

2009.10.27

企 画 局

金融環境の現状評価

（概 況）

前回会合（10月13、14日）以降、利用可能になった指標をみると、低格付先のCP発行スプレッドがリーマン破綻前を下回る水準まで低下しているほか、社債発行銘柄の拡がりが見られるなど、低格付先社債を除き、CP・社債の発行環境は良好とする判断を後押しする動きとなっている。一方、小企業の資金繰りについては、引き続き厳しい状況にあることが確認された。以上を踏まえると、「わが国の金融環境は、厳しさを残しつつも、改善の動きが広がっている」との前回会合での判断を変更する必要はないものと考えられる。

1. インフレ予想

短期的なインフレ予想は、家計の予想でみると足許では横ばい圏内で推移している。また、マーケットの指標も、足許、横ばい圏内で推移している。

—— 9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、8月から概ね横ばいとなった（図表1左下段）。

—— 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、このところ横ばい圏内で推移している（図表2右下段）。

中長期的なインフレ予想は、エコノミストの予想でみると幾分下振れている。この間、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、振れを伴いながらも、横ばい圏内で推移している（図表2右下段）。

—— 10月のコンセンサス・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は、4月調査で+0.8%であった今後10年間の平均が+0.6%

となるなど、緩やかに低下している（図表2右上段）。やや仔細にみると、10年間の平均のインフレ予想の低下には、1～3年先の比較的短期の予想の低下が大きく寄与している。4、5年先を越える中期の予想は概ね1%内外となっているが、このところ幾分低下している。

▽ コンセンサス・フォーキャストのインフレ予想（前年比、%）

	1年後	2年後	3年後	4年後	5年後	6～10年後
07/ 10月	0.4	0.7	0.8	1.0	0.9	1.3
08/ 4月	0.5	1.2	1.1	1.2	1.0	1.5
08/ 10月	1.1	0.7	0.8	1.3	1.3	1.1
09/ 4月	-0.5	0.3	0.8	1.0	1.0	1.1
09/ 10月	-0.8	-0.2	0.4	0.9	0.7	1.1

2. 資金調達コスト

新たに明らかになったCP・社債金利の動向は、以下の通り。

- 10月入り後のCP発行金利をみると、対短国発行スプレッドが縮小したため、引き続き低下している（図表3）。発行スプレッドは、A-1+格、A-1格とも、リーマン破綻前を下回る水準で、横ばいの動きとなっている。A-2格のスプレッドは低下を続けており、足許ではリーマン破綻前の水準を下回っている。

▽ 7月以降のCP発行スプレッド（%）

	リーマン 破綻前	7月	8月	9月	10月P
A-1+格	+0.07	-0.01	-0.01	-0.01	-0.02
A-1格	+0.16	+0.13	+0.09	+0.07	+0.07
A-2格	+0.33	+0.53	+0.44	+0.38	+0.27

（注）発行金利と短国3ヶ月物利回りとの格差。発行金利は全チームの平均。銀行・証券会社等発行分、および ABCP は含まない。オペ先ベースの平均値。リーマン破綻前は2007年9月～2008年8月までの平均値。2009年10月は21日までの平均値。

- 10月入り後の社債発行金利は、発行銘柄の違いによる影響を除いてみると、概ね横ばい圏内で推移している（図表3）。A格以上の発行スプレッドをみると、AAA格、AA格については低水準横ばい圏内での推移となっているほか、A格についても相対的にスプレッドが厚い先の起債が相次いだ影響を除いてみれば、横ばい圏内での動きとなっている。

—— BBB格について、流通スプレッドの動きを確認すると、足許では幾分縮小しているが、引き続き高い水準にある。

—— 9月に大幅な格下げが相次いだことの社債市場への影響をみると、現在までのところ、消費者金融関連銘柄等でのスプレッドの上昇に限られている。

3. 資金調達量

国内公募社債発行（銀行発行分を除く）をみると、10月入り後も、予想発行スプレッドのレンジの下限で発行スプレッドが決定した案件や当初予定対比で増額発行となる案件がみられるなど、投資家の購入意欲が引き続き高いことが窺われる。また、リーマン破綻後に社債発行を行っていなかった先による発行が今月もあり、引き続き発行銘柄に拡がりが見られている。一方、BBB格の起債については、業種の拡がりが見られていない。

▽ 10月の社債発行銘柄（22日まで）

10月	AAA格	東京電力、関西電力
	AA格	東北電力、NTTファイナンス、中部電力、トヨタファイナンス、日立キャピタル、住友化学、三菱地所
	A格	東京急行電鉄、日産自動車、東京建物、住友不動産、丸紅、阪急阪神ホールディングス
	BBB格	近畿日本鉄道

（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を含む。

4. 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は、過去との比較でみて依然として厳しい状況にあるものの、大企業、中小企業とも、改善している。また、自社の資金繰りについては、中小企業を中心に、なお「厳しい」とする先が多いものの、改善の動きが続いている。

- 企業向けの資金需要について、10月のローン・サーベイの企業向け資金需要判断DIをみると、季節要因を考慮したベースでは、大企業、中小企業とも、「減少」超幅が拡大した（図表5）。
- 貸出運営スタンスについて、10月のローン・サーベイの貸出運営スタンスDI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引き続き高水準の「積極化」超で推移する中、大企業向けについても、引き続き「積極化」超で推移した（図表5）。
- 企業からみた金融機関の貸出態度について、7～9月期の日本公庫調査（小企業対象）の借入DIをみると、改善が続いているものの、依然として2003年前半と同程度の「難しくなった」超となっている（図表6上段）。
- 企業の資金繰りについて、7～9月期の日本公庫調査（小企業対象）をみると、DIは低水準で横ばいの動きとなっており、小企業では資金繰り不安が根強いことが窺われる（図表6下段）。

以 上

「金融環境の現状評価」参考計表

（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

（図表3）資金調達コスト関連指標

（図表4）企業金融関連指標

（図表5）金融機関からみた資金需要・貸出運営スタンス

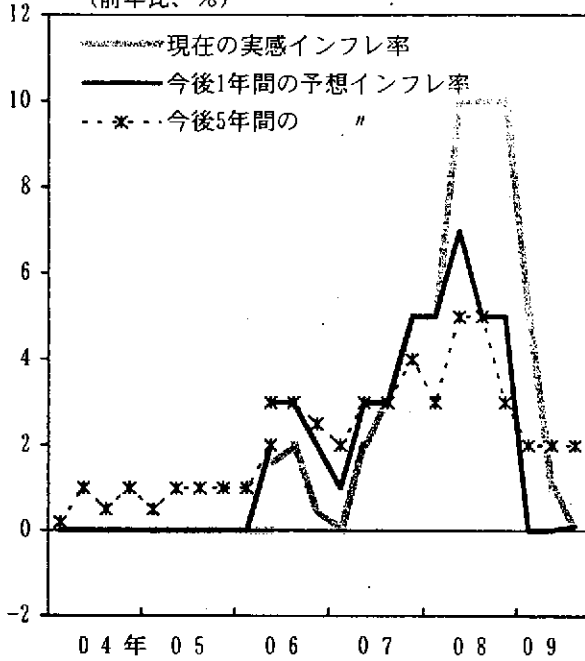
（図表6）金融機関の貸出態度・企業の資金繰り

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>

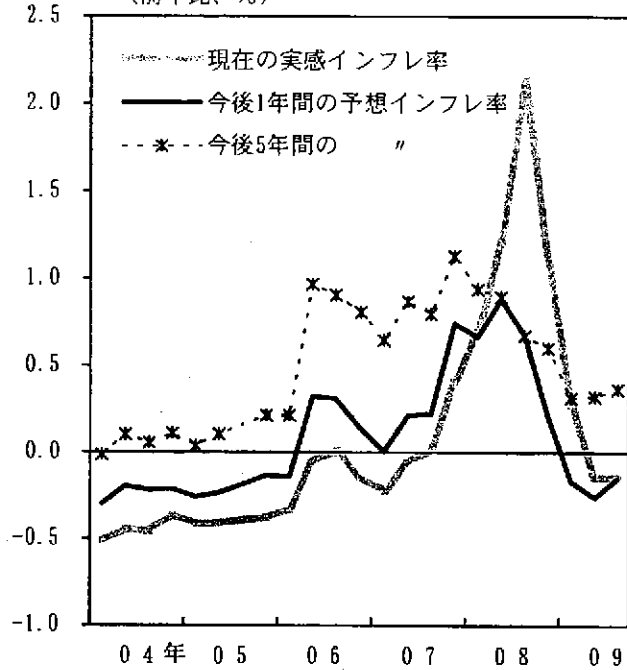
(前年比、%)



(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>

(前年比、%)

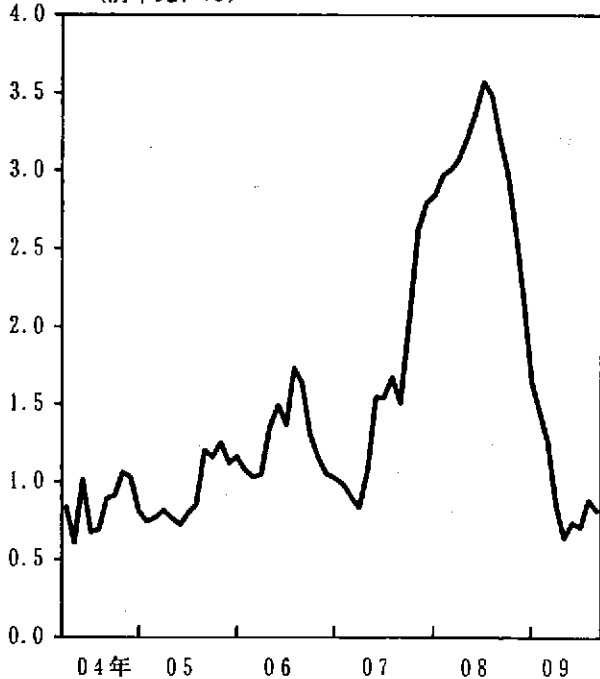


(注) 家計の「上がる」、「下がる」の回答シェアから、修正カールソン・パーキン法により推計。

(2) 消費動向調査 (内閣府)

<1年後の予想インフレ率>

(前年比、%)

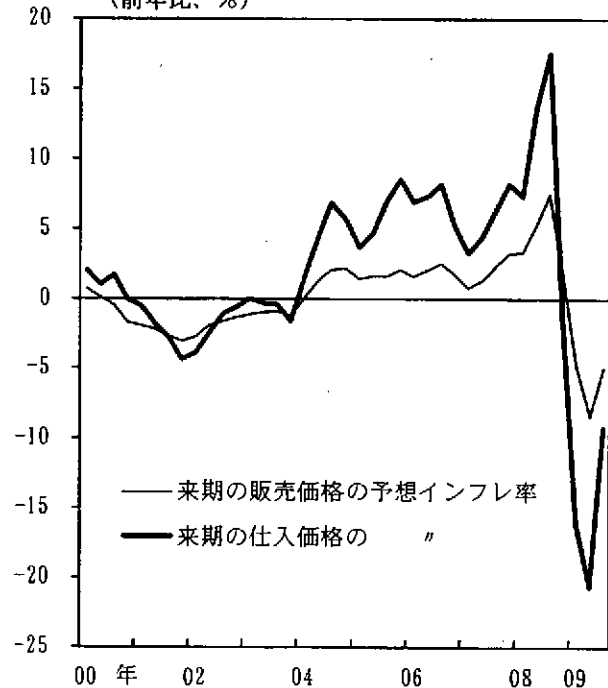


(注) 「-5%以上低下」は-5%、「-5%~-2%低下」は-3.5%、「-2%未満低下」は-1%、「+2%未満上昇」は+1%、「+2%~+5%上昇」は+3.5%、「+5%以上上昇」は+5%、のインフレ率をそれぞれ予想していると仮定して加重平均したもの。

(3) 企業のインフレ予想

<短観からの推計>

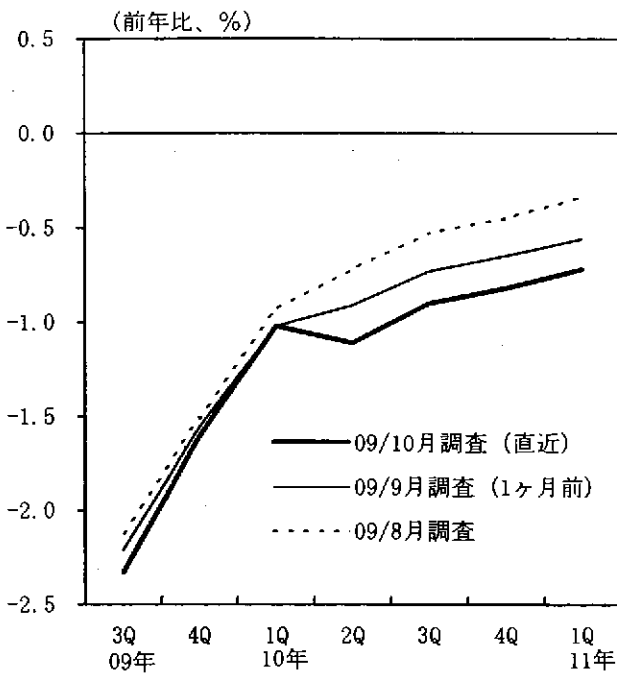
(前年比、%)



(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。

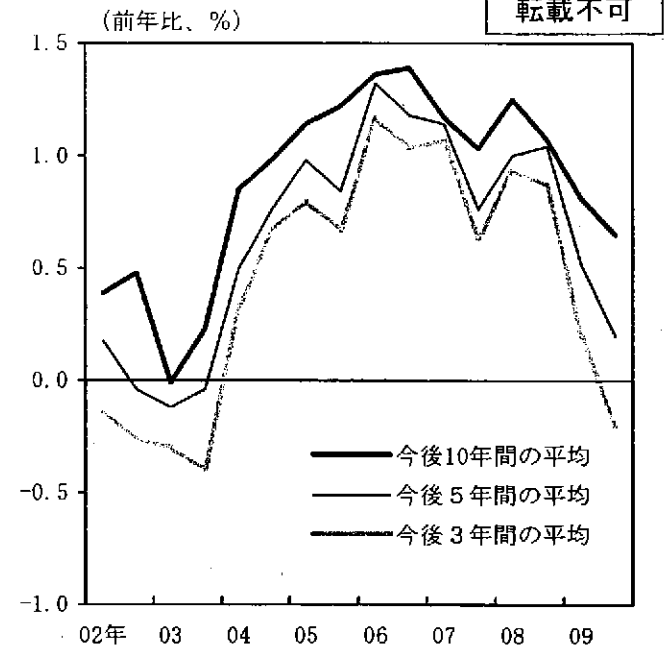
エコノミスト・市場のインフレ予想

(1) ESPフォーキャスト調査



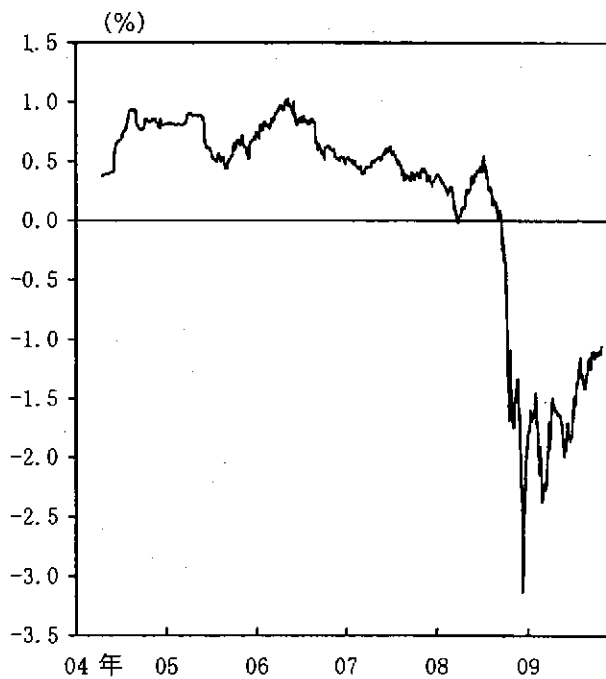
(注) 内外の調査機関・エコノミスト40先の予想の平均。

(2) コンセンサスフォーキャスト



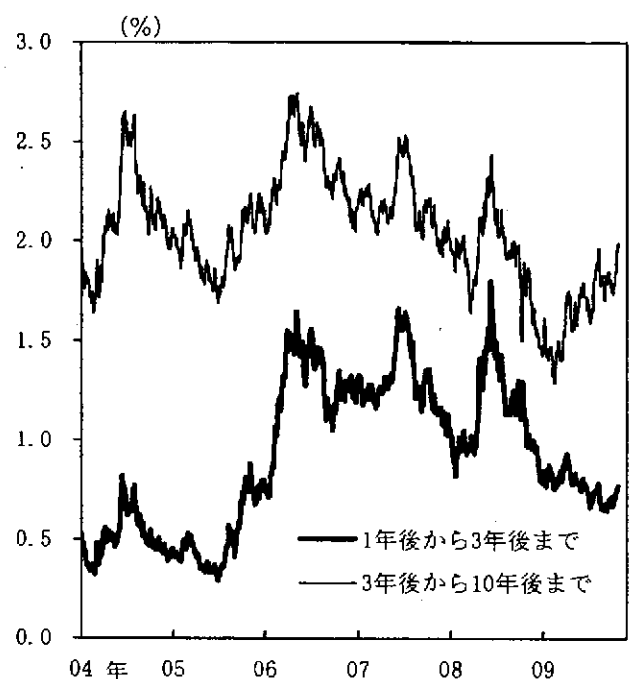
(注) 内外の調査機関約20先の予想の平均。
調査時点は毎年4、10月。

(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。

(図表3)

資金調達コスト関連指標

対外非公表

		08/ 10~12月	09/ 1~3	4~6	7~9	09/8月	9	10p
短期プライムレート(末値)		1.675	1.475	1.475	1.475	1.475	1.475	—
長期プライムレート(末値)		2.40	2.25	2.10	1.80	1.95	1.80	—
貸出約定平均金利								
新 規	短期	1.434	1.285	1.207	—	1.338	—	—
	除く交付税特会向け	1.687	1.566	1.534	—	1.658	—	—
	長期	1.652	1.520	1.469	—	1.390	—	—
	総合	1.539	1.407	1.335	—	1.367	—	—
	除く交付税特会向け	1.668	1.538	1.494	—	1.493	—	—
ス ト ック	短期	1.532	1.397	1.279	—	1.304	—	—
	長期	2.007	1.932	1.863	—	1.800	—	—
	総合	1.887	1.799	1.735	—	1.694	—	—
スプレッド貸出の スプレッド(都銀等)	短期	0.43	0.48	0.53	—	0.60	—	—
	長期	0.78	0.85	0.89	—	0.91	—	—
CP発行レート(3ヶ月物) (A-1格またはJ-1格以上)		1.36	0.78	0.38	0.26	0.26	0.24	—
スプレッド	A-1+格	+0.37	+0.06	-0.02	-0.01	-0.01	-0.01	-0.02
	A-1格	+0.91	+0.53	+0.18	+0.10	+0.09	+0.07	+0.07
	A-2格	+1.31	+1.08	+0.70	+0.45	+0.44	+0.38	+0.27
社債発行レート(AA格)		1.44	1.46	1.40	1.29	1.41	1.21	1.08
スプレッド	AAA格	+0.31	+0.45	+0.19	+0.14	+0.15	+0.13	+0.12
	AA格	+0.35	+0.59	+0.37	+0.24	+0.25	+0.21	+0.20
	A格	+0.75	+0.93	+0.77	+0.59	+0.51	+0.64	+0.82

- (注) 1. 短プラ、長プラの直近(10/27日)の値は、短プラは1.475%、長プラは1.70%。
 2. 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。
 3. 09/10月は、CPが21日、社債が22日までの値。

(図表4)

企業金融関連指標

〈金融機関からみた資金需要〉

							— %ポイント		
		08/ 10~12月	09/ 1~3	4~6	7~9	10~12	09/7月	8	9
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		-5	43	13	-14	-14			
大企業向け	(「増加」+ 0.5×「やや増加」)	4	50	14	-10	-10			
中小企業向け	-「(減少)」+ 0.5×「やや減少」)	-10	24	8	-15	-10			
個人向け		-5	-10	-4	-14	-15			

(注) 主要銀行貸出動向アンケート調査は、当該四半期の最初の月に、前の四半期の状態について質問したもの(下の貸出態度も同じ)。

〈金融機関の貸出態度〉

							— %ポイント		
		08/ 10~12月	09/ 1~3	4~6	7~9	10~12	09/7月	8	9
貸出態度判断D. I.									
全国短観(全産業)		-6	-13	-11	-9	—			
大企業	「緩い」-「厳しい」	-4	-17	-9	-4	—			
中小企業		-9	-14	-13	-12	—			
中小企業(日本公庫)	「緩和」-「厳しい」	17.0	3.9	3.9	7.4	—			
小企業(日本公庫)	「(前期比)容易」 -「(前期比)困難」	-28.1	-24.9	-23.7	-21.4	—			
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」)	-2	0	-1	5	6			
中小企業向け		5	22	22	22	20			

(注) 中小企業(日本公庫)の四半期計数は、月次計数の平均。

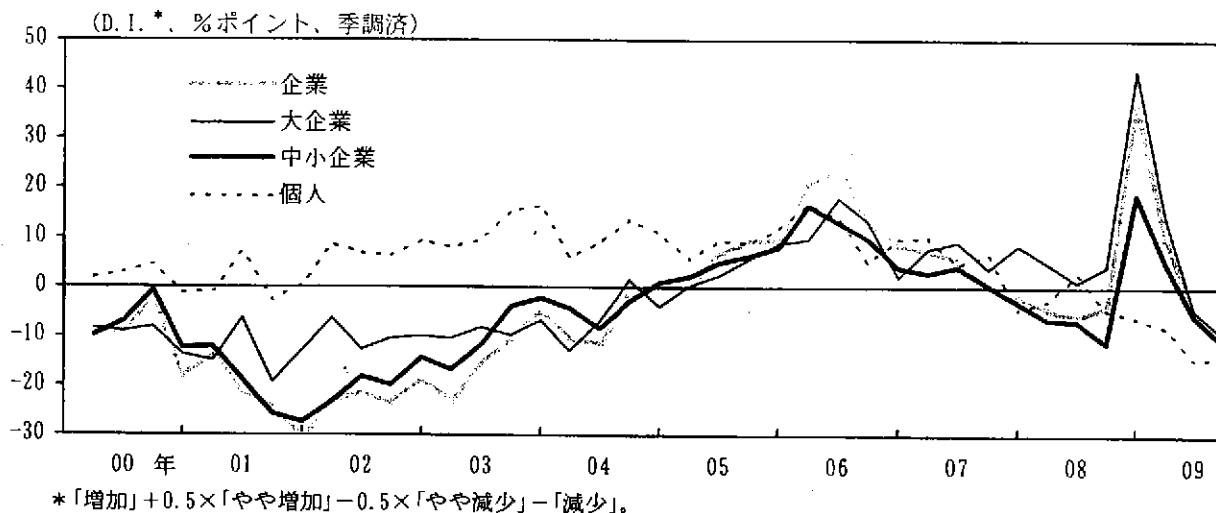
〈資金繰りD. I.〉

							— %ポイント		
		08/ 10~12月	09/ 1~3	4~6	7~9	10~12	09/7月	8	9
全国短観(全産業)		-6	-15	-12	-9	—			
大企業	「楽である」 -「苦しい」	7	-4	1	6	—			
中小企業		-15	-23	-20	-18	—			
中小企業(日本公庫)	「余裕」-「窮乏」	-11.6	-18.9	-16.2	-14.4	—			
中小企業(商工中金)	「(前月比)好転」 -「(前月比)悪化」	-12.7	-18.3	-14.3	-9.2	—	-9.8	-9.3	-8.4
小企業(日本公庫)	「(前期比)好転」 -「(前期比)悪化」	-40.7	-44.0	-36.7	-36.8	—			

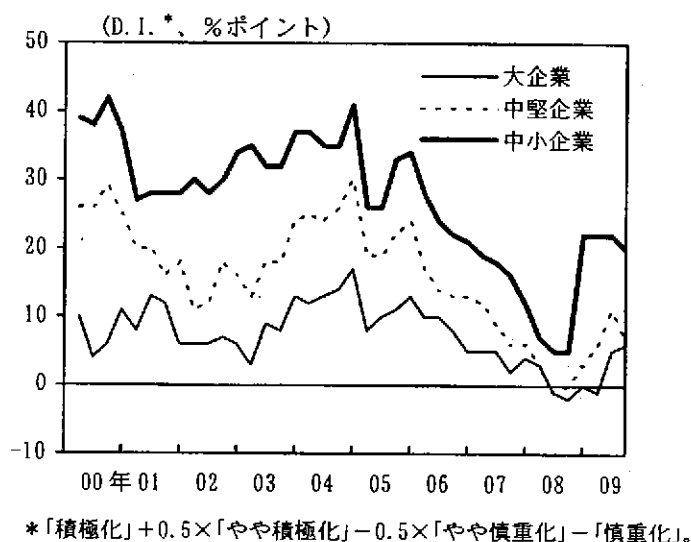
(注) 中小企業(日本公庫)・中小企業(商工中金)の四半期計数は、月次計数の平均。

金融機関からみた資金需要・貸出運営スタンス

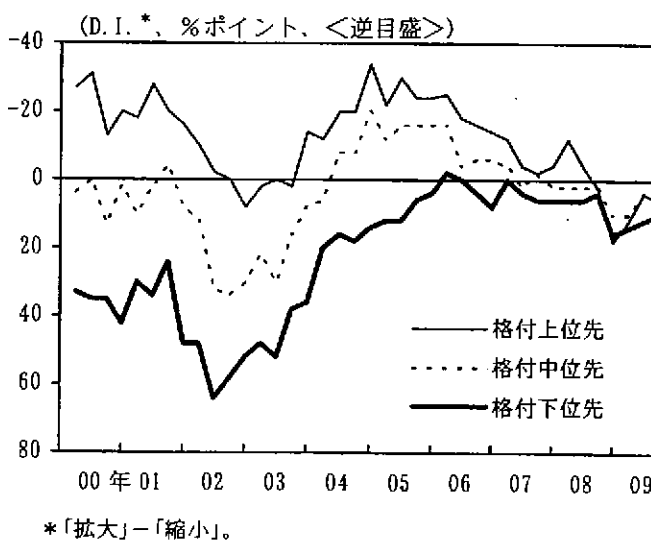
(1) 資金需要



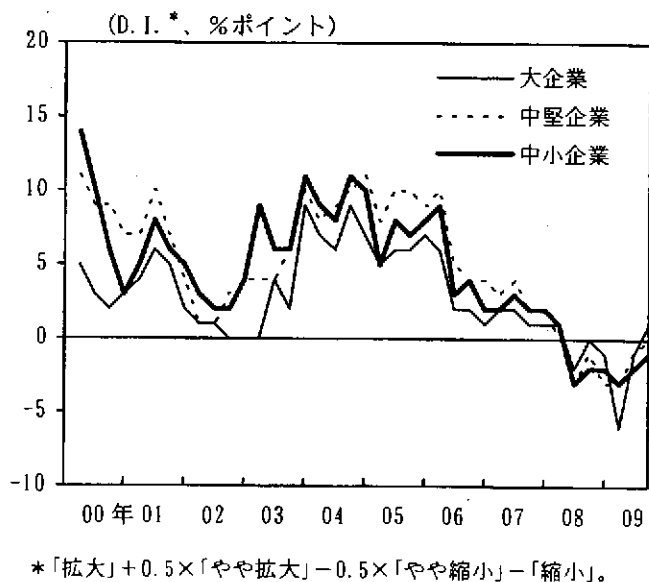
(2) 貸出運営スタンス



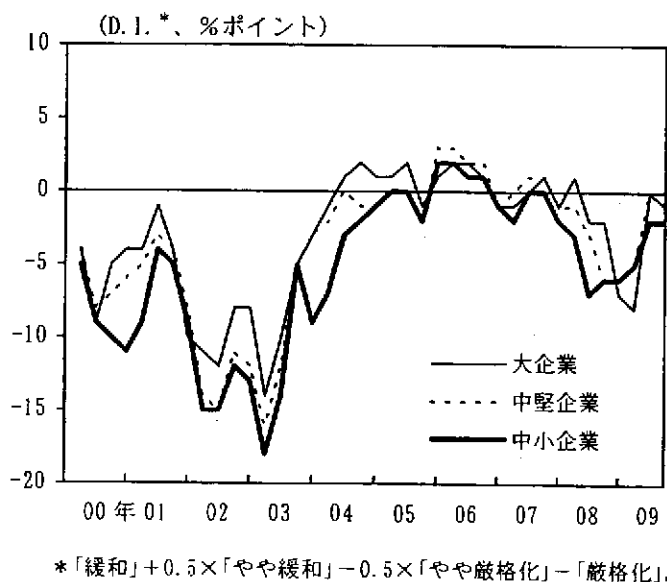
(3) 利鞘設定



(4) 信用枠



(5) 信用リスク評価



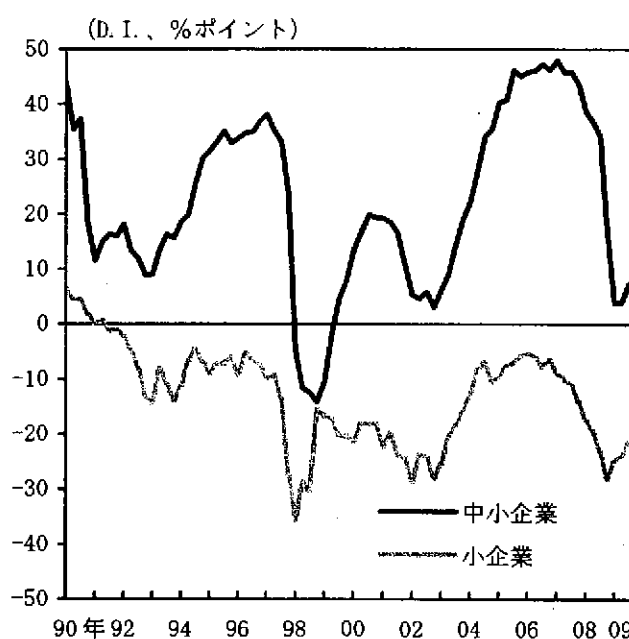
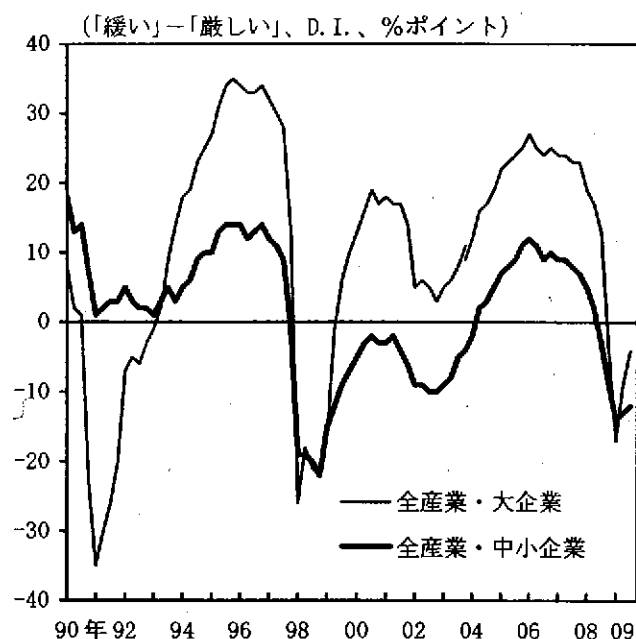
(注) 計数は主要銀行貸出動向アンケートによる(当該四半期の最初の月に、前の四半期の状態について質問したもの)。

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

<短観>

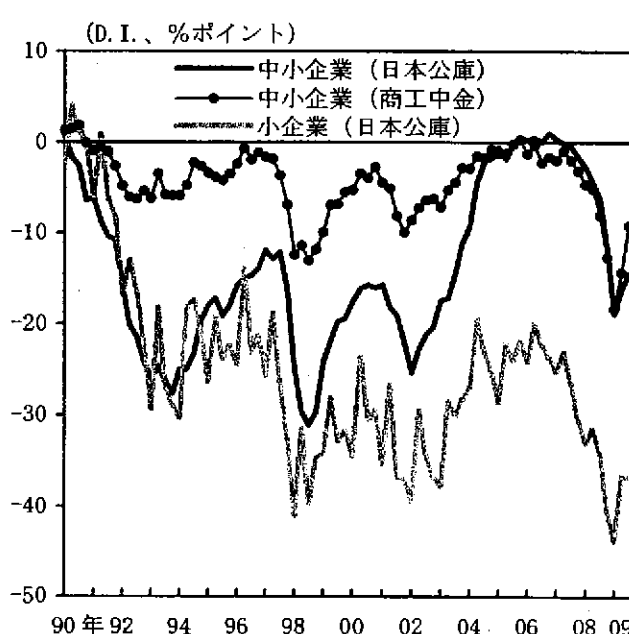
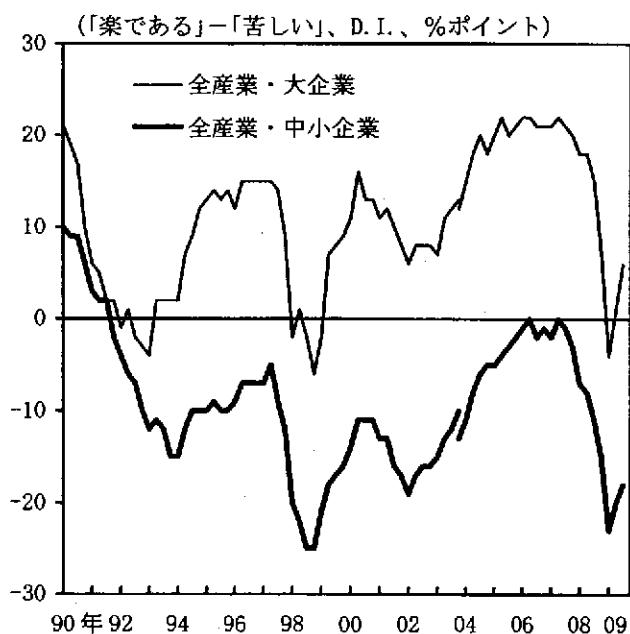
<日本公庫>



(2) 企業の資金繰り

<短観>

<日本公庫・商工中金>



- (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。

要 回 収

一 覧 後 廃 棄

要 注 意

<不開示情報：有（種類：審議・検討）>

<配付先：金融政策決定会合参加者>

[議 長 案]

金 融 市 場 調 節 方 針 の 決 定 に 関 す る 件

(案 件)

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。

以 上

「資産担保コマーシャル・ペーパー等の適格性判定に関する特則」等
の一部改正等に関する件

(案 件)

最近の金融資本市場の情勢に鑑み、適切な金融調節の実施を通じて、金融市場の安定確保を図るとともに、企業金融の円滑化に資する観点から、下記の諸措置を講ずること。

記

1. 「資産担保コマーシャル・ペーパー等の適格性判定に関する特則」(平成20年10月14日付政委第93号別紙2.)を別紙1. のとおり一部改正すること。
2. 「資金供給円滑化のための補完当座預金制度基本要領」(平成20年10月31日付政委第101号別紙1.)を別紙2. のとおり一部改正すること。
3. 「日本銀行業務方法書中一部変更」(平成20年10月31日付政委第101号別紙2.)を別紙3. のとおり一部変更すること。
4. 「社債および企業に対する証書貸付債権の適格性判定等に関する特則」(平成20年12月2日付政委第117号別紙1.)を別紙4. のとおり一部改正すること。
5. 「企業金融支援特別オペレーション基本要領」(平成20年12月19日付政委第124号別紙1.)を別紙5. のとおり一部改正すること。
6. 「企業金融支援特別オペレーションにおける貸付対象先選定基本要領」(平成20年12月19日付政委第124号別紙2.)を別紙6. のとおり一部改正すること。

以 上

「資産担保コマーシャル・ペーパー等の適格性判定に関する特則」 中
一部改正（案）

○ 3. を横線のとおり改める。

3. 本措置は、平成20年10月末までの総裁が別に定める日から実施し、平成22年12月31日をもって廃止する。

「資金供給円滑化のための補完当座預金制度基本要領」中一部改正（案）

- 7. を横線のとおり改める。

7. 付利の開始および終了

この基本要領に基づく付利は、平成20年11月16日を起算日とする積み期間に関する当座預金または準備預り金に対する付利をもって開始し、当分の間これを行うものとする平成21年12月16日を起算日とする積み期間に関する当座預金または準備預り金に対する付利をもって終了する。

- 附則を横線のとおり改める。

(附則)

この基本要領は、本日から実施し、~~7. に定める付利に係る事務が終了した時点をもって廃止する。~~

「日本銀行業務方法書中一部変更」中一部変更（案）

- 附則を横線のとおり改める。

（附則）

この業務方法書の一部変更は、平成二十年十一月十六日から実施し、「資金供給円滑化のための補完当座預金制度基本要領」（平成二十年十月三十一日決定）の廃止とともに、平成三十二年一月十五日限りその効力を失うものとする。

「社債および企業に対する証書貸付債権の適格性判定等に関する特則」中
一部改正（案）

○ 3. を横線のとおり改める。

3. 本措置は、平成20年12月9日から実施し、平成22年12月31日をもって廃止する。

「企業金融支援特別オペレーション基本要領」中一部改正（案）

- 附則を横線のとおり改める。

（附則）

この基本要領は、本日より実施し、平成~~22~~21年~~3~~2月31日をもって廃止する。ただし、同日以前の日を貸付日とする貸付けの取扱いについては、なお従前の例による。

「企業金融支援特別オペレーションにおける貸付対象先選定基本要領」中
一部改正（案）

- 附則を横線のとおり改める。

（附則）

この基本要領は、本日より実施し、平成~~22~~21年~~3~~1月31日をもって廃止する。ただし、同日以前に選定された対象先の取扱いについては、なお従前の例による。

[水野委員案]

「社債買入基本要領」の一部改正等に関する件

(案 件)

最近の社債市場の情勢に鑑み、将来の不確実性に備えるバックストップとして社債買入れを平成22年3月末まで継続するため、下記の諸措置を講ずること。

記

1. 「社債買入基本要領」(平成21年2月19日付政委第22号別紙1.)を別紙のとおり一部改正すること。
2. その他の関連規程の改正については、別途決定すること。

以 上

「社債買入基本要領」中一部改正（案）

- 7. を横線のとおり改める。

7. 買入を行う期間

平成~~22-21~~年~~3-1-2~~月31日までとする。

- 附則を横線のとおり改める。

（附則）

この基本要領は、本日より実施し、平成~~22-21~~年~~3-1-2~~月31日をもって廃止する。

2009年10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、当面の金融政策運営と各種時限措置の取り扱いについて、以下のとおり決定した。

1. 当面の金融政策運営

当面、現在の低金利水準を維持するとともに、金融市場における需要を十分満たす潤沢な資金供給を通じて、きわめて緩和的な金融環境を維持していく。

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は、以下のとおりとする（全員一致または賛成〇〇反対〇〇^(注1)）。

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. 各種時限措置の取り扱い^(注2)

日本銀行では、昨年秋以降、金融市場の極端な収縮に対応するため、CP・社債の買入れなど中央銀行として異例の対応を含め、各種の時限措置を導入した。最近のわが国の金融環境をみると、厳しさを残しつつも、CP・社債市場をはじめ改善の動きが広がっている。今後とも、金融市場の安定を確保し、それを通じて企業金融の円滑化を支援していく上では、金融市場の状況変化に即応した、最も効果的な金融調節手法を採用することが必要である。日本銀行は、こうした考え方にに基づき、各種時限措置の取り扱いを以下のとおりとすることとした。

(1) 企業金融支援特別オペ

企業金融支援特別オペについては、年度末に向け、金融市場の安定確保に万全を期すため、その実施期限を来年3月末まで延長した上で完了する。4月以降は、より広範な担保を利用できる共通担保オペ等の金融調節手段を活用して潤沢な資金供給を行う態勢に移行する。

(注1) 賛成：〇〇委員、〇〇委員、……。

(注2) 〇〇委員は、……。

(2) CP・社債買入れ

CP・社債買入れについては、CP・社債の発行環境が大幅に好転し、CP・社債市場の機能回復という所期の目的を達成したことを踏まえ、予定通り、本年12月末をもって措置を完了する。

(3) 担保要件の緩和措置

民間企業債務および ABCP の担保要件の緩和措置については、引き続き、企業金融の円滑化を支援する上で重要な役割を果たしていることを踏まえ、その実施期限を、来年12月末まで延長する。

(4) 補完当座預金制度

補完当座預金制度は、金融市場における需要を十分満たす潤沢な資金供給を行いつつ、円滑な金融市場調節を実施する観点から、その実施期限を、当分の間延長する。

以 上

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10月30日

日 本 銀 行

経済・物価情勢の展望（2009年10月）（案）

【基本的見解】¹

わが国を含め世界経済は、昨年秋以降の金融危機がもたらしたパニック的な経済・金融活動の収縮という深刻な事態からは脱出しつつある。国際金融資本市場には改善の動きが広がり、世界経済は持ち直している。もっとも、これまでの国際金融資本市場や世界経済の安定化は、民間部門における様々な調整の進捗に加え、各国当局による大規模な政策発動に支えられている面も大きい。今後の世界経済は、米欧におけるバランスシート調整の帰趨、世界経済の持ち直しに大きく貢献している新興国経済の動向などに左右される。これらに関する不確実性は、一頃に比べ低下したとはいえ、依然高い状況にある。こうした点を踏まえ、先行きの経済・物価情勢を展望するに当たっては、中心的な見通しと様々なリスク要因に十分注意を払って点検を行うことが必要である。

（経済情勢の見通し）

2009年度前半のわが国経済は、前年度後半の急激かつ大幅な悪化から、持ち直しに向かった。すなわち、内外の在庫調整の進捗や海外経済の持ち直し、とりわけ新興国の回復などを背景に、輸出・生産は大きく増加した。また、政府による経済対策の実施に伴い、公共投資は増加を続けた。もっとも、厳しい収益環境や低い稼働率などを背景に設備投資は大幅な減少を

¹ 10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。

続けた。個人消費は、各種対策の効果などから耐久消費財に持ち直しの動きが窺われたものの、雇用・所得環境が厳しさを増す中で、全体としては弱めの動きとなった。

先行き 2009 年度後半から 2011 年度を展望すると、わが国経済は、他の先進国と同様、世界経済の動向に引き続き大きく左右される展開を辿る可能性が高い。現在、わが国の景気は持ち直しつつあり、2009 年度後半は、海外経済の改善と経済対策の効果を背景に、景気は持ち直していくとみられる。2010 年度もこの傾向は維持されるものの、世界経済の回復のペースが緩やかなものに止まるとみられること、国内においても需要刺激策の効果が減衰する中で、雇用・賃金面の調整圧力が残存することなどから、年度半ば頃までは、わが国経済の持ち直しのペースも緩やかなものとなる可能性が高い。その後は、米欧におけるバランスシート調整が相応に進捗するとともに、わが国においても、輸出を起点とする企業部門の好転が家計部門に波及してくるとみられる。このため、2011 年度には、わが国の成長率は、・・・²。

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、全体として、緩やかに回復していく姿を想定している。2009 年度後半は、米欧では、需要刺激策や在庫調整の進捗を背景に景気は持ち直していくと考えられる。新興国・資源国では、もともとバランスシート問題が軽微なため景気刺激策の効果がより強く現れやすいことに加え、海

² 最近時点のわが国の潜在成長率を利用可能なデータで推計すると、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、従来推定されていた水準よりも低下しているとみられる。見通し期間中の潜在成長率については、一定の手法で推定すると、2009 年 4 月の展望レポート時点の「1%前後」から低下し、「0%台半ば」と計算される。もっとも、経済が大きく変動している現状では、こうした推計について、相当幅をもってみる必要がある。

外からの資本流入の影響や先進国向け輸出の回復もあって、高めの成長を維持するとみられる。2010年度にかけては、各国におけるこれまでの需要刺激策の効果が減衰することから、一時的に回復の勢いが弱まる可能性があるが、米欧当局はマクロ経済政策により景気回復を支えていく姿勢をとっていること、新興国においては内需が潜在的に強いことなどを踏まえると、世界経済の回復基調が途切れる可能性は低いと考えられる。このため、2011年度にかけて世界経済の成長率は徐々に高まっていくとみられる。ただし、世界経済は2000年代半にかけて蓄積された様々な過剰を調整しながらの回復過程にあり、特に米欧ではバランスシート調整の影響が長引くことから、全体として成長のペースは緩やかなものに止まる可能性が高い。

■ 企業部門

製造業では、世界的な在庫調整の進捗や各種政策による需要押し上げ効果により、輸出・生産が増加している。もっとも、生産の水準はこれまでの落ち込みが大きかったこともあり、なお低い水準に止まっている。今後、在庫調整の影響が後退していくほか、内外における需要刺激策の効果が減衰するにつれ、生産の増加ペースが一時的に弱まる局面はありうるが、世界経済の緩やかな回復傾向が持続する限り、生産の増加基調は失われないものとみられる。また、グローバルな需要に関する企業の中長期的な成長期待が大きく下振れするという事態が生じない限り、生産の増加や企業収益の復調に伴い、設備投資も徐々に回復していくと見込まれる。一方、非製造業や中小企業については、製造業におけるコスト削減努力が需要の押し下げ圧力として働くほか、後述するような家計部門の厳しさを踏まえると、回復は製造業より遅れる可能性が高い。

■ 家計部門

個人消費は、各種対策の効果により耐久消費財で持ち直しの動きが続くとみられるものの、厳しい雇用・所得環境が続く中で、全体としては弱め

の動きが続く可能性が高い。最近では、輸出・生産の増加を背景に、所定外労働時間が増加しているほか、新規求人倍率も下げ止まるなど、雇用指標の一部に変化がみられる。もっとも、失業率の上昇など労働需給の緩和基調は、当面続くとみられるほか、賃金も特別給与を中心に厳しい状況が続くものと考えられる。雇用・所得環境の改善は、企業収益の回復に遅れる傾向があるため、個人消費の持続的な回復が展望できるのは、見通し期間の後半となる可能性が高い。

■ 金融環境

わが国の金融環境をみると、CP・社債の発行環境が大幅に好転しているほか、金融機関の貸出態度の厳しさが後退し始めるなど、改善の動きが広がっている。先行きについても、米欧に比べわが国金融システムの頑健性が維持される中、金融機関の貸出態度など、企業の資金調達を巡る情勢は引き続き改善していくものとみられる。一方、資金需要面をみると、昨年度後半以降急激に高まった手許資金積み増しの動きが沈静化しているほか、設備資金需要なども減少傾向が続くとみられる。このような資金需要の減少を背景に、企業の資金繰りが改善する動きと、銀行貸出やCP発行残高が減少するという動きは、並存していく可能性が高い。特に銀行貸出については、昨年度後半、CP・社債の発行が難しくなった時期に、これらに替わる資金供給手段として大きく残高が増加した。したがって、CP・社債市場の改善に伴い、今後、銀行貸出は弱めに推移する可能性が高い。この間、一部非製造業や中小企業を巡る金融環境は、企業業績の改善が製造業や大企業に比べ遅れる傾向があるため、厳しさが残るものとみられる。2010年度以降は、企業の資金調達環境の改善に加え、企業収益の回復を背景に低金利の持つ景気刺激効果が強まり、こうした金融環境全般の改善が、民間需要の自律的な回復を後押しすると期待される。

(物価情勢の見通し)

以上の経済の見通しのもとで、先行きの物価を巡る環境についてみると、まず、財・サービスのマクロ的な需給バランスを反映する労働や設備の稼働状況は、景気が持ち直すにつれて回復していく姿が想定される。ただし、出発点となる本年度初の稼働状況の落ち込み幅が異例に大きかったため、労働や設備の稼働状況は、見通し期間の終盤頃に向け時間をかけて過去の平均的な水準に近づいていく可能性が高い。次に、ユニット・レーバークスト（生産1単位当たりの人件費）は、企業による賃金の抑制姿勢を背景に、低下していく可能性が高い。この間、中長期的な予想物価上昇率は、長期金利の動向や、家計や企業を対象としたアンケート調査等からみて大きくは変化していない。また、国際商品市況は、年明け以降、最近時点まで上昇してきたが、世界経済の成長のペースが緩やかなものに止まる可能性が高いことを踏まえ、先行きは概ね横ばい圏内での推移を想定している。

以上の環境を前提に、物価情勢の先行きを物価指数に即してみると、国内企業物価指数の前年比は、マクロ的な需給バランスの悪化を反映して、2009年度後半も下落を続けるが、国際商品市況の動向を反映し、下落のペースは鈍化するとみられる。2010年度以降は、マクロ的な需給バランスの改善に伴い、・・・。

消費者物価指数（除く生鮮食品、以下同）の前年比は、2009年度後半には、前年における石油製品価格高騰の反動の影響が薄れてくるため、下落幅はやや大きく縮小する。2010年度以降は、中長期的な予想物価上昇率が安定的に推移すると見込まれる中で、マクロ的な需給バランスが徐々に改善することから、消費者物価指数の前年比下落幅は、・・・もつとも、上述したとおり労働や設備の稼働水準の回復は緩やかであり、ユニット・レーバークストも弱めの動きを続けるとみられるため、消費者物価指数の・・・。

なお、物価が下落を続ける経済においては、物価下落が起点となって景気を下押しするかどうか重要な問題となる。現在の物価見通しでは、・・・金融システムや中長期的な予想物価上昇率が安定していることも踏まえると、物価下落が起点となって景気を下押しする可能性は小さいと考えられる。

(上振れ・下振れ要因)

以上は、現時点で相対的に蓋然性が高いと判断される見通しであるが、冒頭に触れたとおり、こうした見通しを巡る不確実性は、一頃に比べ低下したとはいえ、依然高い状況にある。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、米欧におけるバランスシート調整の帰趨である。資産価格の行き過ぎた上昇を伴って債務が大きく拡大した場合、その後の調整過程において、過大な債務比率を正常な状態に戻すため支出が抑制されることは避けられない。過去、日本を含め、こうした調整の大きさと期間が当初の予想を上回るケースが少なからずみられた。米欧のバランスシート調整の過程においても、同様の動きとなる可能性も意識しておく必要がある。すなわち、家計部門を中心に、過大な債務比率を修正する過程で支出抑制傾向が長く続くことがありうる。金融部門では、信用仲介機能が円滑に働かない状況が長期化し、経済活動に対する下押し圧力が長引くリスクがある。また、こうした下で、実体経済や金融システムに脆弱性が残存する中では、何らかのショックをきっかけに再びグローバルな金融資本市場や金融システムが動揺するリスクもある。この場合、わが国の金融資本市場や金融システムにも相応の影響が及び、これが景気を下振れさせることになる。

第2に、新興国・資源国経済の動向である。中国では、大規模なマクロ経済政策の実施に伴い、内需を中心に高めの成長を実現している。その影響は周辺のアジア新興国や資源国にも及んでいる。また、国際金融資本市

場の改善や先進国における大規模な金融緩和は、新興国等に対する資本流入を促し、この面からも、これらの国々の実体経済を後押ししているとみられる。こうした動きがさらに強まる場合、新興国等の経済動向は、わが国経済に対する上振れ要因となる。一方、新興国等における為替政策やマクロ政策の運営次第では、これらの国々の景気が過熱し、資源価格が上昇するおそれがある。この場合、わが国に対しては、資源価格高に伴う交易条件の悪化により、国内民間需要に対する下押し要因となる可能性もある。

第3に、世界各国で取り組んでいる各種政策の今後の展開である。昨年秋以降、日本を含め世界各国は、財政・金融政策、金融システム対策など様々な面で、大規模な政策対応を講じてきた。これらの効果によって、国際金融資本市場には改善の動きが広がり、世界経済は持ち直している。こうした政策運営の今後の展開は、わが国も含め世界経済の動向に大きな影響を与えることになる。すなわち、民間需要が依然として脆弱な状況のもとで、公的な需要刺激策の効果が薄れていく場合には、景気が下振れるリスクがある。この場合、保護主義的な動きが広がり、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があることにも注意する必要がある。一方、成長率が高まっていく中で緩和的な金融環境が過度に長期間維持されると、経済活動や物価の振幅を大きくするリスクがあることについても、引き続き留意する必要がある。また、必要以上に長期間に亘って公的措置が維持された場合には、非効率な分野に資源が滞留することによって、経済全体の生産性が低下する可能性もある。公的債務残高が増加する中で、財政規律や金融政策運営に対する信認が低下する場合には、長期金利の大幅な変動など金融資本市場に悪影響を及ぼすリスクも存在する。

第4に、企業の中長期的な成長期待の動向である。見通しでは、グローバル需要に関する中長期的な成長期待が維持される中で、海外経済の持ち

直しを背景に、設備投資も緩やかに回復することを想定している。しかし、海外経済の下振れなど何らかのきっかけで、わが国の企業の中長期的な成長期待が低下する場合には、設備投資を中心に景気が下振れる可能性がある。また、新興国の持続的成長が展望される一方で、わが国経済の成長期待が回復しない場合には、新興国への投融資が増加する一方で、国内投資が抑制された状態が続く可能性もある。企業の中長期的な成長期待が下振れた場合には、先行きの雇用・所得に対する不安感が高まることによって、家計支出の抑制に繋がるリスクもある。

次に、物価情勢の先行きについても、上振れ・下振れ両方向の不確実性がある。景気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、企業や家計の中長期的な予想物価上昇率が挙げられる。わが国経済は、先行きにかけて、労働や設備の稼働状況は回復していくと見込まれるものの、そのペースは緩やかなものに止まる可能性が高い。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、マクロ的な需給バランス、あるいは労働や設備の稼働状況を把握する上での不確実性が大きいことに留意する必要がある。経済が構造的な需要の変化を伴って大幅に落ち込んでいる場合には、資本ストックの陳腐化や削減などから、経済の供給能力や潜在成長率も低下している可能性がある。この場合、過去のデータに依拠した需給ギャップに基づいてマクロ的な需給バランスを推定すると、結果として物価下落圧力を過大に見積もるリスクが存在する。第3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。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、新興国の成長が予想以上に強いものである場合や、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、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³。

まず、第1の柱、すなわち先行き2011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・・・と考えられる。また、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比は、2009年度後半以降、・・・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に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、新興国・資源国の経済情勢など、上振れ要因がある一方で、米欧のバランスシート調整の帰趨や企業の中長期的な成長期待の動向など、一頃に比べれば低下したとはいえ、依然として下振れリスクがある。物価面では、新興国・資源国の高成長を背景とした資源価格の上昇によって、わが国の物価が上振れる可能性がある。一方、中長期的な予想物価上昇率の低下などにより、物価上昇率が下振れるリスクもある。

³ 2009年4月に点検した「中長期的な物価安定の理解」は、消費者物価指数の前年比で0～2%程度の範囲内にあり、委員毎の中心値は、大勢として、1%程度となっている。

〈先行きの金融政策運営方針〉

(参考1)

▽2009～2011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)
2009年度	～ ◇	～ ◇	～ ◇
7月時点の見通し	-3.7～-3.0 <-3.4>	-6.0～-5.8 <-5.9>	-1.5～-1.2 <-1.3>
2010年度	～ ◇	～ ◇	～ ◇
7月時点の見通し	+0.6～+1.1 <+1.0>	-2.1～-1.5 <-2.1>	-1.2～-0.7 <-1.0>
2011年度	～ ◇	～ ◇	～ ◇

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

(注2) 各政策委員は、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3) 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)
2009年度	～	～	～
7月時点の見通し	-3.8～-3.0	-6.2～-5.7	-1.6～-1.2
2010年度	～	～	～
7月時点の見通し	+0.5～+1.5	-2.1～-1.4	-1.2～-0.6
2011年度	～	～	～

(参考2)

リスク・バランス・チャート

[背景説明]

1. 2009 年度前半の経済・物価・金融情勢

(経済動向)

2009 年度前半のわが国経済を振り返ると（図表 1）、景気は前年度後半の急激かつ大幅な悪化から、持ち直しに向かった。公共投資は増加を続けたほか、輸出や生産も大きく増加した。一方、厳しい収益状況などを背景に、設備投資は大幅な減少を続けた。雇用・所得環境が厳しさを増す中で、個人消費は全体としては弱めの動きを続け、住宅投資は減少した。こうした景気展開は、前回（4月）の「経済・物価情勢の展望」（展望レポート）や7月の中間評価における見通しに概ね沿ったものと評価される。

やや詳しくみると、公共投資は、2008 年度補正予算の執行に加えて、2009 年度当初予算の前倒し執行もあって、増加を続けた。輸出入についてみると（図表 2）、輸出は、2008 年度後半に大幅に減少したあと、各国の政策措置の効果や海外現地在庫の調整進捗などを背景に、2009 年 4～6月、7～9月と増加した。輸入も、生産の動きなどを反映して増加に転じたが、輸出に比べると増加ペースは緩やかなものとなった。この結果、実質貿易収支でみた純輸出は、1～3月をボトムにはっきりと増加した。企業収益は、1～3月まで大幅に落ち込んだあと、4～6月は、生産の増加や人件費の抑制などにより、きわめて低水準ながら持ち直しに転じた（図表 3 (1)）。こうしたもとで、企業の業況感についても、製造業大企業を中心に、改善の動きがみられた。以上を背景に、設備投資は、減少を続けたが、減少ペースは次第に緩やかとなった（図表 3 (2)）。この間、雇用面では、雇用調整助成金の利用などを通じて雇用維持が図

られたものの、経済活動の落ち込みを受けて、労働力調査の雇用者数は明確な減少に転じた（図表4(1)）。賃金面では、製造業を中心とした労働時間の減少などから所定内給与や所定外給与がともに前年比マイナスを続けたほか、企業収益の落ち込みを背景に特別給与も大幅に減少した（図表4(2)）。これらの結果、雇用者所得は大幅に減少した（図表4(3)）。そうしたもとの、個人消費は、各種対策の効果などから耐久消費財は持ち直したが、全体としては弱めの動きとなった（図表5(1)）。消費者コンフィデンス関連指標は、小売価格の下落に加え、各種の需要喚起政策などから、総じて持ち直したものの、なお低水準での動きとなった（図表5(2)）。住宅投資は、雇用・所得環境が厳しさを増したことや、不動産関連セクターを取り巻く金融環境の悪化などから、水準を大きく切り下げた。

こうした内外需要の動向を背景に、鉱工業生産は、2008年度後半に大幅に減少したあと、4～6月、7～9月と増加した（図表6(1)）。前年比でみると、1～3月には3割を超えるマイナスとなったが、7～9月には2割程度までマイナス幅が縮小した。前年比を業種別にみると（図表6(2)）、輸送機械や電子部品・デバイスをはじめとする多くの業種で、輸出の増加や国内自動車販売の持ち直しなどを背景に、マイナス幅が縮小した。在庫は、出荷の増加を受けて減少を続け、出荷・在庫バランスははっきりと改善した（図表6(3)）。全産業活動指数の前年比をみると（図表7）⁴、製造業はマイナス幅が縮小したが、非製造業が弱めの動きを続けたことから、全体ではマイナス幅の縮小が緩やかなものとなった。

以上のような需要・生産動向を反映し、労働や設備の稼働状況は、き

⁴ 全産業活動指数は、成長率のトレンドは実質GDPに比べて幾分低いものの、実質GDPと概ね平行に動く。

わめて低水準ながら、幾分改善した（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、大幅な過剰が続いたが、その幅は幾分縮小した。マクロ的な需給バランスを表す需給ギャップの推計値も、1～3月にかけて大幅なマイナスとなったあと、4～6月のマイナス幅は若干縮小した⁵。

（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高騰の反動と、経済の落ち込みの影響が、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んだ（図表9、10）。7月の中間評価における見通しと比べると、国内企業物価は、国際商品市況の強含みを主因に、幾分上振れたが、消費者物価は、消費者の低価格志向を受けた価格引き下げの強まりなどから、小幅下振れて推移した。

やや詳しくみると、国内企業物価の前年比は、8月には-8.5%と、2か月連続で1960年の統計開始以来最大の下落幅となった。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、9月は-2.5%（p）と、下落幅は5か月連続で過去最大を更新した。内訳について最近の傾向的な動きをみると（図表11）、財価格の下落幅が大きく拡大した。とりわけ、石油製品の下落幅拡大と食料工業製品の下落転化が、全体の動きに大きく影響した。また、耐久消費財や、日用品を多く含むその他財でも、下落幅が拡大した。サービス価格は、携帯電話料金や外国パック旅行、家事関連サービスの

⁵ 7～9月の需給ギャップは、さらに幾分マイナス幅が縮小したとみられる。なお、最近の需給ギャップと、短観の加重平均DIは、水準の乖離が大きい。需給ギャップについては、とりわけ経済の変動が大きいときには計測誤差が大きくなり、足もとではマイナス幅を過大評価している可能性が高いと考えられる。一方、短観の加重平均DIは、①「過剰」か「不足」かのみを尋ねており「過剰」の大きさが反映されないこと、②企業外の失業等は反映されないこと、などから、経済活動水準の落ち込み度合いを十分捉えきれていない可能性が高いと考えられる。

下落幅拡大、外食の上昇幅縮小などを反映して、下落幅が拡大した。公共料金も、電力料金や都市ガス代の引き下げなどから、下落幅が拡大した。

(金融市場動向)

2008年9月以降、国際金融資本市場の緊張が高まる中、世界経済は急速に悪化した。各国の中央銀行や政府は、金融と実体経済の負の相乗作用の深化を食い止めるため、様々な施策を実施してきた。この結果、2009年入り後は、景況感の悪化ペースは鈍化し、国際金融資本市場の緊張も徐々に和らいでいった。米欧短期金融市場における資金調達圧力は低下し、銀行間レートの対短期国債スプレッドは低下したほか、社債の信用スプレッドも低下した(図表12)。また、新興国でも、通貨の上昇やソブリン・リスク・プレミアムの低下など、金融環境が多くの国で改善した。

わが国の金融資本市場は、国際的な金融混乱の影響を受け、様々な市場で、市場機能が低下するとともに、実体経済も急速に悪化した。こうした状況を踏まえ、日本銀行は、政策金利の引き下げに加え、金融市場の安定確保や企業金融円滑化の支援のために、様々な政策を実施した(図表13)。二度の政策金利の引き下げのあと、コールレートは極めて低い水準で推移し、年明け以降、ターム物レートは低下した(図表14)。また、先行きの短期金利に対する市場の見方は、当面、低金利が続く見通しとなった(図表15)。

わが国の長期金利は、景況感の悪化を背景に、昨年末にかけて低下したが、その後は、景況感の回復とともに、一旦上昇した後、横ばい圏内の動きとなった(図表16)。また、わが国の株価は、国際金融資本市場の動揺や世界的な景気悪化に対する懸念を背景に、昨年秋以降、大幅に下落した

が、春頃からは、景況感の改善とともに反転した（図表 17）。為替相場は、年明け以降、円安の動きとなっていたが、夏場以降は円高の動きとなった（図表 18）。

（金融環境）

わが国の金融環境は、昨年末にかけて、急速に厳しさを増したあと、春頃からは、CP・社債市場を中心に改善の動きが広がった（図表 19）。一方、コールレートは、二度にわたる政策金利の引き下げのあと、極めて低い水準で推移したが、実体経済活動や企業収益との対比で見れば、低金利の緩和効果は減殺された状態が続いた（図表 20）。

資金供給面では、企業からみた金融機関の貸出態度は、昨年秋以降、急速に悪化したが、本年度入り後は、なお厳しいとする先が多いものの、幾分改善した（図表 21(1)）。CP・社債の発行環境は、信用スプレッドの低下、社債の発行額や銘柄の拡大など、改善の動きが続いた結果、良好な状況となった（図表 22）。ただし、下位格付先の社債の発行環境は厳しい状態が続いた。資金需要面では、年度末にかけて手許資金積み増しの動きがみられたものの、年度明け以降は、そうした動きが沈静化したほか、企業の運転資金需要、設備資金需要ともに後退した。

以上のような環境のもとで、企業の資金調達動向をみると、銀行貸出は、年度末にかけて、CP・社債からの振り替わりや手許資金積み上げの動きを背景に、高い伸びを続けた（図表 23(2)）。その後は、企業の資金需要の後退を主因に、銀行貸出の伸びが鈍化したほか、CPの発行も減少した。一方、社債の発行は、市場環境の改善に加え、大企業を中心に、負債の長期化を図る動きが続き、高水準となった。こうした中、企業の資金繰りをみると、中小企業を中心に、なお厳しいとする先が多いものの、改善の動

きが続いた(図表 21(2))。この間、マネーストック(M2)の前年比は、緩やかに伸びを高めた(図表 23(3))。

地価は、都市部・地方圏とも下落した。2009年の都道府県地価調査(7月1日時点)をみると、東京、大阪、名古屋の三大都市圏及び地方圏において、商業地・住宅地ともに、地価は前年比でマイナスとなった(図表 24)。なお、東京都区部における半期ごとの地価動向をみると、商業地・住宅地ともに、前期比マイナス幅は幾分縮小した⁶。

2. 2009年度後半～2011年度の経済・物価見通し

(経済・物価見通し)

2009年度後半から2011年度までを展望すると、2009年度後半は、海外経済が持ち直しを続け、内需も政策効果が継続するとみられる。そうしたもとで、中長期的な成長期待の一段の下振れは回避され则认为られ、設備投資も下げ止まって、景気は持ち直していくとみられる⁷。2010年度は、景気は持ち直しを続けるが、①2009年度の押し上げ要因である公共投資や耐久財消費に反動が生じるとみられること、②海外経済の回復力は、過去数年間に蓄積された過剰の調整によって制約され则认为られること、③国内においても雇用や賃金の調整圧力が残存すると予想されること、などから、持ち直しのペースは緩やかなものにとどまる可

⁶ 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。

⁷ 在庫については、自動車や電子部品・デバイスの調整が基本的に完了したとは言え、マクロベースでは、仕掛品在庫や流通在庫を中心に、なお高水準にある(図表 25)。このため、2011年度までの見通し期間を通じて、在庫は減少を続けると考えられる。ただし、在庫減少ペースの鈍化を反映して、2次微分である実質GDPへの寄与は、2010年度前半以降、小幅のプラスないしゼロ近傍で推移すると考えられる。

能性が高い。2011年度には、海外経済は、過剰の調整が進むにつれて回復が明確化し、多くの回復局面と同様、潜在成長率を明確に上回るペースまで成長率が高まると展望される。そのもとで、日本経済も、企業部門の回復が家計部門にも徐々に波及し、回復のペースが高まると想定される。

以上の見通しを実質GDP成長率で考えると、足もとは在庫調整完了や政策効果による強めの反発力が作用しているため、……。これを年度単位でみると、2009年度に……。2010年度は……。2011年度は……。と想定される⁸。こうした見通しを、4月の展望レポートや7月の中間評価における見通しと比べると、……。

以上の経済の動きをISバランスの観点からみると（図表26）、2009年度は、財政支出増加や税収の減少により、財政赤字が大幅に拡大するものの、民間の貯蓄超過幅も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、経常収支黒字は、2009年度は2008年度との対比で概ね横ばいとなり、2010年度以降、緩やかに増加する見通しである。

先行きの物価を取り巻く環境をみると、労働や設備の稼働状況は、景気が持ち直すにつれて回復していく姿が想定される。ただし、出発点となる本年度初の稼働状況の落ち込み幅が異例に大きかったため、労働や設備の稼働状況は、見通し期間の終盤頃に向け、時間をかけて過去の平

⁸ 2009年度は、2008年度末に大幅に落ち込んだGDP水準から出発するために、年度単位でみた成長率は、年度中の成長率（いわゆる風速）と異なって、大幅なマイナスとなることに注意が必要である。風速でみれば、……。

均的な水準に近づいていくという経路を辿る可能性が高い。ユニット・レーパー・コスト（生産1単位当たりの人件費）は、今後、賃金の抑制を背景に、低下していく可能性が高い（図表 27）。この間、国際商品市況については、上下両方向に不確実性があるが、今回の見通しでは、先行き概ね横ばい圏内で推移していくと想定している。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予想物価上昇率をみると（図表 28）、「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中、足もとでは0%を下回る水準まで低下している。一方、「今後5年間の予想インフレ率」は、いったん上昇したあと緩やかに低下しているが、その変動は小さく、小幅のプラスで比較的安定している。長期金利の動向等をもみても、中長期的な予想物価上昇率は総じて安定していると推測される。

以上を踏まえると、2009年度後半は、前年における国際商品市況高騰の反動の影響が薄れてくるため、消費者段階を含め、物価の前年比下落幅はやや大きく縮小すると予想される。その後も、中長期的な予想物価上昇率が安定的に推移するとみられるもとで景気が回復を続け、マクロ的な需給バランスが徐々に改善することから、消費者物価・・・。

年度の計数については、国内企業物価の前年比は、2009年度は・・・、2010年度は・・・、2011年度は・・・と予想される。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、2009年度については、・・・⁹。その後、2010年度は・・・、2011年度は・・・。こうした見通しを、7月の中間評価と比較すると、国内企業物価は、・・・。消費者物価は・・・。

⁹ 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。

(輸出入を取り巻く環境)

昨年秋以降、わが国を含め世界各国は、金融システム対策や積極的な金融・財政政策に取り組んできた。これらの効果によって、国際金融資本市場は安定に向かい、世界の景気は大幅に悪化したあと、持ち直してきた。先行きの海外経済については、2009年度前半に、在庫調整の進展や各種政策の効果からプラス成長に転じたあと、2009年度後半以降は、2011年度にかけて徐々に成長率を高めていくことが展望される(図表29)。新興国と先進国に分けると、中国など新興国においては、内需の強さが持続すると想定している。先進国でも、とりわけ見通し期間の前半はバランスシート調整圧力がなお強いとみられるが、金融・財政面からの政策的な支えもあって緩やかな景気回復基調が維持され、その後は徐々に民間の回復力が強まると想定している。

こうした海外経済の想定のもとで、わが国からの輸出については、2009年度中は、各国の政策効果や海外在庫の調整進展の影響が大きい前半を中心に、大きく反転上昇すると予想される¹⁰。2010年度以降も、海外経済が回復を続けるもとで、2009年度中のリバウンド局面に比べて勢いは鈍るが、輸出の増加が続くと考えられる。ただし、きわめて大幅に落ち込んだ水準からの回復であるため、2011年度末頃の輸出の水準は、2007年度末頃のピーク並みないしそれを下回る水準にとどまる可能性が高い。

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4～6月、7～9月と、内外の政策の効果や在庫調整の進展を受けて大きくリバウンドしたあと、2009年度後半も増勢が続くとみられる。その後も、耐久財消費の

¹⁰ ただし、GDP全体と同様、2009年度は非常に低い水準から始まるため、年度単位でみた輸出の前年比はマイナスになると考えられる。

振れなどにより一時的に弱まる局面もありうるが、基本的には、2010年度、2011年度と増加を続けると想定される。ただし、2011年度末頃の水準は、2007年度末頃のピークには達しない可能性が高い。

こうした輸出・生産の見通しの前提となる、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いた。そのもとで蓄積された過剰の調整には相当の時間がかかることも考えうるため、脆弱な金融環境の長期化や雇用の回復の遅れなどを通じて、米欧を中心に景気が下振れる可能性がある。

一方、新興国・資源国経済については、上振れの可能性がある。中国をはじめとするアジアや中南米などの新興国の多くは、バランスシートの調整圧力や財政赤字が小さいため、マクロ政策面での自由度も高く、旺盛な潜在需要が実現されやすい環境にあると考えられる。そうした新興国の旺盛な内需は、世界経済を持続的な回復へ導く原動力として働きうる。こうした動きは、資源価格の上昇を通じて、資源国経済の成長も促すことになる。また、国際金融資本市場の回復や先進国における大規模な金融緩和は、新興国等に対する資本流入を促し、この面からも、これらの国々の実体経済を後押しするとみられる。こうした動きが更に強まる場合、新興国等の経済動向は、わが国経済に対する上振れ要因となる。一方、為替政策やマクロ政策の運営、行き過ぎた期待やそれに伴う海外資本の流入が、景気の過熱や資源価格の上昇をもたらす可能性もある。この場合、わが国に対しては、資源価格高に伴う交易条件の悪化により、国内民間需要に対する下押し要因となる可能性もある。なお、この点に関連して、失業率などから推測される世界の需給ギャップはかな

り大きいため、新興国の景気が多少過熱しても世界全体の過熱にはつながりにくい、という見方も論理的には成り立ちうる。しかし、そうした論理の前提となる世界の需給ギャップや潜在成長率には、とりわけ資源・エネルギー面まで考慮すれば、大きな不確実性があることに注意が必要である。

さらに、以上の輸出見通しは、海外生産シフトが、過去の上昇トレンドから大きく上振れてはいかないことを、前提にしている（図表 30）。しかし、仮に海外生産シフトが加速するような場合には、世界経済が順調に回復しても、日本からの輸出は伸び悩む可能性もある。こうしたグローバルな生産立地については、先進国から新興国への需要シフトや、為替相場の動向等を踏まえつつ、多くの企業が戦略を探り続けている段階であり、不確実性が大きい。

（企業の収益環境と支出行動）

マクロの所得形成についてみると（図表 31）、4～6月は、実質GDPの前年比マイナス幅が7%強となる中で、実質GDI（国内総所得）や実質GNI（国民総所得）の前年比マイナス幅は4%台半ばまで縮小した¹¹。内訳をみると、交易利得のプラス寄与と、純輸出や海外からの所得純受取のマイナス寄与がほぼ見合っており、約1年間わが国経済を下押ししてきた海外への所得流出は、前年比で見れば概ね止まるかたちとなっている。

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）、製造業については、昨年秋から本年初までの大幅な売上高の落ち込みに、

¹¹ 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・輸入デフレーターの加重平均－実質純輸出

人件費削減等による固定費の削減が追いつかなかつたため、損益分岐点が高止まり、1～3月、4～6月は大企業を中心に赤字となった。非製造業も、製造業ほどではないにせよ売上高が落ち込んでいるため、損益分岐点を引き下げて収益確保を図っている状況にある。

今後の企業収益を展望すると、製造業では、人件費や減価償却費の削減などを通じて損益分岐点を引き下げる動きが、しばらく続く可能性が高い。そうした減価償却費の削減のため、新規の設備投資の抑制に加えて、既存設備の除却や廃棄も進められていくと考えられる¹²。そうした固定費の抑制と、輸出の回復により、製造業の経常利益は、2010年度にはある程度はつきりした増益が予想される。他方、非製造業は、製造業におけるコスト削減の動きが影響するほか、内需の回復には時間がかかるとみられることから、2010年度は固定費の抑制を続けても収益はさほど回復せず、明確な回復は2011年度にずれ込むと考えられる。

設備投資についてみると（図表34）、厳しい収益状況などを背景に減少を続けているが、減少ペースは緩やかになってきている。このうち機械投資は、既にきわめて低い水準まで低下しているもとの、今後は製造業の稼働率上昇に伴い、持ち直しに向かうとみられる¹³。もっとも、建設投資については、建築着工床面積などの先行指標の動きからみる限り、なおしばらくは弱い動きを続ける可能性が高い。このため、設備投資全体では、当面、下げ止まりのあと、低水準のまま横ばいないし微増程度の動きを続け、2010

¹² 過去においても、1998年の金融危機後は、除却等を通じ、数年間にわたって生産能力が引き下げられた。今回の局面でも、生産能力圧縮の動きは既に始まっている（図表33(1)）。なお、こうした生産能力の引き下げは、潜在成長率の下方シフトの一因となっている。

¹³ 実証的には、機械投資の「水準」が稼働率と高い相関関係にある（図表33(2)）。したがって、稼働率がなお低い水準にあっても方向として上昇し始めれば、機械投資が増加する環境も次第に整うと考えられる。

年度になると増加の動きが徐々にはっきりしていくと考えられる¹⁴。資本ストック循環図でも、企業の期待成長率がはっきりとマイナスに落ち込んでいかなない限り、2010年度の設備投資は増加に転じるとみることができ（図表35）¹⁵。

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36）¹⁶、有利子負債残高は、2006年初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。こうした点からみれば、少なくとも大企業に関しては、設備投資が財務面から強く制約される可能性は小さい。

もっとも、設備投資の先行きを巡っては、不確実性も大きい。とくに、海外経済の下振れリスクが顕在化するような場合は、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、海外経済が回復を続ける場合でも、①競争力維持の

¹⁴ 2009年4～6月の設備投資がきわめて低い水準にあるため、7～9月以降下げ止まって横ばいとなっても、2009年度の設備投資前年比は-15%前後の大幅な減少となる。なお、設備投資の形態別内訳は、機械投資が約6割、建設投資が約3割、ソフトウェアが約1割とみられる。

¹⁵ 資本ストック循環図は、「設備投資の資本ストック比率=資本係数のトレンド成長率+減耗率+期待成長率」という関係をもとに、各種の前提に基づいて試算したものである。今回の局面では、景気の落ち込みがかつてなく深いため、資本ストック循環図も幅をもってみる必要がある。例えば、資本係数のトレンドや減耗率に関する前提等によっては、期待成長率がプラスであっても、2010年度の設備投資がマイナスとなる可能性は残る。

¹⁶ 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。

観点等から生産拠点の海外シフトが進む可能性、②個人消費の弱さや金融環境の厳しさなどから中小企業の回復が遅れる可能性、などの下振れ要因がある。一方、上振れ要因としては、①輸出の回復ペースが予想以上に速まる可能性、②環境関連など新たな需要創出に向けて企業行動が強まる可能性、などが考えられる。

(雇用・所得環境と家計の支出行動)

雇用・所得環境は、労働需給が大幅に緩和し、雇用者所得も大幅に減少するなど、厳しい状況が続いている。景気の落ち込みが大きく、先行きの回復は緩やかであることを踏まえると、雇用・賃金の調整圧力はしばらく残ると考えられる。

雇用面についてみると、雇用者数に一人当たり労働時間を乗じた労働投入量の前年比減少幅は、実質GDPの減少幅に比べて、なお小さい状況が続いている(図表37(1))。これは、需要の落ち込みとそれに対応する減産が急速であったために、労働生産性が一時的に大きく低下していることを意味する。こうした現状を踏まえると、今後は需要が回復基調をたどっても、労働投入量の抑制を続けつつ、労働生産性の回復で供給を増やす余地が大きい。しかも、これまでの労働投入量の減少には労働時間の減少がかなり寄与しているため、労働投入量が徐々に回復し始める段階になっても、まずは労働時間の回復が優先される可能性が高い。以上を踏まえると、雇用者数が増加に転じるのはかなり先になると考えられる。

ちなみに、一人当たり労働生産性の動きを確認すると、足もとは過去のトレンドをかなり下回る水準まで低下している(図表37(2))。したがって、先行きは、プラス成長が続いて労働生産性の水準がある程度はつ

きり回復するまで、雇用調整圧力が残るとみておく必要がある¹⁷。

このように雇用の回復には時間がかかるとみられるもとの、失業率は、当分の間、高水準で推移する可能性が高い。また、最近の失業率の上昇には、経済の活動水準の低下だけでなく、求人分野と就職希望分野のミスマッチなどから生じるいわゆる構造的な失業率の上昇も、影響しているとみられる（図表 37(3)）¹⁸。

厳しい企業収益や労働時間の削減などを背景に、賃金は明確に減少している。2009 年度の賞与は、夏季に続き冬季も、過去に例をみない大幅な減少が予想される。労働分配率（雇用者報酬／名目 GDP）は、2008 年度後半に 53.7%と、前回ピークの 2001 年度（54.3%）に迫る水準まで上昇した（図表 38）。今後は、企業が収益力の立て直しを図る過程で、こうした労働分配率を引き下げる力が働き続ける可能性が高く¹⁹、上述した雇用面に加えて、賃金面の調整圧力もしばらく残るとみられる。このため、雇用者報酬は、2009 年度に大幅に減少したあと、2010 年度もそのペースは緩やかになりつつも減少が続き、回復の環境が整ってくるのは 2011 年度と予想される。

この間、実質ベースでみた家計の所得は、各種施策による家計への所

¹⁷ もちろん、労働生産性のトレンドは幅を持ってみる必要がある。例えば、労働集約工程の海外移管や、企業の慎重な雇用スタンスなどによって、結果的に 2000 年代以降の高めの労働生産性のトレンドが維持されるような場合には、実質 GDP が上振れない限り、雇用の回復はさらに遅れる。

¹⁸ 構造的失業率の試算は、UV 分析に基づくものである。UV 分析とは、労働者の側からみた失業（unemployment）と、企業の側からみた人手不足（vacancy）の状況から、労働需給のミスマッチを試算する手法であり、この分野ではしばしば用いられる。詳細については、『雇用・所得情勢にみる日本経済の現状』（日本銀行調査統計局、2004 年 12 月）を参照。

¹⁹ 足もとの労働分配率は、2009 年 1～3 月の 54.1%から、4～6 月は 53.2%へと低下し始めている。

得移転や、物価の下落を反映して、名目ベースの雇用者報酬ほどには悪化していない（図表 39）。

以上を踏まえつつ、個人消費をみると、各種対策の効果などから耐久消費財は持ち直しているが、全体としては弱めの動きとなっている。先行きについては、自動車購入に対する補助金などが今年度で満了となることを前提にすると、それに伴う反動もあって、2010 年度の個人消費は弱めの動きが続く可能性が高い。2011 年度には、企業部門の回復が家計へ波及するもとの、個人消費の持ち直しが次第にはっきりしていくと予想される。

こうした個人消費の見直しには、上振れ・下振れ双方の可能性がある。消費性向（個人消費／可処分所得）には、高齢化に伴う上昇トレンドがあるが（図表 39(2)）、仮に、雇用・所得環境の厳しさが長引く中で、中長期的な期待所得（恒常所得）も低下していけば、消費性向は上記の長期トレンドから下方に乖離する可能性が高まる。他方、企業が潜在的な家計需要の掘り起こしに一段と力を入れる場合や、景気回復期待の強まりなどから株価の持ち直しが明確化する場合などには、消費者の購買意欲が刺激されて消費性向は上振れる可能性もある²⁰。この間、少子高齢化や財政赤字の拡大に伴う将来への不安が、さらに増大するかむしろ減じるかは、消費性向を左右する重要な要因になりうると考えられる。

住宅投資についてみると、昨秋以降、雇用・所得環境が厳しさを増したことや、不動産関連セクターを取り巻く金融環境が一段と悪化したことなどから、水準を大きく切り下げている。先行きについては、2009 年

²⁰ 日本の家計は金融資産の蓄積が進んでいる（図表 40）。また、高齢化が進んでいることもあって、世帯全体の 3 分の 1 程度は非勤労者世帯が占めている。したがって、雇用者所得だけで個人消費が決まるわけではなく、新商品・サービスの登場や、株価の変動も重要な要素になる、と考えられる。

度中に概ね下げ止まり、2010年度中に緩やかな増加に転じると予想される。その背景は、住宅投資の水準が既にきわめて低くなっているもとの、①住宅・宅地分譲業者の景況感が、本年初をボトムに改善を続けていること（図表41(2)）、②税制、価格、金利面のメリットを理由に、マンションは買い時との見方も増えてきていること（図表41(3)）、などである。ただし、上述のとおり雇用・所得環境の厳しさが続くことなどを踏まえると、回復のタイミングやペースを巡る不確実性は非常に大きい。

（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、消費者の節約意識が強まる中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42）。消費者物価（除く生鮮食品）の財価格をみると、このところ前年比がマイナスに転じているほか、家計調査の購入単価はマイナス幅の拡大が一段と目立っている（図表43）。購入単価の低下には、より低価格の代替商品へのシフトなどを含めて、消費者の節約意識の強まりが反映されていると考えられる。そして、このような消費者行動の変化は、小売段階の競争を激化させ、従来と同じ商品も値下げして販売する動き、ひいては物価指数の低下につながっていると考えられる²¹。

消費者物価の先行きを展望すると、前年比の下落幅は7～9月に－2%台半ばで最大となったあと、その後は、前年における石油製品価格高騰の反動の影響が薄れるに伴い、下落幅がはっきり縮小するとみられ

²¹ 家計調査の支出金額を購入数量で割って算出した購入単価は、消費者が低価格のプライベート・ブランド品や特売品を多く購入するようになると、下落する。これに対し、消費者物価は、継続して価格調査ができる財・サービスの価格変動を表しており、特売品も限定的にしか反映されない。

る。そうした動きが一巡したあとは、中長期的な予想物価上昇率と、マクロ的な需給バランスの動きが、消費者物価に影響を与える主たる要因になる。今回の経済見通しを踏まえると、中長期的な予想物価上昇率が安定的に推移するもとの、マクロ的な需給バランスは徐々に改善していくため、・・・²²。

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。物価に固有の上振れ・下振れ要因としては、第1に、企業や家計の中長期的な予想物価上昇率に関する不確実性がある。今回の見通しでは、中長期的な予想物価上昇率が安定的に推移し、実際の物価上昇率には、次第に中長期的な予想物価上昇率へと近づく力が働く、と想定している。しかし、マクロ的な需給バランスの低迷が長く続く間に、中長期的な予想物価上昇率が下方シフトしてしまうリスクは否定できない。他方、実際の物価上昇率が中長期の予想物価上昇率に近づく力が、想定以上に強く働くことなどにより、とりわけ見通し期間の後半については、上記の見通しが上振れる可能性もある。

第2に、マクロ的な需給バランス、あるいは労働や設備の稼働状況を把握する上での不確実性が大きいことに留意する必要がある。経済が構造的な需要の変化を伴って大幅に落ち込んでいる場合には、資本ストックの陳腐化や削減などから、経済の供給能力や潜在成長率も低下している可能性がある。この場合、過去のデータに依拠した需給ギャップに基

²² 現行指数は、基準年の2005年から時間が経ってきたため、指数水準が大幅に低下した耐久消費財のマイナス寄与が小さめに出て、全体では前年比マイナス幅が小さめに出る傾向が強まりつつある。言い換えれば、指数が2010年基準に切り替わった段階で、2011年1月以降の前年比が、今回の見通しから下方修正されうる。2010年基準への改定時期は、通常どおりなら、2011年夏ごろと予想される。その際、2010年12月以前の前年比は遡及改定されない見込みである。

づいてマクロ的な需給バランスを推定すると、物価下落圧力を過大に見積もるリスクが存在する。

第3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、2009年央にかけて反発した。先行きについては、世界経済の回復のペースが緩やかであることを踏まえ、概ね横ばい圏内での推移を想定している。もっとも、近年の経験を踏まえると、今後も、先行きの世界経済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さう²³。

以 上

²³ 以上に挙げなかった点として、揮発油税の暫定税率の廃止、高速道路の無料化、公立高校の無償化などが実施されると、2010年度の消費者物価はその分押し下げられる。ただし、そうした制度変更による物価水準の変化は、基調的な物価変動とは性格が異なるものとして理解する必要がある。

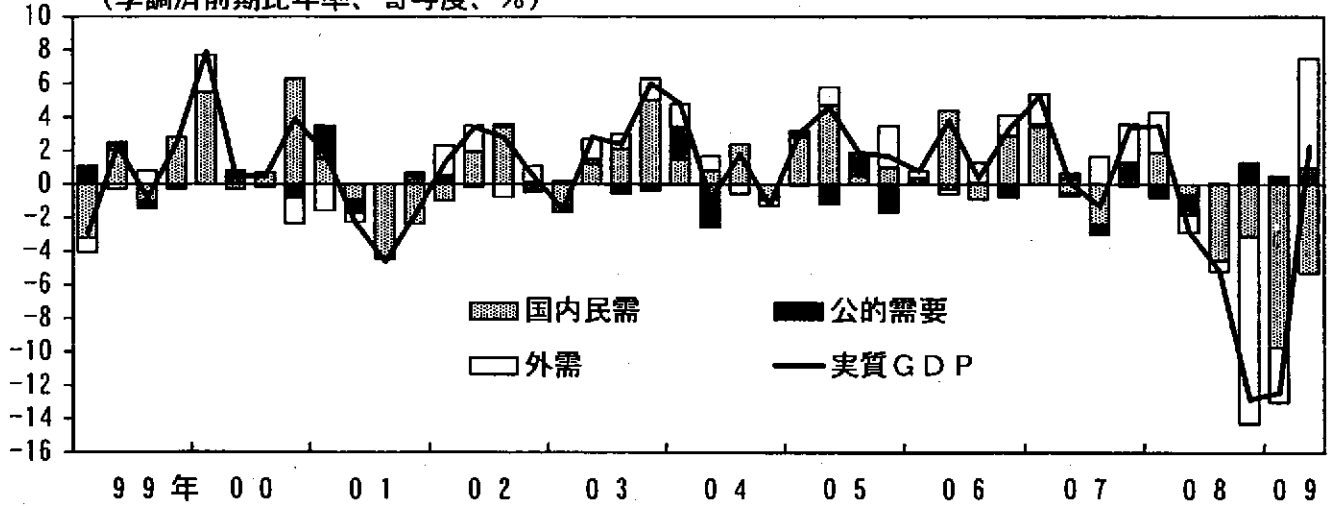
経済・物価情勢の展望（2009年10月） 参考計表

- | | |
|------------------------------------|--------------------------------|
| (図表 1) 実質GDPと景気動向指数 | (図表 32) 損益分岐点売上高比率 |
| (図表 2) 輸出入 | (図表 33) 生産能力と稼働率 |
| (図表 3) 企業収益と設備投資 | (図表 34) 設備投資計画 |
| (図表 4) 雇用者所得 | (図表 35) 資本ストック循環 |
| (図表 5) 個人消費 | (図表 36) 企業のバランスシート |
| (図表 6) 鉱工業生産 | (図表 37) 労働投入量と労働生産性 |
| (図表 7) 全産業活動指数 | (図表 38) 労働分配率 |
| (図表 8) 生産要素の稼働状況 | (図表 39) 可処分所得と消費性向 |
| (図表 9) 商品市況 | (図表 40) 家計のバランスシート |
| (図表 10) 物価 | (図表 41) 住宅投資 |
| (図表 11) 消費者物価 | (図表 42) 販売価格と仕入価格 |
| (図表 12) 主要国の信用スプレッド | (図表 43) 家計調査の購入単価と消費者物価 |
| (図表 13) 2008年秋以降の日本銀行による
主な政策対応 | (参考図表) 地域別の景気の総括判断
(地域経済報告) |
| (図表 14) 短期金利 | |
| (図表 15) 先行きの金利に対する市場の予測 | |
| (図表 16) 長期金利 | |
| (図表 17) 株価 | |
| (図表 18) 為替相場 | |
| (図表 19) CP・社債買入れオペ等 | |
| (図表 20) 金利水準と実体経済 | |
| (図表 21) 企業金融 | |
| (図表 22) CP・社債市場 | |
| (図表 23) 貸出・マネーストック | |
| (図表 24) 地価 | |
| (図表 25) 在庫投資 | |
| (図表 26) ISバランス | |
| (図表 27) 賃金と物価 | |
| (図表 28) 物価の先行きに対する見方 | |
| (図表 29) 海外経済 | |
| (図表 30) 海外現地法人 | |
| (図表 31) マクロの所得形成 | |

実質GDPと景気動向指数

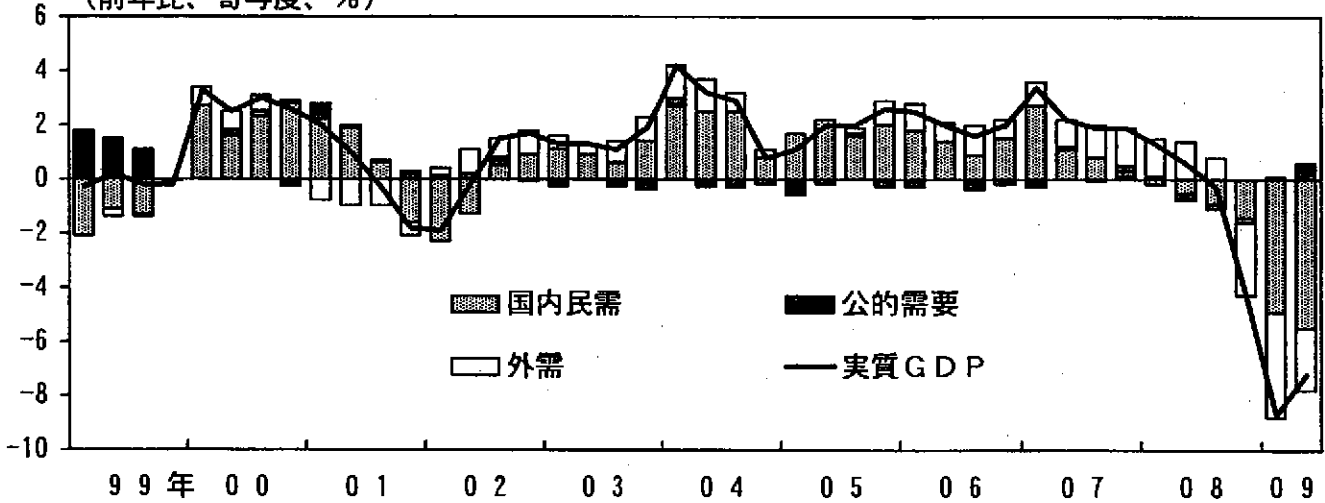
(1) 実質GDP (前期比)

(季調済前期比年率、寄与度、%)



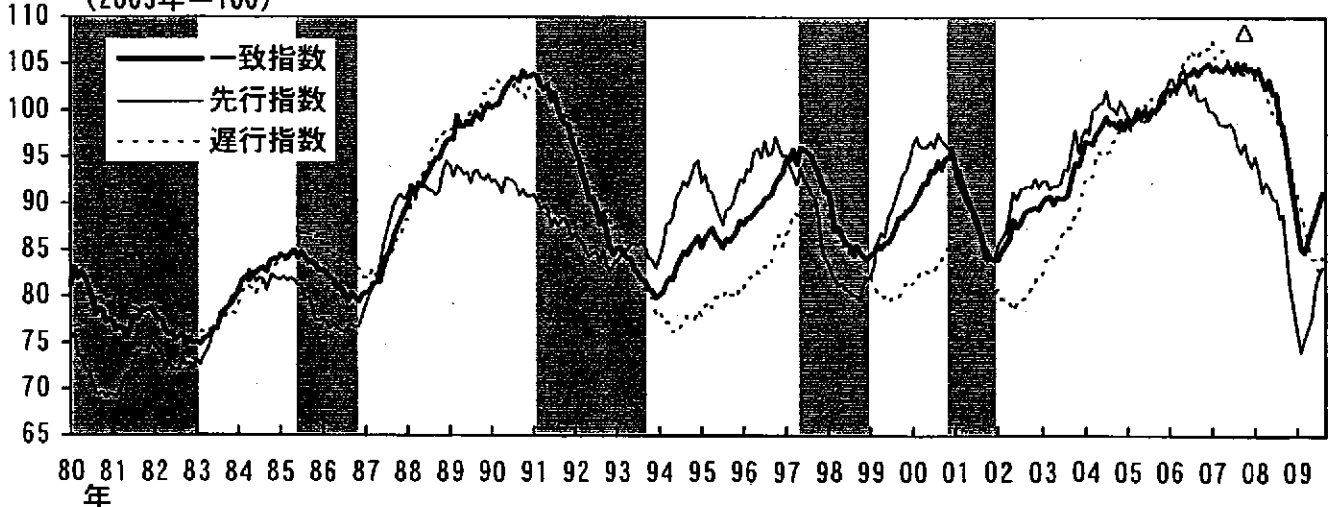
(2) 実質GDP (前年比)

(前年比、寄与度、%)



(3) 景気動向指数 (CI)

(2005年=100)



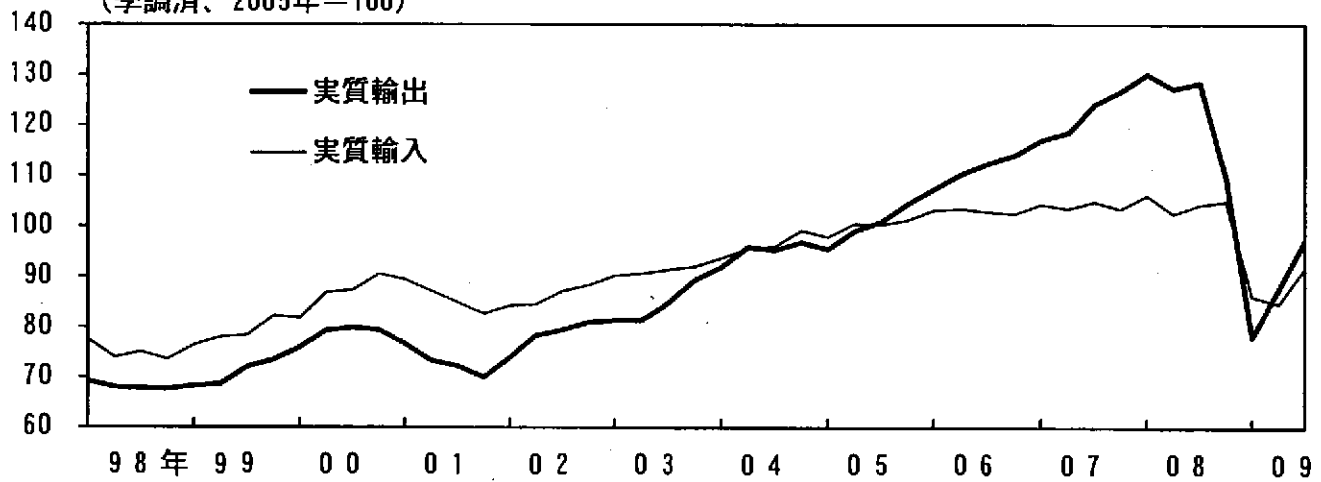
(注) シャド一部分は景気後退局面。△は直近の景気の山。

(資料) 内閣府「国民経済計算」「景気動向指数」

輸出入

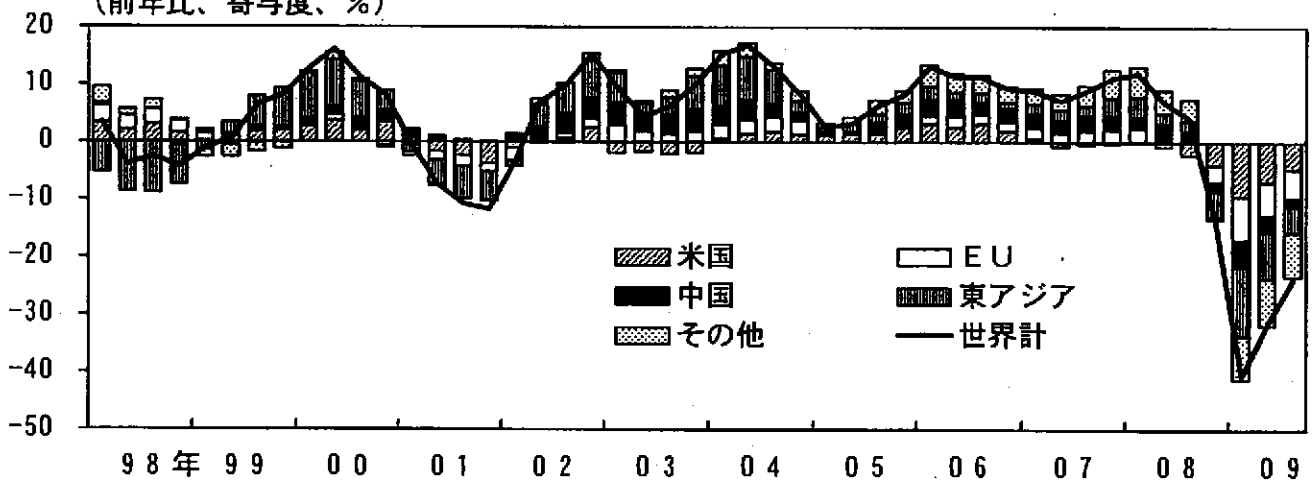
(1) 実質輸出入

(季調済、2005年=100)



(2) 実質輸出の地域別内訳

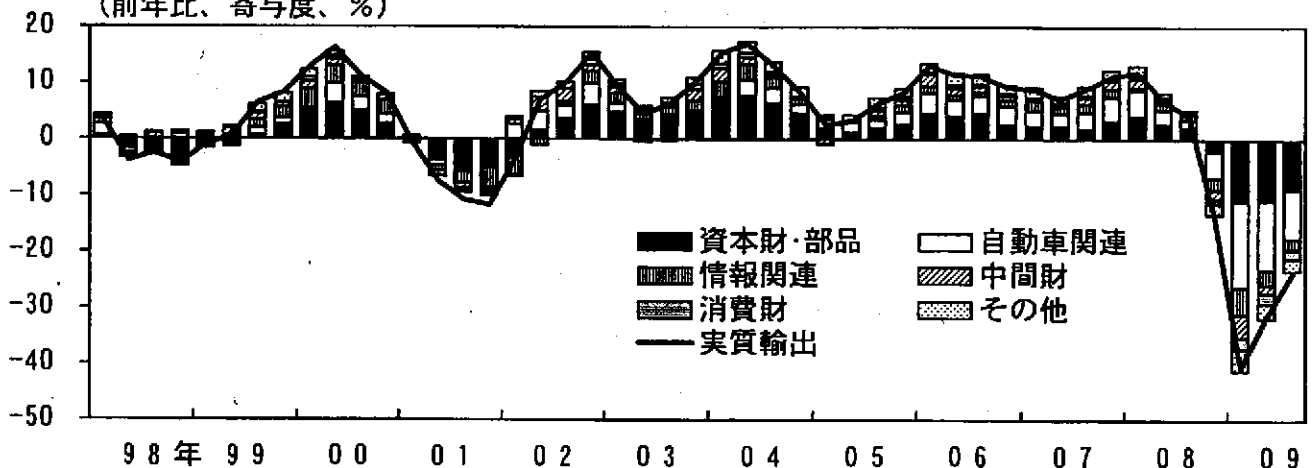
(前年比、寄与度、%)



(注) 東アジアはNIEsとASEAN4の合計。

(3) 実質輸出の財別内訳

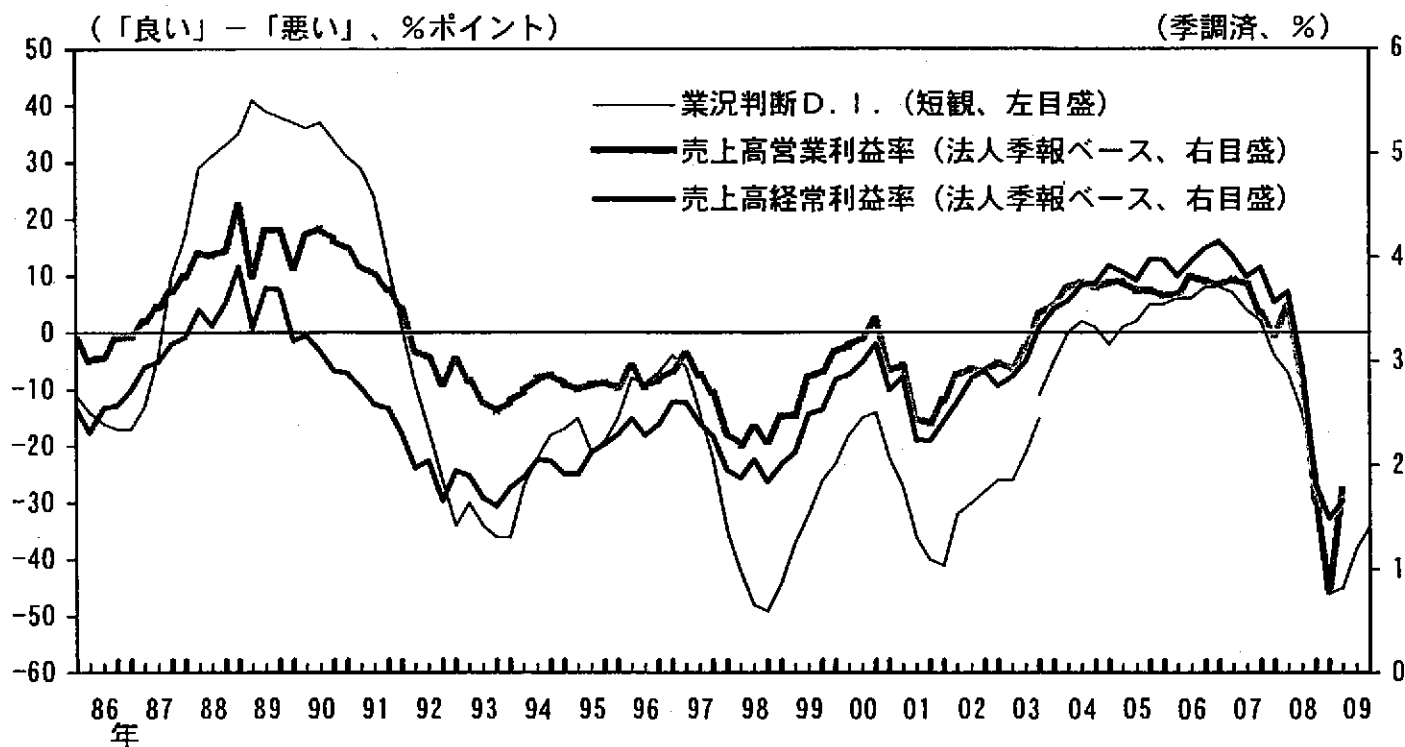
(前年比、寄与度、%)



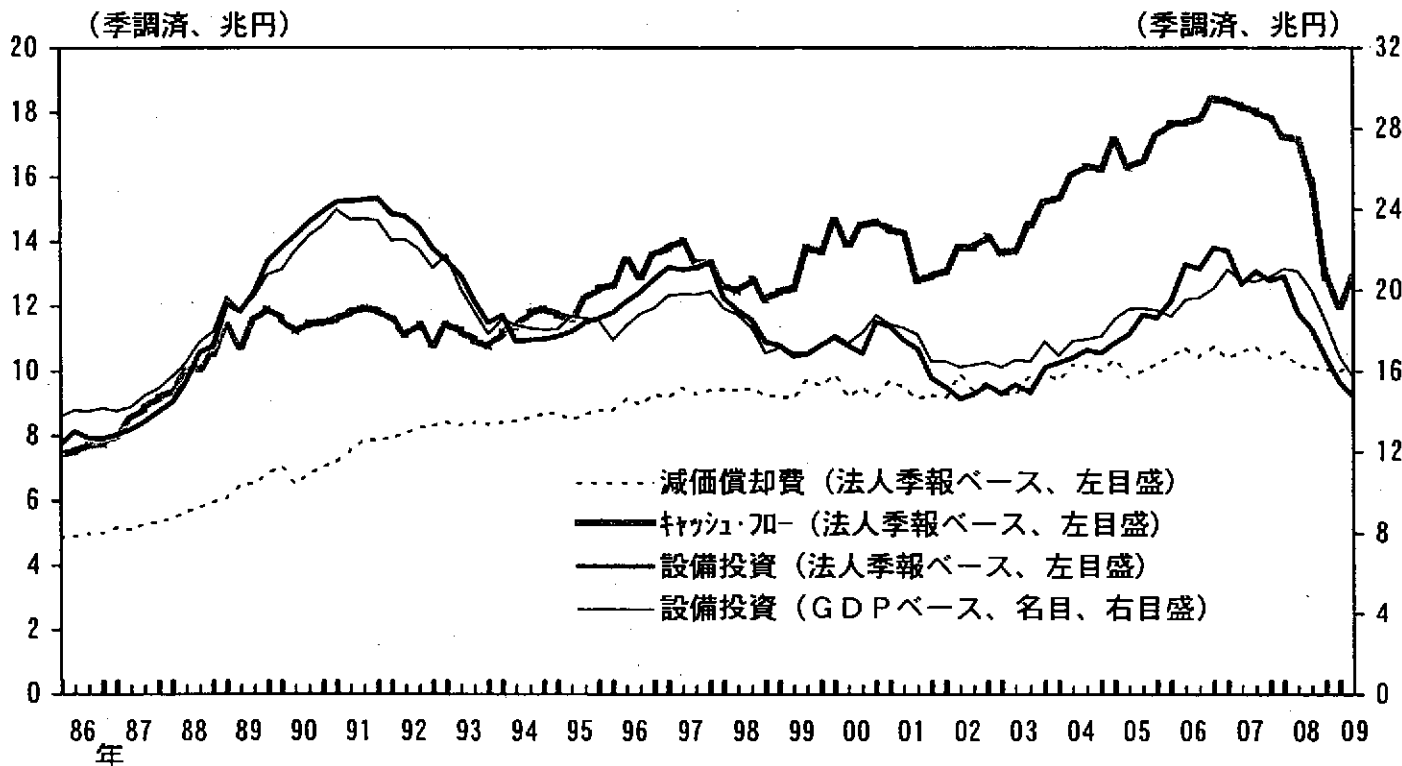
(資料) 財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」

企業収益と設備投資

(1) 企業収益



(2) 設備投資



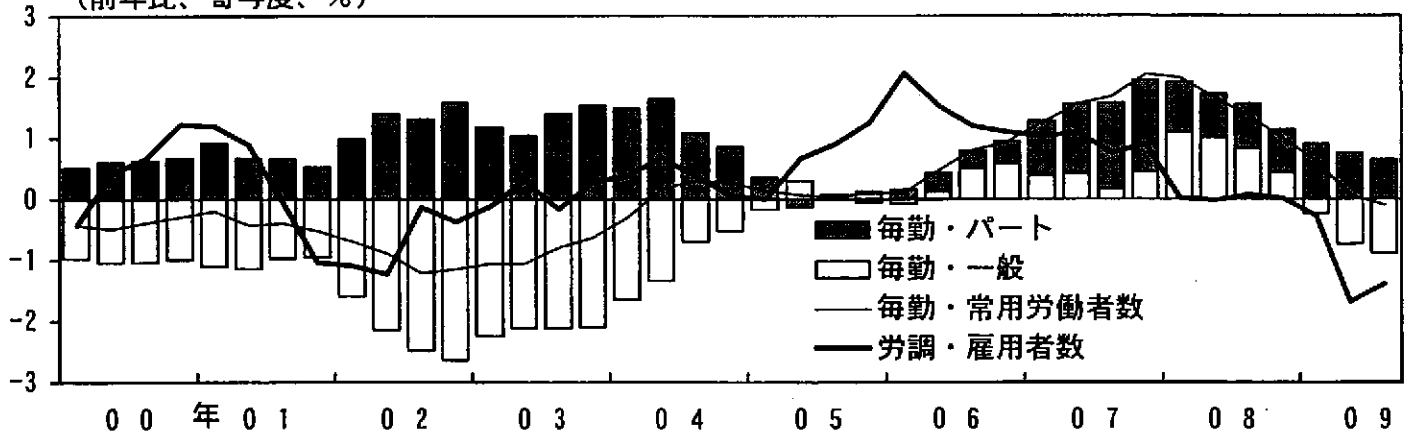
- (注) 1. 法人季報の計数は、全産業全規模合計。金融業、保険業を除く。
2. 短観の計数は、全産業全規模合計。2009/4Qは、2009/9月調査時点の企業の予測値。
3. 短観は2004/3月調査より見直しを実施。旧ベースは2003/12月調査まで、新ベースは2003/12月調査から。
4. $\text{キャッシュ・フロー} = \text{減価償却費} + \text{経常利益} / 2$

(資料) 財務省「法人企業統計季報」、内閣府「国民経済計算」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

雇用者所得

(1) 雇用者数

(前年比、寄与度、%)

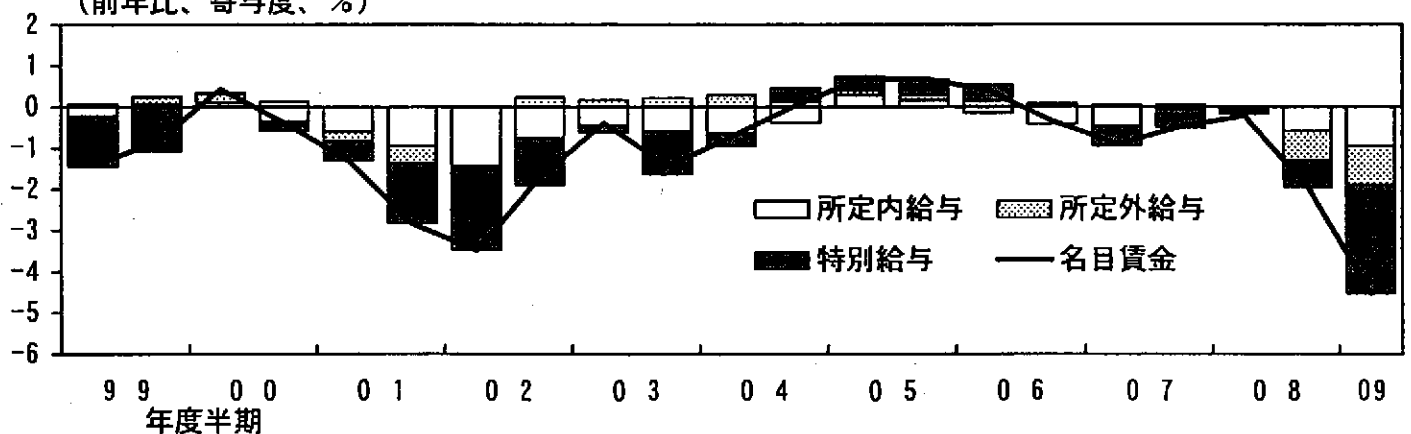


(注) 1. 毎月勤労統計の計数は、事業所規模5人以上(下のいずれの図表も同じ)。

2. 毎月勤労統計の2009/3Qは、7~8月の前年同期比。

(2) 名目賃金

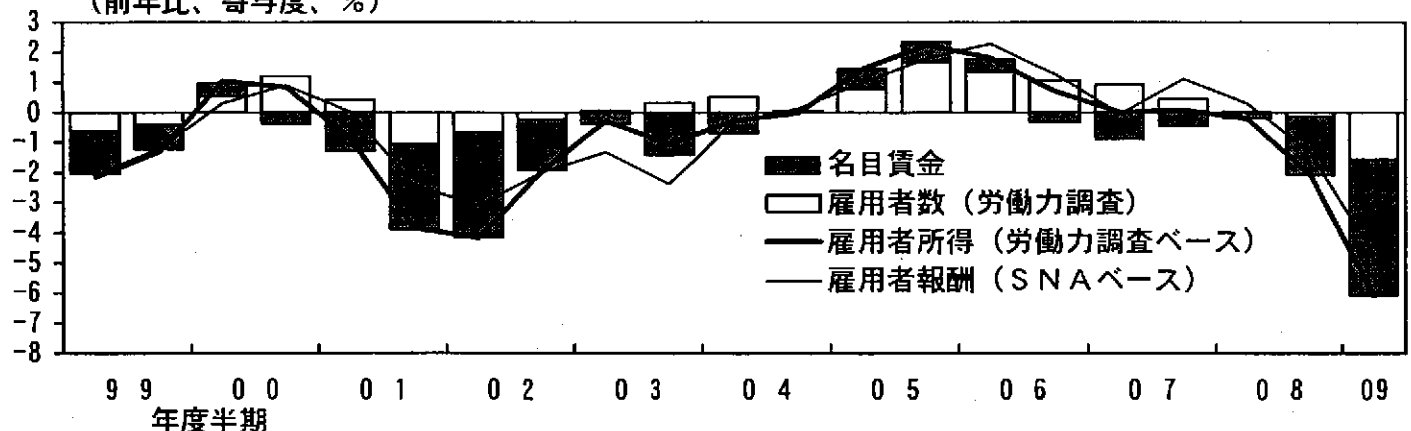
(前年比、寄与度、%)



(注) 2009年度上半期は、4~8月の前年同期比。

(3) 雇用者所得

(前年比、寄与度、%)



(注) 1. 名目賃金の2009年度上半期は、4~8月の前年同期比。雇用者報酬(SNAベース)の2009年度上半期は、2009/2Qの値。

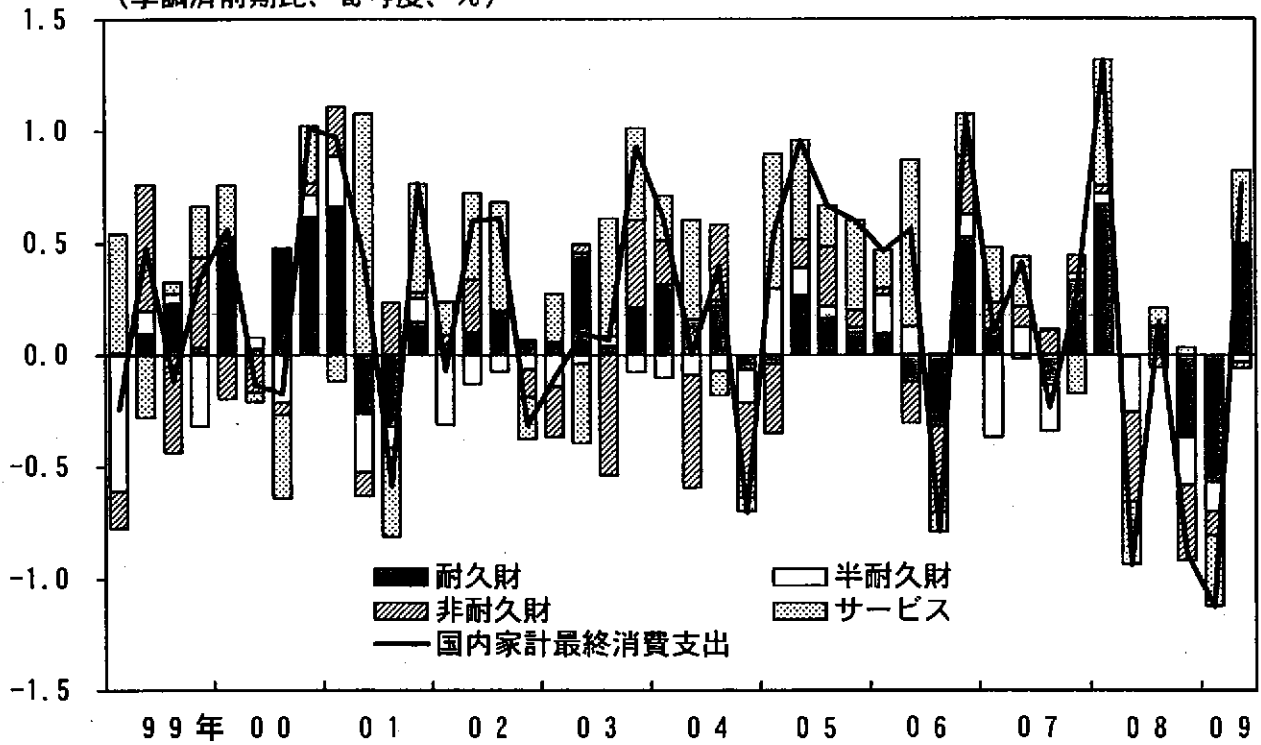
2. 雇用者所得(労働力調査ベース)は、雇用者数(労働力調査)×名目賃金(毎月勤労統計)で算出。

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

個人消費

(1) GDPベース・形態別消費 (実質)

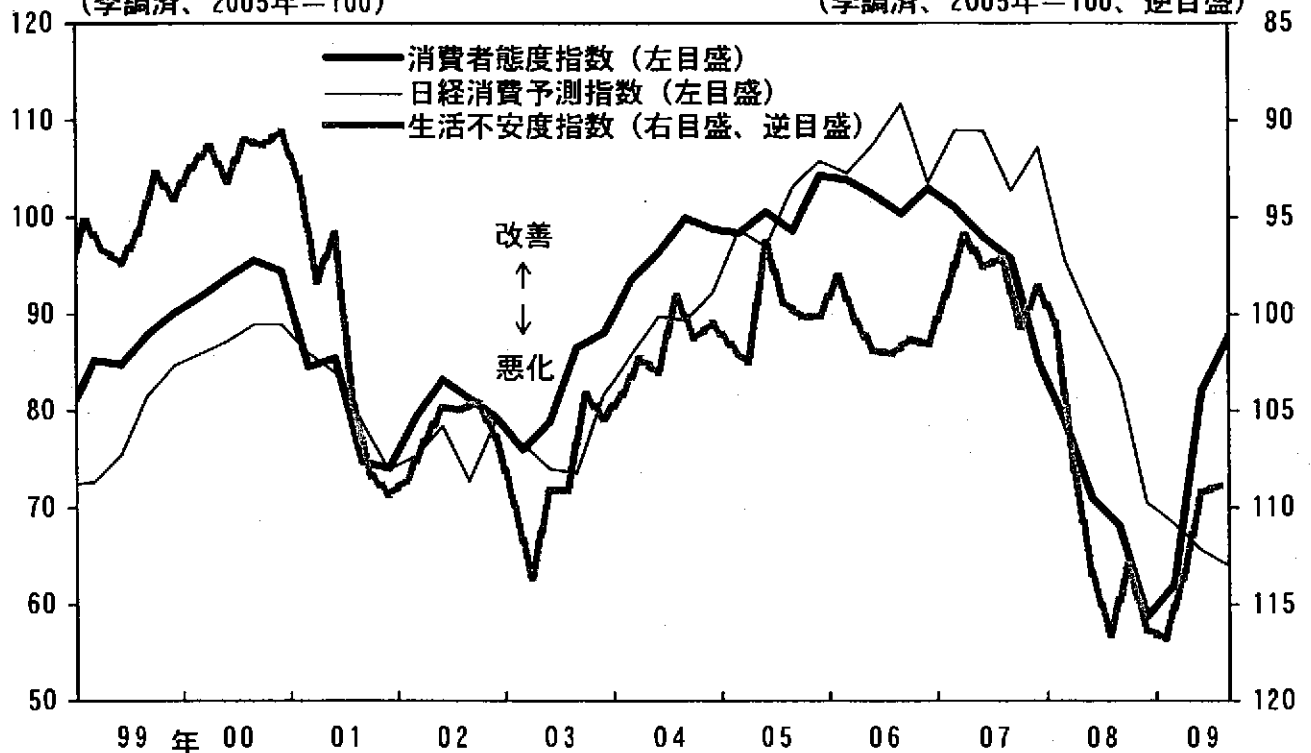
(季調済前期比、寄与度、%)



(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)

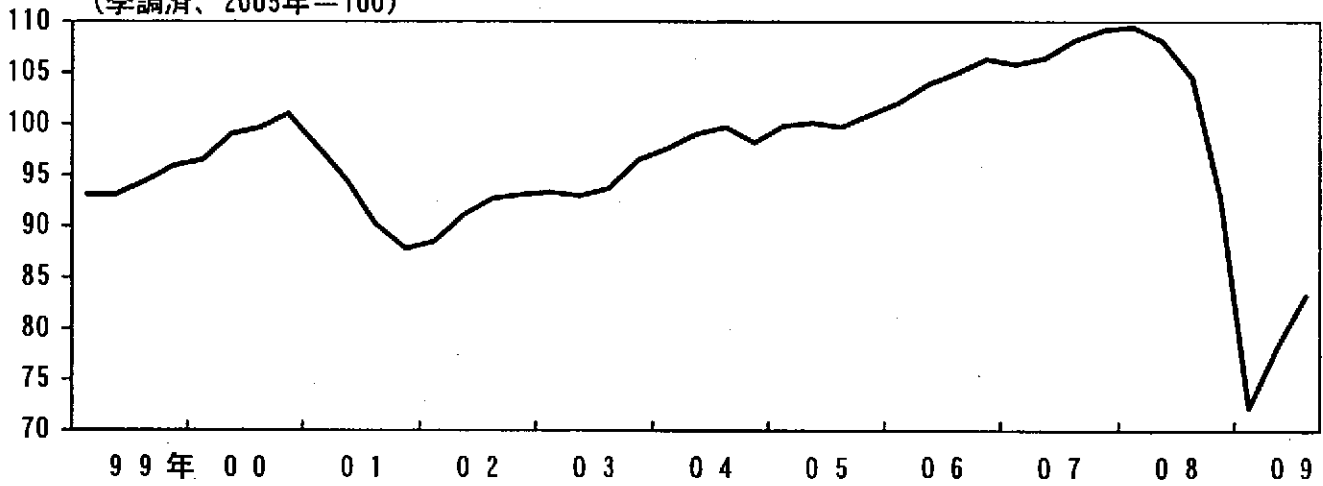


(資料) 内閣府「国民経済計算」「消費動向調査」、日本経済新聞社「日経消費予測指数」、日本リサーチ総合研究所「消費者心理調査」

鋳工業生産

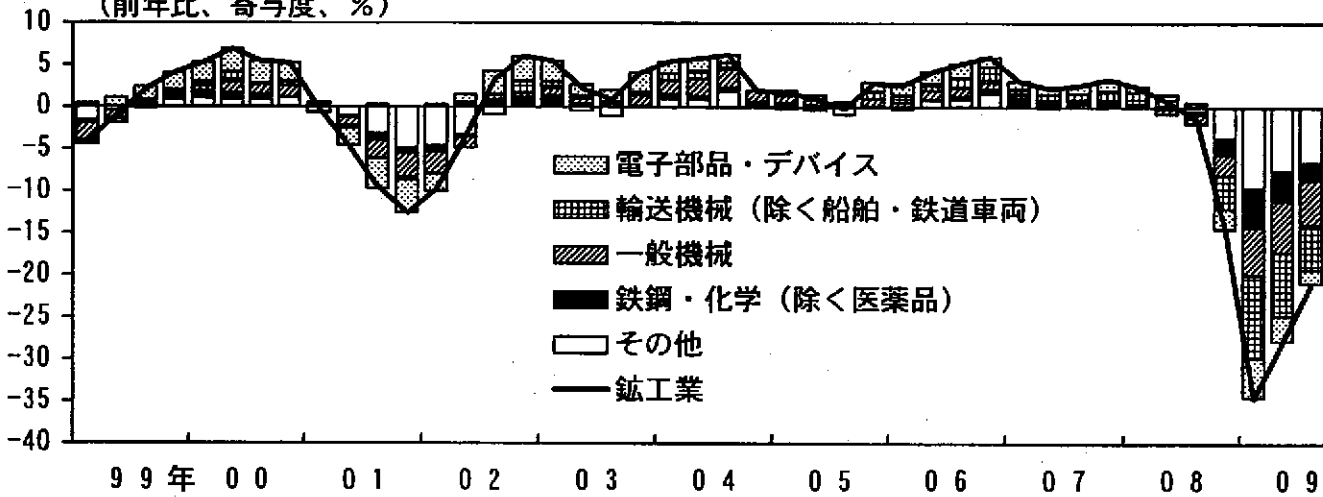
(1) 鋳工業生産

(季調済、2005年=100)



(2) 生産の業種別寄与度

(前年比、寄与度、%)

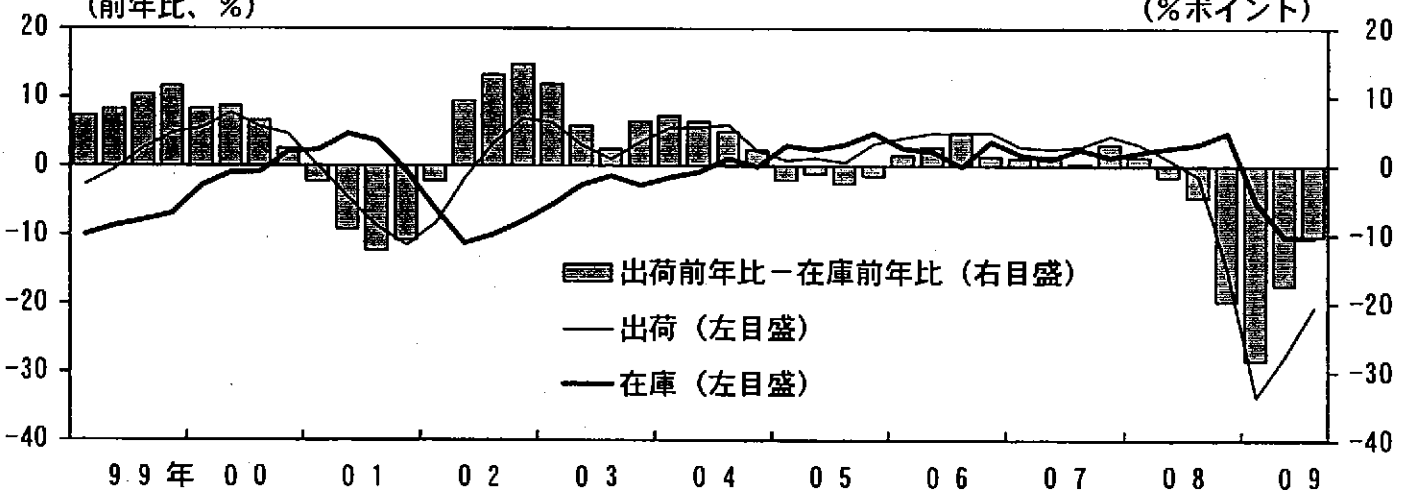


(注) 2003年以前は、2000年基準の指数を用いて算出。

(3) 出荷・在庫バランス (鋳工業)

(前年比、%)

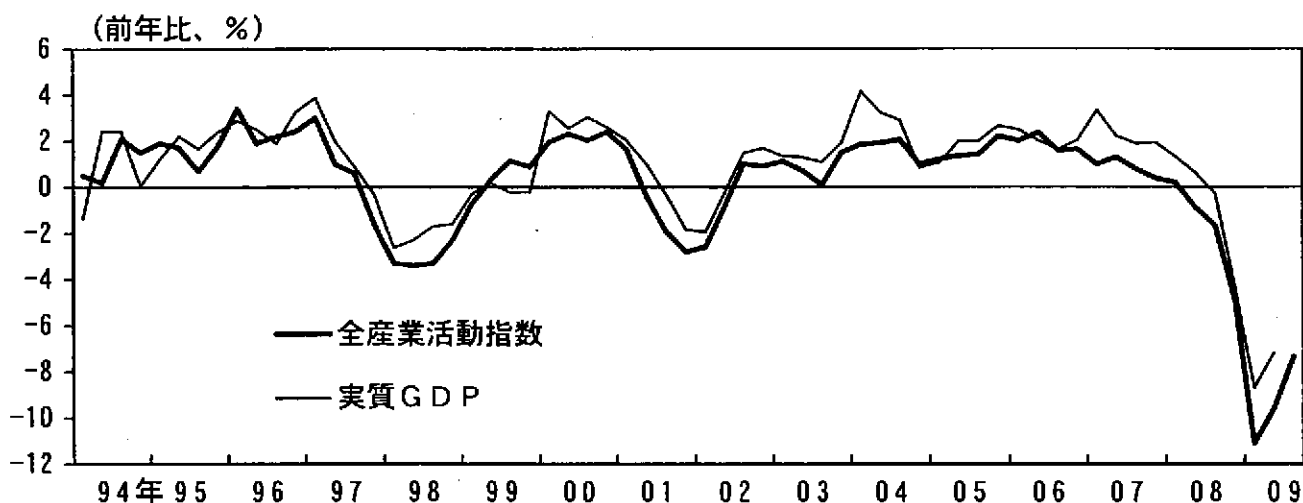
(%ポイント)



(資料) 経済産業省「鋳工業指数統計」

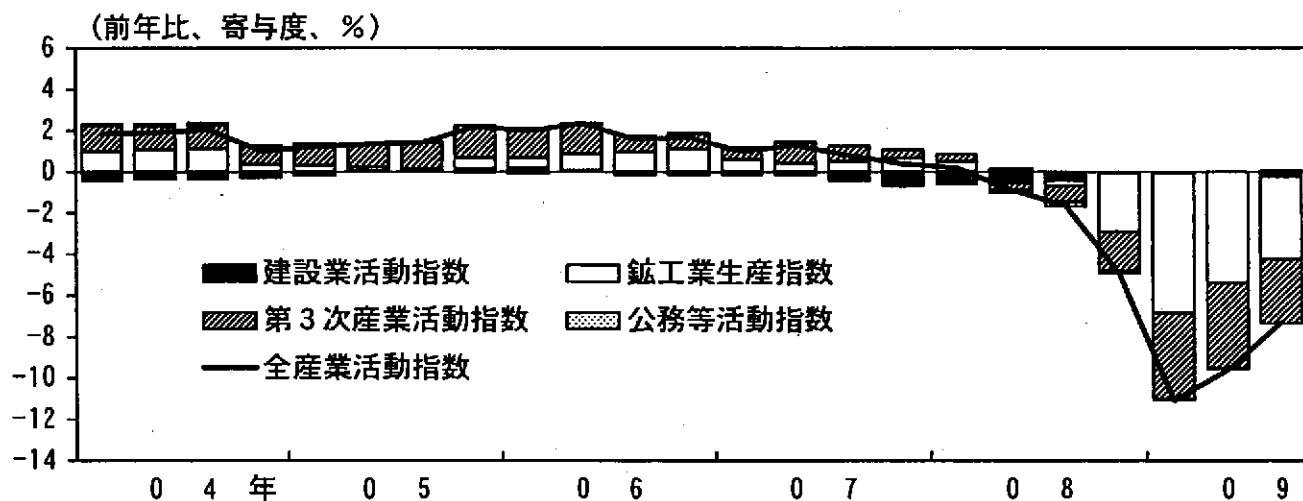
全産業活動指数

(1) 全産業活動指数と実質GDP

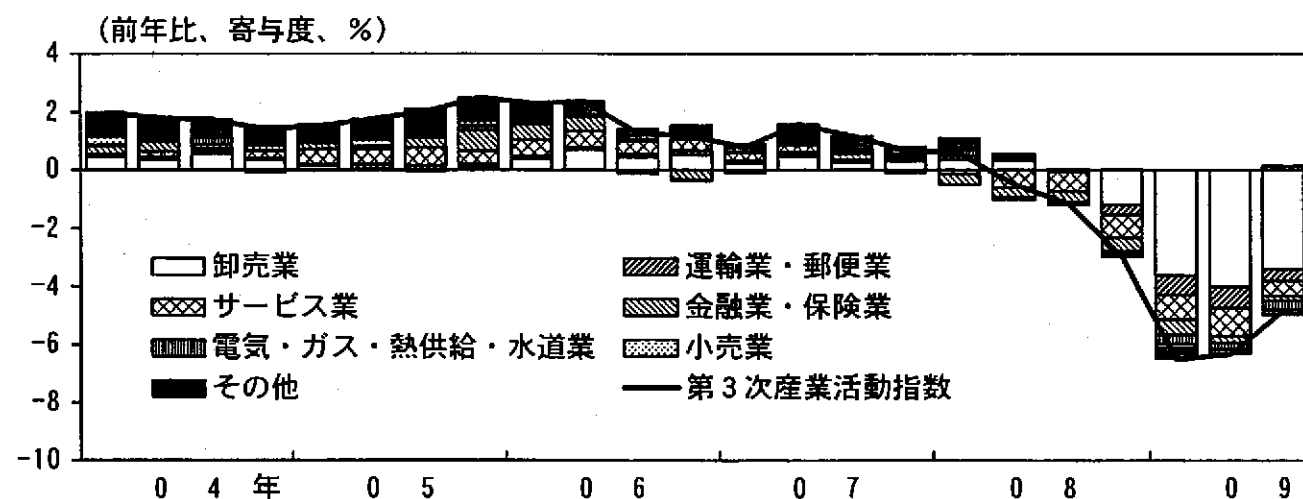


(注) 2009/3Qは、7~8月の前年同期比(下のいずれの図表も同じ)。

(2) 全産業活動指数の内訳



(3) 第3次産業活動指数の内訳



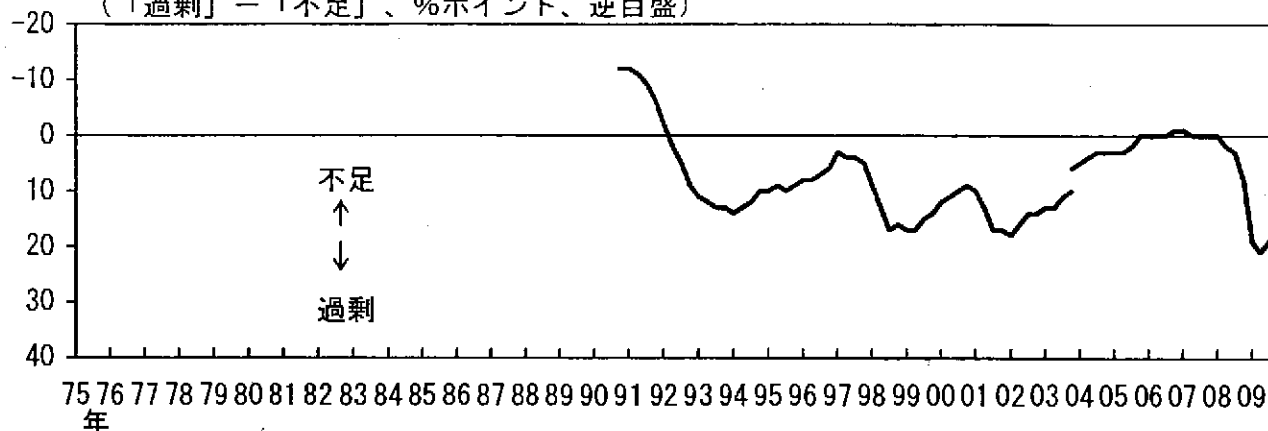
(注) サービス業は、学術研究・専門・技術サービス業、生活関連サービス業・娯楽業、その他サービス業(公務等を除く)の合計。

(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.

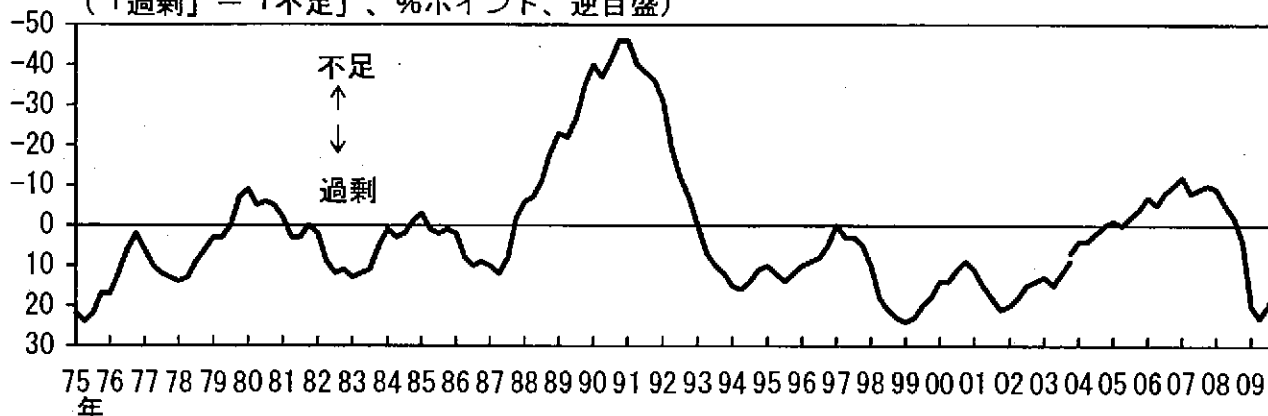
(「過剰」 - 「不足」、%ポイント、逆目盛)



- (注) 1. 全産業全規模合計。2009/4Qは、2009/9月調査時点の企業の予測値。
- 2. 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。
- 3. 上記1~2については、下のいずれの図表も同じ。

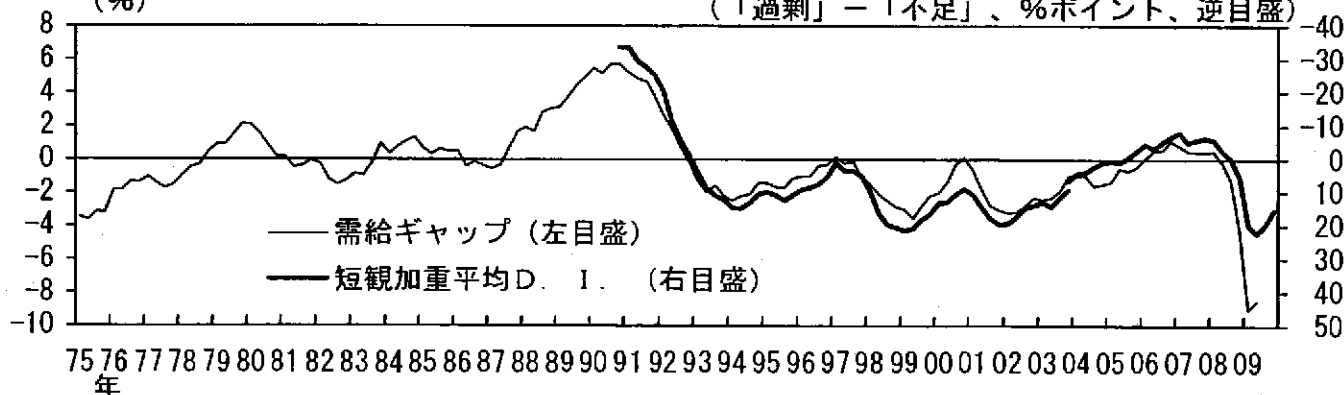
(2) 雇用人員判断D. I.

(「過剰」 - 「不足」、%ポイント、逆目盛)



(3) 短観加重平均D. I. と需給ギャップ

(%) (「過剰」 - 「不足」、%ポイント、逆目盛)

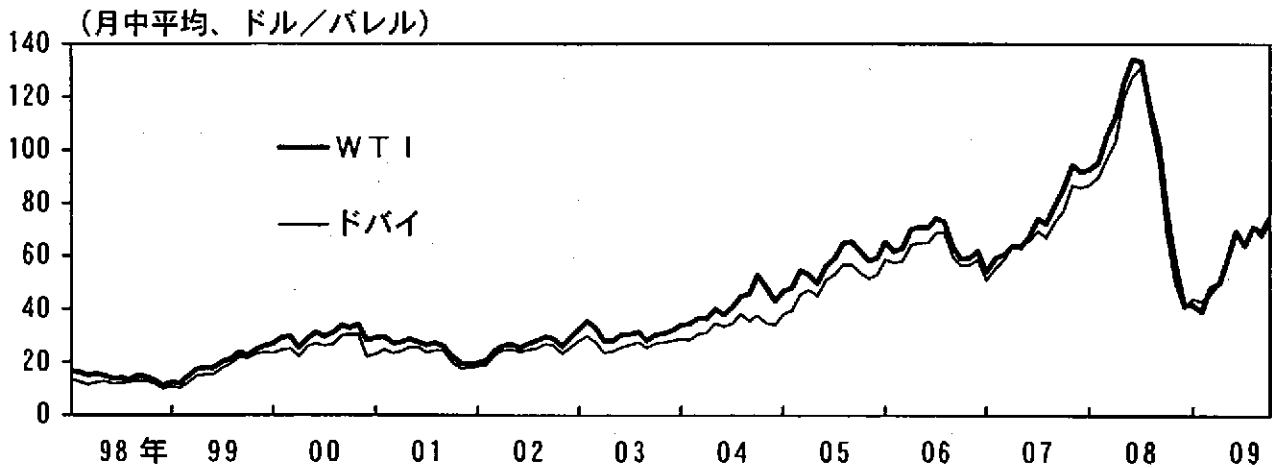


- (注) 短観加重平均D. I. は、生産・営業用設備判断D. I. と雇用人員判断D. I. を資本・労働分配率(1990~2007年度平均)で加重平均して算出。需給ギャップは、日本銀行調査統計局の試算値。具体的な計測方法については、日銀レビュー「GDPギャップと潜在成長率の新推計」(2006/5月)を参照。

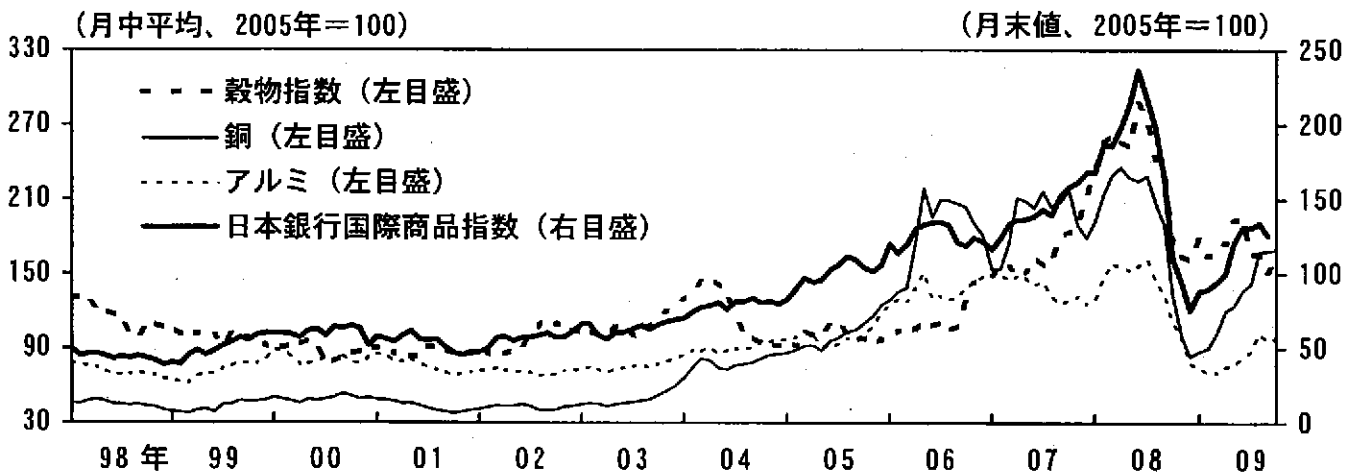
(資料) 内閣府「国民経済計算」、内閣府・財務省「法人企業景気予測調査」、総務省「労働力調査」、厚生労働省「毎月勤労統計」「職業安定業務統計」、経済産業省「鉱工業指数統計」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」等

商品市況

(1) 原油価格

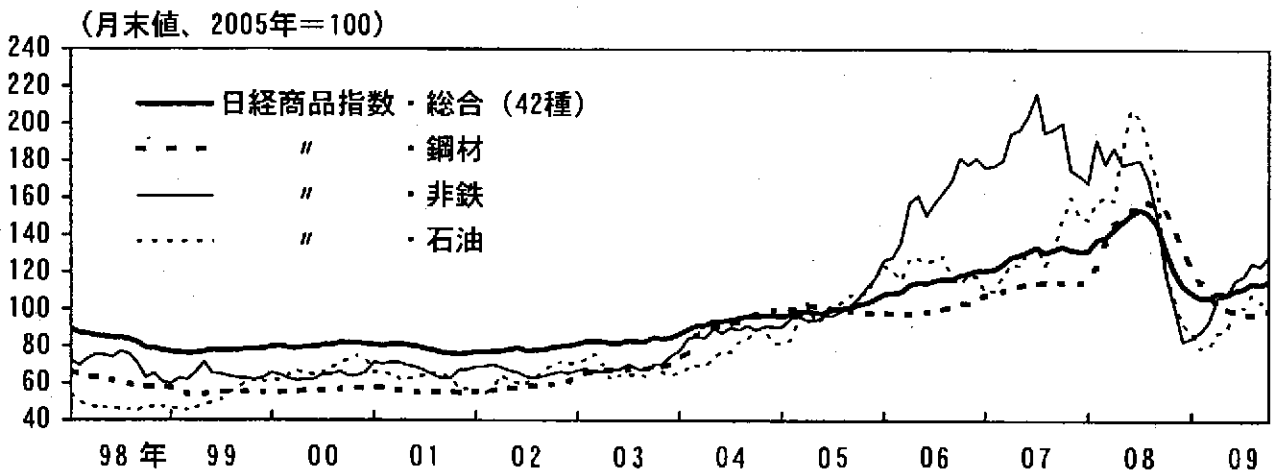


(2) 国際商品市況



(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



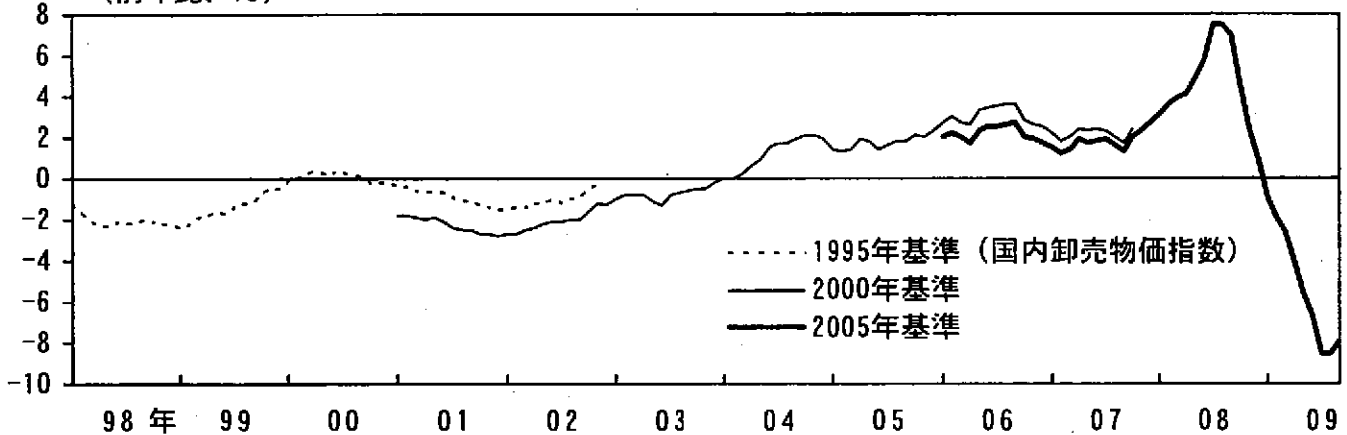
(注) 鋼材：棒鋼、H形鋼、鋼板など 非鉄：銅地金、アルミニウム地金など
石油：ガソリン、灯油、軽油、C重油

(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

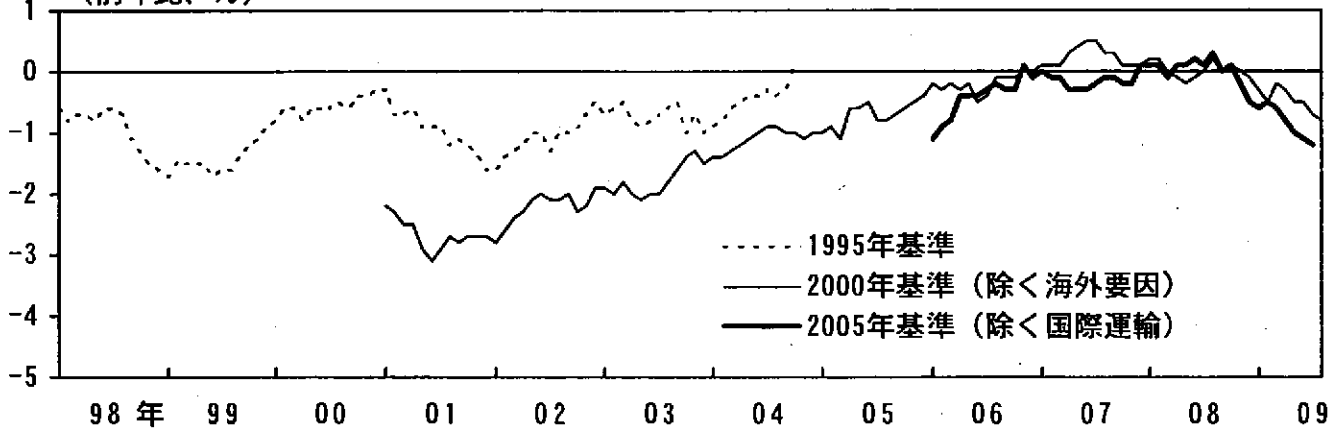
(前年比、%)



(注) 消費税調整済み (下のいずれの図表も同じ)。

(2) 企業向けサービス価格指数

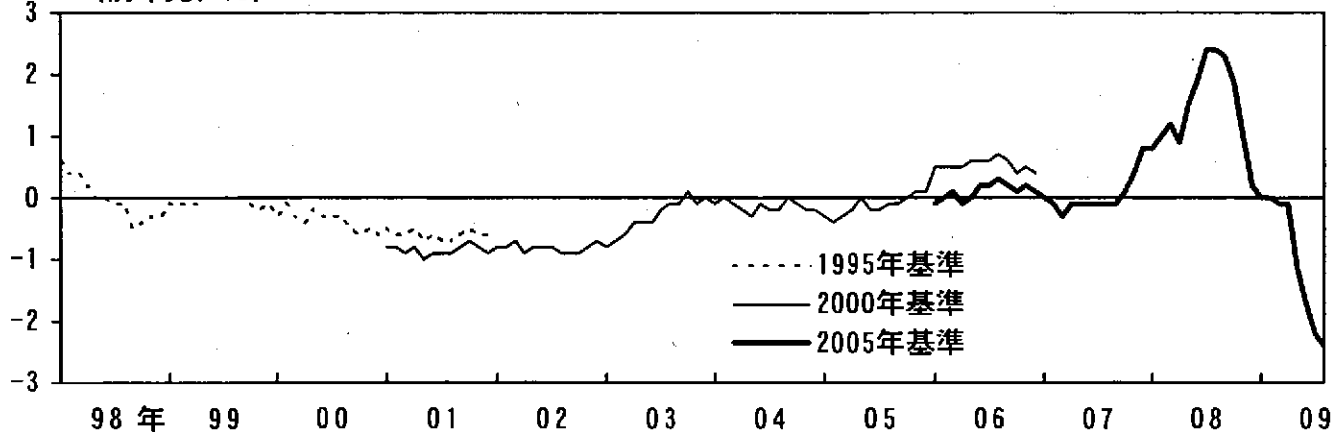
(前年比、%)



(注) 海外要因：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

(3) 消費者物価指数 (全国・総合除く生鮮食品)

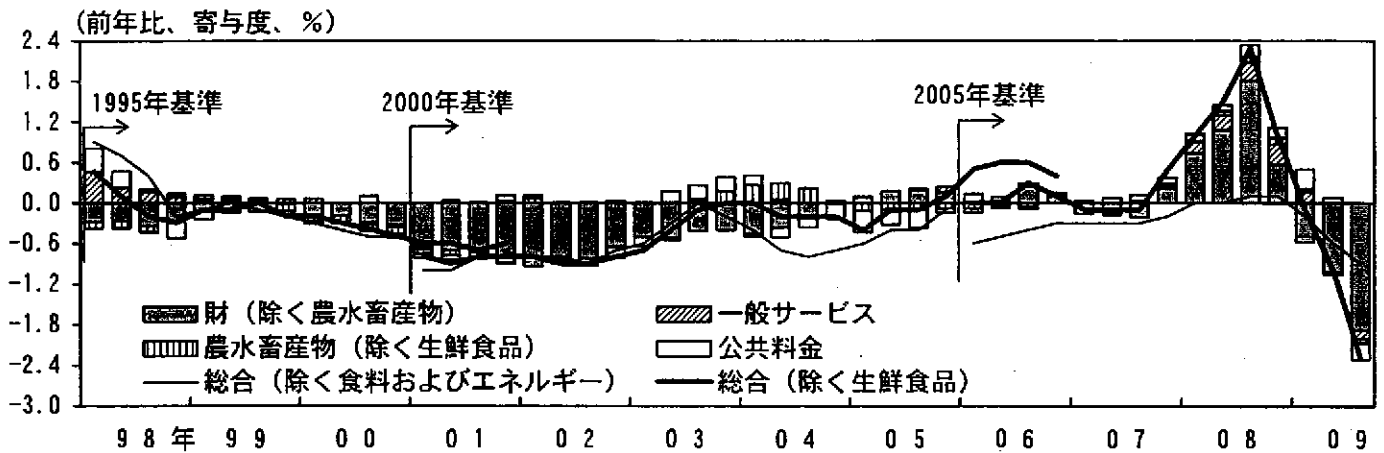
(前年比、%)



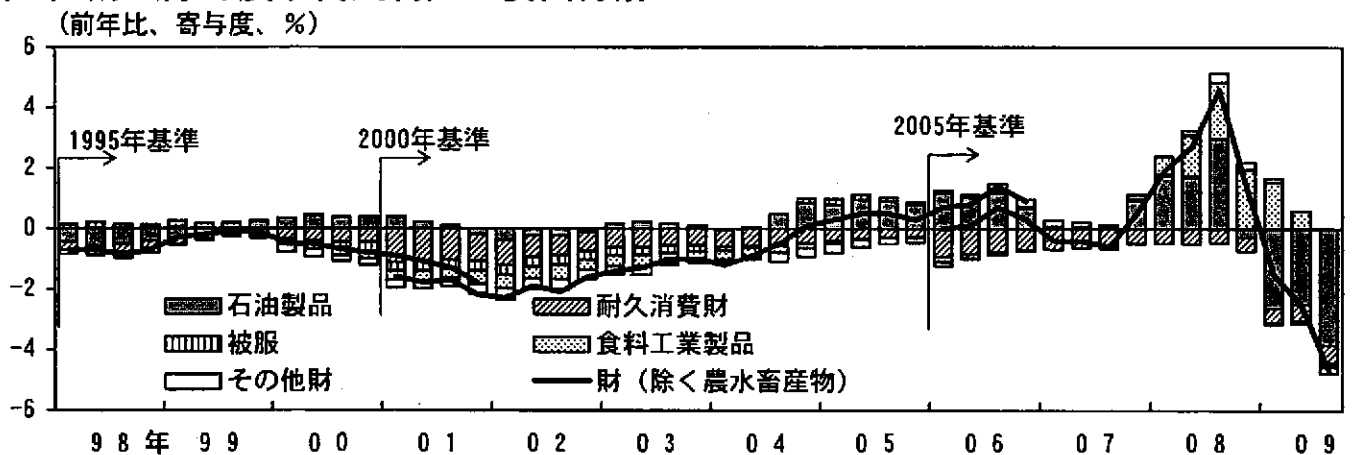
(資料) 総務省「消費者物価指数」、日本銀行「企業物価指数」「卸売物価指数」「企業向けサービス価格指数」

消費者物価

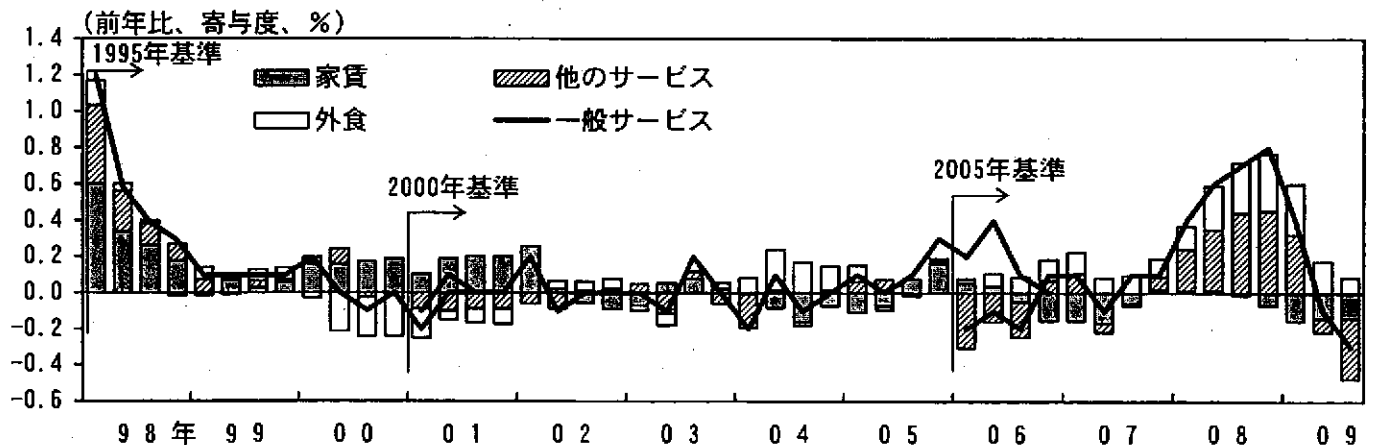
(1) 総合 (除く生鮮食品)



(2) 財 (除く農水畜産物) の要因分解



(3) 一般サービスの要因分解

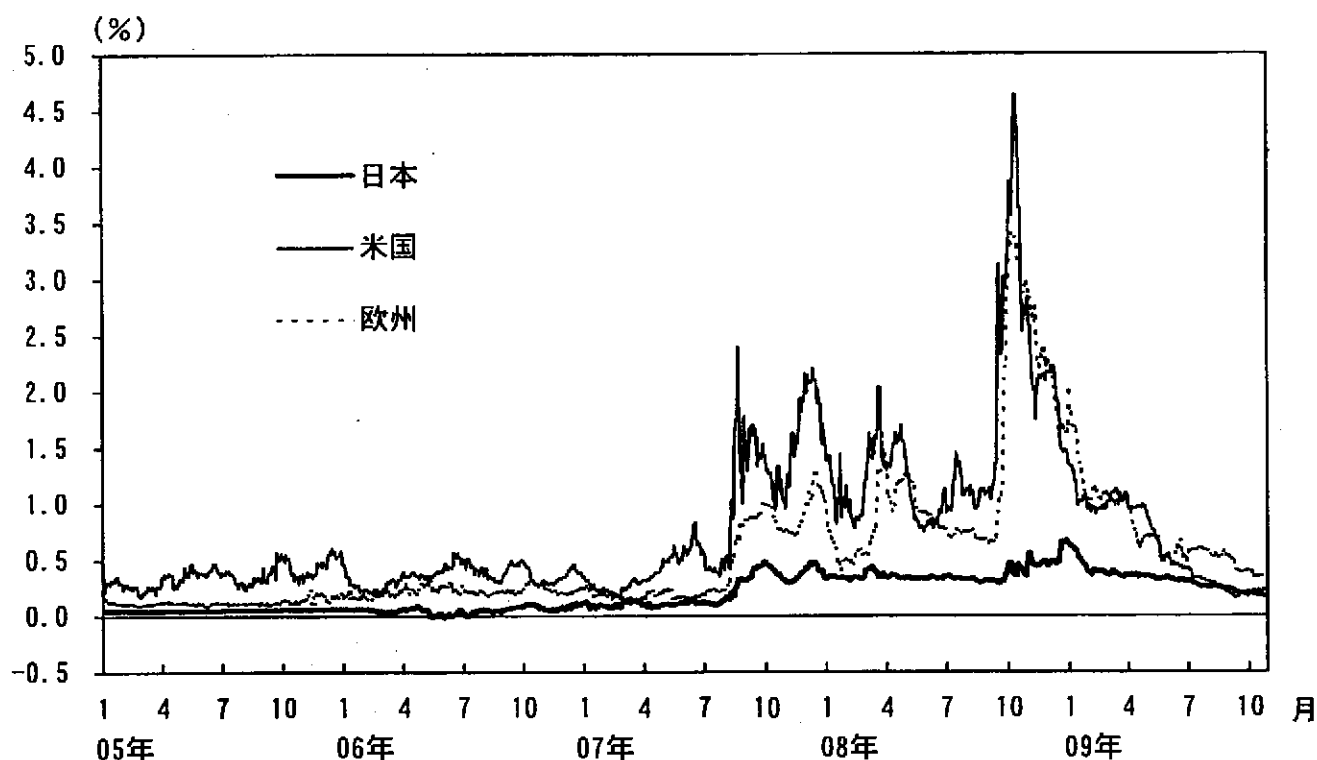


- (注) 1. 分類は、原則、総務省に則している。
 ただし、以下の分類については、組み替えて定義している（「」内は総務省公表ベース）。
 財＝「財」－「電気・都市ガス・水道」
 公共料金＝「公共サービス」＋「電気・都市ガス・水道」
 被服＝「衣料」＋「シャツ・セーター・下着類」
 家賃＝「民営家賃」＋「持家の帰属家賃」
 2. 「食料」は「酒類」を除く。また、「エネルギー」は「電気代」、「都市ガス代」、「プロパンガス」、「灯油」、「ガソリン」からなる。
 3. 消費税調整済み。

(資料) 総務省「消費者物価指数」

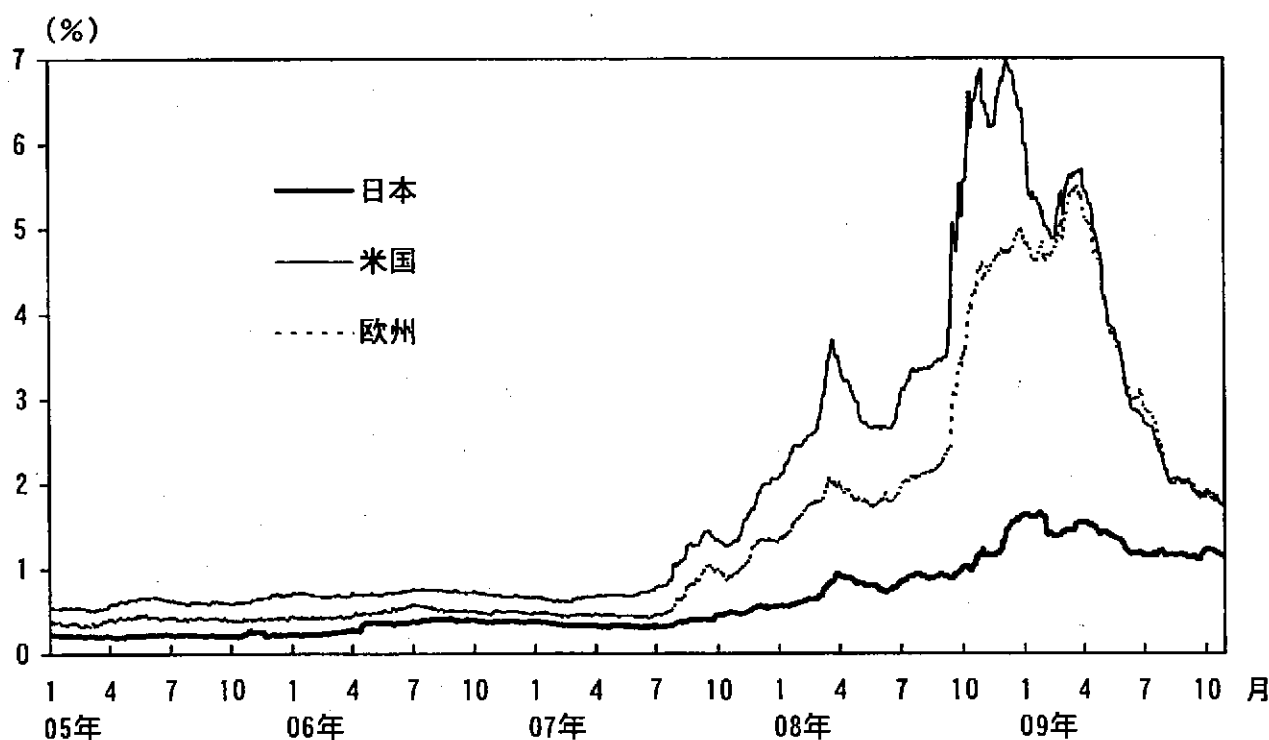
主要国の信用スプレッド

(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=LIBOR3か月物-短期国債3か月物利回り
2. 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

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

- オペを通じた市場への資金供給の積極化
- 米ドル資金供給オペ (15 億ドル<ピーク : 1,276 億ドル (08/12 月) >)
- クロスボーダー担保の適格化 (米、英、ドイツ、フランス国債)
- 長期国債買入れ増額 (年 14.4 兆円 ⇒ 年 21.6 兆円 (09/3 月))

3. 企業金融の円滑化に向けた措置

- 企業金融支援特別オペ (6.9 兆円)
- CP・ABCP 買入れ (0.1 兆円<ピーク : 1.6 兆円 (09/3 月) >)
- 社債買入れ (0.3 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 ⇒ 10.6 兆円 *企業金融支援特別オペに利用可能な担保総額

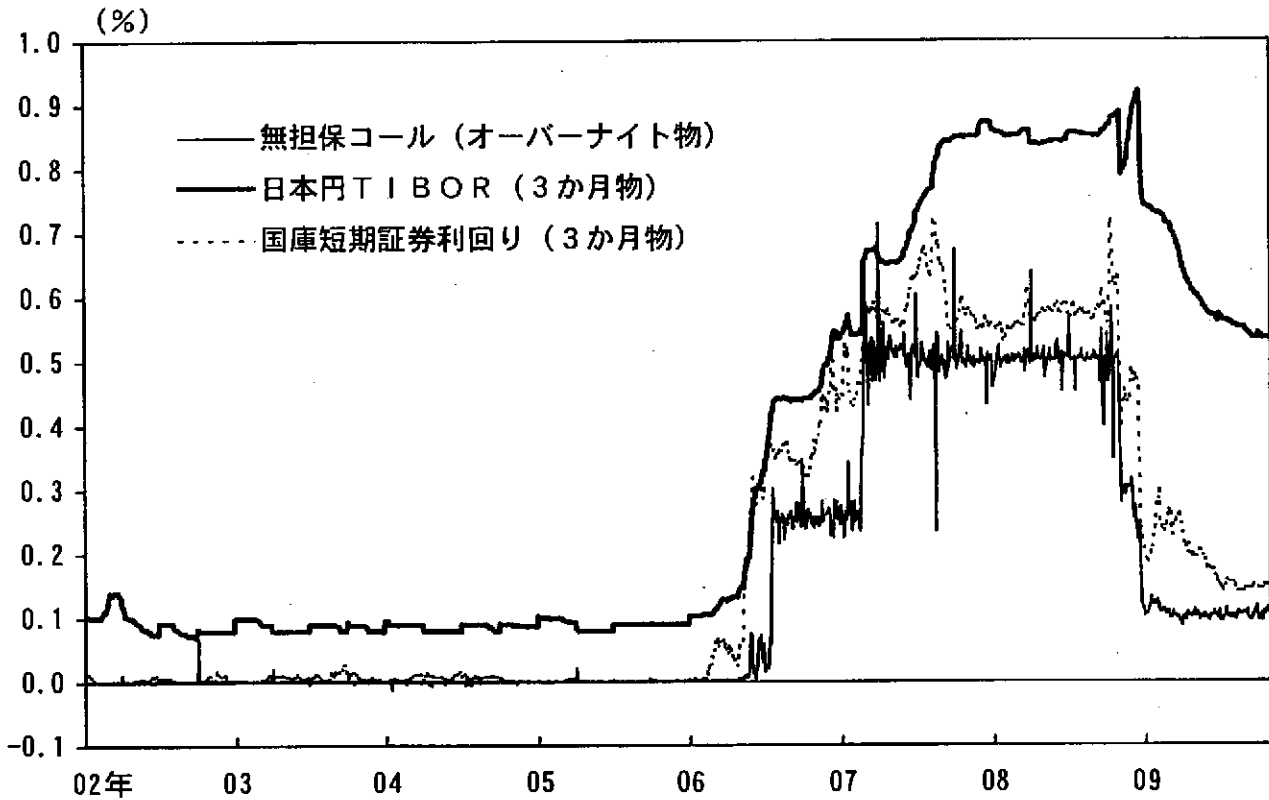
金融システム面での措置

- 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)

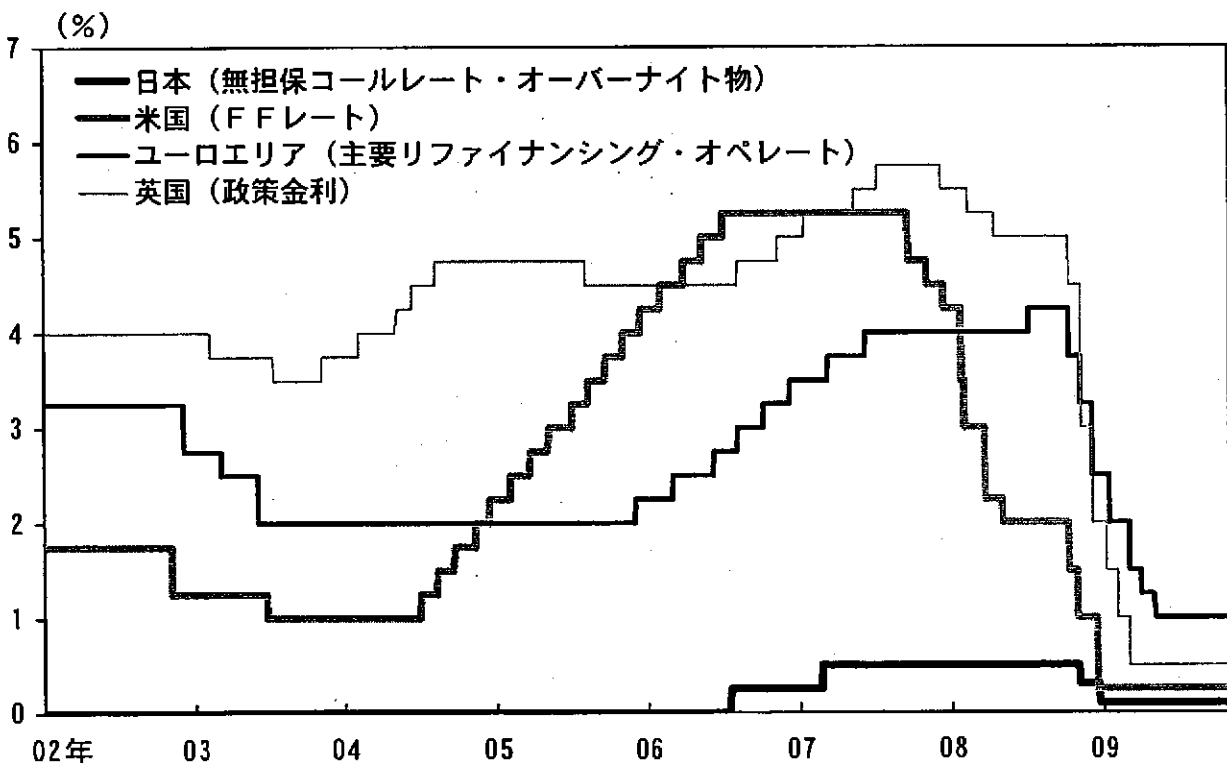
(注) オペ残高等は 9 月末時点

短期金利

(1) 短期金利



(2) 主要国の政策金利

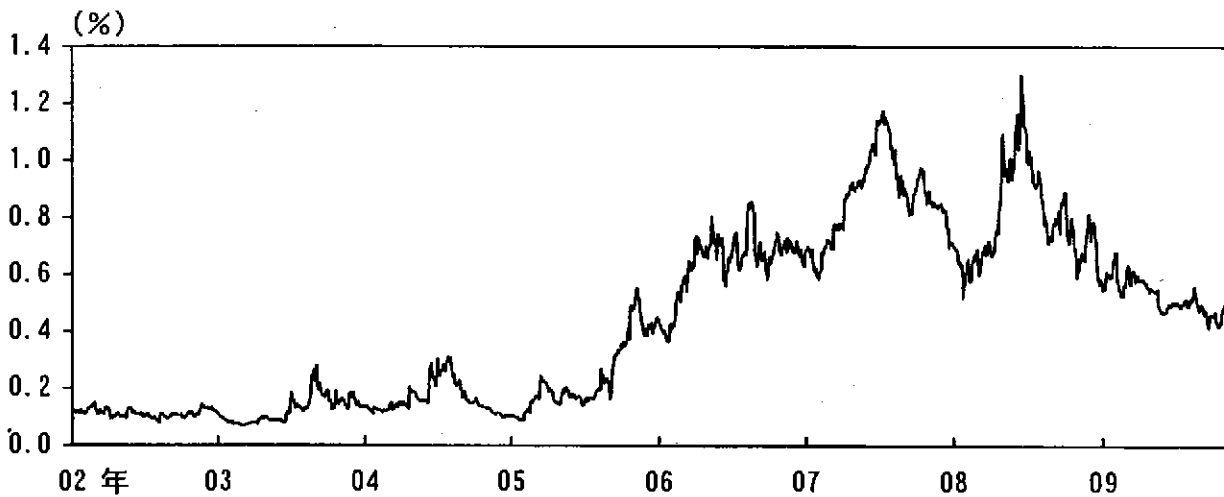


(注) 日本の政策金利は、金融市場調節の操作目標が日銀当座預金残高であった期間は0%とした。

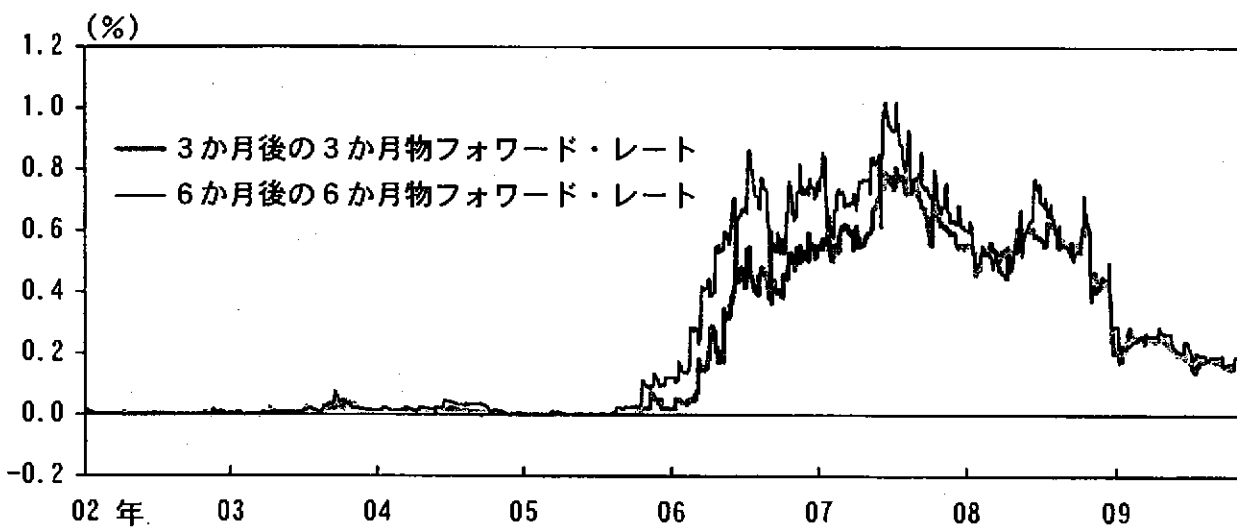
(資料) 日本銀行、各国中央銀行、Bloomberg

先行きの金利に対する市場の予測

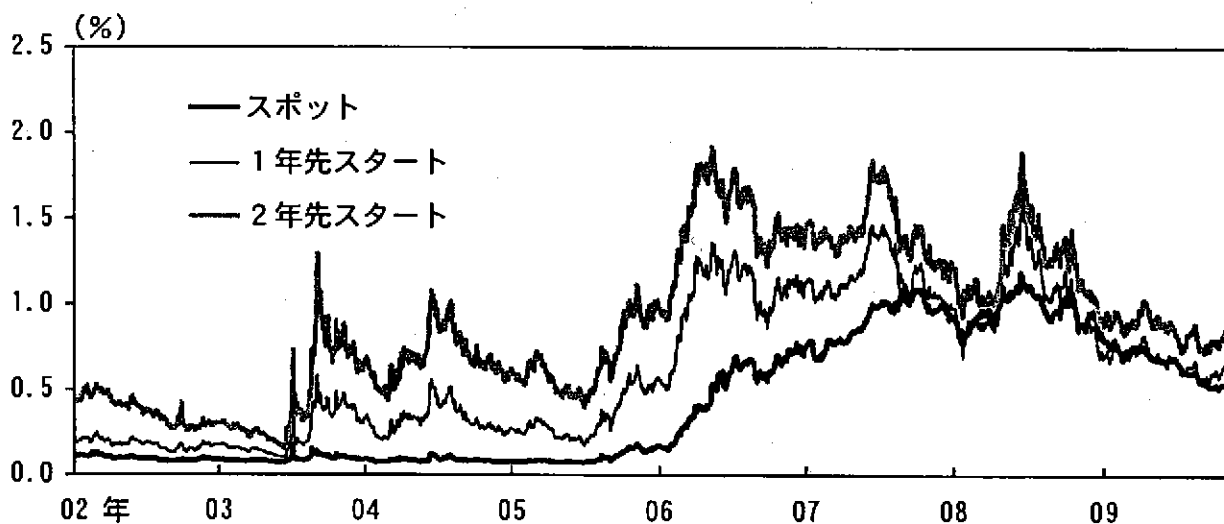
(1) ユーロ円金利先物 (中心限月、3か月物)



(2) 国庫短期証券からみたフォワード・レート



(3) 1年物インプライド・フォワード・レート

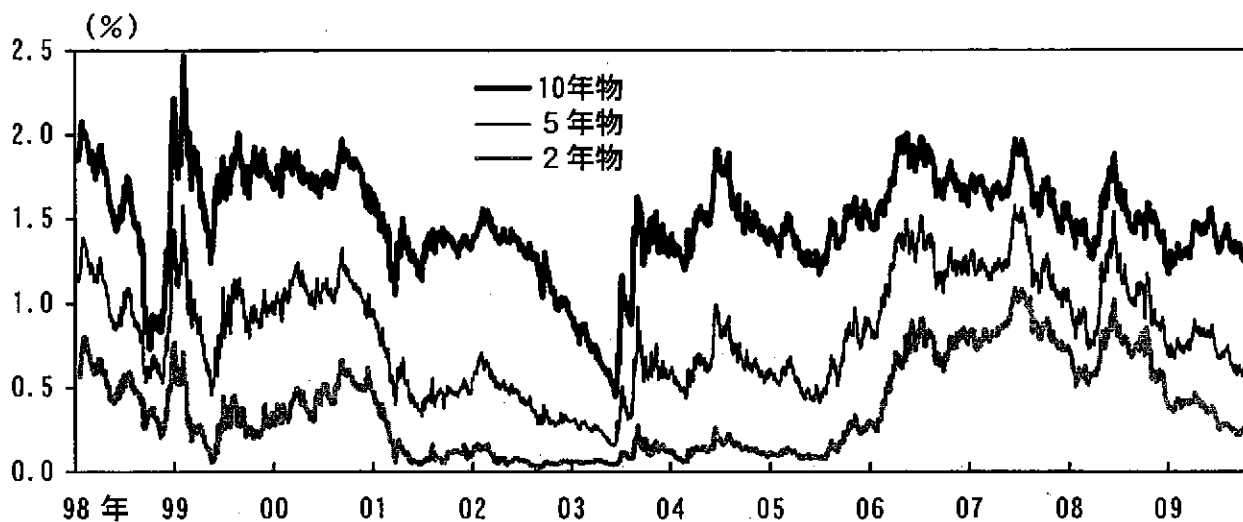


(注) 円-円スワップ・レートから算出。

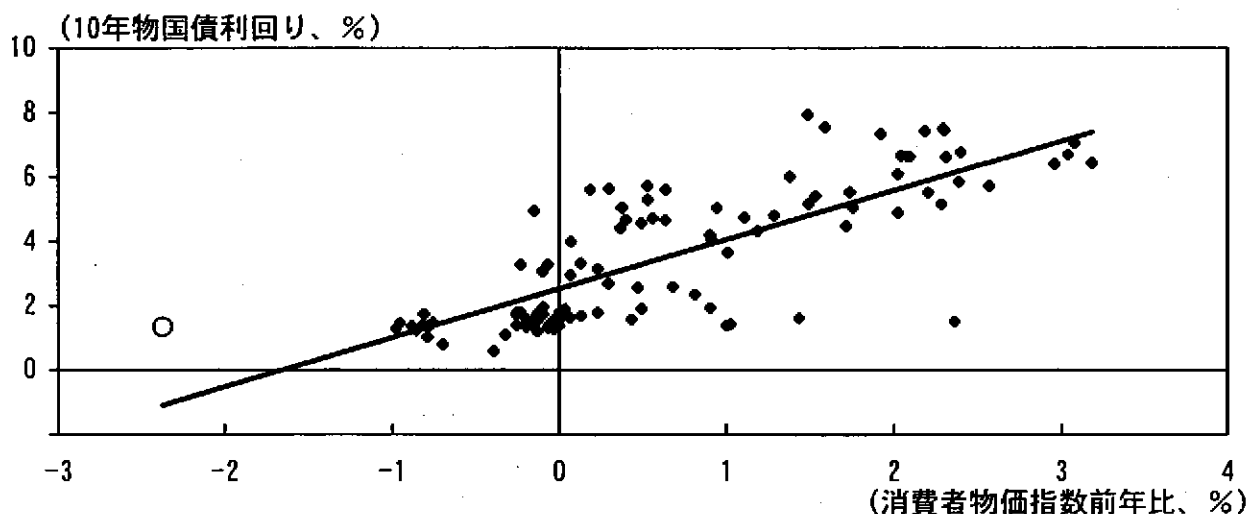
(資料) 東京金融取引所、Bloomberg

長期金利

(1) 国債利回り

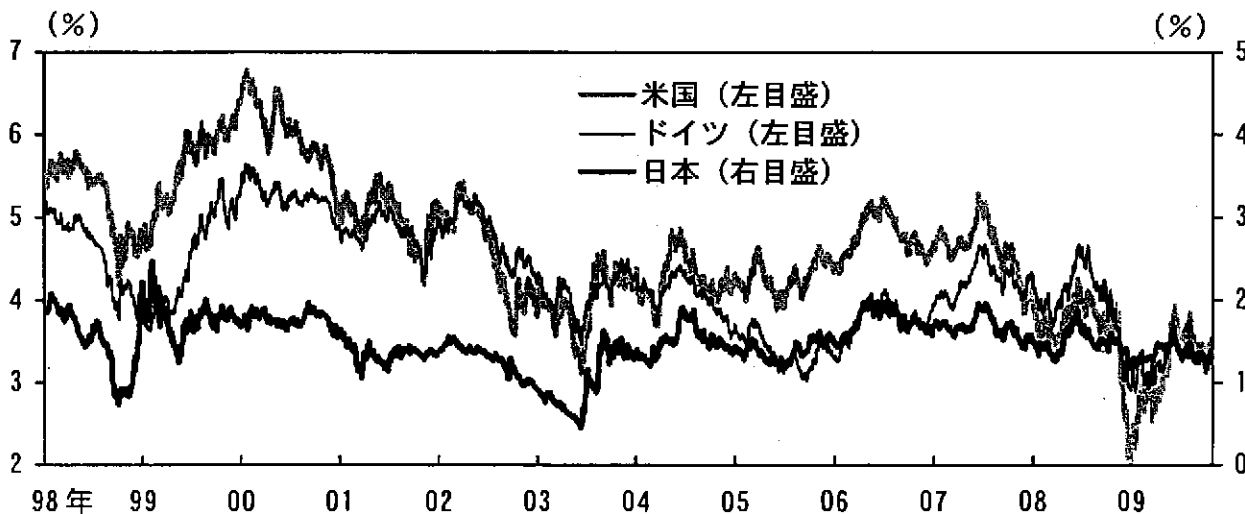


(2) 長期金利と消費者物価変化率



(注) 1. 消費者物価指数は総合除く生鮮食品。消費税調整済み。
2. 対象期間は1983/3Q～2009/3Q。白丸は直近データ。

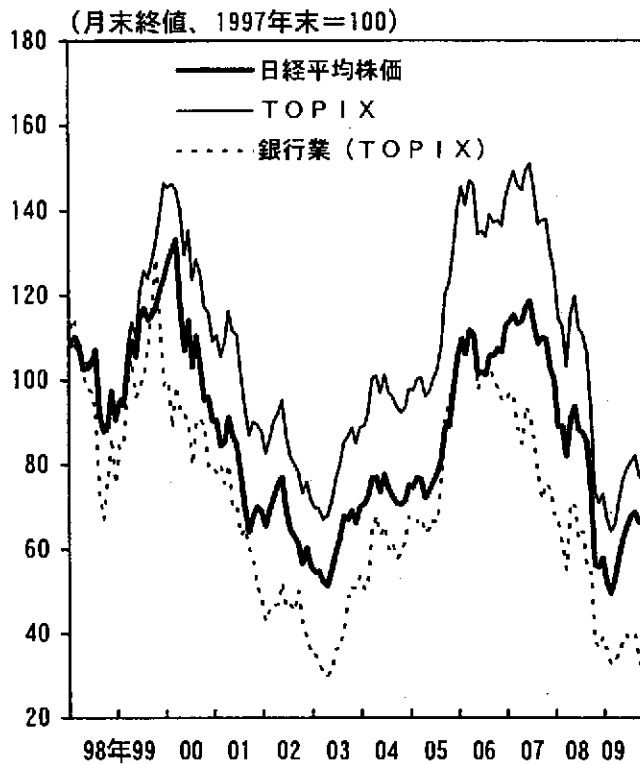
(3) 主要国の長期金利 (10年物国債利回り)



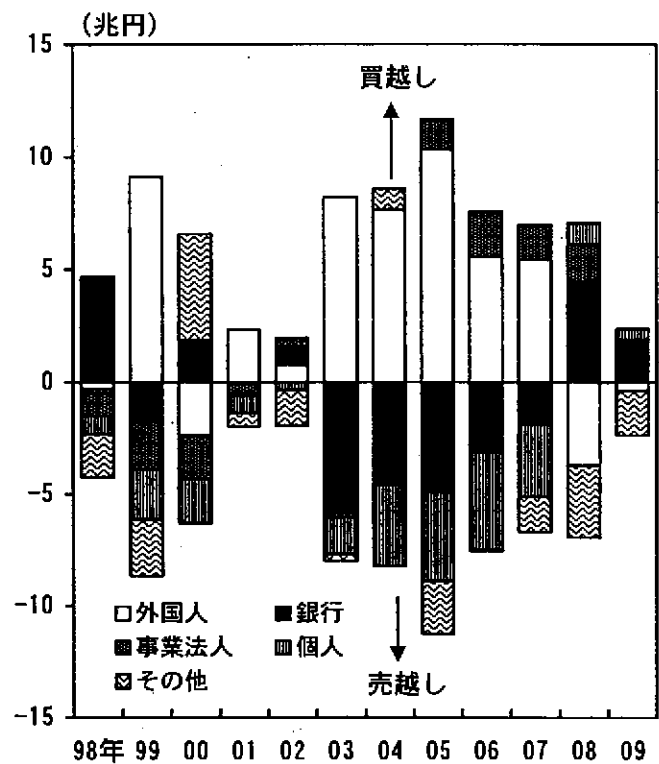
(資料) 総務省「消費者物価指数」、日本相互証券、Bloomberg

株 価

(1) 株価

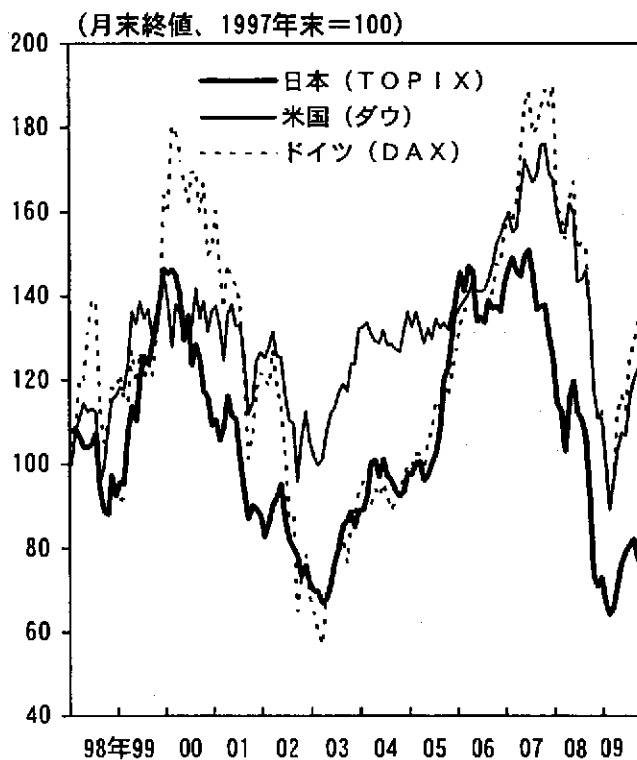


(2) 主体別売買状況

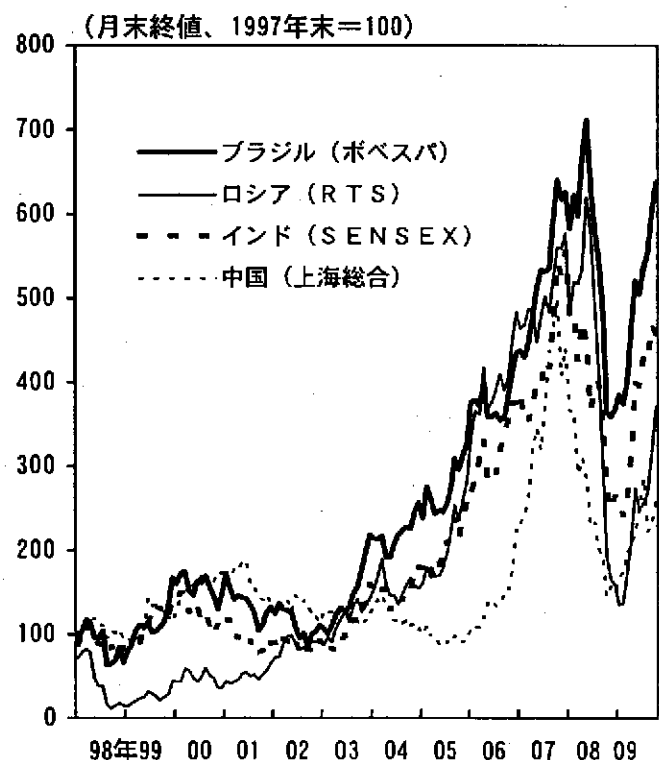


(注) 1. 三市場 (東証・大証・名証) 1、2部計。
2. 2009年の計数は、1~9月の年換算値。

(3) 主要国の株価



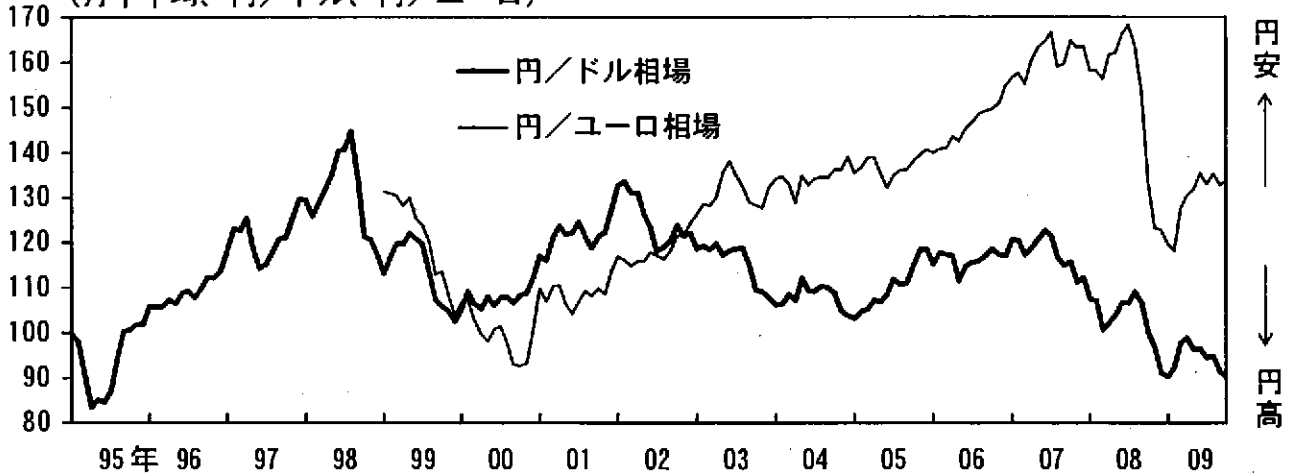
(4) BRICs 諸国の株価



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)



(2) 名目実効為替レート

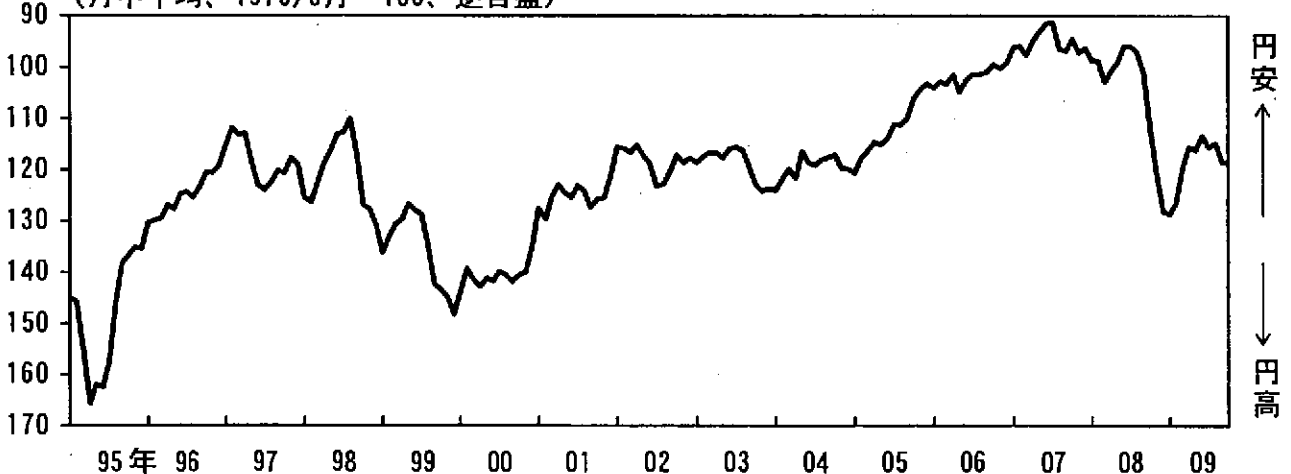
(月中平均、1973/3月=100、逆目盛)



(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)

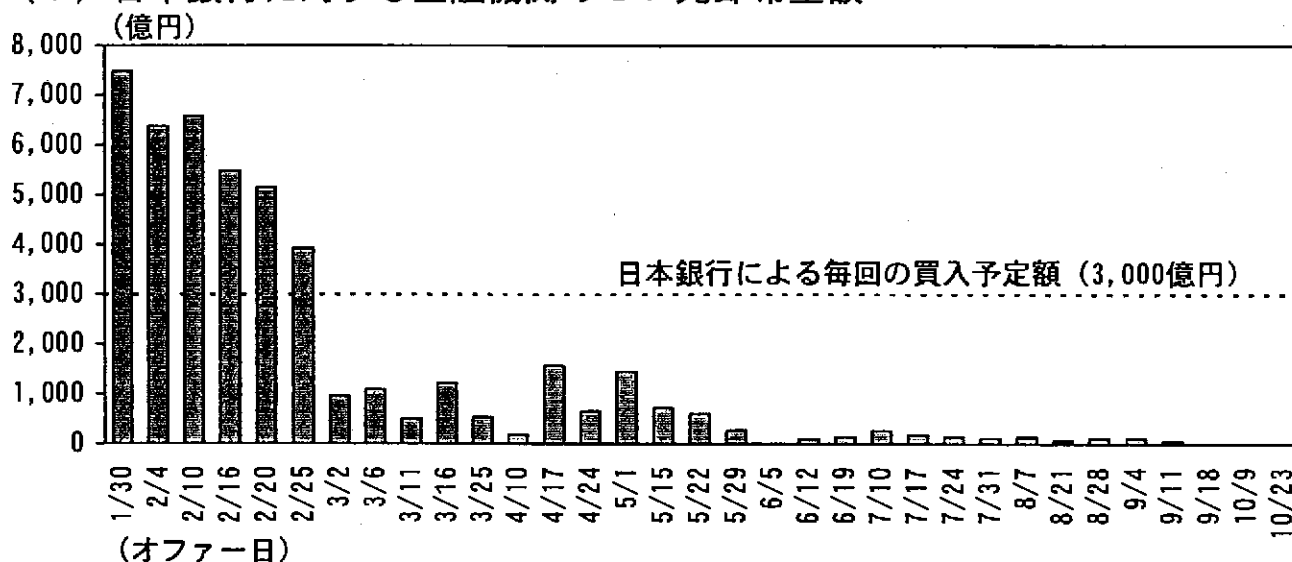


(注) 通関輸出金額ウエイト上位15通貨に対する為替相場を当該国・地域の物価指数で実質化し、同ウエイトで加重平均したもの。

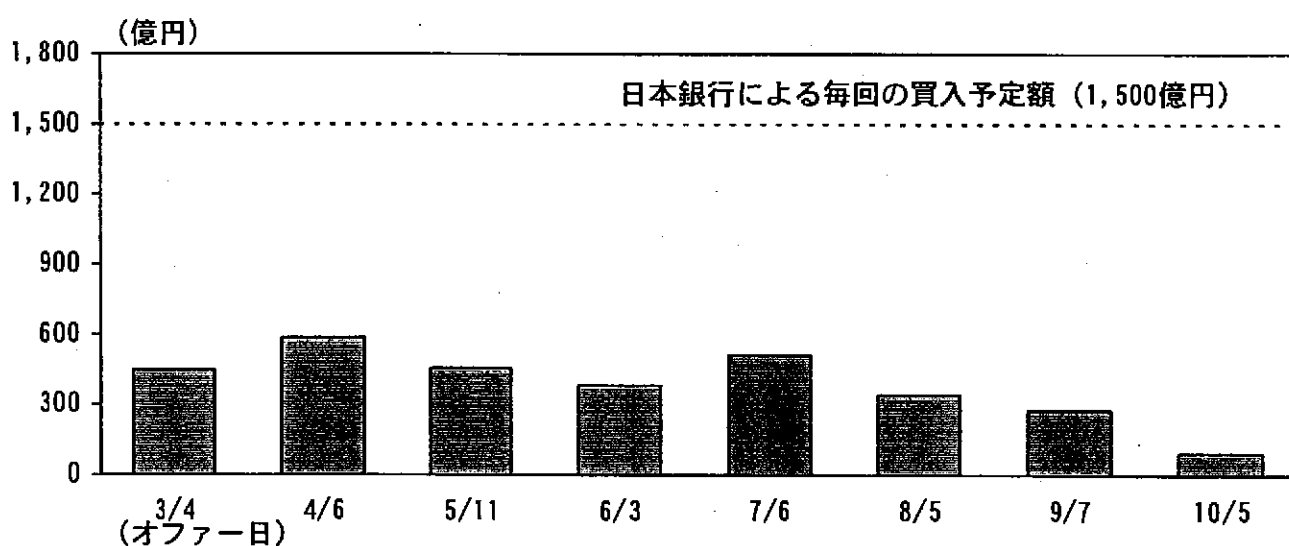
(資料) 日本銀行

CP・社債買入れオペ等

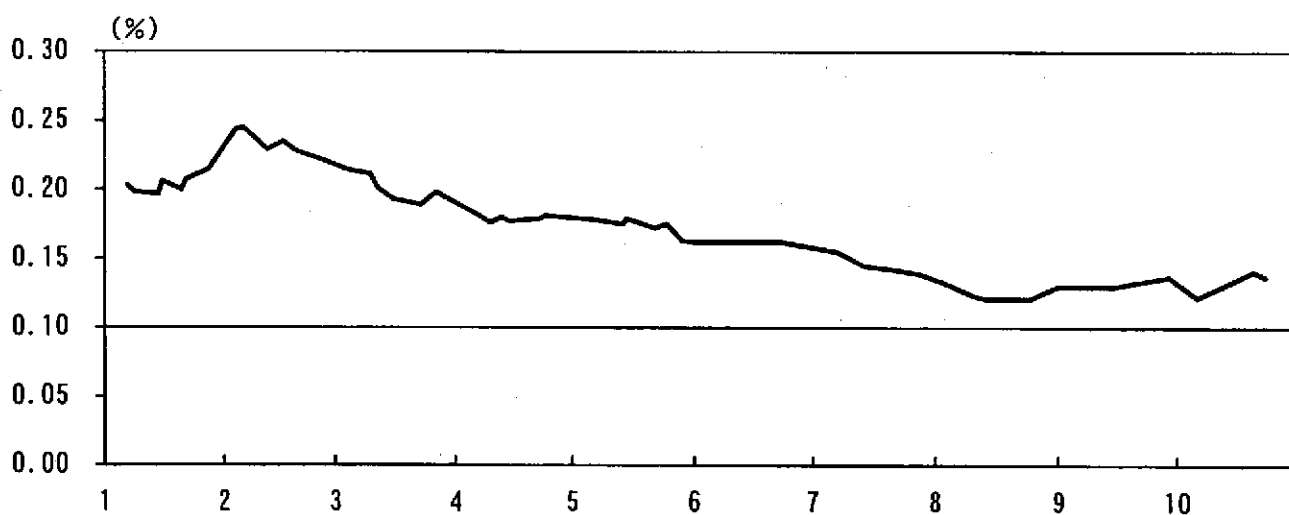
(1) 日本銀行に対する金融機関のCP売却希望額



(2) 日本銀行に対する金融機関の社債売却希望額



(3) 共通担保資金供給オペ(3か月物)の平均落札レート

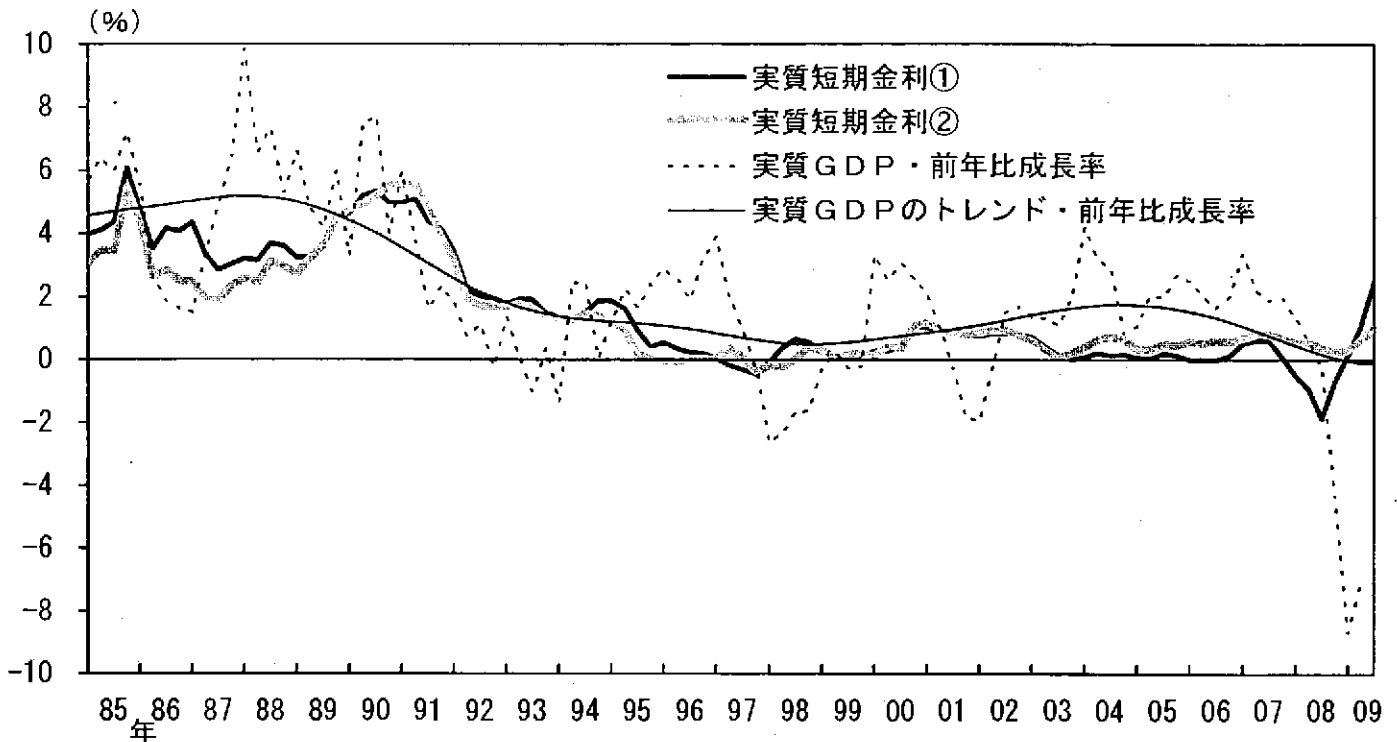


(注) 1. 共通担保資金供給オペは、実行日から期日まで75日以上104日以下のオペ。
 2. 企業金融支援特別オペの貸付利率は0.1%。

(資料) 日本銀行

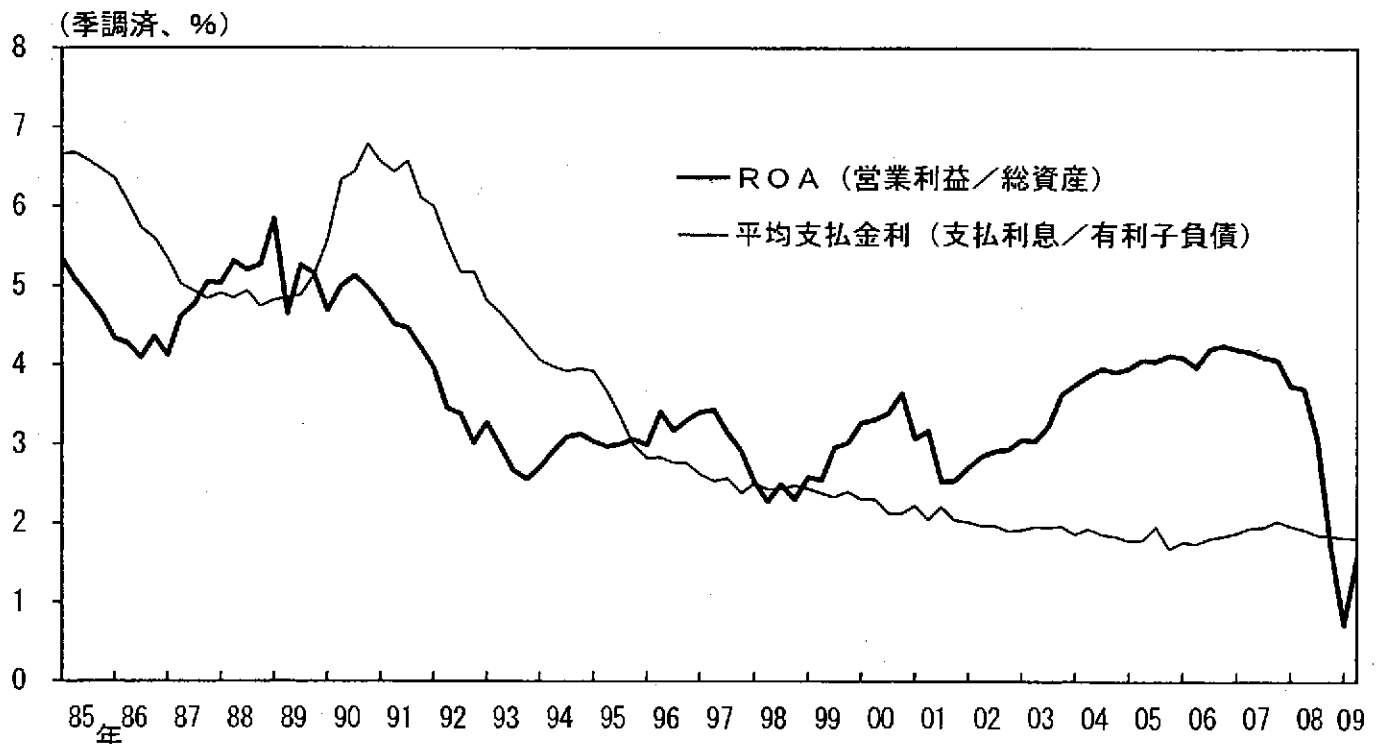
金利水準と実体経済

(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、受取手形割引残高の合計。

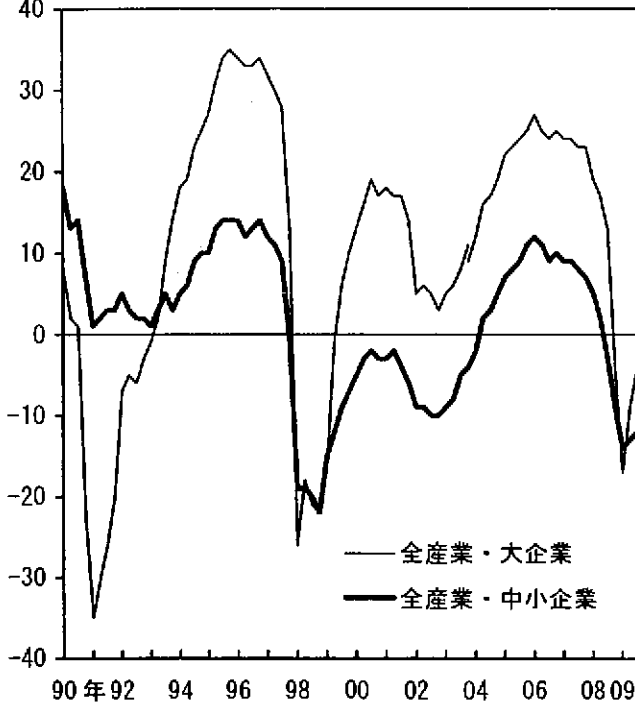
(資料) 内閣府「国民経済計算」、総務省「消費者物価指数」、財務省「法人企業統計季報」、日本銀行

企業金融

(1) 企業からみた金融機関の貸出態度

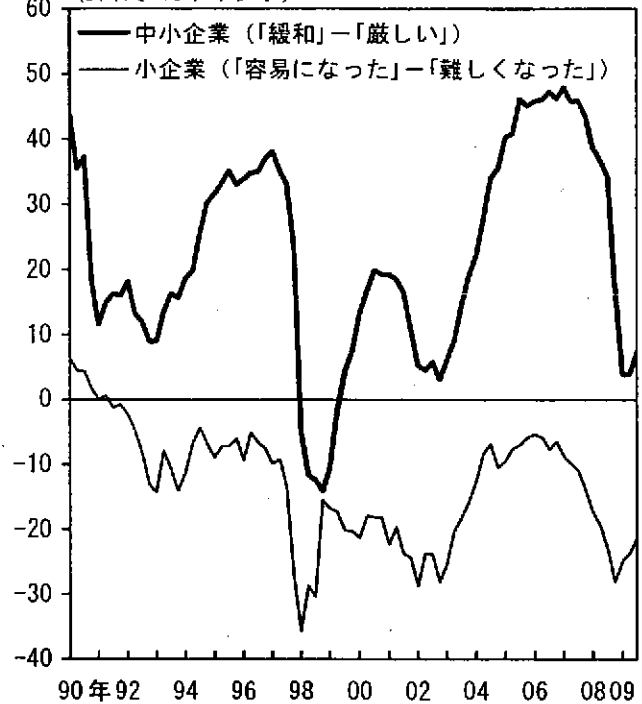
<短観>

(「緩い」-「厳しい」、D.I.、%ポイント)



<日本公庫>

(D.I.、%ポイント)

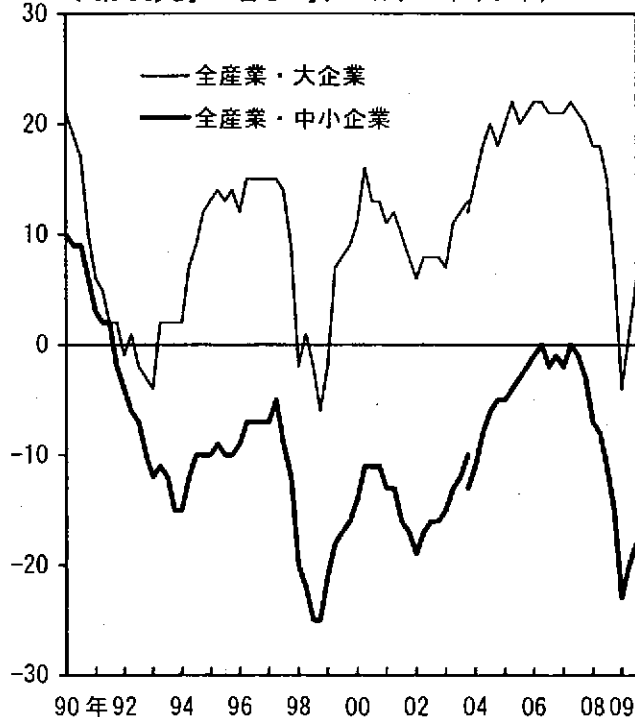


(注) 短観は2004/3月調査より見直しを実施。旧ベースは2003/12月調査まで、新ベースは2003/12月調査から(下の(2)も同じ)。

(2) 企業の資金繰り

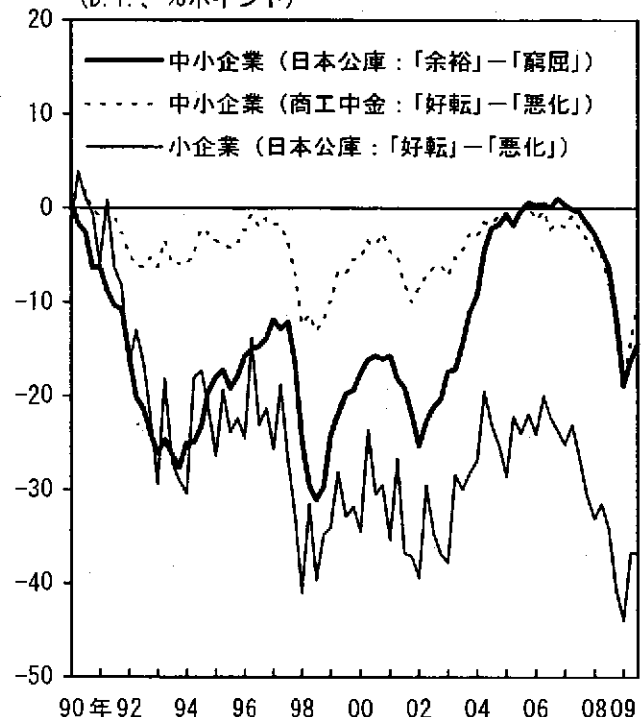
<短観>

(「楽である」-「苦しい」、D.I.、%ポイント)



<日本公庫・商工中金>

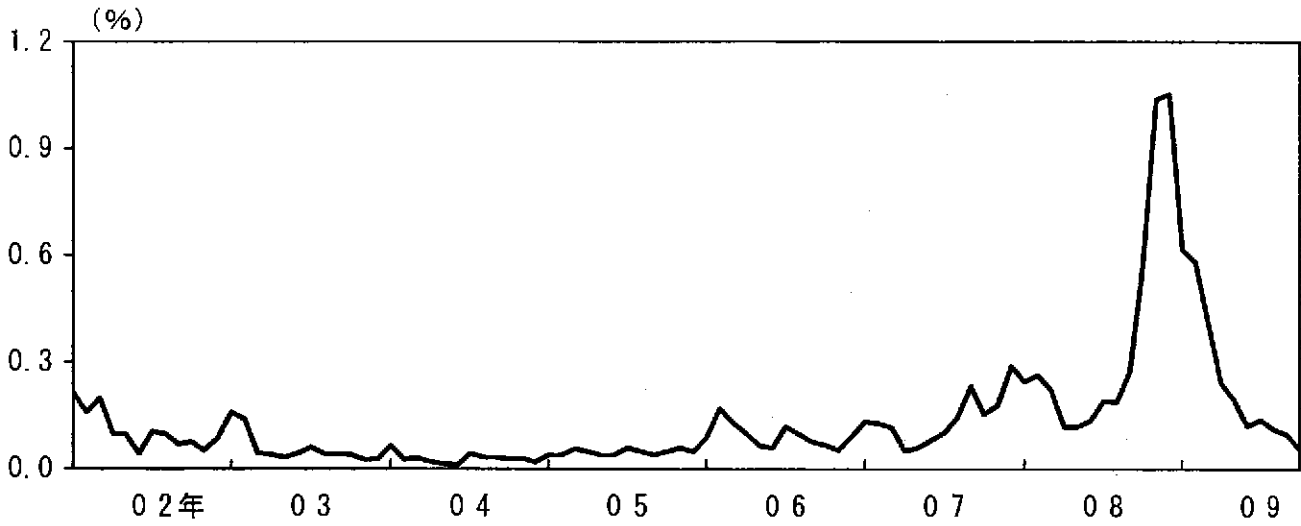
(D.I.、%ポイント)



(資料) 日本銀行「全国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)」

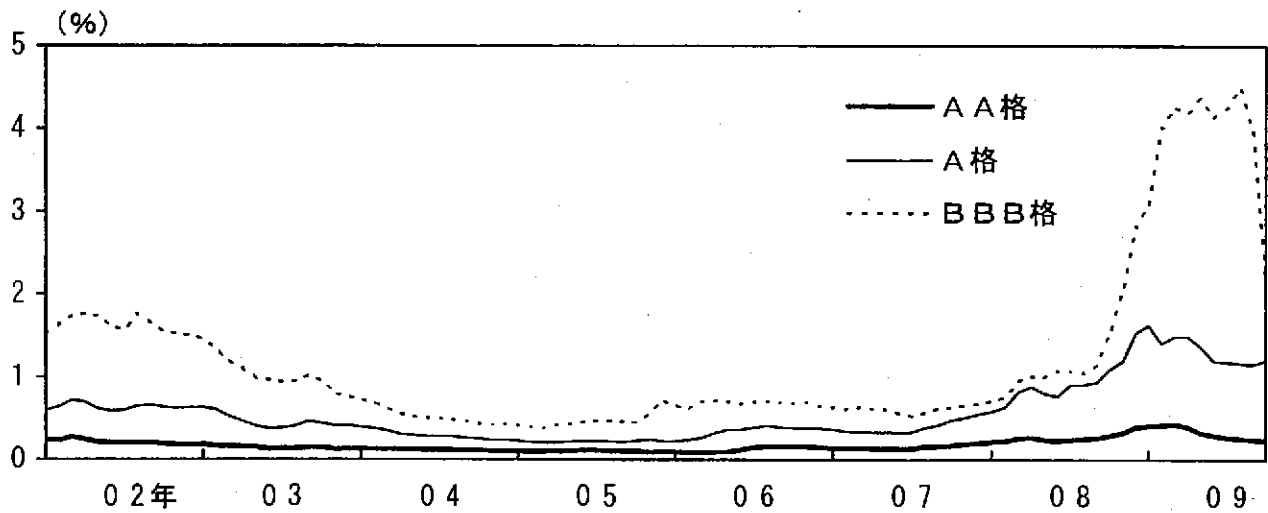
CP・社債市場

(1) CPの信用スプレッド(3か月物)



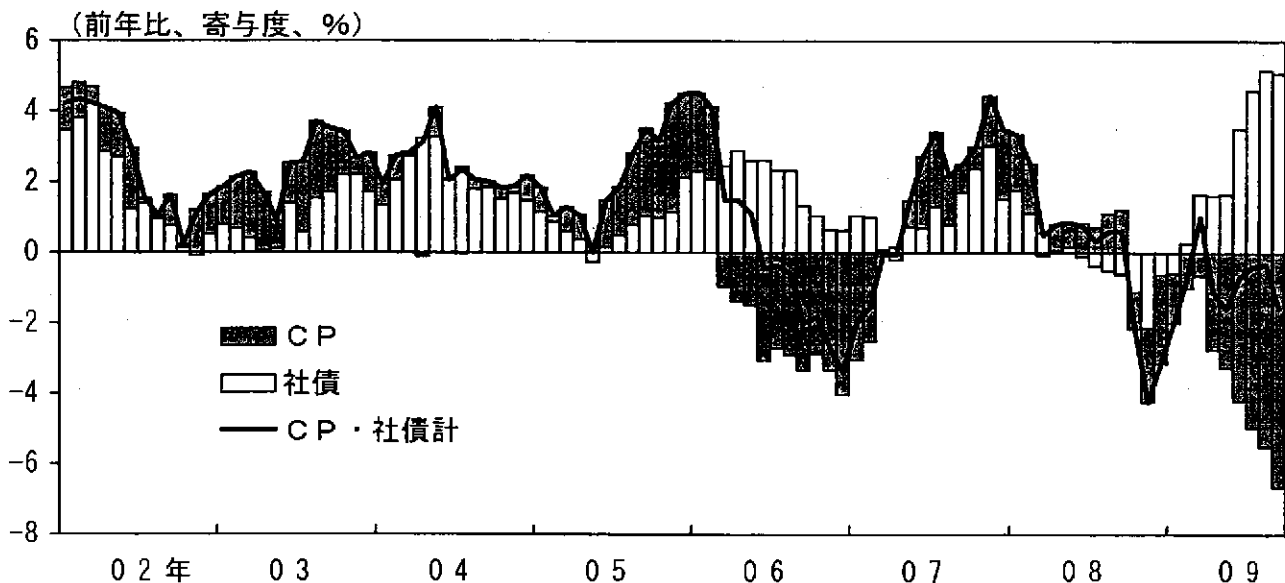
(注) CPの信用スプレッド=CP発行レート(A1格以上)-国庫短期証券流通利回り

(2) 社債の信用スプレッド(5年物)



(注) 社債の信用スプレッド=社債流通利回り-国債流通利回り。社債の格付けはR&Iによる。

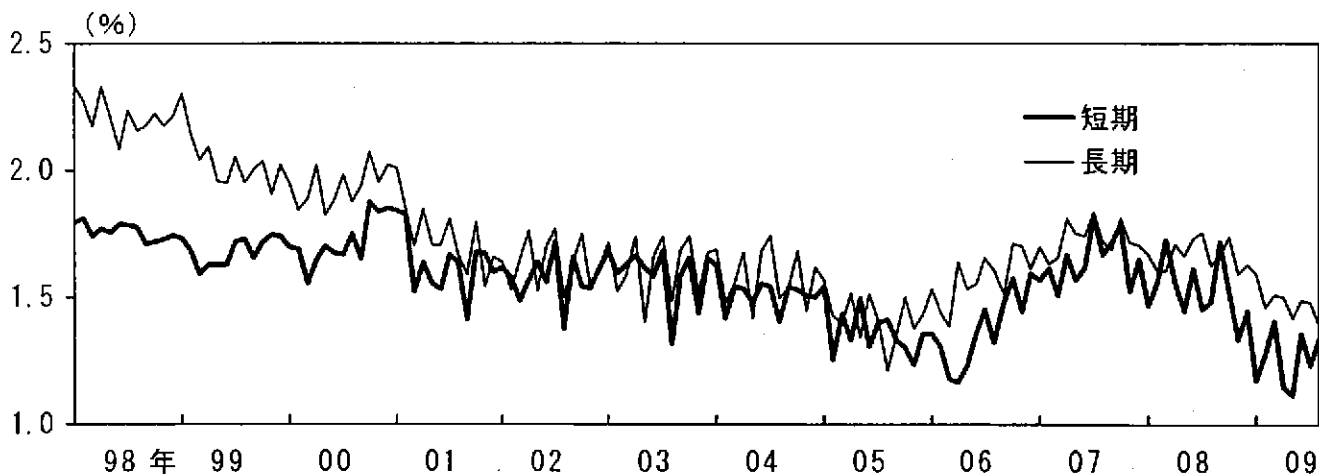
(3) CP・社債発行残高



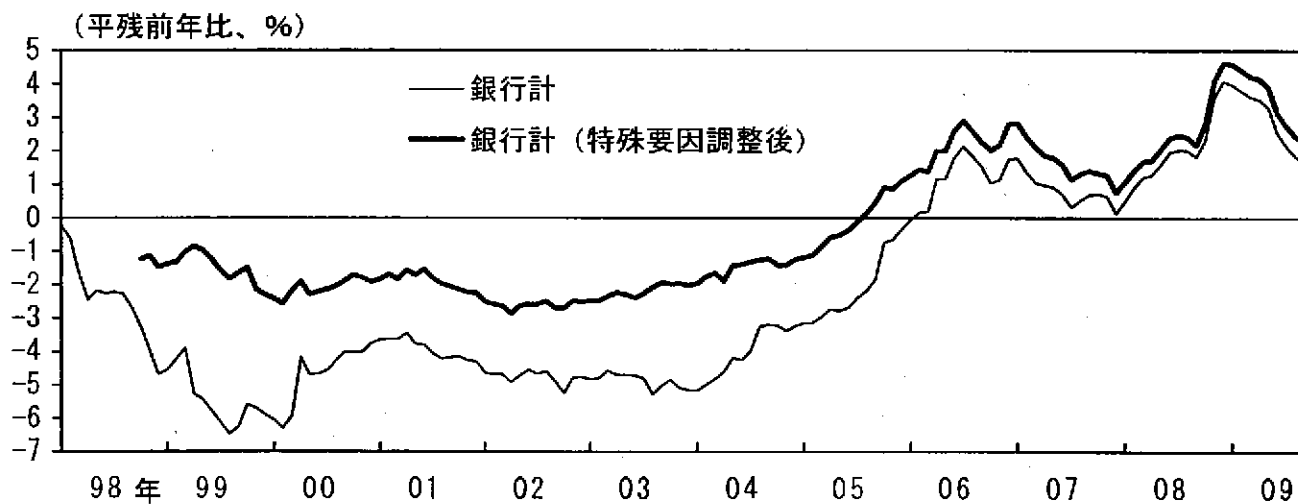
(資料) 日本銀行、証券保管振替機構、日本証券業協会、アイ・エヌ情報センター、Bloomberg

貸出・マネーストック

(1) 新規貸出約定平均金利

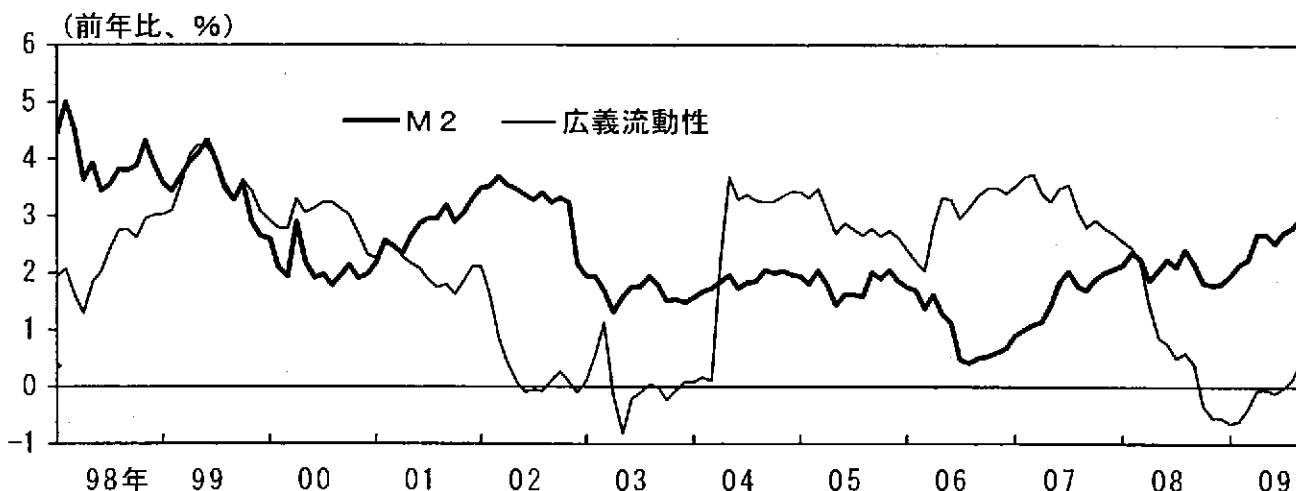


(2) 民間銀行貸出



(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。

(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。

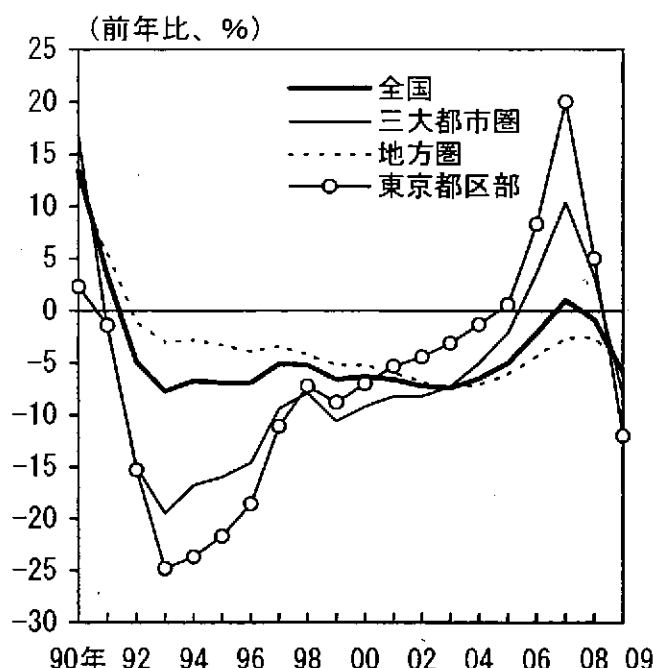
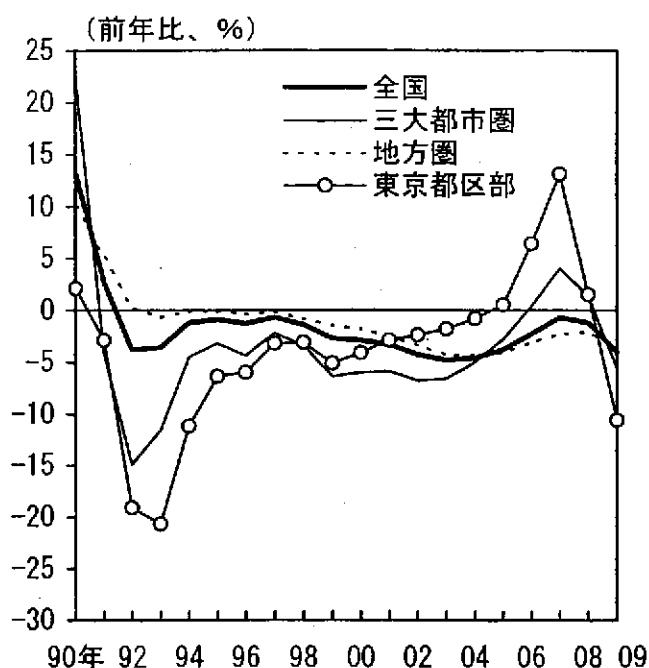
(資料) 日本銀行「貸出・資金吸収動向等」「マネーストック」「マネーサプライ」
「貸出約定平均金利」

地 価

(1) 都道府県地価 (7/1日時点)

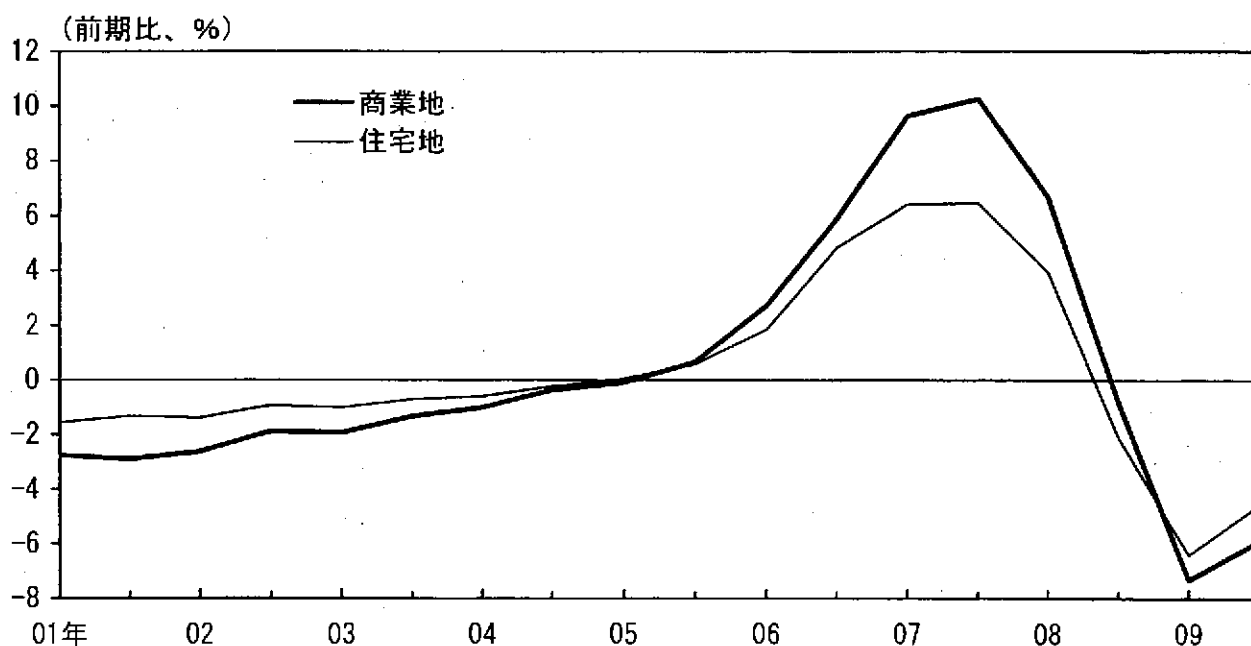
<住宅地>

<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

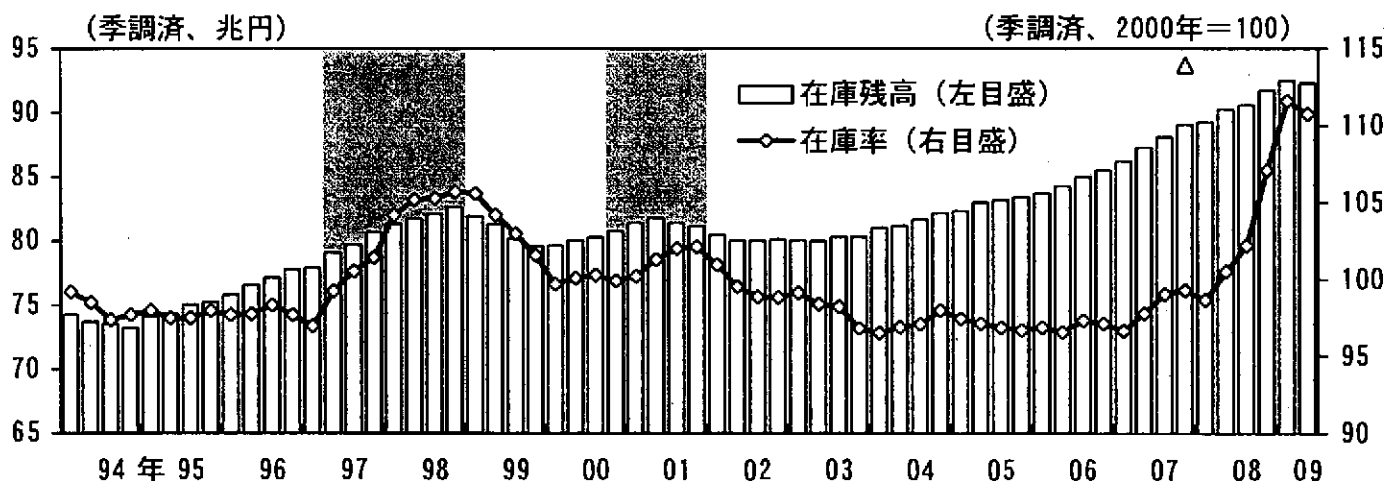


(注) 地価公示および都道府県地価調査の共通地点（住宅地58地点、商業地44地点）における半期ベースの比較。

(資料) 国土交通省「地価公示」「都道府県地価調査」

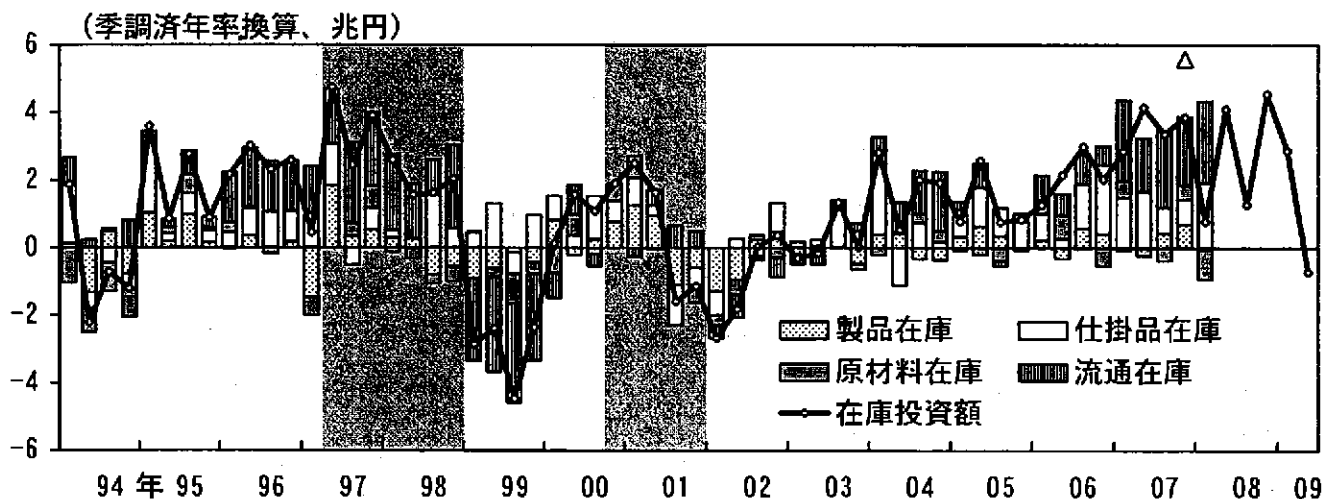
在庫投資

(1) 実質在庫残高と在庫率 (=実質在庫残高/実質GDP)

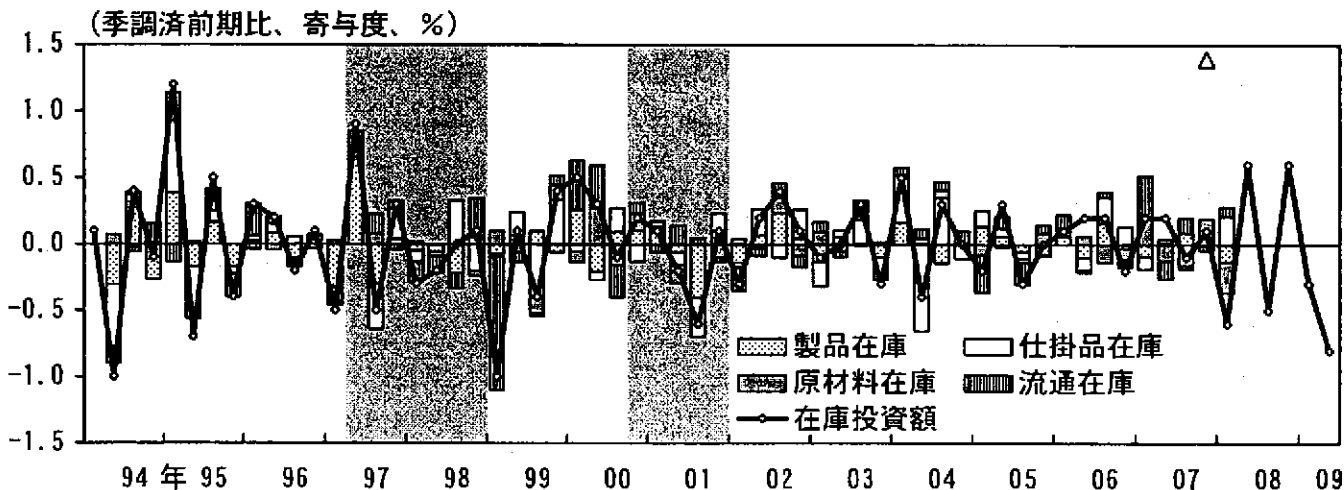


(注) 1. 在庫残高は、2000年末の在庫残高を基準に、各期の在庫投資を積み上げて作成。
2. シャドー部分は景気後退局面。△は直近の景気の山。下のいずれの図表も同じ。

(2) 実質在庫投資額 ((1)における在庫残高の前期差)



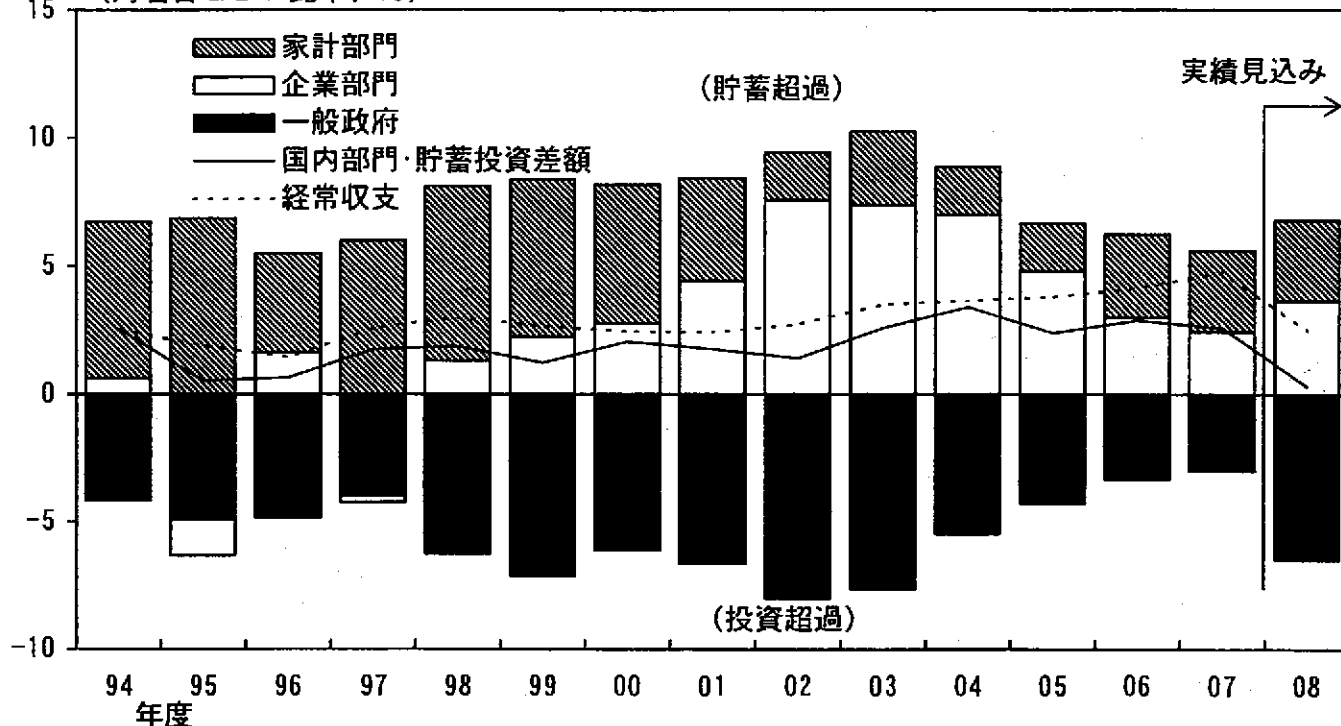
(3) 実質在庫投資の実質GDP寄与度 ((2)の前期差がGDPに占める割合)



ISバランス

(1) ISバランス

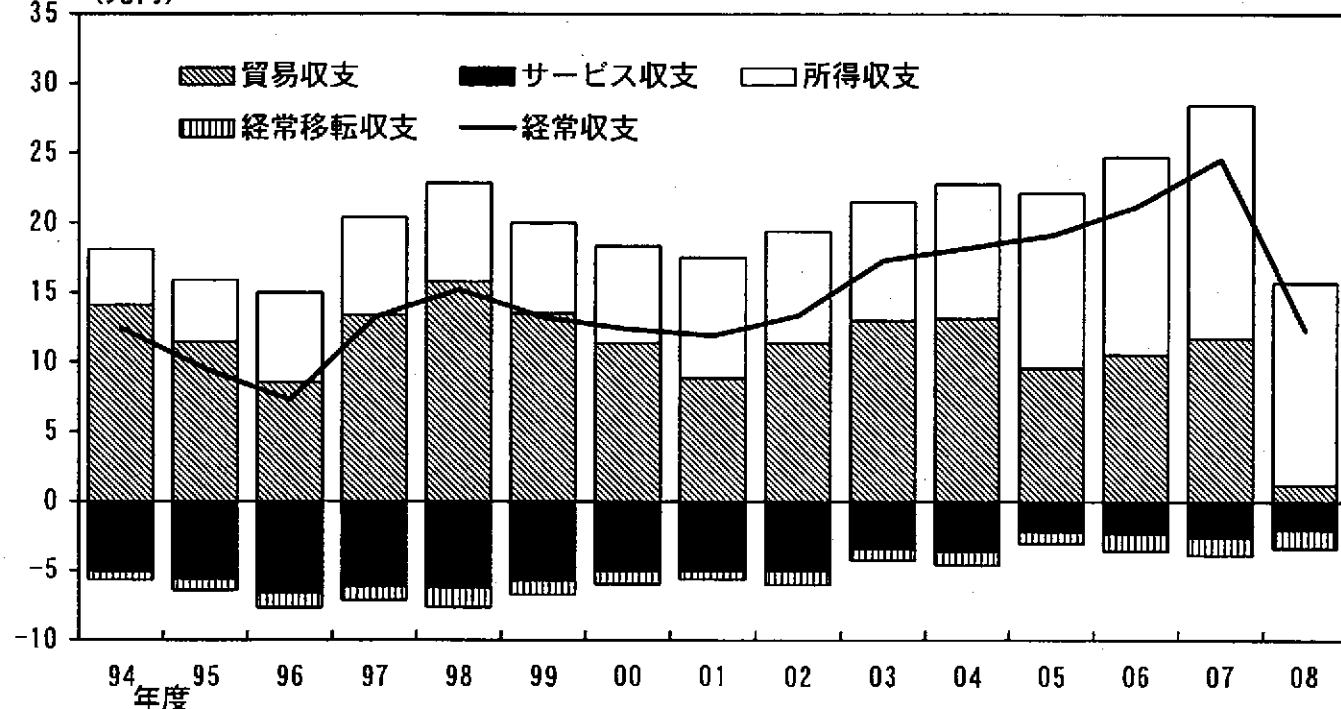
(対名目GDP比率、%)



(注) 日本銀行調査統計局の試算値。試算方法については、「経済・物価情勢の展望」(2009/4月)の図表25参照。なお、2008年度の一般政府ISバランスは、内閣府「中長期の道ゆきを考えるための機械的試算」に基づく。

(2) 経常収支の内訳

(兆円)

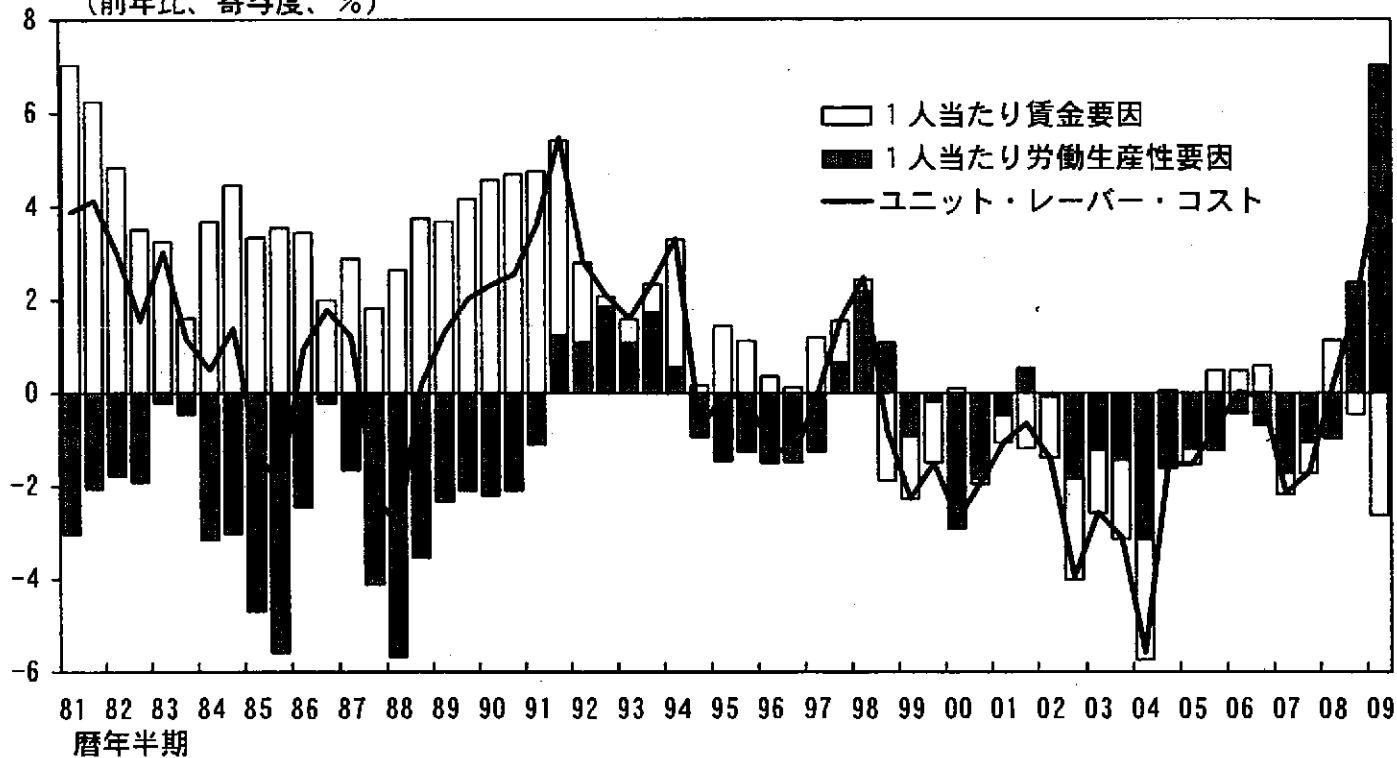


(資料) 内閣府「国民経済計算」「中長期の道ゆきを考えるための機械的試算」、財務省・日本銀行「国際収支状況」

賃金と物価

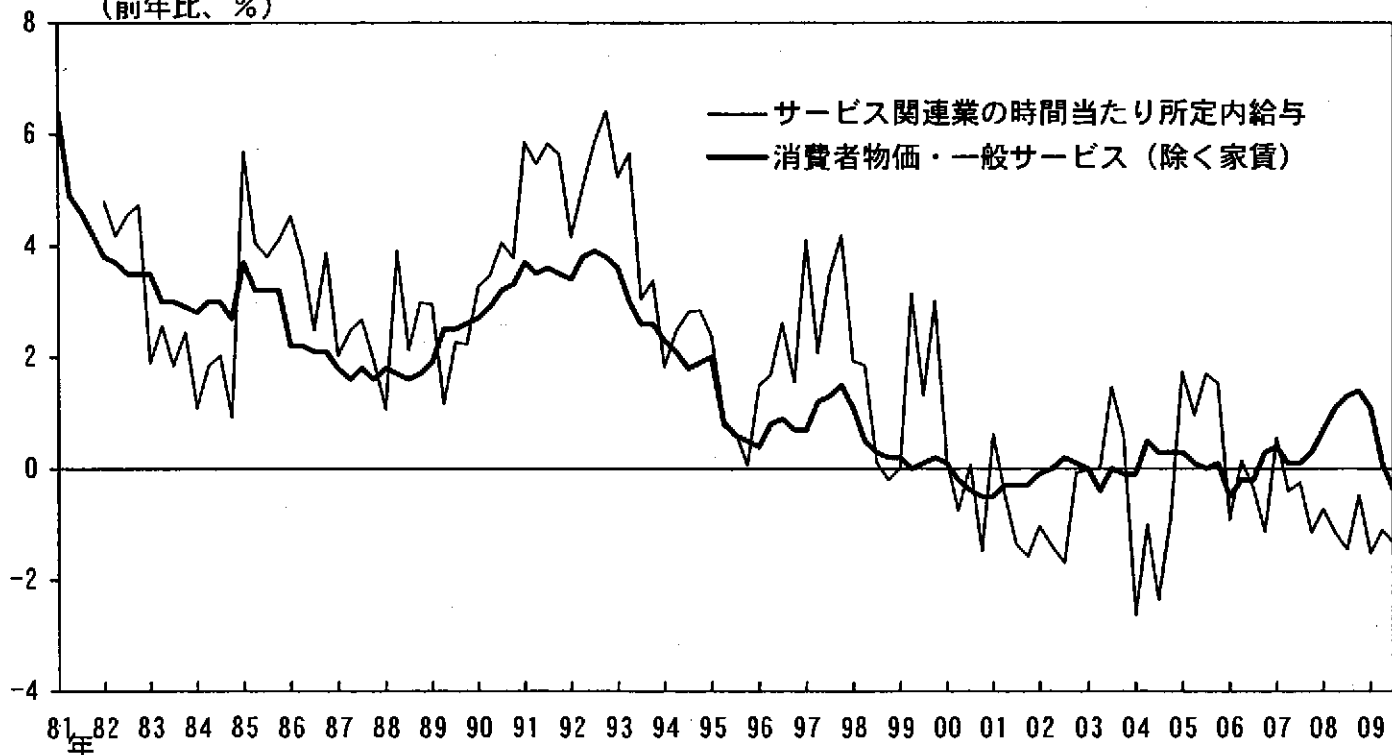
(1) ユニット・レーバー・コスト

(前年比、寄与度、%)



(2) サービス価格と賃金

(前年比、%)

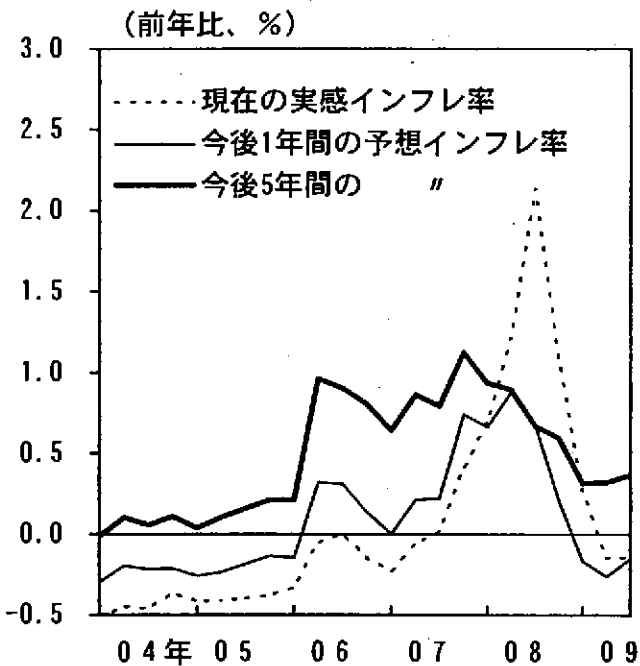


(注) 1. 各計数の詳しい定義については、「経済・物価情勢の展望」(2009/4月)の図表26参照。
2. 2009/3Qのサービス関連業の時間当たり所定内給与は、7~8月の前年同期比。

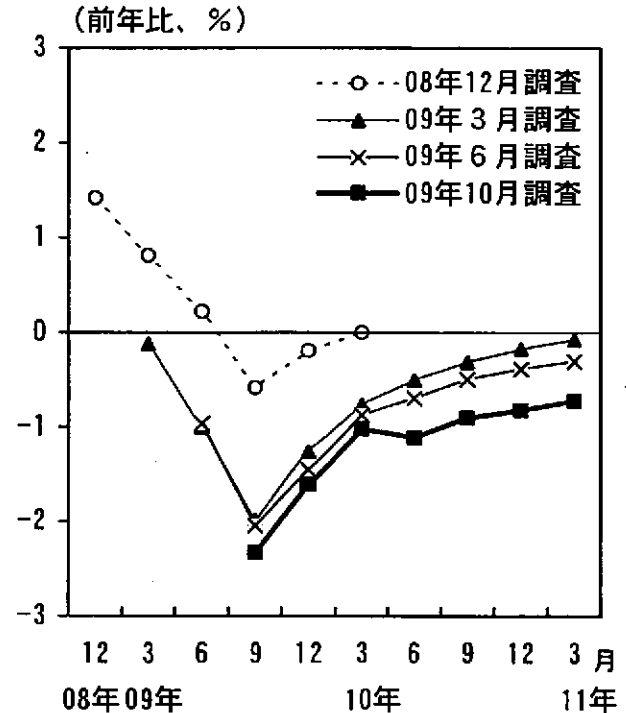
(資料) 厚生労働省「毎月勤労統計」、総務省「労働力調査」「消費者物価指数」、内閣府「国民経済計算」

物価の先行きに対する見方

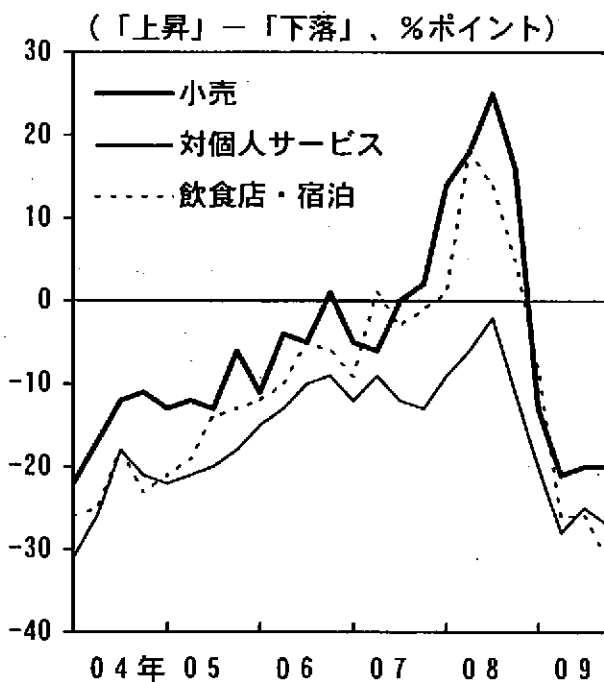
(1) 家計のインフレ予想



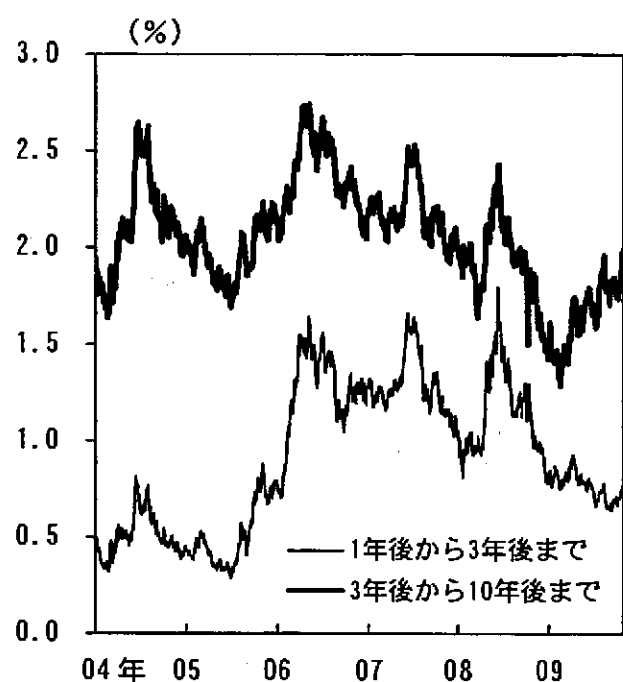
(2) エコノミストの短期的なインフレ予想



(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



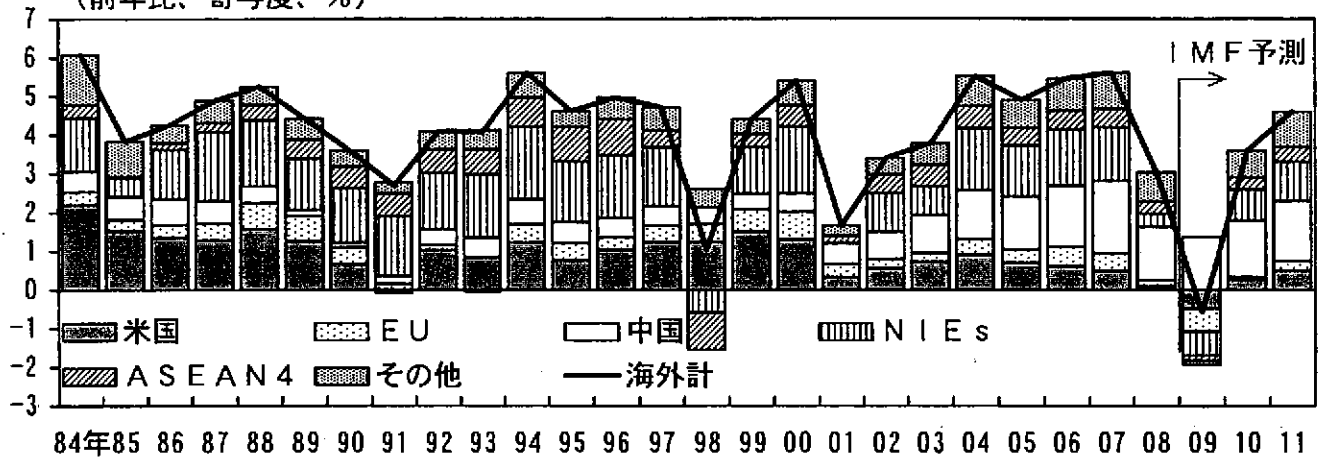
- (注) 1. (1) は、「生活意識に関するアンケート調査」のデータを用いて、修正カールソン・パーキン法により推計したもの。推計の詳細については、関根・吉村・和田 (2008) 「インフレ予想 (Inflation Expectations) について」、日銀レビュー、2008-J-15を参照。
2. (2) は、「ESPフォーキャスト調査」におけるエコノミスト予想の平均値。
3. (3) は、短観における全規模合計の販売価格判断D.I. (先行き3か月後まで)。
4. (4) は、円・円スワップレートをもとに算出。

(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」、Bloomberg

海外経済

(1) わが国が直面する海外経済の成長率

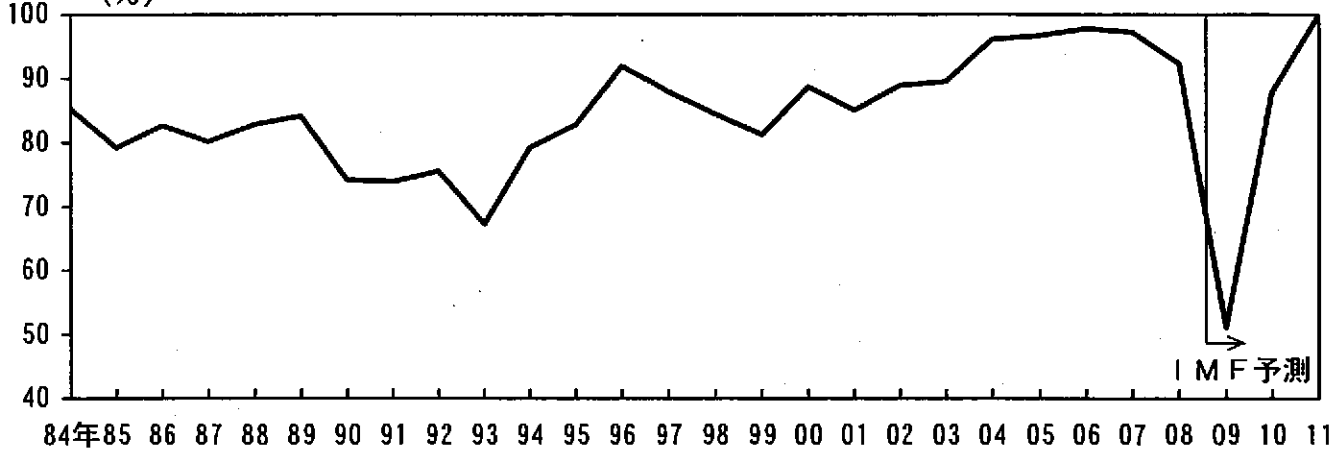
(前年比、寄与度、%)



(注) 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。

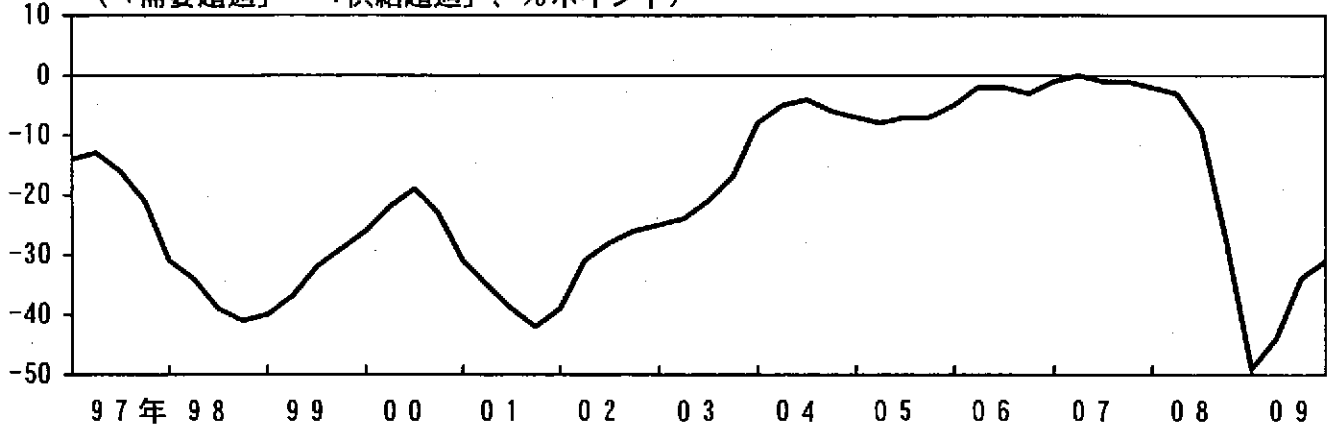
(2) プラス成長国の割合

(%)



(3) 海外での製商品需給判断D. I. (短観)

(「需要超過」 - 「供給超過」、%ポイント)



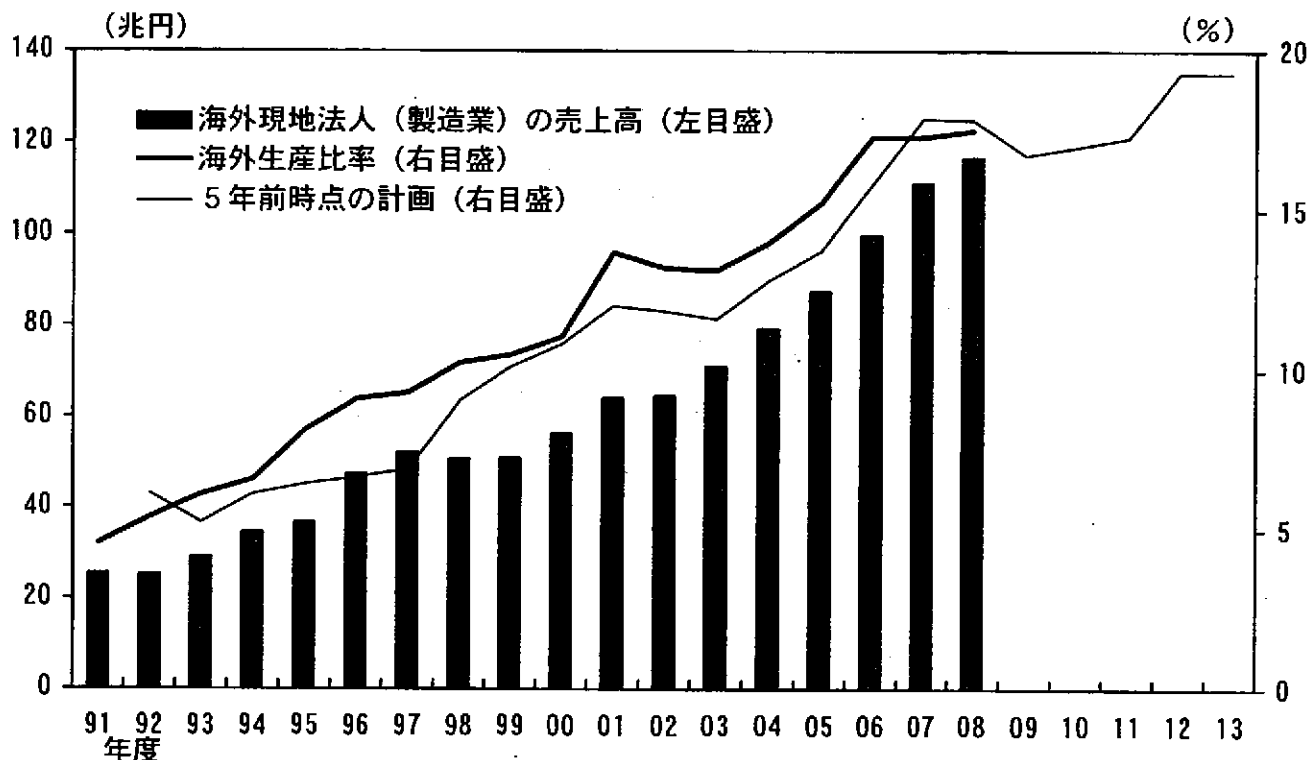
(注) 1. D. I. は、全産業全規模合計。

2. 2009/4QのD. I. は、2009/9月調査時点の企業の予測値。

(資料) IMF「World Economic Outlook」、財務省「貿易統計」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

海外現地法人

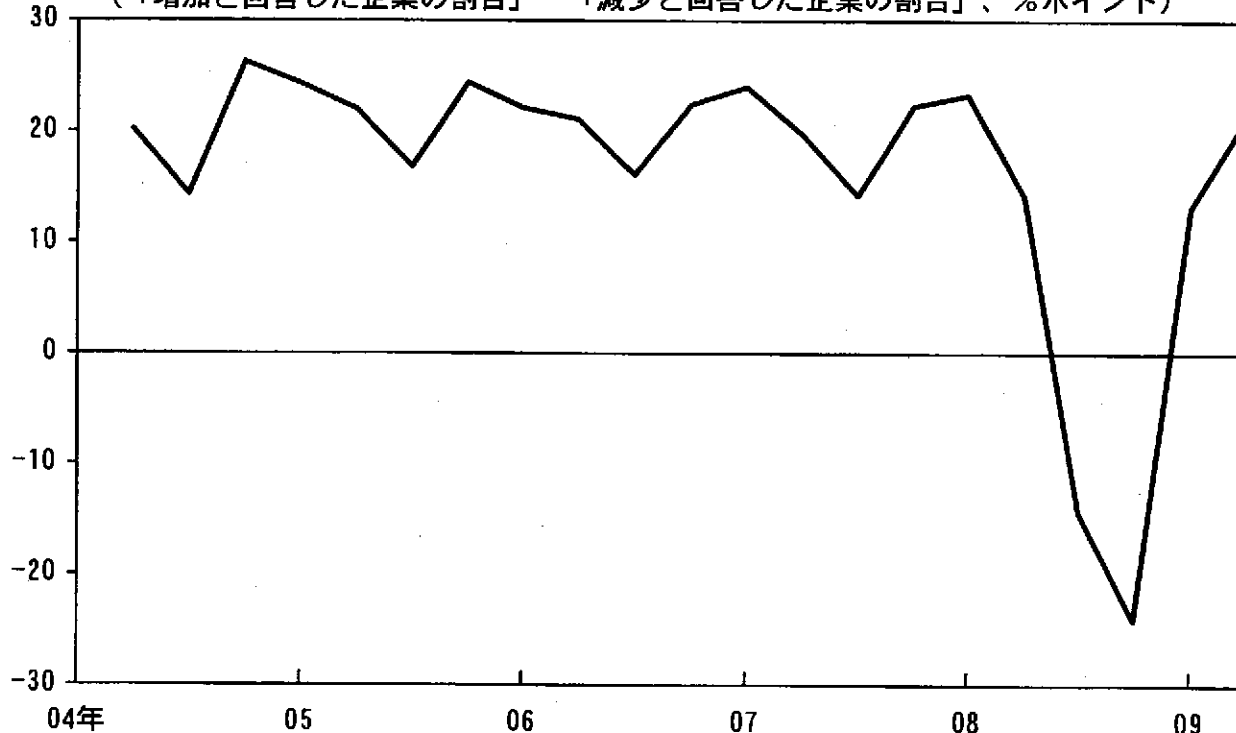
(1) 海外現地法人（製造業）の売上高と海外生産比率



(注) 2008年度は実績の見込値。

(2) 海外現地法人（製造業）の売上高先行きD. I.

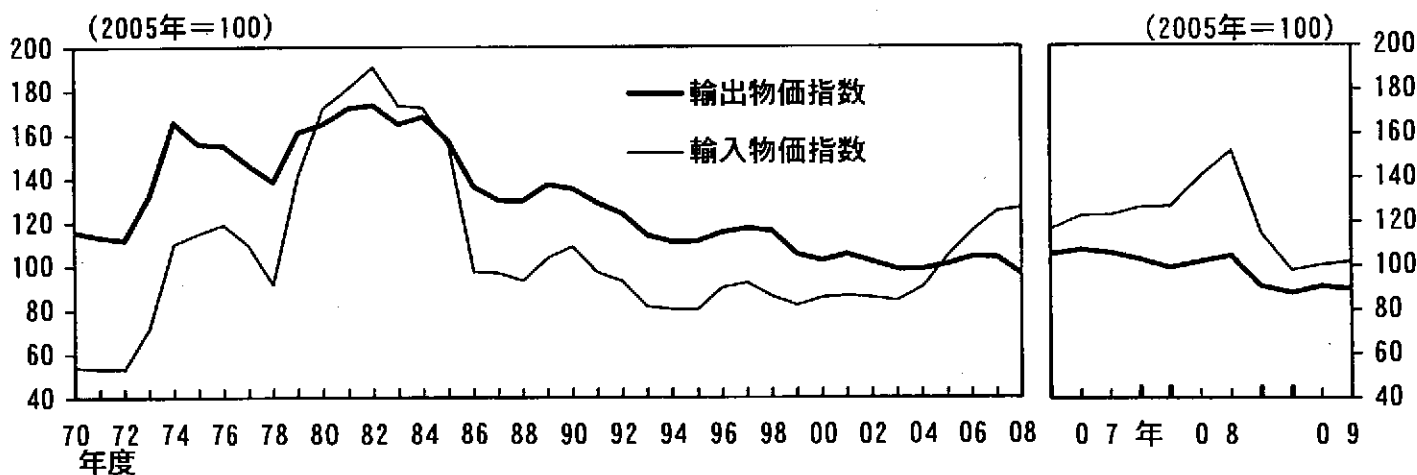
(「増加と回答した企業の割合」 - 「減少と回答した企業の割合」、%ポイント)



(資料) 経済産業省「海外事業活動基本調査」「海外現地法人四半期調査」、
内閣府「企業行動に関するアンケート調査」

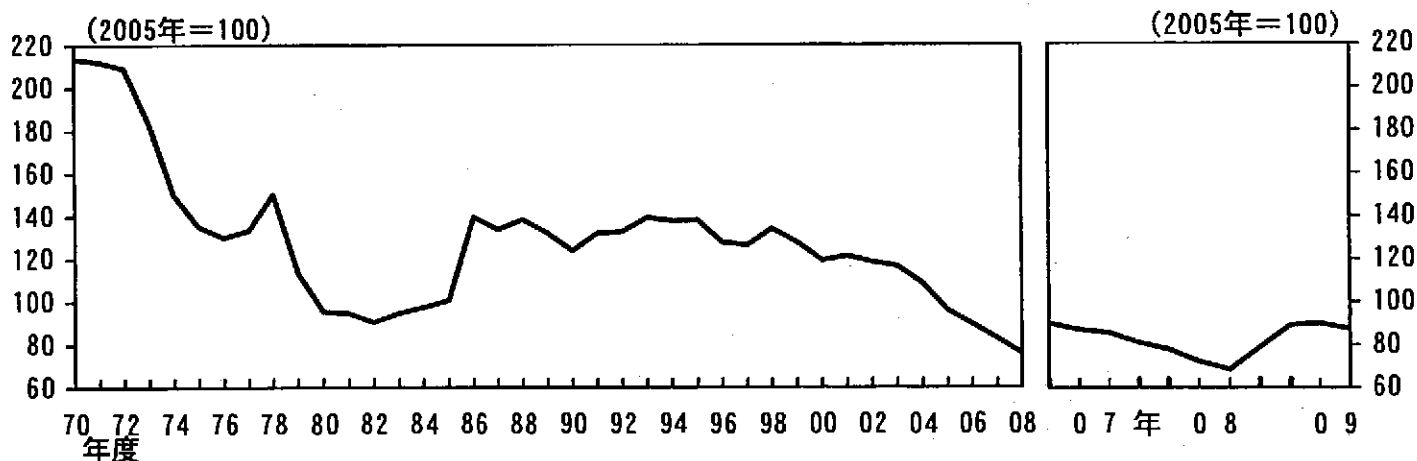
マクロの所得形成

(1) 輸出入物価

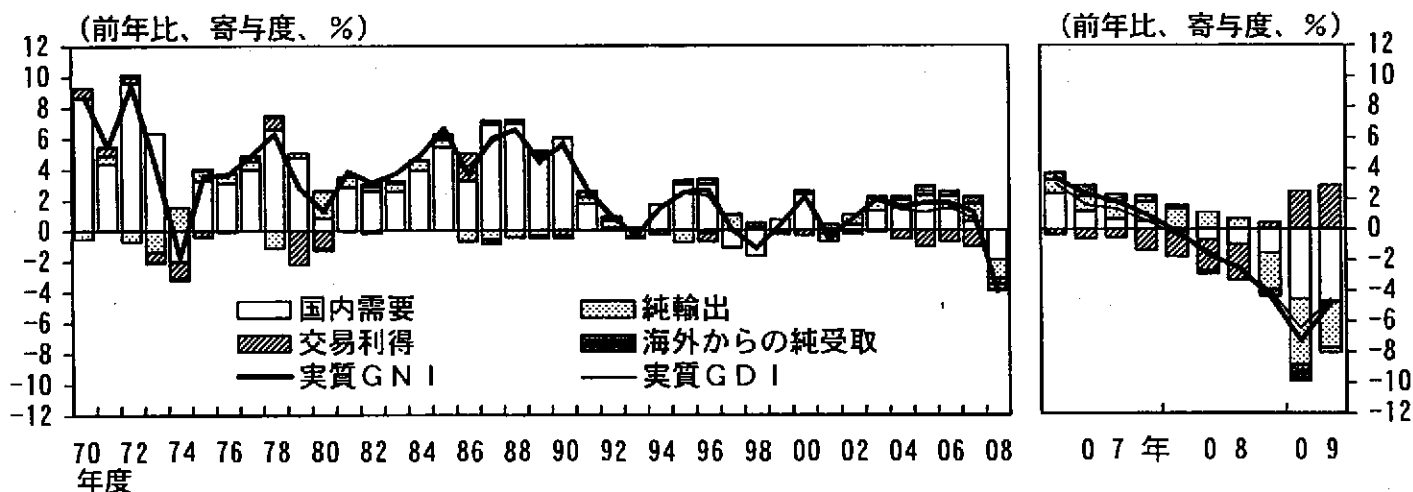


(注) 円ベース (下の(2)も同じ)。

(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)

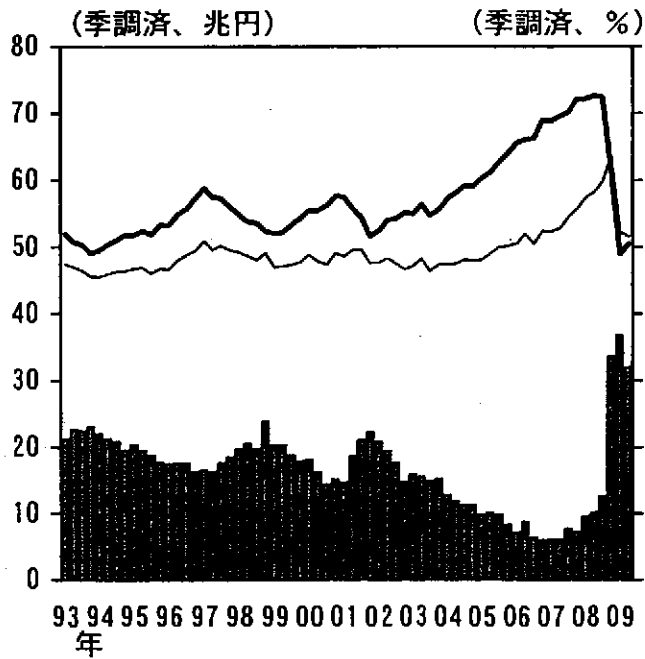
=実質GDP+交易利得+海外からの所得の純受取(利子・配当等)

(資料) 内閣府「国民経済計算」、日本銀行「企業物価指数」

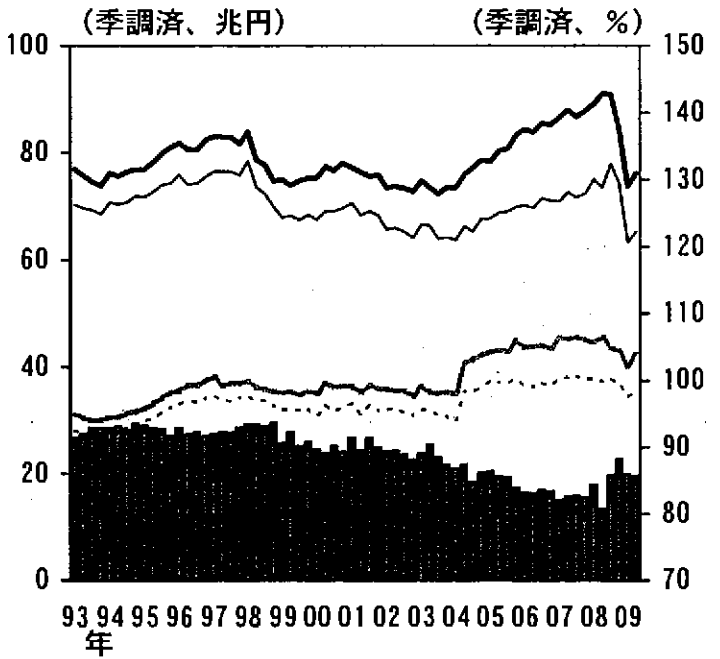
損益分岐点売上高比率

(1) 大企業

① 製造業

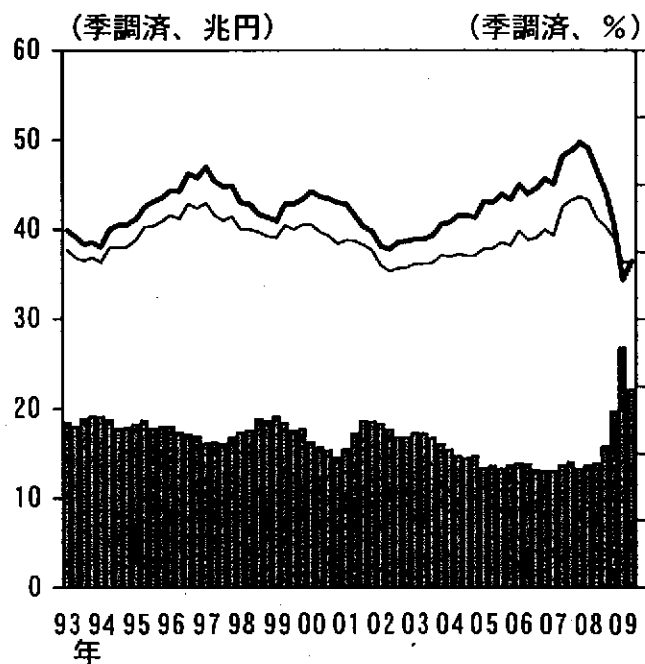


② 非製造業

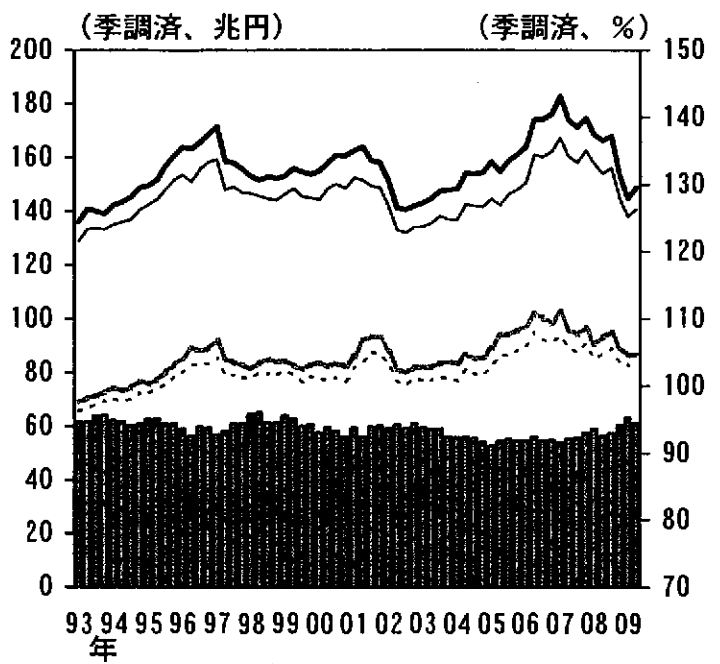


(2) 中堅・中小企業

① 製造業



② 非製造業



■ 損益分岐点比率 (右目盛) — 卸売業、運輸業を除く非製造業の売上高 (左目盛)
 — 売上高 (左目盛) — 卸売業、運輸業を除く非製造業の損益分岐点 (左目盛)
 — 損益分岐点 (左目盛)

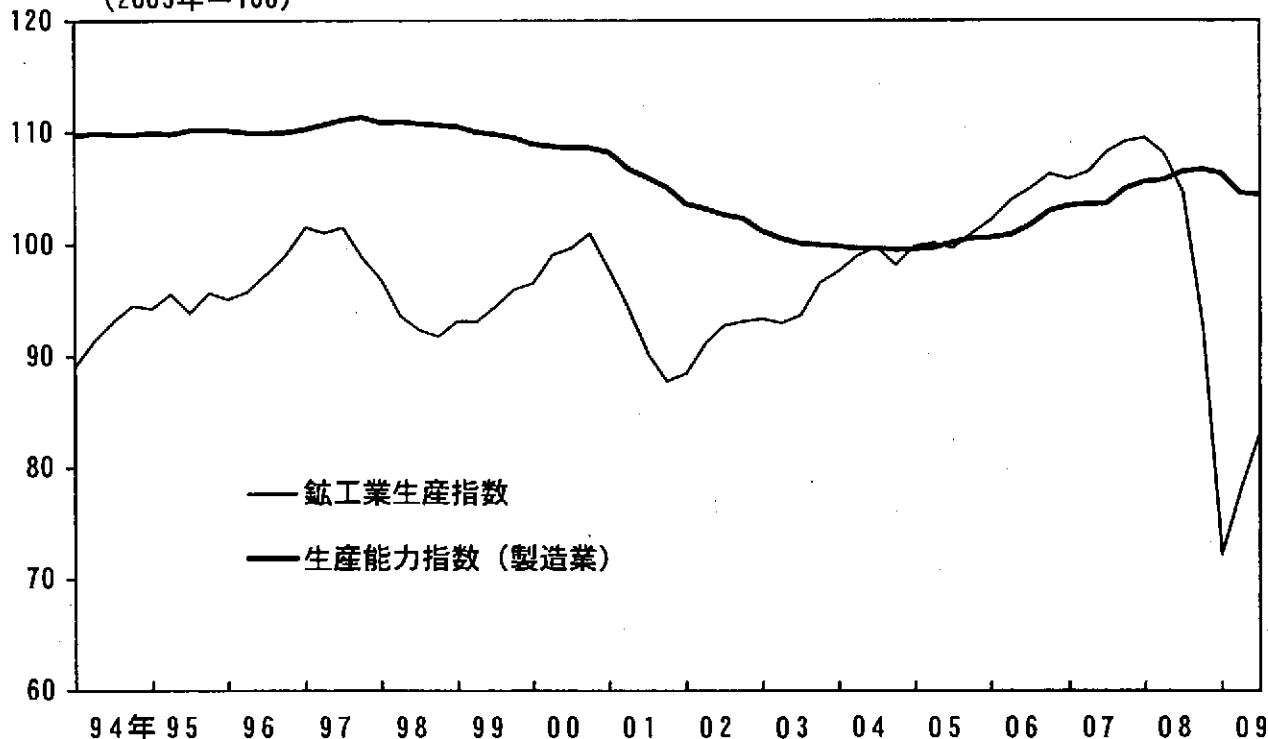
(注) 1. 各計数の詳しい定義については、「経済・物価情勢の展望」(2009/4月)の図表32参照。
 2. 大企業は資本金10億円以上、中堅・中小企業は資本金1000万円以上10億円未満。

(資料) 財務省「法人企業統計季報」

生産能力と稼働率

(1) 鉱工業生産指数と生産能力指数

(2005年=100)

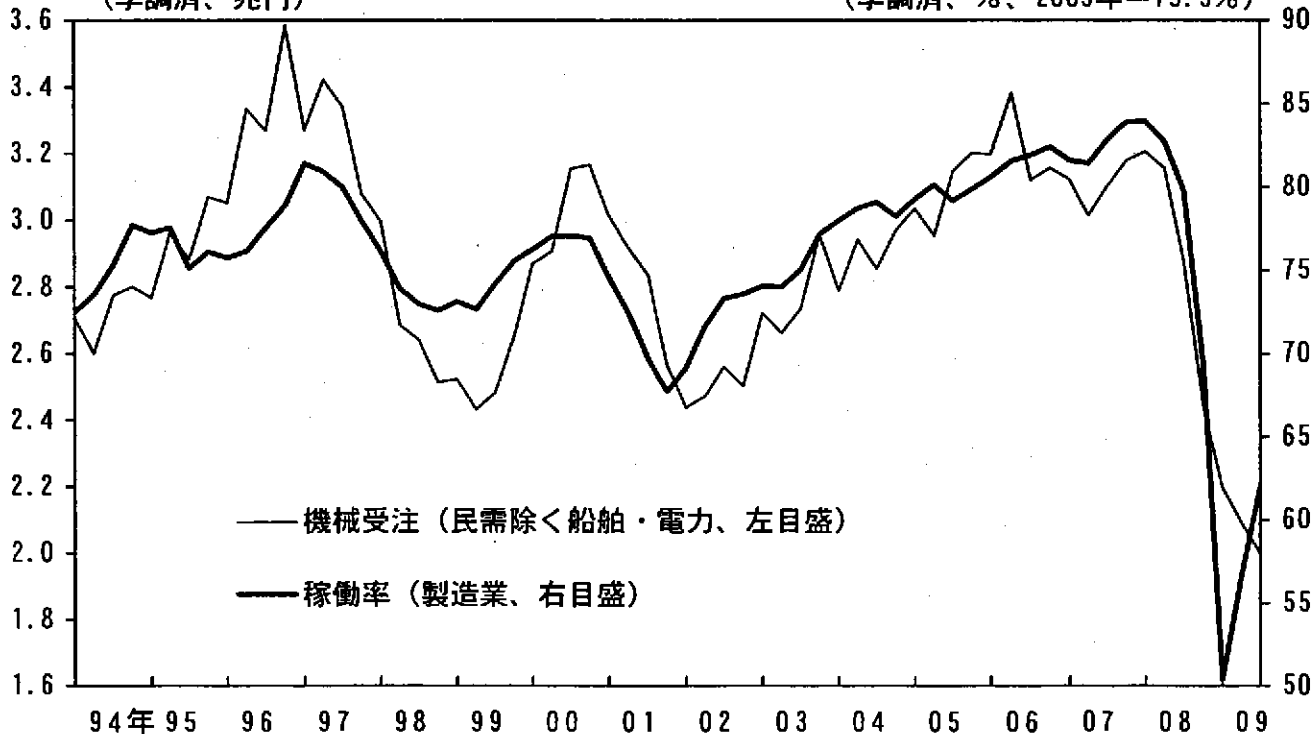


(注) 1. 鉱工業生産指数は季節調整済。
2. 2009/3Qの生産能力指数は、7~8月の平均。

(2) 稼働率と機械投資

(季調済、兆円)

(季調済、%、2005年=79.5%)



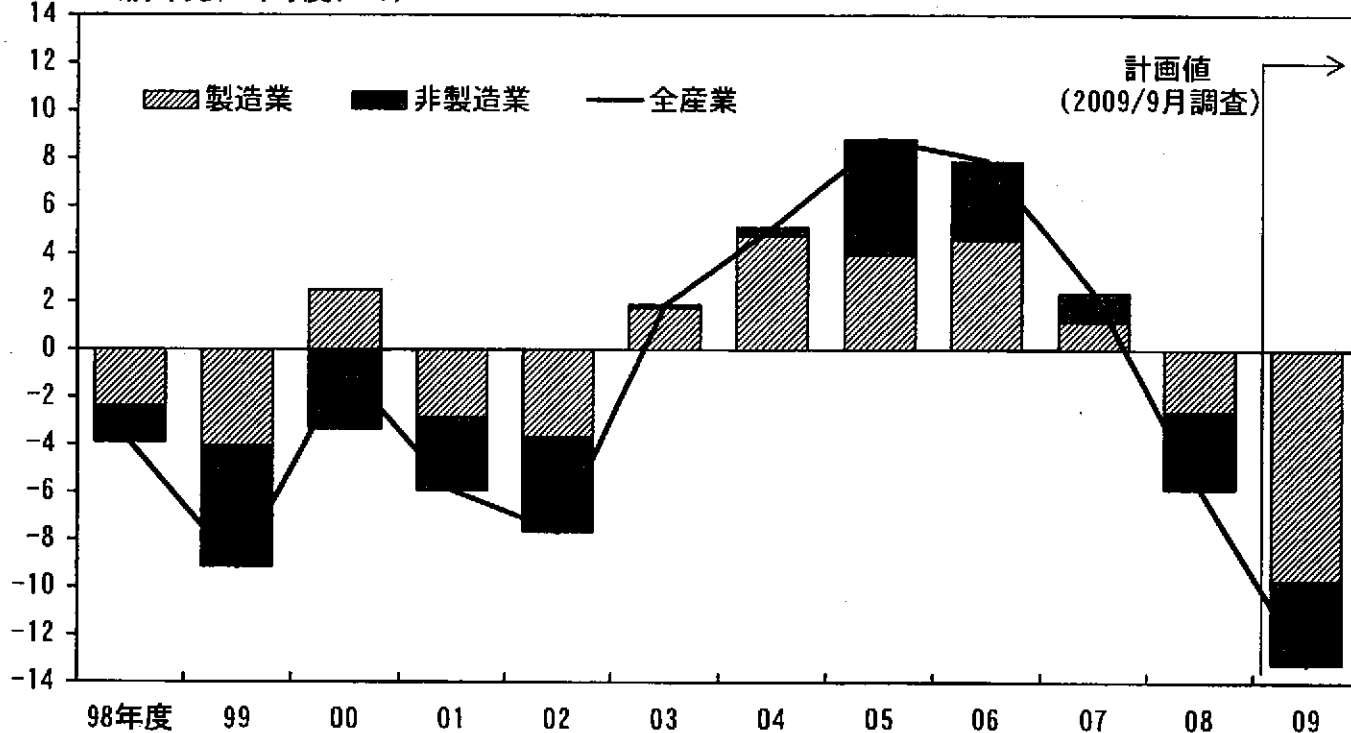
(注) 2009/3Qの機械受注は、7~8月の四半期換算値。2009/3Qの稼働率は7~8月の平均。

(資料) 経済産業省「鉱工業指数統計」、内閣府「機械受注統計」

設備投資計画

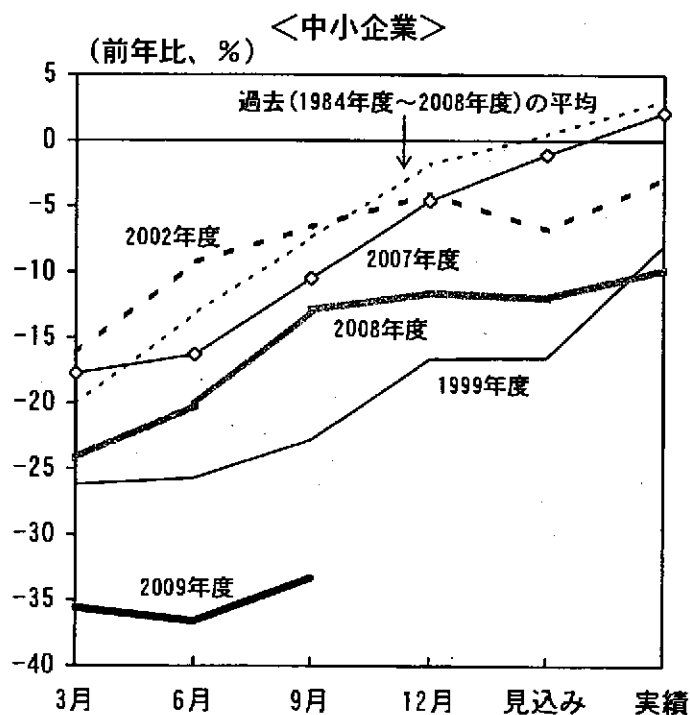
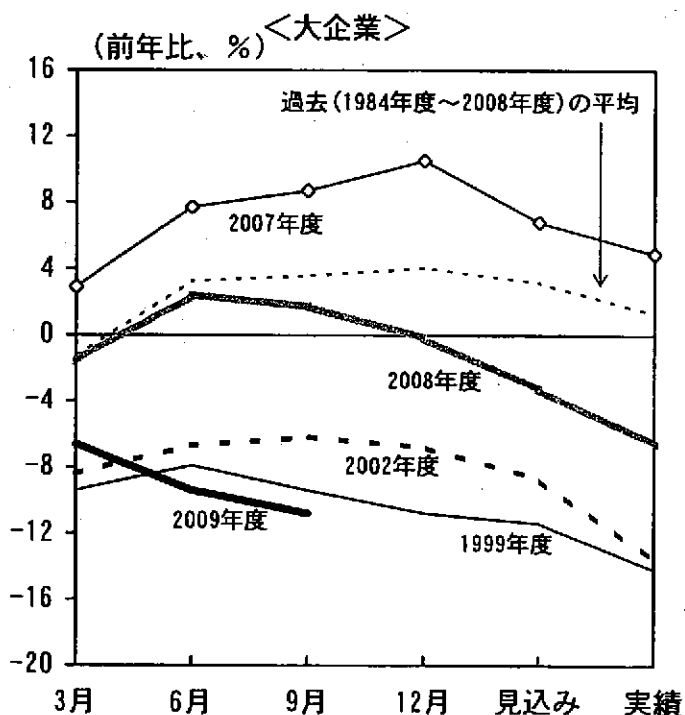
(1) 設備投資計画 (短観・全規模)

(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。

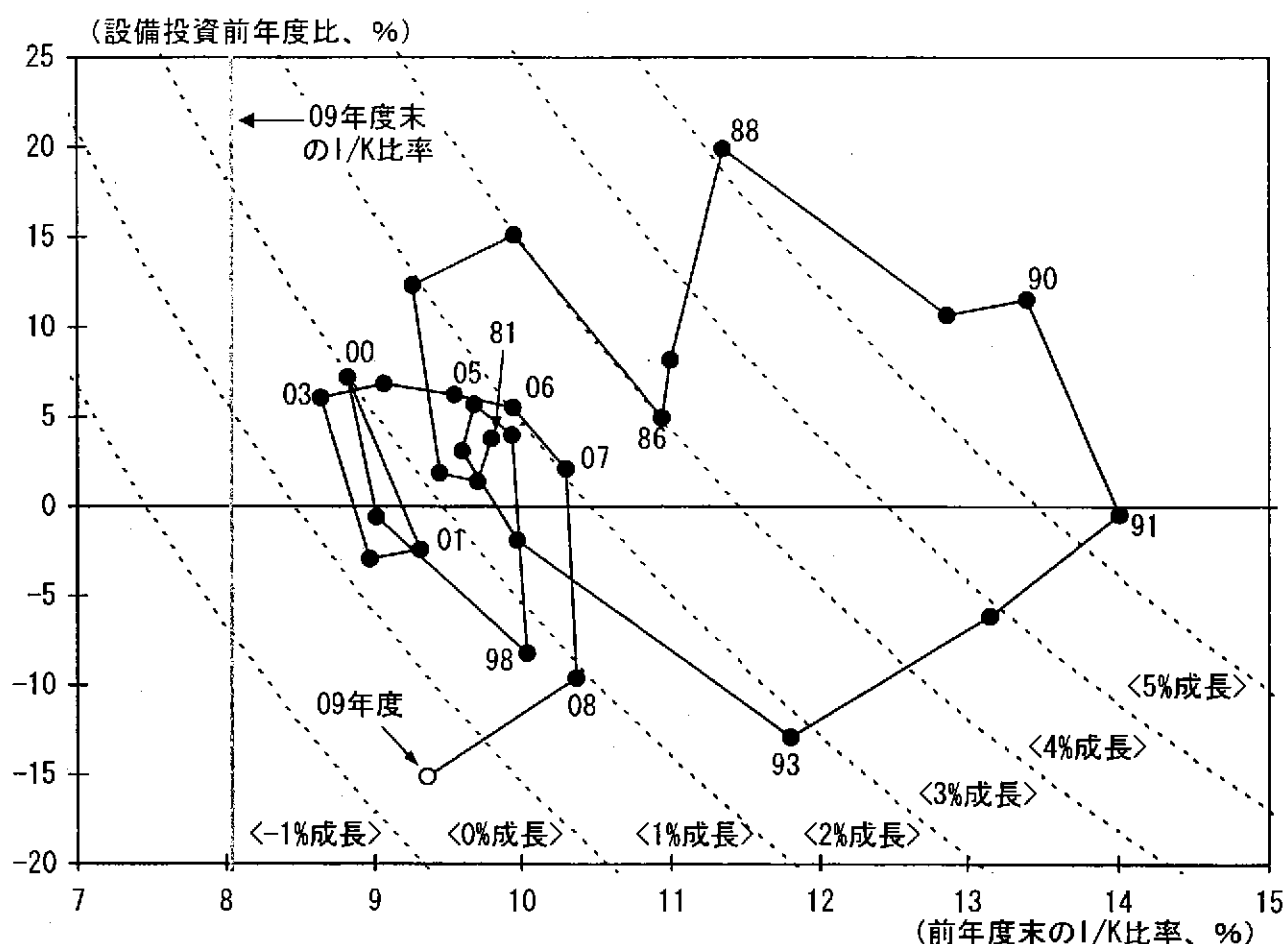
(2) 設備投資計画の修正状況 (短観・全産業)



(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。

$$\underbrace{\text{設備投資前年度比}}_{\text{縦軸}} \times \underbrace{\text{前年度末のI/K比率}}_{\text{横軸}} = \text{期待成長率} + \text{資本係数のトレンド成長率} + \text{減耗率}$$
- ・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。

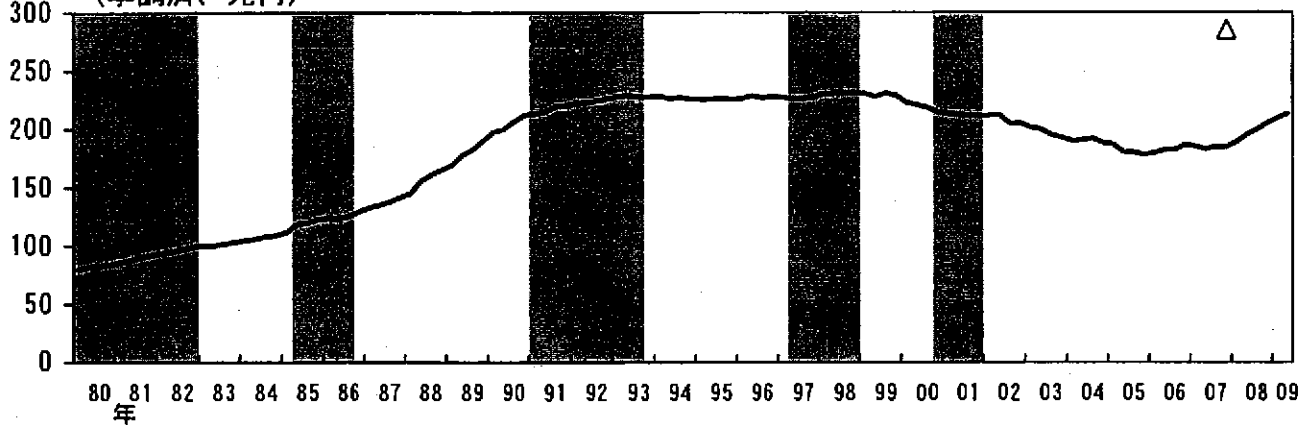
(注) 2009年度の計数は、2009/2Qの設備投資額の年率換算値を基に算出したもの。

(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2009年版」

企業のバランスシート

(1) 有利子負債

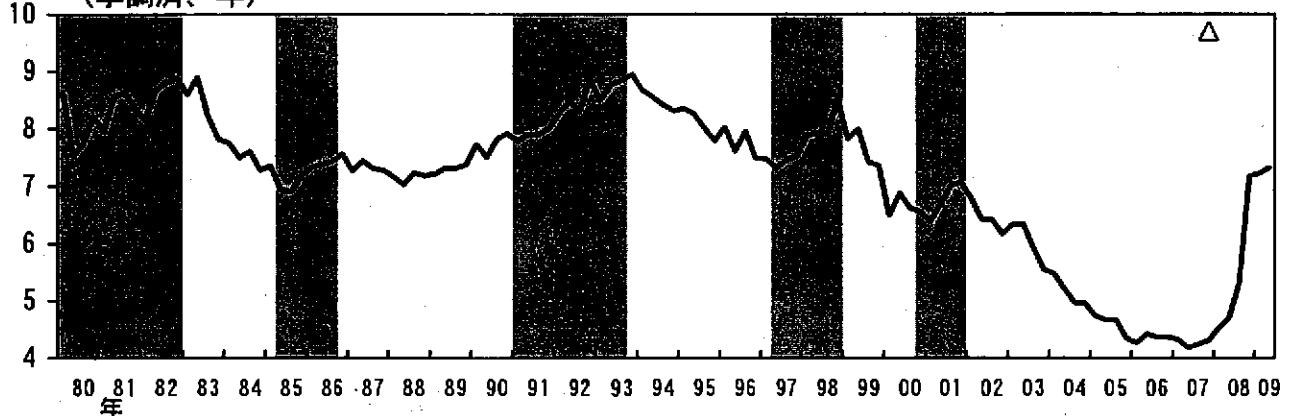
(季調済、兆円)



- (注) 1. データは大企業（資本金10億円以上）。
 2. 有利子負債＝長短期借入金＋社債。
 3. シャドー部分は景気後退局面。△は直近の景気の山。
 4. 上記1～3については、下のいずれの図表も同じ。

(2) 有利子負債／キャッシュ・フロー

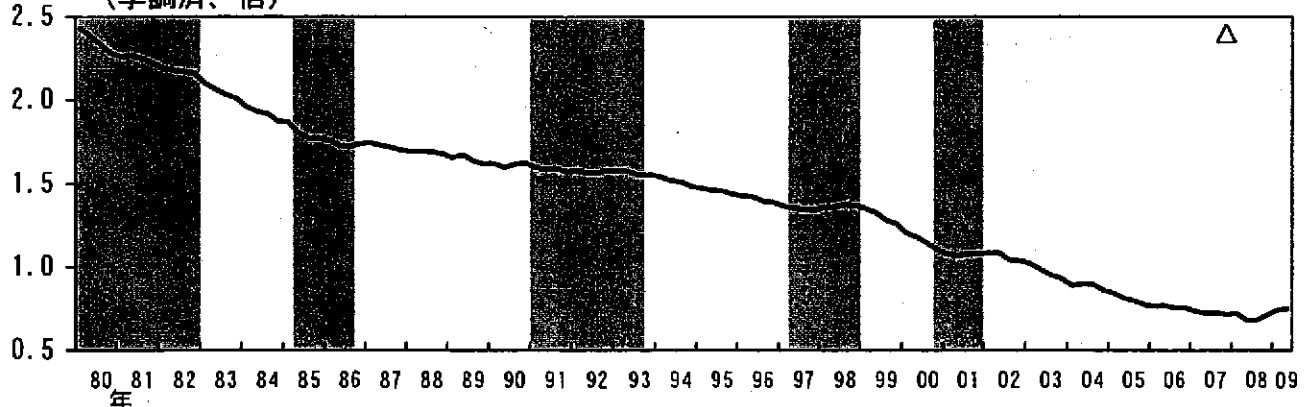
(季調済、年)



- (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

(季調済、倍)



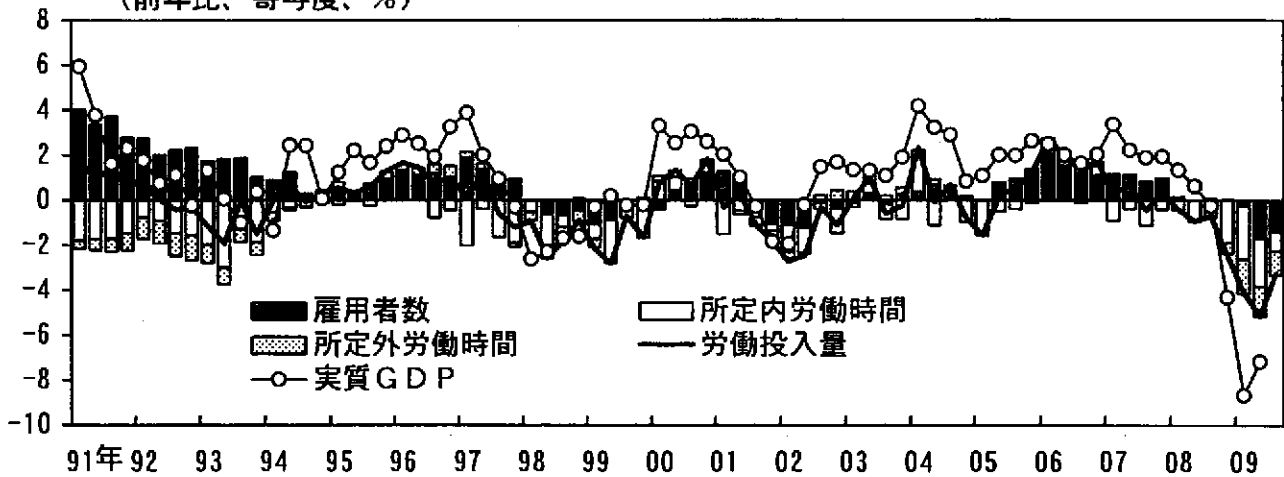
- (注) 自己資本＝利益剰余金＋資本剰余金＋資本金

(資料) 財務省「法人企業統計季報」

労働投入量と労働生産性

(1) 実質GDPと労働投入量

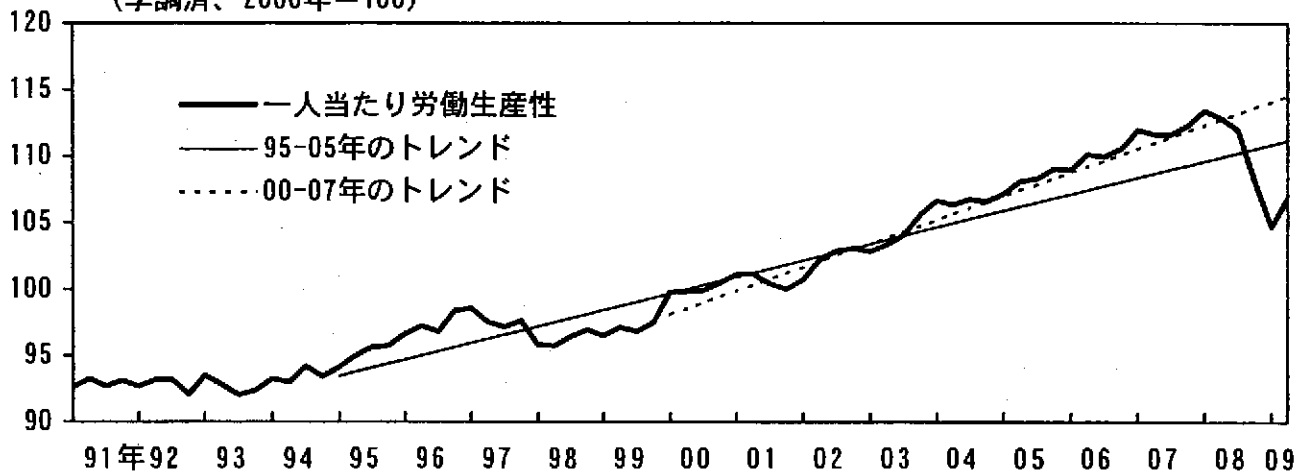
(前年比、寄与度、%)



(注) 毎月勤労統計の2009/3Qは、7~8月の前年同期比。

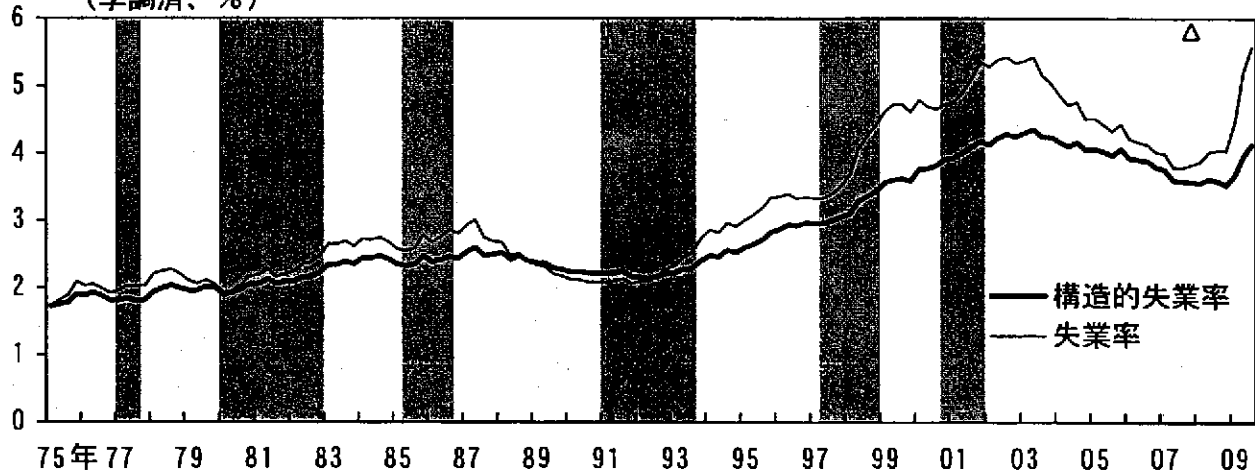
(2) 一人当たり労働生産性とそのトレンド

(季調済、2000年=100)



(3) 失業率と構造的失業率

(季調済、%)



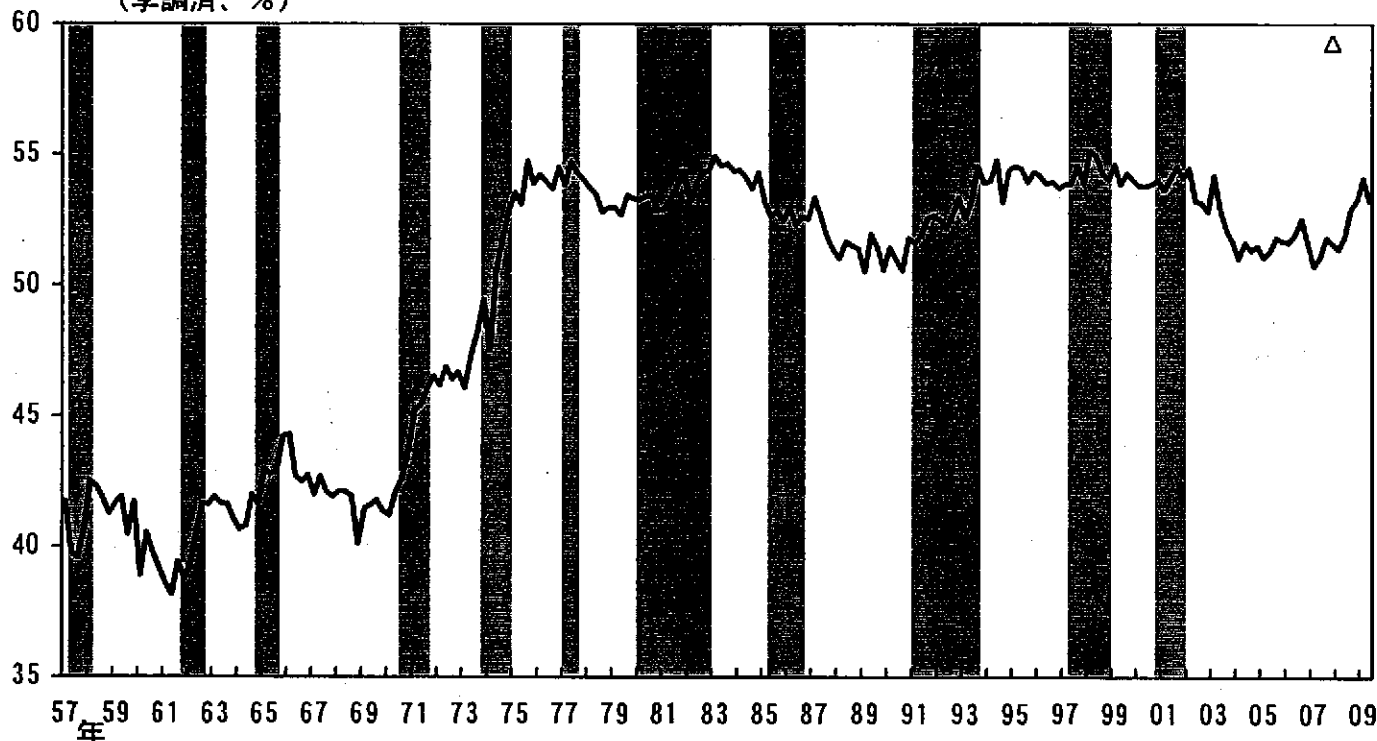
(注) 1. シャドー部分は景気後退局面。△は直近の景気の山。
2. 構造的失業率は日本銀行調査統計局の試算値。

(資料) 厚生労働省「毎月勤労統計」「職業安定業務統計」、総務省「労働力調査」、内閣府「国民経済計算」

労働分配率

(1) 労働分配率

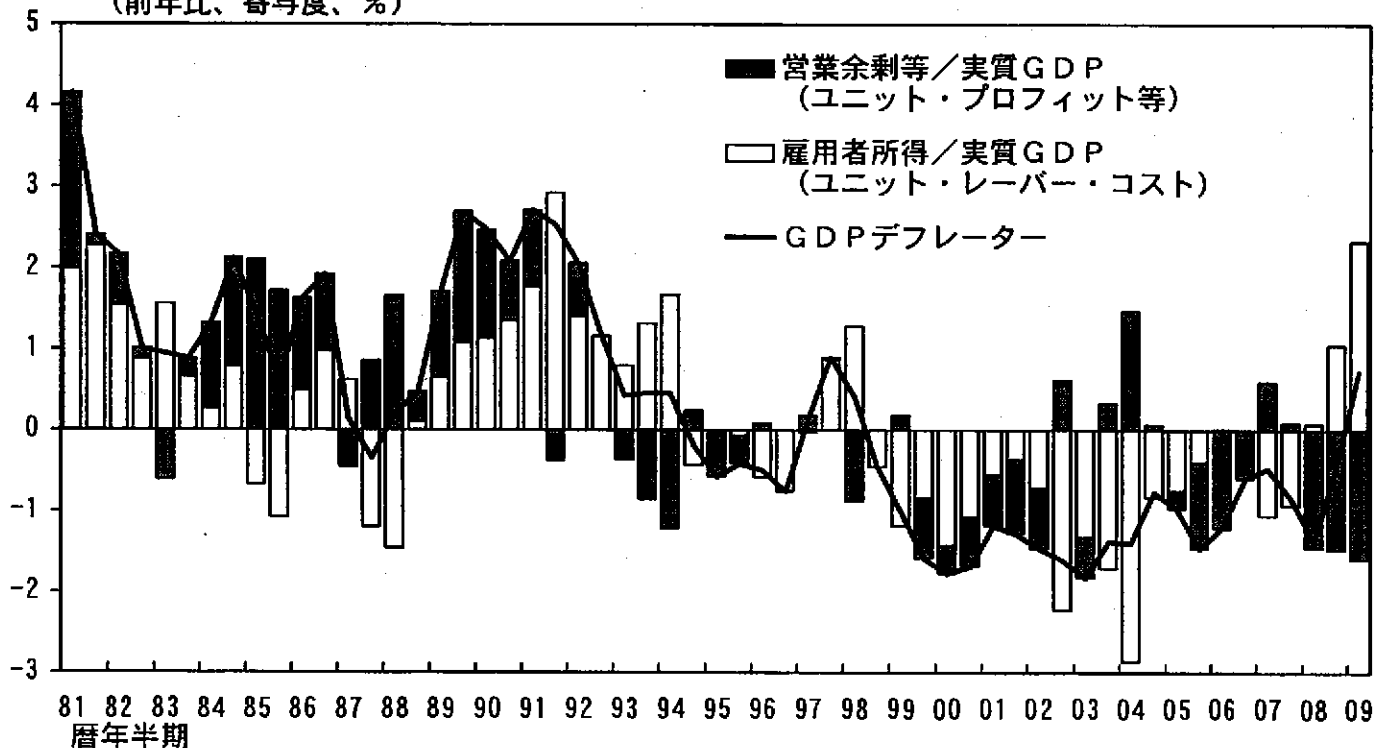
(季調済、%)



(注) 1. 労働分配率=雇用者報酬/名目GDP。1979年以前は68SNA基準で算出。
 2. シャドー部分は景気後退局面。△は直近の景気の山。

(2) 分配面からみたGDPデフレーター分解

(前年比、寄与度、%)



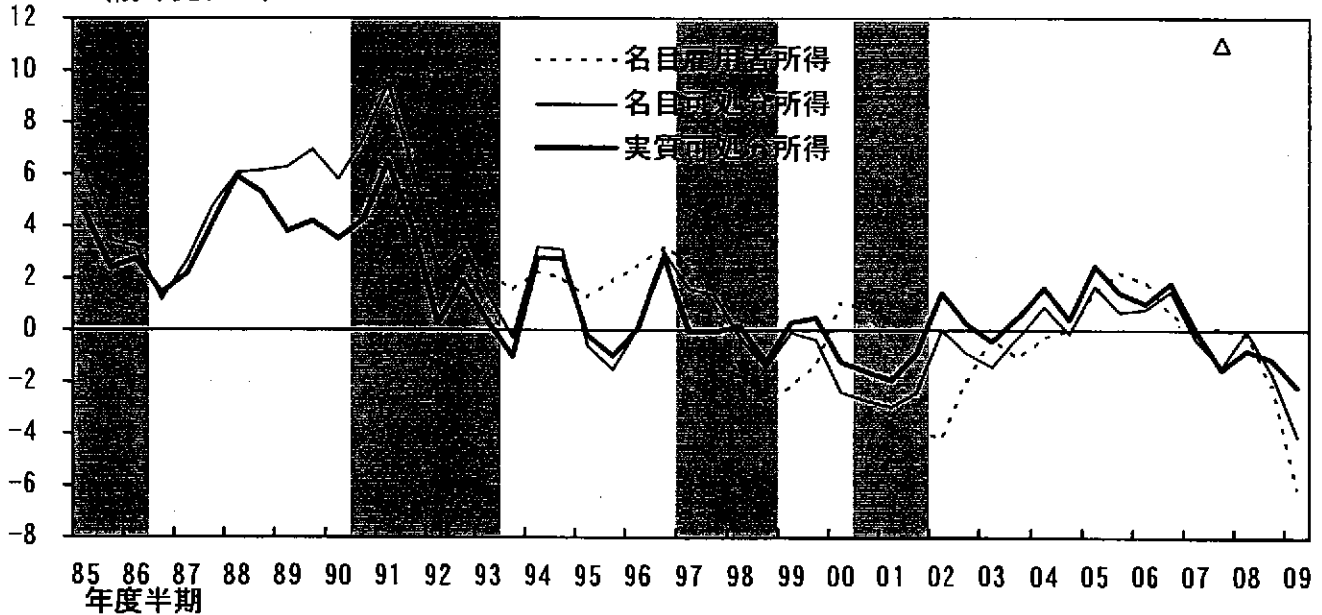
(注) 営業余剰等は、①営業余剰・混合所得に加えて、②固定資本減耗、③生産・輸入品に課される税、④補助金、⑤統計上の不突合を含む。

(資料) 内閣府「国民経済計算」

可処分所得と消費性向

(1) 雇用者所得と可処分所得

(前年比、%)

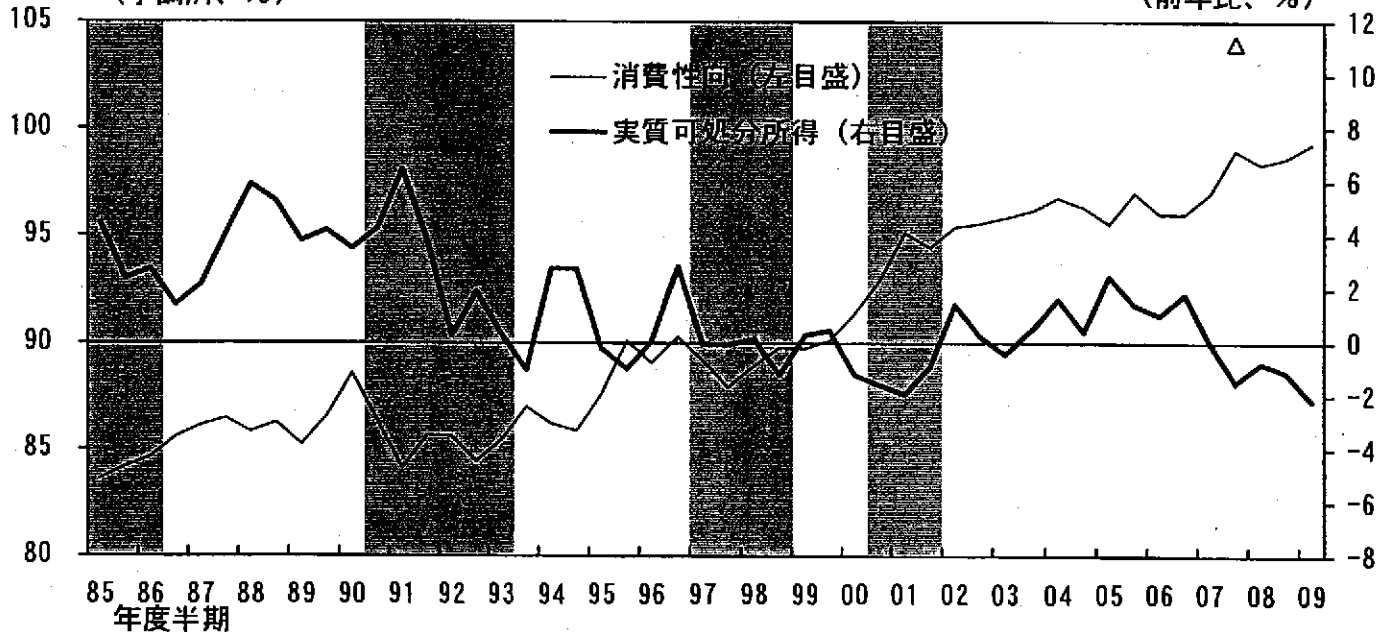


- (注) 1. シャドー部分は景気後退局面、△は直近の景気の山(下の図表も同じ)。
 2. 名目雇用者所得は、雇用者数(労働力調査)×名目賃金(毎月勤労統計)で算出。
 3. 名目賃金の2009年度上半期は、4~8月の平均値。
 4. 2008年度、2009年度の名目可処分所得、実質可処分所得は、日本銀行調査統計局による試算値。
 なお、2009年度上期の名目可処分所得の計数は、一連の経済対策(定額給付金、乗用車の減税・補助金、家電のエコポイント制度)による政府から家計への所得移転を加味。

(2) 実質可処分所得と消費性向

(季調済、%)

(前年比、%)

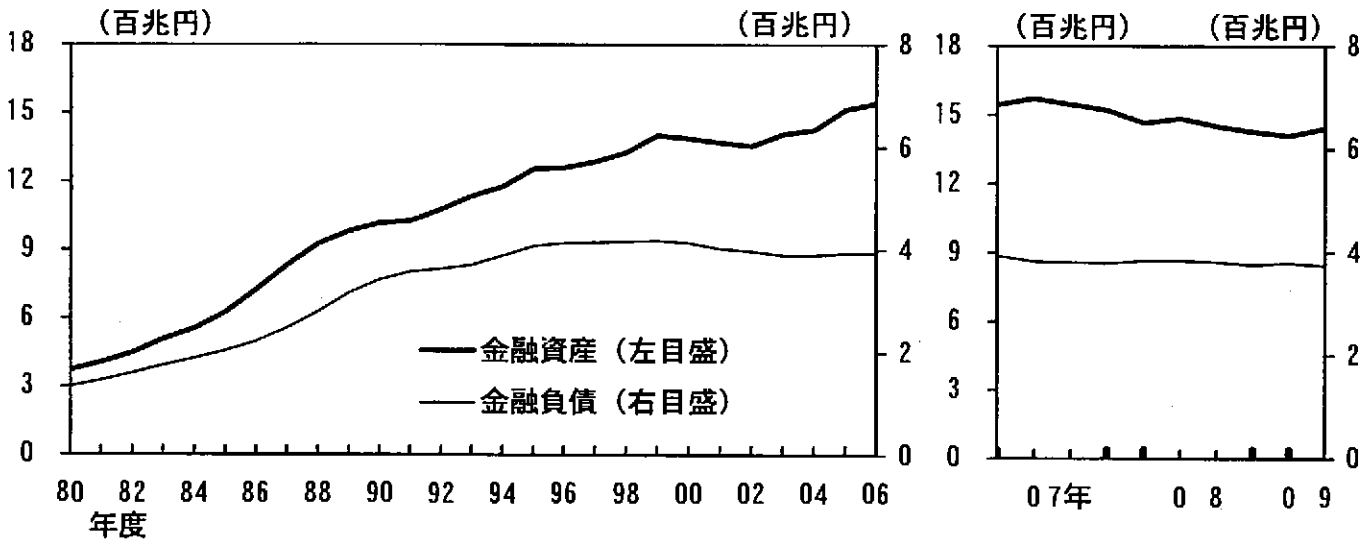


- (注) 1. 2008年度、2009年度の消費性向および実質可処分所得は、日本銀行調査統計局による試算値。
 2. 消費性向=家計最終消費支出/可処分所得

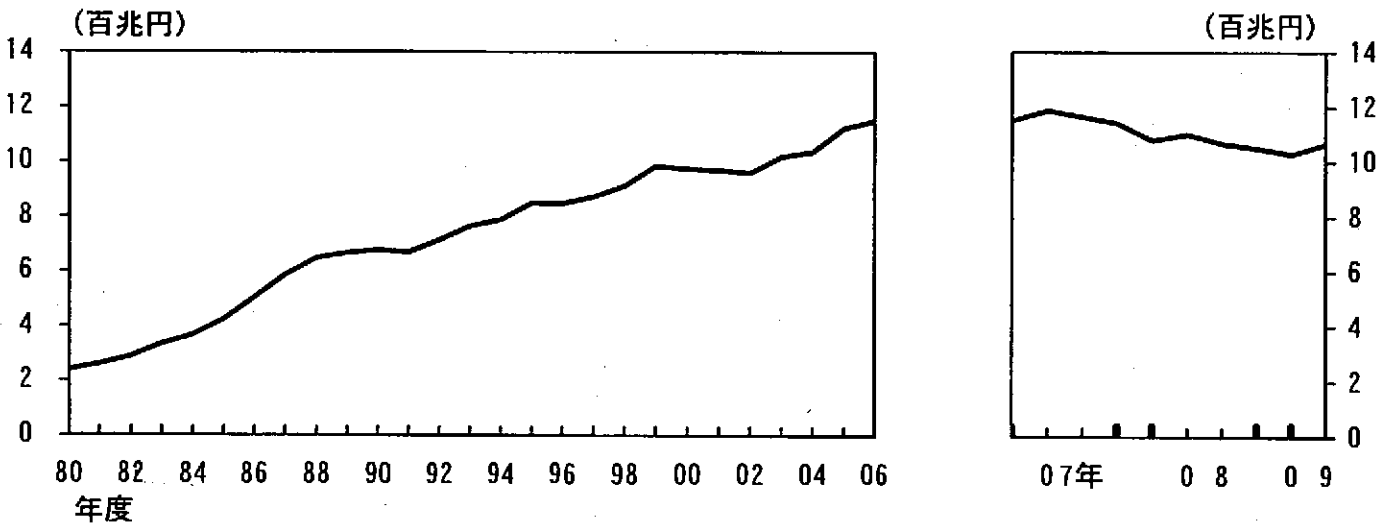
(資料) 内閣府「国民経済計算」「生活対策」関連資料「経済危機対策」関連資料、
 総務省「労働力調査」「地方税収入見込額」、厚生労働省「毎月勤労統計」、
 財務省「租税及び印紙収入、収入額調」「法人企業統計年報」

家計のバランスシート

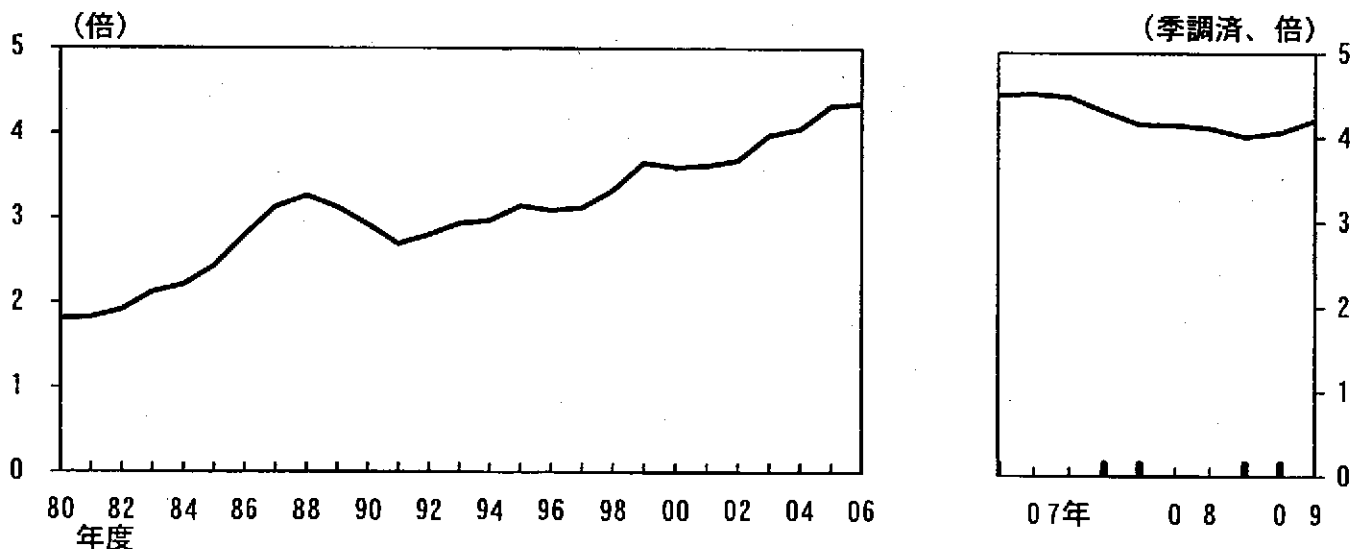
(1) 金融資産・負債残高



(2) ネット金融資産残高



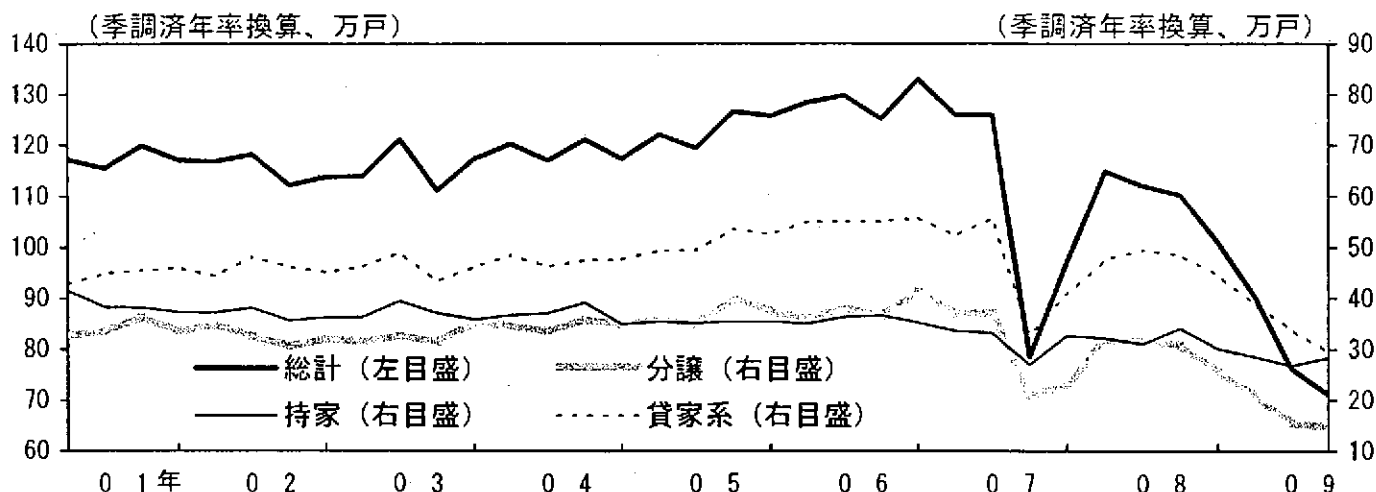
(3) ネット金融資産残高/雇用者報酬



(資料) 内閣府「国民経済計算」、日本銀行「資金循環統計」

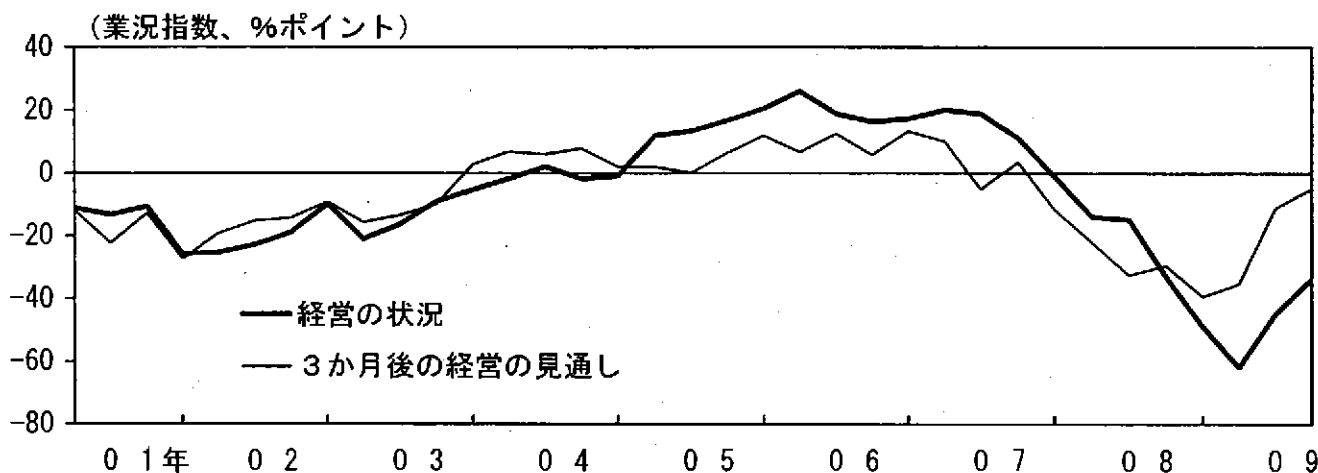
住宅投資

(1) 新設住宅着工戸数



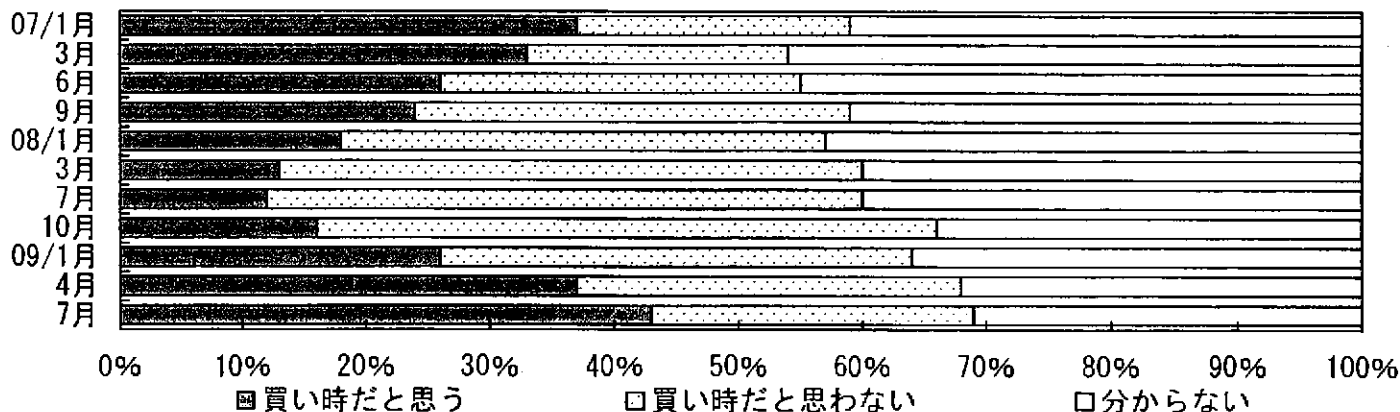
(注) 2009/3Qは、7~8月の値。

(2) 住宅・宅地分譲業者の景況感



(注) 1. 業況指数 = $\frac{[(\text{良いとする回答数} + \text{やや良いとする回答数} \times 0.5) - (\text{やや悪いとする回答数} \times 0.5 + \text{悪いとする回答数})]}{\text{全回答数}} \times 100$
 2. 最新の業況指数は、7/1日時点の調査。

(3) マンションの購入に関するアンケート調査結果



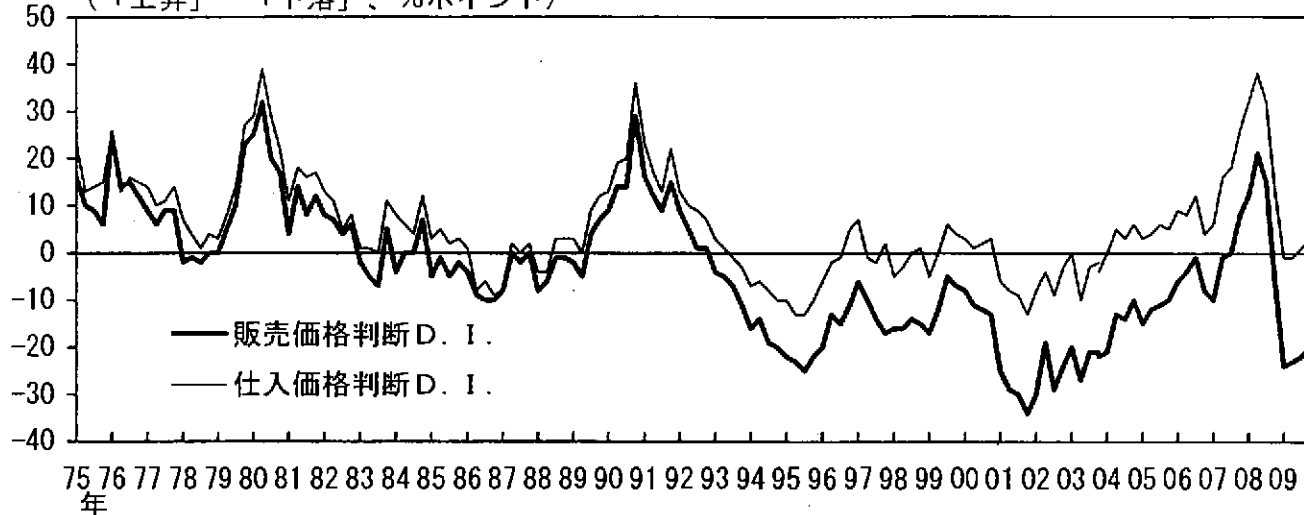
(注) 調査対象は、首都圏のモデルルーム来訪者。

(資料) 国土交通省「建築着工統計」、土地総合研究所「不動産業業況等調査結果」、長谷工アースト

販売価格と仕入価格

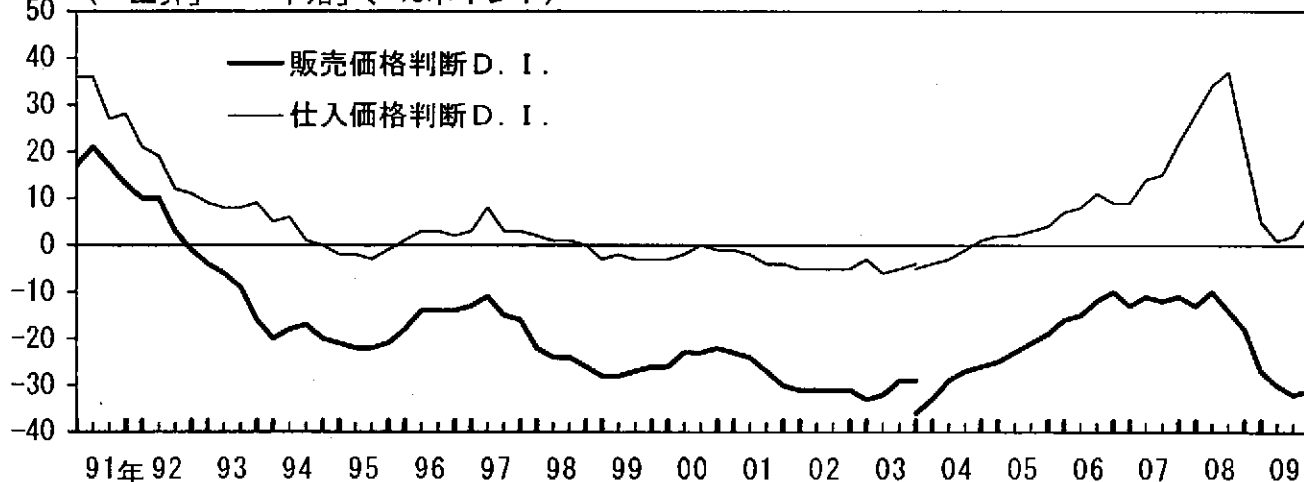
(1) 小売業

(「上昇」 - 「下落」、%ポイント)



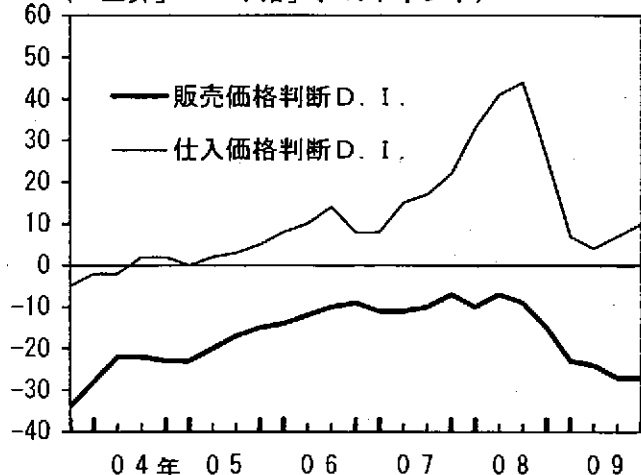
(2) サービス業

(「上昇」 - 「下落」、%ポイント)



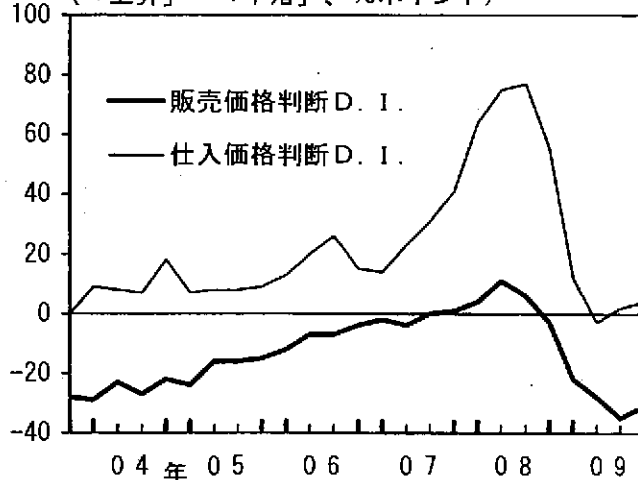
(3) 対個人サービス

(「上昇」 - 「下落」、%ポイント)



(4) 飲食店・宿泊

(「上昇」 - 「下落」、%ポイント)



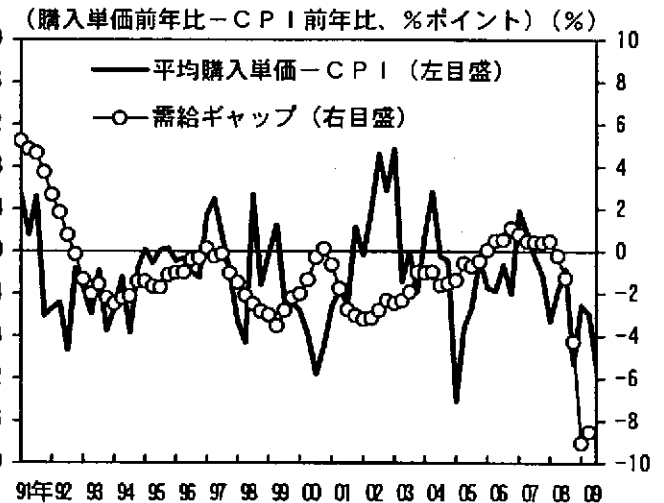
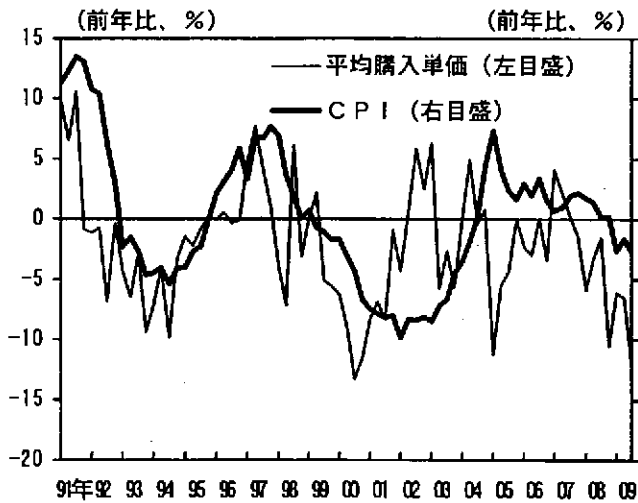
(注) 1. 全規模合計。2009/4Qは、2009/9月調査時点の企業の予測値。

2. 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。

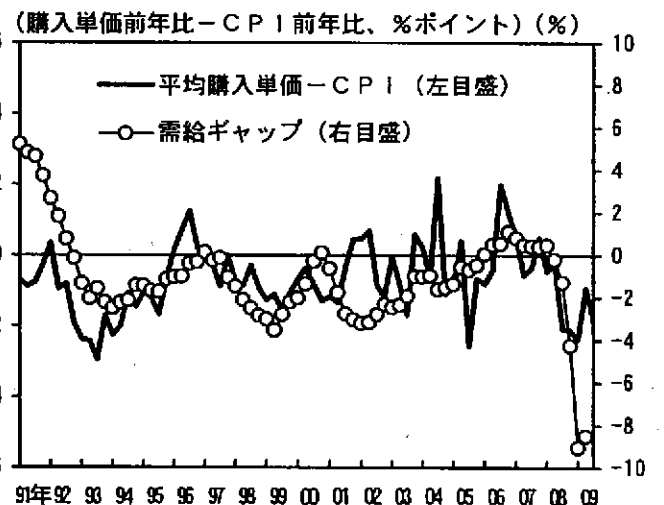
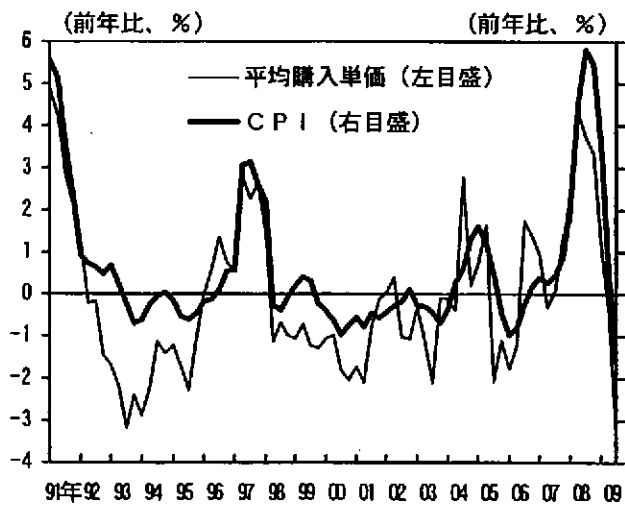
(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

家計調査の購入単価と消費者物価

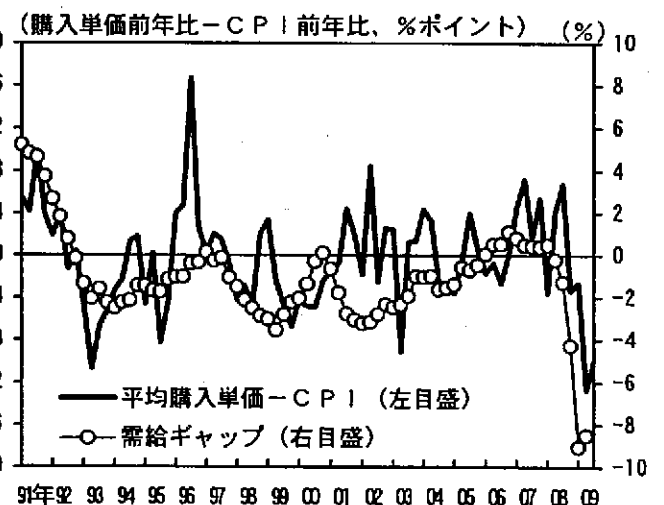
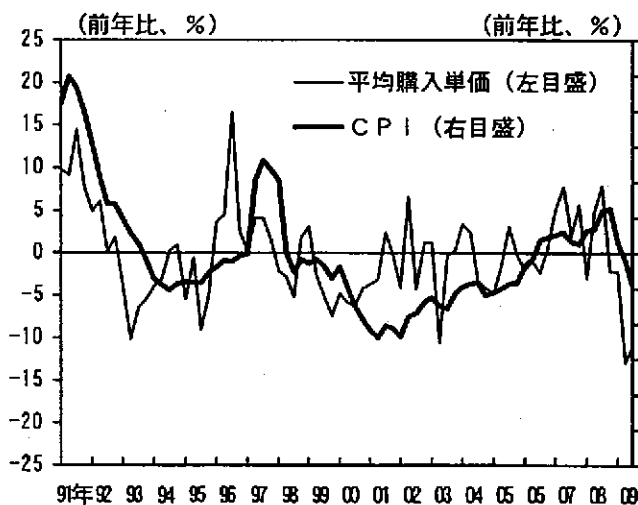
(1) 被服



(2) 食料工業製品・農水畜産物 (除く生鮮食品)



(3) その他財












(注) 1. 平均購入単価とCPIについては、家計調査とCPIの両方で継続してデータが存在する品目を抽出。
 2. その他財は、「財」から被服(=「衣料」+「シャツ・セーター・下着類」)、「食料工業製品」、「農水畜産物」、「耐久消費財」、「石油製品」、「電気・都市ガス・水道」を除いたもの(「内」は総務省公表ベースのCPI分類)。
 3. 需給ギャップは、日本銀行調査統計局の試算値。具体的な方法については、日銀レビュー「GDPギャップと潜在成長率の新推計」(2006/5月)を参照。

(資料) 総務省「家計調査報告」「消費者物価指数」、内閣府「国民経済計算」等

(参考図表)

地域別の景気の総括判断（地域経済報告）

	7月判断	前回との比較	10月判断
北海道	低迷している		低迷しているものの、持ち直しの動きもみられる
東北	厳しい状況が続いているが、下げ止まりつつある		厳しい状況が続いているが、製造業を中心に持ち直しの動きがみられる
北陸	依然として厳しい状況にあるが、下げ止まりの兆しがみられている		依然として厳しい状況にあるが、一部に持ち直しの動きがみられている
関東甲信越	大幅に悪化したあと、下げ止まりつつある		持ち直しに転じつつある
東海	輸出と生産の持ち直し等から、下げ止まりつつある		持ち直しつつある
近畿	なお厳しい状況にあるが、下げ止まりつつある		雇用面などに厳しさを残しつつも、持ち直しの動きがみられる
中国	下げ止まりつつある		下げ止まりの状況のもとで、一部に持ち直しの動きがみられる
四国	悪化を続けているが、一部に下げ止まりの兆しがみられる		依然として厳しい状況にあるものの、全体として下げ止まっている
九州・沖縄	大幅に悪化したあと、下げ止まりつつある		持ち直しの兆しがみられるなか、下げ止まった状態にある

(注) 全文は、http://www.boj.or.jp/type/ronbun/chiiki_rep/chiiki0910.htm を参照。

(資料) 日本銀行「地域経済報告（2009年10月）」

2009年10月30日

日 本 銀 行

経済・物価情勢の展望（2009年10月）

【基本的見解】¹

わが国を含め世界経済は、昨年秋以降の金融危機がもたらしたパニック的な経済・金融活動の収縮という深刻な事態からは脱出しつつある。国際金融資本市場には改善の動きが拡がり、世界経済は持ち直している。もっとも、これまでの国際金融資本市場や世界経済の安定化は、民間部門における様々な調整の進捗に加え、各国当局による大規模な政策発動に支えられている面も大きい。今後の世界経済は、米欧におけるバランスシート調整の帰趨、世界経済の持ち直しに大きく貢献している新興国経済の動向などに左右される。これらに関する不確実性は、一頃に比べ低下したとはいえ、依然高い状況にある。こうした点を踏まえ、先行きの経済・物価情勢を展望するに当たっては、中心的な見通しと様々なリスク要因に十分注意を払って点検を行うことが必要である。

(経済情勢の見通し)

2009年度前半のわが国経済は、前年度後半の急激かつ大幅な悪化から、持ち直しに向かった。すなわち、内外の在庫調整の進捗や海外経済の持ち直し、とりわけ新興国の回復などを背景に、輸出・生産は大きく増加した。また、政府による経済対策の実施に伴い、公共投資は増加を続けた。もっとも、厳しい収益環境や低い稼働率などを背景に設備投資は大幅な減少を

¹ 10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。

続けた。個人消費は、各種対策の効果などから耐久消費財に持ち直しの動きが窺われたものの、雇用・所得環境が厳しさを増す中で、全体としては弱めの動きとなった。

先行き 2009 年度後半から 2011 年度を展望すると、わが国経済は、他の先進国と同様、世界経済の動向に引き続き大きく左右される展開を辿る可能性が高い。現在、わが国の景気は持ち直しつつあり、2009 年度後半は、海外経済の改善と経済対策の効果を背景に、景気は持ち直していくとみられる。2010 年度もこの傾向は維持されるものの、世界経済の回復のペースが緩やかなものに止まるとみられること、国内においても需要刺激策の効果が減衰する中で、雇用・賃金面の調整圧力が残存することなどから、年度半ば頃までは、わが国経済の持ち直しのペースも緩やかなものとなる可能性が高い。その後は、米欧におけるバランスシート調整が相応に進捗するとともに、わが国においても、輸出を起点とする企業部門の好転が家計部門に波及してくるとみられる。このため、2011 年度には、わが国の成長率は、**潜在成長率を明確に上回るペースまで高まる見通しである**²。

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、全体として、緩やかに回復していく姿を想定している。2009 年度後半は、米欧では、需要刺激策や在庫調整の進捗を背景に景気は持ち直していくと考えられる。新興国・資源国では、もともとバランスシート問題が軽微なため景気刺激策の効果がより強く現れやすいことに加え、海

² 最近時点のわが国の潜在成長率を利用可能なデータで推計すると、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、従来推定されていた水準よりも低下しているとみられる。見通し期間中の潜在成長率については、一定の手法で推定すると、2009 年 4 月の展望レポート時点の「1%前後」から低下し、「0%台半ば」と計算される。もっとも、経済が大きく変動している現状では、こうした推計について、相当幅をもってみる必要がある。

外からの資本流入の影響や先進国向け輸出の回復もあって、高めの成長を維持するとみられる。2010年度にかけては、各国におけるこれまでの需要刺激策の効果が減衰することから、一時的に回復の勢いが弱まる可能性があるが、米欧当局はマクロ経済政策により景気回復を支えていく姿勢をとっていること、新興国においては内需が潜在的に強いことなどを踏まえると、世界経済の回復基調が途切れる可能性は低いと考えられる。このため、2011年度にかけて世界経済の成長率は徐々に高まっていくとみられる。ただし、世界経済は2000年代半にかけて蓄積された様々な過剰を調整しながらの回復過程にあり、特に米欧ではバランスシート調整の影響が長引くことから、全体として成長のペースは緩やかなものに止まる可能性が高い。

■ 企業部門

製造業では、世界的な在庫調整の進捗や各種政策による需要押し上げ効果により、輸出・生産が増加している。もっとも、生産の水準はこれまでの落ち込みが大きかったこともあり、なお低い水準に止まっている。今後、在庫調整の影響が後退していくほか、内外における需要刺激策の効果が減衰するにつれ、生産の増加ペースが一時的に弱まる局面はありうるが、世界経済の緩やかな回復傾向が持続する限り、生産の増加基調は失われないものとみられる。また、グローバルな需要に関する企業の中長期的な成長期待が大きく下振れするという事態が生じない限り、生産の増加や企業収益の復調に伴い、設備投資も徐々に回復していくと見込まれる。一方、非製造業や中小企業については、製造業におけるコスト削減努力が需要の押し下げ圧力として働くほか、後述するような家計部門の厳しさを踏まえると、回復は製造業より遅れる可能性が高い。

■ 家計部門

個人消費は、各種対策の効果により耐久消費財で持ち直しの動きが続くとみられるものの、厳しい雇用・所得環境が続く中で、全体としては弱め

の動きが続く可能性が高い。最近では、輸出・生産の増加を背景に、所定外労働時間が増加しているほか、新規求人倍率も下げ止まるなど、雇用指標の一部に変化がみられる。もっとも、失業率の上昇など労働需給の緩和基調は、当面続くとみられるほか、賃金も特別給与を中心に厳しい状況が続くものと考えられる。雇用・所得環境の改善は、企業収益の回復に遅れる傾向があるため、個人消費の持続的な回復が展望できるのは、見通し期間の後半となる可能性が高い。

■ 金融環境

わが国の金融環境をみると、CP・社債の発行環境が大幅に好転しているほか、金融機関の貸出態度の厳しさが後退し始めるなど、改善の動きが広がっている。先行きについても、米欧に比べわが国金融システムの頑健性が維持される中、金融機関の貸出態度など、企業の資金調達を巡る情勢は引き続き改善していくものとみられる。一方、資金需要面をみると、昨年度後半以降急激に高まった手許資金積み増しの動きが沈静化しているほか、設備資金需要なども減少傾向が続くとみられる。このような資金需要の減少を背景に、企業の資金繰りが改善する動きと、銀行貸出やCP発行残高が減少するという動きは、並存していく可能性が高い。特に銀行貸出については、昨年度後半、CP・社債の発行が難しくなった時期に、これらに替わる資金供給手段として大きく残高が増加した。したがって、CP・社債市場の改善に伴い、今後、銀行貸出は弱めに推移する可能性が高い。この間、一部非製造業や中小企業を巡る金融環境は、企業業績の改善が製造業や大企業に比べ遅れる傾向があるため、厳しさが残るものとみられる。2010年度以降は、企業の資金調達環境の改善に加え、企業収益の回復を背景に低金利の持つ景気刺激効果が強まり、こうした金融環境全般の改善が、民間需要の自律的な回復を後押しすると期待される。

(物価情勢の見通し)

以上の経済の見通しのもとで、先行きの物価を巡る環境についてみると、まず、財・サービスのマクロ的な需給バランスを反映する労働や設備の稼働状況は、景気が持ち直すにつれて回復していく姿が想定される。ただし、出発点となる本年度初の稼働状況の落ち込み幅が異例に大きかったため、労働や設備の稼働状況は、見通し期間の終盤頃に向け時間をかけて過去の平均的な水準に近づいていく可能性が高い。次に、ユニット・レーバークスト（生産1単位当たりの人件費）は、企業による賃金の抑制姿勢を背景に、低下していく可能性が高い。この間、中長期的な予想物価上昇率は、長期金利の動向や、家計や企業を対象としたアンケート調査等からみて大きくは変化していない。また、国際商品市況は、年明け以降、最近時点まで上昇してきたが、世界経済の成長のペースが緩やかなものに止まる可能性が高いことを踏まえ、先行きは概ね横ばい圏内での推移を想定している。

以上の環境を前提に、物価情勢の先行きを物価指数に即してみると、国内企業物価指数の前年比は、マクロ的な需給バランスの悪化を反映して、2009年度後半も下落を続けるが、国際商品市況の動向を反映し、下落のペースは鈍化するとみられる。2010年度以降は、マクロ的な需給バランスの改善に伴い、**下落幅は徐々に縮小すると見込まれる。**

消費者物価指数（除く生鮮食品、以下同）の前年比は、2009年度後半には、前年における石油製品価格高騰の反動の影響が薄れてくるため、下落幅はやや大きく縮小する。2010年度以降は、中長期的な予想物価上昇率が安定的に推移すると見込まれる中で、マクロ的な需給バランスが徐々に改善することから、消費者物価指数の前年比下落幅は、**引き続き縮小していくと考えられる。**もっとも、上述したとおり労働や設備の稼働水準の回復は緩やかであり、ユニット・レーバークストも弱めの動きを続けるとみられるため、消費者物価指数の**下落幅の縮小ペースは緩慢なものに止まる**

と見込まれる。

なお、物価が下落を続ける経済においては、物価下落が起点となって景気を下押しするかどうか重要な問題となる。現在の物価見通しでは、緩やかとはいえ見通し期間を通じて物価の下落幅は縮小していくとみられる。金融システムや中長期的な予想物価上昇率が安定していることも踏まえると、物価下落が起点となって景気を下押しする可能性は小さいと考えられる。

(上振れ・下振れ要因)

以上は、現時点で相対的に蓋然性が高いと判断される見通しであるが、冒頭に触れたとおり、こうした見通しを巡る不確実性は、一頃に比べ低下したとはいえ、依然高い状況にある。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、米欧におけるバランスシート調整の帰趨である。資産価格の行き過ぎた上昇を伴って債務が大きく拡大した場合、その後の調整過程において、過大な債務比率を正常な状態に戻すため支出が抑制されることは避けられない。過去、日本を含め、こうした調整の大きさと期間が当初の予想を上回るケースが少なからずみられた。米欧のバランスシート調整の過程においても、同様の動きとなる可能性も意識しておく必要がある。すなわち、家計部門を中心に、過大な債務比率を修正する過程で支出抑制傾向が長く続くことがありうる。金融部門では、信用仲介機能が円滑に働かない状況が長期化し、経済活動に対する下押し圧力が長引くリスクがある。また、こうした下で、実体経済や金融システムに脆弱性が残存する中では、何らかのショックをきっかけに再びグローバルな金融資本市場や金融システムが動揺するリスクもある。この場合、わが国の金融資本市場や金融システムにも相応の影響が及び、これが景気を下振れさせることになる。

第2に、新興国・資源国経済の動向である。中国では、大規模なマクロ

経済政策の実施に伴い、内需を中心に高めの成長を実現している。その影響は周辺のアジア新興国や資源国にも及んでいる。また、国際金融資本市場の改善や先進国における大規模な金融緩和は、新興国等に対する資本流入を促し、この面からも、これらの国々の実体経済を後押ししているとみられる。こうした動きがさらに強まる場合、新興国等の経済動向は、わが国経済に対する上振れ要因となる。一方、新興国等における為替政策やマクロ政策の運営次第では、これらの国々の景気が過熱し、資源価格が上昇するおそれがある。この場合、わが国に対しては、資源価格高に伴う交易条件の悪化により、国内民間需要に対する下押し要因となる可能性もある。

第3に、世界各国で取り組んでいる各種政策の今後の展開である。昨年秋以降、日本を含め世界各国は、財政・金融政策、金融システム対策など様々な面で、大規模な政策対応を講じてきた。これらの効果によって、国際金融資本市場には改善の動きが拡がり、世界経済は持ち直している。こうした政策運営の今後の展開は、わが国も含め世界経済の動向に大きな影響を与えることになる。すなわち、民間需要が依然として脆弱な状況のもとで、公的な需要刺激策の効果が薄れていく場合には、景気が下振れるリスクがある。この場合、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があることにも注意する必要がある。一方、成長率が高まっていく中で緩和的な金融環境が過度に長期間維持されると、経済活動や物価の振幅を大きくするリスクがあることについても、引き続き留意する必要がある。また、必要以上に長期間に亘って公的措置が維持された場合には、非効率な分野に資源が滞留することによって、経済全体の生産性が低下する可能性もある。公的債務残高が増加する中で、財政規律や金融政策運営に対する信認が低下する場合には、長期金利の大幅な変動など金融資本市場に悪影響を及ぼすリスクも存在する。

第4に、企業の中長期的な成長期待の動向である。見通しでは、グローバル需要に関する中長期的な成長期待が維持される中で、海外経済の持ち直しを背景に、設備投資も緩やかに回復することを想定している。しかし、海外経済の下振れなど何らかのきっかけで、わが国の企業の中長期的な成長期待が低下する場合には、設備投資を中心に景気が下振れる可能性がある。また、新興国の持続的成長が展望される一方で、わが国経済の成長期待が回復しない場合には、新興国への投融資が増加する一方で、国内投資が抑制された状態が続く可能性もある。企業の中長期的な成長期待が下振れた場合には、先行きの雇用・所得に対する不安感が高まることによって、家計支出の抑制に繋がるリスクもある。

次に、物価情勢の先行きについても、上振れ・下振れ両方向の不確実性がある。景気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、企業や家計の中長期的な予想物価上昇率が挙げられる。わが国経済は、先行きにかけて、労働や設備の稼働状況は回復していくと見込まれるものの、そのペースは緩やかなものに止まる可能性が高い。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、マクロ的な需給バランス、あるいは労働や設備の稼働状況を把握する上での不確実性が大きいことに留意する必要がある。経済が構造的な需要の変化を伴って大幅に落ち込んでいる場合には、資本ストックの陳腐化や削減などから、経済の供給能力や潜在成長率も低下している可能性がある。この場合、過去のデータに依拠した需給ギャップに基づいてマクロ的な需給バランスを推定すると、結果として物価下落圧力を過大に見積もるリスクが存在する。第3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。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、新興国の成長が予想以上に強いものである場合や、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、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³。

まず、第1の柱、すなわち先行き2011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、わが国経済は持ち直しを続けていくと考えられる。また、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比は、2009年度後半以降、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に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、新興国・資源国の経済情勢など、上振れ要因がある一方で、米欧のバランスシート調整の帰趨や企業の中長期的な成長期待の動向など、一頃に比べれば低下したとはいえ、依然として下振れリスクがある。物価面では、新興国・資源国の高成長を背景とした資源価格の上昇によって、わが国の物価が上振

³ 2009年4月に点検した「中長期的な物価安定の理解」は、消費者物価指数の前年比で0～2%程度の範囲内にあり、委員毎の中心値は、大勢として、1%程度となっている。

れる可能性がある。一方、中長期的な予想物価上昇率の低下などにより、物価上昇率が下振れるリスクもある。

〈先行きの金融政策運営方針〉

(参考1)

▽2009～2011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)
2009年度	-3.3～-3.2 <-3.2>	-5.3～-5.0 <-5.2>	-1.5～-1.5 <-1.5>
7月時点の見通し	-3.7～-3.0 <-3.4>	-6.0～-5.8 <-5.9>	-1.5～-1.2 <-1.3>
2010年度	+0.8～+1.3 <+1.2>	-1.5～-1.0 <-1.4>	-0.9～-0.7 <-0.8>
7月時点の見通し	+0.6～+1.1 <+1.0>	-2.1～-1.5 <-2.1>	-1.2～-0.7 <-1.0>
2011年度	+1.6～+2.4 <+2.1>	-1.0～-0.3 <-0.7>	-0.7～-0.4 <-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) 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3) 政策委員全員の見通しの幅は下表の通りである。

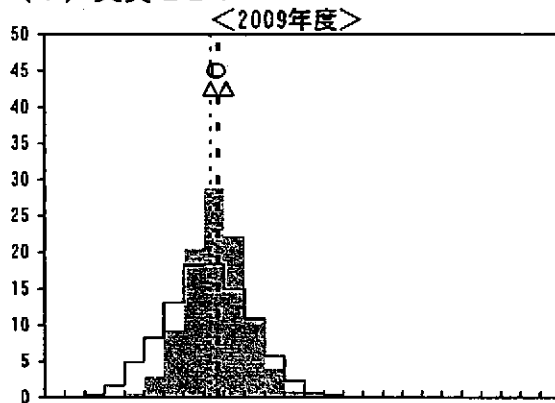
—対前年度比、%。

	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2009年度	-3.4～-3.0	-5.4～-5.0	-1.6～-1.4
7月時点の見通し	-3.8～-3.0	-6.2～-5.7	-1.6～-1.2
2010年度	+0.7～+1.5	-1.5～-0.9	-1.2～-0.7
7月時点の見通し	+0.5～+1.5	-2.1～-1.4	-1.2～-0.6
2011年度	+1.4～+2.5	-1.1～+0.2	-1.0～-0.3

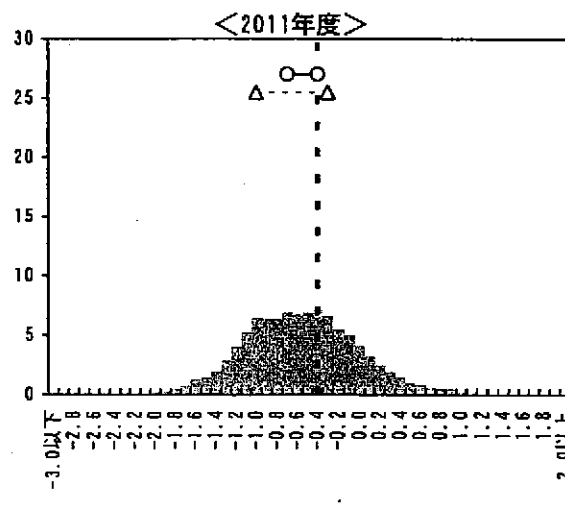
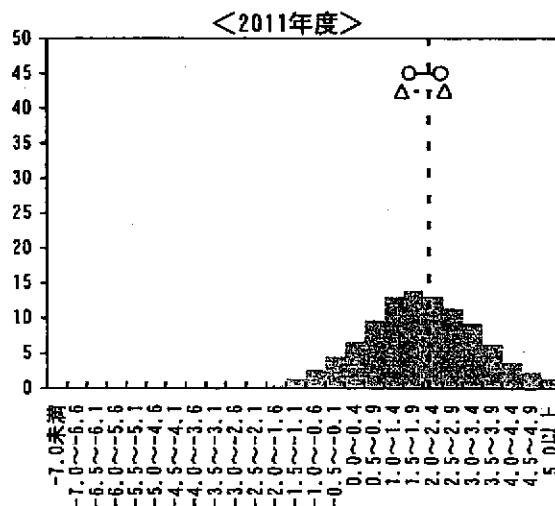
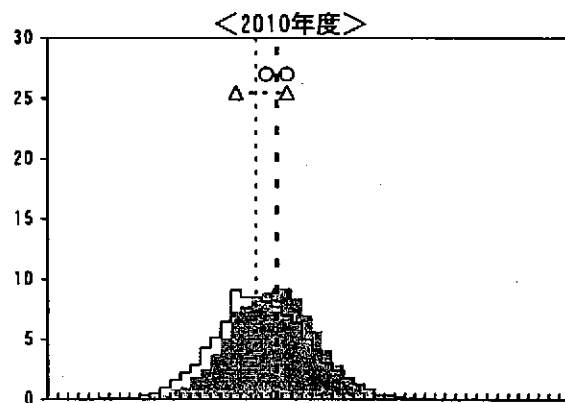
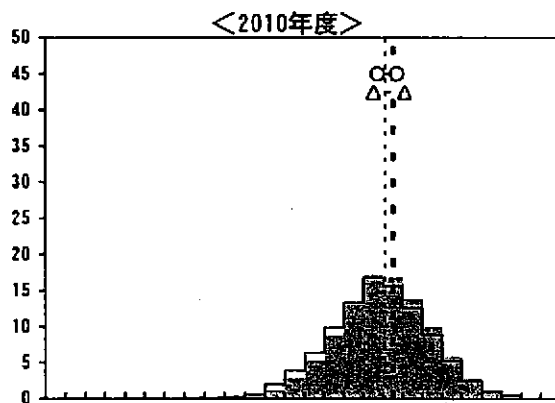
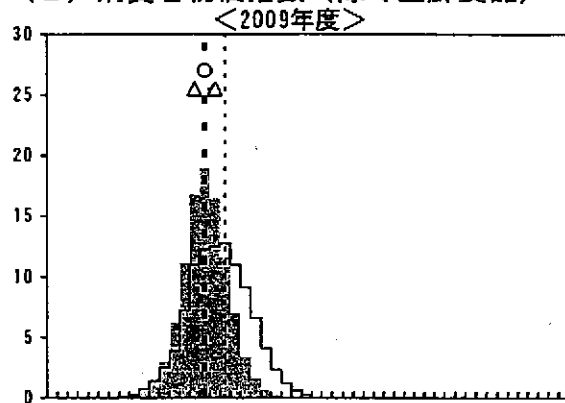
(参考2)

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7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7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。

[背景説明]

1. 2009 年度前半の経済・物価・金融情勢

(経済動向)

2009 年度前半のわが国経済を振り返ると(図表1)、景気は前年度後半の急激かつ大幅な悪化から、持ち直しに向かった。公共投資は増加を続けたほか、輸出や生産も大きく増加した。一方、厳しい収益状況などを背景に、設備投資は大幅な減少を続けた。雇用・所得環境が厳しさを増す中で、個人消費は全体としては弱めの動きを続け、住宅投資は減少した。こうした景気展開は、前回(4月)の「経済・物価情勢の展望」(展望レポート)や7月の中間評価における見通しに概ね沿ったものと評価される。

やや詳しくみると、公共投資は、2008 年度補正予算の執行に加えて、2009 年度当初予算の前倒し執行もあって、増加を続けた。輸出入についてみると(図表2)、輸出は、2008 年度後半に大幅に減少したあと、各国の政策措置の効果や海外現地在庫の調整進捗などを背景に、2009 年4～6月、7～9月と増加した。輸入も、生産の動きなどを反映して増加に転じたが、輸出に比べると増加ペースは緩やかなものとなった。この結果、実質貿易収支でみた純輸出は、1～3月をボトムにはっきりと増加した。企業収益は、1～3月まで大幅に落ち込んだあと、4～6月は、生産の増加や人件費の抑制などにより、きわめて低水準ながら持ち直しに転じた(図表3(1))。こうしたもとで、企業の業況感についても、製造業大企業を中心に、改善の動きがみられた。以上を背景に、設備投資は、減少を続けたが、減少ペースは次第に緩やかとなった(図表3(2))。この間、雇用面では、雇用調整助成金の利用などを通じて雇用維持が図

られたものの、経済活動の落ち込みを受けて、労働力調査の雇用者数は明確な減少に転じた（図表4(1)）。賃金面では、製造業を中心とした労働時間の減少などから所定内給与や所定外給与がともに前年比マイナスを続けたほか、企業収益の落ち込みを背景に特別給与も大幅に減少した（図表4(2)）。これらの結果、雇用者所得は大幅に減少した（図表4(3)）。そうしたもとの、個人消費は、各種対策の効果などから耐久消費財は持ち直したが、全体としては弱めの動きとなった（図表5(1)）。消費者コンフィデンス関連指標は、小売価格の下落に加え、各種の需要喚起政策などから、総じて持ち直したものの、なお低水準での動きとなった（図表5(2)）。住宅投資は、雇用・所得環境が厳しさを増したことや、不動産関連セクターを取り巻く金融環境の悪化などから、水準を大きく切り下げた。

こうした内外需要の動向を背景に、鉱工業生産は、2008年度後半に大幅に減少したあと、4～6月、7～9月と増加した（図表6(1)）。前年比で見ると、1～3月には3割を超えるマイナスとなったが、7～9月には2割程度までマイナス幅が縮小した。前年比を業種別にみると（図表6(2)）、輸送機械や電子部品・デバイスをはじめとする多くの業種で、輸出の増加や国内自動車販売の持ち直しなどを背景に、マイナス幅が縮小した。在庫は、出荷の増加を受けて減少を続け、出荷・在庫バランスははっきりと改善した（図表6(3)）。全産業活動指数の前年比をみると（図表7）⁴、製造業はマイナス幅が縮小したが、非製造業が弱めの動きを続けたことから、全体ではマイナス幅の縮小が緩やかなものとなった。

以上のような需要・生産動向を反映し、労働や設備の稼働状況は、き

⁴ 全産業活動指数は、成長率のトレンドは実質GDPに比べて幾分低いものの、実質GDPと概ねパラレルに動く。

わめて低水準ながら、幾分改善した（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、大幅な過剰が続いたが、その幅は幾分縮小した。マクロ的な需給バランスを表す需給ギャップの推計値も、1～3月にかけて大幅なマイナスとなったあと、4～6月のマイナス幅は若干縮小した⁵。

（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高騰の反動と、経済の落ち込みの影響が、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んだ（図表9、10）。7月の中間評価における見通しと比べると、国内企業物価は、国際商品市況の強含みを主因に、幾分上振れたが、消費者物価は、消費者の低価格志向を受けた価格引き下げの強まりなどから、小幅下振れて推移した。

やや詳しくみると、国内企業物価の前年比は、8月には-8.5%と、2か月連続で1960年の統計開始以来最大の下落幅となった。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、9月は-2.5%（p）と、下落幅は5か月連続で過去最大を更新した。内訳について最近の傾向的な動きをみると（図表11）、財価格の下落幅が大きく拡大した。とりわけ、石油製品の下落幅拡大と食料工業製品の下落転化が、全体の動きに大きく影響した。また、耐久消費財や、日用品を多く含むその他財でも、下落幅が拡大した。サービス価格は、携帯電話料金や外国パック旅行、家事関連サービスの

⁵ 7～9月の需給ギャップは、さらに幾分マイナス幅が縮小したとみられる。なお、最近の需給ギャップと、短観の加重平均DIは、水準の乖離が大きい。需給ギャップについては、とりわけ経済の変動が大きいときには計測誤差が大きくなり、足もとではマイナス幅を過大評価している可能性が高いと考えられる。一方、短観の加重平均DIは、①「過剰」か「不足」かのみを尋ねており「過剰」の大きさが反映されないこと、②企業外の失業等は反映されないこと、などから、経済活動水準の落ち込み度合いを十分捉えきれていない可能性が高いと考えられる。

下落幅拡大、外食の上昇幅縮小などを反映して、下落幅が拡大した。公共料金も、電力料金や都市ガス代の引き下げなどから、下落幅が拡大した。

(金融市場動向)

2008年9月以降、国際金融資本市場の緊張が高まる中、世界経済は急速に悪化した。各国の中央銀行や政府は、金融と実体経済の負の相乗作用の深化を食い止めるため、様々な施策を実施してきた。この結果、2009年入り後は、景況感の悪化ペースは鈍化し、国際金融資本市場の緊張も徐々に和らいでいった。米欧短期金融市場における資金調達圧力は低下し、銀行間レートの対短期国債スプレッドは低下したほか、社債の信用スプレッドも低下した(図表12)。また、新興国でも、通貨の上昇やソブリン・リスク・プレミアムの低下など、金融環境が多くの国で改善した。

わが国の金融資本市場は、国際的な金融混乱の影響を受け、様々な市場で、市場機能が低下するとともに、実体経済も急速に悪化した。こうした状況を踏まえ、日本銀行は、政策金利の引き下げに加え、金融市場の安定確保や企業金融円滑化の支援のために、様々な政策を実施した(図表13)。二度の政策金利の引き下げのあと、コールレートは極めて低い水準で推移し、年明け以降、ターム物レートは低下した(図表14)。また、先行きの短期金利に対する市場の見方は、当面、低金利が続く見通しとなった(図表15)。

わが国の長期金利は、景況感の悪化を背景に、昨年末にかけて低下したが、その後は、景況感の回復とともに、一旦上昇した後、横ばい圏内の動きとなった(図表16)。また、わが国の株価は、国際金融資本市場の動揺や世界的な景気悪化に対する懸念を背景に、昨年秋以降、大幅に下落した

が、春頃からは、景況感の改善とともに反転した（図表 17）。為替相場は、年明け以降、円安の動きとなっていたが、夏場以降は円高の動きとなった（図表 18）。

（金融環境）

わが国の金融環境は、昨年末にかけて、急速に厳しさを増したあと、春頃からは、CP・社債市場を中心に改善の動きが広がった（図表 19）。一方、コールレートは、二度にわたる政策金利の引き下げのあと、極めて低い水準で推移したが、実体経済活動や企業収益との対比で見れば、低金利の緩和効果は減殺された状態が続いた（図表 20）。

資金供給面では、企業からみた金融機関の貸出態度は、昨年秋以降、急速に悪化した。本年度入り後は、なお厳しいとする先が多いものの、幾分改善した（図表 21(1)）。CP・社債の発行環境は、信用スプレッドの低下、社債の発行額や銘柄の拡大など、改善の動きが続いた結果、良好な状況となった（図表 22）。ただし、下位格付先の社債の発行環境は厳しい状態が続いた。資金需要面では、年度末にかけて手許資金積み増しの動きがみられたものの、年度明け以降は、そうした動きが沈静化したほか、企業の運転資金需要、設備資金需要ともに後退した。

以上のような環境のもとで、企業の資金調達動向をみると、銀行貸出は、年度末にかけて、CP・社債からの振り替わりや手許資金積み上げの動きを背景に、高い伸びを続けた（図表 23(2)）。その後は、企業の資金需要の後退を主因に、銀行貸出の伸びが鈍化したほか、CPの発行も減少した。一方、社債の発行は、市場環境の改善に加え、大企業を中心に、負債の長期化を図る動きが続き、高水準となった。こうした中、企業の資金繰りをみると、中小企業を中心に、なお厳しいとする先が多いものの、改善の動

きが続いた（図表 21(2)）。この間、マネーストック（M2）の前年比は、緩やかに伸びを高めた（図表 23(3)）。

地価は、都市部・地方圏とも下落した。2009年の都道府県地価調査（7月1日時点）をみると、東京、大阪、名古屋の三大都市圏及び地方圏において、商業地・住宅地ともに、地価は前年比でマイナスとなった（図表 24）。なお、東京都区部における半期ごとの地価動向をみると、商業地・住宅地ともに、前期比マイナス幅は幾分縮小した⁶。

2. 2009年度後半～2011年度の経済・物価見通し

（経済・物価見通し）

2009年度後半から2011年度までを展望すると、2009年度後半は、海外経済が持ち直しを続け、内需も政策効果が継続するとみられる。そうしたもとで、中長期的な成長期待の一段の下振れは回避されると考えられ、設備投資も下げ止まって、景気は持ち直していくとみられる⁷。2010年度は、景気は持ち直しを続けるが、①2009年度の押し上げ要因である公共投資や耐久財消費に反動が生じるとみられること、②海外経済の回復力は、過去数年間に蓄積された過剰の調整によって制約されると考えられること、③国内においても雇用や賃金の調整圧力が残存すると予想されること、などから、持ち直しのペースは緩やかなものにとどまる可

⁶ 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。

⁷ 在庫については、自動車や電子部品・デバイスの調整が基本的に完了したとは言え、マクロベースでは、仕掛品在庫や流通在庫を中心に、なお高水準にある（図表 25）。このため、2011年度までの見通し期間を通じて、在庫は減少を続けると考えられる。ただし、在庫減少ペースの鈍化を反映して、2次微分である実質GDPへの寄与は、2010年度前半以降、小幅のプラスないしゼロ近傍で推移すると考えられる。

能性が高い。2011 年度には、海外経済は、過剰の調整が進むにつれて回復が明確化し、多くの回復局面と同様、潜在成長率を明確に上回るペースまで成長率が高まると展望される。そのもとで、日本経済も、企業部門の回復が家計部門にも徐々に波及し、回復のペースが高まると想定される。

以上の見通しを実質 GDP 成長率で考えると、足もとは在庫調整完了や政策効果による強めの反発力が作用しているため、2009 年度は1-6月に続き7-9月も、潜在成長率をかなり上回る高めのプラス成長が認められる。この際、多くの潜在回復力が顕在化する中、海外経済は先行回復が期待される。2010 年度は、実質 GDP が、野的に前年と同様のペースで回復し、潜在的成長率を上回るペースで成長する。2011 年度は、海外経済の回復が日本経済の成長率を潜在成長率を明確に上回るペースで回復させる。これを年度単位で見ると、2009 年度は-3.8%の前年比減少となり、2010 年度は+1.1%前後、2011 年度は+2.2%前後と想定される⁸。こうした見通しを、4月の展望レポートや7月の中間評価における見通しと比べると、2009 年度、2010 年度とも概ね不変である。

以上の経済の動きを I S バランスの観点からみると (図表 26)、2009 年度は、財政支出増加や税収の減少により、財政赤字が大幅に拡大するものの、民間の貯蓄超過幅も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

⁸ 2009 年度は、2008 年度末に大幅に落ち込んだ GDP 水準から出発するために、年度単位でみた成長率は、年度中の成長率 (いわゆる風速) と異なって、大幅なマイナスとなることに注意が必要である。風速で見れば、2009 年度中は高めのプラス成長となり、その後 2010 年度はいったん減速して、2011 年度に再び増勢が強まると想定される。

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、經常収支黒字は、2009 年度は 2008 年度との対比で概ね横ばいとなり、2010 年度以降、緩やかに増加する見通しである。

先行きの物価を取り巻く環境をみると、労働や設備の稼働状況は、景気が持ち直すにつれて回復していく姿が想定される。ただし、出発点となる本年度初の稼働状況の落ち込み幅が異例に大きかったため、労働や設備の稼働状況は、見通し期間の終盤頃に向け、時間をかけて過去の平均的な水準に近づいていくという経路を辿る可能性が高い。ユニット・レーパー・コスト（生産 1 単位当たりの人件費）は、今後、賃金の抑制を背景に、低下していく可能性が高い（図表 27）。この間、国際商品市況については、上下両方向に不確実性があるが、今回の見通しでは、先行き概ね横ばい圏内で推移していくと想定している。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予想物価上昇率をみると（図表 28）、「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中、足もとでは 0 % を下回る水準まで低下している。一方、「今後 5 年間の予想インフレ率」は、いったん上昇したあと緩やかに低下しているが、その変動は小さく、小幅のプラスで比較的安定している。長期金利の動向等をもみても、中長期的な予想物価上昇率は総じて安定していると推測される。

以上を踏まえると、2009 年度後半は、前年における国際商品市況高騰の反動の影響が薄れてくるため、消費者段階を含め、物価の前年比下落幅はやや大きく縮小すると予想される。その後も、中長期的な予想物価上昇率が安定的に推移するとみられるもとで景気が回復を続け、マクロ

的な需給バランスが徐々に改善することから、消費者物価の前年比下落幅は、引き続き縮小していくと考えられる。もっとも、労働や設備の稼働状況の回復は緩やかであり、賃金も弱めの動きを続けるとみられるため、下落幅の縮小ペースは緩慢なものにとどまると見込まれる。

年度の計数については、国内企業物価の前年比は、2009年度は-5%台前半、2010年度は-1%台前半、2011年度は-0%台後半と予想される。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、2009年度については、年度全体で見ると石油製品価格等の変動が大きく影響し、-1%台半ほど過去最大のマイナス幅になると予想される⁹。その後、2010年度は-0%台後半、2011年度は-0%台半ほど、マイナス幅が次第に縮小していくと想定される。こうした見通しを、7月の中間評価と比較すると、国内企業物価は、原油価格をはじめとする国際商品市況の上振れを主因に、2009年度、2010年度とも幾分上方修正となる。消費者物価は、2009年度は足もとの下振れを反映して幾分下方修正であるが、2010年度は幾分上方修正となる。

(輸出入を取り巻く環境)

昨年秋以降、わが国を含め世界各国は、金融システム対策や積極的な金融・財政政策に取り組んできた。これらの効果によって、国際金融資本市場は安定に向かい、世界の景気は大幅に悪化したあと、持ち直してきた。先行きの海外経済については、2009年度前半に、在庫調整の進展や各種政策の効果からプラス成長に転じたあと、2009年度後半以降は、2011年度にかけて徐々に成長率を高めていくことが展望される（図表 29）。新興国

⁹ 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。

と先進国に分けると、中国など新興国においては、内需の強さが持続すると想定している。先進国でも、とりわけ見通し期間の前半はバランスシート調整圧力がなお強いとみられるが、金融・財政面からの政策的な支えもあって緩やかな景気回復基調が維持され、その後は徐々に民間の回復力が強まると想定している。

こうした海外経済の想定のもとで、わが国からの輸出については、2009年度中は、各国の政策効果や海外在庫の調整進展の影響が大きい前半を中心に、大きく反転上昇すると予想される¹⁰。2010年度以降も、海外経済が回復を続けるもとで、2009年度中のリバウンド局面に比べて勢いは鈍るが、輸出の増加が続くと考えられる。ただし、きわめて大幅に落ち込んだ水準からの回復であるため、2011年度末頃の輸出の水準は、2007年度末頃のピーク並みないしそれを下回る水準にとどまる可能性が高い。

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4～6月、7～9月と、内外の政策の効果や在庫調整の進展を受けて大きくリバウンドしたあと、2009年度後半も増勢が続くとみられる。その後も、耐久財消費の振れなどにより一時的に弱まる局面もありうるが、基本的には、2010年度、2011年度と増加を続けると想定される。ただし、2011年度末頃の水準は、2007年度末頃のピークには達しない可能性が高い。

こうした輸出・生産の見通しの前提となる、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いた。そのもとで蓄積された過剰の調整には

¹⁰ ただし、GDP全体と同様、2009年度は非常に低い水準から始まるため、年度単位でみた輸出の前年比はマイナスになると考えられる。

相当の時間がかかることも考えうるため、脆弱な金融環境の長期化や雇用の回復の遅れなどを通じて、米欧を中心に景気が下振れる可能性がある。

一方、新興国・資源国経済については、上振れの可能性がある。中国をはじめとするアジアや中南米などの新興国の多くは、バランスシートの調整圧力や財政赤字が小さいため、マクロ政策面での自由度も高く、旺盛な潜在需要が実現されやすい環境にあると考えられる。そうした新興国の旺盛な内需は、世界経済を持続的な回復へ導く原動力として働きうる。こうした動きは、資源価格の上昇を通じて、資源国経済の成長も促すことになる。また、国際金融資本市場の回復や先進国における大規模な金融緩和は、新興国等に対する資本流入を促し、この面からも、これらの国々の実体経済を後押しするとみられる。こうした動きが更に強まる場合、新興国等の経済動向は、わが国経済に対する上振れ要因となる。一方、為替政策やマクロ政策の運営、行き過ぎた期待やそれに伴う海外資本の流入が、景気の過熱や資源価格の上昇をもたらす可能性もある。この場合、わが国に対しては、資源価格高に伴う交易条件の悪化により、国内民間需要に対する下押し要因となる可能性もある。なお、この点に関連して、失業率などから推測される世界の需給ギャップはかなり大きいため、新興国の景気が多少過熱しても世界全体の過熱にはつながりにくい、という見方も論理的には成り立ちうる。しかし、そうした論理の前提となる世界の需給ギャップや潜在成長率には、とりわけ資源・エネルギー面まで考慮すれば、大きな不確実性があることに注意が必要である。

さらに、以上の輸出見通しは、海外生産シフトが、過去の上昇トレンドから大きく上振れてはいかないことを、前提にしている（図表 30）。

しかし、仮に海外生産シフトが加速するような場合には、世界経済が順調に回復しても、日本からの輸出は伸び悩む可能性もある。こうしたグローバルな生産立地については、先進国から新興国への需要シフトや、為替相場の動向等を踏まえつつ、多くの企業が戦略を探り続けている段階であり、不確実性が大きい。

(企業の収益環境と支出行動)

マクロの所得形成についてみると(図表 31)、4～6月は、実質GDPの前年比マイナス幅が7%強となる中で、実質GDI(国内総所得)や実質GNI(国民総所得)の前年比マイナス幅は4%台半ばまで縮小した¹¹。内訳をみると、交易利得のプラス寄与と、純輸出や海外からの所得純受取のマイナス寄与がほぼ見合っており、約1年間わが国経済を下押ししてきた海外への所得流出は、前年比で見れば概ね止まるかたちとなっている。

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)、製造業については、昨年秋から本年初までの大幅な売上高の落ち込みに、人件費削減等による固定費の削減が追いつかなかったため、損益分岐点が高止まり、1～3月、4～6月は大企業を中心に赤字となった。非製造業も、製造業ほどではないにせよ売上高が落ち込んでいるため、損益分岐点を引き下げて収益確保を図っている状況にある。

今後の企業収益を展望すると、製造業では、人件費や減価償却費の削減などを通じて損益分岐点を引き下げる動きが、しばらく続く可能性が高い。そうした減価償却費の削減のため、新規の設備投資の抑制に加え

¹¹ 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

て、既存設備の除却や廃棄も進められていくと考えられる¹²。そうした固定費の抑制と、輸出の回復により、製造業の経常利益は、2010年度にはある程度はっきりした増益が予想される。他方、非製造業は、製造業におけるコスト削減の動きが影響するほか、内需の回復には時間がかかるとみられることから、2010年度は固定費の抑制を続けても収益はさほど回復せず、明確な回復は2011年度にずれ込むと考えられる。

設備投資についてみると（図表34）、厳しい収益状況などを背景に減少を続けているが、減少ペースは緩やかになってきている。このうち機械投資は、既にきわめて低い水準まで低下しているもとの、今後は製造業の稼働率上昇に伴い、持ち直しに向かうとみられる¹³。もっとも、建設投資については、建築着工床面積などの先行指標の動きからみる限り、なおしばらくは弱い動きを続ける可能性が高い。このため、設備投資全体では、当面、下げ止まりのあと、低水準のまま横ばいないし微増程度の動きを続け、2010年度になると増加の動きが徐々にはっきりしていくと考えられる¹⁴。資本ストック循環図でも、企業の期待成長率がはっきりとマイナスに落ち込んでいかなない限り、2010年度の設備投資は増加に転じるとみることがで

¹² 過去においても、1998年の金融危機後は、除却等を通じ、数年間にわたって生産能力が引き下げられた。今回の局面でも、生産能力圧縮の動きは既に始まっている（図表33(1)）。なお、こうした生産能力の引き下げは、潜在成長率の下方シフトの一因となっている。

¹³ 実証的には、機械投資の「水準」が稼働率と高い相関関係にある（図表33(2)）。したがって、稼働率がなお低い水準にあっても方向として上昇し始めれば、機械投資が増加する環境も次第に整うと考えられる。

¹⁴ 2009年4～6月の設備投資がきわめて低い水準にあるため、7～9月以降下げ止まって横ばいとなっても、2009年度の設備投資前年比は-15%前後の大幅な減少となる。なお、設備投資の形態別内訳は、機械投資が約6割、建設投資が約3割、ソフトウェアが約1割とみられる。

きる（図表 35）¹⁵。

この間、企業のバランスシートを法人企業統計で見ると（図表 36）¹⁶、有利子負債残高は、2006 年初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。こうした点からみれば、少なくとも大企業に関しては、設備投資が財務面から強く制約される可能性は小さい。

もっとも、設備投資の先行きを巡っては、不確実性も大きい。とくに、海外経済の下振れリスクが顕在化するような場合は、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、海外経済が回復を続ける場合でも、①競争力維持の観点等から生産拠点の海外シフトが進む可能性、②個人消費の弱さや金融環境の厳しさなどから中小企業の回復が遅れる可能性、などの下振れ要因がある。一方、上振れ要因としては、①輸出の回復ペースが予想以上に速まる可能性、②環境関連など新たな需要創出に向けて企業行動が強まる可能性、などが考えられる。

（雇用・所得環境と家計の支出行動）

¹⁵ 資本ストック循環図は、「設備投資の資本ストック比率＝資本係数のトレンド成長率＋減耗率＋期待成長率」という関係をもとに、各種の前提に基づいて試算したものである。今回の局面では、景気の落ち込みがかつてなく深いため、資本ストック循環図も幅をもって見る必要がある。例えば、資本係数のトレンドや減耗率に関する前提等によっては、期待成長率がプラスであっても、2010 年度の設備投資がマイナスとなる可能性は残る。

¹⁶ 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。

雇用・所得環境は、労働需給が大幅に緩和し、雇用者所得も大幅に減少するなど、厳しい状況が続いている。景気の落ち込みが大きく、先行きの回復は緩やかであることを踏まえると、雇用・賃金の調整圧力はしばらく残ると考えられる。

雇用面についてみると、雇用者数に一人当たり労働時間を乗じた労働投入量の前年比減少幅は、実質GDPの減少幅に比べて、なお小さい状況が続いている（図表37(1)）。これは、需要の落ち込みとそれに対応する減産が急速であったために、労働生産性が一時的に大きく低下していることを意味する。こうした現状を踏まえると、今後は需要が回復基調をたどっても、労働投入量の抑制を続けつつ、労働生産性の回復で供給を増やす余地が大きい。しかも、これまでの労働投入量の減少には労働時間の減少がかなり寄与しているため、労働投入量が徐々に回復し始める段階になっても、まずは労働時間の回復が優先される可能性が高い。以上を踏まえると、雇用者数が増加に転じるのはかなり先になると考えられる。

ちなみに、一人当たり労働生産性の動きを確認すると、足もとは過去のトレンドをかなり下回る水準まで低下している（図表37(2)）。したがって、先行きは、プラス成長が続いて労働生産性の水準がある程度はつきり回復するまで、雇用調整圧力が残るとみておく必要がある¹⁷。

このように雇用の回復には時間がかかるとみられるもとの、失業率は、当分の間、高水準で推移する可能性が高い。また、最近の失業率の上昇には、経済の活動水準の低下だけでなく、求人分野と就職希望分野のミ

¹⁷ もちろん、労働生産性のトレンドは幅を持つてみる必要がある。例えば、労働集約工程の海外移管や、企業の慎重な雇用スタンスなどによって、結果的に2000年代以降の高めの労働生産性のトレンドが維持されるような場合には、実質GDPが上振れない限り、雇用の回復はさらに遅れる。

スマッチなどから生じるいわゆる構造的な失業率の上昇も、影響しているとみられる（図表 37(3)）¹⁸。

厳しい企業収益や労働時間の削減などを背景に、賃金は明確に減少している。2009 年度の賞与は、夏季に続き冬季も、過去に例をみない大幅な減少が予想される。労働分配率（雇用者報酬／名目 GDP）は、2008 年度後半に 53.7%と、前回ピークの 2001 年度（54.3%）に迫る水準まで上昇した（図表 38）。今後は、企業が収益力の立て直しを図る過程で、こうした労働分配率を引き下げる力が働き続ける可能性が高く¹⁹、上述した雇用面に加えて、賃金面の調整圧力もしばらく残るとみられる。このため、雇用者報酬は、2009 年度に大幅に減少したあと、2010 年度もそのペースは緩やかになりつつも減少が続き、回復の環境が整ってくるのは 2011 年度と予想される。

この間、実質ベースでみた家計の所得は、各種施策による家計への所得移転や、物価の下落を反映して、名目ベースの雇用者報酬ほどには悪化していない（図表 39）。

以上を踏まえつつ、個人消費をみると、各種対策の効果などから耐久消費財は持ち直しているが、全体としては弱めの動きとなっている。先行きについては、自動車購入に対する補助金などが今年度で満了となることを前提にすると、それに伴う反動もあって、2010 年度の個人消費は弱めの動きが続く可能性が高い。2011 年度には、企業部門の回復が家計

¹⁸ 構造的失業率の試算は、UV分析に基づくものである。UV分析とは、労働者の側からみた失業（unemployment）と、企業の側からみた人手不足（vacancy）の状況から、労働需給のミスマッチを試算する手法であり、この分野ではしばしば用いられる。詳細については、『雇用・所得情勢にみる日本経済の現状』（日本銀行調査統計局、2004 年 12 月）を参照。

¹⁹ 足もとの労働分配率は、2009 年 1～3 月の 54.1%から、4～6 月は 53.2%へと低下し始めている。

へ波及するもとの、個人消費の持ち直しが次第にはっきりしていくと予想される。

こうした個人消費の見直しには、上振れ・下振れ双方の可能性がある。消費性向（個人消費／可処分所得）には、高齢化に伴う上昇トレンドがあるが（図表 39(2)）、仮に、雇用・所得環境の厳しさが長引く中で、中長期的な期待所得（恒常所得）も低下していけば、消費性向は上記の長期トレンドから下方に乖離する可能性が高まる。他方、企業が潜在的な家計需要の掘り起こしに一段と力を入れる場合や、景気回復期待の強まりなどから株価の持ち直しが明確化する場合などには、消費者の購買意欲が刺激されて消費性向は上振れる可能性もある²⁰。この間、少子高齢化や財政赤字の拡大に伴う将来への不安が、さらに増大するかむしろ減じるかは、消費性向を左右する重要な要因になりうると考えられる。

住宅投資についてみると、昨秋以降、雇用・所得環境が厳しさを増したことや、不動産関連セクターを取り巻く金融環境が一段と悪化したことなどから、水準を大きく切り下げている。先行きについては、2009 年度中に概ね下げ止まり、2010 年度中に緩やかな増加に転じると予想される。その背景は、住宅投資の水準が既にきわめて低くなっているもとの、①住宅・宅地分譲業者の景況感が、本年初をボトムに改善を続けていること（図表 41(2)）、②税制、価格、金利面のメリットを理由に、マンションは買い時との見方も増えてきていること（図表 41(3)）、などである。ただし、上述のとおり雇用・所得環境の厳しさが続くことなどを踏まえると、回復のタイミングやペースを巡る不確実性は非常に大きい。

²⁰ 日本の家計は金融資産の蓄積が進んでいる（図表 40）。また、高齢化が進んでいることもあって、世帯全体の 3 分の 1 程度は非勤労者世帯が占めている。したがって、雇用者所得だけで個人消費が決まるわけではなく、新商品・サービスの登場や、株価の変動も重要な要素になる、と考えられる。

(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、消費者の節約意識が強まる中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 42)。消費者物価(除く生鮮食品)の財価格をみると、このところ前年比がマイナスに転じているほか、家計調査の購入単価はマイナス幅の拡大が一段と目立っている(図表 43)。購入単価の低下には、より低価格の代替商品へのシフトなどを含めて、消費者の節約意識の強まりが反映されていると考えられる。そして、このような消費者行動の変化は、小売段階の競争を激化させ、従来と同じ商品も値下げして販売する動き、ひいては物価指数の低下につながっていると考えられる²¹。

消費者物価の先行きを展望すると、前年比の下落幅は7～9月に-2%台半ばで最大となったあと、その後は、前年における石油製品価格高騰の反動の影響が薄れるに伴い、下落幅がはつきり縮小するとみられる。そうした動きが一巡したあとは、中長期的な予想物価上昇率と、マクロ的な需給バランスの動きが、消費者物価に影響を与える主たる要因になる。今回の経済見通しを踏まえると、中長期的な予想物価上昇率が安定的に推移するもとの、マクロ的な需給バランスは徐々に改善していくため、見通し期間を通じて、消費者物価の下落幅は緩やかに縮小していく蓋然性が高いと考えられる²²。

²¹ 家計調査の支出金額を購入数量で割って算出した購入単価は、消費者が低価格のプライベート・ブランド品や特売品を多く購入するようになると、下落する。これに対し、消費者物価は、継続して価格調査ができる財・サービスの価格変動を表しており、特売品も限定的にしか反映されない。

²² 現行指数は、基準年の2005年から時間が経ってきたため、指数水準が大幅に低下した耐久消費財のマイナス寄与が小さめに出て、全体では前年比マイナス幅が小さめに出る傾向が強まりつつある。言い換えれば、指数が2010年基準に切り替わった段階で、

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。物価に固有の上振れ・下振れ要因としては、第1に、企業や家計の中長期的な予想物価上昇率に関する不確実性がある。今回の見通しでは、中長期的な予想物価上昇率が安定的に推移し、実際の物価上昇率には、次第に中長期的な予想物価上昇率へと近づく力が働く、と想定している。しかし、マクロ的な需給バランスの低迷が長く続く間に、中長期的な予想物価上昇率が下方シフトしてしまうリスクは否定できない。他方、実際の物価上昇率が中長期の予想物価上昇率に近づく力が、想定以上に強く働くことなどにより、とりわけ見通し期間の後半については、上記の見通しが上振れる可能性もある。

第2に、マクロ的な需給バランス、あるいは労働や設備の稼働状況を把握する上での不確実性が大きいことに留意する必要がある。経済が構造的な需要の変化を伴って大幅に落ち込んでいる場合には、資本ストックの陳腐化や削減などから、経済の供給能力や潜在成長率も低下している可能性がある。この場合、過去のデータに依拠した需給ギャップに基づいてマクロ的な需給バランスを推定すると、物価下落圧力を過大に見積もるリスクが存在する。

第3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、2009年央にかけて反発した。先行きについては、世界経済の回復のペースが緩やかであることを踏まえ、概ね横ばい圏内での推移を想定している。もっとも、近年の経験を踏まえると、今後も、先行きの世界経済に関する市場の見方が振れることなどによつ

2011年1月以降の前年比が、今回の見通しから下方修正されうる。2010年基準への改定時期は、通常どおりなら、2011年夏ごろと予想される。その際、2010年12月以前の前年比は遡及改定されない見込みである。

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さうる²³。

以 上

²³ 以上に挙げなかった点として、揮発油税の暫定税率の廃止、高速道路の無料化、公立高校の無償化などが実施されると、2010年度の消費者物価はその分押し下げられる。ただし、そうした制度変更による物価水準の変化は、基調的な物価変動とは性格が異なるものとして理解する必要がある。

れる可能性がある。一方、中長期的な予想物価上昇率の低下などにより、物価上昇率が下振れるリスクもある。

以上の2つの柱による点検を踏まえ、金融政策運営に当たっては、きわめて緩和的な金融環境を維持していく方針である。日本銀行としては、わが国経済が物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰していくことを粘り強く支援していく考えである。

以 上

要 注 意

公表時間

11月5日(木) 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>

2009.11.5

日本銀行

(案)

政策委員会
金融政策決定会合
議事要旨

(2009年10月13、14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10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10月13日(14:00～17:00)
10月14日(9:00～13:09)

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	香川俊介	大臣官房総括審議官 (13日)
	大串博志	大臣政務官 (14日)
内閣府	津村啓介	大臣政務官

(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
企画局審議役	吉岡伸泰 (14日9:00～9:16)
企画局参事役	加藤 毅
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	関根敏隆
国際局長	大野英昭

(事務局)

政策委員会室長	飯野裕二
政策委員会室企画役	橘 朋廣
企画局参事役	坂本哲也 (14日9:00～9:16)
企画局企画役	奥野聡雄
企画局企画役	中嶋基晴
金融市場局企画役	福田英司 (14日9:00～9:16)

I. 金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

1. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合（9月16、17日）で決定された方針¹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、中間期末越えの資金供給を一段と積み重ねたほか、国債買現先オペ、CP買現先オペの積極的活用を図るなど、引き続き、金融市場の安定に配慮し、市場の状況を踏まえた機動的な運営を行った。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。このうち、CP買入れ、社債買入れ、米ドル資金供給オペは、市場機能の改善に伴うオペへの資金需要の後退などから、応札額が一段と減少している。特に、最近2回のCP買入れは、ともに応札がゼロとなった。

2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、資金余剰感が強い中、金利は低位で安定的に推移している。すなわち、GCレポレートは、一時幾分強含む局面もみられたが、総じて0.1%台前半で推移している。ターム物金利をみると、短国レートは、1年物も含め、0.1%台で安定的に推移している。CP市場では、良好な発行環境が維持されており、高格付先の発行レートが短国レートを下回る水準で推移しているほか、下位格付先の発行レートも、概ねリーマン破綻前の水準まで低下している。この間、長めの期間のユーロ円レートは、なお高めの水準ながら、安定的に推移している。

株価は、為替円高が企業収益に及ぼす影響への懸念などを背景に下落しており、日経平均株価は足もと10千円前後となっている。長期金利は、景気の先行きに対する慎重な見方の強まりなどを背景にやや低下し、1.2%台半ばで推移している。

円の対ドル相場は、円高方向で推移しており、足もとは89円前後となっている。

¹ 「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。」

3. 海外金融経済情勢

世界経済は、持ち直している。

米国経済は、持ち直しに転じつつある。個人消費は、自動車販売促進策の終了に伴い自動車販売が足もとで減少に転じているが、全体としては横ばい圏内の動きとなっている。住宅投資は持ち直しており、住宅価格も下げ止まってきている。また、設備投資の減少は小幅になっている。生産は、在庫調整の進捗を背景に、持ち直しに転じつつある。労働市場では、失業率は上昇しているが、雇用者数の減少ペースは和らいできている。物価面では、総合ベースの消費者物価の前年比は、エネルギー価格の大幅な下落などから、-1%台半ばとなっている。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プラス幅が緩やかに縮小している。

欧州経済をみると、ユーロエリア経済は、下げ止まっている。個人消費は、各国の景気刺激策を受けて自動車販売が増加しているが、全体として弱めの動きとなっている。また、輸出や生産も概ね下げ止まっている。物価面をみると、消費者物価の前年比は緩やかに低下している。この間、英国経済も、個人消費の減少幅の縮小や生産活動の持ち直し、住宅市場の調整進捗などを背景に、下げ止まっている。

アジア経済をみると、中国経済は、内需を中心に、高めの成長を続けている。個人消費が堅調に推移しているほか、固定資産投資も高い伸びを続けている。輸出は、足もと下げ止まっている。こうしたもとの、生産は増加を続けている。NIEs、ASEAN諸国・地域の経済は、持ち直している。輸出や個人消費が増加しているほか、設備投資が下げ止まってきており、生産も、在庫調整の進捗から増加している。この間、インド経済も、高めの成長を続けている。物価面をみると、多くの国・地域において、総合ベースの消費者物価前年比の低下傾向に歯止めがかかっている。

海外の金融資本市場をみると、短期金融市場は、TEDスプレッドが2007年夏の水準前後まで低下するなど、落ち着きを取り戻している。社債の対国債スプレッドは、低格付物は依然として高めの水準で推移しているが、全体として縮小傾向を続けている。米欧の株価は、弱めの経済指標と企業業績の回復期待が相俟って、概ね横ばい圏内の推移となった。この間、米国の長期金利は、貸出が低迷するもとの銀行が余剰資金で国債を購入していることもあって、低下した。欧州の長期金利も、米国の長期金利に連れて、低下した。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

輸出は、海外経済の持ち直しを背景に増加を続けている。先行きは、海外経済の改善が続くもとで、増加を続けるとみられる。

公共投資は、増加を続けている。先行きについては、各種経済対策の執行により、当面は増加を続けると見込まれる。

国内民間需要をみると、設備投資は減少を続けているが、減少ペースは緩やかになってきている。先行きは、徐々に下げ止まりに向かうとみられるが、収益環境の厳しさが続き、設備過剰感が強いもとで、当面、弱めの動きとなる可能性が高い。

個人消費は、各種対策の効果などから耐久消費財は堅調に推移しているが、全体としては弱めの動きとなっている。乗用車新車登録台数は、減税や補助金の効果などから、急速に回復している。この間、消費者コンフィデンス関連指標は、なお低水準にあるものの、小売価格の下落に加え、各種の需要喚起政策などから、総じて持ち直している。先行きの個人消費は、厳しい雇用・所得環境が続くもとで、各種対策の効果に当面支えられる耐久消費財を除き、弱めの動きが続く可能性が高い。

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、内外の在庫調整の進捗や政策効果を背景に、増加を続けている。先行きについても、内外の政策効果などを背景に、当面、増加を続けると予想される。

雇用・所得環境は、労働需給が大幅に緩和し、雇用者所得も大幅に減少するなど、引き続き厳しい状況にある。先行きの雇用者所得については、これまでの企業収益や生産の落ち込みがラグを伴って影響することなどから、当面、大幅な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、横ばい圏内で推移している。国内企業物価を3か月前比で見ると、製品需給緩和の影響は続いているが、既往の国際商品市況の強含みを受けて、概ね横ばいの動きとなっている。先行きについても、当面、横ばい圏内の動き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、経済全体の需給が緩和した状態が続く中、前年における石油製品価格高騰の反動などから、下落幅が拡大している。先行きについては、当面、現状程度の水準で推移したあと、前年における石油製品価格高騰の

反動の影響が薄れていくにしたがい、下落幅が縮小していくと予想される。

(2) 金融環境

わが国の金融環境は、厳しさを残しつつも、改善の動きが広がっている。コールレートがきわめて低い水準で推移する中、企業の資金調達コストは、低水準で横ばい圏内の動きとなっている。ただし、実体経済活動や企業収益との対比で見れば、低金利の緩和効果は減殺されていると考えられる。資金供給面では、企業からみた金融機関の貸出態度は、なお厳しいとする先が多いものの、改善している。CP・社債市場では、低格付社債を除き、良好な発行環境となっている。資金需要面では、企業の運転資金需要、設備資金需要とも後退しているほか、一部に、これまで積み上げてきた手許資金取り崩しの動きもみられている。以上のような環境のもとで、企業の資金調達動向をみると、銀行貸出は、伸びが鈍化している。社債の発行は高水準となっている一方、CPの発行は減少している。こうした中、企業の資金繰りをみると、中小企業を中心に、なお厳しいとする先が多いものの、改善の動きが続いている。この間、マネーストックは、前年比3%程度の伸びとなっている。

II. 「適格担保取扱基本要領」の一部改正等について

1. 執行部からの提案内容

適格担保の担保価格等について、最近の金融市場の情勢等を踏まえた年次レビュー結果に基づきこれを見直すこととし、「適格担保取扱基本要領」の一部改正等を行うこととしたい。

2. 委員会の検討・採決

採決の結果、上記案件について全員一致で決定され、对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、財政・金融政策の効果などを背景に、海外経済は持ち直しており、今後も持ち直しを続けるとの認識を共有した。その上で、多くの委員は、先進国と新興国と

の間に景気回復テンポの差が広がっていること、具体的には、先進国経済が緩やかな回復に止まる一方、新興国経済が上振れ気味で推移していることを指摘した。後者の背景として、何人かの委員は、①先進国と異なり新興国ではバランスシート問題が小さい中で、積極的な景気刺激策の効果が大きく出ていること、②先進国からの資金流入が増加し、資産価格も上昇していること、③多くの国で固定的な為替制度が採用されており、為替レート維持のための市場介入が追加的な金融緩和効果をもたらしていること、などの要因を指摘した。

海外経済の先行きを巡るリスクについて、多くの委員は、政策効果が剥落したあとの回復のペースや持続性には、依然として不確実性が大きいと述べた。上振れ要因として、何人かの委員は、世界的に拡張的なマクロ経済政策が展開される中で、新興国経済が過熱するリスクを挙げた。一方、下振れリスクとしては、何人かの委員が、米欧のバランスシート調整圧力が家計や企業の支出活動を想定以上に抑制するリスクのほか、商業用不動産向け融資の劣化や不良債権処理の遅れなどを起点に、再び金融と実体経済の負の相乗作用が強まるリスクなどを指摘した。なお、バランスシート問題が米欧経済に及ぼす影響に関して、複数の委員は、毎回の景気循環の展開は異なるものであること、バランスシート調整が進むペースは当該国の人口増加率などで規定される中長期的な成長期待によっても異なりうることを踏まえると、必ずしも日本の経験を直接に当てはめられるわけではない点には、留意が必要であると述べた。この間、ある委員は、先進国経済が下振れた場合、先進国からの資金流入縮小や先進国向け輸出の減少という経路を通じて、新興国経済にも影響が及ぶ可能性があるとして指摘した。

国際金融資本市場について、多くの委員は、改善傾向が続いているとの見方を示した。複数の委員は、ドルのターム物金利のスプレッドは、各種流動性支援策や各国のドル資金供給オペが段階的に縮小されている中であっても、パリバショック前と遜色のない水準まで低下していると指摘した。もっとも何人かの委員は、世界経済の先行きになお不確実性が高い点や、米欧金融機関の信用コストが増加している点などを踏まえ、国際金融資本市場はなお不安定な面を残しているとの見方を示した。

米国経済について、委員は、持ち直しに転じつつあり、先行きも持ち直していくとの認識で一致した。多くの委員は、住宅価格、住宅着工件数や生産が改善を続けていると述べた。ただし、何人かの

委員は、自動車販売促進策終了後の反動減が大きかったことや、ISM製造業指数、雇用者数などで市場の予想を下回る結果に止まった点などを指摘し、景気回復のモメンタムは依然として弱いとの認識を示した。また、先行きについても、多くの委員が、雇用・所得環境の厳しさ、家計や金融機関のバランスシート調整圧力などを踏まえると、政策効果剥落後の回復力については慎重にみておく必要があると述べた。

ユーロエリア経済について、多くの委員は、域外輸出の回復や各国の景気刺激策などを受けて、下げ止まっているとの認識を共有した。ただし、複数の委員は、ドイツの自動車販売支援策終了後の反動減が大きめとなるなど、個人消費の基調は弱いと述べた。また別の委員は、金融安定化の遅れや欧州新興国の停滞などは、大きな下振れリスクと考えられると述べた。

新興国経済について、多くの委員は、中国経済が内需を中心に高めの成長を続けているほか、NIEs・ASEAN諸国の経済も、中国向け輸出の増加などを背景に、持ち直していると述べた。複数の委員は、景気刺激策等の効果もあって、中国では、資産価格の過度な上昇や過剰生産能力問題といった形で、経済の一部に過熱現象が生じている可能性があるとして指摘した。

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。委員は、景気は持ち直しつつあるとの見方で一致した。委員は、内外の在庫調整の進捗や海外経済の持ち直し、とりわけ新興国の回復などを背景に輸出・生産は増加を続けており、企業の景況感も、製造業大企業を中心に改善の動きがみられるとの認識を共有した。その上で、多くの委員は、景気は持ち直し方向にあるとはいえ、落ち込みの大きさと比べて回復の度合いは小さく、水準がまだ低いことを意識しておく必要があると述べた。

先行きについて、委員は、海外経済や国際金融資本市場の回復に加え、各種政策の効果もあって、わが国経済は持ち直していくとの見方で一致した。ただし、委員は、こうした見通しは、海外経済の改善などに大きく依存し、引き続き不確実性が大きいとの認識を共有した。多くの委員は、新興国経済が上振れ要因となる可能性があるものの、米欧におけるバランスシート調整圧力の大きさを踏まえると、依然下振れリスクが大きい状況が続いていると述べた。また、何人かの委員は、年度末にかけて政策効果が減衰していく中で、民間最終需要の自律的な回復が展望できるかどうかについても、依然として不確実性が高いと指摘した。

個別の需要項目等に関して、委員は、海外経済の持ち直しなどを背景に、輸出は増加を続けており、今後も増加を続けるとの認識で一致した。もっとも、ある委員は、在庫復元による反発という局面は終わりつつあり、輸出の増勢は鈍化しているとの見方を示した。

公共投資について、多くの委員は、増加を続けており、先行きも、当面は増加が見込まれると述べた。ただし、複数の委員は、現在進められている公共投資の見直しの影響について、現時点では不確実性が大きいと述べた。

設備投資について、多くの委員は、厳しい収益環境などを背景に減少を続けているものの、減少ペースは緩やかになってきていると述べた。多くの委員は、収益環境などの厳しさが続く中、企業の設備過剰感が依然高水準にあり、設備投資計画も抑制的になっている点を指摘し、設備投資は当面弱めの動きとなる可能性が高いとの見方を示した。ある委員は、今後の為替動向次第では企業が海外への生産移管を加速する可能性がある点も意識しながら、設備投資動向を点検していく必要があると述べた。

個人消費について、委員は、各種政策の効果などから一部耐久消費財の販売が持ち直しを続けているものの、全体としては弱めで推移しているとの見方で一致した。先行きについて、委員は、家計の節約志向が根強い中、厳しい雇用・所得環境が続くもとで、弱めの動きが続く可能性が高いとの認識を共有した。多くの委員は、ここに来て、政策的な販売促進策が講じられている財とそれ以外の財・サービスの違いが際立ってきていると述べた。ある委員は、政策による下支え効果は関連需要の先食いという面もあり、政策効果減衰後ははっきりした弱い動きになる可能性もあると指摘した。

生産について、委員は、内外の在庫調整の進捗や政策効果を背景に、増加を続けているとの認識を共有した。先行きについて、委員は、内外の政策効果や海外経済の改善などを背景に、当面、増加を続けるとの見方で一致した。何人かの委員は、企業ヒアリングなどによれば、本年第4四半期も増勢を維持するという見通しの確度が高まっていると述べた。その上で、複数の委員は、年明け以降の姿については企業も慎重な見方を崩しておらず、改善の持続性やテンポについては依然として不確実性が大きいと付け加えた。

雇用・所得環境について、委員は、引き続き厳しい状態が続いているという認識で一致した。複数の委員は、失業率上昇の一服など、一段の悪化には歯止めがかかりつつあるものの、賃金の大幅な下落が続く、企業の雇用過剰感も引き続き高いと述べた。ある委員は、

雇用調整助成金が幅広く利用される中で、企業は潜在的な失業者を多く抱え込むかたちになっており、来春以降の新卒採用抑制などを通じて、雇用環境が再び悪化の度合いを強める可能性がある」と述べた。

消費者物価（除く生鮮食品）について、多くの委員は、経済全体の需給バランスが緩和した状態が続く中、前年における石油製品価格高騰の反動などから、前年比の下落幅が拡大していると述べた。何人かの委員は、価格下落品目の範囲が拡大している点や、食料・エネルギーを除く消費者物価のマイナスが続いている点に、需給バランス悪化の影響が出てきているとの見方を示した。また、ある委員は、購入単価の低下幅拡大には、消費者の低価格志向の強まりが窺われると述べた。先行きについて、委員は、当面、現状程度の下落幅で推移したあと、石油製品価格などの影響が薄れていくため、下落幅を縮小していくとの見方を示した。こうした見方の背景として、何人かの委員は、アンケート調査によれば家計の中期的な予想物価上昇率が下振れていないことを指摘した。更に、このうちの一人の委員は、わが国の金融システムが安定を維持していることに触れ、物価下落が起点となって景気を下押しするリスクは小さいと述べた。その上で、委員は、予想物価上昇率や金融システムが安定しているとはいえ、当面、物価下落圧力が高い状況が続くとみられるだけに、需給バランスの影響や賃金の動向、為替の動向など、物価を取り巻く環境をしっかりと点検していく必要があるという認識を共有した。

2. 金融面の動向

わが国の金融環境について、委員は、厳しさを残しつつも、改善の動きが広がっているとの認識を共有した。

CP・社債の発行環境について、委員は、低格付社債を除き良好な発行環境になっているとの見解を共有した。CPについて、多くの委員は、上位格付先に加え下位格付先の発行スプレッドもリーマン破綻前と遜色のない水準まで縮小しているほか、年末越えプレミアムも限定的な水準に止まるなど、良好な発行環境にあると述べた。社債について、委員は、本年度上期の発行金額が既往最高水準となるなど、発行環境は良好であると述べた。複数の委員は、特にA格以上の社債では、当初予定よりも増額発行される案件やマーケティングレンジの下限で発行される案件が増加している点を指摘した。ただし、ある委員は、このところ社債市場では、投資家が格下げリスクに敏感になっており、流通スプレッドも幾分拡大気味であると

述べ、こうした動きの持続性や拡がりの有無を見極める必要があるとの見解を示した。低格付社債の発行が低調に推移している点について、多くの委員は、企業の収益環境の厳しさやこれに伴う信用リスクの高まりに加え、わが国の社債市場特有の要因も作用していると述べた。これらの委員は、そうした要因として、低格付企業における社債発行ニーズの低さ、社債発行金利を大きく下回る金融機関の貸出金利の設定、わが国における低格付社債を投資対象とする投資家層の薄さなどを挙げた。こうした議論を踏まえ、多くの委員は、低格付社債発行の低調さを金融環境の厳しさの表れと解釈することは、必ずしも妥当ではないとの見方を示した。

企業の資金繰りについて、委員は、CP・社債市場の改善もあって、大企業では明確に改善しているとの見方を共有した。一方、委員は、中小企業ではなお厳しいとする先が多いとの認識で一致した。ある委員は、資金繰りの厳しさの度合いは、企業規模が小さいほど顕著であるなど、規模間で回復度合いの差が大きいと述べた。この点について、別のある委員は、リーマン破綻後の落ち込み幅は逆に大企業の方が大きく、それが反発力の違いに反映されている面もあると指摘した。また、ある委員は、売上増加に伴ってキャッシュインが下げ止まる中、運転資金、設備投資や予備的動機による資金ニーズの低下もあり、外部資金需要は減少していると述べた。この点について、別のある委員は、景気の改善に伴って企業の外部資金需要が増加する局面でも良好な資金調達環境が保たれるかどうかは、注意して点検していく必要があると述べた。

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、経済・物価情勢を踏まえると、「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。

先行きの政策運営について、多くの委員は、日本経済が漸く持ち直しの緒についたばかりであることを踏まえると、金融政策運営面では、緩和的な金融環境を粘り強く確保していくことが必要との見解を示した。ある委員は、最近の国際会議などでは拡張的なマクロ経済政策を念頭に「出口戦略」が議論され、国や政策手段によって時期や順序は異なるが、景気回復が確実になるまで必要な金融支援や拡張的な財政・金融政策の実施を継続すべきという点が合意されていると述べた。その上で、この委員は、日本銀行の政策運営の考

え方も上述の国際的な理解に沿ったものと考えられると指摘した。

金融調節上の各種臨時措置の取り扱いを巡る考え方についても、議論が行われた。委員は、リーマン破綻後の金融市場の極端な収縮に対応して導入した措置は、市場機能の改善度合いに応じて見直していくことが適当であるとの認識を共有した。その上で、ある委員は、今後の必要性については、それぞれの措置の役割や効果、他の手段による代替可能性などを踏まえながら判断していくことが適当であると述べ、こうした考え方は委員の間で共有された。

各種臨時措置の効果について、多くの委員は、所期の目的に照らしてかなりの効果を挙げてきていると述べた。CP・社債買入れに関連して、多くの委員は、CP・社債市場の発行環境が総じて良好なものとなっているほか、このところの応札額の減少にも市場機能の改善が反映されており、政策に支えられている面は後退していると述べた。この点に関し、ある委員は、社債市場はなお不安定な要素を抱えており、社債買入れが市場の安定に果たしている役割は依然小さくないとの見方を示した。また、企業金融支援特別オペについて、何人かの委員は、ターム物金利の低下や、市場の流動性プレミアムの低下などの効果が出ていると指摘した。複数の委員は、高格付CP発行レートと短国レートとの逆転現象が続いているなど、オペの効果が強く出過ぎている面もあると指摘した。ある委員は、効果の裏側には、円滑な価格形成など市場本来の機能を阻害する面もあり、効果と副作用のバランスを踏まえながら必要性の判断を行うことが適当であると付け加えた。

各種臨時措置の効果に関して、通常のコペ手段による代替可能性を巡っても議論が行われた。多くの委員は、通常のコペ手段である共通担保資金供給オペと企業金融支援特別オペの金利差が縮小していることを指摘し、企業金融支援特別オペの担保が共通担保オペの担保範囲に含まれている以上、両オペの違いは縮小してきていると述べた。更に、何人かの委員は、民間債務の担保を管理するコストやターム設定が固定的である点を考慮すると、両者の差は実質的にはより小さくなっていると付け加えた。もっとも、複数の委員は、予め決まったタイミングで、担保範囲内では無制限に資金調達できる企業金融支援特別オペがもたらす安心感を他の手段で代替できるのかどうかは、企業が年度末にかけての資金繰りになお不安感を拭い切れないうるだけに、慎重な点検が必要であると述べた。この間、複数の委員は、昨年度末までの金融市場の緊張度が高い状況とは異なり、金融市場が安定し、市場機能が大幅に改善したもとは、

臨時措置の取り扱いは、出口戦略というより、金融調節手段の選択にかかる技術的な問題という色彩が徐々に濃くなってきているのではないかとの見方を示した。

各種臨時措置の取り扱いを決定する方法・時期についても議論が行われた。まず、取り扱いの判断の仕方について、何人かの委員は、各種臨時措置は、相互に補完しながら効果を発揮してきた面もあることを意識しつつ、個別の措置毎に行うことが適当との認識を示した。次に、措置の取り扱いの決定時期について、委員は、次のような論点を指摘した。第1に、仮に特定の措置の縮減を先行して決定すると、他のオペの取り扱いを巡って思惑を呼ぶ惧れがあること、第2に、措置の取り扱いを取りまとめて公表することで、日本銀行の金融政策運営に関する考え方をまとまった形で示すことができること、第3に、年末越えおよび年度末越えの取引の状況を更に見極めるとともに、やや長い目で企業金融の状況を点検した上で判断するのが望ましいこと、の3点である。これらの議論を経て、委員は、次回以降の会合で、それぞれの措置の効果や必要性を出来るだけ包括的に点検した上で、取りまとめて決定することが適当であるとの認識を共有した。

金融政策運営上の情報発信についても議論が行われた。第1に、多くの委員は、臨時措置の取り扱い如何に関わらず、緩和的な金融環境を粘り強く確保していくという日本銀行の基本的な政策運営方針は変わらないという点を、丁寧に情報発信することが最も重要であると述べた。第2に、複数の委員は、市場機能の回復に伴い日本銀行が市場へ介入する必要性が低下すれば、日本銀行のバランスシートの規模も縮小する可能性があるが、このことが金融緩和姿勢の変化を意味するわけではない点について、誤解が生じないように説明していく必要があると述べた。

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。

- 日本銀行法第4条の精神に則り、日本銀行と常に連絡を密にしたい。
- わが国の景気は、このところ持ち直しの動きがみられるが、雇用情勢の一層の悪化、世界的な金融危機の影響や世界景気の下振れ懸念などの景気を下押しするリスクの存在や、今後の物価動向については留意する必要がある。また、企業の資金繰り環境については、

大企業は改善がみられるものの、中小企業では依然厳しい状況にある。

- 日本銀行におかれては、以上を踏まえ、引き続き経済・物価動向や企業金融全体の状況などを注視して、適切かつ機動的な金融政策運営を行っていくことにより、わが国経済を金融面から支えて頂くよう期待している。
- また、日本銀行の経済・物価・金融情勢に対する認識や金融政策運営の考え方について、国民や市場に分かり易く説明することに引き続き配慮して頂きたい。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 政府側出席者の一員として、中央銀行の独立性の意義を深く理解し尊重するものである点を、予め申し上げたい。
- わが国の経済は、持ち直しの動きはみられるが、引き続き厳しい状況にある。政府としては、国民の生活を第一と考え、家計の支援を通じて個人消費を拡大するとともに、新たな分野で産業と雇用を生み出し、内需を重視した経済成長を実現するよう政策運営を行うこととしている。また、現下の厳しい雇用情勢に細心の注意を払い、それを踏まえた雇用面での対応策を早急に検討してまいり。更に、景気の下振れリスクが高い中、引き続き景気の動向や雇用情勢にも十分に注意し、必要に応じて果敢に対応してまいりたい。
- 日本銀行におかれては、デフレのリスクにも十分留意しつつ、引き続き、金融政策の面から、景気を下支えされることを期待している。企業の経営環境や資金繰りが引き続き厳しい状況にある中、企業金融に目詰まりが生じないよう、市場の動向を丁寧に点検し、適切に対応されることを期待する。
- 日本銀行及び政府が政策運営を行っていく上では、経済情勢や金融情勢についての緊密な意見交換が重要であり、政府としては、日本銀行法第4条の規定を踏まえ、日本銀行と常に連絡を密にし、十分な意思疎通を図ってまいりたい。

なお、席上、内閣府の出席者から、政府の経済財政運営の方針に関する委員の見解について質問があった。これに対し、何人かの委員は、財政運営を含め新しい経済政策の全体像やその考え方について出来るだけ早く示すことが望ましいと考えられること、また、予算の見直しは、少なくとも短期的には経済にマイナスの影響を及ぼ

す可能性があることは意識しておく必要があること、などの所感を述べた。これを受け、内閣府の出席者から、新政権は個人消費の刺激を通じた内需主導の成長戦略を描いている旨の発言があった。

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（9月16、17日開催分）が全員一致で承認され、10月19日に公表することとされた。

以上

2009年10月14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^(注))。

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. わが国の景気は持ち直しつつある。すなわち、公共投資が増加を続けているほか、内外の在庫調整の進捗や海外経済の持ち直し、とりわけ新興国の回復などを背景に、輸出や生産も増加を続けている。そうしたもとの、企業の景況感、製造業大企業を中心に、改善の動きがみられる。設備投資は、厳しい収益状況などを背景に減少を続けているが、減少ペースは緩やかになってきている。一方、個人消費は、各種対策の効果などから一部に持ち直しの動きが続いているものの、厳しい雇用・所得環境が続く中で、全体としては弱めの動きとなっている。この間、金融環境をみると、厳しさを残しつつも、改善の動きが広がっている。物価面では、消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、経済全体の需給が緩和した状態が続く中、前年における石油製品価格高騰の反動などから、下落幅が拡大している。

3. 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が大きく変化しない中、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、わが国経済は持ち直していくと考えられる。物価面では、消費者物価の前年比は、当面、現状程度で推移したあと、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、石油製品価格などの影響が薄れていくため、下落幅を縮小していくと考えられる。こうした動きが持続すれば、わが国経済は、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みられる。もっとも、海外経済や国際金融資本市場の動向など、見通しを巡る不確実性は大きい。

4. リスク要因をみると、景気については、新興国の回復といった上振れ要因はある

(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。

が、国際的な金融経済情勢、企業の中長期的な成長期待の動向など、景気の下振れリスクが高い状況が続いている。物価面では、景気の下振れリスクの顕在化、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。

5. 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。

以 上