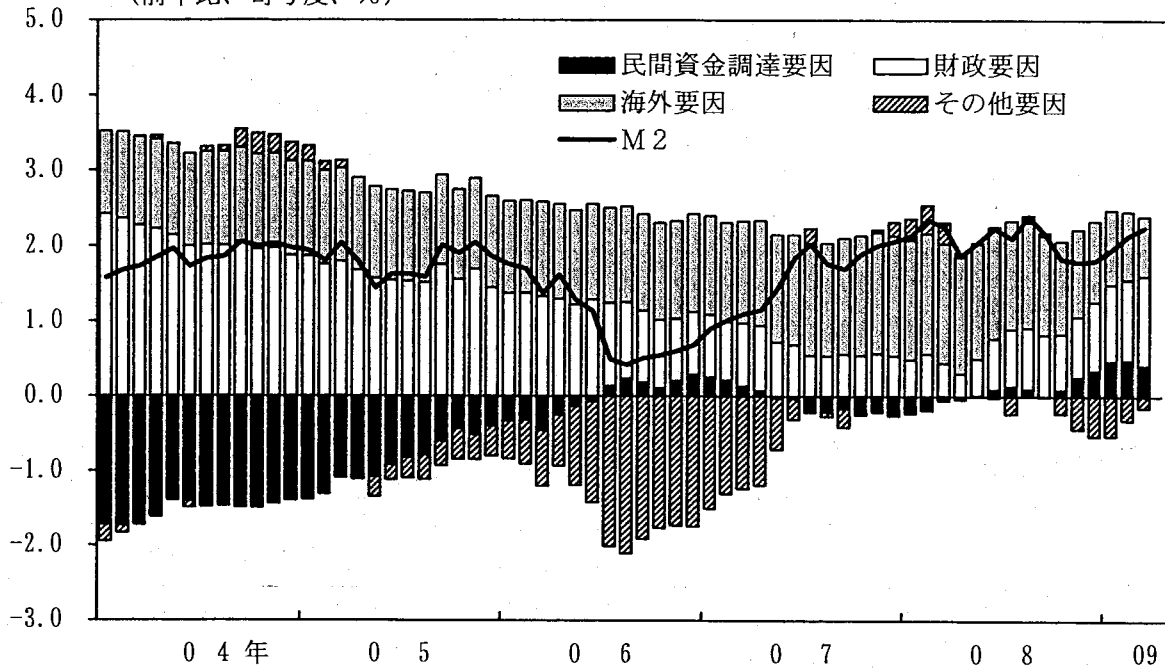


# M2のバランスシート分解

— 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の要因分解

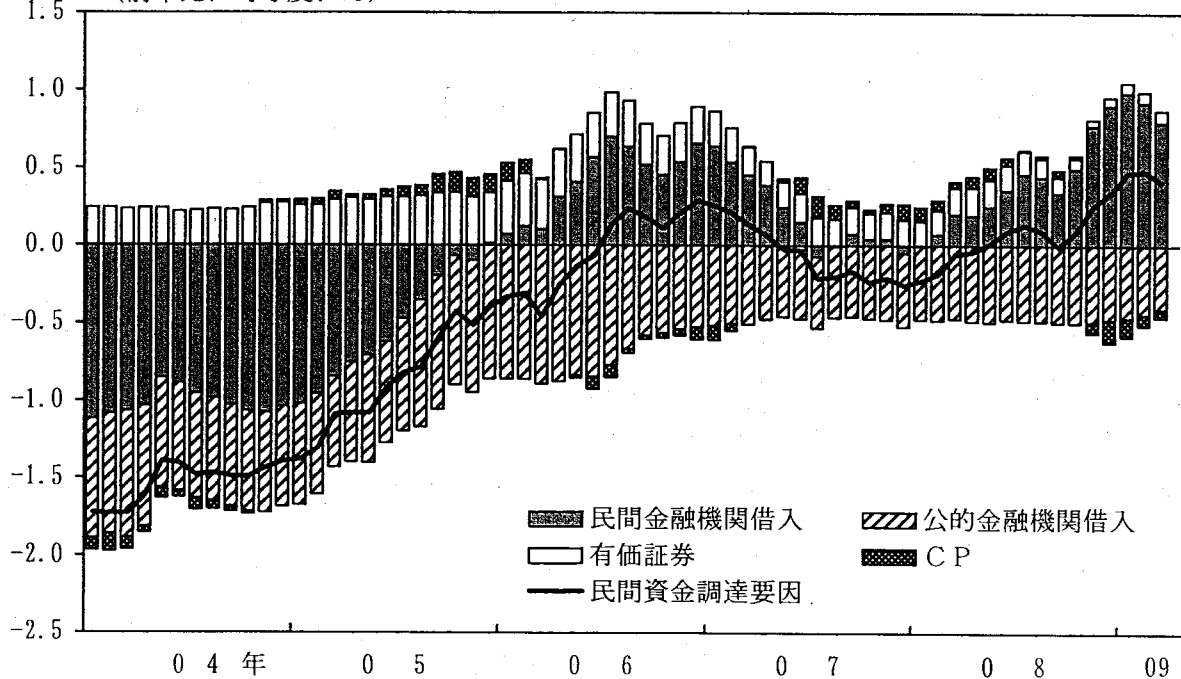
(前年比、寄与度、%)



(注) 一部に暫定値、推計値を含む。「その他」は金融資産間の資金シフト要因と残差。

## (2) 民間資金調達要因の内訳

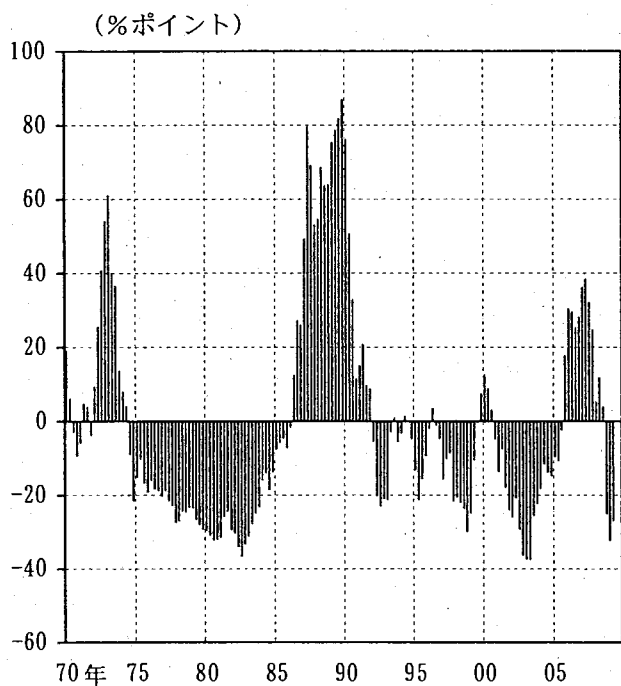
(前年比、寄与度、%)



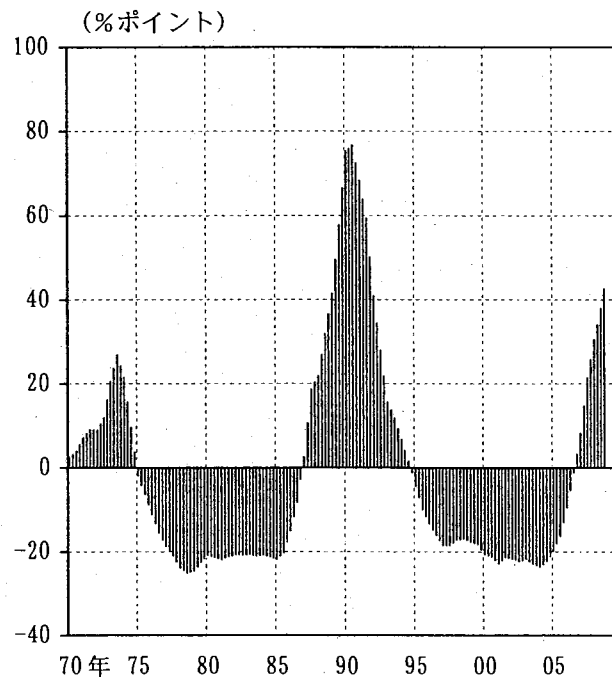
- (注)
- 一部に暫定値、推計値を含む。
  - CPは金融機関保有分（銀行CPを除いたベース）であり、証券会社保有分は含まない。また、有価証券のうち社債は金融機関保有分。
  - なお、CPのうち国内銀行保有分については「預金・現金・貸出金」統計のデータを使用。当該統計では、定義変更による不連続は生じない。

## ファイナンシャル・インバランス指標

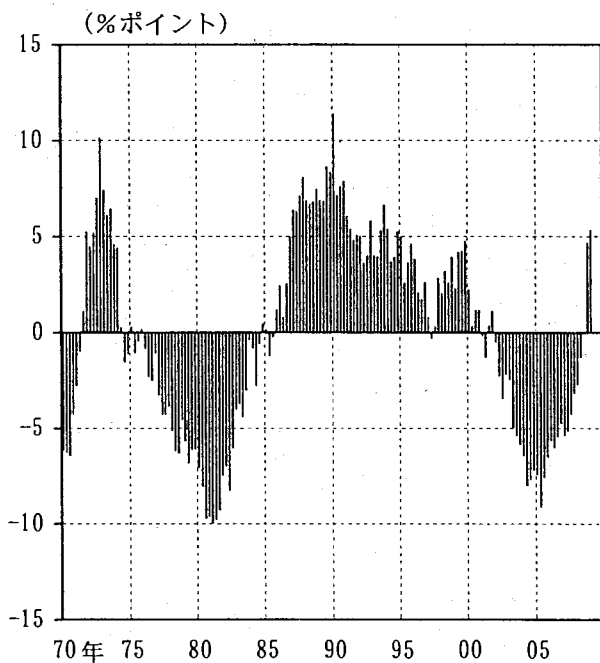
(1) 株価ギャップ



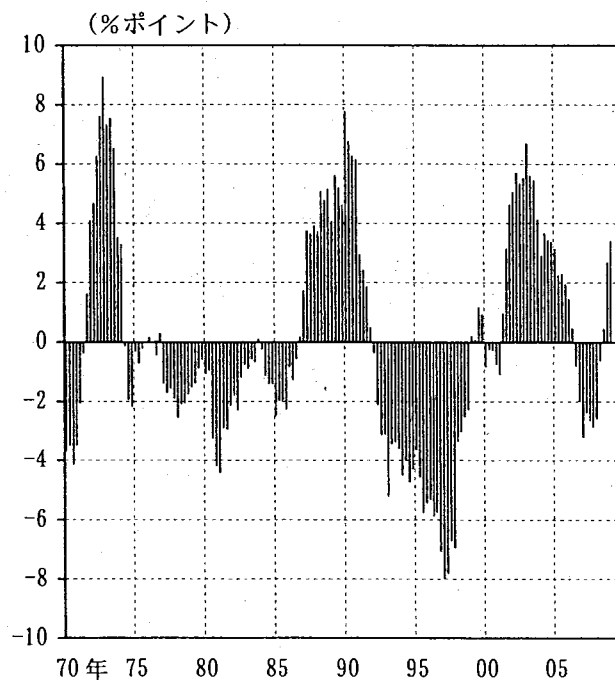
(2) 地価ギャップ



(3) 貸出ギャップ



(4) マネー・ギャップ



(注) 株価ギャップ、地価ギャップ、貸出ギャップ、マネー・ギャップは、それぞれ株価 (TOPIX)、地価 (市街地価格指数・六大都市平均等)、民間部門向け銀行貸出、M2の名目GDP比率の長期トレンドからの乖離。なお、長期トレンドは、HPフィルター ( $\lambda = 400,000$ ) によって求めた。

一覽後廃棄

要 回 収

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、0.1%前後で推移  
するよう促す。

以 上

(別 添)

2009年4月30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○<sup>(注)</sup>）。

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.1%前後で推移  
するよう促す。

以 上

---

<sup>(注)</sup> 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：2039年12月>

2009年4月30日

日 本 銀 行

### 経済・物価情勢の展望（2009年4月）（案）

#### 【基本的見解】<sup>1</sup>

2008年秋以降、米欧の金融システムや国際金融資本市場の動揺が深刻化する中、世界経済は同時かつ急速に悪化した<sup>2</sup>。最近に至り、在庫調整の進捗などを背景に、世界的に景気の下げ止まりに向けた動きがみられ始めているほか、各国当局は大規模な政策対応を検討中あるいは実施途上にあり、今後、これらの政策が効果を発揮していくことが期待される。もっとも、こうした動きが、世界経済の順調な回復につながっていくかどうかについては、なお確実とはいえない状況にある。先行きの世界経済を展望する上では、米欧の金融システムの建て直しがどのように進むのか、また、新興国も含め世界需要がどの程度のテンポで回復していくのか、といったことが重要な着目点となる。以下、このような点における不確実性も十分念頭に置いた上で、わが国の経済・物価情勢の展望について、中心的な見通しとリスク要因の双方を検討することとする。

#### （経済情勢の見通し）

わが国経済は、大幅に悪化している。2008年度のわが国経済は、1月の中間評価時点と比べると、大幅に下振れた。企業部門では、海外経済の急

<sup>1</sup> 4月30日開催の政策委員会・金融政策決定会合で決定されたものである。

<sup>2</sup> 昨年秋以降、日本銀行、国際機関、民間調査機関の実質GDP成長率の見通しは、いずれも急速かつ大幅に下方修正された（参考図表）。

速な落ち込みから輸出が著しく減少したほか、企業収益や金融環境の悪化により設備投資も大幅に低下した。家計部門でも、消費者マインドや雇用・所得環境の悪化を背景に、個人消費が弱まってきた。

先行き 2009 年度から 2010 年度を展望すると、わが国経済は、海外経済や国際金融資本市場の動向に大きく依存した展開を辿る可能性が高い。2009 年度前半は、国内民間需要は引き続き弱まっていく一方で、内外の在庫調整の進捗を背景に、輸出・生産の減少に歯止めがかかっていくと予想される<sup>3</sup>。このため、わが国経済は、……。2009 年度後半以降は、各国における各種政策が効果を顕わすとともに、2000 年代半にかけて蓄積された金融や実体経済における様々な過剰の調整も徐々に進捗するとみられるため、国際金融資本市場が落ち着きを取り戻し、海外経済も持ち直していくと考えられる。わが国経済も、こうした海外経済や国際金融資本市場の回復に加え、金融システム面での対策や財政・金融政策の効果もあって……。見通し期間の後半には、……が想定される<sup>4</sup>。

こうした見通しの内容を、やや詳しくみると、以下の通りである。

## ■ 海外経済

海外経済は、金融と実体経済の負の相乗作用が働いており、当面、悪化を続けると考えられる。米国では、住宅価格が大幅に下落しており、家計のバランスシート調整が続いているほか、金融機関の貸出姿勢は厳しい状

---

<sup>3</sup> 2008 年度は、年度後半に、実質 GDP 前期比成長率が大幅に低下した。このため、2009 年度は、極めて低い実質 GDP の水準から始まるため、2009 年度中に、日本経済が下げ止まる場合でも、前年度対比の成長率は大幅なマイナスとなる。このように、経済の変動が極めて大きい場合には、各時点における成長率（前期比成長率）と年度平均の成長率が大きく異なりうることに留意する必要がある。

<sup>4</sup> 大幅な景気悪化により、資本ストックの伸び率が低下していることなどを反映し、わが国の潜在成長率は、従来推定されていた水準よりも低下していると判断される。見通し期間中の潜在成長率については、2008 年 10 月の展望レポート時点の「1%台半ばないし後半」から低下し、「1%前後」と推定される。

態が続いている。また、雇用情勢や企業収益も急速に悪化している。このため、実体経済活動は弱まってきており、これが、信用コストの増加を通じて、金融機関収益に対してマイナスの影響を及ぼしている。欧州経済でも、輸出の減少や金融環境のタイト化の影響などから、悪化が続くとみられる。また、新興国や資源国においても、成長率は低い水準にとどまると考えられる。

ただし、このところ、世界的な在庫調整の進捗や中国における政策効果の発現など、世界経済の下げ止まりを示唆する動きがみられ始めている。先行き 2009 年度後半以降は、2000 年代半にかけて蓄積された金融や実体経済における様々な過剰の調整が進展するとみられるうえ、現在、各国で策定・実施されている各種の政策も、徐々に効果を発揮すると考えられる。このため、海外経済は、全体として、持ち直していく姿が想定される。

#### ■ 企業部門

企業部門では、昨年夏以降の商品市況の下落の影響が、時間をおいて徐々に波及してくるため、交易条件の改善が見込まれるものの、海外経済の悪化や既往の円高の影響などから、当面は、製造業では厳しい収益環境が続き、稼働率も大幅に落ち込んだ状態が続くと考えられる。こうした動きは、非製造業の収益にもマイナスの影響を及ぼしていくとみられる。このような状況のもとで、設備投資は、当面、減少を続けるとみられる。もっとも、先行きについては、グローバル需要に関する中長期的な成長期待が大きく下振れないとすれば、輸出や企業収益が回復していくことに伴い、設備投資の伸びも徐々に回復していくと見込まれる。

#### ■ 家計部門

個人消費は、雇用・所得環境の悪化により、当面、弱まっていく可能性が高い。既に、所定外労働時間が大幅に減少しているほか、非正規雇用の調整が進んでいる。今後、こうした動きは、特別給与の大幅な削減や新卒

採用の抑制などに拡がっていく可能性が高く、雇用・所得環境は、当面、厳しさを増していくとみられる。先行きについては、消費財・サービス価格の下落により実質所得が押し上げられる効果や、各種政策に対する期待が消費者マインドを下支えする効果が期待されるが、雇用・所得環境の改善は、企業収益の回復に遅れる傾向にあるため、見通し期間中、個人消費の回復は緩慢なものに止まると見込まれる。

## ■ 金融環境

わが国の企業金融を巡る環境をみると、CP・社債市場の発行環境が改善するなど、昨年後半と比べると、逼迫度合いはやや緩和している。もっとも、企業業績の悪化を背景に、資金繰りや金融機関の貸出態度が厳しいとする先が増加するなど、全体としては厳しい状況が続いている。2009年度前半は、まず企業の資金需要面では、在庫調整の進捗や原材料コストの低下などを背景に、運転資金需要は徐々に後退していくとみられる。一方、資金供給面では、低金利環境が続く中、各種施策の効果もあって、CP・社債市場の発行環境の改善が持続し、銀行貸出の増加が続くことが想定される。このため、企業金融の逼迫度合いは、次第に緩和していく姿が見込まれる。ただし、企業収益の低迷がしばらく続くとともに、これを背景に信用リスクに対する金融機関や投資家の慎重な姿勢が続くとみられるため、企業の資金調達を巡る不安は、なお根強く残るものと考えられる。

2009年度後半以降は、国際金融資本市場が落ち着きを取り戻す中で、実体経済や企業収益が緩やかに持ち直していくとみられる。こうした状況のもとで、各種施策の効果もあって、わが国の金融システムや金融市場の安定性が増していき、金融機関の融資姿勢や投資家の投資姿勢が好転するなど、金融環境の厳しさは、徐々に後退していくものと考えられる。見通し期間の後半には、こうした金融環境改善の動きが、実体経済の回復を後押ししていくことが期待される。



### (物価情勢の見通し)

以上の経済の見通しのもとで、物価を巡る環境についてみると、まず、労働や設備といった資源の稼働状況は、現在、過去の平均を大きく下回る水準にあり、需給ギャップは大幅なマイナスとなっているとみられる。先行きは、景気が回復するにつれて、資源の稼働状況も緩やかに回復していく姿が想定されるが、見通し期間の後半に至っても需給ギャップのマイナスは残存するとみられる。ユニット・レーバー・コスト（生産1単位当たりの人件費）は、生産の大幅な減少により一時的に上昇した後、低下していく可能性が高い。この間、中長期的なインフレ予想は、長期金利の動向等からみて、大きくは変化していないとみられる。また、国際商品市況は、世界経済の回復につれて、緩やかに上昇していくことが想定される。

物価指数に即してみると、国内企業物価指数は、既往の国際商品市況安や需給環境の悪化を反映して、2009年度は……。2010年度は、需給ギャップのマイナスが残存するため、国内企業物価指数は……。国際商品市況の緩やかな上昇を背景に、……。

消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比は、石油製品価格の下落や食料品価格の落ち着きに加え、経済全体の需給バランスの悪化などを反映して、2009年度半ばにかけて……。その後、中長期的なインフレ予想が安定的に推移するとの想定のもと、石油製品価格や食料品価格の影響が薄れていくため、……。

### (上振れ・下振れ要因)

以上述べた相対的に蓋然性が高いと判断される見通しについては、経済・物価の面で上下両方向のリスクがあり、特に現在のように不確実性が極めて高い状況においては、こうした要因に十分留意する必要がある。

まず、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要因がある。

第1に、国際的な金融と実体経済の負の相乗作用の帰趨である。昨年秋以降、金融資本市場の混乱は、米欧のみならず、新興国・資源国にも波及し、実体経済と金融の負の相乗作用は、世界的に強まっている。各種政策にもかかわらず、資産価格の下落や実体経済の悪化が続く場合には、負の相乗作用が強まり、海外経済が更に下振れたり、回復のタイミングが遅れるリスクがある。また、金融資本市場の緊張が緩和された後も、しばらくは、金融機関や投資家の慎重なリスクテイク姿勢が続き、実体経済活動を抑える要因となる可能性もある。更には、各国における景気回復が遅れた場合、保護主義的な動きが拡がり、貿易や金融取引の縮小を通じて、世界経済を更に下押しするリスクにも注意する必要がある。

各国別にみると、まず米国では、金融市場の一部で改善の動きがみられるものの、金融資本市場全体としては緊張の高い状態が続いているうえに、雇用環境が急速に悪化している。今後、資産価格下落の持続や不良債権の増加などを背景に、金融と実体経済の負の相乗作用が強まることによって、景気は下振れる可能性がある。欧州経済については、米国経済同様、実体経済の悪化に伴い、金融と実体経済の負の相乗作用が強まる可能性がある。更に、主要な貿易相手国であり、欧州金融機関による融資比率が高い欧州新興国における景気の悪化は、欧州経済に対して更なる下押し圧力となるリスクがある。新興国・資源国では、輸出の大幅な減少や国外への資金流出に直面している国が多い。これらの国においても、実体経済の悪化が、国外への資金流出の拡大につながり、それが更に実体経済への下押し圧力となる可能性がある。

第2に、世界各国で取り組んでいる各種政策の影響である。現在、日本を含め世界各国は、金融システム対策、積極的な金融・財政政策に取り組んでいる。特に、米欧では、金融システムに対する信認の建て直しが進むかどうか、世界的には、需要の下支えを図ることが出来るかどうか、がポ

イントとなる。中国など一部の国では、国内需要の面で、既にこうした政策の効果がみられ始めているほか、各国の金融市場でも、改善の動きがみられる。ただし、多くの国における政策は、検討中あるいは実施途上であり、その帰趨と効果については、各国の景気に対して、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3に、企業の中長期的な成長期待の動向である。見通しでは、足もとの景気が大きく落ち込む中であっても、グローバル需要に関する中長期的な成長期待が大きく下振れることなく、海外経済の調整が進捗するにつれて、設備投資が緩やかに回復することを想定している。しかし、海外経済の調整が更に深まったり、長引いたりする場合には、企業の中長期的な成長期待が更に低下し、設備投資を中心に景気が下振れる可能性がある。また、企業の中長期的な成長期待の下振れは、雇用・所得環境にも影響を及ぼし、恒常所得の低下を通じて、家計支出の抑制に繋がるリスクもある。

第4に、国内の金融環境の動向である。今後、国際金融資本市場の緊張が更に高まり、わが国への影響が強まる場合や、企業業績の低迷が続くことで信用リスクが増加し、わが国金融システムの安定性が損なわれるような場合などには、金融面から実体経済への下押し圧力が高まり、金融と実体経済の負の相乗作用が強まる可能性がある。一方、やや長い目で見た場合には、成長率が徐々に高まっていく中で、緩和的な金融環境が続く場合、金融・経済活動や物価の振幅が大きくなるリスクには、引き続き留意する必要がある。

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高いことに留意する必要がある。経済活動水準の変動について上述のような上振れ・下振れ要因が顕現化した場合、物価にも相応の影響を及ぼすとみられる。また、物価に固有のリスク要因としては、第1に、家計の中長期的なインフレ予想や企業の価格設定行動が挙げられる。わが国経済

は、先行きにかけて、需給バランスが緩和した状態が続くとみられ、物価は下落しやすい環境にある。こうした環境のもとで、企業や家計が持続的な物価下落を予想するような事態が生じた場合には、実際の物価も、賃金とともに、下落幅を拡大するリスクがある。第2に、輸入物価の動向が挙げられる。原油をはじめとする一次製品の価格動向には上下両方向に不確実性が大きい。短期的には、世界経済の下振れに伴い、一次製品価格も下落するリスクがある。一方、やや長い目でみると、世界経済回復の過程で、現在の極めて景気刺激的な政策が維持された場合には、一次製品価格が予想以上に上振れる可能性がある。また、為替相場の変動も、実体経済の振幅を通じるルートに加え、輸入物価の変化を通じて、消費者物価に相応の変化をもたらし得る。

#### (金融政策運営)

日本銀行は、物価安定のもとでの持続的成長を実現するため、「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<sup>5</sup>。

まず、第1の柱、すなわち先行き2010年度までの経済・物価情勢について、相対的に蓋然性が高いと判断される見通しについて点検する。上述した通り、わが国経済は、……。また、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比は、……。こうした動きが持続すれば、日本経済は、やや長い目でみれば、物価安定のもとでの持続的成長経路へ復していく展望が拓けると考えられる。

---

<sup>5</sup> 日本銀行は、「中長期的な物価安定の理解」について、原則としてほぼ1年毎に点検することとしている。本年も点検を行った結果、「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、1%程度となっている。〈P・・・前年と同じ文章を掲載〉

次に、第2の柱、すなわち、より長期的な視点も踏まえつつ、金融政策運営の観点から重視すべきリスクを点検する。景気については、国際的な金融経済情勢、中長期的な成長期待の動向、わが国の金融環境など、景気の下振れリスクが高い状況が続いていることに注意する必要がある。物価面では、景気の下振れリスクの顕現化、中長期的なインフレ予想の下振れなど、物価上昇率が想定以上に低下する可能性がある。一方、中長期的には、世界経済が回復する過程において、現在の極めて景気刺激的な政策が維持された場合、一次産品価格が予想以上に上振れることなどにより、わが国の物価上昇率が想定以上に上昇する可能性もある。

以上の2つの柱に基づく点検を踏まえると、日本経済は、やや長い目でみれば、物価安定のもとでの持続的な成長経路に復していく展望が拓けるとみられる。ただし、当面は、景気・物価の下振れリスクを意識する必要がある。

現在生じている世界的な金融危機と景気的大幅な落ち込みは、金融や実体経済において、2000年代半にかけて蓄積された様々な過剰が巻き戻される過程で生じているとみられる。世界経済が本格的に回復するためには、こうした過剰の是正が進むことが不可欠の前提であり、それには相応の時間がかかると考えられる。その際、経済政策に求められるのは、景気の底割れを防ぎながら、過剰の是正を出来るだけ円滑に進めていくことである。そのためには、各種のセーフティーネットを提供すると同時に、急激な需要の落ち込みを防ぐという2つの観点からの対応が重要である。そうした観点から、わが国を含め、各国の政府・中央銀行は、様々な措置を実施してきた。

日本銀行は、金融政策面からわが国経済を支えるため、昨年秋以降これまでの間、政策金利の引き下げ、金融市場の安定確保、企業金融円滑化の支援という3つの柱を中心に、様々な措置を実施してきた。また、金融シ

システムの安定を図るため、金融機関保有株式の買入れを再開したほか、金融機関向け劣後特約付貸付の供与を実施することとした。日本銀行としては、当面、景気・物価の下振れリスクを意識しつつ、わが国経済が物価安定のもとでの持続的成長経路へ復帰していくため、中央銀行として最大限の貢献を行っていく方針である。

## (参考1)

## ▽2008～2010年度の政策委員の大勢見通し

—対前年度比、%。なお、&lt; &gt;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)
2008年度	～ <>	+3.3	+1.2
1月時点の見通し	-2.0～-1.7 <-1.8>	+3.0～+3.2 <+3.1>	+1.1～+1.2 <+1.2>
2009年度	～ <>	～ <>	～ <>
1月時点の見通し	-2.5～-1.9 <-2.0>	-7.0～-6.0 <-6.4>	-1.2～-0.9 <-1.1>
2010年度	～ <>	～ <>	～ <>
1月時点の見通し	+1.3～+1.8 <+1.5>	-1.5～-0.8 <-0.9>	-0.6～0.0 <-0.4>

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

(注2) 過年度の実質GDPについては、例年、1～3月期の水準を10～12月期と同じと仮定して計算した推計値を掲載していた。今回は、1～3月期の経済指標の動向を勘案し、2008年度の実質GDPについても、政策委員の見通しを示すこととした。なお、2008年度の国内企業物価指数は実績値。2008年度の消費者物価指数(除く生鮮食品)については、3月の前年同期比が2月と同じと仮定して計算した値。

(注3) 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。

(注4) 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)
2008年度	～	—	—
1月時点の見通し	-2.0～-1.6	+2.8～+3.2	+1.0～+1.2
2009年度	～	～	～
1月時点の見通し	-2.8～-1.8	-7.0～-5.0	-1.3～-0.8
2010年度	～	～	～
1月時点の見通し	+1.2～+2.0	-1.8～-0.5	-0.7～0.0

(参考2)

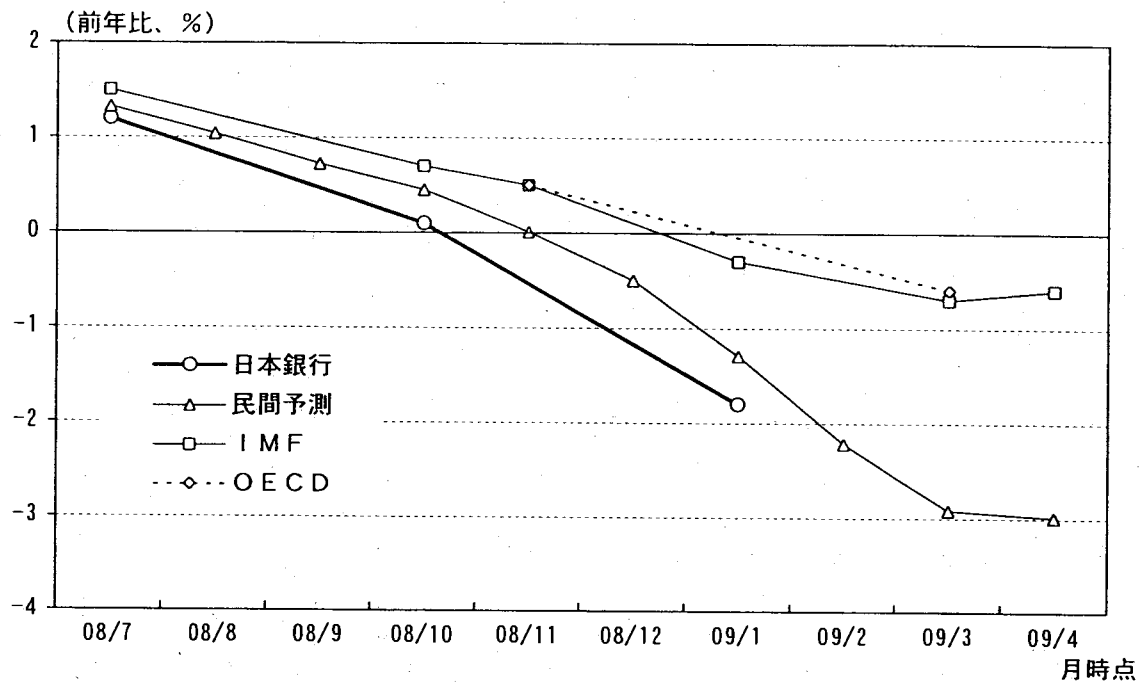
## リスク・バランス・チャート



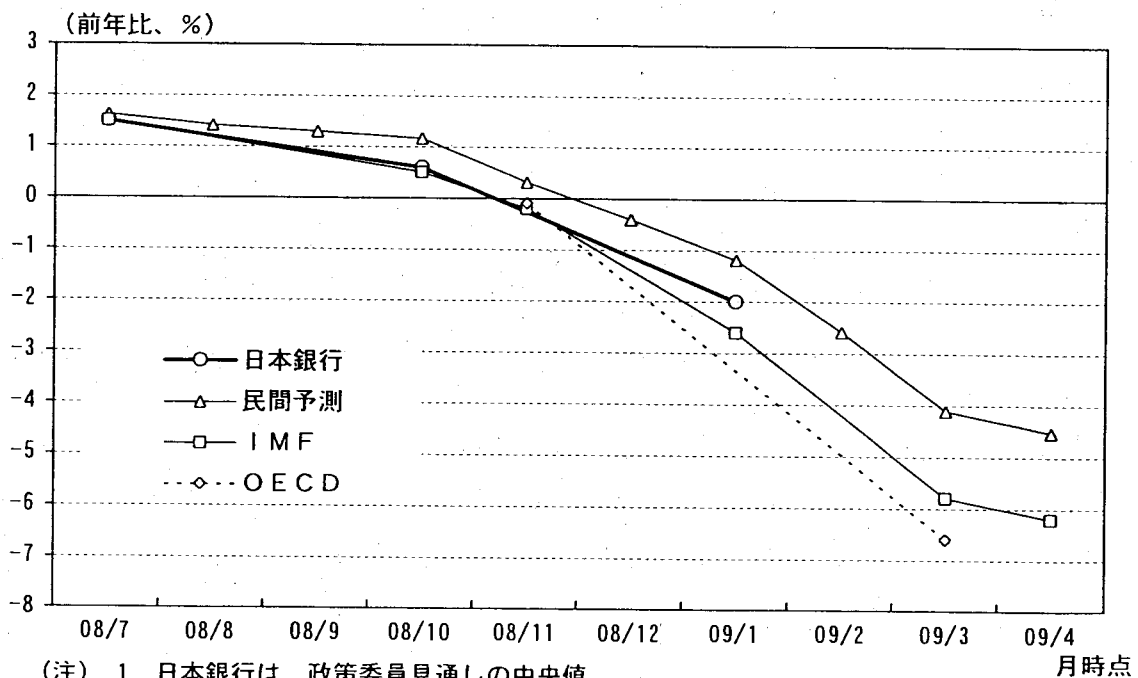
(参考図表)

## 実質GDP成長率見通しの改定状況

### (1) 2008年度



### (2) 2009年度



- (注) 1. 日本銀行は、政策委員見通しの中央値。  
2. 民間予測は、ESPフォーキャスト調査による。  
3. IMFおよびOECDの数字は暦年ベース。

(資料) 日本銀行、経済企画協会「ESPフォーキャスト調査」、IMF「World Economic Outlook」、OECD「Economic Outlook」等

## 【背景説明】

### 1. 2008年度の経済・物価・金融情勢

#### (経済動向)

2008年度のわが国経済を振り返ると(図表1)、春頃から、エネルギー・原材料価格の上昇などにより、国内民間需要が弱めの動きとなった。また、それまで景気の牽引役であった輸出についても、海外経済の減速を背景に、次第に頭打ちとなった。その後、秋口に発生したリーマン・ブラザーズの経営破綻をきっかけに、国際金融資本市場や米欧金融システムの動揺が深刻化し、世界経済が厳しい調整局面に入った。このことが、わが国の金融・経済にも強いマイナスの影響を及ぼし、2008年度末にかけて景気は大幅に悪化した。

やや詳しくみると、輸出は、上期に頭打ちとなったあと、下期は、海外経済が全体として悪化するもとの、為替円高や現地在庫の圧縮の影響も加わり、米欧向けのみならず新興国・資源国向けも大幅に減少した(図表2)。実質輸入も減少に転じたが、輸出に比べると減少幅は小幅にとどまった。この結果、実質貿易収支でみた純輸出は、下期に大幅な減少となった。企業収益は、製造業を中心に、減少幅が拡大した。売上高経常利益率をみると(図表3)、2008年夏まで急上昇したエネルギー・原材料価格は秋以降下落に転じたものの、その収益押し上げ効果をはるかに上回る売上数量減少の影響が生じたことから、下期は大幅に低下した。とりわけ、海外経済の影響を受けやすい製造業大企業では、下期の売上高経常利益率がマイナス(経常赤字)に転じた。そうしたもとの、企業の業況感は、製造業大企業を中心に、著しく悪化した。3月短観における「悪い」超の拡大幅は、製造業・非製造業、大企業・中小企業を問わず、

統計作成開始以来の最大を記録した。以上の状況を背景に、設備投資は大幅に減少した。法人企業統計の名目設備投資を業種別にみると（図表4）、製造業は、中小企業を中心に、10～12月の減少幅は7～9月までに比べて大きく拡大した。非製造業は、リース会計基準の変更の影響からリース業が大幅に減少したうえ<sup>6</sup>、リース業以外も弱めの動きとなった。個人消費は、昨秋以降、雇用・所得環境が厳しさを増す中で、はっきりと弱まった（図表5（1））。消費者コンフィデンスをみると、石油製品や食料品など生活必需品の価格は落ち着きを取り戻したものの、株価の下落や雇用不安の高まりなどから、2001～2003年頃につけた過去最低水準を割り込んだ（図表5（2））。住宅投資は、改正建築基準法施行の影響が薄れる中で、いったん持ち直していたが、厳しい雇用・所得環境やマンション在庫の増加などを背景に、2008年度末にかけて再び減少に転じた。この間、公共投資は、国・地方の厳しい財政状況を背景に、低調に推移した。

以上のような内外需要の動向や在庫調整圧力を背景に、鉱工業生産は、10～12月以降、減少幅が大きく拡大した（図表6）。とりわけ、2009年1～3月については、国内外で積み上がった在庫を急速に圧縮しようとする動きが加わり、生産は前期比で2割を上回るマイナスとなった。ま

---

<sup>6</sup> ファイナンス・リースにおけるリース物件は、従来は貸し手側（リース業者）で固定資産（設備投資）として計上され、借り手側（一般企業）ではオフバランス処理されることが多かった。これが、2008年4月1日以降開始される事業年度から適用される新しいリース会計基準により、貸し手側では流動資産として計上され、借り手側で固定資産として計上されることとなった。設備投資をどちらでカウントするかの違いであるため、原則として、設備投資の集計値に影響は出ないはずであるが、例外規定の影響がある。すなわち、中小企業が借り手となっている場合やリース物件が少額の場合などには、借り手側では会計処理を変更しなくてよいとの例外規定があるため、全体ではリース業側のマイナス効果が残る。また、会計処理の変更時期が全企業同時ではないことも、集計値に影響を及ぼしている。

た、全産業活動指数をみると（図表7）、1～3月にかけて、製造業が大幅に落ち込むとともに、製造業との関連が強い卸売・運輸を中心に非製造業もかなりのマイナスとなった。

このように下期に経済活動が大幅に落ち込んだ結果、2008年度の実質成長率は－3%程度になったとみられる。これは、昨年10月の「経済・物価情勢の展望」（展望レポート）や本年1月の中間評価における見通しと比べて、大幅に下振れている。その要因を整理すると、①世界的な信用収縮やそれに伴う実体経済・貿易の縮小が予想以上のペースで進んだこと、②中でもわが国の製造業が強みを発揮してきた耐久消費財や資本財の分野で世界需要が大きく落ち込み、為替円高も輸出に不利に働いたこと<sup>1</sup>、③そうしたもとの、わが国企業の中長期的な成長期待も幾分下振れてきたこと、などが挙げられる。世界的な信用収縮の影響から、米欧だけでなく、新興国や資源国の景気も失速しており、それら国・地域の資本財や耐久消費財の需要は大きく落ち込んでいる。こうした動きからみて、過去数年の新興国・資源国の高成長は、行き過ぎた信用拡大により支えられていた面も少なくなかったと判断される。今回の世界的な金融危機が、数年にわたって蓄積された様々な過剰の巻き戻しであり、その調整には時間を要するとの認識は、わが国企業の経営者にも広がっている。

以上のような実体経済動向を反映し、労働や設備といった資源の稼働状況は大幅に低下した（図表8）。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をみると、過剰超幅が大きく拡大した。また、マクロ的な需給ギャップの推計値も、上

---

<sup>1</sup> この点については、金融経済月報（2009年2月）のBOX「最近の鉱工業生産の大幅な減少について」も参照。

期は小幅のマイナスであったが、下期には過去のボトムをはっきりと下回る水準までマイナス幅が拡大した<sup>8</sup>。

### (物価動向)

物価面をみると、2008年半ばにかけての国際商品市況の大幅な上昇とその後の反落の影響が、ややタイムラグを伴いながら、企業段階や消費者段階に及ぶ展開となった(図表9、10)。国内企業物価の前年比は、2008年8月に+7.6%まで上昇したが、その後はプラス幅が急速に縮小し、年度末にかけてはマイナスに転じた。消費者物価(除く生鮮食品)の前年比については、エネルギーや食料品の価格上昇を主因に、2008年7~8月に+2.4%まで上昇したあと、9月以降は石油製品の反落などからプラス幅が縮小し、2009年に入るとゼロ%まで低下した(図表11)。食料・エネルギーを除くベースでみると、消費者物価の前年比は、2008年後半に若干のプラスとなったが、2009年初には若干のマイナスに転じた。こうした動きは、国内経済の需給バランスが悪化するもとの、厳しい競争環境を背景とした価格引き下げの動きが徐々に強まったことなどを反映したものとみられる。

年度計数でみると、国内企業物価は前年比+3.3%となり、消費者物価(除く生鮮食品)は同+1%強になったとみられる。昨年10月の展望レポートにおける見通しと比べると、国内企業物価、消費者物価とも、国際商品市況の予想以上の下落を主因に、幾分下振れた。本年1月の中間評価との対比では、国内企業物価、消費者物価とも、概ね見通しに沿っ

---

<sup>8</sup> 現時点のデータをもとに、需給ギャップを試算すると、2008年10~12月は-3.8%までマイナス幅が拡大している。实体经济の動きからみて、2009年1~3月には、更に大幅にマイナス幅が拡大したと見込まれる。なお、前々回ボトムの1999年4~6月における需給ギャップは-3.5%、前回ボトムの2002年1~3月は-3.3%であった。

て推移した。

### (金融市場動向)

2007年夏に米国のサブプライム住宅ローン問題が表面化して以降、国際金融資本市場は不安定な動きを続けてきたが、米欧金融機関の破綻や救済が相次いだ2008年9月半ば以降、緊張は急速に高まった。米欧短期金融市場における資金調達圧力は大幅に高まり、銀行間レートの対短期国債スプレッドは大きく拡大した(図表12)。また、金融資本市場の混乱は新興国にも波及し、通貨下落、ソブリン・リスク・プレミアムの上昇、国外への資金流出に見舞われる国が多くみられた。

国際的な金融の混乱とともに、各国の実体経済活動も急速に悪化した。このため、各国中央銀行は、累次にわたり大幅な政策金利の引き下げを行ったほか、金融市場の安定確保のために、積極的な資金供給を行った。特に、世界各国においてドル短期資金の調達圧力が急速に高まったため、9月以降、日本銀行をはじめとする各国中央銀行は、米国連邦準備制度とスワップ協定を締結した上で、ドル資金供給オペレーションを導入した。更に、企業金融の逼迫や様々な金融市場における機能低下に対処するため、いくつかの中央銀行は、民間債務の買入れなどの措置を実施した(BOX 1)。この間、各国政府は、金融システム対策や積極的な財政政策を相次いで策定し、その実施に取り組んできた。これら様々な政策措置の効果から、国際金融資本市場における極端に緊張度の高い状態は、年末にかけて幾分和らいだ。もっとも、年明け以降も、企業業績の悪化を背景に、社債などの信用リスク・プレミアムは高い状態が続いたほか、株価も振れの大きな展開となるなど、国際金融資本市場は、全体として、緊張の高い状態が続いた。

わが国においても、昨年秋以降、国際金融資本市場の動揺の影響が及んできた。例えば、短期金融市場では、9月半ば以降、市場参加者のリスク回避姿勢の強まりから、無担保コールレートのばらつきが拡大し、ターム物の銀行間レートが強含む局面がみられた（図表13）。ユーロ円金利先物レートや各種のフォワード・レートも一時的に強含んだ（図表14）。その後、年末に向けて、コールレートのばらつきが縮小したほか、年明け以降は、ターム物レートなども緩やかに低下した。

わが国の長期金利は、景気の悪化を背景に、年末にかけて低下したが、その後は、横ばい圏内の動きとなった（図表15）。また、わが国の株価は、米欧金融システムや世界的な景気悪化に対する懸念を背景に、9月半ば以降、米欧株価につられて大幅に下落した（図表16）。その後、各国における各種政策に対する期待から、株価は一旦下げ止まったが、年明け後、景気悪化懸念から緩やかな下落が続いた。その後は、為替円安や景気回復期待から、株価は上昇に転じた。為替相場は、米国経済の悪化懸念などを背景に、年末にかけて円高となった後、やや円安となった（図表17）。

#### （金融環境）

わが国の金融環境は、年末にかけて、急速に厳しさを増したあと、年明け後も、厳しい状態が続いた。こうした中、日本銀行は、政策金利の引き下げ、金融市場の安定確保、企業金融円滑化の支援、という3つの柱に沿って、各種の政策を実施した（図表18、BOX1）。

コールレートは、2度にわたる政策金利の引き下げ後、極めて低い水準で推移しているが、大幅に悪化している実体経済活動との対比で見ると、緩和度合いは低下している（図表19）。

資金調達コストは、2008年秋以降、国際金融資本市場の混乱の影響から、

金融機関・投資家のリスク回避姿勢が強まる一方、企業の手許流動性積み増しの動きに伴う資金需要の高まりがみられたことから、CP・社債の信用スプレッドを中心に、強含んだ（図表 20(1)(2)）。もっとも、年明け以降は、政策金利の引き下げ効果の浸透に加え、日本銀行による積極的な流動性供給や企業金融円滑化支援のための各種措置の効果などから、高格付け銘柄を中心にCPの信用スプレッドが低下したほか、貸出金利も緩やかに低下し、資金調達コストは、全体として低下した（図表 21(1)）。

民間部門の資金調達についてみると、2008年秋以降、営業キャッシュ・フロー減少の補填や手許流動性積み増しなどを背景に、資金需要が増加した。もっとも、国際金融資本市場の混乱を背景に、金融機関や投資家の引受けスタンスが大幅に後退する中で、CP・社債の発行額は大きく落ち込んだ（図表 20(3)）。この間、民間銀行貸出については、民間金融機関の融資姿勢が厳しい方向に変化する中であっても、CP・社債市場からの振り替りや企業の手許流動性の積み増しの動きなどから、大企業向けを中心に年末に向けて伸びを高めた（図表 21(2)）。年明け以降は、各種政策効果などから、CP・社債市場における発行環境が改善し、発行額も回復傾向を辿った。民間銀行貸出は、CP・社債市場からの振り替り需要が落ち着いたため、伸び率は鈍化した。が、運転資金需要の高まりや手許流動性積み増しの動きが続いたことから、高めの伸びを続けた。この間、株価や企業収益の動向を背景に、金融機関は信用リスクに対して慎重化し、資金繰りや金融機関の貸出態度が厳しいとする企業が大幅に増えた（図表 22）。

マネーストック（M2）は、前年比2%程度の伸びを続けた。マネーストックに投資信託や国債などを加えた広義流動性は、投資信託の伸び縮小などから、前年をやや下回る水準となった（図表 21(3)）。

地価は、都市部で下落に転じたほか、地方圏では下落幅が拡大した。2009



年の地価公示（1月1日時点）をみると、東京、大阪、名古屋の三大都市圏では、商業地、住宅地ともに、下落に転じ、特に、東京都区部では、半年前と比較すると、下落幅が拡大した（図表 23）<sup>9</sup>。

## 2. 2009～2010 年度の経済・物価の見通し

### （経済・物価見通し）

2009 年度から 2010 年度までを展望すると、……。2009 年度下期以降は、……。

以上の見通しを実質 GDP 成長率で示すと、……。<sup>10</sup> 2010 年度は、海外経済の回復が次第に明確になる中で、……<sup>11</sup>。

年度計数では、2008 年度に……。となったあと、2009 年度は、前年度下期の落ち込みが極めて大きかったところから始まるため、年度後半に持ち直しても……。その後、2010 年度には……。この結果、2008～2009 年度については……。このため、2010 年度は……。

以上の経済の動きを IS バランスの観点からまとめると（図表 25）、

<sup>9</sup> 地価公示および都道府県地価調査の共通地点における半期ベースの比較。

<sup>10</sup> GDP ベースの在庫水準は、2008 年末には大幅に過大な状態にあったと考えられる（図表 24(1)）。したがって、①2009 年の初めから在庫残高の圧縮が始まり、②見通し期間中のどこかの時点で——おそらくは 2009 年度下期頃——在庫残高の減少テンポが緩やかになる、と考えることができる。ここで、GDP の変動に寄与するのは在庫投資（在庫水準の変化）の前期差であることを踏まえると（図表 24(2)(3)）、上記①の局面では在庫投資が GDP に対して大幅にマイナスに寄与し、上記②の局面では在庫投資が GDP に対してプラスに寄与する。

<sup>11</sup> 潜在成長率（潜在 GDP の成長率）は、2003～2004 年度の 1% 程度から、2005～2007 年度にかけて 1% 台半ばないし後半まで上昇していたと考えていたが、このところの実体経済の大幅悪化などを踏まえ、今回は 1% 前後へと下方修正した。ただし、後述の需給ギャップ（概念的には GDP の実績と潜在 GDP の乖離に対応している）とともに、幅をもってみる必要がある。こうした潜在成長率や需給ギャップの不確実性については、後掲の BOX 2 を参照。

2009年度は、財政赤字は大幅に拡大するものの、民間の貯蓄超過幅が企業部門を中心に拡大するとみられる。後者は、企業収益の減少を上回って設備投資や在庫投資が減少することによる。2010年度には、民間の貯蓄超過幅が概ね横ばいで推移する中で、政府の財政赤字は幾分縮小すると考えられる。以上の動きの裏側で、経常収支黒字幅は、2008年度に大きく縮小したあと、2010年度にかけてごく緩やかに回復する見通しである。もっとも、2010年度においても、過去のピークを記録した2007年度（対名目GDP比4.8%）をかなり下回る水準にとどまる可能性が高い。

先行きの物価を取り巻く環境をみると、2009年度上期までは、労働や設備の稼働水準が大きく落ち込んだまま推移し、需給バランスが大幅に緩和した状態が続くと考えられる。その後、資源の稼働状況は緩やかに回復していくと想定されるが、見通し期間中は低い水準が続くと考えられる。ユニット・レーバークスト（生産1単位当たりの人件費）は（図表26）、景気の落ち込みを受けていったん大幅に上昇する一方、2009年度下期以降は、景気回復のもとでも雇用や賃金の減少が暫く続くことを反映して、急速に低下していくと考えられる。この間、国際商品市況については、世界経済の成長率が回復するにつれて再び上昇するが、そのテンポは緩やかなものにとどまると想定している。日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」を用いて推計した家計のインフレ予想をみると（図表27）、今後1年間の予想インフレ率は、昨年夏に前年比+1%程度に高まったあと、石油製品や食料品といった購入頻度の高い財の価格が下落ないし頭打ちとなるなか、足もとではゼロ%近傍まで低下している。今後5年間のインフレ予想も、いったん上昇したあと緩やかに低下しているが、今後1年間のインフレ予想に比べれば、ここ数年は小幅のプラスで振れの小さい展開となっている。長期金利の動向等をもみても、

中長期的なインフレ予想は大きくは変化していないとみられる。

以上を踏まえると、2009年度半ばにかけては、……。その後、2010年度まで展望すると、……。

年度計数については、国内企業物価の前年比は、2008年度+3.3%のあと、2009年度は……。2010年度は……。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、2008年度+1%強のあと、2009年度は、……。<sup>12</sup>。2010年度については、……。こうした消費者物価の見通しを、本年1月の中間評価時点と比較すると、……。昨年10月の展望レポートとの比較では、……。

#### (輸出入を取り巻く環境)

海外経済の成長率について、今回の見通しでは、2008年度下期に、グローバルな規模での金融と実体経済の負の相乗作用から、大幅なマイナス成長となったあと、2009年度上期は、在庫調整の進捗や各種政策対応によりゼロ成長程度へと下げ止まり、2009年度下期以降は、徐々に緩やかな成長経路に復していく、というシナリオを想定している(図表28(1))。

そうしたもとで、わが国からの輸出については、2008年度下期に大幅に減少したあと、2009年度上期は減少に歯止めがかかり、2009年度下期には、海外在庫の調整進捗に伴う押し上げ効果もあって、反転上昇の力が一時的に強まると予想される(図表29)<sup>13</sup>。2010年度入り後も、在庫調整完了直後より勢いは弱まるが、海外経済が回復を続け、その持続性に関する企業のコンフィデンスが回復していくもとで、輸出は増加を続

---

<sup>12</sup> 年度前年比のマイナス幅は、これまで、2001年度および2002年度の-0.8%が最大であった。

<sup>13</sup> 例えば、米国向け自動車についてみると(図表29(1))、足もとでは、現地販売も減少しているが、メーカーはそれ以上に輸出を大幅に抑制している。その結果、現地の日本車在庫は、減少に転じている。今後、在庫調整が更に進めば、販売動向に見合った水準に向けて、輸出がいったん強めにリバウンドしやすい環境が生まれることになる。

けていくと考えられる。ただし、極めて大幅に落ち込んだ水準からの回復であるため、2010年度末においても、2007年度末頃のピーク対比でなおかなり低い水準にとどまる可能性が高い。また、鉱工業生産は、こうした輸出の動向や国内の在庫変動の影響を強く受けた展開になると考えられる。具体的には、2009年度上期に減少に歯止めがかかったあと、2009年度下期には、在庫調整進捗に伴う押し上げ効果が加わり、生産水準が上期対比である程度はつきり切り上がると予想される。その後、2010年度も、輸出の増加を主因に回復を続けると想定されるが、輸出と同様、見通し期間中には、2007年度末頃のピーク対比でかなり低い水準までしか回復しない可能性が高い。

先行きの海外経済に関する上記のシナリオには、大きな不確実性がある。2000年代半ば頃からの世界経済を振り返ると、緩和的な金融環境が続くもとで、それ以前に比べて高い成長が長期間にわたって続き、その間に、金融・実体経済の両面において様々な過剰が蓄積したと考えられる(図表 28(2))。現在の世界的な金融危機や経済成長の失速は、こうした過剰の調整過程として生じているものであり、その調整は長引くリスクがある。そうした認識のもとで、世界各国は、金融安定化策や金融・財政政策に取り組んでいるが、これらの効果がいつどの程度発現していくかについては、不確実性が大きい。中国など一部の国では政策効果がみられ始めており、世界的にそうした効果が想定以上に強く発現する場合には、在庫調整の進捗と相まって、海外経済が上振れる可能性がある。一方、過去数年にわたる世界的な信用拡大が大規模であったことを踏まえると、その大きな調整圧力を吸収するだけの政策効果がなかなか生まれず、その結果海外経済が下振れ、国際金融資本市場に対してマイナスの影響が及ぶ可能性も十分に考えられる。現状、米欧の金融システムが依

然不安定な状態にあり、実体経済の悪化が続いていることも踏まえると、今後、グローバルな規模で金融と実体経済の負の相乗作用が強まるリスクに、注意が必要である。そのリスクが顕在化した場合、日本経済も、2009年度下期以降に輸出や生産が回復していくというシナリオが崩れ、中長期的な成長期待も一段と下方屈折して、設備や雇用の調整がより大規模なものになっていく可能性がある<sup>14</sup>。

この間、輸入は、国内需要の弱さや生産の大幅な落ち込みが続く中で、それらから幾分ラグを置いて、大幅な減少に転じている（図表 30(1)）。先行きについては、2009年度半ばにかけては減少を続けると予想されるが、その後は、生産の回復や、為替円高がタイムラグを伴いつつ消費財等の輸入押し上げに作用するとみられることもあって（図表 30(2)(3)）、増加に転じる見通しである。

#### （企業の収益環境と支出行動）

マクロの所得形成を示す実質GDI（国内総所得）や実質GNI（国民総所得）は、前年比マイナス幅が拡大してきている（図表 31）<sup>15</sup>。前年比の内訳をみると、2008年度上期中は、主として交易利得のマイナス寄与拡大から前年比マイナスとなった。下期に入ると、交易利得がプラス寄与に転じたものの、純輸出が大幅なマイナスとなり、国内需要の弱さもはっきりしてきたことから、全体としてマイナス幅が拡大する展開となった。

---

<sup>14</sup> 海外経済と日本経済の成長率をプロットしてみると、1990年代には明確な相関がみられなかったのに対し、2000年代にははっきりとした正の相関がある（図表 28(3)）。わが国経済とグローバル経済との共変関係が、近年強まっているとみることができる。

<sup>15</sup> 実質GDI = 実質GDP + 交易利得  
実質GNI = 実質GDI + 海外からの所得の純受取（利子、配当等）  
交易利得 = 名目純輸出 / 輸出・輸入デフレーター加重平均 - 実質純輸出

そうしたもとの、企業収益は大幅に悪化している。法人企業統計により損益分岐点と売上高の関係をみると（図表 32）、製造業の収益が 2008 年 10～12 月に大幅に悪化したのは、売上高の急減が主因であり、売上数量減少が大きく影響したことが分かる。更に、経常赤字に転じた製造業大企業については、輸出比率の高さを反映して売上高の落ち込みが大きいほか、減価償却費など固定費の増加や、円高による輸出採算の悪化などを背景に、損益分岐点の上昇も目立っている。非製造業の収益は、製造業に比べると落ち込みが小さいが、大企業と中堅・中小企業のコントラストは、売上高のトレンドおよび収益性のいずれの面においてもかなり大きい。すなわち、非製造業中小企業は、輸出産業ほど足もとの業績悪化は急速ではないものの、構造的な弱さに足もとのマクロ経済環境の悪化が加わっているため、厳しい状況にある。

今後の企業収益を展望すると、2009 年度の企業収益は、製造業が 2 年連続の大幅減益となるほか、非製造業についても、運輸や卸売など製造業と関連の深い業種を中心に売上高の減少が避けられないため、減益を続けると予想される。2010 年度には、製造業、非製造業とも、増益に転じるとみられるが、製造業大企業の売上高経常利益率は、前回ボトムである 2001 年度の水準程度までの回復にとどまる可能性が高い。

この間、企業のバランスシートを法人企業統計でみると（図表 33）<sup>16</sup>、有利子負債残高は、2006 年初頃をボトムに増加傾向にある。足もとでは、キャッシュ・フローの大幅な落ち込みを主因に、有利子負債残高の対キャッシュ・フロー比率は大幅に上昇している。一方、有利子負債残高の対自己資本比率（D/E レシオ）は、幾分上昇に転じているが、長い目

<sup>16</sup> 法人企業統計は国内企業の統計であるため、海外子会社や関連会社を多く有する大企業の連結ベースとは、多少異なる可能性がある。

でみると引き続き低い水準にあり、全体としてみれば、自己資本は比較的厚めの状態が維持されている。

設備投資についてみると、輸出・生産の急減や、それによる企業収益の大幅な悪化、更には資金調達環境の悪化もあって、製造業を中心に、足もと急速な落ち込みとなっている。設備過剰感が強まるもとの、設備投資は暫く低水準で弱めに推移するとみられるため、年度ベースでは、2009年度の設備投資は、2008年度に比べて減少幅が拡大すると見込まれる（図表 34）。ただし、2010年度については、①輸出が回復し、生産や企業収益も持ち直していくこと、②資金調達環境が改善すること、③そうしたもとの、企業の中長期的な成長期待の一段の下振れは回避されること、などを背景に、設備投資は小幅の増加に転じていくと予想される。

資本ストック循環図をみると（図表 35）、設備投資は 2008 年度まで、1%台半ばないし後半の期待成長率と概ね整合的な範囲で行われてきた。しかし、2009年度の設備投資については、企業の中長期的な期待成長率が1%前後までの下振れにとどまると想定しても、負の循環ショックの影響を強く受けて、いったん大きくマイナス方向へ振れると予想される<sup>17</sup>。しかし、海外経済が回復過程に入り不確実性が薄れる 2010 年度には、設備投資はプラスに転じることが展望しうる。もとより、前述した生産動向を踏まえると、2010 年度においても、稼働率はなお低い水準で推移すると予想される。しかし、その場合でも企業は、中長期的な期待成長率が1%前後から一段と下振れない限り、設備の統廃合を進めながら、成長分野への新規投資に徐々に取り組んでいくと考えられる。

---

<sup>17</sup> ストック循環図において、2009年度の設備投資は、「2008年度末の I/K 比率」と記された垂直線上のどこかに描かれることになる。したがって、前年比マイナス幅が 2008 年度よりも大きくなる場合は、企業の期待成長率があたかもゼロ%近辺まで低下したかのように、見かけ上はなる可能性がある。

設備投資を巡る不確実性については、海外経済に起因する下振れリスクに最も注意が必要である。先に述べたように、海外経済の調整がより深く長いものとなった場合、2009年度下期以降も輸出や生産が回復せず、企業の中長期的な成長期待が一段と下方屈折して、設備投資の減少が2010年度も続く可能性が高まる。また、海外経済が回復した場合においても、生産施設の海外移転などにより、国内設備投資が弱めの動きを続けるリスクもある。国際金融資本市場の緊張が更に高まった場合には、わが国の金融環境も悪化し、企業の支出行動全般に下押し圧力として作用する可能性がある。

#### (雇用・所得環境と家計の支出行動)

経済活動の急激な低下に伴い、雇用・所得環境は厳しさを増している。とりわけ、輸出減少の影響を強く受けている製造業では、雇用調整圧力が大きく高まっている。

雇用面についてみると、労働力調査の雇用者数の前年比は、ゼロ%近傍で推移している(図表 36(1))。毎月勤労統計の常用労働者数の前年比は、2007年末頃をピークに、伸び率の鈍化傾向が続いており、足もとは製造業でマイナスに転じている。製造業について、雇用者数に一人当たり労働時間を乗じた労働投入量をみると、所定外労働時間の減少などを反映して、前年比-10%前後のマイナスとなっている(図表 37(1))。

先行きの雇用情勢を展望すると、経済活動の落ち込みが極めて大きくなっていることから、製造業を中心に、雇用者数は暫く減少を続ける可能性が高い。ただし、①「雇用の維持」に向けて最大限の努力を行う基本原則が政労使で確認され<sup>18</sup>、政策面からの支援も拡充されていること<sup>19</sup>、

<sup>18</sup> 3月23日、政府、日本経済団体連合会、日本商工会議所、全国中小企業団体中央会



②企業の中長期的な成長期待が大きくは下方屈折しないとすれば、雇用の削減よりも所定内を含めた労働時間の調整がこれからも優先されるとみられること、③企業のバランスシートには2000年代初頭までに比べれば総じて余力があるとみられること（前掲図表33）、④非製造業がある程度雇用の受け皿になること<sup>20</sup>、などが雇用の減少圧力を緩和すると考えられる。以上を踏まえると、失業率は、経済活動が未曾有の落ち込みとなっているだけに、今後明確な上昇が予想されるが、経済活動の落ち込みほどには高まらずに済む可能性が高いと考えられる。ただし、その結果として雇用の調整は長引くため、・・・。

一人当たり賃金の足もとの動きをみると、所定外給与のマイナス幅が大きく拡大しており、特別給与も減少が明確となってきた（図表36(2)）。企業収益の落ち込みから労働分配率が急上昇しているもとの、相対的に雇用維持が優先される結果、企業の賃金抑制姿勢は今後一段と強まり、賃金は所定内給与も含めてかなり減少していくと予想される。2010年度においても、・・・、賃金は、そのペースを緩めつつも減少を続けると考えられる。

個人消費は、雇用・所得環境が厳しさを増す中で、全体として弱まってきた。先行きについてみると、2009年度は、雇用者報酬が大きく減少するため、個人消費の減少が続くと予想される。また、2010年度に

---

および日本労働組合総連合会により、「雇用安定・創出の実現に向けた政労使合意」が取り纏められた。同合意は、雇用安定・創出の実現に向けて、日本型ワークシェアリングの導入推進や、職業訓練、職業紹介等の雇用のセーフティネットの拡充・強化、就職困難者の訓練期間中の生活の安定確保、長期失業者等の就職の実現等を盛り込んでいる。

<sup>19</sup> 経済対策の一環として雇用調整助成金の支給要件が緩和されたこともあり、制度の利用はすでに急増している（図表37(2)）。

<sup>20</sup> 過去においても、不況期には製造業から非製造業への転職が促進される傾向がみられた（図表37(3)）。

については、・・・、雇用者報酬がなお減少を続けるため、個人消費の回復は緩慢なものに止まる可能性が高い。ただし、①各種対策の実施により、家計の不安心理の高まりには一定の歯止めがかかると考えられること（図表 38(2)）、②石油製品を中心とした物価下落が実質購買力を下支えするとみられること、などを踏まえると、個人消費の落ち込みは、それ自体が景気持ち直しの動きを断ち切るほど大きなものとはならないと考えられる<sup>21</sup>。なお、消費性向については、各種減税や補助金、高齢化要因などが押し上げ要因として作用する一方、先行きの所得に関する期待の下振れが押し下げ要因として作用するとみられるため、両者が相殺し合っって先行き概ね横ばいで推移すると考えられる。

住宅投資についてみると、新設住宅着工戸数は、改正建築基準法施行の影響が薄れることによりいったん持ち直したあと、足もとでは再び減少している（図表 39(1)）。これには、①雇用・所得環境が厳しさを増していることのほか、②分譲マンションの在庫積み上がり、③不動産セクターの資金調達環境の悪化、④地価の先安感の強まり、などが影響していると考えられる。この間、住宅の潜在需要を形成する要因のうち、ライフスタイルの多様化に伴う世帯数の増加トレンドに変化は確認されていないものの、都市部の住宅需要を押し上げていた人口流入については、景気悪化に伴い、東京都で転入超過数が減少傾向を続けるなど変化が生じている（図表 39(2)～(4)）。こうした住宅市場を取り巻く厳しい環境は、今後も暫く続くと考えられる<sup>22</sup>。このため、住宅投資は、2009 年度上期に

---

<sup>21</sup> 可処分所得を実質ベースでみると、2009～2010 年度は、雇用者報酬は減少しても、給付金や減税など政府からの所得移転や物価下落が下支えに働くため、税負担増や物価高の影響を受けた 2007 年度下期～2008 年度上期に比べれば、悪化の度合いはむしろ幾分小さめと予想される（図表 38(1)）。

<sup>22</sup> マンションの在庫については、価格引き下げにより漸く減少に向かいつつあるが、調

かけて減少したあとも、弱含み横ばい圏内の動きが続くと予想される。

#### (物価変動を取り巻く環境)

最近の消費者段階の価格をみると、景気悪化のもとでの厳しい競争環境を反映して、仕入れ価格の下落が速やかに販売価格に反映されてきている(図表 40)。消費者物価の食料品をみると、このところ前年比プラス幅が縮小しているが、家計調査の購入単価をみると、プラス幅の縮小はより目立っている(図表 41(1))。一般に、家計調査の購入単価の方が、消費者物価に比べて、景気変動に敏感に反応する傾向がある(図表 41(2))。食に関するアンケート調査をみても、消費者が「安全志向」から「経済性志向」にシフトしていることが確認できる(図表 41(3))。このような消費者の節約意識の強まりのもとで、低価格競争はこれまで以上に厳しくなり、物価低下圧力も強まっていくと考えられる。

消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、石油製品価格の下落を主因に、足もとゼロ%近傍まで低下しており、今後は、……。2009年度下期の途中からは、……。

需給ギャップと消費者物価変化率(除く食料・エネルギー)との関係を確認するために、1980年代前半以降について、両者の散布図、すなわちフィリップス曲線を描いてみた(図表 42)。それによると、①期間を通してみれば(回帰線A)、傾きが比較的スティープになるが、期間を区切ると、②1990年代前半までの局面(回帰線B)に比べて、1990年代後半以降の局面(回帰線C)は、中長期的な予想インフレ率(回帰線のY軸切片)が大きく下方シフトしていること<sup>23</sup>、③2つの局面それぞれで捉え

---

整は始まったばかりであり、その完了には相当時間を要すると考えられる。

<sup>23</sup> 1990年代半には、①バブル経済から低成長経済への移行、②流通等における大幅な規制緩和、③1990年代半ばの大幅な円高、などによって、人々の物価観が構造的に下

る限り、フィリップス曲線の傾きはいずれもかなり緩やかであること、  
が分かる。以上から、中長期的なインフレ予想のシフトを含む期間でみ  
ればフィリップス曲線は相応の傾きを持つが、そうしたシフトが生じな  
い限り、需給ギャップの変動に対するインフレ率の感応度は、少なくと  
もこれまでの経験ではかなり小さいと理解することが可能である。

以上のような経験則も踏まえつつ、先行きの消費者物価（除く生鮮食  
品）を展望すると、・・・<sup>24</sup>。

こうした見通しについては、実体経済活動の動向に応じて、上振れ・  
下振れ両方向の不確実性がある。また、物価に固有の上振れ・下振れ要  
因としては、第1に、中長期的なインフレ予想に関する不確実性がある。  
今回の見通しでは、大幅なマイナスの需給ギャップが継続することに伴  
い、中長期的なインフレ予想が若干下方シフトすることは織り込んでい  
る。しかし、需給ギャップのマイナス幅が、過去の景気ボトム局面より  
も大きくなる可能性があることを踏まえると、中長期的なインフレ予想  
が想定以上に大きく下方シフトするリスクは否定できない。一方、この  
点と関連して、需給ギャップの計測を巡る不確実性がある。需給ギャッ  
プは常に幅を持ってみるべきものではあるが、足もとのように経済変動  
が大きい局面では、潜在成長率や需給ギャップに関する不確実性が増大  
する。数年後に計測し直してみると、潜在成長率が数年にわたって下方  
修正され、それと裏腹の関係にある需給ギャップが事後的に上方修正さ  
れる可能性もあることには、注意が必要である（この点についてはB O

---

方シフトした可能性がある。

<sup>24</sup> 技術的な点であるが、とりわけ2010年度は、消費者物価指数が現行の2005年基準の  
末期となるため、指数水準が著しく低下した耐久消費財のマイナス寄与が実態よりも縮  
小することなどを通じて、消費者物価全体の前年比が高めに出るバイアス——いわゆる  
ラスパイレス・バイアス——が、大きくなると考えられる。

X 2 を参照)。

第 2 に、輸入物価を巡る不確実性がある。国際商品市況は、2008 年末にかけて大きく下落したあと、横ばい圏内で推移しているが、近年の経験を踏まえると、今後も、先行きの需給バランスに関する市場の見方が振れることなどによって、過度な下落ないし上昇が生じる可能性がある。また、為替相場の変動も、実体経済の振幅を通じるルートに加え、輸入物価の変化を通じて、消費者物価に相応の変化をもたらし得る。

以 上

### (BOX 1) 国際的な金融危機に対する各国中央銀行の対応

2008年秋以降、国際金融資本市場の緊張が高まり、世界的に経済情勢が悪化する中で、各国政府や中央銀行は、それぞれの経済、金融市場や金融システムの状況を踏まえながら、金融システム面での対応、金融・財政政策において、各種の対応を迅速に行ってきた。日本銀行を含めた各国の中央銀行は、それぞれの置かれた状況に応じ、詳細の面では違いがあるものの、政策金利の引き下げを中心とした従来の政策手段を活用するほか、民間債務の買入れなど異例な措置も用いながら、金融資本市場の安定回復、および、これを通じた景気回復の下支えを図っている。

#### (1) 日本<sup>25</sup>

日本銀行は、金融政策面からわが国経済を支えるため、2008年秋以降、①政策金利の引き下げ、②金融市場の安定確保、③企業金融円滑化の支援、という3つの柱を中心とした各種の措置を実施してきた。政策金利の引き下げに関しては、秋口まで0.5%前後であった無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導目標を、10月、12月に相次いで引き下げた。金融市場の安定確保の面では、年末越え、年度末越え資金の積極的な供給や適格担保の範囲拡大、長期国債買入れの増額などの措置を採ってきた。また、補完当座預金制度を導入し、市場機能を維持しながら積極的な流動性供給を行う仕組みを整えた。企業金融円滑化の支援のための措置としては、民間企業債務に係る担保適格要件を緩和したほか、民間企業債務担保の範囲内で低利・金額無制限で資金を供給する企業金融支援特別オペを導入した。更に、中央銀行としては異例の措置であるが、民間企業の信用リスクを負担する形で、CPや社債の買入れに踏み切った。また、金融システムの安定確保を図るため、金融機関保有株式の買入れを再開したほか、金融機関向けに劣後特約付貸付の供与を実施することとした。金融政策面での各種施策と金融システムの安定確保のための施策は相互補完的な関係にあり、双方の施策が金融面からわが国経済を支えていくと考えられる。

#### (2) 米国

F R Bは、政策金利を大幅に引き下げ、誘導目標を0～0.25%という低水準とした。また、経済の状況を踏まえると、当分の間、低金利が持続する可

<sup>25</sup> 今次金融危機局面において日本銀行が講じてきた政策についての詳細や、各種政策の実施に伴う日本銀行のバランスシートの変化については、日本銀行ホームページ「今次金融危機局面において日本銀行が講じてきた政策」(<http://www.boj.or.jp>)を参照。

能性が高いとの見方を表明している。政策金利が、事実上、下限に達している中で、FRBは、入札型ターム物資金供給（TAF）を積極的に実施することで、金融機関への流動性供給を大幅に拡大してきた。更に、機能が低下している個別金融市場に対して、市場流動性の改善やスプレッドの圧縮を通じて資金調達環境の改善を図るために、ABSを担保にしたノンリコース貸出（TALF）や、エージェンシー債・長期国債等の買入れなどの施策を実行している。これらの政策は「信用緩和政策（credit easing policy）」と称されている。なお、損失が発生した場合の負担については、それぞれの施策ごとに、政府とFRBの負担の詳細が決められている。

### （3）欧州

欧州中央銀行では、2008年10月に利下げに転じ、足もとの政策金利は1.25%となっている。また、適格担保の範囲内で、固定金利・金額無制限で期間が長めの資金供給オペを積極的に活用しているほか、オペの対象先や担保適格範囲の拡大も行っている。

イングランド銀行では、政策金利を2009年3月に0.5%にまで引き下げた。そして、政策金利が事実上の下限となる中、マネーや信用の供給を拡大するため、様々な資産の買入れを実施してきている。資産の買入れにあたっては、政府による損失負担を前提に、企業の資金調達環境の改善を目的とした社債やCPの買入れのほか、長期国債の買入れも大規模に実施している。

### （4）各国中央銀行の協調措置

今回の金融危機の局面では、各国の中央銀行は、各国の金融資本市場や実体経済の動向を踏まえた上で、各種の措置を講じている。この他に、国際金融資本市場の緊張の高まりに対応するため、協調して取り組む姿勢も強めている。特に、各国における米ドル短期市場での資金調達圧力に対処するため、14の中央銀行がFRBとスワップ協定を締結した上で、ドル資金供給オペを導入・実施してきている。

以上のように、各国の中央銀行が講じている手段は、①政策金利の引き下げ、②資金供給オペや最後の貸し手としての資金供給を通じた金融市場の安定維持のための措置、③市場機能が低下し、企業金融の逼迫している場合に、各種金融市場に対して直接働きかけていく措置、といった視点を含む点で概ね共通したものがある。各中央銀行は、これら手段を十分に活用しつつ、金融市場の安定確保と企業金融の円滑化をはかり、物価安定のもとでの持続的成長経路への復帰のために積極的に取り組んでいる。

## (BOX 2) 潜在成長率や需給ギャップの計測を巡る不確実性

潜在成長率は、中長期的にみれば平均的に実現するであろうと考えられる経済成長率である。これを日本銀行では、労働や資本に関する各種の統計を用いて計測しているが、最終的には、過去数年間の実質GDPの実績にかなり影響される。

実際に日本銀行が計測した潜在成長率をみると(BOX 2 図表 1)<sup>26</sup>、2000年前後をボトムに緩やかに上昇した。前回 2008 年 10 月の展望レポートまでは、2004 年頃からの数年間の動きを踏まえ、潜在成長率は「1%台半ばないし後半」と想定した。しかし、その後景気が大幅に悪化し、2008 年度、2009 年度と大幅なマイナス成長になることを勘案すると、資本ストックの伸び率低下などにより、中長期的に実現可能な平均的な成長率は、これまで考えていたよりも幾分低いと認識することが適当である。このため、今回は、潜在成長率を「1%前後」に低下していると考えた。

ただし、現在のように経済が大きく変動する局面では、潜在成長率や需給ギャップ(=GDPの実績と潜在GDPの乖離)の計測を巡る不確実性が非常に高く、上記の想定については相当な幅を持ってみる必要がある。その理由としては、まず第1に、2009 年度、2010 年度はもちろん、更にその先の経済がどの程度の強さを取り戻すかによって、足もとの潜在成長率すら事後的に変わりうる。第2に、経済構造が大きく変化するような場合には、GDPデータをはじめ計測の基礎となる統計そのものが、数年後に大きく遡及改定される可能性がある。

今後数年間の経済変動などによって計測値が事後的にどのように変わりうるかについて、ラフなイメージを得るため、GDPデータをスムージングするという簡便法を用いて、過去の潜在成長率や需給ギャップを試算してみた(BOX 2 図表 2)<sup>27</sup>。これによると、バブル崩壊後や 1997~1998 年の局面では、最新のデータを用いた事後的な計測値が、当時利用可能であったデータ(リアルタイムデータ)を用いた計測値と、大きく異なっ

<sup>26</sup> 具体的な計測方法については、日銀レビュー「GDPギャップと潜在成長率の新推計」(2006 年 5 月)を参照。

<sup>27</sup> ここでは、HPフィルターという手法を用いた。これは、時系列データを「トレンド(趨勢)成分」と「サイクル(循環)成分」に分解する手法の一つである。実質GDPにHPフィルターを適用すると、潜在GDP(=トレンド成分)と需給ギャップ(=サイクル成分)を求めることができる。大きな振れを持つデータにHPフィルターを適用すると、データが追加される都度、抽出されたトレンドが最近時点を中心に大きく変化する。



おり、需給ギャップで見れば、最大で3%程度上方修正されている時期もある。これは、①GDPデータが追加されるに伴い、トレンドが変わっていくということと、②基準改定等によって、GDPデータそのものが大幅に遡及改定されたことの、双方が影響しているとみられる。

本レポート等で用いている日本銀行試算の潜在成長率や需給ギャップについては、まず、資本や労働の稼働状況に関するデータを用いて需給ギャップを計算し、次に、そのギャップと実際のGDPデータから潜在成長率を算出する、という手法をとっている。したがって、上記の分析で用いた簡便法の計測値とは多少異なるが、基礎統計の追加や改定などに伴い、事後的に潜在成長率や需給ギャップの計測値が、場合によってはかなり変わりうるという留意点は、同様に当てはまる。

以上はデータ処理面からの機械的な説明であるが、最後に、「潜在成長率が事後的に下方修正される」とは具体的にどういう経済事象に対応する事柄であるのか、潜在成長率を構成する資本、労働、全要素生産性(TFP)の3要素に即して整理しておく。第1に、これまで経済成長に寄与すると認識されてきた資本ストックの一部が、大きな構造調整を伴う景気変動によって陳腐化すると、「潜在資本投入量」が事後的に下方修正される。第2に、これまで恒常的な変化として認識されてきた労働市場の効率性向上や、女性や高齢者等の労働参加率の上昇に関し、少なくともその一部が景気拡大期の循環的な現象に過ぎなかったことが判明すれば、「潜在労働投入量」が事後的に下方修正される。第3に、資本と労働の投入の伸びを超えて実現していた経済成長が、景気の落ち込みによって循環的な側面が強かったことが判明すれば、「全要素生産性」の伸び率は事後的に下方修正される。

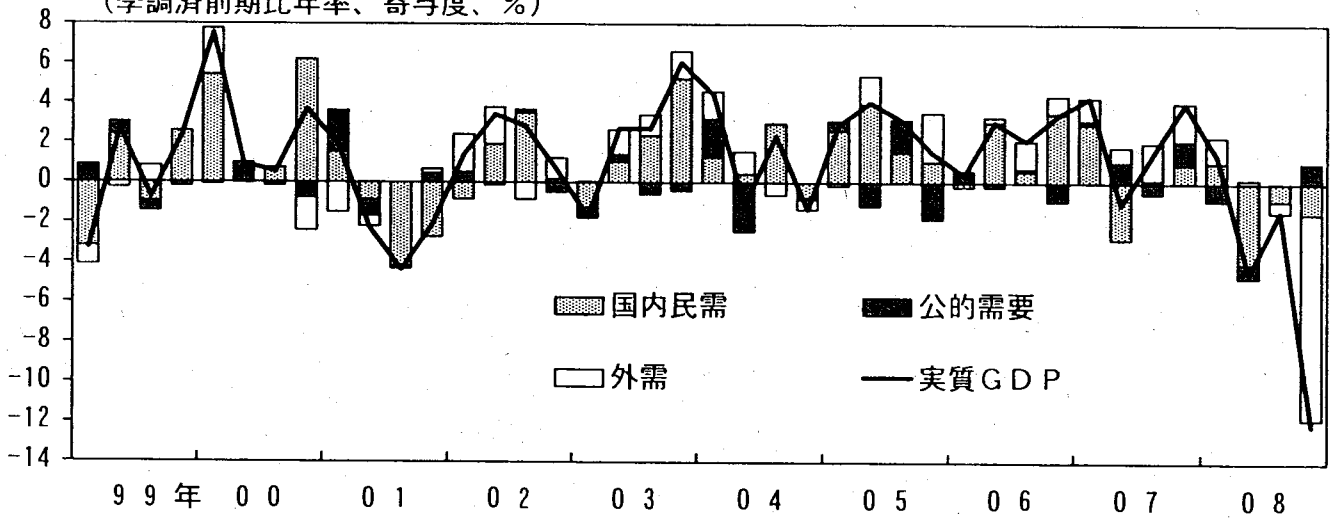
## 経済・物価情勢の展望（2009年4月） 参考計表

- |                                     |                          |
|-------------------------------------|--------------------------|
| (図表 1) 実質GDPと景気動向指数                 | (図表 3 1) マクロの所得形成        |
| (図表 2) 輸出入                          | (図表 3 2) 損益分岐点売上高比率      |
| (図表 3) 企業収益                         | (図表 3 3) 企業のバランスシート      |
| (図表 4) 設備投資                         | (図表 3 4) 設備投資計画          |
| (図表 5) 個人消費                         | (図表 3 5) 資本ストック循環        |
| (図表 6) 鉱工業生産                        | (図表 3 6) 雇用・所得環境         |
| (図表 7) 全産業活動指数                      | (図表 3 7) 製造業の労働投入量       |
| (図表 8) 生産要素の稼働状況                    | (図表 3 8) 個人消費と消費者マインド    |
| (図表 9) 商品市況                         | (図表 3 9) 住宅投資            |
| (図表 1 0) 物価                         | (図表 4 0) 販売価格と仕入価格       |
| (図表 1 1) 消費者物価                      | (図表 4 1) 家計調査の購入単価と消費者物価 |
| (図表 1 2) 主要国の信用スプレッド                | (図表 4 2) フィリップス曲線        |
| (図表 1 3) 短期金利                       | (参 考) さくらレポート            |
| (図表 1 4) 先行きの金利に対する市場の予測            | (BOX 2 図表 1)             |
| (図表 1 5) 長期金利                       | 潜在成長率と需給ギャップ             |
| (図表 1 6) 株価                         | (BOX 2 図表 2)             |
| (図表 1 7) 為替相場                       | 潜在成長率や需給ギャップの計測          |
| (図表 1 8) 2008年秋以降の日本銀行による<br>主な政策対応 | を巡る不確実性                  |
| (図表 1 9) 金利水準と実体経済                  |                          |
| (図表 2 0) CP・社債市場                    |                          |
| (図表 2 1) 貸出・マネーストック                 |                          |
| (図表 2 2) 企業金融                       |                          |
| (図表 2 3) 地価                         |                          |
| (図表 2 4) 在庫投資                       |                          |
| (図表 2 5) ISバランス                     |                          |
| (図表 2 6) 賃金と物価                      |                          |
| (図表 2 7) 物価の先行きに対する見方               |                          |
| (図表 2 8) 海外経済                       |                          |
| (図表 2 9) 海外現地在庫の動向                  |                          |
| (図表 3 0) 輸入ペネトレーション比率               |                          |

# 実質GDPと景気動向指数

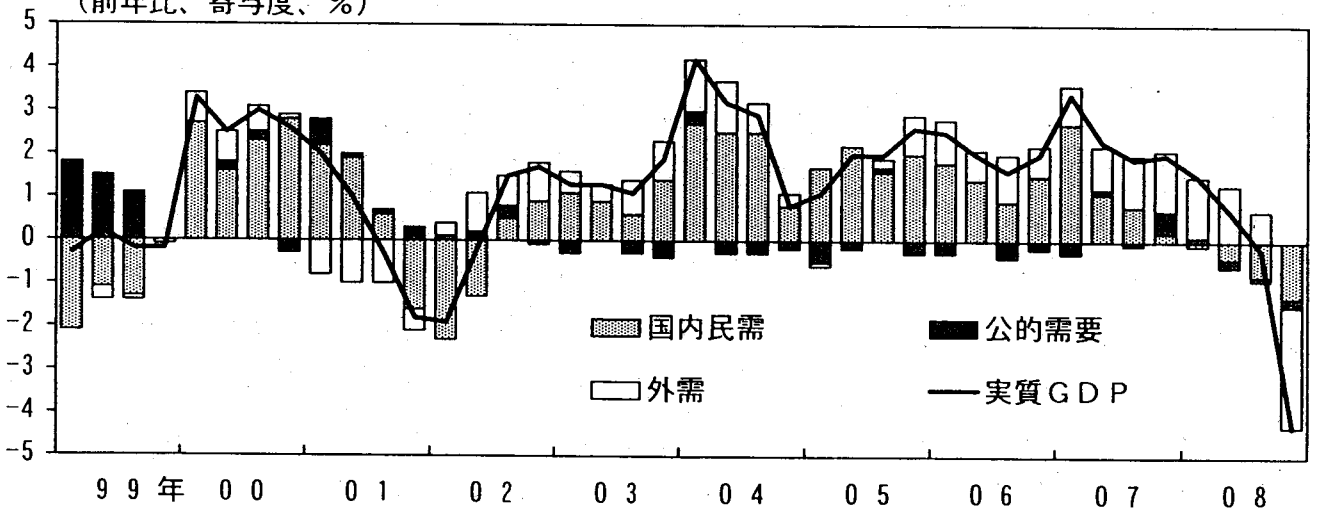
## (1) 実質GDP (前期比)

(季調済前期比年率、寄与度、%)



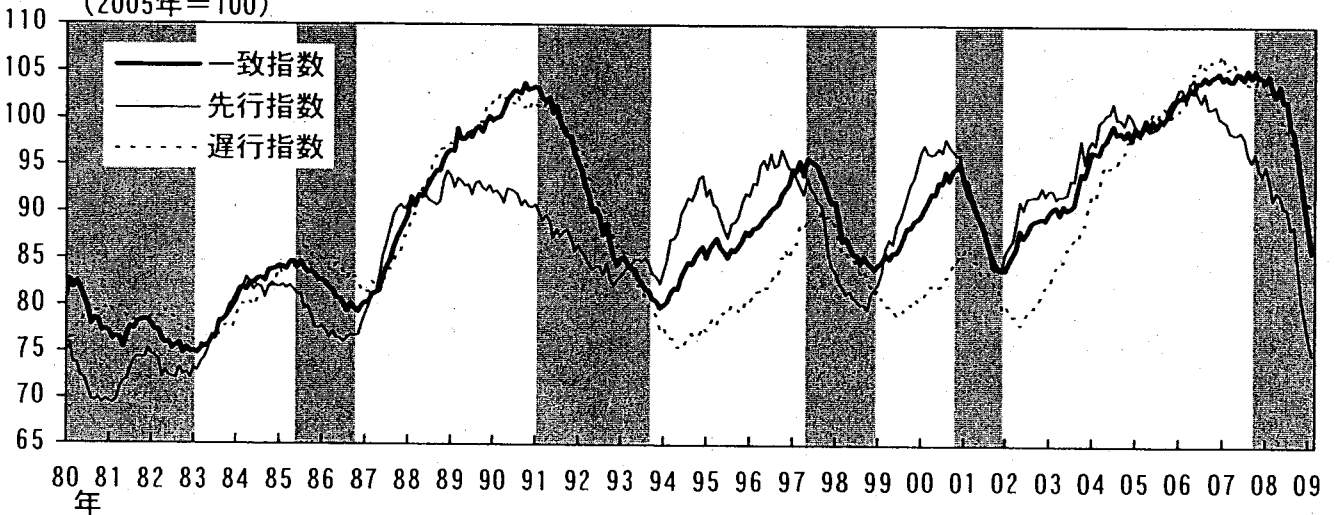
## (2) 実質GDP (前年比)

(前年比、寄与度、%)



## (3) 景気動向指数 (CI)

(2005年=100)



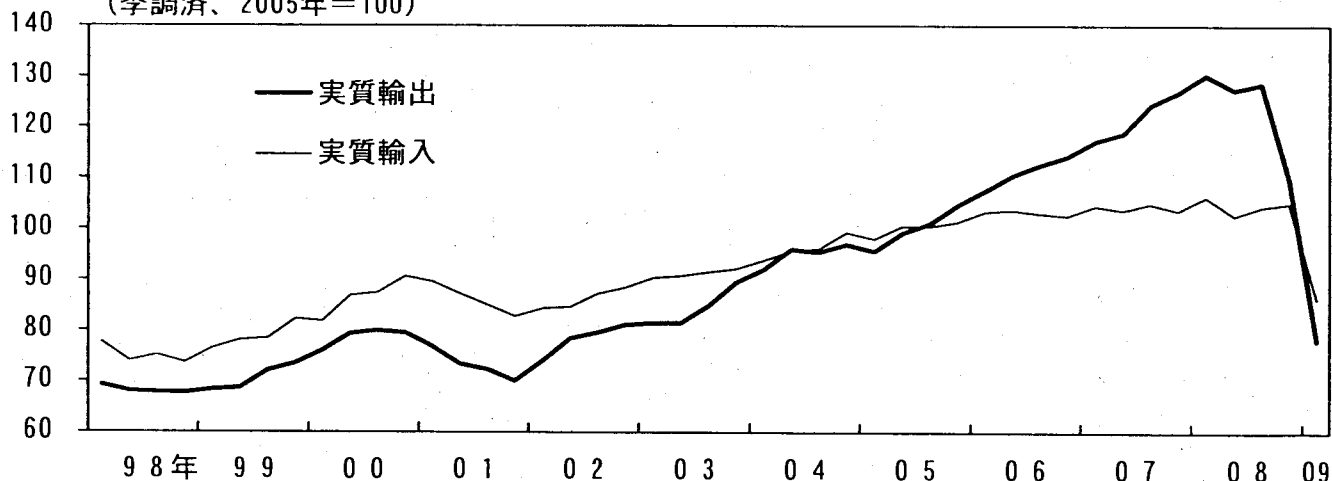
(注) シャドー部分は景気後退局面。

(資料) 内閣府「国民経済計算」「景気動向指数」

# 輸出入

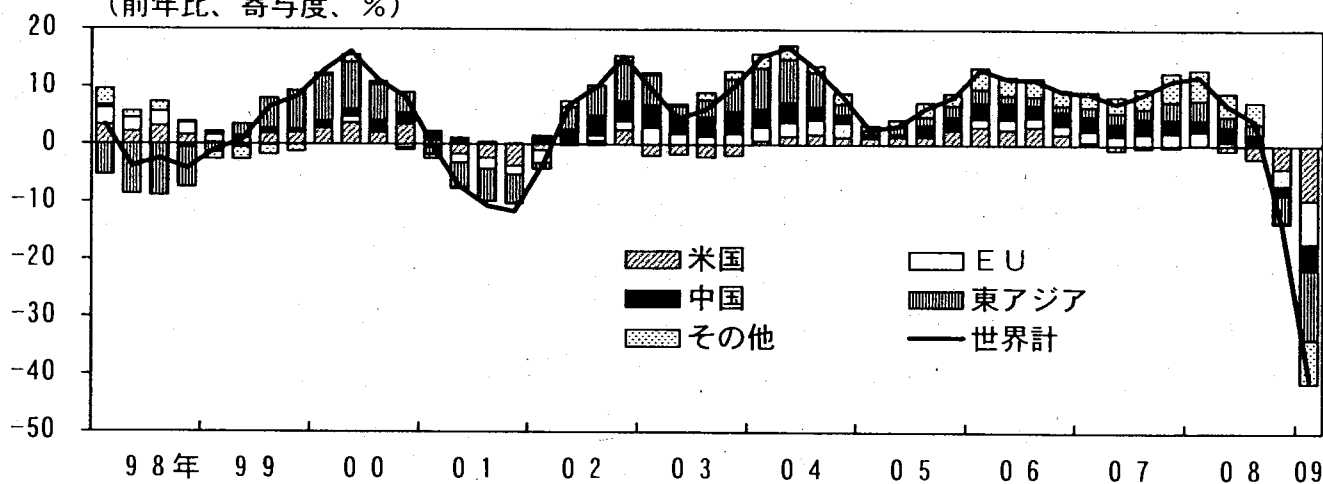
## (1) 実質輸出入

(季調済、2005年=100)



## (2) 実質輸出の地域別内訳

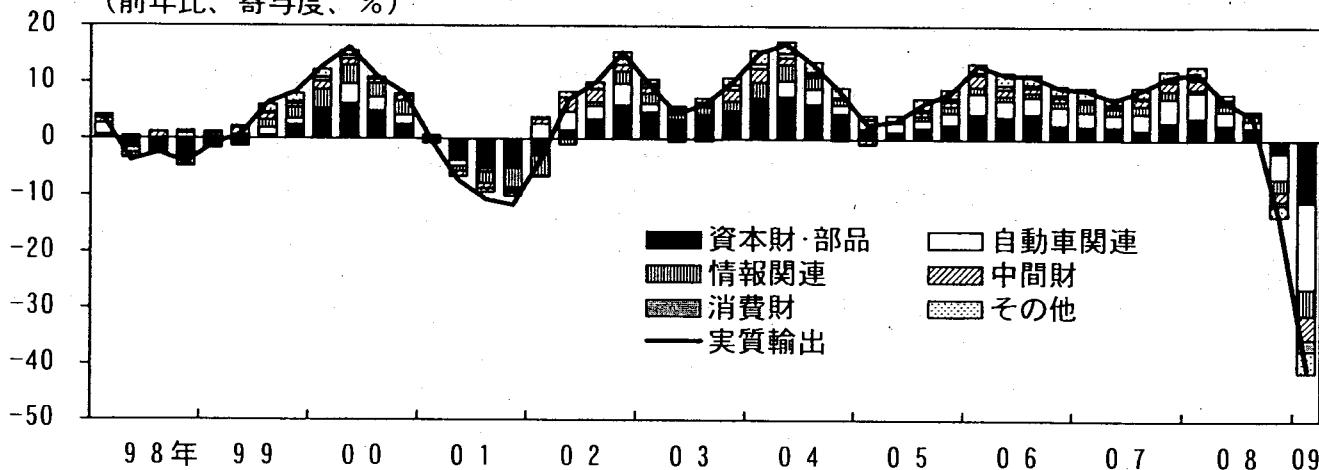
(前年比、寄与度、%)



(注) 東アジアはNIEsとASEAN4の合計。

## (3) 実質輸出の財別内訳

(前年比、寄与度、%)

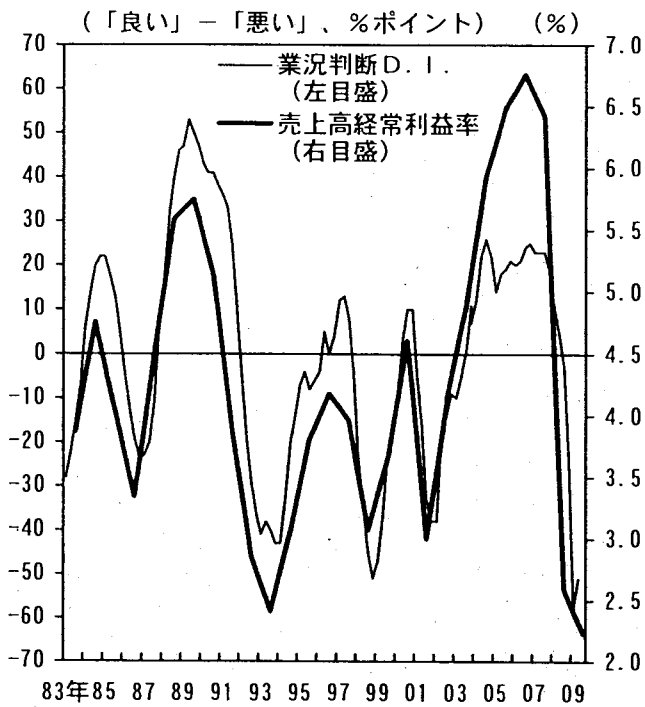


(資料) 財務省「外国貿易概況」、日本銀行「企業物価指数」

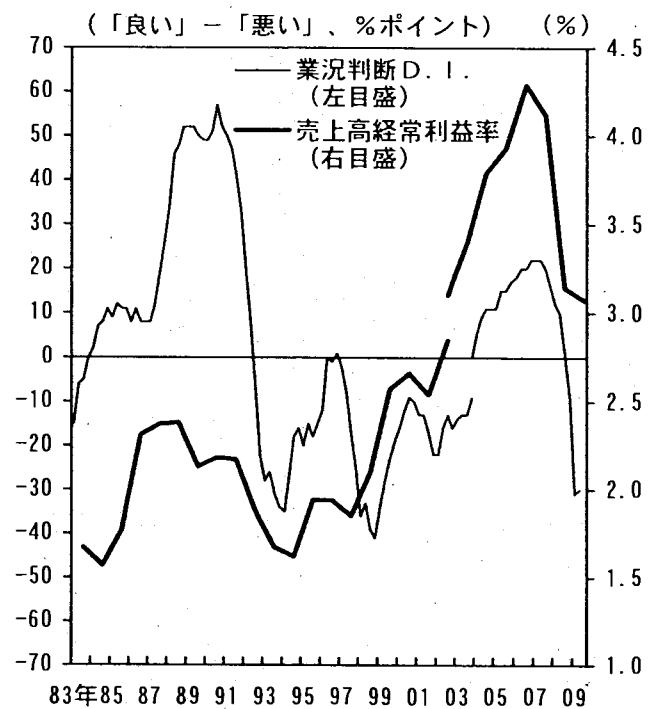
# 企業収益

## (1) 大企業

### ① 製造業

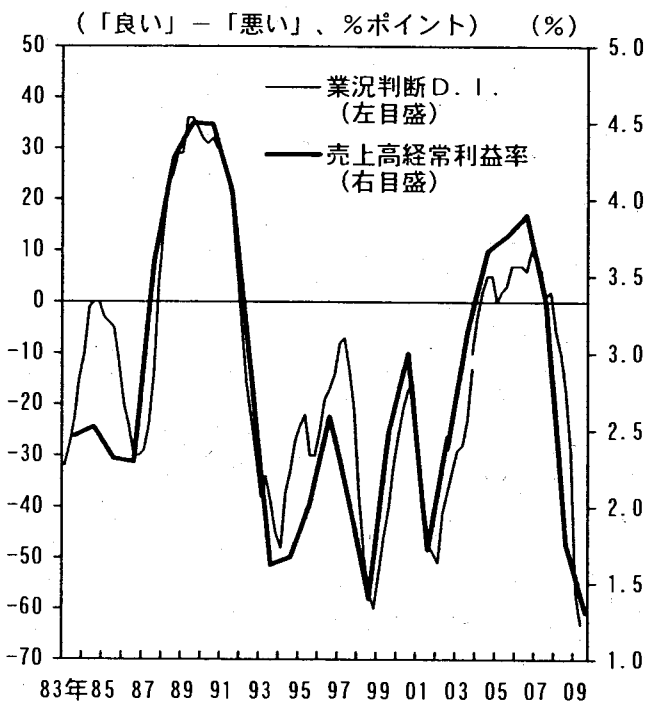


### ② 非製造業

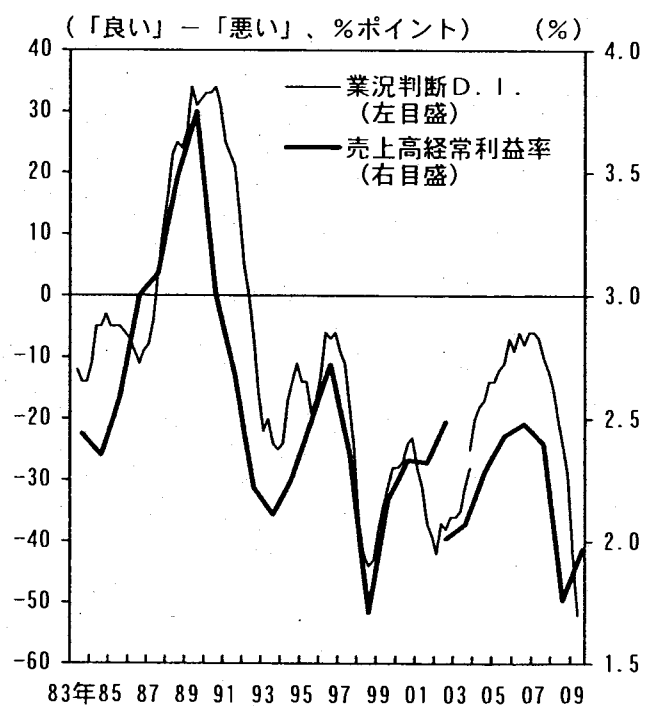


## (2) 中小企業

### ① 製造業



### ② 非製造業



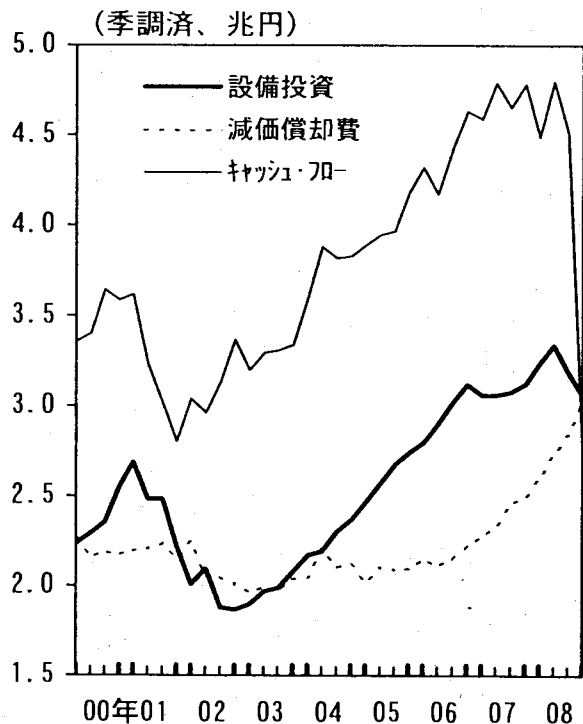
- (注) 1. 2009/2Qの業況判断D.I. は、2009/3月調査時点の企業の予測値。  
 2. 売上高経常利益率は、年度計数(3Qにプロット)。2008年度以降は2009/3月調査時点の計画値。  
 3. 短観は、2004/3月調査において、調査対象企業の拡充を含む幅広い見直しを実施したため、計数に不連続が生じている。新ベースの計数は、業況判断D.I. については2003/12月調査以降、売上高経常利益率については2002年度以降。

(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

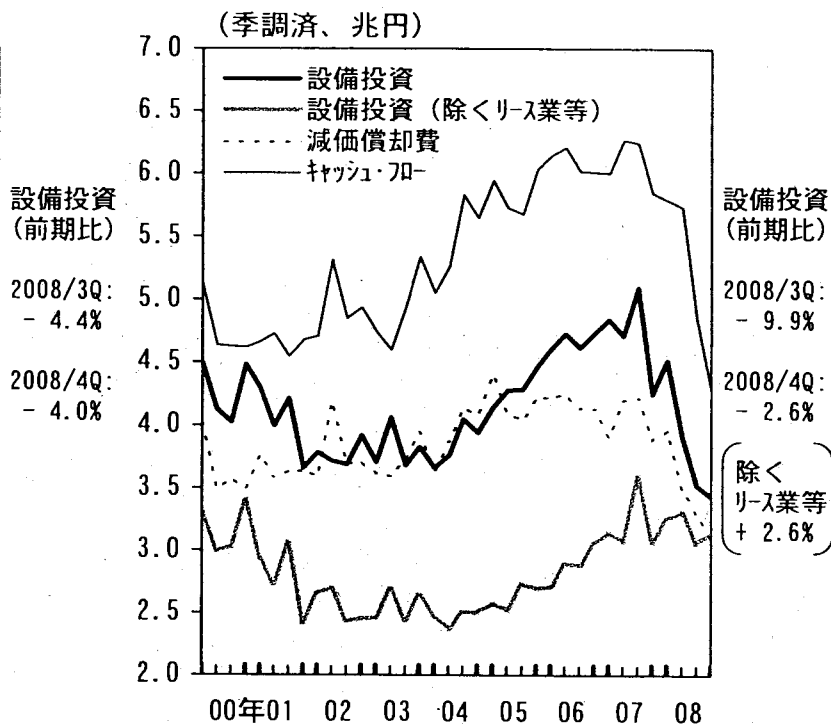
# 設備投資

## (1) 大企業

### ① 製造業

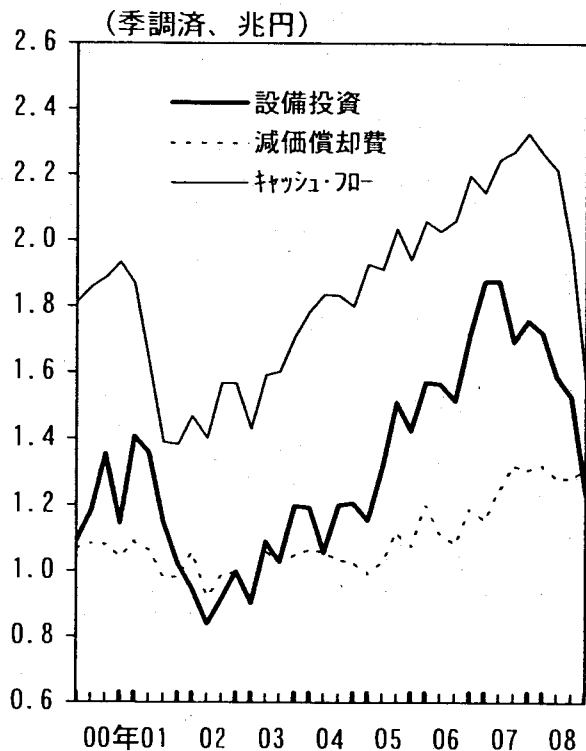


### ② 非製造業

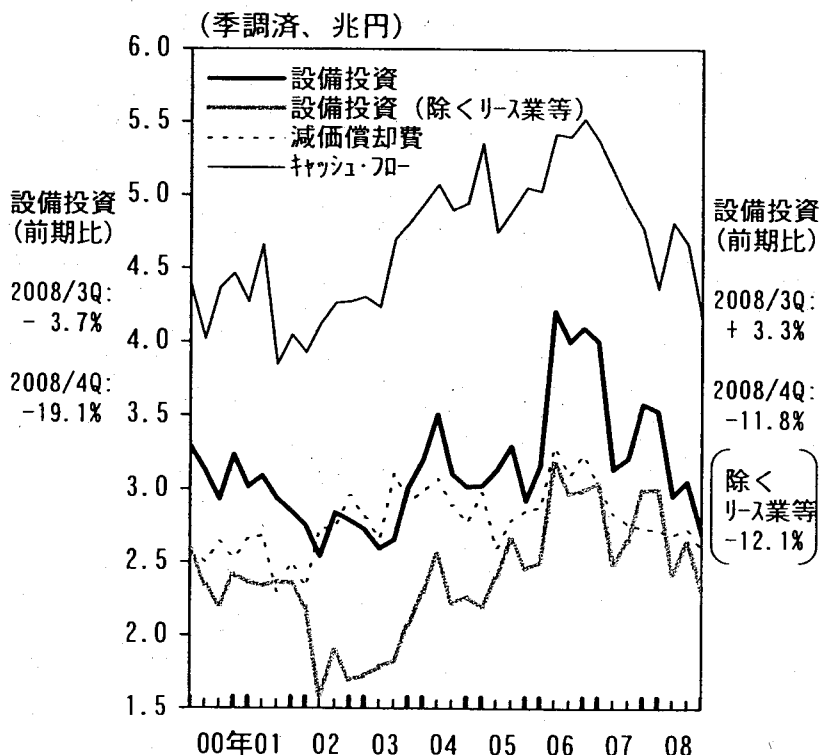


## (2) 中堅・中小企業

### ① 製造業



### ② 非製造業



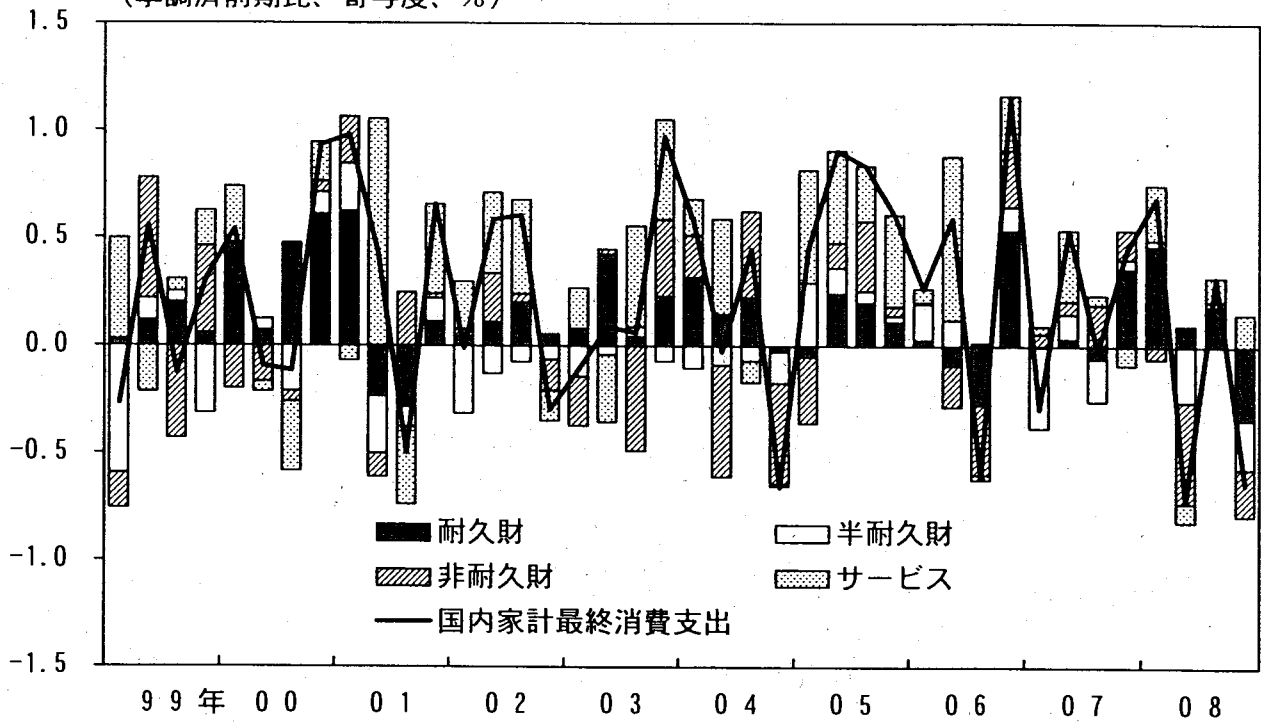
- (注) 1. 大企業は資本金10億円以上、中堅・中小企業は資本金1千万円以上10億円未満。  
 2. キャッシュ・フローは、(減価償却費+経常利益×1/2)として算出。  
 3. 計数は全て金融業、保険業を除く。設備投資(除くリース業等)は、2004/2Q以降はリース業、その他の物品賃貸業、広告・その他の事業サービス業を除く。2004/1Q以前は、事業所サービス業を除く。

(資料) 財務省「法人企業統計季報」

# 個人消費

## (1) GDPベース・形態別消費 (実質)

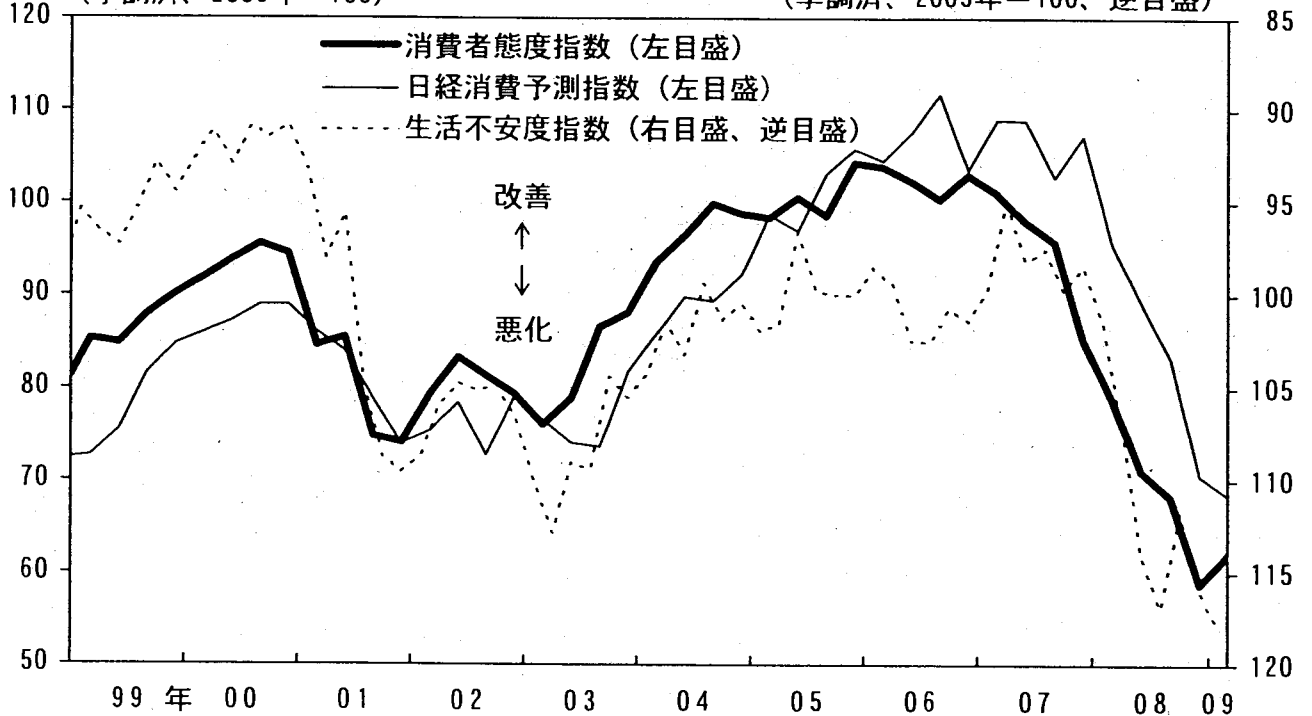
(季調済前期比、寄与度、%)



## (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)

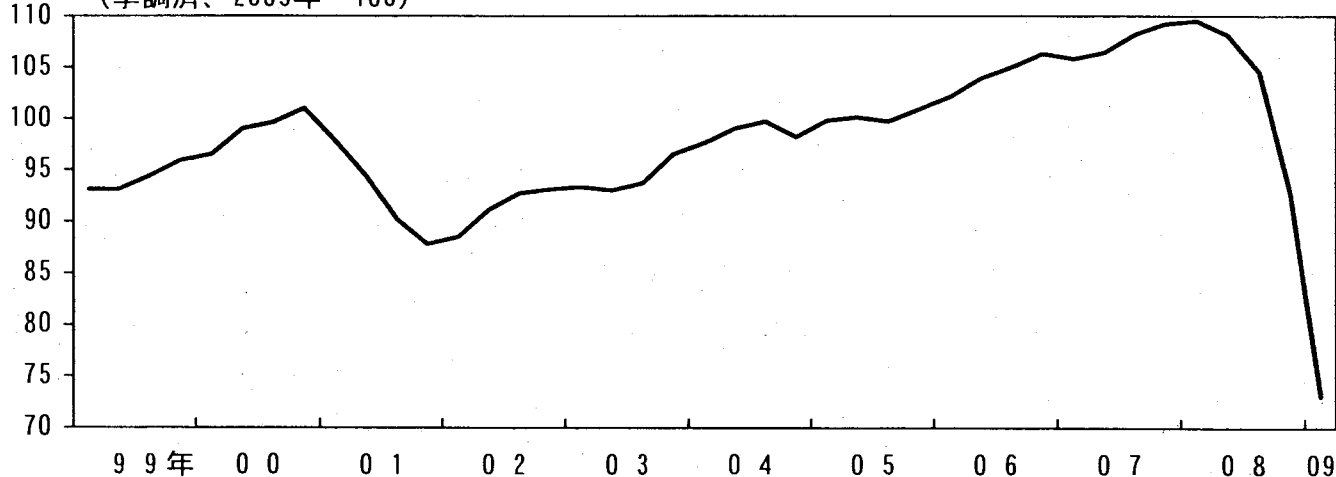


(資料) 内閣府「国民経済計算」「消費動向調査」、日本経済新聞社「日経消費予測指数」、日本リサーチ総合研究所「消費者心理調査」

# 鋳工業生産

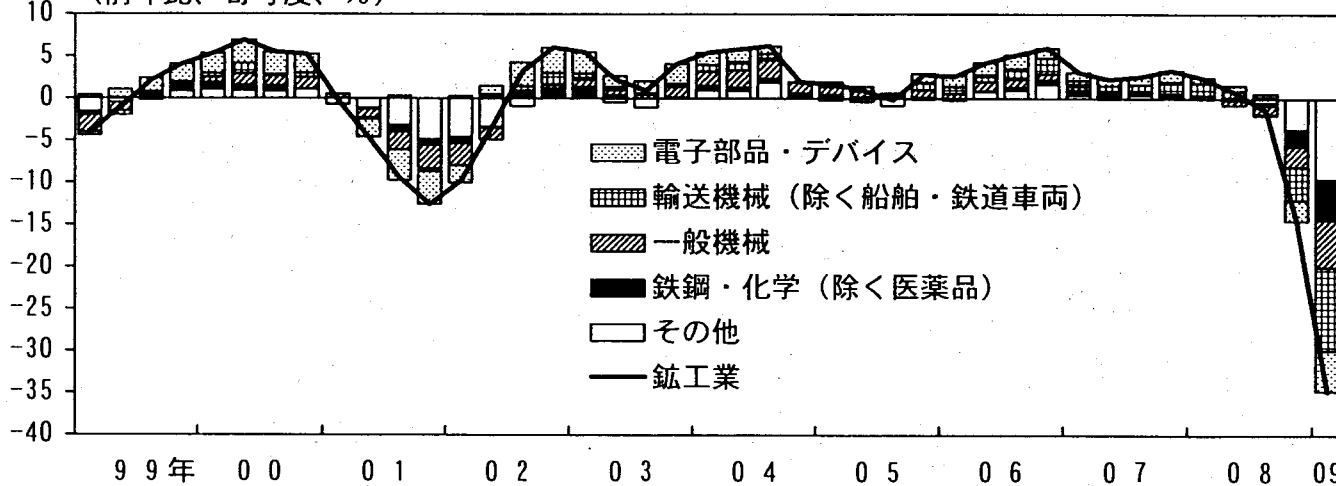
## (1) 鋳工業生産

(季調済、2005年=100)



## (2) 生産の業種別寄与度

(前年比、寄与度、%)

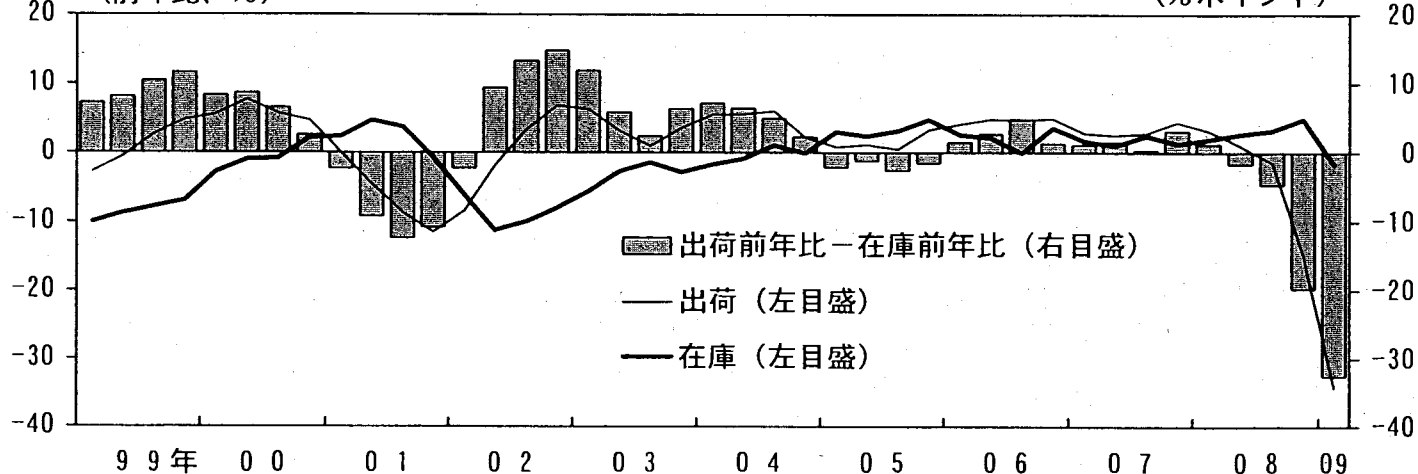


(注) 2003年以前は、2000年基準の指数を用いて算出。

## (3) 出荷・在庫バランス (鋳工業)

(前年比、%)

(%ポイント)



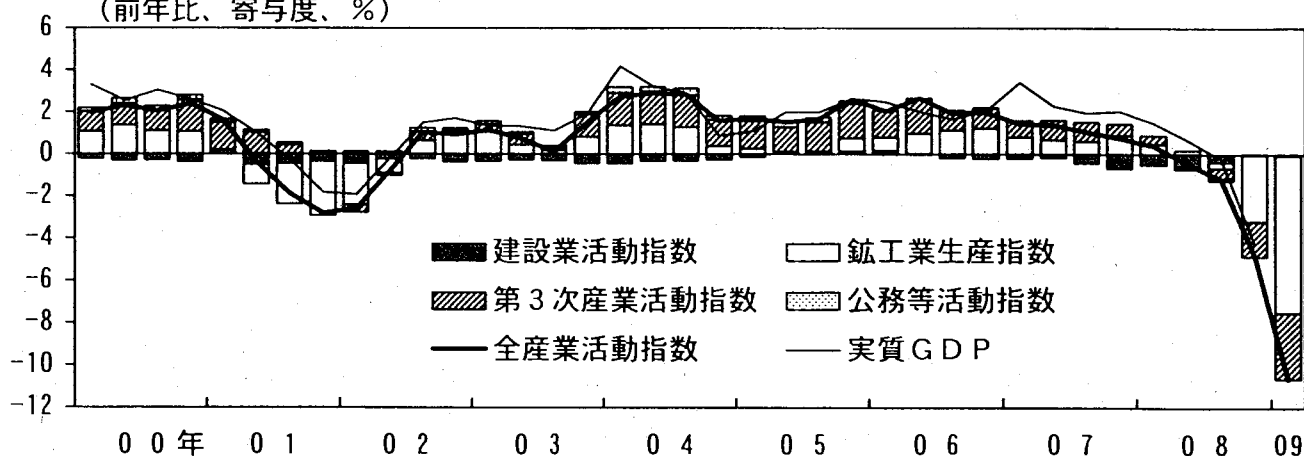
(資料) 経済産業省「鋳工業指数統計」



## 全産業活動指数

### (1) 全産業活動指数と実質GDP

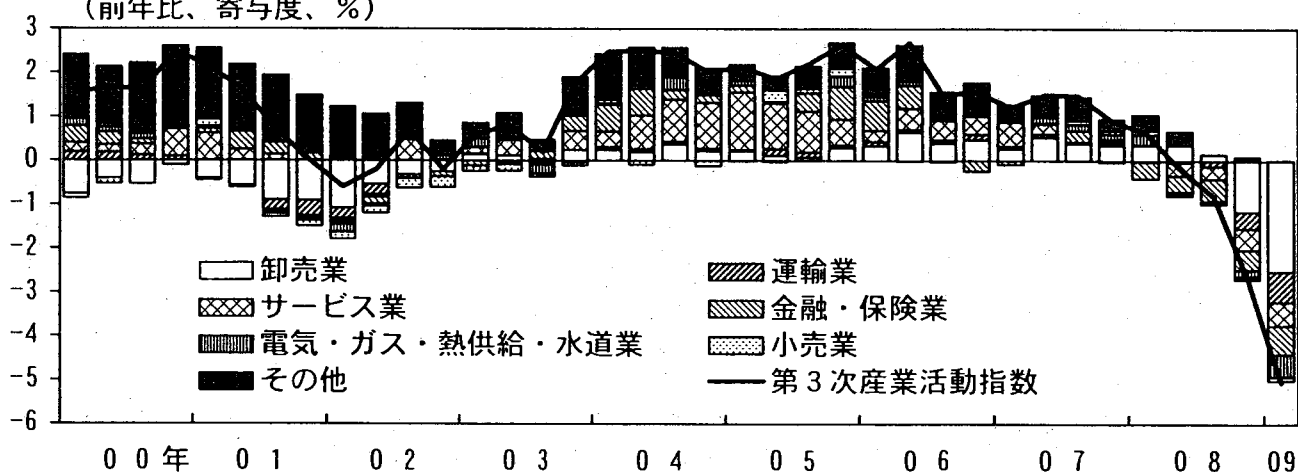
(前年比、寄与度、%)



(注) 2009/1Qは、1~2月の前年同期比(下の(2)も同じ)。

### (2) 第3次産業活動指数の内訳

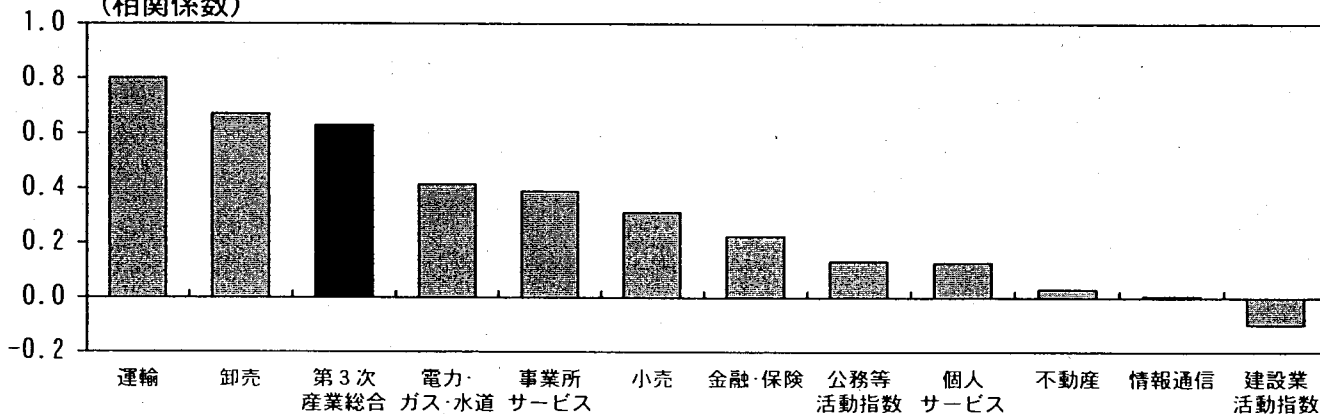
(前年比、寄与度、%)



(注) その他は、情報通信業、不動産業、飲食店宿泊業、医療福祉、学習支援業、複合サービス事業の合計。

### (3) 鉱工業生産との連動性

(相関係数)

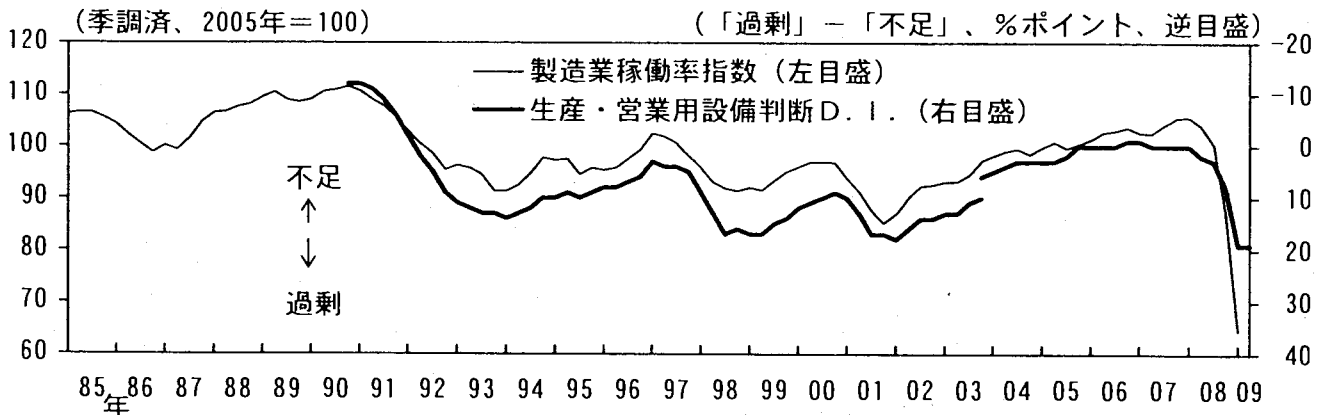


(注) 相関係数は、全産業活動指数における鉱工業生産指数の前年比と第3次産業活動指数、建設業活動指数、公務等活動指数の前年比との同時相関係数。計測期間は1994/1月~2008/12月。

(資料) 経済産業省「全産業活動指数」「第3次産業活動指数」、内閣府「国民経済計算」

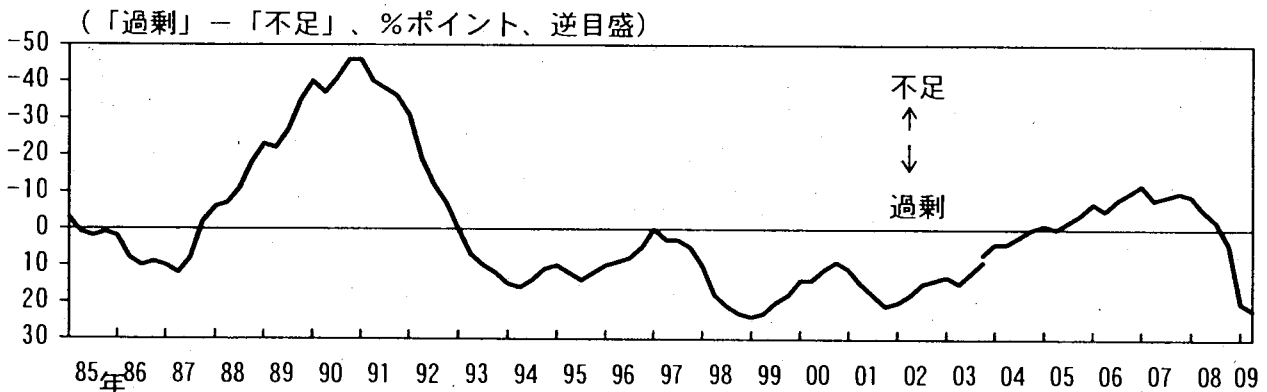
## 生産要素の稼働状況

### (1) 生産・営業用設備判断D.I. (短観) と稼働率指数

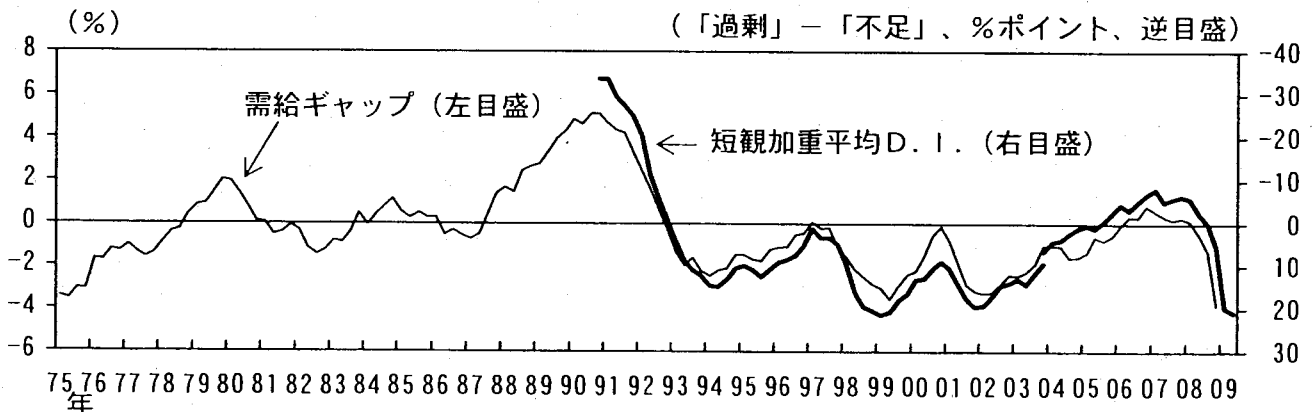


- (注) 1. D.I. は全産業全規模合計 (下の(2)、(3)も同じ)。  
 2. 2009/2QのD.I. は、2009/3月調査時点の企業の予測値 (下の(2)、(3)も同じ)。  
 3. 短観は2004/3月調査より見直しを実施。旧ベースは2003/12月調査まで、新ベースは2003/12月調査から (下の(2)、(3)も同じ)。  
 4. 製造業稼働率指数の2009/1Qは、1~2月の値。

### (2) 雇用人員判断D.I.



### (3) 短観加重平均D.I.と需給ギャップ



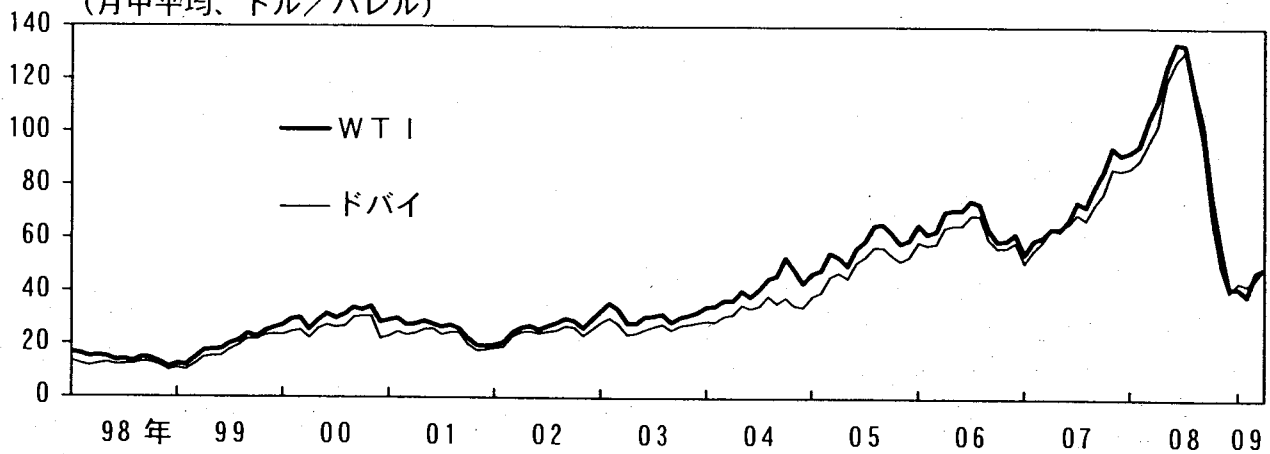
- (注) 短観加重平均D.I.は、生産・営業用設備判断D.I.と雇用人員判断D.I.を資本・労働分配率(1990~2007年度平均)で加重平均して算出。需給ギャップは、日本銀行調査統計局の試算値。具体的な計測方法については、日銀レビュー「GDPギャップと潜在成長率の新推計」(2006年5月)を参照。

(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

# 商品市況

## (1) 原油価格

(月中平均、ドル/バレル)

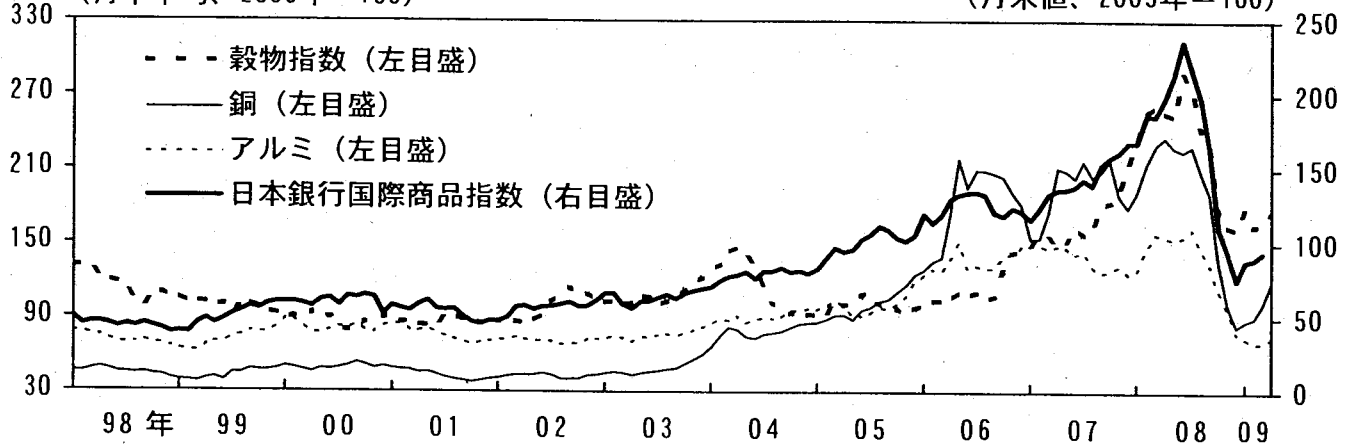


(注) 2009/4月の計数は、29日までの平均値 (下の(2)も同じ)。

## (2) 国際商品市況

(月中平均、2005年=100)

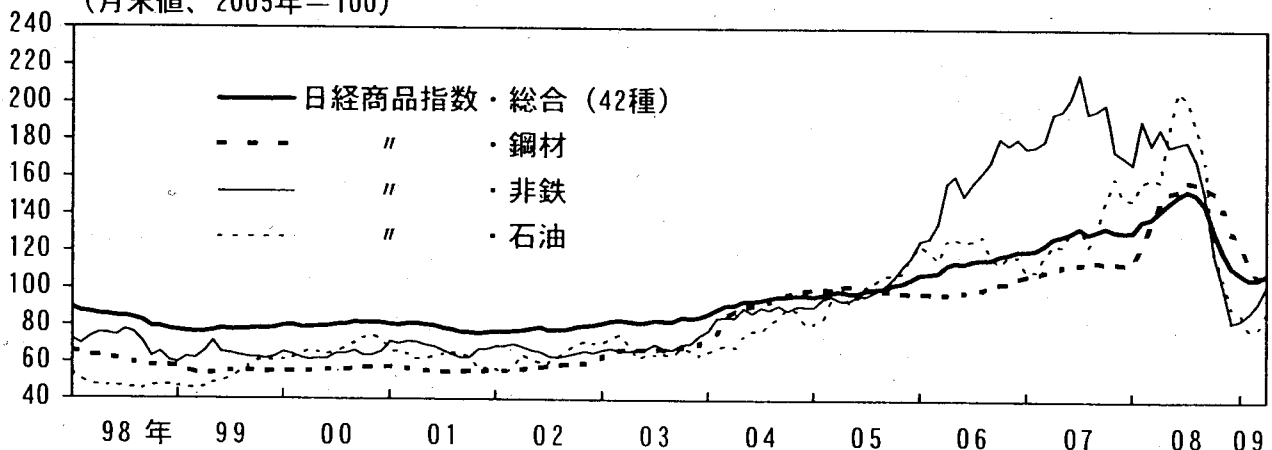
(月末値、2005年=100)



(注) 穀物指数は、穀物(小麦、大豆、トウモロコシ)の国際商品市況を加重平均したもの。加重平均に用いるウエイトは、貿易統計の輸入金額から算出。

## (3) 国内商品市況

(月末値、2005年=100)

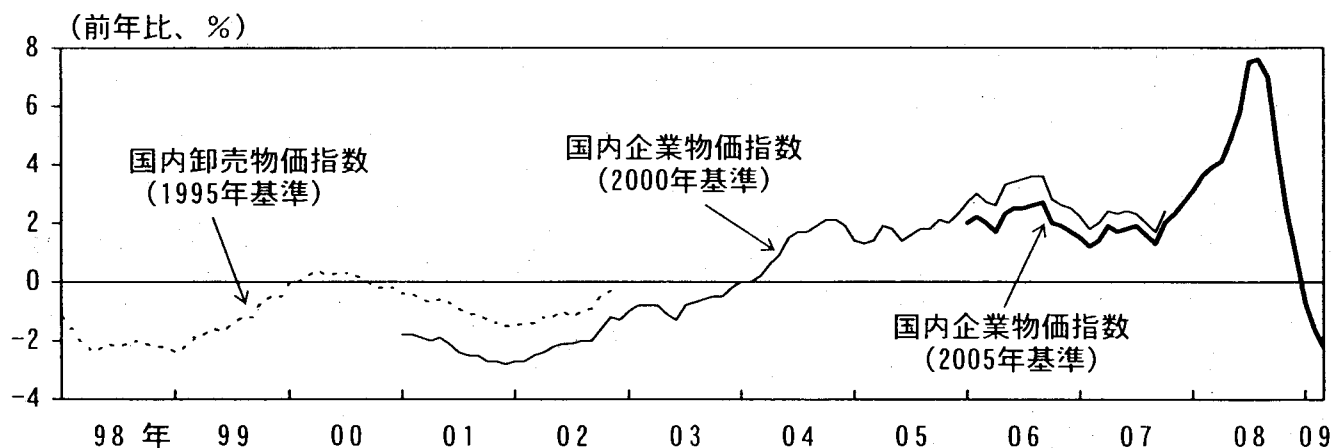


(注) 1. 鋼材：棒鋼、H形鋼、鋼板など    非鉄：銅地金、アルミニウム地金など  
 石油：ガソリン、灯油、軽油、C重油  
 2. 2009/4月の計数は、24日の値。

(資料) 日本銀行「日本銀行国際商品指数」、日本経済新聞社等

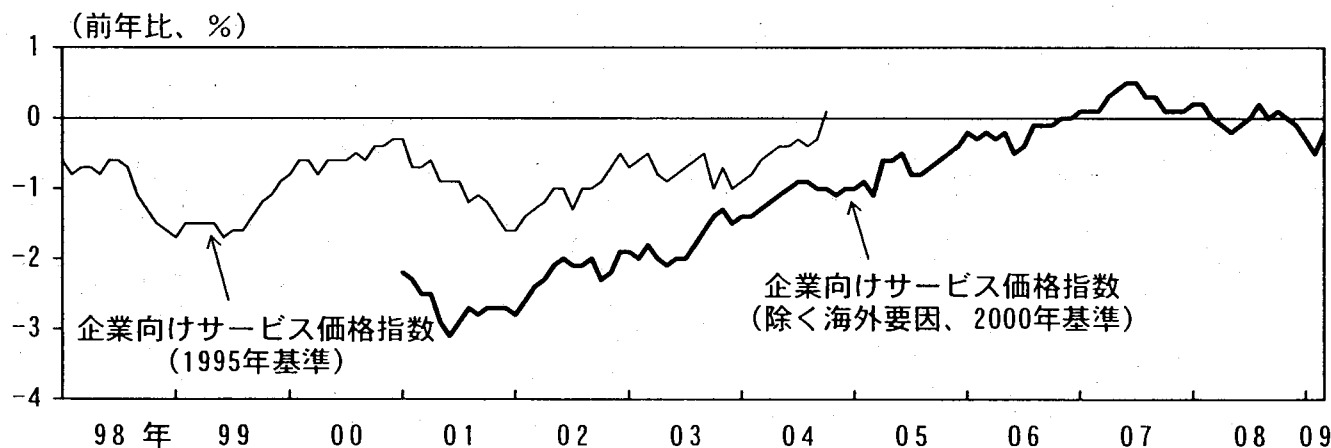
# 物 価

## (1) 国内企業物価指数



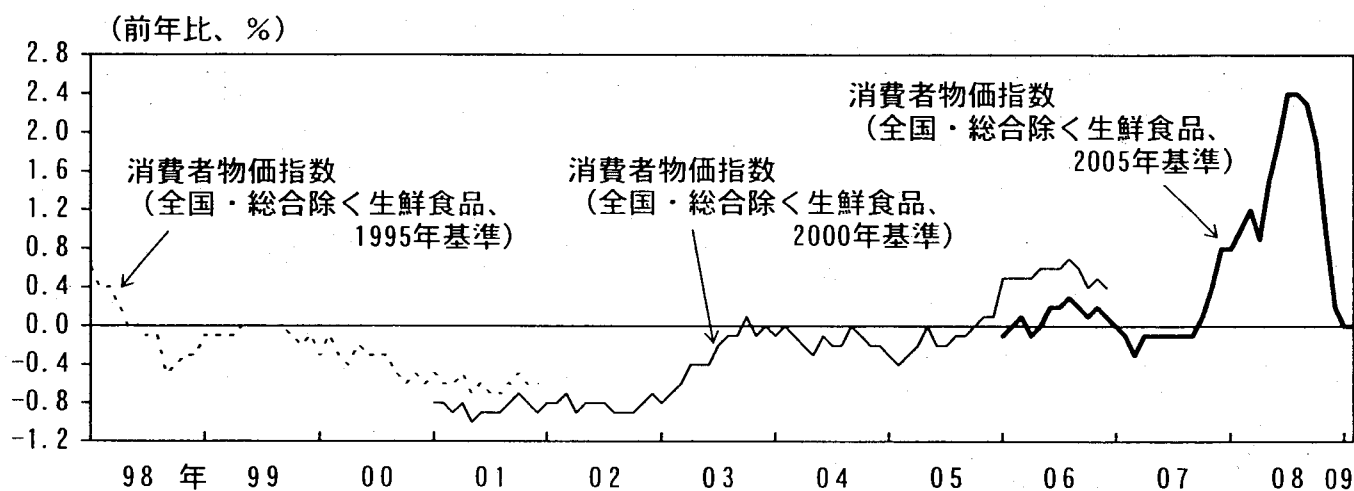
(注) 消費税調整済み (下の図表も同じ)。

## (2) 企業向けサービス価格指数



(注) 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。

## (3) 消費者物価指数

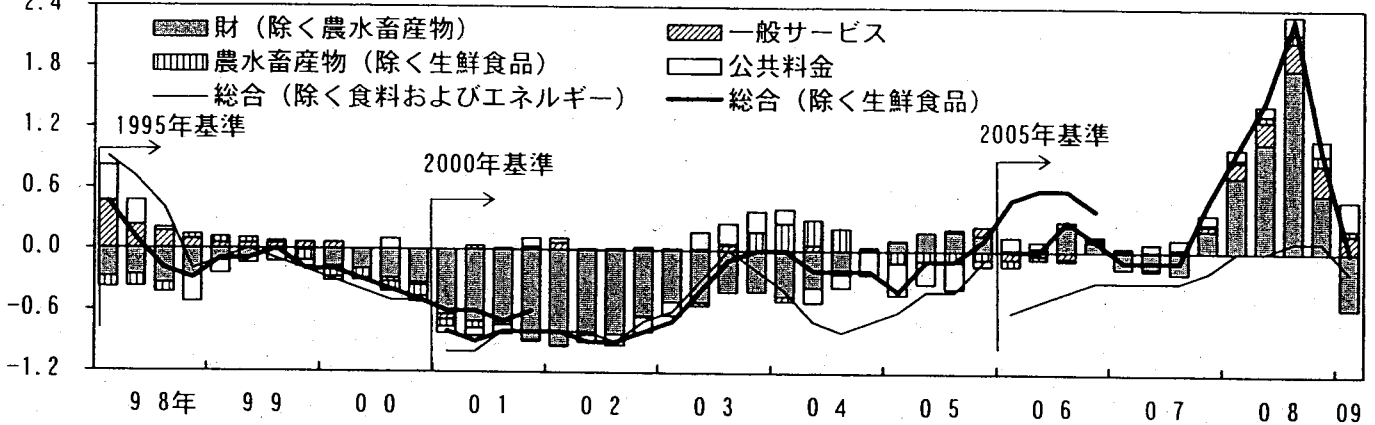


(資料) 総務省「消費者物価指数」、日本銀行「企業物価指数」「卸売物価指数」「企業向けサービス価格指数」

# 消費者物価

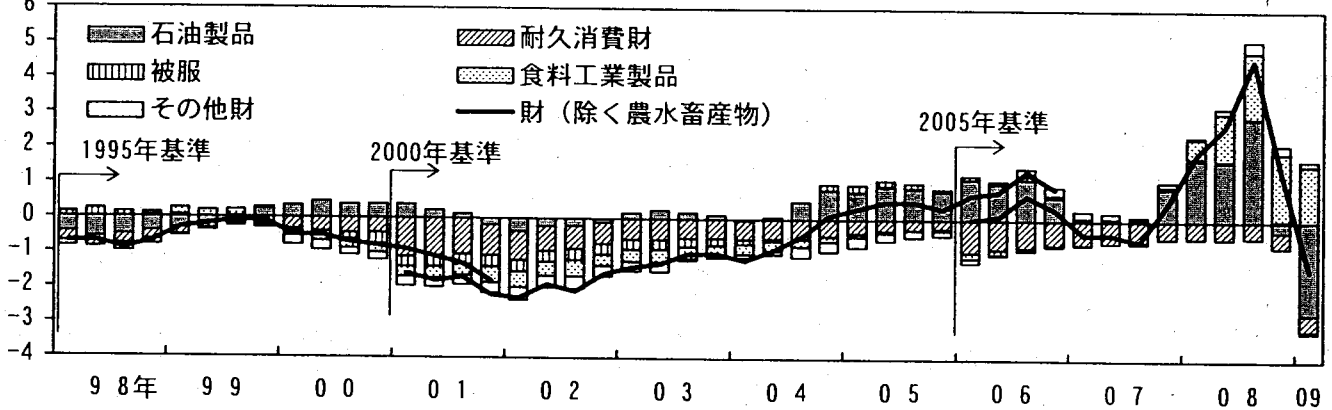
## (1) 総合 (除く生鮮食品)

(前年比、寄与度、%)



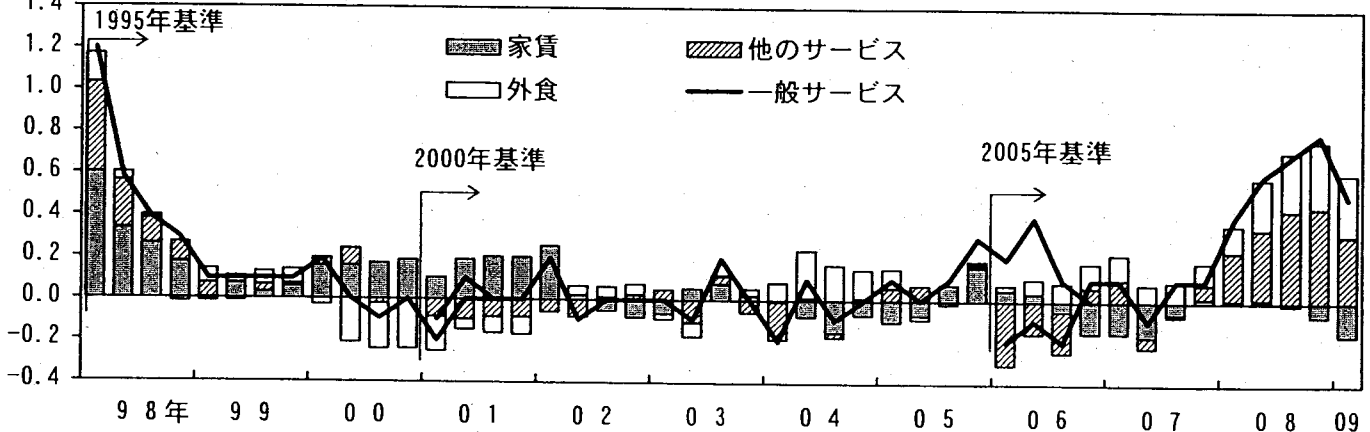
## (2) 財 (除く農水畜産物) の要因分解

(前年比、寄与度、%)



## (3) 一般サービスの要因分解

(前年比、寄与度、%)



(注) 1. 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」

2. 「食料」は「酒類」を除く。また、「エネルギー」は「電気代」、「都市ガス代」、「プロパンガス」、「灯油」、「ガソリン」からなる。

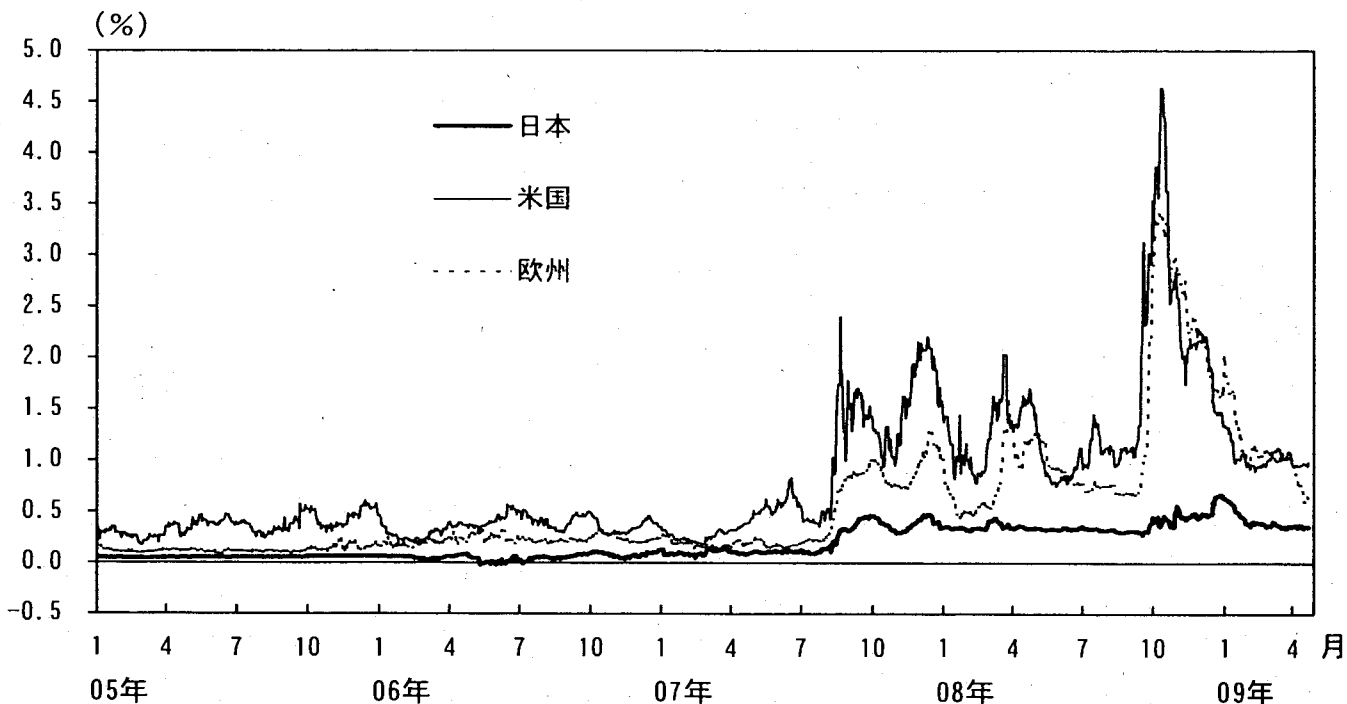
3. 消費税調整済み。

4. 2009/1Qは、1～2月の平均値を用いて算出。

(資料) 総務省「消費者物価指数」

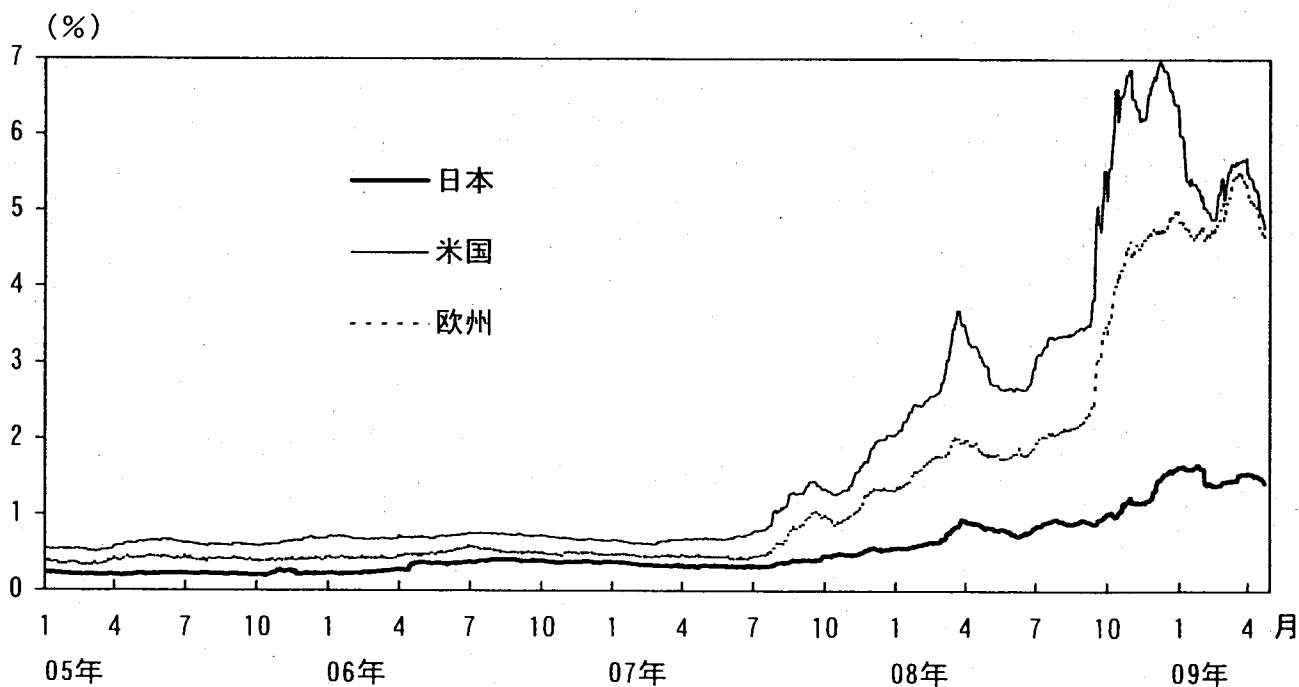
## 主要国の信用スプレッド

### (1) 主要国のターム物の信用スプレッド



- (注) 1. ターム物の信用スプレッド=LIBOR 3か月物-短期国債3か月物利回り  
 2. 日本は、2009/2月の統合発行以前は政府短期証券利回り、統合発行以降は国庫短期証券利回りを利用。欧州は、ドイツの短期国債利回りを利用。

### (2) 主要国の社債の信用スプレッド

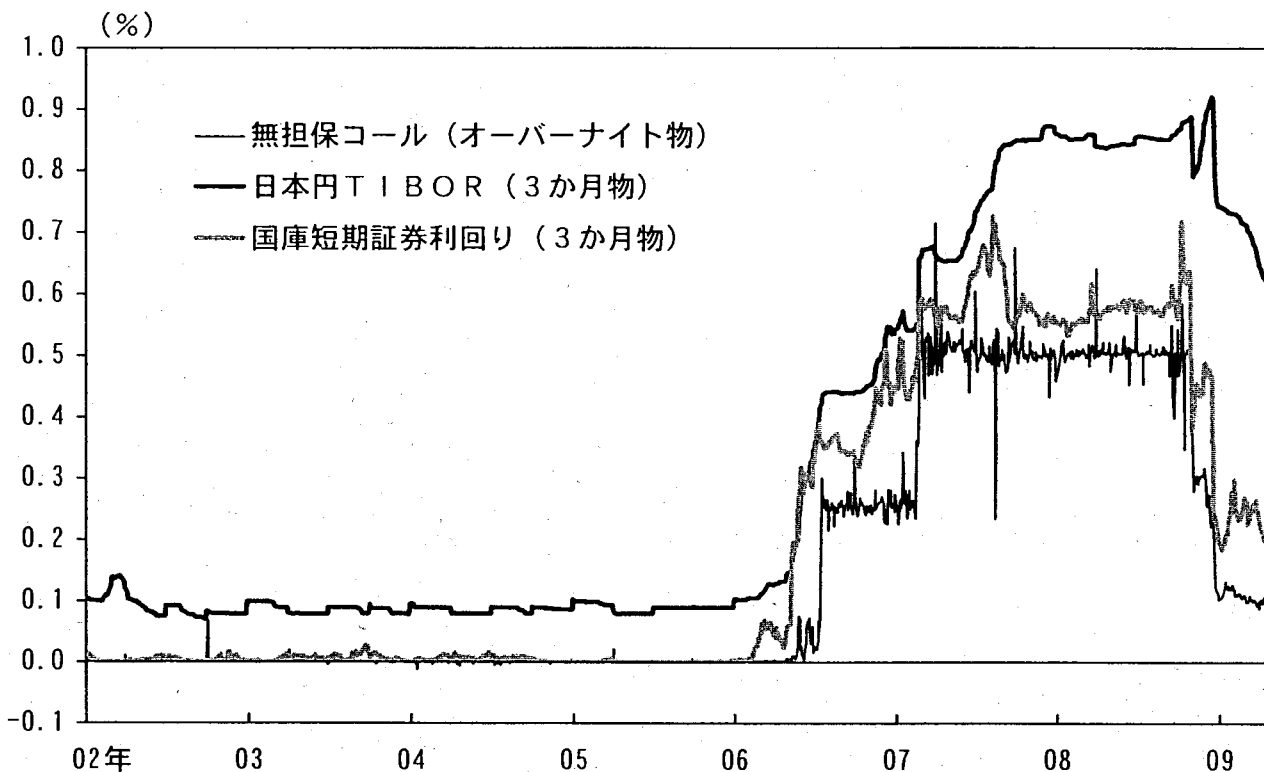


- (注) 1. 社債の信用スプレッド=社債流通利回り-国債流通利回り  
 2. 日本は5年物。米国、欧州は3~5年物。  
 3. 社債の格付けは全てA格。格付けは日本はR&Iによる。米国、欧州は、ムーディーズ、S&P、フィッチによる。

(資料) 日本証券業協会、メリルリンチ、Bloomberg、日本相互証券

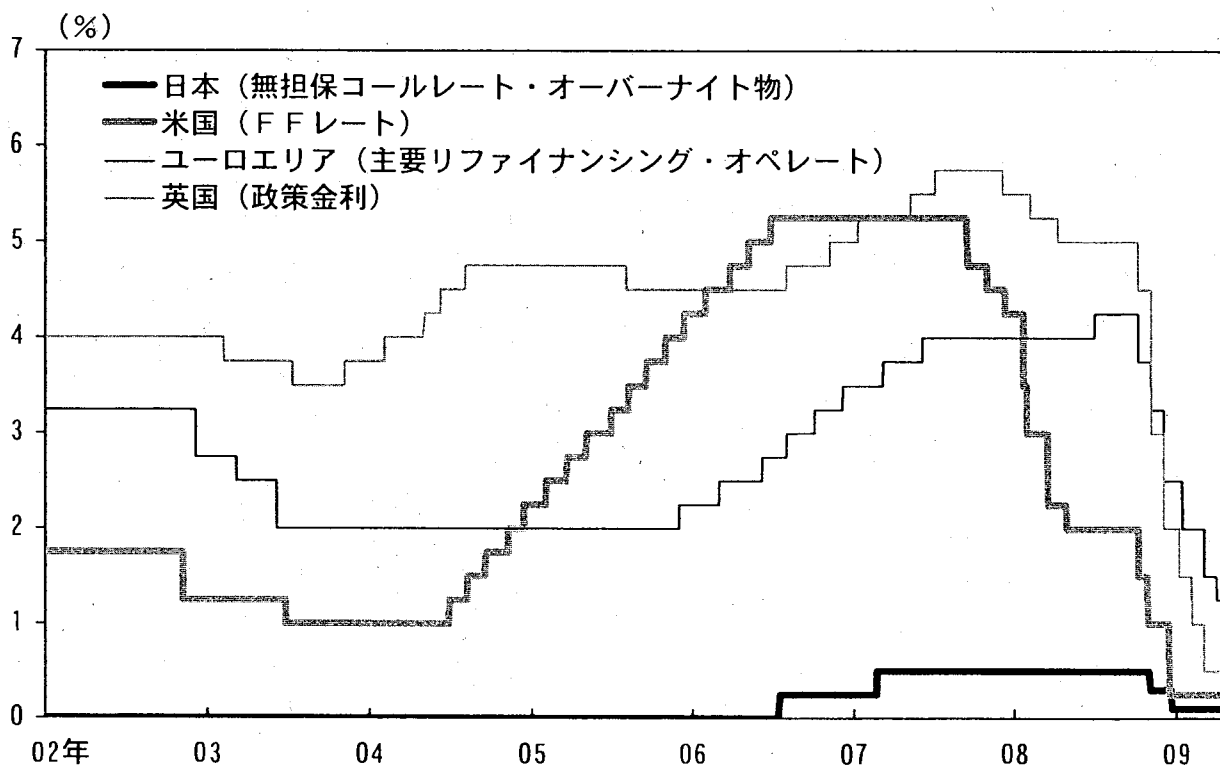
# 短期金利

## (1) 短期金利



(注) 2009年2月の統合発行以前の国庫短期証券利回りは政府短期証券利回り。

## (2) 主要国の政策金利

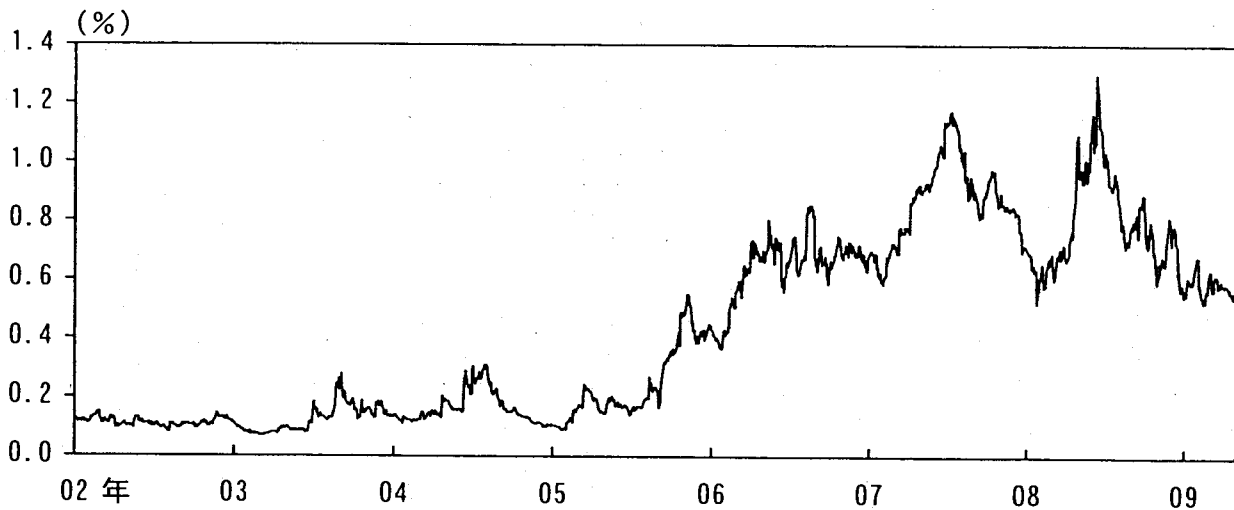


(注) 日本の政策金利は、金融市場調節の操作目標が日銀当座預金残高であった期間は0%とした。

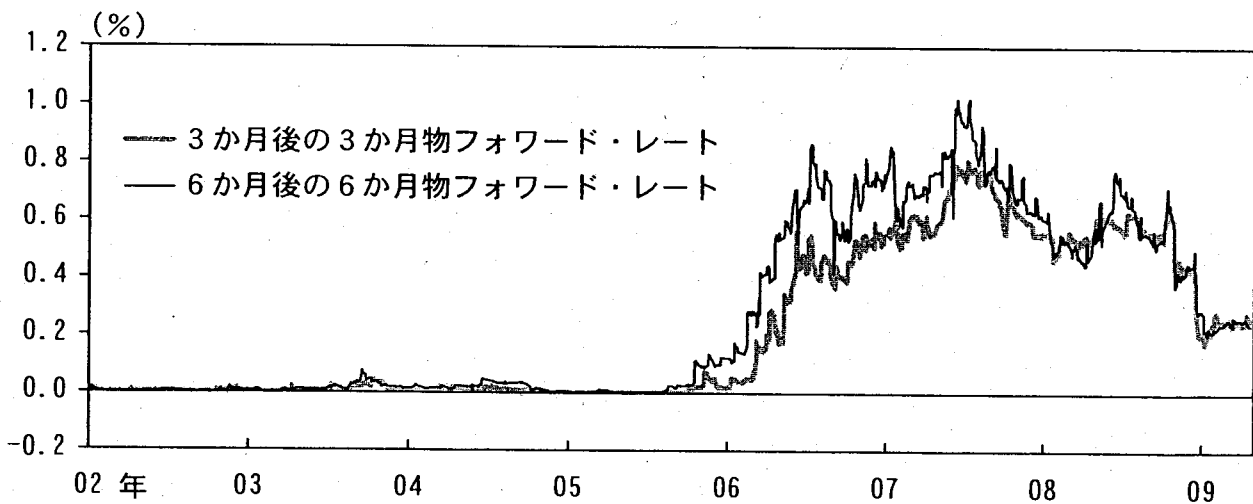
(資料) 日本銀行、各国中央銀行、Bloomberg

## 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)

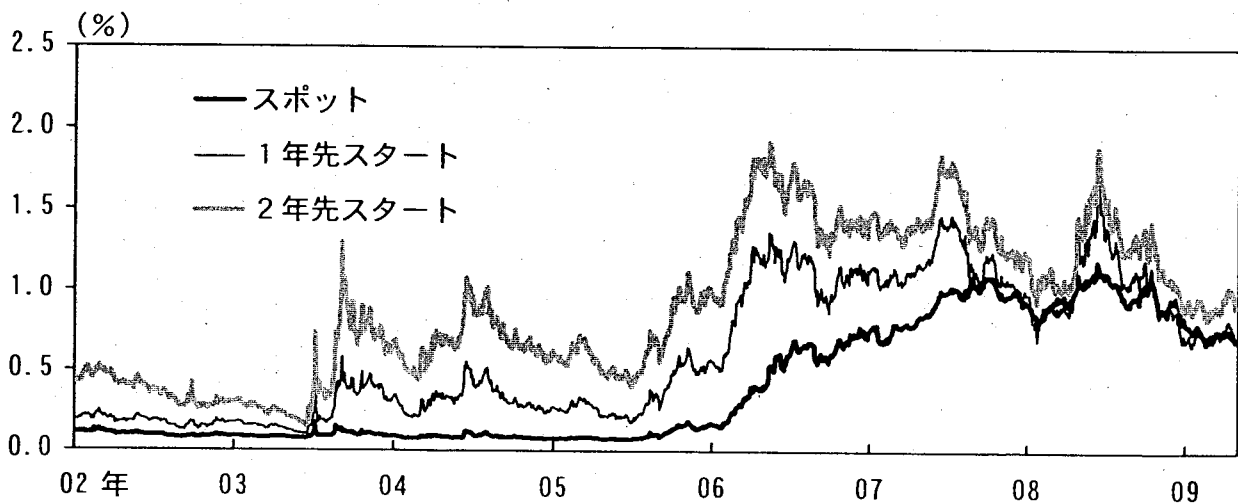


### (2) 国庫短期証券からみたフォワード・レート



(注) 3か月物、6か月物、1年物の国庫短期証券利回り(2009/2月の統合発行以前は、政府短期証券利回り、割引短期国債利回り)を用いて算出。

### (3) 1年物インプライド・フォワード・レート



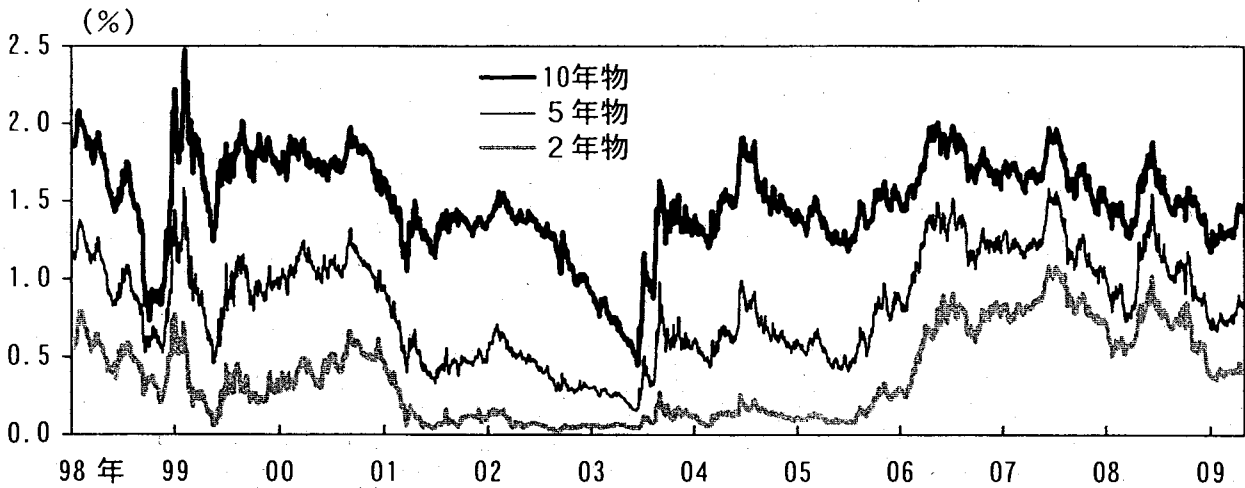
(注) 円-円スワップ・レートから算出。

(資料) 東京金融取引所、ロイター、Bloomberg

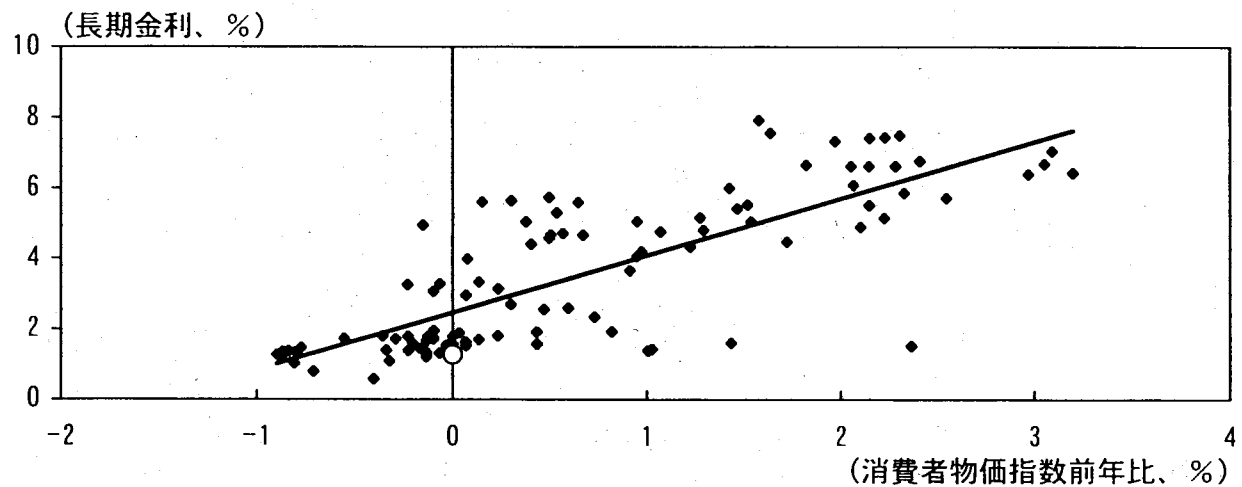


# 長期金利

## (1) 国債利回り

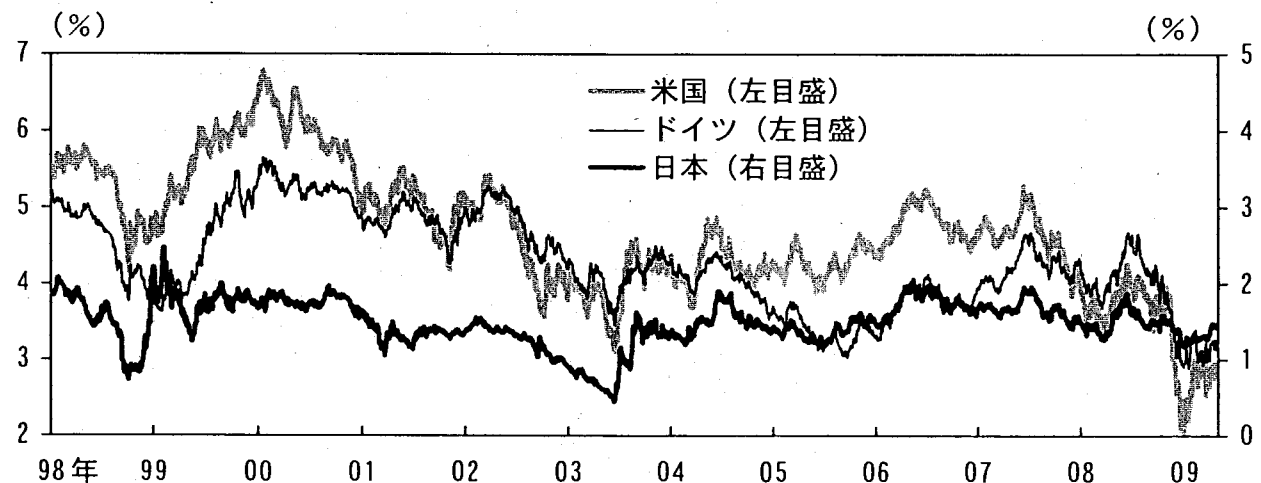


## (2) 長期金利と消費者物価変化率



- (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～2009/1Q。但し、2009/1Qの値は1～2月の平均(白丸で表記)。

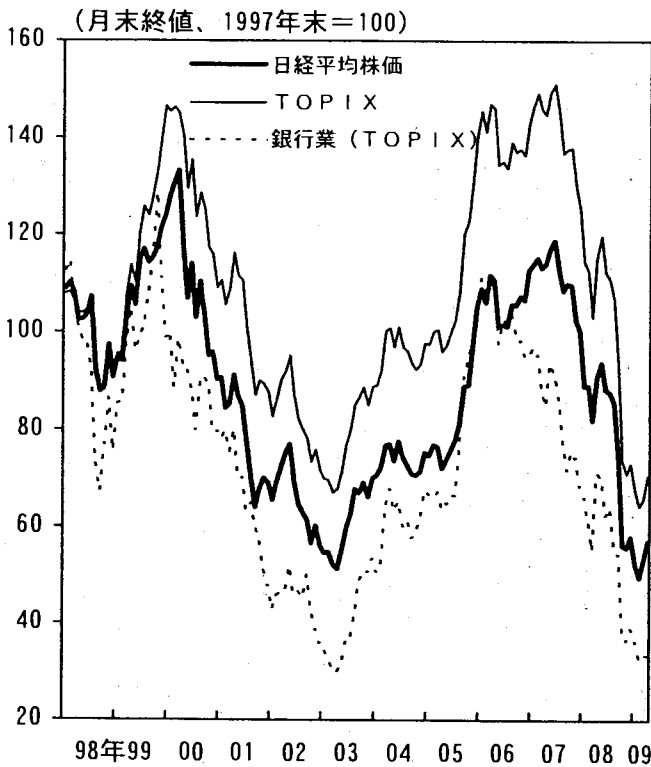
## (3) 主要国の長期金利(10年物国債利回り)



(資料) 総務省「消費者物価指数」、日本相互証券、Bloomberg

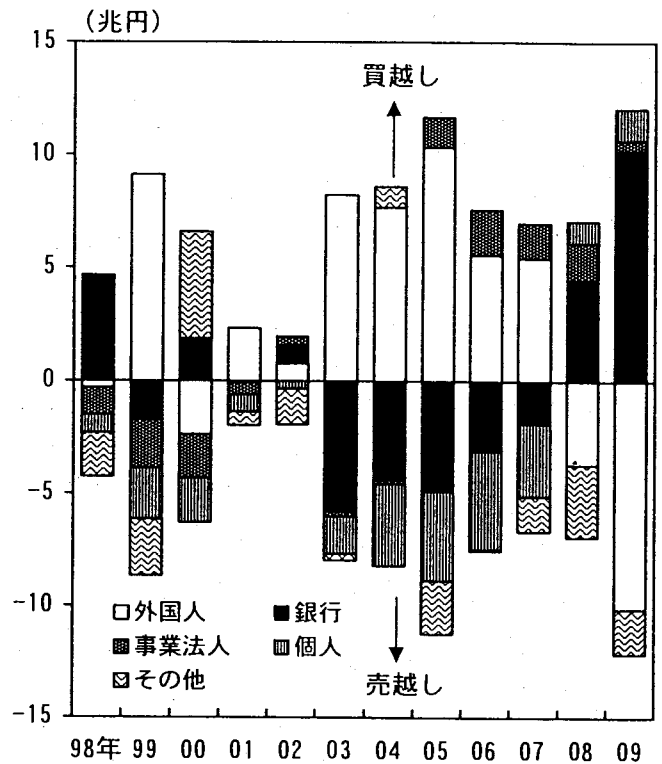
# 株 価

## (1) 株価



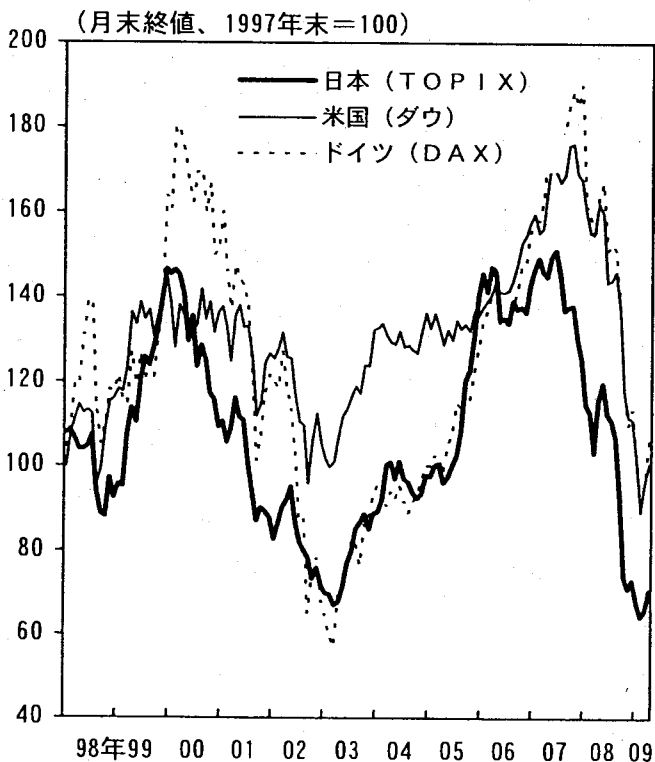
(注) 2009/4月の計数は、直近の終値  
 (下の(3)、(4)も同じ)。

## (2) 主体別売買状況

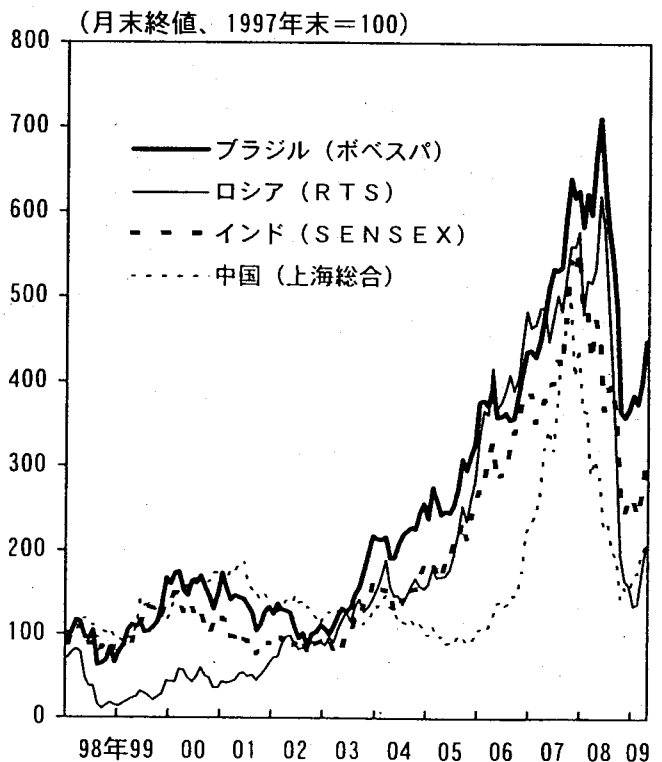


(注) 1. 三市場 (東証・大証・名証) 1、2部計。  
 2. 2009年の計数は、1~3月の年換算値。

## (3) 主要国の株価



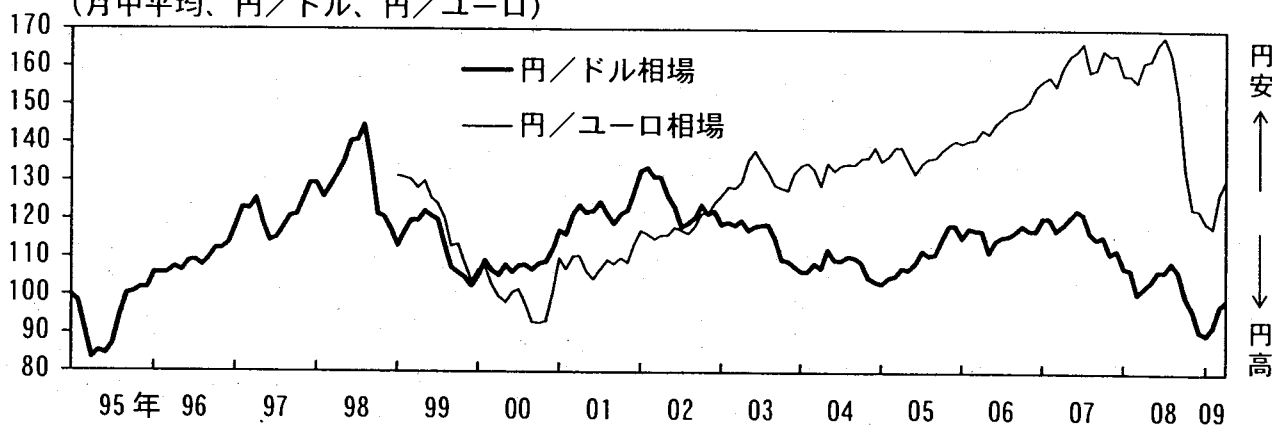
## (4) BRICs諸国の株価



## 為替相場

### (1) 円ドル・円ユーロ相場

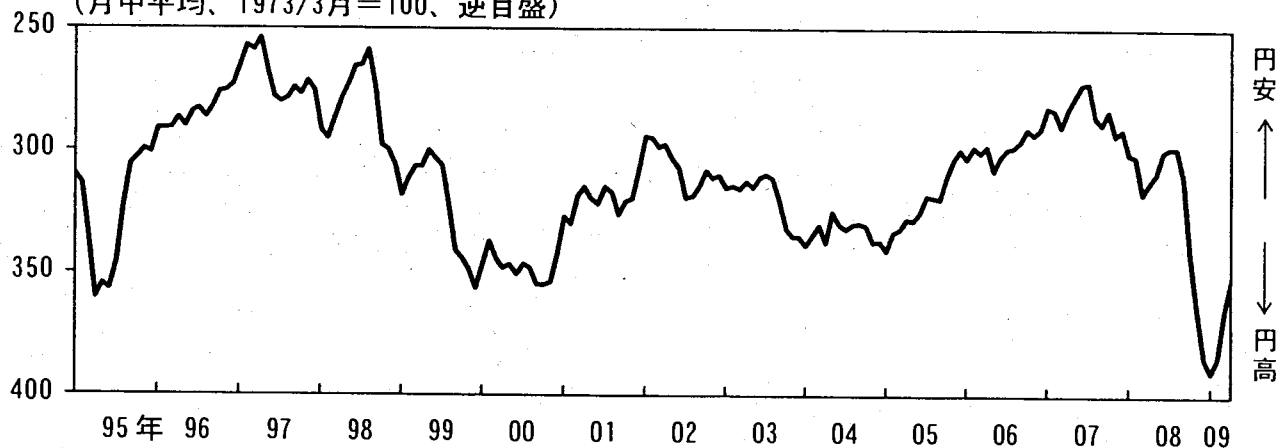
(月中平均、円/ドル、円/ユーロ)



(注) 2009/4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

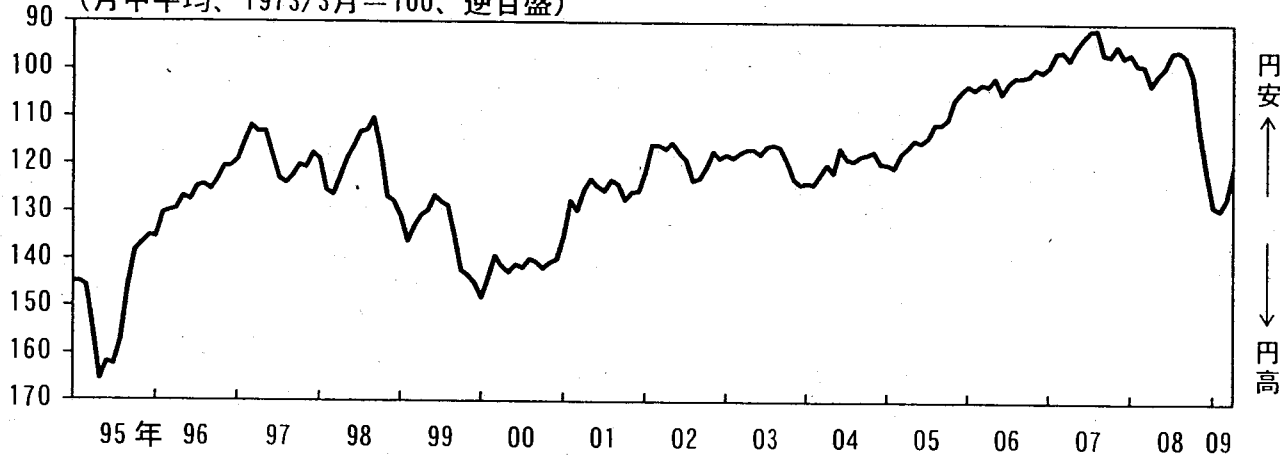
(月中平均、1973/3月=100、逆目盛)



(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。

(資料) 日本銀行

## 2008 年秋以降の日本銀行による主な政策対応

### 金融政策面での措置

#### 1. 政策金利の引き下げ

- 0.5% ⇒ 0.3%(08/10月決定) ⇒ 0.1%(08/12月決定)

#### 2. 金融市場安定化のための措置

- 米ドル資金供給オペの導入・拡充(担保の範囲内で無制限)
- 年度末越え資金の積極的供給  
07年度末:37.8兆円 ⇒ 08年度末:44.7兆円
- 長期国債買入れの増額  
年14.4兆円 ⇒ 年16.8兆円(08/12月決定) ⇒ 年21.6兆円(09/3月決定)

#### 3. 企業金融の円滑化に向けた措置

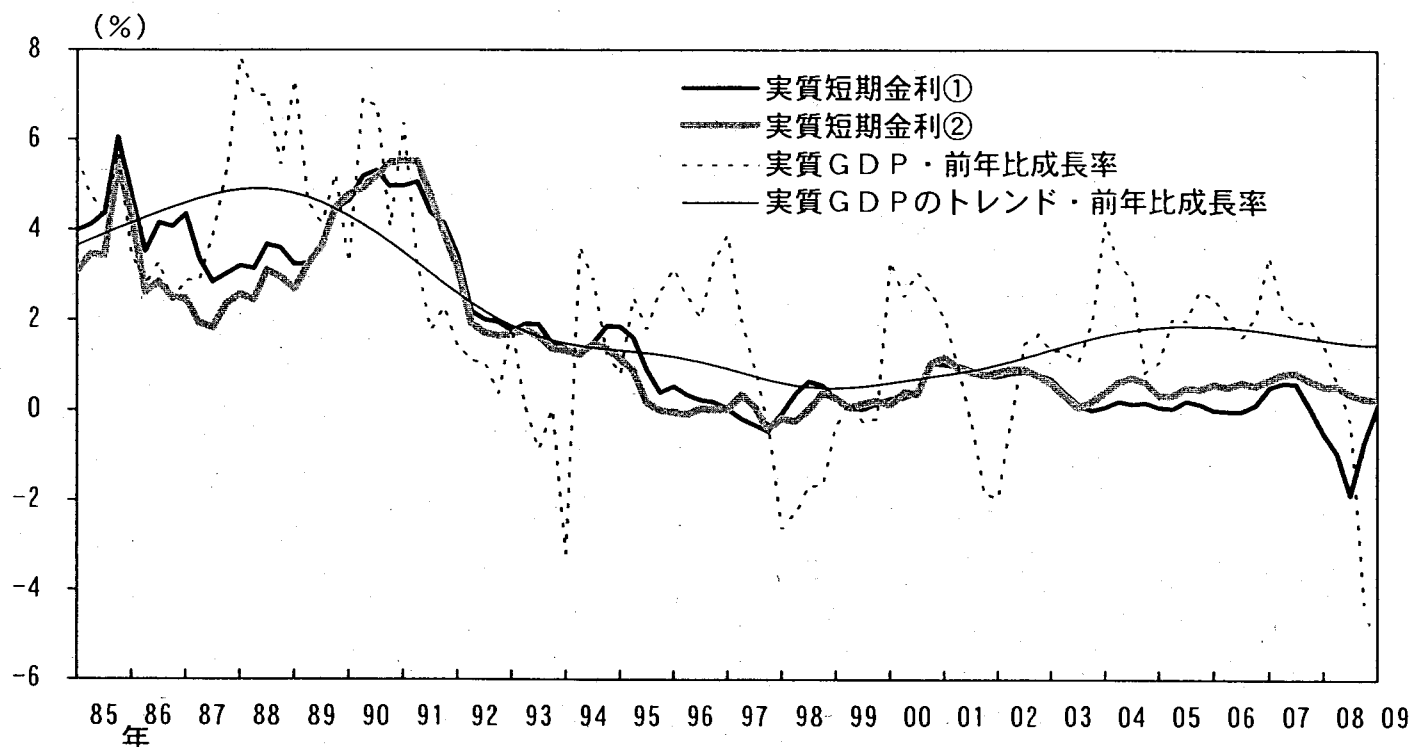
- CP買現先オペの積極的活用
- 企業金融支援特別オペの導入・拡充(低利かつ担保の範囲内で無制限)
- CP・ABCP買入れの導入(買入限度額:総額3兆円)
- 社債買入れの導入(買入限度額:総額1兆円)
- 民間企業債務の適格担保範囲の拡大(A格以上⇒BBB格以上)  
08/11月末:3.9兆円(3.9兆円\*) ⇒ 09/3月末:10.3兆円(9.8兆円\*)  
\*は企業金融支援特別オペに利用可能な担保の総額。

### 金融システム面での措置

- 金融機関保有株式の買入れ(買入限度額:総額1兆円)
- 金融機関向け劣後特約付貸付の供与(貸付限度額:総額1兆円)

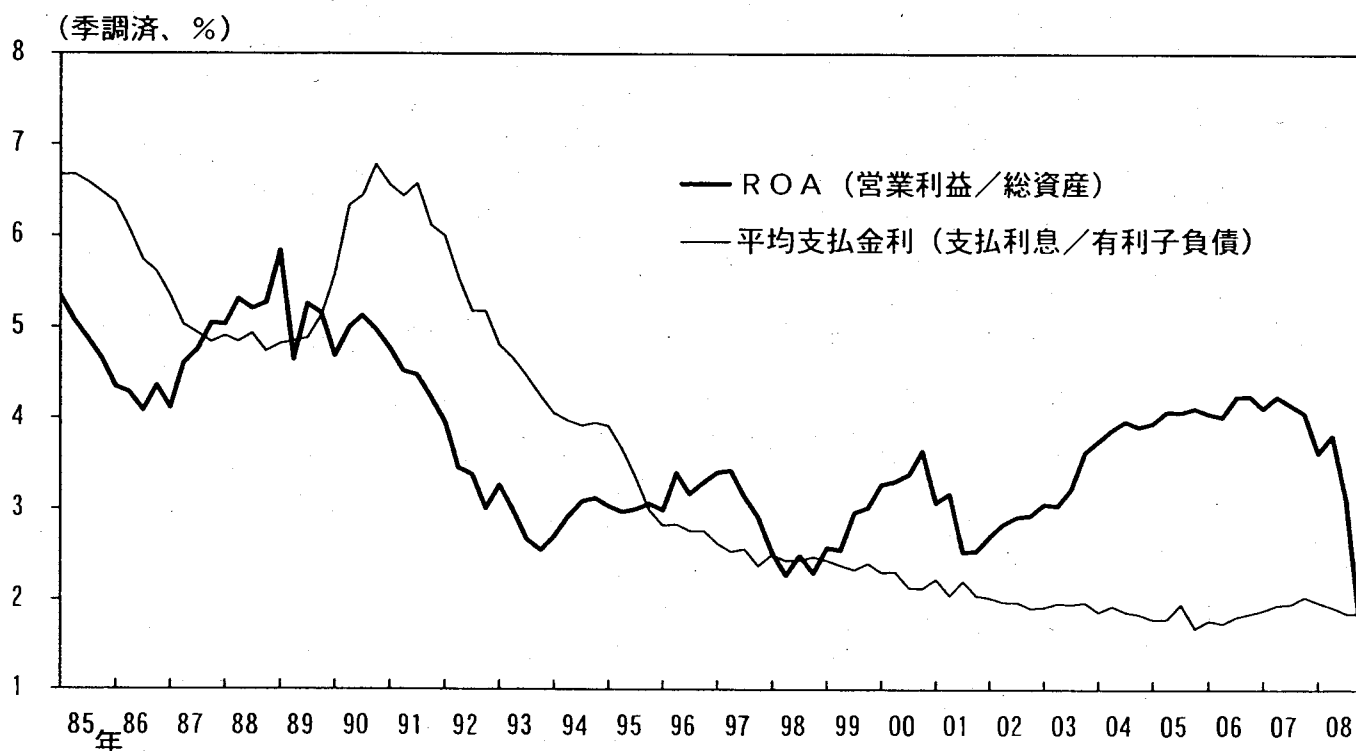
## 金利水準と実体経済

## (1) 実質短期金利と成長率



- (注) 1. 実質短期金利①=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. 実質短期金利②=無担保コールレート(0/N物) - 消費者物価指数(総合除く食料(酒類を除く)・エネルギー)前年比  
 3. 消費者物価指数は、消費税調整済み。  
 4. 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と平均支払金利(法人季報・全産業全規模)

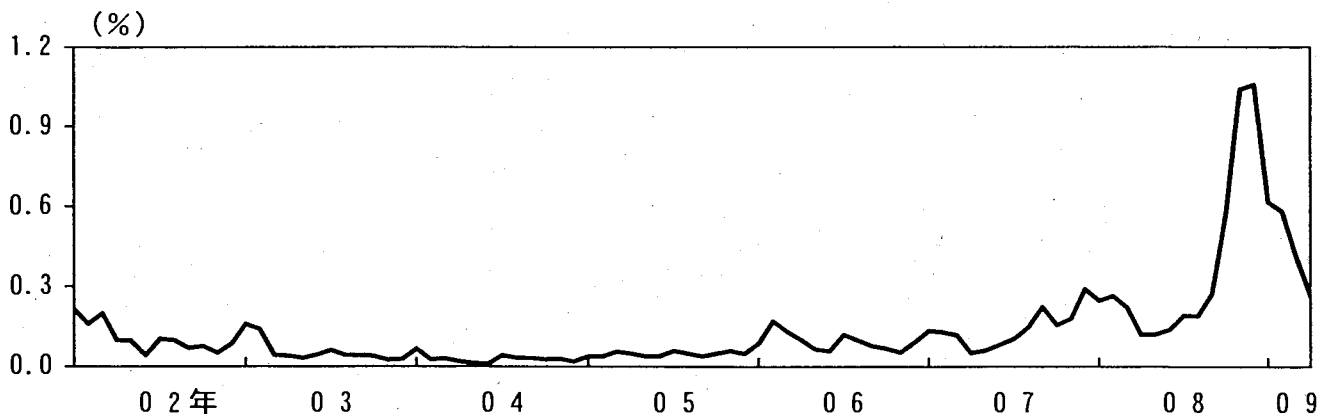


- (注) 有利子負債は、長短期借入金、社債、手形割引残高の合計。

(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

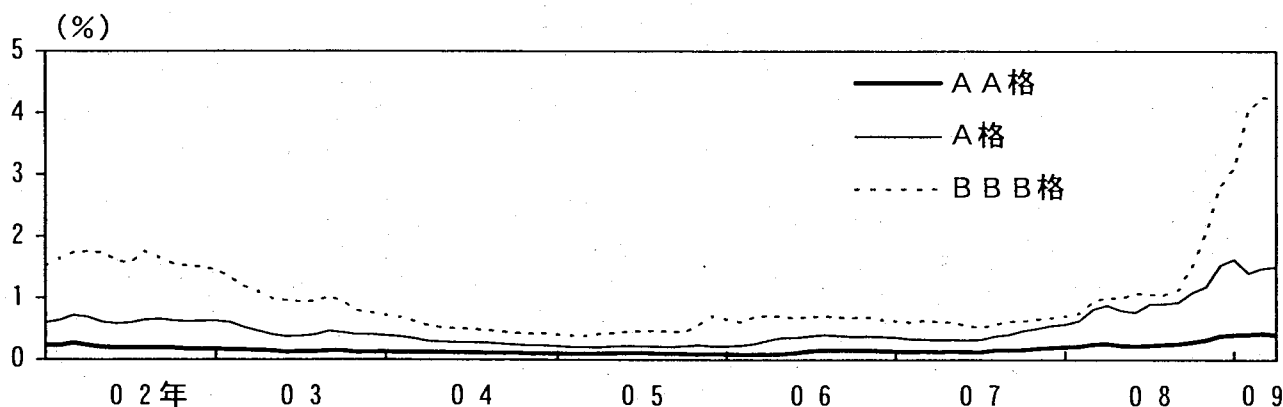
## CP・社債市場

### (1) CPの信用スプレッド(3か月物)



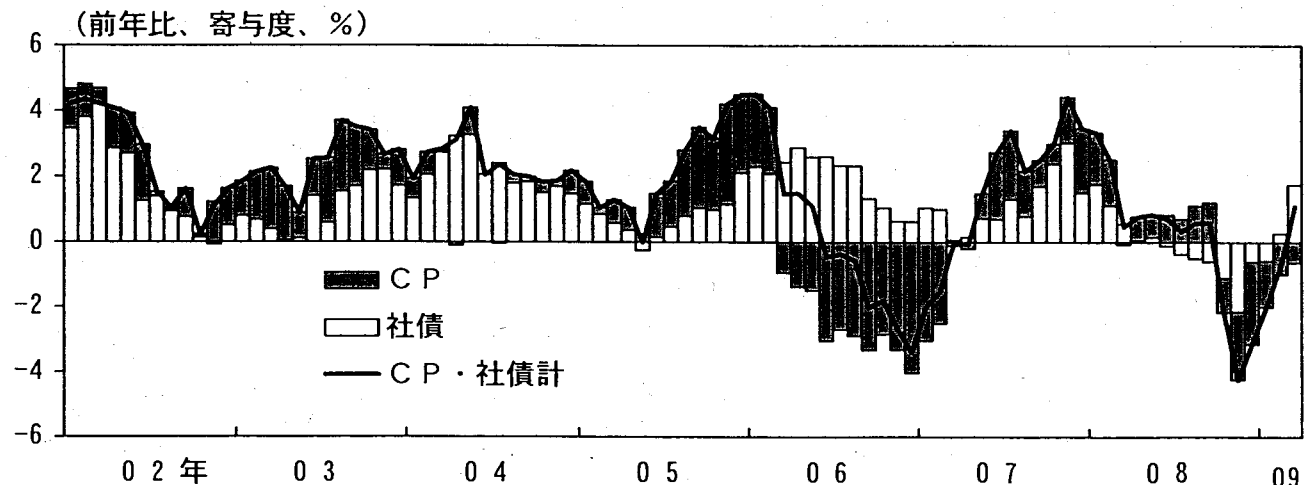
- (注) 1. CPの信用スプレッド=CP発行レート(A1格以上)-国庫短期証券流通利回り  
2. 2009/2月の統合発行以前の国庫短期証券利回りは、政府短期証券利回りを利用。  
3. 2009/4月の値は、直近までの平均値(下の(2)も同じ)。

### (2) 社債の信用スプレッド(5年物)



- (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. 社債の格付けはR&Iによる。

### (3) CP・社債発行残高

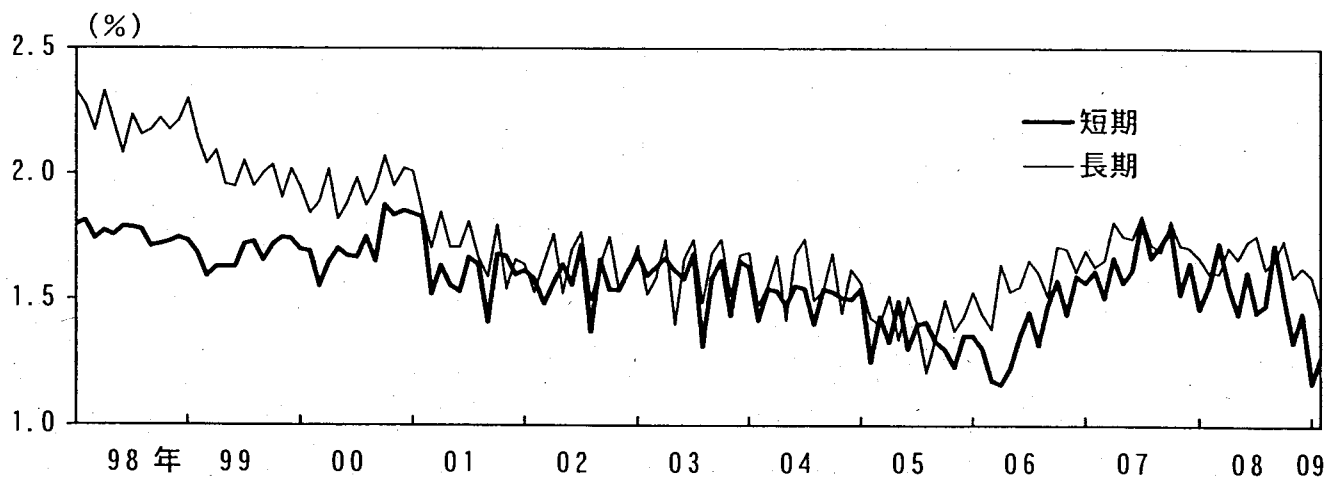


- (注) 1. CP発行残高は、電子CP(事業会社発行分及びABC P)の残高。ただし、2002/4月~2008/3月の計数は、日本銀行と当座預金取引のある銀行・証券会社等の引受け分(外国法人が発行するABC P以外のCPは除く)の残高。また、2002/1~3月の計数は都銀等の引受け分(非居住者が発行するCPは除く)の残高。  
2. 社債発行残高は、国内外で発行されたものの合計。

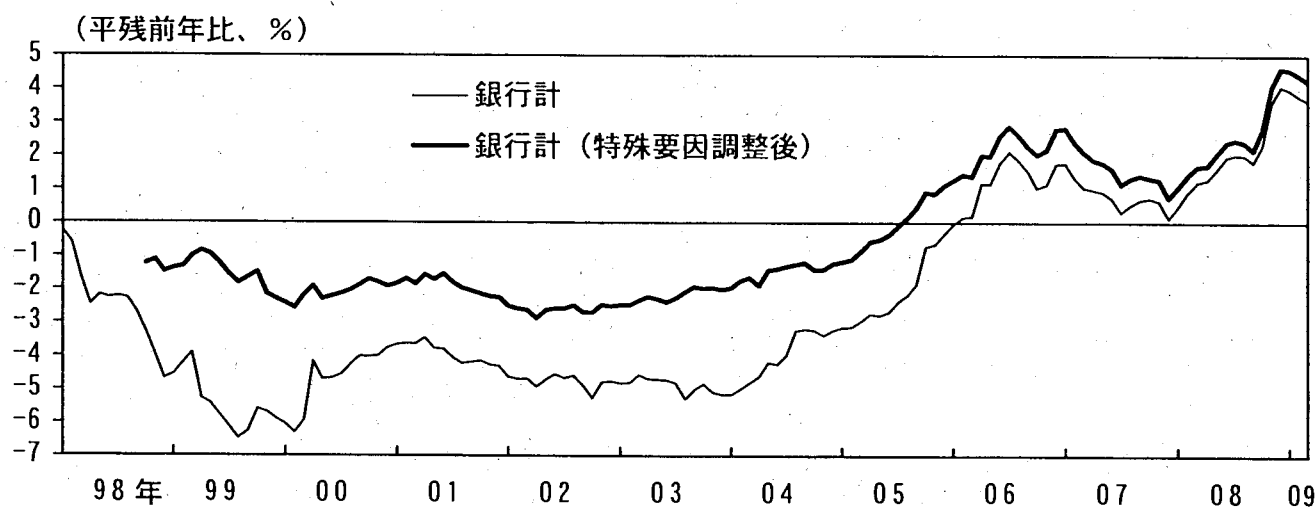
(資料) 日本銀行、証券保管振替機構、日本相互証券、日本証券業協会、アイ・エヌ情報センター

## 貸出・マネーストック

### (1) 新規貸出約定平均金利

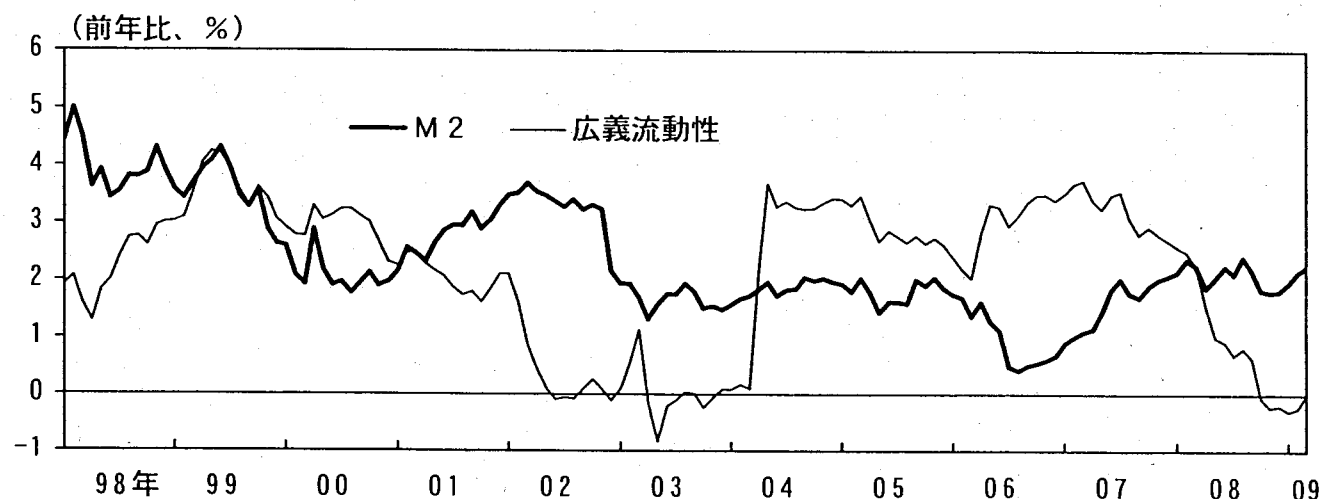


### (2) 民間銀行貸出



(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の。

### (3) マネーストック



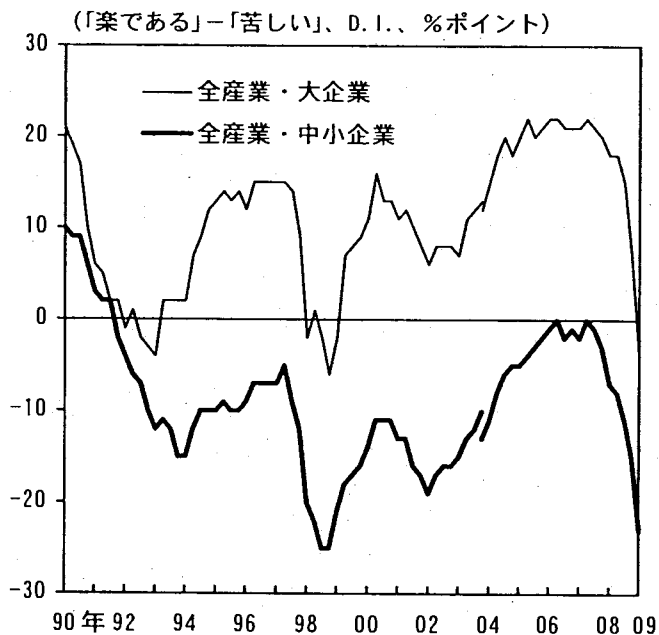
(注) 2004/3月以前のM2、広義流動性は、それぞれマネーサプライ統計の「M2 + CD」、  
「広義流動性 - 債券現先・現金担保付債券貸借」を利用。

(資料) 日本銀行「貸出・資金吸収動向等」「マネーストック」「マネーサプライ」  
「貸出約定平均金利」

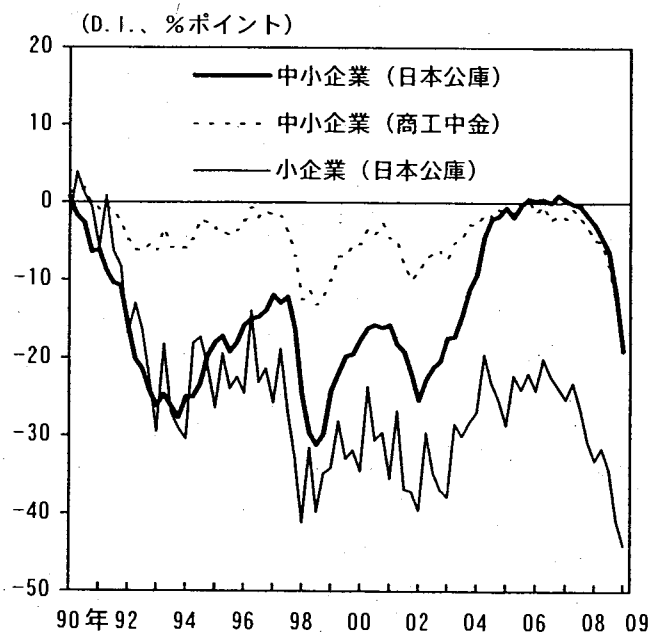
# 企業金融

## (1) 企業の資金繰り

<短観>



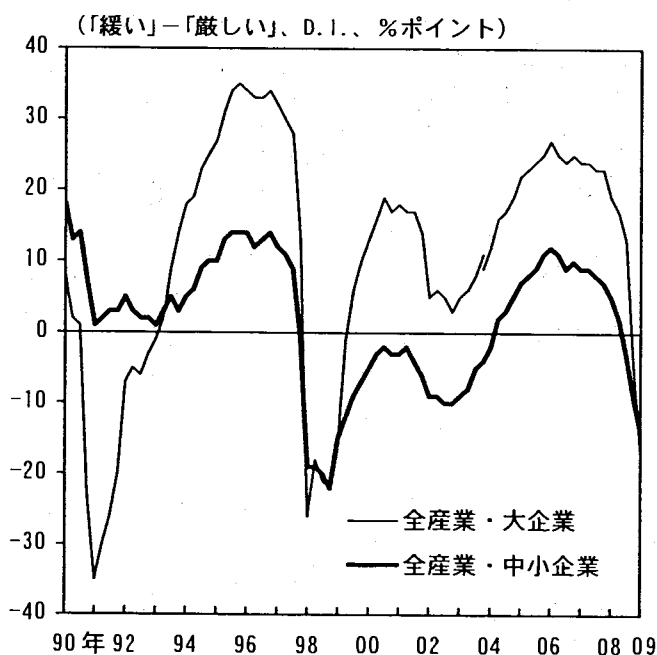
<日本公庫・商工中金>



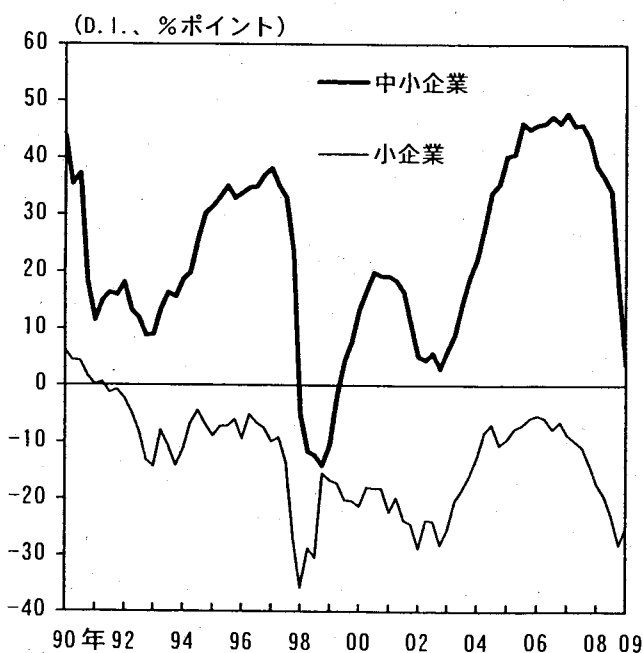
- (注) 1. 短観は2004/3月調査より見直しを実施。旧ベースは2003/12月調査まで、新ベースは2003/12月調査から(下の(2)も同じ)。  
 2. 「中小企業(日本公庫)」のD.I.は「余裕」-「窮屈」、「中小企業(商工中金)」、「小企業(日本公庫)」のD.I.は「好転」-「悪化」。  
 3. 「中小企業(日本公庫)」、「中小企業(商工中金)」の計数は、四半期平均値(下の(2)も同じ)。但し、「中小企業(商工中金)」の2009/2Qの計数は、4月の値。

## (2) 企業からみた金融機関の貸出態度

<短観>



<日本公庫>



- (注) 「中小企業(日本公庫)」のD.I.は「緩和」-「厳しい」、「小企業(日本公庫)」のD.I.は「容易になった」-「難しくなった」。  
 (資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」、商工中金「中小企業月次景況観測」、日本政策金融公庫「中小企業景況調査」「全国中小企業動向調査結果(小企業編)」

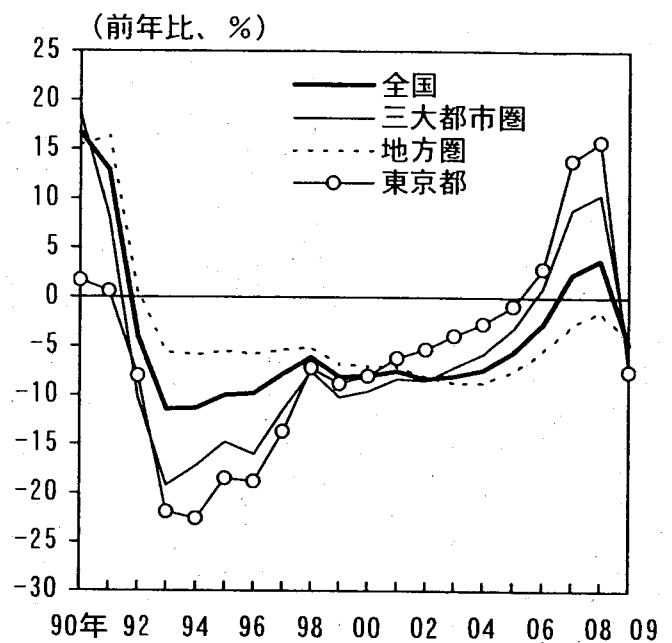
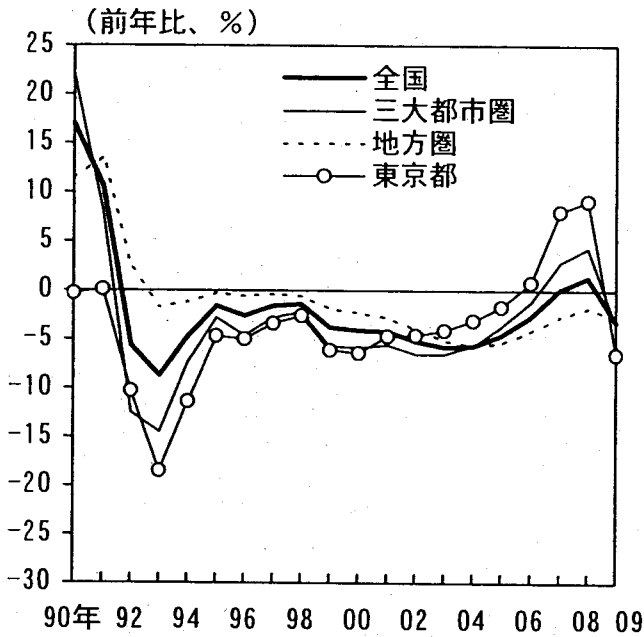


# 地 価

## (1) 地価公示 (1/1日時点)

<住宅地>

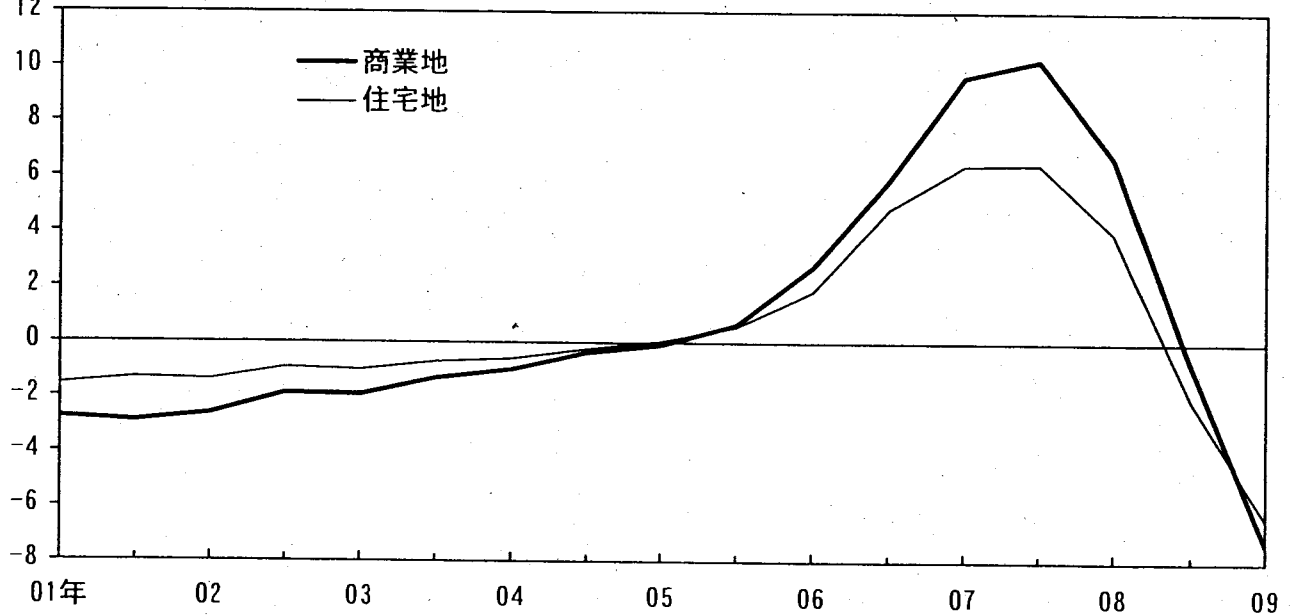
<商業地>



(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。地方圏とは、三大都市圏以外を指す。

## (2) 東京都区部の地価の動向

(前期比、%)

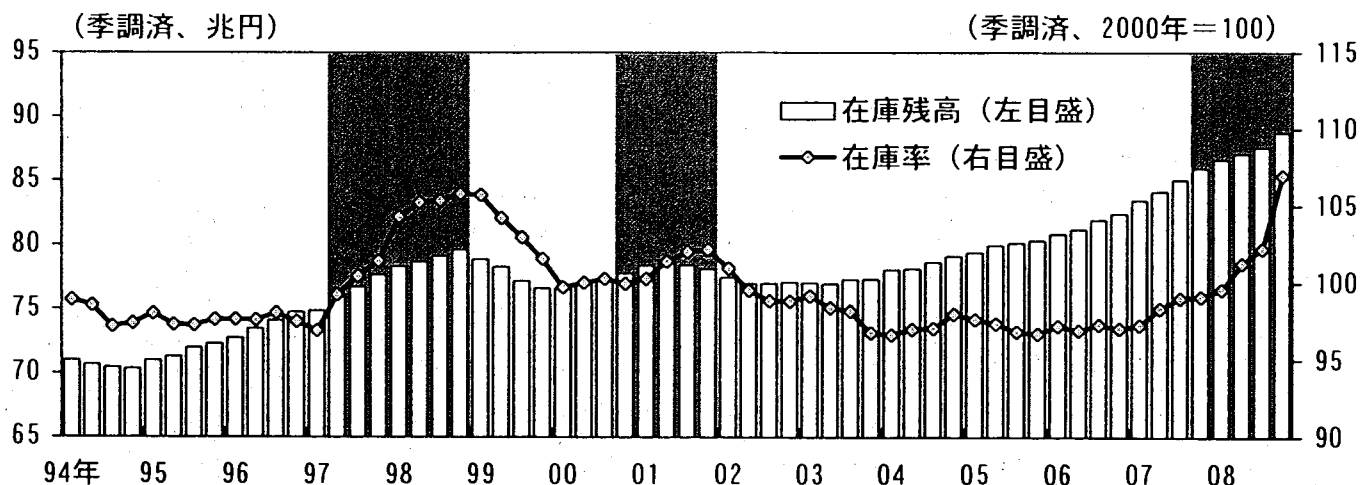


(注) 地価公示および都道府県地価調査（7/1日時点）の共通地点（住宅地58地点、商業地44地点）における半期ベースの比較。

(資料) 国土交通省「地価公示」「都道府県地価調査」

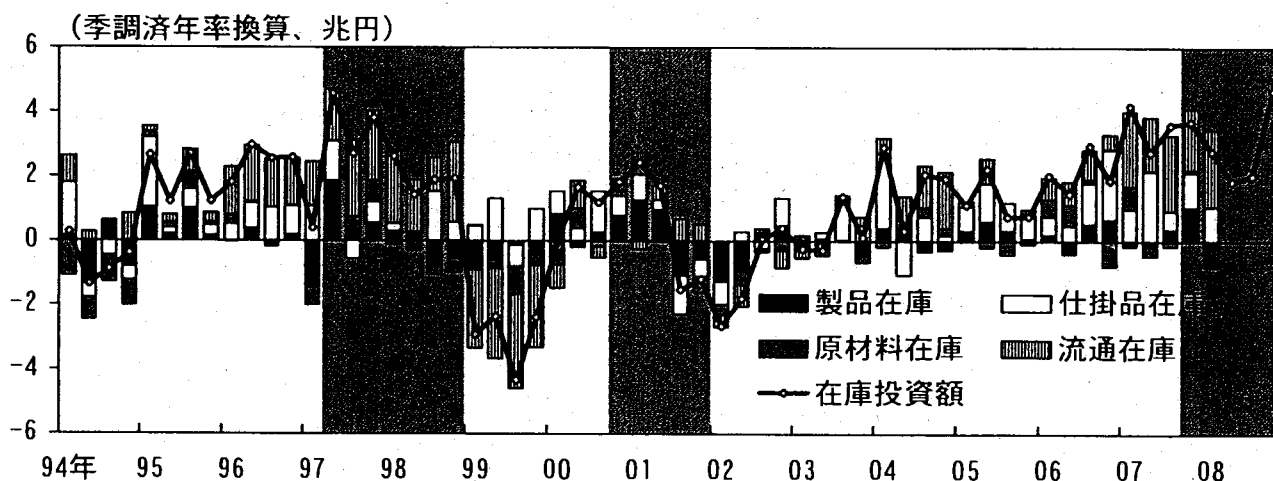
## 在庫投資

### (1) 実質在庫残高と在庫率 (=実質在庫残高/実質GDP)

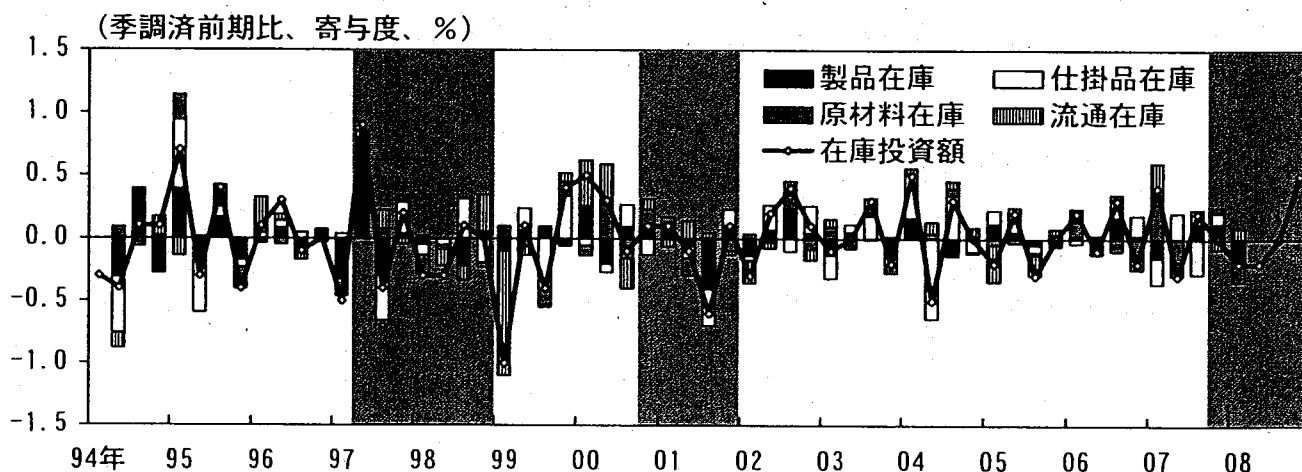


(注) 1. 在庫残高は、2000年末の在庫残高を基準に、各期の在庫投資を積み上げて作成。  
2. シェードは景気後退局面 (下の (2)、(3) も同じ)。

### (2) 実質在庫投資額 ((1)における在庫残高の前期差)



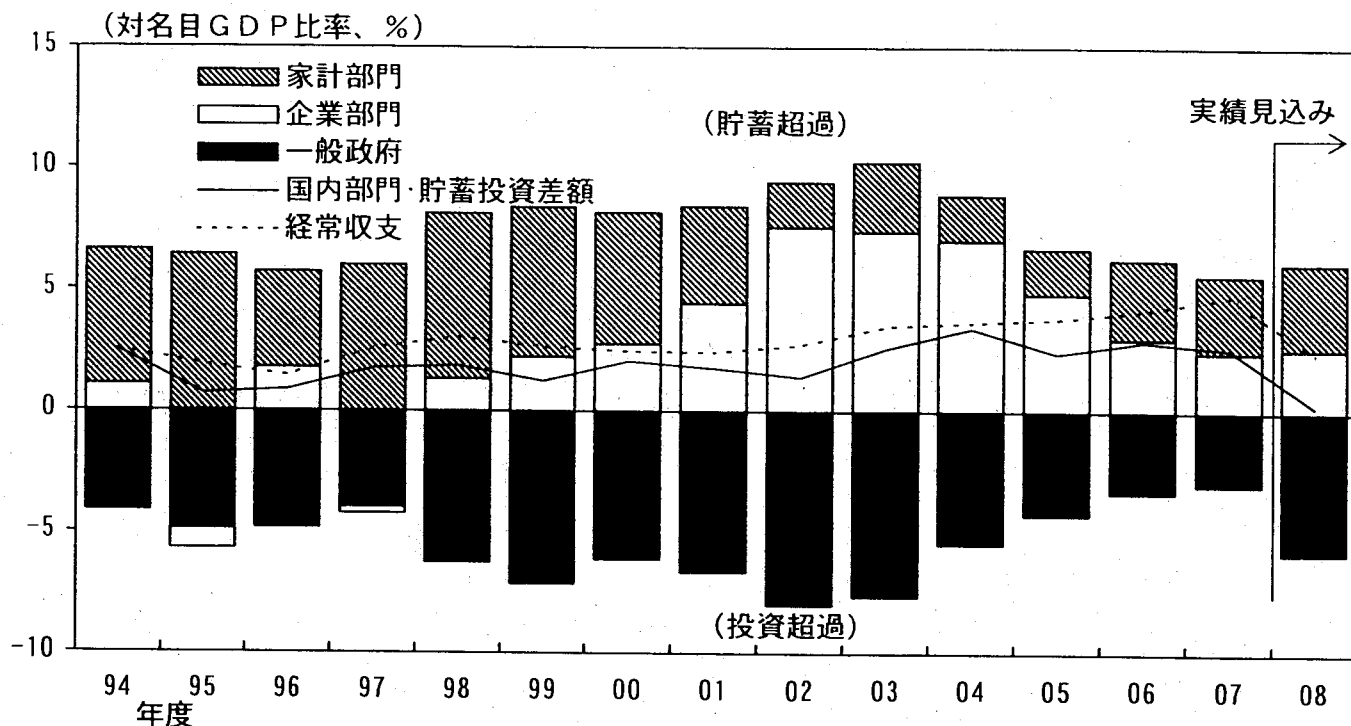
### (3) 実質在庫投資の実質GDP寄与度 ((2)の前期差がGDPに占める割合)



(資料) 内閣府「国民経済計算」

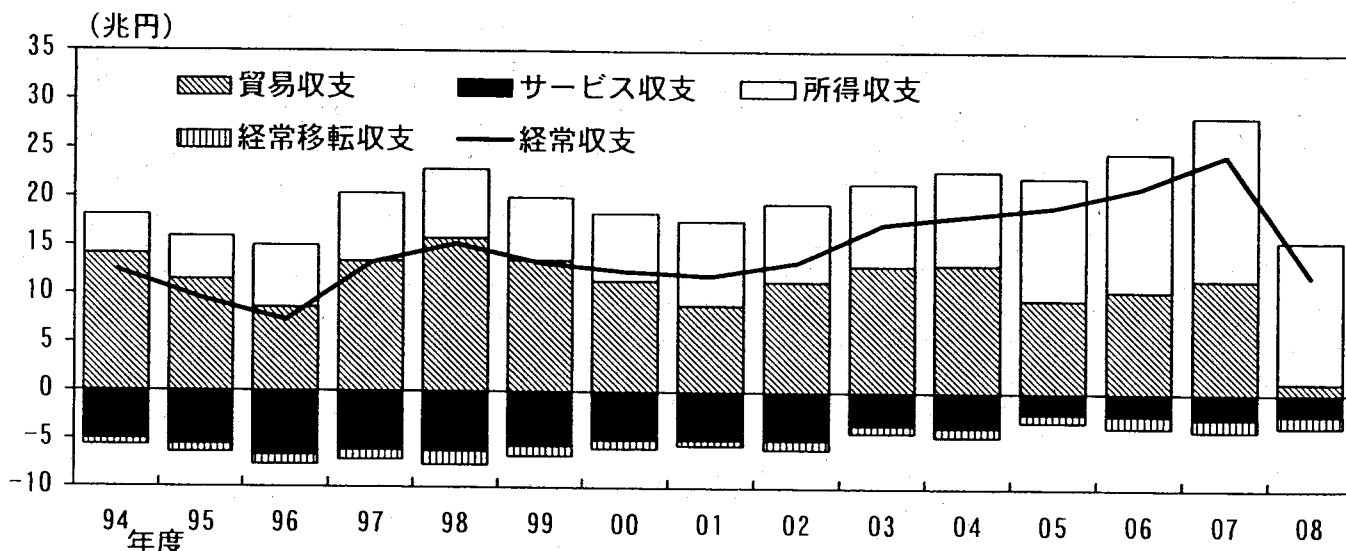
## ISバランス

## (1) ISバランス



- (注) 1. 預金保険機構の保有する交付国債の償還(1998~2002年度)や、国鉄長期債務及び国有林野累積債務の一般会計(一般政府)による承継(1998年度)、高速道路保有・債務返済機構の資産・負債の一般会計(一般政府)による承継(2005年度)、財政融資資金特別会計(公的金融機関)から国債整理基金特別会計(一般政府)への繰入れ(2006、2008年度)に伴う、貯蓄投資差額の変動を除去したベース。
2. 2008年度の経常収支、名目GDP、民間最終消費支出および民間住宅投資は、2008/2~4Qの前年比を用いて算出。国内部門・貯蓄投資差額は、経常収支との前年度における乖離(2007年度 名目GDP比率2.2%)を差し引くことにより算出。
3. 2008年度の一般政府ISバランスは、内閣府「経済財政の中長期方針と10年展望 比較試算」に基づく。家計部門ISバランスは、図表38(1)の実質可処分所得を名目化したものから民間最終消費支出及び民間住宅投資を差し引くことにより算出。企業部門ISバランスは、国内部門・貯蓄投資差額から先の2部門を差し引くことにより算出。

## (2) 経常収支の内訳



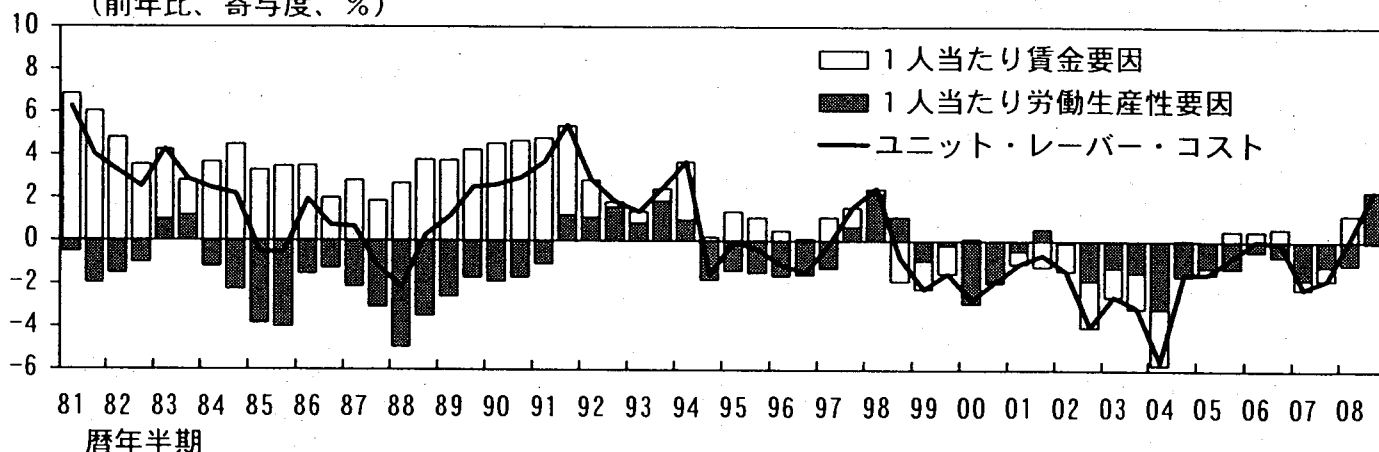
(注) 2008年度の経常収支及び内訳は、2008/4月~2009/2月の前年比を用いて算出。

(資料) 内閣府「国民経済計算」「経済財政の中長期方針と10年展望 比較試算」、財務省・日本銀行「国際収支状況」

# 賃金と物価

## (1) ユニット・レーバー・コスト

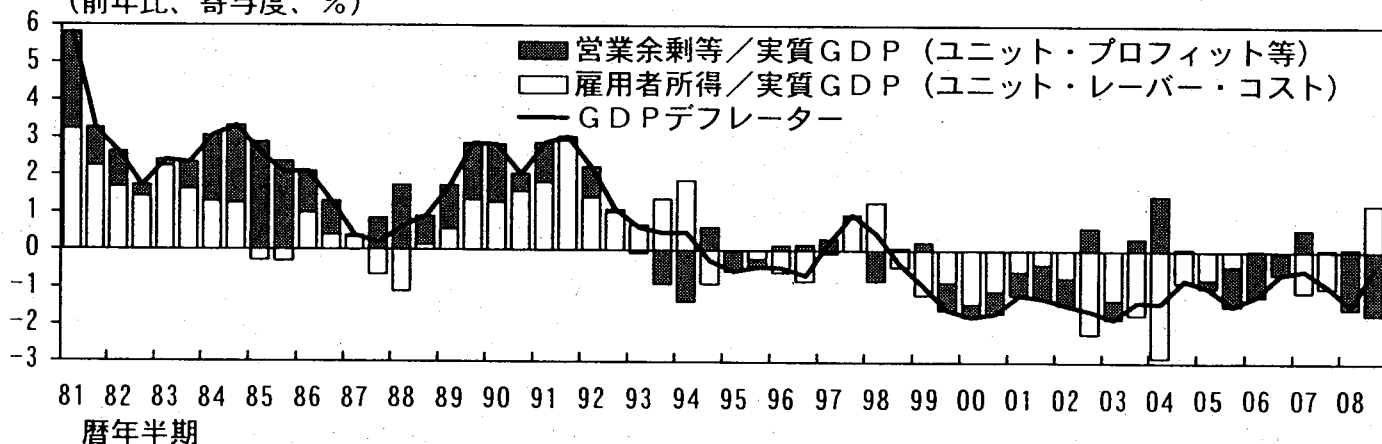
(前年比、寄与度、%)



(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

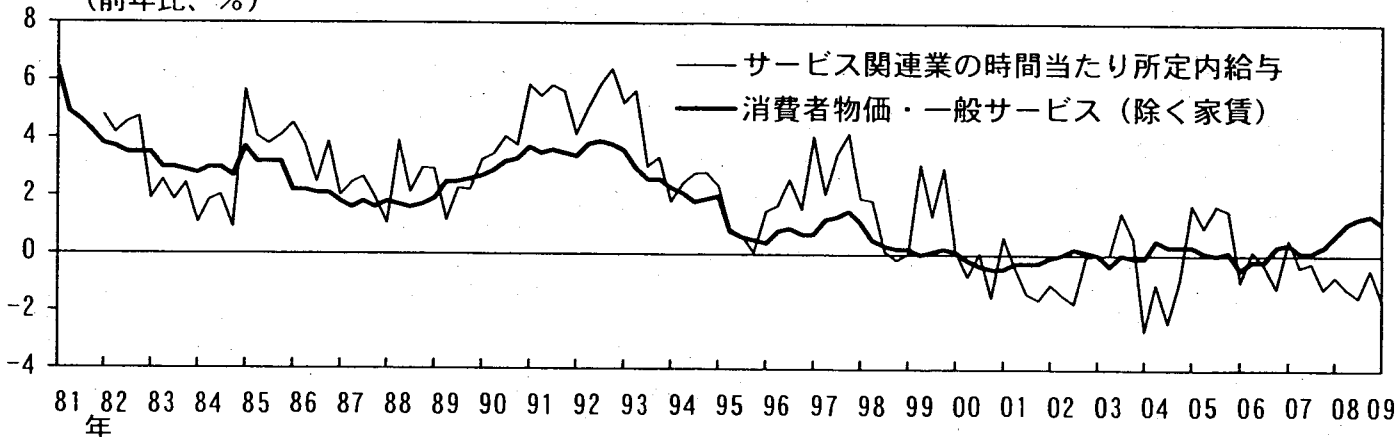
(前年比、寄与度、%)



(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。

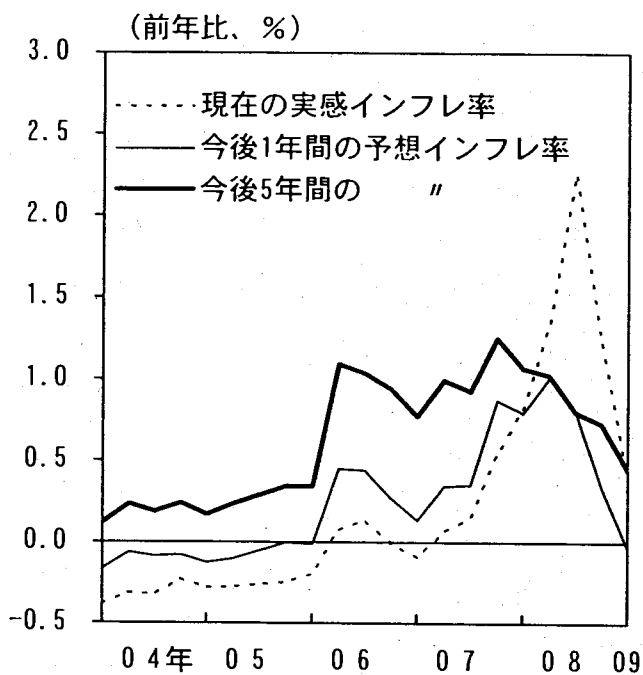
2. 消費者物価指数は消費税調整済み。

3. 2009/1Qは、1~2月の前年同期比。

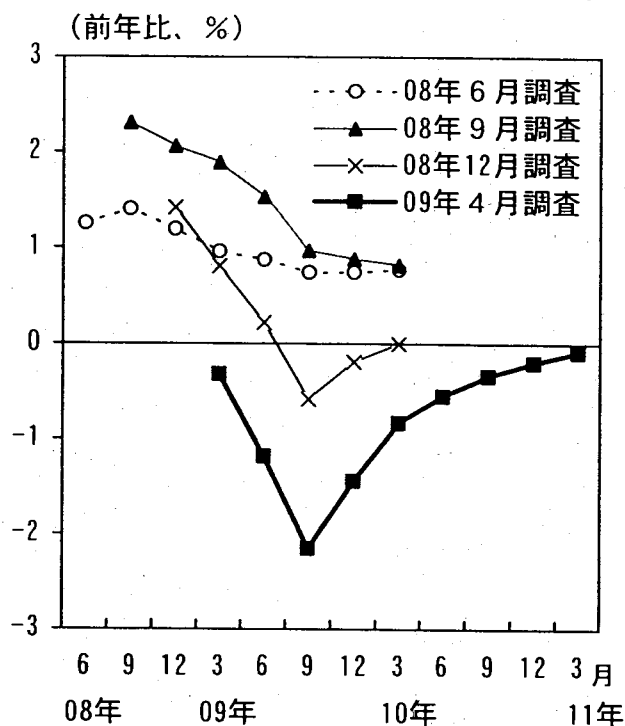
(資料) 厚生労働省「毎月勤労統計」、総務省「労働力調査」「消費者物価指数」、内閣府「国民経済計算」

## 物価の先行きに対する見方

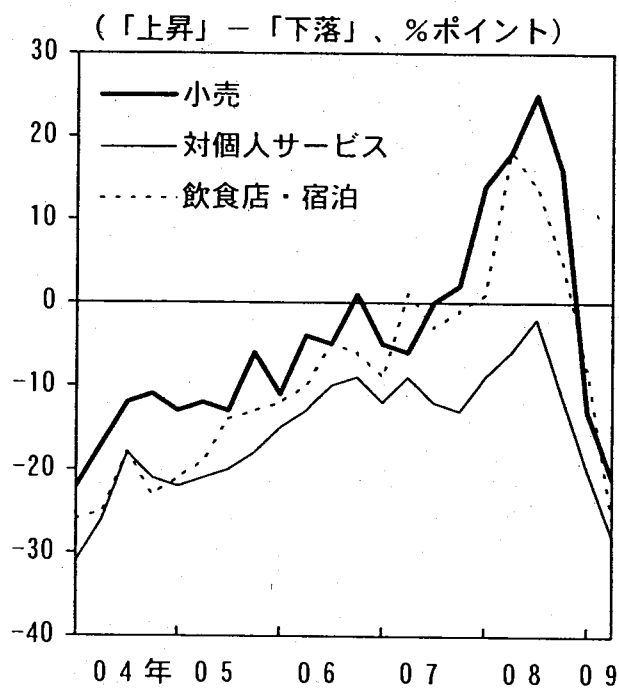
(1) 家計のインフレ予想



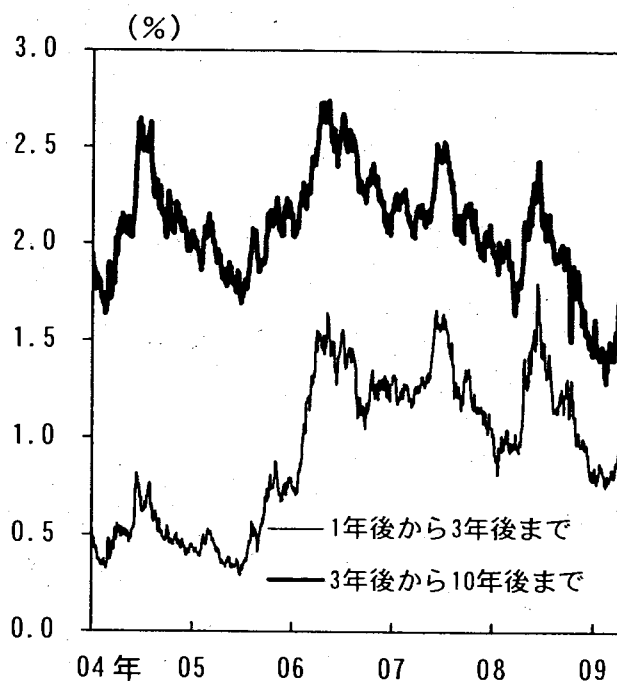
(2) エコノミストの短期的なインフレ予想



(3) 企業の短期的なインフレ予想



(4) インプライド・フォワード・レート

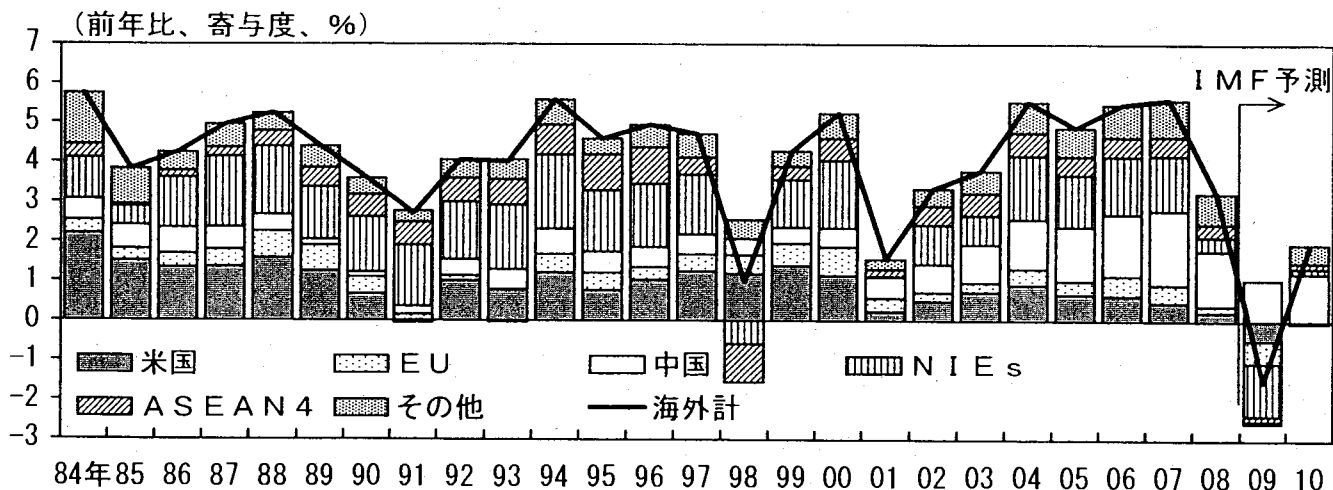


- (注) 1. (1) は、「生活意識に関するアンケート調査」のデータを用いて、修正カールソン・パーキン法により推計したもの。推計の詳細については、関根・吉村・和田(2008)「インフレ予想 (Inflation Expectations) について」、日銀レビュー、2008-J-15を参照。  
2. (2) は、「ESPフォーキャスト調査」におけるエコノミスト予想の平均値。  
3. (3) は、短観における全規模合計の販売価格判断D.I. (先行き3か月後まで)。  
4. (4) は、円・円スワップレートをもとに算出。

(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」

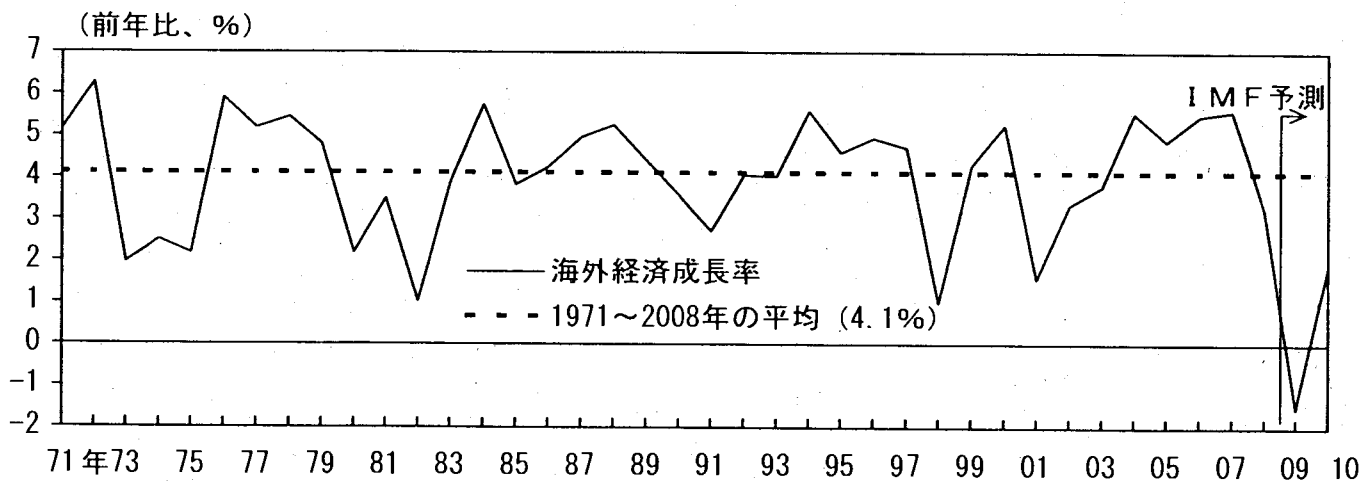
# 海外経済

## (1) わが国が直面する海外経済の成長率



(注) 海外経済成長率は、各国のGDP成長率を、わが国の通関輸出ウエイトで積み上げたもの(下の(2)、(3)も同じ)。

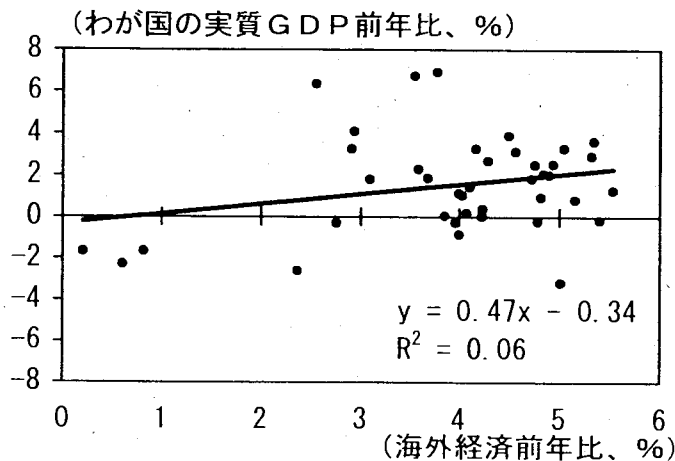
## (2) わが国が直面する海外経済の成長率(長期時系列)



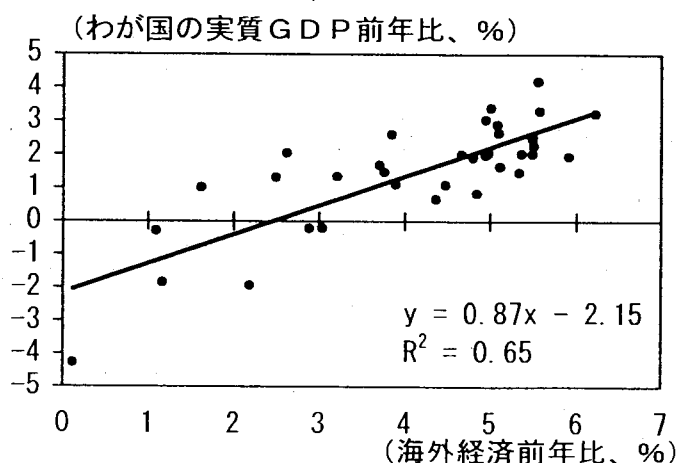
(注) 各国のGDP成長率は、1979年以前は国際連合、1980年以降はIMFの計数。

## (3) わが国の成長率と海外経済成長率の関係

### ①1990/1Q~1999/4Q



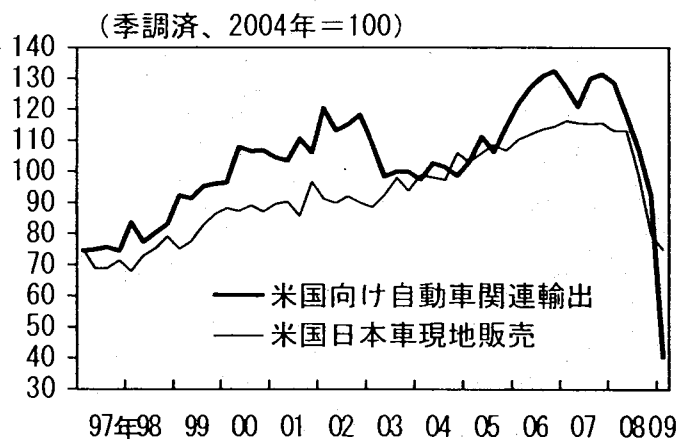
### ②2000/1Q~2008/4Q



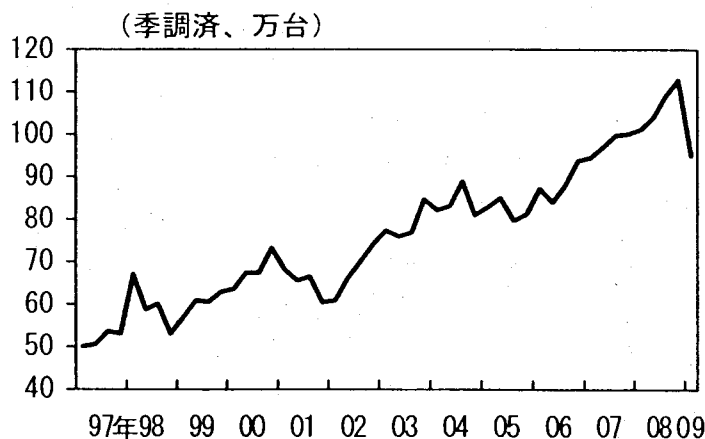
(資料) IMF「World Economic Outlook」、財務省「外国貿易概況」、内閣府「国民経済計算」、国際連合「National Accounts Main Aggregates」等

### 海外現地在庫の動向

(1) 米国自動車販売と  
米国向け自動車関連輸出

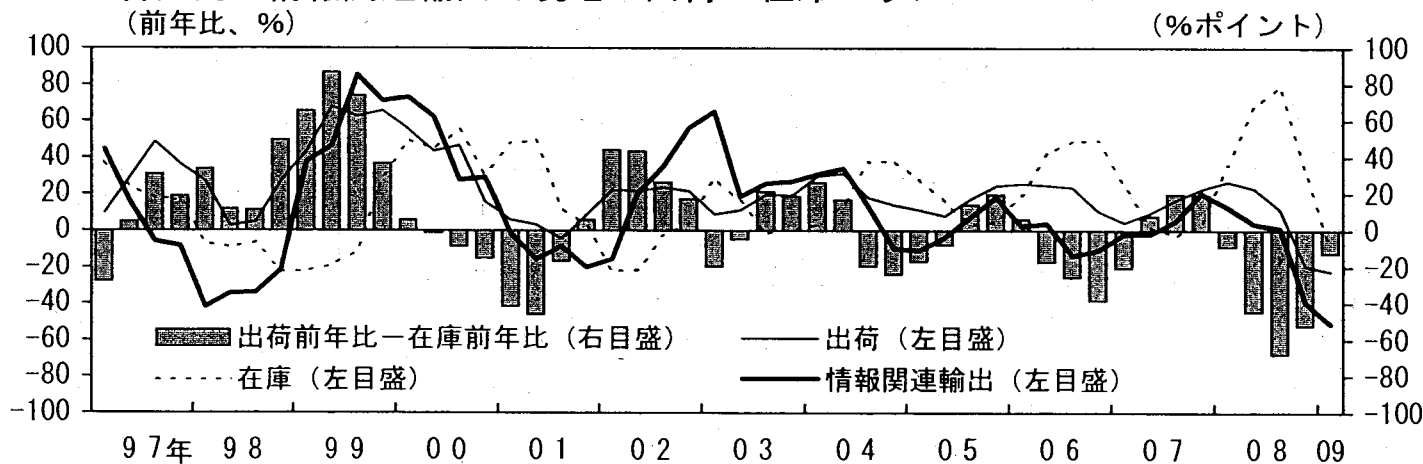


(2) 米国の日本車在庫



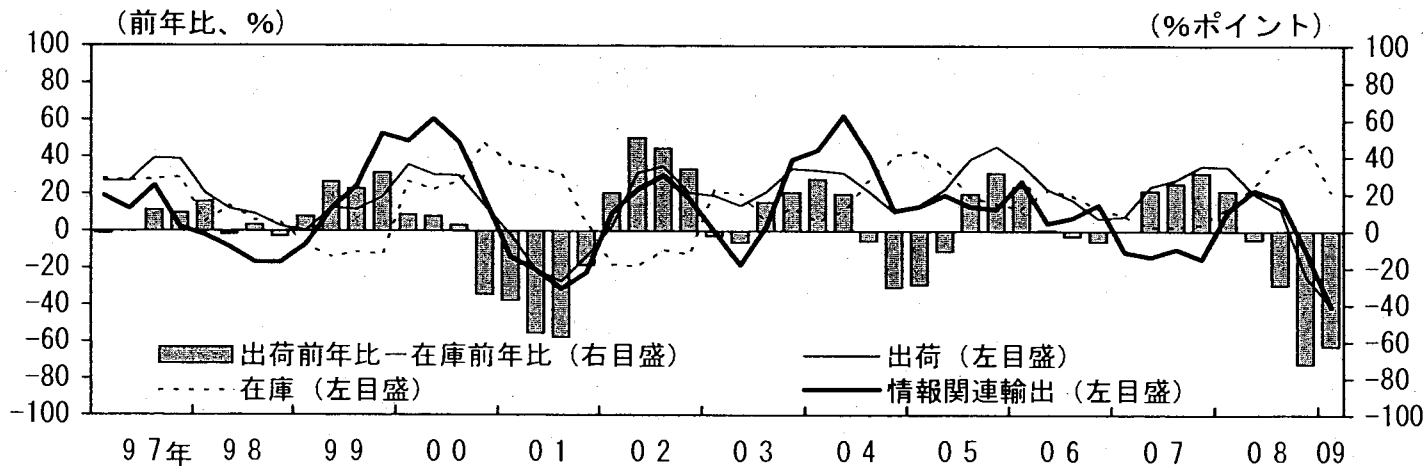
(注) 米国日本車現地販売の2009/1Qは1~2月の値。

(3) 韓国向け情報関連輸出と現地の出荷・在庫バランス  
(前年比、%)



(注) 出荷、在庫の2009/1Qは1~2月の前年同期比 (下の(4)も同じ)。

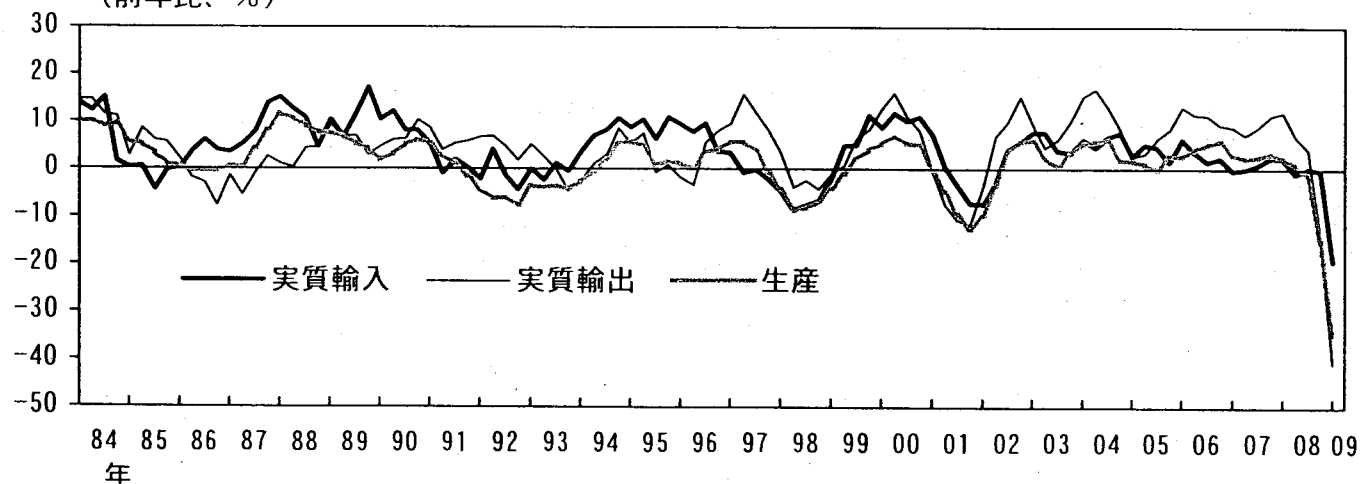
(4) 台湾向け情報関連輸出と現地の出荷・在庫バランス  
(前年比、%)



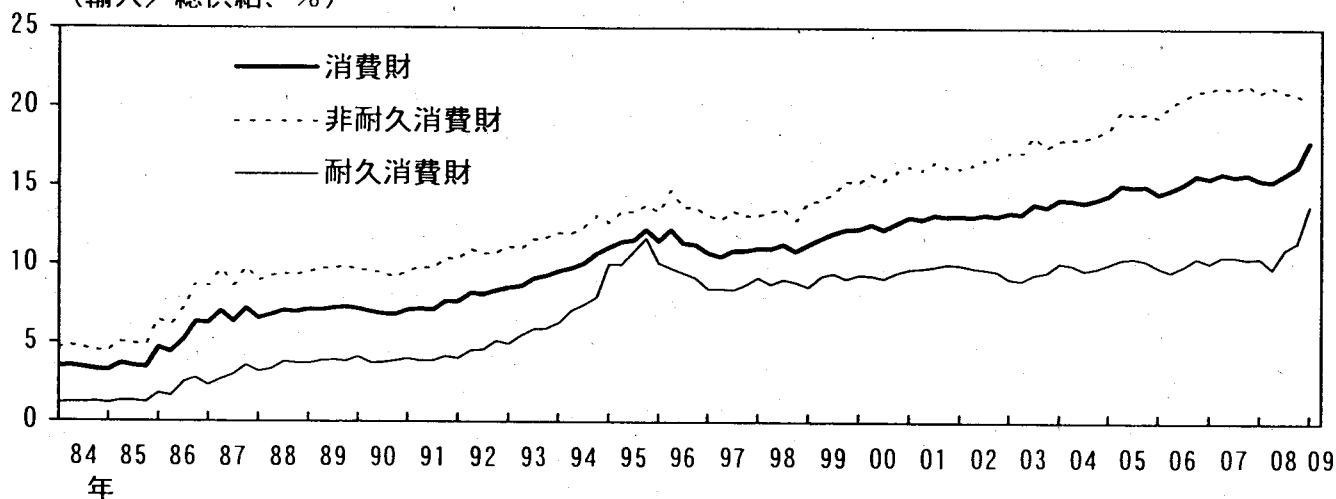
(資料) 財務省「外国貿易概況」、日本銀行「企業物価指数」、日本自動車工業会「自動車統計月報」、Automotive News Inc.「Automotive News」、CEIC

## 輸入ペネトレーション比率

### (1) 鋳工業生産と実質輸出入 (前年比、%)

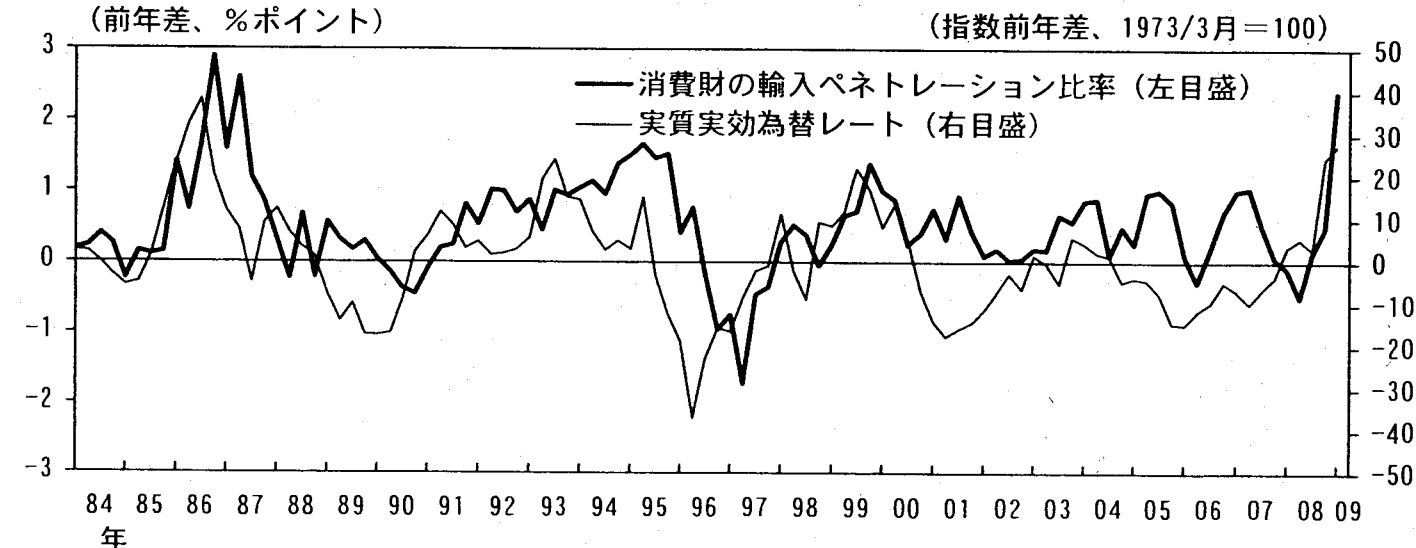


### (2) 消費財の輸入ペネトレーション比率 (輸入/総供給、%)



(注) 2009/1Qは1~2月の値 (下の(3)も同じ)。

### (3) 消費財の輸入ペネトレーション比率と実質実効為替レート (前年差、%ポイント)

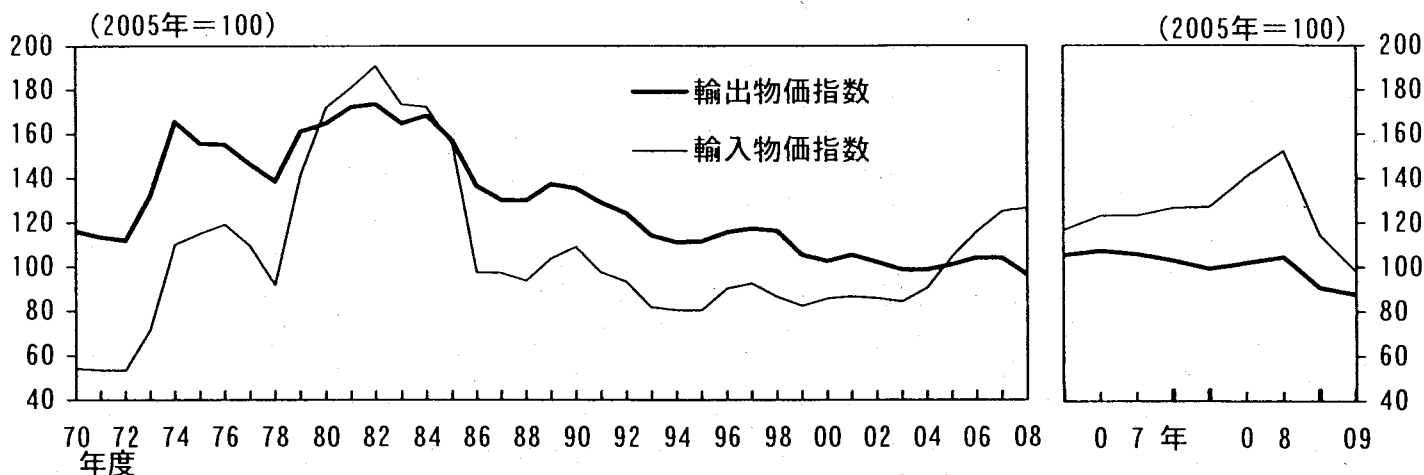


(資料) 財務省「外国貿易概況」、経済産業省「鋳工業指数統計」「鋳工業総供給表」、  
日本銀行「企業物価指数」



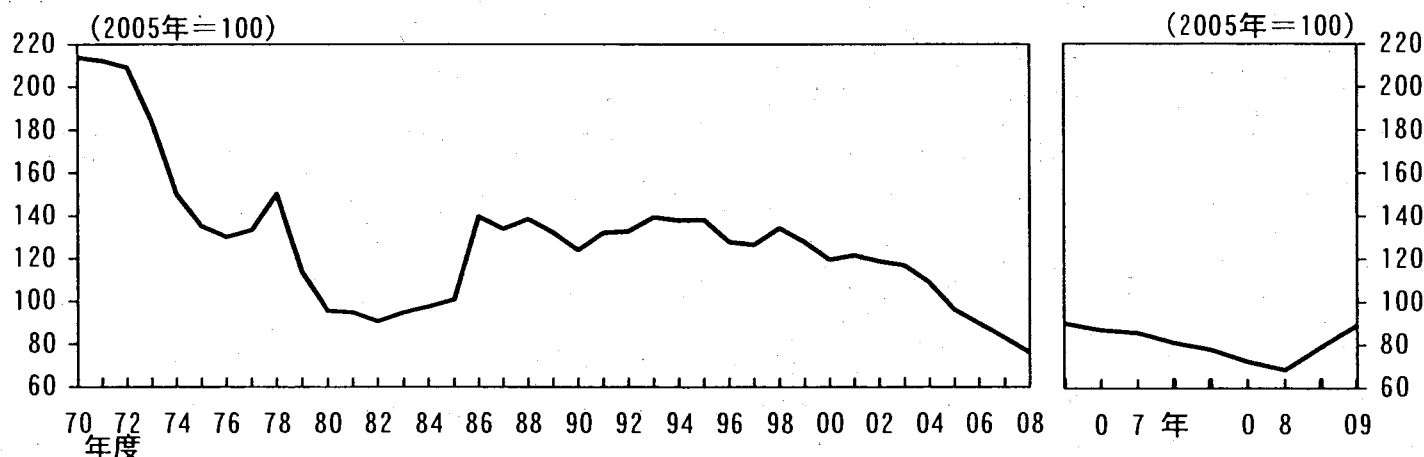
# マクロの所得形成

## (1) 輸出入物価

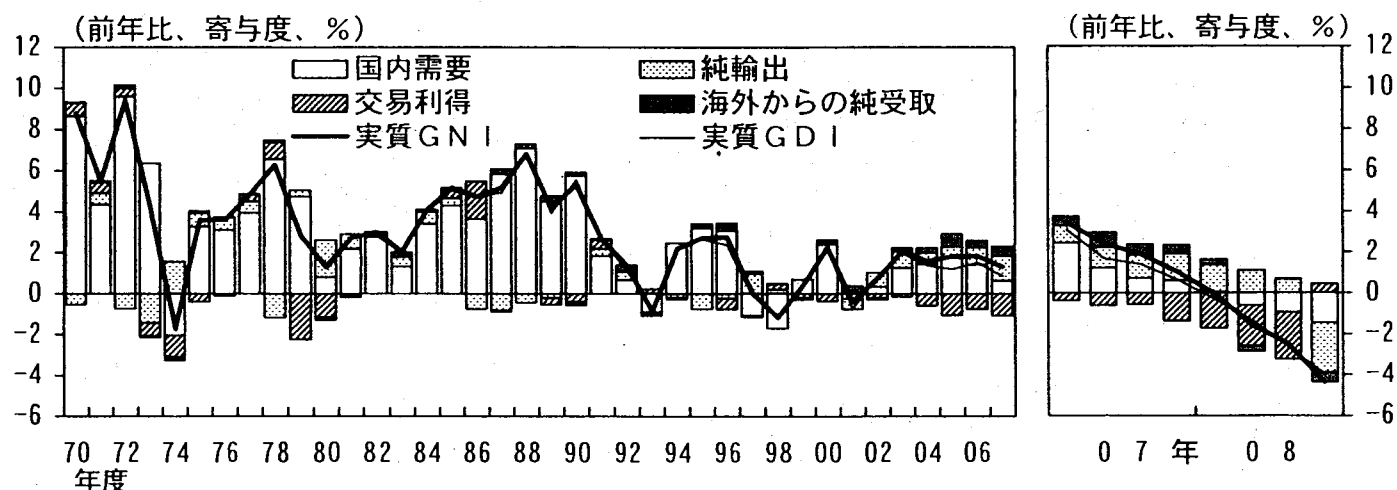


(注) 円ベース (下の(2)も同じ)。

## (2) 交易条件指数 (輸出物価指数 / 輸入物価指数)



## (3) 実質GDIと実質GNI



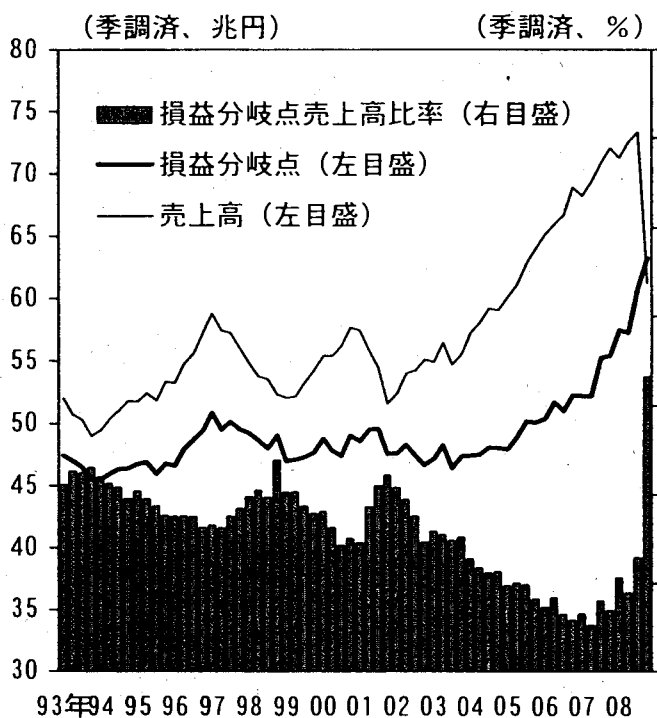
- (注) 1. 内訳は実質GNIに対する寄与度。  
2. 実質GDP = 国内需要 + 純輸出  
実質GDI = 実質GDP + 交易利得  
実質GNI = 実質GDI + 海外からの所得の純受取 (利子・配当等)  
= 実質GDP + 交易利得 + 海外からの所得の純受取 (利子・配当等)

(資料) 内閣府「国民経済計算」、日本銀行「企業物価指数」

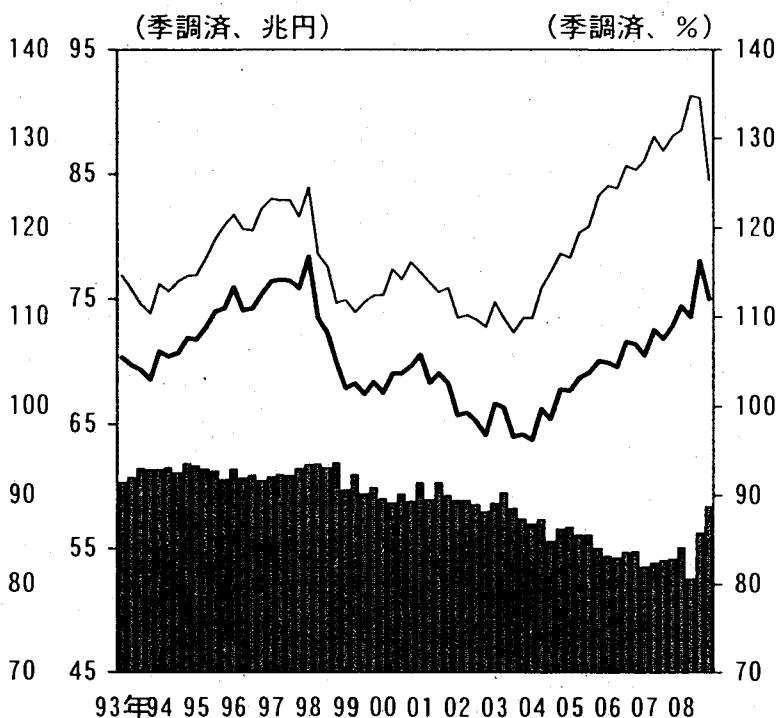
# 損益分岐点売上高比率

## (1) 大企業

### ① 製造業

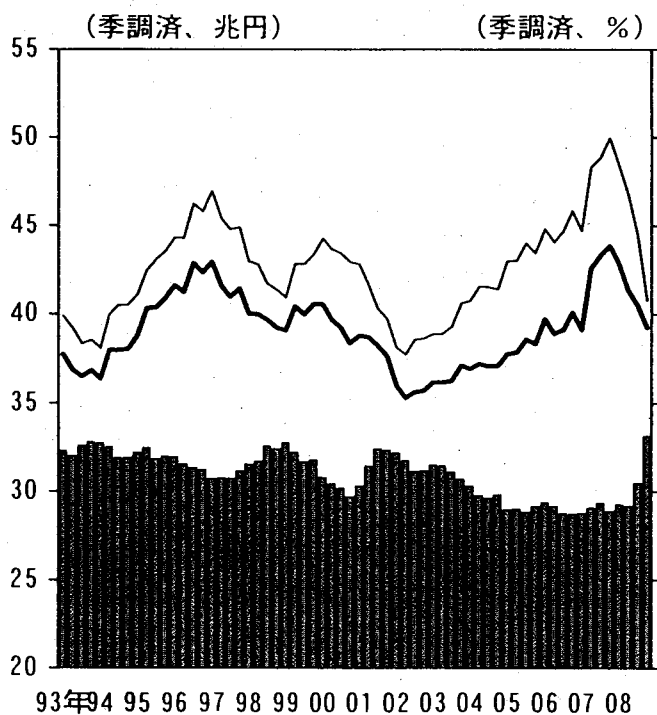


### ② 非製造業

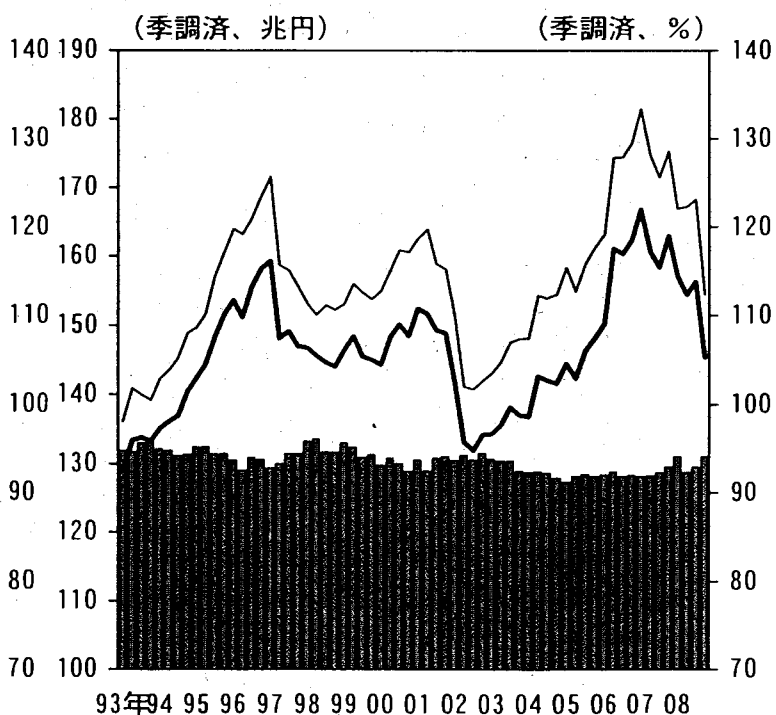


## (2) 中堅・中小企業

### ① 製造業



### ② 非製造業



(注) 1. 損益分岐点 = 固定費 / 限界利益率

固定費 = 人件費 + 減価償却費 + 純営業外費用 + 販管費 × 0.7

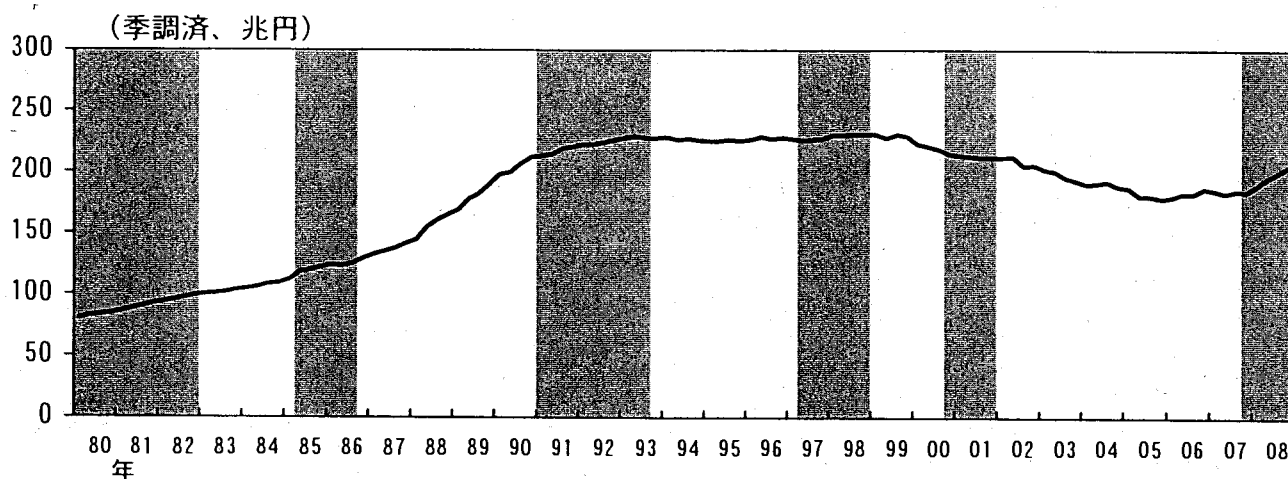
限界利益率 = 1 - 変動費比率 = 1 - (売上高 - 固定費 - 経常利益) / 売上高

2. 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。

(資料) 財務省「法人企業統計季報」

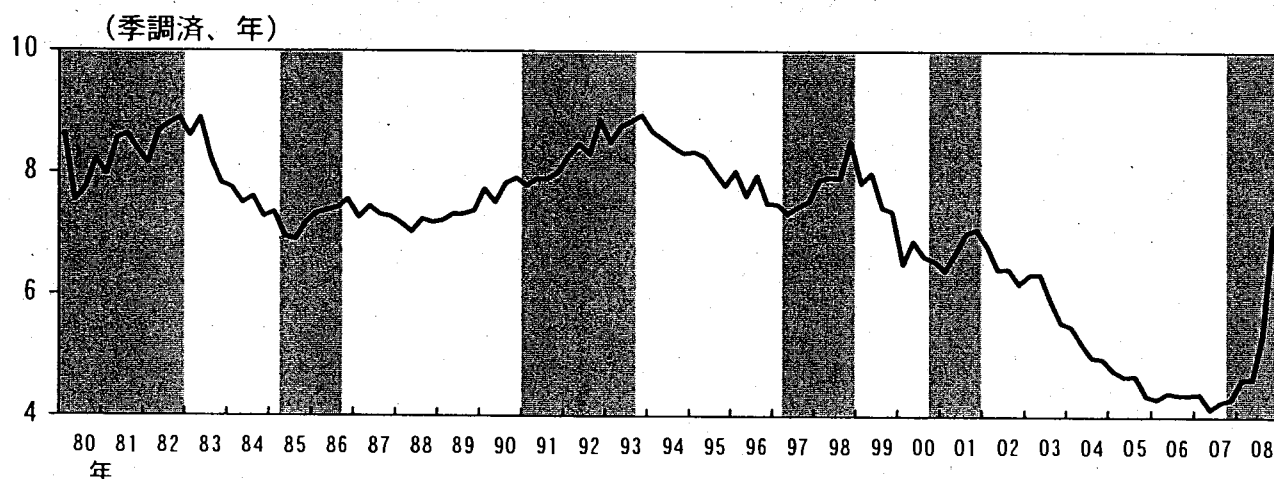
## 企業のバランスシート

### (1) 有利子負債



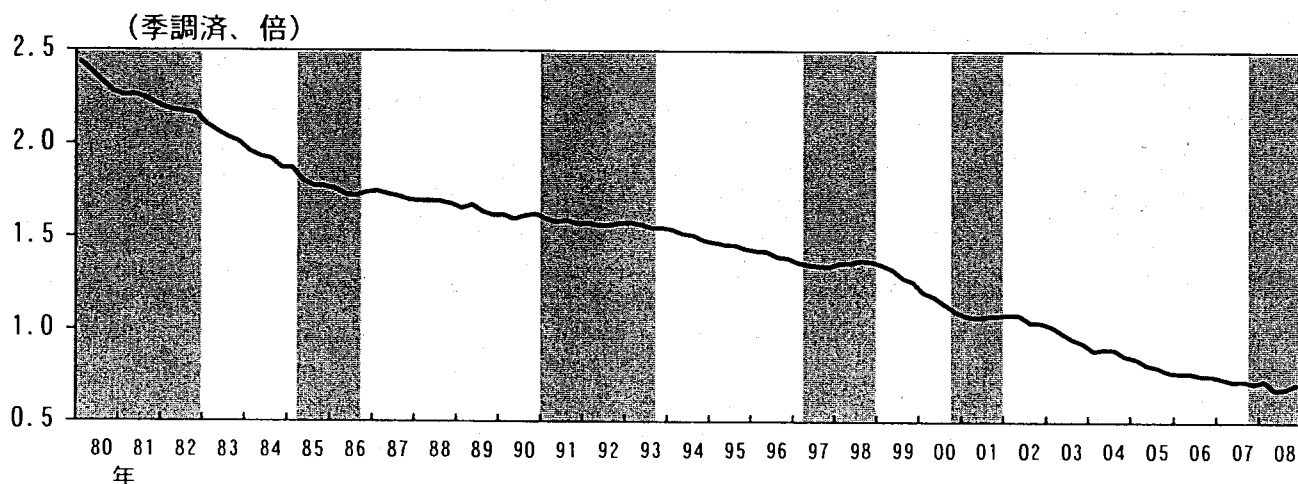
- (注) 1. データは大企業(資本金10億円以上)。下の(2)、(3)も同じ。  
2. 有利子負債=長短期借入金+社債(下の(2)、(3)も同じ)。  
3. シャドー部分は景気後退局面。下の(2)、(3)も同じ。

### (2) 有利子負債/キャッシュ・フロー



- (注)  $\text{キャッシュ・フロー} = \frac{\text{減価償却費} + \text{経常利益}}{2}$ 。キャッシュ・フローは年換算額。

### (3) 有利子負債/自己資本



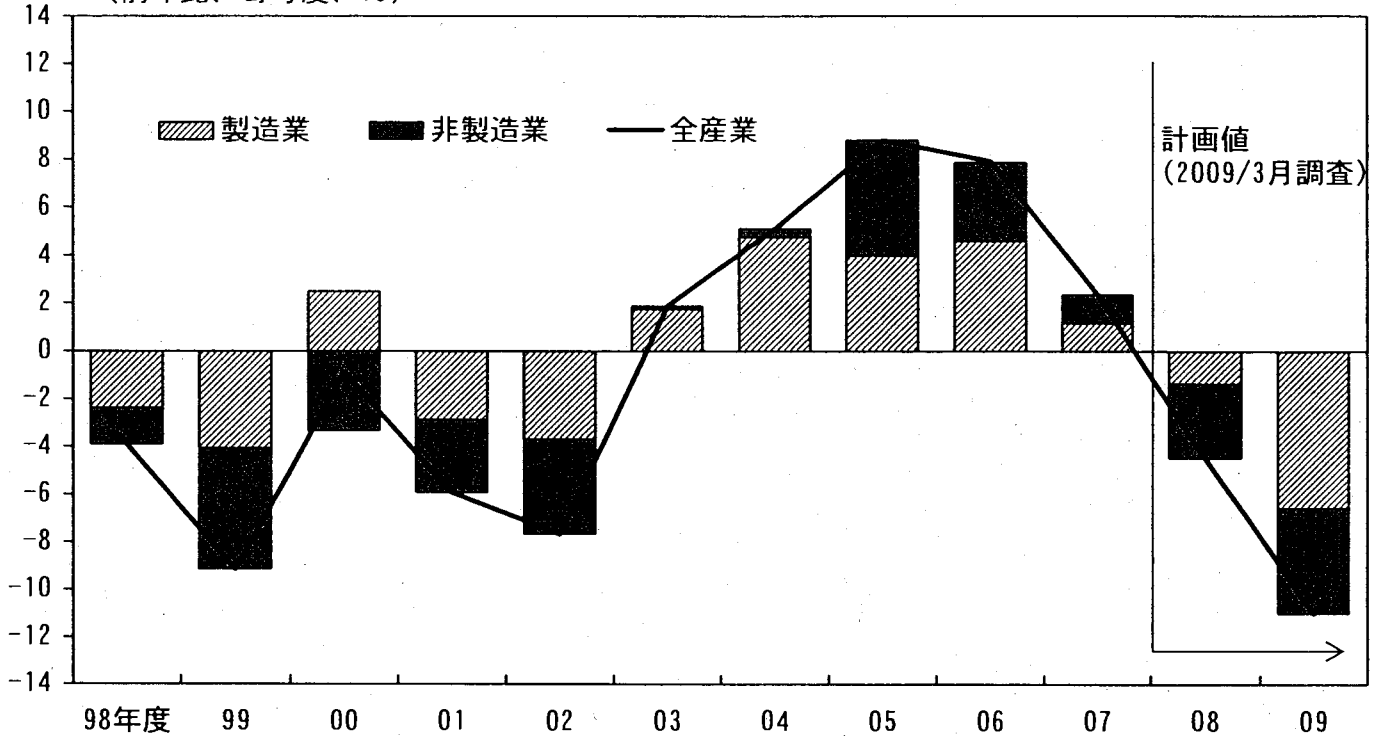
- (注) 自己資本=利益剰余金+資本剰余金+資本金

(資料) 財務省「法人企業統計季報」

## 設備投資計画

### (1) 設備投資計画 (短観・全規模)

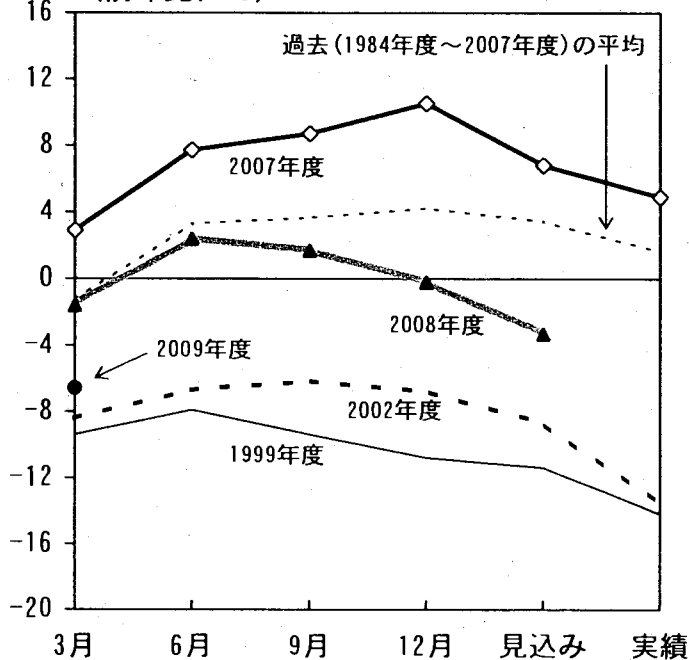
(前年比、寄与度、%)



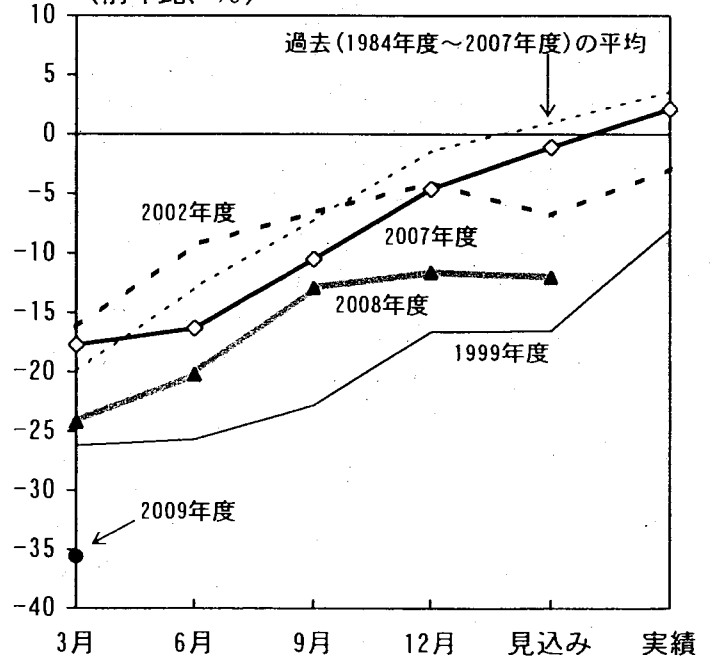
(注) 2002年度までは土地を含み、ソフトウェアを除く。  
2003年度からは土地を除き、ソフトウェアを含む。

### (2) 設備投資計画の修正状況 (短観・全産業)

(前年比、%) <大企業>



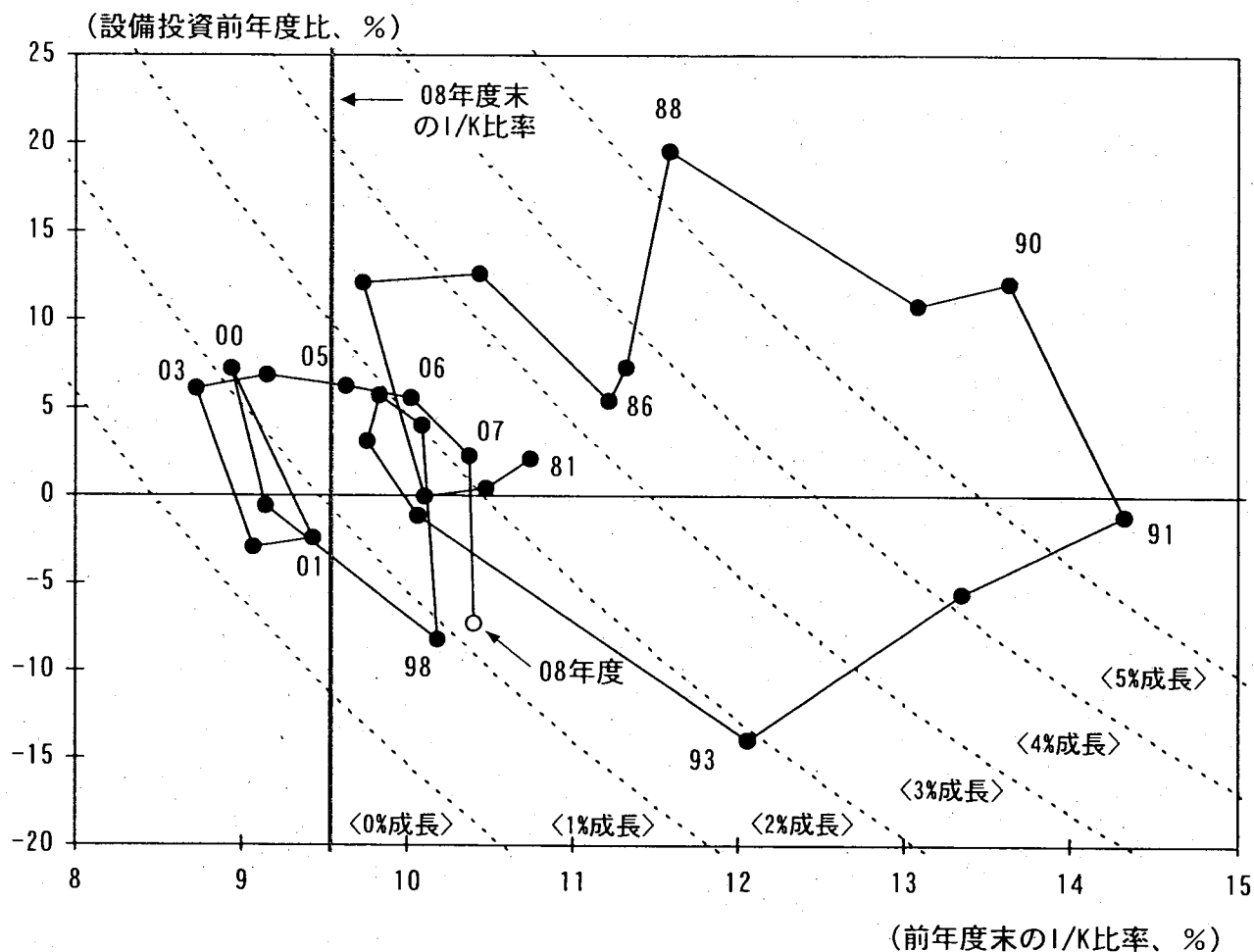
(前年比、%) <中小企業>



(注) 土地を含み、ソフトウェアを除く。

(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

# 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。

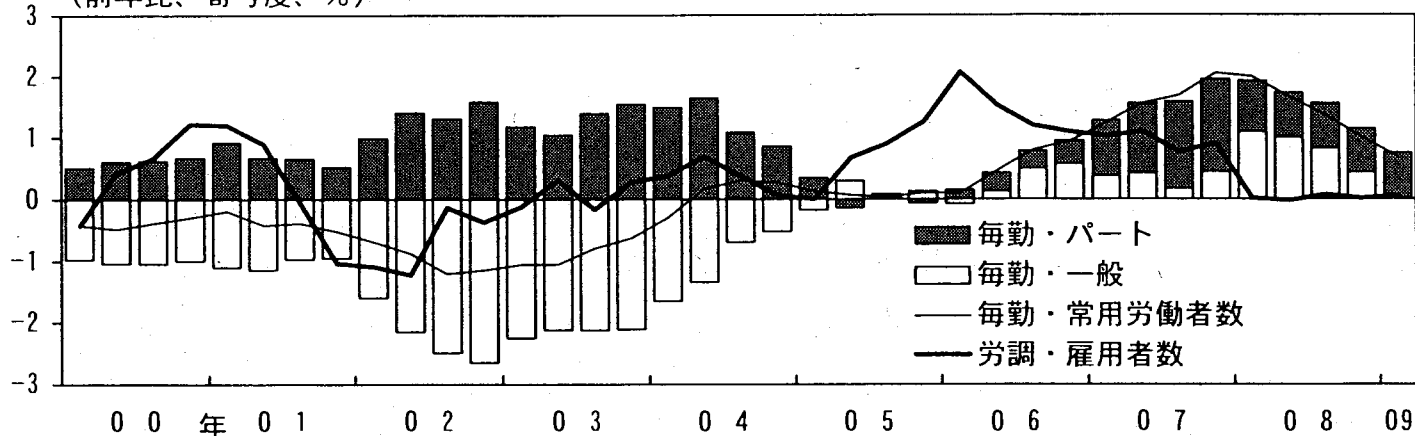
(注) 2008年度の設備投資については、2009/1Qの伸び率を2008/2~4Qの伸び率の平均と仮定して算出。

(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2008年版」

# 雇用・所得環境

## (1) 労働力調査・雇用者数と毎月勤労統計・常用労働者数

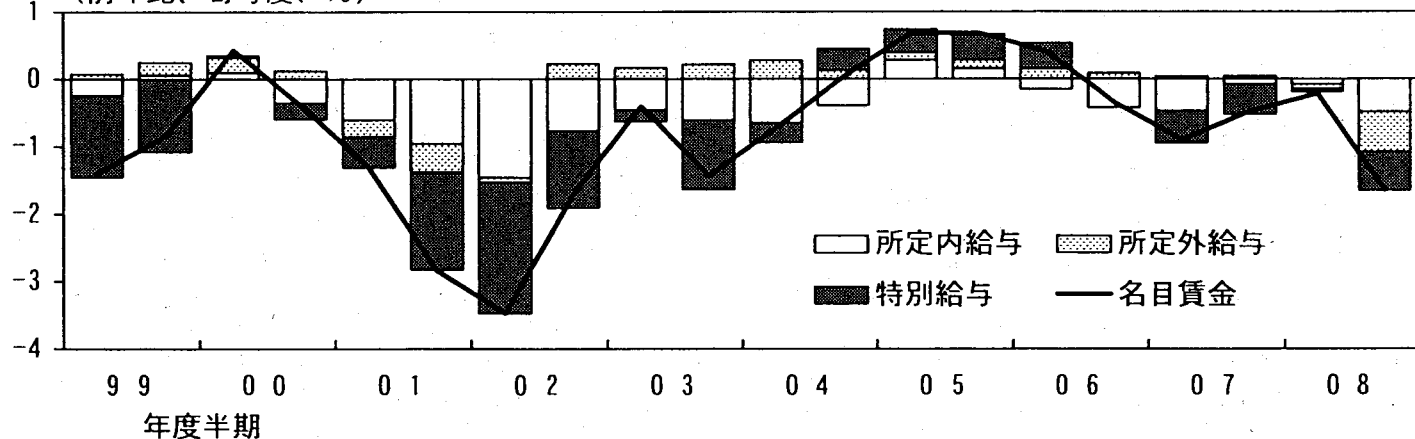
(前年比、寄与度、%)



(注) 1. 毎月勤労統計の計数は、事業所規模5人以上(下の図表も同じ)。  
 2. 2009/1Qは、1~2月の前年同期比。

## (2) 名目賃金

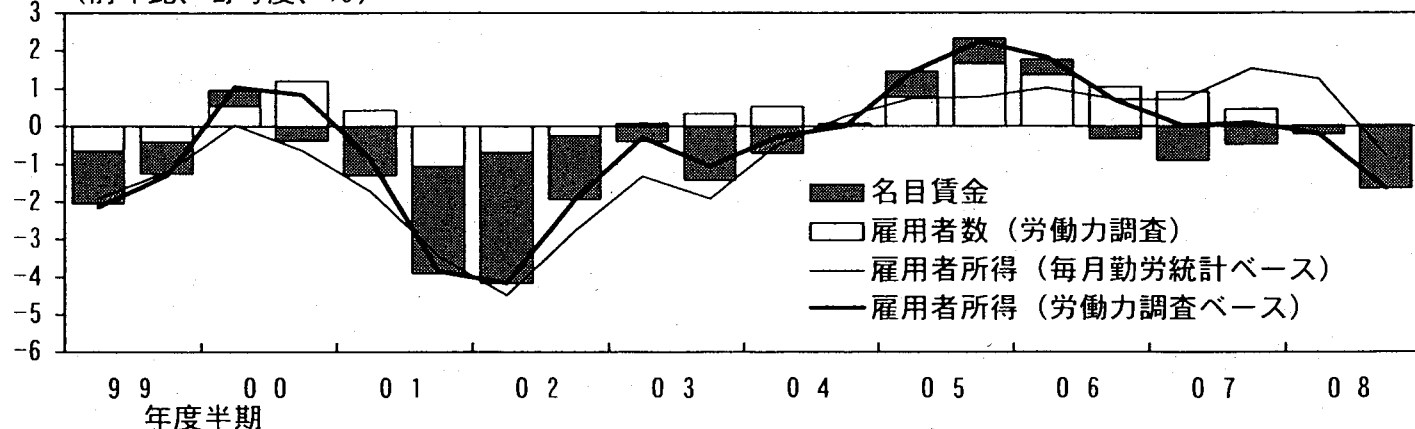
(前年比、寄与度、%)



(注) 2008年度下半期は、2008/10月~2009/2月の前年同期比(下の(3)も同じ)。

## (3) 雇用者所得

(前年比、寄与度、%)

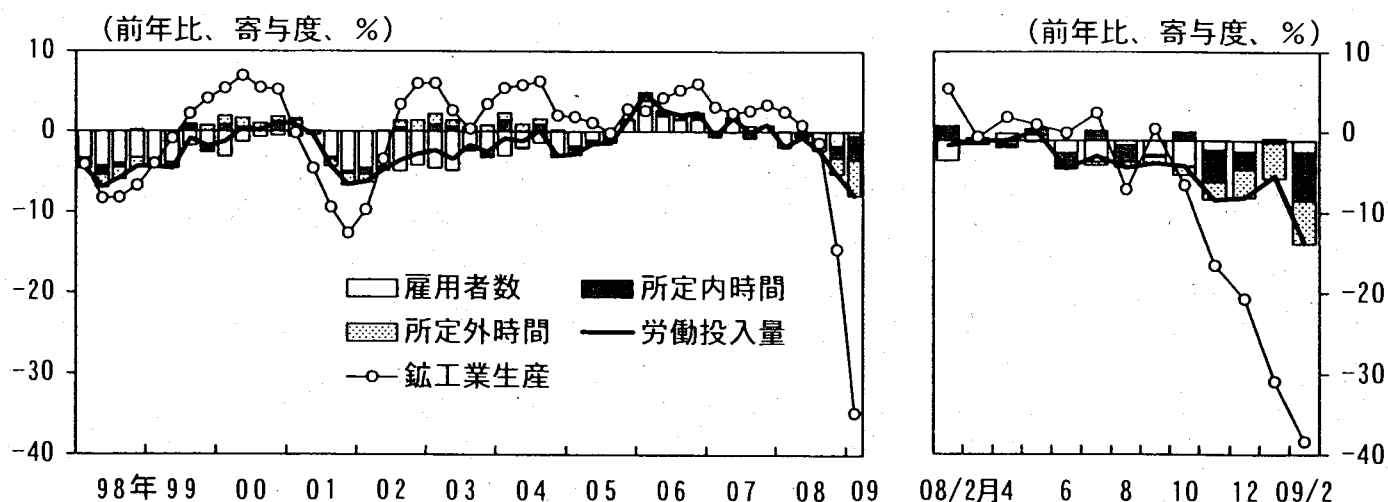


(注) 1. 雇用者所得(毎月勤労統計ベース)は、常用労働者数(毎月勤労統計)×名目賃金(毎月勤労統計)で算出。  
 2. 雇用者所得(労働力調査ベース)は、雇用者数(労働力調査)×名目賃金(毎月勤労統計)で算出。

(資料) 総務省「労働力調査」、厚生労働省「毎月勤労統計」

## 製造業の労働投入量

### (1) 鉱工業生産と製造業の労働投入量



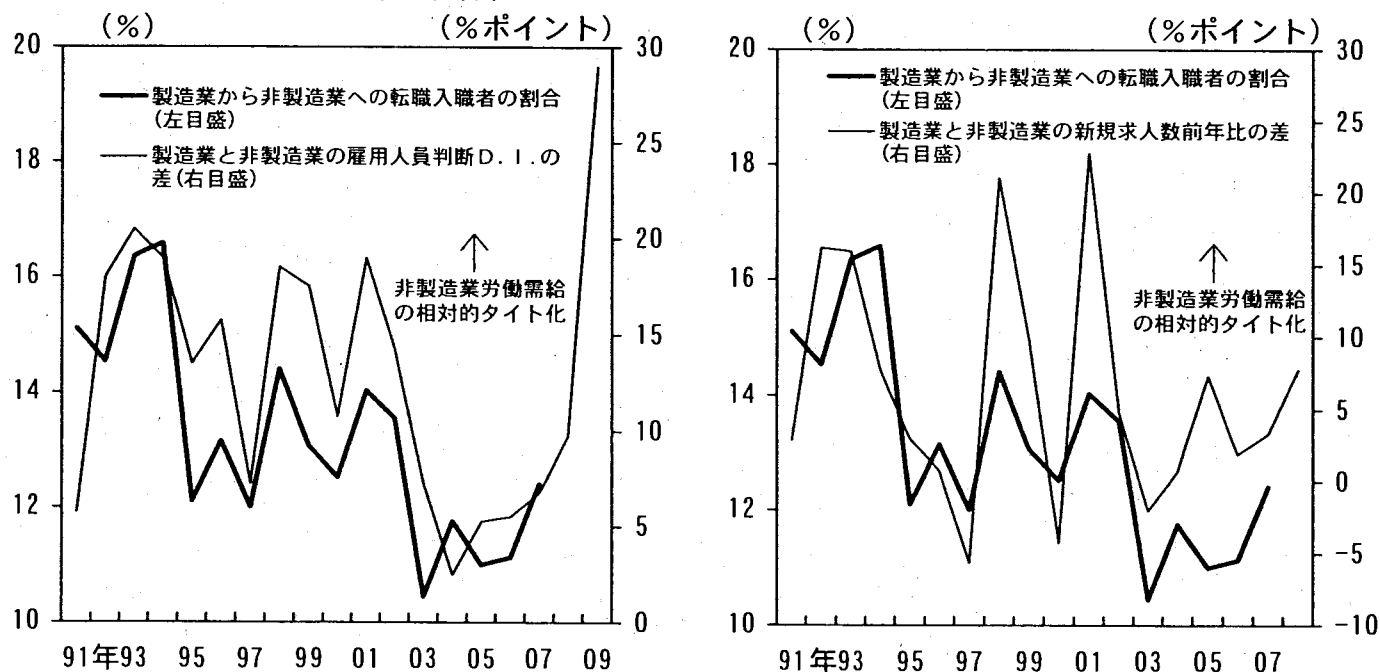
(注) 2009/1Qの計数(鉱工業生産以外)は、1~2月の前年同期比。

### (2) 雇用調整助成金の利用状況

(単位：千事業所、万人)

	2008/11月	2008/12月	2009/1月	2009/2月
事業所数	0.2	1.8	12.6	30.6
対象者数	0.9	13.9	88.0	186.6

### (3) 非製造業による雇用吸収



(注) 1. (3)の計数は以下のように定義した。

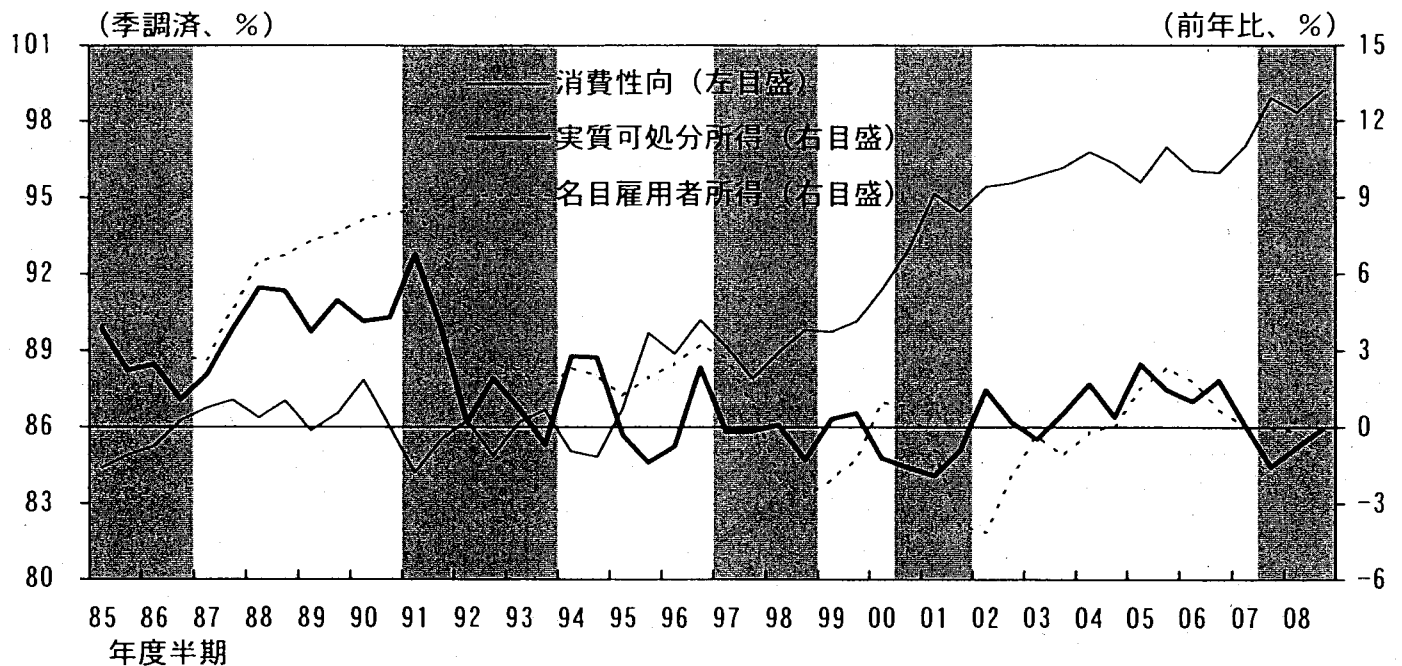
製造業から非製造業への転職入職者の割合 = 製造業から非製造業への転職入職者数 ÷ 非製造業への転職入職者数全体  
 製造業と非製造業の雇用人員判断D.I.の差 = 製造業の雇用人員判断D.I. - 非製造業の雇用人員判断D.I.  
 製造業と非製造業の新規求人数前年比の差 = 非製造業の新規求人数(前年比) - 製造業の新規求人数(前年比)

2. 雇用人員判断D.I.の計数は「過剰」-「不足」であり、暦年平均値を使用。但し、2009年については2009/4~6月期の企業の予測を含めた、1~6月の値。

(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、総務省「労働力調査」、経済産業省「鉱工業指数統計」、厚生労働省「職業安定業務統計」「雇用動向調査」「毎月勤労統計」「雇用調整助成金等に係る休業等実施計画届受理状況」

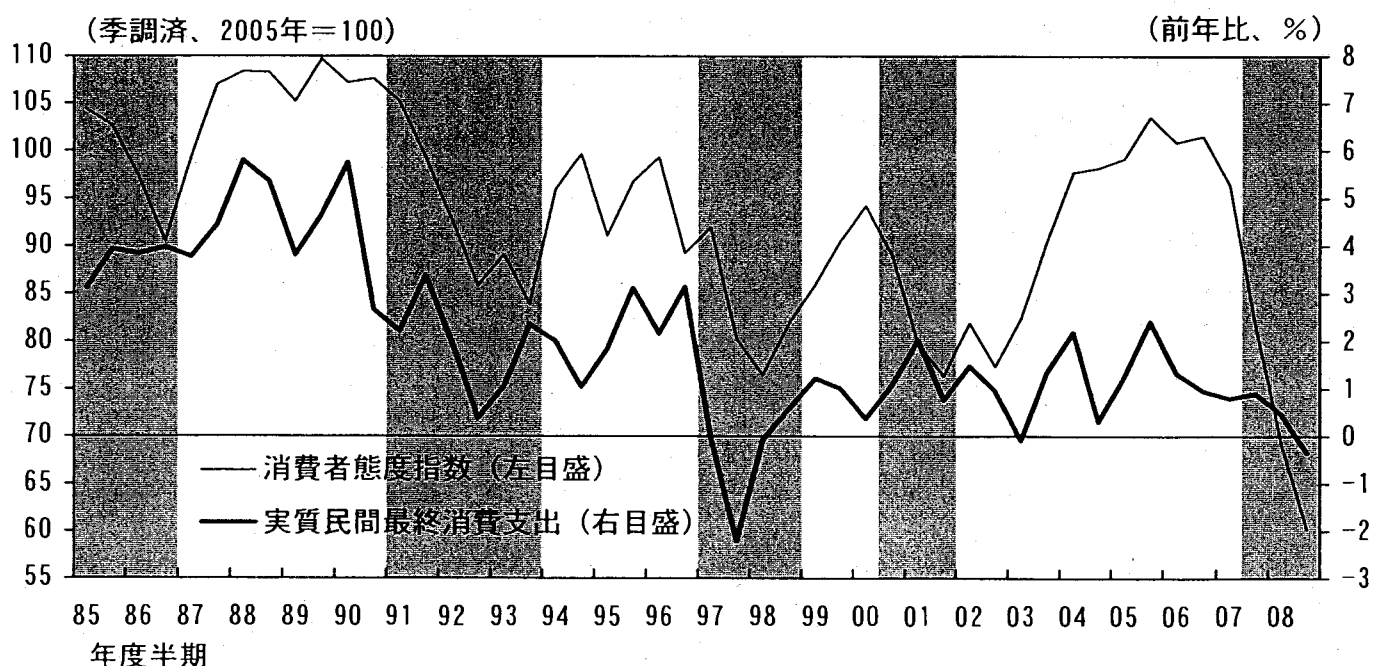
## 個人消費と消費者マインド

## (1) 消費性向と実質可処分所得



- (注) 1. シャドー部分は景気後退局面 (下の(2)も同じ)。  
2. 消費性向=家計最終消費支出/可処分所得  
3. 2008年度の消費性向は、日本銀行調査統計局による試算値。  
4. 実質可処分所得は、民間最終消費支出デフレーターで実質化。  
5. 名目雇用者所得は、雇用者数(労働力調査)×名目賃金(毎月勤労統計)で算出。  
2008年度下期の計数は、2008/10月～2009/2月の平均値。

## (2) 消費者態度指数と実質民間最終消費支出



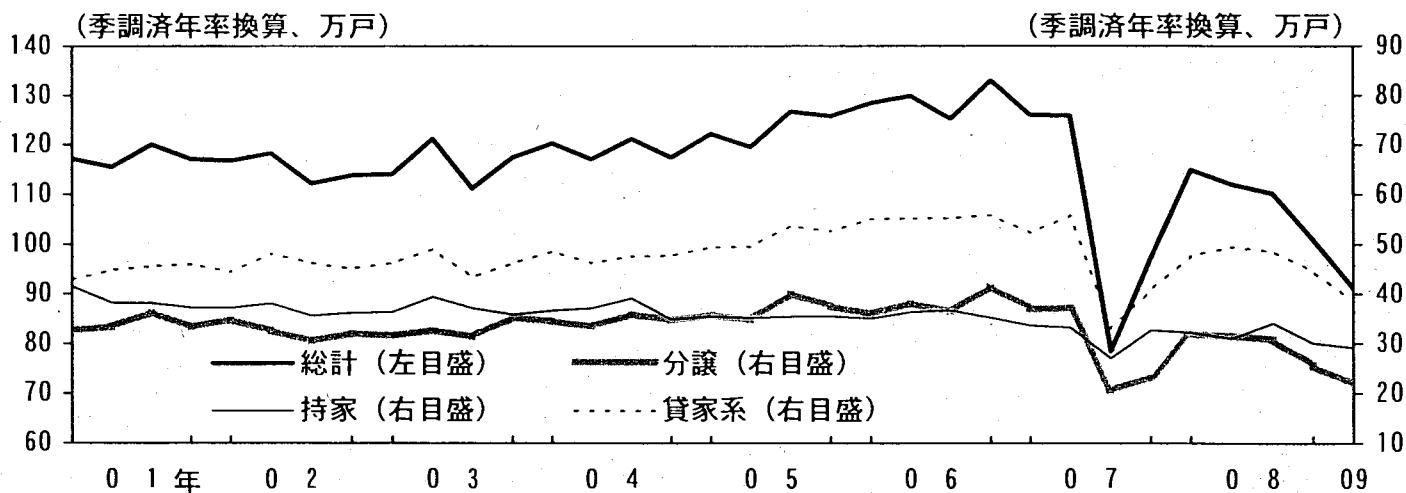
- (注) 2008年度下半期の実質民間最終消費支出の計数は、2008/4Qの値。

(資料) 内閣府「国民経済計算」「消費動向調査」、財務省「租税及び印紙収入、収入額調」、  
総務省「労働力調査」「地方税収入見込額」、厚生労働省「毎月勤労統計」、  
日本銀行「資金循環統計」、東京証券取引所



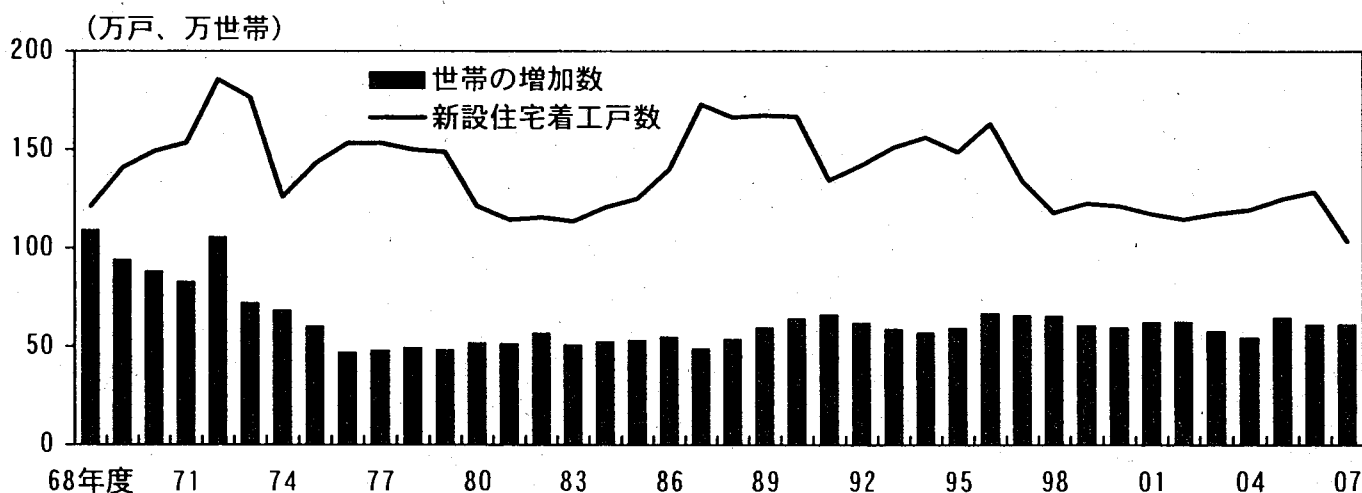
# 住宅投資

## (1) 新設住宅着工戸数

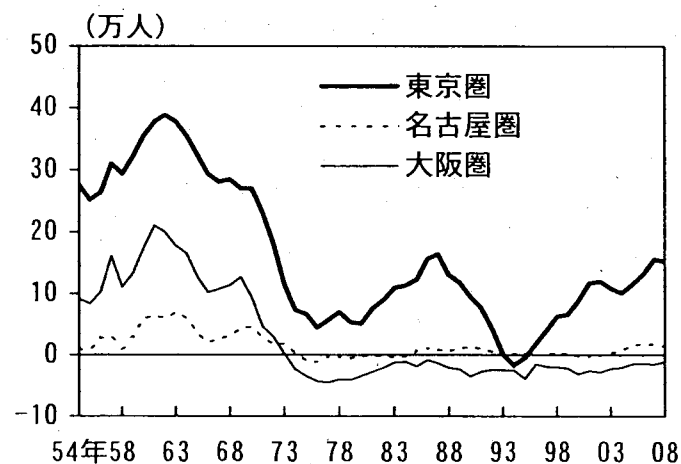


(注) 2009/1Qは、1~2月の値。

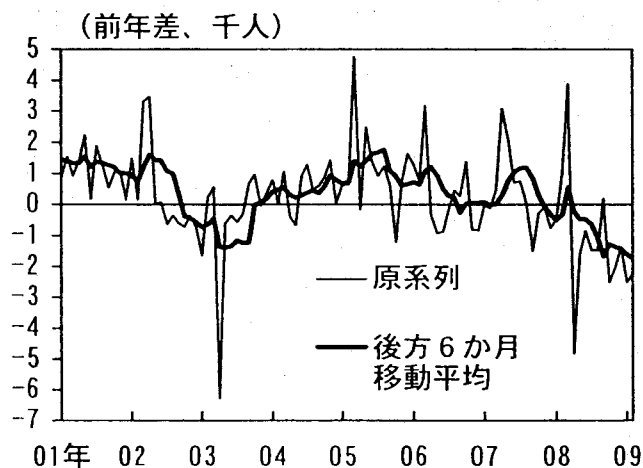
## (2) 新設住宅着工戸数と世帯の増加数



## (3) 三大都市圏の転入超過数



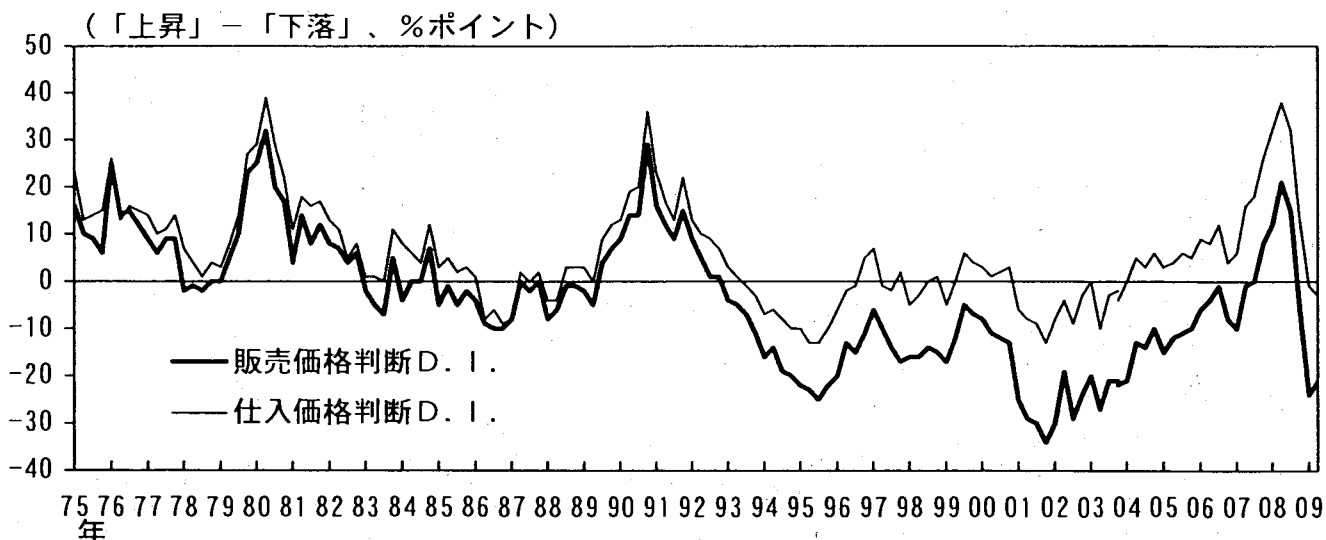
## (4) 東京都の転入超過数



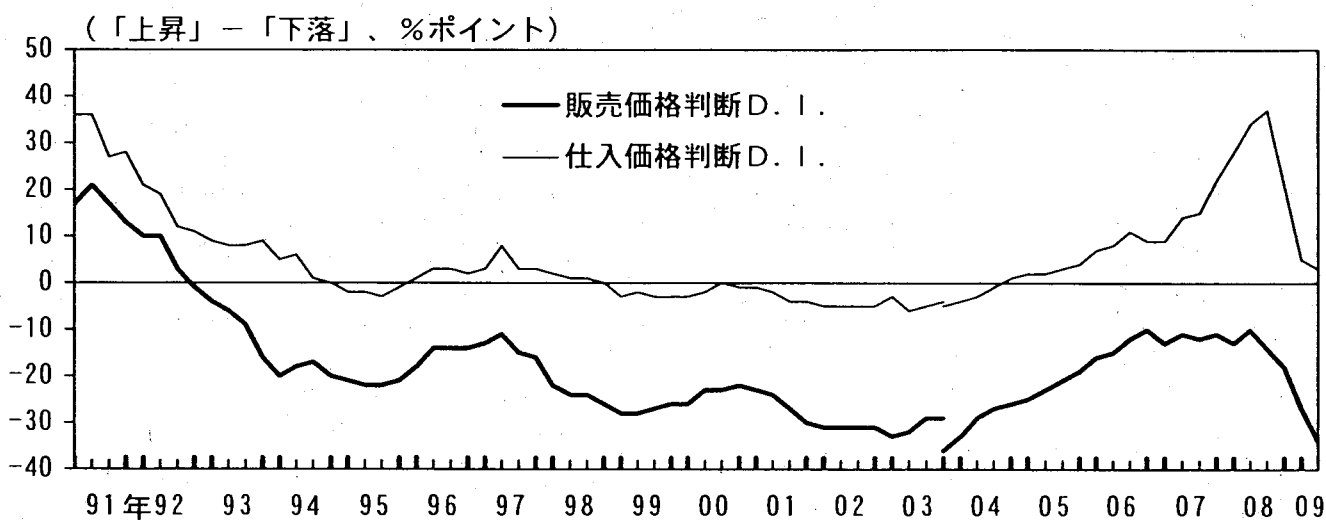
(資料) 国土交通省「建築着工統計」、総務省「住民基本台帳に基づく人口・人口動態及び世帯数」「住民基本台帳人口移動報告」

# 販売価格と仕入価格

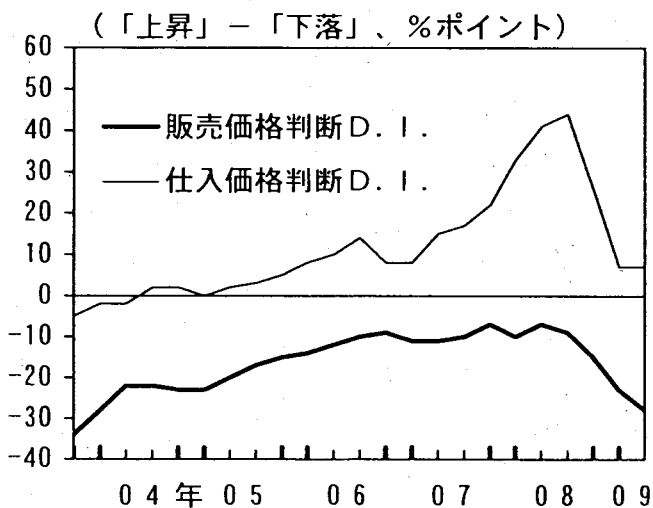
## (1) 小売業



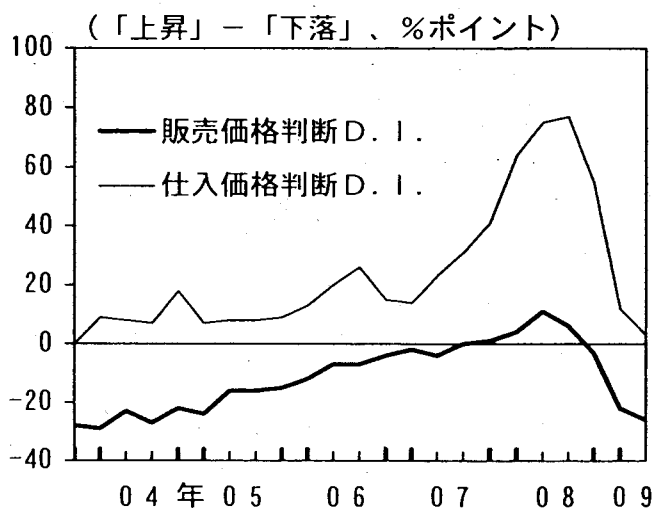
## (2) サービス業



## (3) 対個人サービス



## (4) 飲食店・宿泊

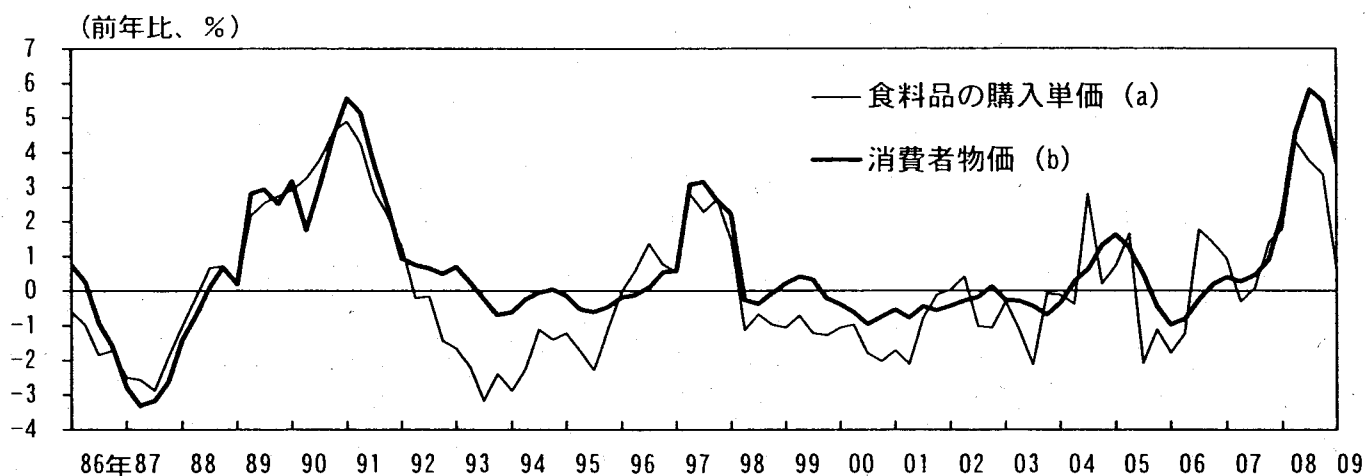


(注) D. I. は全規模合計。2009/2Qは、2009/3月調査時点の企業の予測値。2004/3月調査より見直しを実施。旧ベースは2003/12月調査まで、新ベースは2003/12月調査から。

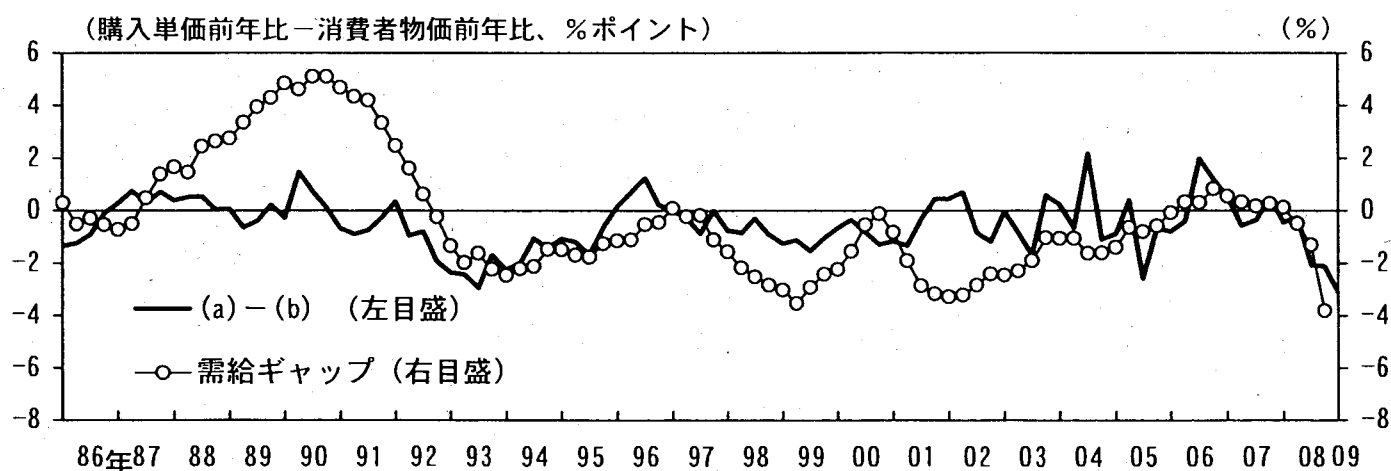
(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

# 家計調査の購入単価と消費者物価

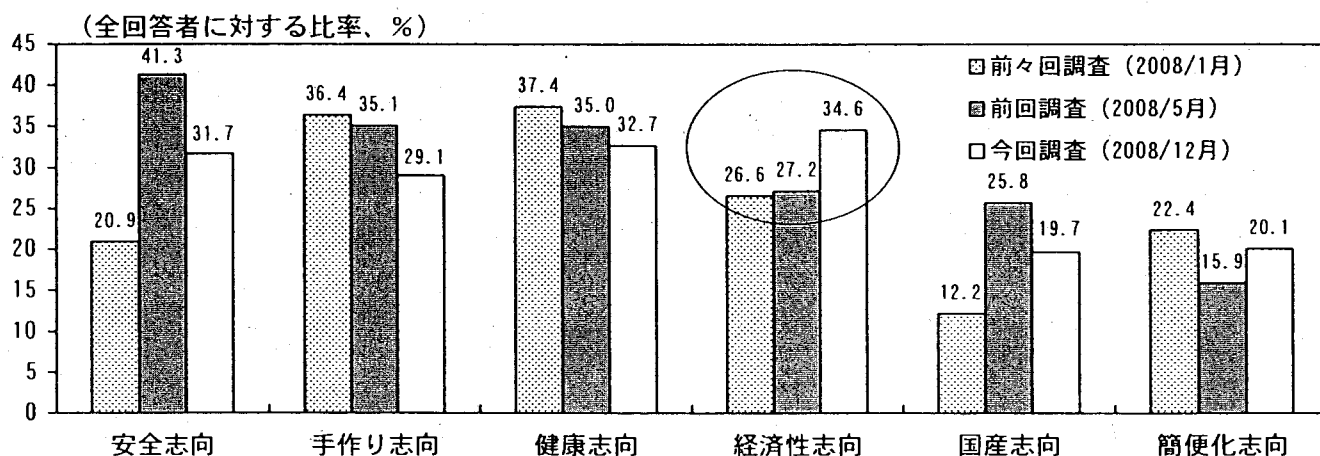
## (1) 食料品の購入単価と消費者物価



## (2) 食料品の購入単価と消費者物価の乖離



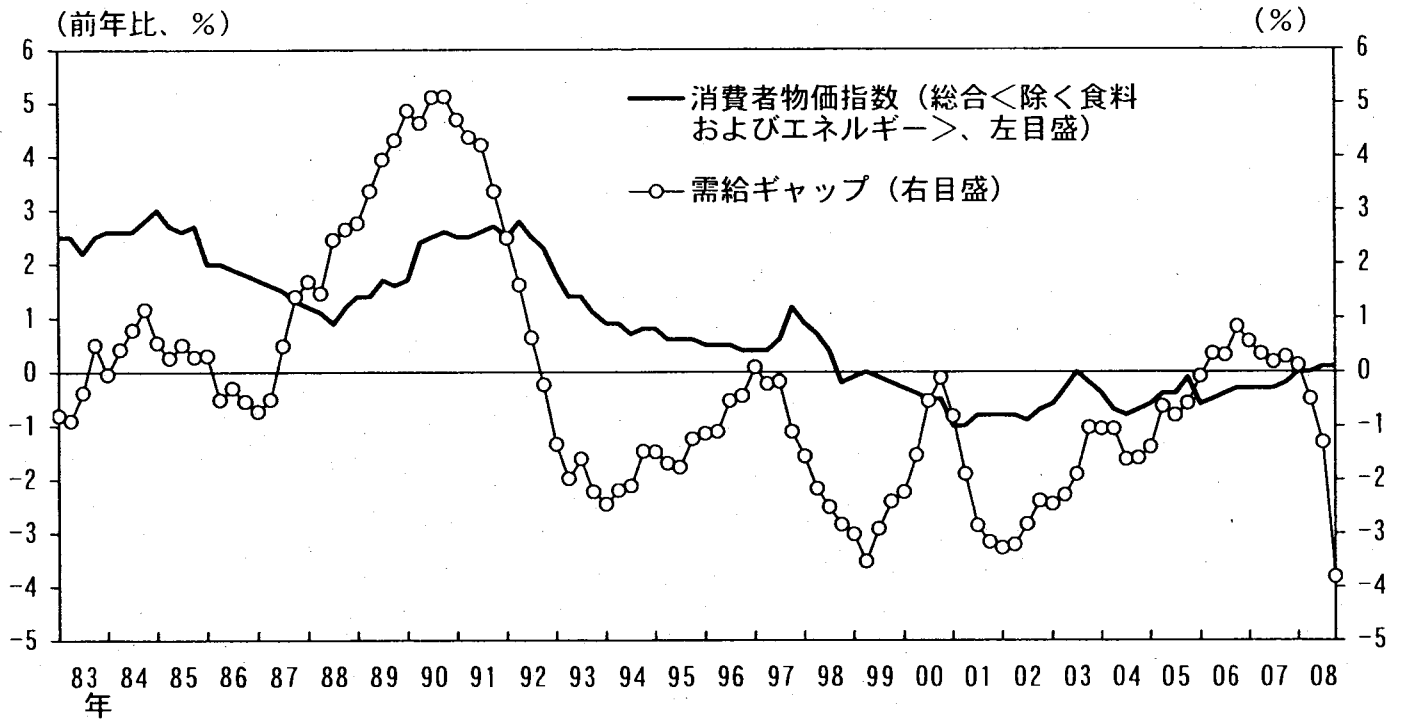
## (3) 消費者の「食の志向」



(注) 1. 食料品については、家計調査と消費者物価の両方で継続してデータが存在する品目を使用。  
 2. 家計調査単価は、個別品目の家計調査の単価を2005年平均が100になるよう指数化した上で、消費者物価(2005年基準)のウェイトを用いて合成したもの。  
 3. (2)の需給ギャップは、日本銀行調査統計局による試算。具体的な計測方法については、日銀レビュー「GDPギャップと潜在成長率の新推計」(2006年5月)を参照。  
 4. 2009/1Qは、1~2月の平均値を用いて算出。  
 (資料) 総務省「家計調査報告」「消費者物価指数」、日本政策金融公庫「消費者動向調査」等

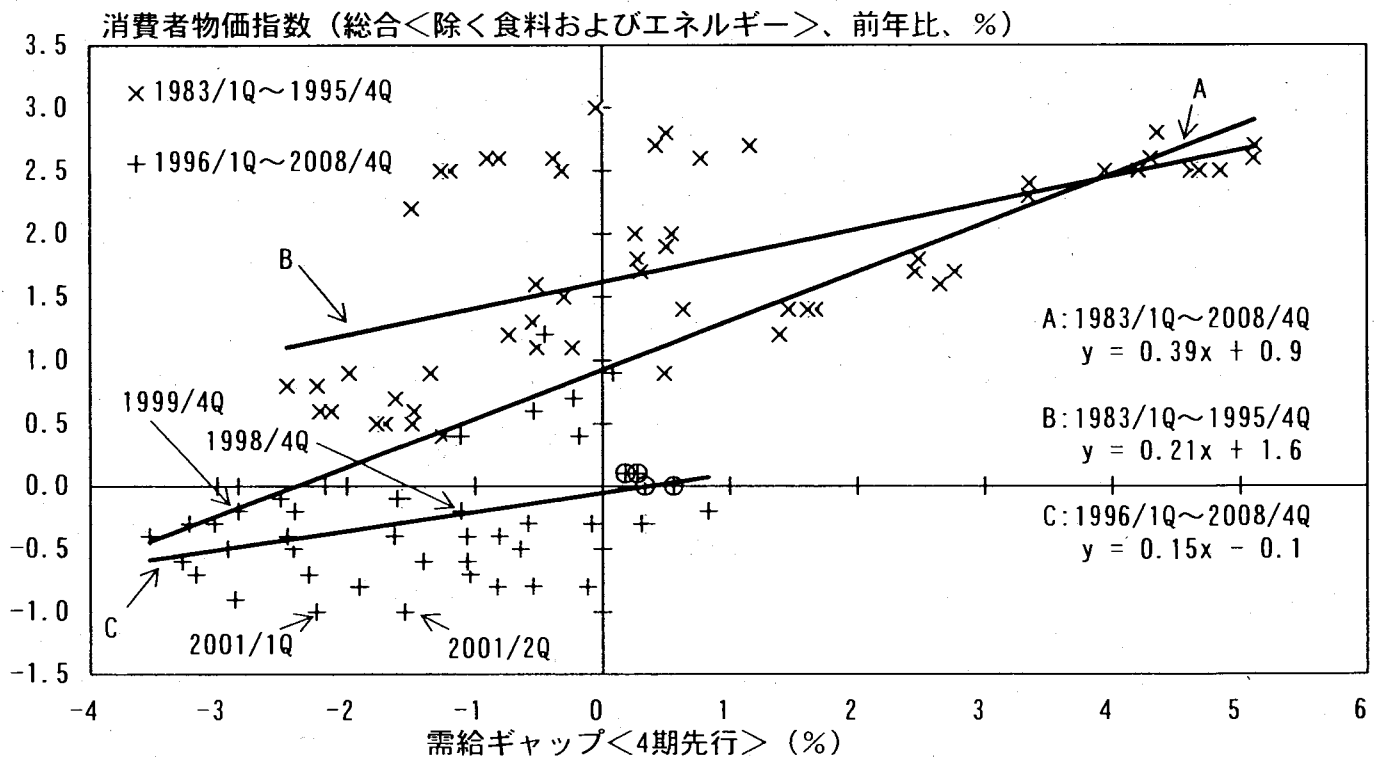
# フィリップス曲線

## (1) 需給ギャップと消費者物価



- (注) 1. 消費者物価指数の前年比は、消費税調整済み(下の(2)も同じ)。  
 2. 需給ギャップは日本銀行調査統計局の試算値。具体的な計測方法については、日銀レビュー「GDPギャップと潜在成長率の新推計」(2006年5月)を参照(下の(2)も同じ)。

## (2) フィリップス曲線












- (注) 1. ○印は直近1年。  
 2. 「食料」は「酒類」を除く。また、「エネルギー」は「電気代」、「都市ガス代」、「プロパンガス」、「灯油」、「ガソリン」からなる。

(資料) 総務省「消費者物価指数」等

(参考図表)

## 地域別の景気の総括判断（地域経済報告）

	1月判断	判断の変化	4月判断
北海道	厳しさが増している		厳しさを増しており、低迷している
東北	悪化している		大幅に悪化しており、厳しさを増している
北陸	悪化している		大幅に悪化している
関東甲信越	悪化している		大幅に悪化している
東海	急速に下降している		急速に下降している
近畿	悪化している		大幅に悪化しており、厳しい状況にある
中国	悪化している		悪化している
四国	弱い動きが広がっている		悪化している
九州・沖縄	悪化している		大幅に悪化している

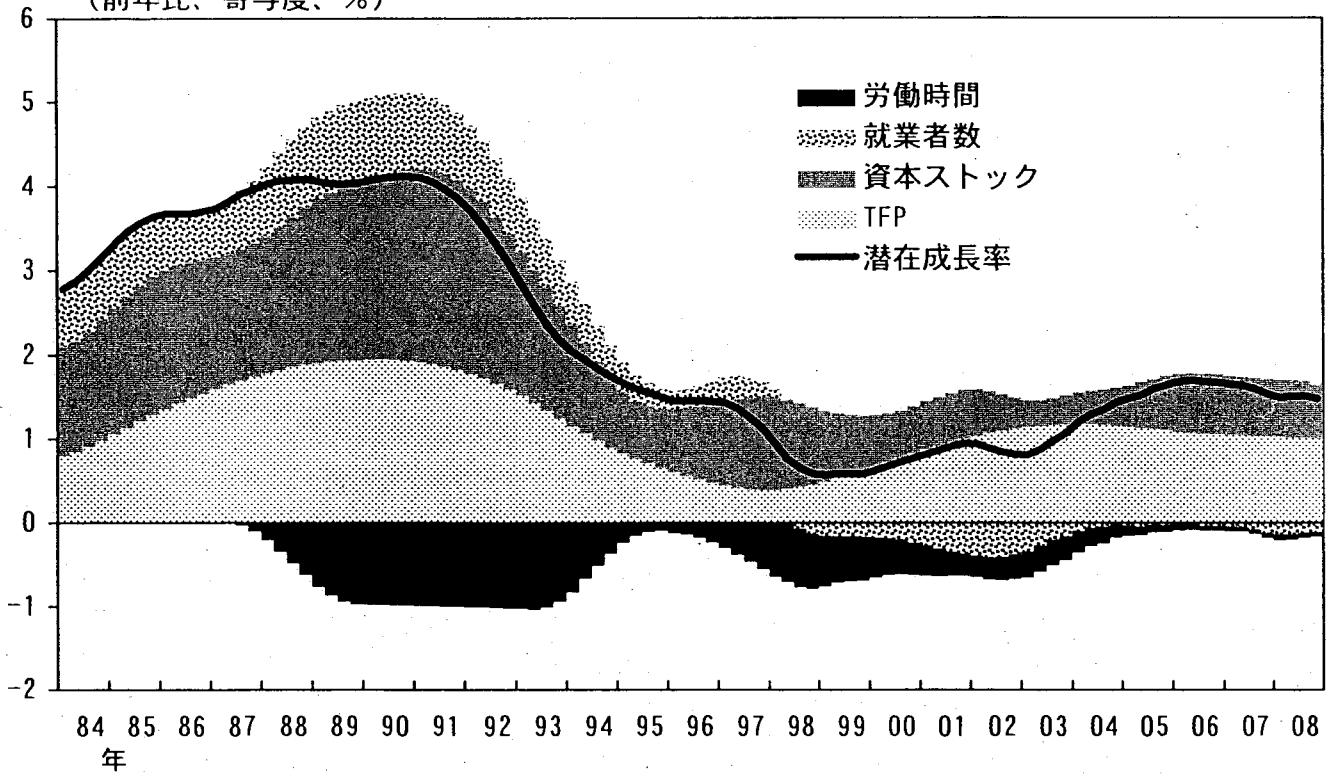
(注) 全文は、[http://www.boj.or.jp/type/ronbun/chiiki\\_rep/chiiki0904.htm](http://www.boj.or.jp/type/ronbun/chiiki_rep/chiiki0904.htm) を参照。

(資料) 日本銀行「地域経済報告（2009年4月）」

## 潜在成長率と需給ギャップ

### (1) 潜在成長率

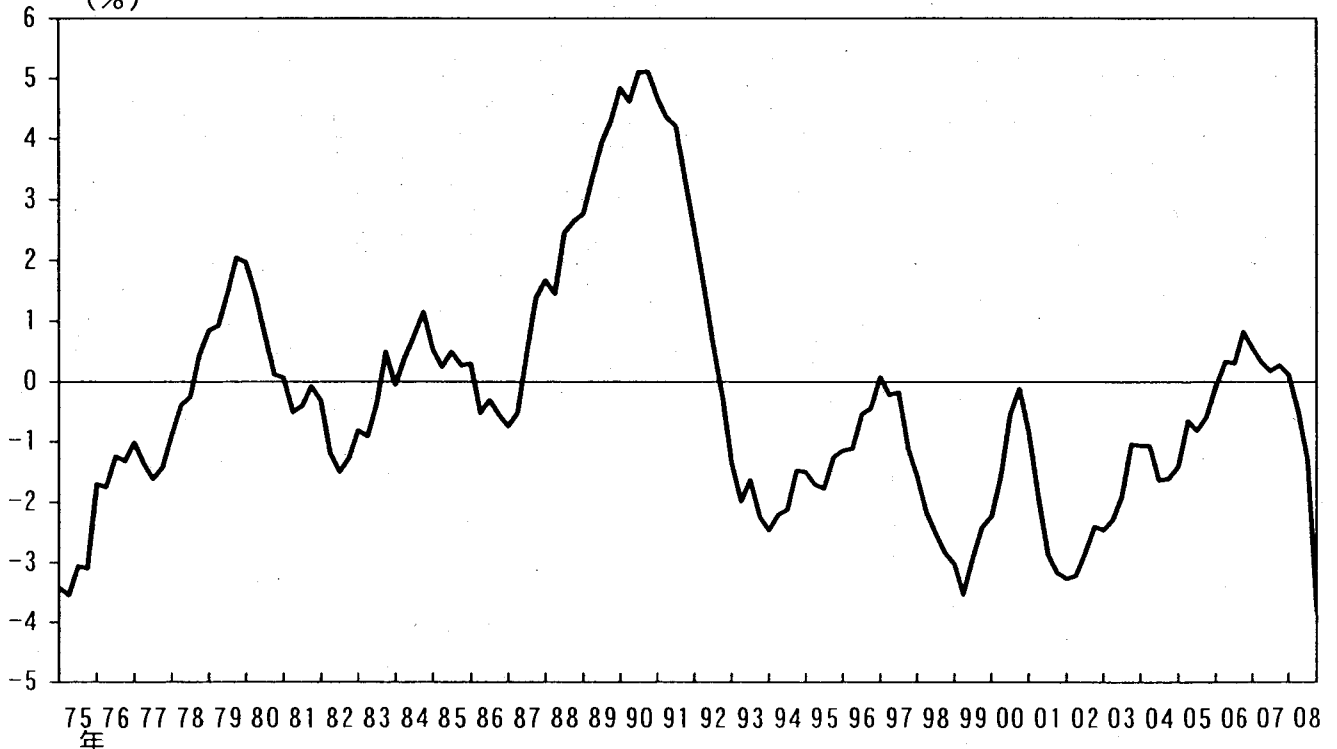
(前年比、寄与度、%)



(注) 日本銀行調査統計局の試算値。具体的な計測方法については、日銀レビュー「GDPギャップと潜在成長率の新推計」(2006年5月)を参照(下の(2)も同じ)。

### (2) 需給ギャップの推移

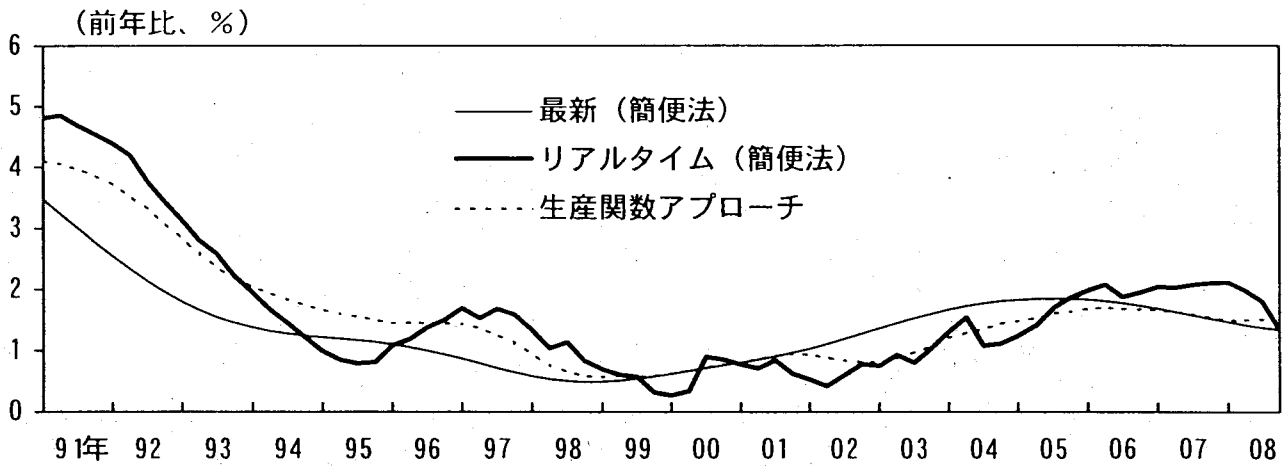
(%)



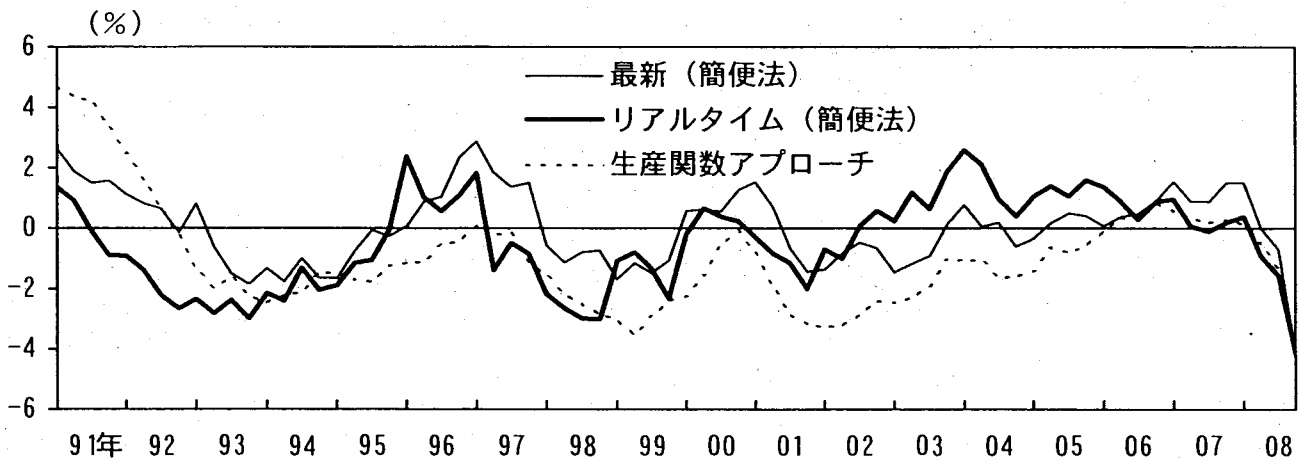
(資料) 内閣府「国民経済計算」、内閣府・財務省「法人企業景気予測調査」、総務省「労働力調査」、厚生労働省「毎月勤労統計」「職業安定業務統計」、経済産業省「鉱工業指数統計」等

## 潜在成長率や需給ギャップの計測を巡る不確実性

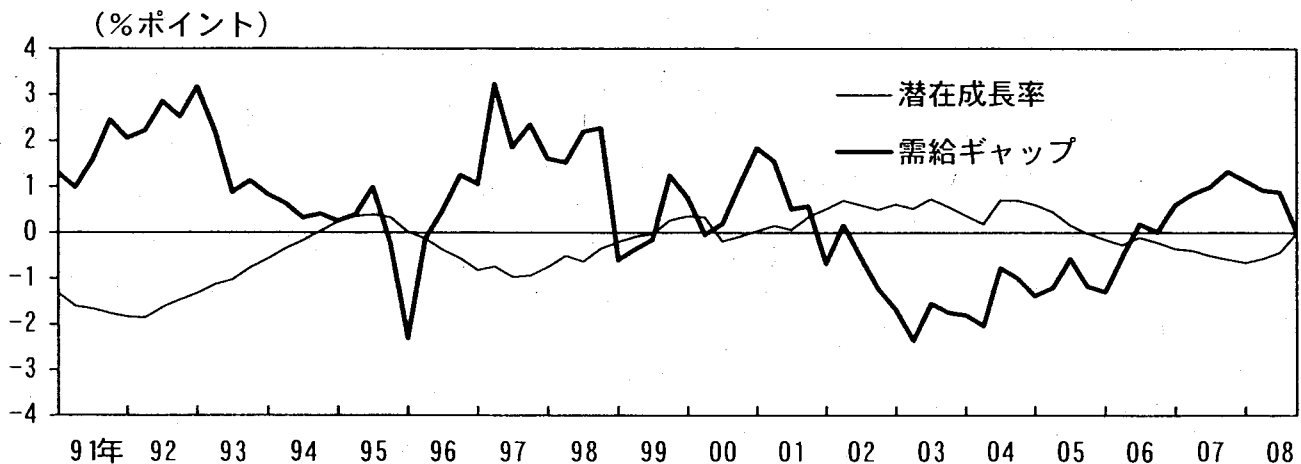
### (1) 潜在成長率の推計値の推移



### (2) 需給ギャップの推計値の推移



### (3) 計測値の改定幅 (最新-リアルタイム)



(注) 1. 日本銀行調査統計局の試算値。

2. 「最新 (簡便法)」は、1970/2Q~2008/4Qの最新のGDPデータに、HPフィルター ( $\lambda=1600$ ) を適用して計算したもの。「リアルタイム (簡便法)」は、1970/2Qから各時点までのGDPに関するリアルタイムデータに、HPフィルターを適用して計算し、各時点での最終四半期の値を繋げたもの。「生産関数アプローチ」の具体的な計測方法については、日銀レビュー「GDPギャップと潜在成長率の新推計」(2006年5月)を参照。

(資料) 内閣府「国民経済計算」等

2009年4月30日

日 本 銀 行

**経済・物価情勢の展望（2009年4月）****【基本的見解】<sup>1</sup>**

2008年秋以降、米欧の金融システムや国際金融資本市場の動揺が深刻化する中、世界経済は同時かつ急速に悪化した<sup>2</sup>。最近に至り、在庫調整の進捗などを背景に、世界的に景気の下げ止まりに向けた動きがみられ始めているほか、各国当局は大規模な政策対応を検討中あるいは実施途上にあり、今後、これらの政策が効果を発揮していくことが期待される。もっとも、こうした動きが、世界経済の順調な回復につながっていくかどうかについては、なお確実とはいえない状況にある。先行きの世界経済を展望する上では、米欧の金融システムの建て直しがどのように進むのか、また、新興国も含め世界需要がどの程度のテンポで回復していくのか、といったことが重要な着目点となる。以下、このような点における不確実性も十分念頭に置いた上で、わが国の経済・物価情勢の展望について、中心的な見通しとリスク要因の双方を検討することとする。

**（経済情勢の見通し）**

わが国経済は、大幅に悪化している。2008年度のわが国経済は、1月の中間評価時点と比べると、大幅に下振れた。企業部門では、海外経済の急

<sup>1</sup> 4月30日開催の政策委員会・金融政策決定会合で決定されたものである。

<sup>2</sup> 昨年秋以降、日本銀行、国際機関、民間調査機関の実質GDP成長率の見通しは、いずれも急速かつ大幅に下方修正された（参考図表）。



速な落ち込みから輸出が著しく減少したほか、企業収益や金融環境の悪化により設備投資も大幅に低下した。家計部門でも、消費者マインドや雇用・所得環境の悪化を背景に、個人消費が弱まってきた。

先行き 2009 年度から 2010 年度を展望すると、わが国経済は、海外経済や国際金融資本市場の動向に大きく依存した展開を辿る可能性が高い。2009 年度前半は、国内民間需要は引き続き弱まっていく一方で、内外の在庫調整の進捗を背景に、輸出・生産の減少に歯止めがかかっていくと予想される<sup>3</sup>。このため、わが国経済は、悪化のテンポが徐々に和らぎ、次第に下げ止まりに向かうとみられる。2009 年度後半以降は、各国における各種政策が効果を顕わすとともに、2000 年代半にかけて蓄積された金融や実体経済における様々な過剰の調整も徐々に進捗するとみられるため、国際金融資本市場が落ち着きを取り戻し、海外経済も持ち直していくと考えられる。わが国経済も、こうした海外経済や国際金融資本市場の回復に加え、金融システム面での対策や財政・金融政策の効果もあって、緩やかに持ち直し、見通し期間の後半には、潜在成長率を上回る成長に復帰していく姿が想定される<sup>4</sup>。

こうした見通しの内容を、やや詳しくみると、以下の通りである。

## ■ 海外経済

海外経済は、金融と実体経済の負の相乗作用が働いており、当面、悪化

---

<sup>3</sup> 2008 年度は、年度後半に、実質 GDP 前期比成長率が大幅に低下した。このため、2009 年度は、極めて低い実質 GDP の水準から始まるため、2009 年度中に、日本経済が下げ止まる場合でも、前年度対比の成長率は大幅なマイナスとなる。このように、経済の変動が極めて大きい場合には、各時点における成長率（前期比成長率）と年度平均の成長率が大きく異なりうることに留意する必要がある。

<sup>4</sup> 大幅な景気悪化により、資本ストックの伸び率が低下していることなどを反映し、わが国の潜在成長率は、従来推定されていた水準よりも低下していると判断される。見通し期間中の潜在成長率については、2008 年 10 月の展望レポート時点の「1%台半ばない後半」から低下し、「1%前後」と推定される。

を続けると考えられる。米国では、住宅価格が大幅に下落しており、家計のバランスシート調整が続いているほか、金融機関の貸出姿勢は厳しい状態が続いている。また、雇用情勢や企業収益も急速に悪化している。このため、実体経済活動は弱まってきており、これが、信用コストの増加を通じて、金融機関収益に対してマイナスの影響を及ぼしている。欧州経済でも、輸出の減少や金融環境のタイト化の影響などから、悪化が続くとみられる。また、新興国や資源国においても、成長率は低い水準にとどまると考えられる。

ただし、このところ、世界的な在庫調整の進捗や中国における政策効果の発現など、世界経済の下げ止まりを示唆する動きがみられ始めている。先行き 2009 年度後半以降は、2000 年代半にかけて蓄積された金融や実体経済における様々な過剰の調整が進展するとみられるうえ、現在、各国で策定・実施されている各種の政策も、徐々に効果を発揮すると考えられる。このため、海外経済は、全体として、持ち直していく姿が想定される。

#### ■ 企業部門

企業部門では、昨年夏以降の商品市況の下落の影響が、時間をおいて徐々に波及してくるため、交易条件の改善が見込まれるものの、海外経済の悪化や既往の円高の影響などから、当面は、製造業では厳しい収益環境が続き、稼働率も大幅に落ち込んだ状態が続くと考えられる。こうした動きは、非製造業の収益にもマイナスの影響を及ぼしていくとみられる。このような状況のもとで、設備投資は、当面、減少を続けるとみられる。もっとも、先行きについては、グローバル需要に関する中長期的な成長期待が大きく下振れないとすれば、輸出や企業収益が回復していくことに伴い、設備投資の伸びも徐々に回復していくと見込まれる。

#### ■ 家計部門

個人消費は、雇用・所得環境の悪化により、当面、弱まっていく可能性

が高い。既に、所定外労働時間が大幅に減少しているほか、非正規雇用の調整が進んでいる。今後、こうした動きは、特別給与の大幅な削減や新卒採用の抑制などに拡がっていく可能性が高く、雇用・所得環境は、当面、厳しさを増していくとみられる。先行きについては、消費財・サービス価格の下落により実質所得が押し上げられる効果や、各種政策に対する期待が消費者マインドを下支えする効果が期待されるが、雇用・所得環境の改善は、企業収益の回復に遅れる傾向にあるため、見通し期間中、個人消費の回復は緩慢なものに止まると見込まれる。

## ■ 金融環境

わが国の企業金融を巡る環境をみると、CP・社債市場の発行環境が改善するなど、昨年後半と比べると、逼迫度合いはやや緩和している。もっとも、企業業績の悪化を背景に、資金繰りや金融機関の貸出態度が厳しいとする先が増加するなど、全体としては厳しい状況が続いている。2009年度前半は、まず企業の資金需要面では、在庫調整の進捗や原材料コストの低下などを背景に、運転資金需要は徐々に後退していくとみられる。一方、資金供給面では、低金利環境が続く中、各種施策の効果もあって、CP・社債市場の発行環境の改善が持続し、銀行貸出の増加が続くことが想定される。このため、企業金融の逼迫度合いは、次第に緩和していく姿が見込まれる。ただし、企業収益の低迷がしばらく続くとともに、これを背景に信用リスクに対する金融機関や投資家の慎重な姿勢が続くとみられるため、企業の資金調達を巡る不安は、なお根強く残るものと考えられる。

2009年度後半以降は、国際金融資本市場が落ち着きを取り戻す中で、実体経済や企業収益が緩やかに持ち直していくとみられる。こうした状況のもとで、各種施策の効果もあって、わが国の金融システムや金融市場の安定性が増していき、金融機関の融資姿勢や投資家の投資姿勢が好転するなど、金融環境の厳しさは、徐々に後退していくものと考えられる。見通し

期間の後半には、こうした金融環境改善の動きが、実体経済の回復を後押ししていくことが期待される。

#### (物価情勢の見通し)

以上の経済の見通しのもとで、物価を巡る環境についてみると、まず、労働や設備といった資源の稼働状況は、現在、過去の平均を大きく下回る水準にあり、需給ギャップは大幅なマイナスとなっているとみられる。先行きは、景気が回復するにつれて、資源の稼働状況も緩やかに回復していく姿が想定されるが、見通し期間の後半に至っても需給ギャップのマイナスは残存するとみられる。ユニット・レーバー・コスト（生産1単位当たりの人件費）は、生産の大幅な減少により一時的に上昇した後、低下していく可能性が高い。この間、中長期的なインフレ予想は、長期金利の動向等からみて、大きくは変化していないとみられる。また、国際商品市況は、世界経済の回復につれて、緩やかに上昇していくことが想定される。

物価指数に即してみると、国内企業物価指数は、既往の国際商品市況安や需給環境の悪化を反映して、2009年度は大幅に下落するとみられる。2010年度は、需給ギャップのマイナスが残存するため、国内企業物価指数は下落を続けるが、国際商品市況の緩やかな上昇を背景に、下落幅は縮小すると見込まれる。

消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比は、石油製品価格の下落や食料品価格の落ち着きに加え、経済全体の需給バランスの悪化などを反映して、2009年度半ばにかけて下落幅が拡大していく可能性が高い。その後、中長期的なインフレ予想が安定的に推移するとの想定のもと、石油製品価格や食料品価格の影響が薄れていくため、下落幅は縮小していくと考えられる。もっとも、需給ギャップのマイナスが残存し、賃金も弱い動きを続けるとみられるため、2010年度においても下落が続くと見込まれる。

## (上振れ・下振れ要因)

以上述べた相対的に蓋然性が高いと判断される見通しについては、経済・物価の面で上下両方向のリスクがあり、特に現在のように不確実性が極めて高い状況においては、こうした要因に十分留意する必要がある。

まず、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要因がある。

第1に、国際的な金融と実体経済の負の相乗作用の帰趨である。昨年秋以降、金融資本市場の混乱は、米欧のみならず、新興国・資源国にも波及し、実体経済と金融の負の相乗作用は、世界的に強まっている。各種政策にもかかわらず、資産価格の下落や実体経済の悪化が続く場合には、負の相乗作用が強まり、海外経済が更に下振れたり、回復のタイミングが遅れるリスクがある。また、金融資本市場の緊張が緩和された後も、しばらくは、金融機関や投資家の慎重なリスクテイク姿勢が続き、実体経済活動を抑える要因となる可能性もある。更には、各国における景気回復が遅れた場合、保護主義的な動きが拡がり、貿易や金融取引の縮小を通じて、世界経済を更に下押しするリスクにも注意する必要がある。

各国別にみると、まず米国では、金融市場の一部で改善の動きがみられるものの、金融資本市場全体としては緊張の高い状態が続いているうえに、雇用環境が急速に悪化している。今後、資産価格下落の持続や不良債権の増加などを背景に、金融と実体経済の負の相乗作用が強まることによって、景気は下振れる可能性がある。欧州経済については、米国経済同様、実体経済の悪化に伴い、金融と実体経済の負の相乗作用が強まる可能性がある。更に、主要な貿易相手国であり、欧州金融機関による融資比率が高い欧州新興国における景気の悪化は、欧州経済に対して更なる下押し圧力となるリスクがある。新興国・資源国では、輸出の大幅な減少や国外への資金流出に直面している国が多い。これらの国においても、実体経済の悪化が、

国外への資金流出の拡大につながり、それが更に実体経済への下押し圧力となる可能性がある。

第2に、世界各国で取り組んでいる各種政策の影響である。現在、日本を含め世界各国は、金融システム対策、積極的な金融・財政政策に取り組んでいる。特に、米欧では、金融システムに対する信認の建て直しが進むかどうか、世界的には、需要の下支えを図ることが出来るかどうか、がポイントとなる。中国など一部の国では、国内需要の面で、既にこうした政策の効果がみられ始めているほか、各国の金融市場でも、改善の動きがみられる。ただし、多くの国における政策は、検討中あるいは実施途上であり、その帰趨と効果については、各国の景気に対して、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3に、企業の中長期的な成長期待の動向である。見通しでは、足もとの景気が大きく落ち込む中であっても、グローバル需要に関する中長期的な成長期待が大きく下振れることなく、海外経済の調整が進捗するにつれて、設備投資が緩やかに回復することを想定している。しかし、海外経済の調整が更に深まったり、長引いたりする場合には、企業の中長期的な成長期待が更に低下し、設備投資を中心に景気が下振れる可能性がある。また、企業の中長期的な成長期待の下振れは、雇用・所得環境にも影響を及ぼし、恒常所得の低下を通じて、家計支出の抑制に繋がるリスクもある。

第4に、国内の金融環境の動向である。今後、国際金融資本市場の緊張が更に高まり、わが国への影響が強まる場合や、企業業績の低迷が続くことで信用リスクが増加し、わが国金融システムの安定性が損なわれるような場合などには、金融面から実体経済への下押し圧力が高まり、金融と実体経済の負の相乗作用が強まる可能性がある。一方、やや長い目で見た場合には、成長率が徐々に高まっていく中で、緩和的な金融環境が続く場合、金融・経済活動や物価の振幅が大きくなるリスクには、引き続き留意する

必要がある。

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高いことに留意する必要がある。経済活動水準の変動について上述のような上振れ・下振れ要因が顕現化した場合、物価にも相応の影響を及ぼすとみられる。また、物価に固有のリスク要因としては、第1に、家計の中長期的なインフレ予想や企業の価格設定行動が挙げられる。わが国経済は、先行きにかけて、需給バランスが緩和した状態が続くとみられ、物価は下落しやすい環境にある。こうした環境のもとで、企業や家計が持続的な物価下落を予想するような事態が生じた場合には、実際の物価も、賃金とともに、下落幅を拡大するリスクがある。第2に、輸入物価の動向が挙げられる。原油をはじめとする一次産品の価格動向には上下両方向に不確実性が大きい。短期的には、世界経済の下振れに伴い、一次産品価格も下落するリスクがある。一方、やや長い目でみると、世界経済回復の過程で、現在の極めて景気刺激的な政策が維持された場合には、一次産品価格が予想以上に上振れる可能性がある。また、為替相場の変動も、实体经济の振幅を通じるルートに加え、輸入物価の変化を通じて、消費者物価に相応の変化をもたらし得る。

#### (金融政策運営)

日本銀行は、物価安定のもとでの持続的成長を実現するため、「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<sup>5</sup>。

---

<sup>5</sup> 日本銀行は、「中長期的な物価安定の理解」について、原則としてほぼ1年毎に点検することとしている。本年も点検を行った結果、「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、1%程度となっている。〈P. . . . 前年と同じ文章を掲載〉

まず、第1の柱、すなわち先行き2010年度までの経済・物価情勢について、相対的に蓋然性が高いと判断される見通しについて点検する。上述した通り、わが国経済は、当面、悪化が続くが、次第に下げ止まりに向かい、2009年度後半以降、成長率が緩やかに持ち直す姿が想定される。また、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比は、2009年度半ばまでにやや大きく下落した後、2009年度後半以降は、下落幅が徐々に縮小していくと見込まれる。こうした動きが持続すれば、日本経済は、やや長い目でみれば、物価安定のもとでの持続的成長経路へ復していく展望が拓けると考えられる。

次に、第2の柱、すなわち、より長期的な視点も踏まえつつ、金融政策運営の観点から重視すべきリスクを点検する。景気については、国際的な金融経済情勢、中長期的な成長期待の動向、わが国の金融環境など、景気の下振れリスクが高い状況が続いていることに注意する必要がある。物価面では、景気の下振れリスクの顕現化、中長期的なインフレ予想の下振れなど、物価上昇率が想定以上に低下する可能性がある。一方、中長期的には、世界経済が回復する過程において、現在の極めて景気刺激的な政策が維持された場合、一次産品価格が予想以上に上振れることなどにより、わが国の物価上昇率が想定以上に上昇する可能性もある。

以上の2つの柱に基づく点検を踏まえると、日本経済は、やや長い目でみれば、物価安定のもとでの持続的な成長経路に復していく展望が拓けるとみられる。ただし、当面は、景気・物価の下振れリスクを意識する必要がある。

現在生じている世界的な金融危機と景気的大幅な落ち込みは、金融や実体経済において、2000年代半ばにかけて蓄積された様々な過剰が巻き戻される過程で生じているとみられる。世界経済が本格的に回復するためには、こうした過剰の是正が進むことが不可欠の前提であり、それには相応の時



間がかかると考えられる。その際、経済政策に求められるのは、景気の底割れを防ぎながら、過剰の是正を出来るだけ円滑に進めていくことである。そのためには、各種のセーフティーネットを提供すると同時に、急激な需要の落ち込みを防ぐという2つの観点からの対応が重要である。そうした観点から、わが国を含め、各国の政府・中央銀行は、様々な措置を実施してきている。

日本銀行は、金融政策面からわが国経済を支えるため、昨年秋以降これまでの間、政策金利の引き下げ、金融市場の安定確保、企業金融円滑化の支援という3つの柱を中心に、様々な措置を実施してきた。また、金融システムの安定を図るため、金融機関保有株式の買入れを再開したほか、金融機関向け劣後特約付貸付の供与を実施することとした。日本銀行としては、当面、景気・物価の下振れリスクを意識しつつ、わが国経済が物価安定のもとでの持続的成長経路へ復帰していくため、中央銀行として最大限の貢献を行っていく方針である。

(参考 1)

▽2008～2010 年度の政策委員の大勢見通し

——対前年度比、%。なお、< >内は政策委員見通しの中央値。

	実質 GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2008 年度	-3.2～-3.1 <-3.2>	+3.3	+1.2
1 月時点の見通し	-2.0～-1.7 <-1.8>	+3.0～+3.2 <+3.1>	+1.1～+1.2 <+1.2>
2009 年度	-3.7～-3.0 <-3.1>	-7.6～-6.9 <-7.5>	-1.6～-1.4 <-1.5>
1 月時点の見通し	-2.5～-1.9 <-2.0>	-7.0～-6.0 <-6.4>	-1.2～-0.9 <-1.1>
2010 年度	+0.8～+1.5 <+1.2>	-2.4～-1.4 <-1.8>	-1.1～-0.8 <-1.0>
1 月時点の見通し	+1.3～+1.8 <+1.5>	-1.5～-0.8 <-0.9>	-0.6～ 0.0 <-0.4>

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

(注 2) 過年度の実質 GDP については、例年、1～3 月期の水準を 10～12 月期と同じと仮定して計算した推計値を掲載していた。今回は、1～3 月期の経済指標の動向を勘案し、2008 年度の実質 GDP についても、政策委員の見通しを示すこととした。なお、2008 年度の国内企業物価指数は実績値。2008 年度の消費者物価指数 (除く生鮮食品) については、3 月の前年同期比が 2 月と同じと仮定して計算した値。

(注 3) 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。

(注 4) 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、%。

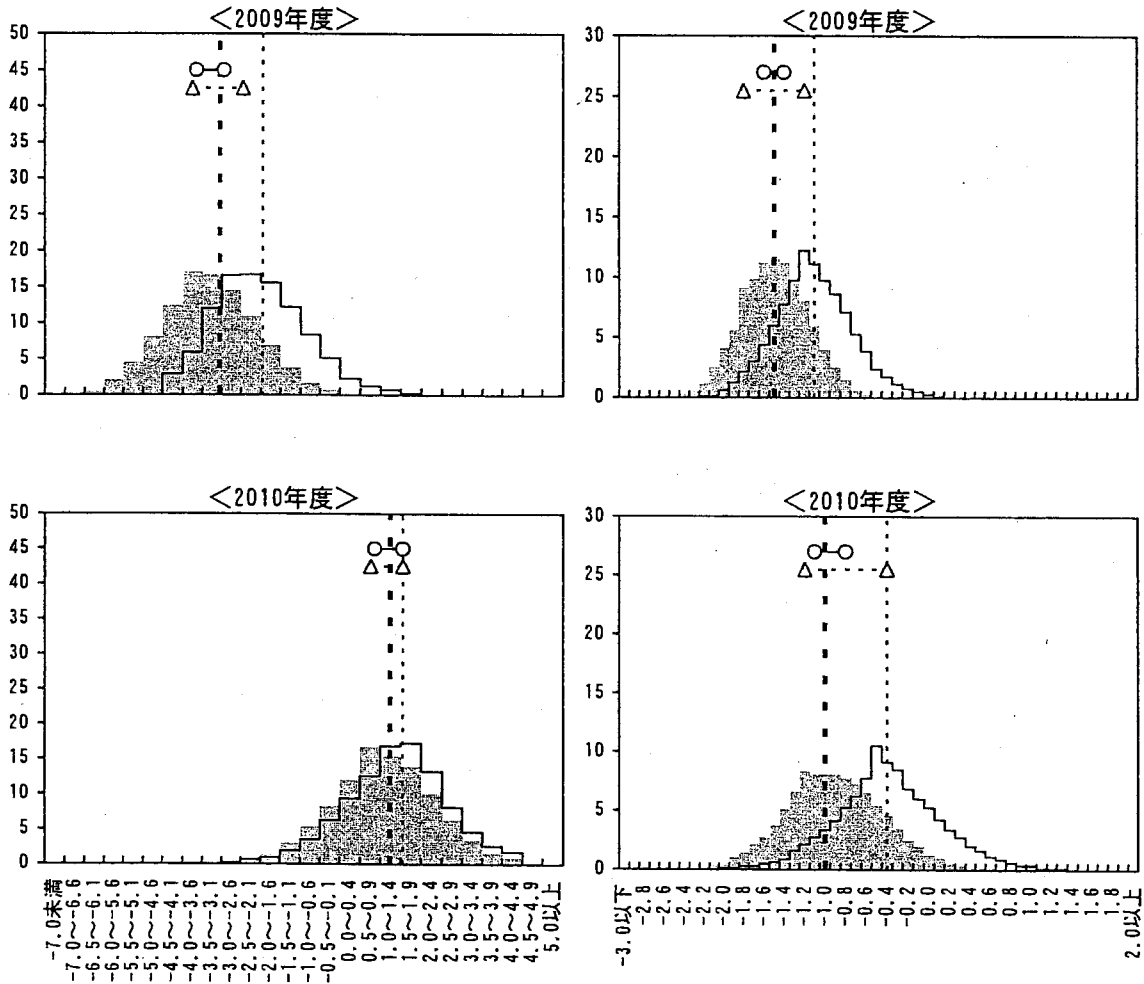
	実質 GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2008 年度	-3.2～-3.0	—	—
1 月時点の見通し	-2.0～-1.6	+2.8～+3.2	+1.0～+1.2
2009 年度	-3.8～-2.5	-7.8～-6.8	-1.8～-1.2
1 月時点の見通し	-2.8～-1.8	-7.0～-5.0	-1.3～-0.8
2010 年度	+0.7～+1.5	-2.6～-1.3	-1.2～-0.4
1 月時点の見通し	+1.2～+2.0	-1.8～-0.5	-0.7～ 0.0

(参考2)

## リスク・バランス・チャート

(1) 実質GDP

(2) 消費者物価指数 (除く生鮮食品)

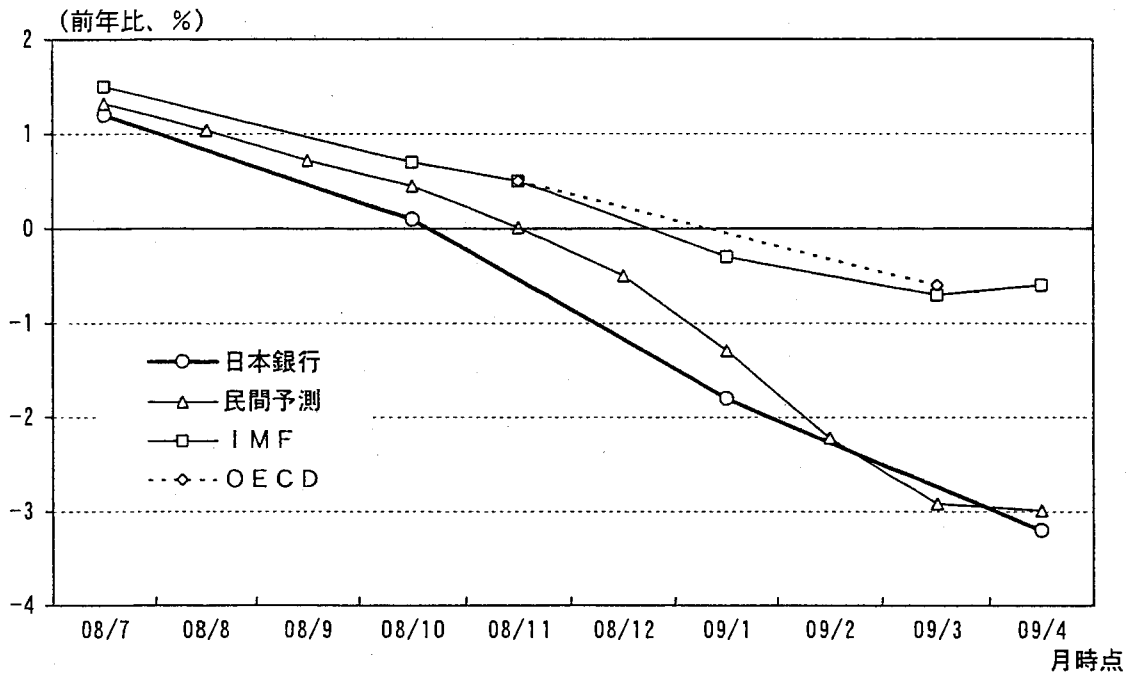


- (注1) 縦軸は確率 (%) を、横軸は各指標の値 (前年比, %) を示す。今回の確率分布は棒グラフで示されている。実線は2009年1月時点の確率分布を表す。
- (注2) 縦の太点線は、政策委員の見通しの中央値を表す。また、○で括られた範囲は政策委員の大勢見通しを、△で括られた範囲は全員の見通しを、それぞれ表す。
- (注3) 縦の細点線は、2009年1月時点の政策委員の見通しの中央値を表す。
- (注4) リスク・バランス・チャートの作成手順については、2008年4月の「経済・物価情勢の展望」BOXを参照。

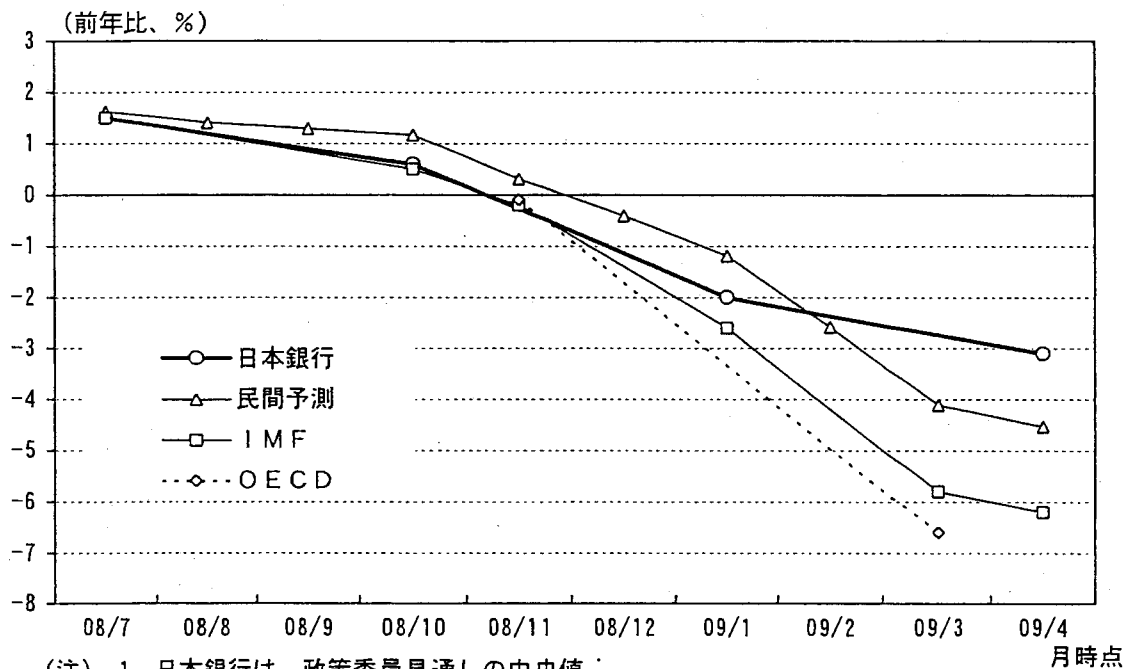
(参考図表)

## 実質GDP成長率見通しの改定状況

### (1) 2008年度



### (2) 2009年度



- (注) 1. 日本銀行は、政策委員見通しの中央値。  
2. 民間予測は、ESPフォーキャスト調査による。  
3. IMFおよびOECDの数字は暦年ベース。

(資料) 日本銀行、経済企画協会「ESPフォーキャスト調査」、IMF「World Economic Outlook」、OECD「Economic Outlook」等

## 【背景説明】

### 1. 2008年度の経済・物価・金融情勢

#### (経済動向)

2008年度のわが国経済を振り返ると(図表1)、春頃から、エネルギー・原材料価格の上昇などにより、国内民間需要が弱めの動きとなった。また、それまで景気の牽引役であった輸出についても、海外経済の減速を背景に、次第に頭打ちとなった。その後、秋口に発生したリーマン・ブラザーズの経営破綻をきっかけに、国際金融資本市場や米欧金融システムの動揺が深刻化し、世界経済が厳しい調整局面に入った。このことが、わが国の金融・経済にも強いマイナスの影響を及ぼし、2008年度末にかけて景気は大幅に悪化した。

やや詳しくみると、輸出は、上期に頭打ちとなったあと、下期は、海外経済が全体として悪化するもとの、為替円高や現地在庫の圧縮の影響も加わり、米欧向けのみならず新興国・資源国向けも大幅に減少した(図表2)。実質輸入も減少に転じたが、輸出に比べると減少幅は小幅にとどまった。この結果、実質貿易収支でみた純輸出は、下期に大幅な減少となった。企業収益は、製造業を中心に、減少幅が拡大した。売上高経常利益率をみると(図表3)、2008年夏まで急上昇したエネルギー・原材料価格は秋以降下落に転じたものの、その収益押し上げ効果をはるかに上回る売上数量減少の影響が生じたことから、下期は大幅に低下した。とりわけ、海外経済の影響を受けやすい製造業大企業では、下期の売上高経常利益率がマイナス(経常赤字)に転じた。そうしたもとの、企業の業況感は、製造業大企業を中心に、著しく悪化した。3月短観における「悪い」超の拡大幅は、製造業・非製造業、大企業・中小企業を問わず、

統計作成開始以来の最大を記録した。以上の状況を背景に、設備投資は大幅に減少した。法人企業統計の名目設備投資を業種別にみると（図表4）、製造業は、中小企業を中心に、10～12月の減少幅は7～9月までに比べて大きく拡大した。非製造業は、リース会計基準の変更の影響からリース業が大幅に減少したうえ<sup>6</sup>、リース業以外も弱めの動きとなった。個人消費は、昨秋以降、雇用・所得環境が厳しさを増す中で、はっきりと弱まった（図表5（1））。消費者コンフィデンスをみると、石油製品や食料品など生活必需品の価格は落ち着きを取り戻したものの、株価の下落や雇用不安の高まりなどから、2001～2003年頃につけた過去最低水準を割り込んだ（図表5（2））。住宅投資は、改正建築基準法施行の影響が薄れる中で、いったん持ち直していたが、厳しい雇用・所得環境やマンション在庫の増加などを背景に、2008年度末にかけて再び減少に転じた。この間、公共投資は、国・地方の厳しい財政状況を背景に、低調に推移した。

以上のような内外需要の動向や在庫調整圧力を背景に、鉱工業生産は、10～12月以降、減少幅が大きく拡大した（図表6）。とりわけ、2009年1～3月については、国内外で積み上がった在庫を急速に圧縮しようとする動きが加わり、生産は前期比で2割を上回るマイナスとなった。ま

---

<sup>6</sup> ファイナンス・リースにおけるリース物件は、従来は貸し手側（リース業者）で固定資産（設備投資）として計上され、借り手側（一般企業）ではオフバランス処理されることが多かった。これが、2008年4月1日以降開始される事業年度から適用される新しいリース会計基準により、貸し手側では流動資産として計上され、借り手側で固定資産として計上されることとなった。設備投資をどちらでカウントするかの違いであるため、原則として、設備投資の集計値に影響は出ないはずであるが、例外規定の影響がある。すなわち、中小企業が借り手となっている場合やリース物件が少額の場合などには、借り手側では会計処理を変更しなくてよいとの例外規定があるため、全体ではリース業側のマイナス効果が残る。また、会計処理の変更時期が全企業同時ではないことも、集計値に影響を及ぼしている。

た、全産業活動指数をみると（図表7）、1～3月にかけて、製造業が大幅に落ち込むとともに、製造業との関連が強い卸売・運輸を中心に非製造業もかなりのマイナスとなった。

このように下期に経済活動が大幅に落ち込んだ結果、2008年度の実質成長率は－3%程度になったとみられる。これは、昨年10月の「経済・物価情勢の展望」（展望レポート）や本年1月の中間評価における見通しと比べて、大幅に下振れている。その要因を整理すると、①世界的な信用収縮やそれに伴う実体経済・貿易の縮小が予想以上のペースで進んだこと、②中でもわが国の製造業が強みを発揮してきた耐久消費財や資本財の分野で世界需要が大きく落ち込み、為替円高も輸出に不利に働いたこと<sup>7</sup>、③そうしたもとで、わが国企業の中長期的な成長期待も幾分下振れてきたこと、などが挙げられる。世界的な信用収縮の影響から、米欧だけでなく、新興国や資源国の景気も失速しており、それら国・地域の資本財や耐久消費財の需要は大きく落ち込んでいる。こうした動きからみて、過去数年の新興国・資源国の高成長は、行き過ぎた信用拡大により支えられていた面も少なくなかったと判断される。今回の世界的な金融危機が、数年にわたって蓄積された様々な過剰の巻き戻しであり、その調整には時間を要するとの認識は、わが国企業の経営者にも広がっている。

以上のような実体経済動向を反映し、労働や設備といった資源の稼働状況は大幅に低下した（図表8）。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をみると、過剰超幅が大きく拡大した。また、マクロ的な需給ギャップの推計値も、上

---

<sup>7</sup> この点については、金融経済月報（2009年2月）のBOX「最近の鉱工業生産の大幅な減少について」も参照。

期は小幅のマイナスであったが、下期には過去のボトムをはっきりと下回る水準までマイナス幅が拡大した<sup>8</sup>。

#### (物価動向)

物価面をみると、2008 年半ばにかけての国際商品市況の大幅な上昇とその後の反落の影響が、ややタイムラグを伴いながら、企業段階や消費者段階に及ぶ展開となった(図表 9、10)。国内企業物価の前年比は、2008 年 8 月に+7.6%まで上昇したが、その後はプラス幅が急速に縮小し、年度末にかけてはマイナスに転じた。消費者物価(除く生鮮食品)の前年比については、エネルギーや食料品の価格上昇を主因に、2008 年 7~8 月に+2.4%まで上昇したあと、9 月以降は石油製品の反落などからプラス幅が縮小し、2009 年に入るとゼロ%まで低下した(図表 11)。食料・エネルギーを除くベースでみると、消費者物価の前年比は、2008 年後半に若干のプラスとなったが、2009 年初には若干のマイナスに転じた。こうした動きは、国内経済の需給バランスが悪化するもとの、厳しい競争環境を背景とした価格引き下げの動きが徐々に強まったことなどを反映したものとみられる。

年度計数でみると、国内企業物価は前年比+3.3%となり、消費者物価(除く生鮮食品)は同+1%強になったとみられる。昨年 10 月の展望レポートにおける見通しと比べると、国内企業物価、消費者物価とも、国際商品市況の予想以上の下落を主因に、幾分下振れた。本年 1 月の中間評価との対比では、国内企業物価、消費者物価とも、概ね見通しに沿っ

---

<sup>8</sup> 現時点のデータをもとに、需給ギャップを試算すると、2008 年 10~12 月は-3.8%までマイナス幅が拡大している。实体经济の動きからみて、2009 年 1~3 月には、更に大幅にマイナス幅が拡大したと見込まれる。なお、前々回ボトムの 1999 年 4~6 月における需給ギャップは-3.5%、前回ボトムの 2002 年 1~3 月は-3.3%であった。



て推移した。

### (金融市場動向)

2007年夏に米国のサブプライム住宅ローン問題が表面化して以降、国際金融資本市場は不安定な動きを続けてきたが、米欧金融機関の破綻や救済が相次いだ2008年9月半ば以降、緊張は急速に高まった。米欧短期金融市場における資金調達圧力は大幅に高まり、銀行間レートの対短期国債スプレッドは大きく拡大した(図表12)。また、金融資本市場の混乱は新興国にも波及し、通貨下落、ソブリン・リスク・プレミアムの上昇、国外への資金流出に見舞われる国が多くみられた。

国際的な金融の混乱とともに、各国の実体経済活動も急速に悪化した。このため、各国中央銀行は、累次にわたり大幅な政策金利の引き下げを行ったほか、金融市場の安定確保のために、積極的な資金供給を行った。特に、世界各国においてドル短期資金の調達圧力が急速に高まったため、9月以降、日本銀行をはじめとする各国中央銀行は、米国連邦準備制度とスワップ協定を締結した上で、ドル資金供給オペレーションを導入した。更に、企業金融の逼迫や様々な金融市場における機能低下に対処するため、いくつかの中央銀行は、民間債務の買入れなどの措置を実施した(BOX 1)。この間、各国政府は、金融システム対策や積極的な財政政策を相次いで策定し、その実施に取り組んできた。これら様々な政策措置の効果から、国際金融資本市場における極端に緊張度の高い状態は、年末にかけて幾分和らいだ。もっとも、年明け以降も、企業業績の悪化を背景に、社債などの信用リスク・プレミアムは高い状態が続いたほか、株価も振れの大きな展開となるなど、国際金融資本市場は、全体として、緊張の高い状態が続いた。

わが国においても、昨年秋以降、国際金融資本市場の動揺の影響が及ん

できた。例えば、短期金融市場では、9月半ば以降、市場参加者のリスク回避姿勢の強まりから、無担保コールレートのばらつきが拡大し、ターム物の銀行間レートが強含む局面がみられた（図表13）。ユーロ円金利先物レートや各種のフォワード・レートも一時的に強含んだ（図表14）。その後、年末に向けて、コールレートのばらつきが縮小したほか、年明け以降は、ターム物レートなども緩やかに低下した。

わが国の長期金利は、景気の悪化を背景に、年末にかけて低下したが、その後は、横ばい圏内の動きとなった（図表15）。また、わが国の株価は、米欧金融システムや世界的な景気悪化に対する懸念を背景に、9月半ば以降、米欧株価につられて大幅に下落した（図表16）。その後、各国における各種政策に対する期待から、株価は一旦下げ止まったが、年明け後、景気悪化懸念から緩やかな下落が続いた。その後は、為替円安や景気回復期待から、株価は上昇に転じた。為替相場は、米国経済の悪化懸念などを背景に、年末にかけて円高となった後、やや円安となった（図表17）。

### （金融環境）

わが国の金融環境は、年末にかけて、急速に厳しさを増したあと、年明け後も、厳しい状態が続いた。こうした中、日本銀行は、政策金利の引き下げ、金融市場の安定確保、企業金融円滑化の支援、という3つの柱に沿って、各種の政策を実施した（図表18、BOX1）。

コールレートは、2度にわたる政策金利の引き下げ後、極めて低い水準で推移しているが、大幅に悪化している実体経済活動との対比で見ると、緩和度合いは低下している（図表19）。

資金調達コストは、2008年秋以降、国際金融資本市場の混乱の影響から、金融機関・投資家のリスク回避姿勢が強まる一方、企業の手許流動性積み

増しの動きに伴う資金需要の高まりがみられたことから、CP・社債の信用スプレッドを中心に、強含んだ（図表 20(1)(2)）。もっとも、年明け以降は、政策金利の引き下げ効果の浸透に加え、日本銀行による積極的な流動性供給や企業金融円滑化支援のための各種措置の効果などから、高格付け銘柄を中心にCPの信用スプレッドが低下したほか、貸出金利も緩やかに低下し、資金調達コストは、全体として低下した（図表 21(1)）。

民間部門の資金調達についてみると、2008年秋以降、営業キャッシュ・フロー減少の補填や手許流動性積み増しなどを背景に、資金需要が増加した。もっとも、国際金融資本市場の混乱を背景に、金融機関や投資家の引受けスタンスが大幅に後退する中で、CP・社債の発行額は大きく落ち込んだ（図表 20(3)）。この間、民間銀行貸出については、民間金融機関の融資姿勢が厳しい方向に変化する中であっても、CP・社債市場からの振り替りや企業の手許流動性の積み増しの動きなどから、大企業向けを中心に年末に向けて伸びを高めた（図表 21(2)）。年明け以降は、各種政策効果などから、CP・社債市場における発行環境が改善し、発行額も回復傾向を辿った。民間銀行貸出は、CP・社債市場からの振り替り需要が落ち着いたため、伸び率は鈍化したが、運転資金需要の高まりや手許流動性積み増しの動きが続いたことから、高めの伸びを続けた。この間、株価や企業収益の動向を背景に、金融機関は信用リスクに対して慎重化し、資金繰りや金融機関の貸出態度が厳しいとする企業が大幅に増えた（図表 22）。

マネーストック（M2）は、前年比2%程度の伸びを続けた。マネーストックに投資信託や国債などを加えた広義流動性は、投資信託の伸び縮小などから、前年をやや下回る水準となった（図表 21(3)）。

地価は、都市部で下落に転じたほか、地方圏では下落幅が拡大した。2009年の地価公示（1月1日時点）をみると、東京、大阪、名古屋の三大都市

圏では、商業地、住宅地ともに、下落に転じ、特に、東京都区部では、半年前と比較すると、下落幅が拡大した（図表 23）<sup>9</sup>。

## 2. 2009～2010 年度の経済・物価の見通し

### （経済・物価見通し）

2009 年度から 2010 年度までを展望すると、わが国経済は、①国内外の在庫調整が徐々に進捗し、②交易条件の改善が国内民需をある程度下支えすることなどから、2009 年度上期中には、悪化のテンポは徐々に和らぎ、次第に下げ止まりに向かうとみられる。2009 年度下期以降は、①各国の政策効果などを背景に、国際金融資本市場が落ち着きを取り戻し、海外経済が徐々に回復に転じていくと予想されるほか、②国内においても各種政策の効果が次第に顕れてくるとみられるため、民間部門の中長期的な成長期待の更なる下振れは回避されて、わが国経済は緩やかに回復していくと考えられる。もともと、過去数年間に蓄積された世界経済の様々な過剰の調整には、かなりの時間を要するとみられ、見通し期間である 2010 年度までにおいても、海外経済の回復力は緩やかなものにとどまる蓋然性が高い。そうしたもとで、わが国経済については、設備や雇用の調整圧力が根強く残り、景気の回復テンポは緩やかなものとなると考えられる。

以上の見通しを実質 GDP 成長率で示すと、2009 年度上期は、2008 年度下期中に実質 GDP が大きく落ち込んだところから始まるため、期中で景気悪化に歯止めがかかっても、上期全体の前期比はマイナスが残るとみられる。しかし、2009 年度下期は、国内外の在庫調整進捗による押

<sup>9</sup> 地価公示および都道府県地価調査の共通地点における半期ベースの比較。

し上げ効果が加わって、一時的に高めのプラス成長になる可能性もある<sup>10</sup>。

2010年度見通し期間の後半には、海外経済の回復が次第に明確になる中で、+1%前後と考えられる潜在成長率を上回る成長に復帰していく姿が想定される<sup>11</sup>。

年度でみると計数では、2008年度に-3%程度となったあと、2009年度は、前年度下期の落ち込みが極めて大きかったところから始まるため、年度後半に持ち直しても、年度平均では大幅なマイナスとなる可能性が高い。この結果、2008~2009年度については、昨年10月の展望レポートや本年1月の中間評価における見通しから大きく下振れし、2年累計のマイナス幅は、これまでの最大であった1997~1998年度(合計で-1.5%)に比べて格段に大きくなるとみられる。このため、2010年度に回復したとしても、好況感を伴う経済状況とはならない可能性が高い。

以上の経済の動きをISバランスの観点からまとめると(図表25)、2009年度は、財政赤字は大幅に拡大するものの、民間の貯蓄超過幅が企業部門を中心に拡大するとみられる。後者は、企業収益の減少を上回って設備投資や在庫投資が減少することによる。2010年度には、民間の貯

<sup>10</sup> GDPベースの在庫水準は、2008年末には大幅に過大な状態にあったと考えられる(図表24(1))。したがって、①2009年の初めから在庫残高の圧縮が始まり、②見通し期間中のどこかの時点で——おそらくは2009年度下期頃——在庫残高の減少テンポが緩やかになる、と考えることができる。ここで、GDPの変動に寄与するのは在庫投資(在庫水準の変化)の前期差であることを踏まえると(図表24(2)(3))、上記①の局面では在庫投資がGDPに対して大幅にマイナスに寄与し、上記②の局面では在庫投資がGDPに対してプラスに寄与する。

<sup>11</sup> 潜在成長率(潜在GDPの成長率)は、2003~2004年度の1%程度から、2005~2007年度にかけて1%台半ばないし後半まで上昇していたと考えていたが、このところの実体経済の大幅悪化などを踏まえ、今回は1%前後へと下方修正した。ただし、後述の需給ギャップ(概念的にはGDPの実績と潜在GDPの乖離に対応している)とともに、幅をもってみる必要がある。こうした潜在成長率や需給ギャップの計測を巡る不確実性については、後掲のBOX2を参照。

蓄超過幅が概ね横ばいで推移する中で、政府の財政赤字は幾分縮小すると考えられる。以上の動きの裏側で、経常収支黒字幅は、2008年度に大きく縮小したあと、2010年度にかけてごく緩やかに回復する見通しである。もっとも、2010年度においても、過去のピークを記録した2007年度（対名目GDP比4.8%）をかなり下回る水準にとどまる可能性が高い。

先行きの物価を取り巻く環境をみると、2009年度上期までは、労働や設備の稼働水準が大きく落ち込んだまま推移し、需給バランスが大幅に緩和した状態が続くと考えられる。その後、資源の稼働状況は緩やかに回復していくと想定されるが、見通し期間中は低い水準が続くと考えられる。ユニット・レーバ・コスト（生産1単位当たりの人件費）は（図表26）、景気の落ち込みを受けていったん大幅に上昇する一方、2009年度下期以降は、景気回復のもとでも雇用や賃金の減少が暫く続くことを反映して、急速に低下していくと考えられる。この間、国際商品市況については、世界経済の成長率が回復するにつれて再び上昇するが、そのテンポは緩やかなものにとどまると想定している。日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」を用いて推計した家計のインフレ予想をみると（図表27）、今後1年間の予想インフレ率は、昨年夏に前年比+1%程度に高まったあと、石油製品や食料品といった購入頻度の高い財の価格が下落ないし頭打ちとなるなか、足もとではゼロ%近傍まで低下している。今後5年間のインフレ予想も、いったん上昇したあと緩やかに低下しているが、今後1年間のインフレ予想に比べれば、ここ数年は小幅のプラスで振れの小さい展開となっている。長期金利の動向等をも、中長期的なインフレ予想は大きくは変化していないとみられる。

以上を踏まえると、2009年度半ばにかけては、2008年夏以降の国際商品市況の急反落とマクロ的な需給バランス悪化の影響から、消費者段階

を含め、物価の下落幅が拡大すると予想される。その後、2010年度まで展望すると、国際商品市況は緩やかな上昇に転じ、景気も回復に向かうため、消費者物価の下落幅は縮小していくと考えられる。もっとも、マクロ的な需給ギャップがマイナスを続けるため、物価下落圧力が強い状態は続くと考えられる。

年度計数については、国内企業物価の前年比は、2008年度+3.3%のあと、2009年度は-7%台半ば、2010年度は-2%程度となると予想される。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、2008年度+1%強のあと、2009年度は、石油製品価格が大幅なマイナス奇与となることや、需給ギャップが大幅なマイナスで推移することなどを背景に、-1%台半ばと、年度ベースで過去最大のマイナス幅になると予想される<sup>12</sup>。2010年度については、石油製品価格は小幅プラスに転化するが、需給ギャップ面からの下押し圧力が残存し、賃金も弱い動きを続けることからの、-1%程度と、2年連続ではっきりしたマイナスになると考えられる。

こうした消費者物価の見通しを、本年1月の中間評価時点と比較すると、需給ギャップの下方修正を主因に、2009年度、2010年度とも下振れとなる。昨年10月の展望レポートとの比較では、国際商品市況の下振れも加わり、大幅な下方修正となっている。

#### (輸出入を取り巻く環境)

海外経済の成長率について、今回の見通しでは、2008年度下期に、グローバルな規模での金融と実体経済の負の相乗作用から、大幅なマイナス成長となったあと、2009年度上期は、在庫調整の進捗や各種政策対応

---

<sup>12</sup> 年度前年比のマイナス幅は、これまで、2001年度および2002年度の-0.8%が最大であった。

によりゼロ成長程度へと下げ止まり、2009年度下期以降は、徐々に緩やかな成長経路に復していく、というシナリオを想定している(図表 28 (1))。

そうしたもとの、わが国からの輸出については、2008年度下期に大幅に減少したあと、2009年度上期は減少に歯止めがかかり、2009年度下期には、海外在庫の調整進捗に伴う押し上げ効果もあって、反転上昇の力が一時的に強まると予想される(図表 29)<sup>13</sup>。2010年度入り後も、在庫調整完了直後より勢いは弱まるが、海外経済が回復を続け、その持続性に関する企業のコンフィデンスが回復していくもとの、輸出は増加を続けていくと考えられる。ただし、極めて大幅に落ち込んだ水準からの回復であるため、2010年度末においても、2007年度末頃のピーク対比でなおかなり低い水準にとどまる可能性が高い。また、鉱工業生産は、こうした輸出の動向や国内の在庫変動の影響を強く受けた展開になると考えられる。具体的には、2009年度上期に減少に歯止めがかかったあと、2009年度下期には、在庫調整進捗に伴う押し上げ効果が加わり、生産水準が上期対比である程度はっきり切り上がると予想される。その後、2010年度も、輸出の増加を主因に回復を続けると想定されるが、輸出と同様、見通し期間中には、2007年度末頃のピーク対比でかなり低い水準までしか回復しない可能性が高い。

先行きの海外経済に関する上記のシナリオには、大きな不確実性がある。2000年代半ば頃からの世界経済を振り返ると、緩和的な金融環境が続くもとの、それ以前に比べて高い成長が長期間にわたって続き、その間に、金融・実体経済の両面において様々な過剰が蓄積したと考えられ

---

<sup>13</sup> 例えば、米国向け自動車についてみると(図表 29(1))、足もとでは、現地販売も減少しているが、メーカーはそれ以上に輸出を大幅に抑制している。その結果、現地の日本車在庫は、減少に転じている。今後、在庫調整が更に進めば、販売動向に見合った水準に向けて、輸出がいったん強めにリバウンドしやすい環境が生まれることになる。



る（図表 28(2)）。現在の世界的な金融危機や経済成長の失速は、こうした過剰の調整過程として生じているものであり、その調整は長引くリスクがある。そうした認識のもとで、世界各国は、金融安定化策や金融・財政政策に取り組んでいるが、これらの効果がいつどの程度発現していくかについては、不確実性が大きい。中国など一部の国では政策効果がみられ始めており、世界的にそうした効果が想定以上に強く発現する場合には、在庫調整の進捗と相まって、海外経済が上振れる可能性がある。一方、過去数年にわたる世界的な信用拡大が大規模であったことを踏まえると、その大きな調整圧力を吸収するだけの政策効果がなかなか生まれず、その結果海外経済が下振れ、国際金融資本市場に対してマイナスの影響が及ぶ可能性も十分に考えられる。現状、米欧の金融システムが依然不安定な状態にあり、実体経済の悪化が続いていることも踏まえると、今後、グローバルな規模で金融と実体経済の負の相乗作用が強まるリスクに、注意が必要である。そのリスクが顕在化した場合、日本経済も、2009 年度下期以降に輸出や生産が回復していくというシナリオが崩れ、中長期的な成長期待も一段と下方屈折して、設備や雇用の調整がより大規模なものになっていく可能性がある<sup>14</sup>。

この間、輸入は、国内需要の弱さや生産の大幅な落ち込みが続く中で、それらから幾分ラグを置いて、大幅な減少に転じている（図表 30(1)）。先行きについては、2009 年度半ばにかけては減少を続けると予想されるが、その後は、生産の回復や、為替円高がタイムラグを伴いつつ消費財等の輸入押し上げに作用するとみられることもあって（図表 30(2)(3)）、増加に

---

<sup>14</sup> 海外経済と日本経済の成長率をプロットしてみると、1990 年代には明確な相関がみられなかったのに対し、2000 年代にははっきりとした正の相関がある（図表 28(3)）。わが国経済とグローバル経済との共変関係が、近年強まっているとみることができる。

転じる見通しである。

#### (企業の収益環境と支出行動)

マクロの所得形成を示す実質GDI（国内総所得）や実質GNI（国民総所得）は、前年比マイナス幅が拡大してきている（図表31）<sup>15</sup>。前年比の内訳をみると、2008年度上期中は、主として交易利得のマイナス寄与拡大から前年比マイナスとなった。下期に入ると、交易利得がプラス寄与に転じたものの、純輸出が大幅なマイナスとなり、国内需要の弱さもはっきりしてきたことから、全体としてマイナス幅が拡大する展開となった。

そうしたもとの、企業収益は大幅に悪化している。法人企業統計により損益分岐点と売上高の関係をみると（図表32）、製造業の収益が2008年10～12月に大幅に悪化したのは、売上高の急減が主因であり、売上数量減少が大きく影響したことが分かる。更に、経常赤字に転じた製造業大企業については、輸出比率の高さを反映して売上高の落ち込みが大きいほか、減価償却費など固定費の増加や、円高による輸出採算の悪化などを背景に、損益分岐点の上昇も目立っている。非製造業の収益は、製造業に比べると落ち込みが小さいが、大企業と中堅・中小企業のコントラストは、売上高のトレンドおよび収益性のいずれの面においてもかなり大きい。すなわち、非製造業中小企業は、輸出産業ほど足もとの業績悪化は急速ではないものの、構造的な弱さに足もとのマクロ経済環境の悪化が加わっているため、厳しい状況にある。

今後の企業収益を展望すると、2009年度の企業収益は、製造業が2年

<sup>15</sup> 実質GDI = 実質GDP + 交易利得

実質GNI = 実質GDI + 海外からの所得の純受取（利子、配当等）

交易利得 = 名目純輸出 / 輸出・輸入デフレーター加重平均 - 実質純輸出

連続の大幅減益となるほか、非製造業についても、運輸や卸売など製造業と関連の深い業種を中心に売上高の減少が避けられないため、減益を続けると予想される。2010年度には、製造業、非製造業とも、増益に転じるとみられるが、製造業大企業の売上高経常利益率は、前回ボトムである2001年度の水準程度までの回復にとどまる可能性が高い。

この間、企業のバランスシートを法人企業統計でみると（図表33）<sup>16</sup>、有利子負債残高は、2006年初頃をボトムに増加傾向にある。足もとでは、キャッシュ・フローの大幅な落ち込みを主因に、有利子負債残高の対キャッシュ・フロー比率は大幅に上昇している。一方、有利子負債残高の対自己資本比率（D/Eレシオ）は、幾分上昇に転じているが、長い目でみると引き続き低い水準にあり、全体としてみれば、自己資本は比較的厚めの状態が維持されている。

設備投資についてみると、輸出・生産の急減や、それによる企業収益の大幅な悪化、更には資金調達環境の悪化もあって、製造業を中心に、足もと急速な落ち込みとなっている。設備過剰感が強まるもとの設備投資は暫く低水準で弱めに推移するとみられるため、年度ベースでは、2009年度の設備投資は、2008年度に比べて減少幅が拡大すると見込まれる（図表34）。ただし、2010年度については、①輸出が回復し、生産や企業収益も持ち直していくこと、②資金調達環境が改善すること、③そうしたもとの、企業の中長期的な成長期待の一段の下振れは回避されること、などを背景に、設備投資は小幅の増加に転じていくと予想される。

資本ストック循環図をみると（図表35）、設備投資は2008年度まで、1%台半ばないし後半の期待成長率と概ね整合的な範囲で行われてきた。

---

<sup>16</sup> 法人企業統計は国内企業の統計であるため、海外子会社や関連会社を多く有する大企業の連結ベースとは、多少異なる可能性がある。

しかし、2009年度の設備投資については、企業の中長期的な期待成長率が1%前後までの下振れにとどまると想定しても、負の循環ショックの影響を強く受けて、いったん大きくマイナス方向へ振れると予想される<sup>17</sup>。しかし、海外経済が回復過程に入り不確実性が薄れる2010年度には、設備投資はプラスに転じることが展望しうる。もとより、前述した生産動向を踏まえると、2010年度においても、稼働率はなお低い水準で推移すると予想される。しかし、その場合でも企業は、中長期的な期待成長率が1%前後から一段と下振れない限り、設備の統廃合を進めながら、成長分野への新規投資に徐々に取り組んでいくと考えられる。

設備投資を巡る不確実性については、海外経済に起因する下振れリスクに最も注意が必要である。先に述べたように、海外経済の調整がより深く長いものとなった場合、2009年度下期以降も輸出や生産が回復せず、企業の中長期的な成長期待が一段と下方屈折して、設備投資の減少が2010年度も続く可能性が高まる。また、海外経済が回復した場合においても、生産施設の海外移転などにより、国内設備投資が弱めの動きを続けるリスクもある。国際金融資本市場の緊張が更に高まった場合には、わが国の金融環境も悪化し、企業の支出行動全般に下押し圧力として作用する可能性がある。

#### (雇用・所得環境と家計の支出行動)

経済活動の急激な低下に伴い、雇用・所得環境は厳しさを増している。とりわけ、輸出減少の影響を強く受けている製造業では、雇用調整圧力

---

<sup>17</sup> ストック循環図において、2009年度の設備投資は、「2008年度末のI/K比率」と記された垂直線上のどこかに描かれることになる。したがって、前年比マイナス幅が2008年度よりも大きくなる場合は、企業の期待成長率があたかもゼロ%近辺まで低下したかのように、見かけ上はなる可能性がある。

が大きく高まっている。

雇用面についてみると、労働力調査の雇用者数の前年比は、ゼロ%近傍で推移している(図表 36(1))。毎月勤労統計の常用労働者数の前年比は、2007 年末頃をピークに、伸び率の鈍化傾向が続いており、足もとは製造業でマイナスに転じている。製造業について、雇用者数に一人当たり労働時間を乗じた労働投入量をみると、所定外労働時間の減少などを反映して、前年比-10%前後のマイナスとなっている(図表 37(1))。

先行きの雇用情勢を展望すると、経済活動の落ち込みが極めて大きくなっていることから、製造業を中心に、雇用者数は暫く減少を続ける可能性が高い。ただし、①「雇用の維持」に向けて最大限の努力を行う基本原則が政労使で確認され<sup>18</sup>、政策面からの支援も拡充されていること<sup>19</sup>、②企業の中長期的な成長期待が大きくは下方屈折しないとすれば、雇用の削減よりも所定内を含めた労働時間の調整がこれからも優先されるとみられること、③企業のバランスシートには 2000 年代初頭までに比べれば総じて余力があるとみられること(前掲図表 33)、④非製造業がある程度雇用の受け皿になること<sup>20</sup>、などが雇用の減少圧力を緩和すると考えられる。以上を踏まえると、失業率は、経済活動が未曾有の落ち込みとなっているだけに、今後明確な上昇が予想されるが、経済活動の落ち込み

---

<sup>18</sup> 3月23日、政府、日本経済団体連合会、日本商工会議所、全国中小企業団体中央会および日本労働組合総連合会により、「雇用安定・創出の実現に向けた政労使合意」が取り纏められた。同合意は、雇用安定・創出の実現に向けて、日本型ワークシェアリングの導入推進や、職業訓練、職業紹介等の雇用のセーフティネットの拡充・強化、就職困難者の訓練期間中の生活の安定確保、長期失業者等の就職の実現等を盛り込んでいる。

<sup>19</sup> 経済対策の一環として雇用調整助成金の支給要件が緩和されたこともあり、制度の利用はすでに急増している(図表 37(2))。

<sup>20</sup> 過去においても、不況期には製造業から非製造業への転職が促進される傾向がみられた(図表 37(3))。

ほどには高まらずに済む可能性が高いと考えられる。ただし、その結果として雇用の調整は長引くため、景気が回復をたどる2010年度になっても、失業率はなお緩やかに高まり続ける可能性がある。

一人当たり賃金の足もとの動きをみると、所定外給与のマイナス幅が大きく拡大しており、特別給与も減少が明確となってきた（図表36(2)）。企業収益の落ち込みから労働分配率が急上昇しているもとの、相対的に雇用維持が優先される結果、企業の賃金抑制姿勢は今後一段と強まり、賃金は所定内給与も含めてかなり減少していくと予想される。2010年度においても、需給ギャップがマイナスを続けるもとの、賃金は、そのペースを緩めつつも減少を続けると考えられる。

個人消費は、雇用・所得環境が厳しさを増す中で、全体として弱まってきている。先行きについてみると、2009年度は、雇用者報酬が大きく減少するため、個人消費の減少が続くと予想される。また、2010年度については、景気は緩やかな回復に向かうが、雇用者報酬がなお減少を続けるため、個人消費の回復は緩慢なものに止まる可能性が高い。ただし、①各種対策の実施により、家計の不安心理の高まりには一定の歯止めがかかると考えられること（図表38(2)）、②石油製品を中心とした物価下落が実質購買力を下支えするとみられること、などを踏まえると、個人消費の落ち込みは、それ自体が景気持ち直しの動きを断ち切るほど大きなものとはならないと考えられる<sup>21</sup>。なお、消費性向については、各種減税や補助金、高齢化要因などが押し上げ要因として作用する一方、先行きの所得に関する期待の下振れが押し下げ要因として作用するとみられ

---

<sup>21</sup> 可処分所得を実質ベースでみると、2009～2010年度は、雇用者報酬は減少しても、給付金や減税など政府からの所得移転や物価下落が下支えに働くため、税負担増や物価高の影響を受けた2007年度下期～2008年度上期に比べれば、悪化の度合いはむしろ幾分小さめと予想される（図表38(1)）。

るため、両者が相殺し合って先行き概ね横ばいで推移すると考えられる。

住宅投資についてみると、新設住宅着工戸数は、改正建築基準法施行の影響が薄れることによりいったん持ち直したあと、足もとでは再び減少している（図表 39(1)）。これには、①雇用・所得環境が厳しさを増していることのほか、②分譲マンションの在庫積み上がり、③不動産セクターの資金調達環境の悪化、④地価の先安感の強まり、などが影響していると考えられる。この間、住宅の潜在需要を形成する要因のうち、ライフスタイルの多様化に伴う世帯数の増加トレンドに変化は確認されていないものの、都市部の住宅需要を押し上げていた人口流入については、景気悪化に伴い、東京都で転入超過数が減少傾向を続けるなど変化が生じている（図表 39(2)～(4)）。こうした住宅市場を取り巻く厳しい環境は、今後も暫く続くと考えられる<sup>22</sup>。このため、住宅投資は、2009 年度上期にかけて減少したあとも、弱含み横ばい圏内の動きが続くと予想される。

#### (物価変動を取り巻く環境)

最近の消費者段階の価格をみると、景気悪化のもとでの厳しい競争環境を反映して、仕入れ価格の下落が速やかに販売価格に反映されてきている（図表 40）。消費者物価の食料品をみると、このところ前年比プラス幅が縮小しているが、家計調査の購入単価をみると、プラス幅の縮小はより目立っている（図表 41(1)）。一般に、家計調査の購入単価の方が、消費者物価に比べて、景気変動に敏感に反応する傾向がある（図表 41(2)）。食に関するアンケート調査をみても、消費者が「安全志向」から「経済性志向」にシフトしていることが確認できる（図表 41(3)）。このような

---

<sup>22</sup> マンションの在庫については、価格引き下げにより漸く減少に向かいつつあるが、調整は始まったばかりであり、その完了には相当時間を要すると考えられる。

消費者の節約意識の強まりのもとで、低価格競争はこれまで以上に厳しくなり、物価低下圧力も強まっていくと考えられる。

消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、石油製品価格の下落を主因に、足もとゼロ%近傍まで低下しており、今後は、石油製品価格が大幅に上昇していた前年との比較になるため、マイナス幅が大きく拡大していくとみられる。2009年度下期の途中からは、そうした石油製品の影響が一巡するとみられるが、需給バランスの悪化に伴う物価下落圧力は徐々に強まることから、2010年度もマイナスの状態が続くと考えられる。

需給ギャップと消費者物価変化率（除く食料・エネルギー）との関係を確認するために、1980年代前半以降について、両者の散布図、すなわちフィリップス曲線を描いてみた（図表42）。それによると、①期間を通してみれば（回帰線A）、傾きが比較的スティープになるが、期間を区切ると、②1990年代前半までの局面（回帰線B）に比べて、1990年代後半以降の局面（回帰線C）は、中長期的な予想インフレ率（回帰線のY軸切片）が大きく下方シフトしていること<sup>23</sup>、③2つの局面それぞれで捉える限り、フィリップス曲線の傾きはいずれもかなり緩やかであることが分かる。以上から、中長期的なインフレ予想のシフトを含む期間で見ればフィリップス曲線は相応の傾きを持つが、そうしたシフトが生じない限り、需給ギャップの変動に対するインフレ率の感応度は、少なくともこれまでの経験ではかなり小さいと理解することが可能である。

以上のような経験則も踏まえつつ、先行きの消費者物価（除く生鮮食品）を展望すると、2009年度上期には、①石油製品のマイナス寄与が大

---

<sup>23</sup> 1990年代半には、①バブル経済から低成長経済への移行、②流通等における大幅な規制緩和、③1990年代半ばの大幅な円高、などによって、人々の物価観が構造的に下方シフトした可能性がある。



幅に拡大し、②電気・ガス代や食料品価格など、コスト変動から時間をおいて徐々に調整される価格も、プラス寄与が低下ないしマイナス寄与に転じていくため、前年比マイナス幅は急拡大し、一時的に-2%台まで低下すると見込まれる。2009年度下期以降は、石油製品の下げ止まりなどから、前年比マイナス幅は縮小していくが、需給バランス面からの下押し圧力は、次第に強まっていくと考えられる。その結果、年度ベースの前年比は、2008年度に+1%強に高まったあと、2009年度は-1%台半ばまでマイナス幅が拡大し、2010年度も-1%程度とはっきりとしたマイナスが残る見通しである<sup>24</sup>。ただし、2009年度下期以降に景気が持ち直すもとの、中長期的なインフレ予想の大幅な下方シフトや、それに伴う基調的な物価下落圧力の加速といった事態は回避されると想定している。

こうした見通しについては、実体経済活動の動向に応じて、上振れ・下振れ両方向の不確実性がある。また、物価に固有の上振れ・下振れ要因としては、第1に、中長期的なインフレ予想に関する不確実性がある。今回の見通しでは、大幅なマイナスの需給ギャップが継続することに伴い、中長期的なインフレ予想が若干下方シフトすることは織り込んでいく。しかし、需給ギャップのマイナス幅が、過去の景気ボトム局面よりも大きくなる可能性があることを踏まえると、中長期的なインフレ予想が想定以上に大きく下方シフトするリスクは否定できない。一方、この点に関連して、需給ギャップの計測を巡る不確実性がある。需給ギャップは常に幅を持ってみるべきものではあるが、足もとのように経済変動

<sup>24</sup> 技術的な点であるが、とりわけ2010年度は、消費者物価指数が現行の2005年基準の末期となるため、指数水準が著しく低下した耐久消費財のマイナス寄与が実態よりも縮小することなどを通じて、消費者物価全体の前年比が高めに出るバイアス——いわゆるラスパイレス・バイアス——が、大きくなると考えられる。

が大きい局面では、潜在成長率や需給ギャップに関する不確実性が増大する。数年後に計測し直してみると、潜在成長率が数年にわたって下方修正され、それと裏腹の関係にある需給ギャップが事後的に上方修正される可能性もあることには、注意が必要である（この点についてはBOX2を参照）。

第2に、輸入物価を巡る不確実性がある。国際商品市況は、2008年末にかけて大きく下落したあと、横ばい圏内で推移しているが、近年の経験を踏まえると、今後も、先行きの需給バランスに関する市場の見方が振れることなどによって、過度な下落ないし上昇が生じる可能性がある。また、為替相場の変動も、実体経済の振幅を通じるルートに加え、輸入物価の変化を通じて、消費者物価に相応の変化をもたらし得る。

以 上

## (BOX 1) 国際的な金融危機に対する各国中央銀行の対応

2008年秋以降、国際金融資本市場の緊張が高まり、世界的に経済情勢が悪化する中で、各国政府や中央銀行は、それぞれの経済、金融市場や金融システムの状況を踏まえながら、金融システム面での対応、金融・財政政策において、各種の対応を迅速に行ってきた。日本銀行を含めた各国の中央銀行は、それぞれの置かれた状況に応じ、詳細の面では違いがあるものの、政策金利の引き下げを中心とした従来の政策手段を活用するほか、民間債務の買入れなど異例な措置も用いながら、金融資本市場の安定回復、および、これを通じた景気回復の下支えを図っている。

### (1) 日本<sup>25</sup>

日本銀行は、金融政策面からわが国経済を支えるため、2008年秋以降、①政策金利の引き下げ、②金融市場の安定確保、③企業金融円滑化の支援、という3つの柱を中心とした各種の措置を実施してきた。政策金利の引き下げに関しては、秋口まで0.5%前後であった無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導目標を、10月、12月に相次いで引き下げた。金融市場の安定確保の面では、年末越え、年度末越え資金の積極的な供給や適格担保の範囲拡大、長期国債買入れの増額などの措置を採ってきた。また、補完当座預金制度を導入し、市場機能を維持しながら積極的な流動性供給を行う仕組みを整えた。企業金融円滑化の支援のための措置としては、民間企業債務に係る担保適格要件を緩和したほか、民間企業債務担保の範囲内で低利・金額無制限で資金を供給する企業金融支援特別オペを導入した。更に、中央銀行としては異例の措置であるが、民間企業の信用リスクを負担する形で、CPや社債の買入れに踏み切った。また、金融システムの安定確保を図るため、金融機関保有株式の買入れを再開したほか、金融機関向けに劣後特約付貸付の供与を実施することとした。金融政策面での各種施策と金融システムの安定確保のための施策は相互補完的な関係にあり、双方の施策が金融面からわが国経済を支えていくと考えられる。

### (2) 米国

F R Bは、政策金利を大幅に引き下げ、誘導目標を0～0.25%という低水準とした。また、経済の状況を踏まえると、当分の間、低金利が持続する可

<sup>25</sup> 今次金融危機局面において日本銀行が講じてきた政策についての詳細や、各種政策の実施に伴う日本銀行のバランスシートの変化については、日本銀行ホームページ「今次金融危機局面において日本銀行が講じてきた政策」(<http://www.boj.or.jp>)を参照。

能性が高いとの見方を表明している。政策金利が、事実上、下限に達している中で、FRBは、入札型ターム物資金供給（TAF）を積極的に実施することで、金融機関への流動性供給を大幅に拡大してきた。更に、機能が低下している個別金融市場に対して、市場流動性の改善やスプレッドの圧縮を通じて資金調達環境の改善を図るために、ABSを担保にしたノンリコース貸出（TALF）や、エージェンシー債・長期国債等の買入れなどの施策を実行している。これらの政策は「信用緩和政策（credit easing policy）」と称されている。なお、損失が発生した場合の負担については、それぞれの施策ごとに、政府とFRBの負担の詳細が決められている。

### （3）欧州

欧州中央銀行では、2008年10月に利下げに転じ、足もとの政策金利は1.25%となっている。また、適格担保の範囲内で、固定金利・金額無制限で期間が長めの資金供給オペを積極的に活用しているほか、オペの対象先や担保適格範囲の拡大も行っている。

イングランド銀行では、政策金利を2009年3月に0.5%にまで引き下げた。そして、政策金利が事実上の下限となる中、マネーや信用の供給を拡大するため、様々な資産の買入れを実施してきている。資産の買入れにあたっては、政府による損失負担を前提に、企業の資金調達環境の改善を目的とした社債やCPの買入れのほか、長期国債の買入れも大規模に実施している。

### （4）各国中央銀行の協調措置

今回の金融危機の局面では、各国の中央銀行は、各国の金融資本市場や実体経済の動向を踏まえた上で、各種の措置を講じている。この他に、国際金融資本市場の緊張の高まりに対応するため、協調して取り組む姿勢も強めている。特に、各国における米ドル短期市場での資金調達圧力に対処するため、14の中央銀行がFRBとスワップ協定を締結した上で、ドル資金供給オペを導入・実施してきている。

以上のように、各国の中央銀行が講じている手段は、①政策金利の引き下げ、②資金供給オペや最後の貸し手としての資金供給を通じた金融市場の安定維持のための措置、③市場機能が低下し、企業金融の逼迫している場合に、各種金融市場に対して直接働きかけていく措置、といった視点を含む点で概ね共通したものがある。各中央銀行は、これら手段を十分に活用しつつ、金融市場の安定確保と企業金融の円滑化をはかり、物価安定のもとでの持続的成長経路への復帰のために積極的に取り組んでいる。

## (BOX 2) 潜在成長率や需給ギャップの計測を巡る不確実性

潜在成長率は、中長期的にみれば平均的に実現するであろうと考えられる経済成長率である。これを日本銀行では、労働や資本に関する各種の統計を用いて計測しているが、最終的には、過去数年間の実質GDPの実績にかなり影響される。

実際に日本銀行が計測した潜在成長率をみると(BOX 2 図表1)<sup>26</sup>、2000年前後をボトムに緩やかに上昇した。前回2008年10月の展望レポートまでは、2004年頃からの数年間の動きを踏まえ、潜在成長率は「1%台半ばないし後半」と想定した。しかし、その後景気が大幅に悪化し、2008年度、2009年度と大幅なマイナス成長になることを勘案すると、資本ストックの伸び率低下などにより、中長期的に実現可能な平均的な成長率は、これまで考えていたよりも幾分低いと認識することが適当である。このため、今回は、潜在成長率を「1%前後」に低下していると考えた。

ただし、現在のように経済が大きく変動する局面では、潜在成長率や需給ギャップ(=GDPの実績と潜在GDPの乖離)の計測を巡る不確実性が非常に高く、上記の想定については相当な幅を持つ必要がある。その理由としては、まず第1に、2009年度、2010年度はもちろん、更にもその先の経済がどの程度の強さを取り戻すかによって、足もとの潜在成長率すら事後的に変わりうる。第2に、経済構造が大きく変化するような場合には、GDPデータをはじめ計測の基礎となる統計そのものが、数年後に大きく遡及改定される可能性がある。

今後数年間の経済変動などによって計測値が事後的にどのように変わりうるかについて、ラフなイメージを得るため、GDPデータをスムージングするという簡便法を用いて、過去の潜在成長率や需給ギャップを試算してみた(BOX 2 図表2)<sup>27</sup>。これによると、バブル崩壊後や1997~1998年の局面では、最新のデータを用いた事後的な計測値が、当時利用可能であったデータ(リアルタイムデータ)を用いた計測値と、大きく異なって

<sup>26</sup> 具体的な計測方法については、日銀レビュー「GDPギャップと潜在成長率の新推計」(2006年5月)を参照。

<sup>27</sup> ここでは、HPフィルターという手法を用いた。これは、時系列データを「トレンド(趨勢)成分」と「サイクル(循環)成分」に分解する手法の一つである。実質GDPにHPフィルターを適用すると、潜在GDP(=トレンド成分)と需給ギャップ(=サイクル成分)を求めることができる。大きな振れを持つデータにHPフィルターを適用すると、データが追加される都度、抽出されたトレンドが最近時点を中心に大きく変化する。

おり、需給ギャップでみれば、最大で3%程度上方修正されている時期もある。これは、①GDPデータが追加されるに伴い、トレンドが変わっていくということと、②基準改定等によって、GDPデータそのものが大幅に遡及改定されたことの、双方が影響しているとみられる。

本レポート等で用いている日本銀行試算の潜在成長率や需給ギャップについては、まず、資本や労働の稼働状況に関するデータを用いて需給ギャップを計算し、次に、そのギャップと実際のGDPデータから潜在成長率を算出する、という手法をとっている。したがって、上記の分析で用いた簡便法の計測値とは多少異なるが、基礎統計の追加や改定などに伴い、事後的に潜在成長率や需給ギャップの計測値が、場合によってはかなり変わりうるという留意点は、同様に当てはまる。

以上はデータ処理面からの機械的な説明であるが、最後に、「潜在成長率が事後的に下方修正される」とは具体的にどういう経済事象に対応する事柄であるのか、潜在成長率を構成する資本、労働、全要素生産性(TFP)の3要素に即して整理しておく。第1に、これまで経済成長に寄与すると認識されてきた資本ストックの一部が、大きな構造調整を伴う景気変動によって陳腐化すると、「潜在資本投入量」が事後的に下方修正される。第2に、これまで恒常的な変化として認識されてきた労働市場の効率性向上や、女性や高齢者等の労働参加率の上昇に関し、少なくともその一部が景気拡大期の循環的な現象に過ぎなかったことが判明すれば、「潜在労働投入量」が事後的に下方修正される。第3に、資本と労働の投入の伸びを超えて実現していた経済成長の部分(いわゆるソロー残差)が、景気の落ち込みによって循環的な側面が強かったことが判明すれば技術進歩を表していたのではなく、単に循環的な側面が強かったのであれば、「全要素生産性」の伸び率は事後的に下方修正される。

要 注 意

公表時間

5月8日(金) 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：2039年12月>

2009.5.8

日本銀行

(案)

---

# 政策委員会 金融政策決定会合

## 議事要旨

(2009年4月6、7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、2009年4月30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：2009年4月6日(14:00～16:31)  
4月7日(9:00～12:17)

2. 場所：日本銀行本店

3. 出席委員：

議長	白川方明	(総 裁)
	山口廣秀	(副 総 裁)
	西村清彦	( " )
	須田美矢子	(審議委員)
	水野温氏	( " )
	野田忠男	( " )
	中村清次	( " )
	亀崎英敏	( " )

4. 政府からの出席者：

財務省	川北 力	大臣官房総括審議官 (6日)
	竹下 亘	財務副大臣 (7日)
内閣府	藤岡文七	内閣府審議官

(執行部からの報告者)

理事	堀井昭成
理事	井戸清人
理事	中曾 宏
企画局長	雨宮正佳
企画局参事役	鮎瀬典夫 (7日 9:00～9:19)
企画局参事役	関根敏隆
金融市場局長	外山晴之
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	沼波 正

(事務局)

政策委員会室長	飯野裕二
政策委員会室企画役	執行謙二
企画局企画役	加藤 毅
企画局企画役	坂本哲也 (7日 9:00～9:19)
企画局企画役	大谷 聡
企画局企画役	服部良太

## 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（3月17、18日）で決定された方針<sup>1</sup>に従って運営し、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、0.1%前後で推移した。

この間、年度末にかけて、年度末越えの資金供給を一段と積極化したほか、国債買現先オペ、CP買現先オペを積極的に実施した。また、CP買入れ、社債買入れ、企業金融支援特別オペ、米ドル資金供給オペによる資金供給を引き続き実施した。

### 2. 金融・為替市場動向

短期金融市場は、年度末にかけて神経質な地合いが続いていたものの、新年度入り後、緊張感は幾分緩和している。すなわち、GCレポレートや短国レートは、年度末にかけて上昇したが、その後低下している。この間、ユーロ円レートは、日本銀行の資金供給策の拡充の効果もあって低下しているが、長めのタームを中心に、なお高めの水準となっている。CPレートは、投資家の銘柄選別姿勢が強い中で、低格付先は高めとなっているが、高格付先では、概ねTIBOR以下の水準まで低下している。

株価は、米国の株価反発などから上昇しており、日経平均株価は足もと8千円台後半で推移している。長期金利は、上昇しており、足もとでは1.4%台半ばで推移している。

円の対ドル相場は、一時円高が進んだものの、その後下落し、足もとでは100円台で推移している。

### 3. 海外金融経済情勢

米国経済は大幅な悪化を続けている。住宅投資は大きく減少しており、住宅価格も引き続き下落している。また、設備投資が大幅に減少し、個人消費も減少傾向を辿る中で、生産は減少を続けている。雇用者数は大幅に減少しており、失業率も上昇している。この間、企業・家計の資金調達環境は厳しい状況が続いている。物価面では、食料品価格の上昇が一服しているものの、エネルギー価格が足もと

---

<sup>1</sup> 「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.1%前後で推移するよう促す。」

上昇していることから、総合ベースの消費者物価の前年比上昇率は、幾分上昇している。また、エネルギー・食料品価格を除くコアベースでの前年比上昇率は1%台後半で推移している。

欧州経済についてみると、ユーロエリア経済は大幅な悪化を続けている。輸出が減少を続けているほか、内需は、個人消費、設備投資、住宅投資とも減少している。物価面では、消費者物価の前年比上昇率は大きく低下している。この間、英国経済も、住宅市場の大幅な調整が続き、個人消費が減少傾向にあるなど、引き続き、大きく悪化している。

アジア経済についてみると、中国経済は、内需は高い伸びを続けているものの、輸出が減少しており、全体としてみれば大幅に減速している。インド経済も大幅に減速しているほか、NIEs、ASEAN諸国・地域の経済は大きく悪化している。物価面をみると、多くの国・地域において、消費者物価の前年比上昇率は低下傾向を辿っている。

海外の金融資本市場をみると、依然として、緊張した状態が続いている。すなわち、TEDスプレッドやCPスプレッドは、高めの水準で横ばい圏内の動きとなっている。また、社債の対国債スプレッドも、依然として高水準で推移している。一方、米欧の株価は、米国の金融安定化策の公表などを受け、幾分上昇している。この間、米欧の長期金利は、国債増発と景気下振れ懸念が交錯し、不安定な動きとなっている。

#### 4. 国内金融経済情勢

##### (1) 実体経済

輸出は大幅に減少している。先行きについては、当面、減少を続けるとみられるが、現地在庫の調整圧力が減衰するにつれて、減少テンポは緩やかになってくるとみられる。

国内民間需要をみると、企業収益の減少幅拡大や業況感の著しい悪化などを背景に、設備投資は大幅に減少している。先行きは、厳しい収益・資金調達環境が続き、設備過剰感が強まるもとで、当面、大幅な減少を続ける可能性が高い。

個人消費は、雇用・所得環境が厳しさを増す中で、弱まっている。乗用車新車登録台数の落ち込みが一段と大きくなっているほか、家計の節約志向の強まりを反映して、百貨店売上高や全国スーパー売上高は引き続き弱めに推移している。この間、消費者コンフィデンスは、ガソリン価格の下落などを背景に下げ止まり感が出てはいる

が、株価の低迷や雇用不安の高まりなどを背景に、極めて低い水準にとどまっている。先行きの個人消費は、当面、雇用・所得環境が厳しさを増すもとで、引き続き弱まっていく可能性が高い。

住宅投資は減少している。先行きは、着工戸数の動きなどからみて、当面、減少を続けると予想される。

生産は、内外需要の減少や在庫調整圧力を背景に、大幅に減少している。先行きについては、内外需要の減少を背景に、減少を続けるとみられるが、在庫調整圧力が減衰するにつれて、減少テンポは緩やかになっていくと予想される。在庫は、大幅減産の効果から減少に転じているが、出荷の減少幅が拡大するもとで、両者のバランスは全体としてなお悪化している。

雇用・所得環境は、労働需給が大幅に緩和し、雇用者所得もはっきりと減少するなど、厳しさを増している。先行きの雇用者所得については、企業収益や生産の減少などを反映して、当面、減少を続ける可能性が高い。

物価面をみると、国際商品市況は、昨年夏をピークに大幅に下落した後、総じてみれば、低水準横ばい圏内の動きとなっている。国内企業物価を3か月前比でみると、国際商品市況の下落を主因に下落を続けており、先行きについても、当面、下落を続けるとみられる。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、石油製品価格の下落や食料品価格の落ち着きを反映し、ゼロ%まで低下している。先行きの消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、こうした要因に加え、経済全体の需給バランスの悪化などを背景に、マイナスになっていくと予想される。

## (2) 金融環境

わが国の金融環境は、厳しい状態が続いている。コールレートは極めて低い水準にあるが、大幅に悪化している実体経済活動との比較でみると、緩和度合いは低下している。企業の資金調達コストは、政策金利引き下げの波及やCP発行市場の改善を受けて、昨年末に比べ低下している。企業の資金調達動向をみると、CP・社債の発行は一頃と比べ回復してきているうえ、銀行貸出は大企業向けを中心に高い伸びを続けている。しかし、そうしたもとでも、下位格付先の社債発行は依然低い水準にとどまっているほか、資金繰りや金融機関の貸出態度が厳しいとする先が増加している。この間、マネーストックは、前年比2%程度で推移している。

## Ⅱ. 公的部門向け証書貸付債権の適格担保の範囲拡大について

### 1. 執行部からの提案内容

金融調節の一層の円滑化を図ることを通じて、金融市場の安定確保に資する観点から、政府に対する証書貸付債権および政府保証付証書貸付債権の適格担保の範囲を拡大するほか、地方公共団体に対する証書貸付債権を新たに適格担保とするため、「適格担保取扱基本要領」の一部改正等、所要の措置を講じることとしたい。

### 2. 委員会の討議・採決

複数の委員は、今回の措置は、金融機関の担保繰りを緩和することを通じて、金融市場の安定確保に資するものと位置付けることができるかと述べた。その上で、このうちの1人の委員は、金融機関の担保繰りが既に厳しくなっていると誤解されないように、措置の趣旨を丁寧に説明する必要があると述べた。

公的部門向け証書貸付債権の適格要件について、何人かの委員は、担保の市場性を確保することが重要であるため、入札などにより貸付条件が競争的に決定されていることを要件とすることが適当と述べた。

こうした議論を経て、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

海外の金融経済情勢について、委員は、海外経済は全体として悪化しているとの認識を共有した。多くの委員は、一部の国・地域では、財政支出拡大の効果や在庫調整進捗に伴う生産の下げ止まりなど、悪化テンポの鈍化の兆しがみられていると述べた。もっとも、委員は、世界的な金融と実体経済の負の相乗作用や、生産・所得・支出の負の循環が続く中で、世界経済の先行きについての不確実性は大きいとの見方で一致した。何人かの委員は、海外経済は、現在、過去数年間にわたって積み上がった過剰の調整過程にあり、その調整には時間がかかるほか、過剰の調整を経た後も、成長率は過去の速すぎた成長スピードに比べ低下する蓋然性が高いとの認識を示した。

国際金融資本市場について、多くの委員は、依然として不安定な

状況が続いていると述べた。ある委員は、米欧金融機関の経営状況に対する懸念が続く中で、短期金融市場ではTEDスプレッドが高止まりを続けているとの認識を示した。また、何人かの委員は、クレジット市場でも社債の信用スプレッドが高水準となっていると述べた。この間、何人かの委員は、米国の不良資産買取プログラムの公表を受け、金融機関の不良債権処理が進展し、健全性が高まるとの期待から、株価が上昇するなど、市場のムードが幾分改善しているとの認識を示した。しかしながら、何人かの委員は、不良債権処理が進捗するかどうかは、不良債権の売却価格次第であると述べ、売却価格の設定に向けた動きを良くみていく必要があるとの見方を示した。

米国経済について、委員は、金融と実体経済の負の相乗作用が強まっており、引き続き景気が大幅に悪化しているとの認識で一致した。住宅関連について、ある委員は、市場予想を上回る指標が公表されるなど、明るい兆しがみられていると述べた。これに対して、何人かの委員は、雇用・所得環境が悪化を続けている中での住宅関連指標の改善は、単月の振れの可能性が高いと指摘した。また、複数の委員は、住宅価格は下落を続けており、住宅市場の調整には歯止めがかかっていないとの認識を示した。

ユーロエリア経済について、何人かの委員は、大幅に悪化していると述べた。ある委員は、乗用車販売が政策効果から足もと大きく上昇しているものの、雇用・所得環境が悪化する中で、個人消費は全体として悪化しているとの認識を示した。別の委員は、主要な貿易相手である中東欧の景気が金融危機の影響から大幅に悪化していることも、ユーロエリア経済に悪影響を与えていると述べた。

中国経済について、何人かの委員は、大幅に減速しているとの見方を示した。もっとも、多くの委員は、大規模な経済対策や累次の金融緩和策により、銀行貸出が大幅に増加し、投資も高い伸びとなっているなど、政策効果がみられていると述べた。この間、何人かの委員は、NIEs・ASEAN諸国・地域では、IT関連の在庫調整進捗などから生産が下げ止まっていると述べた。

こうした海外の金融経済情勢を踏まえて、わが国の経済情勢に関する議論が行われた。景気の現状について、委員は、①海外経済の悪化に伴い輸出が大幅に減少していること、②企業収益や家計の雇用・所得環境が悪化する中で内需が弱まっていること、③金融環境も厳しい状態を続けていることから、わが国の景気は大幅に悪化しているとの認識を共有した。その上で、委員は、当面の経済情勢について、内外の在庫調整の進捗に伴って輸出・生産の減少テンポが

緩やかになると見込まれるなど、昨年秋以降の急速な悪化には歯止めがかかりつつある一方、雇用・所得環境の悪化などから、国内民間需要は更に弱まっていくとみられるため、当面、悪化を続ける可能性が高いとの認識で一致した。ある委員は、3月短観における業況判断の悪化は、こうした判断に沿った動きと評価できると述べた。複数の委員は、足もとまでの経済指標の動きを踏まえると、1月の中間評価に比べ、景気は下振れて推移してきていると述べた。

先行きについて、委員は、①中長期的な成長期待が大きく変化しないもとの、2009年度後半以降、国際金融資本市場が落ち着きを取り戻し、海外経済が減速局面を脱するにつれ、わが国経済も持ち直していく、②もっとも、こうした見通しには不確実性が高いとの見方で一致した。ある委員は、生産設備や雇用の過剰感が一段と高まっていることを踏まえると、今後のストック調整が大規模になり、回復時期が後ずれするほか、回復テンポも緩やかになる可能性があるとして指摘した。

個別の需要項目等に関して、委員は、輸出は大幅に減少しているとの見方で一致した。複数の委員は、2月の実質輸出の前月比減少幅が縮小していることに言及したうえで、中国やNIEsからの引き合いの増加や現地の在庫調整の進捗などを背景に、3月短観における先行きの海外での製商品需給判断が幾分改善するなど、輸出を巡る環境が好転しつつあると述べた。これを受けて、委員は、当面、輸出の減少テンポは緩やかになるとの認識を共有した。ただし、何人かの委員は、その先については、海外経済の動向など、輸出を巡る環境の不確実性は高いと付け加えた。

設備投資について、何人かの委員は大幅に減少していると述べた。何人かの委員は、設備の過剰感が大きく高まっており、景気の調整が長引き、回復力が弱くなることにより、企業の中長期的な成長期待が低下し、設備投資に一段と下振れが生じる可能性があるとの認識を示した。また、ある委員は、今後、製造業の業績悪化が非製造業に波及するため、非製造業の設備投資が更に減少する可能性があるとの見方を示した。

個人消費について、何人かの委員は、雇用・所得環境が厳しさを増す中で、弱まっていると述べた。複数の委員は、労働分配率の上昇を踏まえれば、企業は賃金の引き下げや雇用の削減に一段と踏み込まざるを得ず、雇用・所得環境は一段と悪化することから、個人消費は更に弱まっていくとの見方を示した。

生産について、委員は、内外需要の減少や在庫調整圧力を背景に、

大幅に減少しているとの見方で一致した。先行きについて、委員は、ITや自動車関連の在庫調整の進捗を受けて、予測指数が下げ止まっており、減少テンポは緩やかになるとの認識を共有した。ある委員は、内外需要の先行きについての不確実性は高く、販売減少に伴い流通在庫が増加する可能性があるため、在庫調整圧力が高まるリスクには留意する必要があると述べた。

消費者物価（除く生鮮食品）について、委員は、石油製品価格の下落や食料品価格の落ち着きを反映して、足もと、前年比ゼロ%まで低下しており、先行きは、経済全体の需給バランス悪化の影響も加わり、マイナスとなっていくとの認識を共有した。何人かの委員は、需給ギャップが拡大し、物価の下押し圧力が強まっていく中で、企業や家計の中長期的なインフレ予想が下振れるリスクに注意する必要があると指摘した。何人かの委員は、消費者の低価格志向の強まりや流通業などでの価格引き下げの動きがみられていると指摘したうえで、価格上昇品目数と下落品目数の乖離は、引き続き縮小していると述べた。一方、ある委員は、長い目でみれば、世界経済が回復する中で、適切な政策対応が採られないと、世界的にインフレ率が上振れるリスクもあると述べた。

## 2. 金融面の動向

わが国の金融環境について、委員は、CPや社債の発行環境は改善しているものの、全体として厳しい状態が続いているとの認識を共有した。ある委員は、これまで急速に悪化してきた企業の資金繰りには一服感が出ているが、企業業績が悪化し、先行きの企業金融を巡る環境への不安感が高い中で、資金繰りに対する企業の警戒感依然として強いと述べた。先行きの企業金融について、複数の委員は、在庫調整の進捗や原材料コストの低下によって運転資金需要が減少するほか、設備資金需要も減少する一方、資金供給面では、貸出が高い伸びを続け、CPの発行環境が改善していることから、企業金融の引き締め度合いは緩和する蓋然性が高いと指摘した。そのうえで、これらの委員を含む多くの委員は、今後の企業金融に関するポイントとして、昨年度の企業決算公表に伴い、企業の信用リスクに対する金融機関や市場の見方が厳格化する可能性、社債の大量償還が予定される中での社債の発行環境、株価下落によって銀行の資本制約が高まるリスク、の3点を指摘した。また、ある委員は、こうしたリスクが顕現化した場合には、企業金融面から実体経済への下押し圧力が高まる可能性があるとして付け加えた。



#### IV. 当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

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、委員は、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.1%前後で推移するよう促す」という現在の方針を維持することが適当であるとの見解で一致した。

委員は、これまでの企業金融面での政策対応の効果について議論を行った。第1に、企業金融支援特別オペについて、ある委員は、当該オペによる資金供給が増加しており、ターム物金利低下などの効果が出ていると指摘した。第2に、CP・社債の買入れについては、多くの委員は、発行環境が改善しており、着実に効果がみられていると指摘した。ある委員は、CP買入れは、高格付先のCP発行環境だけでなく、低格付先の発行や社債の発行環境の改善も後押ししていると述べた。別の委員は、CP買入れの効果もあって、高格付ではCPの発行金利が短期国債金利を下回っている銘柄があるとして、こうした状態が長期化すれば、市場参加者の運用機会を奪うことになり、市場機能に望ましくない影響を及ぼす可能性があるとの指摘した。この間、市場から社債買入れの増額や買入れ対象の年限延長の要望が聞かれている点について、何人かの委員は、日本銀行が社債市場の機能を肩代わりすることは望ましくないとの認識を示したうえで、現在は安全弁として十分機能しているとの認識を示した。

次に、先般長期国債買入れ増額を決定したことを踏まえ、日本銀行の国債買入れの基本的な考え方について改めて議論が行われた。ある委員は、先般の長期国債買入れ増額は、長期の資金供給手段を一層活用し、円滑な資金供給を行っていくために行ったものであり、FRBやBOEの長期国債買入れの目的とは異なる点をよく説明する必要があると述べた。これに関連し、複数の委員は、長期金利の変動を抑え込むために中央銀行が長期国債買入れを行うと、かえって長期金利のボラティリティが高まる可能性があるとの指摘した。更に、銀行券ルールについても議論が行われ、何人かの委員は、一般に銀行券ルールの内容や役割については、十分理解されているとは言えないため、その重要性を丁寧に説明していく必要があるとの認識を示した。このうちのある委員は、わが国では、制度的・季節的な要因から短期資金需要が大きく変動するため、それが金利の振れをもたらさないよう円滑な金融調節を行うには、準備預金など短期的に変動する負債に対しては短期の資金供給手段を割り当て、長期の資産である長期国債保有高が長期の負債である銀行券発行残高を

超えないようにすることが必要であると述べた。こうした議論を経て、委員は、銀行券ルールは、円滑な金融調節を行うために必要との見方を共有した。

先行きの政策運営について、委員は、政策金利の引き下げ、潤沢な資金供給を通じた金融市場の安定、企業金融円滑化支援の3つの柱に基づく政策運営の考え方に沿って行っていくことが重要との認識を共有した。複数の委員は、次回の展望レポートにおいて経済見通しが下方修正された場合には、追加的な政策対応への期待が高まる可能性もあるが、これまで実施してきた政策は、2月会合、3月会合と情勢判断の厳しさを深める中で、フォワードルッキングに対応したものであり、このことを対外的にも丁寧に説明する必要があるとの認識を示した。ただし、何人かの委員は、想定に比べて企業金融を巡る環境が厳しさを増した場合には、必要に応じて、企業金融円滑化のための追加措置が必要になり得ると述べた。

## 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。

- わが国の金融経済情勢について、日本銀行は引き続き極めて厳しい認識であると受け止めている。
- 政府は、総理からの経済対策に関する指示を受け、GDP比2%を上回る真水規模の対策の検討を行っているところであり、できる限り早期の取りまとめに向け、全力で取り組んでいる。
- 現下の厳しい金融経済情勢の中、引き続き、金融・財政政策の両面から対応していく必要がある。日本銀行におかれては、適切かつ機動的な金融政策運営により、引き続き、経済を下支えして頂きたい。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 景気の急速な悪化に対処するため、政府は総額75兆円の経済対策の実施、21年度予算の執行の前倒しなどに取り組んでいる。更に、3月31日には、総理から、①景気の底割れを絶対に防ぐこと、②雇用を確保し、国民の痛みを軽減すること、③未来の成長力強化につなげることを目的とする包括的な「経済危機対策」を早急に策定するよう指示があった。
- 日本銀行におかれては、金融市場の安定確保に取り組むとともに、内外の厳しい経済・金融情勢のもと、政府における取り組み

を踏まえ、適切かつ機動的な金融政策運営により、経済を下支えして頂きたい。

- 本日の適格担保の範囲の拡大については、金融の目詰まりを防ぐ観点から効果があると認識している。

## VI. 採決

以上の議論を踏まえ、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、0.1%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。

議長からは、このような見解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）

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すること。

#### 記

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.1%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。

### 採決の結果

賛成：白川委員、山口委員、西村委員、須田委員、水野委員、野田委員、中村委員、亀崎委員

反対：なし

## VII. 対外公表文（「当面の金融政策運営について」）の検討

対外公表文（「当面の金融政策運営について」＜別紙＞）が検討され、採決に付された。採決の結果、全員一致で決定され、会合終了後、直ちに公表することとされた。

## VIII. 議事要旨の承認

議事要旨（3月17、18日開催分）が全員一致で承認され、4月10日に公表することとされた。

以 上

(別紙)

2009年4月7日

日本銀行

### 当面の金融政策運営について

1. 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<sup>(注)</sup>)。

無担保コールレート(オーバーナイト物)を、0.1%前後で推移するよう促す。

2. 日本銀行では、金融調節の一層の円滑化を図るため、以下のとおり、適格担保の範囲を拡大することを決定した(「『適格担保取扱基本要領』の一部改正等について」参照)。

(1) 政府に対する証券貸付債権・政府保証付証券貸付債権の適格担保範囲の拡大

(2) 地方公共団体に対する証券貸付債権の適格担保化

3. わが国の経済情勢をみると、海外経済の悪化により輸出が大幅に減少していることに加え、企業収益や家計の雇用・所得環境が悪化する中で、内需も弱まっている。金融環境をみると、CP・社債市場の発行環境は改善しているものの、全体としては厳しい状態が続いている。これらを背景に、わが国の景気は大幅に悪化している。今後は、内外の在庫調整の進捗を背景に、輸出・生産の減少テンポは緩やかになっていくと予想されるが、国内民間需要は更に弱まっていくとみられるため、わが国の景気は、当面、悪化を続ける可能性が高い。物価面では、消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、石油製品価格の下落や食料品価格の落ち着きを反映して足もと低下しており、今後は、需給バランスの悪化も加わって、マイナスになっていくとみられる。景気・物価の先行きについては、2010年度までの中心的な見通しとしては、中長期的な成長期待やインフレ予想が大きく変化しないもとの、2009年度後半以降、国際金融資本市場が落ち着きを取り戻し、海外経済が減速局面を脱するにつれ、わが国経済も持ち直し、物価の下落幅も縮小していく姿が想定される。こうした下で、見通し期間の後半には、物価安定のもとでの持続的成長経路へ復していく

(注) 賛成：白川委員、山口委員、西村委員、須田委員、水野委員、野田委員、中村委員、亀崎委員。

反対：なし。

展望が拓けるとみられるものの、このような見通しを巡る不確実性は高い。

4. リスク要因をみると、世界的な金融情勢や海外経済の動向次第では、わが国の景気が下振れるリスクがあることに注意する必要がある。また、企業の中長期的な成長期待が低下し、設備や雇用の調整圧力が高まることを通じて、国内民間需要が一層下振れるリスクもある。金融環境が厳しさを増す場合には、金融面から実体経済への下押し圧力が高まり、金融と実体経済の負の相乗作用が強まる可能性がある。物価面では、景気の下振れリスクが顕在化した場合や国際商品市況が下落した場合には、物価上昇率が一段と低下する可能性もある。この場合、企業や家計の中長期的なインフレ予想が下振れるリスクに注意する必要がある。

5. 日本銀行は、金融政策面からわが国経済を支えるため、昨年秋以降これまでの間、政策金利の引き下げ、金融市場の安定確保、企業金融円滑化の支援という3つの柱を中心に、様々な措置を実施してきた。本日の適格担保範囲の拡大措置も、金融市場の安定確保の観点から、決定したものである。また、金融システムの安定を図るため、金融機関保有株式の買入れを再開したほか、金融機関向け劣後特約付貸付の供与に向けて具体的な検討を行っている。日本銀行としては、今後とも、わが国経済が物価安定のもとでの持続的成長経路へ復帰していくため、中央銀行として最大限の貢献を行っていく方針である。

以 上