

<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：2040年12月>

2010.4.26

企画局

## 金融環境の現状評価

### （概況）

前回会合（4月6、7日）以降、利用可能になった指標をみると、

- ① CP・社債市場では良好な発行環境が続いていること、
- ② 低格付社債の発行環境についても、流通スプレッドが縮小するなど改善の動きが続いていること、
- ③ 資金需要の後退が続くもとで、銀行貸出や民間部門の総資金調達は減少していること、
- ④ 小企業の資金繰りについて、引き続き厳しい状態にあるものの改善の動きがみられていること、

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、緩和方向の動きが強まっている」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、家計の予想やエコノミストの予想、マーケットの指標でみれば、概ね横ばいとなっている。

- 「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、3月は2月から概ね横ばいとなった（2月+0.3%→3月+0.4%、図表1左下段）。
- 4月のESPフォーキャストをみると、エコノミストのインフレ予想（CPI除く生鮮）は、3月調査から概ね同水準となった（図表2左上段）。

▽ ESPフォーキャストによるインフレ予想

	2009年度	2010年度	2011年度
2月調査	-1.6%	-0.9%	-0.3%
3月調査	-1.6%	-0.9%	-0.3%
4月調査	-1.6%	-1.0%	-0.2%

— 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については、エコノミストの予想でみると概ね横ばいとなっている。また、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・レートも、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）。

— 4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、10月調査で+0.6%であった今後10年間の平均が+0.8%となるなど、表面的には、緩やかに上昇している（図表2右上段）。もっとも、この上昇は、①マイナス幅が大きい2010年が予想の対象期間から外れたこと、②2014年の消費税増税を織り込む調査機関があったこと<sup>1</sup>、を映じたものであり、そうした要因を除いてみた実勢は横ばい圏内で推移しているものと考えられる。

▽ 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
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
10/ 4月	-0.2	0.2	0.5	1.4	0.7	1.1

<sup>1</sup> コンセンサス・フォーキャストには経済見通しの背景の詳細が書かれているわけではない。しかし、2013年から14年にかけて、CPIの上昇率が明確に加速する一方、成長率がはっきりと鈍化する見通しになっていることなどから、14年に消費税の増税を織り込む調査機関があったものと推測できる。

## 2. 資金調達コスト

企業の資金調達コストは、低下傾向が続いている。

個別の金利動向をみると、以下の通り。

### ■ 貸出金利は、低下傾向が続いている（図表4）。

—— 2月のスプレッド貸出のスプレッドをみると、短期は、企業再生支援機構向けの貸出を反映して水準が低くなっていた1月からは上昇しているが、そうした要因を除いてみると、昨秋からの緩やかな低下傾向が続いている。この間、長期は、高利の不動産向けノンリコースローン案件があったため、幾分上昇した。

### ■ 4月入り後のCP発行スプレッドをみると、3月から概ね横ばいとなっている。この間、短国レートも横ばいの動きとなっており、CP発行金利も3月から概ね同水準で推移している（図表5）。

—— もっとも、CP買現先オペのオファー取り止めや企業金融支援特別オペの完了を受けて、発行レートが幾分上昇する銘柄もみられている。

▽ 1月以降のCP発行スプレッド（％）

	リーマン 破綻前	1月	2月	3月	4月P
A-1+格	+0.07	-0.01	-0.01	-0.01	-0.00
A-1格	+0.16	+0.04	+0.03	+0.03	+0.04
A-2格以下	+0.33	+0.28	+0.28	+0.29	+0.37

（注）発行金利は、証券保管振替機構が公表しているターム別の月中平均レートの単純平均。発行スプレッドは、発行金利と短国3ヶ月物利回りとの格差。銀行・証券会社等発行分、およびABCPは含まない。なお、2009年9月以前はオペ先ベース。A-2格以下の2009年9月以前は格付けがA-2格より低い先を含まない。リーマン破綻前は2007年9月～2008年8月までの平均値。なお、2010年4月は第4週まで（3月29日～4月23日）の平均値。

### ■ A格以上の社債発行スプレッドの4月入り後の動きをみると、個別の銘柄要因を除いた実勢では、横ばい圏内の動きとなっている。この間、国債金利が概ね横ばいとなる中で、社債発行金利も3月と概ね同水準で推移して

いる（図表6）。

— なお、ヒアリング情報では、地域金融機関等が、新年度入り後、A格を中心に比較的高めのレートとなっている銘柄への投資を積極的に行なっており、発行レートが低下している銘柄もみられている。

— BBB 格について、流通スプレッドの動きを確認すると、なお高めの水準にあるものの、緩やかな縮小傾向が続いている。

### 3. 資金調達量

資金需要面をみると、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、企業の手許資金を削減する動きが幾分強まっている。

— 企業向けの資金需要について、4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、上昇しているが、依然として「減少」超で推移している（図表12）。

#### ▽ 法人預金（3業態計）の推移

	リーマン 破綻前	09/3Q	09/4Q	10/1月	10/2月	10/3月
金額 (季調済、 兆円)	156.2	162.5	164.0	165.5	166.0	165.0
前年比 (%)	-0.3	4.3	5.4	5.5	5.0	4.2

(注) 平均残高ベース。金額は当局で X-12-ARIMA により季節調整を行なった。リーマン破綻前は2008年1月～同年8月までの平均値。

こうしたもとで、民間総資金調達は、前年比でみると減少している（1月-1.9%→2月-2.1%→3月-2.5%、図表8上段）。

■ 民間銀行貸出（特殊要因調整後、都銀等・地銀・地銀Ⅱ）は、運転資金需要、設備資金需要が後退している中で、前年における著増の反動もあって減少している（1月-1.4%→2月-1.3%→3月-1.7%、図表8下段）。

— この間、セーフティネット貸付や「危機対応業務」に基づく融資等が行なわれるもとで、旧3公庫ベース（政投銀、日本公庫中小企業事業、同国民生活事業）の貸出残高は、前年水準を上回って推移している（図

表7上段)。

- 3月のCP・社債の発行残高は、社債発行残高の前年比でみた伸びが幾分縮小する中で、CP発行残高のマイナス幅が大きく拡大したことから、全体としてみると、前年比マイナス幅が拡大した(1月+0.2%→2月-1.6%→3月-2.1%、図表10上段)。

—— CP発行残高は、運転資金需要の後退などを受けて、引き続き前年を下回る水準で推移している。

—— 4月の国内公募社債発行額(銀行発行分を除く)は、21日の段階で6,320億円に達しており、既に前月の水準を上回っている。このように起債増加が生じている理由としては、①4月は起債額が膨らみやすいという季節性に加え、②電力会社等による大型起債がみられていること、③旺盛な投資家需要を映じたスプレッド縮小を眺め、A格を中心に徐々に起債した先が多くみられたことなどが指摘できる。もっとも、外部資金需要が総じて弱いことなどを踏まえると、4月の発行額の大幅な増加は一時的なものであり、先行きの起債ペースは鈍化するものと考えられる。

—— なお、4月入り後、21日の段階ではBBB格の先による起債はみられていない。

#### ▽ 4月の社債発行銘柄(21日まで)

4月	AAA格	東京電力、関西電力、東京地下鉄
	AA格	沖縄電力、三井物産、新日本製鐵、東海旅客鉄道、日立キャピタル、エヌ・ティ・ティ・データ、積水ハウス、三井不動産、ジャパンリアルエステイト投資法人、住友金属工業、アサヒビール、中部電力
	A格	オリックス、三井倉庫、クレディセゾン、住友化学、全日本空輸、ヒューリック、サンケイビル

(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、中小企業ではなお「厳しい」とする先が多いものの、これらも含め全体として緩和方向の動きが続いている。

- 貸出運営スタンスについて、4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、高水準の「積極化」超を続けているほか、大企業向けについても、引き続き「積極化」超で推移している（図表12）。
- 企業からみた金融機関の貸出態度については、1～3月期の小企業（日本公庫調査）では、10～12月期と比べ改善しており、その水準は03年夏頃のレベルまで持ち直している（図表13上段）。
- 1～3月期の小企業の資金繰り（日本公庫調査）は、10～12月期と比べ改善しているものの、中小企業と比べると、小幅の改善にとどまっている（図表13下段）。

## 5. 企業倒産

企業倒産件数は、3月は、2月に比べ増加しているものの、前年比では-14.5%と大幅なマイナスとなっており、基調的な変化はみられていない（図表15）。

- 景気対応緊急保証制度の保証承諾件数は、4月22日までに105.1万件、保証承諾額は19.4兆円に上った。なお、3月中になされた緊急保証承諾額は1.1兆円となっており、年度末にかけて一時的に増加する動きがみられた。

## 6. その他の金融指標

マネタリーベースは、前年比2%程度の伸びとなっている（1月+4.9%→2月+2.2%→3月+2.1%、図表17）。

マネーストック（M2）は、前年比で見ると伸びが幾分低下してきており、足許では、2%台半ばの伸びとなっている（1月+3.0%→2月+2.7%→3月+2.6%、図表17）。

- バランス・シート分解をみると、財政要因のプラス寄与が拡大した一方、民間資金調達要因のマイナス寄与が引き続き拡大した（図表18）。

以 上

2010.4.26

企画局

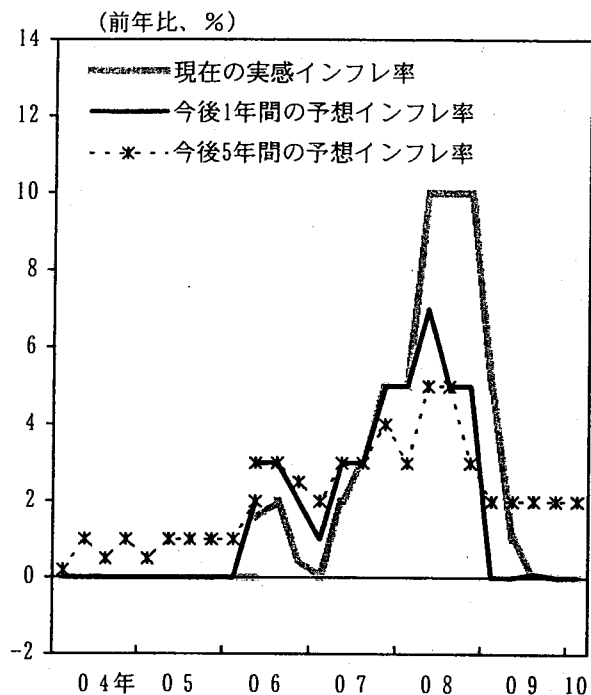
## 「金融環境の現状評価」参考計表

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

# 家計・企業のインフレ予想

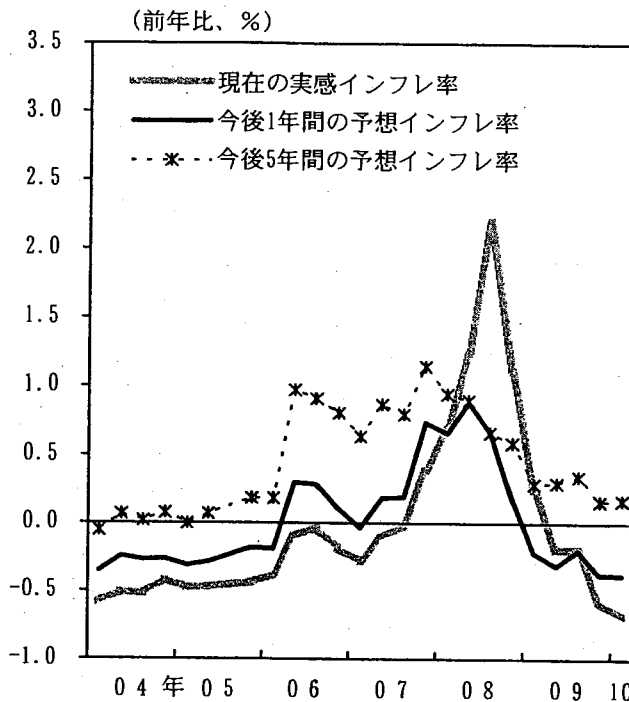
## (1) 生活意識に関するアンケート調査

<量的質問に対する回答>



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

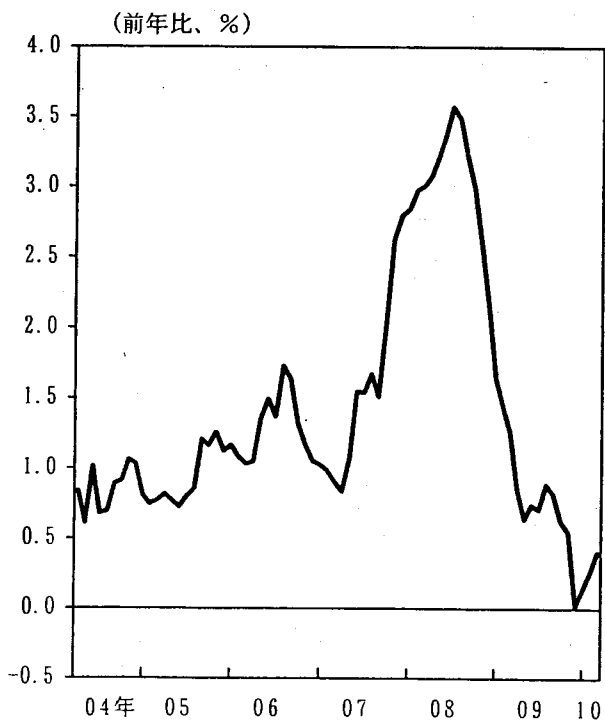
<質的質問からの推計値>



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

## (2) 消費動向調査 (内閣府)

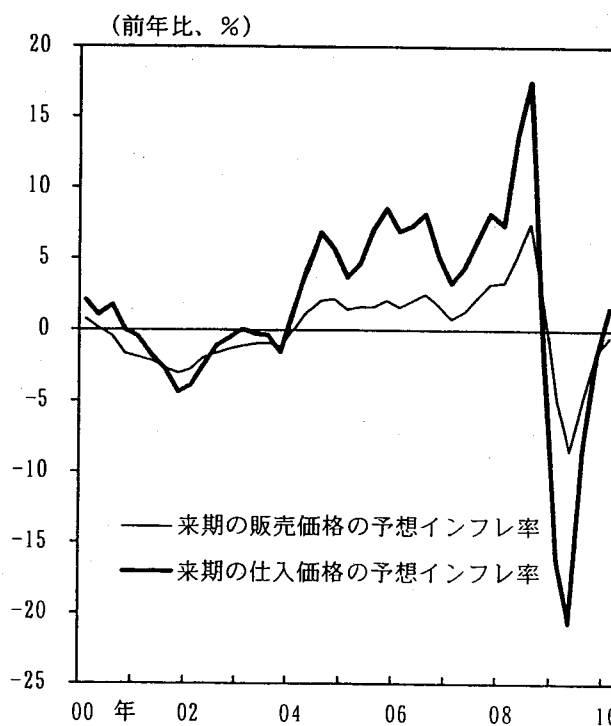
<1年後の予想インフレ率>



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

## (3) 企業のインフレ予想

<短観からの推計>

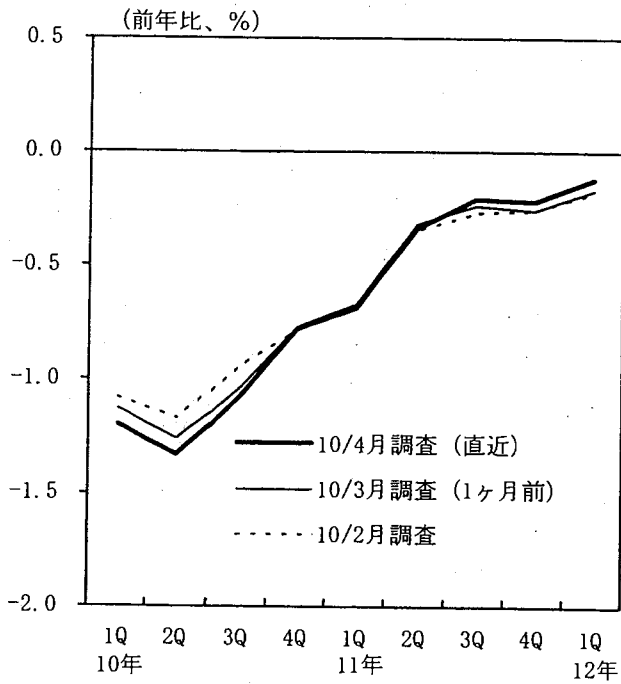


(注) 企業(製造業、全規模)の「上がる」、「下がる」の回答シェアから修正カールソン・パーキン法により推計。



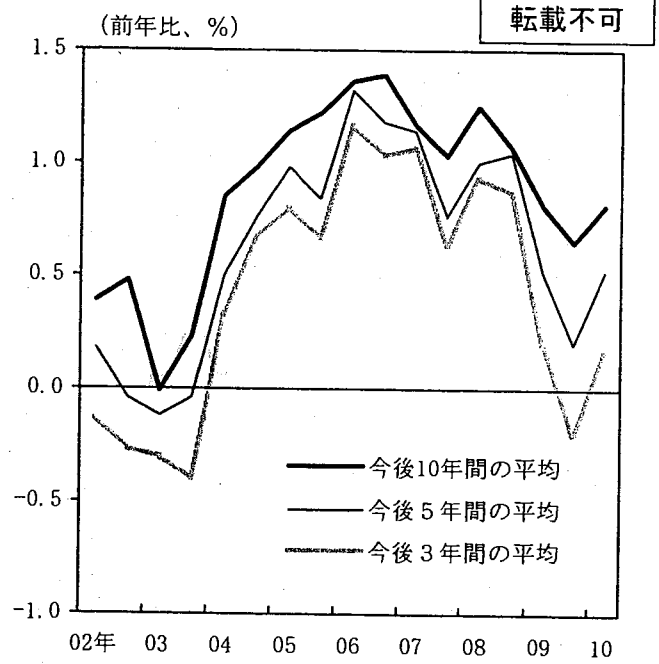
# エコノミスト・市場のインフレ予想

### (1) ESPフォーキャスト調査



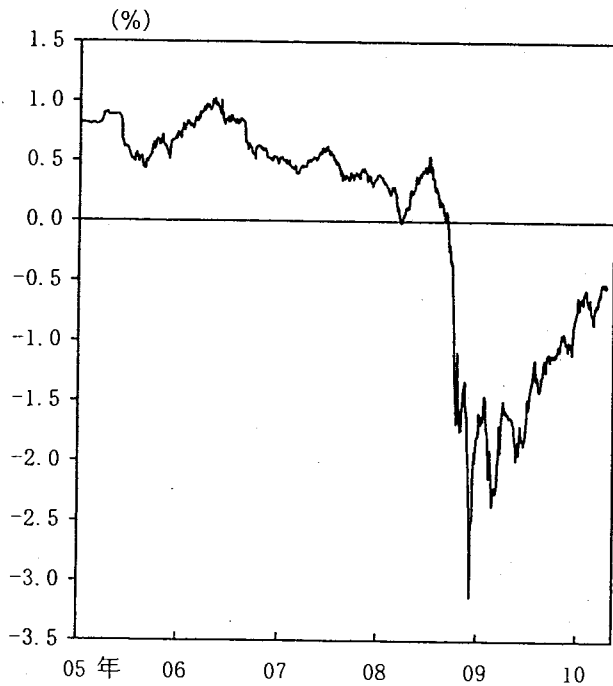
(注) 内外の調査機関・エコノミスト約40先の予想の平均。

### (2) コンセンサスフォーキャスト



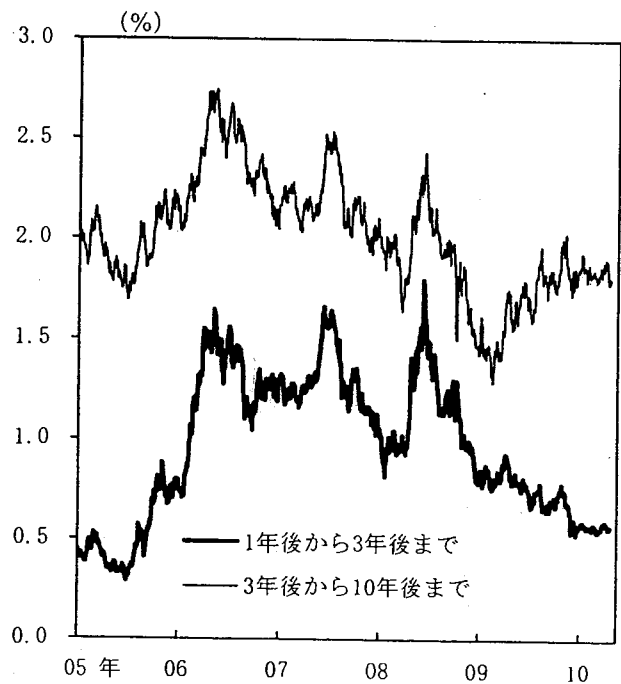
(注) 内外の調査機関約20先の予想の平均。  
調査時点は毎年4、10月。

### (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。

## 資金調達コスト関連指標

対外非公表

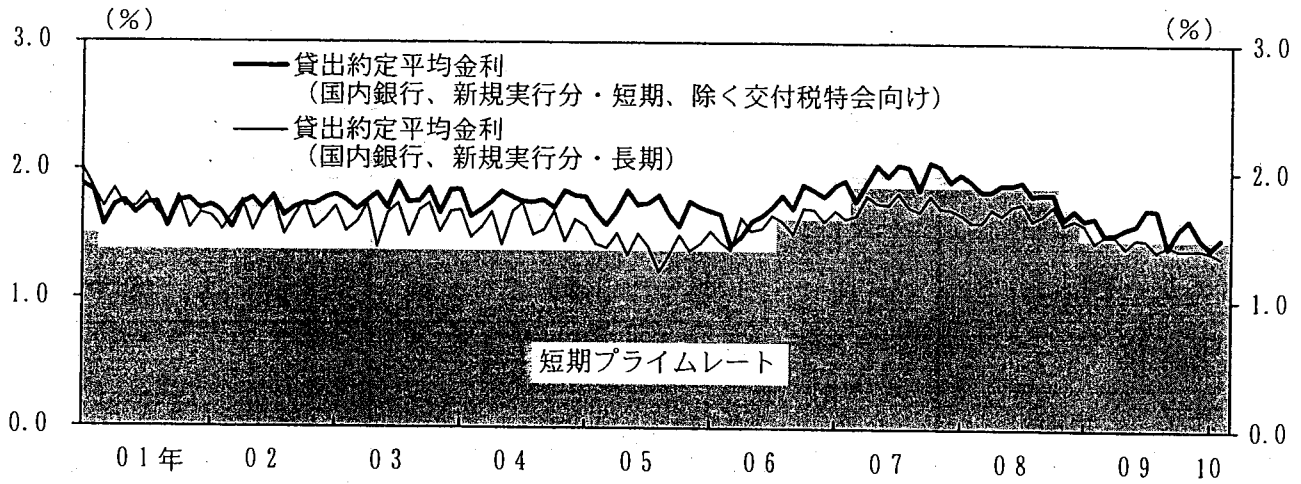
		09/ 4~6月	7~9	10~12	10/ 1~3	10/2月	3	4p
短期プライムレート(末値)		1.475	1.475	1.475	1.475	1.475	1.475	—
長期プライムレート(末値)		2.10	1.80	1.65	1.60	1.65	1.60	—
貸出約定平均金利								
新 規	短期	1.207	1.293	1.147	—	1.203	—	—
	除く交付税特会向け	1.561	1.615	1.566	—	1.489	—	—
	長期	1.469	1.437	1.406	—	1.346	—	—
	総合	1.335	1.373	1.277	—	1.284	—	—
	除く交付税特会向け	1.506	1.506	1.473	—	1.400	—	—
ス ト ック	短期	1.279	1.284	1.268	—	1.254	—	—
	長期	1.863	1.799	1.773	—	1.745	—	—
	総合	1.735	1.690	1.670	—	1.641	—	—
スプレッド貸出の スプレッド(都銀等)	短期	0.53	0.58	0.55	—	0.55	—	—
	長期	0.89	0.93	0.91	—	1.08	—	—
CP発行レート (3ヶ月物、A-1格)		—	—	0.19	0.16	0.15	0.16	0.17
スプレッド	A-1+格	-0.02	-0.01	-0.02	-0.01	-0.01	-0.01	-0.00
	A-1格	+0.18	+0.10	+0.03	+0.03	+0.03	+0.03	+0.04
	A-2格	+0.70	+0.45	+0.24	+0.28	+0.28	+0.29	+0.37
社債発行レート (AA格)		1.40	1.29	0.87	1.08	0.96	1.39	1.07
スプレッド	AAA格	+0.19	+0.14	+0.12	+0.11	—	+0.09	+0.09
	AA格	+0.37	+0.24	+0.16	+0.29	+0.15	+0.47	+0.17
	A格	+0.77	+0.59	+0.69	+0.68	+0.78	+0.63	+0.54

- (注) 1. 短プラ、長プラの直近(4/26日)の値は、短プラは1.475%、長プラは1.65%。  
 2. CP発行レートの対象やスプレッドの定義は図表5を参照。  
 3. 社債発行レートは、発行利率の全タームの単純平均値。起債日ベース。対象やスプレッドの定義は図表6を参照。  
 4. 10/4月は、CPが第4週まで(3月29日~4月23日)、社債が21日までの値。

# 貸出金利

対外非公表

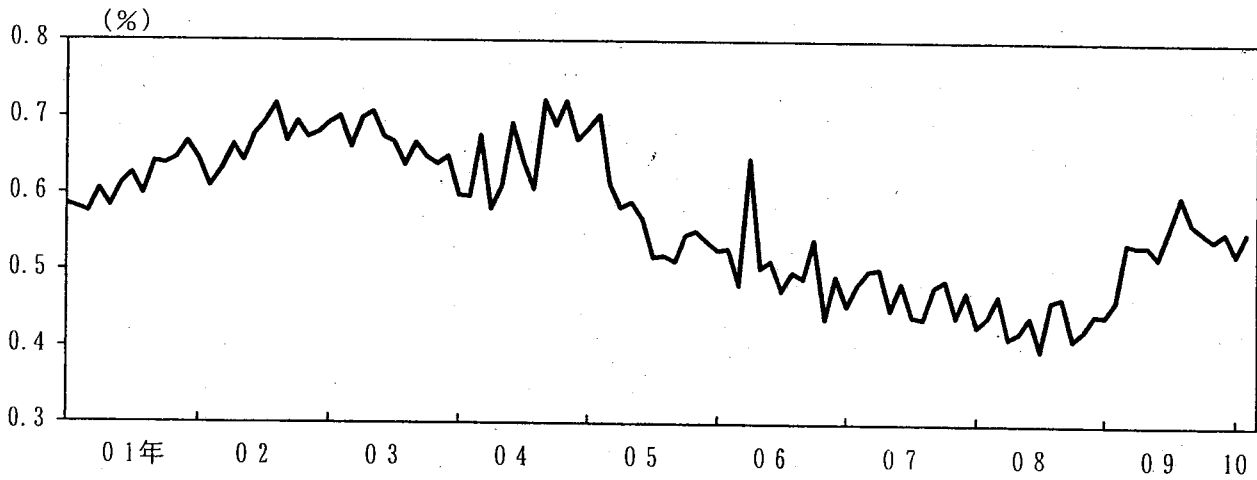
## (1) 貸出金利



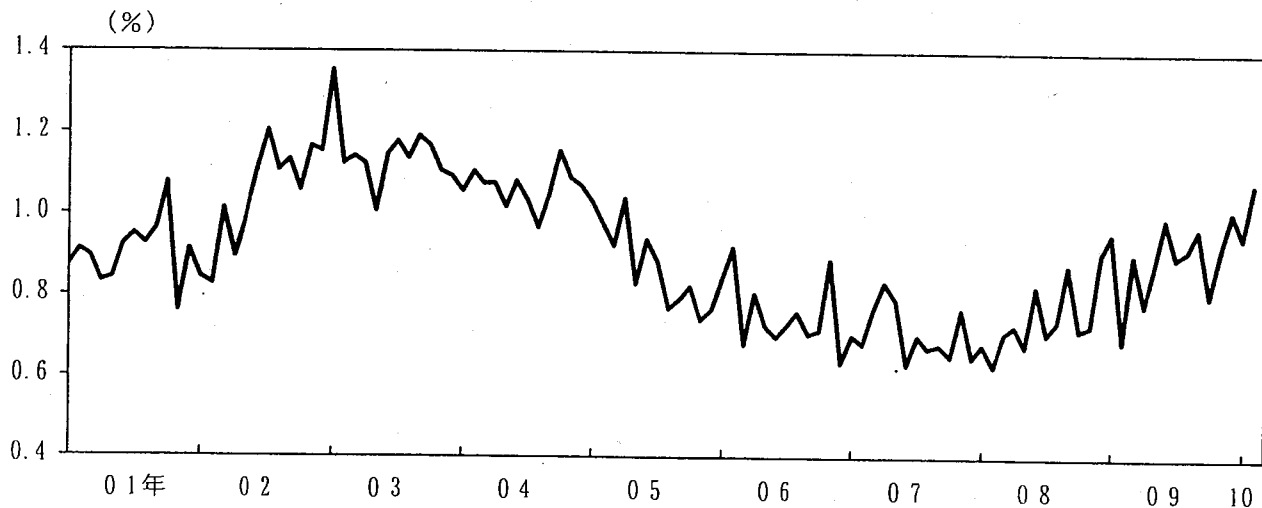
(注) 短期プライムレートは月末時点。

## (2) スプレッド貸出のスプレッド

<短期>



<長期>

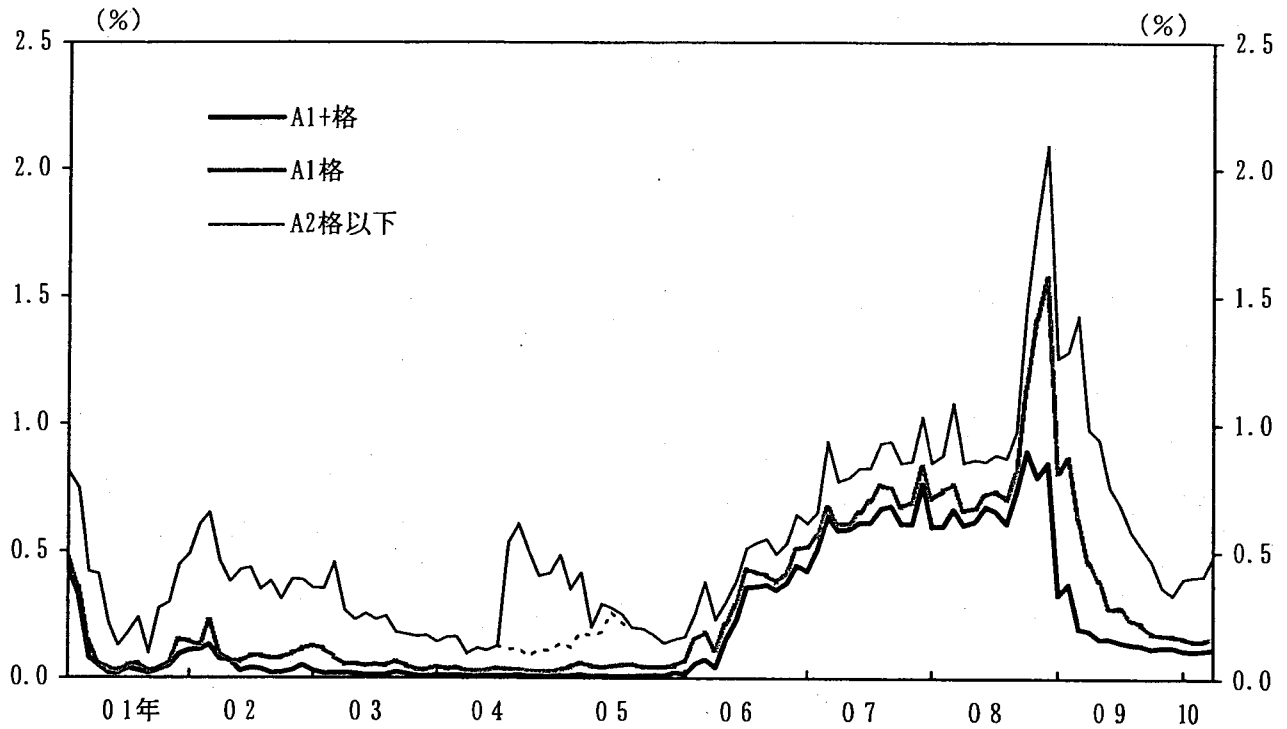


(注) 計数は都銀等ベース。

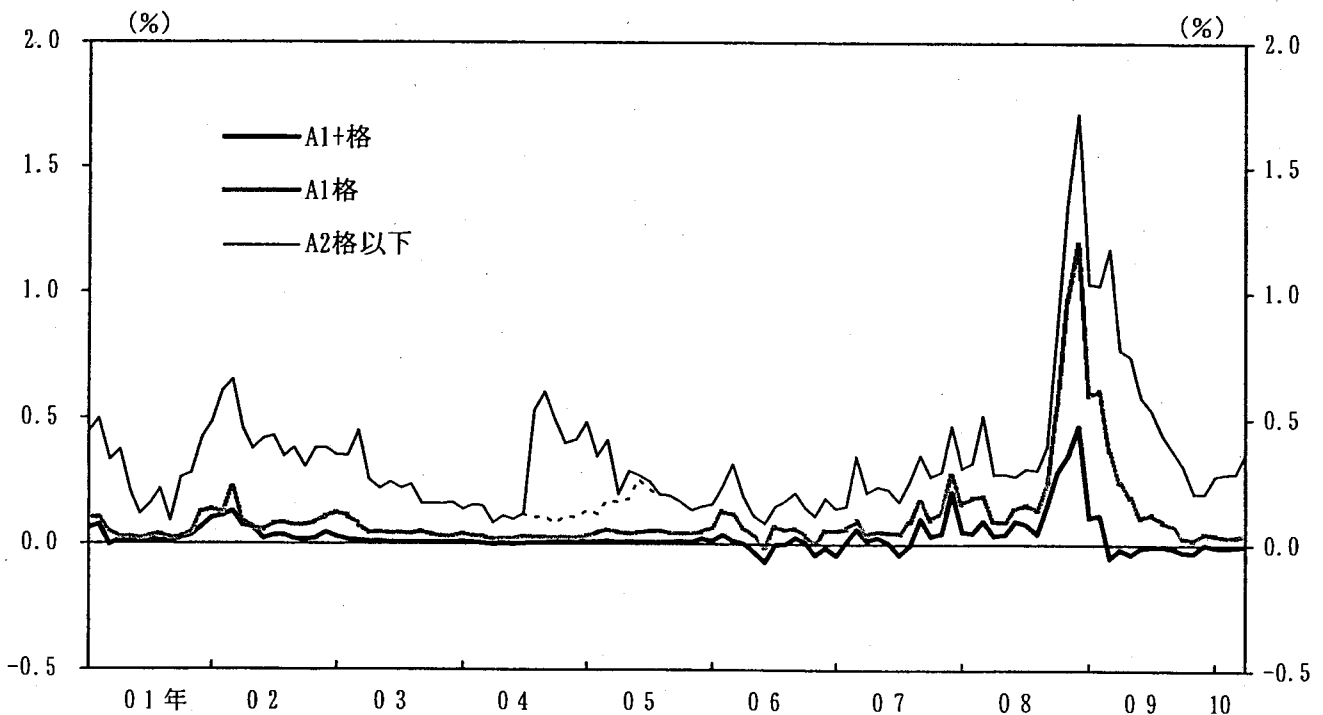
## C P 発行金利

対外非公表

## (1) C P 発行金利



## (2) C P 発行スプレッド

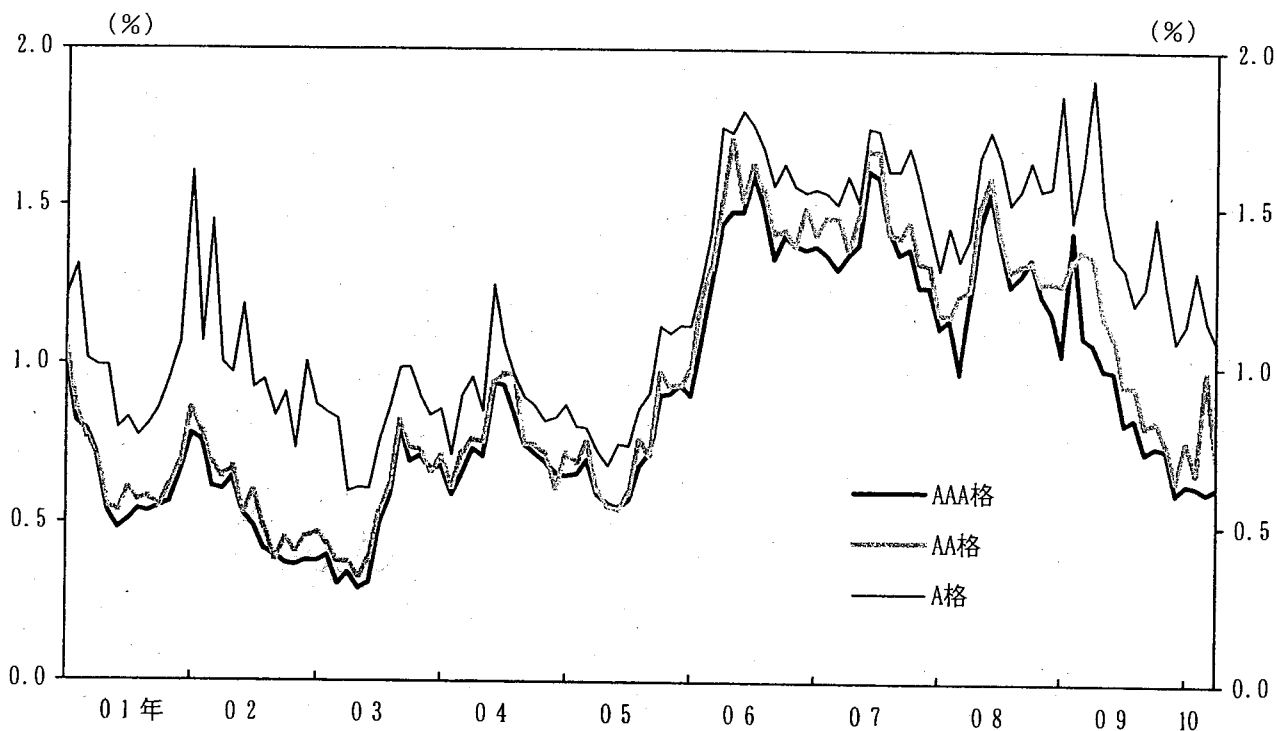


- (注) 1. 発行金利は、証券保管振替機構が公表しているターム別の月中平均レートの単純平均。発行スプレッドは、発行金利と短期3か月物利回りとの格差。銀行・証券会社等発行分、および ABCPは含まない。なお、09/9月以前は日本銀行のオペ先ベース。  
 2. 09/9月以前はA2格未満は含まれない。  
 3. A2格の点線(04/8~05/8月)は、スプレッドの厚い商社を除いたベース。  
 4. 10/4月は第4週まで(3月29日~4月23日)の平均値。

# 社債発行金利

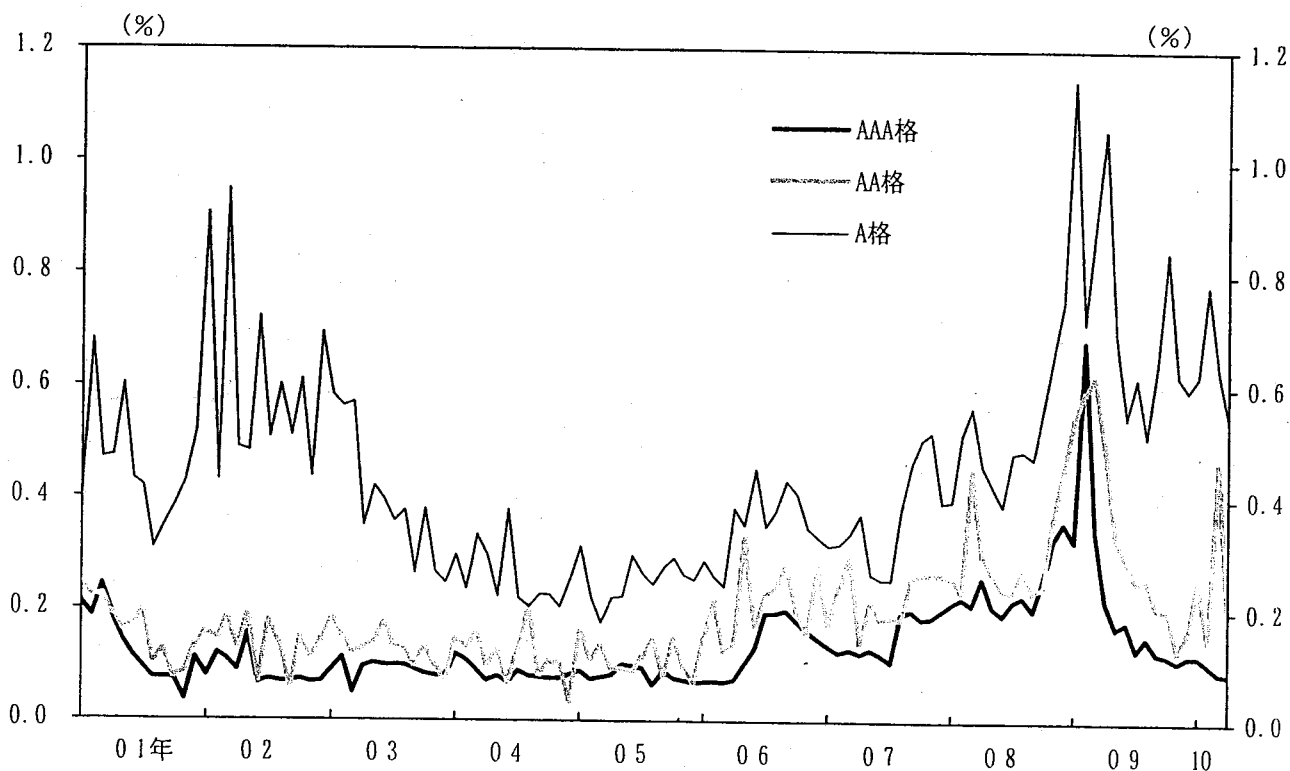
対外非公表

## (1) 社債発行金利



- (注) 1. 「社債発行スプレッド+5年物国債金利」として計算した試算値。
- 2. 社債発行スプレッドは、社債発行金利と同年限の国債流通利回りの格差。全年限の単純平均値であり、5年物以外のスプレッドも含む。対象は国内公募社債で、銀行や証券会社、発行金利が相対的に高いノンバンクの発行分、劣後債等は除いている。01年は払込日、02年以降は起債日ベース。発行が無い月は前後の月の値で線形補間。以上の点は下の(2)も同じ。
- 3. 10/4月は21日までの値。(2)も同じ。

## (2) 社債発行スプレッド



## 民間部門の資金調達

民間部門総資金調達の  
計数は対外非公表

## ＜民間部門総資金調達の内訳＞

— 平残前年比%、前年比寄与度%ポイント；残高、兆円

	2009年	09/ 7~9月	10~12	10/ 1~3	10/1月	2	3	2009年 平残
民間部門総資金調達	0.6	0.5	-0.6	-2.2	-1.9	-2.1	-2.5	625
寄 与 度	銀行・信金・外銀計	1.5	1.3	-0.1	-1.4	-1.4	-1.5	451
	生保	-0.2	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	29
	政府系	-0.6	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.3	60
	旧3公庫	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	26
	住宅機構	-0.7	-0.7	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8	34
	直接市場調達	-0.1	-0.1	0.2	-0.1	0.1	-0.1	86
	C P	-0.5	-0.7	-0.6	-0.8	-0.6	-0.8	15
	社債	0.4	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	71

(注) 計数の定義は図表8(1)、10(1)を参照。旧3公庫は、政投銀と日本公庫(国民生活事業、中小企業事業)の合計。

## ＜民間銀行貸出残高、C P・社債の発行残高＞

— 前年比%([ ]内のみ調整前)；残高、兆円

	2009年	09/ 7~9月	10~12	10/ 1~3	10/1月	2	3	2009年 平残
銀行計(平残、調整後)	2.8	2.4	0.5	-1.5	-1.4	-1.3	-1.7	404
	[2.2]	[1.9]	[0.1]	[-1.8]	[-1.7]	[-1.6]	[-2.0]	—
都銀等	2.0	1.6	-0.9	-3.4	-3.3	-3.2	-3.6	211
地銀・地銀Ⅱ計	3.6	3.4	2.1	0.6	0.8	0.8	0.3	193
地銀	4.1	3.8	2.3	0.6	0.7	0.7	0.5	151
地銀Ⅱ	2.1	2.0	1.5	0.6	1.0	1.1	-0.4	43
C P・社債計(末残)	1.3	-1.6	1.3	-2.1	0.2	-1.6	-2.1	—
C P	-20.1	-31.0	-20.1	-34.2	-25.9	-30.3	-34.2	—
社債	6.8	6.4	6.8	5.6	7.1	6.1	5.6	—

(注) 計数の定義は図表8(2)、10(1)を参照。

## ＜国内公募社債、転換社債、株式の発行額＞

— 1か月当り、億円

	2009年	09/ 7~9月	10~12	10/ 1~3	10/1月	2	3	2009年 平残
国内公募社債計	6,514	5,813	5,720	4,400	5,720	3,450	4,030	—
うちBBB格	227	433	190	340	420	100	500	—
(シェア)	(3.5)	(7.5)	(3.3)	(7.7)	(7.3)	(2.9)	(12.4)	—
転換社債発行額	416	105	1,376	350	6	350	695	—
株式調達額	2,585	2,394	4,541	1,408	2,651	125	1,449	—

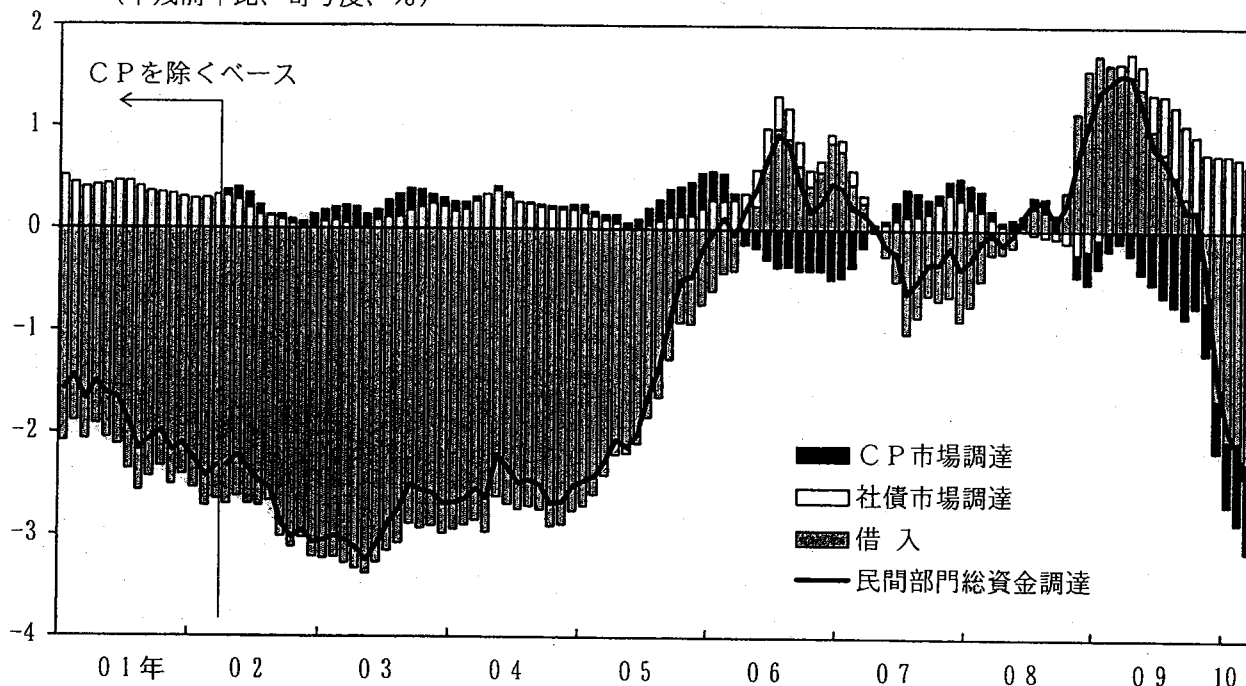
(注) 社債の計数の定義は図表10(2)を参照。

# 民間部門総資金調達

## (1) 民間部門総資金調達の推移

(平残前年比、寄与度、%)

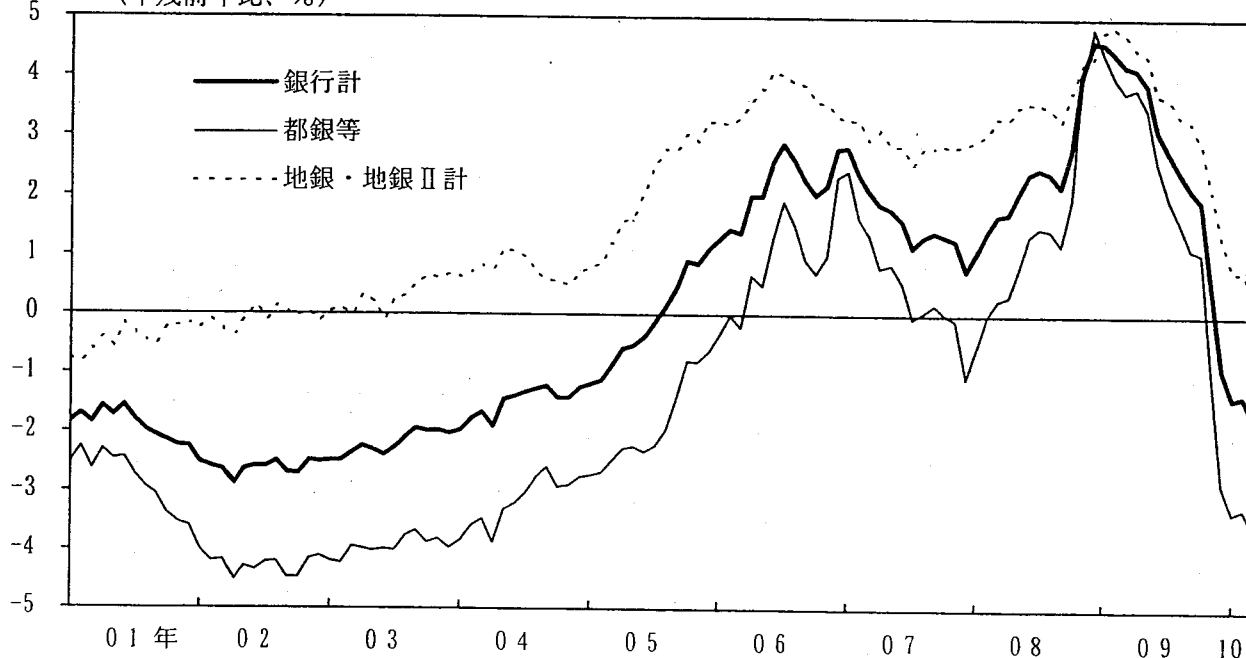
民間部門総資金調達は対外非公表



- (注) 1. 特殊要因調整後。貸出の実勢をみるため、①貸出債権の流動化による変動分、②為替相場変動による外貨建貸出の円換算額の変動分、③貸出債権の償却による変動分、④旧国鉄清算事業団向け貸出の一般会計への承継分、および⑤旧住宅金融債権管理機構向け貸出の整理回収機構への承継分を調整したもの。あくまでも種々の前提に基づく試算であり、幅を持つてみる必要がある。
2. 借入のうち、銀行・信金・外銀計は、都銀等、地銀、地銀Ⅱ、信金、外銀の合計。ただし、①銀行の地公体向け分、および②外銀の中央政府・金融機関向け分(08/5月以降)を除いている。
3. 当月の計数を把握できない場合には、前年比伸び率を前月から横ばいとするなどの推計値。
4. CP、社債残高の定義は図表10(1)を参照。
5. 生保、政府系、直接市場調達は、前当月末の平均を平残としている。

## (2) 民間銀行貸出の動向

(平残前年比、%)



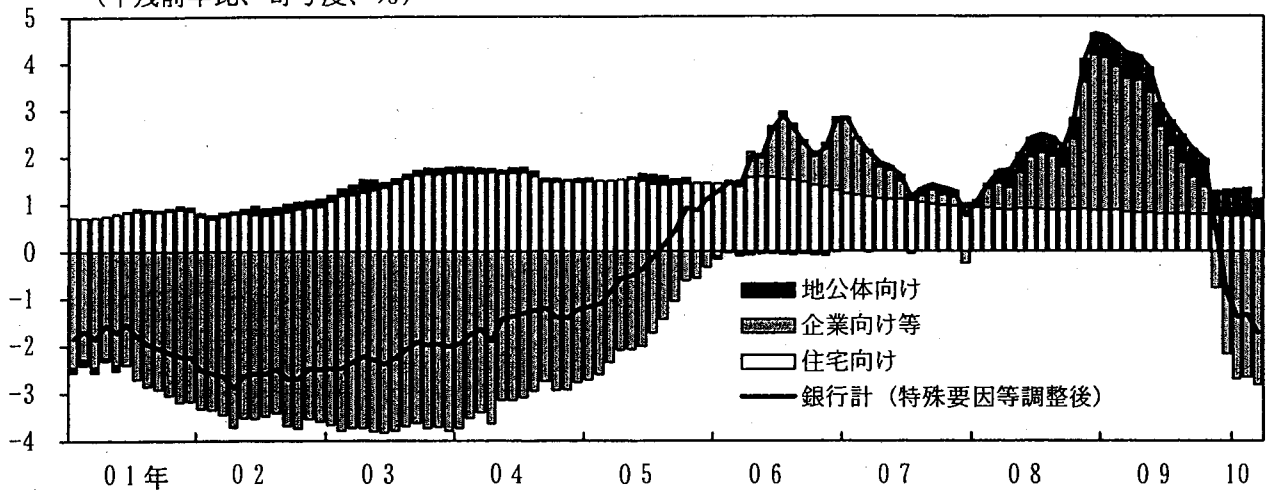
(注) 特殊要因調整後、総貸出ベース。銀行計は都銀等、地銀、地銀Ⅱの合計。

# 民間銀行貸出の内訳

## (1) 借入主体別

(平残前年比、寄与度、%)

借入主体別の計数は  
対外非公表

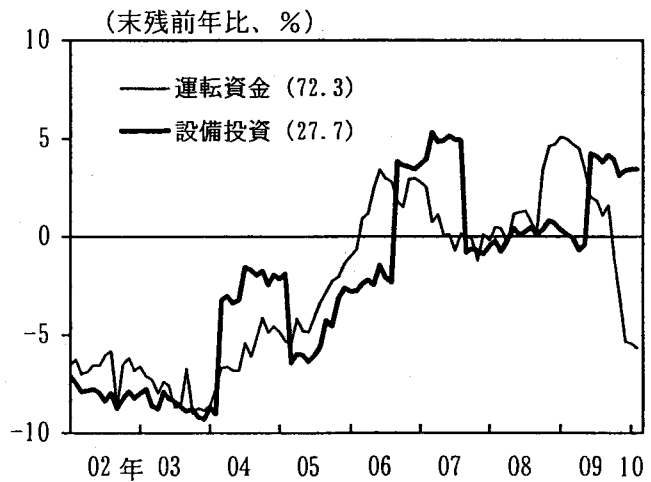
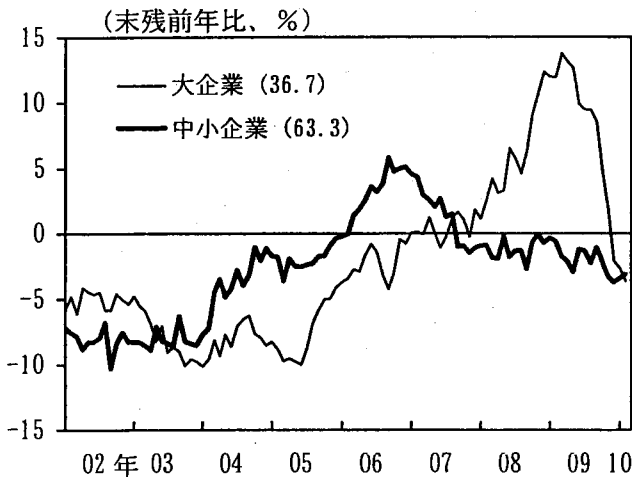


(注) 計数は都銀等、地銀、地銀Ⅱの合計。住宅ローン以外の個人向けは企業向け等に含まれる。  
10/3月は速報値。

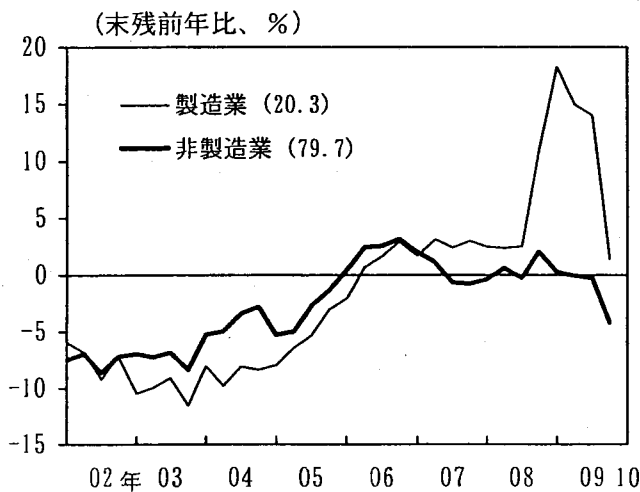
## (2) 企業向け貸出の内訳

<企業規模別、月次>

<資金用途別、月次>



<業種別、四半期>



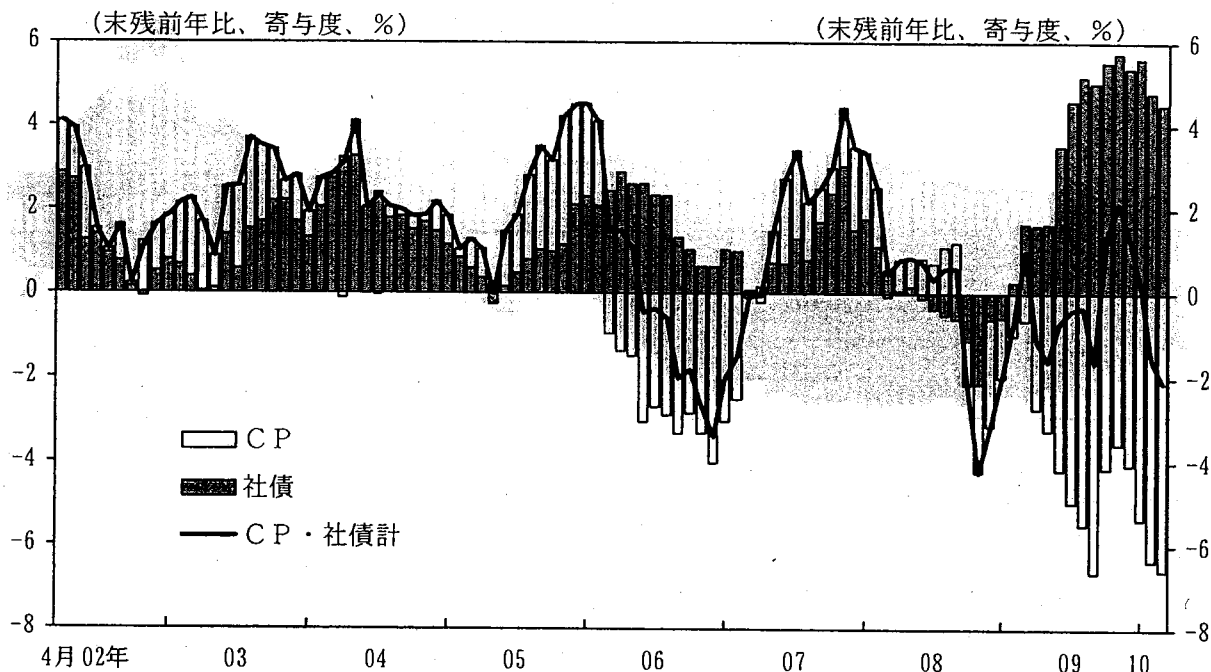
(注) 1. 計数は国内銀行ベース、特殊要因調整前。

2. ( )内は企業向け貸出残高に占めるウェイト。企業規模別・資金用途別は10/2月、業種別は09/4Qの値。



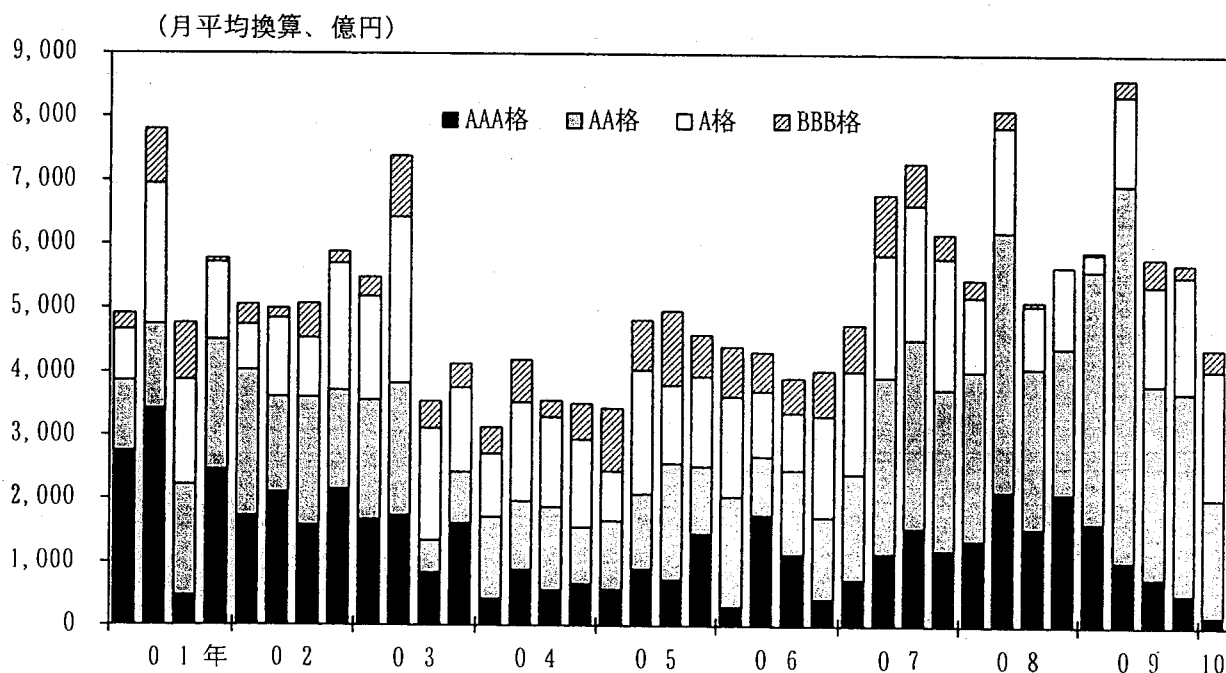
### CP・社債発行残高

#### (1) CP・社債発行残高



- (注) 1. CPは短期社債（電子CP）の残高。銀行、証券会社および外国法人等による発行分を含まず、ABCPを含む。なお、08/3月以前は、日本銀行と当座勘定取引のある銀行・証券会社の引受によるものの残高。  
 2. 社債は、国内外で発行された普通社債（私募債を含む）の残高。銀行発行分を含む。国内発行分は、振替債の残高。ただし、08/4月以前については、振替債以外も含む残高合計値を段差修正して接続。

#### (2) 社債発行額



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

## 企業金融関連指標

## ＜金融機関からみた資金需要＞

		— %ポイント					— %ポイント		
		09/ 4～6月	7～9	10～12	10/ 1～3	4～6	10/1月	2	3
資金需要D. I. (主要銀行貸出動向アンケート調査)									
企業向け		13	-14	-14	-17	-10			
大企業向け	(「増加」+ 0.5×「やや増加」 -「減少」+ 0.5×「やや減少」)	14	-10	-10	-13	-15			
中小企業向け		8	-15	-10	-12	-5			
個人向け		-4	-14	-15	-11	0			

(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					— %ポイント		
		09/ 4～6月	7～9	10～12	10/ 1～3	4～6	10/1月	2	3
貸出態度判断D. I.									
全国短観(全産業)		-11	-9	-7	-4	—			
大企業	「緩い」-「厳しい」	-9	-4	-1	2	—			
中小企業		-13	-12	-11	-8	—			
中小企業(日本公庫)	「緩和」-「厳しい」	3.9	7.4	9.1	11.6	—			
小企業(日本公庫)	「(前期比)容易」 -「(前期比)困難」	-23.7	-21.4	-21.6	-19.4	—			

## 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」)	-1	5	6	5	5			
中小企業向け		22	22	20	21	21			

(注) 中小企業(日本公庫)の四半期計数は、月次計数の平均。

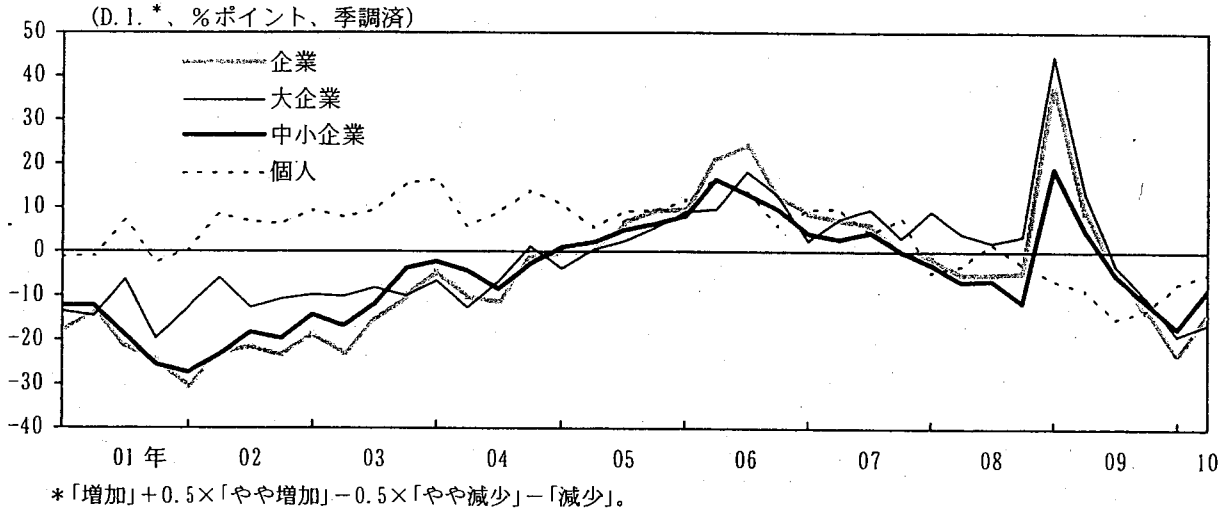
## ＜資金繰りD. I.＞

		— %ポイント					— %ポイント		
		09/ 4～6月	7～9	10～12	10/ 1～3	4～6	10/1月	2	3
全国短観(全産業)		-12	-9	-8	-5	—			
大企業	「楽である」 -「苦しい」	1	6	6	9	—			
中小企業		-20	-18	-16	-14	—			
中小企業(日本公庫)	「余裕」-「窮乏」	-16.2	-14.9	-10.3	-6.8	—			
中小企業(商工中金)	「(前月比)好転」 -「(前月比)悪化」	-14.3	-9.2	-7.8	-6.8	—	-6.8	-8.5	-5.1
小企業(日本公庫)	「(前期比)好転」 -「(前期比)悪化」	-36.7	-36.8	-39.1	-36.0	—			

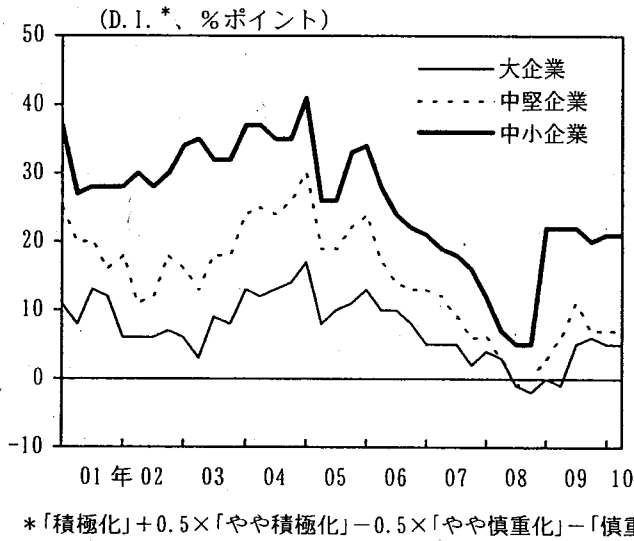
(注) 中小企業(日本公庫)・中小企業(商工中金)の四半期計数は、月次計数の平均。

# 金融機関からみた資金需要・貸出運営スタンス

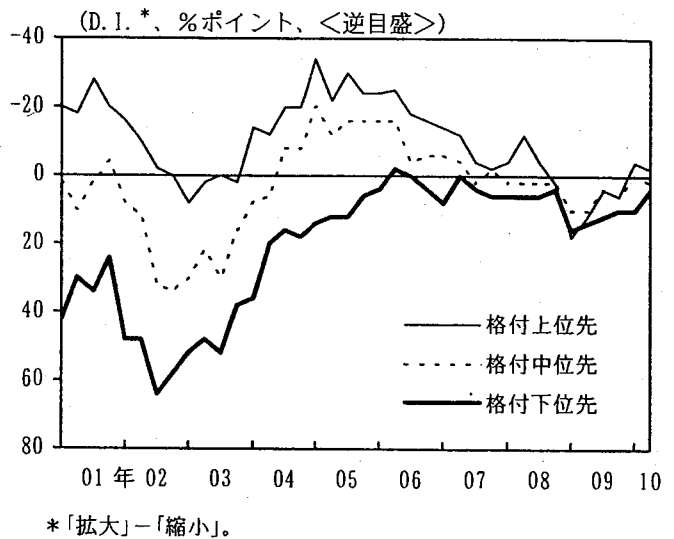
## (1) 資金需要



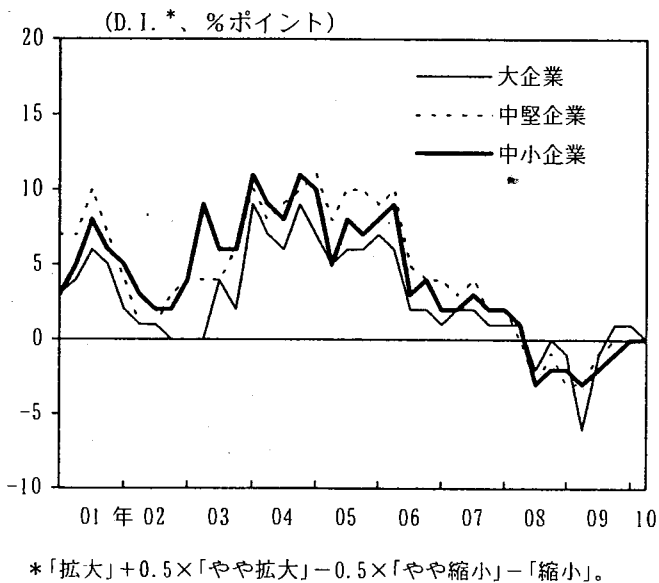
## (2) 貸出運営スタンス



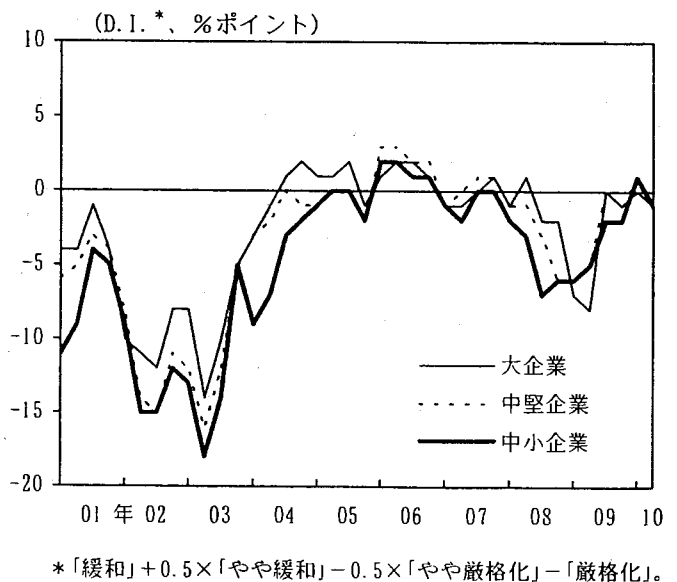
## (3) 利鞘設定



## (4) 信用枠



## (5) 信用リスク評価



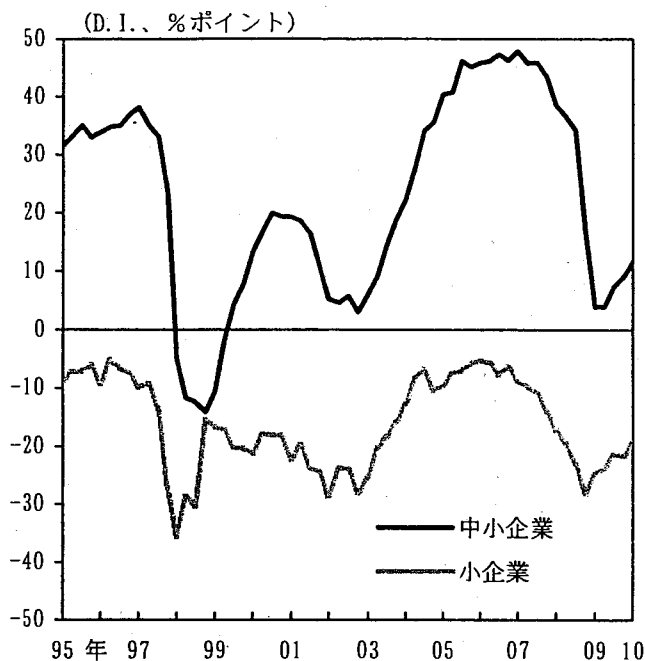
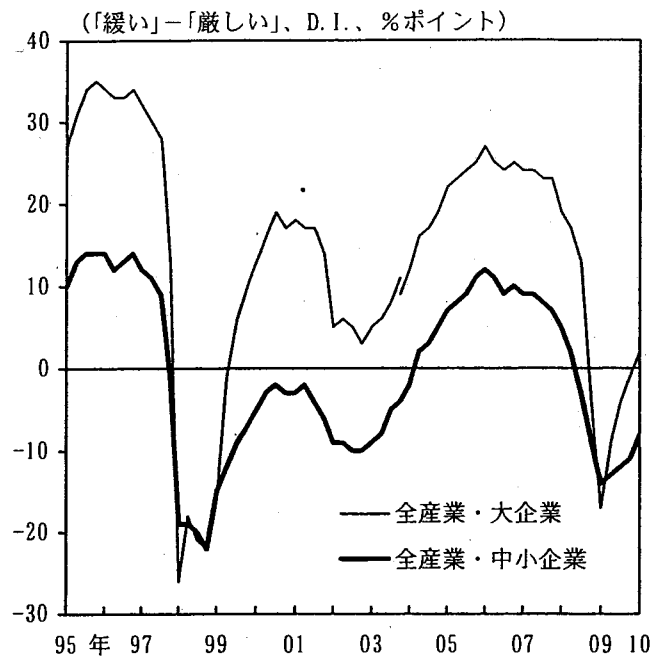
(注) 計数は主要銀行貸出動向アンケートによる(当該四半期の最初の月に、前の四半期の状態について質問したもの)。

# 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>

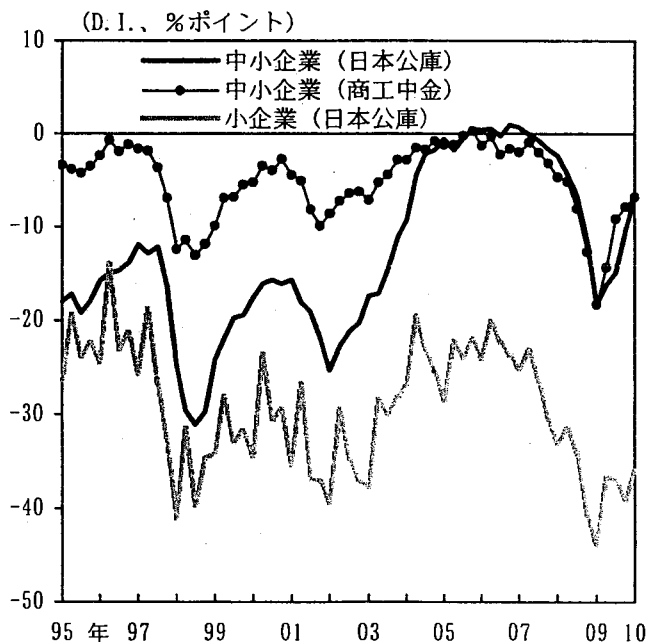
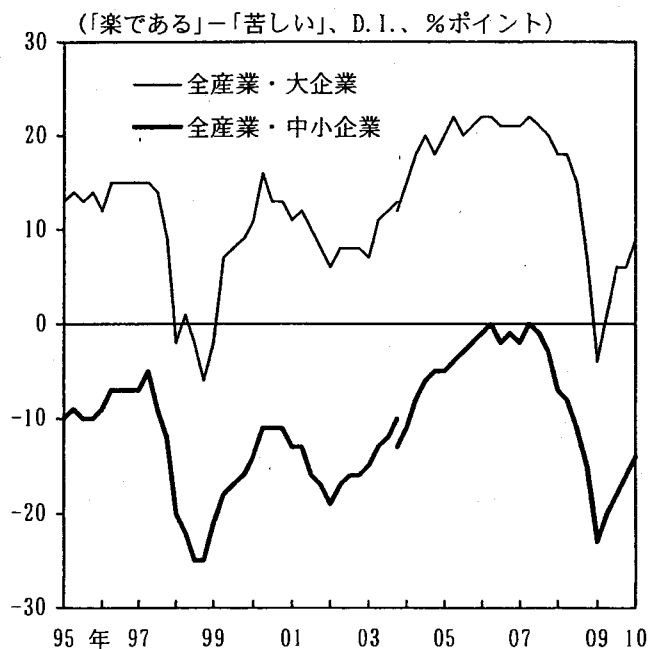
<日本公庫>



## (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8割強が従業員9人以下の企業。商工中金は出資団体に属する企業(規模は日本公庫の中小企業と概ね同じ)。  
 4. 計数は、日本公庫の中小企業が「中小企業景況調査」、小企業が「全国中小企業動向調査結果(小企業編)」、商工中金は「中小企業月次景況観測」による。なお、日本公庫の中小企業、商工中金の計数は四半期平均値。

## 企業倒産関連指標

## 〈倒産件数・負債総額〉

— 件・億円/月、( )内は前年比、%

	2009年	09/ 7~9月	10~12	10/ 1~3	10/1月	2	3
倒産件数	1,290 (-1.1)	1,261 (-6.2)	1,176 (-13.2)	1,156 (-17.7)	1,063 (-21.8)	1,090 (-17.3)	1,314 (-14.5)
〈季調値〉	—	1,270	1,170	1,151	1,104	1,142	1,206
負債総額	5,775 (-43.6)	3,213 (-86.0)	4,269 (-42.2)	11,177 (6.6)	26,032 (210.3)	4,388 (-64.3)	3,109 (-71.2)
1件あたり負債額	4.5	2.5	3.6	9.7	24.5	4.0	2.4

## 〈資本金別内訳〉

— 件/月、( )内は前年比、%

	2009年	09/ 7~9月	10~12	10/ 1~3	10/1月	2	3
1億円以上	29 (-10.0)	21 (-50.8)	23 (-29.9)	22 (-49.2)	24 (-38.5)	20 (-54.5)	23 (-53.1)
1千万円~1億円未満	645 (-5.0)	594 (-16.1)	556 (-23.0)	529 (-28.9)	511 (-28.9)	484 (-30.5)	593 (-27.4)
1千万円未満	412 (0.6)	419 (1.2)	401 (-6.1)	397 (-5.2)	357 (-14.6)	385 (-2.3)	450 (1.1)
個人企業	203 (11.4)	227 (25.9)	197 (12.6)	207 (4.4)	171 (-7.1)	201 (9.2)	248 (9.7)

## 〈業種別内訳〉

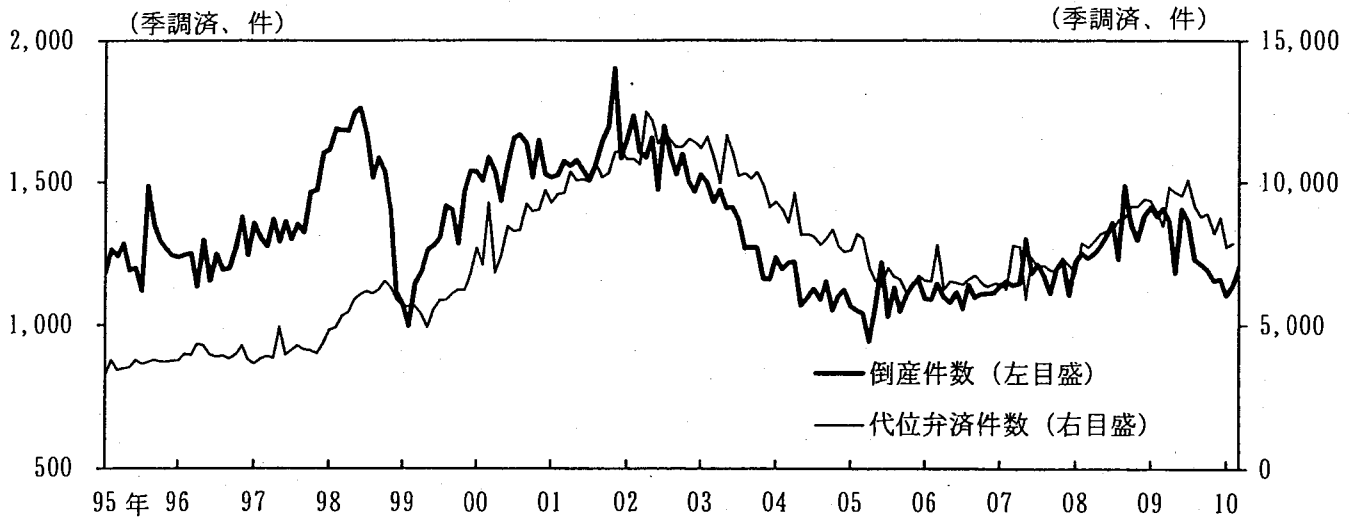
— 件/月、( )内は前年比、%

	2009年	09/ 7~9月	10~12	10/ 1~3	10/1月	2	3
建設業	341 (-8.5)	349 (-14.7)	313 (-16.0)	293 (-17.7)	266 (-26.3)	273 (-22.2)	341 (-4.5)
製造業	218 (11.9)	198 (1.4)	190 (-10.9)	180 (-28.8)	161 (-30.9)	169 (-30.7)	211 (-25.4)
卸売・小売業	324 (-4.5)	306 (-8.0)	299 (-15.5)	275 (-25.9)	250 (-28.8)	255 (-25.9)	319 (-23.5)
金融・保険・不動産業	57 (0.9)	49 (-15.5)	47 (-20.8)	45 (-36.2)	53 (-32.9)	42 (-27.6)	39 (-46.6)
運輸業	48 (-7.9)	47 (-12.3)	42 (-30.0)	41 (-20.3)	39 (-11.4)	29 (-39.6)	54 (-11.5)
サービス業	247 (4.5)	251 (5.0)	230 (-5.5)	261 (5.1)	241 (-2.0)	254 (13.9)	289 (4.3)

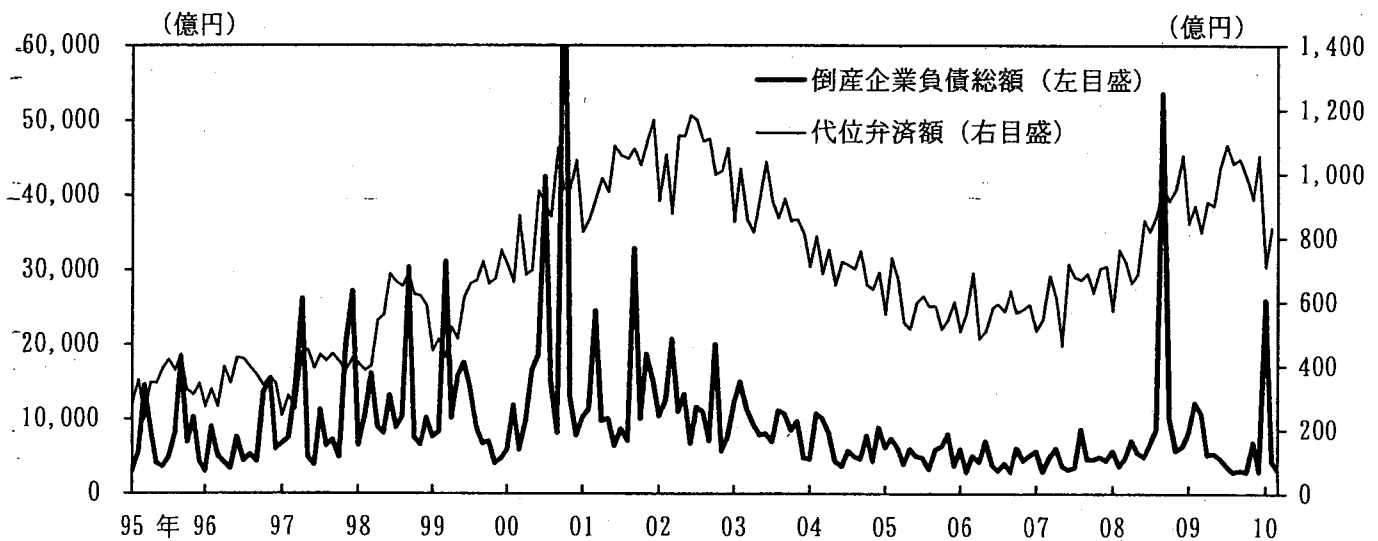
(注) 東京商工リサーチ調べ。

# 企業倒産と信用保証

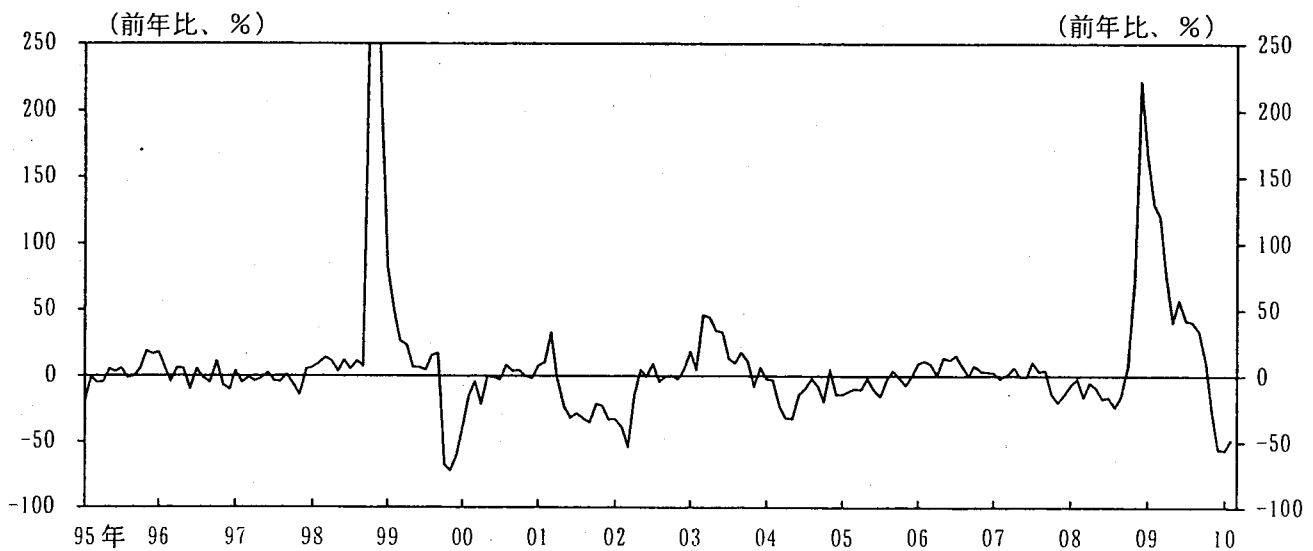
## (1) 倒産件数と代位弁済件数



## (2) 倒産企業負債総額と代位弁済額



## (3) 保証承諾実行額



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

## マネー関連指標

## &lt;マネタリーベース&gt;

— 平残前年比、%；残高、兆円

	2009年	09/ 7~9月	10~12	10/ 1~3	10/1月	2	3	2009年 平残
マネタリーベース (平残、兆円)	5.8	5.6	4.4	3.1	4.9	2.2	2.1	94
	—	(93.0)	(94.1)	(96.7)	(98.1)	(95.7)	(96.5)	—
日本銀行券発行高	0.5	0.7	-0.2	0.1	-0.2	0.1	0.4	76
貨幣流通高	-0.2	-0.2	-0.4	-0.7	-0.7	-0.7	-0.6	5
日銀当座預金	58.2	54.4	47.1	22.7	43.4	15.3	13.0	13
(参考)金融機関保有現金	-1.3	-1.2	-6.0	-6.4	-6.2	-6.6	-6.4	8

## &lt;マネーストック&gt;

— 平残前年比、%；残高、兆円

	2009年	09/ 7~9月	10~12	10/ 1~3	10/1月	2	3	2009年 平残
M2	2.7	2.8	3.3	2.8	3.0	2.7	2.6	754
M3	1.8	2.0	2.4	2.1	2.2	2.0	2.0	1,053
M1	0.5	0.8	1.1	1.0	1.2	0.9	1.0	483
現金通貨	0.7	0.9	0.5	0.8	0.5	0.8	1.1	73
預金通貨	0.5	0.7	1.3	1.1	1.3	0.9	1.0	410
準通貨	2.8	3.1	3.0	2.5	2.7	2.6	2.3	546
CD	4.6	3.5	12.6	12.6	11.6	11.4	14.9	24
広義流動性	0.2	0.3	1.1	1.0	1.1	1.0	1.0	1,432

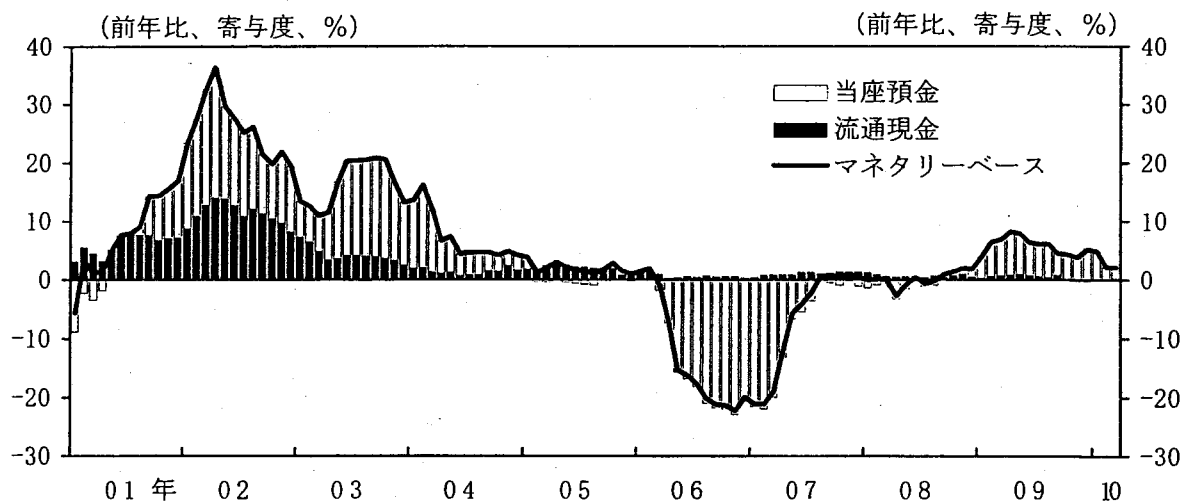
## &lt;主要金融商品の内訳（広義流動性ベース）&gt;

— 平残前年比、%；残高、兆円

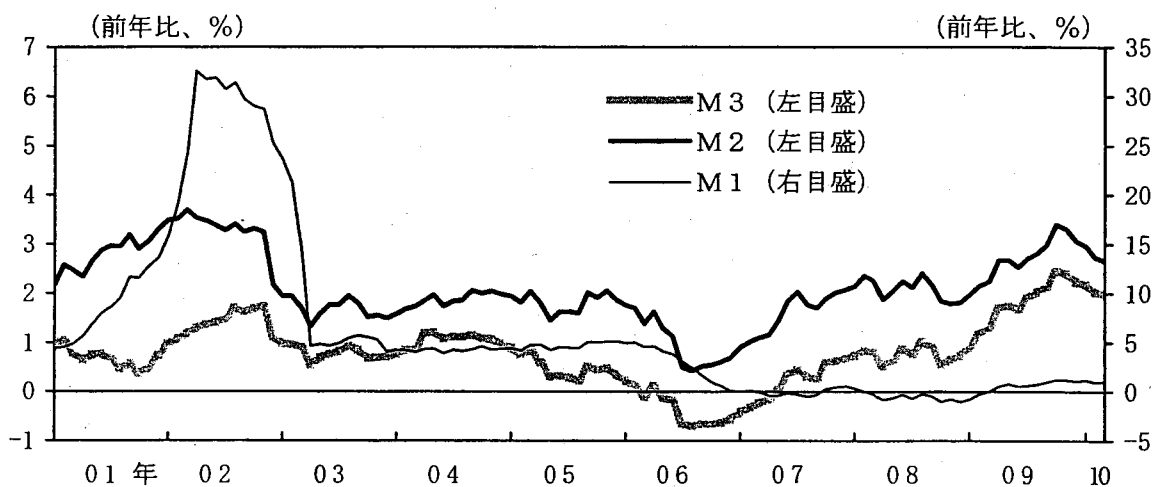
	2009年	09/ 7~9月	10~12	10/ 1~3	10/1月	2	3	2009年 平残
金銭の信託	-4.5	-3.9	-4.3	-4.2	-4.5	-4.2	-3.8	174
投資信託	4.8	4.6	4.7	4.5	4.0	4.4	5.1	76
金融債	-8.2	-7.3	-8.3	-7.9	-7.2	-7.5	-8.8	7
国債	-6.1	-6.4	-2.7	-3.1	-4.3	-3.4	-1.6	72
外債	-10.0	-12.8	-3.1	-0.6	2.4	-0.8	-3.2	47

# マネーストック

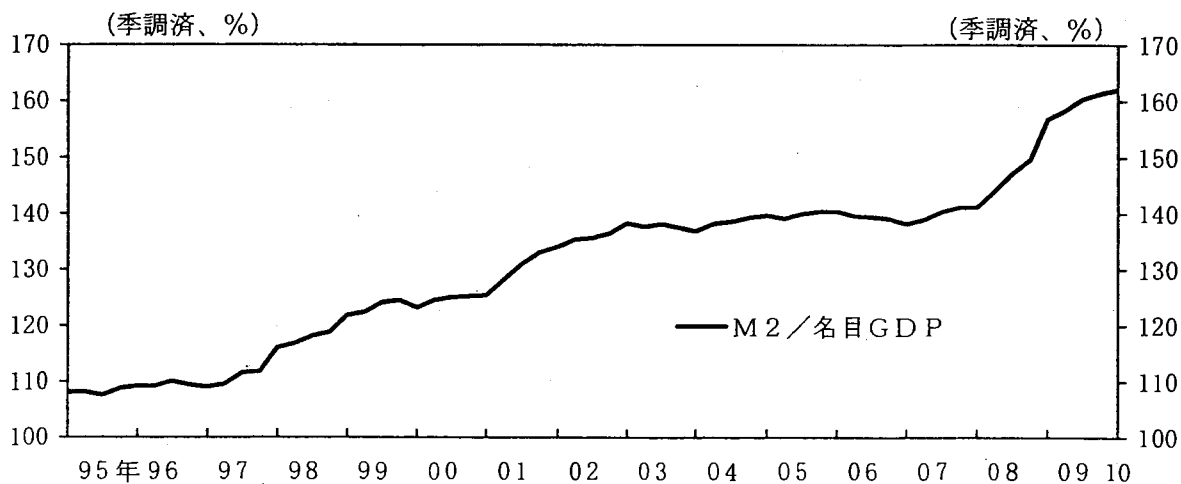
## (1) マネタリーベース



## (2) マネーストック



## (3) マーシャルのk (=M2/名目GDP)



- (注) 1. マネタリーベース=流通現金(銀行券および貨幣とともに金融機関保有分を含む)+日銀当座預金。  
2. (2)の04/3月以前、(3)の03/3月以前のM1、M2、M3は、マネーサプライ統計の「M1」、「M2+CD」、「M3+CD-金銭信託」による。  
3. 10/1Qの名目GDPは、09/4Qから横這いと仮定。



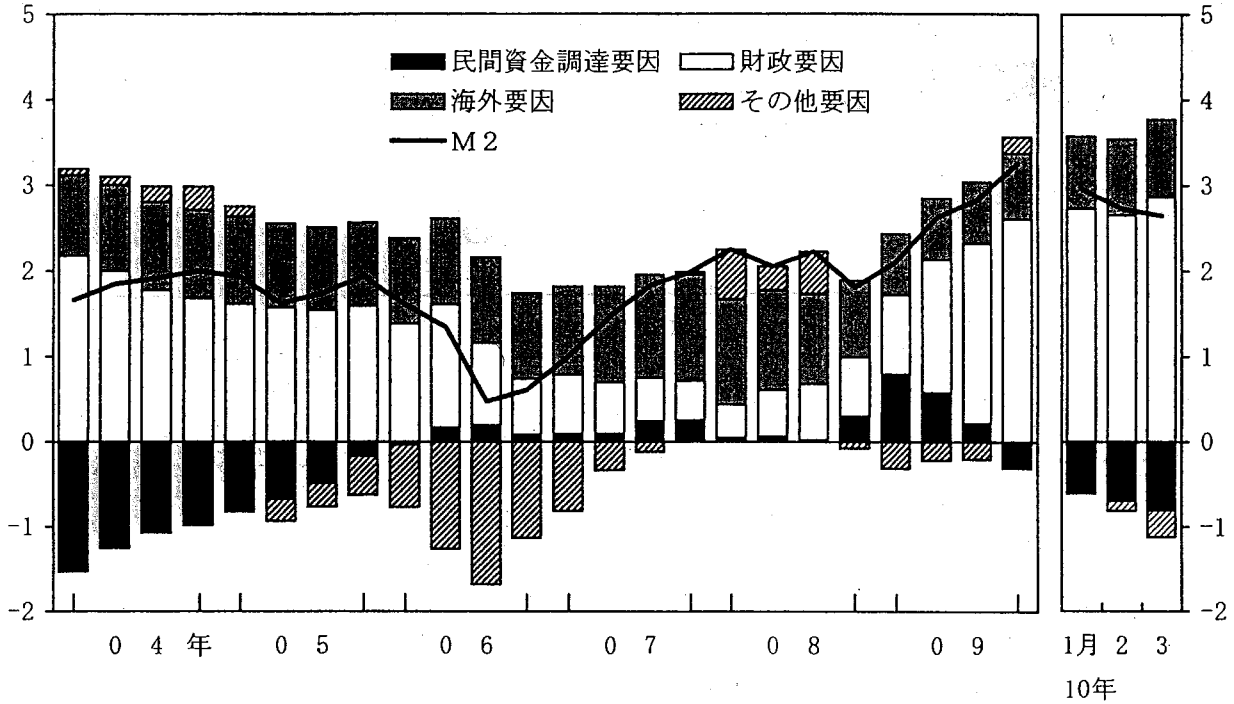
### M2のバランスシート分解

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

#### (1) M2の要因分解

(前年比、寄与度、%)

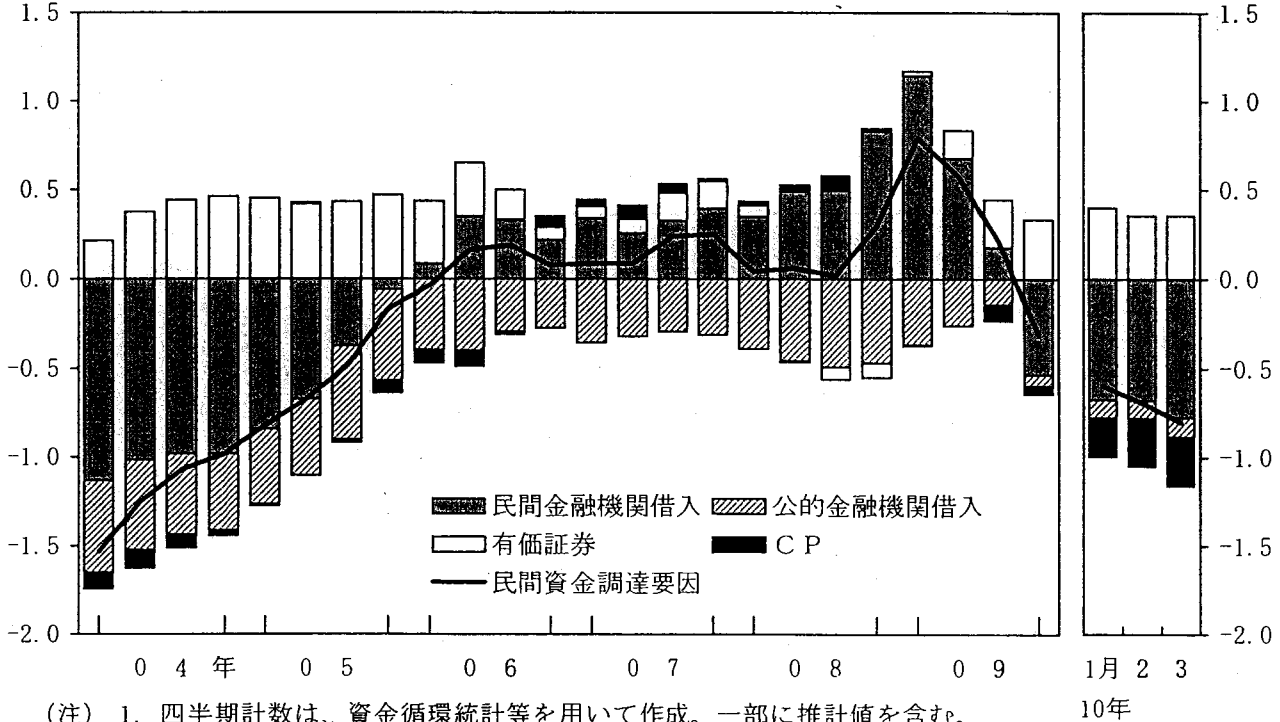
(前年比、寄与度、%)



#### (2) 民間資金調達要因の内訳

(前年比、寄与度、%)

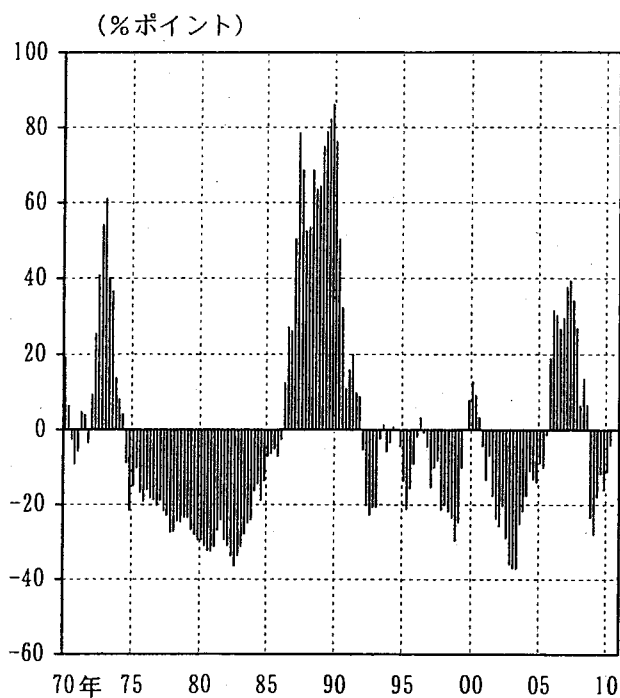
(前年比、寄与度、%)



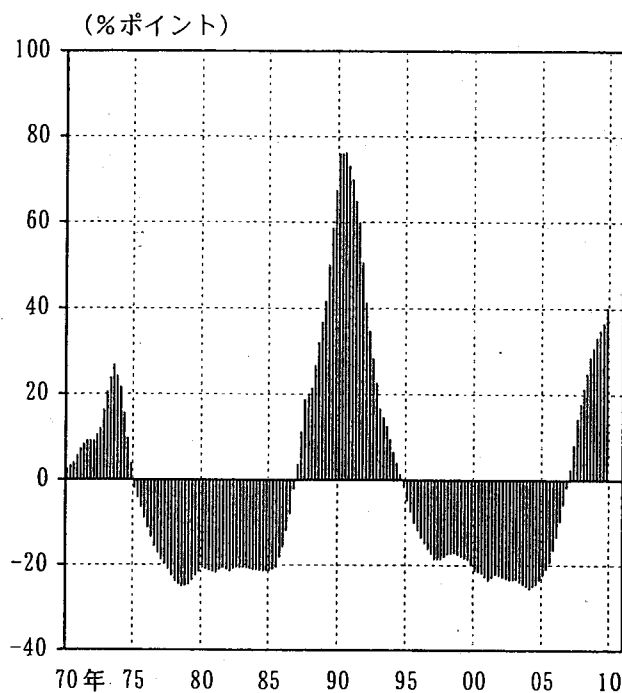
- (注) 1. 四半期計数は、資金循環統計等を用いて作成。一部に推計値を含む。  
 2. 月次計数は、財政資金対民間収支、国際収支統計等から推計。一部に暫定値を含む。  
 3. (1)の「その他」は、金融資産間の資金シフト要因と残差。

### ファイナンシャル・インバランス指標

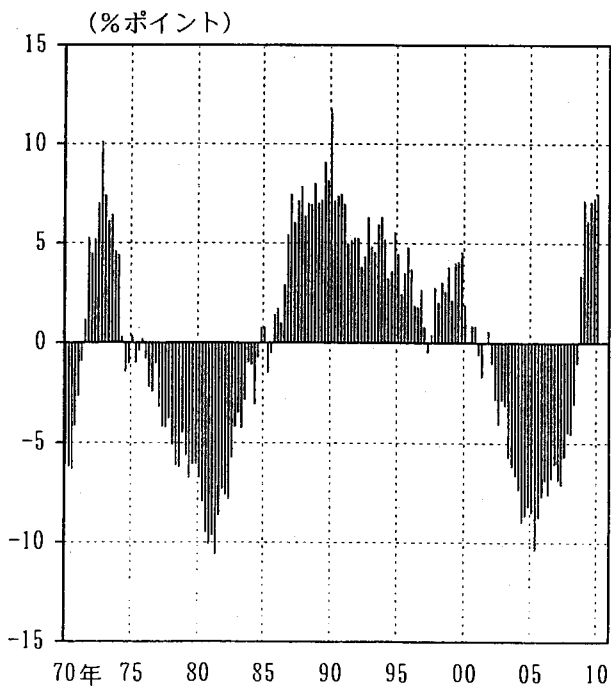
(1) 株価ギャップ



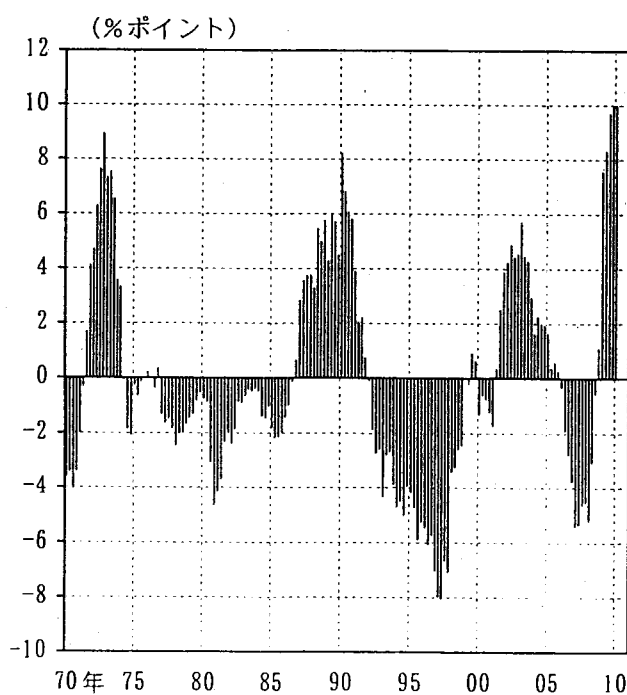
(2) 地価ギャップ



(3) 貸出ギャップ



(4) マネー・ギャップ



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

2010年4月30日

日 本 銀 行

## 経済・物価情勢の展望（2010年4月）

【基本的見解】<sup>1</sup>

わが国も含めた世界経済は、金融危機に起因する急激な落ち込みから脱出し、昨年後半以降は回復基調を辿っている。もっとも、世界経済は、危機以前の状態に戻る過程にあるわけではない。この間、世界経済の構造に大きな変化が生じていることや、よりバランスの取れた持続的成長に向けて各国が新たな課題に直面していることも、明らかになってきている。すなわち、新興国や資源国の世界経済に占めるウエイトが大きくなるとともに、それらの国々における経済活動が、資源価格の変動やグローバルな資金の流れに大きな影響を与えるようになってきている。わが国も含め先進国では、大規模な財政支出の結果、公的債務残高が未曾有の水準にまで達している。また、金融危機の経験を踏まえて、金融の規制や監督の見直しの議論が進んでいる。わが国においては、少子高齢化・人口減少などを背景とした国内需要の減少が見込まれる中、実質成長率や生産性を引き上げていくことが、重要な課題となっている。以下では、世界経済およびわが国経済におけるこうした中長期的な変化や課題を念頭に置いた上で、わが国の経済・物価情勢の展望について、先行き2年程度の中心的な見通しと、リスク要因の双方を検討することとする。

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

## (経済情勢の見通し)

2009年度後半のわが国経済は持ち直しを続けた。すなわち、内外の在庫調整の進捗や海外経済の改善、とりわけ新興国経済の強まりを背景に、輸出・生産は増加を続けた。また、企業収益の回復に伴い、設備投資は下げ止まりに向かった。個人消費も、各種対策の効果などから耐久消費財を中心に持ち直した。この間、公共投資は減少に転じた。

先行き2010年度から2011年度を展望すると、わが国経済は回復傾向を維持する。耐久消費財に対する各種対策は、その需要刺激効果が次第に薄れていき、2010年度中には完了すると見込まれる。もっとも、新興国・資源国の力強い成長を背景に輸出は増加を続けるほか、企業収益の回復に伴い設備投資も持ち直す可能性が高い。また、企業活動が活発化するにつれて、雇用・所得環境の改善も次第に明確化していくため、個人消費や住宅投資の伸び率は高まっていくと考えられる。これらを踏まえると、2010年度のわが国の成長率は、潜在成長率を上回る水準となると見込まれ、2011年度には更に高まる見通しである<sup>2</sup>。

こうした見通しの内容を、やや詳しくみると、以下の通りである。

### ■ 海外経済

海外経済は、新興国・資源国の力強い成長を主因に、回復を続ける姿を想定している。米欧では、失業率が高止まりを続けているものの、在庫調整の進捗や輸出の増加を背景に、生産が持ち直してきている。今後、需要刺激策の効果は減衰していくとみられるが、金融機関や家計におけるバランスシート調整が着実に進捗していけば、金融面から実体経済活動に対する下押し圧力は低下し、米欧では、国毎のばらつきを伴いつつも、総じて

---

<sup>2</sup> 見通し期間中の潜在成長率については、一定の手法で推計すると、「0%台半ば」と計算される。ただし、潜在成長率については、最近時点までのデータで推計されるため、相当幅をもってみる必要がある。

みれば民間需要の自律的回復力は徐々に高まっていくとみられる。一方、新興国・資源国では、自律的な成長力の強さに加え、これまでの拡張的なマクロ経済政策の効果や、先進国における大規模な金融緩和の影響もあって、内需を中心に力強い成長を続けている。一部の国では、資産価格の過熱感がみられているほか、物価も上昇している。中心的な見通しとしては、新興国・資源国の高い成長が続く姿を想定しているが、そうしたシナリオが実現するかどうかは、これらの国々における適切なマクロ経済政策運営に依存する面が大きいと考えられる。

#### ■ 企業部門

製造業では、輸出の増加や耐久消費財に対する各種対策の効果により、生産が増加を続けている。こうした生産の増加に加え、企業の固定費削減努力もあって、企業収益も回復してきている。今後、世界経済に関する企業の中長期的な成長期待が維持される中で、生産は増加基調を維持し、企業収益も回復を続けると考えられる。こうした動きに加え、後述のように金融環境が改善していくことから、設備投資も持ち直していくことが見込まれる。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の継続などから、業績の改善は相対的に遅れる可能性があるものの、輸出関連製造業における業績回復の影響は、徐々に波及していくと考えられる。

#### ■ 家計部門

雇用環境をみると、所定外労働時間が増加を続けているほか、有効求人倍率も緩やかに上昇するなど、一頃に比べ、改善の動きがみられ始めている。こうした状況のもとで、個人消費は、各種対策の効果などから耐久消費財を中心に持ち直している。これらの対策は、2010年度中に完了すると見込まれるため、個人消費の回復ペースは一時的にやや鈍化するとみられる。もっとも、生産増加の影響は、徐々に雇用・所得環境に波及していく方向にある。また、企業収益の回復を背景に、株価も上昇してきている。

今後、企業活動が活発化するにつれて、雇用の回復もさらに明確化するほか、賃金にも改善の動きが出てくるため、個人消費の自律的回復の動きも次第に現れてくるとみられる。また、雇用・所得環境の改善などを背景に、住宅投資も緩やかに回復していくと考えられる。

## ■ 金融環境

世界的な金融危機を背景に大きく低下したわが国の金融資本市場の機能は昨年中に大幅に改善し、金融面での動きが実体経済を制約する状況は、解消に向かった。最近では、わが国の金融環境は、緩和方向の動きを強めてきている。すなわち、コールレートがきわめて低い水準で推移し、ターム物レートも緩やかに低下する中、貸出金利などの企業の資金調達コストは、低下傾向が続いている。CP・社債市場では、良好な発行環境が続いており、低格付社債の発行環境にも改善の動きがみられている。また、金融機関の融資姿勢も、総じて緩和してきており、このため、企業からみた金融機関の貸出態度も、なお厳しいとする先が多いものの、改善している。先行きについても、わが国金融システムが全体として安定性を維持する中、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考えられる。企業の資金調達環境の改善に加え、企業収益や実体経済の回復を背景に低金利の持つ景気刺激効果が強まり、国内民間需要の自律的な回復を後押しすると期待される。一方、資金需要面をみると、企業収益の回復に伴いキャッシュフローが増加することに加え、これまで手許資金を潤沢に積み上げてきたこともあり、企業の外部資金に対する需要は弱い状態が続くと見込まれる。こうしたもとで、設備投資の回復が本格化するまでは、企業の資金繰りの改善と、銀行貸出やCP発行残高の減少とが、並存していく可能性が高い。この間、中小企業を巡る金融環境は、企業業績の改善が大企業に比べ遅れる傾向があるため厳しさが残るものの、緩和方向の動きが続くと考えられる。

## (物価情勢の見通し)

消費者物価は、前年における国際商品市況高の反動を主因に、昨年夏場にかけて、前年比下落幅が拡大した。その後、国際商品市況の影響が徐々に薄れていくに伴い、消費者物価の前年比下落幅は縮小に転じている。

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、景気が回復傾向を辿る中、稼働率の回復が期待される。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、低下基調を続ける可能性が高いが、雇用・賃金の回復が見込まれる見通し期間の後半には、その低下幅は縮小していくとみられる。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おらず、見通し期間においても安定的に推移すると想定している。国際商品市況は、このところ、新興国・資源国の力強い成長などを背景に、振れを伴いながらも持続的に上昇してきている。先行きも、新興国・資源国の力強い成長が続くことなどを背景に、国際商品市況は、緩やかに上昇することを想定している。

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改善や国際商品市況の動向などを反映し、2010年度中盤以降はプラスの領域に転じている。

消費者物価指数（除く生鮮食品、以下同）についてみると、中長期的な予想物価上昇率が安定的に推移するとの想定のもと、マクロ的な需給バランスが徐々に改善することなどから、消費者物価指数の前年比は、下落幅が縮小し、2011年度中にはプラスの領域に入る可能性が展望できる<sup>3</sup>。

<sup>3</sup> 2010年度の消費者物価指数については、前年比を1年間大きく押し下げる要因となる高校授業料の影響を除いている。物価の基調的な動きを判断する上では、こうした制度変更に伴う1年限りの前年比変動要因を、取り除いてみるのが適当である。

## (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。こうした見通しに対する上振れまたは下振れ要因としては、以下のような点に注意する必要がある。

第1に、新興国・資源国経済の動向である。新興国・資源国では、自律的な成長力の強さに加え、これまでの拡張的なマクロ経済政策の効果などから、内需を中心に力強い成長が続いている。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の継続は、これらの国に対する資本流入を促し、この面からも実体経済を後押ししているとみられる。これら新興国・資源国の成長を背景に、国際商品市況も上昇基調にある。こうした新興国・資源国経済が想定以上に強まった場合、輸出の増加を通じて、わが国経済は上振れることになる。ただし、これらの国については、今後のマクロ経済政策運営次第では、景気が過熱するリスクも小さくない。この場合、わが国の輸出がさらに上振れる一方、資源価格の上昇に伴う交易条件の悪化が、わが国の国内民間需要に対する下押し要因となる可能性もある。また、新興国や資源国における行き過ぎた経済・金融活動の急激な巻き戻しが発生する場合、資産価格の大幅な下落や実体経済面での深い調整が発生するリスクもある。

第2に、先進国経済の動向である。米欧諸国では、バランスシート調整が続いており、銀行貸出は弱めの動きとなっている。信用仲介機能が円滑に働かない状態が長引く場合、金融面から経済活動に対する下押し圧力が続く可能性がある。また、わが国を含めた先進各国における様々な政策の帰趨とその影響にも留意する必要がある。民間需要の自律的回復力が弱い状況で、拡張的なマクロ経済政策が修正される場合、その方法や程度によっては景気が下振れるリスクがある。一方、民間需要の自律的回復力が高まっていく中で、緩和的な金融環境が長期間維持されると、経済活動や物



価の振幅が大きくなる可能性がある。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高まってこない可能性にも留意する必要がある。

第3に、国際金融面での様々な動きである。わが国を含め、先進各国は、これまで大規模な財政政策を実施してきた。この結果、公的債務残高は増加してきている。こうした状況の下で、中長期的な財政の見通しに対する市場の評価次第では、長期金利の大幅な変動など金融資本市場への悪影響を通じて、実体経済が下押しされるリスクがある。また、金融セクターに関する今後の規制・監督の内容次第では、金融機関の行動や金融資本市場を通じて、実体経済が影響を受ける可能性がある。更に、米欧におけるバランスシート調整の帰趨や、新興国・資源国経済の動向が、国際金融資本市場に大幅な変動をもたらすリスクも考えられる。

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、世界経済に関する中長期的な成長期待が維持される中で、海外経済の回復を背景に、設備投資も緩やかに持ち直すことを想定している。このところ、大企業を中心に、新興国・資源国の需要を積極的に取り込むために、これらの国々向けの製品開発に乗り出す動きや、国際的な分業を念頭に、高付加価値品に特化するといった動きもみられている。こうした動きが強まる場合、企業の中長期的な成長期待が高まり、輸出や設備投資を中心に景気が上振れる要因となる。ただし、経済全体でみた生産性の向上など様々な中長期的な課題への対応が進まない場合には、国内需要の成長に対する見方が更に下振れる可能性もある。その場合には、新興国への投融資が増加する一方、内需関連企業を中心に設備投資が抑制されるとともに、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、家計支出が下振れるリスクもある。

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・下振れ要因が顕在化した場合、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織り込むような事態が生じた場合には、実際の物価も、賃金とともに下落幅を拡大するリスクがある。第2に、輸入物価の動向が挙げられる。原油をはじめとする一次産品の価格動向には上下両方向に不確実性が大きい。特に、新興国・資源国の成長が予想以上に強い場合には、一次産品価格が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。第3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きく変動する場合には、資本ストックの陳腐化や削減などから、経済の供給能力は低下している可能性がある。この場合、最近時点まで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、景気の回復傾向を踏まえ、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。

#### (金融政策運営)

日本銀行は、金融面から経済を下支えするため、積極的な金融緩和措置を実施してきた。すなわち、政策金利を0.1%にまで引き下げてきたほか、やや長めの金利の低下を促すため、昨年12月に固定金利方式の共通担保資金供給オペレーション（固定金利オペ）を導入し、本年3月には固定金利オペを大幅に増額した。これら一連の措置により、コールレートはきわめて低い水準で推移しているほか、ターム物金利や貸出金利も低下傾向が続

いている。この間、企業収益や実体経済は改善してきており、低金利の持つ景気刺激効果は強まってきている。

以下では、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する<sup>4</sup>。

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、回復傾向を辿ると見られる。物価面では、中長期的な予想物価上昇率が安定的に推移するとの想定のもと、マクロ的な需給バランスが徐々に改善することなどから、消費者物価指数の動きは、前年比で2%程度のプラスの領域にあり、委員の大勢は1%程度を中心と見ている。

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・資源国の経済の強まりなど上振れ要因がある一方で、国際金融面での動きなど下振れリスクもある。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。

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考えである。日本銀行は、日本経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰すること

<sup>4</sup> 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。「中長期的な物価安定の理解」について、本年も点検を行った結果、「中長期的な物価安定の理解は、消費者物価指数の前年比で2%以下のプラスの領域にあり、委員の大勢は1%程度を中心と見ている」となった。（『金融政策運営報告書』昨年12月と同じ文章を掲載）

がきわめて重要な課題であると認識している。そのために、中央銀行としての貢献を粘り強く続けていく方針である。

(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	-2.2～-2.1 <-2.2>	-5.2	-1.6
1月時点の見通し	-2.5～-2.5 <-2.5>	-5.3～-5.2 <-5.3>	-1.5～-1.5 <-1.5>
2010年度	+1.6～+2.0 <+1.8>	+1.1～+1.5 <+1.3>	-0.5～-0.2 <-0.5>
1月時点の見通し	+1.2～+1.4 <+1.3>	-0.5～-0.4 <-0.5>	-0.6～-0.5 <-0.5>
2011年度	+2.0～+2.2 <+2.0>	+0.5～+0.8 <+0.7>	-0.1～+0.2 <+0.1>
1月時点の見通し	+1.7～+2.4 <+2.1>	-0.5～0.0 <-0.4>	-0.3～-0.1 <-0.2>

(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) 2009年度について、実質GDPは政策委員の見通し。国内企業物価指数と消費者物価指数(除く生鮮食品)は実績値。

(注4) 2010年度の消費者物価指数については、前年比を1年間大きく押し下げる要因となる高校授業料の影響を除いている。高校授業料については、消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比を0.5%程度押し下げると試算される。

(注5) 政策委員全員の見通しの幅は下表の通りである。

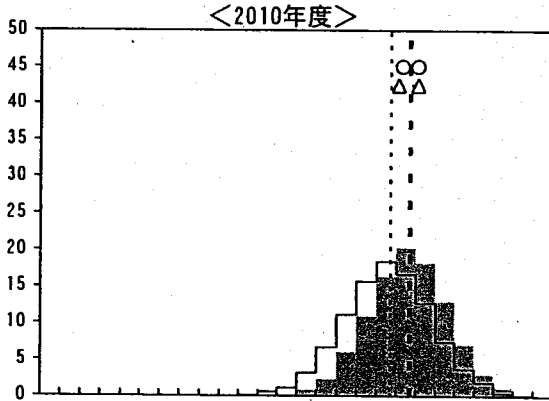
——対前年度比、%。

	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	-2.2～-2.0	-5.2	-1.6
1月時点の見通し	-2.6～-2.3	-5.5～-5.0	-1.6～-1.5
2010年度	+1.5～+2.0	+1.0～+1.6	-0.6～-0.2
1月時点の見通し	+1.0～+1.5	-0.9～-0.4	-0.7～-0.4
2011年度	+1.9～+2.4	+0.4～+1.0	-0.1～+0.3
1月時点の見通し	+1.6～+2.5	-0.5～+0.2	-0.3～0.0

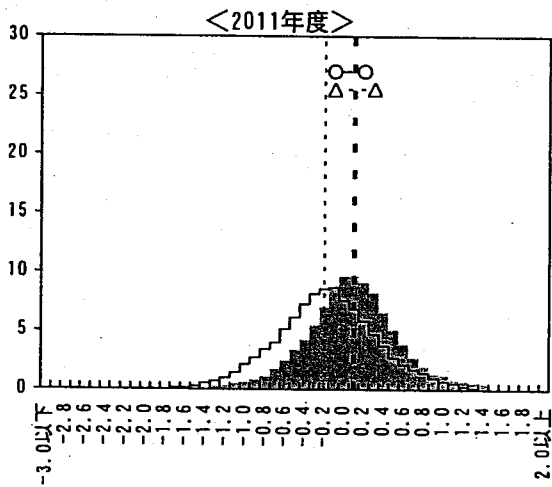
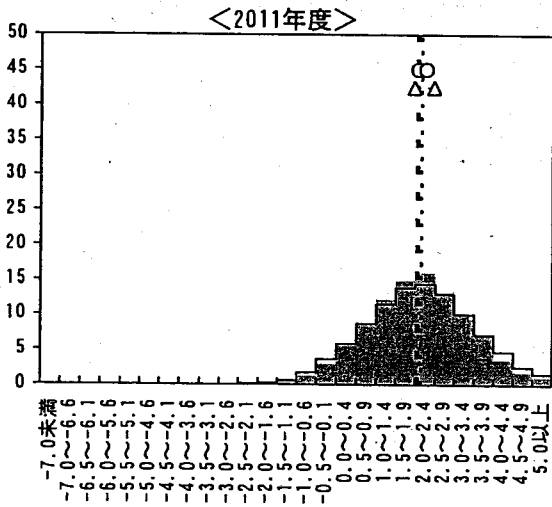
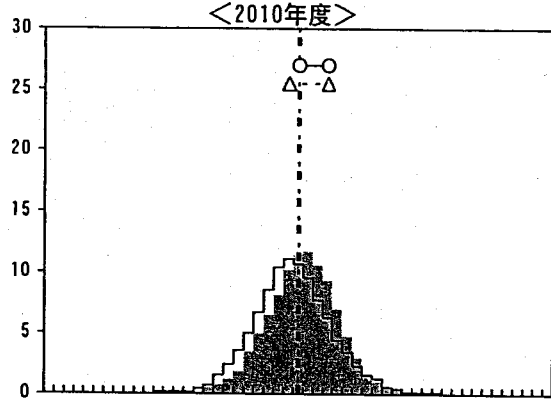
(参考2)

## リスク・バランス・チャート

(1) 実質GDP



(2) 消費者物価指数 (除く生鮮食品)



- (注1) 縦軸は確率(%)を、横軸は各指標の値(前年比、%)を示す。今回の確率分布は棒グラフで示されている。実線は2010年1月時点の確率分布を表す。
- (注2) 縦の太点線は、政策委員の見通しの中央値を表す。また、○で括られた範囲は政策委員の大勢見通しを、△で括られた範囲は全員の見通しを、それぞれ表す。
- (注3) 縦の細点線は、2010年1月時点の政策委員の見通しの中央値を表す。
- (注4) リスク・バランス・チャートの作成手順については、2008年4月の「経済・物価情勢の展望」BOXを参照。

## 【背景説明】

### 1. 2009年度の経済・物価・金融情勢

#### (経済動向)

2009年度のわが国経済を振り返ると(図表1)、内外における各種対策の効果などから、年度前半に下げ止まり、年度後半にかけては持ち直しの動きを続ける展開となった。ただし、設備や雇用の過剰が大きいもとで、国内民間需要の自律的回復力の弱さは残った。

やや詳しくみると、公共投資は、2008年度補正予算の執行や、2009年度当初予算の前倒し執行を反映して、2008年度後半から2009年度初にかけて増加した。しかし、その後は減少に転じた。実質輸出は、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、増加を続けた(図表2)。実質輸入も、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、はっきりと増加した。企業収益は、生産の増加や人件費の抑制などにより、回復傾向をたどった(図表3(1))。年度前半まで大幅に落ち込んだ設備投資も、生産の増加や収益の回復などを背景に、年度後半は概ね下げ止まった(図表3(2))。この間、雇用面をみると、労働力調査の雇用者数は減少を続けた(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となった(図表4(2))。特別給与も、企業収益の落ち込みを背景に、大幅に減少した。これらの結果、雇用者所得は大幅に減少した(図表4(3))。ただし、雇用調整助成金の拡充などの効果もあって、雇用者数の減少幅は、経済活動の落ち込みに比べると緩やかなものとなった。また、年度の終わり頃には、雇用や賃金の減少ペースは緩

やかに、所定外給与は前年比プラスに転じた。このように、雇用・所得環境は厳しい状況が続いたが、年度末にかけては改善の動きもみられ始めた。そうした中で、個人消費は、各種対策に刺激された耐久財消費を中心に、持ち直した（図表5(1)）。消費者コンフィデンスは、極端に悪化した水準から、ある程度はっきりした回復がみられた（図表5(2)）。住宅投資は、厳しい雇用・所得環境や、マンションの在庫調整などから、年度前半は減少を続けた。しかし、物件価格の調整がある程度進み、在庫水準も首都圏を中心に低下したことなどから、年度末にかけて概ね下げ止まった（図表6）。

以上の内外需要の動向を背景に、鉱工業生産は、増加を続けた（図表7）<sup>5</sup>。前年比を業種別にみると、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、年度末にかけて減少から増加に転じた。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。全産業活動指数の前年比をみると（図表8）、年度末にかけて、製造業は増加に転じたほか、非製造業の減少幅もはっきりと縮小した。このような景気展開のもとで、企業の業況感は、ある程度の広がりを伴いつつ、改善を続けた（前掲図表3(1)）。

実質GDPをみると、2009年度の実質成長率は-2%台前半で着地したとみられる。これは、昨年10月の「経済・物価情勢の展望」（展望レポート）や本年1月の中間評価における見通しと比べて、幾分上振れている。その要因として、①新興国・資源国の好調を主因に世界経済が上振れたこと、②各種対策の効果により耐久財消費が予想以上に強まった

<sup>5</sup> 生産水準は、ピーク時（2008年1～3月）に比べて、一時期は7割を割り込む水準まで落ち込んだが、2009年度の終わり頃には8割強の水準まで持ち直した。



こと、などが挙げられる。

以上のような実体経済動向を反映し、労働や設備の稼働状況は、低水準ながら改善に向かった（図表9）。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、2009年6月調査では過去最大の過剰超となったが、2010年3月調査では過去の景気ボトム時よりも過剰超幅は小さくなった。また、マクロ的な需給ギャップの推計値も、マイナス幅が着実に縮小した<sup>6</sup>。

### （物価動向）

物価面をみると、前年における国際商品市況高の反動を主因に、いったん下落幅が拡大したあと、その影響が徐々に薄れるに伴い、消費者段階を含め、物価の下落幅が縮小する展開となった。国内企業物価の前年比は、2009年8月に-8.5%まで下落したが、その後は下落幅がはっきりと縮小した（図表10(1)）。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比については、2009年8月に-2.4%まで下落幅が拡大したあと、2010年に入ると-1%程度まで下落幅が縮小した（図表10(3)）<sup>7</sup>。食料・エネルギーを除くベースでみると、消費者物価の前年比は、2009年12月～2010年1月に-1.2%まで下落幅が拡大したが、下落幅の拡大に歯止めがかかりつつある（図表11(1)）。消費者の節約志向は根強いものの、マクロ的な

---

<sup>6</sup> 1～3月の需給ギャップは、マイナス幅がさらに幾分縮小したとみられるが、なお大幅なマイナスとなっているのは確実とみられる。過去のボトムを上回る水準まで改善している短観の加重平均DIと比べると、需給ギャップの推計値はマイナス幅が大きい。この点、需給ギャップの推計値については、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についても、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。

<sup>7</sup> 消費者物価指数の最近の内訳をみると、石油製品が前年比上昇に転じているほか、それ以外の財やサービスについても、前年比下落幅の拡大に歯止めがかかりつつある（図表11(2)(3)）。

需給バランスの緩やかな改善の影響が、タイムラグを伴いながら、物価面に及びつつあるとみられる。

2009年度全体としては、概ね昨年10月の展望レポートや本年1月の中間評価の見通しに沿って、国内企業物価は前年比-5.2%となり、消費者物価（除く生鮮食品）は同-0.1%となった。

### (金融市場動向)

2009年春以降、世界的に金融システム不安が後退するとともに、各国の景況感も底打ちから改善に転じたことなどを背景に、国際金融資本市場には改善の動きが広がった。米欧短期金融市場では、2009年初にかけて大幅に低下していた銀行間レートの対短期国債スプレッドは、リーマンブラザーズ破綻前を下回る水準にまで、一段と低下した（図表12(1)）。また、社債市場では、投資家のリスク・アペタイトが回復する中で、社債の信用スプレッドは夏場にかけて大幅に縮小し、その後も緩やかな縮小傾向を辿った（図表12(2)）。国際金融資本市場に改善の動きが広がったことから、各国で実施していた米ドル資金供給オペレーションは、2010年2月初めに完了となったほか、金融危機に対応して米欧で導入された各種の措置も、順次、完了となった（図表13）。もっとも、米欧では、失業率が高止まりし、実体経済の持ち直しも緩やかであると見込まれたことから、政策金利については、引き続き、低い水準が維持された（図表14(1)）。新興国・資源国では、通貨の上昇やソブリン・リスク・プレミアムの低下など、金融環境が改善を続けた。こうした中、実体経済や物価が上振れてきていることから、幾つかの国では、金融政策を引き締めに変換する動きがみられた（図表14(2)）。

2009年末頃からは、ドバイ政府系企業の債務繰り延べ問題の表面化、金

融規制を巡る動き、更には、一部先進諸国の財政問題への懸念から、国際金融資本市場では、不安定な動きがみられた。2009年度後半以降、ギリシャ等一部の国の財政状況に対する懸念を背景に、長期金利やクレジット・デフォルト・スワップ・プレミアムは大幅に上昇した（図表 15）。2010年2月頃からは、ギリシャの財政再建策の公表などを受けて、財政問題への懸念が幾分和らぎ、ギリシャ等の長期金利やクレジット・デフォルト・スワップ・プレミアムはやや低下したが、その後、再び上昇に転じた。

わが国の金融資本市場では、国際金融資本市場が安定化に向かう中で、各種市場の機能が改善に向かうとともに、ターム物を中心に市場金利は低下した。2009年入り後、コールレートはきわめて低い水準で推移したほか、ターム物レートは低下を続けた（図表 16(1)）。2009年12月には、金融緩和の一段の強化を図るために、日本銀行は、固定金利方式の共通担保資金供給オペレーション（固定金利オペ）を導入した（図表 16(2)）。また、2010年3月には、固定金利オペによる資金供給額を大幅に増額した。こうした措置を受け、ターム物レートは低下を続けた。この間、先行きの短期金利に対する市場の見方は、低金利が当面続く見通しとなった（図表 17）。

わが国の長期金利は、中期ゾーンにかけては、ターム物レートの低下などを受けて、緩やかな低下傾向を辿った。一方、10年物については、振れを伴いながらも、横ばい圏内での動きとなった（図表 18）。わが国の株価は、景況感の改善につれて、各国の株価と同様に上昇傾向を辿り、外国人投資家の買越し額は増加した（図表 19）。為替相場は、2009年入り後、一旦円安に動いたものの、その後、円高となった。2009年末頃からは、緩やかな円安となった（図表 20）。

## (金融環境)

わが国の金融環境は、日本銀行による各種措置の効果などから、2009年春頃からは、CP・社債市場を中心に改善の動きが広がった。CP市場では、信用スプレッドが低下する中で、CPの発行環境も、大幅に改善した(図表 21(1)(2))。このようなCP市場の改善を背景に、日本銀行に対するCP売却希望額も、2009年3月入り後は、買入予定額を大幅に下回る状況が続いた(図表 21(3))。社債市場においても、信用スプレッドが低下する中で、社債発行が大幅に増加するなど、市場機能は改善した(図表 22(1)(2))。社債市場の改善に伴い、日本銀行に対する社債売却希望額も減少した(図表 22(3))。このように、CP・社債市場の機能が回復し、企業金融を巡る環境が改善してきたことから、日本銀行は、2009年10月に、①CP・社債の買入れを12月末に完了すること、②企業金融支援特別オペを2010年3月末に完了すること、を公表した(図表 23)。その後も、CP・社債市場の環境は改善を続け、CP・社債の買入れと企業金融支援特別オペは、予定通り完了した。コールレートは、きわめて低い水準で推移する中、ターム物レートの低下などを反映し、貸出金利や企業の資金調達コストも低下傾向が続いた(図表 24(1))。实体经济活動や企業収益との対比でみると、低金利の緩和効果はなお減殺されている面があるものの、その度合いは、企業収益の改善などを反映して低下した(図表 25)。

資金供給面では、金融機関の融資姿勢は総じて緩和し、企業からみた金融機関の貸出態度も、なお厳しいとする先が多いものの、改善が続いた(図表 26(1))。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たほか、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、2008年後半

から 2009 年初めにかけて、CP・社債市場からの振り替りや手許資金積み増しの動きなどから、銀行貸出は著増した（前掲図表 24(2)）。2009 年度後半には、CP・社債市場の機能が大幅に改善する中、企業の資金需要が後退したことや、一部に手許資金取り崩しの動きがみられた。こうしたもとの、前年における著増の反動もあって、銀行貸出は減少に転じた。企業の資金繰りをみると、中小企業ではなお厳しいとする先が多いものの、これらも含め全体として緩和方向の動きが続いた（前掲図表 26(2)）。この間、マネーストック（M2）の前年比は、2～3%台半ばの伸びで推移した（前掲図表 24(3)）。

地価は、都市部・地方圏とも引き続き下落した。2010 年の地価公示（1 月 1 日時点）をみると、東京、大阪、名古屋の三大都市圏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 27）。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縮小した<sup>8</sup>。

## 2. 2010～2011 年度の経済・物価の見通し

### （経済・物価見通し）

2010～2011 年度の景気展開についてみると、各種対策の効果は薄れてくるものの、新興国・資源国が高成長を維持することに加え、国内民間需要の自律的回復力も徐々に高まってくるとみられることから、わが国経済は回復傾向を辿るとみられる。

すなわち、2010 年度は、各種対策の効果徐徐に減衰していくため、2009 年度後半に比べると、経済活動の勢いが一時的にやや鈍化すること

---

<sup>8</sup> 地価公示および都道府県地価調査の共通地点における半期ベースの比較。

もありうる。もっとも、この間も、世界経済は新興国・資源国の力強い成長に支えられるため、輸出が増加を続けるほか、企業収益の回復を背景に、企業の設備投資も持ち直しに向かう可能性が高い。家計部門では、耐久財消費を支えてきた各種対策の効果が、年度後半に剥落する。しかし、企業活動の活発化が雇用・所得環境の改善にも徐々に波及していくほか、子ども手当の支給等を通じた政策面での下支えもあって、個人消費の持ち直し基調自体が途切れるには至らないと考えられる。このため、2010年度のわが国の成長率は、  
ある。

2011年度についてみると、新興国・資源国経済が順調に拡大を続け、先進国における各種の調整も次第に進んでいくことから、海外経済の成長率は高まっていくと予想される。わが国経済についても、設備や雇用の過剰が縮小して、国内民間需要の自律的回復力も高まってくるため、  
成長率は前年度より高くなる。

以上の見通しを年度ベースの実質GDP成長率で示すと、2010年度  
（前年度比）、2011年度  
と想定される。こうした見通しを昨年10月の展望レポートや本年1月の中間評価における見通しと比べると、  
前年度実績を上回る見込みである。

以上の経済の動きを貯蓄投資バランスの観点からみると（図表28）、2009年度以降、一般政府の大幅な赤字が続くものの、企業や家計のコンフィデンスが十分に回復しないため、民間部門は大幅な貯蓄超過で推移すると考えられる。全体としては後者が前者を幾分上回るため、それと表裏の関係にある経常収支は黒字で推移し、かつ、黒字幅は緩やかに拡大すると予想される。

先行きの物価を取り巻く環境をみると、マクロ的な需給バランスは、

潜在成長率を上回る成長が続くもとで、徐々に改善していくと想定される。ユニット・レーバークスト（実質GDP1単位当たりの人件費）は、今後、低下していく可能性が高い（図表29）。これは、景気回復期に通常みられる労働生産性の上昇や、企業の根強い人件費抑制姿勢によるものである。ただし、ユニット・レーバークストの減少幅は、雇用者報酬の回復が見込まれる見通し期間の後半には、縮小していくとみられる。この間、中長期的な予想物価上昇率については、見通し期間においても安定的に推移すると想定される。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30）、「今後1年間の予想インフレ率」は、一昨年夏に前年比+1%程度まで高まった。しかし、その後は、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したことなどを反映して、0%を幾分下回る水準で推移している。一方、「今後5年間の予想インフレ率」は、多少の変動はあるが、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、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。国際商品市況は、このところ、新興国・資源国の高成長などを背景に、振れを伴いながらも持続的に上昇してきている（図表31）。先行きについては、上下両方向に不確実性があるが、新興国・資源国の力強い成長が続くことなどを背景に、緩やかに上昇することを想定している。

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改善や国際商品市況の上昇などを反映し、2010年度以降は、プラスが続くと見込まれる。消費者物価指数（除く生鮮食品）についてみると、2009年度は1.6%（P）となったあと、中長期的な予想物価上昇率が安定的に推移するもとで、マクロ的な需給バランスの改善や国際商品市況の上昇を反映して、

消費者物価指数の前年比は、下落幅が縮小し、2011年度中にはプラスの領域に入る可能性が展望できる<sup>9</sup>。こうした見通しを昨年10月の展望レポートや本年1月の中間評価における見通しと比べると、国内企業物価指数については、2011年度、2012年度も充分に振れ上がる。消費者物価指数については、2011年度は概ね平準、2012年度は充分に振れ上がる。

以上のような経済・物価情勢を踏まえると、名目所得についても、見通し期間の後半にかけて、<sup>10</sup>。

以下、こうした経済・物価見通しについて、個別項目ごとに補足する。

#### (輸出・生産を取り巻く環境)

海外経済については、新興国・資源国を中心に、昨年10月展望レポートや本年1月中間評価において想定していたよりも、強めの展開となっている(図表32)。このため、足もとのわが国の輸出は上振れて推移している。

新興国・資源国では、これまでの拡張的なマクロ経済政策の効果に加えて、生産・所得・支出の好循環メカニズムが働き始めており、先行きも内需を中心に力強い成長を続けるとみられる。世界経済全体としても、こうした国・地域に牽引されるかたちで、見通し期間を通じて、回復を

<sup>9</sup> 2010年度の消費者物価指数(除く生鮮食品)については、前年比を1年間大きく押し下げる要因となる高校授業料の影響を除いている。4月30日に速報が公表された東京の4月の消費者物価指数を踏まえると、公立高等学校にかかる授業料の不徴収および高等学校等就学支援金の支給は、両者合わせて、2010年度の消費者物価(全国、除く生鮮)を0.5%ポイント程度、押し下げると見込まれる。なお、今回の制度変更のように、物価変動に対して短期的に大きな影響を与える品目については、その影響を取り除くことによって、物価の基調を判断していくことが重要である。詳細については、BOX1を参照。

<sup>10</sup> 名目値と実質値の関係についてはBOX2を参照。



続ける可能性が高い。年度ごとにみると、2010年度については、米欧におけるバランスシート調整の影響が続く中、在庫復元の力や需要刺激策の効果の減衰から、2009年度後半と比べると回復のペースは鈍化していくとみられる。2011年度については、新興国・資源国が、適切なマクロ経済政策運営のもとで持続可能な成長経路をたどるとともに、米欧においても、民間需要の自律的回復力が強まってくるため、世界経済は高めの成長率を維持すると想定される。

わが国からの輸出についてみると、中国をはじめとする新興国向けが牽引するかたちで、2009年初をボトムに急回復している（図表 33）。中国向けは既にリーマン・ショック前のピークを大きく上回っており、NIEs + ASEAN4 向けも概ねピーク水準に復しつつある。一方、米欧向けについては、ある程度回復しているが、水準はなお低い。財別にみると、まず情報関連がV字回復したあと、最近では資本財・部品の回復が明確になりつつある。自動車関連では、東アジア向けは好調であるが、米欧向けは、在庫調整完了や購入支援策によって回復したあとは、横ばい圏内の動きとなっている。先行きの輸出については、海外経済が回復を続けるもとで増加を続け、見通し期間の終わりである2011年度末頃の水準は、2007年度末頃のピーク並みの水準に達する可能性が高いと考えられる。

海外経済に関する上記のシナリオについては、上振れ・下振れ双方の可能性もある。まず、米欧諸国については、下振れの可能性を引き続き意識しておく必要がある。米欧に共通する背景として、金融システムが实体经济を支える力が引き続き弱いことが挙げられる。また、米国や英国などでは、家計部門のバランスシート調整の進捗に伴い、支出抑制傾向が長く続くことも、リスク要因と考えられる。欧州の一部の国では、財政赤字問題が成長の制約になりえることも懸念される。さらに、こう

した米欧における問題を背景に、国際金融資本市場が不安定化する懸念も払拭されていない。ただし、民間需要の自律的回復力が高まってもなお、緩和的な金融環境が長期間維持されるような場合には、経済活動や物価の振幅が大きくなる可能性もある。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高まってこない可能性もある。

他方、新興国・資源国経済では、自律的な成長力の強さに加え、これまでの拡張的なマクロ経済政策の効果などから、内需を中心に力強い成長が続いている。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の継続は、新興国・資源国に対する資本流入を促し、この面からも実体経済を後押ししているとみられる。こうした新興国・資源国における最終需要や生産活動の強さが、幅広く派生需要を生み出し、世界経済に上振れをもたらす可能性がある。この場合、輸出の増加を通じて、わが国経済の上振れ要因となる。ただし、これらの国については、今後のマクロ経済政策運営次第では、景気が過熱するリスクも小さくない。この場合、わが国の輸出がさらに上振れる一方、資源価格の上昇に伴う交易条件の悪化が、わが国の国内民間需要に対する下押し要因となる可能性もある。資源価格を中心に世界的なインフレ圧力が高まる場合には、世界経済の回復持続は阻害されることになる。行き過ぎた経済・金融活動は、いずれその巻き戻しを通じて、資産価格の下落や実体経済の調整を引き起こすリスクがある。

国内面をみると、エコカー、エコ家電等に対する購入支援策が予想以上の効果をもたらし、個人消費全体でも持ち直しの動きが続いてい

る(図表 34(1))<sup>11</sup>。もともと、2010年4～6月以降については、購入支援策が耐久財消費を追加的に押し上げる力は、減衰していくとみられる。一方で、後述の通り、個人消費の自律的回復力が強まるには、なお時間を要すると考えられる。このため、2010年度中の耐久財消費は、持ち直しの動きが頭打ちとなっていくとみられる。とりわけ、エコカー補助終了直後の10～12月には、自動車販売の反動減が、場合によってはかなりの規模で生じる可能性がある。ただし、そうした反動減が、個人消費全体を一時的に弱める可能性は高いものの、それによって個人消費の持ち直し基調そのものが途切れるとは考えにくい。その理由として、①エコカーとエコ家電で支援の終了期限がずれていること(それぞれ2010年9月末、2010年12月末)、②テレビについてはその後も2011年度夏までの地上デジタルテレビ放送対応需要が残ること、③子ども手当の支給等を通じた政策面での下支えに加えて、雇用・所得環境も徐々に厳しさが和らいでいくこと、などが挙げられる。

上記の輸出、耐久消費財販売の動向を受けて、鉱工業生産は、1～3月まではっきりした増加を続けたあと、増加テンポは緩やかになっていき、エコカー補助が完了する2010年10～12月には一時的に弱めの動きがみられる可能性がある。しかし、その後は、輸出、内需がともに増加するもとで増加を続け、見通し期間の終わり頃には、2007年度末頃のピークを幾分下回る水準まで回復すると予想される。

なお、こうした輸出・生産の見通しは、過去のトレンドを上回るような急速な海外生産シフトは生じない、ということを前提にしている。こ

---

<sup>11</sup> 耐久財の購入に最も寄与したのは、世帯主が50歳以上の世帯である(図表 34(2))。中高年齢層は、金融資産の保有残高も平均的には大きいことから、雇用・賃金情勢悪化の影響を相対的に受けにくい。そうした中で、耐久財の購入支援策が、とくに高齢層に対して大きな効果をもったと考えられる。

の点、多くの企業が、アジア地域の需要の取り込みを経営戦略の柱に挙げており、リーマン・ショック以降かなり減少した海外設備投資は、この先、国内設備投資よりも勢い良く回復すると見込まれる(図表 35(1))。ただし、海外設備投資比率の上昇は、これまでも趨勢的にみられてきた現象であり、今回特有のものではない。海外生産比率をみても、やはり中長期的な上昇トレンドがあり、かつその循環的な変動についても、円高になると海外生産比率が急上昇する、といった関係が明確に観察されるわけではない(図表 35(2))。

むしろ、過去の海外需要拡大局面では、海外生産と国内生産がともに拡大する、という正の相関関係がはっきりとみられた。そうした内外生産の補完的な関係が維持されてきたのは、国境を越えた分業構造が不断に進化してきたためでもある。すなわち、わが国の製造業は、コモディティー化した製品や地産地消のメリットが大きい製品の海外生産化を進める一方、高い技術力を要する製品については、海外需要も取り込んで、国内生産での対応を続けてきた。そうした実績に裏付けられた日本企業の適応力を踏まえて、今回も、内外分業の高度化に伴う国内拠点の役割が、前向きに再構築されていくと想定している。もっとも、今回は、米欧から新興国への需要シフトがかつてないスピードで生じると見込まれるだけに、その点についての不確実性は大きい。

なお、「グローバル需要の取り込み」という観点からは、海外からの直接投資収益など、所得収支の動きも注目される。この点、わが国の所得収支は黒字幅が近年拡大しており、それには直接投資収益受取の増加も貢献している(図表 36)。ただし、最も大きな黒字を稼いでいるのは、証券投資収益である。また、直接投資収益受取のGDP比率も、他国に比べると小さい。さらに、わが国の所得収支は、GDP比率でみたグロス

の支払いが、他国に比べて極端に少ない。これは、海外資本のわが国への流入が、証券投資、直接投資を問わずきわめて限定的であるためである。グローバルな分業による資源配分の効率性という観点からは、「収支」そのものよりも「グロスの投資額・取引額」が重要であると考えられる。その点におけるグローバル化の遅れは、日本経済の成長機会を狭めている可能性がある。

### (企業の収益環境と支出行動)

企業部門についてみると、収益は回復を続けている。法人企業統計により企業の損益分岐点をみると(図表 37)、人件費をはじめとするコストの削減から大幅に低下している。このため、売上高は製造業でピーク比 20%強低く、非製造業で 15%強低いにもかかわらず、収益ははっきりと回復し始めている。もっとも、企業のコスト削減努力は、内需に対する下押し圧力ともなるため、非製造業や中小企業、とりわけ零細・個人企業の売上高を、抑制する要因になる。先行き、製造業では、世界経済の回復が維持されるもとで、生産の増加基調を背景に、収益は回復が続けると見込まれる。一方、内需関連企業の収益も改善が続けるとみられるが、企業のコスト削減姿勢の根強さや、家計部門の回復の緩やかさなどを考えると、業績の改善は相対的に遅れる可能性が高い。このため、企業部門全体の前向きな行動が強まるには、なお相応の時間を要すると考えられる。

設備投資は、生産の増加や企業収益の回復に伴い、既に水準を大きく切り下げている製造業を中心に、持ち直す可能性が高い(図表 38)。資本ストックと設備投資の関係からみても、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る(図表 39)。ただし、2010 年度中の増加は小幅な

ものにとどまり、はっきりした増加となるのは 2011 年度と考えられる。

ここで最近の設備投資の足取りを確認すると、既に明確化しつつあるキャッシュ・フローの改善に比べれば、かなり弱めである(図表 40(1))。類似の現象は 1990 年代以降の景気回復初期に、とりわけ製造業ではしばしばみられている。ちなみに、キャッシュ・フローに対する設備投資の比率をとってみると、業界需要に関する先行き 5 年間の期待成長率と、高い相関があることがわかる(図表 40(2))。すなわち、近年は、景気後退のたびに中長期的な成長期待の下方シフトが起こりやすくなってきており、そのため景気回復の初期段階では、キャッシュ・フローが改善しても設備投資がすぐには回復しない。今回の景気後退においても、やはり中長期の成長期待が幾分低下しているため、今暫くの間、キャッシュ・フローの改善の割には、設備投資の持ち直しは緩やかなものにとどまると考えられる。しかし、2011 年度頃になると、キャッシュ・フロー自体がさらに改善するほか、稼働率の上昇とともに設備の過剰感も薄れてくるため、設備投資の増加傾向はより明確になると予想される。

こうした見通しについて、現時点ではなお、上下両方向の不確実性が大きい。例えば、グローバル需要が増加を続け、その取り込みへの手応えが強まれば、企業の中長期的な成長期待が上振れ、設備投資の回復は早期に明確化していく可能性もある。一方、経済全体でみた生産性の向上など様々な中長期的な課題への対応が進まない場合には、国内需要の成長に対する見方が更に下振れ、新興国・資源国への投融資は増えても、国内投資は抑制された状態が続く可能性もある。

#### (雇用・所得環境と家計の支出行動)

雇用・所得環境は、高水準の失業率や、雇用者報酬の減少など、厳しい状況が続いている。もっとも、生産の増加などを背景に、雇用・所得

環境の厳しさも、最近は何分和らいできている。すなわち、所定外労働時間が増加を続けているほか、有効求人倍率も緩やかに上昇し、失業率も昨年夏の水準からみれば既に低下してきている。ただし、景気が落ち込んだ大きさと比べて、経済活動水準の上昇が当面なお限定的とみられることを踏まえると、雇用・賃金の調整圧力は暫く残ると考えられる。

労働需給について確認するため、労働生産性の動きをみると（図表41(1)(2)）、とりわけ就業者一人当たりでみた場合の労働生産性は、足もとなお、過去のトレンドをかなり下回っている<sup>12</sup>。これは、需要の大きさに比べて、就業者数がなお余剰であることを表している。この点は、短観の雇用判断DIが、なおかなりの「過剰超」であることとも整合的である。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、企業はまず労働時間の一段の増加や効率改善で対応する一方、雇用については抑制を続ける可能性が高い。このため、失業率も、当面は高止まりを続け、見通し期間を通じてごく緩やかな低下傾向をたどると考えられる（図表41(3)）。

この間、一人当たり賃金は、企業収益の落ち込みや労働時間の削減などを背景に、大幅に低下した。もっとも、最近では、労働時間の増加を反映して、低下の度合いが小さくなってきている。先行きについては、企業収益や労働時間の回復が、賃金を押し上げる方向に働くとみられる。ただし、経済活動の水準は低く、雇用過剰感が依然として強いことから、雇用・賃金の調整圧力はなお働き続ける可能性が高い。労働分配率をみ

---

<sup>12</sup> もちろん、労働生産性のトレンドは幅をもってみる必要がある。例えば、最近では、生産の増加が続く中でも製造業の雇用減少が続く一方、もともと繁忙感の強い医療・福祉などでは雇用の増加が目立っている。こうした労働集約的なサービスのウェイトが構造的に高まる過程では、マクロ的な労働生産性のトレンドが緩やかになるため、雇用者数の回復は早まることになる。

ると(図表42)、最近のピーク対比では低下してきているが、2004~2007年頃の水準に比べればなおかなり高い<sup>13</sup>。こうした水準感からみて、労働分配率は先行きも緩やかな低下傾向を続けると予想される。

なお、今回の景気後退期における雇用・賃金調整を日本・米国・ドイツの3か国で比較すると、日本とドイツは労働時間の調整が大きく、米国は雇用者数での調整が大きい(図表43(1)(2))。この間、時間あたり賃金の過去2年程度の動きをみると、日本と米国は伸び率が低下傾向にあった一方、ドイツの伸び率はいったんかなり上昇したために、均して横ばい圏内となっている(図表43(3))。これら全体としての人件費の調整度合いをユニット・レーバ・コストでみると、日本と米国は足もとかなり低下しているという点で類似しており、ドイツは高止まりしている(図表43(4))。

個人消費は、厳しい雇用・所得環境が続いているものの、各種対策の効果などから耐久消費財を中心に持ち直している。今後、対策の終了に伴い耐久財消費に反動減が発生するため、2010年度中には、消費の回復ペースが一時的にやや鈍化するとみられる。一方、2011年度については、企業活動が活発化するにつれて、雇用者報酬が徐々に増加へと向かうため、個人消費の自律的回復の動きも次第に現れてくると考えられる。

まず、家計の所得形成を確認すると(図表44(1))、雇用者報酬は、2009年度に大きく減少したあと、次第に減少幅が縮小してきている。もっとも、2009年度は雇用者報酬こそ大幅に減少したが、①消費者物価が大幅

---

<sup>13</sup> 労働分配率の動きを法人季報とSNAで比較すると、法人季報ベースの方は、景気後退局面における上がり方が激しかったために、その後の減少も大幅となっている。ただ、足もとの水準感を過去の水準との相対的な関係で評価すると、法人季報ベースもSNAベースも、①1990年頃からの長期平均近辺までは低下しているが、②前回の景気拡大期の低位安定水準に比べればなお2%ポイント前後高い、という点で概ね一致している。



に低下し、②定額給付金や補助金等も大きかったため、実質可処分所得は増加したとみられる。しかも、その補助金が、③耐久財消費において異時点間の代替効果、すなわち、需要の先取り効果をもたらす性格のものであった。これらを踏まえると、2009年度の個人消費は、一時的な要因によってかなり支えられていた可能性が高い。それに比べると、2010年度は、雇用者報酬の減少幅縮小や、子ども手当の半額支給等を織り込んでも、実質可処分所得の伸び率は、むしろ低下する可能性が高い。このことに加えて、耐久財消費は、対策の反動から持ち直しの動きが頭打ちとなっていくとみられる。

以上の見通しを消費性向でみると、見通し期間中を通じて幾分低下するという予想になる(図表44(2))。これは、雇用者報酬の伸びが鈍く、将来にわたっての期待所得があまり高まらないもとでは、所得移転によって可処分所得が増加しても、そのうち貯蓄に回る分が少なくないと考えられるためである<sup>14</sup>。また、大幅な財政赤字などを背景にした将来への不安も、消費性向を低下させる方向で働く可能性がある。日本の家計貯蓄率は、高齢化の進展を背景に、中長期的には低下傾向にあるが、上記消費性向と表裏の関係にあるため、見通し期間中は幾分上昇する可能性が高い。

こうした個人消費の見通しには、上振れ・下振れ双方の可能性がある。仮に、雇用・所得環境の厳しさが長引き、将来に対する閉塞感も強まるような場合には、消費性向は上記の予想からさらに下振れる可能性が高まる。他方、企業による潜在的な家計需要の掘り起こしが奏効する場合や、株価の持ち直しが明確化する場合などには、消費性向が上振れる可

---

<sup>14</sup> 子ども手当の限界消費性向は、様々な機関の調査やアンケートなどでは、3～5割程度の可能性が高い、との結果が示されている。

能性もある。

住宅投資は、2009年度中に下げ止まったとみられ、2010年度上期からは緩やかな増加に転じると予想される。先行指標である新設住宅着工戸数をみると、2009年7～9月をボトムに持ち直している。こうした動きの背景についてみると、分譲マンションの価格調整が進んでおり（前掲図表6(2)）、各種の政策支援とあいまって、ペントアップ・デマンドが顕在化しやすい環境が徐々に整いつつある。在庫の調整も、近畿圏ではやや遅れているが、首都圏ではかなり進んできている（前掲図表6(3)）。こうしたもとで、新規供給へ向けた用地取得等の動きは、大手業者を中心に、徐々に広がりつつある。もっとも、厳しい雇用・所得環境が続くもとで、新築ではなく、中古住宅やリフォームを選択する世帯も増えている。この点も踏まえると、住宅投資の増加ペースは、緩やかなものにとどまると考えられる。

#### （物価変動を取り巻く環境）

最近の消費者段階の物価環境をみると、消費者の節約意識が根強く続いており、企業間の価格競争は激しい。ただ、景気の持ち直しや、国際商品市況の上昇を背景に、仕入価格判断DI、販売価格判断DIは、ともに下げ止まりつつある（図表45）。家計調査の購入単価をみても、一頃のように下落幅が急ピッチで拡大する状況ではなくなっている（図表46）<sup>15</sup>。そうしたもとで、消費者物価（除く生鮮食品）の実績は、概ね10月展望レポートや1月中間評価時の見通しに沿って推移している。

先行きについては、高校授業料の影響を除けば、下落幅が緩やかに縮

---

<sup>15</sup> 購入単価は、家計調査の支出金額を購入数量で割って算出しており、この低下には、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。

小していくと予想される<sup>16</sup>。これは、基本的には、中長期的な予想物価上昇率が安定していると想定されるもとで、需給ギャップが改善方向の動きを続けるとみられるためである（図表 47(1)）。

物価見通しについては、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プラスで安定的に推移し、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、上記の見通しが上振れる可能性もある。

第2に、輸入物価を巡る不確実性がある。国際商品市況は、2008 年末にかけて大きく下落したあと、2009 年央にかけて反発した。その後も、振れを伴いながらも持続的に上昇してきている。先行きについては、世界経済の回復のペースが前回拡大期に比べれば緩やかであることを踏まえ、国際商品市況の上昇も緩やかなものとなると想定している。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。特に、新興国・資源国の成長が予想以上に強い場合には、一次産品価格が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

---

<sup>16</sup> 前述の通り、物価の基調的な動きを判断する上では、こうした制度変更に伴う1年限りの前年比変動要因を、取り除いてみるのが適当である。

に相応の変化をもたらさう。

第3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きく変動する場合には、資本ストックの陳腐化や削減などから、経済の供給能力が低下している可能性がある。この場合、最近時点まで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、景気が回復傾向を辿る過程では、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。一方、近年におけるフィリップス曲線の傾きの緩やかさを踏まえれば(図表47(2))、需給ギャップの計測誤差は、中長期の予想物価上昇率を巡る不確実性ほど、大きな問題ではないと考えることもできる<sup>17</sup>。このほかに、マクロ的な需給バランスの変化に対する物価の変動の度合いについても、不確実性があることには留意する必要がある。

以 上

---

<sup>17</sup> このほか、留意点として、消費者物価指数の基準改定がある。すなわち、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。したがって、指数が2010年基準に切り替わった段階で、遡及改定の対象となる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。なお、2010年基準への改定時期は、通常どおりなら、2011年夏頃と予想される。その際、2010年12月以前のの前年比は遡及改定されない見込みである。

## (BOX 1) 消費者物価の基調を判断する際の指標

中央銀行の目指す物価安定は、短期的・一時的な安定ではなく、中長期的に持続可能な物価安定である。この使命を達成するために、観測される物価指数の変動から、様々な一時的な攪乱要因の影響を取り除き、物価の基調的な変動を的確に見極めていく必要がある<sup>18</sup>。

### 1. 変動の大きい品目を除く場合

物価の基調的な動きをみるに当たっては、変動の大きい品目を予め特定し、そうした品目を除いた上で、物価指数の動きを分析することが考えられる。変動の大きい品目としては、例えば、天候に価格が左右されやすい生鮮食品が挙げられる。日本の消費者物価指数では、こうした振れの大きい生鮮食品を除いた指数を総務省が公表している。また、国際商品市況の影響を受けやすいエネルギーや食料品の価格を除いた物価指数を用いる場合もある。

### 2. 一時的に大きな変動をする品目を除く場合

常に大きな変動をするわけでないが、一時的に大きく変動する品目を除くことによって物価の基調的な動きを捉えやすくなる場合がある。例えば、本年4月より実施される高校授業料の実質無償化が挙げられる。公立高校生のいる世帯に対しては、授業料を不徴収とするほか、私立高校生のいる世帯に対しては、国が就学支援金を支給することになる。こうした施策は、いずれも、「価格の引き下げ」として消費者物価指数で取り扱われることとなっている。こうした施策が実施されると、高校授業料の前年比は本年4月以降の1年間大きく下落することになるが、来年4月時点でゼロに戻るようになる。このように、制度変更によって一時的に大きな変動が予想される品目については、これらを予め除いた物価指数を作成し、その動きによって、物価の基調的な変動を把握することが可能となる。

### 3. 刈り込み平均指数を用いる場合

これまで説明したいずれの方法についても、大きな変動をもたらす品目を、

<sup>18</sup> 一時的な変動を除き物価の基調的な動きを捉える物価指標を「コア指標」と呼ぶ。

予め特定する必要がある。しかし、そうした品目が特定できない場合や、特定の品目を除外する際の恣意性を排除したい場合には、刈り込み平均という指標も利用されている<sup>19</sup>。刈り込み平均とは、個別品目ごとの物価上昇率を計算した上で、極端に上昇している品目や極端に下落している品目を控除し（＝刈り込み）、残った品目で新たに指数を作成するものである。刈り込み平均の動きをみると、消費者物価指数（総合）や消費者物価指数（除く生鮮食品）と比べて、変動が小さくなっている（BOX 1 図表(1)）。

いずれの指標が、基調的な物価変動をみる上で有益かどうかは、一時的な要因が特定出来るかどうかという観点に加え、それぞれの指標が実証的に有益かどうかという観点も重要である。実証的な観点からは、①総合指数の基調的な変動を捉えているか、②将来の総合指数の変動の方向性に関する情報を含んでいるか、という2つの評価基準が考えられる<sup>20</sup>。これらの評価基準に基づくと、総合的にみて、消費者物価指数（除く生鮮食品）と刈り込み平均のパフォーマンスが幾分高いとの結論が得られる（BOX 1 図表(2)）。

<sup>19</sup> 刈り込み平均の詳細については、白塚重典「消費者物価指数のコア指標」（日銀レビュー-2006-J-7、2006年）、を参照。

<sup>20</sup> 詳しくは、白塚（2006年）を参照。

## (BOX 2) 名目値、実質値、物価

### 1. 名目値、実質値、物価の関係

家計は、自らの所得や資産の状況を踏まえて、購買活動を行っている。また、企業は、売上や収益、あるいはバランスシート<sup>21</sup>の状況を踏まえて、企業活動を行っている。これらの変数は、いずれも「名目値」である。

一方、経済活動の評価は、最終的には、各経済主体の「満足度合い (=効用水準)」が高まったかどうか、という観点から評価すべきものである。こうした「満足度合い」を客観的に計測することは難しいが、近似的な方法として、各経済主体の消費量の大きさや購買力の高さが用いられる。これらは全て「実質値」である。「実質値」は、「名目値」から一般物価の変動の影響を取り除いたものである。もし、名目所得が10%上昇したとしても、物価が同時に10%上昇している場合には、自ら消費できる財の量や購買力は、何も変わらないことになり、自らの「満足度合い」も上昇しないことになる。したがって、家計の消費量や購買力を持続的に引き上げていくためには、実質値を持続的に引き上げていくことが必要となる。企業にとってみると、物価上昇によって販売価格は上昇するが、同時に、投入価格も上昇するため、物価上昇が企業収益の拡大につながるとは限らない。企業収益が拡大するには、付加価値の高い製商品の販売数量という「実質値」が拡大することが必要となる<sup>22</sup>。

<sup>21</sup> 借入の契約を行う場合、契約額は名目値で行われることになり、借入金や金利の返済額も名目値で決められている。もし、将来の名目所得が予期せぬ低下にみまわれた場合、借入金や利子の返済に支障をきたし、倒産といった事態に到る場合がある。こうしたルートを通じて経済に悪影響が及ぶことを、「負債デフレ (デット・デフレーション) の問題」と呼ぶ (この点については Fisher(1933)を参照。Fisher, Irving [1933], "The Debt-Deflation Theory of Great Depression," *Econometrica*, 1, pp.337-357.)。この他にも、「名目値」に関連する問題として「名目賃金の下方硬直性」が挙げられる。「名目賃金の下方硬直性」が存在する場合、景気悪化に伴う労働コストの削減が、名目賃金ではなく雇用者数で行われることで、失業が増加するというコストが発生する。もっとも、日本の場合、諸外国に比べて、名目賃金の柔軟性が高く、名目賃金の下方硬直性に伴うコストは、相対的に小さいと考えられる (前掲図表 43)。

<sup>22</sup> 企業収益と、実質成長率・物価との相関関係についてみると、企業収益と実質成長率は相関が高い一方、企業収益と物価の相関は相対的に低い (BOX 2 図表 (1))。

## 2. 景気循環における各変数の変動

物価の変動に大きな影響を与える要因は、①マクロ的な需給バランス、②輸入物価、③中長期的な予想物価上昇率、の3つが挙げられることが多い。このうち、マクロ的な需給バランスは、実質需要、すなわち実質GDPの変動から大きな影響を受ける。したがって、物価が持続的に高まっていくためには、実質GDPが持続的に高まっていく必要がある。

次に、物価とマクロ的な需給バランスの関係を統計的に確かめてみる（BOX 2 図表(2)）。図表に示されている通り、物価の変動は、マクロ的な需給バランスの変動に対して、日本の場合は、約1年程度遅れて動いている。マクロ的な需給バランスは、昨年春頃から改善してきているため、こうした統計的關係が今回の景気局面でも当てはまるとすれば、マクロ的な需給バランスの改善の影響は、今後、次第に物価面にも及んでくると考えられる。

こうした関係を前提とすると、景気回復の過程では、まず、実質値が上昇する。その後、物価も上昇することで、結果的に、名目値も改善するという経過を辿ることになる。



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

2010年4月30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（全員一致または賛成○反対○<sup>(注)</sup>）。

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.1%前後で推移するよう促す。

2. 本日の政策委員会・金融政策決定会合では、「経済・物価情勢の展望」に関する検討を行なった。会合では、日本経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰することがきわめて重要な課題であるとの認識のもと、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が確認された。併せて、現下の日本経済の状況を踏まえると、成長基盤の強化を図ることが必要であるとの認識が確認された。こうした認識に基づき、日本銀行としても、成長基盤の強化に資する新たな取り組みを行うことが必要である、との考え方が共有された。

このような議論を受けて、議長は、成長基盤強化の観点から、民間金融機関による取り組みを資金供給面から支援する方法について検討を行い、改めて報告するよう、執行部に指示した。

以 上

---

(注) 賛成：○○委員。

反対：○○委員。

## 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：2040年12月>

2010年4月30日

日 本 銀 行

### 経済・物価情勢の展望（2010年4月）

#### 【基本的見解】<sup>1</sup>

わが国も含めた世界経済は、金融危機に起因する急激な落ち込みから脱出し、昨年後半以降は回復基調を辿っている。もっとも、世界経済は、危機以前の状態に戻る過程にあるわけではない。この間、世界経済の構造に大きな変化が生じていることや、よりバランスの取れた持続的成長に向けて各国が新たな課題に直面していることも、明らかになってきている。すなわち、新興国や資源国の世界経済に占めるウエイトが大きくなるとともに、それらの国々における経済活動が、資源価格の変動やグローバルな資金の流れに大きな影響を与えるようになってきている。わが国も含め先進国では、大規模な財政支出の結果、公的債務残高が未曾有の水準にまで達している。また、金融危機の経験を踏まえて、金融の規制や監督の見直しの議論が進んでいる。わが国においては、少子高齢化・人口減少などを背景とした国内需要の減少が見込まれる中、実質成長率や生産性を引き上げていくことが、重要な課題となっている。以下では、世界経済およびわが国経済におけるこうした中長期的な変化や課題を念頭に置いた上で、わが国の経済・物価情勢の展望について、先行き2年程度の中心的な見通しと、リスク要因の双方を検討することとする。

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

## (経済情勢の見通し)

2009年度後半のわが国経済は持ち直しを続けた。すなわち、内外の在庫調整の進捗や海外経済の改善、とりわけ新興国経済の強まりを背景に、輸出・生産は増加を続けた。また、企業収益の回復に伴い、設備投資は下げ止まりに向かった。個人消費も、各種対策の効果などから耐久消費財を中心に持ち直した。この間、公共投資は減少に転じた。

先行き2010年度から2011年度を展望すると、わが国経済は……。耐久消費財に対する各種対策は、その需要刺激効果が次第に薄れていき、2010年度中には完了すると見込まれる。もっとも、新興国・資源国の力強い成長を背景に輸出は増加を続けるほか、企業収益の回復に伴い設備投資も持ち直す可能性が高い。また、企業活動が活発化するにつれて、雇用・所得環境の改善も次第に明確化していくため、個人消費や住宅投資の伸び率は高まっていくと考えられる。これらを踏まえると、2010年度のわが国の成長率は、……。2011年度には……。<sup>2</sup>

こうした見通しの内容を、やや詳しくみると、以下の通りである。

### ■ 海外経済

海外経済は、新興国・資源国の力強い成長を主因に、回復を続ける姿を想定している。米欧では、失業率が高止まりを続けているものの、在庫調整の進捗や輸出の増加を背景に、生産が持ち直してきている。今後、需要刺激策の効果は減衰していくとみられるが、金融機関や家計におけるバランスシート調整が着実に進捗していけば、金融面から実体経済活動に対する下押し圧力は低下し、米欧では、国毎のばらつきを伴いつつも、総じて

---

<sup>2</sup> 見通し期間中の潜在成長率については、一定の手法で推計すると、「0%台半ば」と計算される。ただし、潜在成長率については、最近時点までのデータで推計されるため、相当幅をもってみる必要がある。

みれば民間需要の自律的回復力は徐々に高まっていくとみられる。一方、新興国・資源国では、自律的な成長力の強さに加え、これまでの拡張的なマクロ経済政策の効果や、先進国における大規模な金融緩和の影響もあって、内需を中心に力強い成長を続けている。一部の国では、資産価格の過熱感がみられているほか、物価も上昇している。中心的な見通しとしては、新興国・資源国の高い成長が続く姿を想定しているが、そうしたシナリオが実現するかどうかは、これらの国々における適切なマクロ経済政策運営に依存する面が大きいと考えられる。

#### ■ 企業部門

製造業では、輸出の増加や耐久消費財に対する各種対策の効果により、生産が増加を続けている。こうした生産の増加に加え、企業の固定費削減努力もあって、企業収益も回復してきている。今後、世界経済に関する企業の中長期的な成長期待が維持される中で、生産は増加基調を維持し、企業収益も回復を続けると考えられる。こうした動きに加え、後述のように金融環境が改善していくことから、設備投資も持ち直していくことが見込まれる。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の継続などから、業績の改善は相対的に遅れる可能性があるものの、輸出関連製造業における業績回復の影響は、徐々に波及していくと考えられる。

#### ■ 家計部門

雇用環境をみると、所定外労働時間が増加を続けているほか、有効求人倍率も緩やかに上昇するなど、一頃に比べ、改善の動きがみられ始めている。こうした状況のもとで、個人消費は、各種対策の効果などから耐久消費財を中心に持ち直している。これらの対策は、2010年度中に完了すると見込まれるため、個人消費の回復ペースは一時的にやや鈍化するとみられる。もっとも、生産増加の影響は、徐々に雇用・所得環境に波及していく方向にある。また、企業収益の回復を背景に、株価も上昇してきている。

今後、企業活動が活発化するにつれて、雇用の回復もさらに明確化するほか、賃金にも改善の動きが出てくるため、個人消費の自律的回復の動きも次第に現れてくるとみられる。また、雇用・所得環境の改善などを背景に、住宅投資も緩やかに回復していくと考えられる。

## ■ 金融環境

世界的な金融危機を背景に大きく低下したわが国の金融資本市場の機能は昨年中に大幅に改善し、金融面での動きが実体経済を制約する状況は、解消に向かった。最近では、わが国の金融環境は、緩和方向の動きを強めてきている。すなわち、コールレートがきわめて低い水準で推移し、ターム物レートも緩やかに低下する中、貸出金利などの企業の資金調達コストは、低下傾向が続いている。CP・社債市場では、良好な発行環境が続いており、低格付社債の発行環境にも改善の動きがみられている。また、金融機関の融資姿勢も、総じて緩和してきており、このため、企業からみた金融機関の貸出態度も、なお厳しいとする先が多いものの、改善している。先行きについても、わが国金融システムが全体として安定性を維持する中、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考えられる。企業の資金調達環境の改善に加え、企業収益や実体経済の回復を背景に低金利の持つ景気刺激効果が強まり、国内民間需要の自律的な回復を後押しすると期待される。一方、資金需要面をみると、企業収益の回復に伴いキャッシュフローが増加することに加え、これまで手許資金を潤沢に積み上げてきたこともあり、企業の外部資金に対する需要は弱い状態が続くと見込まれる。こうしたもとで、設備投資の回復が本格化するまでは、企業の資金繰りの改善と、銀行貸出やCP発行残高の減少とが、並存していく可能性が高い。この間、中小企業を巡る金融環境は、企業業績の改善が大企業に比べ遅れる傾向があるため厳しさが残るものの、緩和方向の動きが続くと考えられる。

### (物価情勢の見通し)

消費者物価は、前年における国際商品市況高の反動を主因に、昨年夏場にかけて、前年比下落幅が拡大した。その後、国際商品市況の影響が徐々に薄れていくに伴い、消費者物価の前年比下落幅は縮小に転じている。

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、……。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、低下基調を続ける可能性が高いが、雇用・賃金の回復が見込まれる見通し期間の後半には、その低下幅は縮小していくとみられる。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おらず、見通し期間においても安定的に推移すると想定している。国際商品市況は、このところ、新興国・資源国の力強い成長などを背景に、振れを伴いながらも持続的に上昇してきている。先行きも、新興国・資源国の力強い成長が続くことなどを背景に、国際商品市況は、緩やかに上昇することを想定している。

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改善や国際商品市況の動向などを反映し、……。

消費者物価指数（除く生鮮食品、以下同）についてみると、中長期的な予想物価上昇率が安定的に推移するとの想定のもと、マクロ的な需給バランスが徐々に改善することなどから、……<sup>3</sup>。

### (上振れ・下振れ要因)

---

<sup>3</sup> 2010年度の消費者物価指数については、前年比を1年間大きく押し下げる要因となる高校授業料の影響を除いている。物価の基調的な動きを判断する上では、こうした制度変更に伴う1年限りの前年比変動要因を、取り除いてみるのが適当である。

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。こうした見通しに対する上振れまたは下振れ要因としては、以下のような点に注意する必要がある。

第1に、新興国・資源国経済の動向である。新興国・資源国では、自律的な成長力の強さに加え、これまでの拡張的なマクロ経済政策の効果などから、内需を中心に力強い成長が続いている。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の継続は、これらの国に対する資本流入を促し、この面からも実体経済を後押ししているとみられる。これら新興国・資源国の成長を背景に、国際商品市況も上昇基調にある。こうした新興国・資源国経済が想定以上に強まった場合、輸出の増加を通じて、わが国経済は上振れることになる。ただし、これらの国については、今後のマクロ経済政策運営次第では、景気が過熱するリスクも小さくない。この場合、わが国の輸出がさらに上振れる一方、資源価格の上昇に伴う交易条件の悪化が、わが国の国内民間需要に対する下押し要因となる可能性もある。また、新興国や資源国における行き過ぎた経済・金融活動の急激な巻き戻しが発生する場合、資産価格の大幅な下落や実体経済面での深い調整が発生するリスクもある。

第2に、先進国経済の動向である。米欧諸国では、バランスシート調整が続いており、銀行貸出は弱めの動きとなっている。信用仲介機能が円滑に働かない状態が長引く場合、金融面から経済活動に対する下押し圧力が続く可能性がある。また、わが国を含めた先進各国における様々な政策の帰趨とその影響にも留意する必要がある。民間需要の自律的回復力が弱い状況で、拡張的なマクロ経済政策が修正される場合、その方法や程度によっては景気が下振れるリスクがある。一方、民間需要の自律的回復力が高まっていく中で、緩和的な金融環境が長期間維持されると、経済活動や物価の振幅が大きくなる可能性がある。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高まってこない可能性にも留意する必要がある。

第3に、国際金融面での様々な動きである。わが国を含め、先進各国は、これまで大規模な財政政策を実施してきた。この結果、公的債務残高は増加してきている。こうした状況の下で、中長期的な財政の見通しに対する市場の評価次第では、長期金利の大幅な変動など金融資本市場への悪影響を通じて、実体経済が下押しされるリスクがある。また、金融セクターに関する今後の規制・監督の内容次第では、金融機関の行動や金融資本市場を通じて、実体経済が影響を受ける可能性がある。更に、米欧におけるバランスシート調整の帰趨や、新興国・資源国経済の動向が、国際金融資本市場に大幅な変動をもたらすリスクも考えられる。

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、世界経済に関する中長期的な成長期待が維持される中で、海外経済の回復を背景に、設備投資も緩やかに持ち直すことを想定している。このところ、大企業を中心に、新興国・資源国の需要を積極的に取り込むために、これらの国々向けの製品開発に乗り出す動きや、国際的な分業を念頭に、高付加価値品に特化するといった動きもみられている。こうした動きが強まる場合、企業の中長期的な成長期待が高まり、輸出や設備投資を中心に景気が上振れる要因となる。ただし、経済全体でみた生産性の向上など様々な中長期的な課題への対応が進まない場合には、国内需要の成長に対する見方が更に下振れる可能性もある。その場合には、新興国への投融資が増加する一方、内需関連企業を中心に設備投資が抑制されるとともに、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、家計支出が下振れるリスクもある。

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・下振れ要因が顕在化した場合、

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織り込むような事態が生じた場合には、実際の物価も、賃金とともに下落幅を拡大するリスクがある。第2に、輸入物価の動向が挙げられる。原油をはじめとする一次産品の価格動向には上下両方向に不確実性が大きい。特に、新興国・資源国の成長が予想以上に強い場合には、一次産品価格が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。第3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きく変動する場合には、資本ストックの陳腐化や削減などから、経済の供給能力は低下している可能性がある。この場合、最近時点まで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。

#### (金融政策運営)

日本銀行は、金融面から経済を下支えするため、積極的な金融緩和措置を実施してきた。すなわち、政策金利を0.1%にまで引き下げてきたほか、やや長めの金利の低下を促すため、昨年12月に固定金利方式の共通担保資金供給オペレーション（固定金利オペ）を導入し、本年3月には固定金利オペを大幅に増額した。これら一連の措置により、コールレートはきわめて低い水準で推移しているほか、ターム物金利や貸出金利も低下傾向が続いている。この間、企業収益や実体経済は改善してきており、低金利の持

つ景気刺激効果は強まってきている。

以下では、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する<sup>4</sup>。

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、……。物価面では、中長期的な予想物価上昇率が安定的に推移するとの想定のもと、マクロ的な需給バランスが徐々に改善することなどから、……。こうした動きが持続すれば、……。

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・資源国の経済の強まりなど上振れ要因がある一方で、国際金融面での動きなど下振れリスクもある。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。

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考えである。日本銀行は、日本経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰することがきわめて重要な課題であると認識している。そのために、中央銀行としての貢献を粘り強く続けていく方針である。

---

<sup>4</sup> 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。「中長期的な物価安定の理解」について、本年も点検を行った結果、「中長期的な物価安定の理解」は、「消費者物価指数の前年比で2%以下のプラスの領域にあり、委員の大勢は1%程度を中心と考えている」となった。〈P・・・昨年12月と同じ文章を掲載〉

(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	~ <>	-5.2	-1.6P
1月時点の見通し	-2.5~-2.5 <-2.5>	-5.3~-5.2 <-5.3>	-1.5~-1.5 <-1.5>
2010年度	~ <>	~ <>	~ <>
1月時点の見通し	+1.2~+1.4 <+1.3>	-0.5~-0.4 <-0.5>	-0.6~-0.5 <-0.5>
2011年度	~ <>	~ <>	~ <>
1月時点の見通し	+1.7~+2.4 <+2.1>	-0.5~ 0.0 <-0.4>	-0.3~-0.1 <-0.2>

(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) 2009年度について、実質GDPは政策委員の見通し。国内企業物価指数と消費者物価指数(除く生鮮食品)は実績値。

(注4) 2010年度の消費者物価指数については、前年比を1年間大きく押し下げる要因となる高校授業料の影響を除いている。高校授業料については、消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比を0.5%程度押し下げると試算される。

(注5) 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	~	-5.2	-1.6P
1月時点の見通し	-2.6~-2.3	-5.5~-5.0	-1.6~-1.5
2010年度	~	~	~
1月時点の見通し	+1.0~+1.5	-0.9~-0.4	-0.7~-0.4
2011年度	~	~	~
1月時点の見通し	+1.6~+2.5	-0.5~+0.2	-0.3~ 0.0

(参考2)

## リスク・バランス・チャート

## 【背景説明】

### 1. 2009年度の経済・物価・金融情勢

#### (経済動向)

2009年度のわが国経済を振り返ると(図表1)、内外における各種対策の効果などから、年度前半に下げ止まり、年度後半にかけては持ち直しの動きを続ける展開となった。ただし、設備や雇用の過剰が大きいもので、国内民間需要の自律的回復力の弱さは残った。

やや詳しくみると、公共投資は、2008年度補正予算の執行や、2009年度当初予算の前倒し執行を反映して、2008年度後半から2009年度初にかけて増加した。しかし、その後は減少に転じた。実質輸出は、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、増加を続けた(図表2)。実質輸入も、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、はっきりと増加した。企業収益は、生産の増加や人件費の抑制などにより、回復傾向をたどった(図表3(1))。年度前半まで大幅に落ち込んだ設備投資も、生産の増加や収益の回復などを背景に、年度後半は概ね下げ止まった(図表3(2))。この間、雇用面をみると、労働力調査の雇用者数は減少を続けた(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となった(図表4(2))。特別給与も、企業収益の落ち込みを背景に、大幅に減少した。これらの結果、雇用者所得は大幅に減少した(図表4(3))。ただし、雇用調整助成金の拡充などの効果もあって、雇用者数の減少幅は、経済活動の落ち込みに比べると緩やかなものとなった。また、年度の終わり頃には、雇用や賃金の減少ペースは緩

やかになり、所定外給与は前年比プラスに転じた。このように、雇用・所得環境は厳しい状況が続いたが、年度末にかけては改善の動きもみられ始めた。そうした中で、個人消費は、各種対策に刺激された耐久財消費を中心に、持ち直した（図表5(1)）。消費者コンフィデンスは、極端に悪化した水準から、ある程度ははっきりした回復がみられた（図表5(2)）。住宅投資は、厳しい雇用・所得環境や、マンションの在庫調整などから、年度前半は減少を続けた。しかし、物件価格の調整がある程度進み、在庫水準も首都圏を中心に低下したことなどから、年度末にかけて概ね下げ止まった（図表6）。

以上の内外需要の動向を背景に、鉱工業生産は、増加を続けた（図表7）<sup>1</sup>。前年比を業種別にみると、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、年度末にかけて減少から増加に転じた。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。全産業活動指数の前年比をみると（図表8）、年度末にかけて、製造業は増加に転じたほか、非製造業の減少幅もはっきりと縮小した。このような景気展開のもとで、企業の業況感は、ある程度の広がりを伴いつつ、改善を続けた（前掲図表3(1)）。

実質GDPをみると、2009年度の実質成長率は-2%台前半で着地したとみられる。これは、昨年10月の「経済・物価情勢の展望」（展望レポート）や本年1月の中間評価における見通しと比べて、幾分上振れている。その要因として、①新興国・資源国の好調を主因に世界経済が上振れたこと、②各種対策の効果により耐久財消費が予想以上に強まった

---

<sup>1</sup> 生産水準は、ピーク時（2008年1～3月）に比べて、一時期は7割を割り込む水準まで落ち込んだが、2009年度の終わり頃には8割強の水準まで持ち直した。

こと、などが挙げられる。

以上のような実体経済動向を反映し、労働や設備の稼働状況は、低水準ながら改善に向かった（図表9）。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、2009年6月調査では過去最大の過剰超となったが、2010年3月調査では過去の景気ボトム時よりも過剰超幅は小さくなった。また、マクロ的な需給ギャップの推計値も、マイナス幅が着実に縮小した<sup>2</sup>。

### （物価動向）

物価面をみると、前年における国際商品市況高の反動を主因に、いったん下落幅が拡大したあと、その影響が徐々に薄れるに伴い、消費者段階を含め、物価の下落幅が縮小する展開となった。国内企業物価の前年比は、2009年8月に-8.5%まで下落したが、その後は下落幅がはっきりと縮小した（図表10(1)）。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比については、2009年8月に-2.4%まで下落幅が拡大したあと、2010年に入ると-1%程度まで下落幅が縮小した（図表10(3)）<sup>3</sup>。食料・エネルギーを除くベースでみると、消費者物価の前年比は、2009年12月～2010年1月に-1.2%まで下落幅が拡大したが、下落幅の拡大に歯止めがかかりつつある（図表11(1)）。消費者の節約志向は根強いものの、マクロ的な

---

<sup>2</sup> 1～3月の需給ギャップは、マイナス幅がさらに幾分縮小したとみられるが、なお大幅なマイナスとなっているのは確実とみられる。過去のボトムを上回る水準まで改善している短観の加重平均DIと比べると、需給ギャップの推計値はマイナス幅が大きい。この点、需給ギャップの推計値については、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についても、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。

<sup>3</sup> 消費者物価指数の最近の内訳をみると、石油製品が前年比上昇に転じているほか、それ以外の財やサービスについても、前年比下落幅の拡大に歯止めがかかりつつある（図表11(2)(3)）。



需給バランスの緩やかな改善の影響が、タイムラグを伴いながら、物価面に及びつつあるとみられる。

2009年度全体としては、概ね昨年10月の展望レポートや本年1月の中間評価の見通しに沿って、国内企業物価は前年比-5.2%となり、消費者物価（除く生鮮食品）は同-1.6%（P）となった。

### （金融市場動向）

2009年春以降、世界的に金融システム不安が後退するとともに、各国の景況感も底打ちから改善に転じたことなどを背景に、国際金融資本市場には改善の動きが広がった。米欧短期金融市場では、2009年初にかけて大幅に低下していた銀行間レートの対短期国債スプレッドは、リーマンブラザーズ破綻前を下回る水準にまで、一段と低下した（図表12(1)）。また、社債市場では、投資家のリスク・アペタイトが回復する中で、社債の信用スプレッドは夏場にかけて大幅に縮小し、その後も緩やかな縮小傾向を辿った（図表12(2)）。国際金融資本市場に改善の動きが広がったことから、各国で実施していた米ドル資金供給オペレーションは、2010年2月初めに完了となったほか、金融危機に対応して米欧で導入された各種の措置も、順次、完了となった（図表13）。もっとも、米欧では、失業率が高止まりし、実体経済の持ち直しも緩やかであると見込まれたことから、政策金利については、引き続き、低い水準が維持された（図表14(1)）。新興国・資源国では、通貨の上昇やソブリン・リスク・プレミアムの低下など、金融環境が改善を続けた。こうした中、実体経済や物価が上振れてきていることから、幾つかの国では、金融政策を引き締めに変換する動きがみられた（図表14(2)）。

2009年末頃からは、ドバイ政府系企業の債務繰り延べ問題の表面化、金

融規制を巡る動き、更には、一部先進諸国の財政問題への懸念から、国際金融資本市場では、不安定な動きがみられた。2009年度後半以降、ギリシャ等一部の国の財政状況に対する懸念を背景に、長期金利やクレジット・デフォルト・スワップ・プレミアムは大幅に上昇した（図表 15）。2010年2月頃からは、ギリシャの財政再建策の公表などを受けて、財政問題への懸念が幾分和らぎ、ギリシャ等の長期金利やクレジット・デフォルト・スワップ・プレミアムはやや低下したが、その後、再び上昇に転じた。

わが国の金融資本市場では、国際金融資本市場が安定化に向かう中で、各種市場の機能が改善に向かうとともに、ターム物を中心に市場金利は低下した。2009年入り後、コールレートはきわめて低い水準で推移したほか、ターム物レートは低下を続けた（図表 16(1)）。2009年12月には、金融緩和の一段の強化を図るために、日本銀行は、固定金利方式の共通担保資金供給オペレーション（固定金利オペ）を導入した（図表 16(2)）。また、2010年3月には、固定金利オペによる資金供給額を大幅に増額した。こうした措置を受け、ターム物レートは低下を続けた。この間、先行きの短期金利に対する市場の見方は、低金利が当面続く見通しとなった（図表 17）。

わが国の長期金利は、中期ゾーンにかけては、ターム物レートの低下などを受けて、緩やかな低下傾向を辿った。一方、10年物については、振れを伴いながらも、横ばい圏内での動きとなった（図表 18）。わが国の株価は、景況感の改善につれて、各国の株価と同様に上昇傾向を辿り、外国人投資家の買越し額は増加した（図表 19）。為替相場は、2009年入り後、一旦円安に動いたものの、その後、円高となった。2009年末頃からは、緩やかな円安となった（図表 20）。

#### （金融環境）

わが国の金融環境は、日本銀行による各種措置の効果などから、2009年春頃からは、CP・社債市場を中心に改善の動きが広がった。CP市場では、信用スプレッドが低下する中で、CPの発行環境も、大幅に改善した(図表 21(1)(2))。このようなCP市場の改善を背景に、日本銀行に対するCP売却希望額も、2009年3月入り後は、買入予定額を大幅に下回る状況が続いた(図表 21(3))。社債市場においても、信用スプレッドが低下する中で、社債発行が大幅に増加するなど、市場機能は改善した(図表 22(1)(2))。社債市場の改善に伴い、日本銀行に対する社債売却希望額も減少した(図表 22(3))。このように、CP・社債市場の機能が回復し、企業金融を巡る環境が改善してきたことから、日本銀行は、2009年10月に、①CP・社債の買入れを12月末に完了すること、②企業金融支援特別オペを2010年3月末に完了すること、を公表した(図表 23)。その後も、CP・社債市場の環境は改善を続け、CP・社債の買入れと企業金融支援特別オペは、予定通り完了した。コールレートは、きわめて低い水準で推移する中、ターム物レートの低下などを反映し、貸出金利や企業の資金調達コストも低下傾向が続いた(図表 24(1))。实体经济活動や企業収益との対比でみると、低金利の緩和効果はなお減殺されている面があるものの、その度合いは、企業収益の改善などを反映して低下した(図表 25)。

資金供給面では、金融機関の融資姿勢は総じて緩和し、企業からみた金融機関の貸出態度も、なお厳しいとする先が多いものの、改善が続いた(図表 26(1))。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たほか、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、2008年後半から2009年初めにかけて、CP・社債市場からの振り替りや手許資金積み

増しの動きなどから、銀行貸出は著増した（前掲図表 24(2)）。2009 年度後半には、CP・社債市場の機能が大幅に改善する中、企業の資金需要が後退したことや、一部に手許資金取り崩しの動きがみられた。こうしたもとで、前年における著増の反動もあって、銀行貸出は減少に転じた。企業の資金繰りをみると、中小企業ではなお厳しいとする先が多いものの、これらも含め全体として緩和方向の動きが続いた（前掲図表 26(2)）。この間、マネーストック（M2）の前年比は、2～3%台半ばの伸びで推移した（前掲図表 24(3)）。

地価は、都市部・地方圏とも引き続き下落した。2010 年の地価公示（1 月 1 日時点）をみると、東京、大阪、名古屋の三大都市圏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 27）。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縮小した<sup>4</sup>。

## 2. 2010～2011 年度の経済・物価の見通し

### （経済・物価見通し）

2010～2011 年度の景気展開についてみると、各種対策の効果は薄れてくるものの、新興国・資源国が高成長を維持することに加え、国内民間需要の自律的回復力も徐々に高まってくるとみられることから、わが国経済は・・・。

すなわち、2010 年度は、各種対策の効果徐徐に減衰していくため、2009 年度後半に比べると、経済活動の勢いが一時的にやや鈍化することもありうる。もっとも、この間も、世界経済は新興国・資源国の力強い

---

<sup>4</sup> 地価公示および都道府県地価調査の共通地点における半期ベースの比較。

成長に支えられるため、輸出が増加を続けるほか、企業収益の回復を背景に、企業の設備投資も持ち直しに向かう可能性が高い。家計部門では、耐久財消費を支えてきた各種対策の効果が、年度後半に剥落する。しかし、企業活動の活発化が雇用・所得環境の改善にも徐々に波及していくほか、子ども手当の支給等を通じた政策面での下支えもあって、個人消費の持ち直し基調自体が途切れるには至らないと考えられる。このため、2010年度のわが国の成長率は、・・・。

2011年度についてみると、新興国・資源国経済が順調に拡大を続け、先進国における各種の調整も次第に進んでいくことから、海外経済の成長率は高まっていくと予想される。わが国経済についても、設備や雇用の過剰が縮小して、国内民間需要の自律的回復力も高まってくるため、・・・。

以上の見通しを年度ベースの実質GDP成長率で示すと、2010年度・・・、2011年度・・・と想定される。こうした見通しを昨年10月の展望レポートや本年1月の中間評価における見通しと比べると、・・・。

以上の経済の動きを貯蓄投資バランスの観点からみると（図表28）、2009年度以降、一般政府の大幅な赤字が続くものの、企業や家計のコンフィデンスが十分に回復しないため、民間部門は大幅な貯蓄超過で推移すると考えられる。全体としては後者が前者を幾分上回るため、それと表裏の関係にある経常収支は黒字で推移し、かつ、黒字幅は緩やかに拡大すると予想される。

先行きの物価を取り巻く環境をみると、マクロ的な需給バランスは、潜在成長率を上回る成長が続くもとで、徐々に改善していくと想定される。ユニット・レーバークスト（実質GDP1単位当たりの人件費）は、今後、低下していく可能性が高い（図表29）。これは、景気回復期に

通常みられる労働生産性の上昇や、企業の根強い人件費抑制姿勢によるものである。ただし、ユニット・レーバ・コストの減少幅は、雇用者報酬の回復が見込まれる見通し期間の後半には、縮小していくとみられる。この間、中長期的な予想物価上昇率については、見通し期間においても安定的に推移すると想定される。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 30)、「今後1年間の予想インフレ率」は、一昨年夏に前年比+1%程度まで高まった。しかし、その後は、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したことなどを反映して、0%を幾分下回る水準で推移している。一方、「今後5年間の予想インフレ率」は、多少の変動はあるが、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。国際商品市況は、このところ、新興国・資源国の高成長などを背景に、振れを伴いながらも持続的に上昇してきている(図表 31)。先行きについては、上下両方向に不確実性があるが、新興国・資源国の力強い成長が続くことなどを背景に、緩やかに上昇することを想定している。

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改善や国際商品市況の上昇などを反映し、……。消費者物価指数(除く生鮮食品)についてみると、2009年度-1.6%(P)となったあと、中長期的な予想物価上昇率が安定的に推移するもとで、マクロ的な需給バランスの改善や国際商品市況の上昇を反映して、……。<sup>5</sup>。こうした見通しを昨年10月の

---

<sup>5</sup> 2010年度の消費者物価指数(除く生鮮食品)については、前年比を1年間大きく押し下げる要因となる高校授業料の影響を除いている。4月30日に速報が公表された東京の4月の消費者物価指数を踏まえると、公立高等学校にかかる授業料の不徴収および高等学校等就学支援金の支給は、両者合わせて、2010年度の消費者物価(全国、除く生

展望レポートや本年1月の中間評価における見通しと比べると、国内企業物価指数については、……。消費者物価指数については、……。

以上のような経済・物価情勢を踏まえると、名目所得についても、見通し期間の後半にかけて、……。<sup>6</sup>。

以下、こうした経済・物価見通しについて、個別項目ごとに補足する。

#### (輸出・生産を取り巻く環境)

海外経済については、新興国・資源国を中心に、昨年10月展望レポートや本年1月中間評価において想定していたよりも、強めの展開となっている(図表32)。このため、足もとのわが国の輸出は上振れて推移している。

新興国・資源国では、これまでの拡張的なマクロ経済政策の効果に加えて、生産・所得・支出の好循環メカニズムが働き始めており、先行きも内需を中心に力強い成長を続けるとみられる。世界経済全体としても、こうした国・地域に牽引されるかたちで、見通し期間を通じて、回復を続ける可能性が高い。年度ごとにみると、2010年度については、米欧におけるバランスシート調整の影響が続く中、在庫復元のカや需要刺激策の効果の減衰から、2009年度後半と比べると回復のペースは鈍化していくとみられる。2011年度については、新興国・資源国が、適切なマクロ経済政策運営のもとで持続可能な成長経路をたどるとともに、米欧においても、民間需要の自律的回復力が強まってくるため、世界経済は高め

---

鮮)を0.5%ポイント程度、押し下げると見込まれる。なお、今回の制度変更のように、物価変動に対して短期的に大きな影響を与える品目については、その影響を取り除くことによって、物価の基調を判断していくことが重要である。詳細については、BOX1を参照。

<sup>6</sup> 名目値と実質値の関係についてはBOX2を参照。

の成長率を維持すると想定される。

わが国からの輸出についてみると、中国をはじめとする新興国向けが牽引するかたちで、2009年初をボトムに急回復している（図表33）。中国向けは既にリーマン・ショック前のピークを大きく上回っており、NIEs+ASEAN4向けも概ねピーク水準に復しつつある。一方、米欧向けについては、ある程度回復しているが、水準はなお低い。財別にみると、まず情報関連がV字回復したあと、最近では資本財・部品の回復が明確になりつつある。自動車関連では、東アジア向けは好調であるが、米欧向けは、在庫調整完了や購入支援策によって回復したあとは、横ばい圏内の動きとなっている。先行きの輸出については、海外経済が回復を続けるもとで増加を続け、見通し期間の終わりである2011年度末頃の水準は、2007年度末頃のピーク並みの水準に達する可能性が高いと考えられる。

海外経済に関する上記のシナリオについては、上振れ・下振れ双方の可能性もある。まず、米欧諸国については、下振れの可能性を引き続き意識しておく必要がある。米欧に共通する背景として、金融システムが実体経済を支える力が引き続き弱いことが挙げられる。また、米国や英国などでは、家計部門のバランスシート調整の進捗に伴い、支出抑制傾向が長く続くことも、リスク要因と考えられる。欧州の一部の国では、財政赤字問題が成長の制約になりえることも懸念される。さらに、こうした米欧における問題を背景に、国際金融資本市場が不安定化する懸念も払拭されていない。ただし、民間需要の自律的回復力が高まってもなお、緩和的な金融環境が長期間維持されるような場合には、経済活動や物価の振幅が大きくなる可能性もある。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高まってこない可能性もある。



他方、新興国・資源国経済では、自律的な成長力の強さに加え、これまでの拡張的なマクロ経済政策の効果などから、内需を中心に力強い成長が続いている。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の継続は、新興国・資源国に対する資本流入を促し、この面からも実体経済を後押ししているとみられる。こうした新興国・資源国における最終需要や生産活動の強さが、幅広く派生需要を生み出し、世界経済に上振れをもたらす可能性がある。この場合、輸出の増加を通じて、わが国経済の上振れ要因となる。ただし、これらの国については、今後のマクロ経済政策運営次第では、景気が過熱するリスクも小さくない。この場合、わが国の輸出がさらに上振れる一方、資源価格の上昇に伴う交易条件の悪化が、わが国の国内民間需要に対する下押し要因となる可能性もある。資源価格を中心に世界的なインフレ圧力が高まる場合には、世界経済の回復持続は阻害されることになる。行き過ぎた経済・金融活動は、いずれその巻き戻しを通じて、資産価格の下落や実体経済の調整を引き起こすリスクがある。

国内面をみると、エコカー、エコ家電等に対する購入支援策が予想以上の効果をもたらし、個人消費全体でも持ち直しの動きが続いている（図表 34(1)）<sup>7</sup>。もっとも、2010年4～6月以降については、購入支援策が耐久財消費を追加的に押し上げる力は、減衰していくとみられる。一方で、後述の通り、個人消費の自律的回復力が強まるには、なお時間を要すると考えられる。このため、2010年度中の耐久財消費は、持ち直しの動きが頭打ちとなっていくとみられる。とりわけ、エコカー補助終

---

<sup>7</sup> 耐久財の購入に最も寄与したのは、世帯主が50歳以上の世帯である（図表 34(2)）。中高年齢層は、金融資産の保有残高も平均的には大きいことから、雇用・賃金情勢悪化の影響を相対的に受けにくい。そうした中で、耐久財の購入支援策が、とくに高齢層に対して大きな効果をもったと考えられる。

了直後の10～12月には、自動車販売の反動減が、場合によってはかなりの規模で生じる可能性がある。ただし、そうした反動減が、個人消費全体を一時的に弱める可能性は高いものの、それによって個人消費の持ち直し基調そのものが途切れるとは考えにくい。その理由として、①エコカーとエコ家電で支援の終了期限がずれていること（それぞれ2010年9月末、2010年12月末）、②テレビについてはその後も2011年度夏までの地上デジタルテレビ放送対応需要が残ること、③子ども手当の支給等を通じた政策面での下支えに加えて、雇用・所得環境も徐々に厳しさが和らいでいくこと、などが挙げられる。

上記の輸出、耐久消費財販売の動向を受けて、鉱工業生産は、1～3月まではっきりした増加を続けたあと、増加テンポは緩やかになっていき、エコカー補助が完了する2010年10～12月には一時的に弱めの動きがみられる可能性がある。しかし、その後は、輸出、内需がともに増加するもとで増加を続け、見通し期間の終わり頃には、2007年度末頃のピークを幾分下回る水準まで回復すると予想される。

なお、こうした輸出・生産の見通しは、過去のトレンドを上回るような急速な海外生産シフトは生じない、ということ为前提にしている。この点、多くの企業が、アジア地域の需要の取り込みを経営戦略の柱に挙げており、リーマン・ショック以降かなり減少した海外設備投資は、この先、国内設備投資よりも勢い良く回復すると見込まれる(図表35(1))。ただし、海外設備投資比率の上昇は、これまでも趨勢的にみられてきた現象であり、今回特有のものではない。海外生産比率をみても、やはり中長期的な上昇トレンドがあり、かつその循環的な変動についても、円高になると海外生産比率が急上昇する、といった関係が明確に観察されるわけではない(図表35(2))。

むしろ、過去の海外需要拡大局面では、海外生産と国内生産がともに拡大する、という正の相関関係がはっきりとみられた。そうした内外生産の補完的な関係が維持されてきたのは、国境を越えた分業構造が不断に進化してきたためでもある。すなわち、わが国の製造業は、コモディティー化した製品や地産地消のメリットが大きい製品の海外生産化を進める一方、高い技術力を要する製品については、海外需要も取り込んで、国内生産での対応を続けてきた。そうした実績に裏付けられた日本企業の適応力を踏まえて、今回も、内外分業の高度化に伴う国内拠点の役割が、前向きに再構築されていくと想定している。もっとも、今回は、米欧から新興国への需要シフトがかつてないスピードで生じると見込まれるだけに、その点についての不確実性は大きい。

なお、「グローバル需要の取り込み」という観点からは、海外からの直接投資収益など、所得収支の動きも注目される。この点、わが国の所得収支は黒字幅が近年拡大しており、それには直接投資収益受取の増加も貢献している（図表 36）。ただし、最も大きな黒字を稼いでいるのは、証券投資収益である。また、直接投資収益受取のGDP比率も、他国に比べると小さい。さらに、わが国の所得収支は、GDP比率でみたグロスの支払いが、他国に比べて極端に少ない。これは、海外資本のわが国への流入が、証券投資、直接投資を問わずきわめて限定的であるためである。グローバルな分業による資源配分の効率性という観点からは、「収支」そのものよりも「グロスの投資額・取引額」が重要であると考えられる。その点におけるグローバル化の遅れは、日本経済の成長機会を狭めている可能性がある。

#### （企業の収益環境と支出行動）

企業部門についてみると、収益は回復を続けている。法人企業統計に

より企業の損益分岐点をみると(図表 37)、人件費をはじめとするコストの削減から大幅に低下している。このため、売上高は製造業でピーク比 20%強低く、非製造業で 15%強低いにもかかわらず、収益ははっきりと回復し始めている。もっとも、企業のコスト削減努力は、内需に対する下押し圧力ともなるため、非製造業や中小企業、とりわけ零細・個人企業の売上高を、抑制する要因になる。先行き、製造業では、世界経済の回復が維持されるもとの、生産の増加基調を背景に、収益は回復を続けると見込まれる。一方、内需関連企業の収益も改善を続けるとみられるが、企業のコスト削減姿勢の根強さや、家計部門の回復の緩やかさなどを考えると、業績の改善は相対的に遅れる可能性が高い。このため、企業部門全体の前向きな行動が強まるには、なお相応の時間を要すると考えられる。

設備投資は、生産の増加や企業収益の回復に伴い、既に水準を大きく切り下げている製造業を中心に、持ち直す可能性が高い(図表 38)。資本ストックと設備投資の関係からみても、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る(図表 39)。ただし、2010 年度中の増加は小幅なものにとどまり、はっきりした増加となるのは 2011 年度と考えられる。

ここで最近の設備投資の足取りを確認すると、既に明確化しつつあるキャッシュ・フローの改善に比べれば、かなり弱めである(図表 40(1))。類似の現象は 1990 年代以降の景気回復初期に、とりわけ製造業ではしばしばみられている。ちなみに、キャッシュ・フローに対する設備投資の比率をとってみると、業界需要に関する先行き 5 年間の期待成長率と、高い相関があることがわかる(図表 40(2))。すなわち、近年は、景気後退のたびに中長期的な成長期待の下方シフトが起りやすくなってきて

おり、そのため景気回復の初期段階では、キャッシュ・フローが改善しても設備投資がすぐには回復しない。今回の景気後退においても、やはり中長期の成長期待が幾分低下しているため、今暫くの間、キャッシュ・フローの改善の割には、設備投資の持ち直しは緩やかなものにとどまると考えられる。しかし、2011年度頃になると、キャッシュ・フロー自体がさらに改善するほか、稼働率の上昇とともに設備の過剰感も薄れてくるため、設備投資の増加傾向はより明確になると予想される。

こうした見通しについて、現時点ではなお、上下両方向の不確実性が大きい。例えば、グローバル需要が増加を続け、その取り込みへの手応えが強まれば、企業の中長期的な成長期待が上振れ、設備投資の回復は早期に明確化していく可能性もある。一方、経済全体でみた生産性の向上など様々な中長期的な課題への対応が進まない場合には、国内需要の成長に対する見方が更に下振れ、新興国・資源国への投融資は増えても、国内投資は抑制された状態が続く可能性もある。

#### (雇用・所得環境と家計の支出行動)

雇用・所得環境は、高水準の失業率や、雇用者報酬の減少など、厳しい状況が続いている。もっとも、生産の増加などを背景に、雇用・所得環境の厳しさも、最近は幾分和らいできている。すなわち、所定外労働時間が増加を続けているほか、有効求人倍率も緩やかに上昇し、失業率も昨年夏の水準からみれば既に低下してきている。ただし、景気が落ち込んだ大きさと比べて、経済活動水準の上昇が当面なお限定的とみられることを踏まえると、雇用・賃金の調整圧力は暫く残ると考えられる。

労働需給について確認するため、労働生産性の動きをみると（図表41(1)(2)）、とりわけ就業者一人当たりでみた場合の労働生産性は、足も

となお、過去のトレンドをかなり下回っている<sup>8</sup>。これは、需要の大きさに比べて、就業者数がなお余剰であることを表している。この点は、短観の雇用判断DIが、なおかなりの「過剰超」であることとも整合的である。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、企業はまず労働時間の一段の増加や効率改善で対応する一方、雇用については抑制を続ける可能性が高い。このため、失業率も、当面は高止まりを続け、見通し期間を通じてごく緩やかな低下傾向をたどると考えられる（図表 41(3)）。

この間、一人当たり賃金は、企業収益の落ち込みや労働時間の削減などを背景に、大幅に低下した。もっとも、最近では、労働時間の増加を反映して、低下の度合いが小さくなってきている。先行きについては、企業収益や労働時間の回復が、賃金を押し上げる方向に働くとみられる。ただし、経済活動の水準は低く、雇用過剰感が依然として強いことから、雇用・賃金の調整圧力はなお働き続ける可能性が高い。労働分配率をみると（図表 42）、最近のピーク対比では低下してきているが、2004～2007年頃の水準に比べればなおかなり高い<sup>9</sup>。こうした水準感からみて、労働分配率は先行きも緩やかな低下傾向を続けると予想される。

なお、今回の景気後退期における雇用・賃金調整を日本・米国・ドイ

---

<sup>8</sup> もちろん、労働生産性のトレンドは幅をもってみる必要がある。例えば、最近では、生産の増加が続く中でも製造業の雇用減少が続く一方、もともと繁忙感の強い医療・福祉などでは雇用の増加が目立っている。こうした労働集約的なサービスのウェイトが構造的に高まる過程では、マクロ的な労働生産性のトレンドが緩やかになるため、雇用者数の回復は早まることになる。

<sup>9</sup> 労働分配率の動きを法人季報とSNAで比較すると、法人季報ベースの方は、景気後退局面における上がり方が激しかったために、その後の減少も大幅となっている。ただ、足もとの水準感を過去の水準との相対的な関係で評価すると、法人季報ベースもSNAベースも、①1990年頃からの長期平均近辺までは低下しているが、②前回の景気拡大期の低位安定水準に比べればなお2%ポイント前後高い、という点で概ね一致している。

ツの3か国で比較すると、日本とドイツは労働時間の調整が大きく、米国は雇用者数での調整が大きい(図表43(1)(2))。この間、時間あたり賃金の過去2年程度の動きをみると、日本と米国は伸び率が低下傾向にあった一方、ドイツの伸び率はいったんかなり上昇したために、均して横ばい圏内となっている(図表43(3))。これら全体としての人件費の調整度合いをユニット・レーバ・コストでみると、日本と米国は足もとかなり低下しているという点で類似しており、ドイツは高止まりしている(図表43(4))。

個人消費は、厳しい雇用・所得環境が続いているものの、各種対策の効果などから耐久消費財を中心に持ち直している。今後、対策の終了に伴い耐久財消費に反動減が発生するため、2010年度中には、消費の回復ペースが一時的にやや鈍化するとみられる。一方、2011年度については、企業活動が活発化するにつれて、雇用者報酬が徐々に増加へと向かうため、個人消費の自律的回復の動きも次第に現れてくると考えられる。

まず、家計の所得形成を確認すると(図表44(1))、雇用者報酬は、2009年度に大きく減少したあと、次第に減少幅が縮小してきている。もっとも、2009年度は雇用者報酬こそ大幅に減少したが、①消費者物価が大幅に低下し、②定額給付金や補助金等も大きかったため、実質可処分所得は増加したとみられる。しかも、その補助金が、③耐久財消費において異時点間の代替効果、すなわち、需要の先取り効果をもたらす性格のものであった。これらを踏まえると、2009年度の個人消費は、一時的な要因によってかなり支えられていた可能性が高い。それに比べると、2010年度は、雇用者報酬の減少幅縮小や、子ども手当の半額支給等を織り込んでも、実質可処分所得の伸び率は、むしろ低下する可能性が高い。このことに加えて、耐久財消費は、対策の反動から持ち直しの動きが頭打

ちとなっていくとみられる。

以上の見通しを消費性向でみると、見通し期間中を通じて幾分低下するという予想になる（図表 44(2)）。これは、雇用者報酬の伸びが鈍く、将来にわたっての期待所得があまり高まらないもとでは、所得移転によって可処分所得が増加しても、そのうち貯蓄に回る分が少なくないと考えられるためである<sup>10</sup>。また、大幅な財政赤字などを背景にした将来への不安も、消費性向を低下させる方向で働く可能性がある。日本の家計貯蓄率は、高齢化の進展を背景に、中長期的には低下傾向にあるが、上記消費性向と表裏の関係にあるため、見通し期間中は幾分上昇する可能性が高い。

こうした個人消費の見通しには、上振れ・下振れ双方の可能性もある。仮に、雇用・所得環境の厳しさが長引き、将来に対する閉塞感も強まるような場合には、消費性向は上記の予想からさらに下振れる可能性が高まる。他方、企業による潜在的な家計需要の掘り起こしが奏効する場合や、株価の持ち直しが明確化する場合などには、消費性向が上振れる可能性もある。

住宅投資は、2009 年度中に下げ止まったとみられ、2010 年度上期からは緩やかな増加に転じると予想される。先行指標である新設住宅着工戸数をみると、2009 年 7～9 月をボトムに持ち直している。こうした動きの背景についてみると、分譲マンションの価格調整が進んでおり（前掲図表 6(2)）、各種の政策支援とあいまって、ペントアップ・デマンドが顕在化しやすい環境が徐々に整いつつある。在庫の調整も、近畿圏ではやや遅れているが、首都圏ではかなり進んできている（前掲図表 6(3)）。

---

<sup>10</sup> 子ども手当の限界消費性向は、様々な機関の調査やアンケートなどでは、3～5割程度の可能性が高い、との結果が示されている。



こうしたもとで、新規供給へ向けた用地取得等の動きは、大手業者を中心に、徐々に広がりつつある。もっとも、厳しい雇用・所得環境が続くもとで、新築ではなく、中古住宅やリフォームを選択する世帯も増えている。この点も踏まえると、住宅投資の増加ペースは、緩やかなものにとどまると考えられる。

#### (物価変動を取り巻く環境)

最近の消費者段階の物価環境をみると、消費者の節約意識が根強く続いており、企業間の価格競争は激しい。ただ、景気の持ち直しや、国際商品市況の上昇を背景に、仕入価格判断D I、販売価格判断D Iは、ともに下げ止まりつつある(図表 45)。家計調査の購入単価をみても、一頃のように下落幅が急ピッチで拡大する状況ではなくなっている(図表 46)<sup>11</sup>。そうしたもとで、消費者物価(除く生鮮食品)の実績は、概ね10月展望レポートや1月中間評価時の見通しに沿って推移している。

先行きについては、高校授業料の影響を除けば、下落幅が緩やかに縮小していくと予想される<sup>12</sup>。これは、基本的には、中長期的な予想物価上昇率が安定していると想定されるもとで、需給ギャップが改善方向の動きを続けるとみられるためである(図表 47(1))。

物価見通しについては、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

---

<sup>11</sup> 購入単価は、家計調査の支出金額を購入数量で割って算出しており、この低下には、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。

<sup>12</sup> 前述の通り、物価の基調的な動きを判断する上では、こうした制度変更に伴う1年限りの前年比変動要因を、取り除いてみるのが適当である。

る。今回の見通しでは、中長期的な予想物価上昇率がプラスで安定的に推移し、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、上記の見通しが上振れる可能性もある。

第2に、輸入物価を巡る不確実性がある。国際商品市況は、2008年末にかけて大きく下落したあと、2009年央にかけて反発した。その後も、振れを伴いながらも持続的に上昇してきている。先行きについては、世界経済の回復のペースが前回拡大期に比べれば緩やかであることを踏まえ、国際商品市況の上昇も緩やかなものとなると想定している。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。特に、新興国・資源国の成長が予想以上に強い場合には、一次産品価格が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さう。

第3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きく変動する場合には、資本ストックの陳腐化や削減などから、経済の供給能力が低下している可能性がある。この場合、最近時点まで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、景気が回復傾向を辿る過程では、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。一方、近年

におけるフィリップス曲線の傾きの緩やかさを踏まえれば(図表47(2))、需給ギャップの計測誤差は、中長期の予想物価上昇率を巡る不確実性ほど、大きな問題ではないと考えることもできる<sup>13</sup>。このほかに、マクロ的な需給バランスの変化に対する物価の変動の度合いについても、不確実性があることには留意する必要がある。

以 上

---

<sup>13</sup> このほか、留意点として、消費者物価指数の基準改定がある。すなわち、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。したがって、指数が2010年基準に切り替わった段階で、遡及改定の対象となる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。なお、2010年基準への改定時期は、通常どおりなら、2011年夏頃と予想される。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。

## (BOX 1) 消費者物価の基調を判断する際の指標

中央銀行の目指す物価安定は、短期的・一時的な安定ではなく、中長期的に持続可能な物価安定である。この使命を達成するために、観測される物価指数の変動から、様々な一時的な攪乱要因の影響を取り除き、物価の基調的な変動を的確に見極めていく必要がある<sup>14</sup>。

### 1. 変動の大きい品目を除く場合

物価の基調的な動きをみるに当たっては、変動の大きい品目を予め特定し、そうした品目を除いた上で、物価指数の動きを分析することが考えられる。変動の大きい品目としては、例えば、天候に価格が左右されやすい生鮮食品が挙げられる。日本の消費者物価指数では、こうした振れの大きい生鮮食品を除いた指数を総務省が公表している。また、国際商品市況の影響を受けやすいエネルギーや食料品の価格を除いた物価指数を用いる場合もある。

### 2. 一時的に大きな変動をする品目を除く場合

常に大きな変動をするわけでないが、一時的に大きく変動する品目を除くことによって物価の基調的な動きを捉えやすくなる場合がある。例えば、本年4月より実施される高校授業料の実質無償化が挙げられる。公立高校生のいる世帯に対しては、授業料を不徴収とするほか、私立高校生のいる世帯に対しては、国が就学支援金を支給することになる。こうした施策は、いずれも、「価格の引き下げ」として消費者物価指数で取り扱われることとなっている。こうした施策が実施されると、高校授業料の前年比は本年4月以降の1年間大きく下落することになるが、来年4月時点でゼロに戻るようになる。このように、制度変更によって一時的に大きな変動が予想される品目については、これらを予め除いた物価指数を作成し、その動きによって、物価の基調的な変動を把握することが可能となる。

### 3. 刈り込み平均指数を用いる場合

これまで説明したいずれの方法についても、大きな変動をもたらす品目を、

<sup>14</sup> 一時的な変動を除き物価の基調的な動きを捉える物価指標を「コア指標」と呼ぶ。

予め特定する必要がある。しかし、そうした品目が特定できない場合や、特定の品目を除外する際の恣意性を排除したい場合には、刈り込み平均という指標も利用されている<sup>15</sup>。刈り込み平均とは、個別品目ごとの物価上昇率を計算した上で、極端に上昇している品目や極端に下落している品目を控除し（＝刈り込み）、残った品目で新たに指数を作成するものである。刈り込み平均の動きをみると、消費者物価指数（総合）や消費者物価指数（除く生鮮食品）と比べて、変動が小さくなっている（BOX 1 図表(1)）。

いずれの指標が、基調的な物価変動をみる上で有益かどうかは、一時的な要因が特定出来るかどうかという観点に加え、それぞれの指標が実証的に有益かどうかという観点も重要である。実証的な観点からは、①総合指数の基調的な変動を捉えているか、②将来の総合指数の変動の方向性に関する情報を含んでいるか、という2つの評価基準が考えられる<sup>16</sup>。これらの評価基準に基づくと、総合的にみて、消費者物価指数（除く生鮮食品）と刈り込み平均のパフォーマンスが幾分高いとの結論が得られる（BOX 1 図表(2)）。

<sup>15</sup> 刈り込み平均の詳細については、白塚重典「消費者物価指数のコア指標」（日銀レビュー2006-J-7、2006年）、を参照。

<sup>16</sup> 詳しくは、白塚（2006年）を参照。

## (BOX 2) 名目値、実質値、物価

### 1. 名目値、実質値、物価の関係

家計は、自らの所得や資産の状況を踏まえて、購買活動を行っている。また、企業は、売上や収益、あるいはバランスシート<sup>17</sup>の状況を踏まえて、企業活動を行っている。これらの変数は、いずれも「名目値」である。

一方、経済活動の評価は、最終的には、各経済主体の「満足度合い（＝効用水準）」が高まったかどうか、という観点から評価すべきものである。こうした「満足度合い」を客観的に計測することは難しいが、近似的な方法として、各経済主体の消費量の大きさや購買力の高さが用いられる。これらは全て「実質値」である。「実質値」は、「名目値」から一般物価の変動の影響を取り除いたものである。もし、名目所得が10%上昇したとしても、物価が同時に10%上昇している場合には、自ら消費できる財の量や購買力は、何も変わらないことになり、自らの「満足度合い」も上昇しないことになる。したがって、家計の消費量や購買力を持続的に引き上げていくためには、実質値を持続的に引き上げていくことが必要となる。企業にとってみると、物価上昇によって販売価格は上昇するが、同時に、投入価格も上昇するため、物価上昇が企業収益の拡大につながるとは限らない。企業収益が拡大するには、付加価値の高い製商品の販売数量という「実質値」が拡大することが必要となる<sup>18</sup>。

<sup>17</sup> 借入の契約を行う場合、契約額は名目値で行われることになり、借入金や金利の返済額も名目値で決められている。もし、将来の名目所得が予期せぬ低下にみまわれた場合、借入金や利子の返済に支障をきたし、倒産といった事態に到る場合がある。こうしたルートを通じて経済に悪影響が及ぶことを、「負債デフレ（デット・デフレーション）の問題」と呼ぶ（この点については Fisher(1933)を参照。Fisher, Irving [1933], "The Debt-Deflation Theory of Great Depression," *Econometrica*, 1, pp.337-357.）。この他にも、「名目値」に関連する問題として「名目賃金の下方硬直性」が挙げられる。「名目賃金の下方硬直性」が存在する場合、景気悪化に伴う労働コストの削減が、名目賃金ではなく雇用者数で行われることで、失業が増加するというコストが発生する。もっとも、日本の場合、諸外国に比べて、名目賃金の柔軟性が高く、名目賃金の下方硬直性に伴うコストは、相対的に小さいと考えられる（前掲図表 43）。

<sup>18</sup> 企業収益と、実質成長率・物価との相関関係についてみると、企業収益と実質成長率は相関が高い一方、企業収益と物価の相関は相対的に低い（BOX 2 図表(1)）。

## 2. 景気循環における各変数の変動

物価の変動に大きな影響を与える要因は、①マクロ的な需給バランス、②輸入物価、③中長期的な予想物価上昇率、の3つが挙げられることが多い。このうち、マクロ的な需給バランスは、実質需要、すなわち実質GDPの変動から大きな影響を受ける。したがって、物価が持続的に高まっていくためには、実質GDPが持続的に高まっていく必要がある。

次に、物価とマクロ的な需給バランスの関係を統計的に確かめてみる（BOX 2 図表(2)）。図表に示されている通り、物価の変動は、マクロ的な需給バランスの変動に対して、日本の場合は、約1年程度遅れて動いている。マクロ的な需給バランスは、昨年春頃から改善してきているため、こうした統計的關係が今回の景気局面でも当てはまるとすれば、マクロ的な需給バランスの改善の影響は、今後、次第に物価面にも及んでくると考えられる。

こうした関係を前提とすると、景気回復の過程では、まず、実質値が上昇する。その後、物価も上昇することで、結果的に、名目値も改善するという経過を辿ることになる。

## 経済・物価情勢の展望（2010年4月） 参考計表

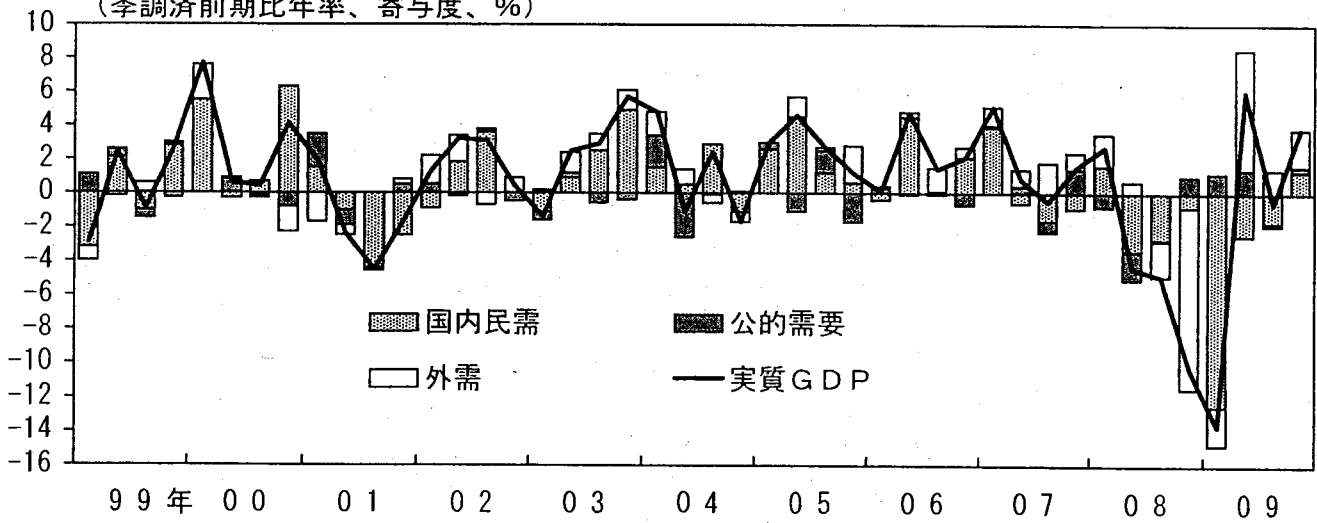
- |                         |                         |
|-------------------------|-------------------------|
| (図表 1) 実質GDPと景気動向指数     | (図表 34) 耐久財消費           |
| (図表 2) 輸出入              | (図表 35) 海外現地生産          |
| (図表 3) 企業収益と設備投資        | (図表 36) 対外収支            |
| (図表 4) 雇用者所得            | (図表 37) 損益分岐点と経常利益      |
| (図表 5) 個人消費             | (図表 38) 設備投資計画          |
| (図表 6) 住宅投資             | (図表 39) 資本ストック循環        |
| (図表 7) 鉱工業生産            | (図表 40) キャッシュ・フローと設備投資  |
| (図表 8) 全産業活動指数          | (図表 41) 労働生産性のトレンドと失業率  |
| (図表 9) 生産要素の稼働状況        | (図表 42) 労働分配率           |
| (図表 10) 物価              | (図表 43) 日米独の雇用・賃金調整     |
| (図表 11) 消費者物価           | (図表 44) 可処分所得と消費性向      |
| (図表 12) 主要国の信用スプレッド     | (図表 45) 販売価格と仕入価格       |
| (図表 13) 主要中央銀行が導入した主な措置 | (図表 46) 家計調査の購入単価と消費者物価 |
| (図表 14) 政策金利            | (図表 47) 需給ギャップとインフレ率    |
| (図表 15) ソブリン・リスク・プレミアム  | (BOX 1 図表)              |
| (図表 16) 短期金利            | 各種消費者物価指数の比較            |
| (図表 17) 先行きの金利に対する市場の予測 | (BOX 2 図表)              |
| (図表 18) 長期金利            | 名目値、実質値、物価の関係           |
| (図表 19) 株価              | (参考図表) 地域別の景気の総括判断      |
| (図表 20) 為替相場            | (地域経済報告)                |
| (図表 21) CP市場            |                         |
| (図表 22) 社債市場            |                         |
| (図表 23) 企業金融円滑化に向けた主な措置 |                         |
| (図表 24) 貸出・マネーストック      |                         |
| (図表 25) 金利水準と実体経済       |                         |
| (図表 26) 企業金融            |                         |
| (図表 27) 地価              |                         |
| (図表 28) 貯蓄投資バランス        |                         |
| (図表 29) 賃金と物価           |                         |
| (図表 30) 物価の先行きに対する見方    |                         |
| (図表 31) 商品市況            |                         |
| (図表 32) 海外経済            |                         |
| (図表 33) 地域別輸出           |                         |



# 実質GDPと景気動向指数

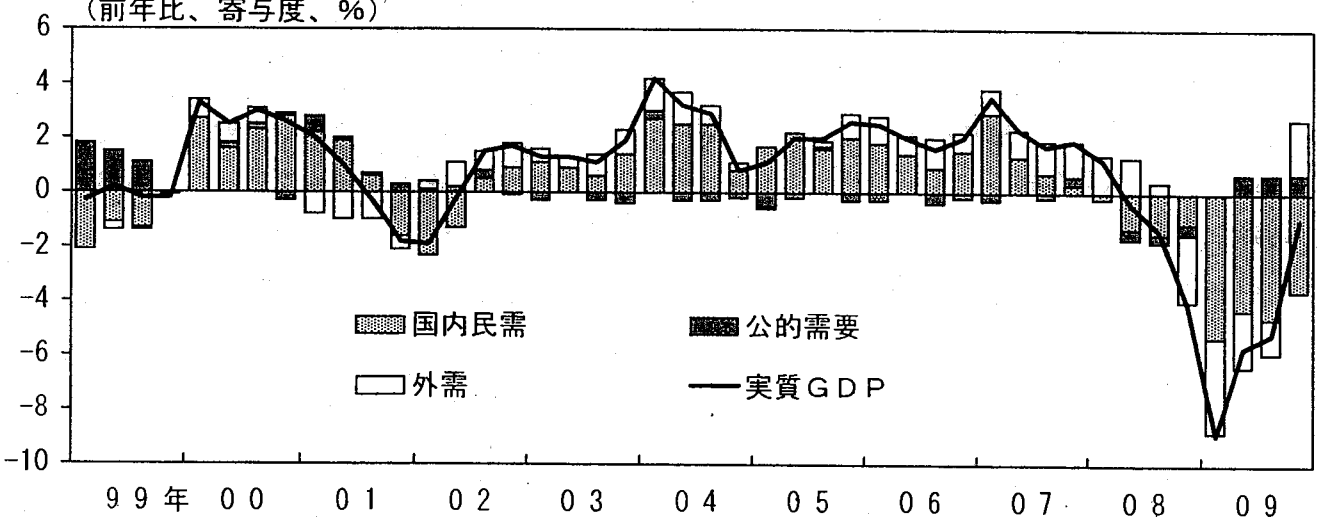
## (1) 実質GDP (前期比)

(季調済前期比年率、寄与度、%)



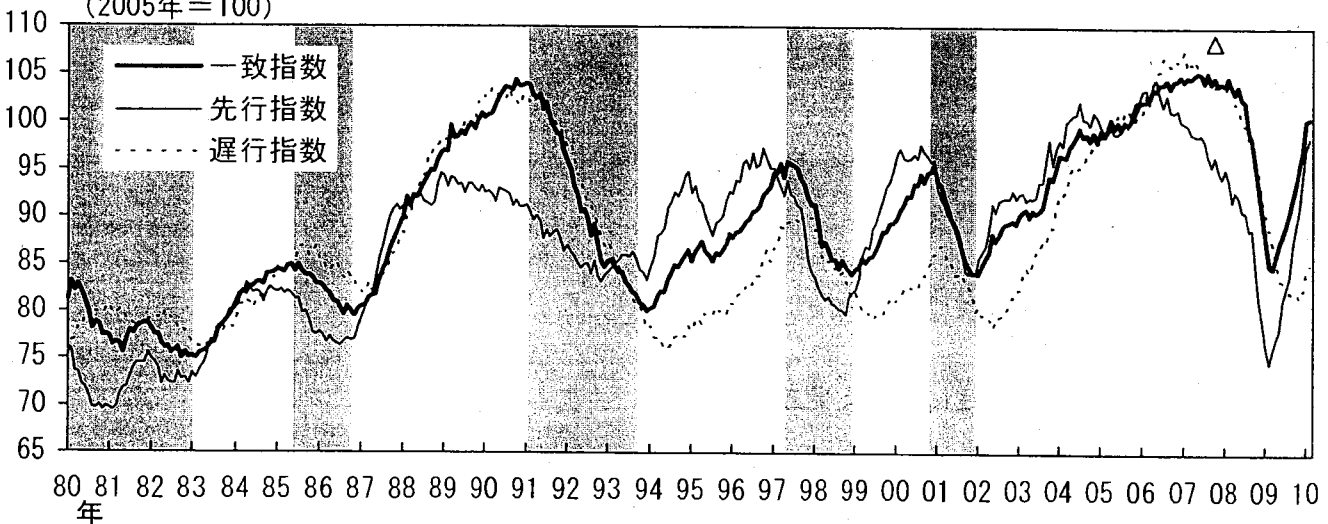
## (2) 実質GDP (前年比)

(前年比、寄与度、%)



## (3) 景気動向指数 (CI)

(2005年=100)



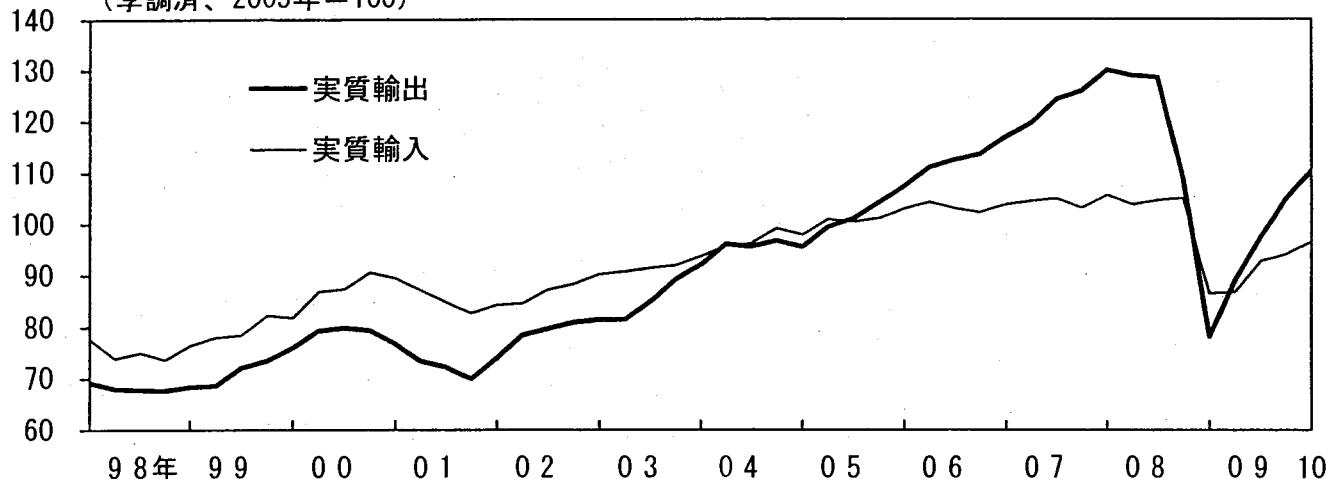
(注) シャド一部分は景気後退局面。△は直近の景気の山。

(資料) 内閣府「国民経済計算」「景気動向指数」

# 輸出入

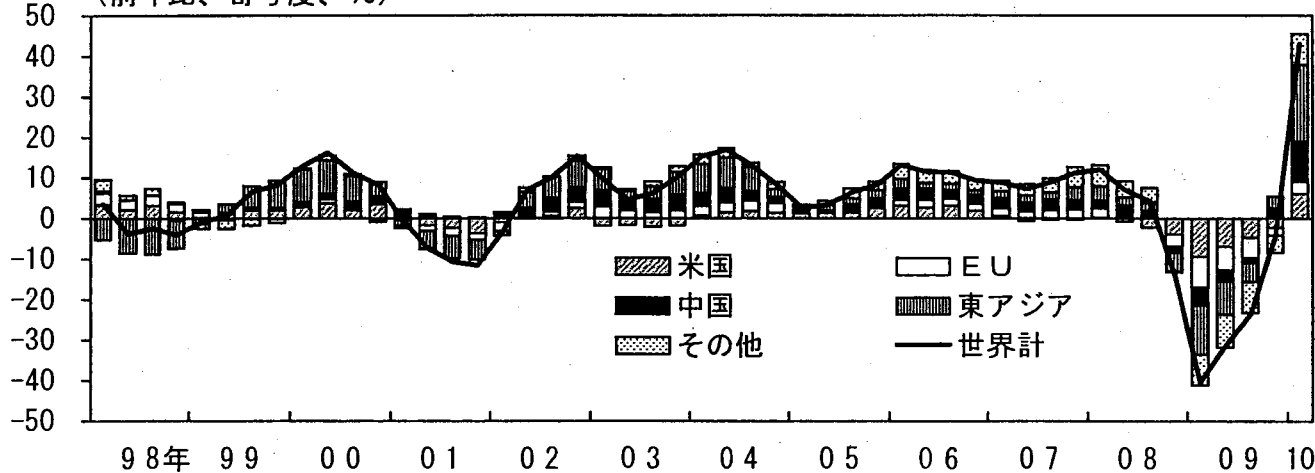
## (1) 実質輸出入

(季調済、2005年=100)



## (2) 実質輸出の地域別内訳

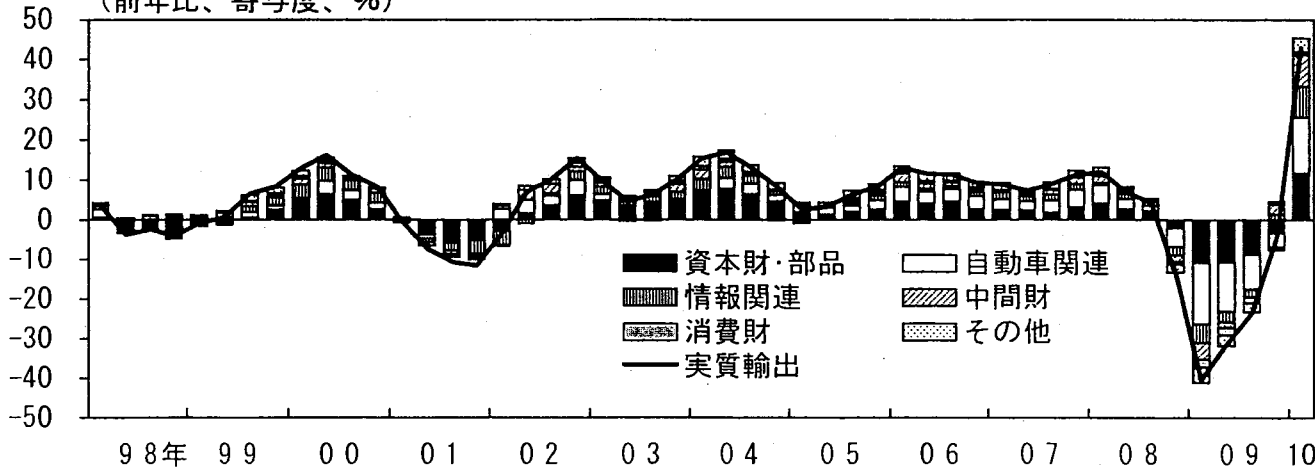
(前年比、寄与度、%)



(注) 東アジアはNIEsとASEAN4の合計。

## (3) 実質輸出の財別内訳

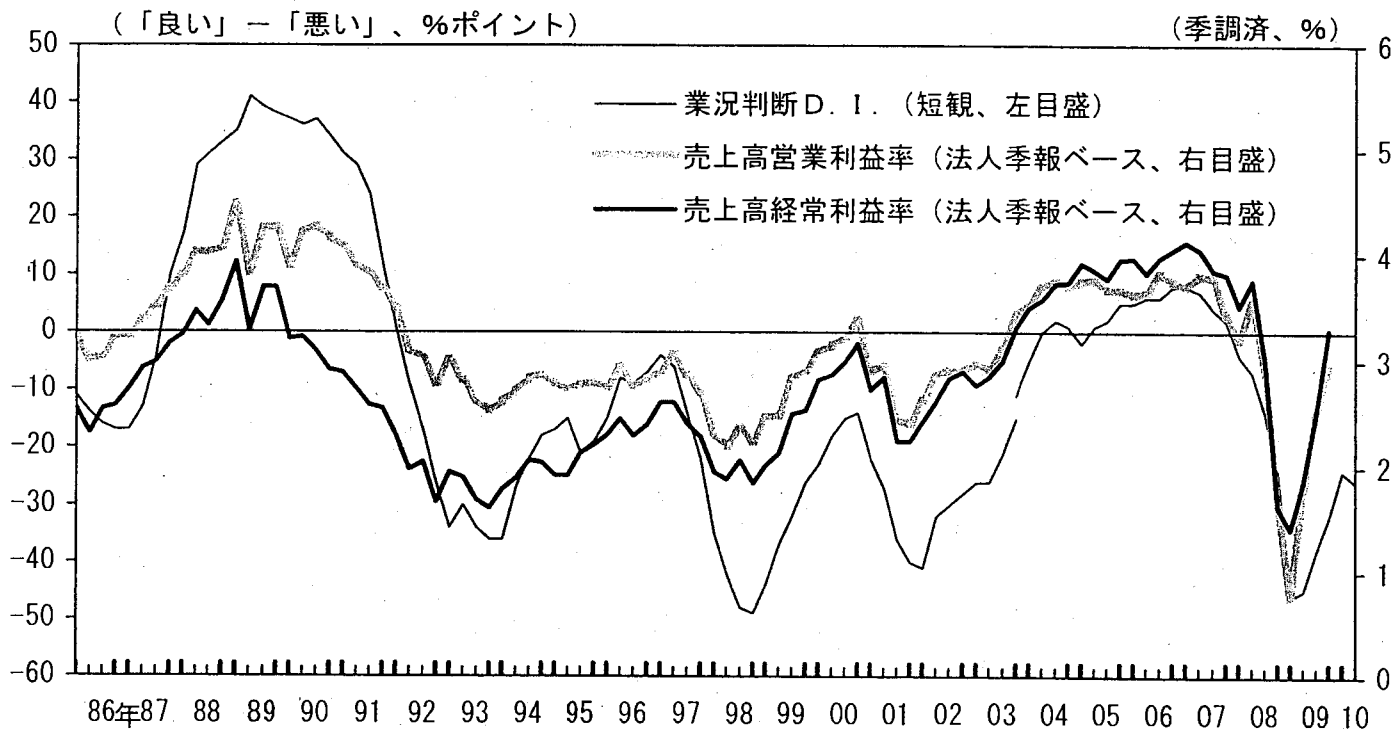
(前年比、寄与度、%)



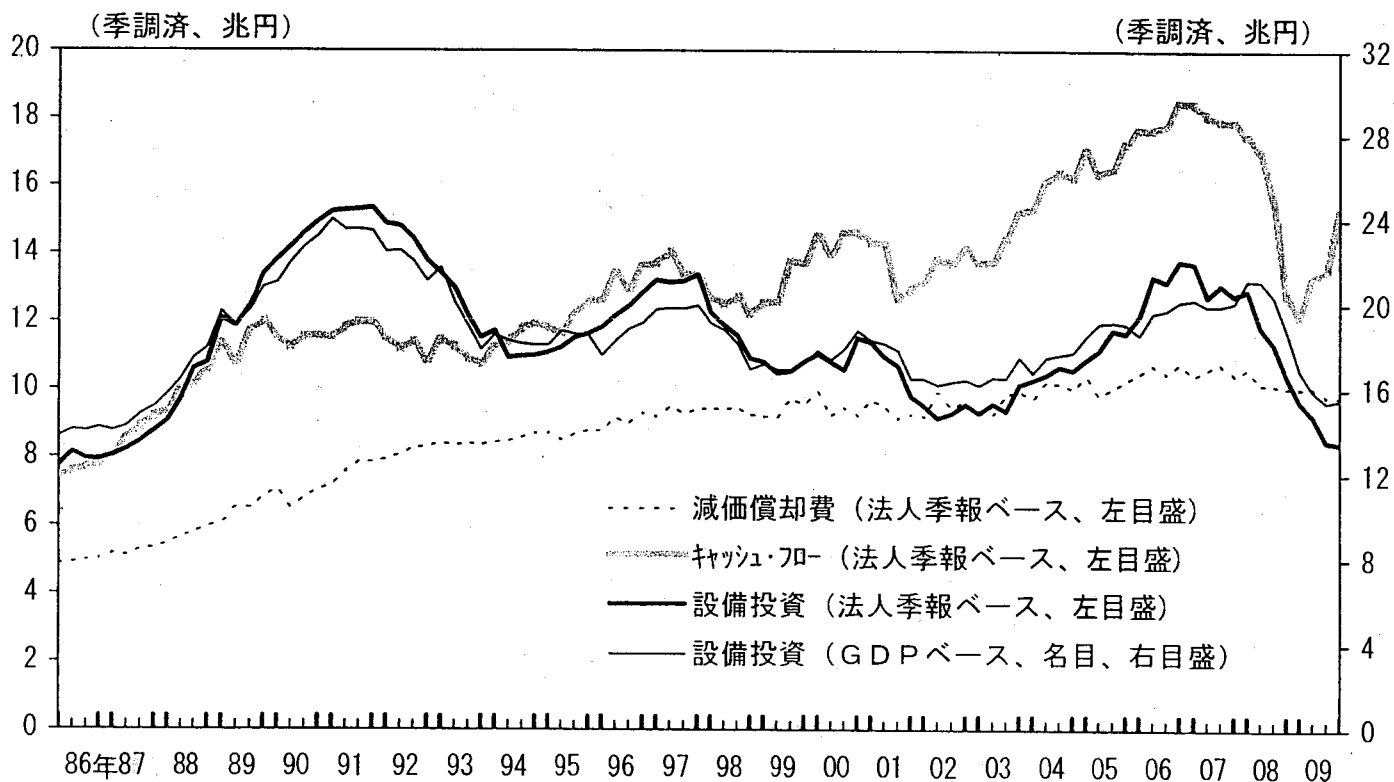
(資料) 財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」

# 企業収益と設備投資

## (1) 企業収益



## (2) 設備投資



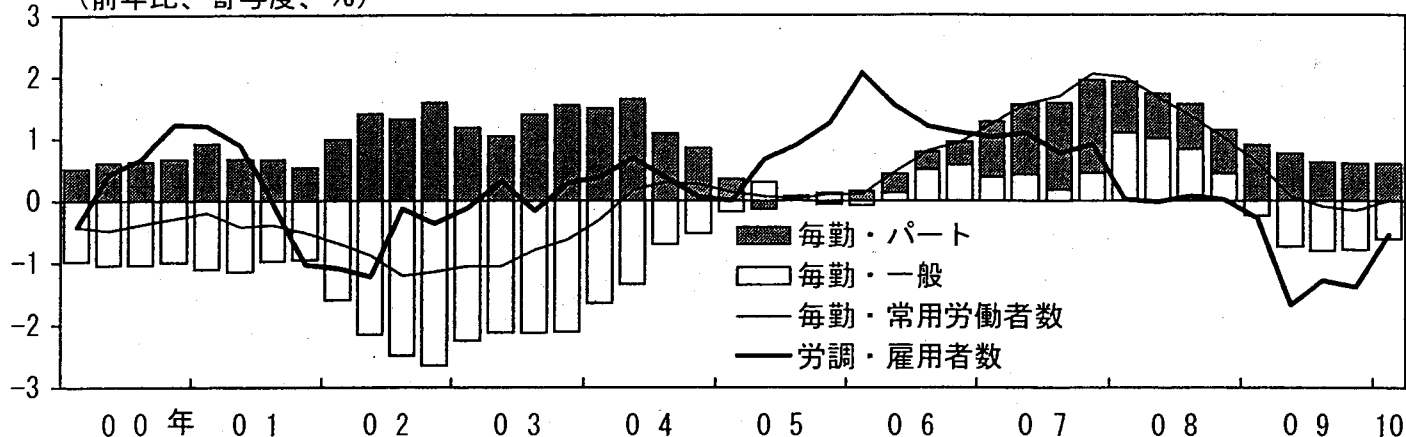
- (注) 1. 法人季報の計数は、全産業全規模合計。金融業、保険業を除く。  
2. 短観の計数は、全産業全規模合計。2010/2Qは、2010/3月調査時点の企業の予測値。  
3. 短観は2004/3月調査より見直しを実施。旧ベースは2003/12月調査まで、新ベースは2003/12月調査から。  
4.  $\text{キャッシュ・フロー} = \text{減価償却費} + \text{経常利益} / 2$

(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

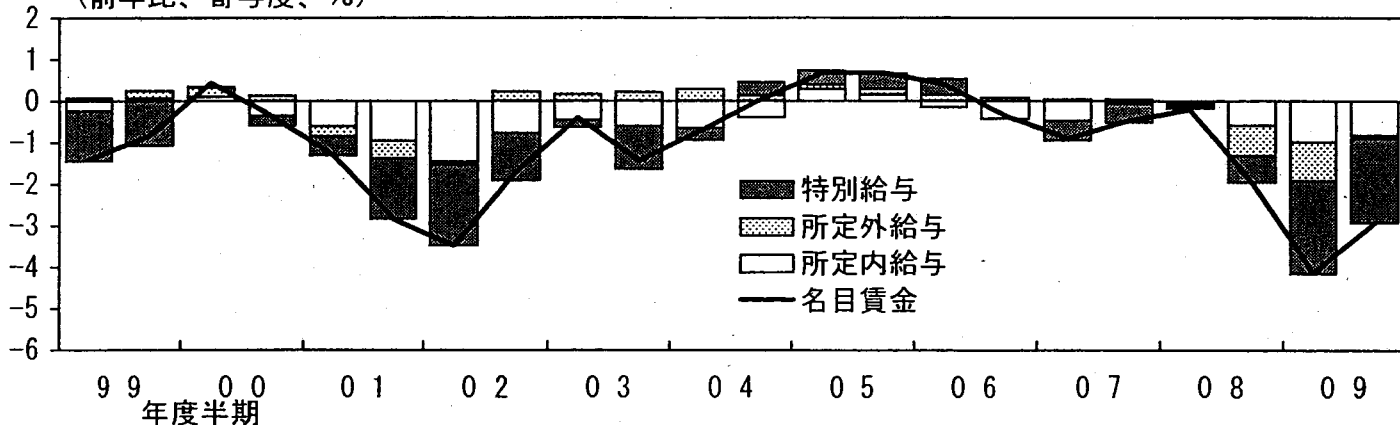
(前年比、寄与度、%)



(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. 2010/1Qは、1~2月の前年同期比。

## (2) 名目賃金

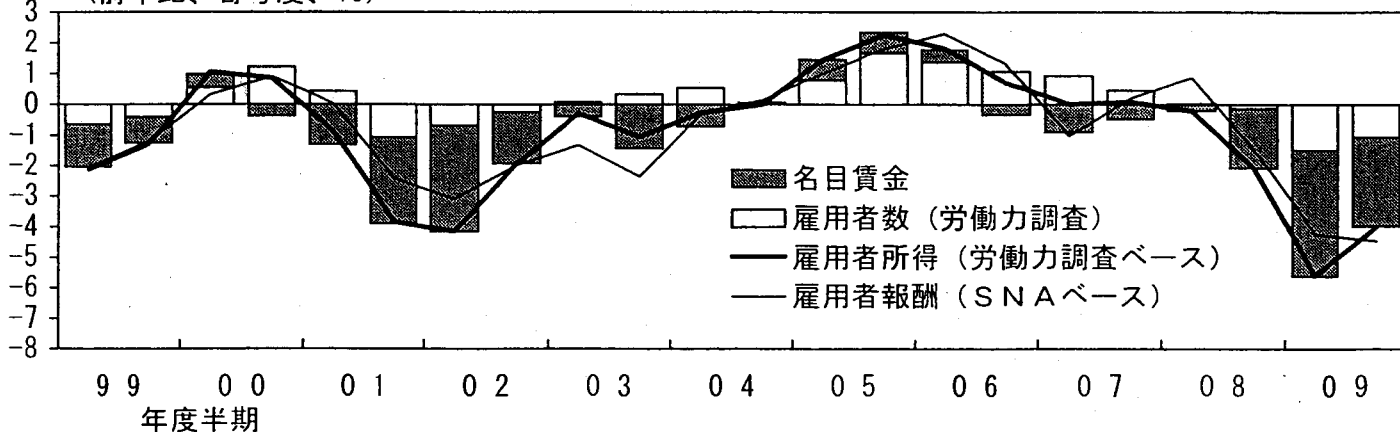
(前年比、寄与度、%)



(注) 2009年度下半期は、2009/10~2010/2月の前年同期比。

## (3) 雇用者所得

(前年比、寄与度、%)



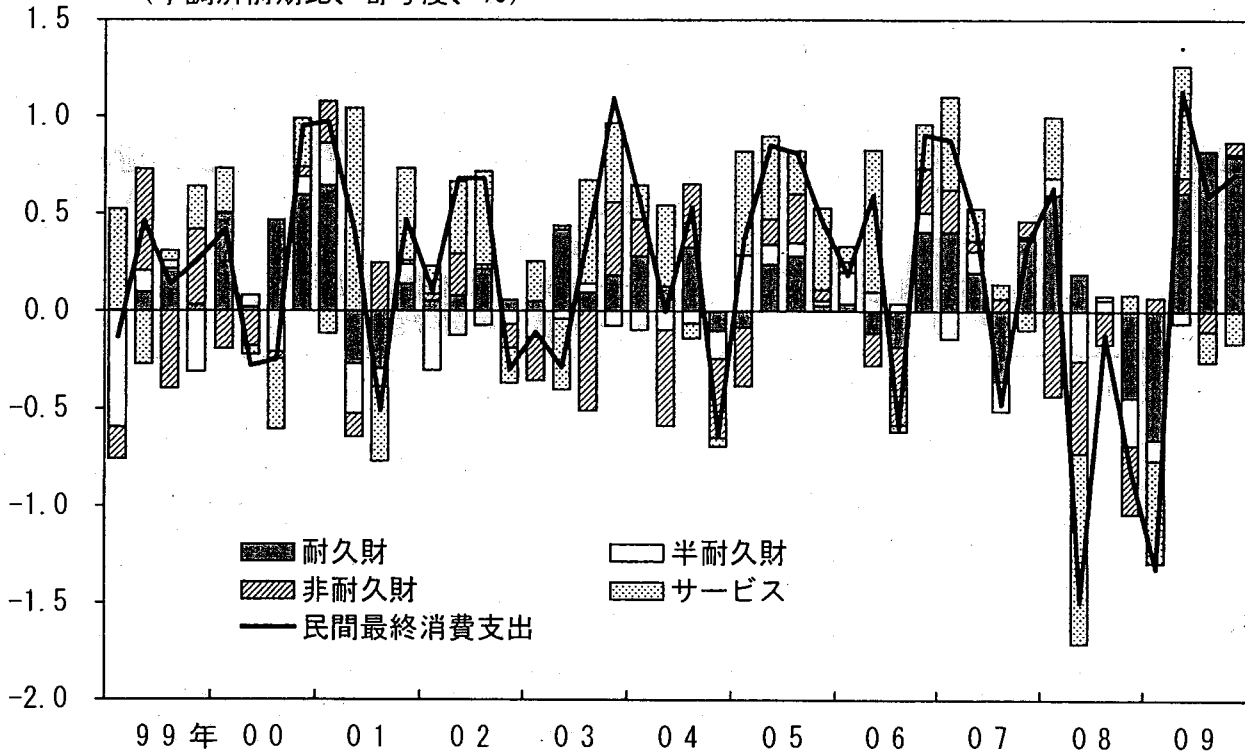
(注) 1. 2009年度下半期の雇用者報酬(SNAベース)は2009/4Qの値、それ以外は2009/10~2010/2月の前年同期比。  
 2. 雇用者所得(労働力調査ベース)は、雇用者数(労働力調査)×名目賃金(毎月勤労統計)で算出。

(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)

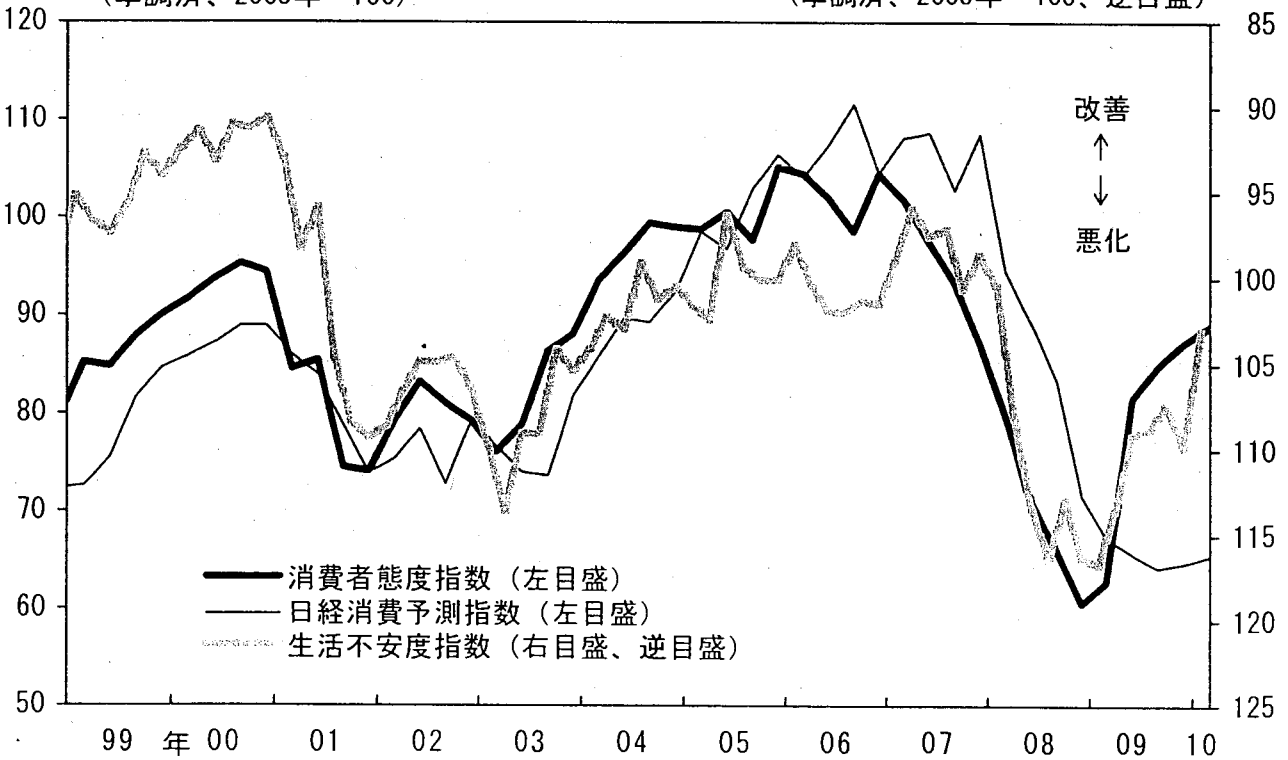
(季調済前期比、寄与度、%)



## (2) 消費者コンフィデンス指標

(季調済、2005年=100)

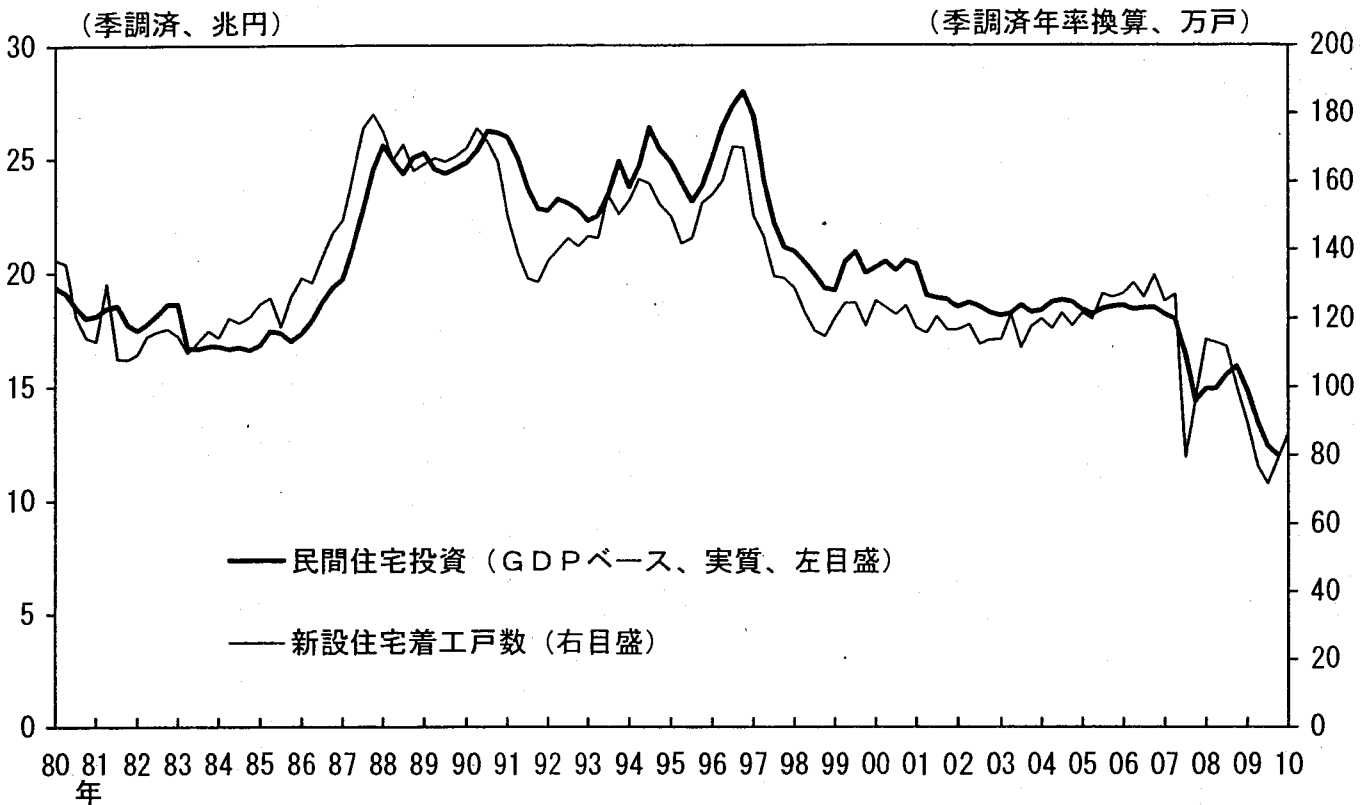
(季調済、2005年=100、逆目盛)



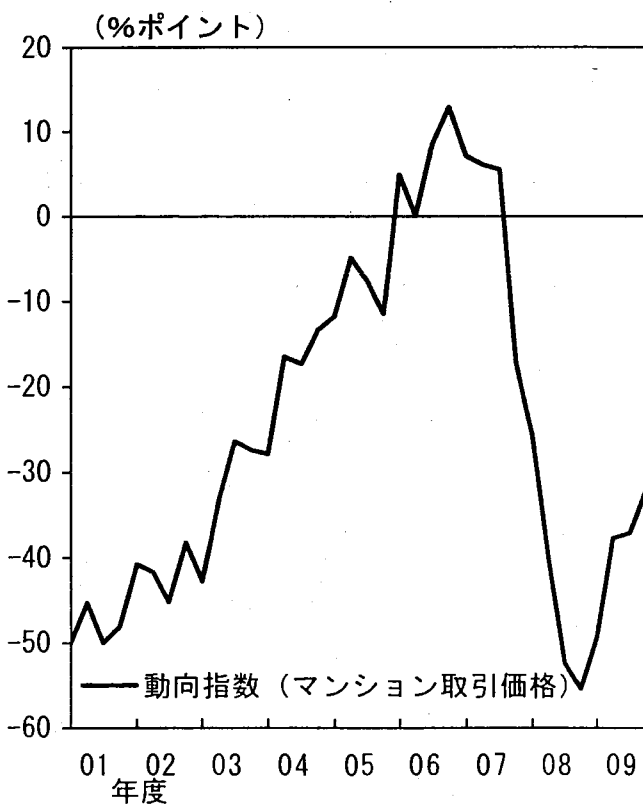
(資料) 内閣府「国民経済計算」「消費動向調査」、日本経済新聞社「日経消費予測指数」、日本リサーチ総合研究所「消費者心理調査」

# 住宅投資

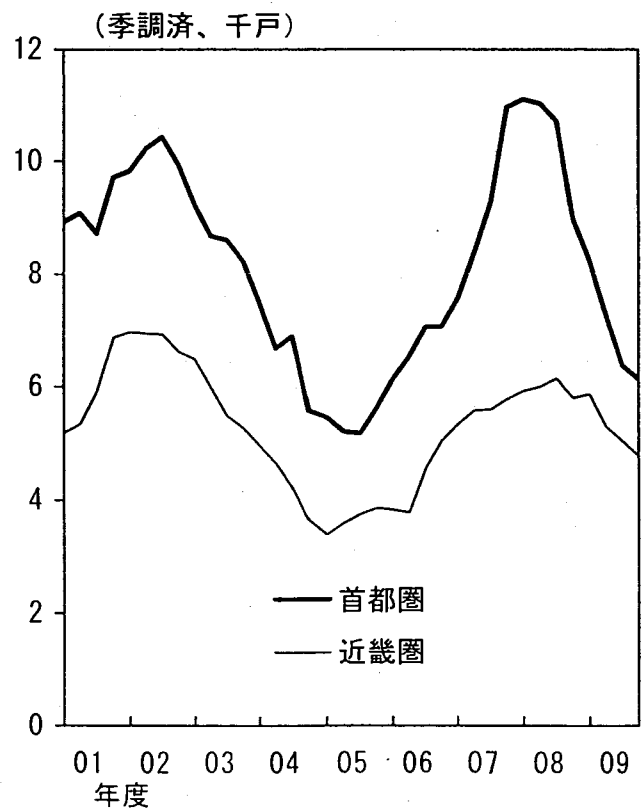
## (1) 新設住宅着工戸数と住宅投資



## (2) 不動産業業況等調査



## (3) マンション在庫戸数



(注) 1. 2010/1Qの新設住宅着工戸数は、1~2月の平均。

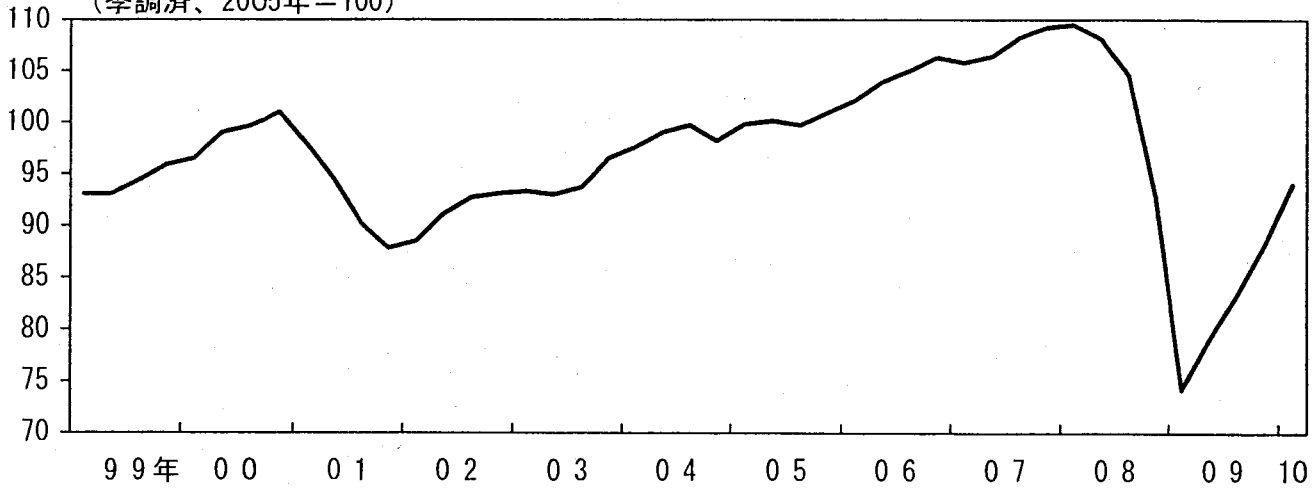
2. 動向指数 (マンション取引価格) =  $\frac{[(\text{上昇したとする回答数} \times 2 + \text{やや上昇したとする回答数}) - (\text{やや下落したとする回答数} + \text{下落したとする回答数} \times 2)]}{2 \div \text{全回答数}} \times 100$

(資料) 国土交通省「建築着工統計」、内閣府「国民経済計算」、土地総合研究所、不動産経済研究所

# 鋳工業生産

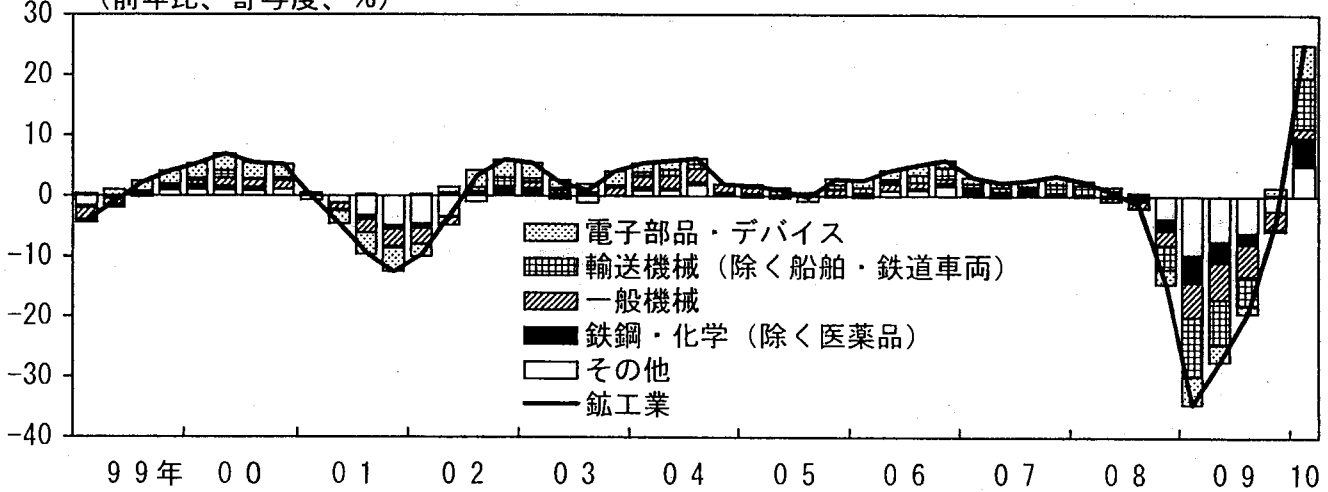
## (1) 鋳工業生産

(季調済、2005年=100)



## (2) 生産の業種別寄与度

(前年比、寄与度、%)

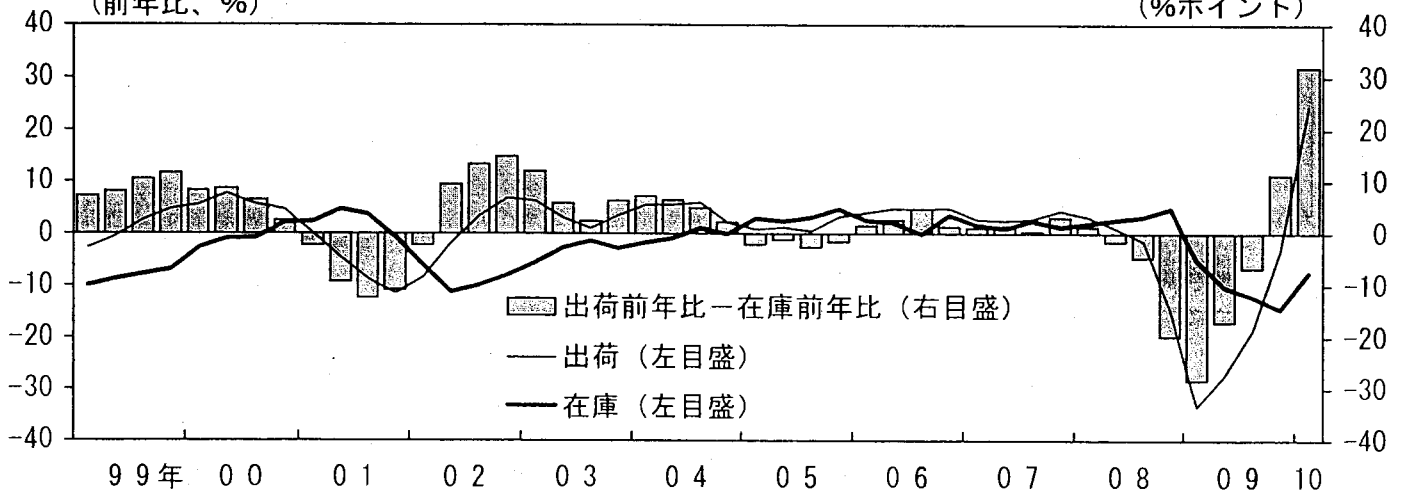


(注) 2003年以前は、2000年基準の指数を用いて算出。

## (3) 出荷・在庫バランス (鋳工業)

(前年比、%)

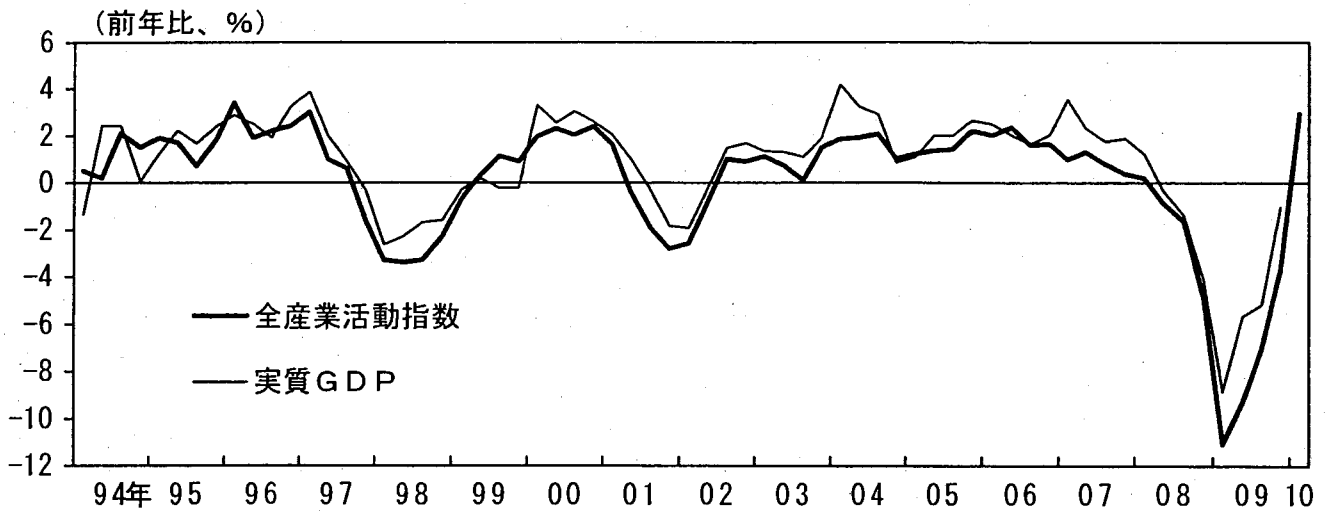
(%ポイント)



(資料) 経済産業省「鋳工業指数統計」

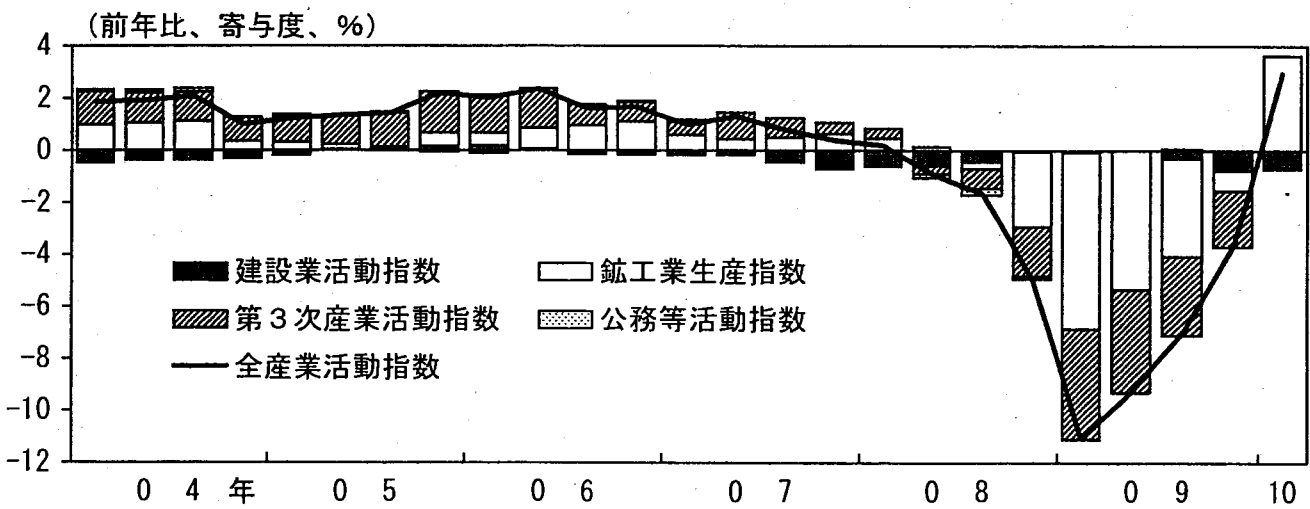
# 全産業活動指数

## (1) 全産業活動指数と実質GDP

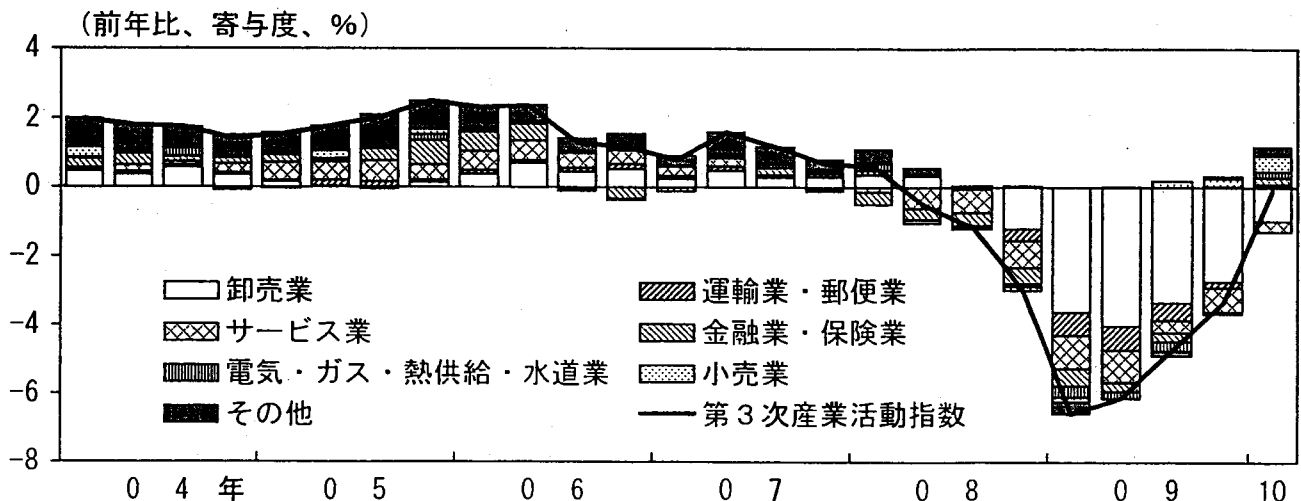


(注) 2010/10は、1~2月の前年同期比(下のいずれの図表も同じ)。

## (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。

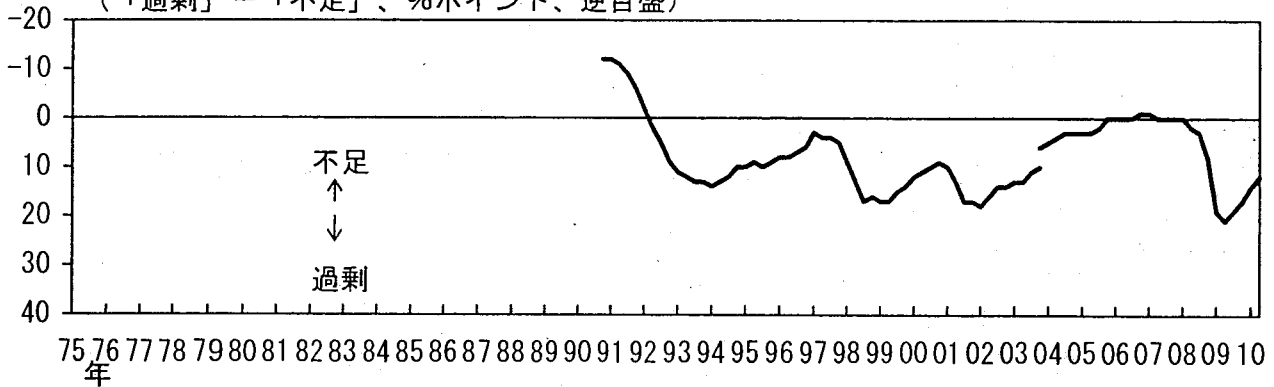
(資料) 経済産業省「全産業活動指数」「第3次産業活動指数」、内閣府「国民経済計算」



# 生産要素の稼働状況

## (1) 生産・営業用設備判断D. I.

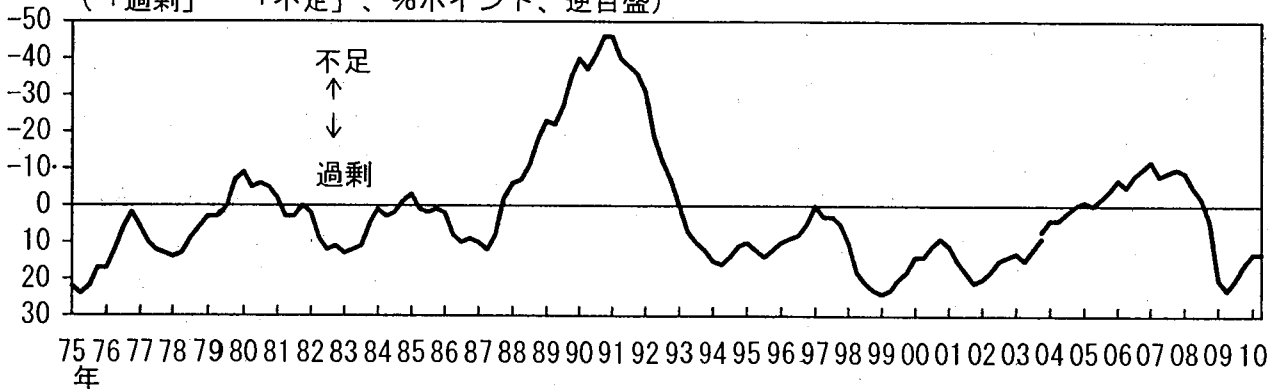
(「過剰」 - 「不足」、%ポイント、逆目盛)



- (注) 1. 全産業全規模合計。2010/2Qは、2010/3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.

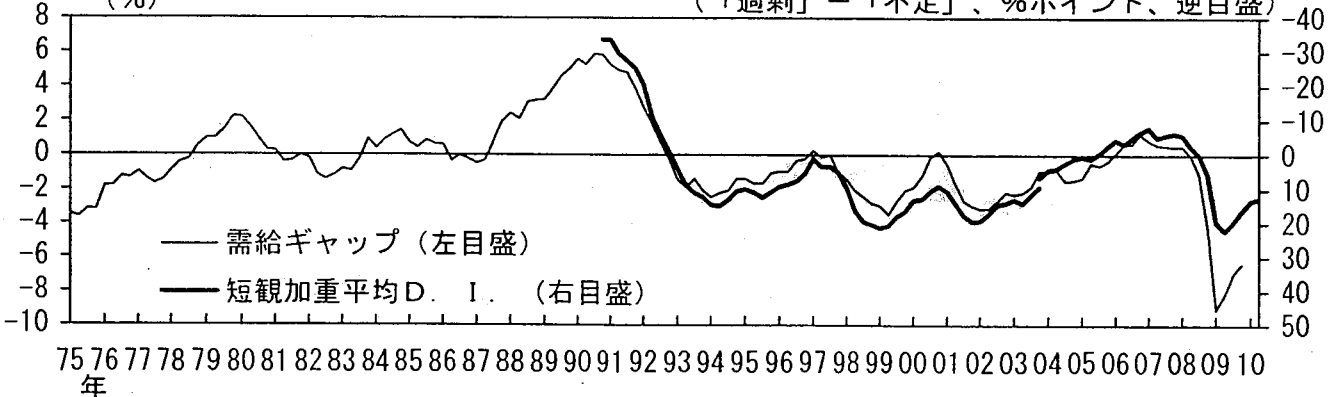
(「過剰」 - 「不足」、%ポイント、逆目盛)



## (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)



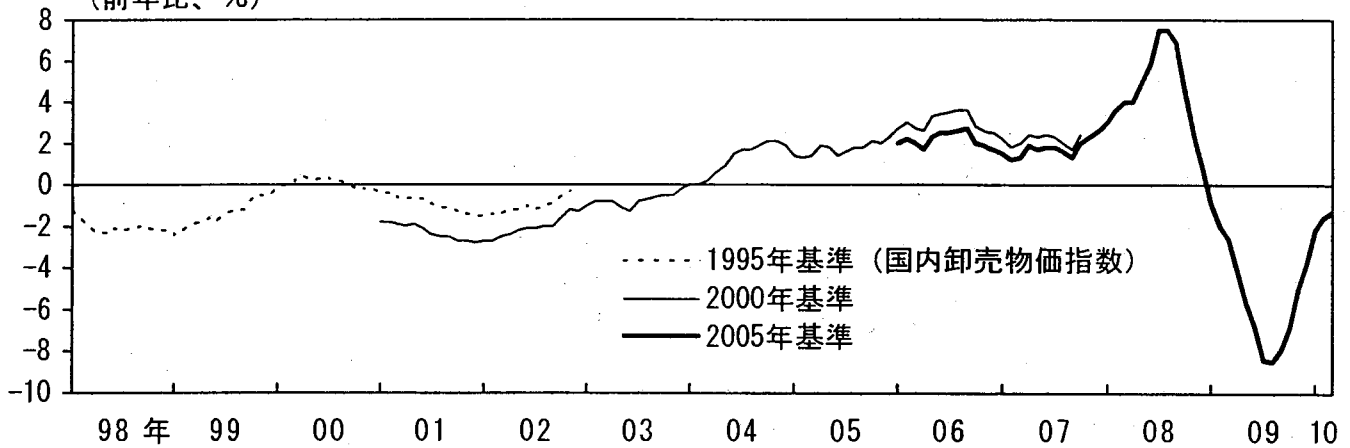
- (注) 短観加重平均D. I. は、生産・営業用設備判断D. I. と雇用人員判断D. I. を資本・労働分配率(1990~2008年度平均)で加重平均して算出。需給ギャップは、日本銀行調査統計局の試算値。具体的な計測方法については、日銀レビュー「GDPギャップと潜在成長率の新推計」(2006/5月)を参照。

(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

# 物 価

## (1) 国内企業物価指数

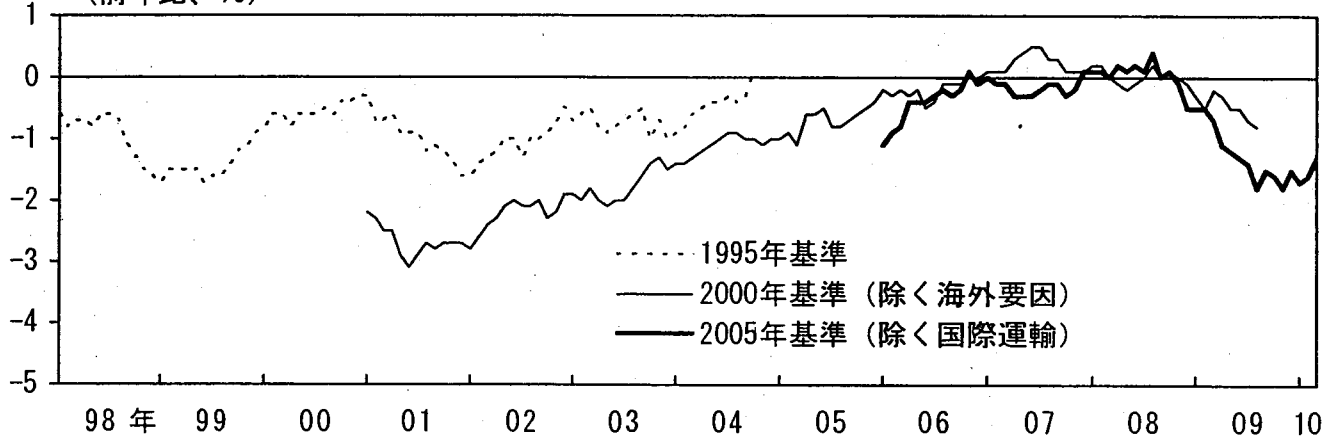
(前年比、%)



(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

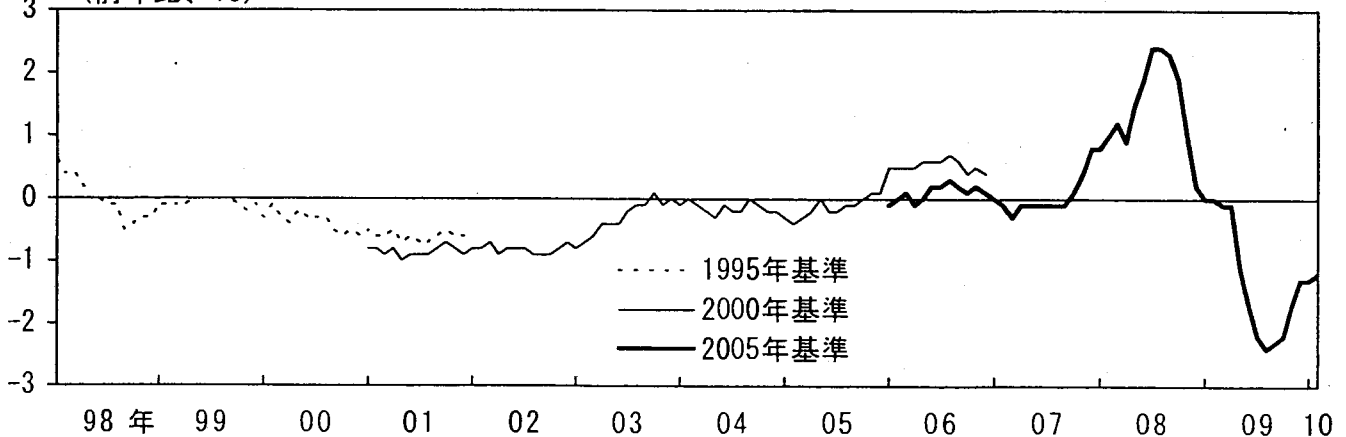
(前年比、%)



(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)

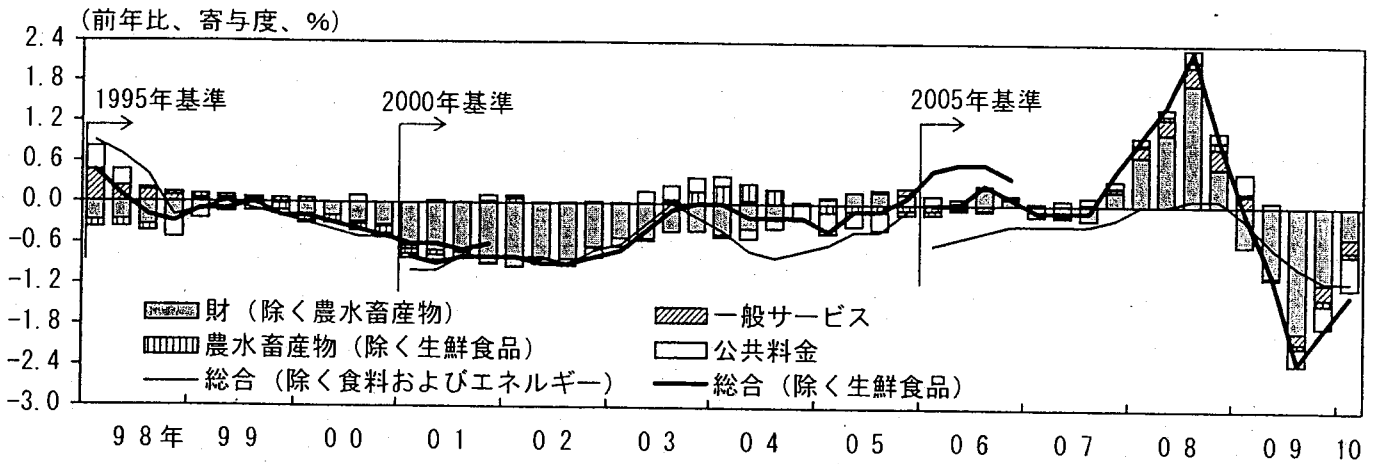
(前年比、%)



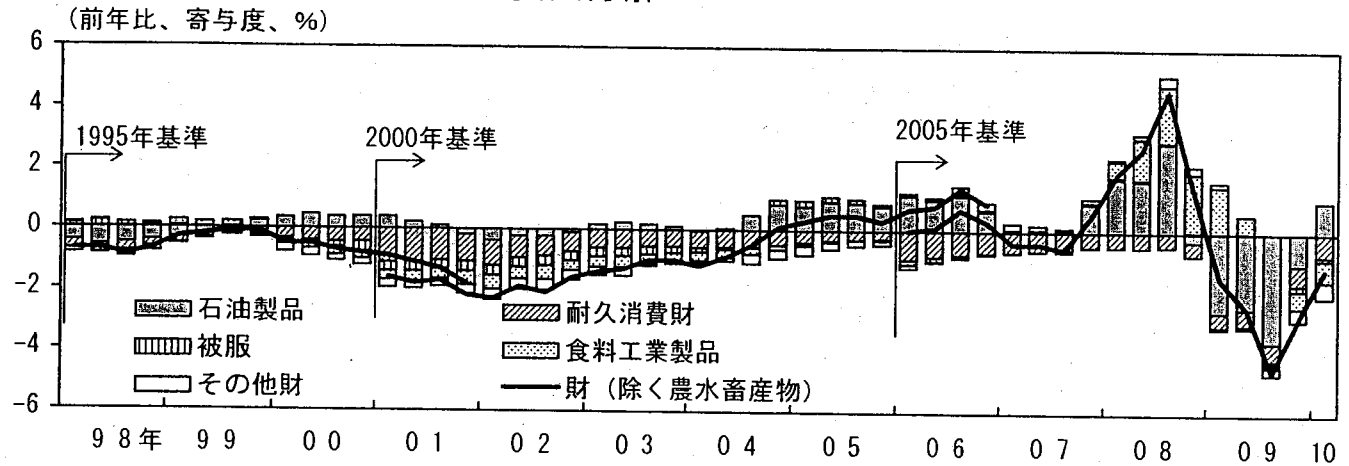
(資料) 総務省「消費者物価指数」、日本銀行「企業物価指数」「卸売物価指数」「企業向けサービス価格指数」

# 消費者物価

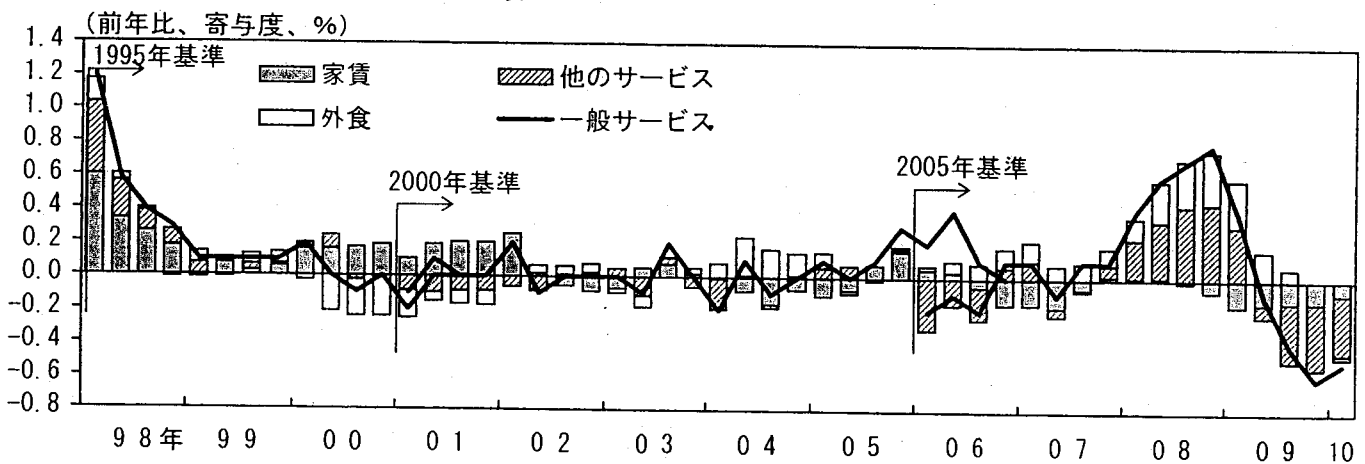
## (1) 総合 (除く生鮮食品)



## (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

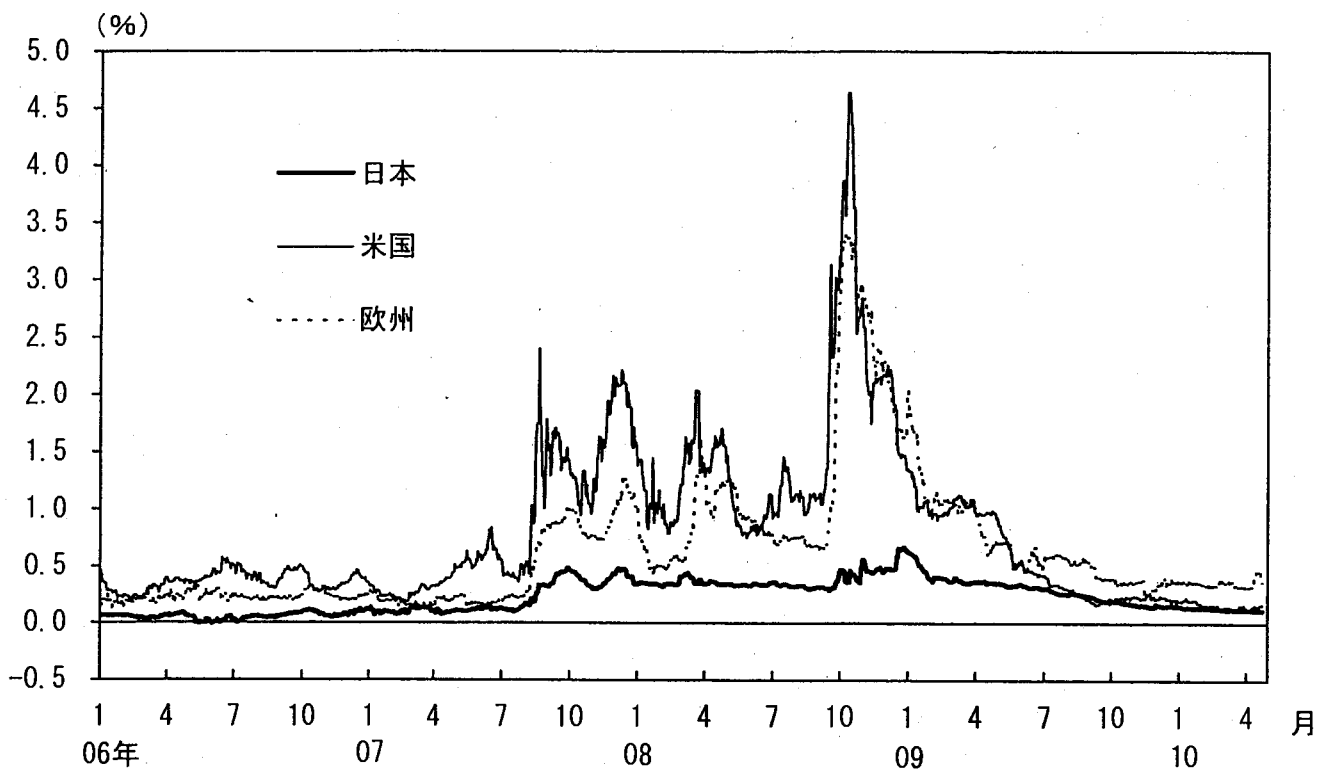


- (注) 1. 分類は、原則、総務省に則している。  
 ただし、以下の分類については、組み替えて定義している（「」内は総務省公表ベース）。  
 財＝「財」－「電気・都市ガス・水道」  
 公共料金＝「公共サービス」＋「電気・都市ガス・水道」  
 被服＝「衣料」＋「シャツ・セーター・下着類」  
 家賃＝「民営家賃」＋「持家の帰属家賃」  
 2. 「食料」は「酒類」を除く。  
 3. 消費税調整済み。

(資料) 総務省「消費者物価指数」

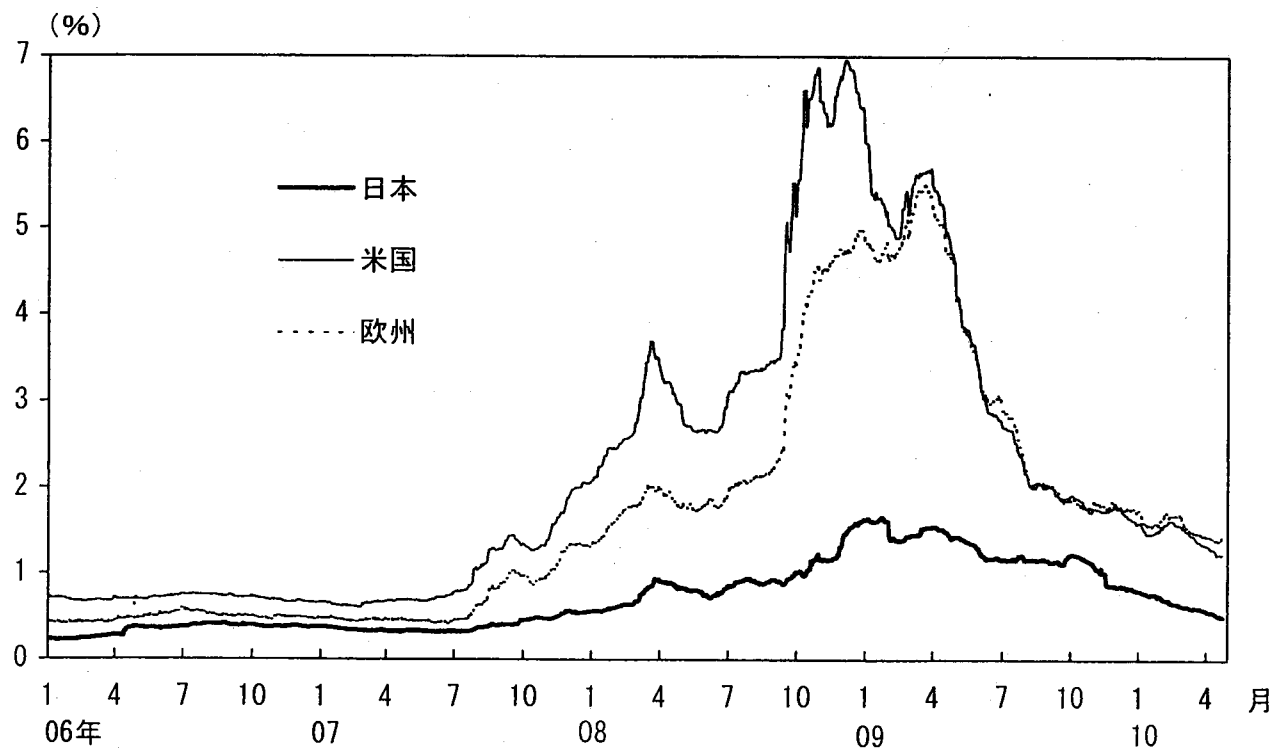
## 主要国の信用スプレッド

### (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、Bloomberg

## 主要中央銀行が導入した主な措置

## 米国連邦準備制度 (FRB)

	(導入発表時点)	(完了時点)
・ 幅広い資産を担保とした長期オペ (TAF)	2007年12月	2010年3月
・ 証券会社向け貸出制度 (PDCF)	2008年3月	2010年2月
・ CPの事実上の買入れ (CPFF等)	2008年10月	2010年2月
・ エージェンシーMBS等の買入れ	2008年11月	2010年3月
・ 証券化商品の事実上の買入れ (TALF)	2008年11月	2010年6月
・ 長期国債の買入れ	2009年3月	2009年10月

## 欧州中央銀行 (ECB)

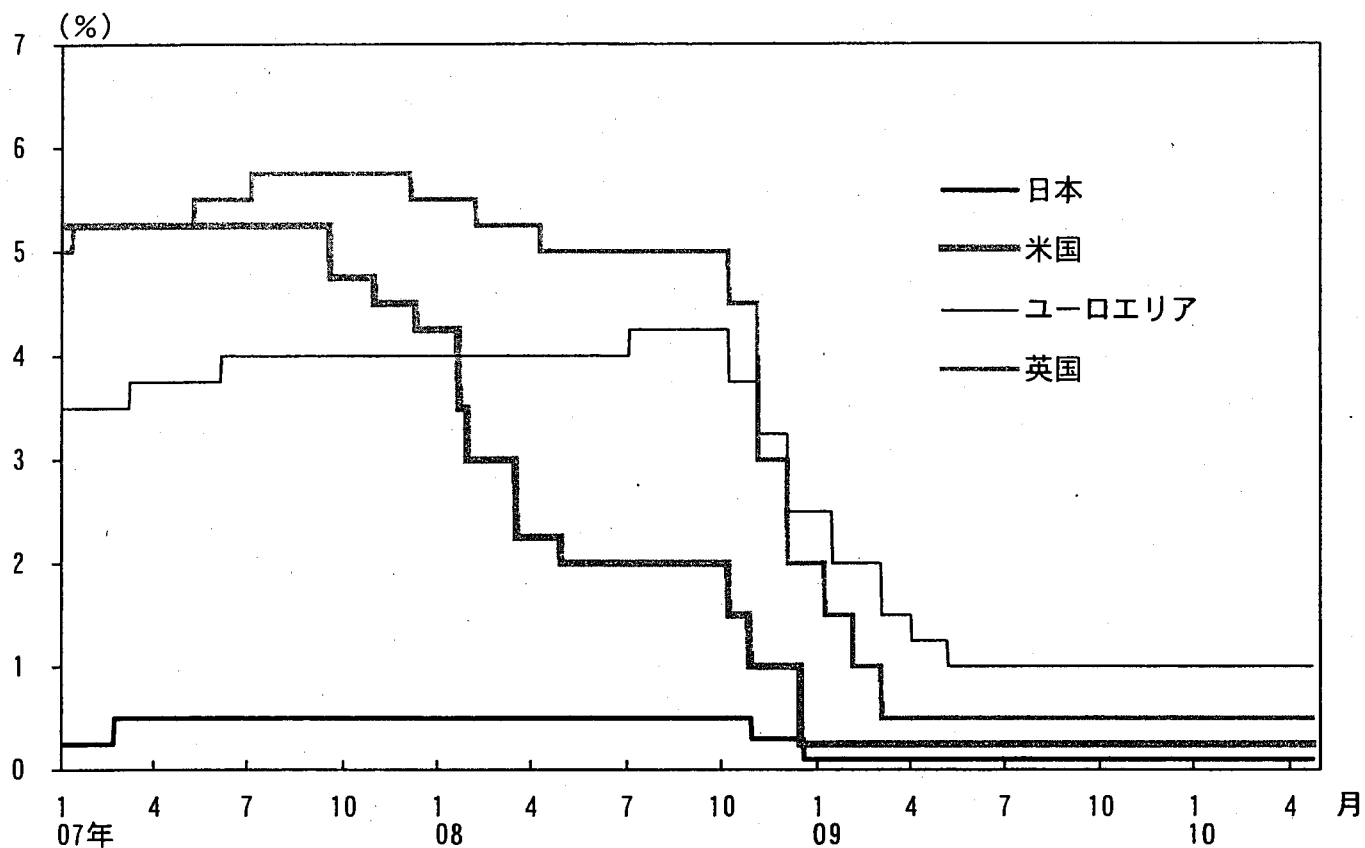
・ 米ドル資金供給オペ	2007年12月	2010年2月
・ 担保範囲内で無制限・固定金利で資金を供給するオペ (1週間物、1か月物)	2008年10月	(未定)
(3か月物、6か月物)	2008年10月	2010年3月
(1年物)	2009年5月	2009年12月
・ 担保範囲、資金供給先の拡大	2008年10月	(未定)
・ カバードボンドの買入れ	2009年5月	2010年6月

## イングランド銀行 (BOE)

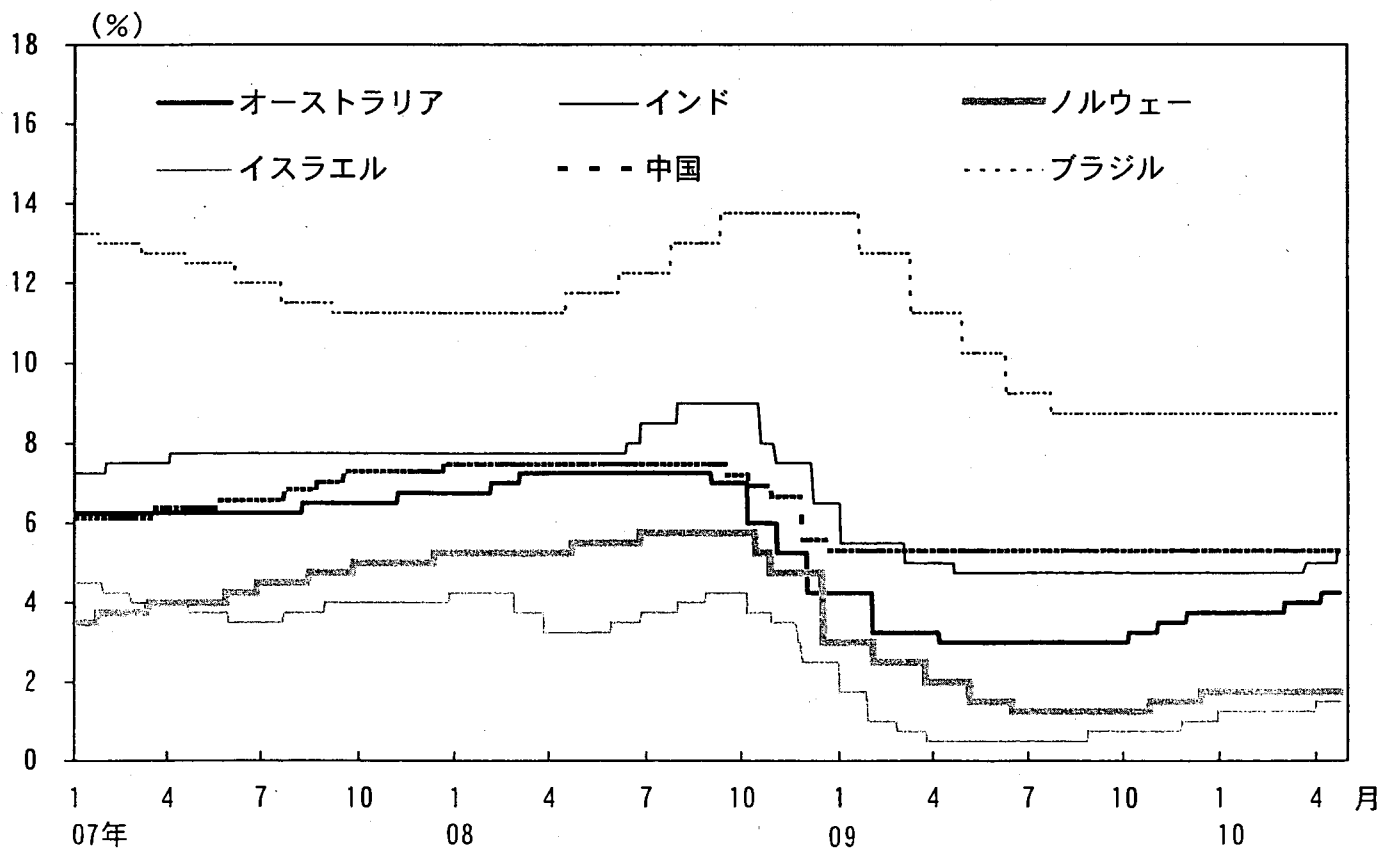
・ 幅広い資産を担保とした長期オペ	2007年12月	(未定)
・ 米ドル資金供給オペ	2008年9月	2010年2月
・ CP、社債の買入れ	2009年1月	(未定)
・ 長期国債の買入れ	2009年3月	2010年2月

# 政策金利

## (1) 先進国



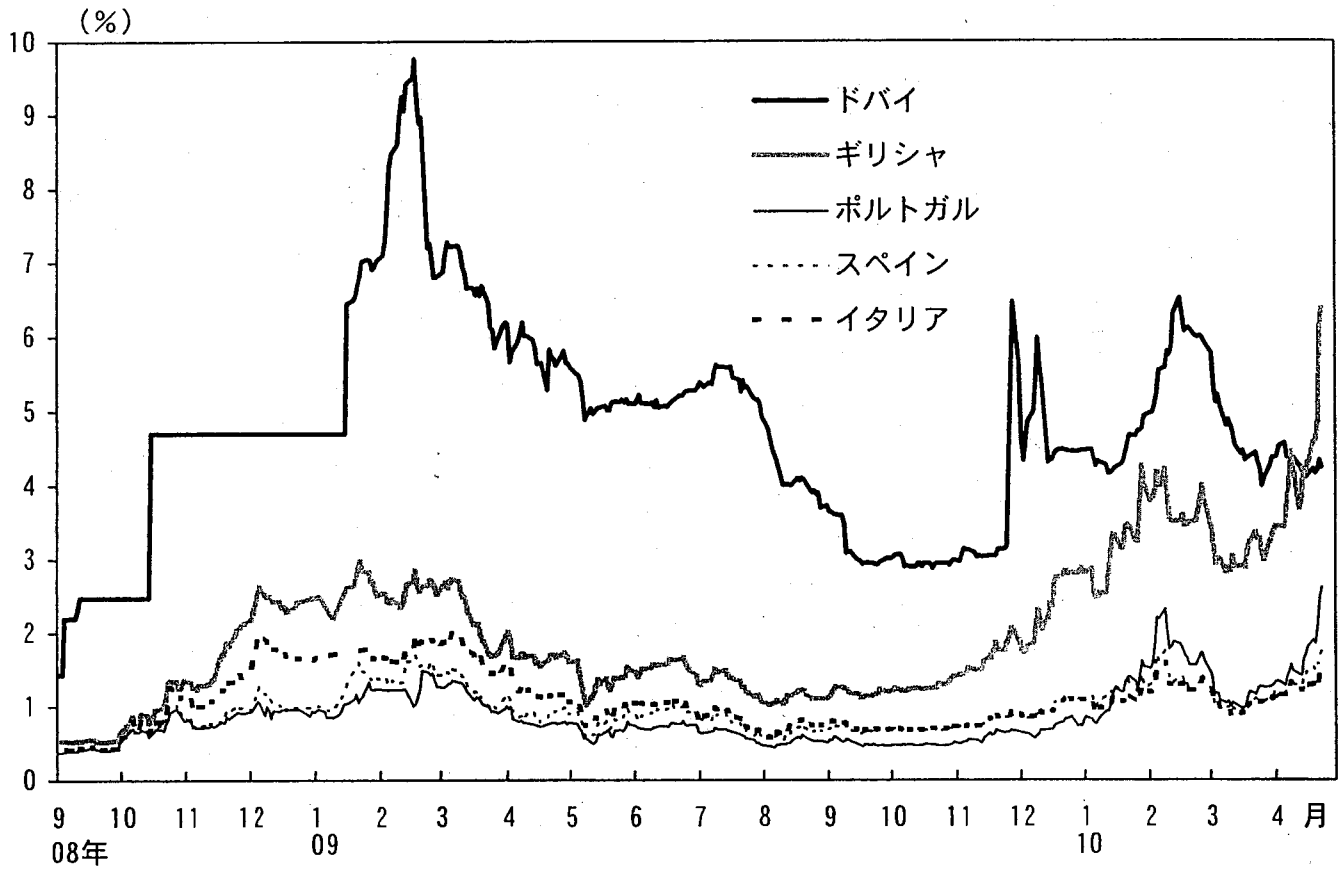
## (2) 新興国・資源国



(資料) 日本銀行、Bloomberg

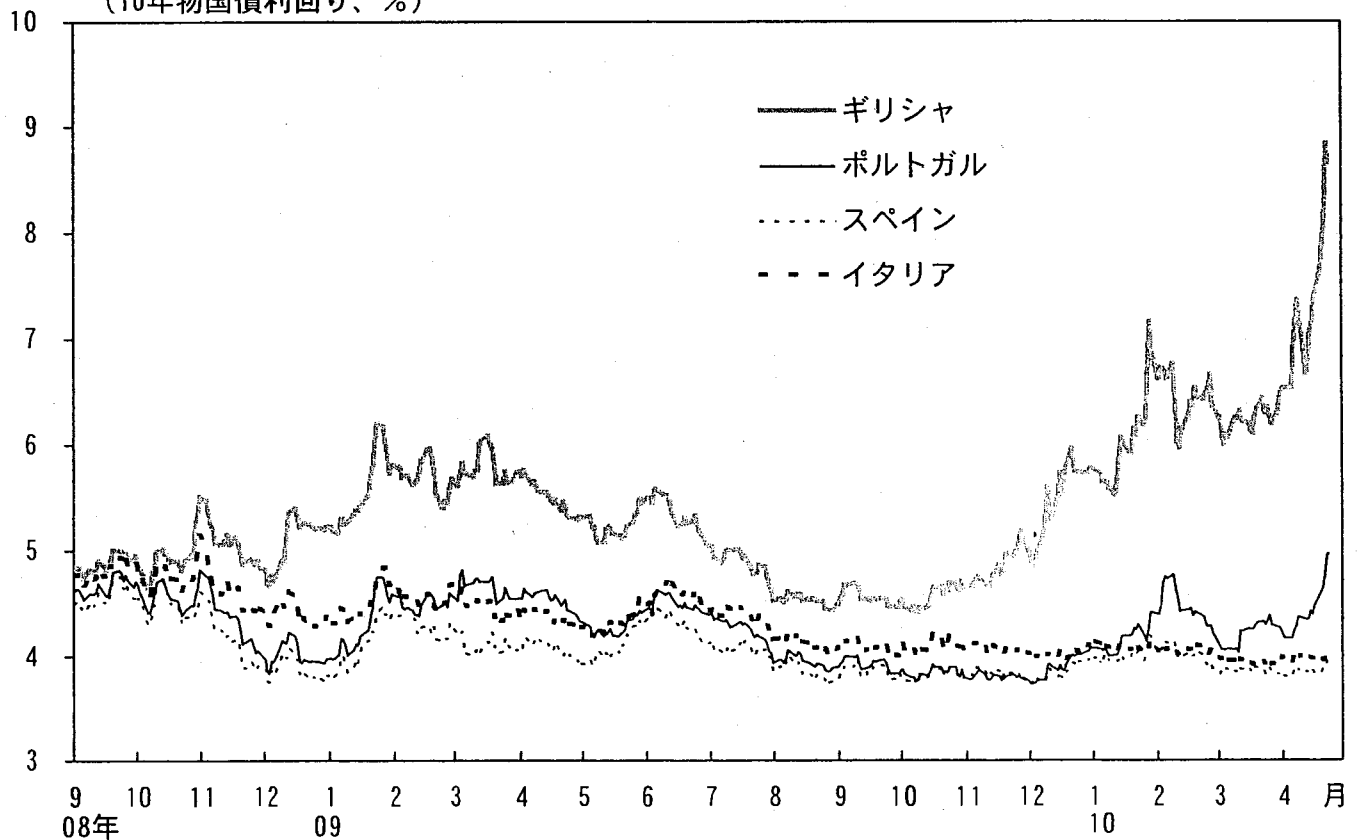
# ソブリン・リスク・プレミアム

## (1) ソブリンCDSプレミアム



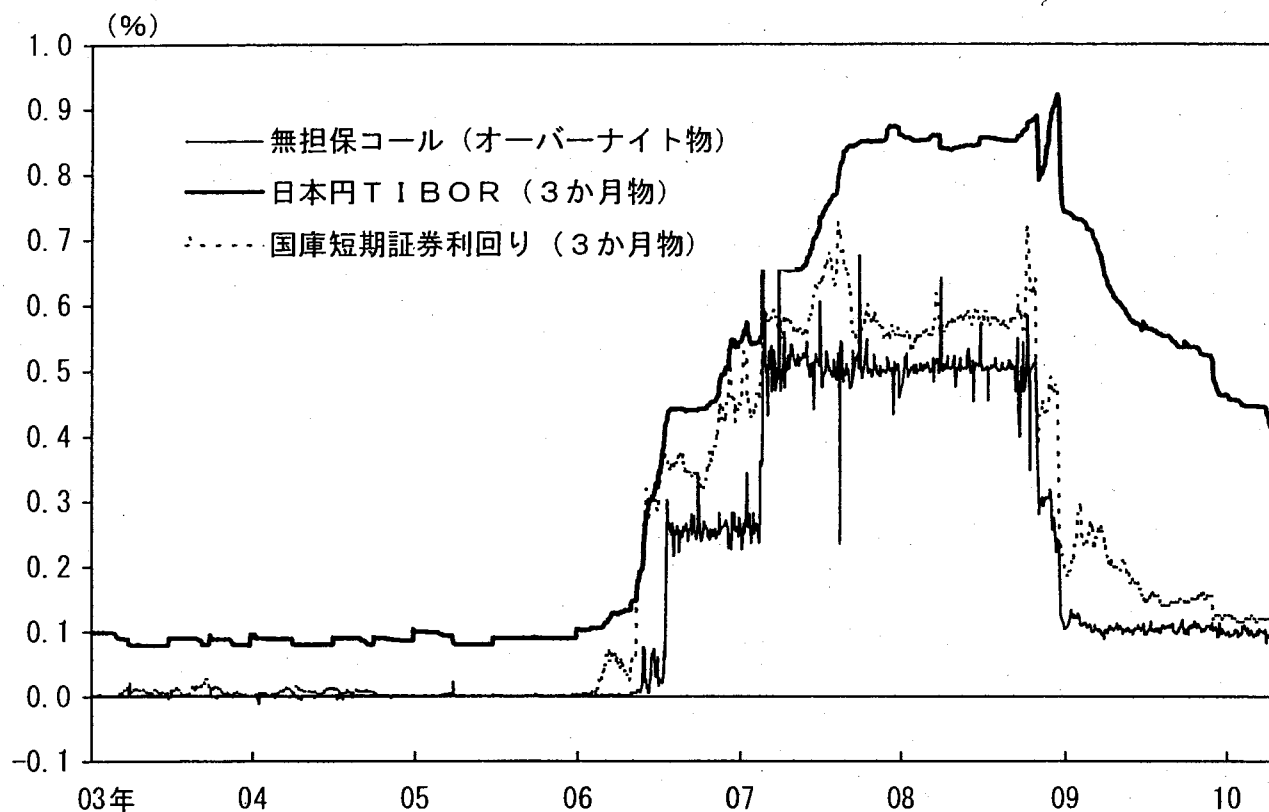
## (2) 長期金利

(10年物国債利回り、%)



## 短期金利

### (1) 短期金利



### (2) 日本銀行による主な政策対応

#### 1. 政策金利の引き下げ

- ・ 0.5% ⇒ 0.3% (2008年10月) ⇒ 0.1% (2008年12月)

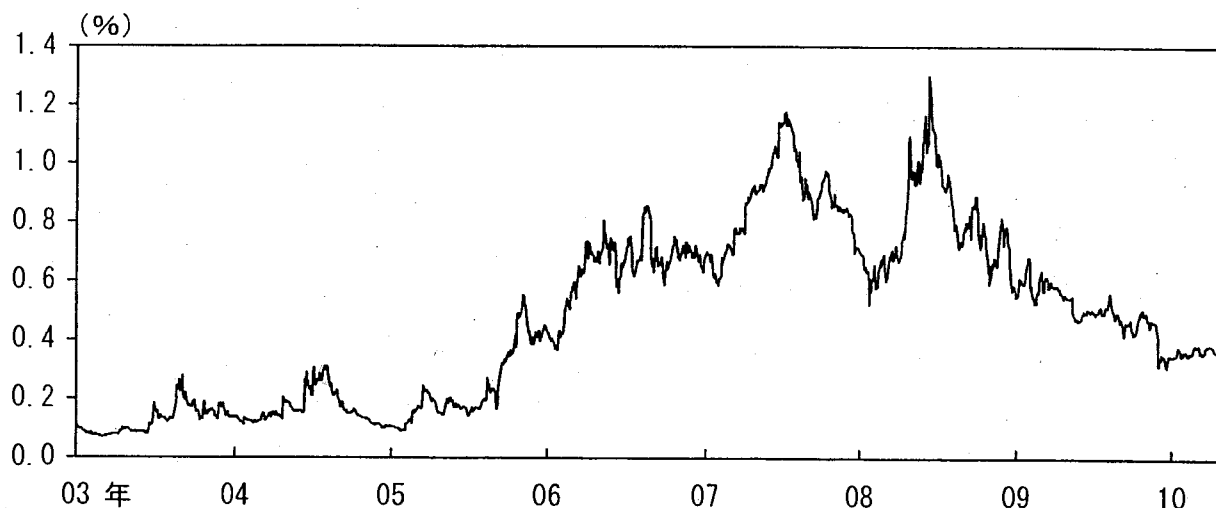
#### 2. 金融緩和の強化 (やや長めの金利の低下を促す措置)

- ・ 固定金利オペ (金利0.1%、期間3か月) の導入 (2009年12月1日)
  - 資金供給規模：10兆円程度
- ・ 固定金利オペを大幅に増額することにより、やや長めの金利の低下を促す措置を拡充 (2010年3月17日)
  - 資金供給規模：20兆円程度

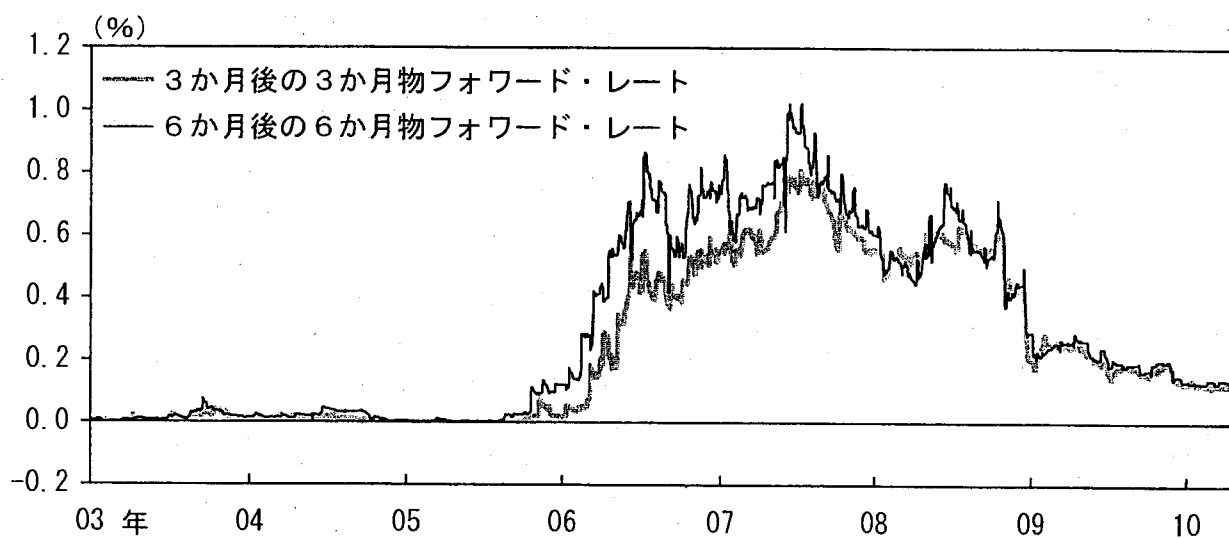


## 先行きの金利に対する市場の予測

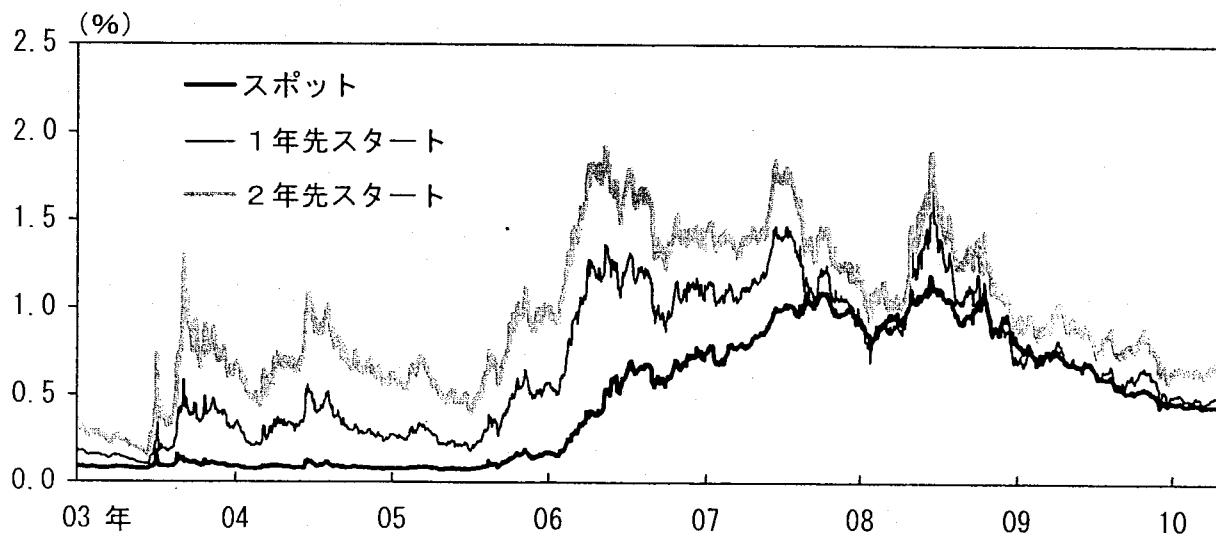
(1) ユーロ円金利先物 (中心限月、3か月物)



(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

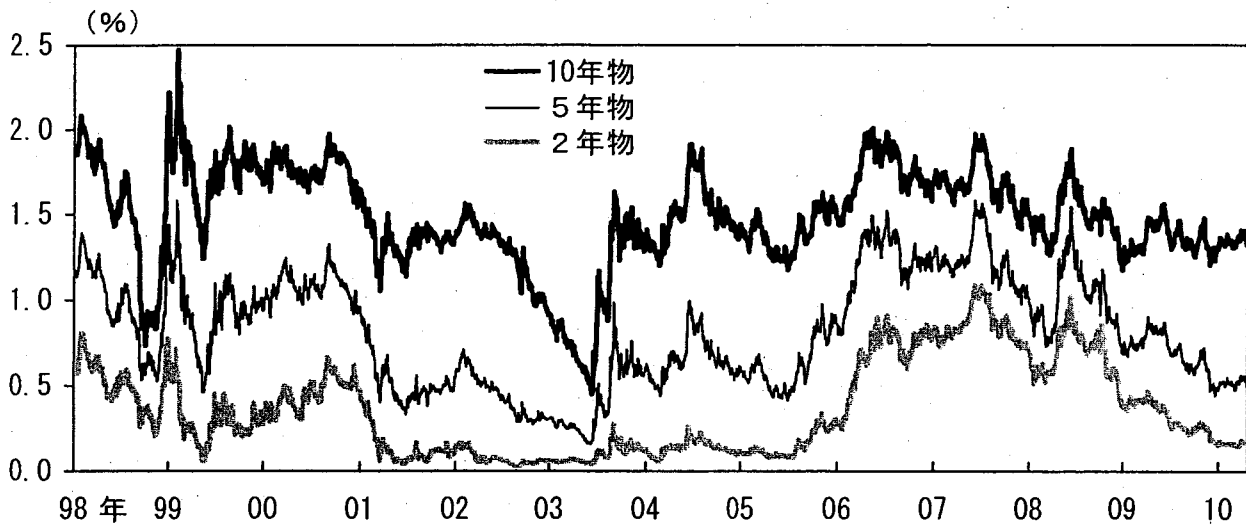


(注) 円-円スワップ・レートから算出。

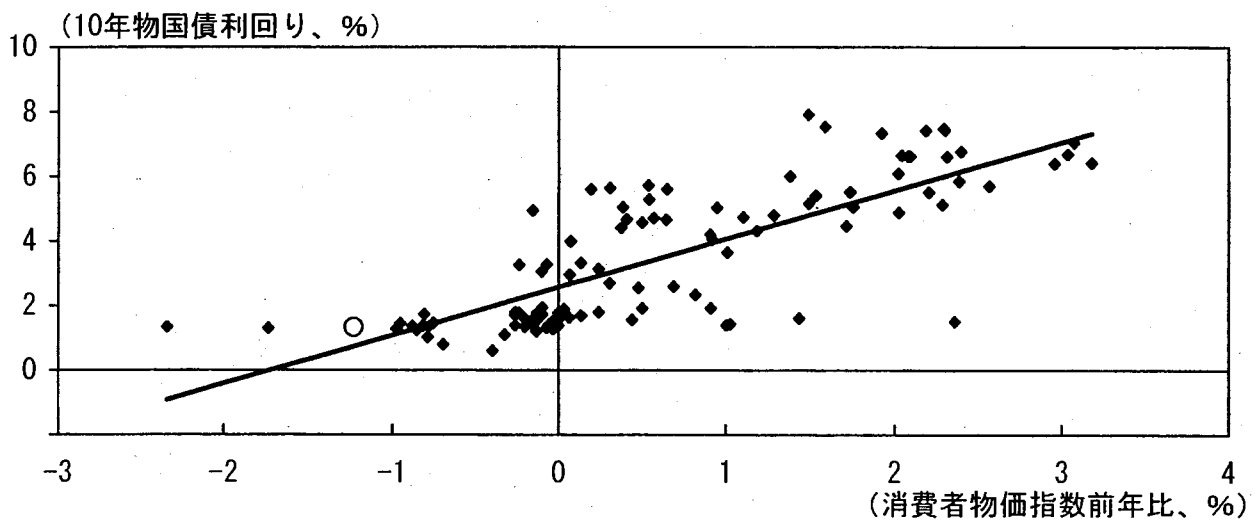
(資料) 東京金融取引所、Bloomberg

# 長期金利

## (1) 国債利回り

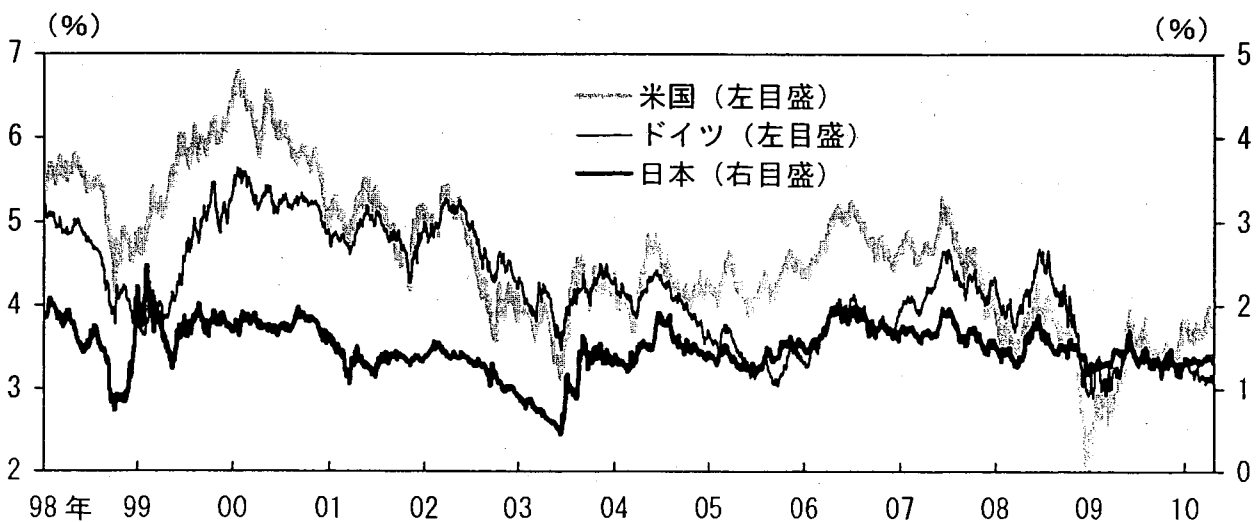


## (2) 長期金利と消費者物価変化率



(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~2010/1Q。白丸は直近データ。

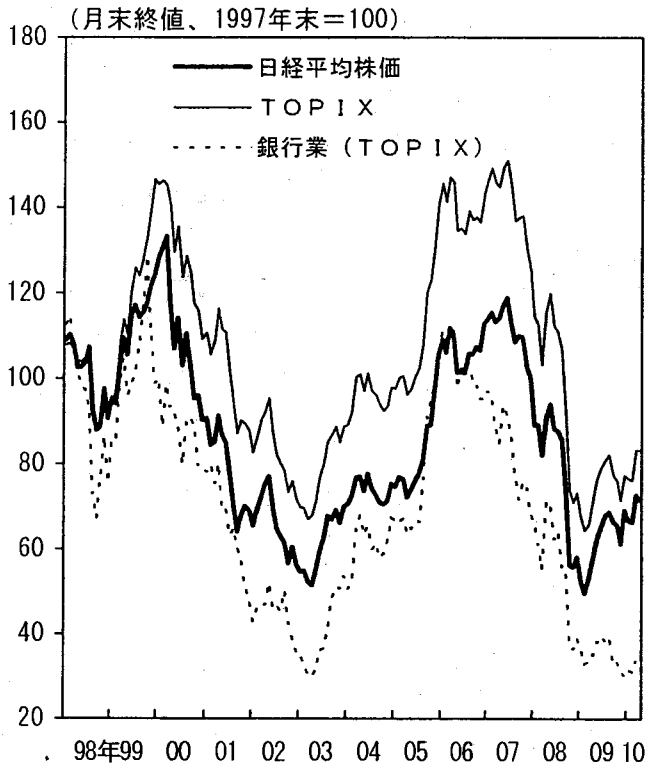
## (3) 主要国の長期金利 (10年物国債利回り)



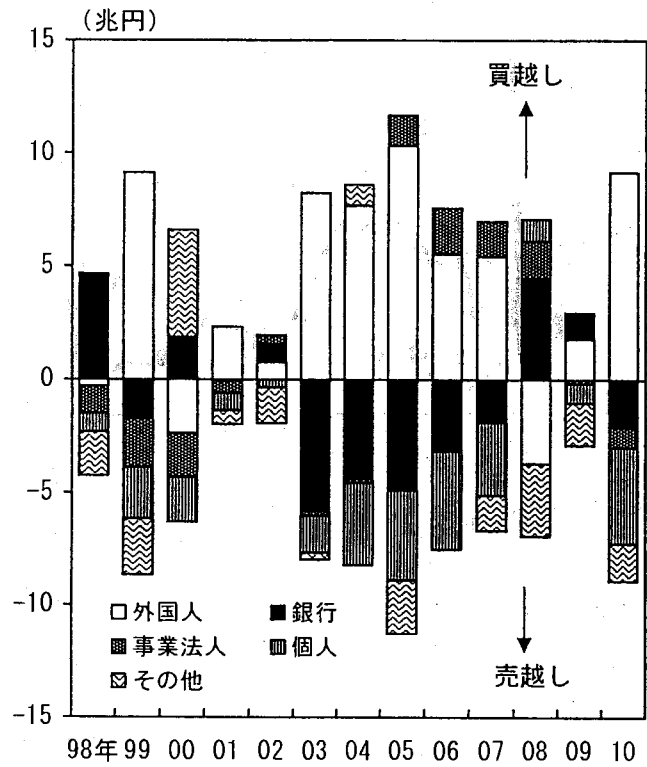
(資料) 総務省「消費者物価指数」、日本相互証券、Bloomberg

# 株 価

## (1) 株価

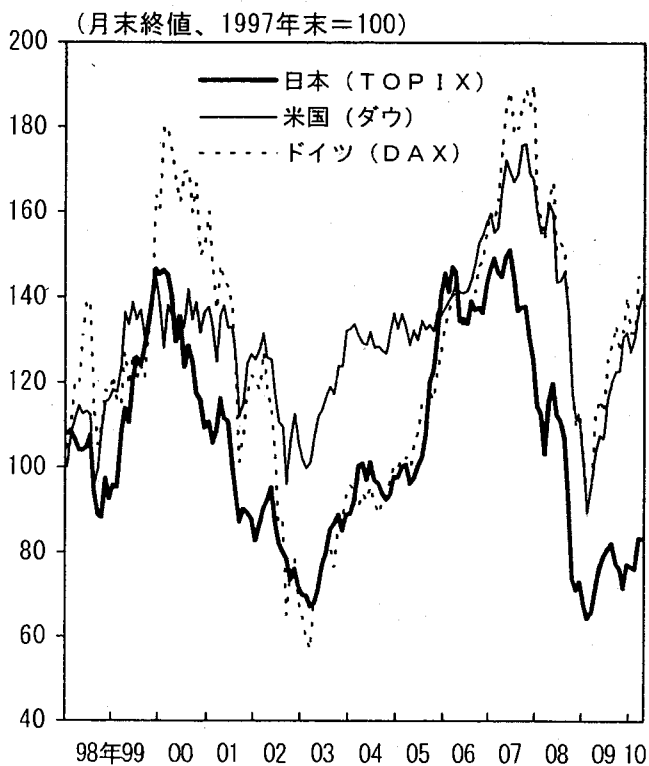


## (2) 主体別売買状況

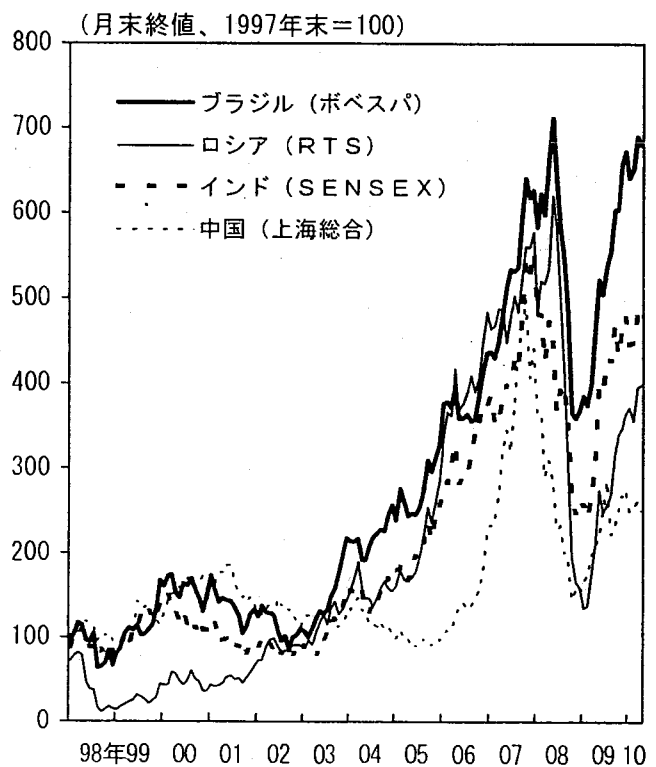


(注) 1. 三市場 (東証・大証・名証) 1、2部計。  
2. 2010年の計数は、1~3月の年換算値。

## (3) 主要国の株価



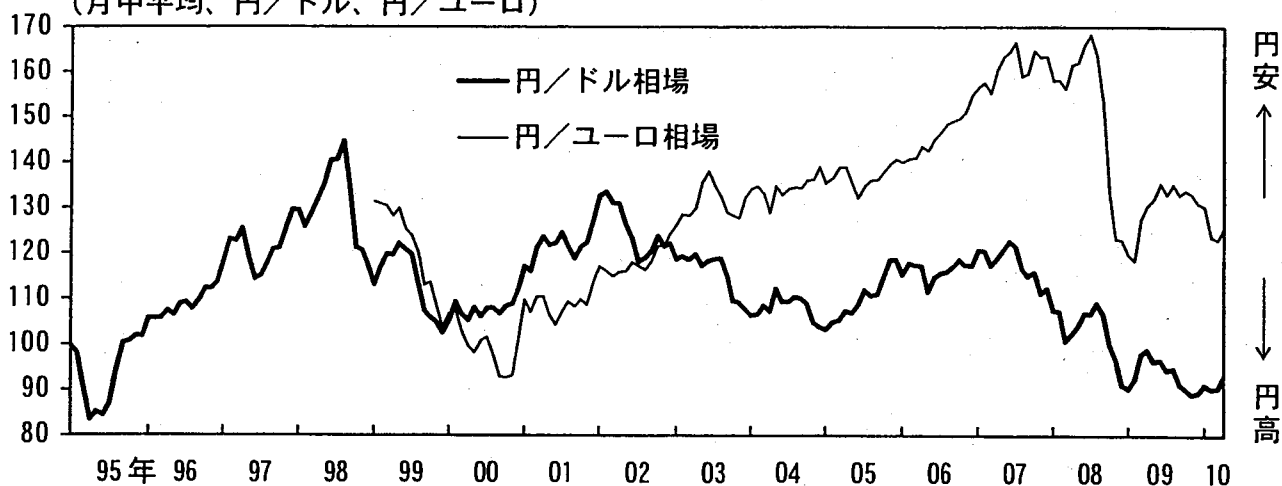
## (4) BRICs 諸国の株価



# 為替相場

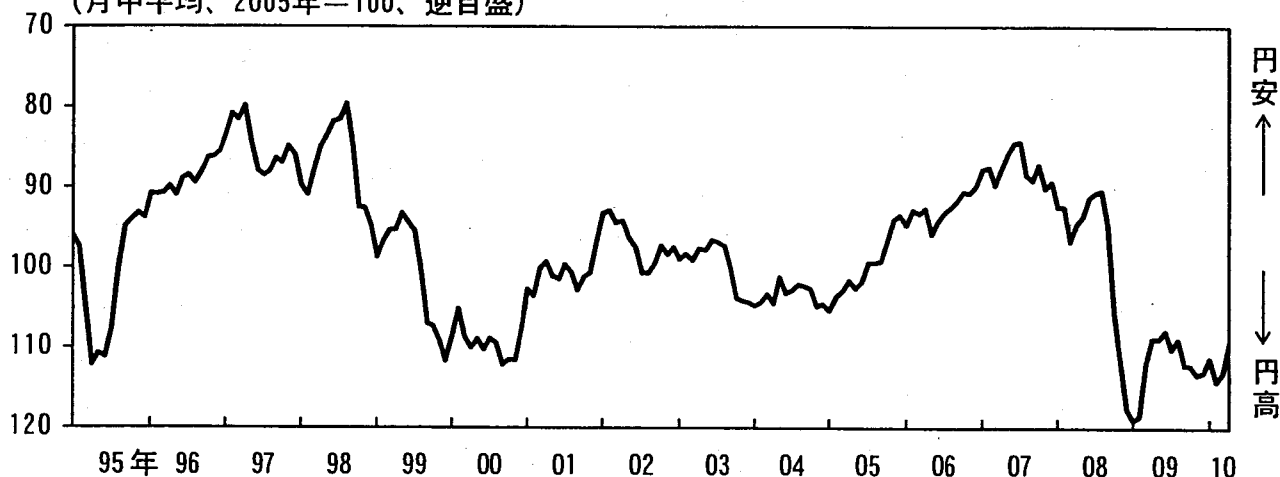
## (1) 円ドル・円ユーロ相場

(月中平均、円/ドル、円/ユーロ)



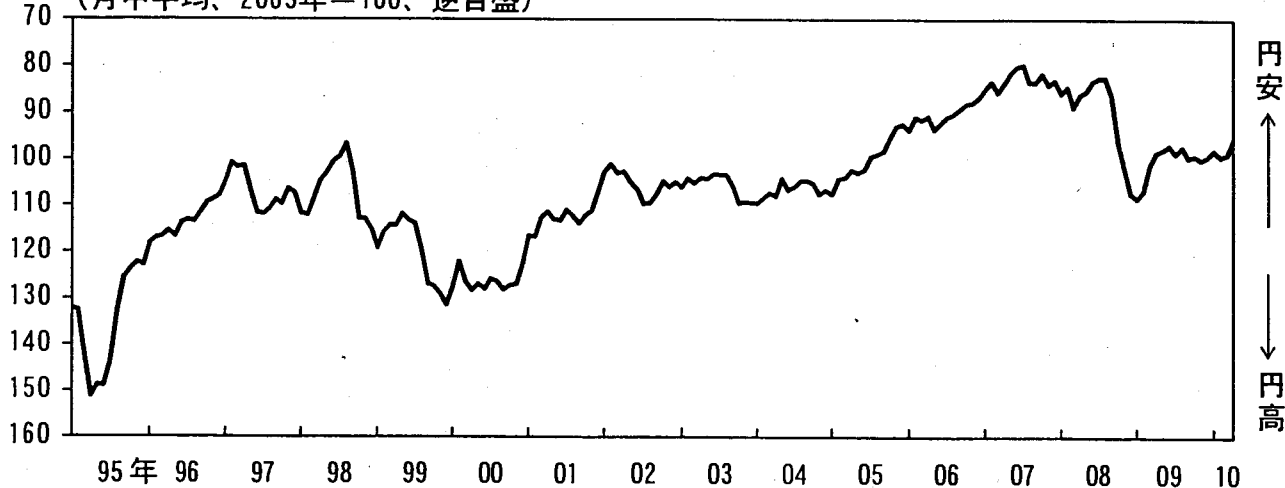
## (2) 名目実効為替レート

(月中平均、2005年=100、逆目盛)



## (3) 実質実効為替レート

(月中平均、2005年=100、逆目盛)

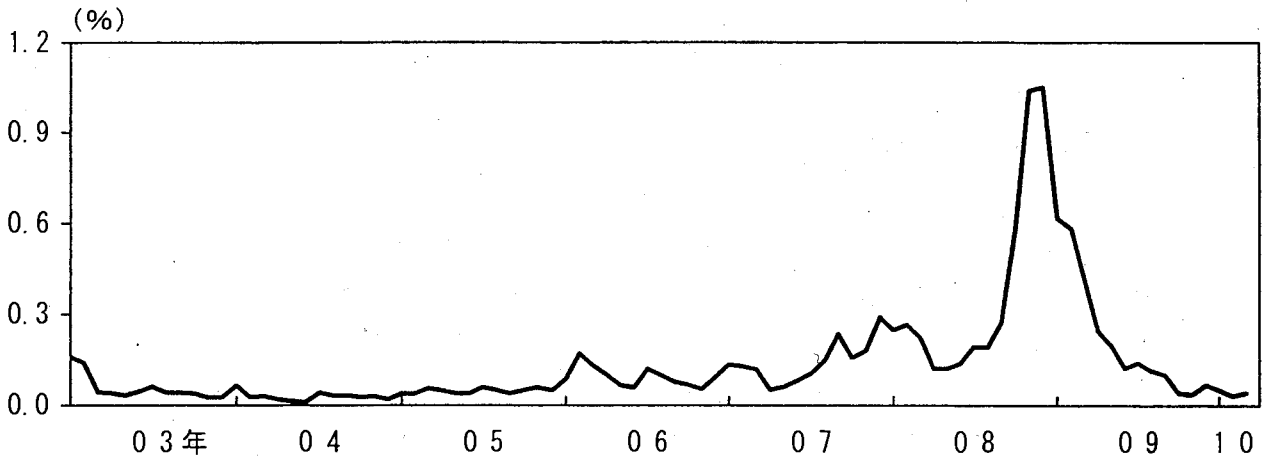


(注) 実効為替レートはB I Sのブロードベース。なお、2010年4月分は、日本銀行の名目実効為替レート(円インデックス)を用いて算出。

(資料) B I S、日本銀行

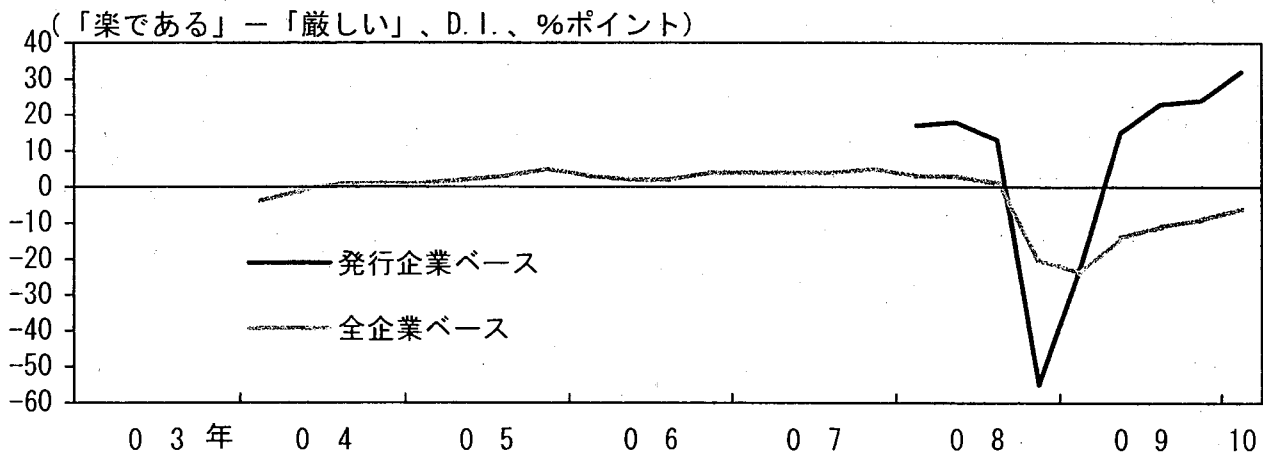
# CP市場

## (1) CPの信用スプレッド(3か月物)



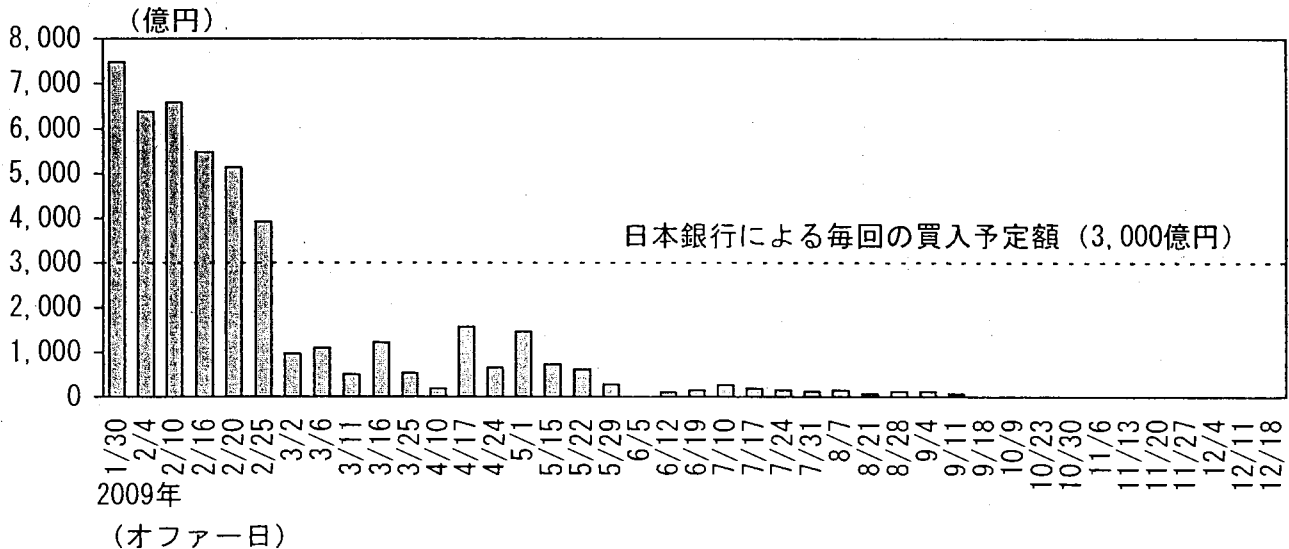
(注) CPの信用スプレッド=CP発行レート-国庫短期証券流通利回り。CP発行レートは、2009/9月以前はA1格以上、2009/10月以降はA1格。

## (2) 企業からみたCPの発行環境



(注) いずれも全産業・大企業。発行企業ベースは、過去2年間に短観の四半期・調査項目である「CP残高」が1度でも存在したことがある企業のみを集計したもの。全企業ベースは、実際のCP発行の有無にかかわらず、全ての企業の回答を集計したもの。

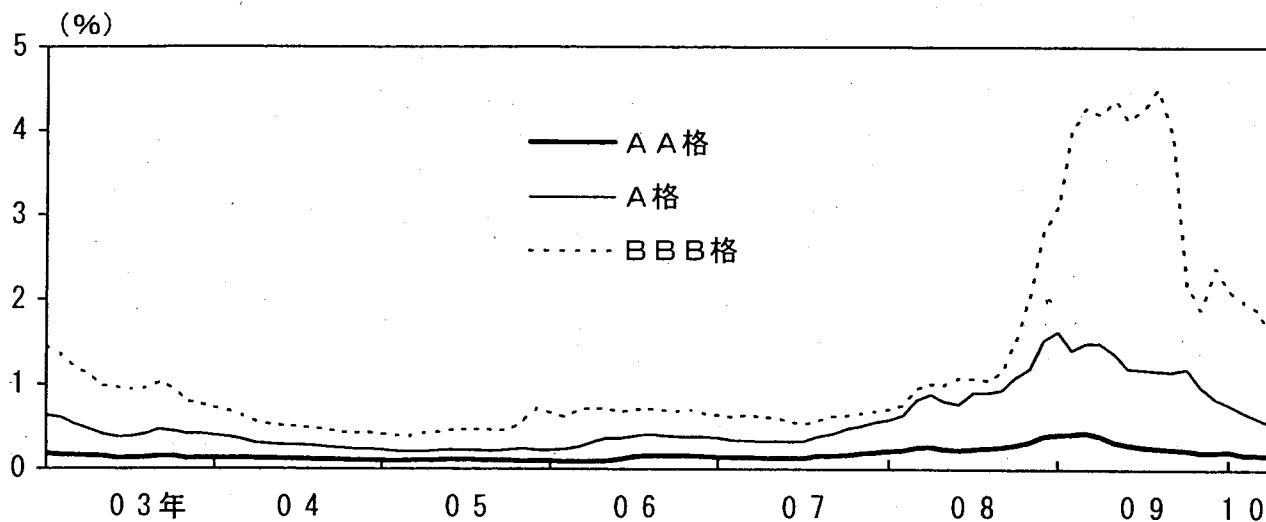
## (3) 日本銀行に対する金融機関のCP売却希望額



(資料) 日本銀行「国内コマーシャルペーパー発行平均金利」「全国企業短期経済観測調査」、証券保管振替機構、Bloomberg

# 社債市場

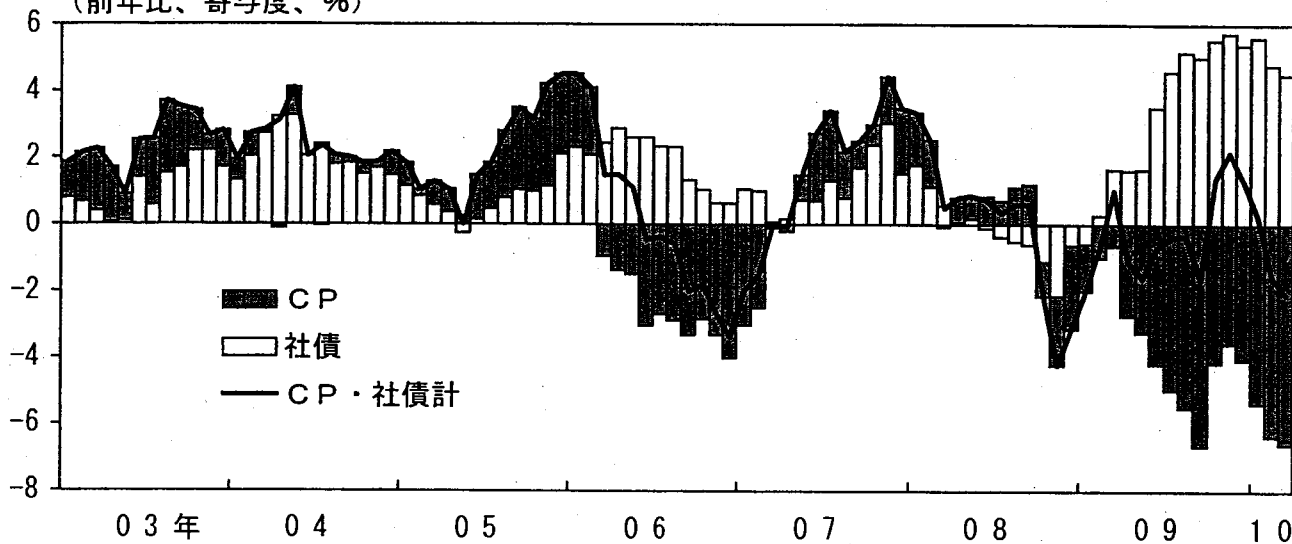
## (1) 社債の信用スプレッド (5年物)



(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。

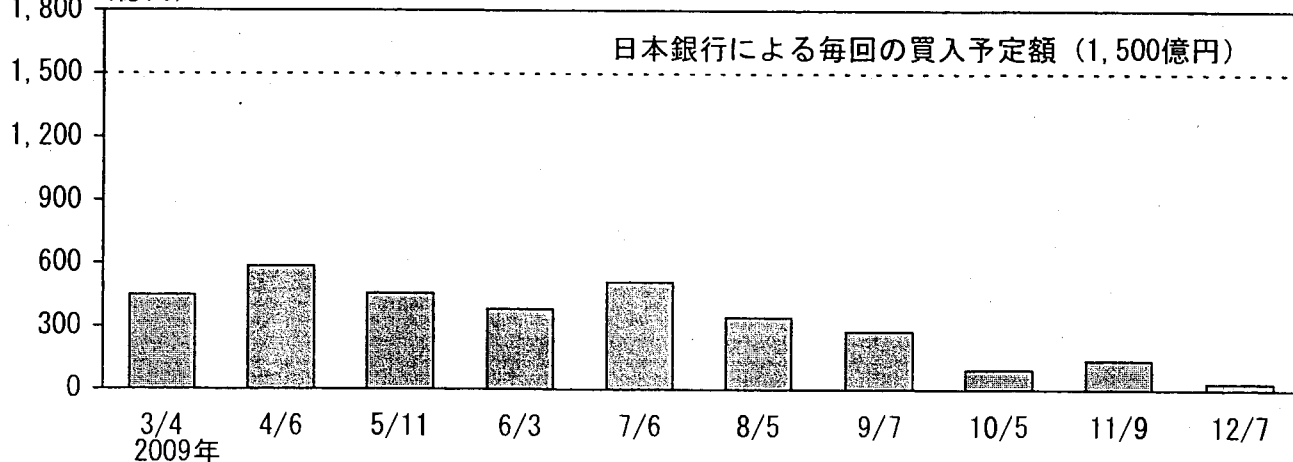
## (2) CP・社債発行残高

(前年比、寄与度、%)



## (3) 日本銀行に対する金融機関の社債売却希望額

(億円)



(オファー日)

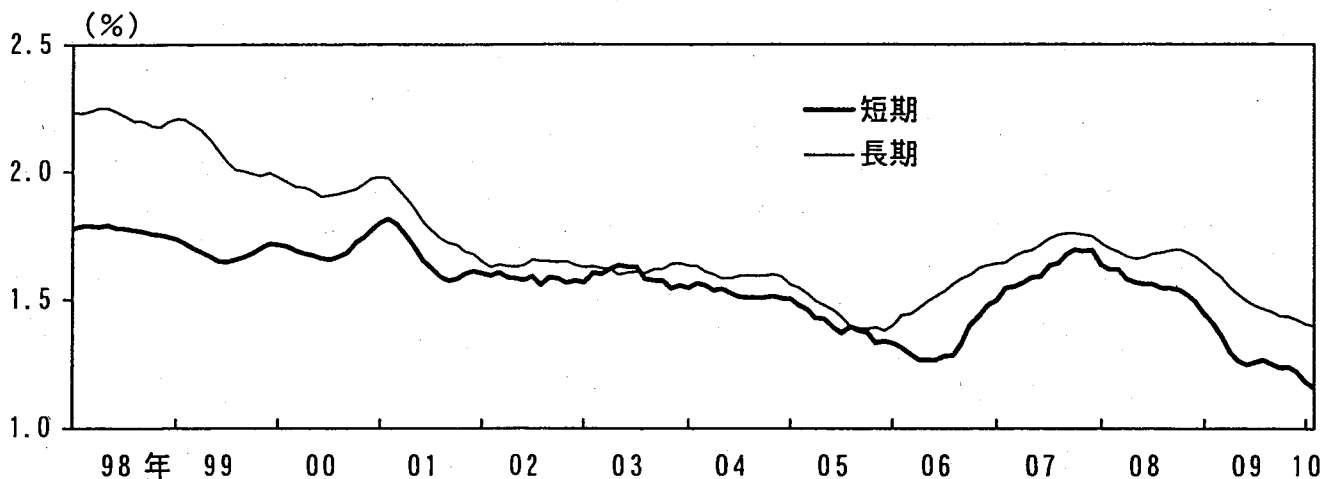
(資料) 日本銀行、証券保管振替機構、日本証券業協会、アイ・エヌ情報センター

## 企業金融円滑化に向けた主な措置

<p><u>CP・ABCP買入れ</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 担保適格かつ a-1 格相当、残存期間 3 か月以内の CP 等を対象。残高上限 3 兆円。</li> <li>・ ピーク残高:1.6 兆円 (2009 年 3 月)</li> </ul>	<p>導入：2009 年 1 月 完了：2009 年 12 月</p>
<p><u>社債買入れ</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 担保適格かつ A 格相当以上、残存期間 1 年以内の社債を対象。残高上限 1 兆円。</li> <li>・ ピーク残高:0.3 兆円 (2009 年 9 月)</li> </ul>	<p>導入：2009 年 2 月 完了：2009 年 12 月</p>
<p><u>企業金融支援特別オペレーション</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 固定金利 (0.1%)、かつ、民間企業債務の担保の範囲内で金額に制限を設けずに、資金を供給するオペレーション。</li> <li>・ ピーク残高:7.5 兆円 (2009 年 3 月)</li> </ul>	<p>導入：2008 年 12 月 完了：2010 年 3 月</p>
<p><u>民間企業債務の適格担保範囲の拡大</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 格付に係る要件を、従来の「A 格相当以上」から「BBB 格相当以上」に緩和。</li> <li>・ 残高：9.3 兆円 (2010 年 3 月末) —— 拡大前の 2008 年 11 月の残高は 3.9 兆円</li> </ul>	<p>導入：2008 年 12 月 期限：2010 年 12 月</p>

# 貸出・マネーストック

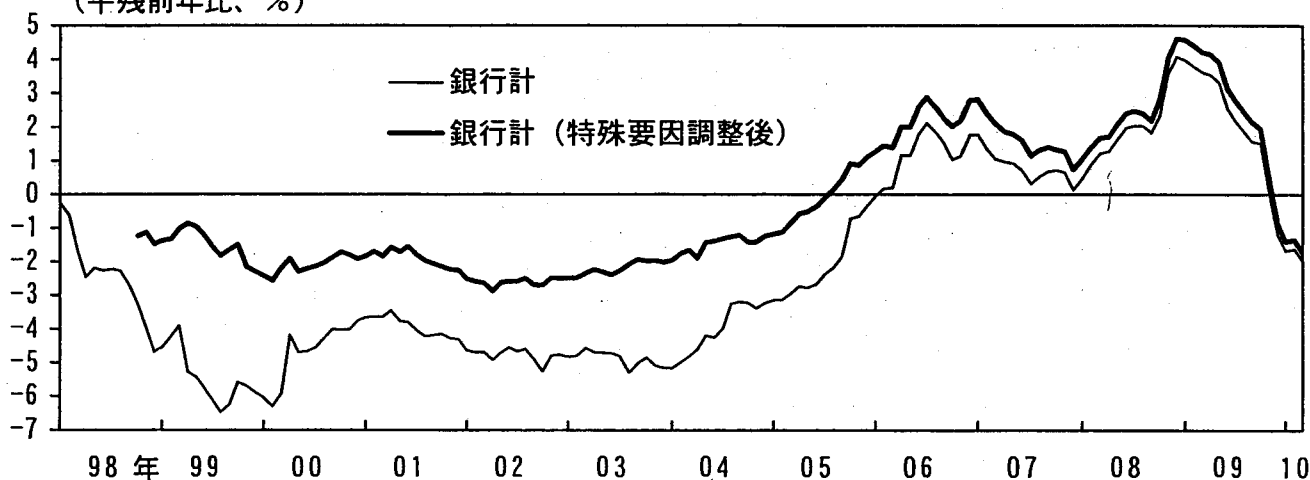
## (1) 新規貸出約定平均金利



(注) 後方6か月移動平均値。

## (2) 民間銀行貸出

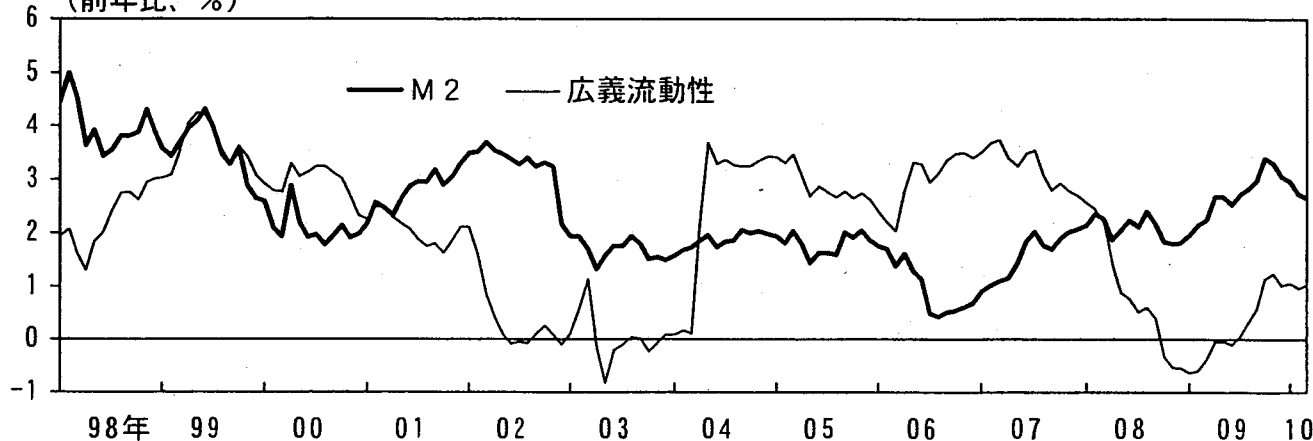
(平残前年比、%)



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

## (3) マネーストック

(前年比、%)



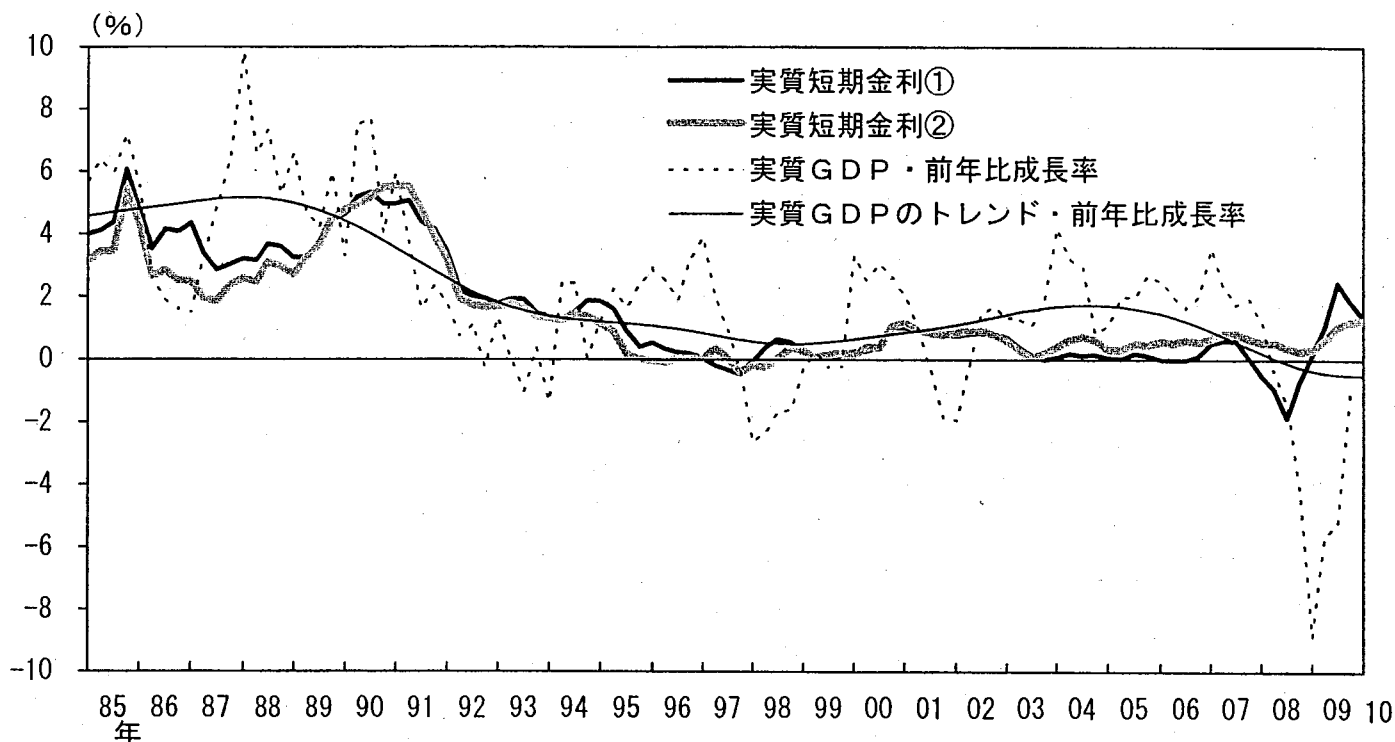
(注) 2004/3月以前のM2、広義流動性は、それぞれマネーサプライ統計の「M2 + CD」、  
「広義流動性 - 債券現先・現金担保付債券貸借」を利用。

(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」



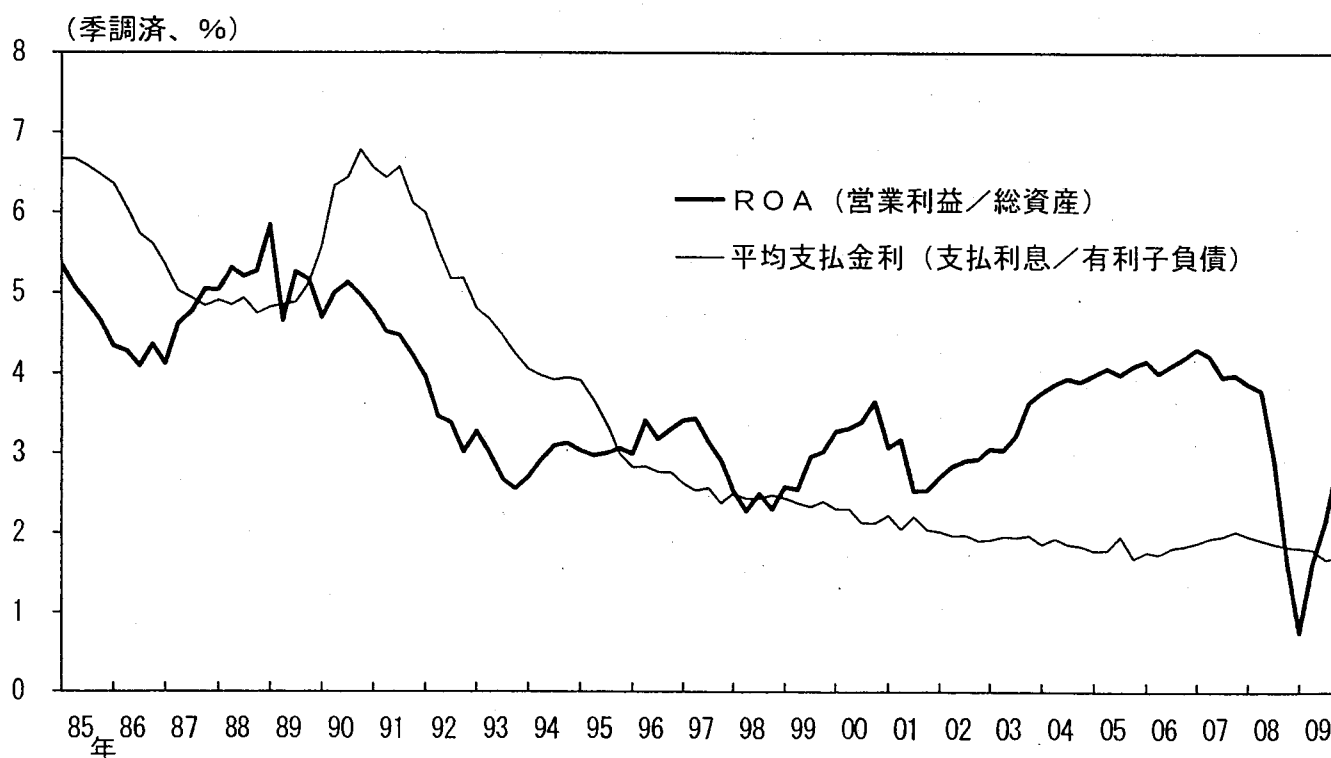
# 金利水準と実体経済

## (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。

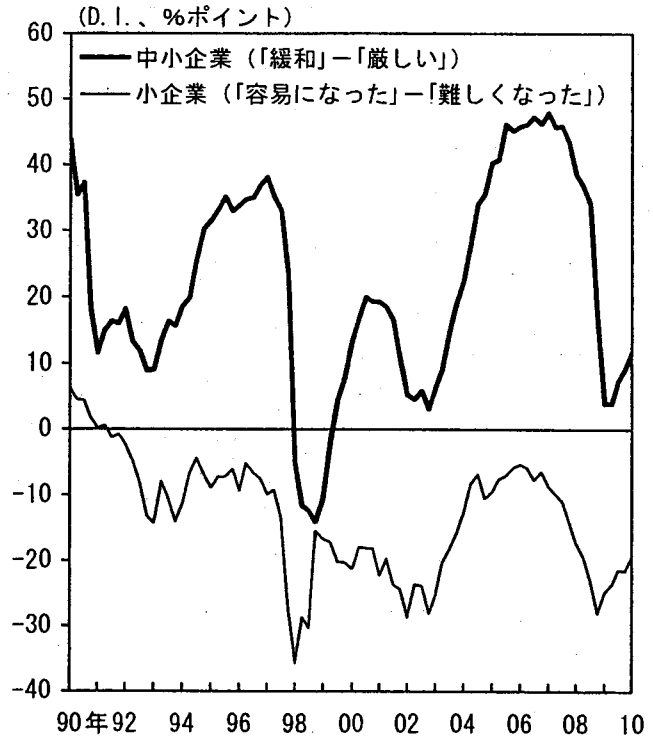
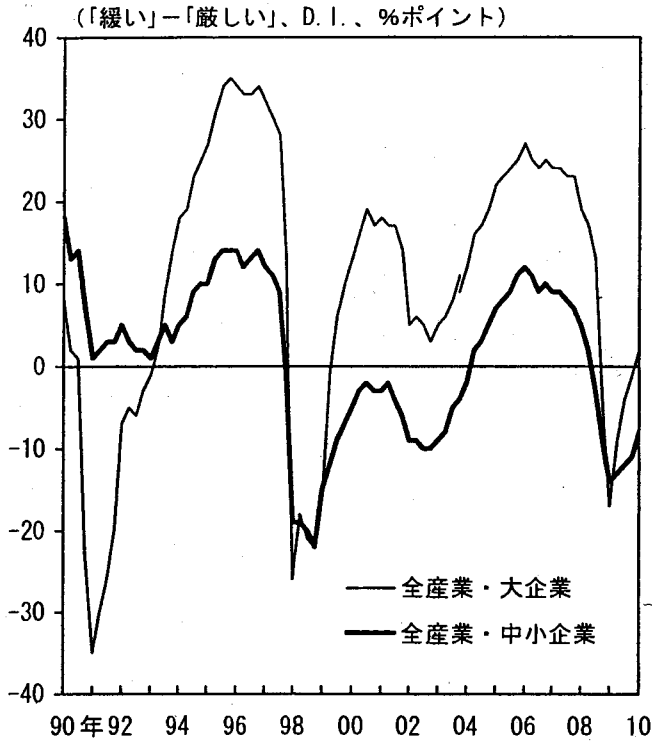
(資料) 内閣府「国民経済計算」、総務省「消費者物価指数」、財務省「法人企業統計季報」、日本銀行

# 企業金融

## (1) 企業からみた金融機関の貸出態度

<短観>

<日本公庫>

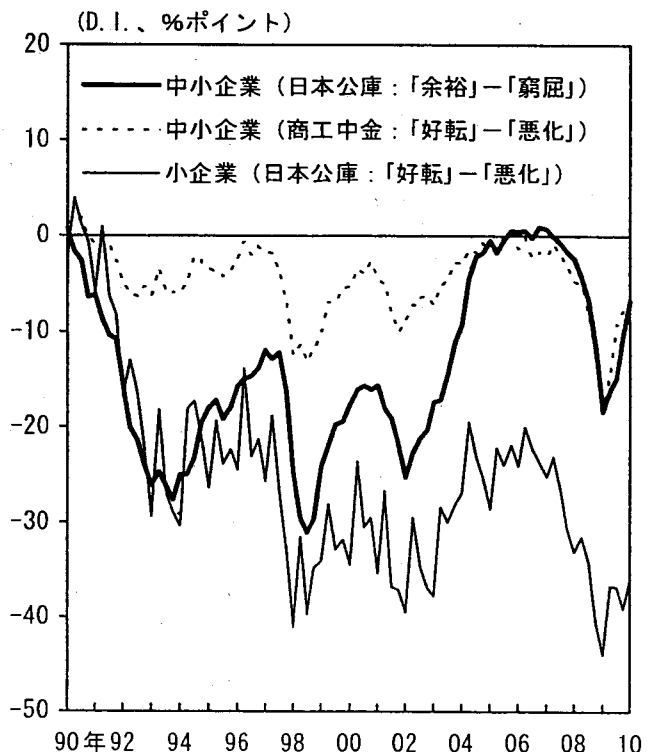
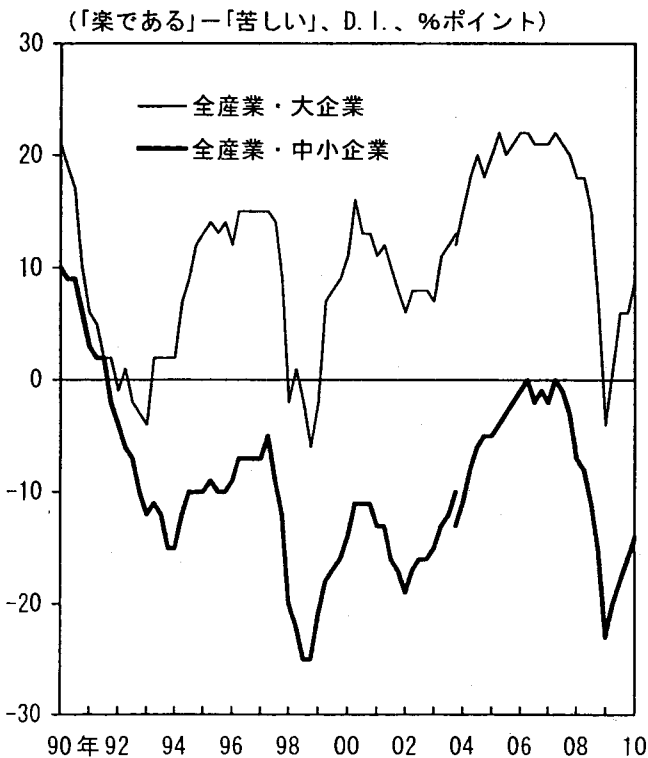


(注) 短観は2004/3月調査より見直しを実施。旧ベースは2003/12月調査まで、新ベースは2003/12月調査から(下の(2)も同じ)。

## (2) 企業の資金繰り

<短観>

<日本公庫・商工中金>



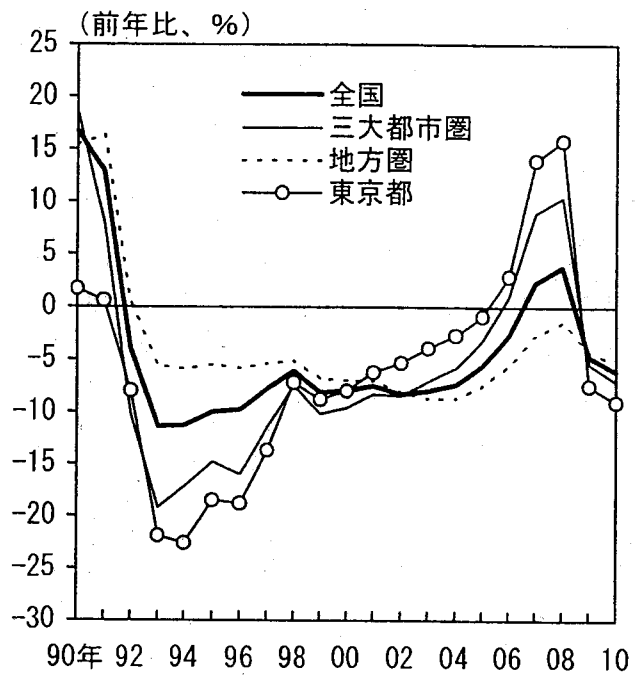
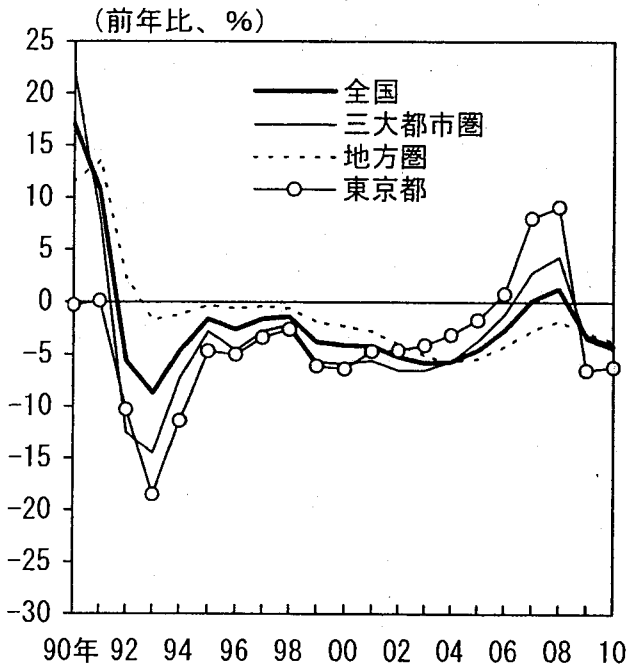
(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、商工中金「中小企業月次景況観測」、日本政策金融公庫「中小企業景況調査」「全国中小企業動向調査結果(小企業編)」

# 地 価

## (1) 地価公示 (1/1日時点)

<住宅地>

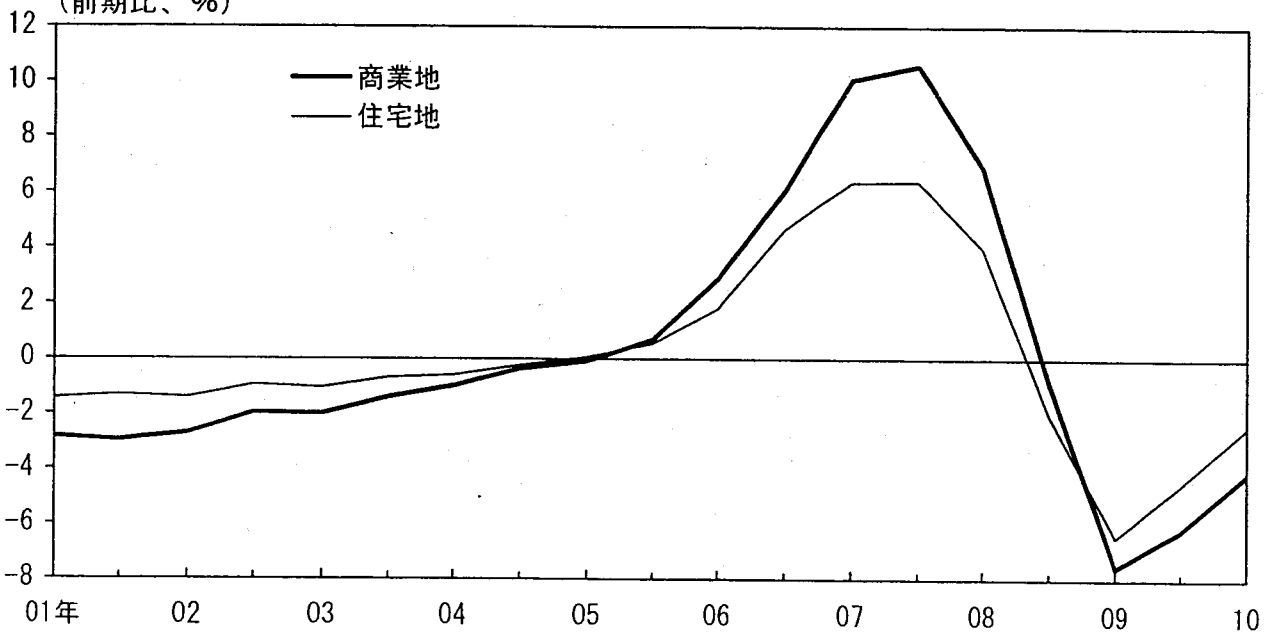
<商業地>



(注) 三大都市圏とは、東京圏（東京、神奈川、埼玉、千葉、茨城）、大阪圏（大阪、兵庫、京都、奈良）、名古屋圏（愛知、三重）を指す。地方圏とは、三大都市圏以外を指す。

## (2) 東京都区部の地価の動向

(前期比、%)



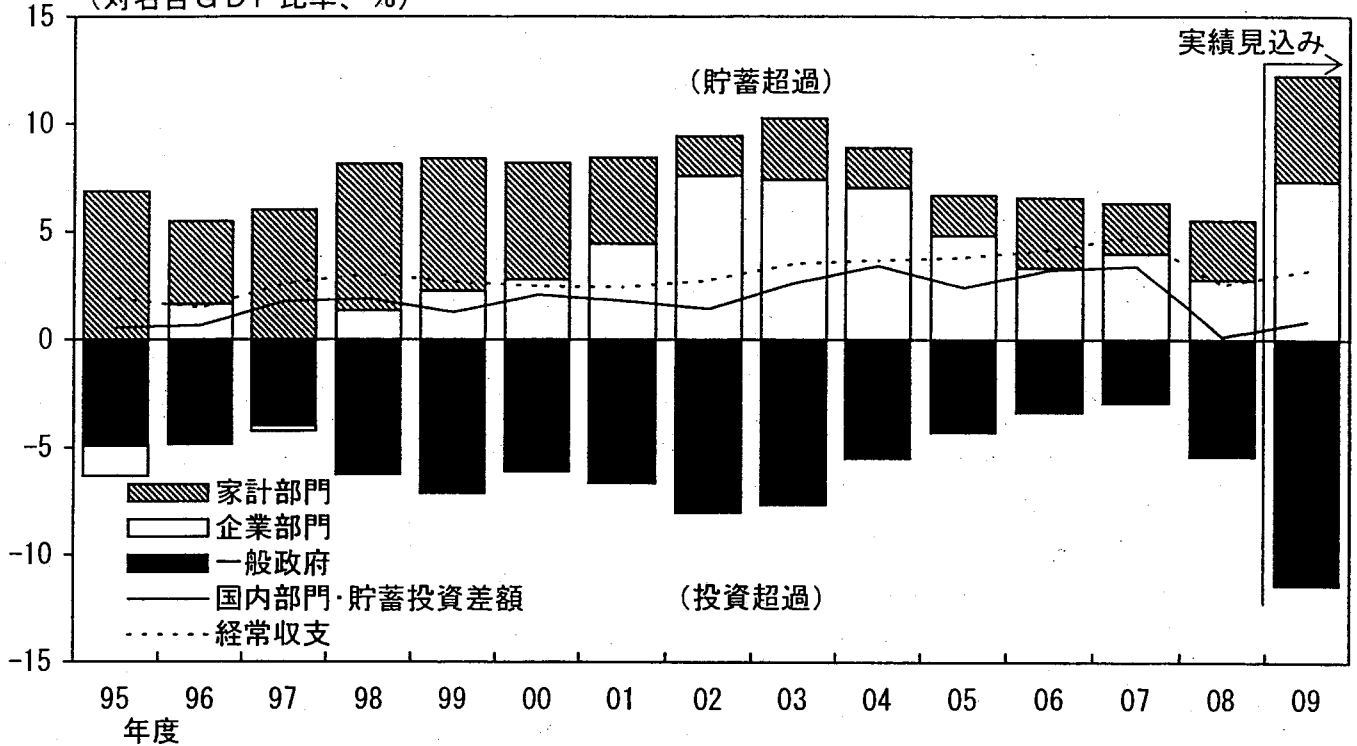
(注) 地価公示および都道府県地価調査の共通地点（住宅地52地点、商業地40地点）における半期ベースの比較。

(資料) 国土交通省「地価公示」「都道府県地価調査」

# 貯蓄投資バランス

## (1) 貯蓄投資バランス

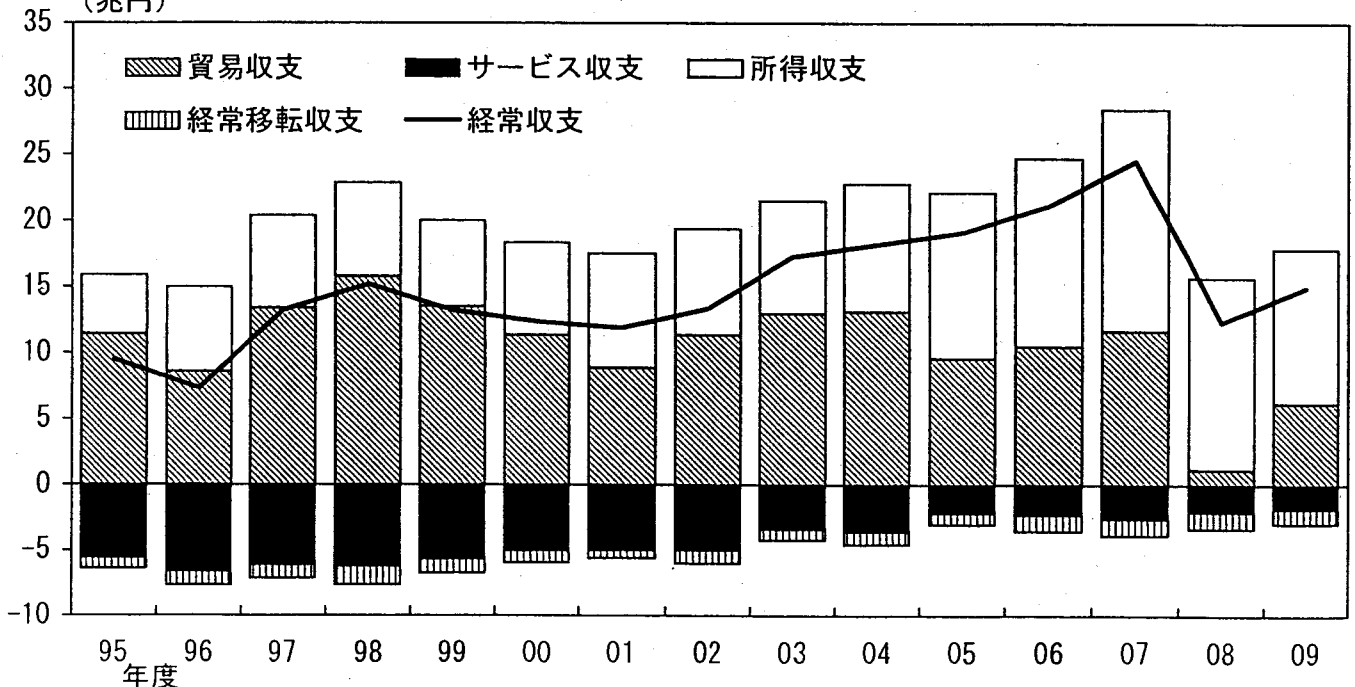
(対名目GDP比率、%)



(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、2009年度の試算にあたっては、一般政府貯蓄投資バランスは内閣府「中長期の道ゆきを考えるための機械的試算」に基づき、家計貯蓄投資バランスは図表44で試算されている名目可処分所得を利用している。

## (2) 経常収支の内訳

(兆円)

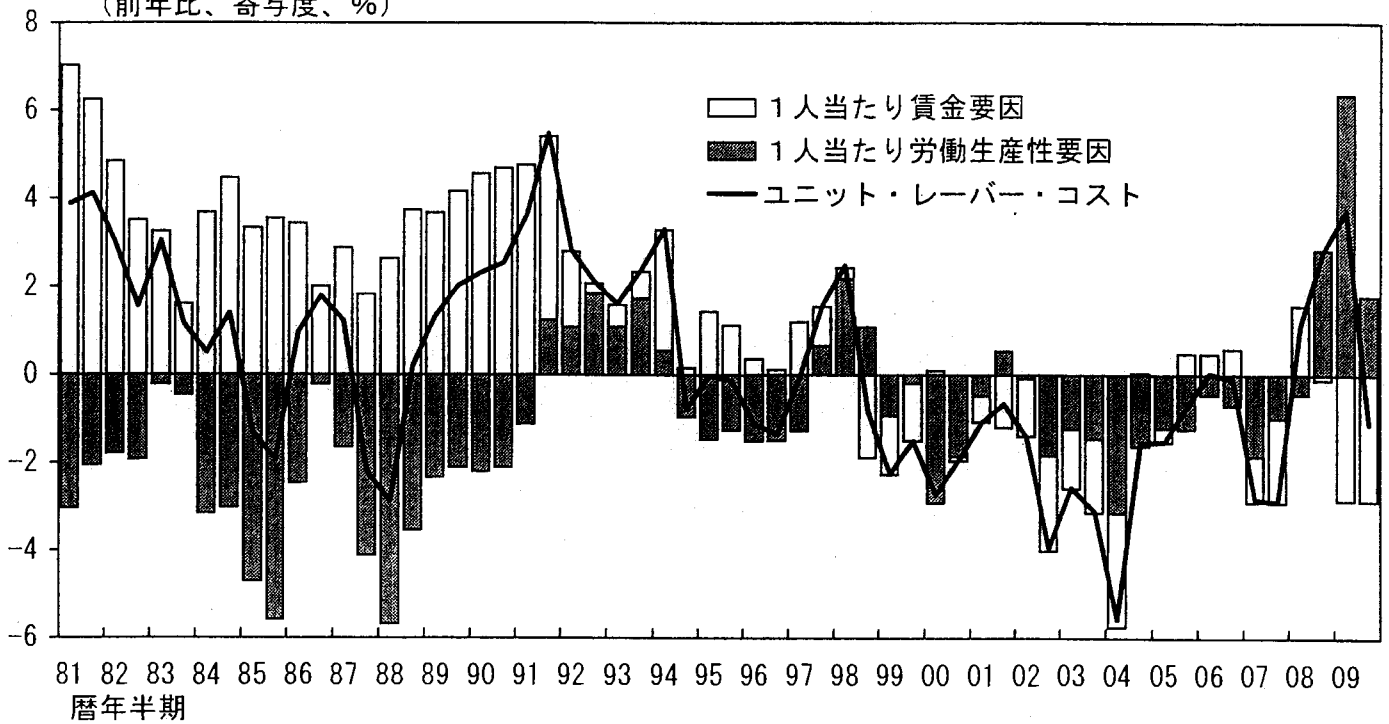


(注) 2009年度の経常収支及び内訳は、2009/4月～2010/2月の前年比を用いて算出。  
 (資料) 内閣府「国民経済計算」「中長期の道ゆきを考えるための機械的試算」、  
 財務省・日本銀行「国際収支状況」

# 賃金と物価

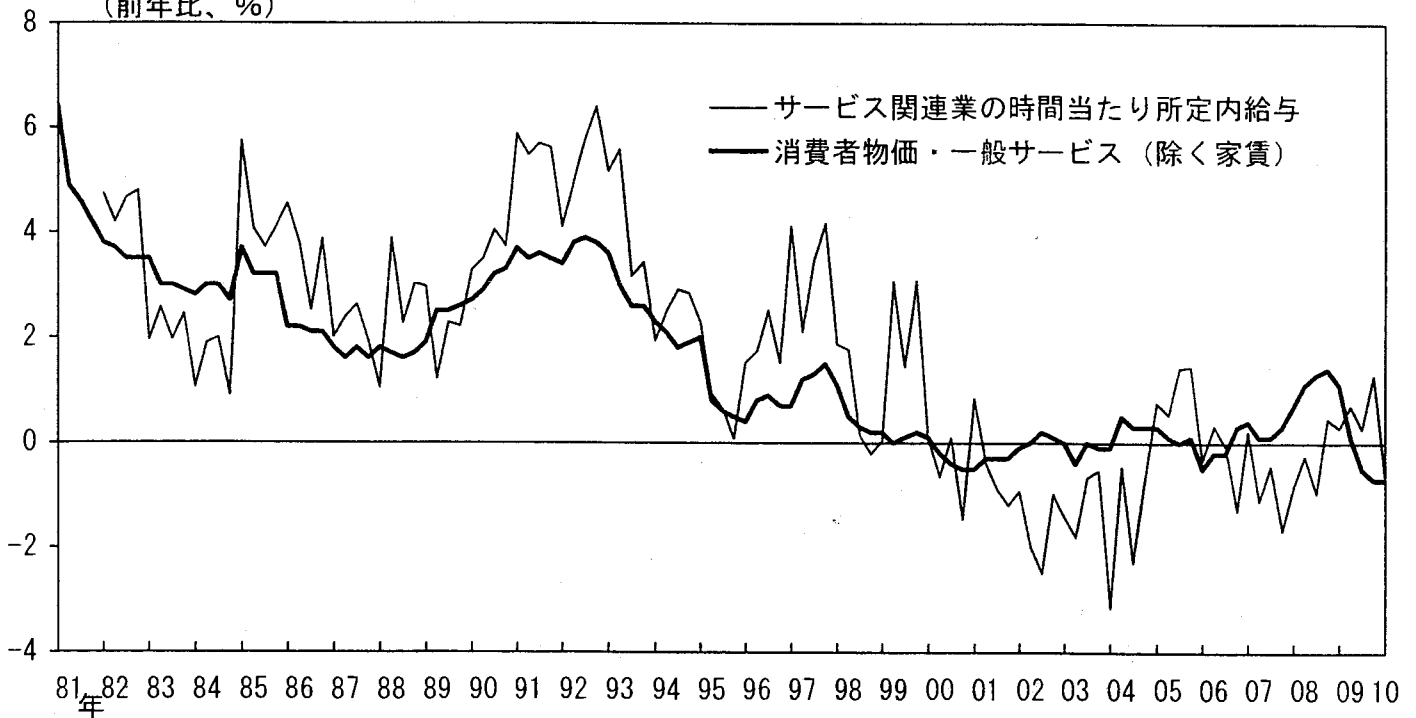
## (1) ユニット・レーバー・コスト

(前年比、寄与度、%)



## (2) サービス価格と賃金

(前年比、%)

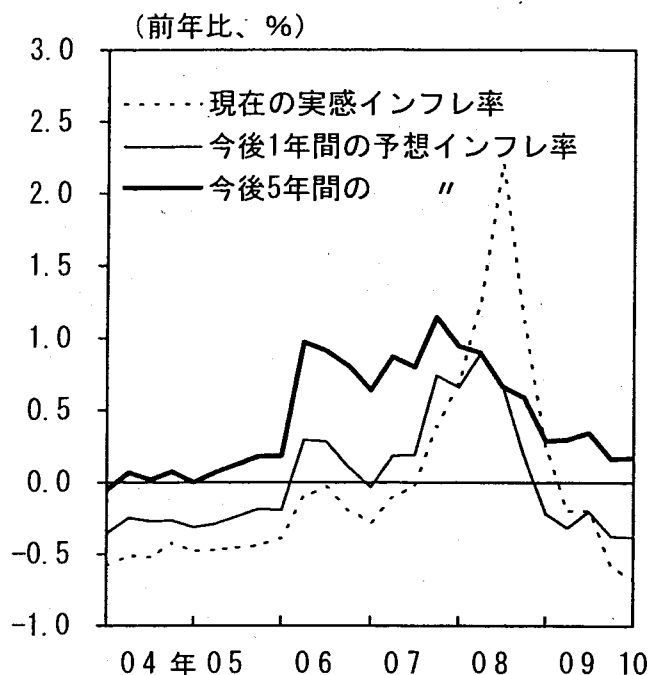


- (注) 1. 賃金は、2000年までは、旧業種区分によるサービス業に飲食店を加えたもの。2001年以降は、新業種区分による飲食店、宿泊業、医療、福祉、教育、学習支援業、複合サービス事業、サービス業が含まれる。事業所規模30人以上のデータを使用。
- 2. 2010/1Qは、1~2月の前年同期比。

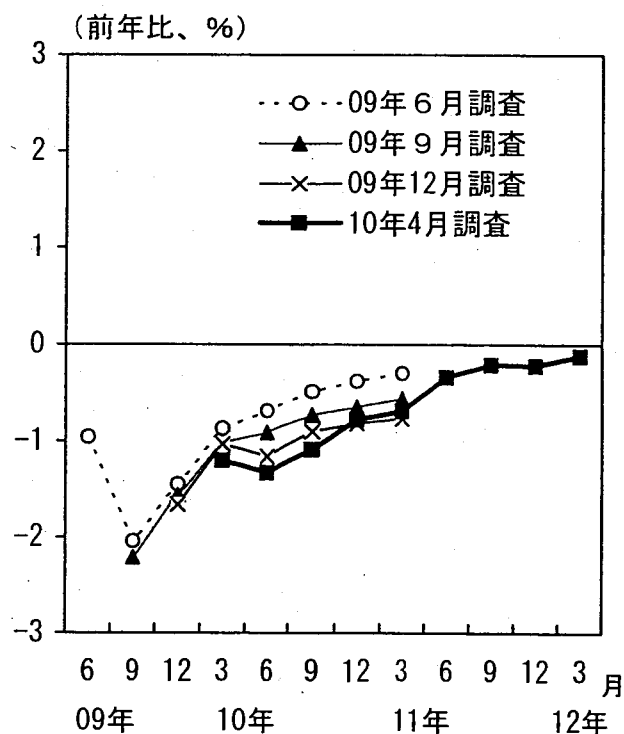
(資料) 厚生労働省「毎月勤労統計」、総務省「労働力調査」「消費者物価指数」、内閣府「国民経済計算」

# 物価の先行きに対する見方

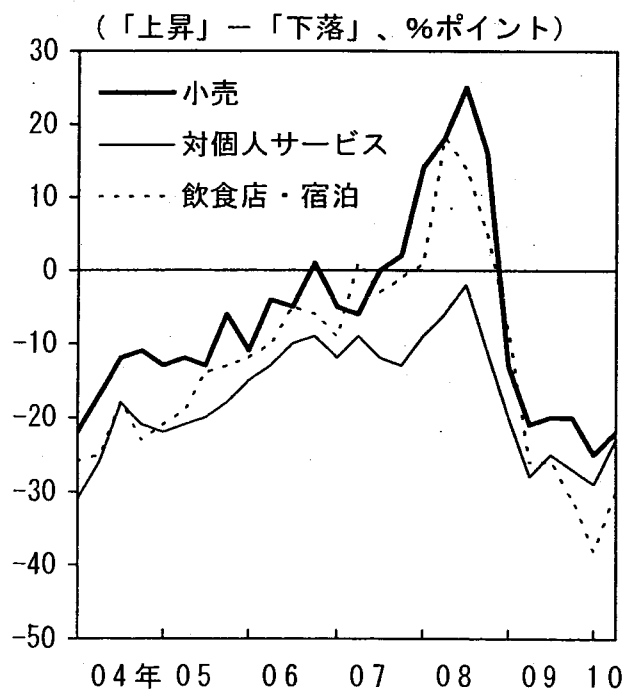
(1) 家計のインフレ予想



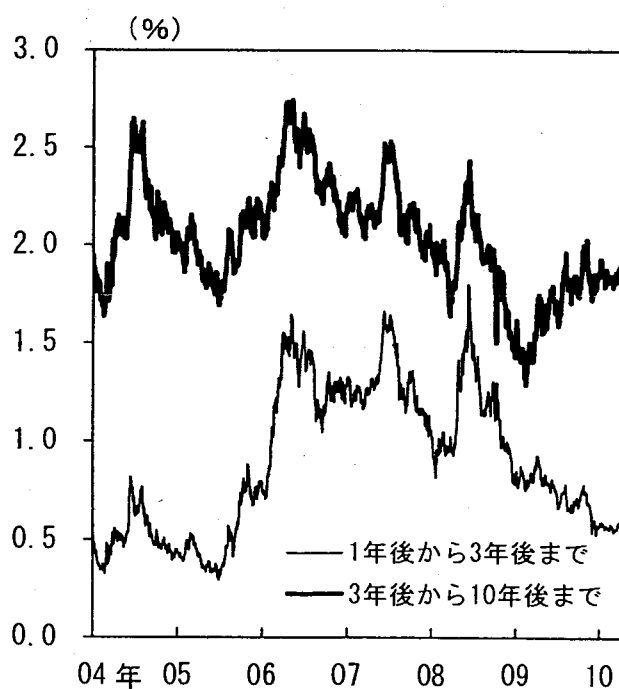
(2) エコノミストの短期的なインフレ予想



(3) 企業の短期的なインフレ予想



(4) インプライド・フォワード・レート



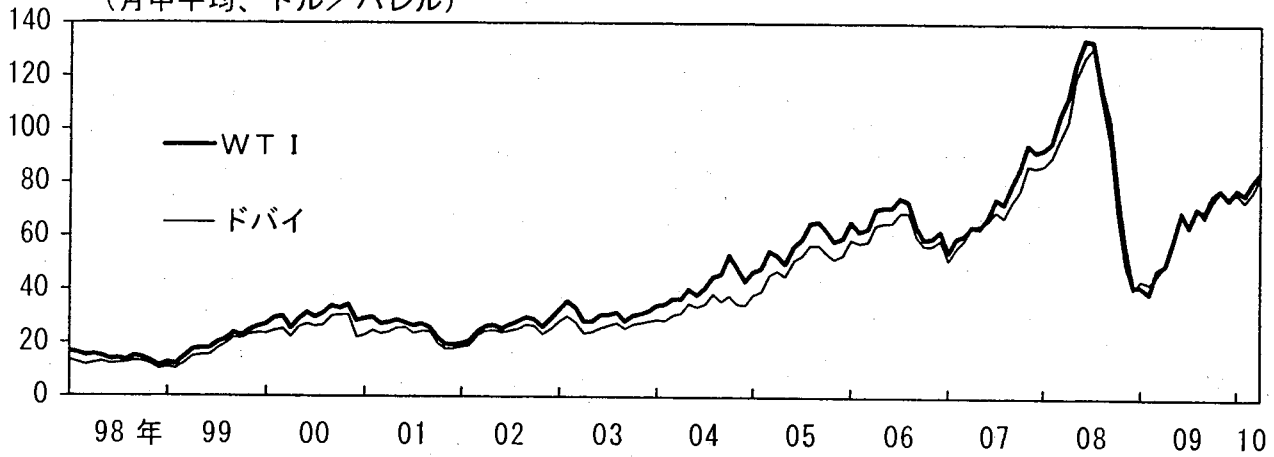
- (注) 1. (1) は、「生活意識に関するアンケート調査」のデータを用いて、修正カールソン・パーキン法により推計したもの。推計の詳細については、関根・吉村・和田(2008)「インフレ予想(Inflation Expectations)について」、日銀レビュー、2008-J-15を参照。  
2. (2) は、「ESPフォーキャスト調査」におけるエコノミスト予想の平均値。  
3. (3) は、短観における全規模合計の販売価格判断D.I.(先行き3か月後まで)。  
4. (4) は、円・円スワップレートをもとに算出。

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

# 商品市況

## (1) 原油価格

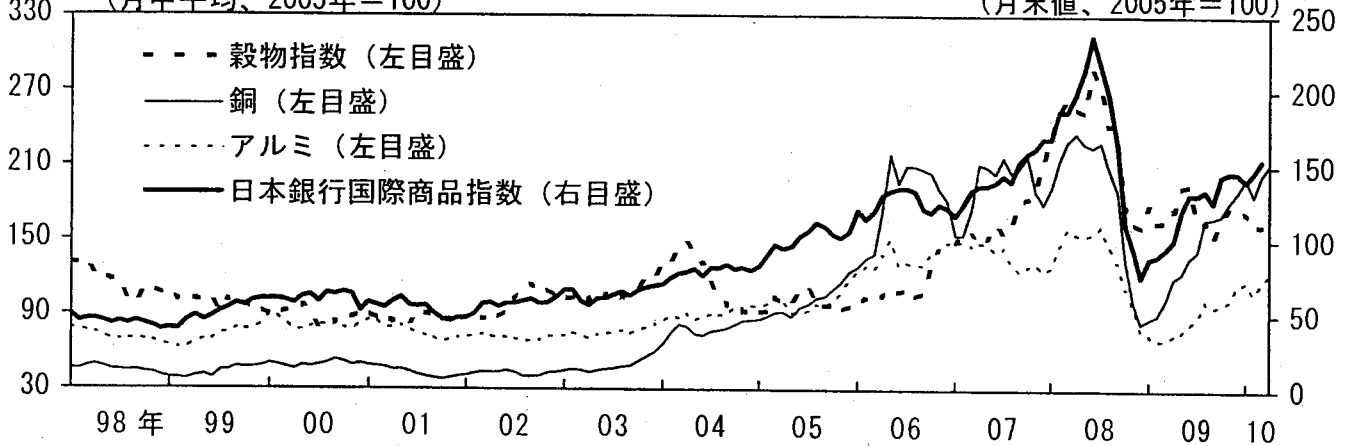
(月中平均、ドル/バレル)



## (2) 国際商品市況

(月中平均、2005年=100)

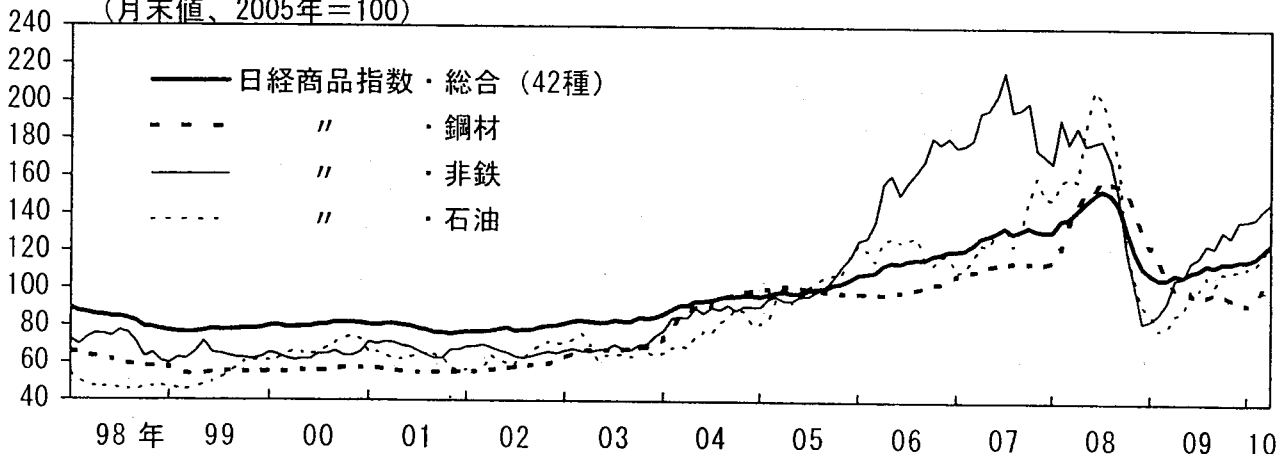
(月末値、2005年=100)



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

## (3) 国内商品市況

(月末値、2005年=100)



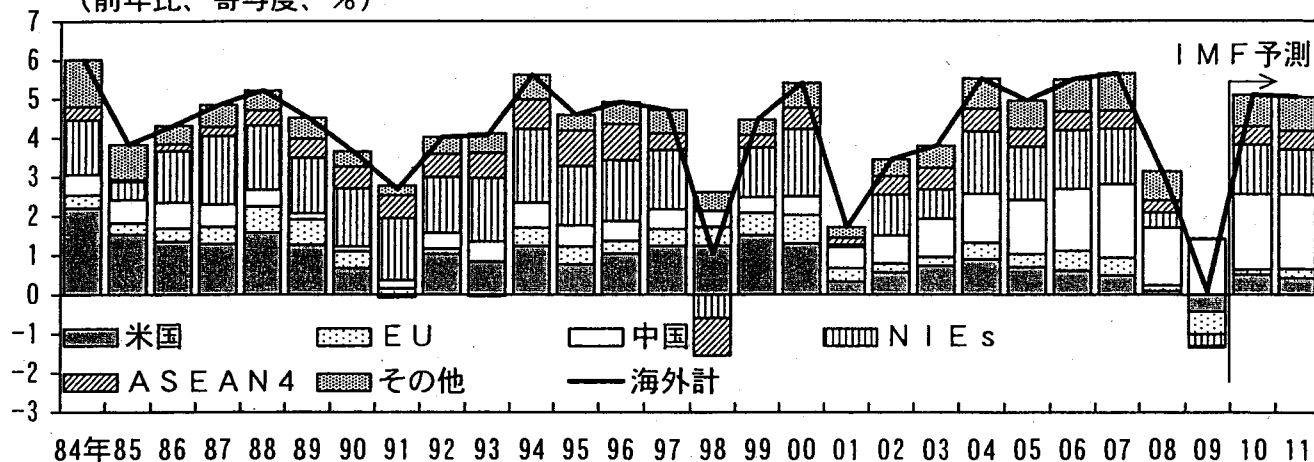
(注) 鋼材：棒鋼、H形鋼、鋼板など 非鉄：銅地金、アルミニウム地金など  
石油：ガソリン、灯油、軽油、C重油

(資料) 日本銀行「日本銀行国際商品指数」、日本経済新聞社等

# 海外経済

## (1) わが国が直面する海外経済の成長率

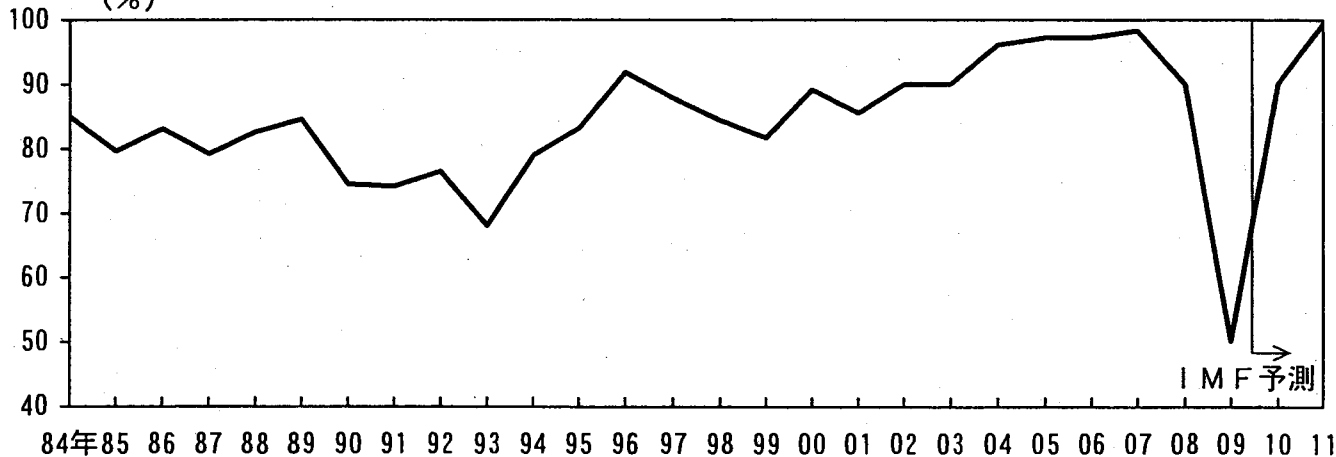
(前年比、寄与度、%)



(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。

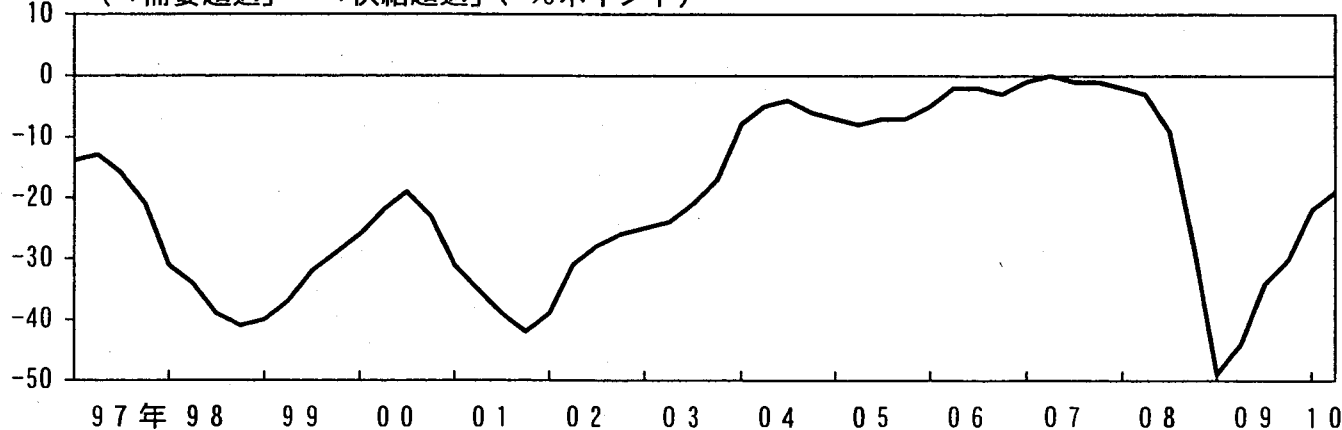
## (2) プラス成長国の割合

(%)



## (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. 2010/2QのD. I. は、2010/3月調査時点の企業の予測値。

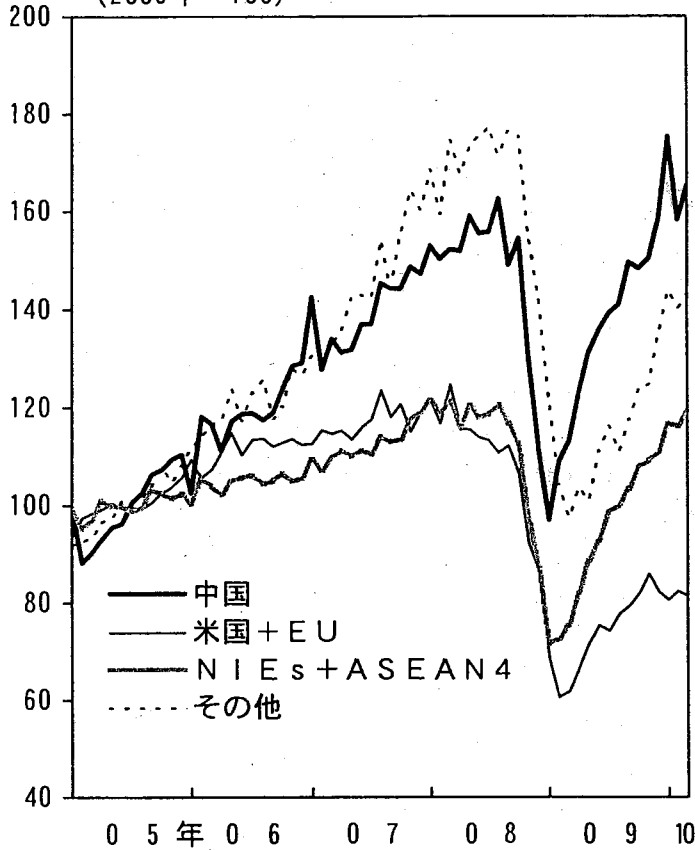
(資料) IMF「World Economic Outlook」、財務省「貿易統計」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」



# 地域別輸出

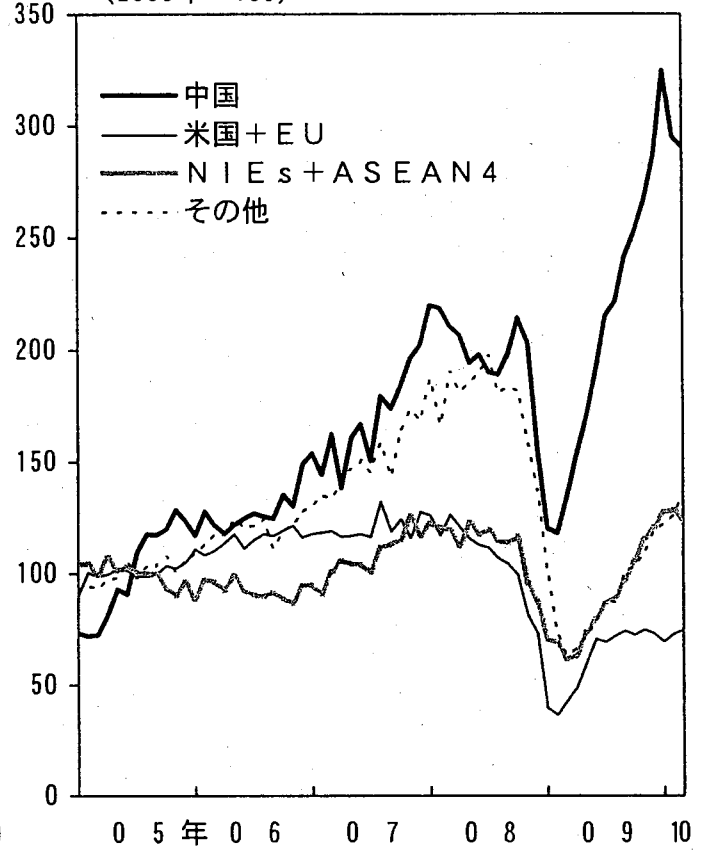
(1) 合計

(2005年=100)



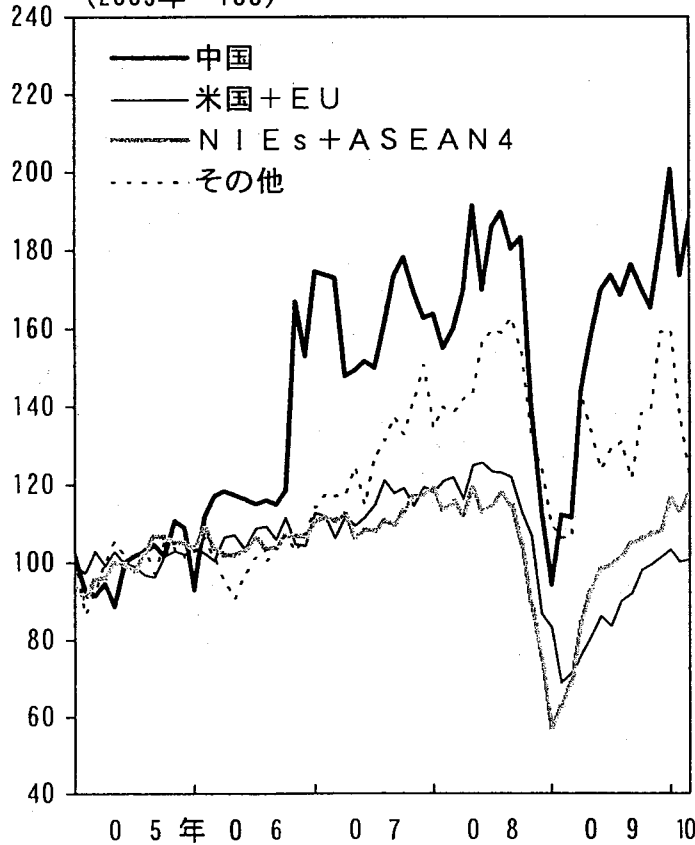
(2) 自動車関連

(2005年=100)



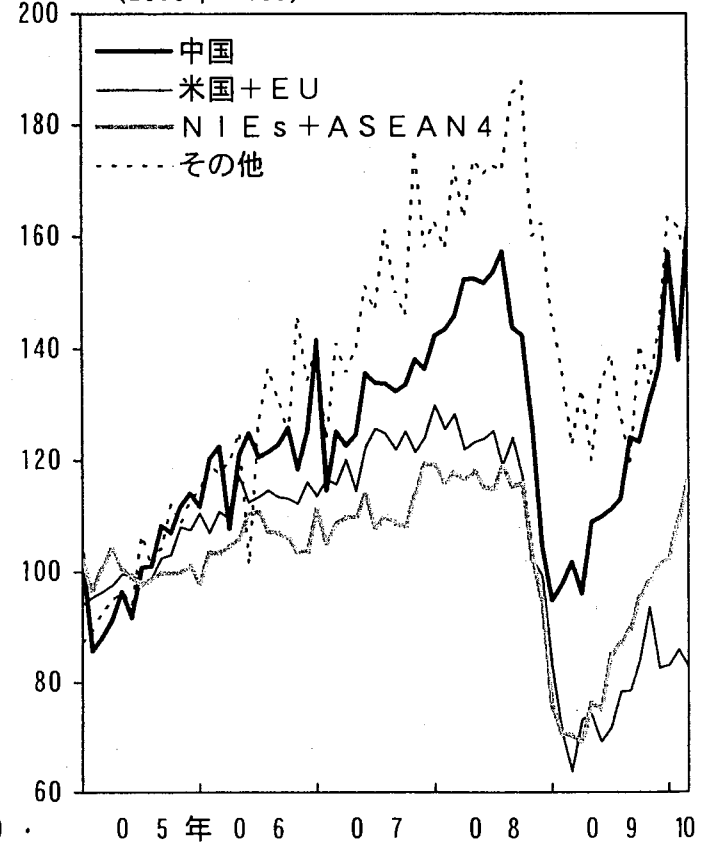
(3) 情報関連

(2005年=100)



(4) 資本財・部品

(2005年=100)

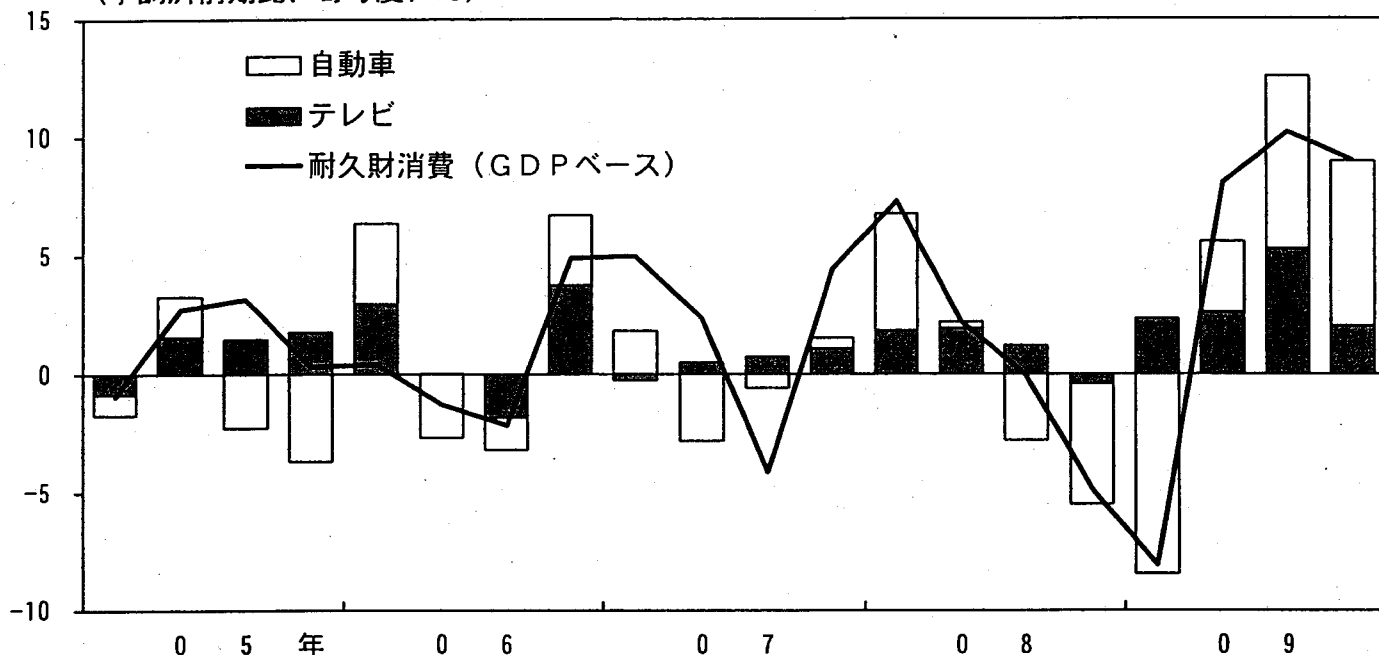


(資料) 財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」

# 耐久財消費

## (1) 実質耐久財消費の内訳

(季調済前期比、寄与度、%)

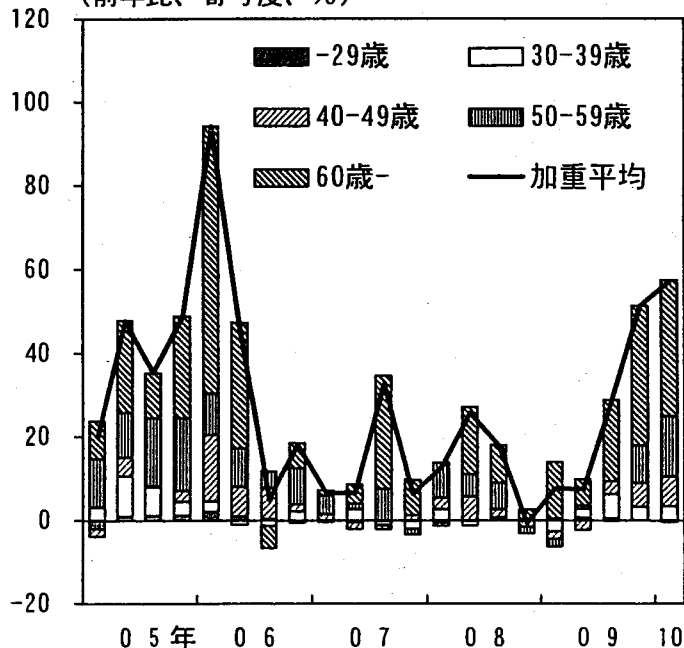


(注) テレビおよび自動車のGDP耐久財消費への寄与度は、両財への実質消費支出をGDPの推計方法にならい、需要・供給両面から各種関連統計を用いて推計した上で、「国民経済計算」の「家計の主要耐久消費財残高」より算出される品目毎の年間支出ウエイトを参考にして試算したものである。

## (2) テレビ・自動車の年齢階級別購入金額

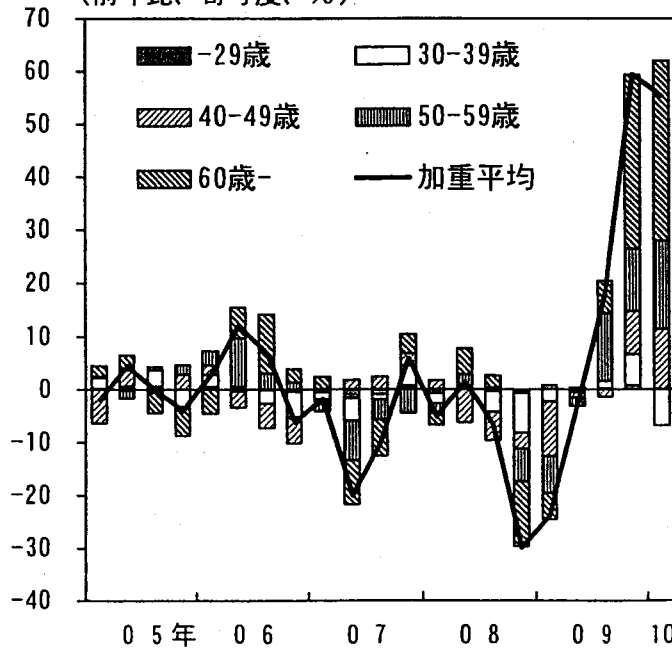
### ① テレビ

(前年比、寄与度、%)



### ② 自動車

(前年比、寄与度、%)

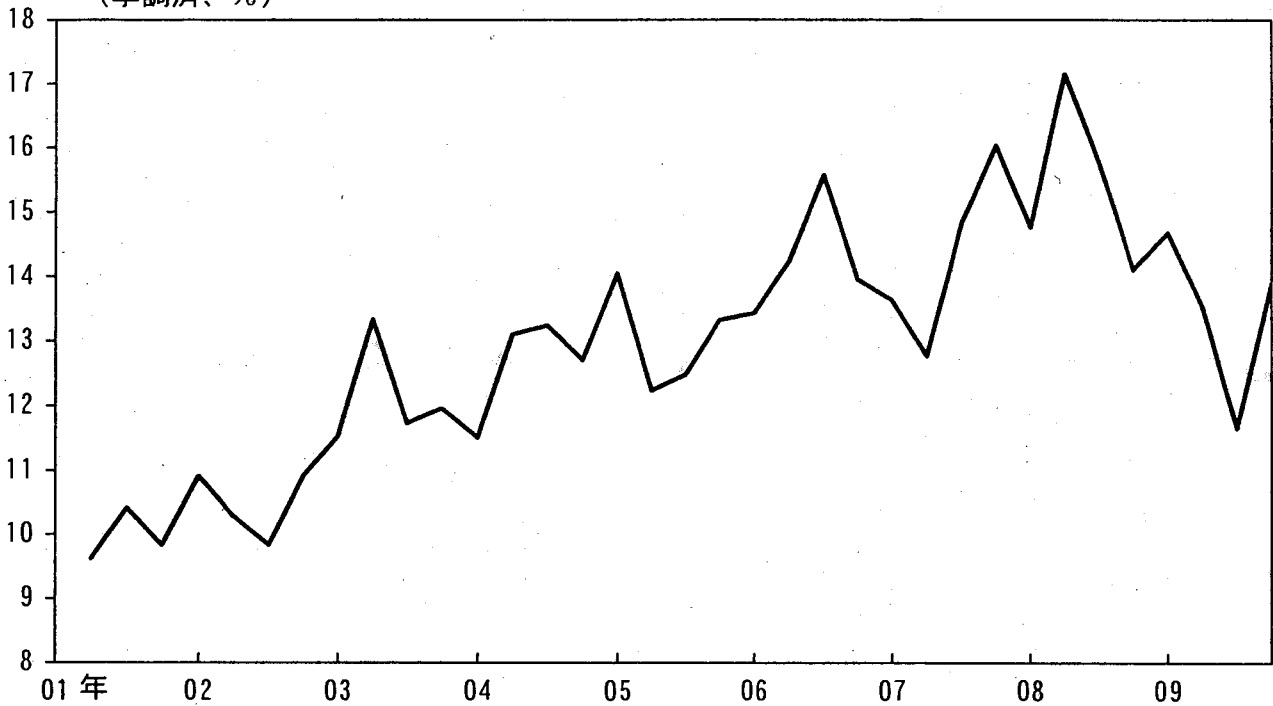


(注) 1. テレビ・自動車の年齢階級別購入金額は、二人以上の世帯ベース。  
2. 2010/1Qは、1~2月の前年同期比。

(資料) 内閣府「国民経済計算」、総務省「消費者物価指数」「家計消費状況調査」、経済産業省「生産動態統計調査」、財務省「貿易統計」、電子情報技術産業協会「民生用電子機器国内出荷統計」

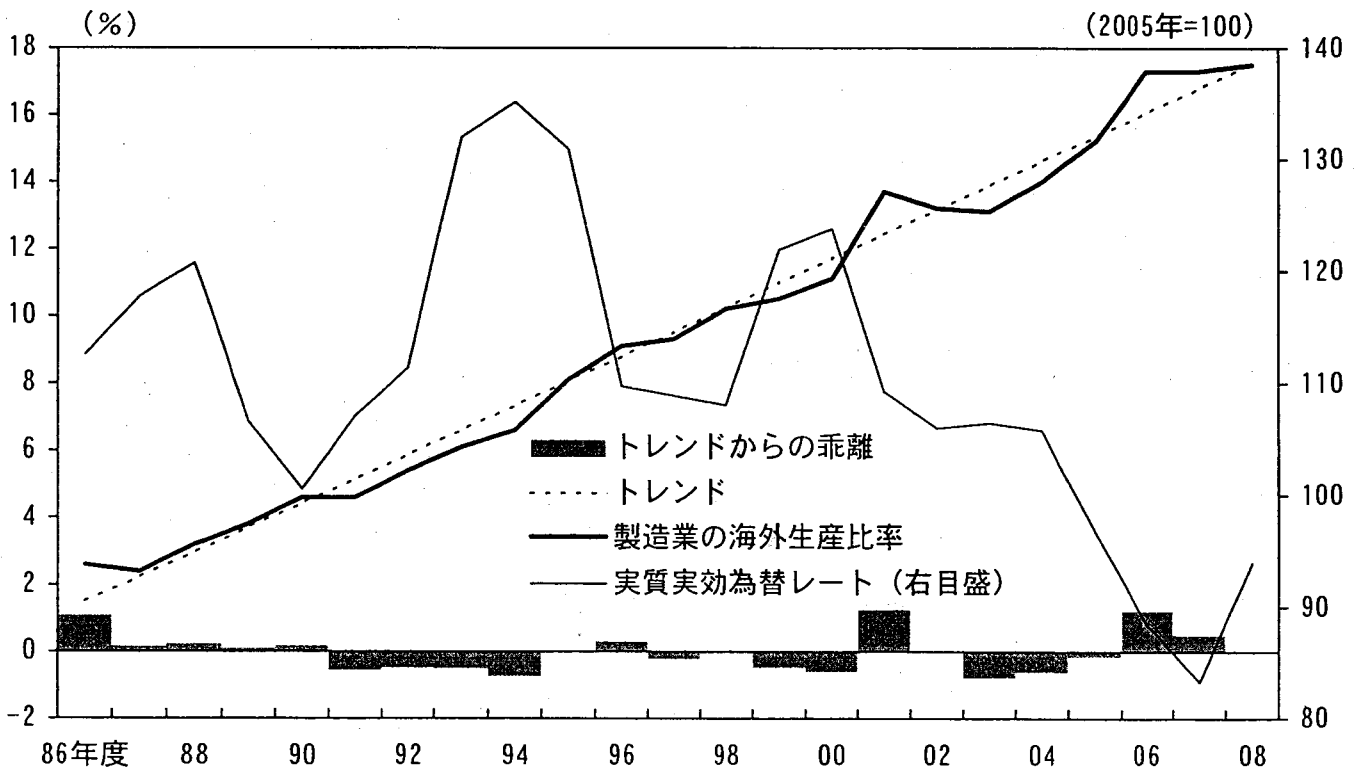
# 海外現地生産

(1) 製造業の海外設備投資比率 (海外設備投資/国内設備投資)  
(季調済、%)



(注) 海外設備投資は、わが国企業(資本金1億円以上)の海外現地法人による有形固定資産(除く土地)取得額。国内設備投資は、法人季報の全規模ベース。

(2) 製造業の海外生産比率と為替相場



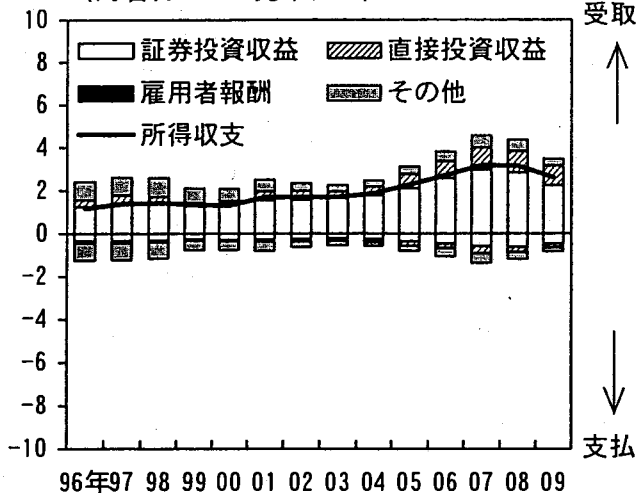
(注) 1. 海外生産比率の2008年度は実績の見込値。  
2. 実質実効為替レートはB I Sのブロードベースを使用して算出。1993年以前はナローベースを使用して接続。

(資料) 内閣府「企業行動に関するアンケート調査」、経済産業省「海外現地法人四半期調査」、財務省「法人企業統計季報」、B I S「Effective Exchange Rate Indices」

# 対外収支

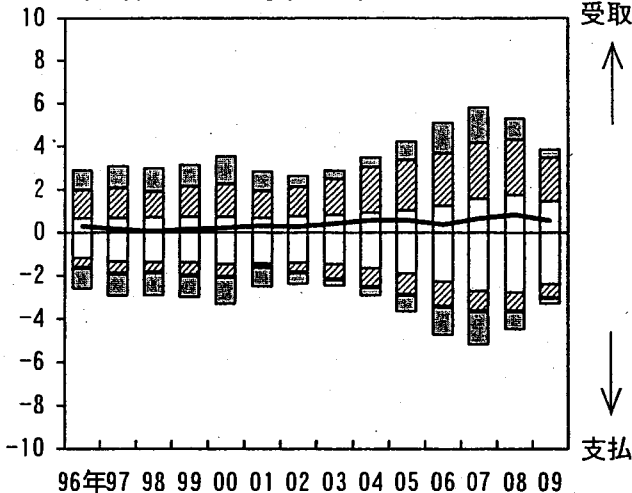
(1) 日本

(対名目GDP比率、%)



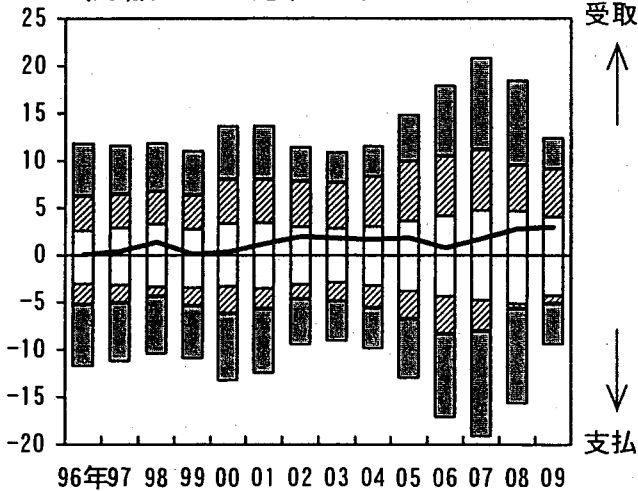
(2) 米国

(対名目GDP比率、%)



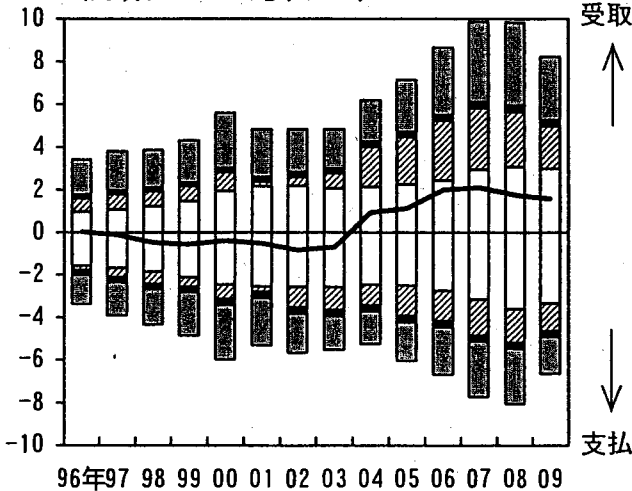
(3) 英国

(対名目GDP比率、%)



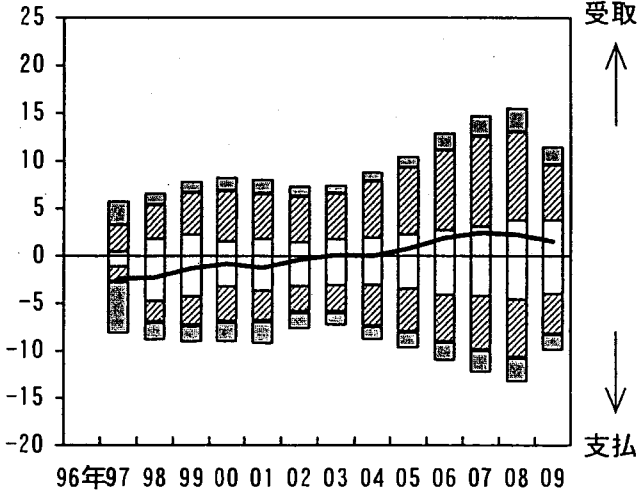
(4) ドイツ

(対名目GDP比率、%)



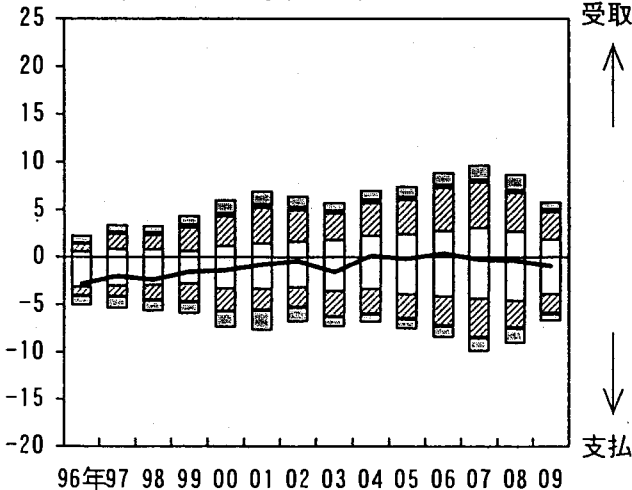
(5) スウェーデン

(対名目GDP比率、%)



(6) フィンランド

(対名目GDP比率、%)



(注) 1. (2) ~ (6) の2009年の所得収支は、2009/1~3Qの年換算値を用いた。

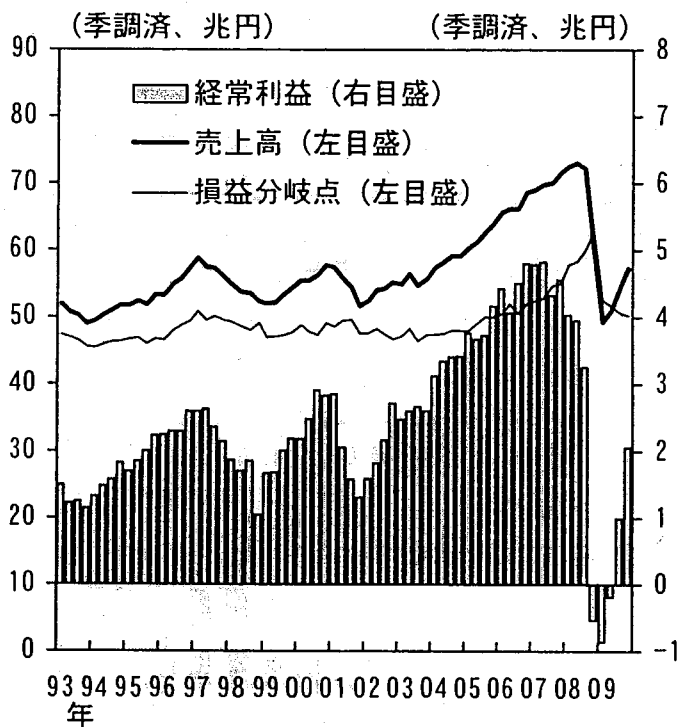
2. (5) の2009年の名目GDPは、IMFによる見込値。

(資料) 内閣府「国民経済計算」、財務省・日本銀行「国際収支状況」、IMF「Balance of Payments Statistics」「World Economic Outlook」

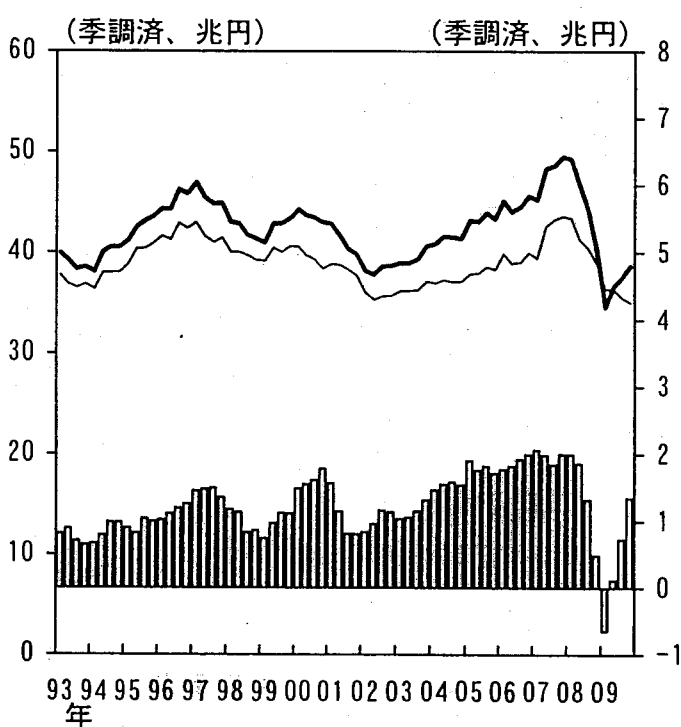
# 損益分岐点と経常利益

## (1) 製造業

### ① 大企業

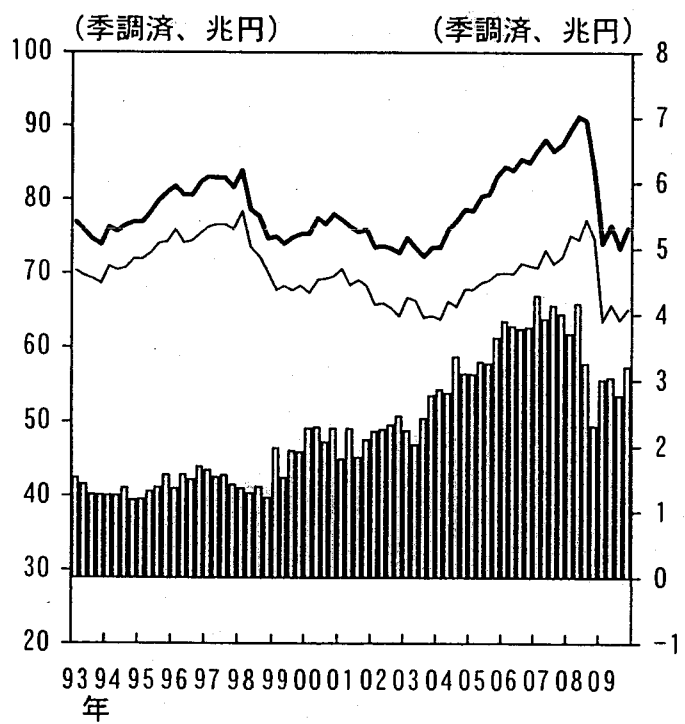


### ② 中堅・中小企業

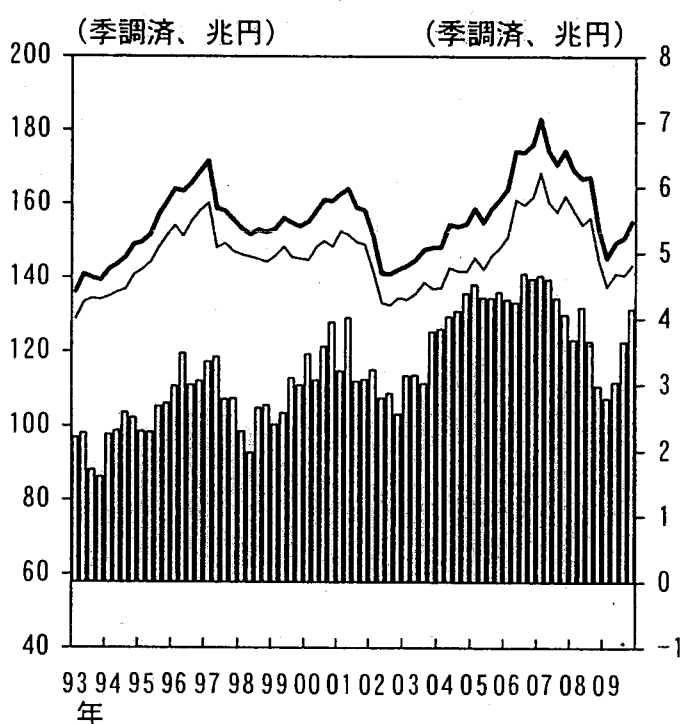


## (2) 非製造業

### ① 大企業



### ② 中堅・中小企業

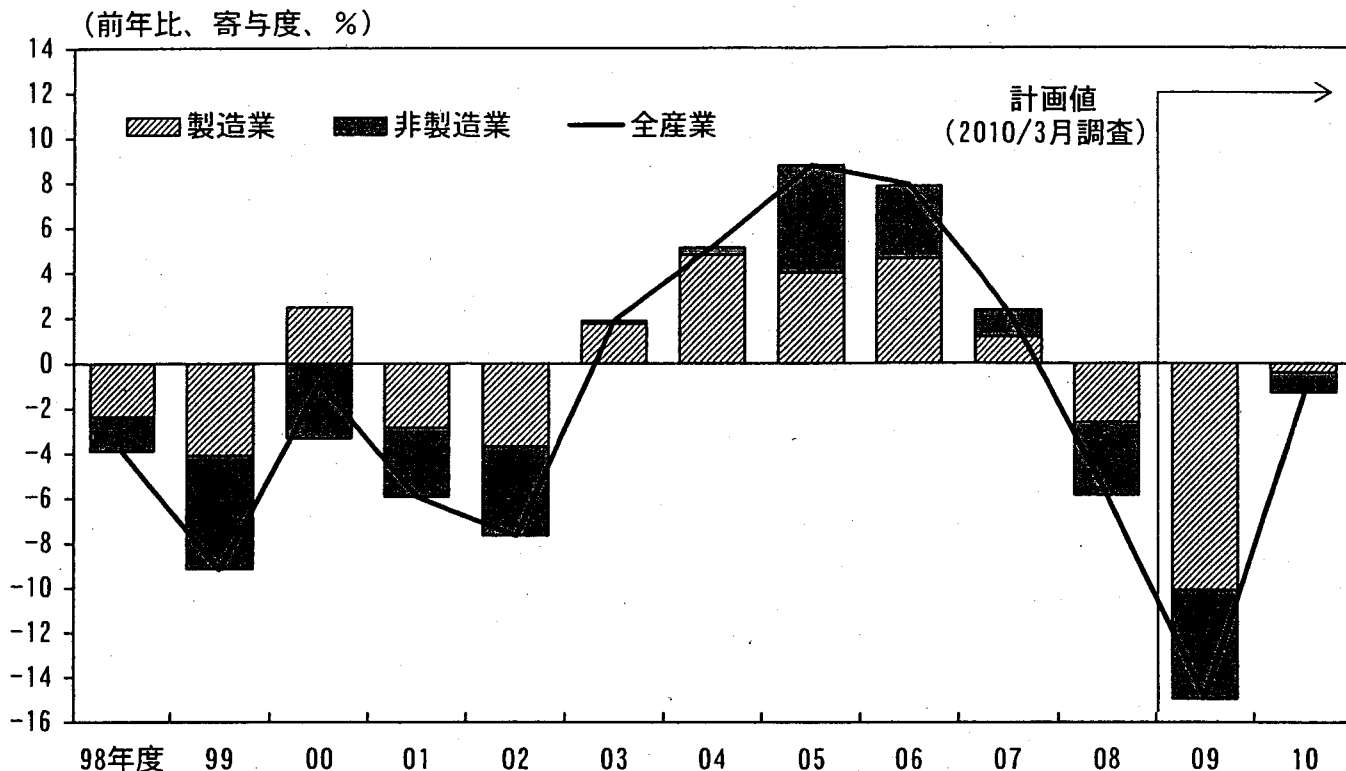


(注) 1. 各計数の詳しい定義については、「経済・物価情勢の展望」(2009/4月)の図表32参照。  
2. 大企業は資本金10億円以上、中堅・中小企業は資本金1千万円以上10億円未満。

(資料) 財務省「法人企業統計季報」

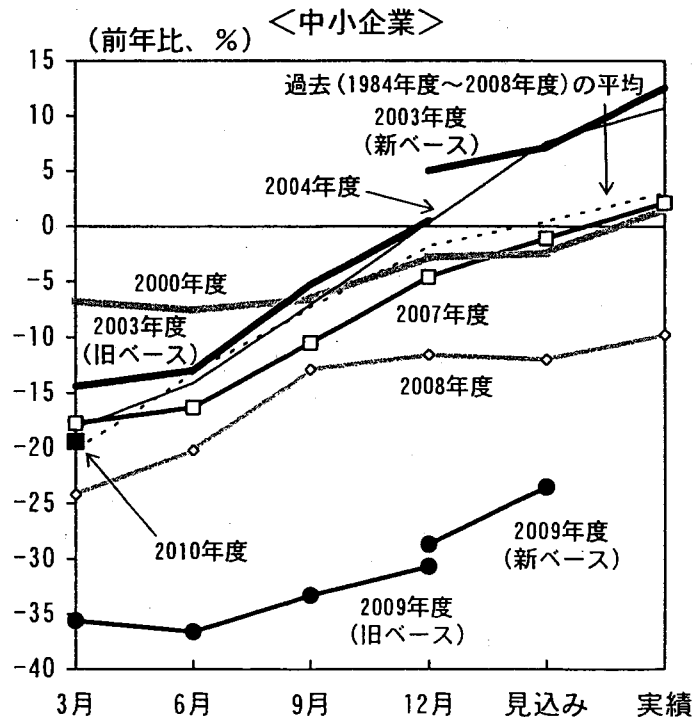
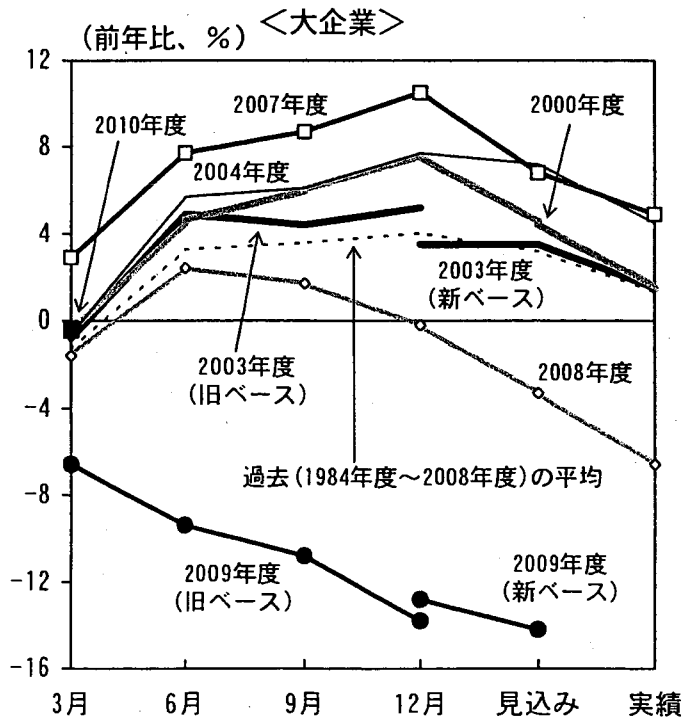
# 設備投資計画

## (1) 設備投資計画 (短観・全規模)



(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。

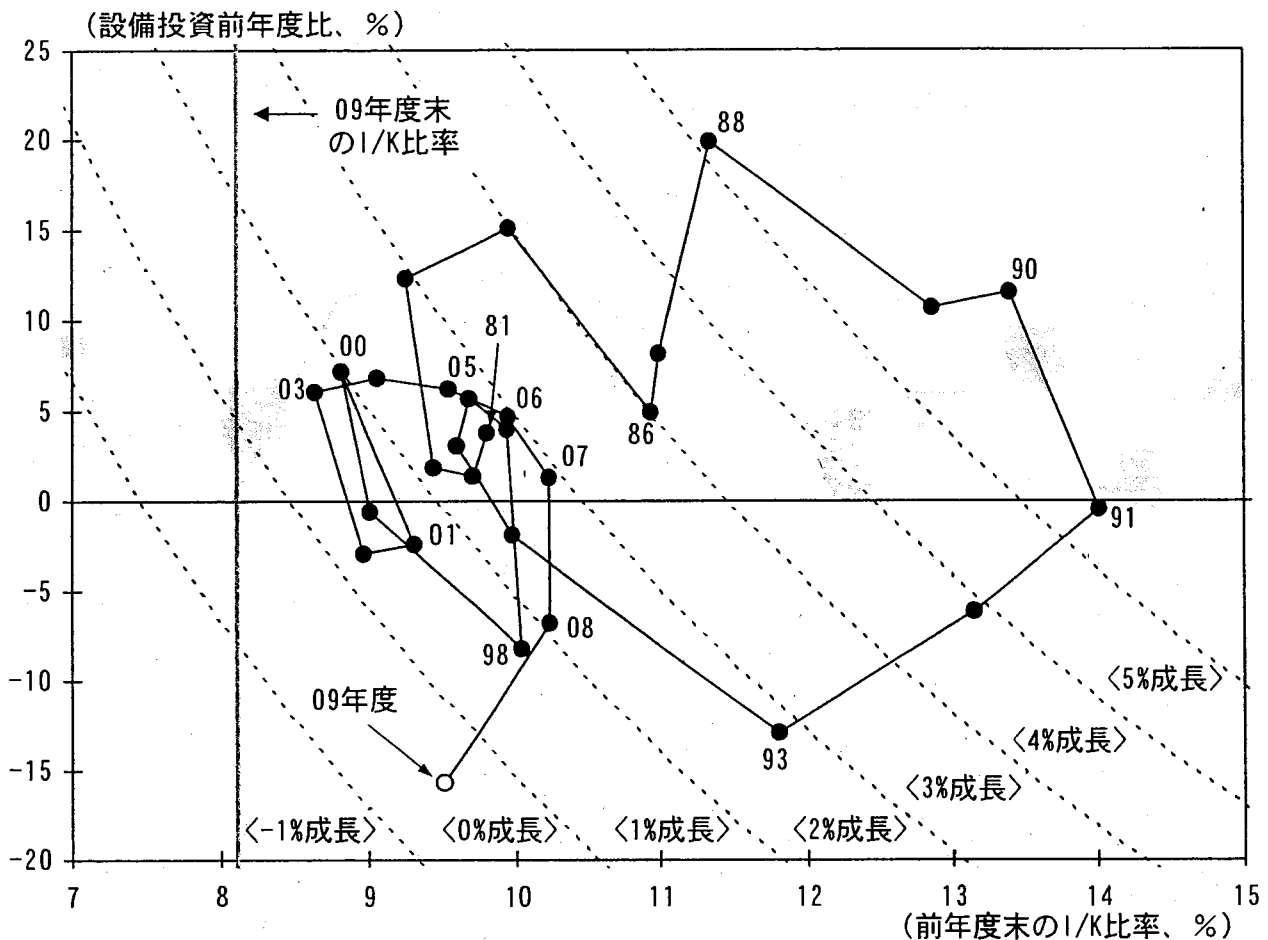
## (2) 設備投資計画の修正状況 (短観・全産業)



(注) 1. 土地を含み、ソフトウェアを除く。  
2. 2004/3月調査より、調査対象企業の拡充を含む幅広い見直しを実施した。また、2010/3月調査では、定例の調査対象企業の見直しを行った。このため、これらのタイミングで、計数には不連続(段差)が生じている。

(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

## 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。

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

縦軸

横軸

・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年度の設備投資については、2010/1Qの前期比伸び率をゼロと仮定して算出。

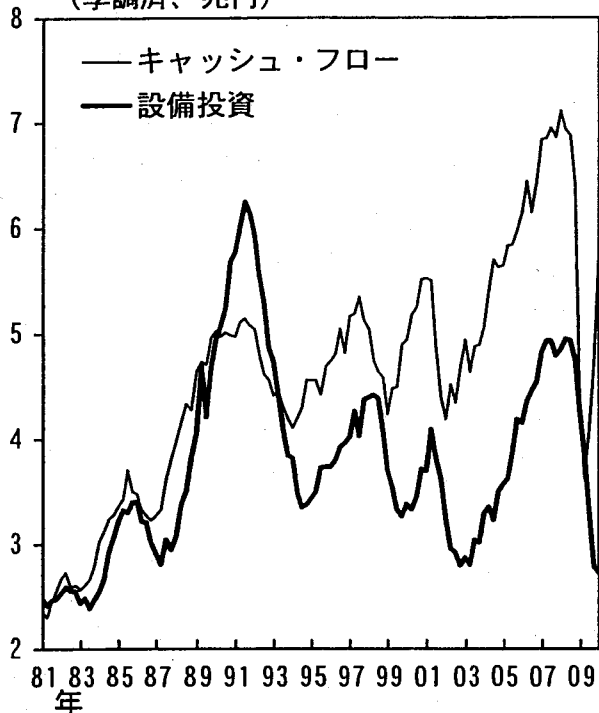
(資料) 内閣府「国民経済計算」「民間企業資本ストック年報」「民間企業資本ストック速報」、経済産業省「工業統計調査」、経済産業研究所「日本産業生産性データベース2009年版」

# キャッシュ・フローと設備投資

## (1) キャッシュ・フローと設備投資

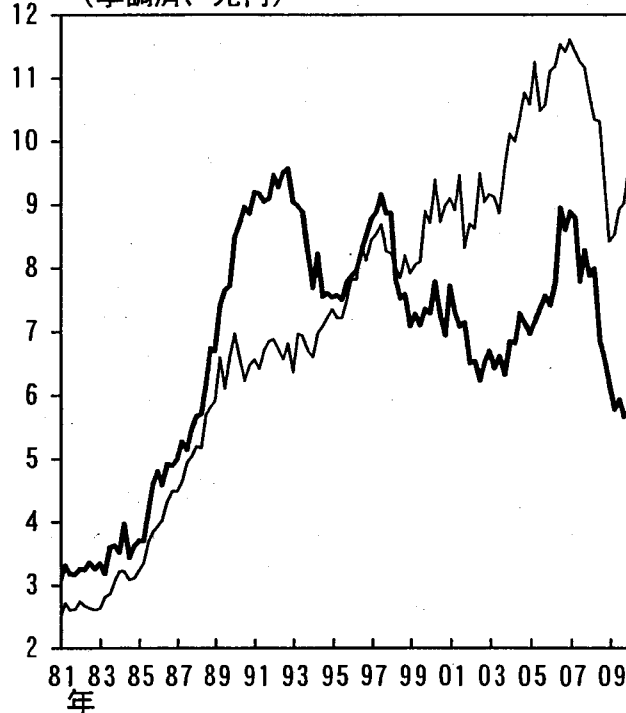
### ① 製造業

(季調済、兆円)



### ② 非製造業

(季調済、兆円)



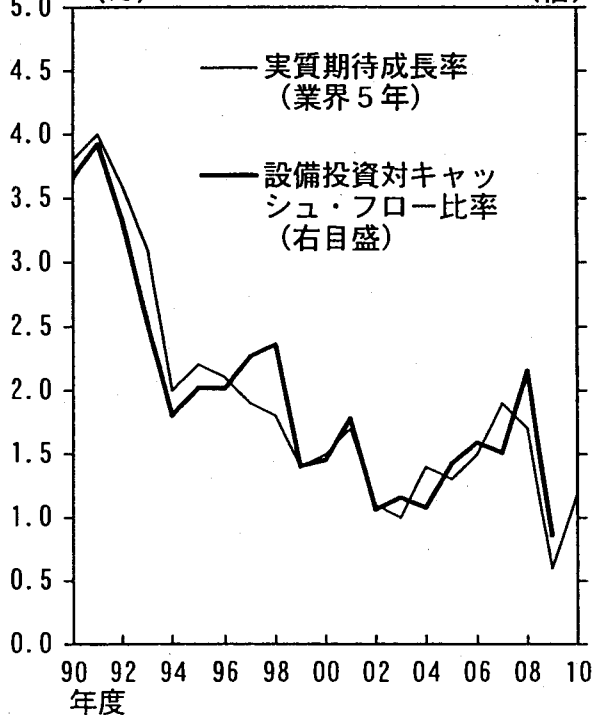
(注) 1. 全規模ベース。

2.  $\text{キャッシュ・フロー} = \frac{\text{減価償却費} + \text{経常利益}}{2}$

## (2) 設備投資対キャッシュ・フロー比率と期待成長率

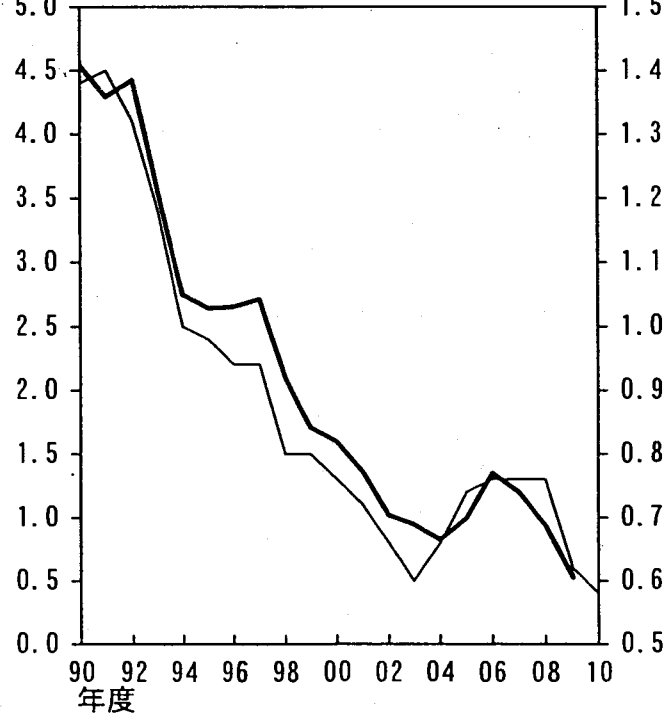
### ① 製造業

(%)



### ② 非製造業

(%)



(注) 1. 設備投資対キャッシュ・フロー比率は、全規模ベース。2009年度は、2009/2Q~4Qの値。

2. 期待成長率は、当該年度から始まる5年間の平均成長率(調査時点は前年度の1月または2月)。

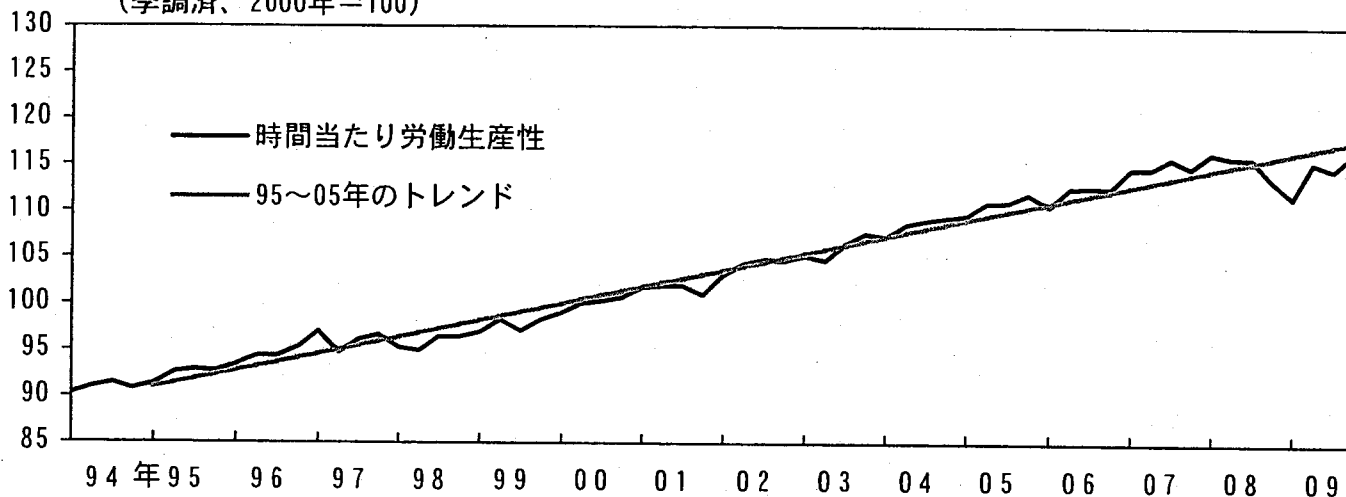
(資料) 財務省「法人企業統計季報」、内閣府「企業行動に関するアンケート調査」



## 労働生産性のトレンドと失業率

### (1) 時間当たり労働生産性 (実質GDP/労働投入量)

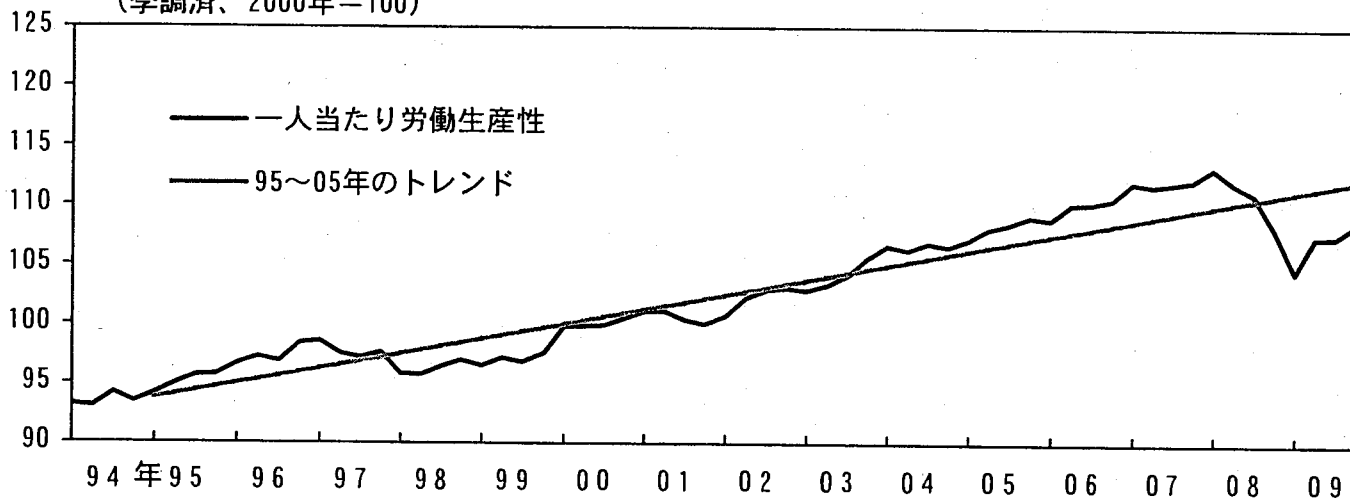
(季調済、2000年=100)



(注) 労働投入量=就業者数×総労働時間

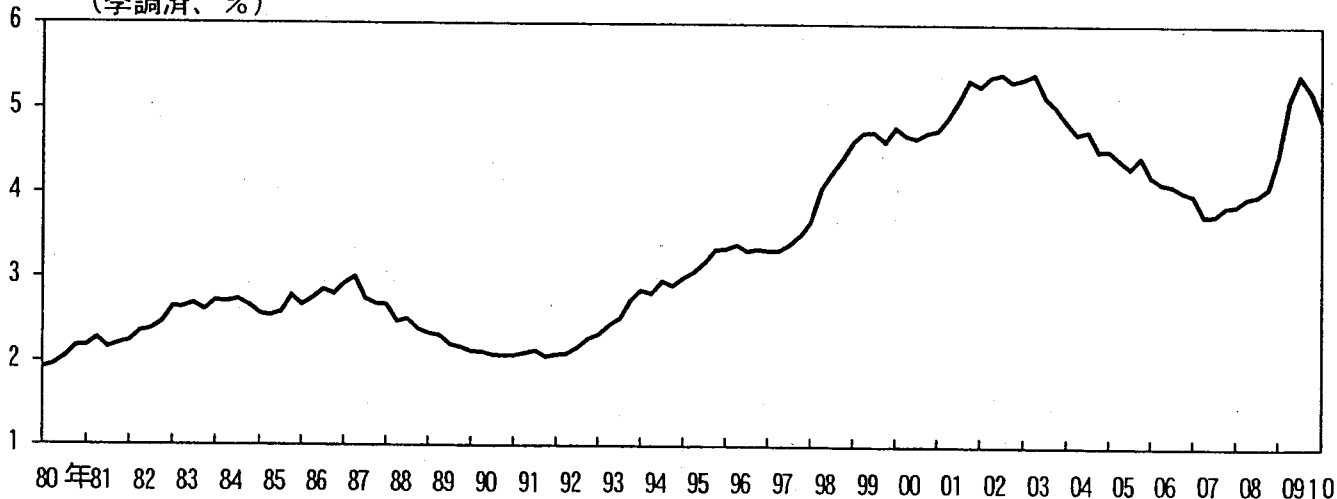
### (2) 一人当たり労働生産性 (実質GDP/就業者数)

(季調済、2000年=100)



### (3) 失業率

(季調済、%)

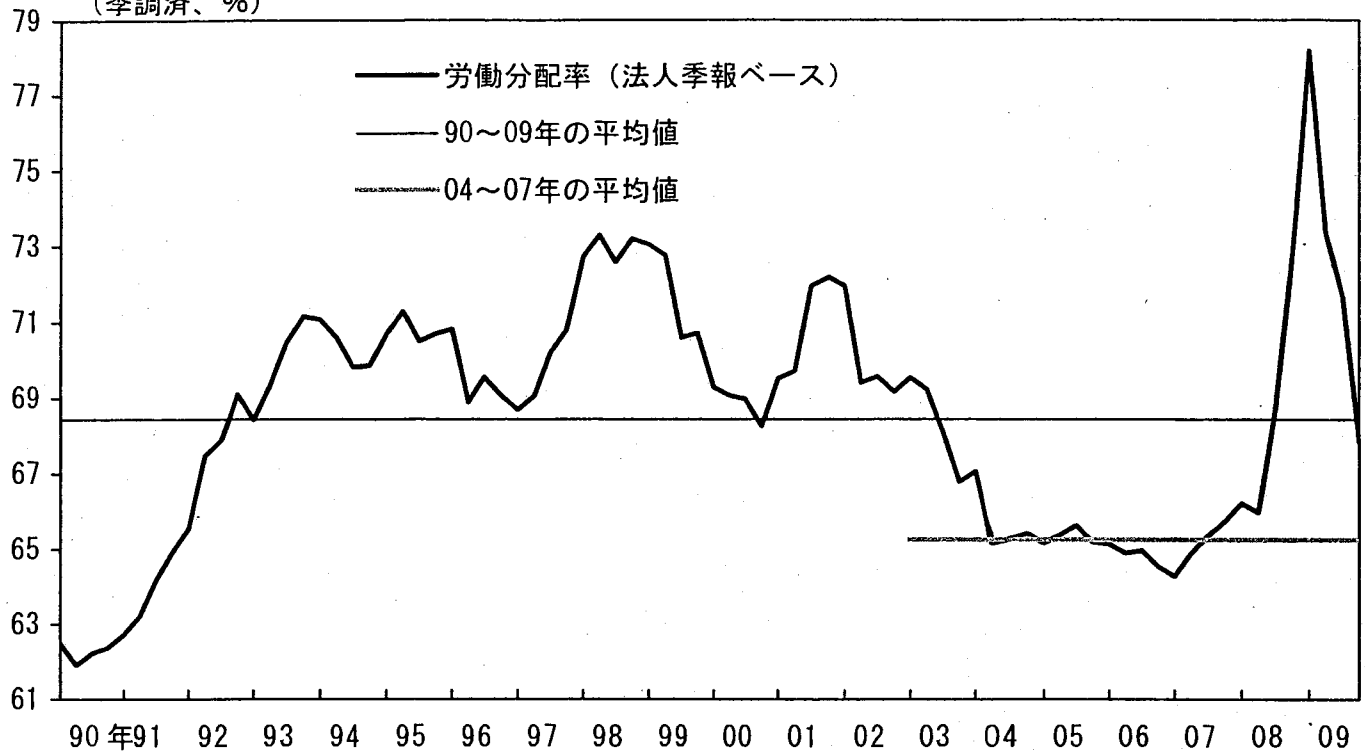


(資料) 内閣府「国民経済計算」、総務省「労働力調査」、厚生労働省「毎月勤労統計」

# 労働分配率

## (1) 法人季報ベース

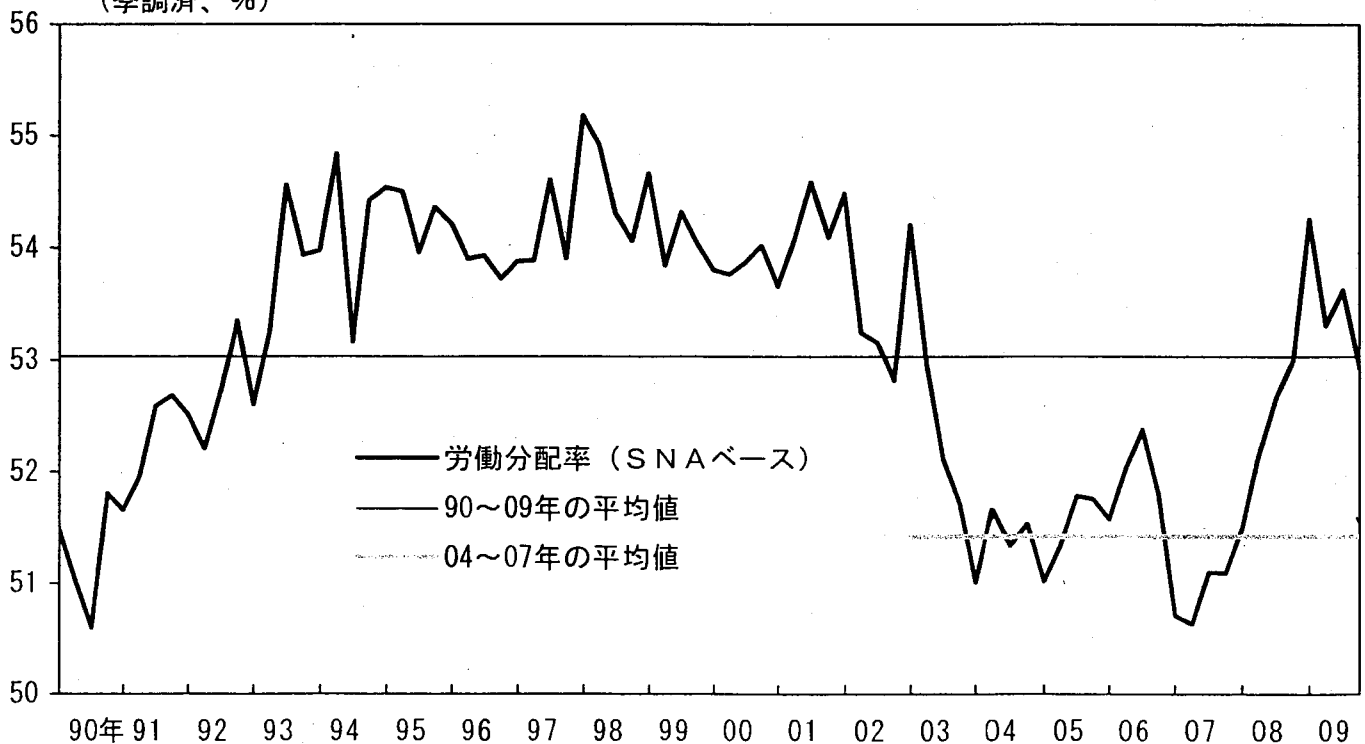
(季調済、%)



(注) 労働分配率 (法人季報ベース) = 一人当たり名目賃金 / 一人当たり名目労働生産性 × 100  
一人当たり名目賃金 = 人件費 / 人員計  
一人当たり名目労働生産性 = (人件費 + 営業利益 + 減価償却費) / 人員計  
すべて全産業 (除く金融保険業) ・全規模の値。

## (2) SNAベース

(季調済、%)



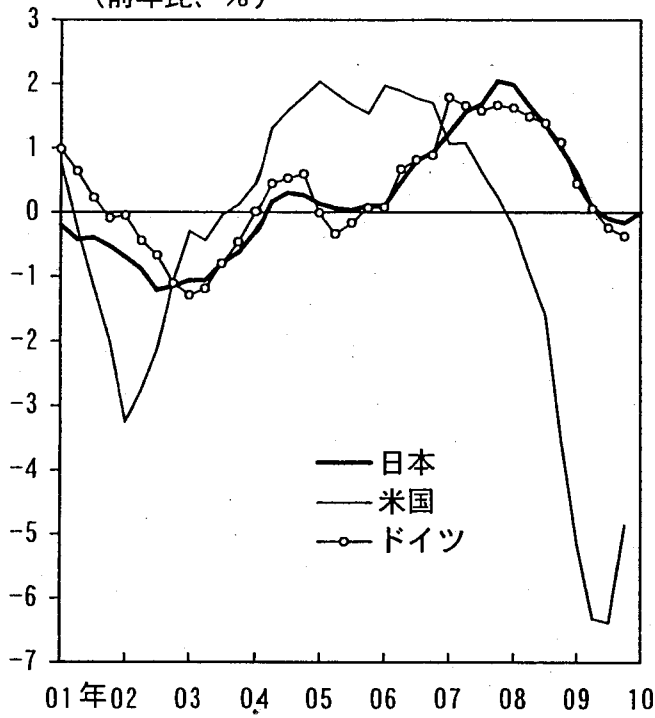
(注) 労働分配率 (SNAベース) = 名目雇用者報酬 / 名目GDP × 100

(資料) 内閣府「国民経済計算」、財務省「法人企業統計季報」

# 日米独の雇用・賃金調整

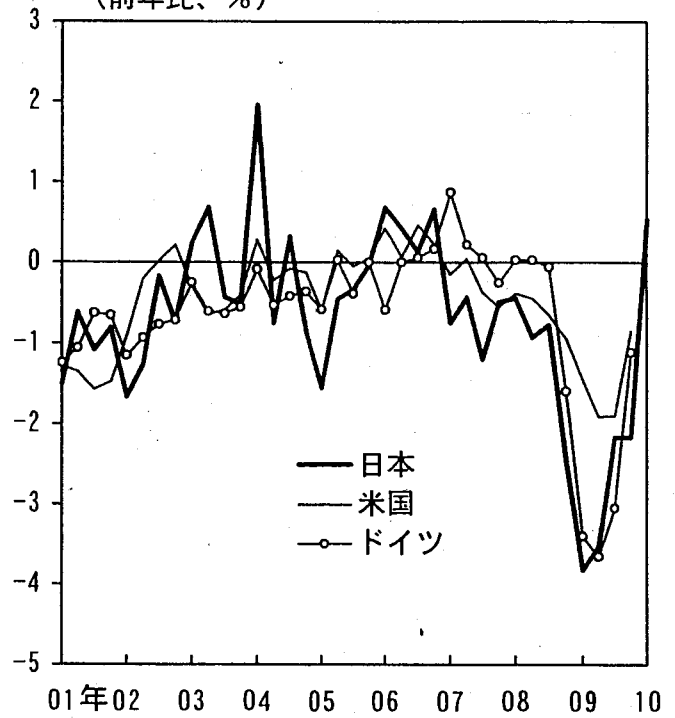
(1) 雇用者数

(前年比、%)



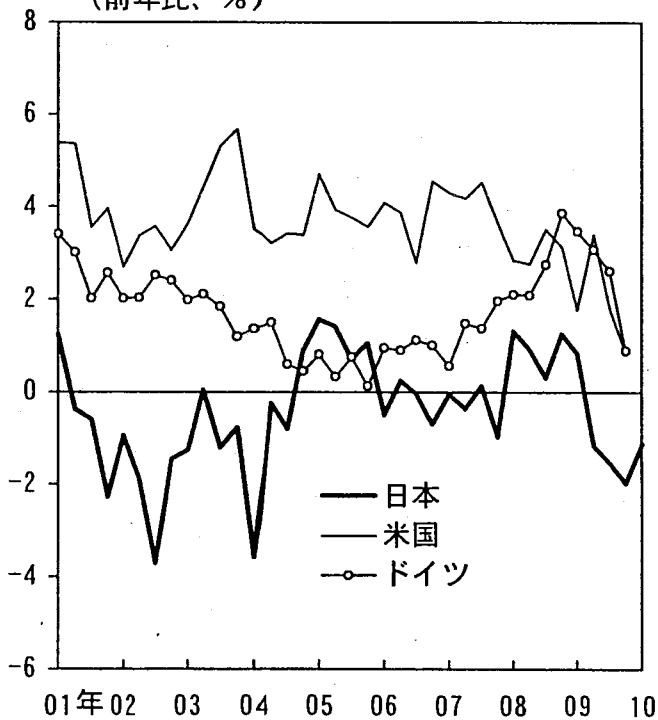
(2) 労働時間

(前年比、%)



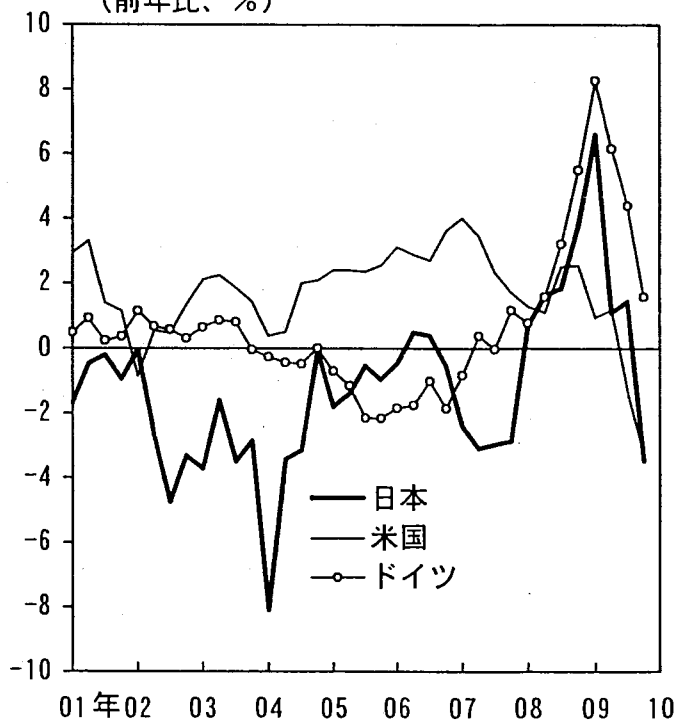
(3) 時間あたり賃金

(前年比、%)



(4) ユニット・レーバ・コスト

(前年比、%)



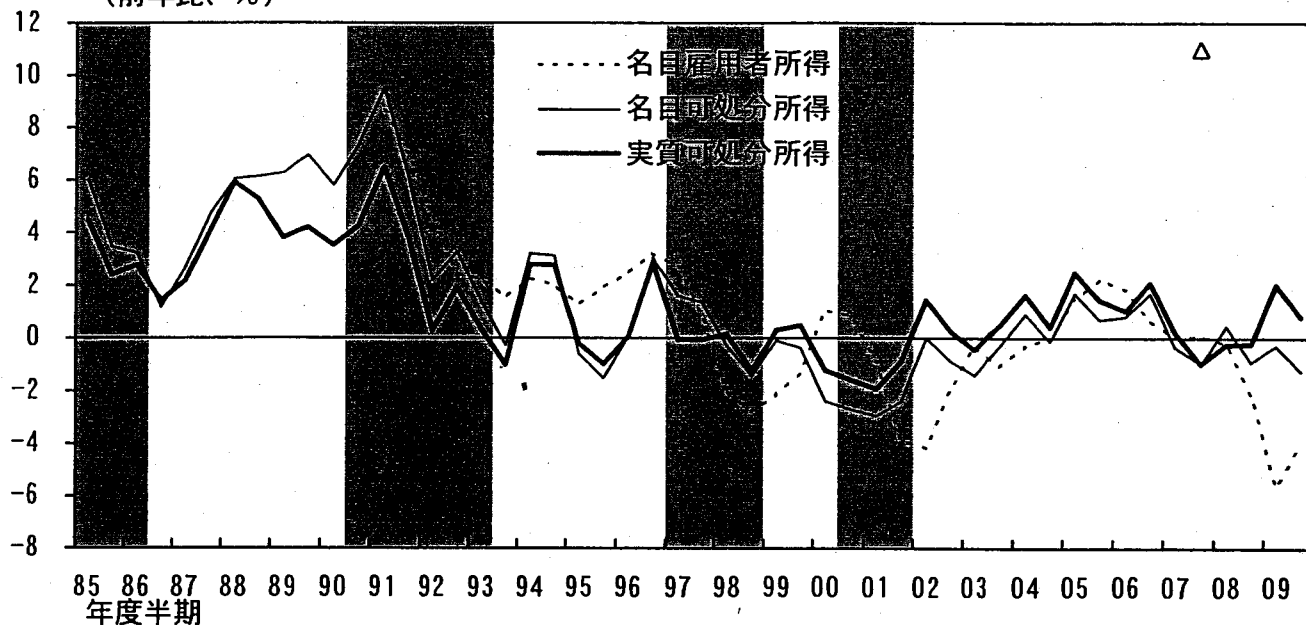
(注) 1. ユニット・レーバ・コスト=雇用者報酬/実質GDP  
2. 日本の2010/1Qは、1~2月の前年同期比。

(資料) 内閣府、厚生労働省、BEA、BLS、Eurostat

## 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、%)

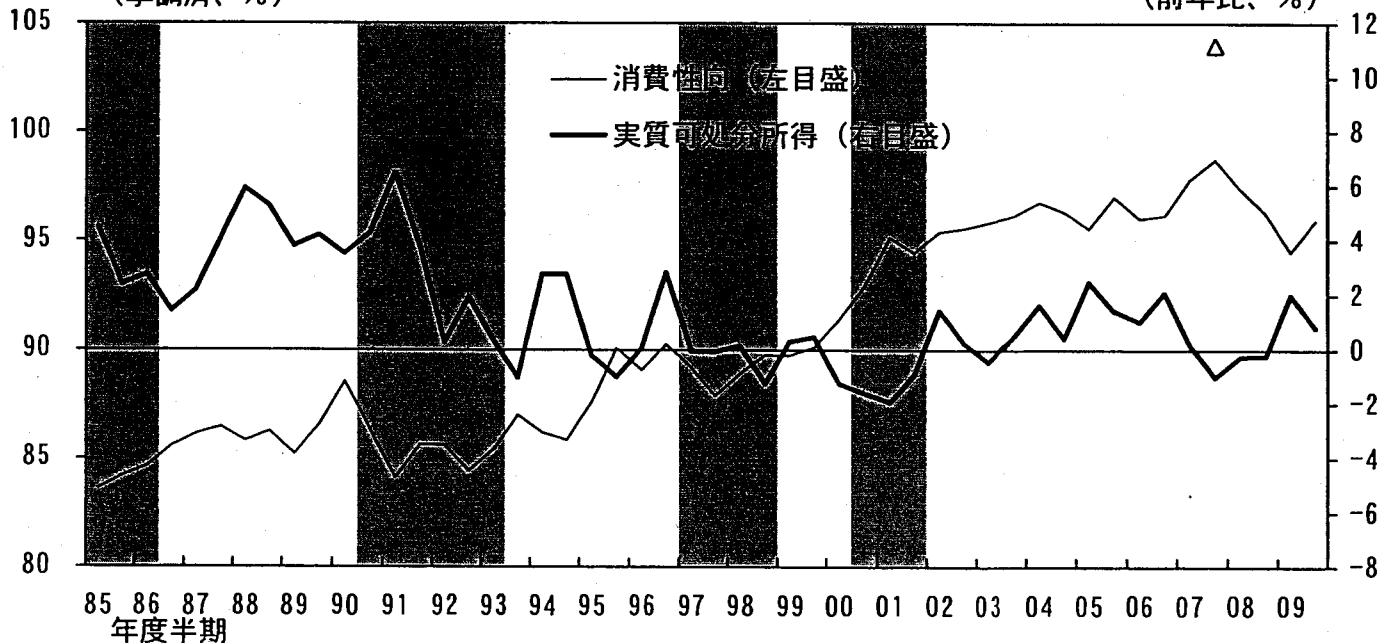


- (注) 1. シャドー部分は景気後退局面、△は直近の景気の山(下の図表も同じ)。  
2. 名目雇用者所得は、雇用者数(労働力調査)×名目賃金(毎月勤労統計)で算出。2009年度下半期は、2009/10月~2010/2月の平均値。  
3. 2009年度の名目可処分所得、実質可処分所得は、一連の経済対策(定額給付金、乗用車の減税・補助金、家電のエコポイント制度等)による政府から家計への所得移転を加味。日本銀行調査統計局による試算値。

### (2) 実質可処分所得と消費性向

(季調済、%)

(前年比、%)



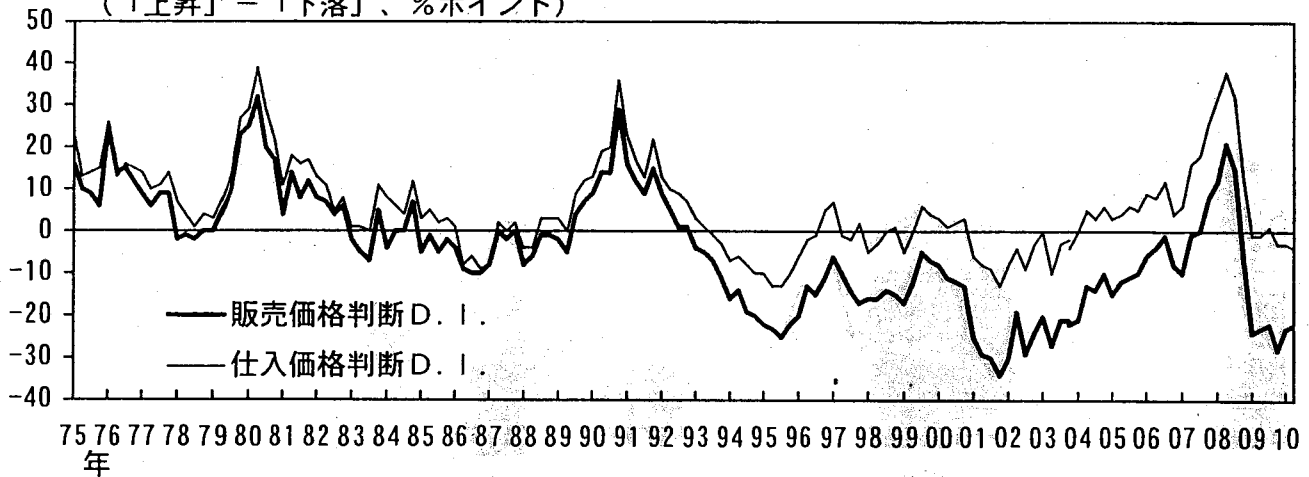
- (注) 1. 2009年度の消費性向および実質可処分所得は、日本銀行調査統計局による試算値。  
2. 消費性向=家計最終消費支出/可処分所得

(資料) 内閣府「国民経済計算」、総務省「労働力調査」「地方税収入見込額」「消費者物価指数」、財務省「租税及び印紙収入、収入額調」「法人企業統計年報」「平成21年度補正予算」、厚生労働省「毎月勤労統計」

## 販売価格と仕入価格

## (1) 小売業

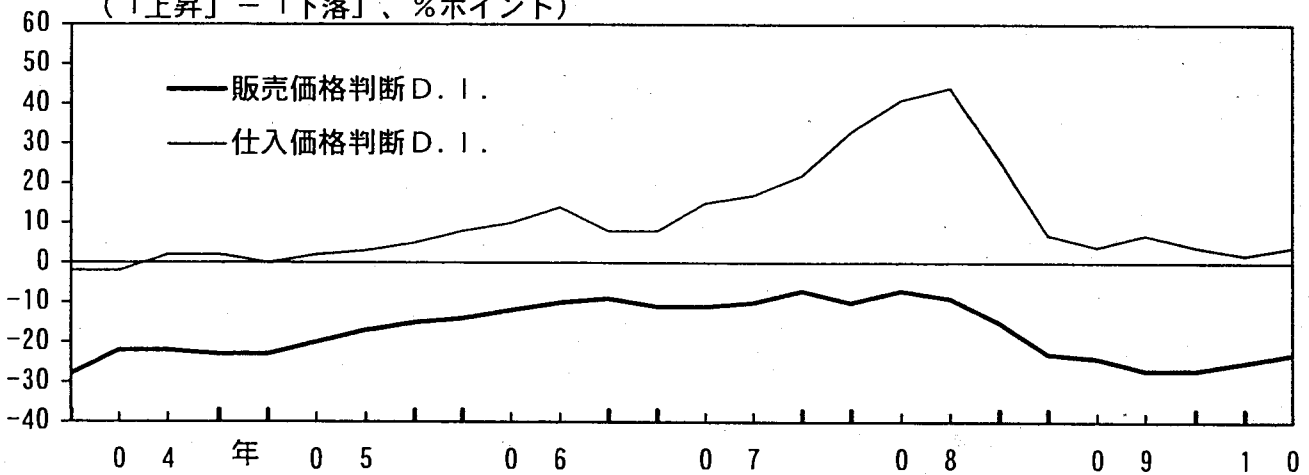
(「上昇」 - 「下落」、%ポイント)



- (注) 1. 全規模合計。2010/2Qは、2010/3月調査時点の企業の予測値(下のいずれの図表も同じ)。  
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。

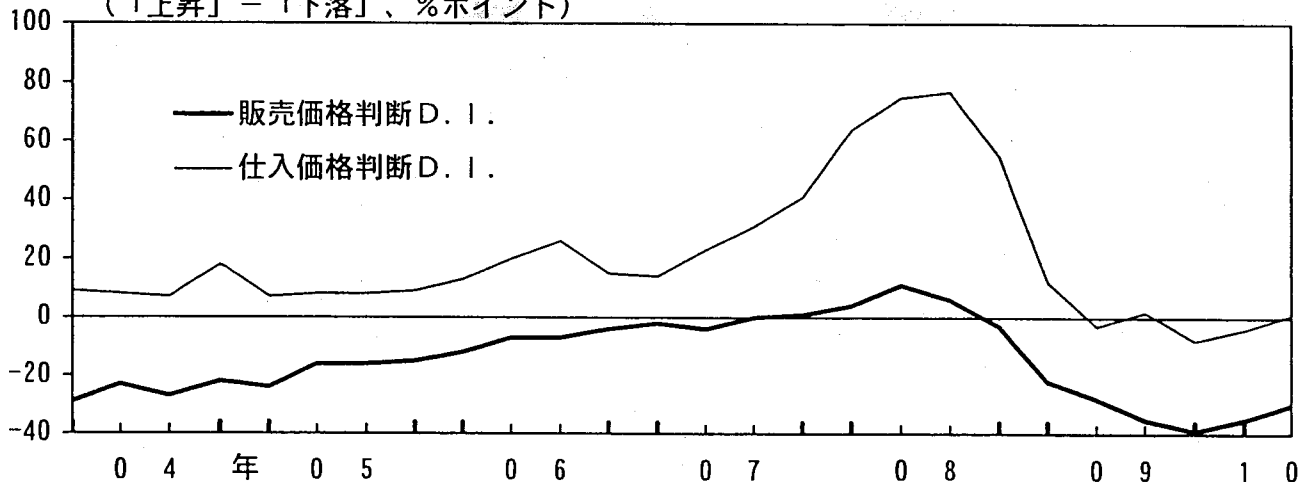
## (2) 対個人サービス

(「上昇」 - 「下落」、%ポイント)



## (3) 宿泊・飲食サービス

(「上昇」 - 「下落」、%ポイント)

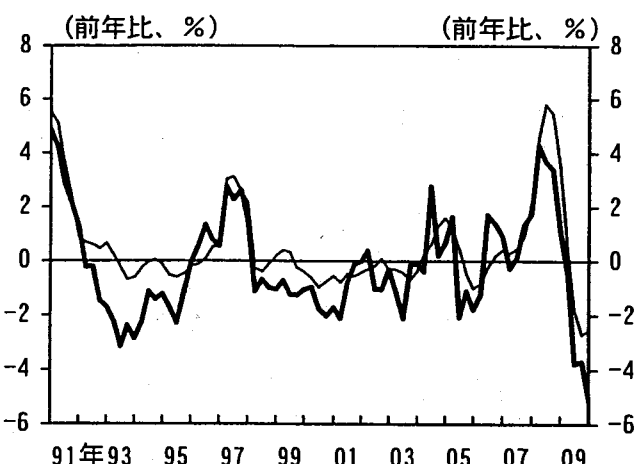


# 家計調査の購入単価と消費者物価

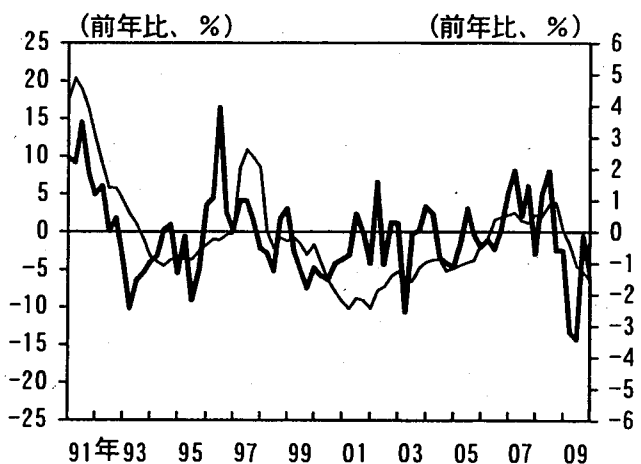
### (1) 被服



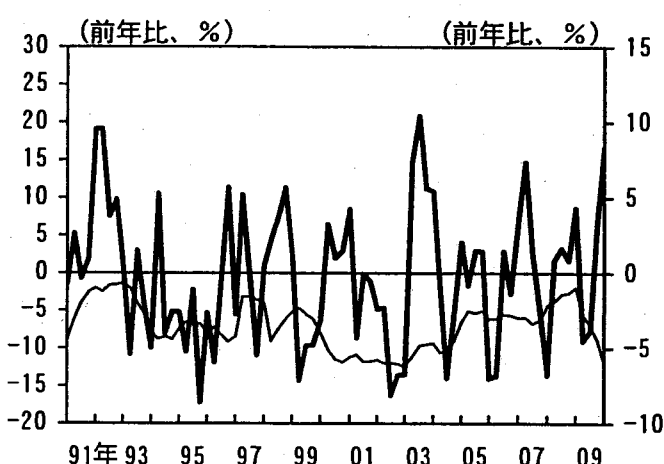
### (2) 食料工業製品・農水畜産物



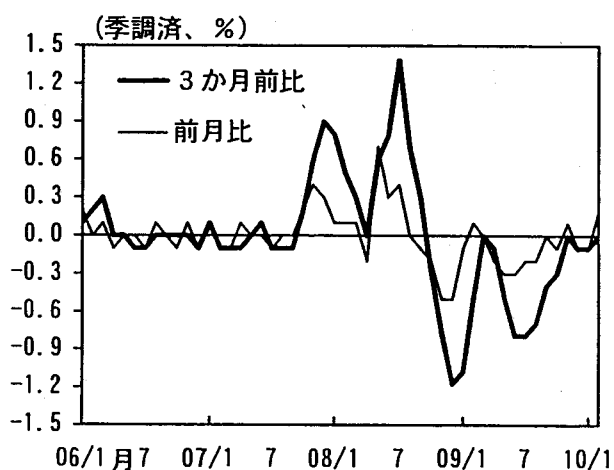
### (3) その他財



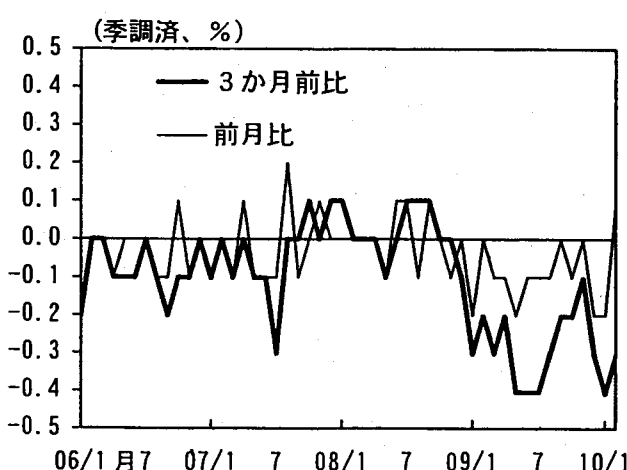
### (4) 耐久消費財



### (参考1) 総合除く生鮮食品



### (参考2) 総合除く食料・エネルギー

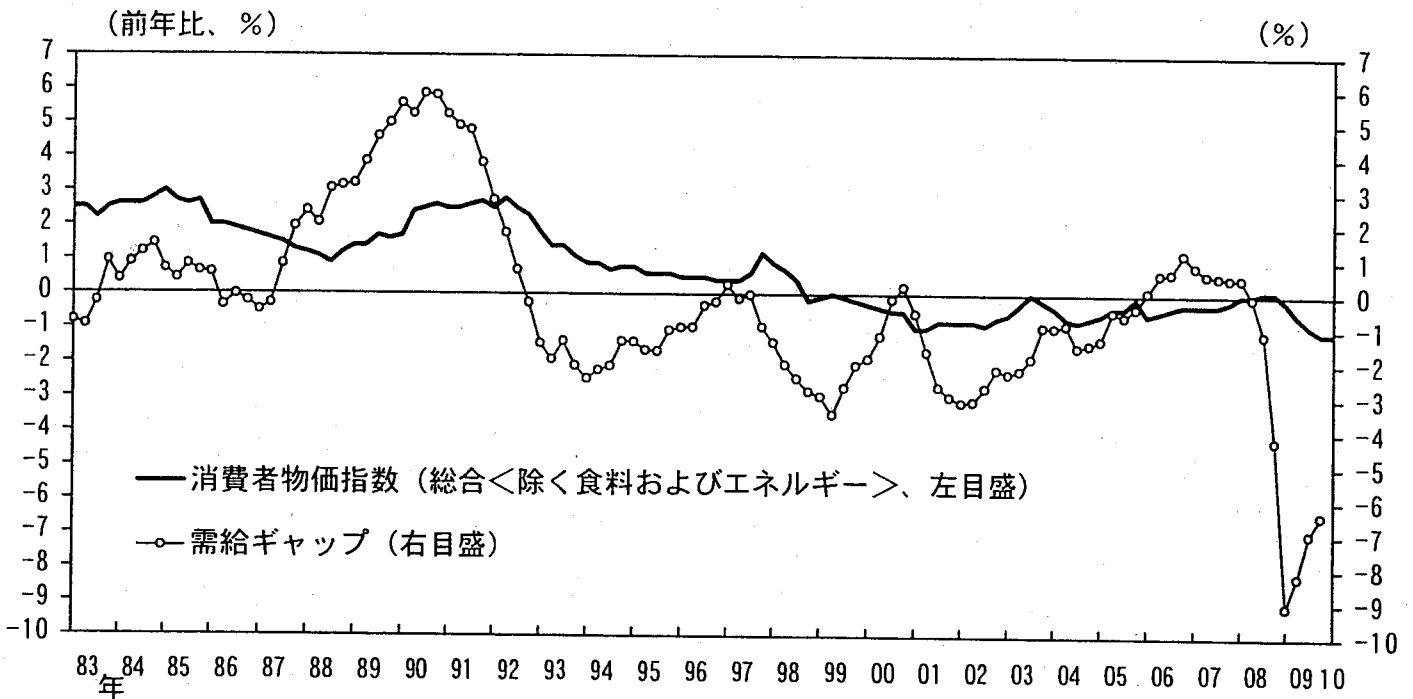


- (注) 1. 平均購入単価とCPIについては、家計調査とCPIの両方で継続してデータが存在する品目を抽出。  
 2. その他財は、「財」から被服(=「衣料」+「シャツ・セーター・下着類」)、「食料工業製品」、「農水畜産物」、「耐久消費財」、「石油製品」、「電気・都市ガス・水道」を除いたもの(「」内は総務省公表ベースのCPI分類)。  
 3. (2)の農水畜産物は、生鮮食品を除く。(参考2)の「食料」は、「酒類」を除く。  
 4. (1)~(4)の2010/1Qは、1~2月の平均値を用いて算出。

(資料) 総務省「家計調査報告」「消費者物価指数」

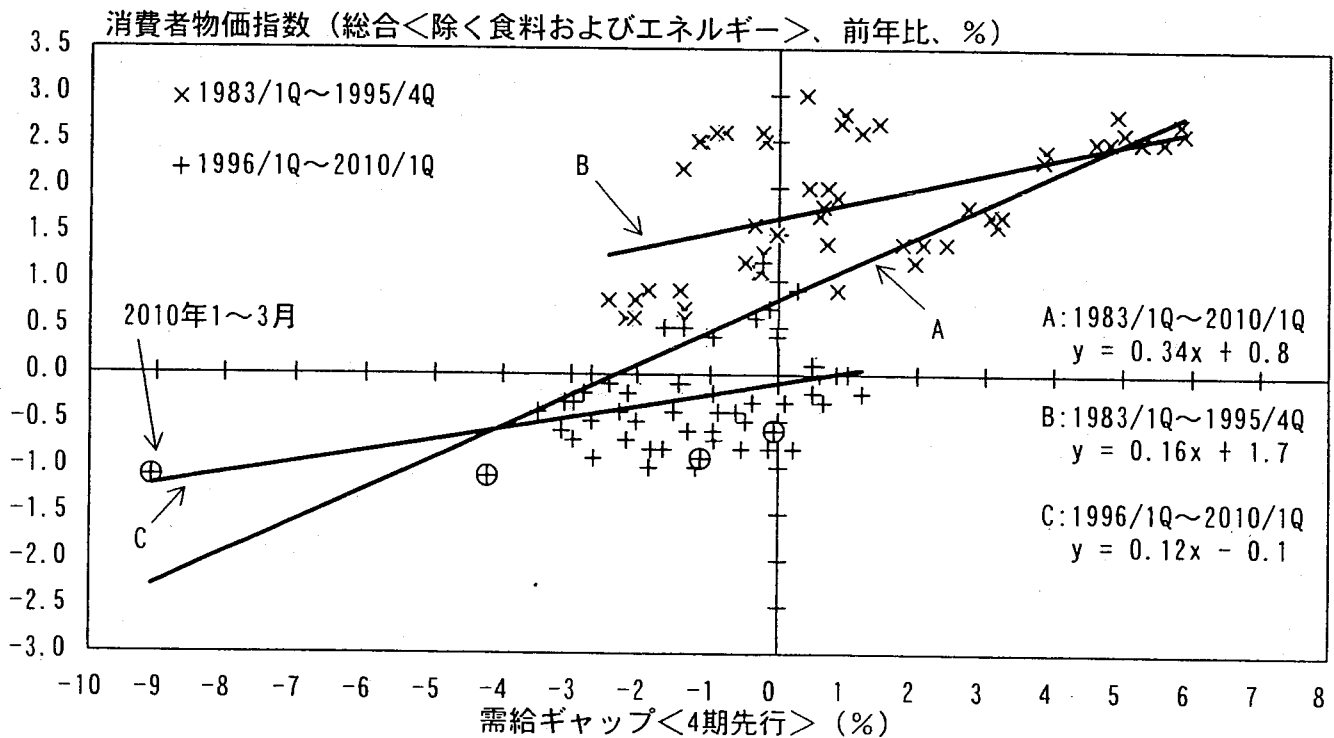
# 需給ギャップとインフレ率

## (1) 需給ギャップと消費者物価



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

## (2) フィリップス曲線

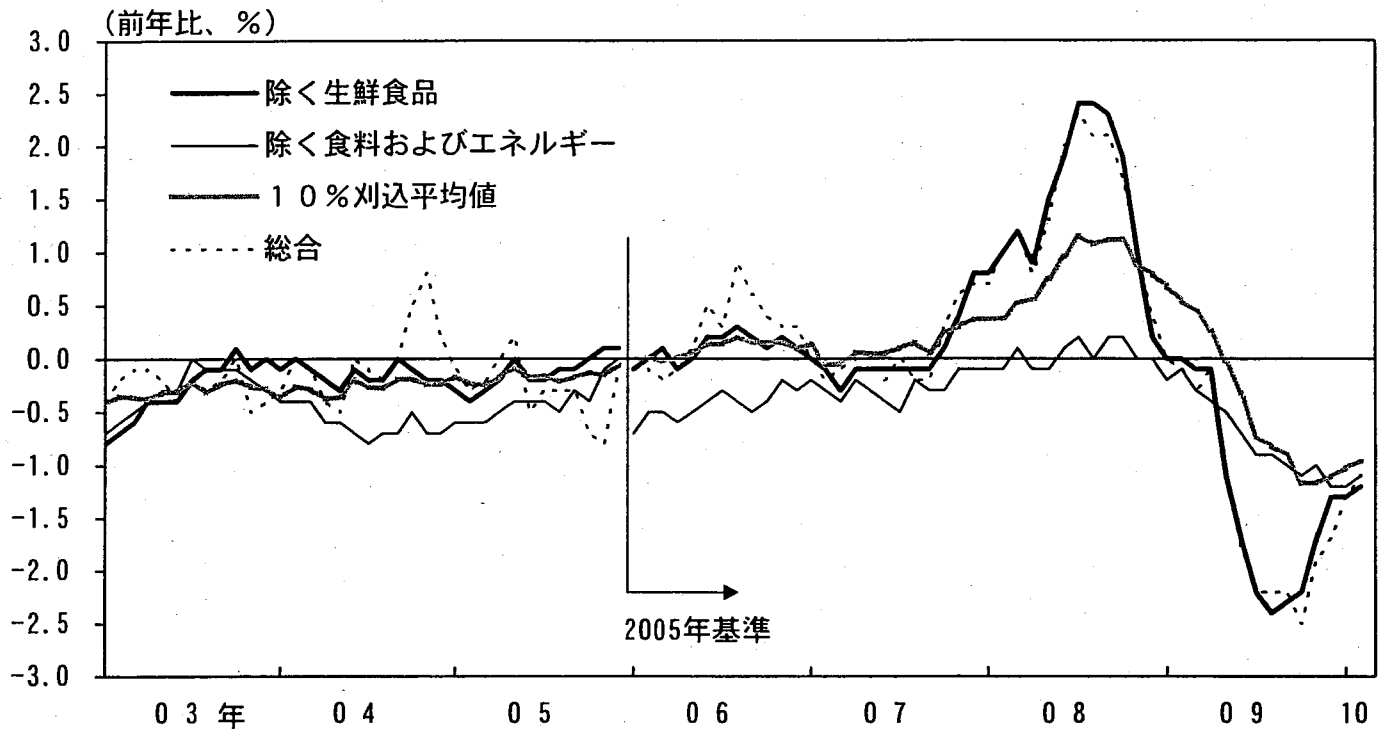


- (注) 1. ⊕印は直近1年。  
2. 「食料」は「酒類」を除く。

(資料) 総務省「消費者物価指数」等

## 各種消費者物価指数の比較

## (1) 各種消費者物価指数



## (2) 物価の基調的な変動の捕捉力

総合	除く生鮮食品	除く食料およびエネルギー	10%刈込平均値
0.619	0.559	0.567	0.429

(注) 消費者物価指数(総合)前年比のトレンド(HPフィルターで算出)と、各物価指数前年比との乖離幅(平均平方二乗誤差)。値が小さいほど、総合指数の基調的な変動に対する捕捉力が高いと考えられる。対象期間は1982年1月～2010年2月。

## (3) 1年先の消費者物価指数(総合)の変動に関する予測力

除く生鮮食品	除く食料およびエネルギー	10%刈込平均値
0.861	0.781	1.419
<0.173>	<0.087>	<0.127>

(注) 下記の回帰式における $\beta$ の推計値。 $\beta$ が1に近いほど予測力が高いと考えられる。

< >内の値は標準誤差。対象期間は1982年1月～2010年2月。

回帰式：(消費者物価指数(総合)前年比の1年先までの変化)

$= \alpha + \beta$  (現時点における当該指数と消費者物価指数(総合)前年比との乖離)

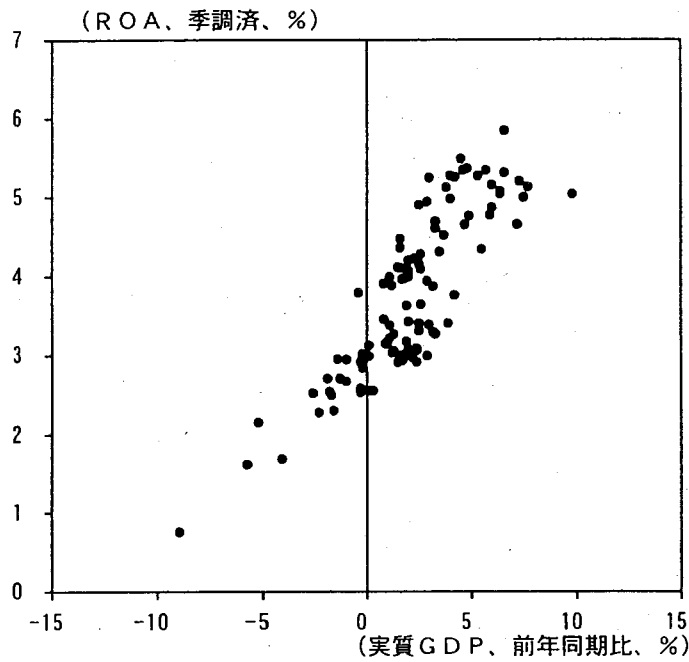
(資料) 総務省「消費者物価指数」、日本銀行



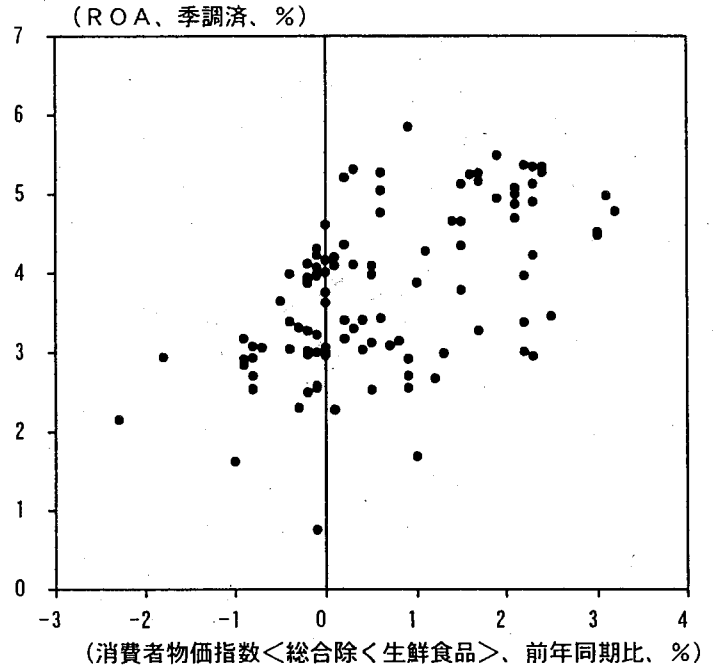
# 名目値、実質値、物価の関係

## (1) 企業収益と実質成長率・物価

### ① 企業収益と実質成長率



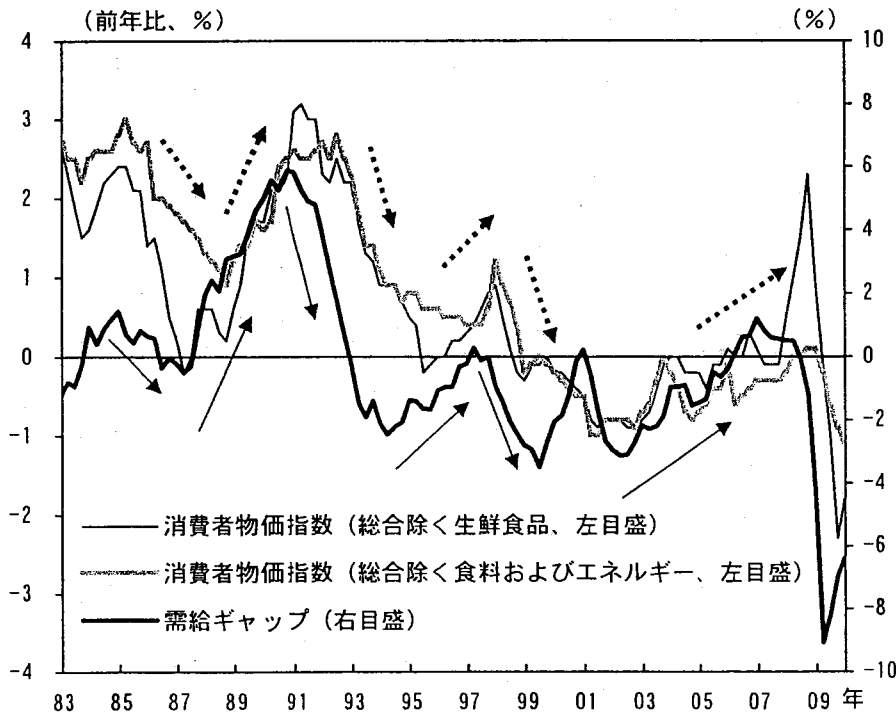
### ② 企業収益と物価



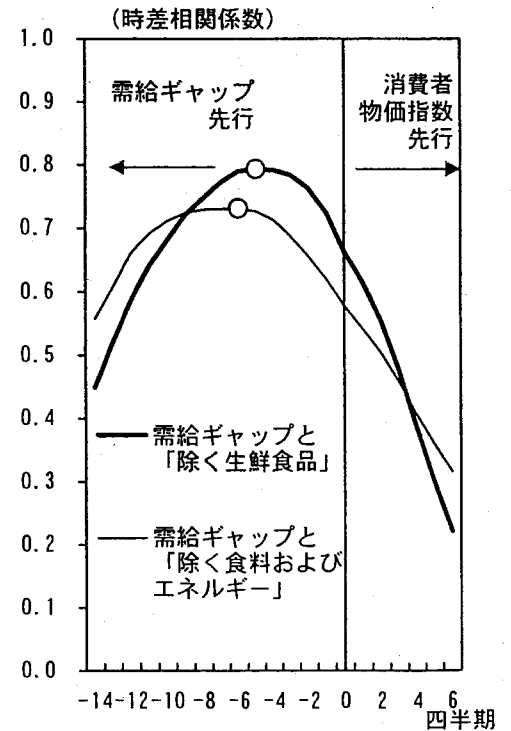
(注) 1. 対象期間は1983/1Q~2009/4Q。  
 2. ROA (営業利益/総資産) は全産業全規模ベース。消費者物価指数は消費税調整済み。

## (2) マクロ的な需給バランスと物価

### ① 需給ギャップと消費者物価指数の推移












### ② 時差相関



(注) 1. 消費者物価指数は消費税調整済み。需給ギャップは日本銀行調査統計局の試算値。  
 2. 時差相関の計測期間は、1983/1Q~2008/3Q。丸印は図中における相関係数のピークを表す。  
 (資料) 財務省「法人企業統計季報」、内閣府「国民経済計算」、総務省「消費者物価指数」、日本銀行

## 地域別の景気の総括判断（地域経済報告）

	1月判断	前回との比較	4月判断
北海道	低迷しているものの、持ち直しの動きもみられる		低迷しているものの、持ち直しの動きが広がっている
東北	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		厳しい状況が続いているが、持ち直しの動きが広がっている
北陸	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		依然として厳しい状況にあるが、緩やかに持ち直している
関東甲信越	地理的および業種間のばらつきを残しつつ、緩やかに持ち直している		地理的および業種間のばらつきを残しつつ、持ち直しの動きが続いている
東海	業種間・企業間の格差が大きいものの、全体としては持ち直している		持ち直しを続けており、業種間・企業間の格差も徐々に縮小している
近畿	雇用面などに引き続き厳しさを残しつつも、緩やかに持ち直している		雇用面などに厳しさを残しつつも、着実に持ち直している
中国	下げ止まりの状況が続くもとで、一部に持ち直しの動きがみられる		持ち直している
四国	一部に持ち直しの動きがみられるものの、全体としては横ばい圏内で推移している		一部に持ち直しの動きがみられるものの、全体としては横ばい圏内で推移している
九州・沖縄	緩やかながら持ち直している		地域間のばらつきを残しつつも、全体として緩やかながら持ち直している

(注) 全文は、[http://www.boj.or.jp/type/ronbun/chiiki\\_rep/chiiki1004.htm](http://www.boj.or.jp/type/ronbun/chiiki_rep/chiiki1004.htm) を参照。

(資料) 日本銀行「地域経済報告（2010年4月）」

要注意

公表時間

5月10日(月) 8時50分

<不開示情報：有（種類：審議・検討）>  
<配付先：金融政策決定会合関係者限り>  
<作成局における保管期間満了時期：2040年12月>

2010.5.10

日本銀行

(案)

---

政策委員会  
金融政策決定会合  
議事要旨

(2010年4月6、7日開催分)

---

本議事要旨は、日本銀行法第20条第1項に定める「議事の概要を記載した書類」として、2010年4月30日開催の政策委員会・金融政策決定会合で承認されたものである。

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

引用・転載・複製を行う場合は、出所を明記してください。

(開催要領)

1. 開催日時：2010年4月6日(14:00～16:56)  
4月7日(8:59～11:58)

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)
	野田忠男	( " )
	中村清次	( " )
	亀崎英敏	( " )
	宮尾龍蔵	( " )

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
内閣府	梅溪健児	大臣官房審議官(経済財政運営担当)

(執行部からの報告者)

理事	堀井昭成
理事	井戸清人
理事	中曾 宏
企画局長	雨宮正佳
企画局参事役	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
企画局企画役	奥野聡雄
企画局企画役	西崎健司

# I. 金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

## 1. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合（3月16、17日）で決定された方針<sup>1</sup>に従って運営し、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、0.1%前後で推移した。

この間、年度末越えの資金供給を積み重ねたほか、国債買現先オペの活用を図るなど、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、3月23日からは、固定金利方式の共通担保オペによる資金供給の拡充を開始した。企業金融支援特別オペは、予定通り3月末をもって完了した。

## 2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、日本銀行による潤沢な資金供給への安心感が定着する中、やや長めの金利を含め、金利は低い水準で推移している。GCレポレートは、0.1%近傍で安定的に推移している。ターム物金利をみると、短国レートが、1年物を含め、0.1%台前半で推移しているほか、ユーロ円レートが幾分低下するなど、全体として弱含んでいる。CP市場では、CP発行レートが、引き続き低位で推移している。

株価は、為替が円安方向にあるほか、米欧株価が堅調な展開となっていることもあって、上昇し、日経平均株価は11千円台前半で推移している。長期金利は、幾分上昇しており、このところ1.4%程度で推移している。

円の対ドル相場は、米金利の上昇を背景としたドル高の動きがみられる中、足もとは94円前後で推移している。

## 3. 海外金融経済情勢

世界経済は、緩やかな回復を続けている。

米国経済は、緩やかながら回復している。輸出が増加し、個人消費が緩やかに増加しているほか、設備投資も全体として下げ止まっ

---

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

ている。こうした需要動向のもと、生産は緩やかながら回復している。労働市場では、雇用者数の減少ペースが和らぐ中で、失業率は高水準横ばい圏内で推移している。物価面では、総合ベースの消費者物価の前年比は、エネルギー価格の動きによる振れを伴いながら、2%台で推移している。エネルギー・食料品価格を除くコアベースでは、緩和的な需給環境や賃金の伸び鈍化を背景に、プラス幅の緩やかな縮小傾向が続いている。

欧州経済をみると、ユーロエリア経済は、国ごとのばらつきを伴いながらも、持ち直している。個人消費は全体として弱めの動きとなっているが、輸出が増加し、設備投資の減少が小幅となる中で、生産は持ち直している。物価面では、エネルギー・非加工食料品を除くコアベースでの消費者物価の前年比は、緩和的な需給環境や賃金の伸び鈍化を背景に、プラス幅が緩やかに縮小している。この間、英国経済は持ち直しつつある。

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、固定資産投資は減速しつつも増加基調を辿っている。輸出も増加している。こうしたもとで、生産は増加を続けている。NIEs、ASEAN諸国・地域の経済は、回復している。輸出や生産は、情報関連財を中心に増加を続けている。また、個人消費や設備投資も増加基調を辿っている。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、消費者物価前年比の上昇傾向が続いている。

海外の金融資本市場をみると、短期金融市場では、ターム物金利が低水準横ばい圏内の動きとなっている。米国の株価は、一部経済指標が市場予想を上回ったことなどから、若干上昇した。欧州の株価も、ギリシャ支援策についてユーロ圏首脳が合意したことなどを受けて、若干上昇した。この間、長期金利についてみると、米国では、国債の需給悪化懸念などを背景に上昇し、欧州では、ほぼ横ばいの動きとなった。

#### 4. 国内金融経済情勢

##### (1) 実体経済

輸出は、海外経済の改善を背景に増加を続けている。先行きは、増加ペースが次第に緩やかになっていくとみられるが、海外経済の改善が続くもとで、増加基調を続けると予想される。

公共投資は、減少している。先行きについては、減少を続けるとみられる。

国内民間需要をみると、設備投資は、下げ止まっている。先行きについては、企業の設備過剰感が強いことなどから、当面はなお横ばい圏内に止まる可能性が高いものの、企業収益が回復しているもとで、徐々に持ち直しに向かうとみられる。

個人消費は、厳しい雇用・所得環境が続いているものの、各種対策の効果などから耐久消費財を中心に持ち直している。先行きは、各種対策の効果の下支えに働くものの、厳しい雇用・所得環境が続く中、当面、横ばい圏内で推移するとみられる。

住宅投資は下げ止まりつつある。先行きは、着工戸数の動きなどからみて、徐々に下げ止まりがはっきりしていくと予想される。

生産は、増加を続けている。先行きについては、増加ペースが次第に緩やかになっていくとみられるが、輸出同様、増加基調を続けると予想される。

物価面をみると、国際商品市況は、緩やかな上昇傾向にある。国内企業物価を3か月前比でみると、製品需給緩和の影響が続く一方、国際商品市況高の影響から、足もとは強含んでいる。先行きについては、当面、強含みで推移するとみられる。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状態にあるもとで下落しているが、その幅は縮小傾向を続けている。先行きは、マクロ的な需給バランスが徐々に改善することなどから、基調的にみれば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、緩和方向の動きが強まっている。コールレートが極めて低い水準で推移する中、企業の資金調達コストは、低下傾向が続いている。実体経済活動や企業収益との対比でみると、低金利の緩和効果はなお減殺されている面があるものの、その度合いは、企業収益の改善などを映じて低下している。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・社債市場では良好な発行環境が続いており、低格付社債の発行環境にも改善の動きがみられている。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、前年における著増の反動もあって減少している。社債の残高は前年を上回っている一方、CPの残高は減少している。こうした中、企業の資金繰りをみると、



中小企業ではなお厳しいとする先が多いものの、これらも含め全体として緩和方向の動きが続いている。この間、マネーストックは、前年比2%台後半の伸びとなっている。

## II. 金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

### 1. 経済情勢

海外の金融経済情勢について、委員は、海外経済は緩やかな回復を続けており、先行きも緩やかな回復を続けていくとみられるとの認識を共有した。何人かの委員は、新興国経済の高い成長に牽引されるかたちで、世界経済は、引き続き上振れ気味に推移していると述べた。新興国経済について、複数の委員は、生産・所得・支出の好循環メカニズムがしっかりと作動していると指摘した。何人かの委員は、一部の新興国では景気の過熱感が次第に強まってきており、今後、各国の政策当局がこれをうまく制御できるかどうか、世界経済の持続的成長に向けた重要な鍵を握っているとの認識を示した。先進国経済について、何人かの委員は、引き続き民間需要の自律的回復力は弱く、先行きも、バランスシート調整圧力がかかり続ける中で、景気回復のペースは緩やかなものに止まる可能性が高いと指摘した。海外の物価動向について、複数の委員は、欧米では、コアベースでの消費者物価の前年比プラス幅が縮小傾向を辿るなど、わが国同様、需給バランスの緩和が物価下押し圧力として作用する一方、新興国では、物価の伸びが高まりつつあり、一部の国ではインフレ懸念の強まりが指摘されていると述べた。

国際金融市場について、多くの委員は、世界経済の回復傾向が持続していることや、一部欧州諸国の財政問題に対する懸念が後退していることを反映し、総じて落ち着きを取り戻していると述べた。複数の委員は、最近では、各国の株価や新興国・資源国通貨が強含んでいるほか、米国のハイイールド債の発行が大幅に増加するなど、投資家のリスク許容度の回復を示唆する動きがみられ始めていると指摘した。もっとも、何人かの委員は、先進国の財政問題を含め、国際金融市場には不安要素がなお少なくなく、何らかのイベントをきっかけに投資家心理が急変し、市場が再び不安定化する可能性がある点には留意が必要との見方を示した。また、複数の委員は、新興国・資源国において金融緩和スタンスを修正する動きが、今後、国際金融市場にどのような影響を与えるかについても、注意していく必要があると述べた。

米国経済について、委員は、緩やかながら回復しているとの認識を共有した。多くの委員は、3月のISM景況指数が、製造業、非製造業ともに高い水準となったほか、設備投資や個人消費に関する多くの経済指標も改善を続けていると指摘した。雇用・所得環境について、何人かの委員は、3月に雇用者数がはっきりとした増加に転じたことに言及し、ある委員は、雇用増への転換点を迎えつつある可能性を指摘した。もっとも、多くの委員は、失業率が高止まりし、平均失業期間が過去最長を更新し続けるなど、雇用・所得環境は依然として厳しい状況にあると述べた。また、多くの委員は、足もと、住宅販売件数が減少しているほか、住宅価格も低調に推移しているとの見方を示した。何人かの委員は、住宅市場に明確な回復感が出てくるまでには、なお時間を要し、一部では住宅市場の二番底リスクも意識されていると指摘した。ある委員は、銀行部門では、不動産市場の調整に伴うバランスシート劣化圧力が続く中、貸出を減少させていると述べた。米国経済の先行きについて、委員は、全体として回復傾向が続くとの認識を共有した。ただし、多くの委員は、各種対策の効果が次第に剥落していくほか、バランスシート調整圧力も残存しているため、当面の景気回復ペースは緩やかなものになるとの見方を示した。ある委員は、住宅価格の下落が労働者の転居を抑制し、雇用の地域的なミスマッチが生じていると指摘した上で、今後、住宅市場が再び悪化すれば、雇用と住宅の負の相乗作用が作動し、景気の下振れ要因となる可能性があるとして述べた。

ユーロエリア経済について、委員は、域外輸出や生産の増加などを受けて持ち直しており、先行きも、緩やかな回復に向けた動きが続くとの認識を示した。もっとも、複数の委員は、雇用・所得環境に改善の兆しが窺われない中、個人消費が弱めの動きを続けているなど、回復のモメンタムは、先進国の中でも弱いと指摘した。何人かの委員は、銀行部門におけるバランスシート調整の継続や一部欧州諸国における財政問題が、先行きの回復ペースを更に鈍化させるリスクがあると述べた。

中国経済について、委員は、内需を中心に高い伸びを続けており、今後も高成長を持続する可能性が高いとの認識を共有した。ある委員は、当局による緩やかな引き締め政策の効果から、このところ、銀行貸出や固定資産投資の伸びが幾分鈍化しているが、経済成長に関する大きなトレンドが変わったとはみていないと付け加えた。複数の委員は、不動産価格が一段と上昇しているほか、沿海部における賃金の上昇や南西部の早魃による食料品価格の上昇から、インフレ懸念が更に高まっているとの見方を示した。こうした議論を経て、

何人かの委員は、金融政策を含むマクロ経済政策の今後の展開とその影響について、引き続き十分な注視が必要と指摘した。

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、わが国の景気は持ち直しを続けているとの認識を共有した。多くの委員は、輸出や生産が増加し、個人消費が持ち直しを続けているほか、最近では、設備投資の下げ止まりが明確化してきていると述べた。また、多くの委員は、3月短観の結果をみると、企業の業況感、製造業大企業に加え、非製造業や中小企業にも拡がりを伴いながら、引き続き改善していると指摘した。何人かの委員は、企業収益が改善し、雇用面でも悪化に歯止めがかかってきていることなどを併せて考えると、わが国経済にも漸く自律的回復の芽がみられ始めたのではないかと述べた。こうした最近の景気動向について、何人かの委員は、1月の中間評価において想定していた景気持ち直しの持続傾向が、より明確になってきているとの認識を示した。また、複数の委員は、中間評価対比で景気は幾分上振れて推移しているとの見方を示した。もっとも、これらの委員を含む多くの委員は、現在の景気持ち直しは、引き続き、海外経済の改善や各種対策の効果に支えられている面が大きく、現時点では、国内民間需要の自律的回復力はなお弱い状態にあると指摘した。

先行きについて、多くの委員は、今後、各種対策の効果が次第に減衰してくることを踏まえると、当面、わが国経済の持ち直しのペースは緩やかなものとなる可能性が高いと述べた。もっとも、何人かの委員は、新興国を中心に海外経済が引き続き改善する中、一頃、市場等でみられた「二番底」に対する懸念は、かなり後退したとの認識を示した。ある委員は、今後、政策効果が剥落していくまでに、足もと僅かにみられ始めた自律的回復の芽がしっかりと育っていくかどうか、先行きの景気を見通す上で重要なポイントになると指摘した。この点に関し、別のある委員は、グローバル競争を背景とする企業の賃金抑制姿勢といった構造的な要因が、今後の景気動向にどのように作用していくのか、留意する必要があると述べた。

わが国経済のリスク要因について、何人かの委員は、企業の中長期的な成長期待に目立った改善が窺われず、引き続き景気の下振れ要因になっていると述べた。この点に関連し、複数の委員は、経済の水準がなお低いことに加え、やや長い目でみた景気回復の道のりやわが国経済の将来像が依然明確に見出せないため、多くの企業で、

設備・雇用の調整や積み増しに慎重にならざるを得ない状況が続いていると指摘した。何人かの委員は、新興国の更なる経済成長は、わが国経済の上振れ要因となり得る一方で、各国の政策対応次第では、新興国経済の減速や、景気過熱後の大きな巻き戻しを招き、わが国経済の下振れ要因にもなり得るとの認識を示した。

個別の需要項目等に関して、委員は、新興国経済が想定以上に力強い成長を続けていることなどを背景に、輸出は増加を続けているとの認識で一致した。先行きについて、多くの委員は、海外経済の改善が続くもとの、増加基調を続けるとの見方を示した。

公共投資について、委員は、減少しており、先行きも、減少を続けるとの認識で一致した。

設備投資について、多くの委員は、下げ止まりの動きが一段と明確になってきたと述べた。何人かの委員は、一致指標である資本財出荷の増加が続いているほか、3月短観における大企業の今年度の設備投資計画が、過去の平均並みである前年度比ゼロ%近傍となったことなどを指摘した。先行きの設備投資について、多くの委員は、企業の設備過剰感がなお強いことには十分な留意が必要であるが、企業収益が回復し、資金調達に関する制約が小さい中、徐々に持ち直しに向かうとの見方を示した。ある委員は、3月短観において、資本財関連業種の先行きの業況判断が大きく改善していることも踏まえると、6月短観では、今年度の設備投資計画が前年比増加に転じる可能性があるとして述べた。

個人消費について、委員は、耐久消費財を中心に持ち直しの動きが続いているとの認識で一致した。何人かの委員は、足もと、小売や宿泊・飲食サービスなど、政策効果との直接の関係が薄い業種にも改善の動きがみられると述べた。こうした点に関し、複数の委員は、最近の株価上昇や失業に対する将来不安の減退が、消費者マインドを下支えしている可能性があるとして指摘した。先行きの個人消費について、多くの委員は、政策効果の減衰ペースや雇用・所得環境の改善度合いに依存する部分が大きく、引き続き、注意してみていく必要があるとの認識を示した。

住宅投資について、何人かの委員は、住宅着工戸数が低水準ながら持ち直しているほか、都市圏のマンションの在庫調整が進んできているなど、下げ止まりつつあるとの認識を示した。

生産について、委員は、新興国経済の高成長などを背景に、増加を続けているとの認識で一致した。先行きについて、何人かの委員

は、ヒアリング情報などによると、各種対策の効果が減衰するに連れて、伸び率は次第に鈍化するとみられるものの、海外経済の改善などを背景に、増加基調を続ける可能性が高いと述べた。

雇用・所得環境について、何人かの委員は、名目賃金の下落幅が縮小しているほか、失業率がピークアウトし、有効求人倍率も改善傾向にあるなど、最悪期は脱しつつあるとの見方を示した。もっとも、多くの委員は、雇用調整助成金の支給申請者数が依然高い水準にあるなど、雇用の過剰感はなお残存しており、雇用・所得環境が厳しいとの評価は変わらないと述べた。

消費者物価（除く生鮮食品）の前年比について、委員は、経済全体の需給が緩和状態にあるもとで下落しているが、その幅は縮小傾向を続けているとの認識で一致した。何人かの委員は、消費者物価の基調的な傾向を示す刈り込み平均の前年比下落幅が引き続き縮小しているほか、価格下落品目数から価格上昇品目数を引いた差が、2008年11月以降、2月に初めて前月比減少したことを指摘した。何人かの委員は、昨年春からの需給ギャップ改善の影響が、タイムラグを経て物価に及び始めた可能性があるとして述べた。先行きについて、委員は、マクロ的な需給バランスが徐々に改善することなどから、前年比下落幅は縮小していくとの認識で一致した。ただし、何人かの委員は、需給環境の改善は緩やかであるため、物価下落幅の縮小ペースも緩やかにならざるを得ないと述べた。この間、何人かの委員は、今後、新興国の高成長により資源価格が上昇したり、インフレ傾向にある新興国からの輸入品価格が上昇し、これによって国内価格への下押し圧力が緩和すれば、先行きの物価押し上げ要因として効いてくる可能性があるとして指摘した。その上で、ある委員は、生鮮食品を除く消費者物価が前年比プラスに転化する時期は、これまで自らが想定していた時期よりも若干早くなる可能性があるとして述べた。中長期的な予想物価上昇率について、何人かの委員は、各種のデータや調査結果をみると、現在のところ概ね安定して推移しているが、今後、これが下振れることがないか、丹念に点検していく必要があるとして述べた。なお、公立高校授業料の実質無償化等の影響について、委員は、物価の基調的な動きを判断する上では、こうした制度変更に伴う1年限りの変動要因を、取り除いてみるのが適当であるとの認識で一致した。

## 2. 金融面の動向

わが国の金融環境について、委員は、このところ一段と改善が進んでおり、厳しさを残しつつも、緩和方向の動きが強まっていると

の認識を共有した。

短期金融市場について、多くの委員は、日本銀行による潤沢な資金供給によって、金利は低位で安定的に推移しており、年度末も問題なく通過したと述べた。何人かの委員は、昨年12月に固定金利方式の共通担保資金供給オペレーション（固定金利オペ）を導入して以降、ターム物レートは一段と低下しており、足もとも弱含んで推移していると指摘した。また、複数の委員は、3月末に企業金融支援特別オペレーションが完了したが、それによる市場の混乱なども特にみられていないと付け加えた。

CP・社債の発行環境について、委員は、良好な状態が続いているとの認識で一致した。何人かの委員は、これまで投資家が慎重な投資スタンスをみせていたBBB格社債について、このところ発行スプレッドが低下傾向にあり、発行銘柄も次第に拡大していると指摘した。こうした点を踏まえ、多くの委員は、低格付社債の発行環境についても、改善の動きが明らかになってきているとの見解を示した。

企業の資金調達動向について、複数の委員は、銀行貸出は、企業の資金需要が後退していることに加え、前年の高い伸びの反動もあり、引き続き減少していると述べた。何人かの委員は、企業の資金調達コストについて、CP・社債による調達を含め低下傾向が続いていると述べた。企業からみた金融機関の貸出態度や企業の資金繰りについて、多くの委員は、企業規模による格差はあるが、全体として緩和方向の動きが続いているとの見方を示した。

こうした議論を経て、何人かの委員は、マクロ的にみれば、金融面の動きが景気や企業の支出活動を制約する状況ではなくなっていると指摘した。これに関し、何人かの委員は、中小零細企業では資金繰りがなお厳しいとする先が多いが、この点については、こうした企業を取り巻く経営環境や産業構造といった側面も含めて、点検していく必要があるとの見解を述べた。

### III. 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。こうした政策の効果について、ある委員は、企業収益の回復が鮮明になっている中、

0. 1%という極めて低い政策金利を維持することで、金融緩和が持つ景気刺激効果は強まってきているとの認識を示した。

先行きの政策運営について、委員は、わが国経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰するために、中央銀行としての貢献を粘り強く続けていく必要があるとの見解で一致した。その上で、委員は、金融政策運営に当たっては、今後とも、極めて緩和的な金融環境を維持していくとの考え方で一致した。

委員は、3月に講じた固定金利オペの拡充の効果についても、議論を行った。ターム物レートへの影響について、ある委員は、もともとレートに低下余地が乏しくなっていたこともあり、今のところ、追加的な影響は限定的との見方を示した。他方、何人かの委員は、やや長めの金利に対する効果として、短期レートなどが低位で安定しているほか、これまで粘着的であったユーロ円レートが低下するなど、ターム物金利は弱含んで推移していると述べた。また、何人かの委員は、3月の措置は、中央銀行としての貢献を粘り強く続けていくという、日本銀行の姿勢を改めて明確に示すものであり、これが企業マインドの下支えに寄与している面もあるとの認識を示した。更に、複数の委員は、こうした日本銀行の姿勢の明確化や企業マインドの改善が、最近の株価や為替の動きにも相応の影響を及ぼしている可能性があるとして述べた。ある委員は、今後、政策効果が貸出金利にどう波及していくかについても、しっかりと確認していく必要があるとして述べた。なお、何人かの委員は、固定金利オペを含め、引き続き、潤沢な資金供給を行っていく中であっても、市場機能の維持に配慮した適切な運営を続けていく必要があるとの認識を示した。

#### IV. 政府からの出席者の発言

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- わが国の経済情勢をみると、景気は、着実に持ち直してきているが、なお自律性は弱く、失業率が高水準にあるなど厳しい状況にある。先行きについても、国際的な金融情勢の動向、デフレなどのリスクが存在するほか、雇用情勢の悪化懸念が残るなど、民需主導の力強い成長経路に復帰するための基盤は、依然として脆弱である。
- 去る3月24日、平成22年度予算が成立した。政府としては、現下の厳しい経済情勢のもと、デフレを克服し、景気回復を確実なものとしていくために、平成21年度第2次補正予算と、平成22年度

予算とを、一体として切れ目なく執行していく所存である。併せて、「新成長戦略（基本方針）」の具体化を行い、その実現を図っていく。

- 日本銀行におかれても、マイナスの物価上昇率を許容していないことを明確にされている。引き続き政府との緊密な連携のもとで、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、デフレ克服をはじめ、経済を金融面から支えて頂きたい。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- わが国経済は、着実に持ち直してきているが、なお自律性は弱く、失業率が高水準にあるなど、厳しい状況にある。
- わが国経済の当面の課題は、雇用を確保しつつ、確実な景気回復とデフレの克服を図ることである。政府は、日本銀行と一体となって、できるだけ早期のプラスの物価上昇率実現に向けて取り組んでいくことが重要であると考えている。
- 政府としては、緊急経済対策と、先般成立した平成 22 年度予算に盛り込まれた施策などを、一体として切れ目なく実施していく。また、「新成長戦略（基本方針）」の施策の追加と具体化を進め、今後の経済成長の姿を描くとともに、財政健全化への道筋を国民にお示ししていくこととしており、その責任を果たす対応に取り組んでいく。仕事と雇用を生み出すために、経済財政運営に当たっていく。
- 前回の金融政策決定会合で、固定金利オペの増額を行うなど、日本銀行としても、政府と連携を保ちつつ適切な金融政策運営を行っている。日本銀行におかれては、中長期的にみて物価が安定していると理解する消費者物価上昇率に関し、「ゼロ%以下のマイナスの値は許容していない」とした上で、「2%以下のプラスの領域にあり、委員の大勢は1%程度を中心と考えている」と明確化したことを踏まえ、引き続き政府と密接な情報交換・連携を保ちつつ、適切かつ機動的な金融政策の運営によって、早期のデフレ克服を目指すとともに、経済を下支えされるよう期待する。

## V. 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、野田委員、  
中村委員、亀崎委員、宮尾委員

反対：なし

#### VI. 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。

#### VII. 議事要旨の承認

議事要旨（3月16、17日開催分）が全員一致で承認され、4月12日に公表することとされた。

以上

### 当面の金融政策運営について

1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した(全員一致<sup>(注1)</sup>)。

無担保コールレート(オーバーナイト物)を、0.1%前後で推移するよう促す。

2. わが国の景気は、国内民間需要の自律的回復力はなお弱いものの、海外経済の改善や各種対策の効果などから、持ち直しを続けている。すなわち、新興国経済の高成長などを背景に、輸出や生産は増加を続けている。企業の業況感は、引き続き改善している。設備投資は下げ止まっている。個人消費は、厳しい雇用・所得環境が続いているものの、各種対策の効果などから耐久消費財を中心に持ち直している。公共投資は減少している。この間、金融環境をみると、厳しさを残しつつも、緩和方向の動きが強まっている。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状態にあるもとで下落しているが、その幅は縮小傾向を続けている。

3. 先行きの中心的な見通しとしては、当面、わが国経済の持ち直しのペースは緩やかなものとなる可能性が高い。その後は、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ため、わが国の成長率も徐々に高まってくるとみられる。物価面では、中長期的な予想物価上昇率が安定的に推移するとの想定のもと、マクロ的な需給バランスが徐々に改善することなどから、消費者物価(除く生鮮食品)の前年比下落幅は縮小していくと考えられる<sup>(注2)</sup>。

4. リスク要因をみると、景気については、新興国・資源国の経済の強まり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

(注1) 賛成：白川委員、山口委員、西村委員、須田委員、野田委員、中村委員、亀崎委員、宮尾委員。  
反対：なし。

(注2) 2010年度より実施される公立高校授業料の実質無償化等により、制度変更後1年間は、消費者物価指数の前年比が大きく変動することとなる。物価の基調的な動きを判断する上では、こうした制度変更に伴う1年限りの前年比変動要因を、取り除いてみるのが適当である。

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。また、最近における国際金融面での様々な動きとその影響についても、引き続き注意する必要がある。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。

5. 日本銀行は、日本経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰することが極めて重要な課題であると認識している。そのために、中央銀行としての貢献を粘り強く続けていく方針である。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考えである。

以 上