

<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：2041年12月>

2011.10.24

企画局

## 金融環境の現状評価

### （概況）

前回会合（10月6、7日）以降、利用可能になった指標をみると、

- ① 企業の資金調達コストは緩やかに低下していること、
- ② CPや社債の発行環境は、良好な状態が続いていること、
- ③ 銀行貸出や民間部門の総資金調達は減少幅の縮小傾向が続いていること、
- ④ 企業からみた金融機関の貸出態度は、改善傾向が続いており、金融機関の貸出運営スタンスも、引き続き積極的であること、
- ⑤ 資金繰り面では、中小企業を中心に一部で厳しいとする先がなおみられるが、総じてみれば改善した状態にあること、

が確認された。

このように、国際金融資本市場が不安定な中にあっても、わが国金融環境への影響は限定的となっている。この間、一部電力会社の格下げがみられたが、社債発行環境全体には、特段の影響はみられない。

以上を踏まえると、「わが国の金融環境は、中小企業を中心に一部企業の資金繰りに厳しさがなお窺われるものの、緩和の動きが続いている」との前回会合での判断を維持することが適当と考えられる。

## 1. インフレ予想

短期的なインフレ予想については、家計やエコノミスト、マーケットの指標とも、概ね横ばい圏内で推移している。

- 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、幾分弱含んでいる（4～6月+2.2%→7～9月+2.0%、9月+2.0%、図表1左下段）。
- 10月のESPフォーキャスト調査をみると、エコノミストによるCPIのインフレ予想は、前月から横ばい圏内の動きとなった（2011年度：9月-0.2%→10月-0.2%、2012年度：9月-0.2%→10月-0.2%、図表2右上段）。
- 円スワップ・レートから計算した短中期のインプライド・フォワード・レートは、概ね横ばい圏内で推移している（図表3下段）。

中長期的なインフレ予想については、家計やエコノミスト、市場参加者の予想とも、概ね横ばい圏内で推移している。

- 10月のコンセンサス・フォーキャストによると、エコノミストの中長期的なインフレ予想（6～10年後の平均インフレ率）は、小幅に低下しているが、均してみると前年比+1%程度で推移している（2010/10月+1.1%→2011/4月+1.4%→10月+1.0%、図表2左下段）。
- 円スワップ・レートから計算した中長期のインプライド・フォワード・レートは、振れを均してみると緩やかな低下傾向にある（図表3下段）。

## 2. 資金調達コスト

企業の資金調達コストは、緩やかに低下している（図表9）。

個別の金利動向をみると、以下の通り。

- 10月入り後のCP発行金利、CP発行スプレッドは、概ね震災前と同程度の低い水準で推移している（図表11）。
  - 電力銘柄のCP発行レートも、震災前と遜色ない水準まで低下してきている。
- 10月入り後のA格以上の社債発行金利、社債発行スプレッドは、総じてみれば、震災前と同程度の低い水準となっている（図表12）。
  - 米欧の社債市場では、夏場以降、投資家がリスク回避姿勢を強めたことを背景に、信用スプレッドが拡大しているが、これまでのところ、わが国

社債市場への特段の影響はみられていない。

### 3. 資金調達量

資金需要面をみると、運転資金需要が増加する動きがみられている。ただし、そうした動きは、震災直後に比べて落ち着いたものとなっている。

こうしたもとで、民間総資金調達は、このところ前年比マイナス幅の縮小傾向が続いている（4～6月-1.2%→7月-1.0%→8月-1.0%→9月-0.9%、図表15上段）。

—— 企業向けの資金需要について、10月の主要銀行貸出動向アンケート調査（以下、ローン・サーベイ）の企業向け資金需要判断D I（季節調整済）をみると、企業向けや個人向けともに、「増加」と「減少」の回答がほぼ拮抗し、ゼロ近傍となった（図表21上段）。

- 民間銀行貸出（特殊要因調整後、都銀等・地銀・地銀Ⅱ）は、前年比マイナス幅が緩やかに縮小し、9月はほぼ前年並みとなっている（4～6月-0.5%→7月-0.3%→8月-0.2%→9月-0.0%、図表15下段）。

—— 業態別の貸出をみると、都銀等の前年比マイナス幅が縮小傾向にあるとともに、地銀・地銀Ⅱは前年比プラス幅は拡大傾向にある。ヒアリング情報によると、一部の地銀・地銀Ⅱでは、引き続き預金の増加（保険金・義捐金の流入等）等を背景に、大企業向けの貸出姿勢を前傾化している模様。また、足もとでは、都銀等で、電力向けやM&A関連の資金需要がみられている。

- 9月のCP・社債の発行残高をみると、CPの残高が概ね前年並みとなる一方、社債の残高は引き続き前年を上回っており、全体では前年を上回った（前年比、8月+1.8%→9月+1.5%、図表17上段）。

—— わが国の社債市場では、発行体の裾野に拡がりが見られるなど、引き続き良好な発行環境が維持されている。この間、一部電力会社の格下げがみられたが、社債発行環境全体には、特段の影響はみられない。

## ▽ 10月入り後の社債発行銘柄

10月	AAA格	首都高速道路、東日本高速道路、トヨタファイナンス
	AA格	NTTファイナンス、日立キャピタル、日本通運、アサヒグループホールディングス、住友金属工業、日本プライムリアルティ投資法人、新日本製鐵、ソニーフィナンシャルホールディングス
	A格	丸紅、京浜急行電鉄、昭和電工、センコー、東京センチュリーリース、クレハ、日産フィナンシャルサービス
	BBB格	牧野フライス製作所、前田建設工業、三菱マテリアル、富士電機、五洋建設

(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。20日まで。

10月入り後のエクイティファイナンス（銀行発行分を除く、20日まで）の動向をみると、転換社債の発行額、株式による調達とも、低水準であった（図表18）。

### 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、改善傾向が続いている。欧州では、金融機関の貸出姿勢の慎重化がみられているが、わが国では、金融機関の貸出運営スタンスは引き続き積極化している。企業の資金繰りは、中小企業を中心に一部で厳しいとする先がなおみられているが、総じてみれば、改善した状態にある（図表20～22）。

—— 企業からみた金融機関の貸出態度について、7～9月の小企業（日本公庫調査）のDIをみると、前期から幾分改善し、震災前と同程度の水準となった（図表22上段）。

—— 金融機関の貸出運営スタンスについて、10月のローン・サーベイの貸出運営スタンスDIをみると、大企業向け、中小企業向けとも、前期と同水準の「積極化」超幅となった（図表21中段）。この間、貸出運営スタンスを慎重化、ないしやや慎重化させたと回答した先は皆無であった。

—— 7～9月の小企業の資金繰り（日本公庫調査）DIは、4～6月と比べて改善し、震災前と同程度の水準となった（図表22下段）。

## 5. 企業倒産

企業倒産件数は、低水準で推移している（前年比、8月-3.6%→9月-9.2%、  
図表 24 上段）。

- 震災関連倒産は引き続き発生しているものの（8月 72 件→9月 60 件）、このところやや頭打ち感がみられている。
- 倒産企業負債総額をみると、前年の大型倒産（日本振興銀行<負債総額 6,805 億円>、武富士<同 4,336 億円>）の反動もあって、9月は前年を大きく下回った（前年比、9月-85.0%、図表 24 中段）。

## 6. その他の金融指標

9月のマネタリーベースは、国債償還資金が対前年で増加し、これが日銀当座預金の水準を押し上げたこともあって、前年比伸び率が前月から幾分上昇した（8月+15.9%→9月+16.7%、図表 26 上段）。

9月のマネースtock (M2)は、前年比伸び率が前月から横ばいとなった（8月+2.7%→9月+2.7%、図表 26 中段）。

以 上

2011.10.24

企 画 局

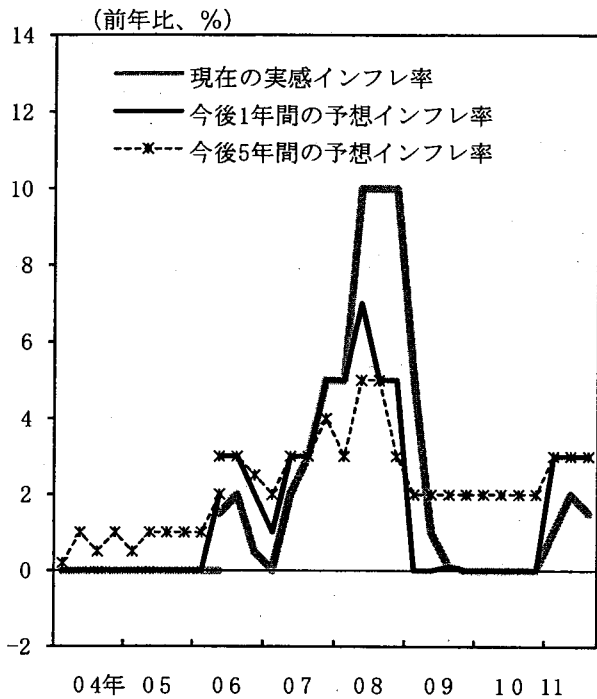
## 「金融環境の現状評価」参考計表

1. インフレ予想
  - (図表 1) 家計・企業のインフレ予想
  - (図表 2) エコノミストのインフレ予想
  - (図表 3) 市場のインフレ予想
2. 政策金利と実体経済
  - (図表 4) 政策金利水準と実体経済 (1)
  - (図表 5) 政策金利水準と実体経済 (2)
  - (図表 6) 政策金利水準と実体経済 (3)
  - (図表 7) 政策金利水準と実体経済 (4)
3. 資金調達コスト
  - (図表 8) 資金調達コスト関連指標
  - (図表 9) 総資金調達コスト
  - (図表 10) 貸出金利
  - (図表 11) CP発行金利
  - (図表 12) 社債発行金利
  - (図表 13) 企業の資金調達コストと収益性
4. 資金調達量
  - (図表 14) 民間部門の資金調達
  - (図表 15) 民間部門総資金調達
  - (図表 16) 民間銀行貸出の内訳
  - (図表 17) CP・社債発行残高
  - (図表 18) エクイティファイナンス
  - (図表 19) 企業部門の資金需要
5. アベイラビリティ
  - (図表 20) 企業金融関連指標
  - (図表 21) 金融機関からみた資金需要・貸出運営スタンス
  - (図表 22) 金融機関の貸出態度・企業の資金繰り
6. 企業倒産
  - (図表 23) 企業倒産関連指標
  - (図表 24) 企業倒産と信用保証
7. その他の金融指標
  - (図表 25) マネー関連指標
  - (図表 26) マネーストック
  - (図表 27) M2のバランスシート分解
  - (図表 28) ファイナンシャル・インバランス関連指標

# 家計・企業のインフレ予想

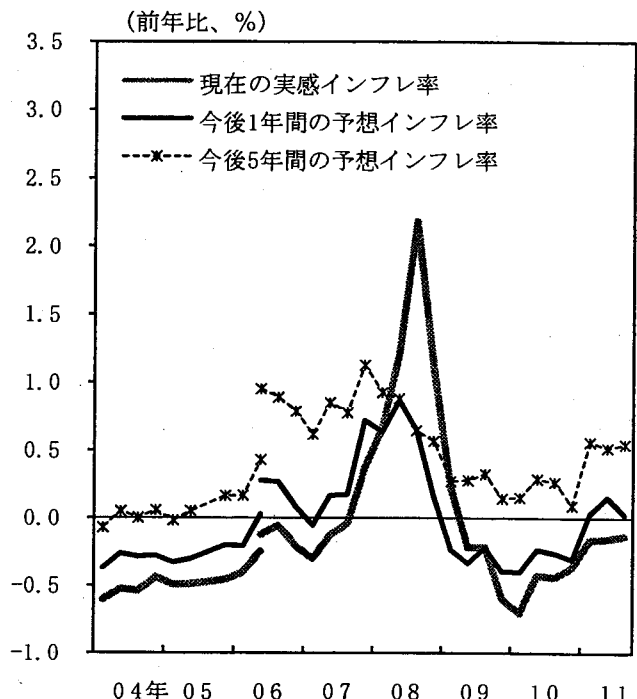
## (1) 生活意識に関するアンケート調査

＜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。

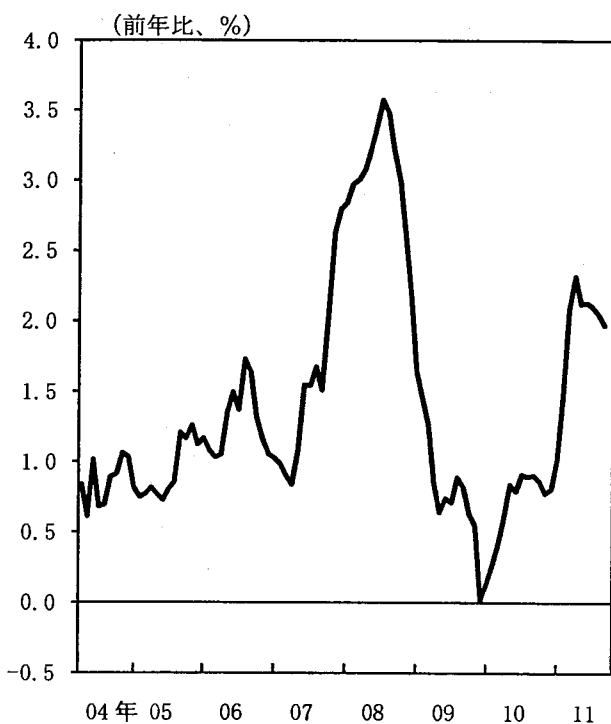
＜質的質問からの推計値＞



(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）

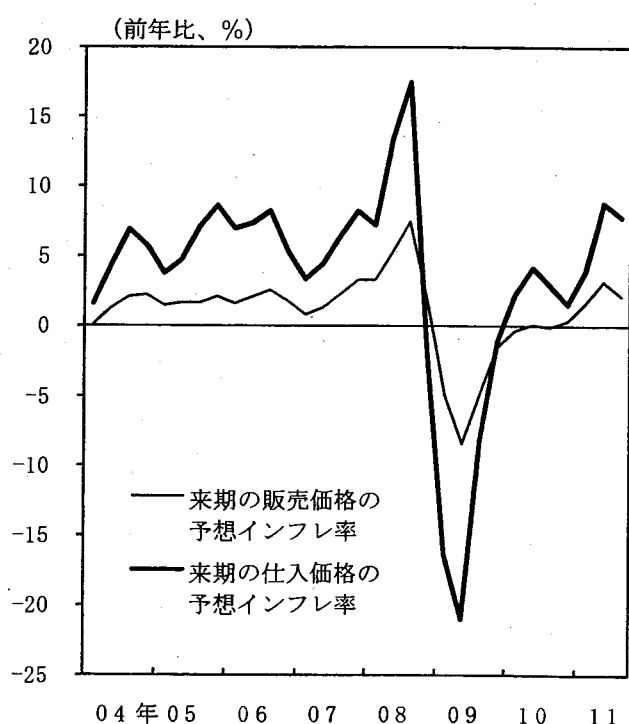
＜1年後の予想インフレ率＞



(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

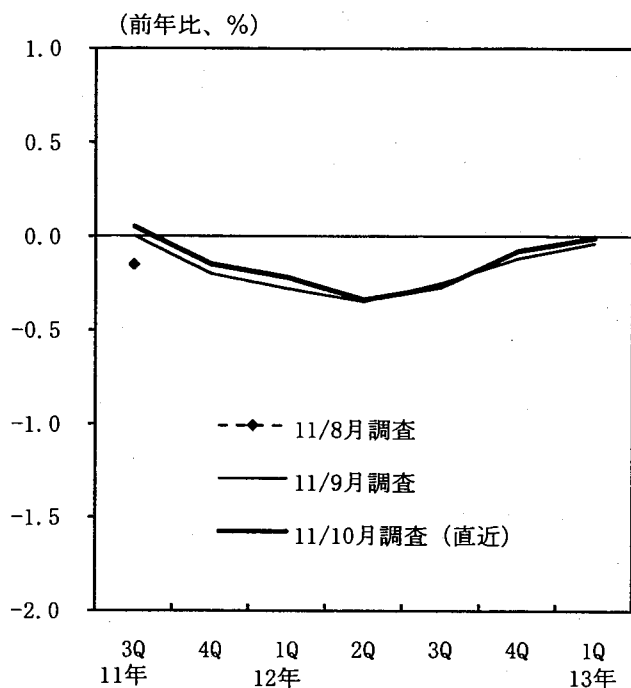
＜短観からの推計＞



(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。

## エコノミストのインフレ予想

(1) ESPフォーキャスト調査  
＜四半期＞



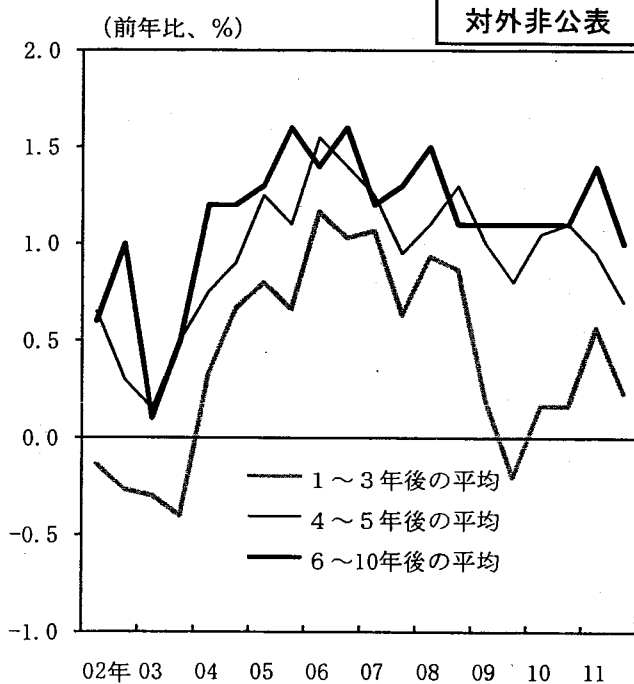
(注) 内外の調査機関・エコノミスト約40先の予想の平均。  
(2)、(4)も同じ。

(2) ESPフォーキャスト調査  
＜年度＞

(%)

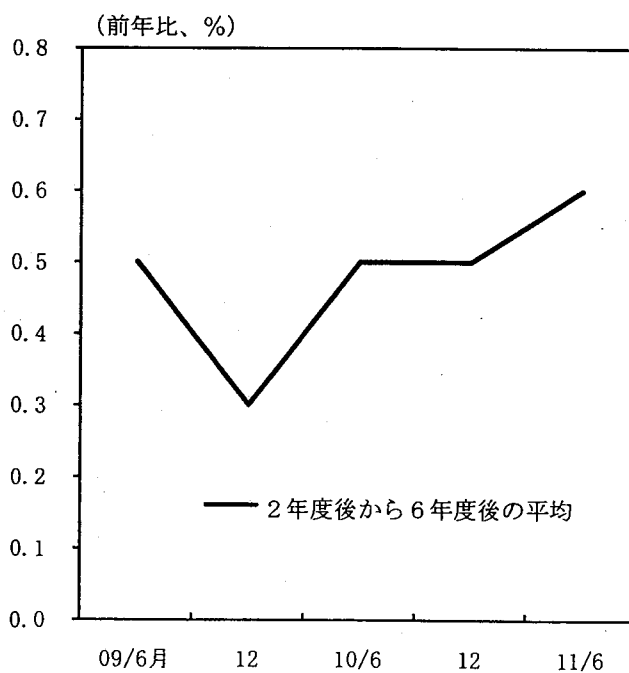
	2011年度	2012年度
11/6月調査	-0.1	-0.1
7月調査	-0.0	-0.1
8月調査	-0.2	-0.3
9月調査	-0.2	-0.2
10月調査	-0.2	-0.2

(3) 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。

(4) ESPフォーキャスト長期予想

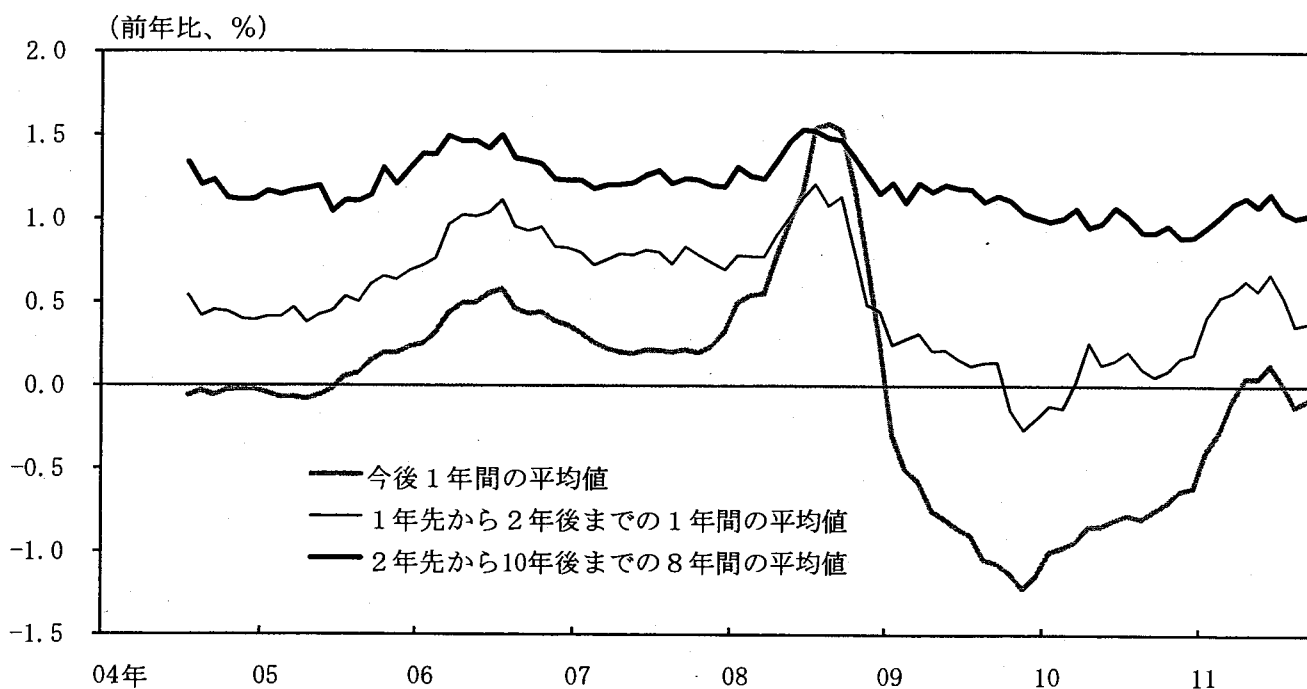


(注) 年2回調査。例えば09/6月調査であれば、  
2011～2015年度の平均物価上昇率を予想している。



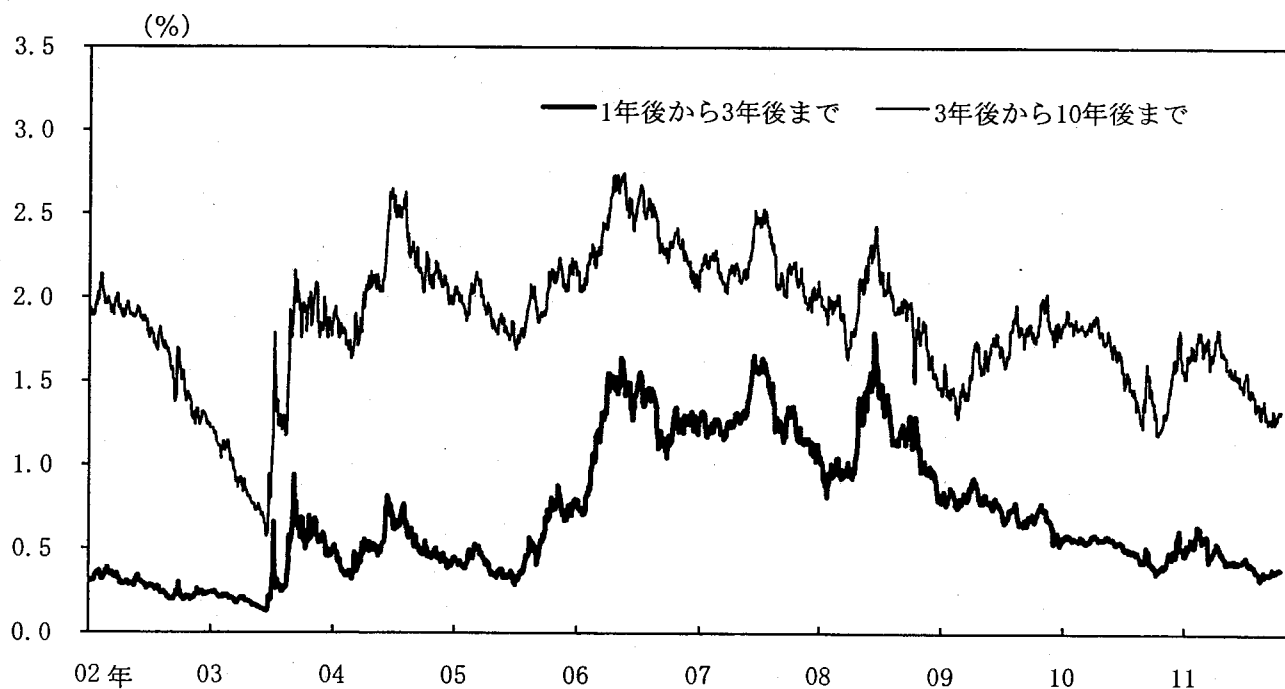
# 市場のインフレ予想

## (1) QSS債券月次調査



(注) 証券会社および機関投資家の債券担当者約150名の予想の平均をもとに算出。

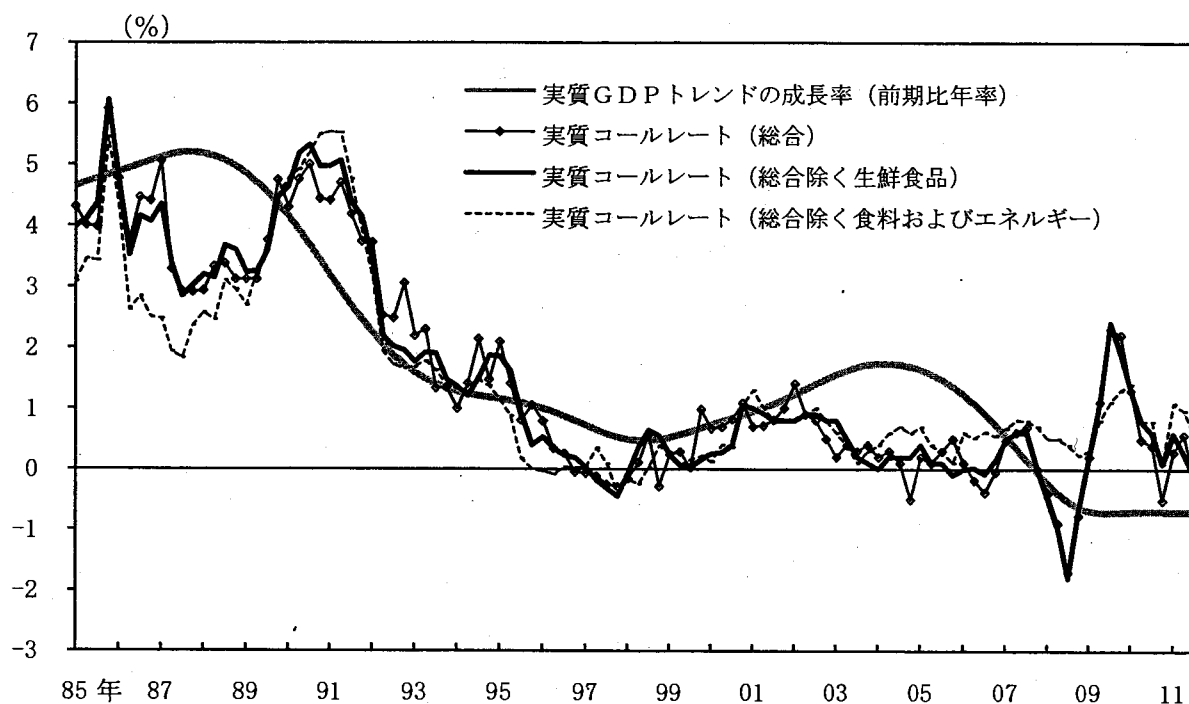
## (2) インプライド・フォワード・レート



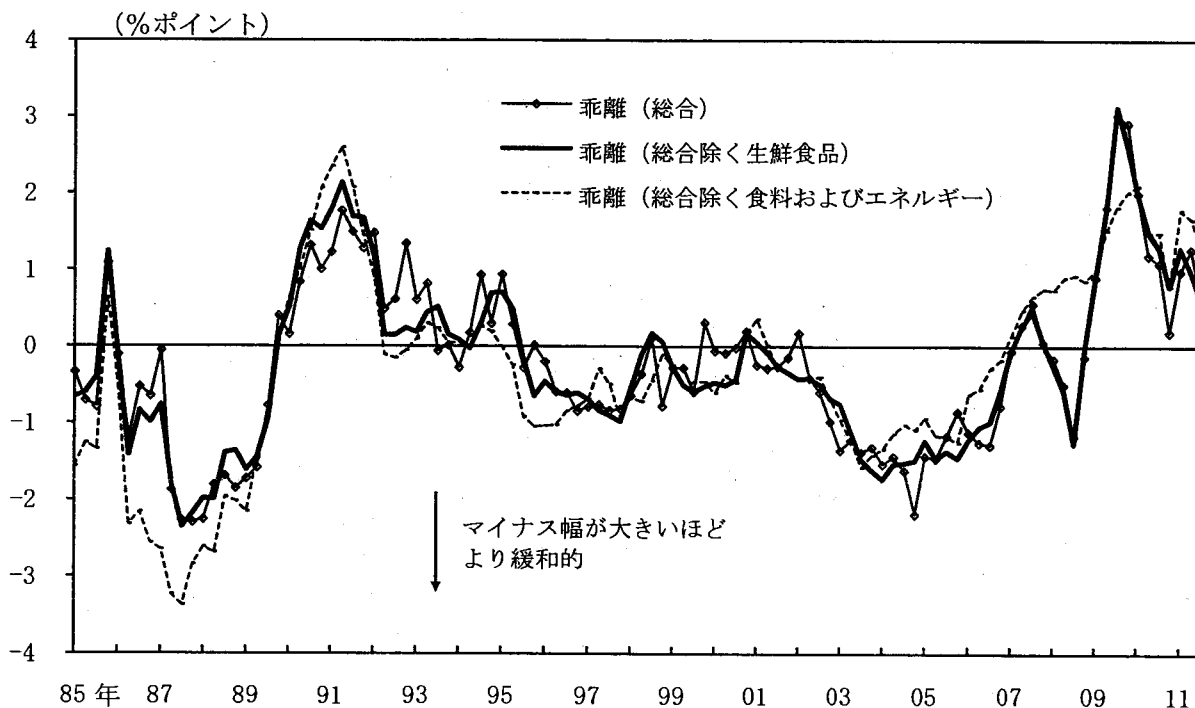
(注) 円・円スワップレートをもとに算出。

## 政策金利水準と実体経済(1)

## (1) 実質コールレートと実質GDPトレンドの成長率 (HPフィルターによる推計値)



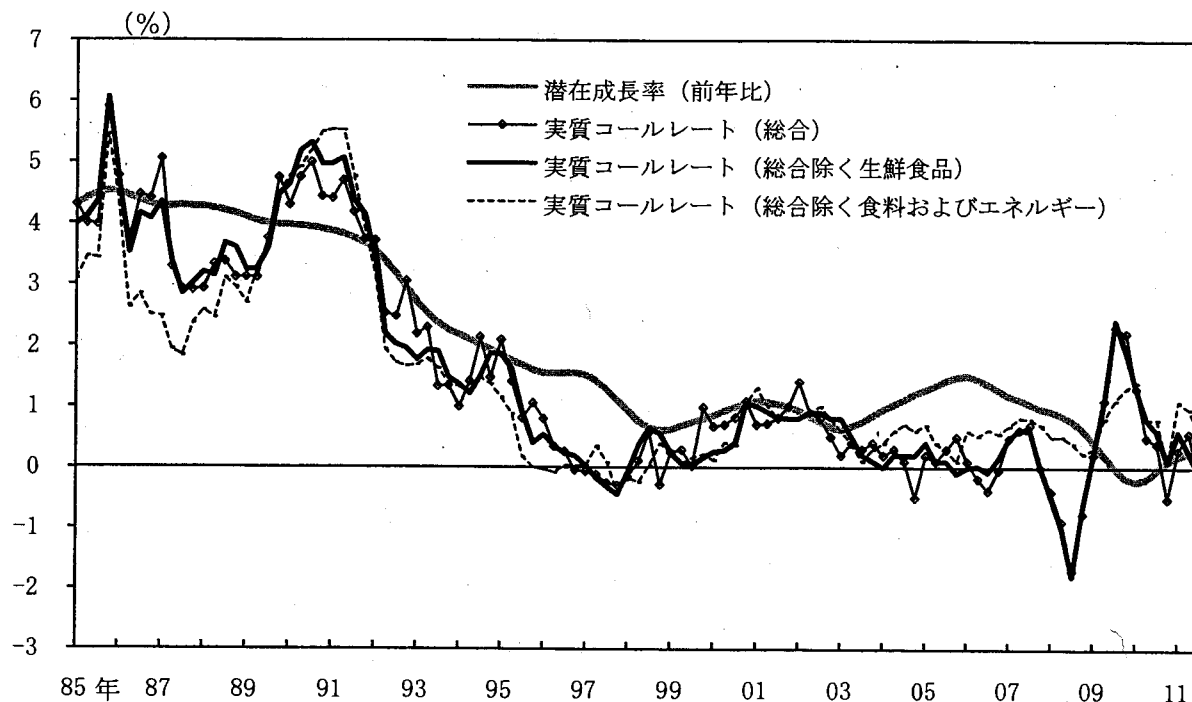
## (2) 実質コールレートと実質GDPトレンドの成長率の乖離



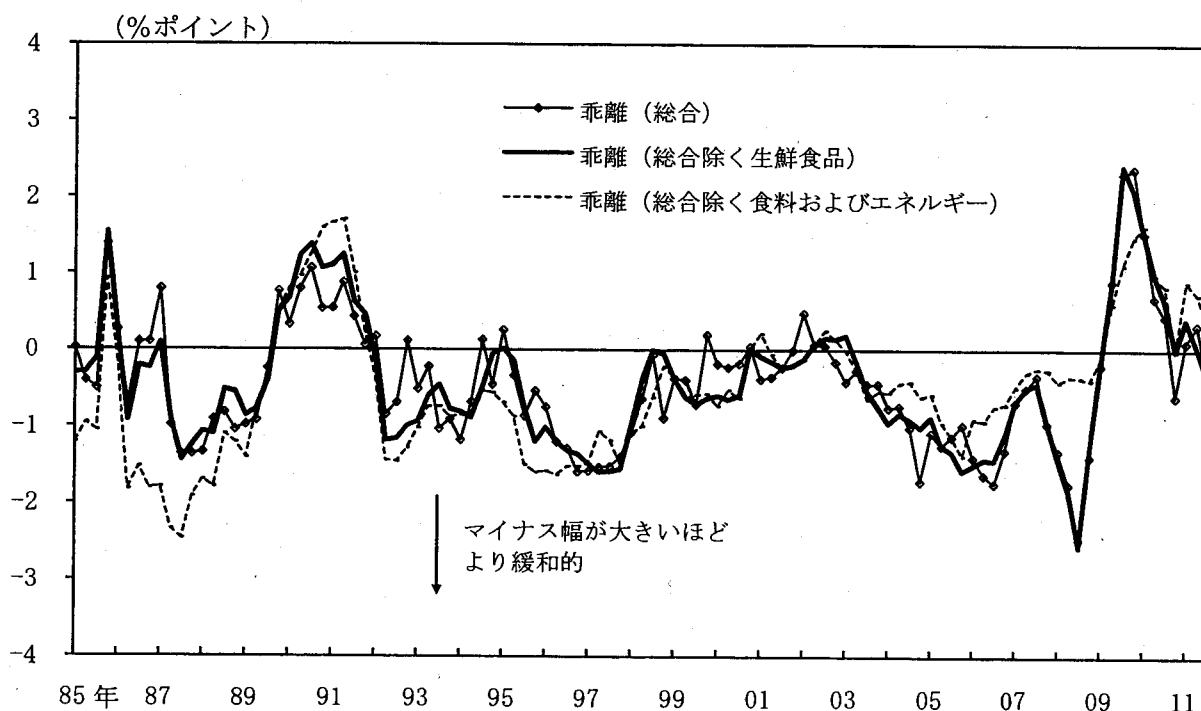
- (注) 1. 実質コールレートは、無担0/Nから消費者物価指数前年比を差し引いて算出。括弧内は、コールレートの実質化に用いたCPIの系列(消費税調整済み)。「食料」は「酒類」を除く。また、「エネルギー」は「電気代」、「都市ガス代」、「プロパンガス」、「灯油」、「ガソリン」からなる。実質GDPトレンドは、HPフィルターによる推計値。
2. CPIはいずれも、2001/1Q以降、高校授業料(公立高校授業料、私立高校授業料)を除くベース。
3. 11/3Qの実質GDPトレンド成長率は11/2Qから横ばいと仮定。  
 11/3QのCPI前年比は、9月のCPI前年比が8月から横ばいと仮定して算出。

### 政策金利水準と実体経済 (2)

#### (1) 実質コールレートと潜在成長率 (生産関数アプローチによる推計値)



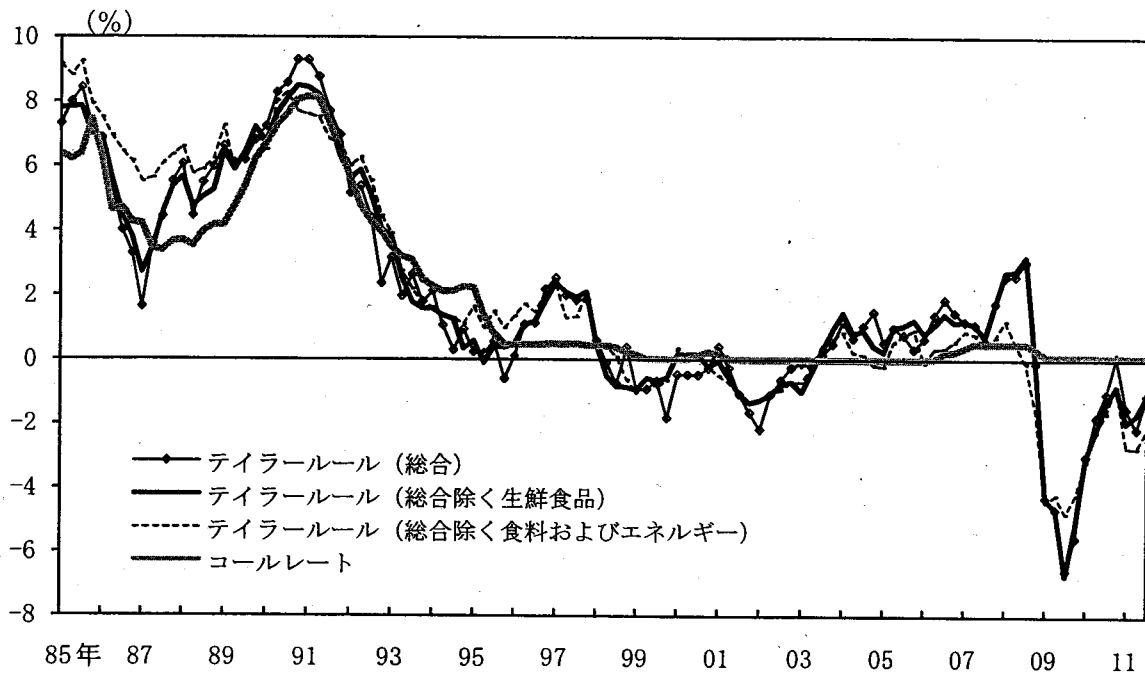
#### (2) 実質コールレートと潜在成長率の乖離



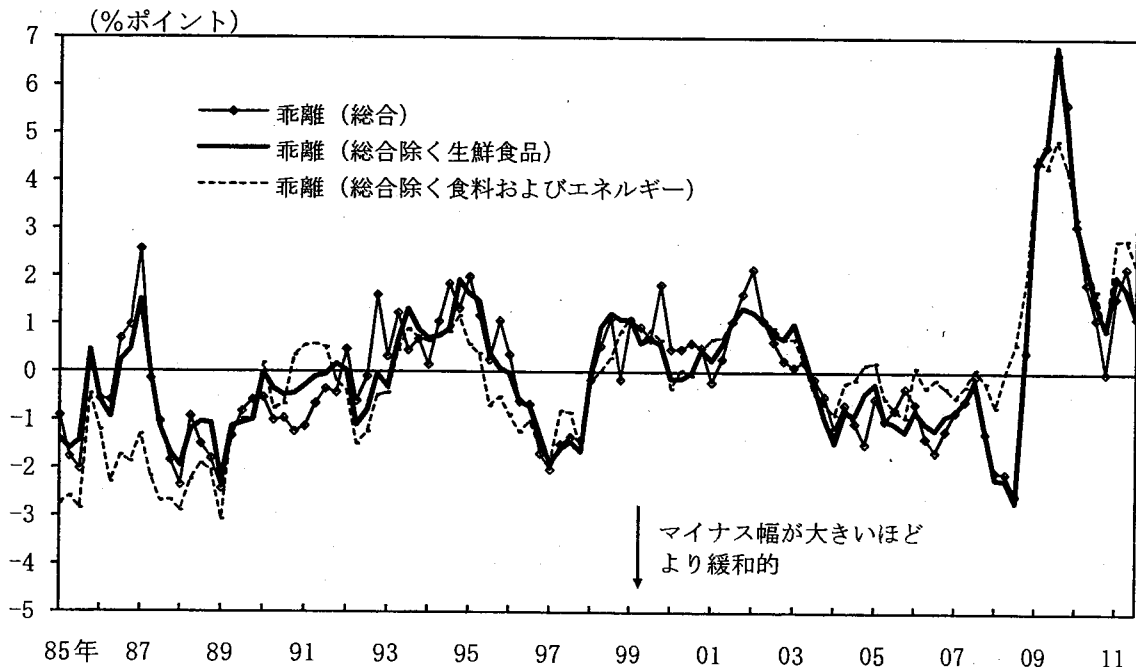
(注) 1. 実質コールレートは、無担0/Nから消費者物価指数前年比を差し引いて算出。括弧内は、コールレートの実質化に用いたCPIの系列(消費税調整済み)。「食料」は「酒類」を除く。また、「エネルギー」は「電気代」、「都市ガス代」、「プロパンガス」、「灯油」、「ガソリン」からなる。潜在成長率は、生産関数アプローチによる推計値(調査統計局の試算値)。  
 2. CPIはいずれも、2001/1Q以降、高校授業料(公立高校授業料、私立高校授業料)を除くベース。  
 3. 11/3Qの潜在成長率は11/2Qから横ばいと仮定。  
 11/3QのCPI前年比は、9月のCPI前年比が8月から横ばいと仮定して算出。

## 政策金利水準と実体経済(3)

## (1) テイラー・ルール (HPフィルターによる推計値に基づく)



## (2) 政策金利とテイラー・ルールの乖離



(注) 1. 以下のような標準的なテイラー・ルールを用いた。なお、目標インフレ率は1%と仮定。

$$\text{政策金利} = \text{潜在成長率} + \text{目標インフレ率}$$

$$+ 1.5 \times (\text{インフレ率} - \text{目標インフレ率}) + 0.5 \times \text{GDPギャップ}$$

2. 括弧内は、テイラー・ルールの計算に用いたCPIの系列(消費税調整済み)。「食料」は「酒類」を除く。また、「エネルギー」は「電気代」、「都市ガス代」、「プロパンガス」、「灯油」、「ガソリン」からなる。潜在成長率とGDPギャップは、HPフィルターによる推計値に基づく。

3. CPIはいずれも、2001/1Q以降、高校授業料(公立高校授業料、私立高校授業料)を除くベース。

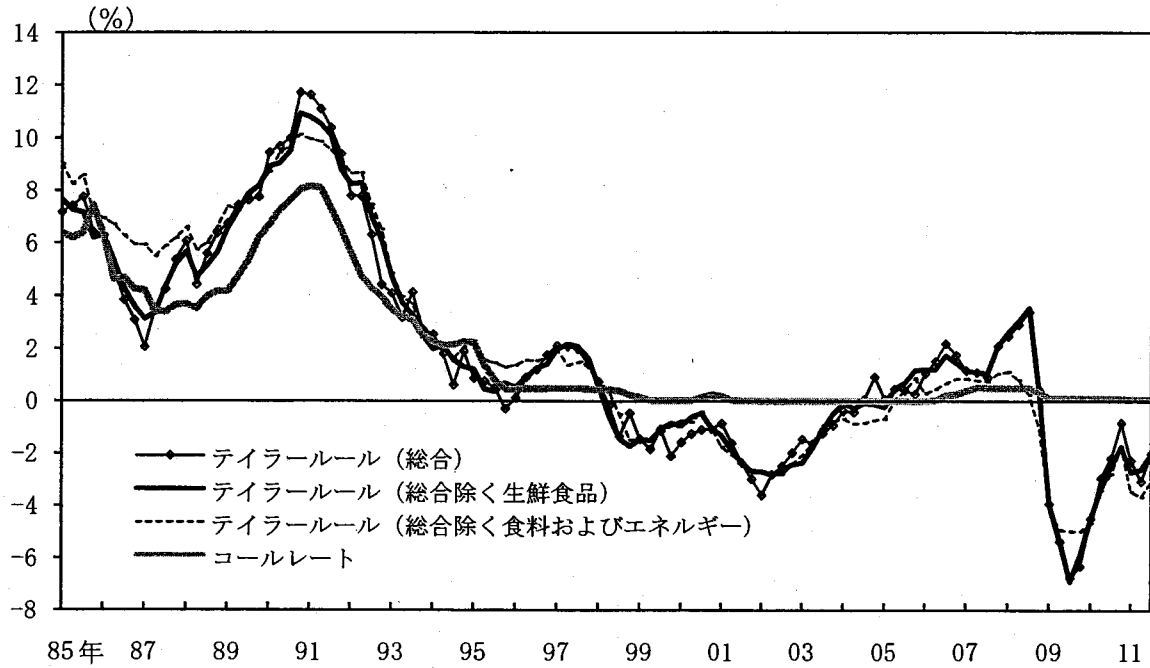
4. 11/3Qの潜在成長率およびGDPギャップは、11/2Qから横ばいと仮定。

11/3QのCPI前年比は、9月のCPI前年比が8月から横ばいと仮定して算出。

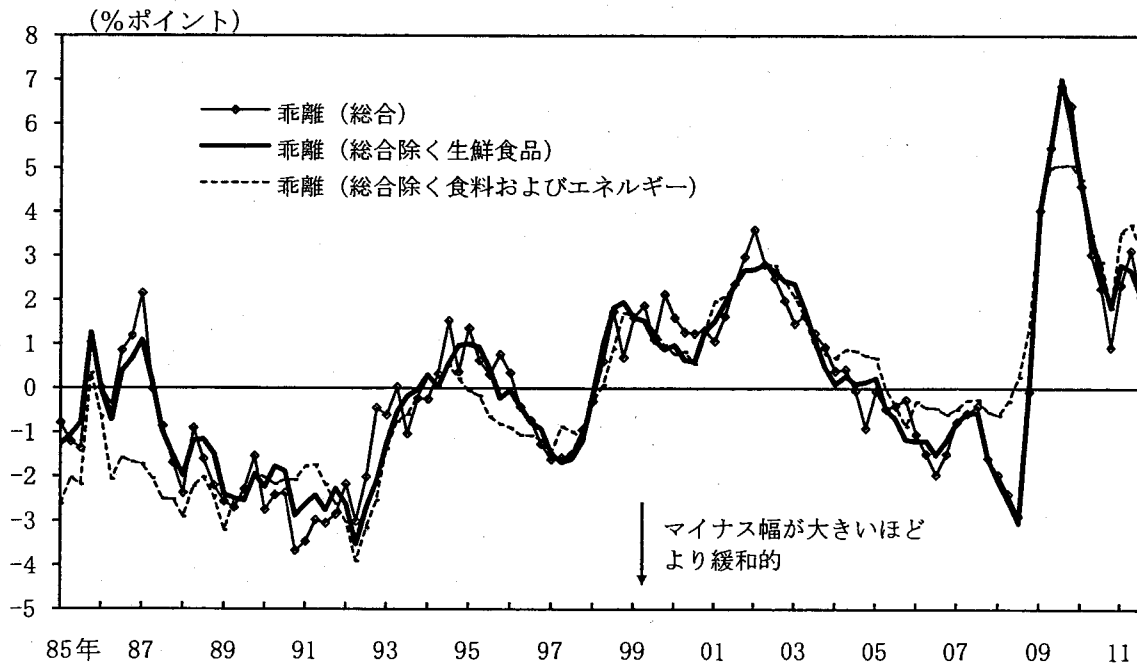
## 政策金利水準と実体経済 (4)

対外非公表

## (1) テイラー・ルール (生産関数アプローチによる推計値に基づく)



## (2) 政策金利とテイラー・ルールの乖離



- (注) 1. 以下のような標準的なテイラー・ルールを用いた。なお、目標インフレ率は1%と仮定。  

$$\text{政策金利} = \text{潜在成長率} + \text{目標インフレ率} + 1.5 \times (\text{インフレ率} - \text{目標インフレ率}) + 0.5 \times \text{GDPギャップ}$$
2. 括弧内は、テイラー・ルールの計算に用いたCPIの系列(消費税調整済み)。「食料」は「酒類」を除く。また、「エネルギー」は「電気代」、「都市ガス代」、「プロパンガス」、「灯油」、「ガソリン」からなる。潜在成長率とGDPギャップは、生産関数アプローチによる推計値(調査統計局の試算値)。
3. CPIはいずれも、2001/1Q以降、高校授業料(公立高校授業料、私立高校授業料)を除くベース。
4. 11/3Qの潜在成長率およびGDPギャップは、11/2Qから横ばいと仮定。  
 11/3QのCPI前年比は、9月のCPI前年比が8月から横ばいと仮定して算出。

## 資金調達コスト関連指標

対外非公表

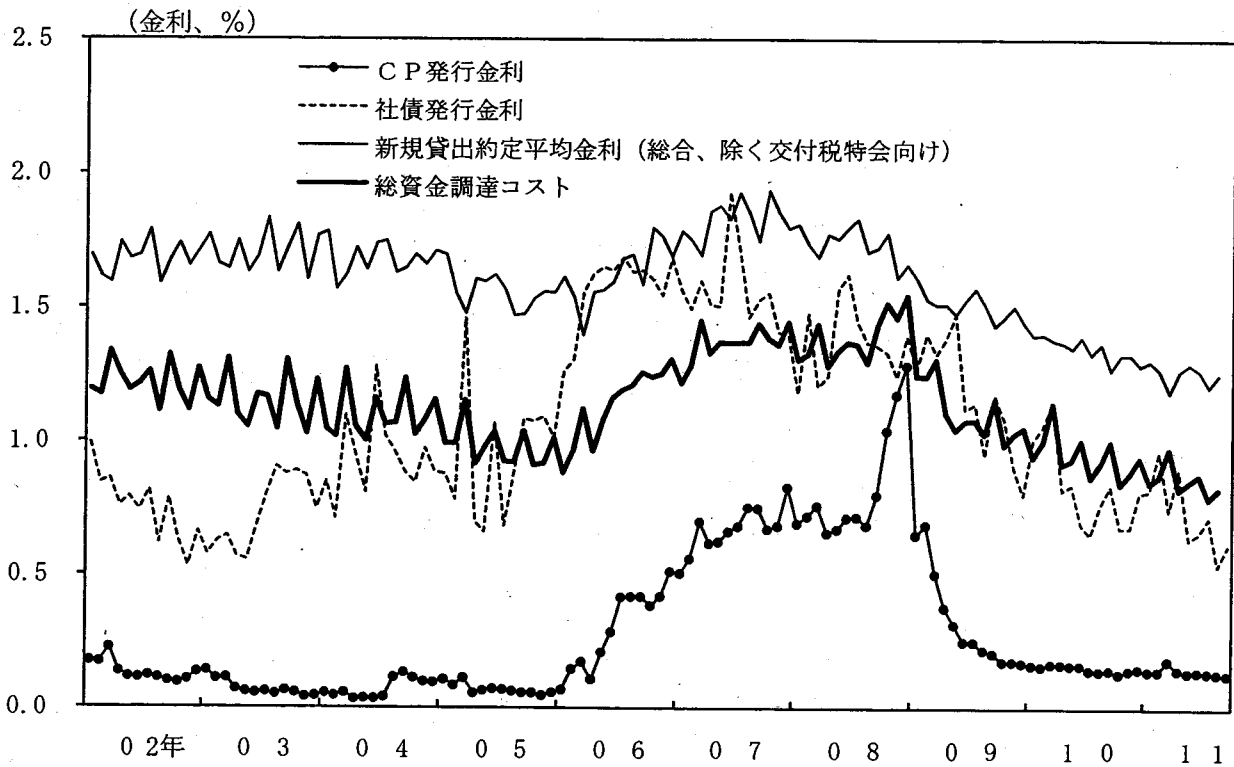
		10/ 10~12月	11/ 1~3	4~6	7~9	11/8月	9	10p
短期プライムレート(末値)		1.475	1.475	1.475	1.475	1.475	1.475	—
長期プライムレート(末値)		1.60	1.60	1.50	1.40	1.35	1.40	—
貸出約定平均金利								
新 規	短期	1.066	0.993	1.096	—	1.000	—	—
	除く交付税特会向け	1.468	1.369	1.444	—	1.451	—	—
	長期	1.220	1.191	1.183	—	1.148	—	—
	総合	1.149	1.100	1.144	—	1.082	—	—
ス ト ック	除く交付税特会向け	1.312	1.254	1.276	—	1.255	—	—
	短期	1.172	1.155	1.126	—	1.119	—	—
	長期	1.655	1.629	1.599	—	1.578	—	—
総合		1.562	1.535	1.513	—	1.496	—	—
スプレッド貸出の スプレッド(都銀等)	短期	0.49	0.49	0.49	—	0.49	—	—
	長期	0.88	0.86	0.84	—	0.85	—	—
CP発行レート (3ヶ月物、a-1格)		0.14	0.16	0.14	0.13	0.13	0.13	0.13
スプレッド	a-1+格	+0.00	+0.02	+0.01	+0.01	+0.01	+0.01	+0.00
	a-1格	+0.02	+0.03	+0.02	+0.02	+0.02	+0.02	+0.02
	a-2格以下	+0.21	+0.22	+0.23	+0.17	+0.14	+0.16	+0.25
社債発行レート (AA格)		0.55	0.76	0.57	0.53	0.47	0.61	0.60
スプレッド	AAA格	+0.09	+0.07	+0.13	+0.09	—	+0.08	+0.10
	AA格	+0.18	+0.24	+0.15	+0.17	+0.13	+0.26	+0.24
	A格	+0.49	+0.52	+0.31	+0.27	+0.21	+0.27	+0.28

- (注) 1. 短プラ、長プラの直近(10/24日)の値は、短プラは1.475%、長プラは1.40%。  
 2. CP発行レートとスプレッドの定義は図表11を参照。  
 3. 社債発行レートとスプレッドの定義は図表12を参照。  
 4. 11/10月は、CPが第3週まで(10/3~21日)、社債が20日までの値。

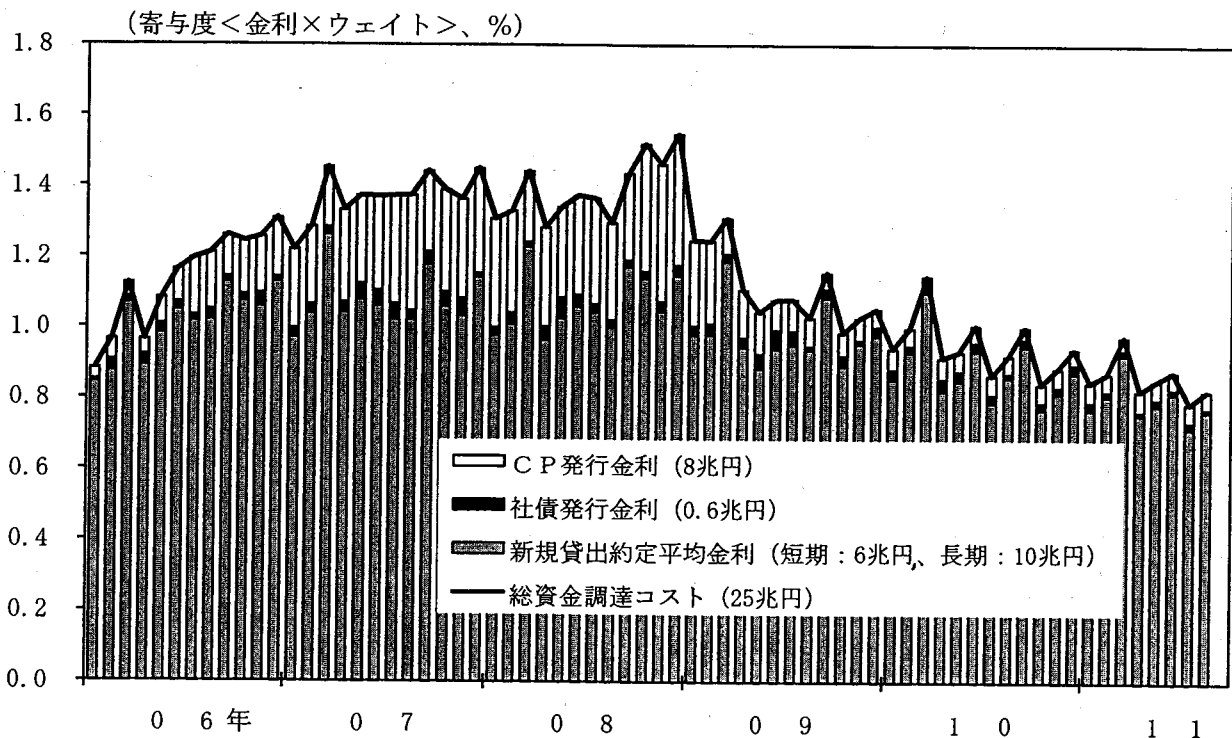
# 総資金調達コスト

対外非公表

## (1) 総資金調達コストの推移



## (2) 総資金調達コストの内訳

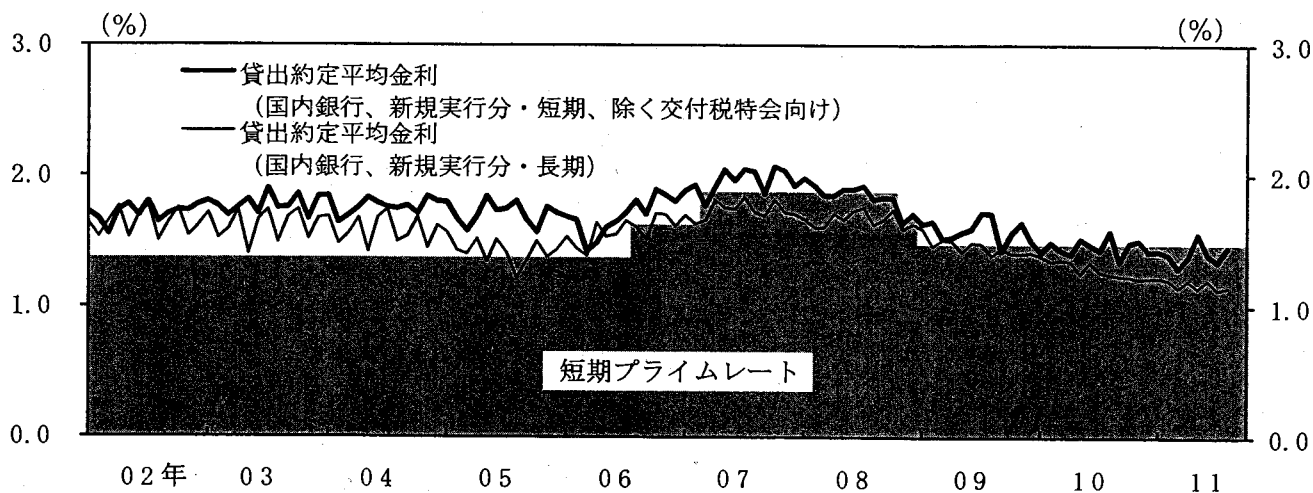


(注) 1. 総資金調達コストは、新規貸出約定平均金利、社債発行金利、CP発行金利を加重平均して算出。  
 2. ウェイトには、各月の新規貸出実行額（除く交付税特会向け）、社債発行額、CP発行額を用いた。一部は推計値。括弧内は10年中の月平均新規貸出実行額または発行額。

# 貸出金利

対外非公表

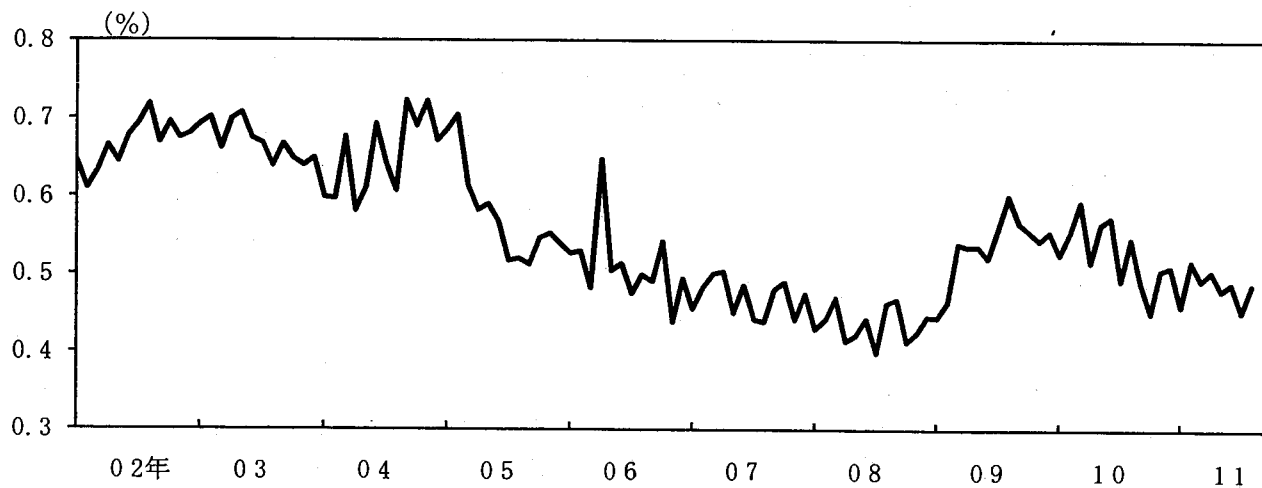
## (1) 貸出金利



(注) 短期プライムレートは月末時点。

## (2) スプレッド貸出のスペード

<短期>



<長期>



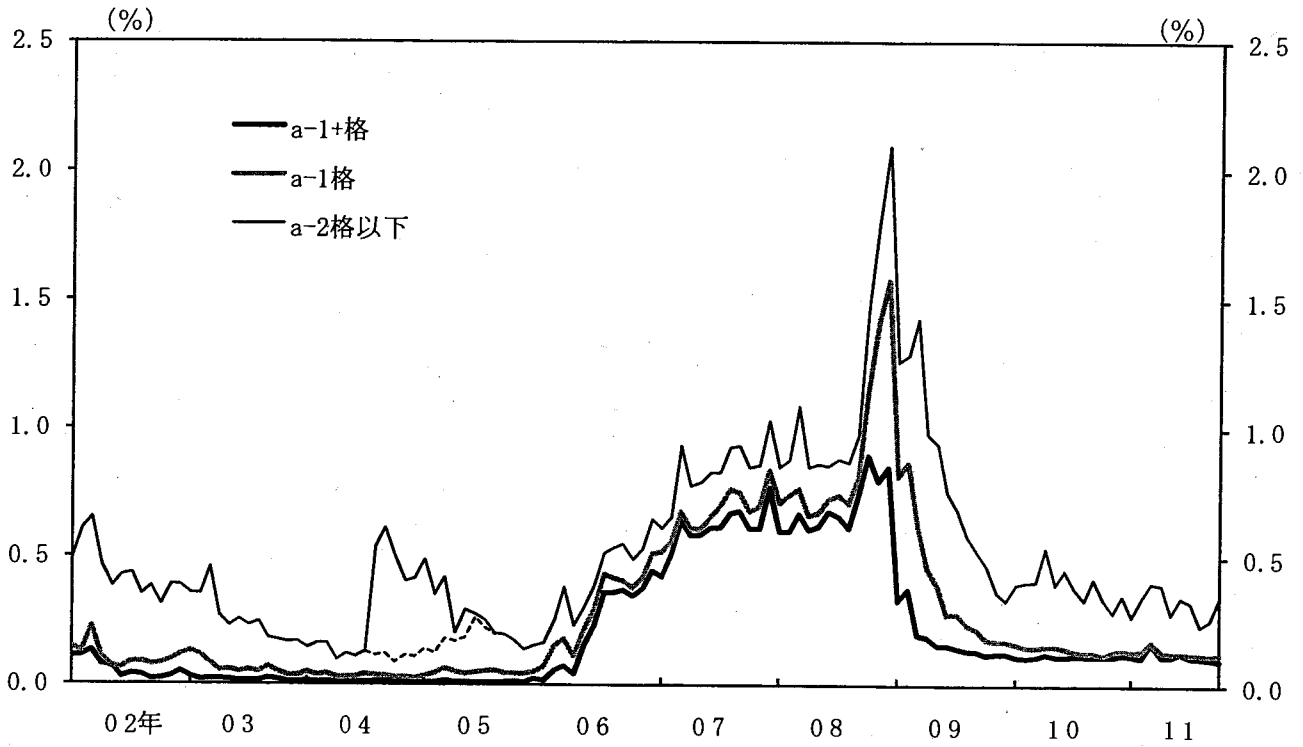
(注) 計数は都銀等ベース。



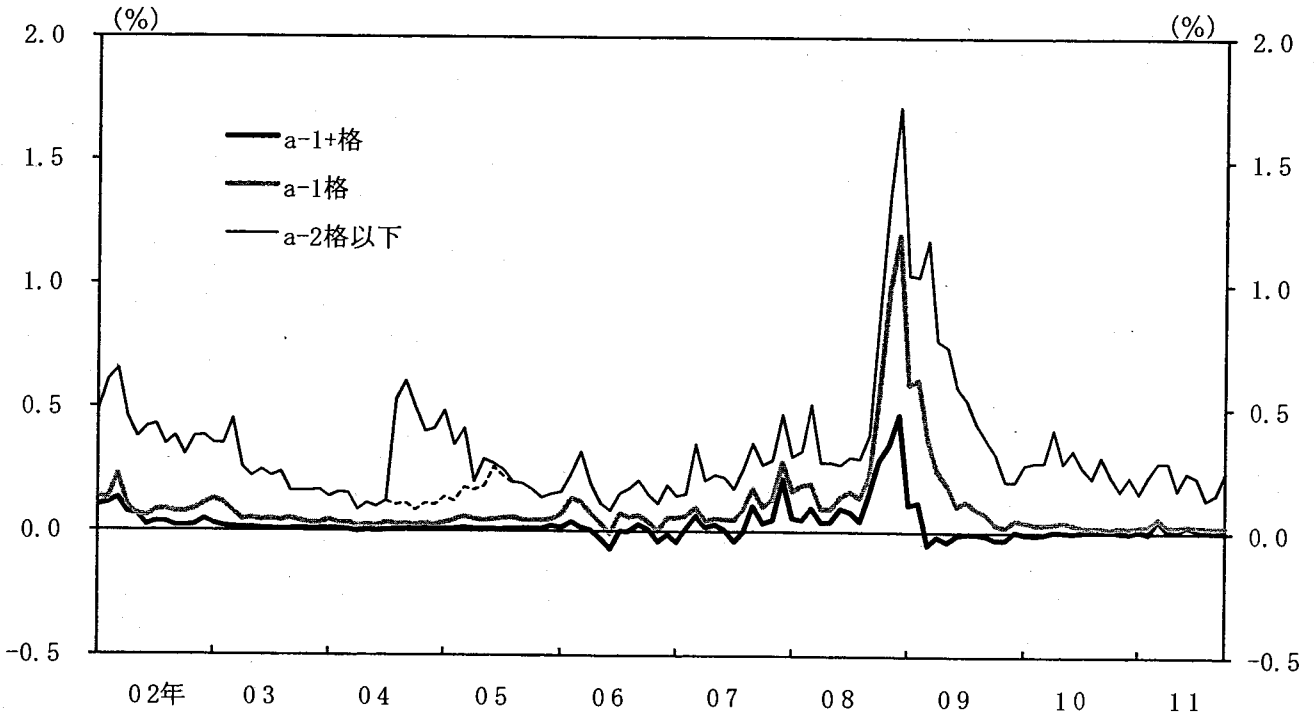
# CP発行金利

対外非公表

## (1) CP発行金利



## (2) CP発行スプレッド

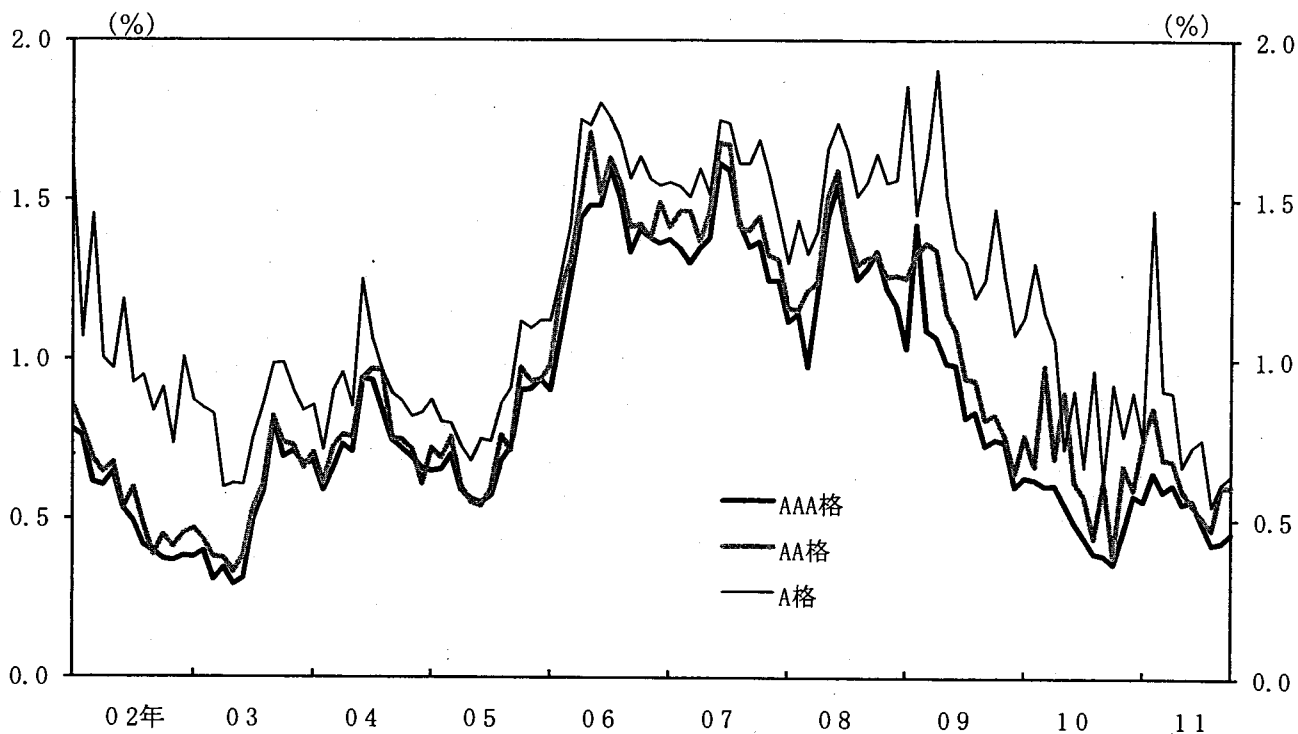


- (注) 1. 発行金利は、証券保管振替機構が公表しているターム別の月中平均レートの単純平均。発行スプレッドは、発行金利と短国3か月物利回りとの格差。銀行・証券会社等発行分、およびABCPは含まない。なお、09/9月以前は日本銀行のオペ先ベース。  
2. 09/9月以前はa-2格未満は含まれない。  
3. a-2格の点線(04/8~05/8月)は、スプレッドの厚い商社を除いたベース。  
4. 11/10月は第3週まで(10/3~21日)の平均値。

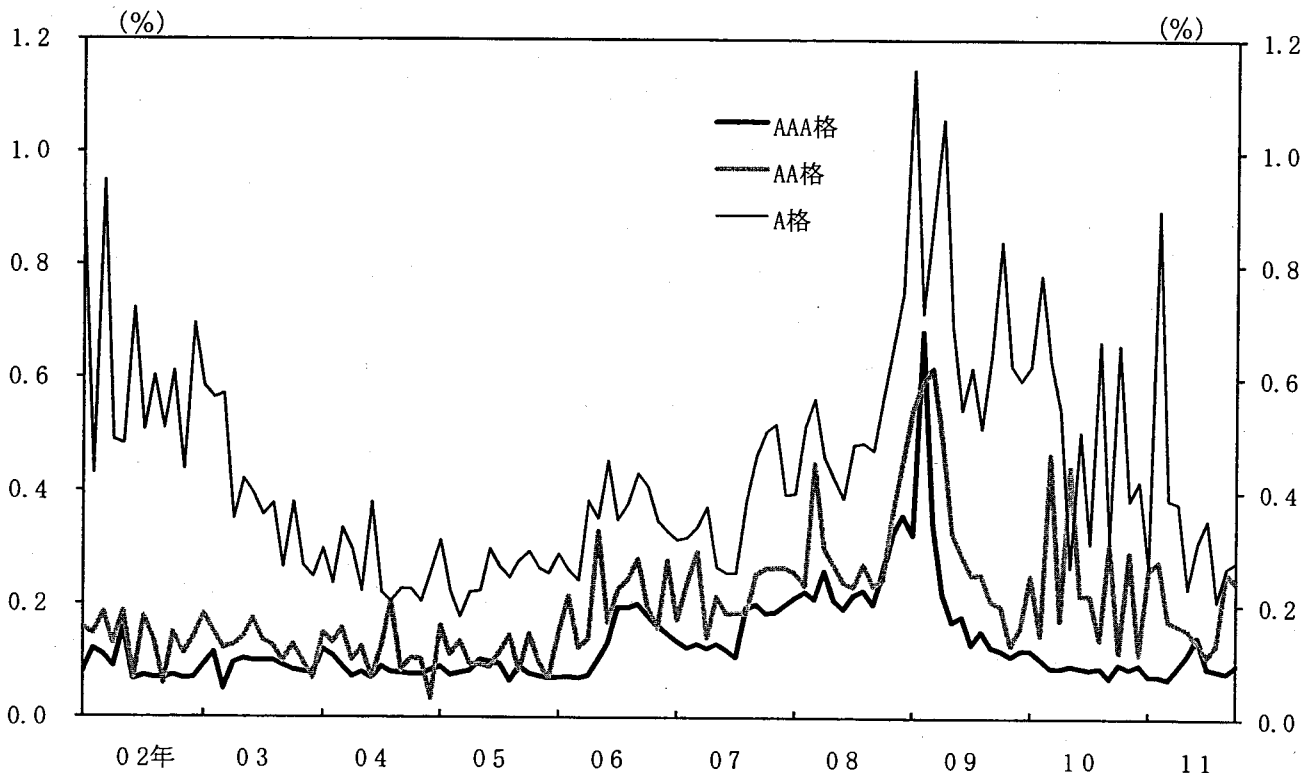
# 社債発行金利

対外非公表

## (1) 社債発行金利



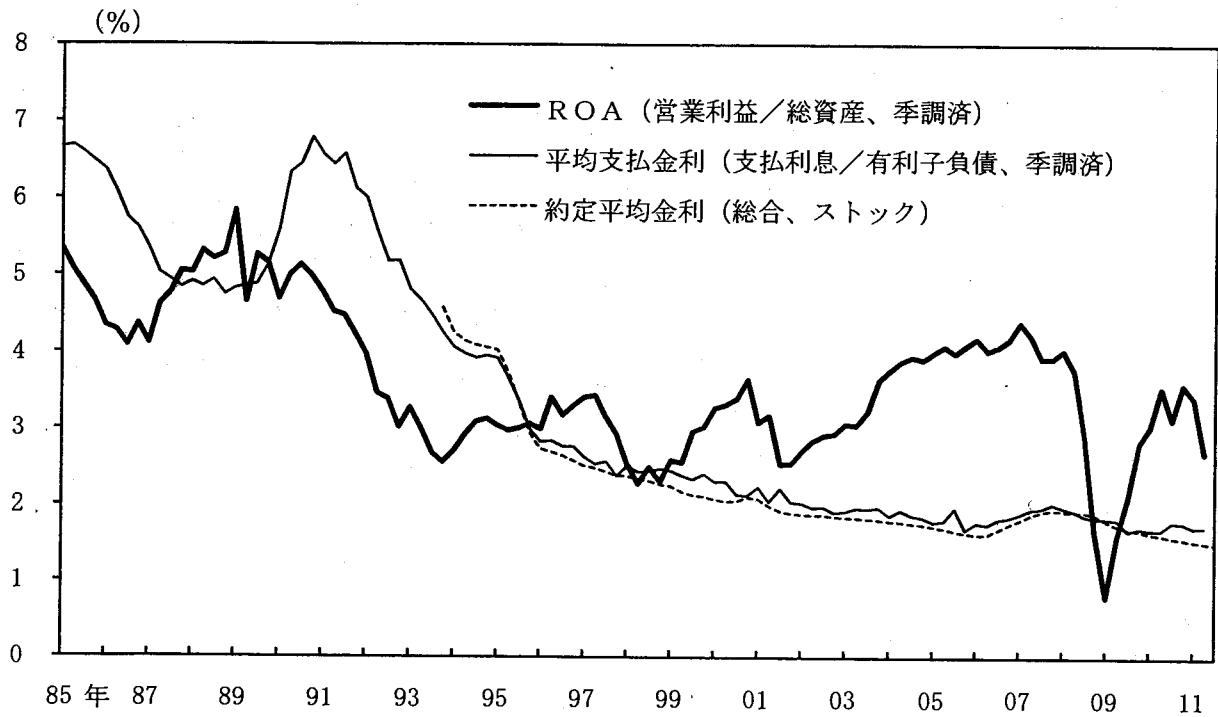
## (2) 社債発行スプレッド



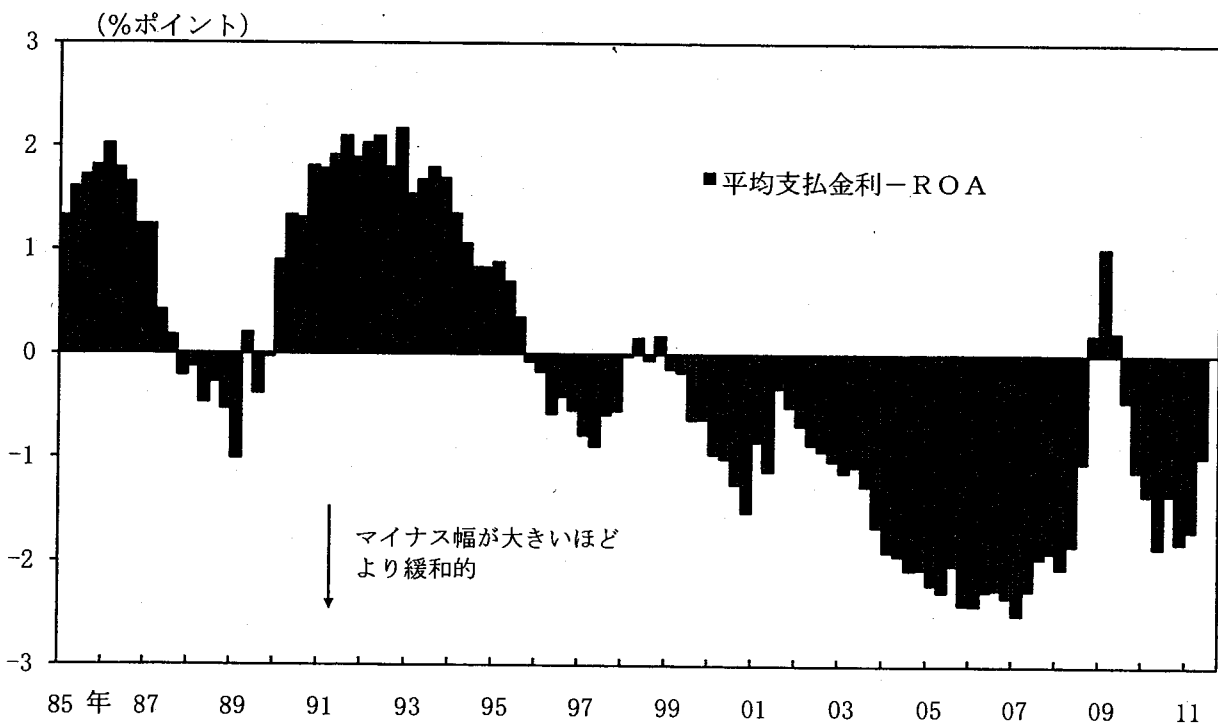
- (注) 1. 社債発行金利は、「社債発行スプレッド+5年物国債金利」として計算した試算値。  
 2. 社債発行スプレッドは、起債日ベースで、社債発行金利と同年限の国債流通利回りの格差。全年限の単純平均値であり、5年物以外のスプレッドも含む。対象は国内公募社債で、銀行や証券会社、発行金利が相対的に高いノンバンクの発行分、劣後債等は除いている。発行が無い月は前後の月の値で線形補間。  
 3. 11/10月は20日までの値。

## 企業の資金調達コストと収益性

### (1) 企業のROAと平均支払金利（法人季報、全規模・全産業）



### (2) 平均支払金利とROAの乖離



(注) 11/3Qの貸出約定平均金利は7～8月の平均値。

## 民間部門の資金調達

民間部門総資金調達の  
計数は対外非公表

## &lt;民間部門総資金調達の内訳&gt;

— 平残前年比%、前年比寄与度%ポイント；残高、兆円

	2010年	11/ 1~3月	4~6	7~9	11/7月	8	9	2010年 平残	
民間部門総資金調達	-2.4	-2.1	-1.2	-1.0	-1.0	-1.0	-0.9	608	
寄 与 度	銀行・信金・外銀計	-1.5	-1.4	-0.5	-0.3	-0.4	-0.4	-0.2	440
	生保	-0.3	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	27
	政府系	-0.6	-0.8	-0.8	-0.7	-0.8	-0.7	-0.7	56
	旧3公庫	0.2	-0.1	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	27
	住宅機構	-0.8	-0.8	-0.8	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	29
	直接市場調達	-0.0	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	86
	C P	-0.5	-0.1	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	12
	社債	0.5	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	74

(注) 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。

## &lt;民間銀行貸出残高、CP・社債の発行残高&gt;

— 前年比%([ ]内のみ調整前)；残高、兆円(調整前)

	2010年	11/ 1~3月	4~6	7~9	11/7月	8	9	2010年 平残
銀行計(平残、調整後)	-1.7	-1.6	-0.5	-0.2	-0.3	-0.2	-0.0	[396]
	[-1.9]	[-1.9]	[-0.8]	[-0.5]	[-0.6]	[-0.5]	[-0.3]	—
都銀等	-3.8	-4.2	-2.5	-2.2	-2.4	-2.3	-2.0	[203]
地銀・地銀Ⅱ計	0.6	1.1	1.6	2.0	2.0	2.0	2.0	[194]
地銀	0.7	1.3	1.7	2.1	2.1	2.1	2.2	[151]
地銀Ⅱ	0.0	0.3	1.2	1.5	1.6	1.5	1.5	[43]
CP・社債計(未残)	1.0	2.7	2.0	1.5	1.8	1.8	1.5	—
CP	-8.7	-0.4	3.1	-0.5	1.7	1.5	-0.5	—
社債	2.9	3.2	1.9	1.8	1.8	1.8	1.8	—

(注) 計数の定義は図表15(2)、17(1)を参照。

## &lt;国内公募社債、転換社債、株式の発行額&gt;

— 1か月当り、億円

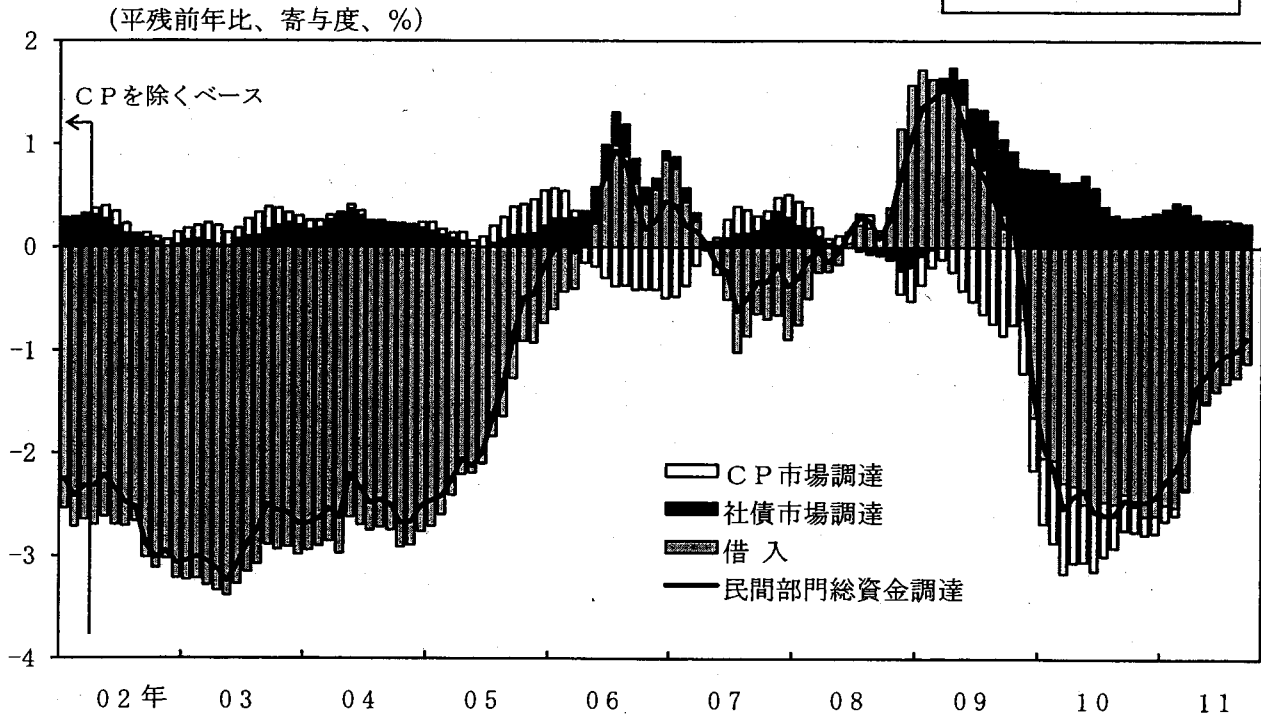
	2010年	11/ 1~3月	4~6	7~9	11/7月	8	9	2010年 平残
国内公募社債計	6,262	5,218	4,328	5,198	5,510	2,800	7,285	—
うちBBB格	570	485	250	477	640	200	590	—
(シェア)	(9.1)	(9.3)	(5.8)	(9.2)	(11.6)	(7.1)	(8.1)	—
転換社債発行額	365	143	36	279	500	326	10	—
株式調達額	1,963	725	253	547	257	902	481	—

(注) 計数の定義は図表17(2)、18を参照。

# 民間部門総資金調達

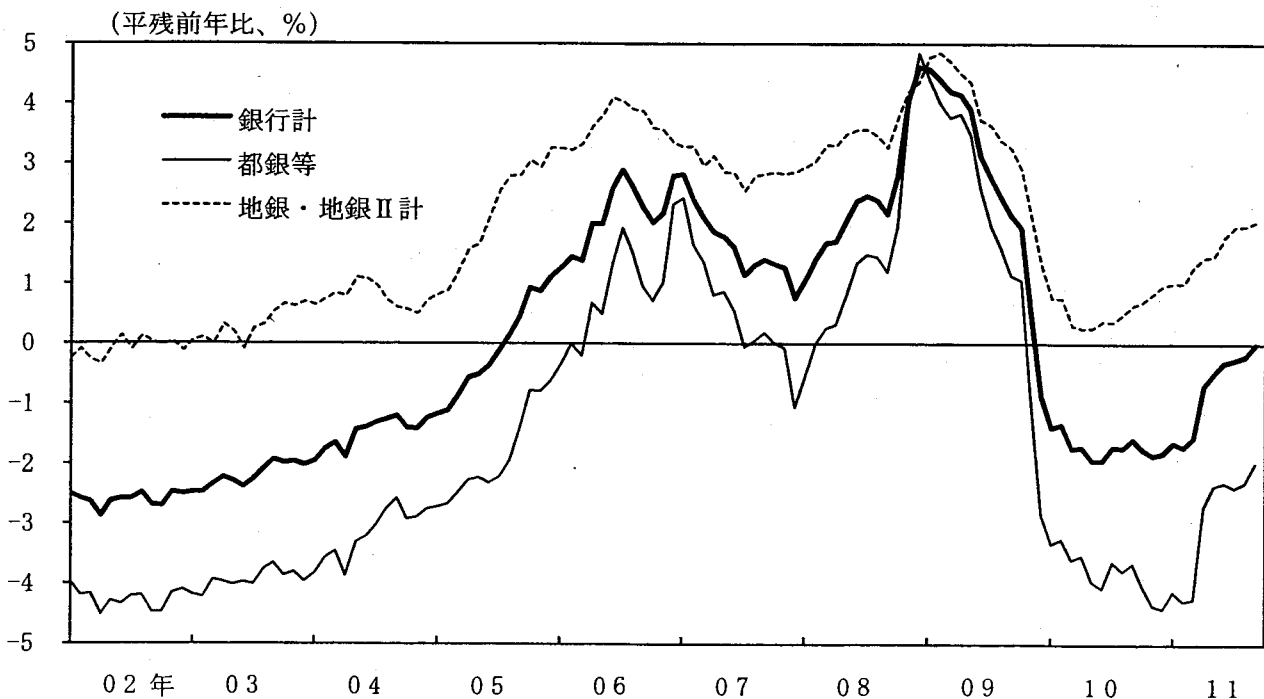
## (1) 民間部門総資金調達の推移

民間部門総資金調達は対外非公表



- (注) 1. 特殊要因調整後。貸出の実勢をみるため、①貸出債権の流動化による変動分、②為替相場変動による外貨建貸出の円換算額の変動分、③貸出債権の償却による変動分、④旧国鉄清算事業団向け貸出の一般会計への承継分、および⑤旧住宅金融債権管理機構向け貸出の整理回収機構への承継分を調整したもの。あくまでも種々の前提に基づく試算であり、幅を持つてみる必要がある。
2. 借入のうち、銀行・信金・外銀計は、都銀等、地銀、地銀Ⅱ、信金、外銀の合計。ただし、①銀行の地公体向け分、および②外銀の中央政府・金融機関向け分(08/5月以降)を除いている。
3. 当月の計数を把握できない場合には、前年比伸び率を前月から横ばいとするなどの推計値。
4. CP、社債残高の定義は図表17(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

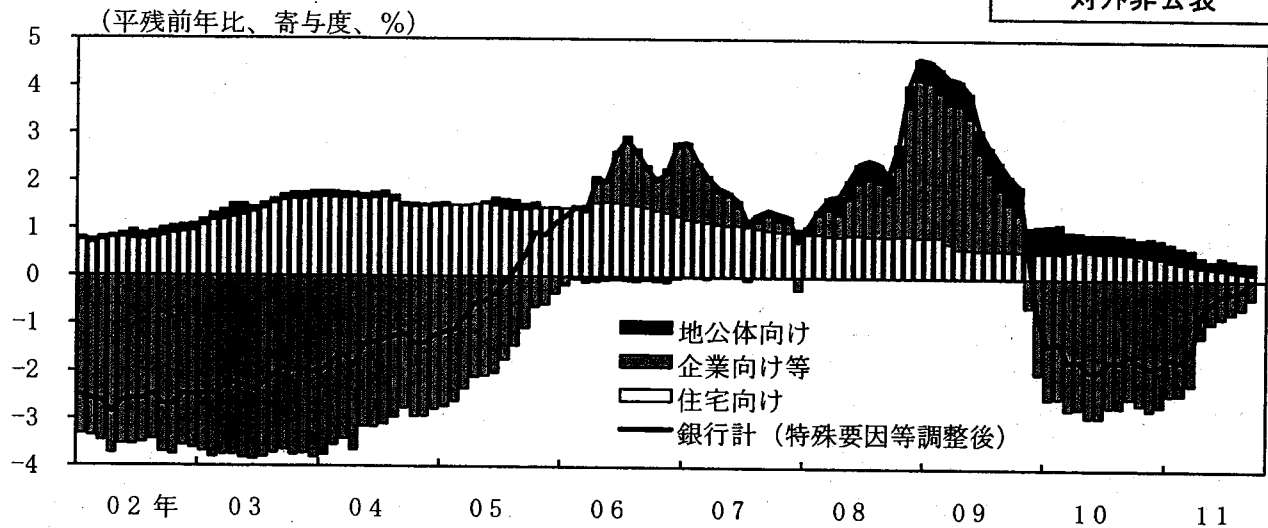


(注) 特殊要因調整後、総貸出ベース。銀行計は都銀等、地銀、地銀Ⅱの合計。

# 民間銀行貸出の内訳

## (1) 借入主体別

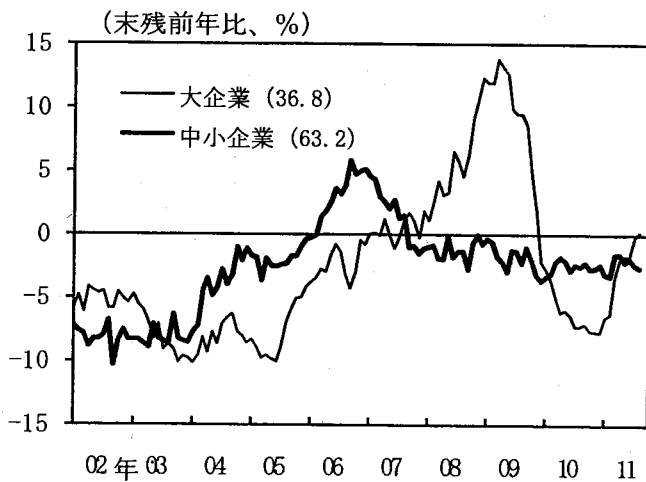
借入主体別の計数は  
対外非公表



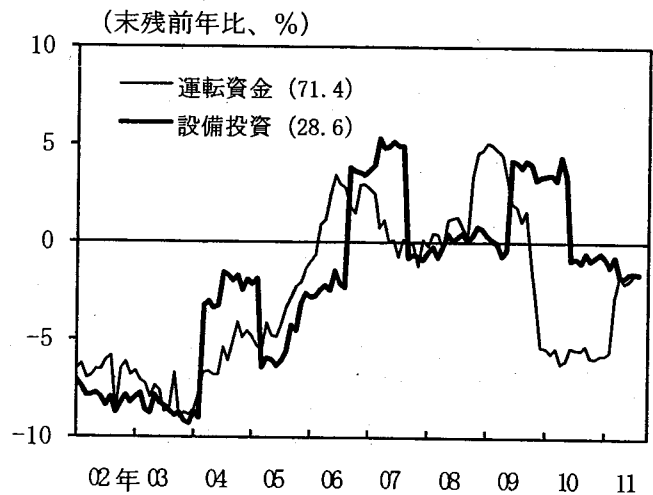
(注) 計数は都銀等、地銀、地銀Ⅱの合計。住宅ローン以外の個人向けは企業向け等に含まれる。  
11/9月は速報値。

## (2) 企業向け貸出の内訳

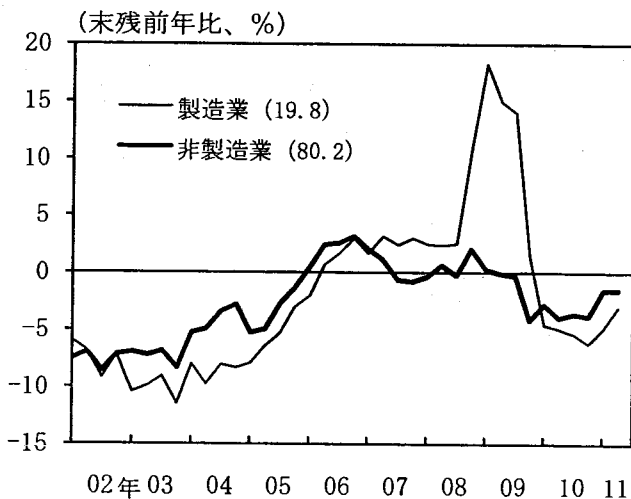
<企業規模別、月次>



<資金使途別、月次>



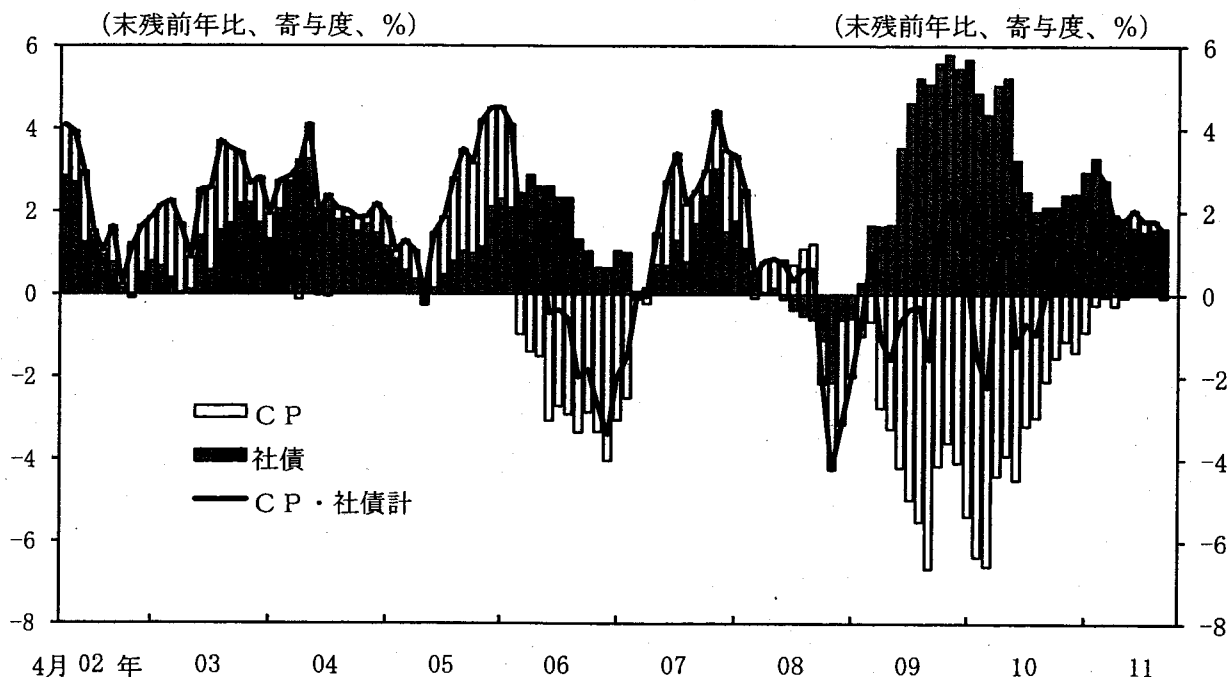
<業種別、四半期>



(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・資金使途別は11/8月、業種別は11/2Qの値。

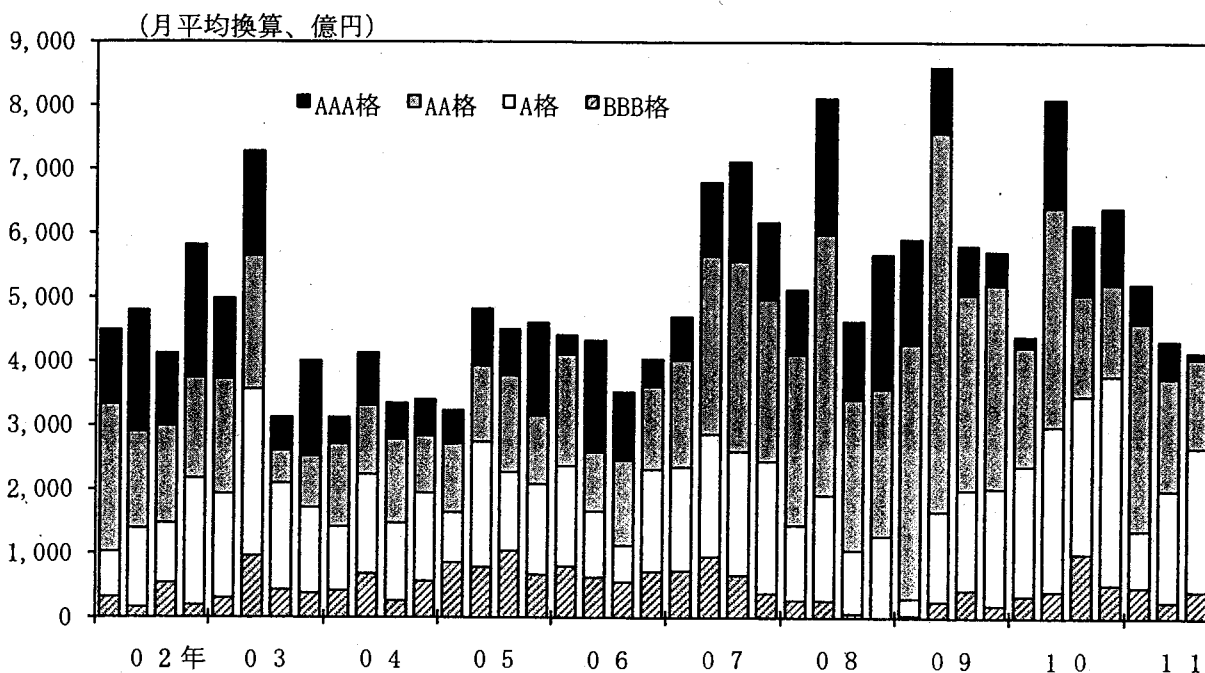
### CP・社債発行残高

#### (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。

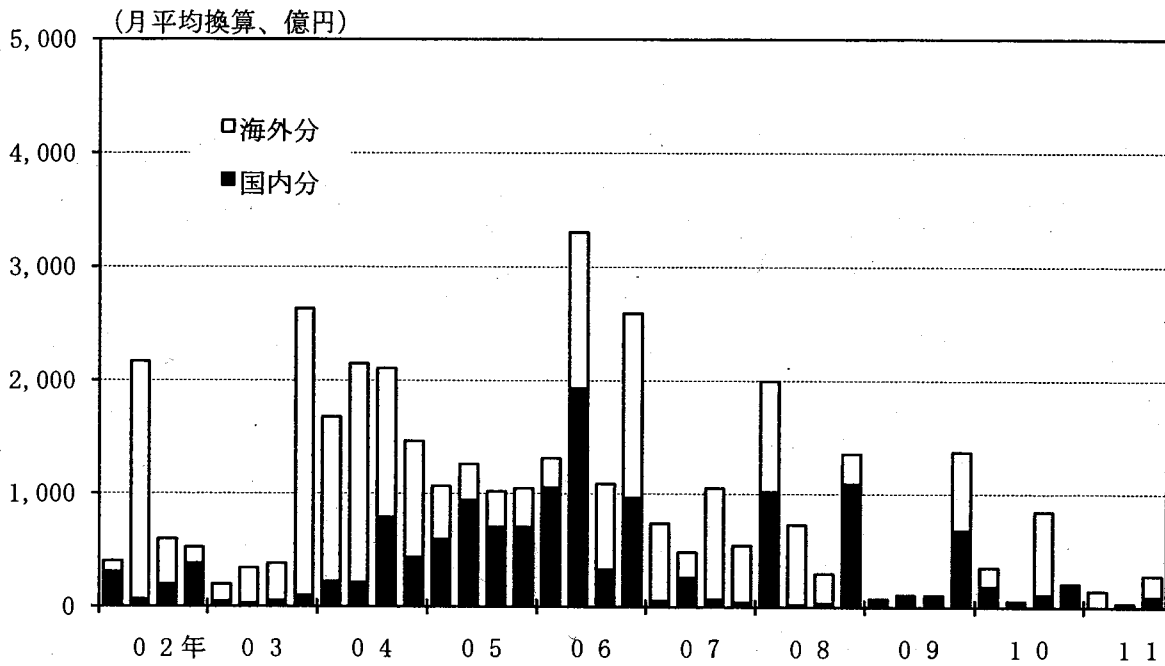
#### (2) 社債発行額



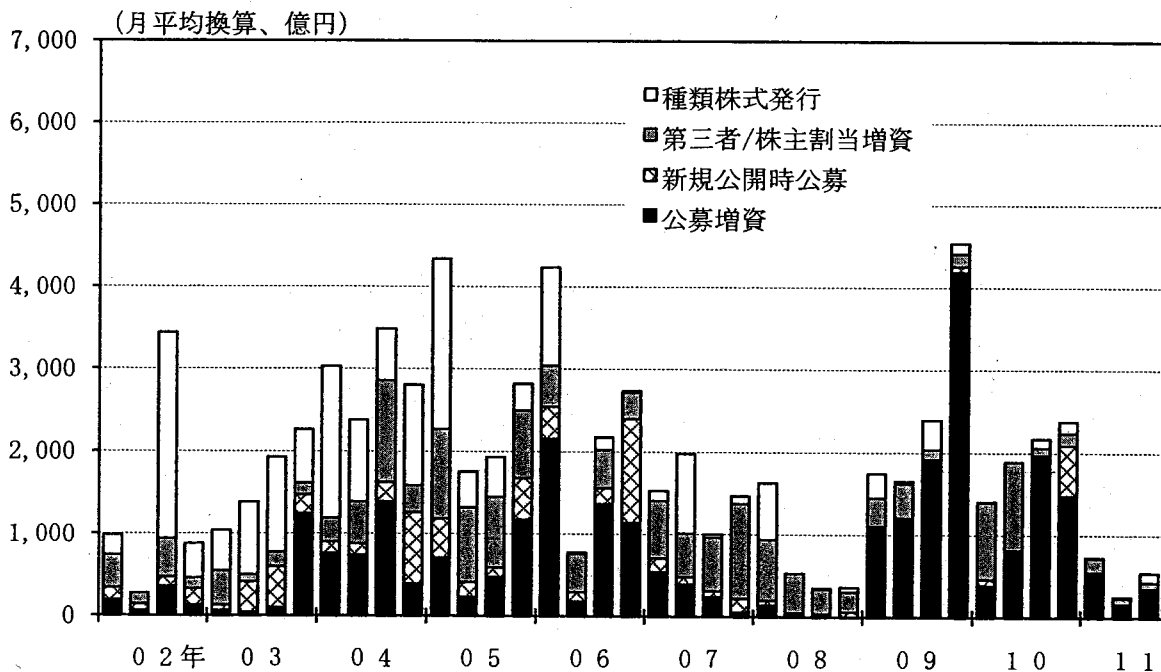
(注) 対象は国内公募社債。銀行発行分を含まず、起債日ベース。

# エクイティファイナンス

## (1) 転換社債発行額



## (2) 株式調達額

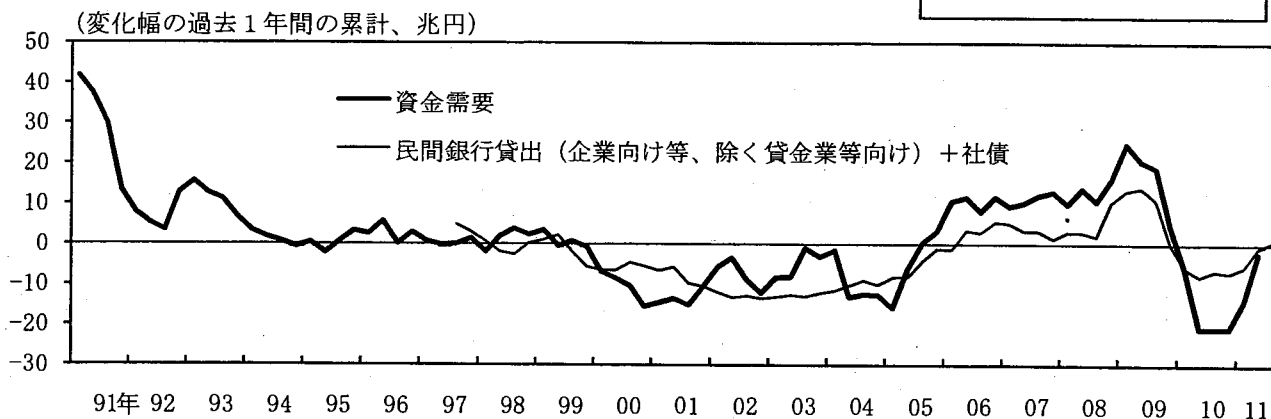


- (注) 1. 計数はアイ・エヌ情報センターによる。  
 2. 転換社債発行額は、発行・効力発生日ベースで、銀行発行分を含まない。  
 3. 株式調達額は、国内外市場の合計。発行・効力発生日、募集価格総額ベースで、銀行発行分を含まない。



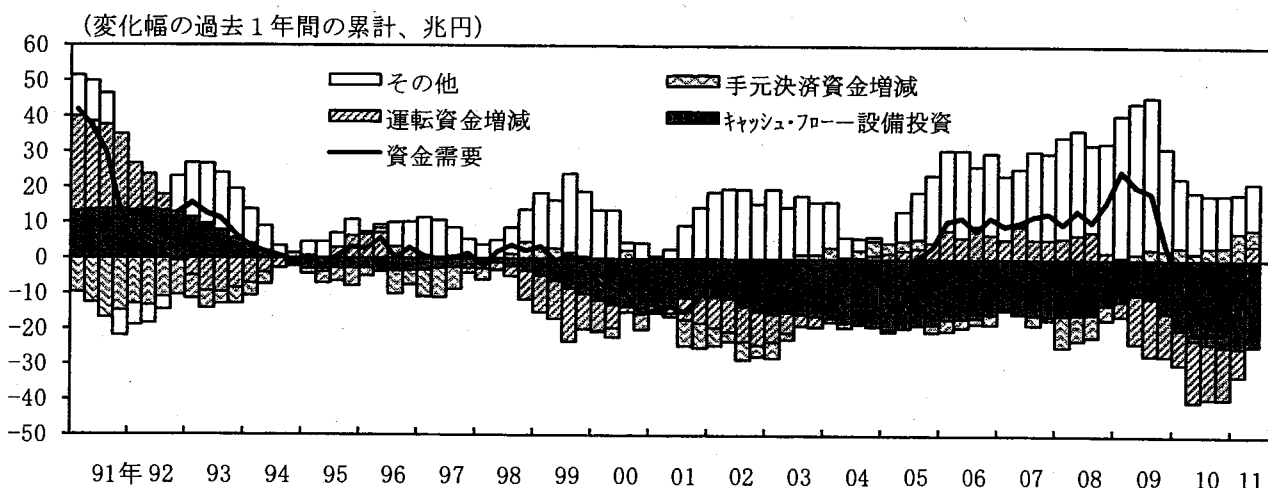
## 企業部門の資金需要

## (1) 資金需要 (法人季報) と銀行貸出・社債残高

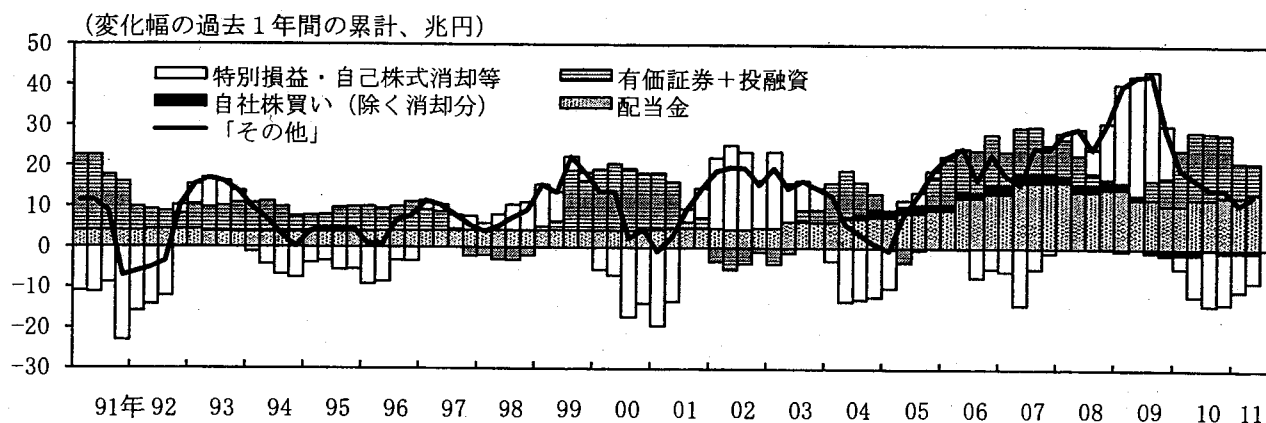
民間銀行貸出の  
計数は対外非公表

(注) 資金需要は法人季報、民間銀行貸出+社債は貸出・資金吸収動向、貸出先別貸出金、振替債残高等からそれぞれ推計。11/7-9月期の民間銀行貸出+社債は一定の仮定に基づく暫定値。

## (2) 資金需要の内訳



## (3) 「その他」の内訳



- (注) 1. 各計数は法人季報による。資金需要は、資金用途の合計からキャッシュ・フロー、増資等の自己資金調達分を除いたベースで、技術的要因の影響が大きいと思われる有形・無形固定資産のネット売却分を調整したもの。  
 2. 内訳項目の定義は以下のとおり。① キャッシュ・フロー=経常利益/2+減価償却費、② 手元決済資金=現預金、③ 運転資金=在庫+売掛金(割引手形を含む)-買掛金、④ 有価証券+投融資=有価証券+投資その他の資産-その他純資産(時価会計に基づく未実現損益による変動を除くため)。  
 3. 設備投資は01/7-9月期以降ソフトウェア投資を含み、自社株買い及びその他純資産のデータ取得は04/4-6月期以降。このため、1年間の累計でみることができるのは、それぞれその3四半期後以降。  
 4. 配当金は法人年報による。その際、中間配当が10-12月期、年度末配当が翌年度4-6月期に支払われると仮定。10/10-12月期以降の配当額は推計値。  
 5. 08/4-6月期における会計基準の変更に伴う科目間振替や、異常値と思われる大きな変動を除いて推計。

## 企業金融関連指標

## &lt;金融機関からみた資金需要&gt;

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

(注) 主要銀行貸出動向アンケート調査については、図表21を参照(下の貸出態度も同じ)。

## &lt;金融機関の貸出態度&gt;

		— %ポイント					— %ポイント		
		10/ 10~12月	11/ 1~3	4~6	7~9	10~12	11/7月	8	9
貸出態度判断D. I.									
全国短観(全産業)		3	5	6	7	—			
大企業	「緩い」-「厳しい」	12	14	15	16	—			
中小企業		-2	0	0	1	—			
中小企業(日本公庫)	「緩和」-「厳しい」	20.9	22.1	22.7	27.4	—	28.4	25.2	28.7
小企業(日本公庫)	「(前期比)容易」 -「(前期比)困難」	-16.0	-16.2	-16.7	-16.2	—			
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」)	12	9	8	12	12			
中小企業向け		25	25	24	20	20			

(注) 中小企業(日本公庫)の四半期計数は、月次計数の平均。

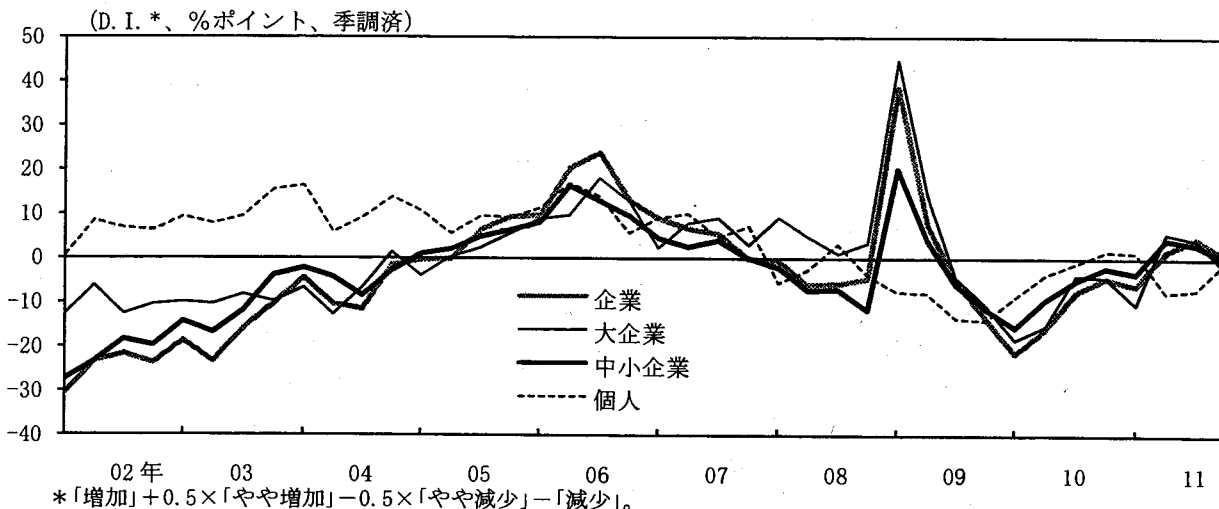
## &lt;資金繰りD. I.&gt;

		— %ポイント					— %ポイント		
		10/ 10~12月	11/ 1~3	4~6	7~9	10~12	11/7月	8	9
全国短観(全産業)		1	2	1	2	—			
大企業	「楽である」 -「苦しい」	15	17	15	16	—			
中小企業		-9	-8	-9	-7	—			
中小企業(日本公庫)	「余裕」-「窮屈」	-3.0	-1.5	-3.5	-2.5	—	-0.6	-5.2	-1.8
中小企業(商工中金)	「(前月比)好転」 -「(前月比)悪化」	-3.8	-2.6	-9.0	-4.4	—	-4.2	-4.8	-4.1
小企業(日本公庫)	「(前期比)好転」 -「(前期比)悪化」	-27.6	-30.6	-31.0	-27.2	—			

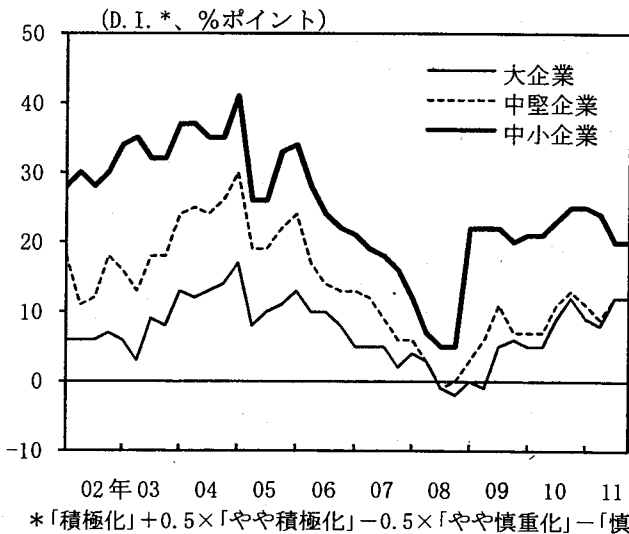
(注) 中小企業(日本公庫)・中小企業(商工中金)の四半期計数は、月次計数の平均。

# 金融機関からみた資金需要・貸出運営スタンス

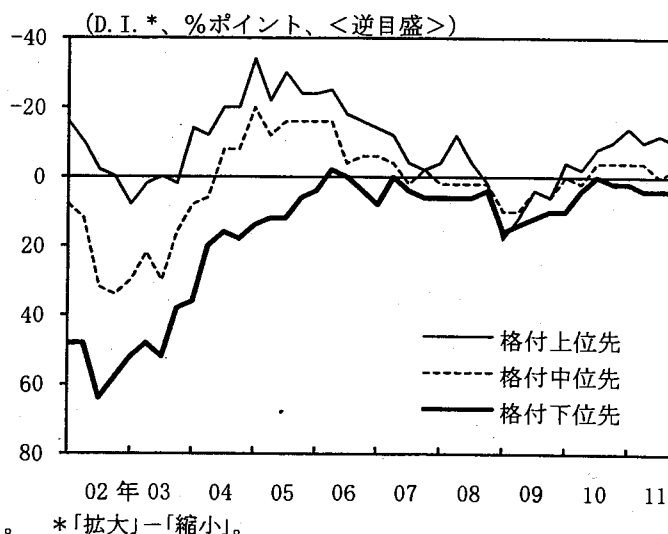
## (1) 資金需要



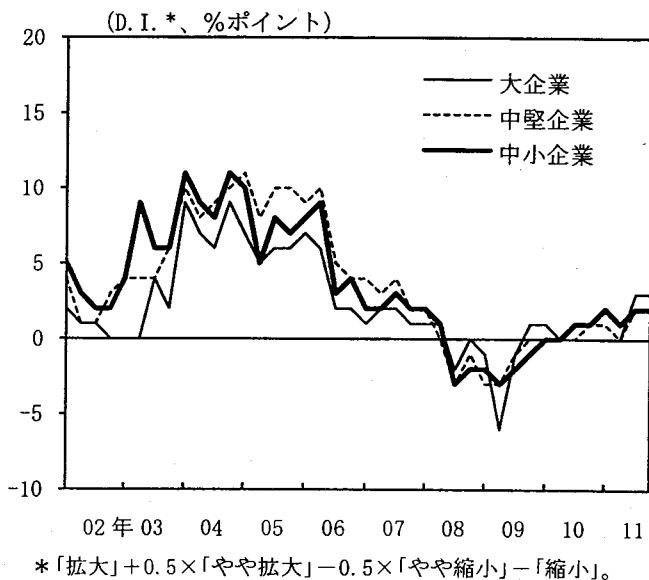
## (2) 貸出運営スタンス



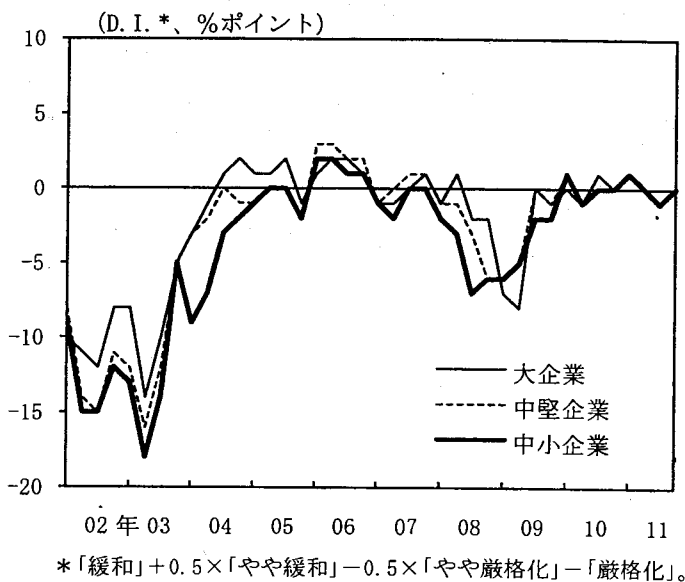
## (3) 利鞘設定



## (4) 信用枠



## (5) 信用リスク評価



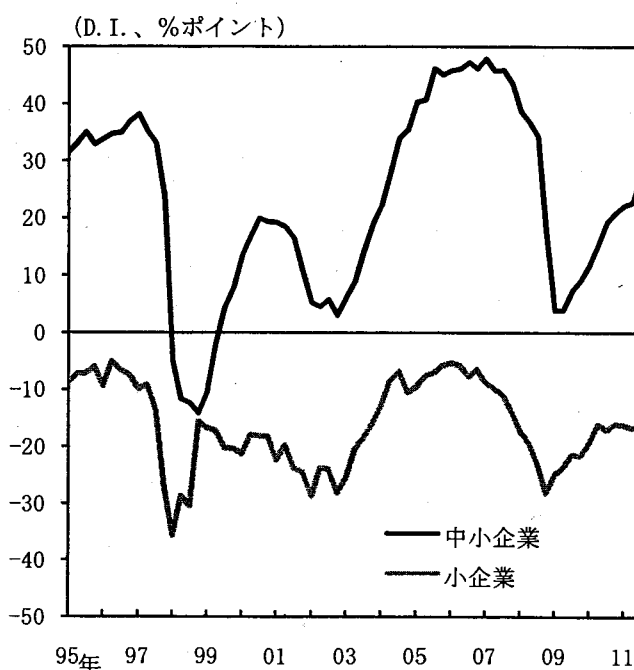
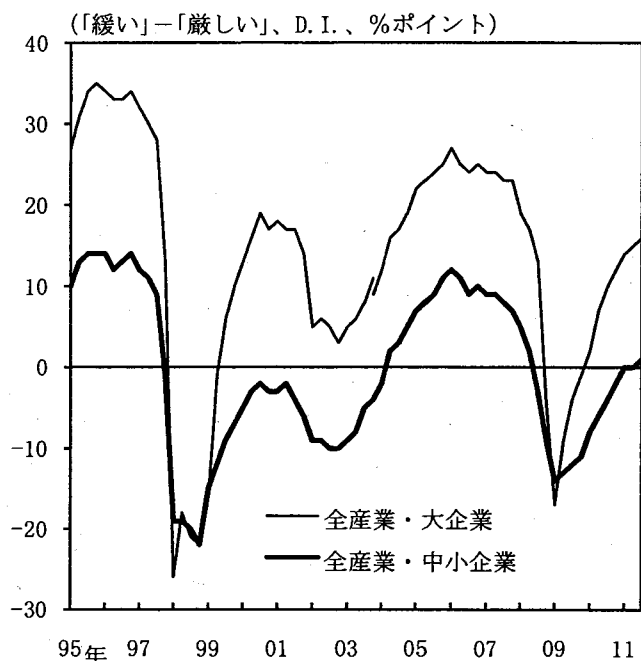
(注) 計数は主要銀行貸出動向アンケートによる(当該四半期の最初の月に、前の四半期の状態について質問したもの)。

### 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>

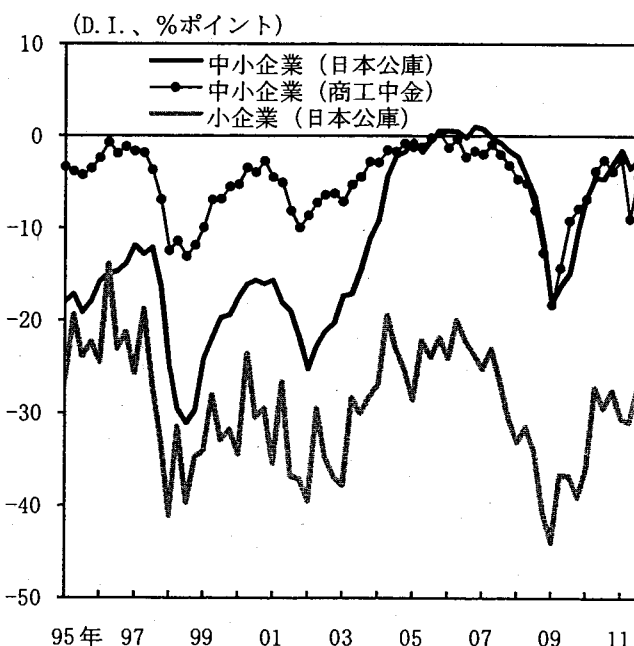
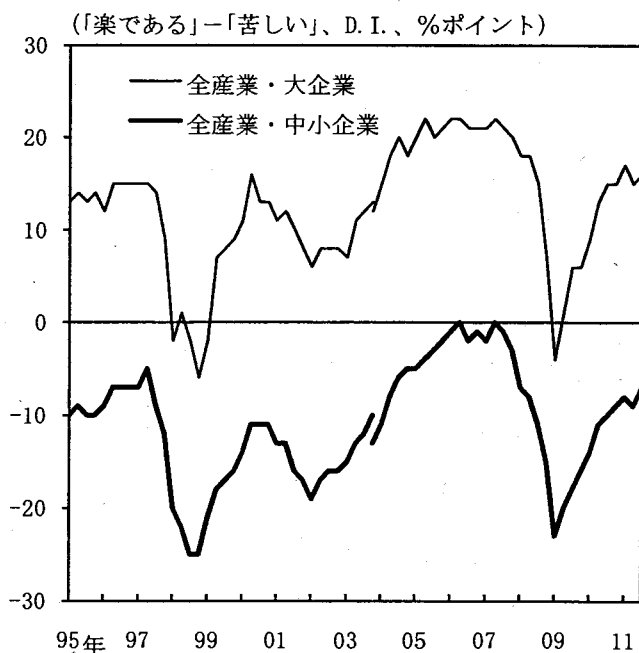
<日本公庫>



#### (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8~9割程度が従業員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、%

	2010年	11/ 1~3月	4~6	7~9	11/7月	8	9
倒産件数	1,110 (-13.9)	1,070 (-7.4)	1,104 (-0.3)	1,036 (-3.8)	1,081 (1.4)	1,026 (-3.6)	1,001 (-9.2)
＜季調値＞	—	1,060	1,101	1,051	1,066	1,043	1,043
負債総額	5,967 (3.3)	3,056 (-72.7)	2,495 (-15.4)	4,091 (-34.8)	2,209 (-19.8)	7,940 (320.3)	2,123 (-85.0)
1件あたり負債額	5.4	2.9	2.3	3.9	2.0	7.7	2.1

## ＜資本金別内訳＞

— 件/月、( )内は前年比、%

	2010年	11/ 1~3月	4~6	7~9	11/7月	8	9
1億円以上	21 (-29.4)	19 (-16.4)	18 (-17.2)	14 (-26.8)	15 (-6.3)	14 (0.0)	12 (-53.8)
1千万円～1億円未満	507 (-21.5)	470 (-11.3)	489 (-3.0)	472 (-4.5)	522 (7.2)	452 (-8.9)	442 (-11.6)
1千万円未満	386 (-6.4)	394 (-0.8)	393 (2.2)	373 (-1.6)	384 (1.6)	373 (0.3)	362 (-6.5)
個人企業	197 (-3.0)	188 (-9.0)	205 (3.5)	177 (-4.3)	160 (-13.5)	187 (2.7)	185 (-2.1)

## ＜業種別内訳＞

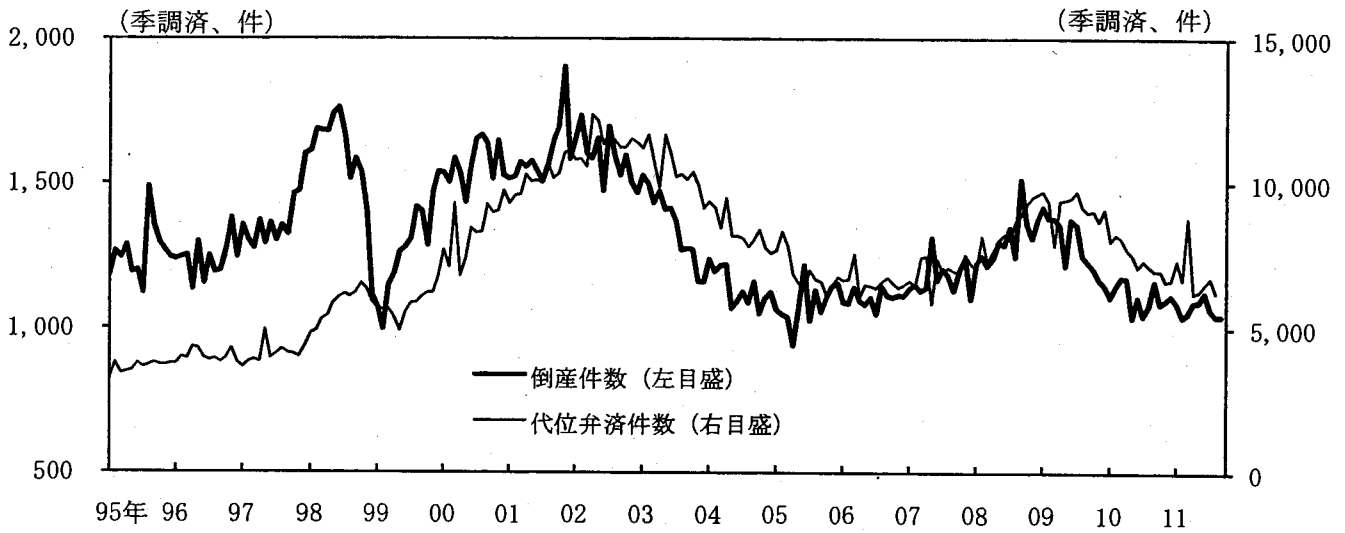
— 件/月、( )内は前年比、%

	2010年	11/ 1~3月	4~6	7~9	11/7月	8	9
建設業	294 (-13.8)	265 (-9.5)	300 (3.7)	290 (-4.0)	315 (9.8)	293 (-6.4)	262 (-14.4)
製造業	175 (-20.0)	164 (-9.2)	168 (-6.1)	157 (-6.7)	174 (-3.3)	137 (-10.5)	159 (-7.0)
卸売・小売業	272 (-16.1)	285 (3.8)	258 (-7.4)	237 (-9.1)	241 (-11.7)	230 (-6.9)	241 (-8.4)
金融・保険・不動産業	43 (-25.7)	44 (-2.2)	40 (-11.7)	38 (-7.3)	38 (2.7)	32 (-13.5)	44 (-10.2)
運輸業	40 (-16.2)	36 (-11.5)	35 (-20.6)	36 (-4.4)	34 (-2.9)	33 (-21.4)	41 (13.9)
サービス業	233 (-5.7)	227 (-13.1)	251 (15.2)	225 (6.1)	227 (11.3)	247 (12.8)	202 (-5.6)

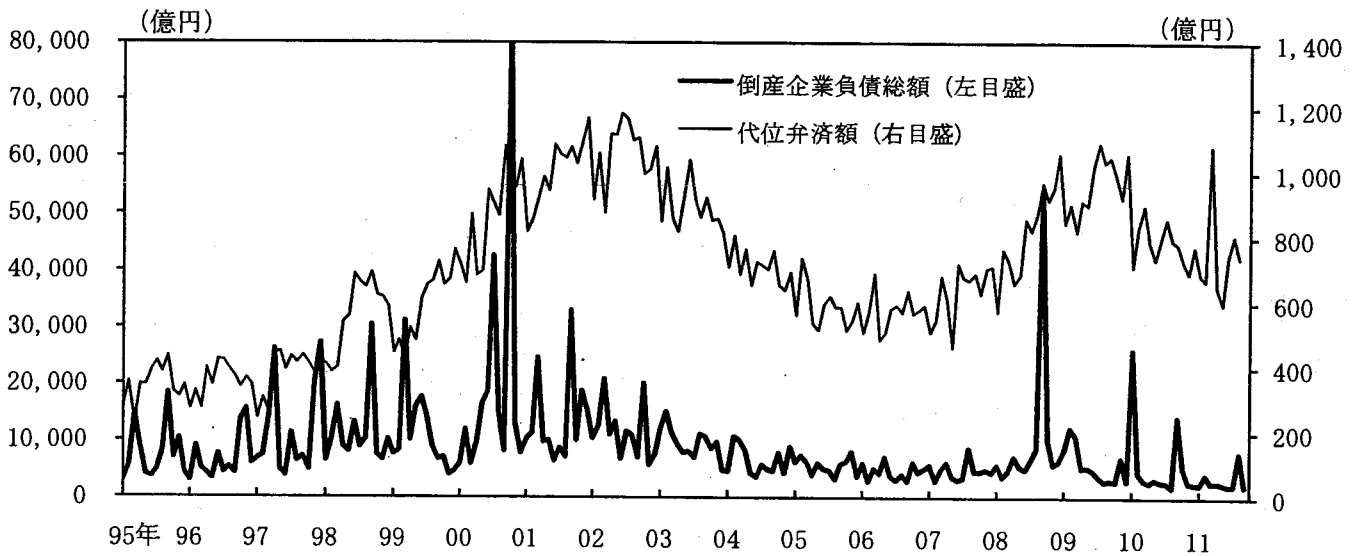
(注) 東京商工リサーチ調べ。

# 企業倒産と信用保証

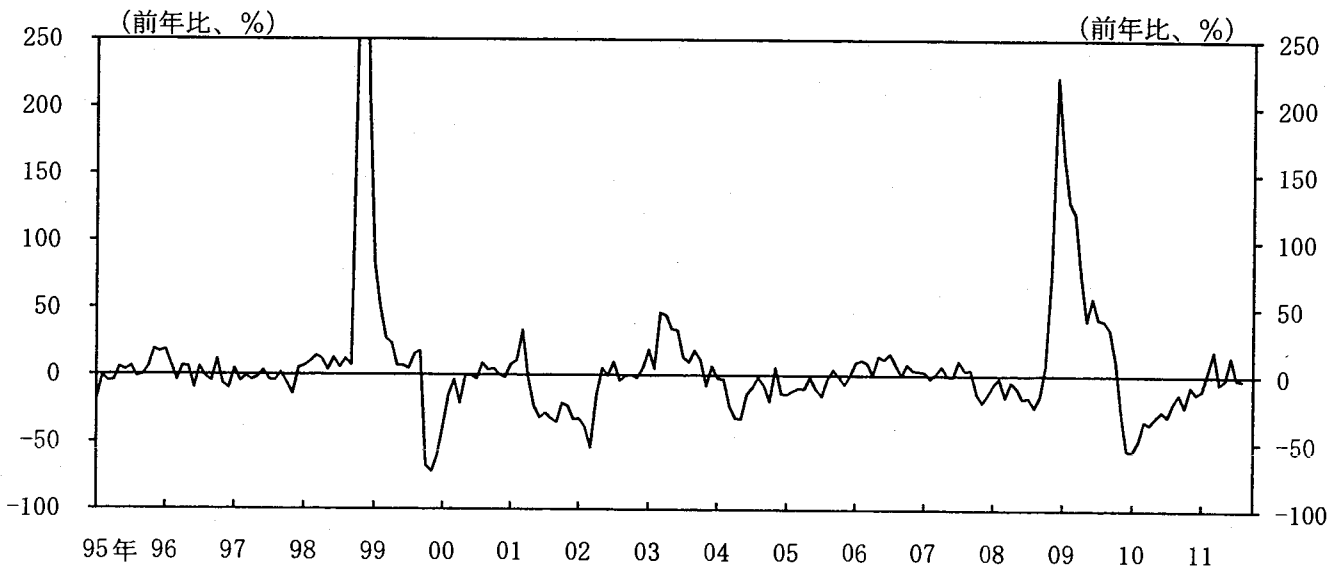
## (1) 倒産件数と代位弁済件数



## (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

	2010年	11/ 1~3月	4~6	7~9	11/7月	8	9	2010年 平残
マネタリーベース	4.8	9.3	19.0	15.8	15.0	15.9	16.7	98
(平残、兆円)	—	(105.7)	(116.6)	(113.9)	(113.7)	(114.0)	(114.0)	—
日本銀行券発行高	0.9	2.7	3.1	2.8	2.7	2.7	2.9	77
貨幣流通高	-0.5	-0.1	0.1	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	5
日銀当座預金	29.7	45.4	98.5	79.1	73.3	79.4	84.9	17
(参考)金融機関保有現金	-3.8	3.2	7.6	3.7	3.3	4.3	3.4	8

## &lt;マネーストック&gt;

— 平残前年比、% ; 残高、兆円

	2010年	11/ 1~3月	4~6	7~9	11/7月	8	9	2010年 平残
M2	2.8	2.4	2.8	2.8	3.0	2.7	2.7	775
M3	2.1	1.9	2.2	2.3	2.4	2.2	2.3	1,075
M1	2.0	3.7	5.0	5.1	5.2	5.0	5.2	492
現金通貨	1.3	2.5	2.4	2.5	2.4	2.4	2.6	74
預金通貨	2.1	3.9	5.4	5.6	5.7	5.5	5.7	419
準通貨	1.3	-0.4	-0.3	-0.1	-0.2	-0.2	-0.0	553
CD	21.3	16.1	1.7	-0.2	3.9	-0.6	-3.5	30
広義流動性	1.1	-0.3	-0.0	0.7	0.8	0.6	0.7	1,455

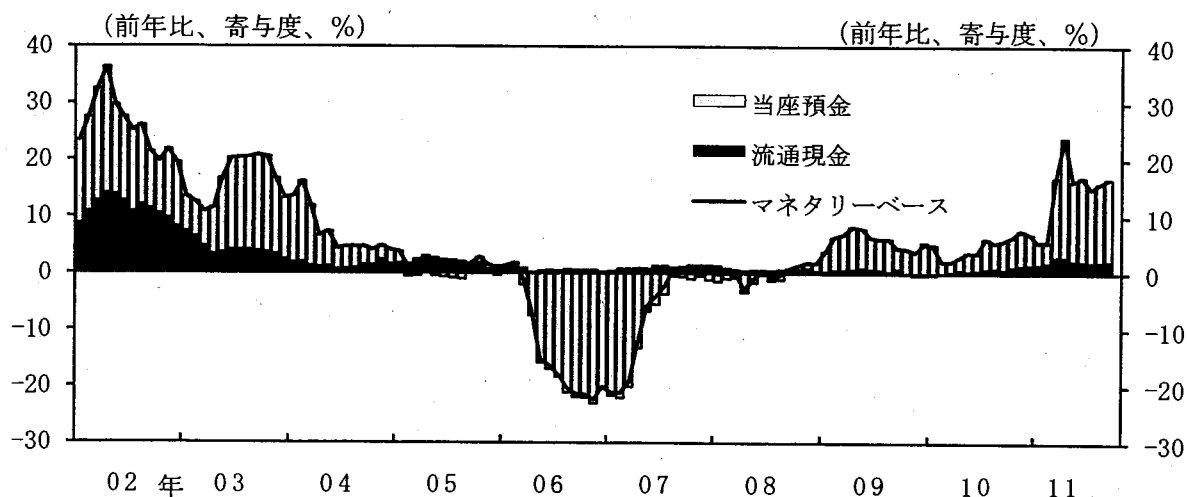
## &lt;主要金融商品の内訳（広義流動性ベース）&gt;

— 平残前年比、% ; 残高、兆円

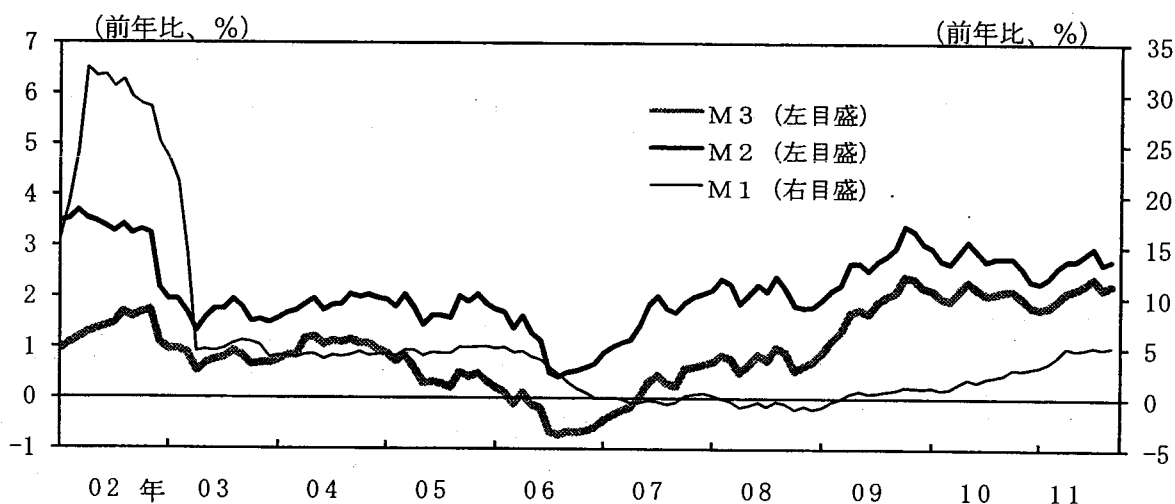
	2010年	11/ 1~3月	4~6	7~9	11/7月	8	9	2010年 平残
金銭の信託	1.2	-1.6	-2.7	-3.4	-2.8	-3.4	-3.9	194
投資信託	1.4	-1.3	-1.5	0.9	-0.7	1.7	1.6	77
金融債	-10.6	-13.2	-21.1	-24.7	-24.9	-24.6	-24.4	6
国債	-13.5	-28.4	-27.5	-17.1	-17.2	-17.7	-16.2	63
外債	2.1	4.1	6.7	7.0	7.9	7.2	6.0	38

# マネーストック

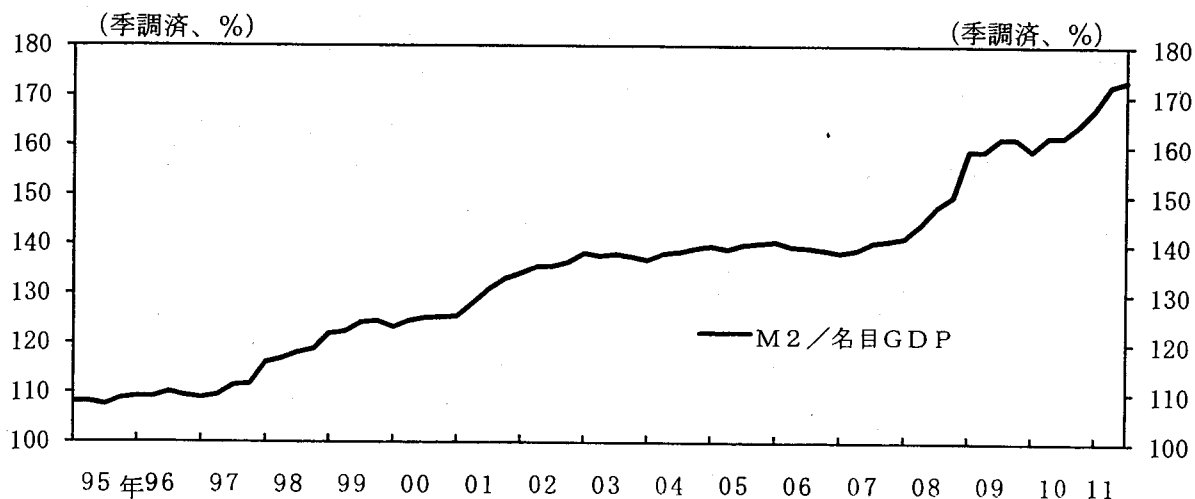
## (1) マネタリーベース



## (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. 11/3Qの名目GDPは、11/2Qから横這いと仮定。



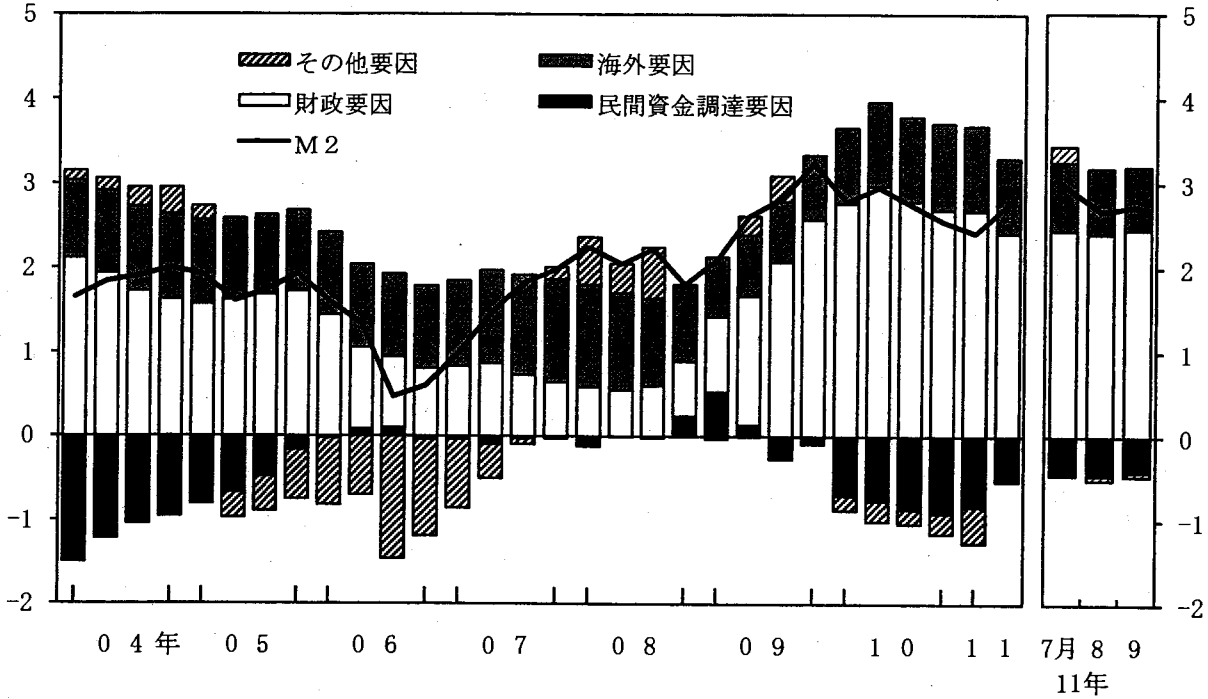
### M2のバランスシート分解

— 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、%)

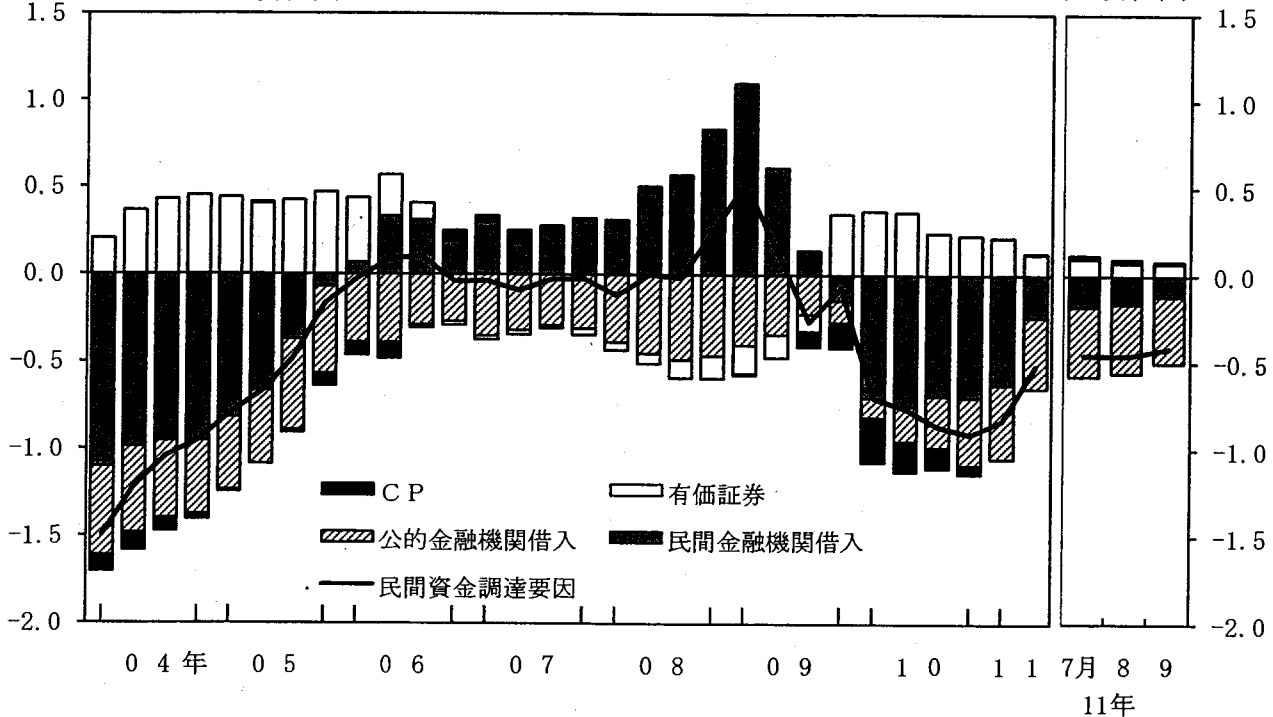
(前年比、寄与度、%)



#### (2) 民間資金調達要因の内訳

(前年比、寄与度、%)

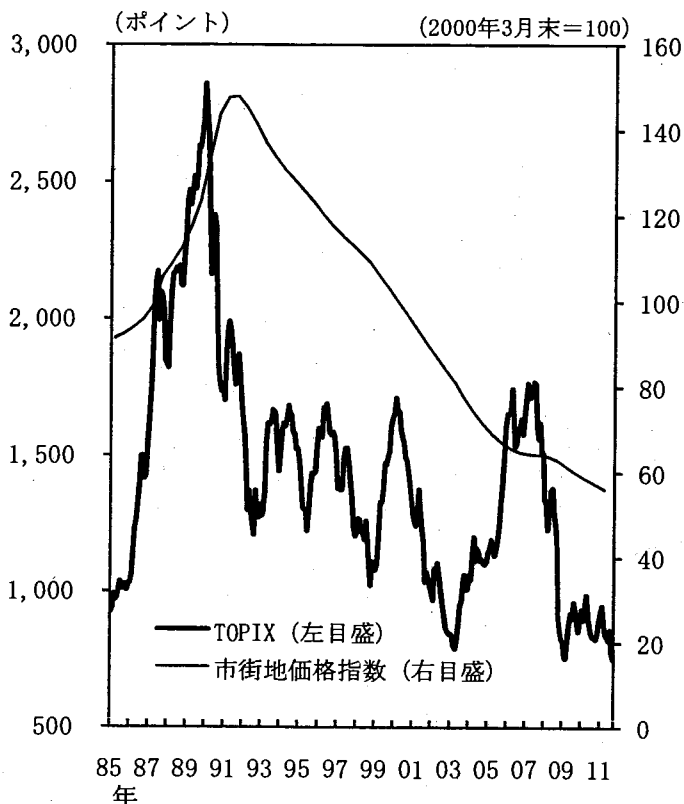
(前年比、寄与度、%)



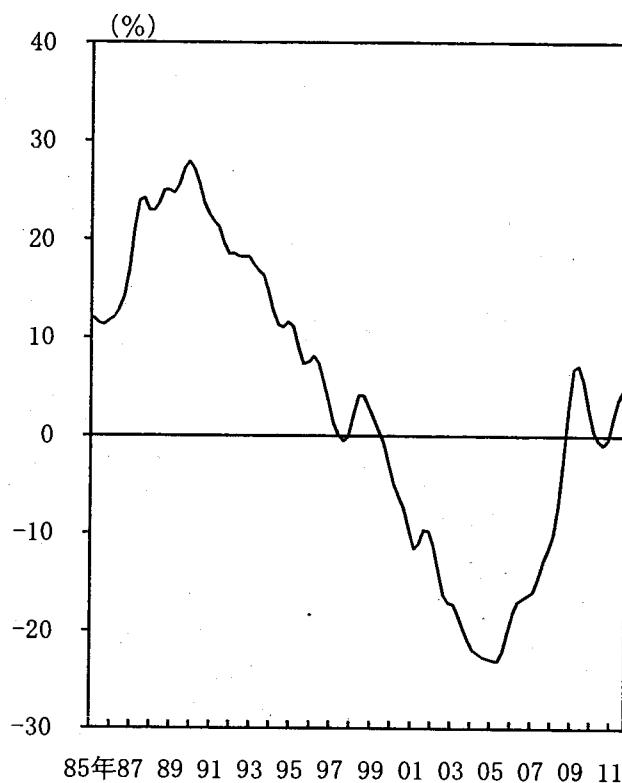
(注) 1. 四半期計数は、資金循環統計等を用いて作成。一部に推計値を含む。  
 2. 月次計数は、財政資金対民間収支、国際収支統計等から推計。一部に暫定値を含む。  
 3. (1)の「その他」は、金融資産間の資金シフト要因と残差。

# ファイナンシャル・インバランス関連指標

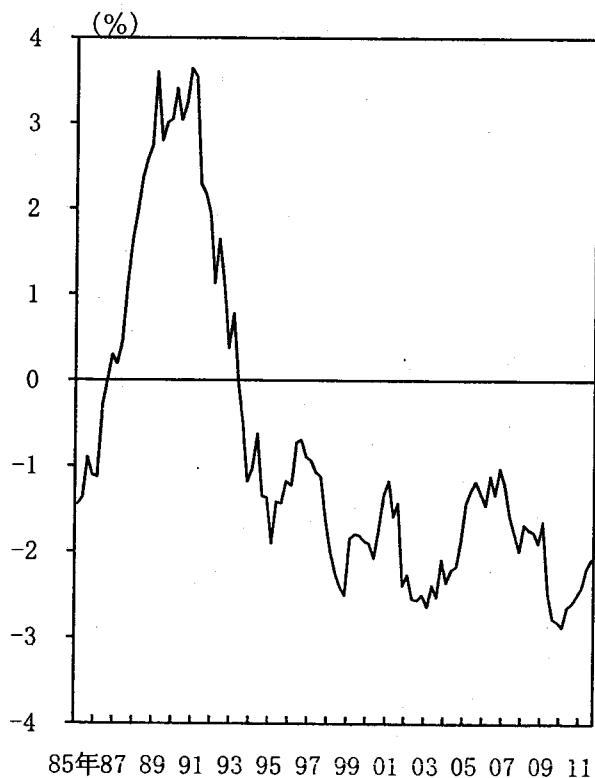
## (1) 株価・地価



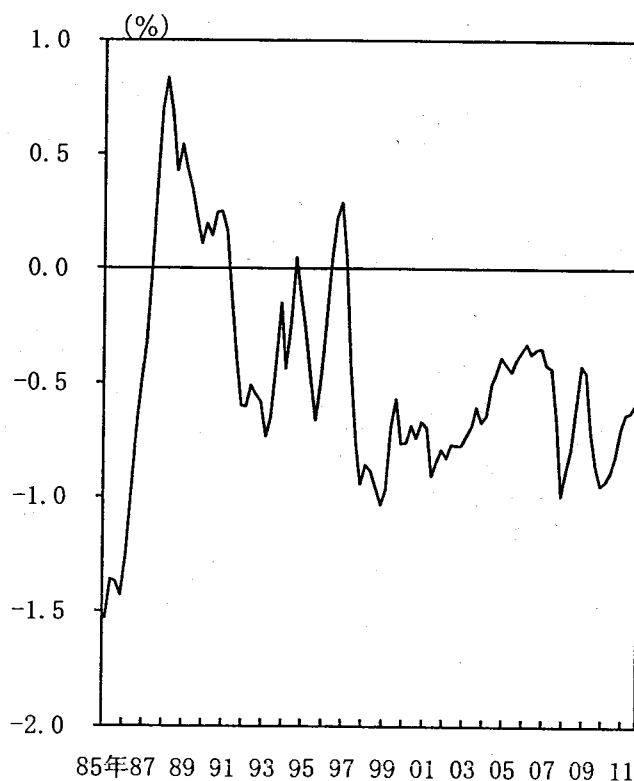
## (2) 信用ギャップ



## (3) 総投資ギャップ



## (4) 住宅投資ギャップ



(注) 1. 株価は月平均、地価は半期末(3月末、9月末)の値。  
2. 信用・総投資・住宅投資ギャップは、それぞれ貸出・総固定資本形成・住宅投資の対GDP比率の後方8年移動平均からの乖離。

< 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：2041年12月 >

2011年10月27日

日 本 銀 行

## 経済・物価情勢の展望（2011年10月）（案）

### 【基本的見解】<sup>1</sup>

#### 1. はじめに

今回の展望レポート（経済・物価情勢の展望（2011年10月））では、2013年度までの日本経済の見通しを示す。以下では、まず、わが国経済の先行きを左右する国際金融資本市場や海外経済の動向を記述し、その後、わが国の金融環境を評価する。そのうえで、相対的に蓋然性が高いと判断される見通し（中心的な見通し）を記述した後、それに対する上振れ要因・下振れ要因を検討する。最後に、金融政策運営の基本的な考え方を整理する。

#### 2. 国際金融資本市場および海外経済

国際金融資本市場では、本年夏以降、欧州のソブリン問題に対する懸念などから、緊張が高まった。最近に至り、欧州金融安定ファシリティ（EFSF）の機能拡充策が、ユーロ圏17か国により承認されるなど、金融システムの安定化に向けた動きも進み始めているが、その具体的な実現を巡る不確実性がなお残ることなどから、市場の緊張状態が続いている。すなわち、ギリシャを始めとして、財政不安の強い国の国債利回りは、高止まりしている。また、そうした国債を多く保有する欧州の銀行の株価は大きく低下しているほか、ユーロ市場の銀行間取引における短期金利もはっきりと上昇している。金融面の緊張は、金融機関の貸出姿勢の厳格化や貸出金利の上昇、企業や家計のマインドへの影響などを通じて、実体経済に波及し始めている。さらに、財政不安の強い国では、追加的な緊縮財政政策を

<sup>1</sup> 10月27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。

講じているが、これは短期的には景気の下押しとして作用している。このように、欧州では、財政、金融システムおよび実体経済の三者の間に負の相乗作用が働き始めており、金融情勢や実体経済の先行きに関する不確実性が高まっている。米国でも、夏場以降、市場予想を下回る軟調な経済指標の公表が続くなど、景気減速懸念が強まるとともに、債務上限問題や米国債の格下げなどから市場の不透明感が高まった。

こうしたもつとで、グローバルな投資家は、リスク回避姿勢を強めている。世界的に株価は振れの大きい展開を続けており、米欧では、社債などの信用スプレッドが拡大している。国際商品市況も総じて下落している。これらと表裏をなす形で、安全と認識される資産に対する需要が強まっており、米国やドイツなどの国債金利は歴史的な水準にまで低下している。為替市場でも、相対的に安全な通貨と認識された円の為替レートは、ドルやスイスフランとともに、対資源国・対新興国通貨を中心に上昇した。

以上を踏まえつつ、海外経済の動きをみると、新興国・資源国に牽引される形で高い成長を続けてきたが、本年春以降、先進国を中心に、成長ペースが鈍化している。地域別にみると、米国経済については、ガソリン価格の上昇や日本の震災の影響など、一時的な要因が春ごろの減速に寄与した面もあるが、基調的にみても、家計の過剰債務や住宅市場の調整が長引き、雇用の改善も緩慢なもつとで、回復のペースはごく緩やかなものにとどまっている。欧州経済は、輸出が好調なドイツなどを中心に、全体として緩やかに回復してきたが、ソブリン問題を背景とした金融環境や企業・家計マインドの悪化などから、減速が明確になっている。一方、新興国・資源国経済では、物価上昇による実質購買力の低下や金融引き締めの効果に加え、先進国経済の減速の影響などから、幾分減速しているが、生産・所得・支出の自律的な好循環が基本的に保たれているもつとで、総じて高めの成長が続いている。このため、多くの新興国・資源国では、インフレ圧力

は十分に沈静化していない。

海外経済の先行きに関する中心的な見通しとしては、当面は、国際金融資本市場の緊張が残る中、先進国を中心に減速した状態が続くとみられるが、その後は、新興国・資源国に牽引される形で、再び成長率を高めていくと考えられる。このため、見通し期間中について平均的にみれば、高めの海外経済成長率を想定することができる<sup>2</sup>。国・地域別にみると、米国経済については、緩和的な金融環境が経済の下支えに働くと考えられるものの、バランスシート調整の圧力が根強く残る中、成長のペースは緩やかなものにとどまる可能性が高い。欧州経済についても、ソブリン問題の影響が当面実体経済に作用し、景気回復の動きは抑制されたものになると考えられる。この間、新興国・資源国経済は、多くの国で、当面は幾分減速した状態で推移するとみられるが、その後は、インフレ圧力の低下に伴って、家計の実質購買力が回復することなどから、高めの成長を実現していく可能性が高い。ただし、こうした見通しについては、経済にきわめて大きな影響を及ぼしかねない金融市場のショックは、回避されることを前提にしている。そうした前提を裏付ける政策当局の姿勢として、10月央にパリで開催されたG20の声明では、銀行システムや金融市場の安定を保つために必要な全ての行動を取ることに引き続きコミットしている旨、明記されている。

### 3. わが国の金融環境

わが国の金融環境をみると、日本銀行が強力に金融緩和を推進する中、緩和の動きが続いている。すなわち、市場金利が長めの金利も含めてきわ

---

<sup>2</sup> 国際通貨基金（IMF）が9月に発表した世界経済の成長見通し（各国・地域の実質成長率見通しを購買力平価ベースで集計したもの）は、6月時点の見通しから先進国を中心に下方修正されたが、2011年、2012年ともに4.0%、2013年については、成長率が4.5%へと加速する見通しとなっている。ちなみに、1980年以降30年間の平均成長率は3.3%である。

めて低い水準で推移するもとで、企業の資金調達コストは緩やかに低下している。CPの発行環境は、震災直後の一時期を除き、良好な状態が続いている。社債市場についても、震災直後には、信用スプレッドが幾分拡大する中、発行を見送る動きが一時的にみられたが、その後は、経営環境の不透明感から起債が困難な電力会社を除き、社債市場の発行環境は良好な状態となっている。企業からみた金融機関の貸出態度についても、改善傾向が続いている。企業の資金繰りについても、震災後に、中小企業を中心に厳しいとする先がいったん増加したが、その後は再び改善している。資金繰りや貸出態度については、企業の規模によって緩和度合いに差はあるものの、全体として改善傾向にあり、いずれも2000年以降の平均と同程度か、これを上回る水準にまで回復している。このように、わが国の企業を取り巻く金融環境は、緩和の動きが続いている。そうしたもとで、企業の資金調達残高をみると、銀行貸出は前年比減少幅が縮小傾向を続け、足もとではほぼ前年同水準にまで回復しているほか、社債・CPの発行残高は前年を上回っている。

国際金融資本市場が不安定な中であって、以上述べたわが国の金融環境と、米欧の金融環境との間には、際立った違いがみられる。例えば、銀行間取引の緊張度を表すLIBOR-OISスプレッドは、米ドルとユーロについては夏場以降拡大しているが、円については安定している。社債の信用スプレッドも、米欧では上昇が目立っている一方、わが国では上述の通り低水準で安定している。こうした違いの背景として、第1に、わが国では、金融機関が、欧州ソブリン問題の中心となっている諸国の国債等を、多く保有していない点が挙げられる。第2に、金融機関が保有するリスク全体についても、これまで充実に努めてきた自己資本との対比でみて、概ね抑制された状態にある。実際、信用コスト率や不良債権比率は、米欧に比べて低位にとどまっているほか、外貨を含む資金流動性リスクも抑制され

ている。第3に、企業サイドでも、手元資金を比較的厚めに保有しており、国際金融資本市場が不安定な中であっても、追加的な資金調達を急ぐ動きはみられていない。第4に、日本銀行が、市場に対して潤沢に資金を供給していることや、包括的な金融緩和政策のもとで、CP、社債、指数連動型上場投資信託（ETF）、不動産投資信託（J-REIT）といったリスク性資産の買入れを行っていることも、金融環境の緩和に寄与していると考えられる。

今後も、わが国の金融環境は、日本銀行による強力な金融緩和の効果が一段と浸透していく中で、緩和の動きが続き、国内民間需要が自律回復に向かう動きを支えていくと予想される。日本の金融システムが、大幅な景気後退や株価下落に対して相応の頑健性を有するようになってきていることも、先行きの金融環境の安定確保に資すると考えられる。しかし、国際金融資本市場の連関が高まっているもとで、日本の金融環境も、海外の展開と無縁ではあり得ない。現に、夏場以降、円高や株安の動きがみられた点では、グローバルな投資家のリスク回避姿勢の強まりは、日本の金融市場にも一部波及している。国際金融資本市場が一段と不安定化する場合などに、内外の金融資本市場間の連関を通じて株価や債券価格が下落したり、金融機関の資金調達環境の悪化を招くことを通じ、その影響がわが国の金融システムひいては金融環境に及ぶ可能性には、引き続き注意する必要がある<sup>3</sup>。

#### 4. わが国の経済・物価の中心的な見通し

##### (1) 経済情勢

上述の海外経済の動向と内外の金融情勢を踏まえたうえで、わが国経済の先行きについて、相対的に蓋然性が高いと判断される見通し（中心的な

---

<sup>3</sup> わが国の金融システムの安定性に関する評価について、詳しくは「金融システムレポート」（日本銀行2011年10月）を参照。

見通し)を検討する。

わが国の経済は、東日本大震災の後、生産・輸出を中心に、大きく落ち込んだ。すなわち、生産設備の毀損やサプライチェーンにおける障害など供給面の制約を背景に、生産活動が大きく低下し、その結果、輸出も大幅に減少した。また、わが国の経済の先行きや原子力発電所の事故の影響などを巡る不透明感から、企業や家計のマインドが悪化したこともあって、国内民間需要も弱い動きとなった。

その後、多くの企業で、被災設備の復旧とともに、代替施設での生産や代替調達先の確保など、様々な努力と工夫が行われ、供給面の制約解消は、当初の予想を上回るペースで進んだ。電力需給を巡っては、定期検査後の原子力発電所の再稼働の問題などから、先行きの不確実性は払拭されていない。ただし、当初強く懸念されていた本年夏場については、電力会社による緊急的な供給体制の整備に加え、企業や家計による節電や電力使用平準化の工夫などによって、経済活動への大きな制約となることは回避できた。以上の結果、震災直後に大幅に落ち込んだ生産や輸出は、すでに震災前の水準に復している<sup>4</sup>。そうしたもとの、企業や家計のマインドの改善もあって、設備投資や個人消費などの国内民間需要についても、持ち直している。

以上のように、震災直後から夏場までは、日本経済の回復ペースは、供給面の制約が解消に向かう速度によって規定されてきた。しかし、供給面の制約がほぼ解消された現在では、需要面の動向が重要性を増してきている。そのことを念頭に置いて、先行きを展望すると、わが国経済は、・・・と考えられる。すなわち、2011 年度下期は、・・・と考えられる。2012

---

<sup>4</sup> 鉱工業生産の公表指数は、リーマン・ショックに伴う極端な振幅の影響を受けて、10～12月、1～3月の伸び率が高めに、4～6月、7～9月の伸び率が低めに算出されるようになっていていると考えられる。したがって、7～9月の生産水準は、実勢としては統計に表れている以上に高いと考えられる。



年度は、・・・となることが予想される。2013年度については、・・・と考えられる<sup>5</sup>。なお、2012年度までの見通しを、7月の中間評価時点の見通しと比べると、・・・と考えられる。以上の見通しについて、企業・家計の部門別にやや詳しく述べると、以下の通りである。

企業部門について、輸出や生産は、新興国・資源国を中心とした堅調な海外需要を背景に、増加を続けるとみられる。この点、当面は、海外経済の減速や円高の影響が下押し要因となるものの、その間においても、自動車を中心に、震災後に大きく取り崩された海外在庫を復元する動きや、国内で積み上がった受注残への対応も予想されるため、輸出や生産の増加基調自体は維持される可能性が高い。震災復興関連の需要については、今後、設備投資や住宅投資などの民間需要、公的需要ともに、徐々に強まっていくと予想される。このため、企業収益は、緩やかに改善していくと考えられる。設備投資についても、企業の年度計画にもみられるとおり、収益や内外需要の回復を背景に、緩やかに増加を続けていく可能性が高い<sup>6</sup>。この点に関連して、企業は、今後、円高の影響もあって、とくに海外での投資活動を強化していくとみられる。過去を振り返ると、海外投資の拡大は、部分的には国内投資を代替する面もみられたが、多くの場合、増加する現地需要をより有効に取り込むための戦略として実施され、国内では、海外拠点との差別化を図る高付加価値化などが進められてきた。今後についても、海外シフトが急速に進む場合には国内の設備投資や雇用への影響などについて注意が必要であるが、基本的には、海外投資と国内投資が、補完し合いながら増加していく動きが予想される。また、国内投資には、被災

---

<sup>5</sup> 見通し期間中の潜在成長率を、生産関数アプローチに基づく一定の手法で推計すると、「0%台半ば」と計算される。ただし、潜在成長率は、推計手法や今後蓄積されていくデータにも左右される性格のものであるため、相当幅をもってみる必要がある。

<sup>6</sup> ちなみに、国内設備投資を対象とした短観の設備投資計画（9月）をみると、今年度下期分が小幅上方修正され、前年度を上回る計画となっている。

設備の修復・建替え、耐震工事、データのバックアップを含む事業継続能力の強化など、震災に起因する案件も押し上げに寄与する可能性が高い。

次に、家計部門について、雇用・所得環境をみると、震災後は、雇用調整助成金の支給要件が緩和されたこともあって、経済活動の落ち込みにもかかわらず、大幅な雇用調整は回避された。その間に削減された労働時間についても、生産を中心とした経済活動の持ち直しに伴い、製造業を中心に、回復してきている。賃金については、震災に伴う企業収益の悪化を背景に、本年夏の賞与が中小企業を中心に前年比マイナスとなるなど、弱めの動きとなった。先行きについては、経済活動の持ち直しが雇用・所得環境にも徐々に波及していくと考えられる。ただし、波及のタイムラグを考慮すると、雇用や賃金の増加基調が明確になるのは、2012年度以降になるとみられる。こうした雇用・所得環境のもとで、個人消費についてみると、震災後、生産の落ち込みやマインドの悪化などから、いったん弱い動きとなったが、このところ、全体として持ち直している。先行きについては、雇用・所得環境が徐々に改善に向かうもとで、次第に底堅さを増していくと予想される。この間、住宅投資については、低金利や復興需要などを背景に、見通し期間を通じて、緩やかに増加していくと考えられる。

## (2) 物価情勢

以上の経済情勢の展望を踏まえ、物価の動向を点検する。消費者物価(除く生鮮食品、以下同じ)の前年比の推移を基調的にみると、マクロ的な需給バランスが緩やかな改善傾向を続ける中、2009年末頃から下落幅は着実に縮小を続け、最近は概ねゼロ%となっている<sup>7</sup>。

先行きの物価を巡る環境を展望すると、マクロ的な需給バランスを反映

---

<sup>7</sup> 消費者物価については、本年8月に、2010年基準の指数に切り替わり、前年比計数が本年1月分に遡って下方改定された。全国の総合除く生鮮ベースでの前年比下方改定幅は、1～7月の平均で約0.6%ポイントとなった。下方改定の要因としては、旧基準で低下していた耐久消費財の指数水準がリセットされたことに伴い、その価格下落が指数全体に与える影響が高まったことの影響が大きい。

する労働や設備の稼働状況は、・・・と考えられる。中長期的な予想物価上昇率は、家計や企業、エコノミストを対象としたアンケート調査等からみて、これまでのところ大きな変化はみられず、見通し期間においても安定的に推移すると想定できる。市場参加者やエコノミストによる中長期的な予想物価上昇率は、ここ数年、概ね1%程度で安定的に推移しており、基準改定によって消費者物価の前年比が下方改定された後も、特段の変化は見られていない。国際商品市況については、世界経済の減速などを背景にこのところ軟化しているが、やや長い目でみれば、基礎的な衣食住の水準を引き上げるニーズの旺盛な新興国が高い経済成長を続ける中で、食料やエネルギーを中心に、緩やかな上昇傾向をたどると考えられる。

以上の環境を前提に、物価情勢の先行きをみると、国内企業物価指数の前年比は、国際商品市況の緩やかな上昇や、・・・と見込まれる。消費者物価の前年比は、当面、・・・、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、・・・と考えられる。

## 5. 上振れ要因・下振れ要因

### (1) 経済情勢

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（中心的な見通し）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、欧州ソブリン問題を中心とする国際金融資本市場を巡る動向である。欧州のソブリン問題の帰趨について、その世界経済への影響も含めて不確実性が大きく、為替・金融資本市場において、グローバル投資家のリスク回避姿勢が一段と強まる可能性がある。その結果として、円高や株価の下落が進めば、企業や家計のマインドを通じた影響も含め、わが国の景気の下振れ要因となる。また、欧州周縁国に限らず、多くの先進国における公的債務残高の増大が、国際金融資本市場の不安定化要因となってい

るだけに、わが国についても、財政再建に向けた取り組みが、市場によって不十分であると評価された場合は、長期金利の上昇や株価の下落などを通じて、実体経済にマイナスの影響が及ぶリスクがある。

第2に、上述の要因とも関連するが、海外経済の動向に関する不確実性がある。先進国経済の動向をみると、米国経済については、バランスシートの調整圧力が引き続き経済の重石となって作用しており、景気は上に弾みににくく、下に振れやすい状況にある。金融・財政政策の発動余地が限られているうえ、住宅価格の低迷が続き、雇用の回復ペースも鈍い中で、米国経済の減速が想定以上に長引くリスクには注意が必要である。欧州については、ソブリン問題を契機として、財政と金融システム、実体経済の負の相乗作用が、強まっていくことにならないかどうか、注視していく必要がある。この間、多くの新興国・資源国は、物価安定と成長を両立する形でソフトランディングできるかどうか、なお不透明感が高い。インフレ圧力の鎮静化がなかなか進まない場合は、成長率が下振れるリスクがあることに、注意が必要である。

以上の国際金融資本市場や海外経済の動向を巡っては、欧州における財政再建、金融システムの安定化や構造改革など、上述した様々な問題への取り組みが進められる結果、投資家のリスク回避姿勢や世界経済を巡る不確実性が後退していく可能性もある。その場合は、企業や家計のコンフィデンス回復を通じて、世界経済ひいては日本経済に対する上振れ要因になると考えられる。

第3に、復興需要に関する不確実性がある。被災地では、自動車や家電製品をはじめとした耐久消費財の買い替え需要が、すでにある程度顕在化している。また、瓦礫の処理や仮設住宅の建設など、復興に向けた様々な活動も進められている。しかし、インフラ、企業設備、住宅建設など、各種資本ストックの復元は、民間需要、公的需要とも、現時点では限定的な

規模にとどまっている。

これらの復興需要については、今後、街づくりの全体像も含めて復興計画が具体性を増し、補正予算等が執行されていく中で、徐々に本格化していくと考えられる。ただし、復興需要の規模やタイミング、またその景気刺激効果については、復興計画が具体化していくスピードや、民間需要の好循環を生み出す地域経済の将来展望を描けるかどうかなど、いくつかの要因に依存するため、引き続き幅をもってみておく必要がある。

第4に、企業や家計の中長期的な成長期待に関する不確実性がある。中心的な見通しでは、企業や家計の中長期的な成長期待は維持されることを想定しているが、企業や家計の成長期待が変化することがないかどうか注意を要する。すなわち、日本経済は、もともと急速な高齢化の進展などを背景に、経済成長率の趨勢的な低下という問題を抱えていたが、震災後は、電力需給を巡る不確実性や、震災からの着実な復旧・復興への取り組みなど、新たな課題にも直面している。こうした課題への対応を巡る展望がなかなか拓けない場合や、円高傾向が進み、企業収益や雇用・所得環境を継続的に下押す場合、また、海外生産シフトに対してそれに代わる新たな国内生産活動が生まれてこない場合には、企業や家計の中長期的な成長期待が低下し、見通し期間の景気も下振れるリスクが強まる。

一方、企業が、M&Aを含めた海外進出によりグローバル需要の開拓力を強め、国内では独自性や非価格競争力に優れた財・サービスの開発力を高めていけば、急速に高齢化が進む中であっても中長期的な成長期待が高まる可能性もある。震災からの復興を契機に地域経済の活性化が進む場合や、財政や社会保障の持続性に向けた展望が拓けていく場合も、成長期待にプラスの影響がある。電力需給を巡る課題についても、それに取り組む中で技術革新や新たなビジネスモデルが生まれ、成長力強化へ向けた一つのきっかけになる可能性もある。

## (2) 物価情勢

物価情勢の先行きについても、上下両方向の不確実性がある。まず、景気について、上述のような上振れ、下振れ要因が顕現化した場合、物価にも相応の影響が及ぶとみられる。また、物価に固有の要因としては、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。経済成長率が今回の中心的な見通しに沿って推移する場合でも、消費者物価がしっかりとプラス圏で定着するようになるには、時間がかかると予想される。そうした環境のもとでは、企業や家計が、物価は中長期的にも上昇しにくいという予想を強める可能性がある。中長期的な予想物価上昇率が低下する場合には、見通し期間における実際の物価や賃金も、下振れる可能性が高まる。

第2に、輸入物価の動向である。原油をはじめとする一次産品の価格動向については、上下両方向に不確実性が大きい。基礎的な衣食住の水準を引き上げるニーズの旺盛な新興国が、高い経済成長を続ければ、食料やエネルギーに対する世界需要は拡大する一方、一次産品の供給力の拡大余地は、少なくとも短期的には限られている。そうした一次産品の需給構造を考えると、新興国経済の上振れが、国際商品市況の大幅な上昇につながる可能性がある。他方、世界経済の下振れリスクが顕現化した場合、グローバル投資家のリスク回避姿勢のさらなる強まりが、国際商品市況の下落を増幅する可能性もある。このほか、為替相場の変動も、実体経済を通じる間接的な波及経路や、輸入物価を通じるより直接的な経路を通じて、消費者物価に相応の変化をもたらし得る。

## 6. 金融政策運営

日本銀行は、「中長期的な物価安定の理解」、すなわち「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。現在、「中長期的な物価安定の理解」については、「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、中心は1%程度である」としている。

まず、第1の柱、すなわち先行き2013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中心的な見通しについて点検する。上述の通り、わが国経済は、・・・と考えられる。物価面では、消費者物価の前年比は、2009年末頃から下落幅は着実に縮小を続け、最近では概ねゼロ%となっている。以上の最近までの動きも踏まえつつ、先行きを展望すると、消費者物価の前年比は、当面・・・、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、・・・と考えられる。こうした経済・物価見通しを総合的に評価すると、日本経済は、・・・。

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<sup>8</sup>。景気については、バランスシート調整が米国経済に与える影響には引き続き注意が必要である。また、欧州のソブリン問題については、今後、財政と金融システム、実体経済の負の相乗作用が、強まっていくことにならないかどうか、注視していく必要がある。新興国・資源国では、物価安定と成長を両立することができるかどうか、なお不透明感が高い。こうした海外情勢を巡る不確実性や、それらに端を発する為替・金融資本市場の変動が、わが国経済に与える影響については、丹念に点検していく必要がある。物価面では、国際商品市況の先行きについては、上下双方向に不確実性が大きい。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。

日本銀行は、現在、8月に一段と強化した金融緩和措置のもとで、金融

---

<sup>8</sup> 例えば、発生確率は必ずしも大きくないものの、発生した場合には経済・物価に大きな影響を与える可能性があるリスク要因も含めて、点検を行っている。

資産の買入れ等を着実に進めている。また、金融面での不均衡の蓄積を含めたリスク要因を点検し、問題が生じていないことを条件に、「中長期的な物価安定の理解」に基づき、物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで、実質ゼロ金利政策を継続していく方針を明らかにしている。

先行きの金融政策運営については、上述の2つの柱による点検を踏まえ、日本銀行は、・・・。

日本経済が直面している問題は、リーマン・ショック後の大幅な需要の落ち込みからの回復という短期・循環的な問題にはとどまらない。より根源的には、中長期的な成長期待の低下という、長期的・構造的な要因が重要である。すなわち、わが国経済は、これまでも、急速な高齢化や労働生産性の伸び悩みなどを背景とした経済成長率の趨勢的な低下という基本的な課題に直面してきた。加えて、日本経済は、震災からの復旧・復興という新たな課題にも直面している。対GDP比で先進国中最大の政府債務を抱えるもとの、市場からの信認を確保し続けていくため、中期的な財政健全化への展望を明確にする必要にも迫られている。こうした課題を克服し、先行き、新たな経済発展の基礎を築いていくためには、日本経済が置かれている以上の状況を正しく認識しつつ、政府、中央銀行、金融機関、民間企業とも、中長期的に持続可能な成長力の強化に向けて、それぞれの役割に即した取り組みを続けていくことが重要である。



## (参考1)

## ▽2011～2013年度の政策委員の大勢見通し

—対前年度比、%。なお、&lt; &gt;内は政策委員見通しの中央値。

	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2011年度	～ <>	～ <>	～ <>
7月時点の見通し	+0.2～+0.6 <+0.4>	+2.2～+2.5 <+2.4>	+0.6～+0.8 <+0.7>
2012年度	～ <>	～ <>	～ <>
7月時点の見通し	+2.5～+3.0 <+2.9>	+0.5～+0.9 <+0.6>	+0.6～+0.7 <+0.7>
2013年度	～ <>	～ <>	～ <>

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

(注2) 各政策委員は、政策金利について市場金利に織り込まれたとみられる市場参加者の予想を参考にしつつ、上記の見通しを作成している。

(注3) 消費者物価指数は、従来の2005年基準から2010年基準に変更されている。前回から今回にかけての見通しの修正には、この基準年の変更が大きく影響している。

(注4) 消費者物価指数の参考指数として、連鎖基準指数が公表されている。その連鎖基準指数ベースでみた場合、先行き2013年ごろの前年比は、通常の固定基準年指数に基づく今回の消費者物価見通しに比べて、若干低くなっている可能性がある。

(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)
2011年度	～	～	～
7月時点の見通し	+0.2～+0.6	+2.2～+2.6	+0.5～+0.8
2012年度	～	～	～
7月時点の見通し	+2.5～+3.0	+0.3～+1.0	+0.4～+0.8
2013年度	～	～	～

(参考2)

## リスク・バランス・チャート

## 【背景説明】

### 1. 2011年度前半の経済・物価・金融情勢

#### (経済動向)

2011年度前半の日本経済を振り返ると、3月11日に発生した東日本大震災の影響を強く受ける展開になった(図表1)。すなわち、年明け後、増加基調に復しつつあった生産や輸出は、震災発生後、サプライチェーンの障害をはじめとした供給面の制約から、大幅に減少した(図表2(1)、3(1))。また、こうしたもとで、企業や家計のマインドも冷え込んだことから、国内民間需要も弱い動きとなった。このように、日本経済は震災の影響で大きく落ち込んだが、復旧に向けた動きは早期にはじまった。サプライチェーンの修復などを背景とした経済活動の持ち直しは、企業の迅速かつ柔軟な対応により、当初の予想を上回るペースで進み、生産や輸出は、夏には概ね震災前の水準に復した。

やや詳しくみると、震災によって、生産設備の毀損、サプライチェーンの障害、電力供給不足といった供給制約の問題が生じ、被災地のみならず、全国的にも、生産活動は大幅に落ち込んだ。とくに、ジャストインタイム方式の徹底から部品や部材の在庫バッファが少ない自動車産業の生産は、他の産業と比べても大幅な減少となった。こうした動きは、完成品や部品の輸出の大幅な落ち込みにつながり、世界的にも、自動車産業を中心に、生産活動を抑制する要因となった(図表3(1)(2))。また、日本経済の先行きに対する不確実性の増大や自粛ムードの高まり、余震リスクや原子力発電所の事故の帰趨に対する懸念などにより、企業や家計のマインドは冷え込むこととなった(図表1(2)、5(2))。このため、供給制約ともあいまって、企業の設備投資は抑制され(図表4(2))、個

人消費や住宅投資といった家計の支出も減少した（図表5(1)、6）。

もともと、復旧に向けた動きは早期にはじまり、供給面からの制約は徐々に緩和されていった。まず、電力については、気温上昇に伴い季節的に電力需要が低下する一方、被災した火力発電所の復旧などによって供給力が回復したことから、4月上旬には、計画停電が事実上終了し、供給制約への懸念が後退した。一方、企業では、多くの先において、毀損した設備の復旧作業が急ピッチで進み、比較的早期に生産活動の再開が可能となった。また、国内外における代替施設での生産や代替調達先の確保もあって、不足していた部品等の供給も徐々に増加した。こうした企業の様々な努力や工夫には、企業の枠を越える協働作業として行われたものもあった。その結果、サプライチェーンの修復は、当初の予想を上回るペースで進み、生産活動や輸出は、5月頃から急速に持ち直した（図表3(1)(3)）。そうしたもとの、企業や家計のマインドも徐々に改善し、国内民間需要も持ち直した。設備投資は、被災設備の復旧にかかる案件もあって、増加に向かった。個人消費は、旅行を中心にサービス消費の改善はやや遅れたが（図表5(3)）、アナログ放送終了前の薄型テレビの駆け込み需要や節電関連製品の需要の拡大による家電販売の大幅増もあって、財消費を中心に持ち直しに転じた。この間、雇用・所得環境については、震災後の経済活動や企業収益の落ち込みの影響が部分的に現れたが、雇用調整助成金の支給要件が緩和されたことや、経済の持ち直しが速やかにはじまったこともあって、大幅な雇用調整は回避された（図表7）。このことも、家計支出を下支えする方向で作用した。

また、夏には、電力需給の逼迫から、再び経済活動が抑制されるとの懸念があったが、火力発電などによる電力供給の増強に加え、企業や家計の節電や電力使用平準化の工夫などより、経済活動に大きな支障は生

じなかった。やや詳しくみると、事故により原子力発電所が直接的な被害を受けた東京電力や東北電力管内のみならず、安全性に対する懸念から、全国的に、定期検査終了後の原子力発電所の再稼動が行われなくなった。このため、空調需要が高まる夏には、電力需給が逼迫し、経済活動に悪影響を及ぼすとの懸念が高まった。政府は、東京電力と東北電力管内において、大口需要家に対しては電力使用制限令に基づき、7～9月について、ピーク時需要を昨年対比 15%以上削減するよう義務付け、一般家庭を含む小口需要家に対しても、同程度の節電を要請した。また、原子力発電比率の高い関西電力管内では、定期検査終了後の原子力発電所の再稼動の見込みが立たない中、企業や家計に対してピーク時の電力需要を昨年対比 10%削減するよう要請が行なわれた。これに対して企業では、経済活動への影響を最小限にとどめつつピーク時需要を抑制することを目指し、様々な節電努力により総消費量を抑制したほか、曜日間や時間帯で、電力使用を平準化する努力を行った（図表8）<sup>9</sup>。また、一部の企業は自家発電設備の導入や拡充を行った。家計でも、電力使用の抑制や省電力家電の導入などによって節電が行われた。その結果、夏場に、電力供給が経済活動の大きな制約となることは回避され、生産や輸出は概ね震災前の水準に復した。

日本経済は、震災後の落ち込みから急速にリバウンドした夏の初めごろまでに比べれば、ペースは緩やかになっているが、持ち直しの動きを続けている。輸出や生産は、5月、6月と急回復したあと、海外経済減速の影響を部分的に受けつつも、ペントアップ需要の大きい自動車を中心に緩やかな増加を続けている。また、国内民間需要は、設備投資や個

---

<sup>9</sup> 今夏の節電効果についての詳細は、BOX1を参照。

人消費が持ち直しを続けていることに加え、建設資材の供給制約の解消や余震リスクを意識して様子見にあった案件の再開などから、住宅投資の持ち直しの動きも明確となってきた。さらに、公共投資についても、仮設住宅の建設や社会インフラの復旧作業などを背景に、振れを伴いつつも、下げ止まりつつある<sup>10</sup>。

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、震災後いったん落ち込んだものの、再び改善傾向にある（図表 9 (1) (2)）。短観の生産・営業用設備判断DIと雇用人員判断DIを資本・労働分配率で加重平均した指標をみると、過剰超幅は6月にいったん拡大したあと、9月には縮小した（図表 9 (3)）。また、マクロ的な需給ギャップの推計値も、震災後、いったん拡大したが、マイナス幅は再び縮小に向かっているとみられる。

#### (物価動向)

物価面をみると、今春にかけての国際商品市況の上昇を反映して、国内企業物価の前年比はプラス幅を拡大した（図表 10(1)）。企業向けサービス価格（除く国際運輸）の前年比は、企業の経費節減の動きなどを受けて下落が続いたが、やや長い目でみた企業活動の回復傾向等を背景に、下落幅は縮小した（図表 10(2)）。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比については、2009 年末頃から下落幅が縮小を続け、8月に切り替わった2010 年基準の新指数でみると、最近は概ねゼロ%となっている（図表 11(1)）<sup>11</sup>。刈込平均値<sup>12</sup>やラスパイレス連鎖指数<sup>13</sup>でみると、同様の傾向

<sup>10</sup> 被災地の経済動向については、BOX 2 を参照。

<sup>11</sup> 消費者物価指数については、本年8月に、2010年基準の指数に切り替わり、前年比計数が2011年1月に遡って下方改定された。消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比の下方改定幅は、1～7月で平均0.6%ポイントであった。基準改定についての詳細はBOX 3 参照。

が、基準改定による非連続をあまり伴わない形で確認できる(図表 11(2))。こうした消費者物価の動向は、企業や家計の中長期的な予想物価上昇率が安定的に推移する中、国際商品市況の上昇やマクロ的な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、物価面に及んできたことを示していると考えられる。消費者物価(除く生鮮食品)の内訳をみると、財では、石油製品のプラス寄与が拡大したほか、食料工業製品などのマイナス幅が縮小した(図表 12(2))。サービスでは、家賃や外食が横ばい圏内の動きとなる中、外国パック旅行の動きなどを受けて、他のサービスは緩やかに上昇幅を拡大した(図表 12(3))。また、公共料金についても、電気代や航空運賃の動きなどを背景に、上昇幅は拡大した。サービスや公共料金の前年比の改善には、昨年4月に無償化された高校授業料のマイナス寄与が、本年4月に剥落したことも影響している。なお、震災の物価への影響についてみると、食料品、日用品や建設資材などの一部で需給逼迫による価格上昇がみられたが、その他の財やサービスの価格には大きな変化はみられなかった。また、上昇していた財の価格も、供給制約の解消とともに、下落に転じた。このように、震災が物価に与えた影響は、比較的軽微なものにとどまった。

#### (金融市場動向)

国際金融資本市場は、夏場以降、欧州ソブリン問題に対する懸念を主因に、緊張が高まっている。すなわち、ギリシャに対する追加支援策を巡る

---

<sup>12</sup> 刈込平均値は、個別品目の前年同月比を小さな順に並び替え、値の大きな品目と小さい品目をウェイトベースでそれぞれ10%控除して、残った品目で新たに指数を作成したものの。

<sup>13</sup> ラスパイレス連鎖指数は、基準年以降の品目ごとのウェイトの変化を反映するため、毎年ウェイトを見直し、これに基づいて作成されたラスパイレス型の物価指数。

不確実性など、ソブリン問題への懸念が強まる中、財政問題に懸念を持たれている諸国のクレジット・デフォルト・スワップ・プレミアムや、長期金利の対ドイツ国債スプレッドは、ギリシャを中心に拡大した(図表 13)。このため、これら諸国の国債を多く保有する欧州の銀行に対する市場の見方が厳しくなった。米国では、市場予想を下回る軟調な経済指標の公表が続くなど、景気減速懸念が強まるとともに、債務上限問題を巡る混乱や米国債の格下げなどが、市場の不透明感を増幅させた。

こうしたもとで、グローバルな投資家は、リスク回避姿勢を強めた。欧米の株価は、金融業を中心に大きく下落したほか、インプライド・ボラティリティも大きく上昇した(図表 14)。米欧の短期金融市場では、資金の出し手が、欧州系金融機関向けを中心にカウンターパーティ・リスクへの警戒感を強め、資金の放出を慎重化させたため、銀行間取引にかかる信用スプレッドは、夏場以降、はっきりと拡大した(図表 15(1))。こうした動きを受けて、9月には、日本銀行を含む5か国の中央銀行が協調して、年末越えとなるドル資金供給オペレーションの実施を公表した。企業金融面について、米欧の社債市場をみると、本年夏場以降、投資家のリスク回避姿勢が強まったことなどを背景として、信用スプレッドが拡大した(図表 15(2))。

この間、米国では、政策金利が低い水準に維持された。そうしたもとで、9月には、連邦準備制度(FRB)の保有国債のうち4,000億ドルについて、平均残存期間を長期化するとともに、住宅ローン担保証券等の元本償還分を住宅ローン担保証券へ再投資することが、決定された。欧州では、欧州中央銀行が、インフレ圧力の高まりを理由に、4月と7月にそれぞれ0.25%の利上げを実施した。その一方、欧州中央銀行は、ソブリン問題による国債市場の機能低下に対応するとともに、金融政策のトランスミッション



ョン・メカニズムの回復を図るため、本年8月に、昨年5月に導入した証券市場プログラムの積極活用を公表した。新興国・資源国では、中国、インドなどでは政策金利を引き上げる、ないし高めの水準に維持している一方、ブラジル、インドネシアでは引き下げに転じるなど、金融政策面では国ごとに違いがみられ始めている。そうした中で、新興国・資源国を全体としてみると、物価上昇圧力が根強く、物価安定と成長が両立する形でソフトランディングできるかどうか、なお不透明感が高い状況が続いている（図表16）。

わが国の金融資本市場をみると、日本銀行が強力な金融緩和を推進するもとの、短期金融市場では、コールレートがきわめて低い水準で推移したほか、国庫短期証券利回りも1年物まで含めて0.1%近傍まで低下した（図表17(1)）。銀行間取引にかかる信用スプレッドも、安定的に推移した（前掲図表15(1)）。また、為替スワップ市場を通じたドル調達プレミアムをみると、円を見合いとしたドル調達プレミアムはやや上昇したが、ユーロを見合いとしたそれとの比較では落ち着いて推移した（図表17(2)）。

短期金利については、当面低水準で推移するという市場の見方が定着している（図表17(3)）。そうしたもとの、長期金利についても、日本銀行が包括的な金融緩和政策の実施により、長めの金利の低下を促す中、2年物国債利回りは0.1%台前半のきわめて低い水準で推移した。10年物国債利回りについても、安全と認識される資産に対する需要がグローバルに強まり、米国、ドイツの長期金利が歴史的な水準にまで低下する中、1%程度のきわめて低い水準での動きとなった（図表18）。

株価は、米欧株価が急落し、外国人が売り越す中で、水準を切り下げた（図表19(1)(2)）。不動産投資信託（J-REIT）は、増資に伴う希薄化懸念もあって、弱含んで推移した（図表19(3)）。

為替相場をみると、グローバルな投資家のリスク回避姿勢が強まるもとで、円の為替レートは、ドルやスイスフランとともに、対資源国・対新興国通貨を中心に上昇した（図表 20）。

こうした中、日本銀行は、2011 年 8 月には、海外経済の不確実性が高まっていることや、それらに端を発する為替・金融資本市場の変動を背景に、景気の下振れリスクにより留意すべき情勢になっていると判断し、資産買入等の基金を 10 兆円程度増加し、50 兆円程度とすることを決定した。

#### （金融環境）

わが国の金融環境をみると、震災後、中小企業を中心に資金繰りが厳しいとする先が増加したものの、その面でも徐々に改善がみられ、全体として緩和の動きが続いた。CP 市場では、震災直後に一時的に発行環境がやや悪化したものの、その後は信用スプレッドが震災前と同程度の低い水準で推移し、良好な発行環境が続いた（図表 21(1)(2)）。社債市場でも、震災直後には、いったん発行を見合わせる動きがみられたが、日本銀行の買入れも安心材料として作用し、先行きの経営環境に関する不透明感が強まった電力を除けば、比較的速やかに良好な発行環境が回復した。信用スプレッドが低水準で推移する中、発行体の裾野の拡がりを伴いつつ、前年を上回る発行がみられた（図表 22）。

この間、新規の貸出金利をみると、やや長めのものを含む市場金利の低下などを反映して、緩やかな低下傾向が続いた（図表 23(1)）。以上のような CP・社債・貸出市場の動向を受けて、企業の資金調達コストは緩やかに低下してきた。成長率や物価との関係でみると、低金利の緩和効果はなお減殺されている面もあるが、企業の支払金利は、収益力に比べて、十分低い水準で推移した（図表 24）。

企業の資金調達の容易さという観点から、企業からみた金融機関の貸出態度をみると、大企業、中小企業ともに、改善傾向が続いた(図表 25(1))。企業の資金繰り面では、震災後に、中小企業を中心に厳しいとする先が増加したものの、その点も徐々に改善した(図表 25(2))。金融機関の貸出態度や、企業の資金繰りに関する以上の指標を、過去の水準と比較しても、大企業、中小企業ともに、最近の水準は、2000年以降の平均並み、ないし平均を幾分上回っているものが多い。以上のように、わが国の企業を取り巻く金融環境は、緩和の動きが続いた。

この点は、米欧の状況とはかなり異なっている。例えば、社債の信用スプレッドについて、わが国では前述のとおり低位安定的に推移しているのに対し、米欧では、本年半ばまでは総じて落ち着いて推移したが、その後、投資家のリスク回避姿勢の強まりを主因に上昇に転じ、とくに夏場以降大きく上昇した(前掲図表 15(2))。また、金融機関の貸出態度についても、わが国では、上述のとおり、改善傾向を続けているのに対し、欧州では、このところ慎重化する動きとなっている(図表 26)。以上のように、国際金融資本市場の緊張が、わが国の金融環境にさほど及んでいない背景として、まず、わが国金融機関が、欧州ソブリン問題の中心となっている諸国の国債等を、多く保有していないという点が挙げられる。また、わが国の金融機関は、リーマン・ショック以降、増資や内部留保の蓄積により自己資本基盤の強化を図ってきており、資本との対比でリスク量全体が抑制されている。さらに、企業サイドでも、財務の健全性を維持すると同時に、手元資金を比較的厚めに保有してきたことが、企業金融に一定のゆとりをもたらしているとみられる。日本銀行による強力な金融緩和の推進も、金

融環境の緩和の動きに寄与していると考えられる<sup>14</sup>。

以上の金融環境のもとで、企業の資金需要面をみると、震災後の生産活動の回復を受けて、運転資金需要が増加する動きがみられた。ただし、上述のとおり企業が手元資金を潤沢に確保していることや、被災した設備の復旧を含む設備投資の増加ペースが緩やかなものにとどまっていることなどから、外部資金に対する需要の強まりは限定的であった。

以上の結果、企業の資金調達動向をみると、銀行貸出は、前年比減少幅が緩やかな縮小傾向をたどった（前掲図表 23(2)）。CP・社債の発行残高は、総じてみれば、前年を上回る状況が続いた（前掲図表 21(3)、22(2)）。この間、マネースtock（M2）の前年比は、2%台後半～3%程度の伸びで推移した（前掲図表 23(3)）。

地価は、都市部・地方圏とも下落した。2011年の都道府県地価調査（7月1日時点）をみると、東京、大阪、名古屋の三大都市圏では、商業地・住宅地ともに、前年比でみた下落幅が若干縮小した（図表 27）。一方、地方圏では、商業地・住宅地ともに、前年と同程度の下落幅が続いた。なお、東京都区部における半期ごとの地価動向をみると、前期比でみた下落幅は、商業圏では幾分拡大する一方、住宅地では半期前と同程度となった<sup>15</sup>。

## 2. 2011年度後半～2013年度の経済・物価の見通し

### （経済・物価見通し）

わが国経済は、供給制約の解消に伴う急速なリバウンド局面が終了し、2011年度下期は、輸出や復興需要といった需要面の動向に主に影響され

---

<sup>14</sup> 金融環境を評価するための指標については、BOX 4を参照。

<sup>15</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。

る局面に移行していくと考えられる<sup>16</sup>。・・・。2012年度入り後は、・・・。  
2013年度については、・・・と考えられる。

以上の見通しを年度ベースの実質GDP成長率で示すと、2011年度<sup>①</sup>、  
2012年度<sup>②</sup>、2013年度<sup>③</sup>と想定される。こうした見通しを7月の中間評  
価における見通しと比較すると、・・・。

以上の動きを貯蓄投資バランスでみると（図表28(1)）、見通し期間を  
通じ、家計の貯蓄率は高めに推移し、企業も大幅な貯蓄超過を続けるこ  
とから、一般政府の大幅な赤字にもかかわらず、国内部門全体での貯蓄  
超過が続く見通しである。それと表裏の関係にある経常収支は、所得収  
支を中心に、黒字で推移すると見込まれる。まず、2011年度については、  
震災によって企業収益が悪化することから、国内部門の貯蓄超過幅はい  
ったん縮小する。これは、貿易収支の赤字化に伴う経常黒字幅の縮小に  
対応している<sup>17</sup>。2012年度以降は、消費持ち直し等に伴い民間の貯蓄超過  
幅は縮小するものの、税収増などにより財政赤字の改善が進むことから、  
国内部門全体での貯蓄超過幅は再び拡大する。こうした動きは、経常収  
支の黒字幅拡大に対応している。

物価情勢の先行きを物価指数に即してみると、国内企業物価は、本年  
春頃にかけて国際商品市況が・・・、2011年度に・・・あと、2012年度

---

<sup>16</sup> 四半期の成長率でみた場合、震災後の落ち込みの反動が出る7～9月の前期比成長率が最も大きくなり、10～12月以降の成長率はそれより低めになると考えられる。半期ベースでみた場合、上期（4～9月）については、1～3月、4～6月のマイナス成長が影響し、成長率はマイナスとなることが見込まれる。一方、下期（10～3月）については、7～9月の高い成長率によるプラスのゲタが影響し、高めの成長率となることが予想される。

<sup>17</sup> 震災後、供給面の制約によって、輸出が大幅に減少したほか、輸入についても、代替品需要などから中間財や食料品が、また、火力発電需要の高まりなどから原油や天然ガス等の素原料が、それぞれ増加した（図表2(2)）。この結果、貿易・サービス収支は、本年4～8月の年率換算値で赤字となっている（図表28(2)）。

以降は、……。消費者物価については、……。こうした見通しを7月の中間評価における見通しと比べると、国内企業物価については、……。消費者物価については、……。

以上のような経済・物価情勢を踏まえると、名目所得については、……。

以下、経済・物価の変動メカニズムについて補足する。

#### (電力需給)

前述の経済見通しについては、電力需給の逼迫によって経済活動が制約されることはないとの前提に基づいている。しかし、先行きの電力需給については、引き続き不確実性が高い。今夏については、電力会社や企業による電力供給力の増強に加え、企業や家計による節電や電力使用平準化の工夫などによって、電力需給が経済活動へ与える影響は限定的にとどまった。もっとも、今後、原子力発電による電力供給がさらに減少した場合には、夏・冬場の電力需給が逼迫し、一段の節電対応によるピーク需要の抑制や火力発電等による供給力の更なる増強が必要となり、その場合、経済活動に影響が及ぶ可能性も考えられる。

#### (政府支出)

厳しい財政状況のもとで減少傾向をたどってきた公共投資は、仮設住宅の建設や社会インフラの復旧などを背景に、下げ止まりつつある(図表29(1))。今後、本格的な復興需要が顕在化するにつれて、公共投資は、増加に転じていくと見込まれる。また、瓦礫の処理など震災関係の経費(物件費等)は政府最終消費を押し上げる。今回の震災に伴い、5月2日に総額約4兆円の第1次補正予算、7月25日に総額約2兆円の第2次補正予算が成立した。また、7月29日には、政府の東日本大震災復興対策本部が「東日本大震災からの復興の基本方針」を決定した。この中で、

平成 27 年度末までの 5 年間を「集中復興期間」とし、その間の復興事業支出については、少なくとも 19 兆円程度との見方が示された<sup>18</sup>。このうち、第 1 次と第 2 次の補正予算で、合計約 6 兆円の支出が決定されており、今後、残りの約 13 兆円について予算措置が実施される見込みである。その多くは、本臨時国会で審議される予定の第 3 次の補正予算案に盛り込まれている。また、復興財源についても、所得税を中心とした臨時増税案が、本臨時国会で審議される予定である。

#### (輸出を取り巻く環境)

海外経済は、新興国・資源国に牽引される形で高い成長を続けてきたが、本年春以降、先進国を中心に、成長ペースが鈍化している(図表 30)。米国経済については、基調的にみて、家計の過剰債務や住宅市場の調整が長引き、雇用の改善も緩慢なもとで、回復のペースはごく緩やかなものにとどまっている。欧州経済は、ソブリン問題を背景とした金融環境や企業・家計マインドの悪化などから、減速が明確になっている。一方、新興国・資源国経済では、物価上昇による実質購買力の低下や金融引き締めの効果に加え、先進国経済の減速の影響などから、成長率は幾分減速している。情報関連財輸出のウエイトが高い韓国、台湾などでは、世界的な情報関連需要の弱まりの影響もみられている。ただし、新興国・資源国では、中長期的な成長期待が強いもとで、生産・所得・支出の自律的な好循環が基本的に保たれているため、総じてみれば、なお高めの成長を続けている。このため、多くの新興国・資源国では、インフレ圧力は十分に沈静化していない。

---

<sup>18</sup> 本年 7 月 29 日、政府が公表した「東日本大震災からの復興の基本方針」によると、今後 10 年間の復旧・復興対策の規模については、少なくとも 23 兆円程度との見方が示されている。

海外経済の先行きに関する中心的な見通しとしては、当面は、国際金融資本市場の緊張が残る中、先進国を中心に減速した状態が続くとみられるが、その後は、新興国・資源国に牽引される形で、再び成長率を高めていくと考えられる。このため、見通し期間中について平均的にみれば、高めの海外経済成長率を想定することができる（図表 31）。国・地域別にみると、米国経済については、緩和的な金融環境が経済の下支えに働くと考えられるものの、バランスシート調整の圧力が根強く残る中、成長のペースは緩やかなものにとどまる可能性が高い。欧州経済についても、ソブリン問題の影響が当面実体経済に作用し、景気回復の動きは抑制されたものになると考えられる。この間、新興国・資源国経済は、多くの国で、当面は幾分減速した状態で推移するとみられるが、その後は、インフレ圧力の低下に伴って、家計の実質購買力が回復することなどから、高めの成長を実現していく可能性が高い。

こうした状況を踏まえ、先行きの輸出については、見通し期間を通じてみれば、・・・と想定している。当面の動きについては、……。ただし、……（図表 32）。

海外経済減速の影響を強く受けると考えられる資本財と情報関連財についてやや詳しくみると、まず、資本財輸出については、震災後も供給制約の影響をほとんど受けず、堅調に推移してきたが、中国向けなどにおいて、ここにきて弱めの動きがみられている（図表 33(1)）。資本財輸出に先行する機械受注や工作機械受注の外需の動向をみても、4～6月以降、低下している（図表 33(2)）。2012年度にかけての半導体製造装置の販売予測も、下振れている（図表 33(3)）。ただし、世界経済が新興国に牽引される形で、再び成長率を高めていく際には、……（図表 33(4)）。

次に、情報関連財を取り巻く環境についてみると、世界の半導体出荷



はこのところ減少しており、半導体市況も軟調となっている（図表 34(1)(2)(3)）。また、韓国などアジアにおける情報関連財の出荷在庫バランスもやや悪化している（図表 34(4)）。これは、最終需要財である薄型テレビやパソコンの世界的な需要が下振れているためである。また、電子部品・デバイスの需要の弱さを指摘する声が増えているのは、米欧のクリスマス商戦に対する慎重な見方が広がり、最終需要財メーカーがそれに向けた作り込みを抑制しつつあることも影響しているとみられる。これらを踏まえると、電子部品・デバイスを中心とする情報関連財の輸出についても、……。ただし、……。

#### （海外生産シフト）

このところ、海外生産を拡大する動きが強まっている。こうした動きの最も基本的な背景は、①海外需要の趨勢的な拡大と国内市場の縮小傾向であるとみられるが、それ以外にも、②リーマン・ショック前の局面と比較した相対的な円高、③海外現地生産技術の急速なキャッチアップ、④国内生産コストの上昇懸念、などの要因が作用していると考えられる。海外生産の拡大については、国内の「産業空洞化」を招くとの懸念も聞かれるため、以下ではその点も踏まえつつ、海外生産シフトの背景やその含意について整理する。

第1に、海外需要の拡大と国内市場の縮小傾向である。わが国企業の海外生産比率は、長期間にわたって、趨勢的に上昇してきている。これは、基本的には、90年代半ばごろから、海外GDPの拡大ペースが、国内GDPのそれを趨勢的に上回るようになったことに、対応した動きであるとみられる（図表 37(1)）。今次局面における海外生産シフトも、その例外ではない。実際、最近の企業アンケートをみても、海外投資の理由として最も多いのが、現地需要への対応となっていることが確認でき

る（図表 37(2)）。

上記の内外成長率格差には、国内市場が傾向的に縮小してきていること、ないしは拡大ペースが鈍化してきていることも、寄与している。すなわち、日本の生産年齢人口は、90年代半ばから減少に転じており、自動車をはじめとする耐久消費財の国内市場には、構造的な縮小圧力がかかり続けている<sup>19</sup>。リーマン・ショック後、エコポイント制度、エコカー補助、エコカー減税などの政策効果で、自動車や家電製品の市場が一時的に急拡大したが、これらの措置が段階的に終了し、国内市場の縮小傾向が改めて意識されやすい経営環境となっていることが、企業に海外展開の強化を促す要因になっている可能性がある（図表 35(3)）。

第2に、以上の趨勢的な要因に加えて、ここ2～3年は、それ以前の局面と比べた相対的な円高が、海外生産シフトを促す方向に作用している可能性もある。すなわち、リーマン・ショックまでの数年間は、米欧を含めて世界経済が力強い成長を続ける中で、為替レートも実質実効ベースでみてかなりの円安方向に振れた（図表 35(1)）。この円安局面では、積極的な国内投資により国内生産水準を高め、輸出を大幅に拡大するという動きがみられた（図表 35(2)）。しかし、リーマン・ショック後は、米欧経済に大きな調整圧力がかかるもとの、それまでの円安の反動もあって、円の実質実効レートはかなり円高方向に振れ、国内産業の価格競争力が減退した。そうしたリーマン・ショック後の為替水準が定着するにつれて、海外生産シフトを決断する企業が増えてきている可能性がある。実際、過去の海外生産比率の動きを為替の局面ごとに要因分解すると、円高局面では数年のラグを伴って海外生産比率の伸びが加速する一

---

<sup>19</sup> 日本経済は、急速な高齢化の進展などを背景に、経済成長率の趨勢的な低下という問題を抱えていた。高齢化と中長期的な成長率との関係については、BOX 5を参照。

方、円安局面では海外生産比率の伸びが鈍化しており、為替変動が海外生産拡大のタイミングに、一定の影響を及ぼしてきたことが分かる（図表 37(3)）。

第 3 に、近年は、新興国を含む海外の技術水準が、国内にキャッチアップしてきている。かつて、アジアなどに流出していたのは、労働集約的な産業であった。典型的な例は、電機機械であり、労働集約的な組み立て加工ラインについて、中国をはじめとする新興国への移管が進んでいた。しかし、従来は内外の技術格差が大きいとみられた輸送機械などにおいても、最近では新興国の技術水準が急速に高まってきている（図表 35(4)）。

第 4 に、国内生産を巡る様々な問題も、海外生産シフトの一因として、産業界からしばしば聞かれる。具体的に、企業が懸念しているものとしては、非正規雇用に対する規制強化、他国における F T A や T P P などの進展に伴うわが国の関税率の相対的な上昇、電力コストが今後上昇する可能性、法人税率の相対的な高さ、などが挙げられる（図表 36）。このほか、震災により、サプライチェーンが寸断された場合のコストも意識されるようになった結果、生産分散化の観点からグローバルな立地戦略を見直す動きも見られている。

以上を踏まえて、先行きの海外生産比率を展望すると、基本的には、趨勢的な海外需要の拡大を背景に、中長期のトレンドに沿って上昇を続ける可能性が高い。加えて、今後 2～3 年は、2007 年頃までの円安の影響から海外生産の拡大がいったん鈍化した反動や、震災によって追加的に意識されるようになったコスト上昇やリスク分散ニーズもあって、海外生産シフトの動きは、循環的にやや速まる局面となる可能性が高い。

問題は、以上のような海外生産の拡大が、国内の投資や雇用の減少を

もたらずいわゆる「産業空洞化」につながるかどうかである。この点、過去の海外生産比率の上昇についてみれば、単にその分国内経済にマイナスの影響を及ぼしてきたわけではなく、①現地工場向け輸出増、②海外子会社からの特許使用料の受取増、③仲介貿易の増加、④海外子会社からの配当金受取や再投資収益の増加（これらは直接投資収益の受取に含まれる）といったルートを通じて、国内経済にプラスの影響ももたらしてきた（図表 38）。また、海外設備投資が増加する局面では、国内でも設備投資が増える傾向があり、その一部は、高付加価値化などを通じる国内生産の競争力強化の動きであった。このように、過去の経験に基づく限り、海外生産は、グローバル需要を取り込むと同時に、内外分業の高度化を伴いながら、進められてきた。

ちなみに、対外直接投資残高を国際比較すると、日本は、グローバル需要の取り込みが、他の先進国に比べて相当大きく立ち遅れている（図表 39）。長い目で見れば、高齢化が進む日本にとって、むしろ労働力不足が大きな問題となる可能性がある。海外生産をさらに活用することによって、①グローバル需要を一層取り込み、企業価値の増大に繋げていくとともに、②国内では労働力を産業高度化や高齢化ビジネスで活かしていく、といった取り組みを進めていくことが、日本の成長力強化にとって重要であると考えられる。

ただし、例えば、景気回復のモメンタムが十分に強まっていない局面で、大幅な円高が進むことなどによって、海外生産シフトが加速するような場合には、それによる国内生産の縮小ペースに、新たな産業や雇用機会の成長が追いつかず、全体として負の影響がしばらく残る可能性に、注意が必要である。

（企業の収益環境と設備投資）

企業収益は、・・・とみられる（図表 40）。9月短観で経常利益の計画を確認すると、まず、製造業については、大企業、中小企業ともに、上期は震災の影響から前年比で二桁の減益となるものの、下期は二桁の増益に転ずる。年度を通じてみると、製造業大企業は若干の減益、製造業中小企業は若干の増益となる計画である。非製造業についてみると、大企業は、年度を通じて減益となる見通しであるが、これには発電コストが増加している電力が大幅減益となることが影響している。非製造業中小企業については、上期減益となったあと、下期は増益に転じ、年度でも増益となる見込みである。2012年度入り後は、・・・この間、為替円高は、輸出採算を悪化させる要因となる一方、輸入コストを抑える点では企業収益にプラスに働く面もある。

こうした状況のもとで、設備投資は緩やかに増加していくとみられる。設備投資は、リーマン・ショック後にかかなり圧縮されてきたため、見通し期間においては、維持補修案件を中心に増えやすい局面にある（図表 41）。また、被災設備の修復・建替えや、耐震および事業継続体制の強化に関連する工事など、震災に起因する投資も加わると考えられる。9月短観で、2011年度の設備投資計画をみると、製造業大企業については、電気機械など組立加工業種を中心に、二桁の増加を見込んでいる（図表 42）。製造業中小企業についても、過去の年間修正パターンを前提とすると、かなりの増加で着地する可能性が高い。一方、非製造業については、大企業は、震災の影響による工事の先延ばしなどから、前年比でやや減少となっている。非製造業中小企業については、上方修正の動きはみられるが、例年に比べると弱めの計画となっている。全体をGDPベース（金融機関を含む全産業、ソフトウェアを含み土地を除く）でみると、前年比+4.5%と比較的しっかりとした計画となっている。ただし、見通

し期間の終期にかけては、企業の期待成長率が1%を超えていかないとすれば、設備投資の伸びは幾分減速していく可能性が高い(図表43)。

#### (雇用・所得環境と家計の支出行動)

震災後の雇用環境を振り返ると、経済の急激な落ち込みに対しては、①多くの企業が震災を一時的なショックとみなしていたこと、②雇用調整助成金の支給要件緩和などの措置が迅速にとられたこと、などによって、大規模な雇用調整は回避された。このため、経済活動の変動による労働需要の低下への対応は、主として労働時間の調整によって行なわれた(図表44(1))。最近では、生産を中心とした経済活動の持ち直しに伴い、製造業を中心に労働時間が再び増加傾向にあるほか、求人についても、被災地を含めて回復傾向にある。

賃金については、中小企業を中心に、震災の影響は主に賞与の動きに現れている(図表44(2))。この夏の大企業の夏季賞与については、昨年度の企業業績がラグをもって影響しプラスで着地したが、企業業績からのタイムラグが短い中小企業の賞与については、震災の影響によって弱めとなった。

先行きについては、経済活動の持ち直しが雇用・所得環境にもプラスの影響を及ぼしていくとみられる。ただし、2011年度中は、雇用面では余剰人員を活用する余地があるため目立った増加は見込めないこと、賃金面でも民間賞与の抑制などがマイナスに働くことなどから、回復力に乏しい状態が続く可能性が高く、雇用や賃金の増加基調が明確になるのは、2012年度以降になると考えられる(図表44(3))。この間、労働分配率(雇用者報酬/名目GDP)は、2011年度上期にいったん上昇したあと、2011年度下期には反落し、その後緩やかに低下する見通しである(図表44(4))。2011年度中に大きな振幅が生じるのは、分母である名目GDP

Pが震災によって大幅に変動するためである。

なお、就業者一人当たり労働生産性は、震災の影響による経済活動の落ち込みを反映して、一時的に低下し、1995～2005年のトレンドを5%程度下回った(図表45(1))。こうした動きは、企業の雇用過剰感の高まりに繋がったが、要件が緩和された雇用調整助成金の支給増加もあって、雇用保蔵が生じている(図表45(2))。このため、今後、経済活動の水準が高まっても、雇用者数や失業率などに示されるマクロの労働需給の改善ペースは、緩やかなものとなる可能性が高い(図表45(3))。ただし、2011年度下期については、自動車の挽回生産や被災地での復興需要の顕在化に伴い、地域・産業によっては、労働需要が急速に高まり、ミスマッチから賃金が上昇する可能性もある。

個人消費については、以上のような雇用・所得環境のもとで、当面、目立った増加は見込めないものの、底堅く推移するとみられる。やや詳しくみると、大型小売店販売については、震災前の水準を概ね取り戻したあとは、天候要因に左右されつつも底堅く推移している。耐久消費財をみると、家電は、薄型テレビやハードディスク・レコーダーなどにおいて、アナログ放送終了前の大規模な駆け込み需要の反動が出ており、当面、弱い動きが続くとみられる。一方、自動車については、持ち直し傾向が続いており、当面は、既往の受注残への対応に加え、2012年3月末に予定されるエコカー減税終了前の駆け込み需要も見込まれるため、堅調な販売が見込まれる。旅行などサービス関連消費についても、財に遅れる形で、次第に持ち直していくとみられる。この間、被災地においては、生活再建に向けて毀損した財を買い替える動きが持続し、当面の消費全体の下支えに寄与すると考えられる。消費者マインド指標をみると、震災直後に大幅に落ち込んだが、その後、持ち直している(図表46(1))。

これを関数で要因分解すると、①株価のボラティリティに現われる雇用・所得環境の不確実性が薄らいだこと、②関数推計値で説明できない残差が縮小したことが、寄与している（図表 46(2)）。この残差には、震災後の自粛、鉄道・電力などのインフラ制約、余震リスクや原子力発電所の事故の帰趨に対する懸念、などの要因が含まれていると考えられる。これらに起因する不安が徐々に和らいだことが、マインド指標の改善に繋がっており、そうした傾向は、今後も当面持続するとみられる。ただし、最近では、世界的な景気下振れ懸念を背景に、株価が大きく下落し、ボラティリティも高まっているだけに、当面、消費者が雇用・所得環境の先行きに対する不安を高め、マインドの改善傾向が一服した状態となる可能性がある。

この間、やや長い目で消費性向の動きをみると、2008 年度以降、定額給付金や子ども手当など、家計への所得移転が進み、実質可処分所得が増加する中で、消費が相対的に抑制されていたため、緩やかに低下してきた（図表 47(1)(2)）。この背景には、財政赤字拡大を背景とした負担増に関する将来不安などがあると考えられるが、こうした要因は見通し期間中にはある程度残ると考えられる。このため、先行きの消費性向は、高齢者比率の高まり等が押し上げに寄与しつつも、上昇ペースはきわめて緩やかになると考えられる。

以上を踏まえつつ、個人消費の先行きを展望すると、経済活動が回復を続け、余震や原子力発電所事故問題の心理面への影響が弱まるにつれて、サービス関連を含め次第に底堅さを増していくと予想される。もともと、雇用・所得環境の改善が緩やかなことや、家計が財政や社会保障の将来に対して漠然とした不安を持ち続ける可能性が高いことなどを踏まえると、個人消費の回復ペースは、見通し期間を通じて緩やかなもの



にとどまると考えられる。

住宅投資については、震災の影響による供給制約の解消などから、このところ持ち直しの動きが明確になっている。先行きについては、被災した住宅を再建する動きが出てくるほか、雇用・所得環境の改善や低金利などを背景に、被災地以外の住宅投資も底堅く推移するとみられるため、全体として緩やかに増加していくと考えられる。

#### (物価変動を取り巻く環境)

国際商品市況は、4月まで上昇したが、5月にやや大きく下落したあと、横ばい圏内で推移した(図表48)。9月以降は、世界経済の減速懸念などを背景に、再び下落している。先行きについては、当面、世界経済が減速した状態が続くことから、国際商品市況も横ばい圏内の動きにとどまるとみられる。世界経済が減速局面を脱し、再び成長率を高めていけば、国際商品市況も緩やかに上昇することが想定される。

こうした国際商品市況の動きを踏まえると、国内のエネルギー価格や食料品価格については、国際商品市況が本年春頃にかけて大きく上昇していたことを反映して、2011年度後半までは、前年比伸び率を高めるとみられるが、その後は、為替円高の影響もあって、いったん前年比伸び率が鈍化する。2012年度後半以降は、国際商品市況が緩やかに上昇するとの想定のもとで、緩やかながらも前年比伸び率を再び高めていくと考えられる。

予想物価上昇率についてみると、消費者物価の基準改定により指数の前年比がかなり下方改定となったあとも、中長期の予想物価上昇率は特段変化していない(図表49)。

需給ギャップについては、震災後、一時的にマイナス幅が拡大したが、経済活動が持ち直すにつれて、改善に向かっていると考えられる(図表

50(1))。先行きについても、・・・<sup>20</sup>。

消費者物価と需給ギャップの間には、やや長い目でみると緩やかな正の相関関係があると考えられる。実際、消費者物価（除く食料・エネルギー）の動きを需給ギャップとの関係で見ると、これまでのところ、マクロ的な需給バランスが徐々に改善する中で、下落幅が徐々に縮小してきている（図表 51(1)）。基準改定の影響を受けにくい連鎖指数についても、同様の関係が確認できる（図表 51(2)）。先行きの消費者物価（除く生鮮食品）については、・・・。

なお、過去においては、連鎖指数の前年比は、通常の固定基準年指数の前年比に比べて、基準年（現在は 2010 年）から時間が経つにつれ、低めとなる傾向があった。こうした点を踏まえると、連鎖指数の 2013 年頃の前年比は、固定基準年指数を念頭に置いた今回の消費者物価見通しに比べて、若干低くなっている可能性が高い<sup>21</sup>。

以 上

---

<sup>20</sup> 潜在成長率については、リーマン・ショック後の経済の落ち込みを受けて、資本ストックの伸びが鈍化したことなどから、一時的に 0% 近傍まで低下した（図表 50(2)）。その後、経済が緩やかに成長する中で、資本ストックの伸びや潜在的な労働投入量の改善などもあって、緩やかに伸び率は高まっている。見通し期間中の潜在成長率については、生産関数アプローチに基づく一定の手法で推計すると、「0% 台半ば」と計算される。ただし、潜在成長率は、推計手法や今後蓄積されていくデータにも左右される性格のものであるため、相当幅をもってみる必要がある。

<sup>21</sup> 連鎖指数の前年比と通常の固定基準年指数の前年比の乖離幅は、各年の支出ウエイトの変化などにより、変動する可能性がある。

### (BOX 1) 今夏の節電効果

今夏の電力需要の実績をみると、ピーク需要でも、総消費量でも、2010年度と比べて大幅に減少している(図表52(1)(2))。これには、昨年の記録的な猛暑に比べれば、この夏の気温が低めであったことも寄与しているが、企業や家計の節電対応の影響も大きいと考えられる。

詳しいデータが利用可能な総消費量について、電力会社別の内訳をみると、電力使用制限令の発動された東北・東京電力管内では、7～8月には、前年水準を14%下回っている(前掲図表8(1))。また、用途別の内訳をみると、産業用(工場向け等)、業務用(事務所向け等)、電灯(家庭向け等)、いずれの用途についても、前年比でマイナスとなっている(前掲図表8(2))。これらからすると、節電は、東北・東京電力管内を中心に、企業・家計双方の努力によって、達成されたと考えられる<sup>22</sup>。

こうした今夏の節電は、①電力消費の週間パターン等を平準化させることによってピーク需要を低下させる効果(平準化効果)と、②総消費量を減少させる効果(総消費量の低減効果)、の2つに大別できる。

まず、①の平準化効果についてみると、自動車業界等が勤務シフトを開始した7月より、とくに木・金曜の消費電力量が減少する一方、土・日曜の消費電力量の相対的な割合が上昇していることが確認できる(前掲図表8(3))。また、日中のパターンをみても、夜から朝にかけての消費電力量の割合が高まる一方、日中の消費電力量が大きく抑制される形で平準化がなされている(前掲図表8(4))。

また、②の総消費量の低減効果について、産業用、業務用、電灯の消費電力量を、それぞれ経済活動指数や気温で回帰した推計結果を用いて外挿した推計値と実績値の乖離をみると、夏にかけて、残差のマイナス寄与が拡大している(図表52(3)(4)(5))。これは、同じような気温のもとで同程度の経済活動を行う場合でも、過去に比べて少ない電力しか使われなかったことをあらわしており、節電が進んだことを示唆している。

<sup>22</sup> 東京電力は、同社管内における節電効果について、「8月の高気温発生時の需要水準は、昨夏の同じような気温の時と比較すると、約900万kW～約1000万kW低い水準となった」としている(9月26日公表のプレスリリース)。

## (BOX 2) 被災地の経済動向

3月11日に発生した東日本大震災は、東北地方の太平洋側を中心に、大きな被害をもたらした。多数の人的被害のほか、社会資本や民間設備の毀損に加え<sup>23</sup>、原子力発電所などの事故の影響から電力不足が生ずることとなった。こうした供給制約の問題に加え、余震リスクや将来不安などを背景に、企業や家計のマインドも大きく落ち込むこととなり、需要面からも経済が下押しされた。経済活動の低下は、サプライチェーン障害の影響もあって全国で生じたが、震災直後はとりわけ被災地での落ち込みが大きかった。

その後の被災地の経済活動をみると、供給面での制約が緩和される中で、復旧・復興のための支出が拡大しているほか、マインド面の改善もあって、民間の経済活動も回復している。詳しくみると、まず、公共工事については、仮設住宅の建設が進んだほか、道路などの社会インフラの復旧も進められていることから、被災地の公共工事請負金額は高い伸びとなっている（図表53(1)）。新設住宅着工戸数も、このところ、はっきりと増加に転じている（図表53(2)）<sup>24</sup>。これらを背景に、被災地の求人は、建設業を中心に増加しており（図表53(3)）、家計関連のマインドも、震災で大幅に落ち込んだ反動もあって、大きめの改善となっている（図表53(4)）。こうしたもとの、被災で毀損した財を修復するないし再構築するための需要もあって、被災地の個人消費は、全国と比べても、強めの動きとなっている（図表53(5)(6)）。

先行きについては、7月に公表された「東日本大震災からの復興の基本方針」のもと、本格的な復興のための公共投資関連支出が増加すると見込まれる。また、民間においても、インフラ関連投資、企業設備・住宅の修復・建替えや耐震強化などを中心に、支出活動は増加していくと考えられる。

<sup>23</sup> 東日本大震災の被害額について、内閣府の推計では、総計で約16兆9千億円となっている（2011年6月24日公表）。このうち、住宅・店舗・工場などの建築物の被害額は約10兆4千億円、電気・水道・ガスなどのライフライン施設が約1兆3千億円、港湾・空港・道路などの社会資本が約2兆2千億円、農地など農林水産関係が約1兆9千億円、その他が約1兆1千億円となっている。

<sup>24</sup> 被害の大きかった宮城県、岩手県、福島県の被災状況を見ると、住宅の全壊・半壊は約27万戸（3県の住宅ストックの約1割）となっている。

### (BOX 3) 消費者物価の基準改定

本年8月に、5年に1度行なわれる消費者物価の基準改定が実施された。基準改定では、①個別品目の指数水準を2010年=100にリセットし全体の指数水準を計算する、②消費支出の変化を踏まえウエイトを更新する、③商品の消費構成比の変化に合わせて品目を改廃する、④個別品目の価格指数についてモデル式などの変更を行なう<sup>25</sup>、といった変更が行なわれた。

今回の基準改定により、消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比は、1～7月の平均で、0.6%ポイント下方修正された(図表54(1))。これを品目別にみると、テレビが下方修正に大きく影響しているほか、パソコンなどの他の耐久消費財も下方修正に寄与している(図表54(2))<sup>26</sup>。また、効果別にみると、指数水準を基準年=100にリセットし直すことによる効果が、下方修正の主因となっている(図表54(3))。

過去の基準改定の状況をみると、2000年までは、基準改定時の改定幅は小幅にとどまっていたが、2000年以降の下方改定幅は、情報関連財などの価格変化の大きい財のウエイトが高まったこともあって、過去と比べて大きくなっている(図表54(4))。2000年の基準改定時の下振れは、パソコンが新規品目として採用された効果が大きい。2005年の基準改定時の下振れは、携帯電話通話料のモデル式変更の効果が大きいほか、耐久消費財のリセット効果も寄与している。

このように、近年、消費者物価指数の前年比は、基準改定の度に非連続的に下方修正されている。その点、連鎖指数や刈込平均値には、基準改定の影響が小さいというメリットがある<sup>27,28</sup>。連鎖指数は、ウエイトを毎年更新して

<sup>25</sup> 航空運賃や電気代、携帯電話通話料などについては、サービス料金体系が多様で銘柄の規定が困難であり、価格も一様でないため、小売物価統計調査による価格のほか、業務統計などの資料を用いたモデル式により指数が算出されている。

<sup>26</sup> わが国の消費者物価指数において、パソコンをはじめとした耐久消費財の価格下落幅は、欧米主要諸国と比べても大きい。

<sup>27</sup> 連鎖指数の前年比は、通常の固定基準年指数の前年比に比べ、5年ごとの基準改定時に大きな段差は生じにくいと考えられるが、全く段差が生じない訳ではない。例えば、前回2006年の基準改定時には、下方改定の要因として、品目改廃やモデル式の変更の影響が大きかった。こうしたケースでは、連鎖指数でも基準改定時に相応の段差が生じ

いるほか、指数水準も毎年リセットしているため、固定基準年指数に比べて、基準改定時の段差が生じにくいという性質を持っている。一方、刈込平均値は、極端に上昇・下落している品目を控除し、残った品目の前年比を加重平均して作成する。控除の過程で基準改定前後の段差をもたらす品目を取り除かれやすい傾向があるほか、各品目の指数そのものではなく前年比を加重平均することは前年水準を100にリセットすることと同等の効果をもつ。実際、これらの指数の動きをみると、基準改定前後では、大きな段差がみられず、いずれの指数も、2009年末頃から、緩やかに改善してきていることが確認できる（前掲図表11(2)）。

---

ることになる。

<sup>28</sup> 刈込平均値については、「経済・物価情勢の展望（2010年4月）」BOX1を参照。

#### (BOX 4) 金融環境を評価するための指標

金融政策は、政策金利の変化を出発点として、金融資本市場を通じて、経済全体に波及していく。したがって、金融環境の緩和度合いについては、政策金利の水準だけでなく、実質金利、リスク・プレミアム、金融機関行動など様々な要素を考慮して、総合的に評価していくことが必要である。

##### ① 実質金利

経済主体の支出行動を決定する要因としては、名目金利とともに、名目金利から予想物価上昇率を差し引いた実質金利も重要である。その際、予想物価上昇率は正確には把握できないため、簡便法として、名目金利から物価上昇率の実績を差し引いて、実質金利を計算することが多い。

政策金利について、こうした簡便な尺度で実質政策金利を算出し、潜在成長率（引き締めでも緩和でもない実質金利水準の代理変数）と比較すると、日本では、低金利の緩和効果はなお減殺されている面がある（図表 55）。これに対し、米欧では、実質政策金利がかなり緩和的な水準にある。

企業や家計が、投資や借入を行う際に直面する、長めの金利の実質化については、予想物価上昇率として、どの指標を用いることが適当か判断することが、より難しくなる。ひとつの方法としては、アンケート調査によるエコノミストの長期の予想物価上昇率を用いることが考えられる（前掲図表 49）。例えば、コンセンサス・フォーキャストの 2011 年 10 月調査における 6～10 年先の予想物価上昇率をみると、日米独は、それぞれ 1.0%、2.2%、1.8% となっている。これらを 10 年物国債利回りから差し引いて、日米独の長期実質金利を試算すると、全ての国で、このところ概ねゼロ%程度で推移している。

ただし、短期、長期ともに実質金利の値は、予想物価上昇率の仮定等により大きく変わり得るものであり、その水準については、幅を持つてみる必要がある。

##### ② リスク・プレミアム

民間経済主体は、政策金利や、国債金利に代表されるリスクフリー・レートで資金を調達しているわけではない。リスクフリー・レートにリスク・プ

レミアムを加算したものが、民間経済主体の直面する調達金利となる。CP・社債の場合、リスク・プレミアムの基本的な決定要因は、発行体の倒産確率と倒産時の回収率に関する投資家の評価であるため、信用スプレッドという用語を用いることも多い。

信用スプレッドは、たとえ政策金利が不変のもとでも、金融資本市場が不安定化し、投資家のリスク回避姿勢が厳しくなった場合には、大きく拡大し、金融環境の引き締め度度を高めることになる。社債の信用スプレッドを日米欧で比較すると、米欧のスプレッドは急速に拡大しているが、わが国のスプレッドは低位で安定している（前掲図表 15(2)）。信用スプレッドは、リーマン・ショック後のように、金融市場の緊張が著しく高まる局面では、急激な上昇を示す傾向がある点に注意する必要がある。

### ③ 金融機関行動

民間経済主体の資金調達構造は、国によって大きく異なるが、わが国では銀行借入のウェイトが相対的に高いことから、金融機関行動を巡る動向は、金融環境を評価するうえで、きわめて重要である。

貸出市場の緩和・引き締め度合いは、最終的には企業行動、ひいては実体経済への影響という観点から評価するのが妥当であるため、借入企業が銀行からの資金調達のしやすさについてどう感じているか、という主観的な情報を、定量的に把握できればよい。この点で、短観などのサーベイ調査における企業からみた金融機関の貸出態度判断は、企業が実感する金融緩和の度合いを示す有益な指標である（前掲図表 25(1)）。また、金融機関に対するサーベイ調査では、資金供給サイドで意識されている貸出運営スタンスをチェックすることができる。金融機関に対するサーベイ調査には、他の主要国にも類似のデータがあつて国際比較が可能、という利点もある。ちなみに、足もとの実績を国際比較すると、欧州では貸出スタンスが慎重化している一方、わが国では積極的なスタンスが維持されていることを確認できる（前掲図表 26）。

短期金融市場をはじめ、銀行を取り巻く資金調達環境は、貸出金利に大きな影響を及ぼすため、これらに関連する指標も、金融環境を評価するうえで重要である。例えば、オーバーナイトの政策金利が低水準であっても、短



期金融市場の緊張が高まり、銀行間のターム物金利が上昇すれば、銀行は貸出スタンスを慎重化し、金融環境の引き締め度が高まる可能性がある。銀行間のターム物金利の信用スプレッドを円、ドル、ユーロで比較すると、ユーロで大幅に上昇しているほか、ドルでも足もとやや上昇しているのに対し、円ではきわめて低水準で安定的に推移している（前掲図表 15(1)）。

（まとめ）

簡便法で実質化した政策金利の水準を機械的に見る限り、わが国では、米欧に比べてやや高めとなっている。しかし、より重要なことは、①政策金利から長めの金利への波及はどうか、②リスク・プレミアムがどの程度抑制されているか、という二つの要素が加わった結果として、最終的に企業の資金調達環境や資金調達コストがどの程度緩和的であるかを、評価することである。そうした評価軸で見れば、米欧の金融環境は足もと引き締めり方向の動きが見られる一方、日本の金融環境は緩和の動きが続いている。日本銀行は現在、包括的な金融緩和政策のもとで、資産買入等の基金を通じて、幅広い金融資産を買い入れている。その狙いは、上記の2つの要素に対応する金融緩和環境の醸成、すなわち、長めの市場金利の低下を促すことと、リスク・プレミアムの縮小を促すことである。さらに、包括緩和による潤沢な流動性の供給は、金融機関の資金調達環境に安心感を与えることを通じて、企業金融のアベイラビリティにも、ポジティブな影響を与えることを企図している。

なお、マネタリーベースという量的指標に、しばしば言及されることがある。この指標で金融環境の緩和度合いを測ることは適切でないが、マネタリーベースの対名目GDP比率を確認しておくと、わが国の水準は米欧を上回っている（図表 56）。

### (BOX 5) 高齢化と中長期的な成長率

2000年代におけるわが国の実質GDP成長率は、他の先進諸国と比べ、低い水準にとどまっている(図表 57(1))。わが国の労働生産性の伸び率(=就業者一人当たりの実質GDP成長率)は、先進国の中でも上位に位置しており、この間の就業者数の減少が、一国全体の成長率の抑制要因として作用してきていると考えられる。

このところの就業者数減少の背景には、急速な高齢化による生産年齢人口の減少がある(図表 57(2))。生産年齢人口は、1995年頃をピークに減少に転じ、2000年台入り後、その減少ペースが加速している。先行き、生産年齢人口がさらに減少すれば、労働供給量の減少を通じて、供給面から成長率を下押しする可能性がある。また、需要面においても、企業が高齢者の消費ニーズをうまくとらえきれない場合は、生産年齢人口の減少は国内市場の縮小要因になる。

先行きのわが国の人口動態をみると、更なる高齢化の進展によって、人口の減少ペース以上に生産年齢人口の減少ペースは加速する見通しである。その結果、人口一人当たりGDPの伸び率は、就業者一人当たりGDPの伸び率に比べて、年平均0.5%弱低いものにとどまると考えられる。逆に言えば、わが国のように急速に高齢化が進む場合、人口一人当たりのGDPの伸び率を維持するためには、就業者一人当たりのGDPの伸び率、すなわち労働生産性の上昇率を、その分、余計に高めなければならない。あるいは、労働参加率を高め、人口と就業者の減少率の格差を縮小する必要がある(図表 57(3))。労働生産性の伸び率をさらに高めていくためには、グローバル需要を積極的に取り込むとともに、国内では医療や介護サービスなど潜在需要が見込まれる分野で市場開拓力を高めることなどが重要である。また、労働参加率の向上の観点からは、とくに女性や高齢者の労働市場への参加を促すような環境を整備していくことが重要である。

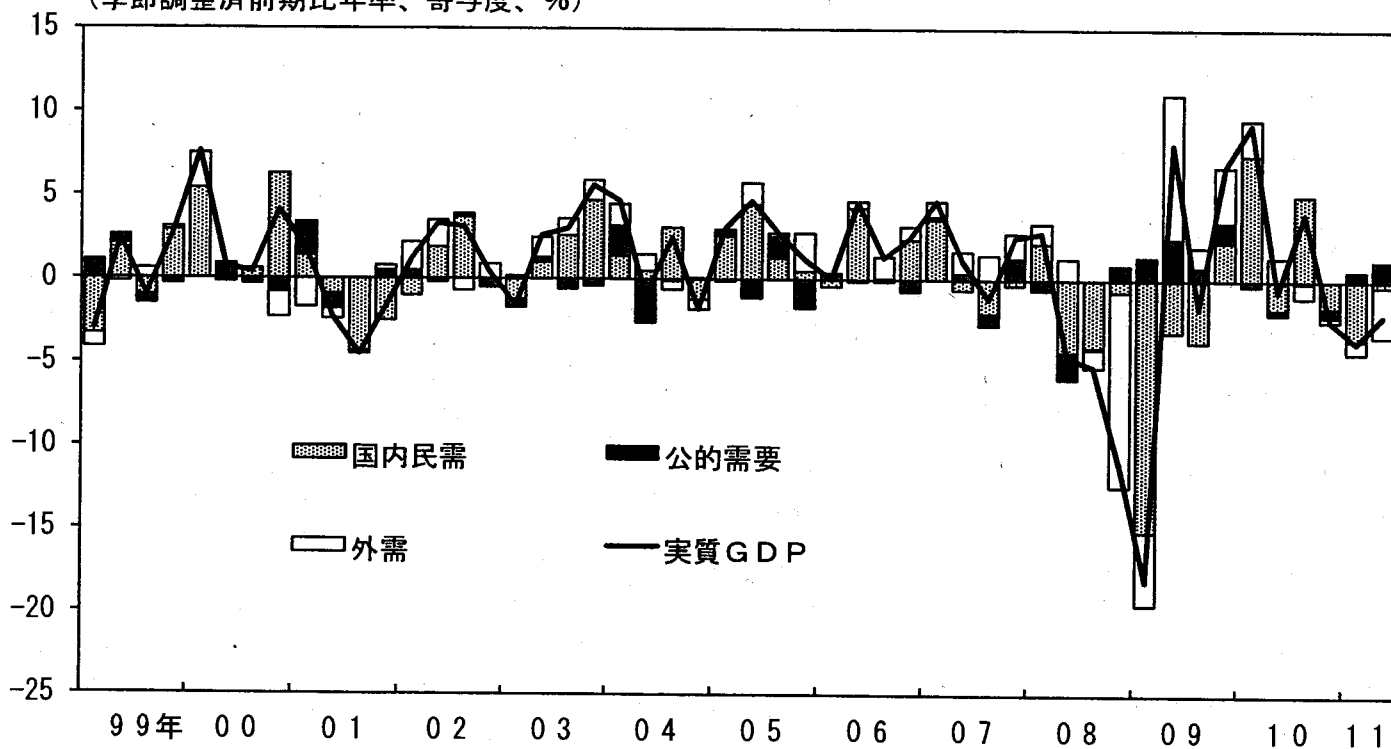
## 経済・物価情勢の展望（2011年10月）参考計表

<p>(図表 1) 実質GDPと業況判断</p> <p>(図表 2) 輸出入</p> <p>(図表 3) 鉱工業生産</p> <p>(図表 4) 企業収益と設備投資</p> <p>(図表 5) 個人消費</p> <p>(図表 6) 住宅投資</p> <p>(図表 7) 雇用者所得</p> <p>(図表 8) 電力需要の動向</p> <p>(図表 9) 生産要素の稼働状況</p> <p>(図表10) 企業物価</p> <p>(図表11) 消費者物価(1)</p> <p>(図表12) 消費者物価(2)</p> <p>(図表13) ソブリン・リスク・プレミアム</p> <p>(図表14) 米欧の株価とボラティリティ</p> <p>(図表15) 主要国金融市場の信用スプレッド</p> <p>(図表16) 政策金利</p> <p>(図表17) 短期金利</p> <p>(図表18) 長期金利</p> <p>(図表19) 株価・REIT市場</p> <p>(図表20) 為替相場</p> <p>(図表21) CP市場</p> <p>(図表22) 社債市場</p> <p>(図表23) 貸出・マネーストック</p> <p>(図表24) 金利水準と実体経済</p> <p>(図表25) 企業金融</p> <p>(図表26) 日米欧における銀行の貸出運営スタンス</p> <p>(図表27) 地価</p> <p>(図表28) 貯蓄投資バランス</p> <p>(図表29) 公共投資と政府債務残高</p> <p>(図表30) 海外経済</p> <p>(図表31) 海外経済と実質実効為替レート</p> <p>(図表32) 財別輸出</p> <p>(図表33) 資本財輸出を取り巻く環境</p> <p>(図表34) ITサイクル</p> <p>(図表35) 輸出を取り巻く環境</p>	<p>(図表36) 国内生産を巡る環境</p> <p>(図表37) 海外現地生産(1)</p> <p>(図表38) 海外現地生産(2)</p> <p>(図表39) 対内外直接投資</p> <p>(図表40) 企業収益</p> <p>(図表41) キャッシュ・フローと設備投資</p> <p>(図表42) 設備投資計画</p> <p>(図表43) 資本ストック循環</p> <p>(図表44) 雇用・賃金</p> <p>(図表45) 労働市場の需給環境</p> <p>(図表46) 消費者マインド</p> <p>(図表47) 可処分所得・消費性向・貯蓄率</p> <p>(図表48) 国際商品市況と海外経済</p> <p>(図表49) 物価の見方</p> <p>(図表50) 需給ギャップと潜在成長率</p> <p>(図表51) 需給ギャップとインフレ率</p> <p>(図表52) 今夏の節電効果</p> <p>(図表53) 被災地の経済動向</p> <p>(図表54) 消費者物価の基準改定</p> <p>(図表55) 日米欧の実質政策金利と潜在成長率</p> <p>(図表56) 日米欧のマネタリーベース</p> <p>(図表57) 人口成長と経済成長</p> <p>(参考図表) 地域別の景気の総括判断 (地域経済報告)</p>
--	---

# 実質GDPと業況判断

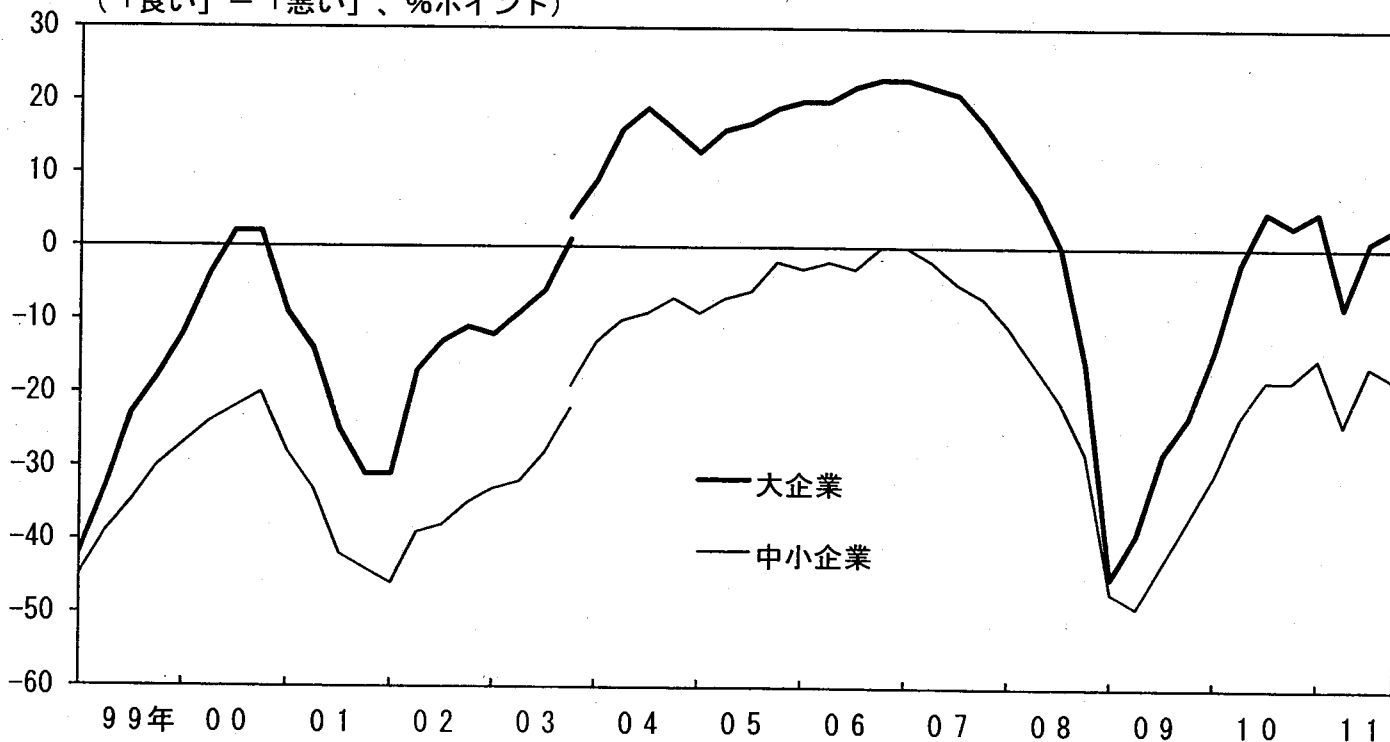
## (1) 実質GDP

(季節調整済前期比年率、寄与度、%)



## (2) 業況判断

(「良い」 - 「悪い」、%ポイント)

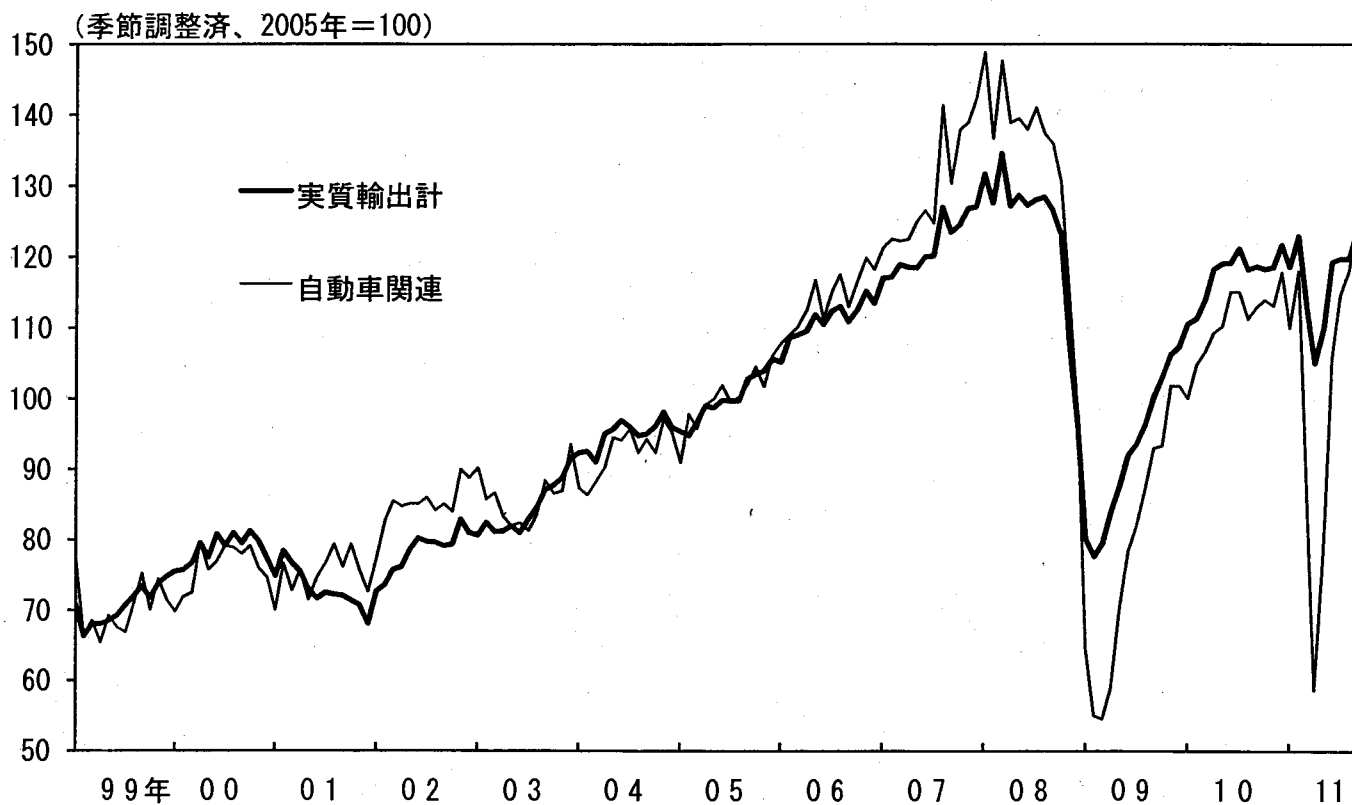


(注) 1. 短観ベース。計数は、全産業合計。2011/4Qは、2011/9月調査時点の企業の予測値。  
2. 2004/3月調査より見直しを実施。旧ベースは2003/12月調査まで、新ベースは2003/12月調査から。

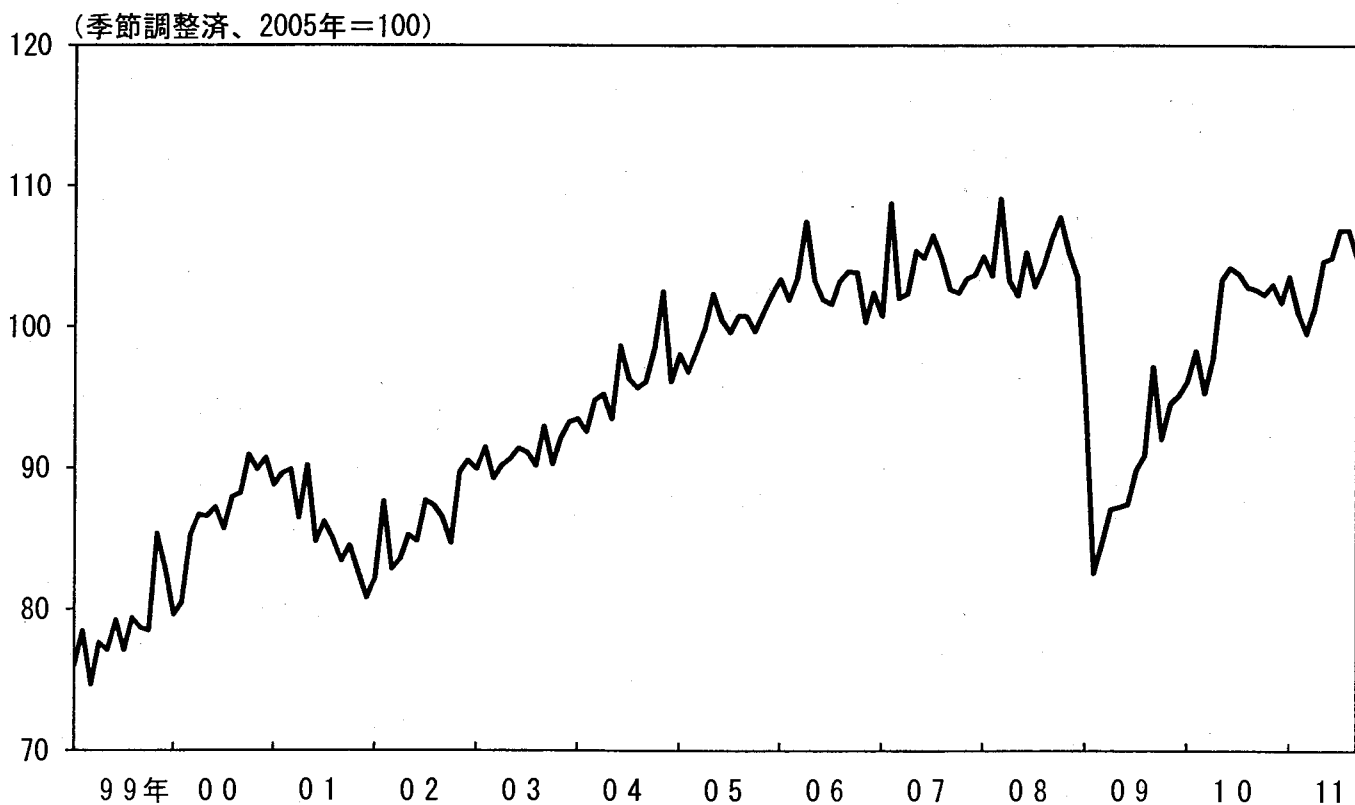
(資料) 内閣府「国民経済計算」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

# 輸出入

## (1) 実質輸出



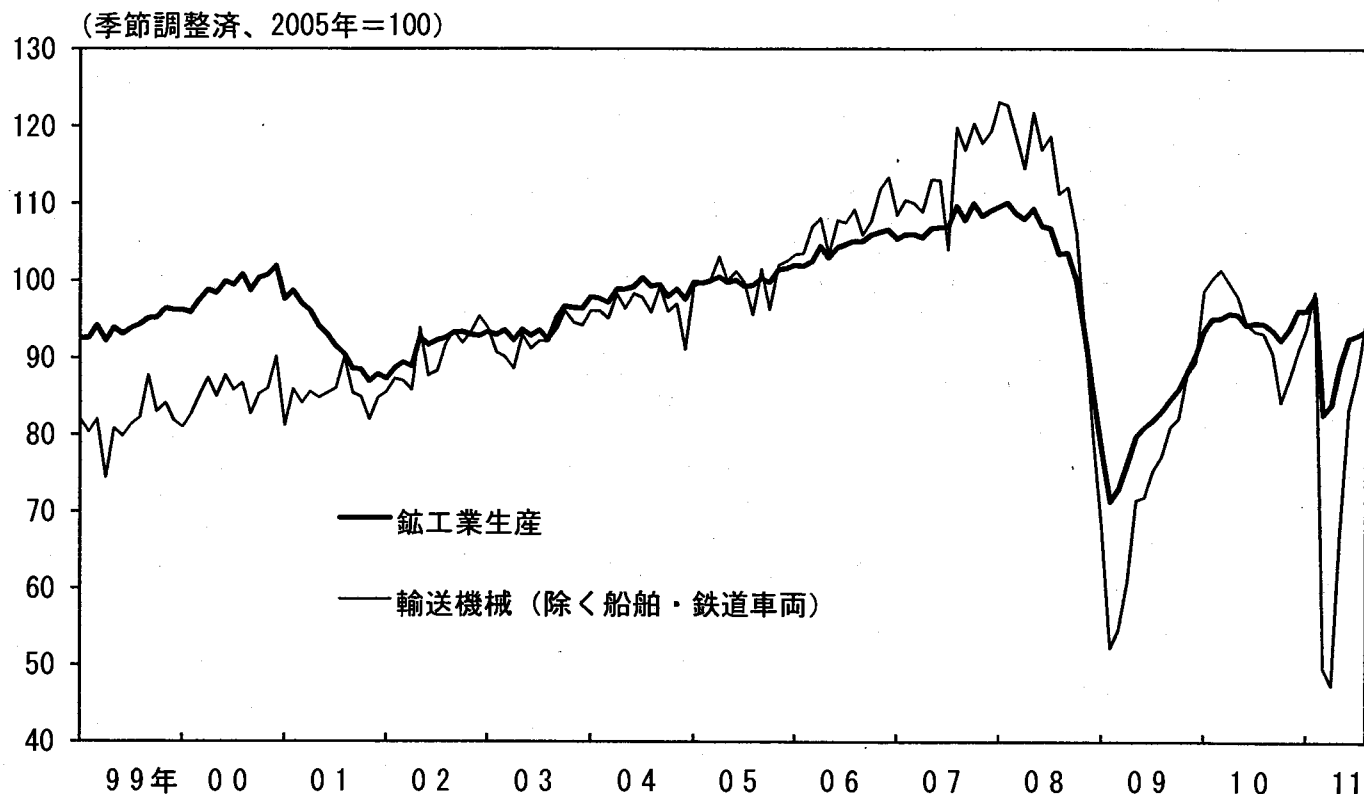
## (2) 実質輸入



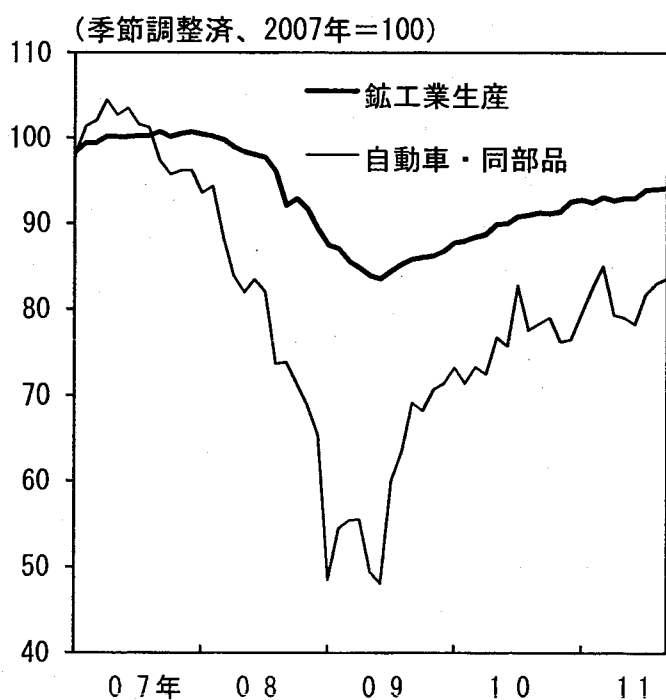
(資料) 財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」

# 鋳工業生産

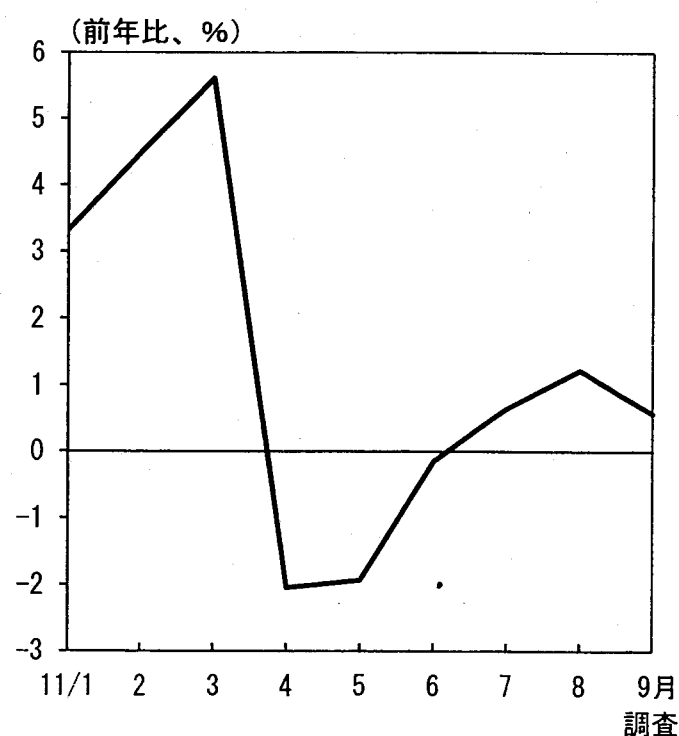
## (1) 日本の鋳工業生産



## (2) 米国の鋳工業生産



## (3) 鋳工業生産のエコノミスト予測 (日本)



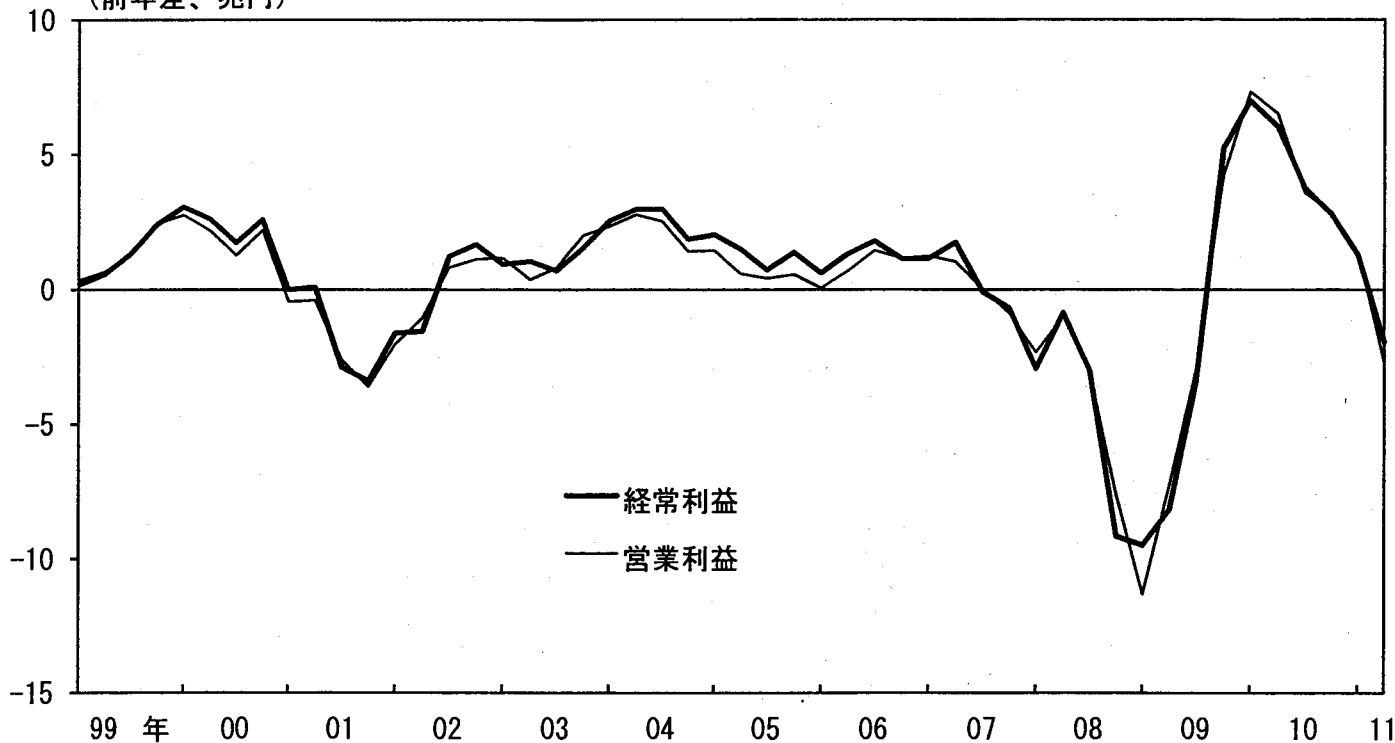
(注) 各調査時点における2011年度の予測値。

(資料) 経済産業省「鋳工業指数統計」、経済企画協会「ESPフォーキャスト調査」、FRB「Industrial Production and Capacity Utilization」

# 企業収益と設備投資

## (1) 企業収益

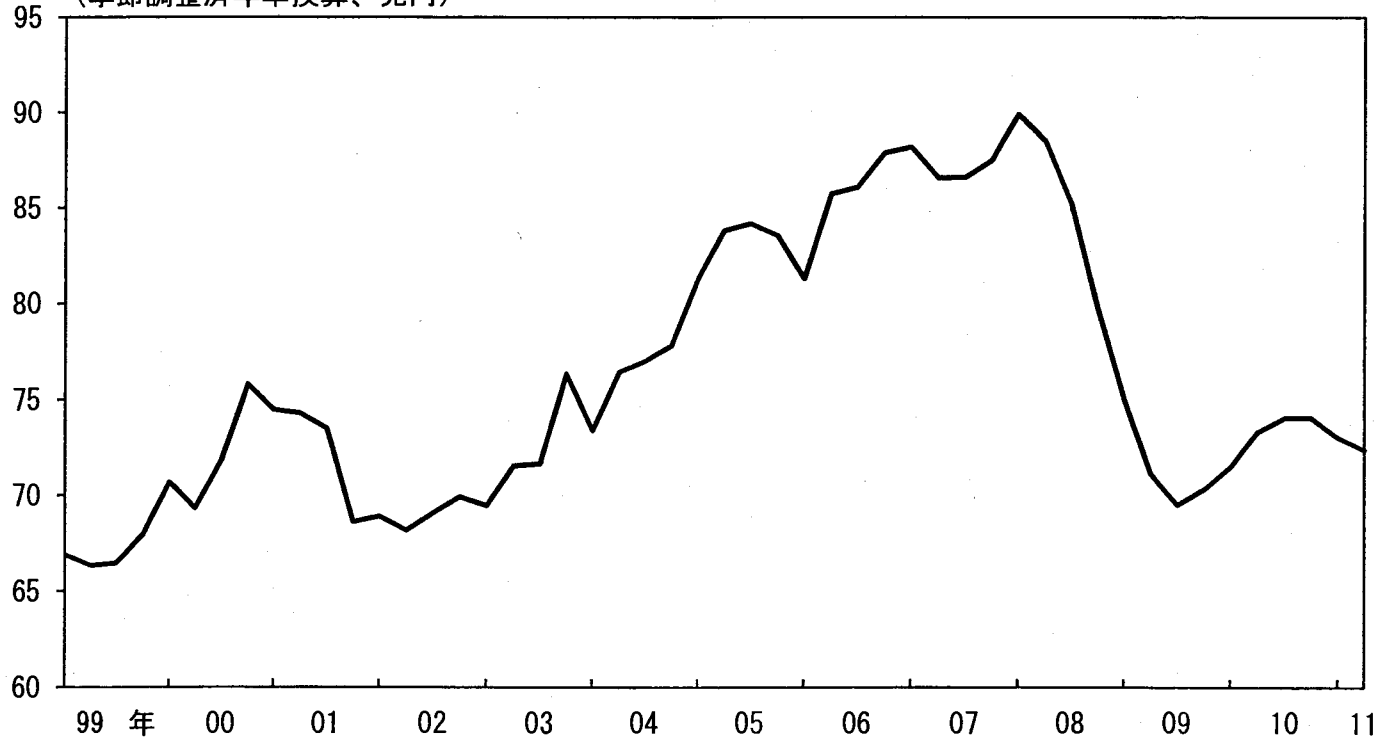
(前年差、兆円)



(注) 法人季報ベース。計数は、全産業全規模合計。金融業、保険業を除く。

## (2) 設備投資

(季節調整済年率換算、兆円)



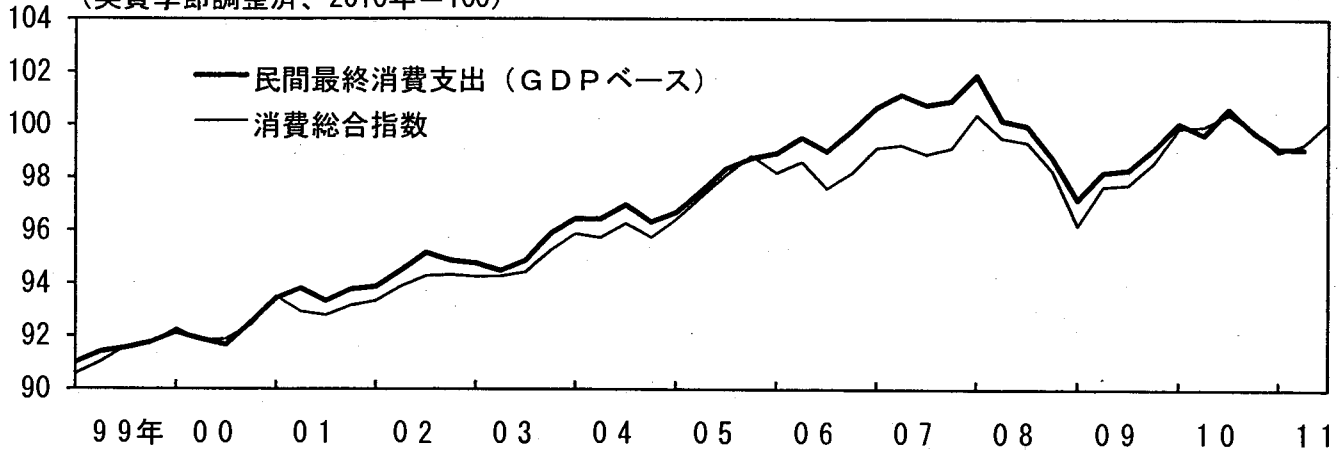
(注) GDPベース。計数は、実質民間企業設備投資。

(資料) 財務省「法人企業統計季報」、内閣府「国民経済計算」

# 個人消費

## (1) 民間最終消費支出・消費総合指数

(実質季節調整済、2010年=100)

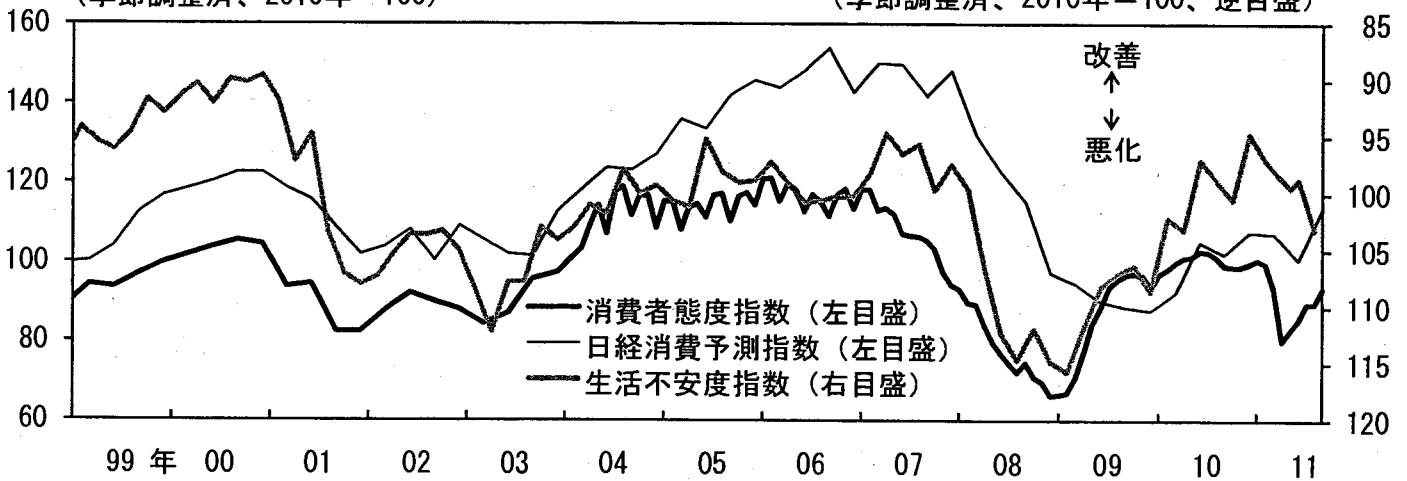


(注) 消費総合指数の2011/3Qは、7~8月の値。

## (2) 消費者コンフィデンス指標

(季節調整済、2010年=100)

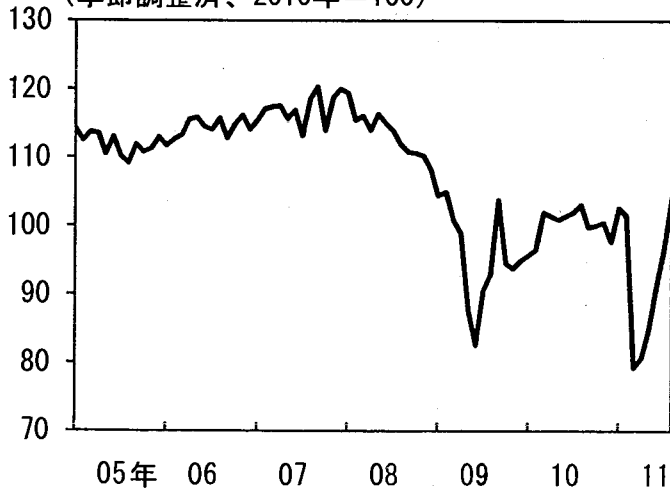
(季節調整済、2010年=100、逆目盛)



(注) 調査が実施されていない月については、線形補間を実施。

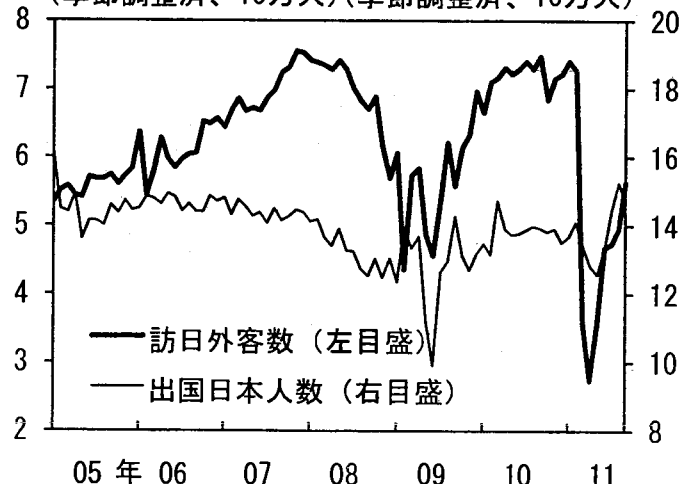
## (3) 旅行取扱額

(季節調整済、2010年=100)



## (4) 訪日外客数・出国日本人数

(季節調整済、10万人) (季節調整済、10万人)

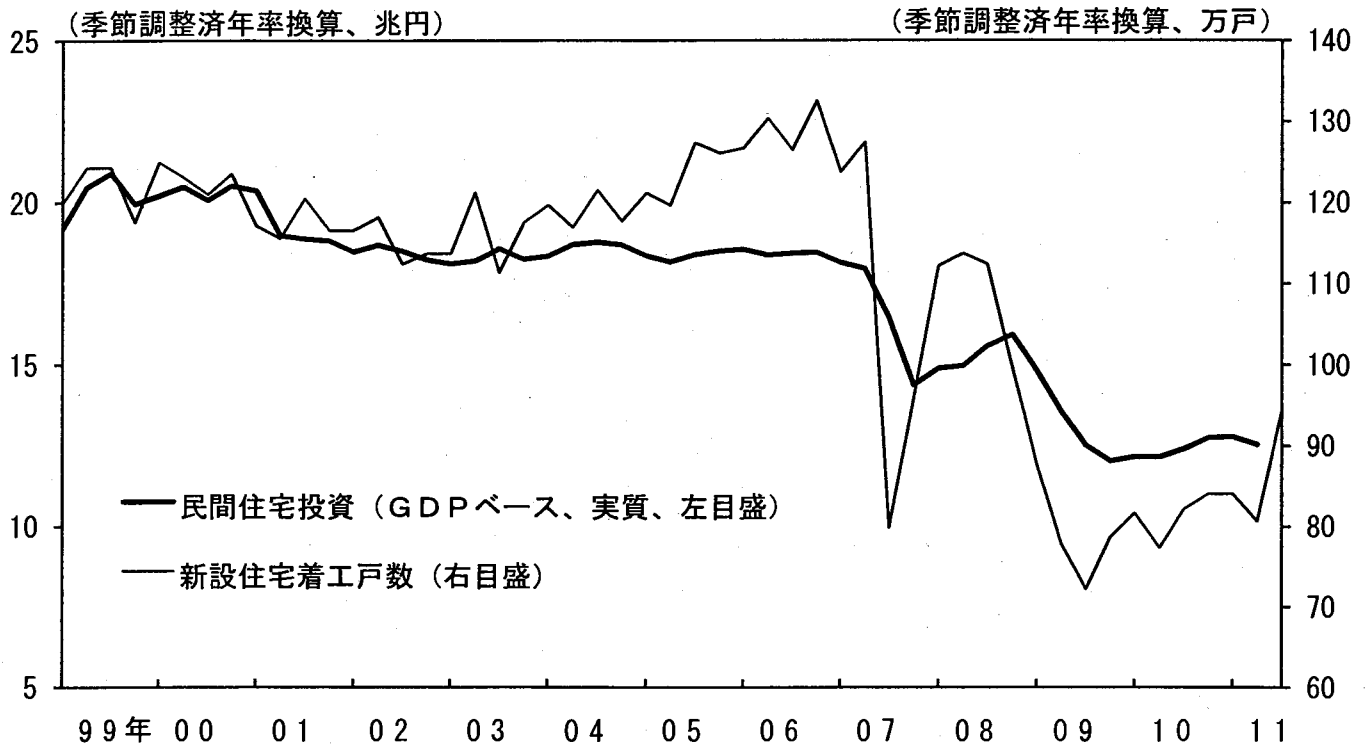


(資料) 内閣府「国民経済計算」「消費総合指数」「消費動向調査」、  
日本経済新聞社「日経消費予測指数」、日本リサーチ総合研究所「消費者心理調査」、  
観光庁「旅行業者取扱額」、日本政府観光局 (JNTO)

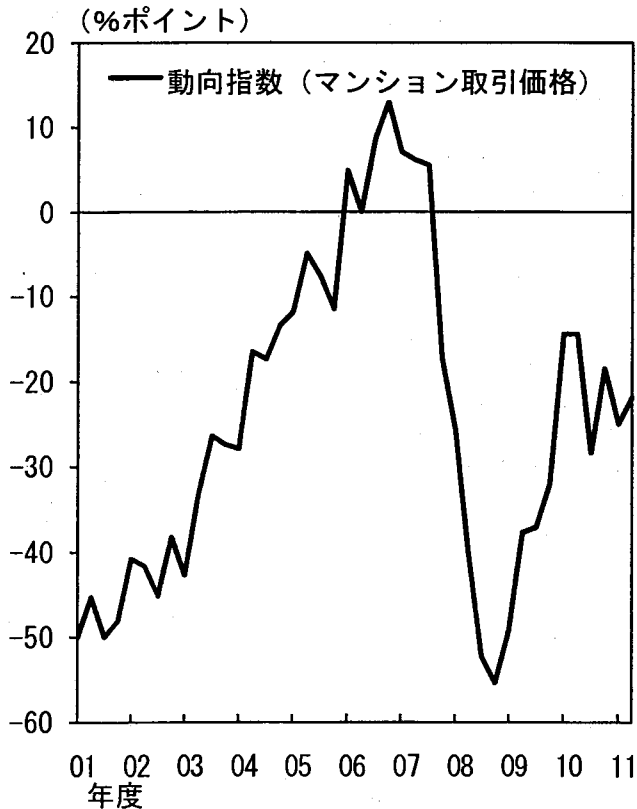


# 住宅投資

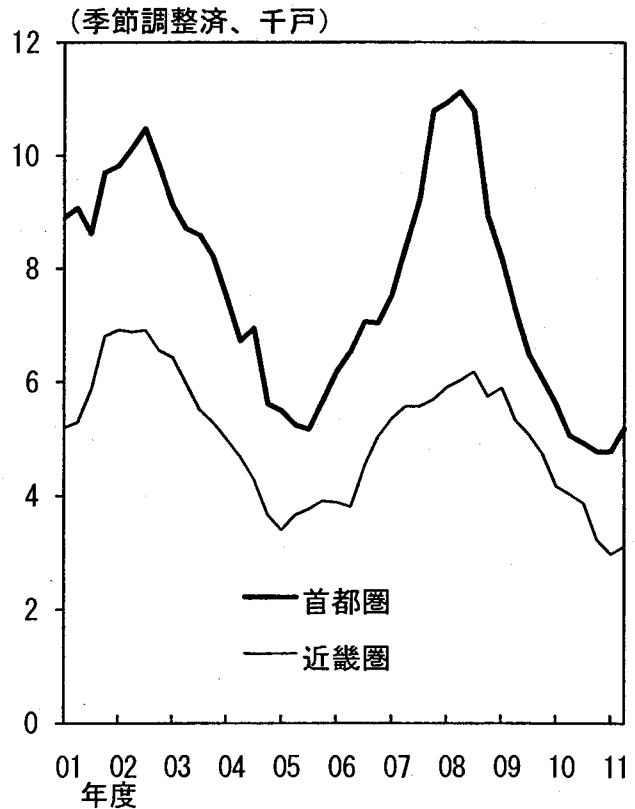
## (1) 新設住宅着工戸数と住宅投資



## (2) 不動産業の業況



## (3) マンション在庫戸数



(注) 1. 新設住宅着工戸数の2011/3Qは、7~8月の値。

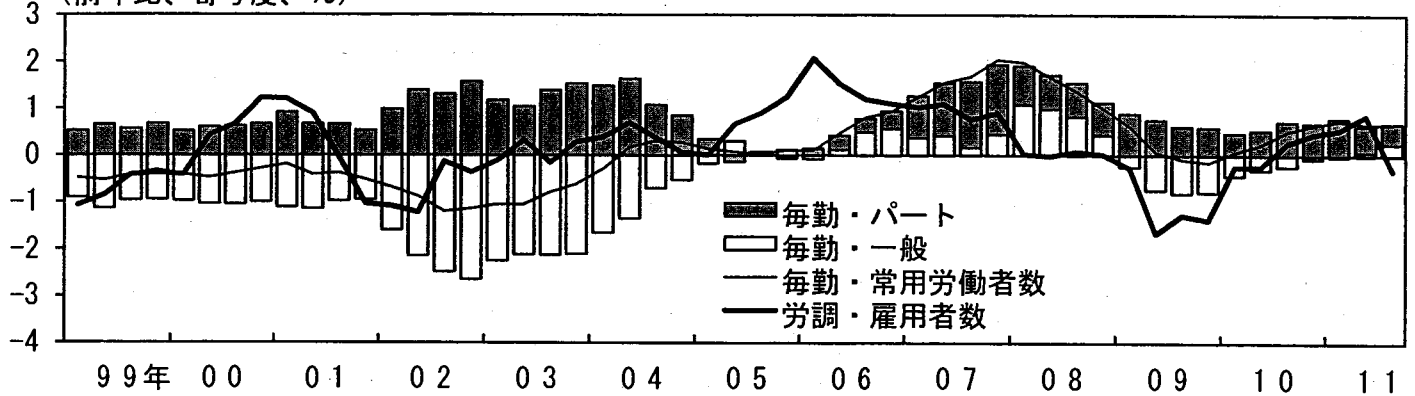
2. 動向指数 (マンション取引価格) =  $\frac{[(\text{上昇したとする回答数} \times 2 + \text{やや上昇したとする回答数}) - (\text{やや下落したとする回答数} + \text{下落したとする回答数} \times 2)]}{2 \div \text{全回答数}} \times 100$

(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「不動産業業況等調査」、不動産経済研究所

# 雇用者所得

## (1) 雇用者数

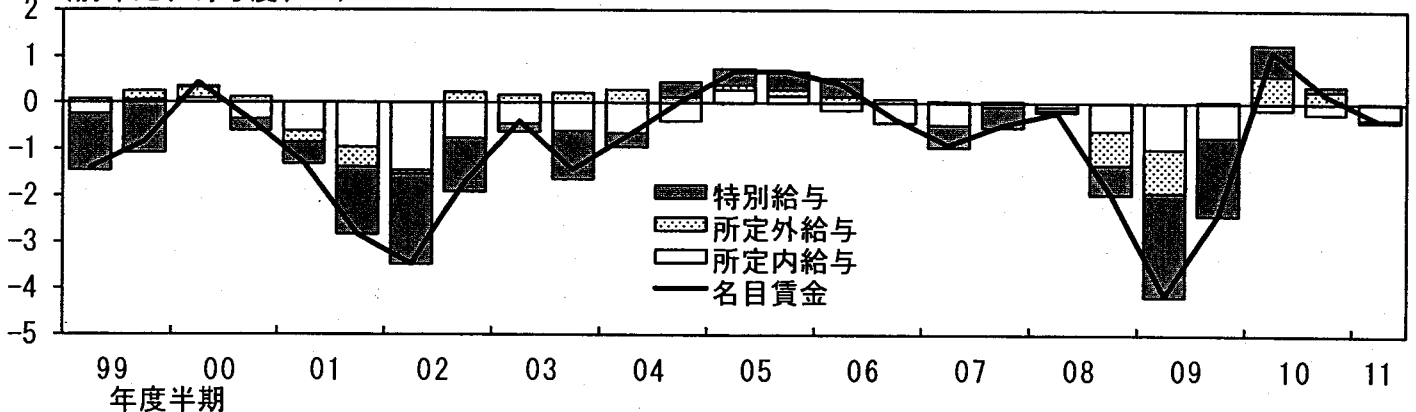
(前年比、寄与度、%)



- (注) 1. 毎月勤労統計（「毎勤」）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. 2011/3Qは、7～8月の前年同期比。
- 3. 2011/1Q以降の労働力調査（「労調」）・雇用者数（前年比）は、岩手県、宮城県、福島県を除いた44都道府県ベースの計数。

## (2) 名目賃金

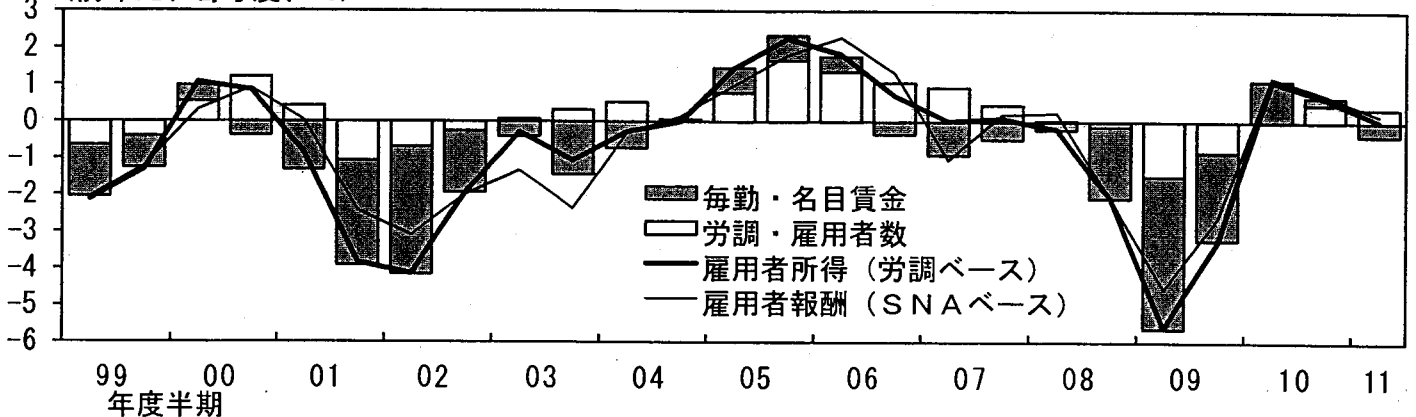
(前年比、寄与度、%)



- (注) 2011年度上半期は、2011/4～8月の前年同期比。

## (3) 雇用者所得

(前年比、寄与度、%)

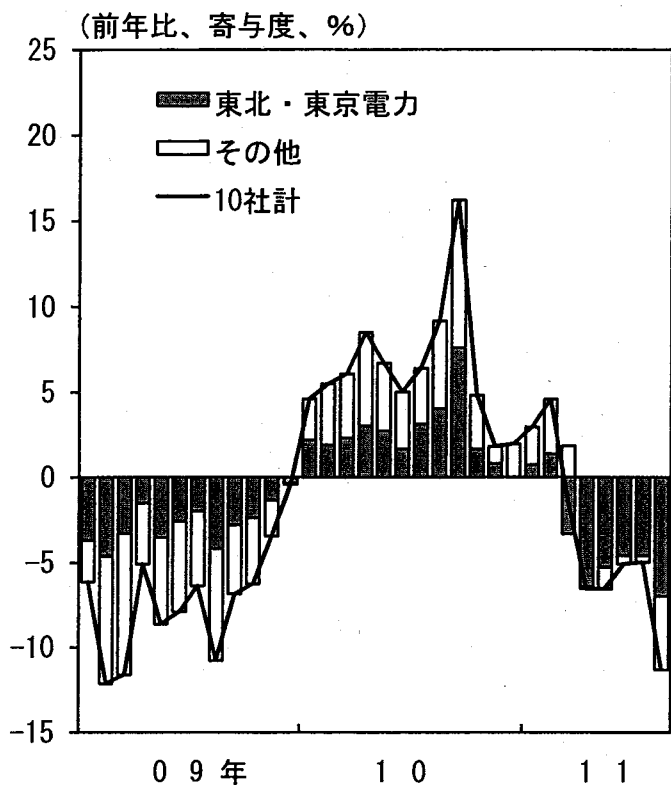


- (注) 1. 2011年度上半期の雇用者報酬（SNAベース）は2011/2Qの値、それ以外は2011/4～8月の前年同期比。
- 2. 2010年度下半期以降の労調・雇用者数（前年比）は、岩手県、宮城県、福島県を除いた44都道府県ベースの計数。
- 3. 雇用者所得（労調ベース）は、労調・雇用者数×毎勤・名目賃金で算出。

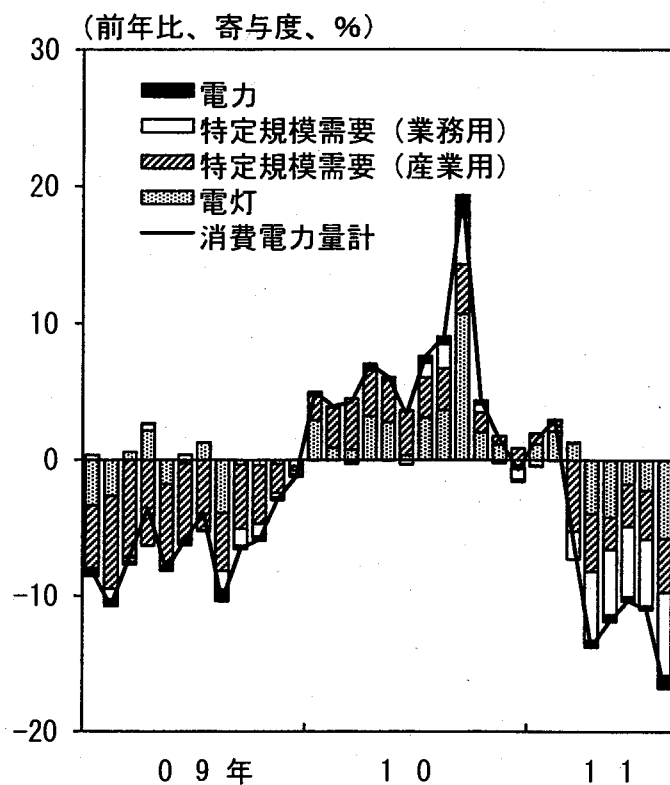
(資料) 総務省「労働力調査」、厚生労働省「毎月勤労統計」、内閣府「国民経済計算」

# 電力需要の動向

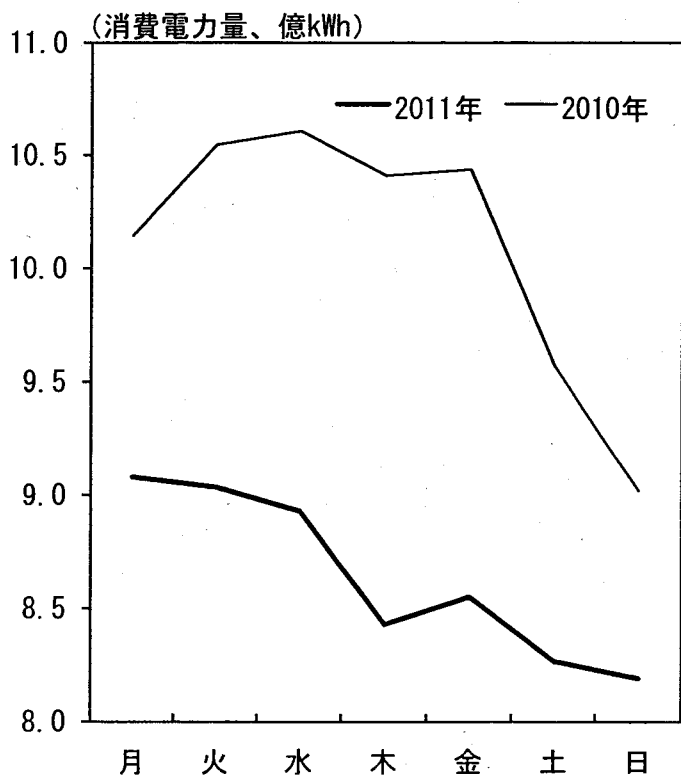
(1) 消費電力量の推移 (10社計)



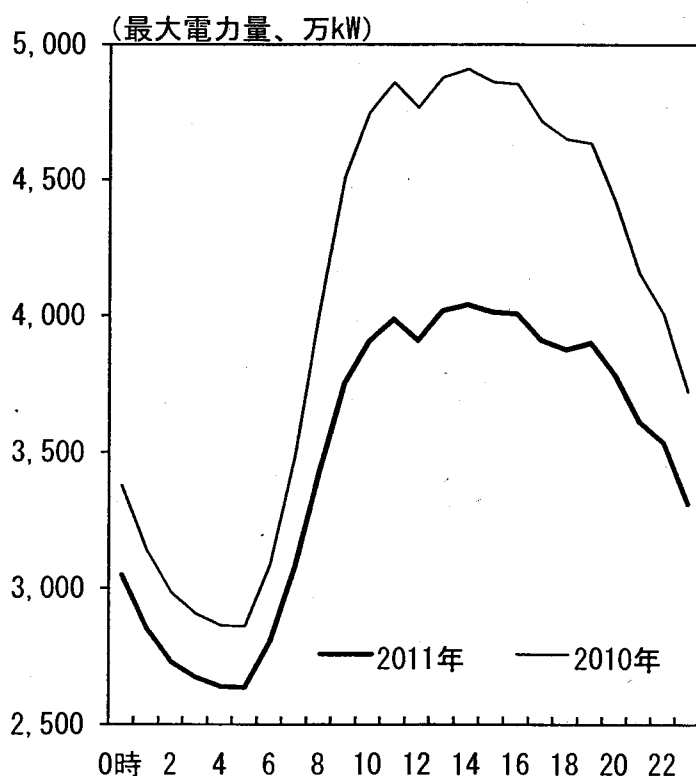
(2) 消費電力量の推移 (東京電力)



(3) 曜日当りの推移 (東京電力・7月)



(4) 時間当りの推移 (東京電力・7月)



(注) 1. (2) の電力には、小規模工場 (町工場) などが含まれる。

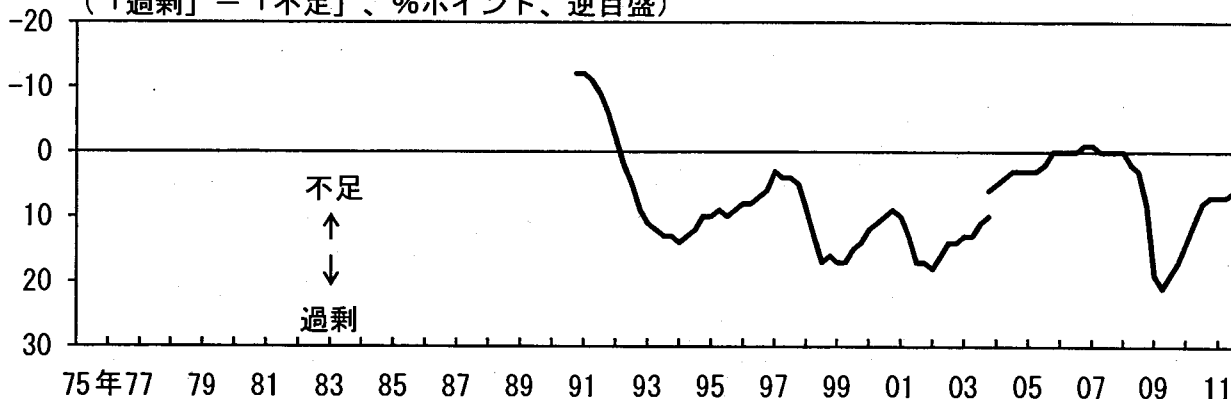
2. (3)、(4) は、日次データを平均した値。

(資料) 電気事業連合会「電力需要実績」、電力系統利用協議会「需要実績」、東京電力

# 生産要素の稼働状況

## (1) 生産・営業用設備判断D. I.

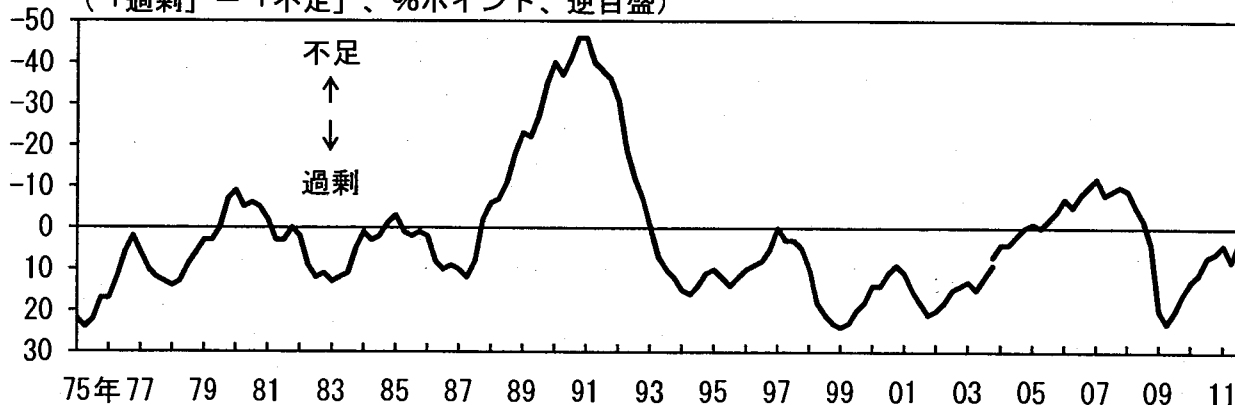
(「過剰」 - 「不足」、%ポイント、逆目盛)



- (注) 1. 全産業全規模合計 (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 (下のいずれの図表も同じ)。

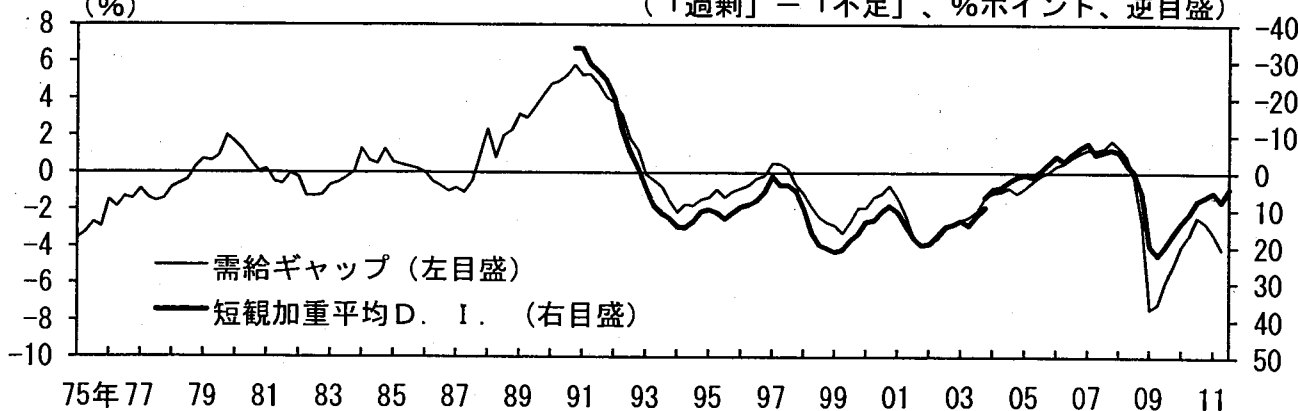
## (2) 雇用人員判断D. I.

(「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)

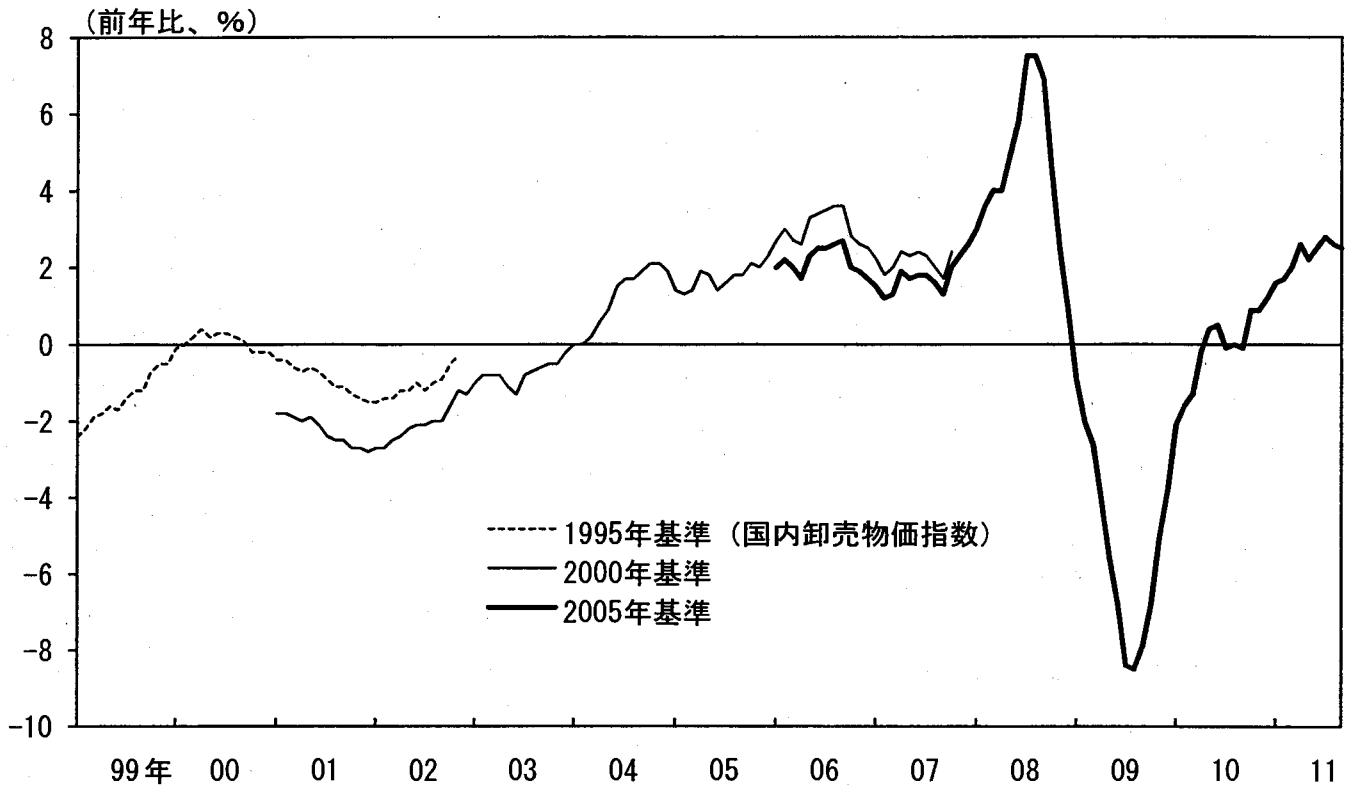


- (注) 短観加重平均D. I. は、生産・営業用設備判断D. I. と雇用人員判断D. I. を資本・労働分配率(1990~2009年度平均)で加重平均して算出。需給ギャップは、日本銀行調査統計局の試算値。具体的な計測方法については、日銀レビュー「GDPギャップと潜在成長率の新推計」(2006年5月)を参照。今回、非製造業稼働率の推計に用いるデータを法人企業景気予測調査から短観に変更した。

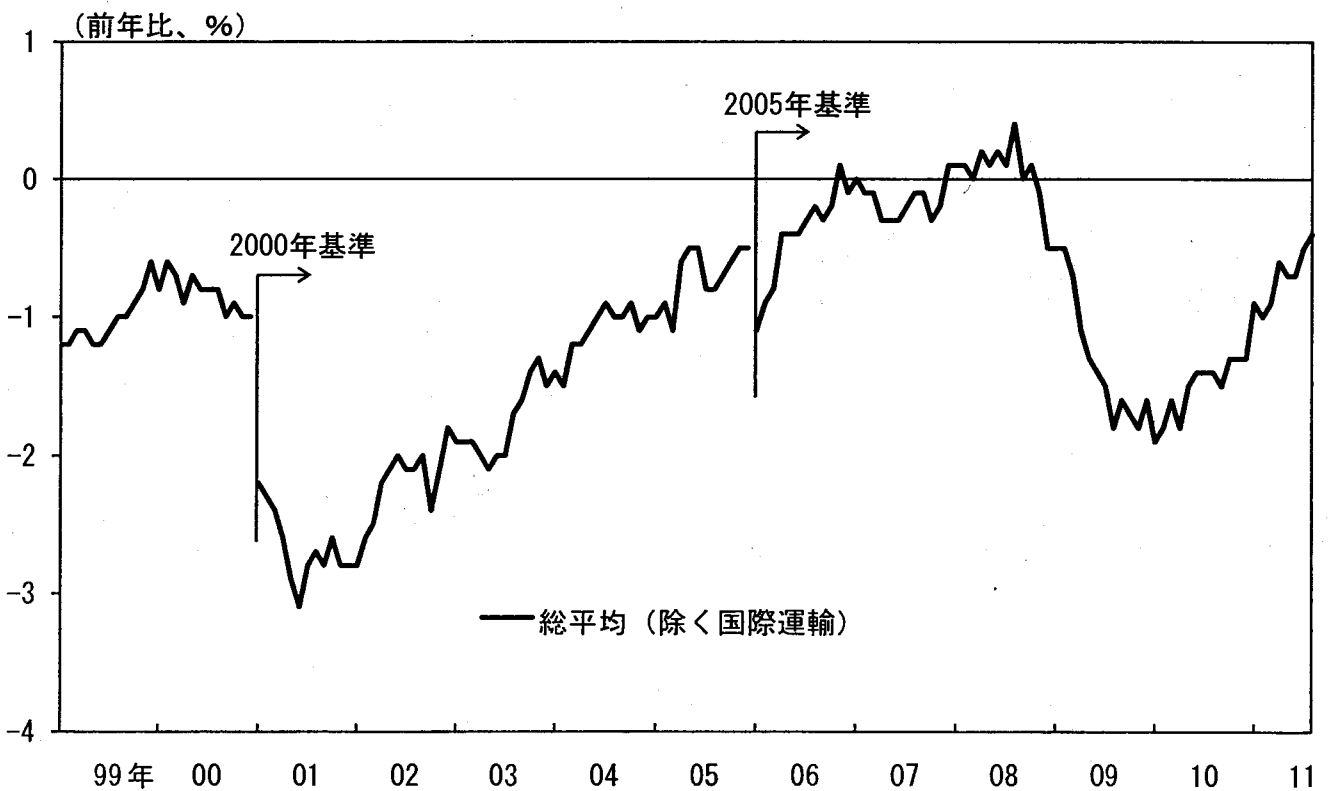
(資料) 内閣府「国民経済計算」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、総務省「労働力調査」、厚生労働省「毎月勤労統計」「職業安定業務統計」、経済産業省「鉱工業指数統計」等

# 企業物価

## (1) 国内企業物価指数



## (2) 企業向けサービス価格指数

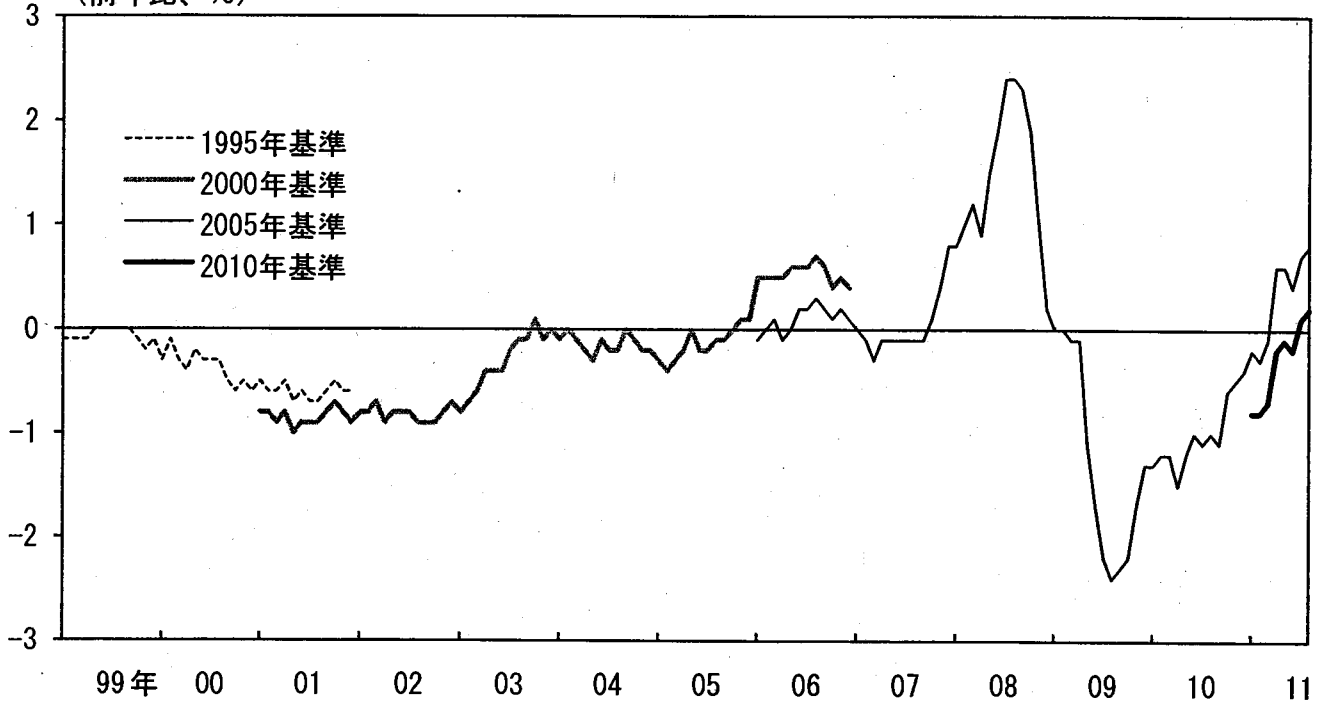


(資料) 日本銀行「企業物価指数」「卸売物価指数」「企業向けサービス価格指数」

# 消費者物価 (1)

## (1) 消費者物価指数

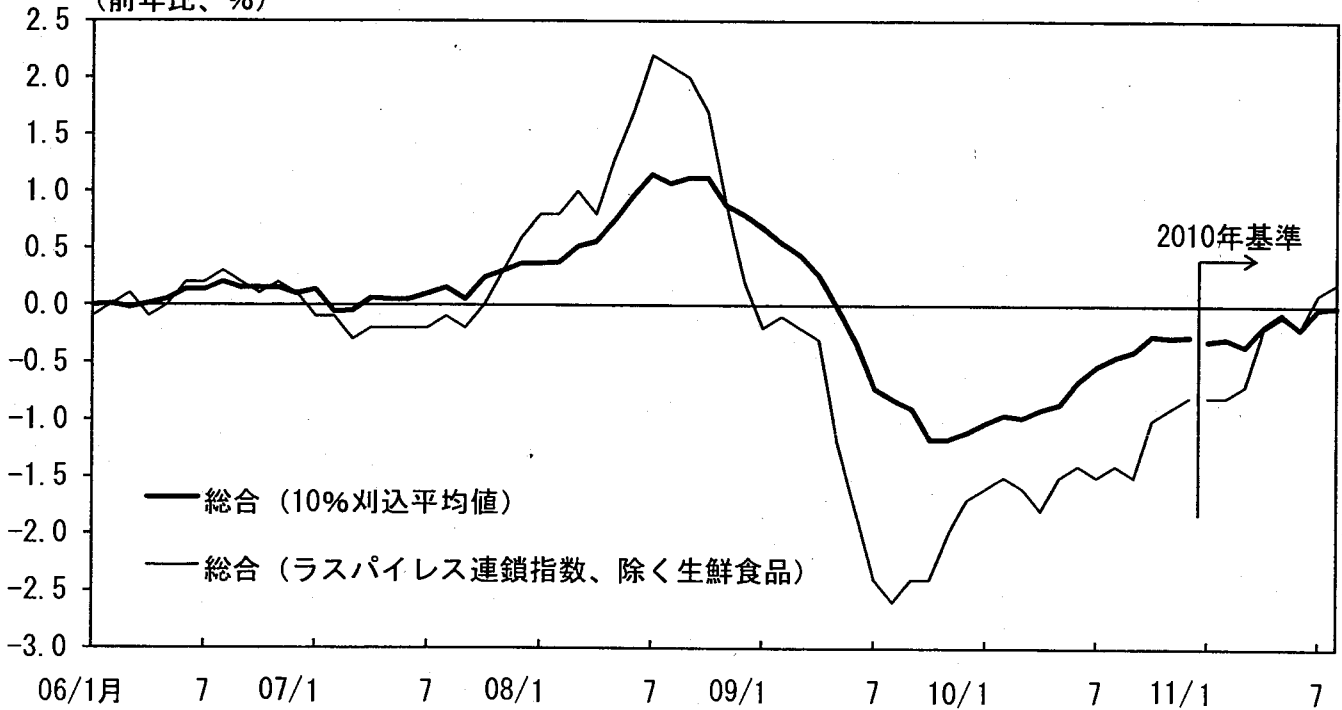
(前年比、%)



(注) 総合除く生鮮食品。

## (2) 刈込平均値とラスパイレス連鎖指数

(前年比、%)



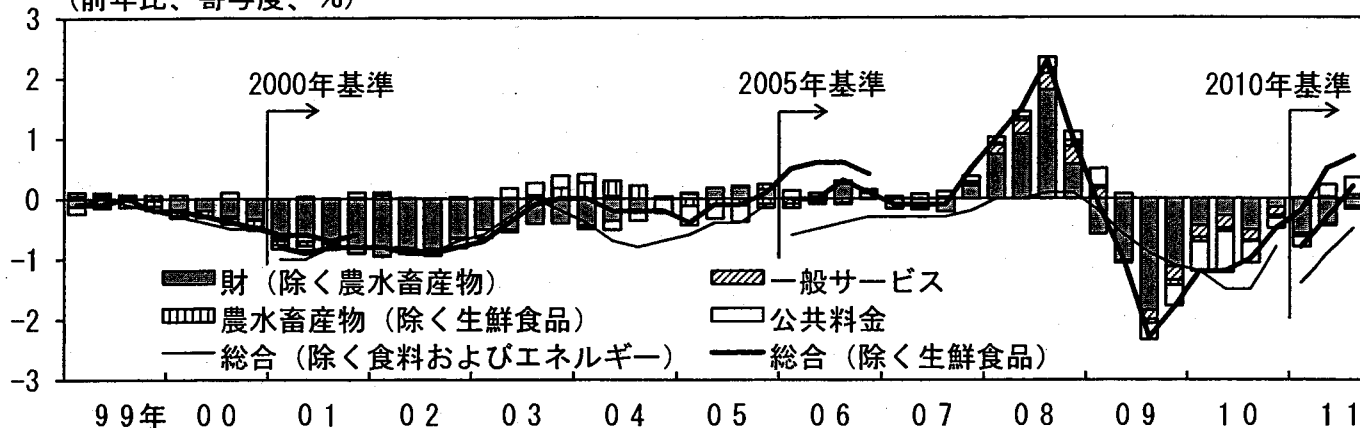
- (注) 1. 10%刈込平均値は、個別品目の前年同月比を値の小さな順に並び替え、値の大きい品目と小さい品目をウェイトベースでそれぞれ10%控除して、残った品目の前年同月比を加重平均して算出。
- 2. 2006年と2011年のラスパイレス連鎖指数は、固定基準年指数の前年同月比。

(資料) 総務省「消費者物価指数」

# 消費者物価 (2)

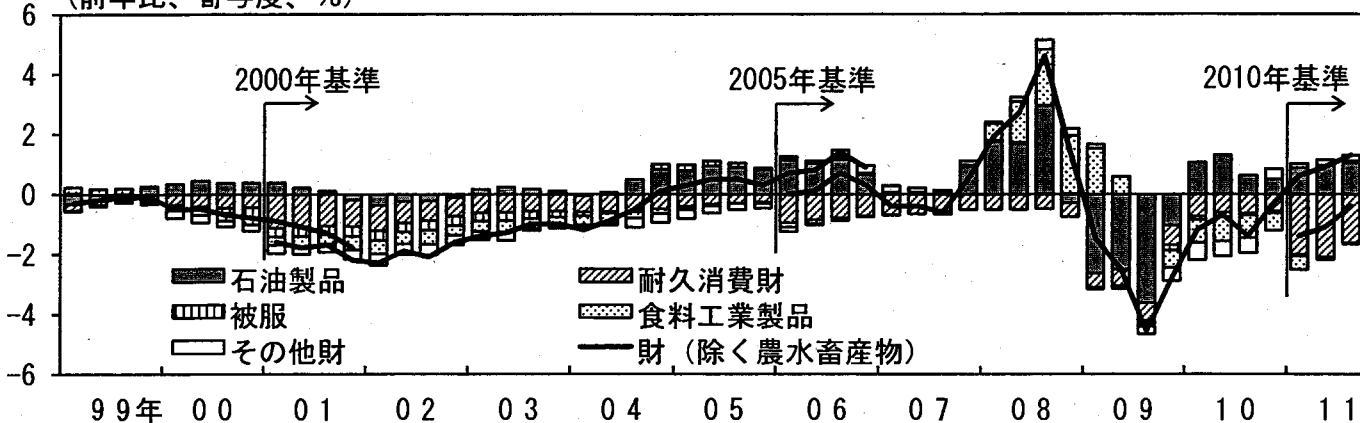
## (1) 総合 (除く生鮮食品)

(前年比、寄与度、%)



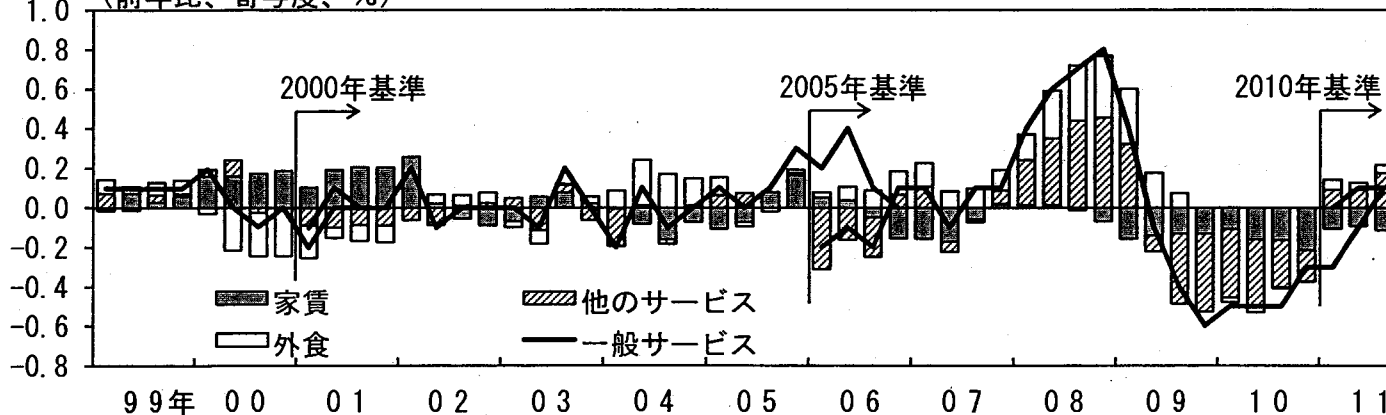
## (2) 財 (除く農水畜産物) の要因分解

(前年比、寄与度、%)



## (3) 一般サービスの要因分解

(前年比、寄与度、%)



(注) 1. 分類は、原則、総務省に則している。

ただし、以下の分類については、組み替えて定義している（「」内は総務省公表ベース）。

財＝「財」－「電気・都市ガス・水道」

公共料金＝「公共サービス」＋「電気・都市ガス・水道」

被服＝「衣料」＋「シャツ・セーター・下着類」

家賃＝「民営家賃」＋「持家の帰属家賃」

2. 「食料」は「酒類」を除く。

3. 総合 (除く生鮮食品)、総合 (除く食料およびエネルギー)、一般サービスの前年比以外は、指数から作成。

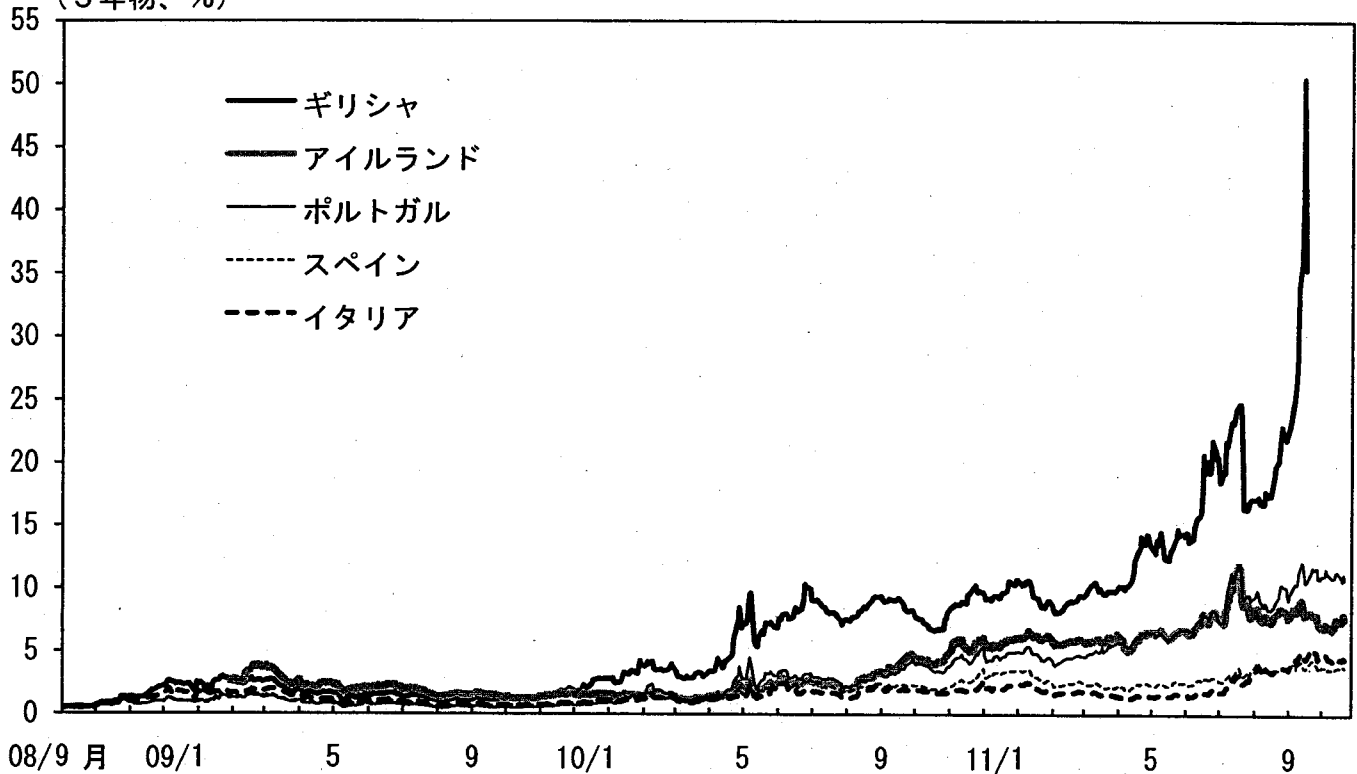
4. 2011/3Qは、7～8月の前年同期比。

(資料) 総務省「消費者物価指数」

# ソブリン・リスク・プレミアム

## (1) ソブリンCDSプレミアム

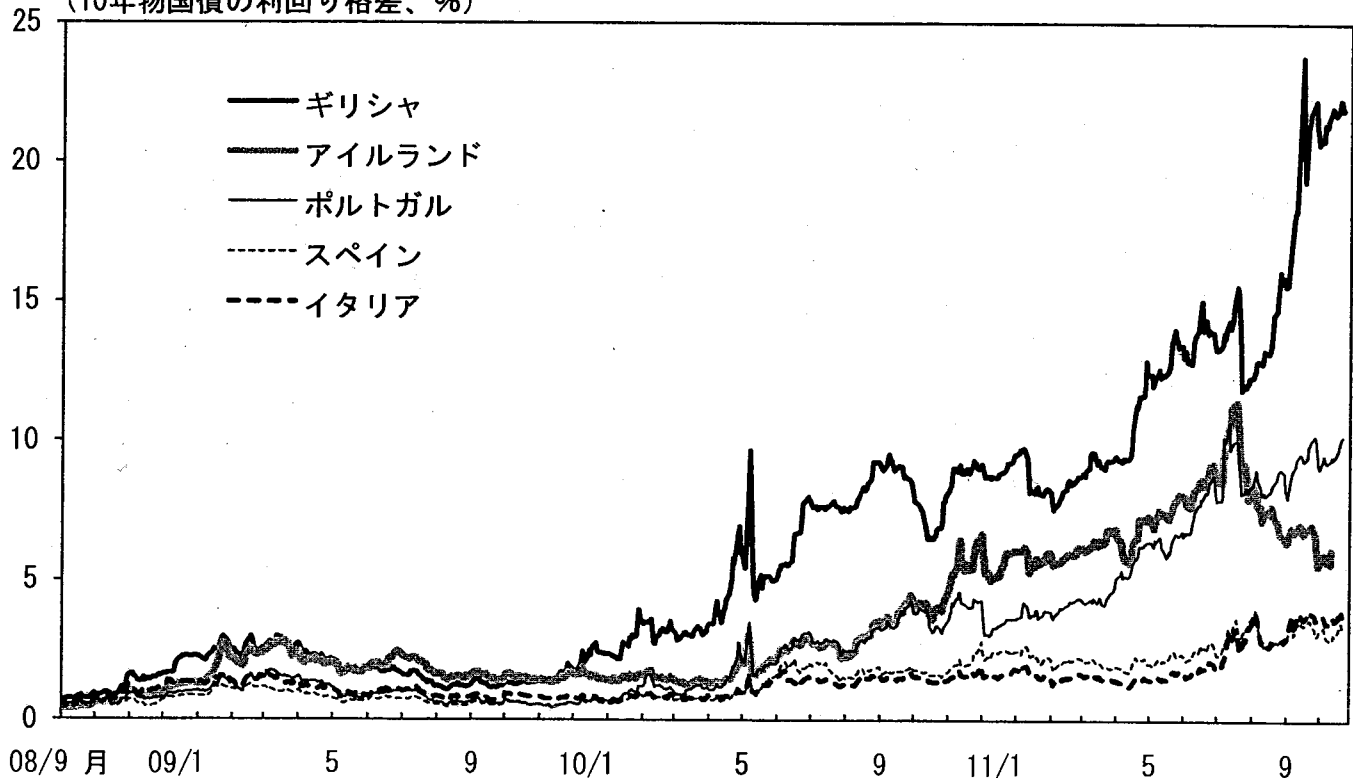
(5年物、%)



(注) ギリシャのCDSプレミアムは、市場取引の減少により、2011年9月16日以降の更新が停止されている。

## (2) 欧州各国とドイツの国債の利回り格差

(10年物国債の利回り格差、%)



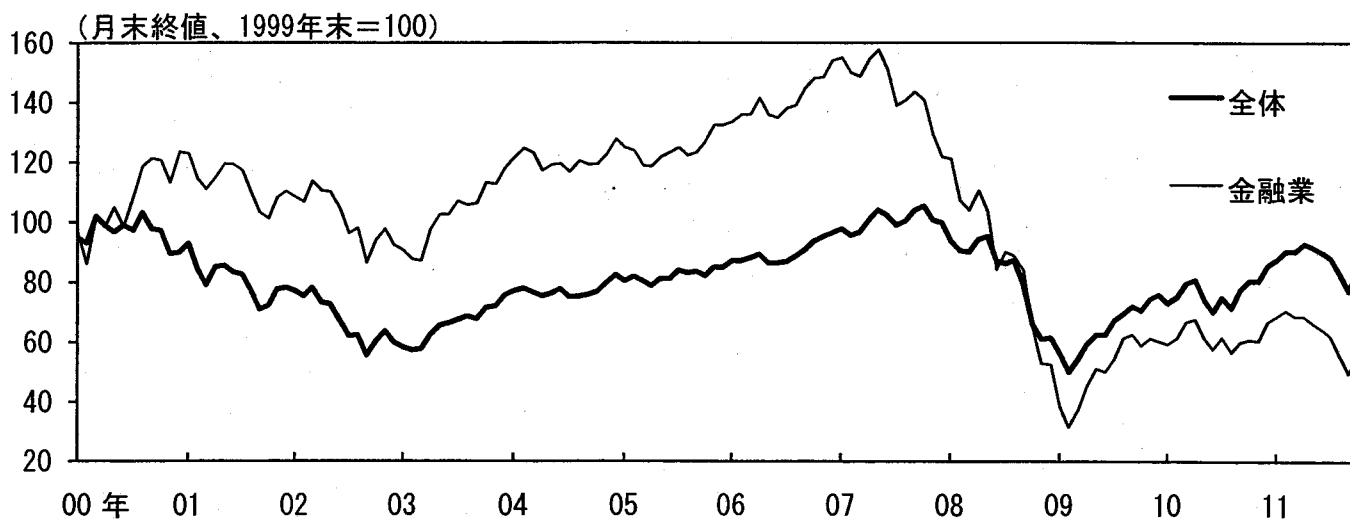
(注) アイルランドの国債利回りは、2010年10月から国債の新規市中発行が停止されているため、2011年10月11日以降の更新が停止されている。

(資料) Bloomberg

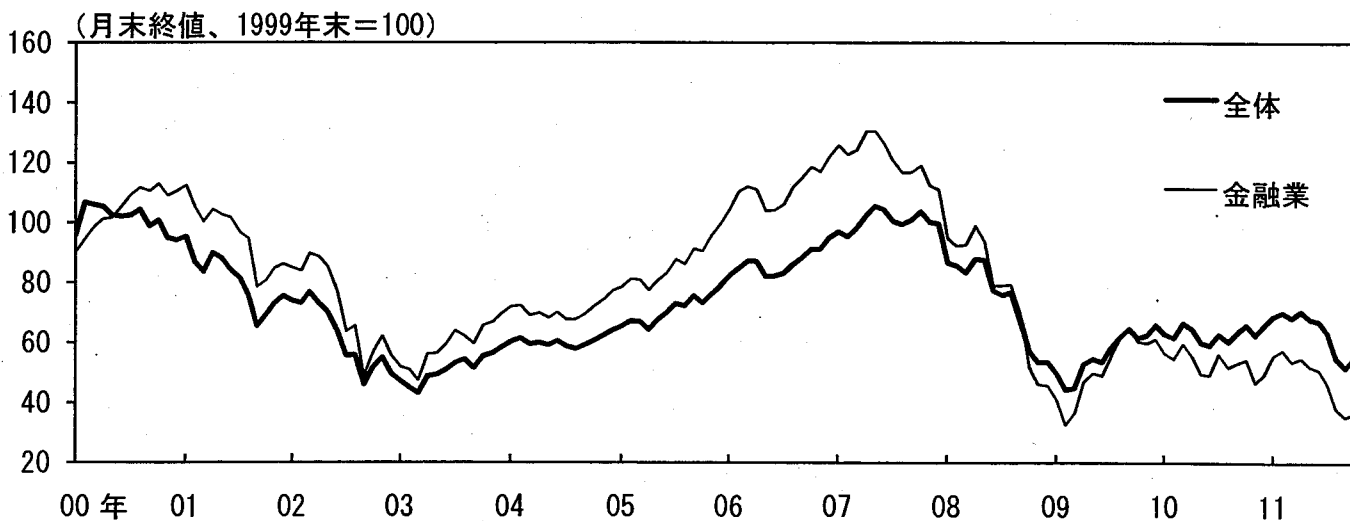


## 米欧の株価とボラティリティ

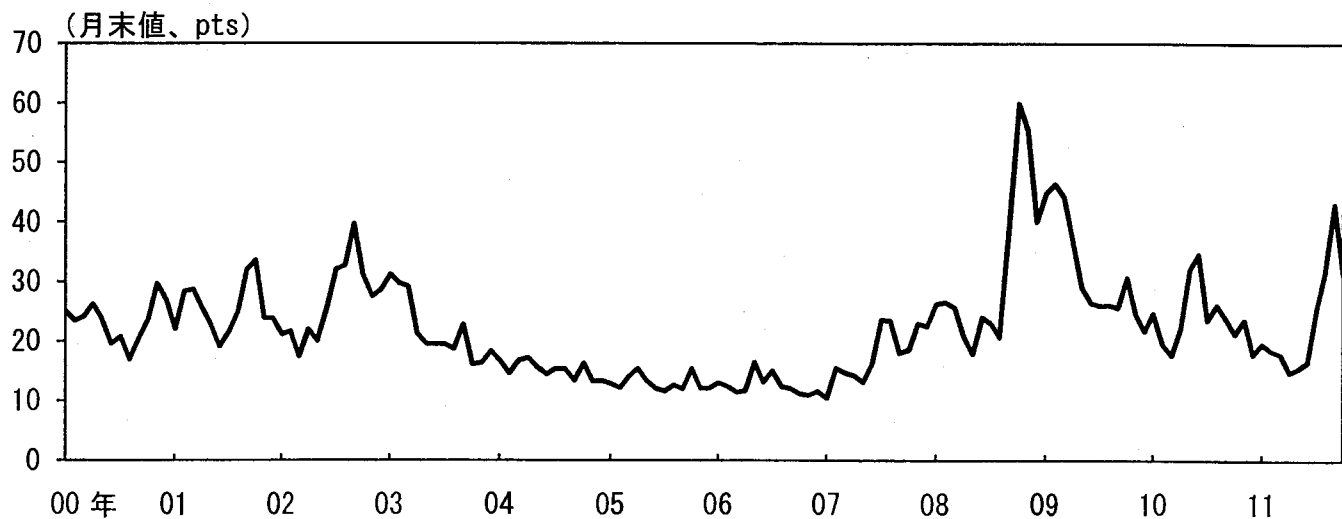
### (1) 米国株価 (S&P500)



### (2) 欧州株価 (EURO STOXX)

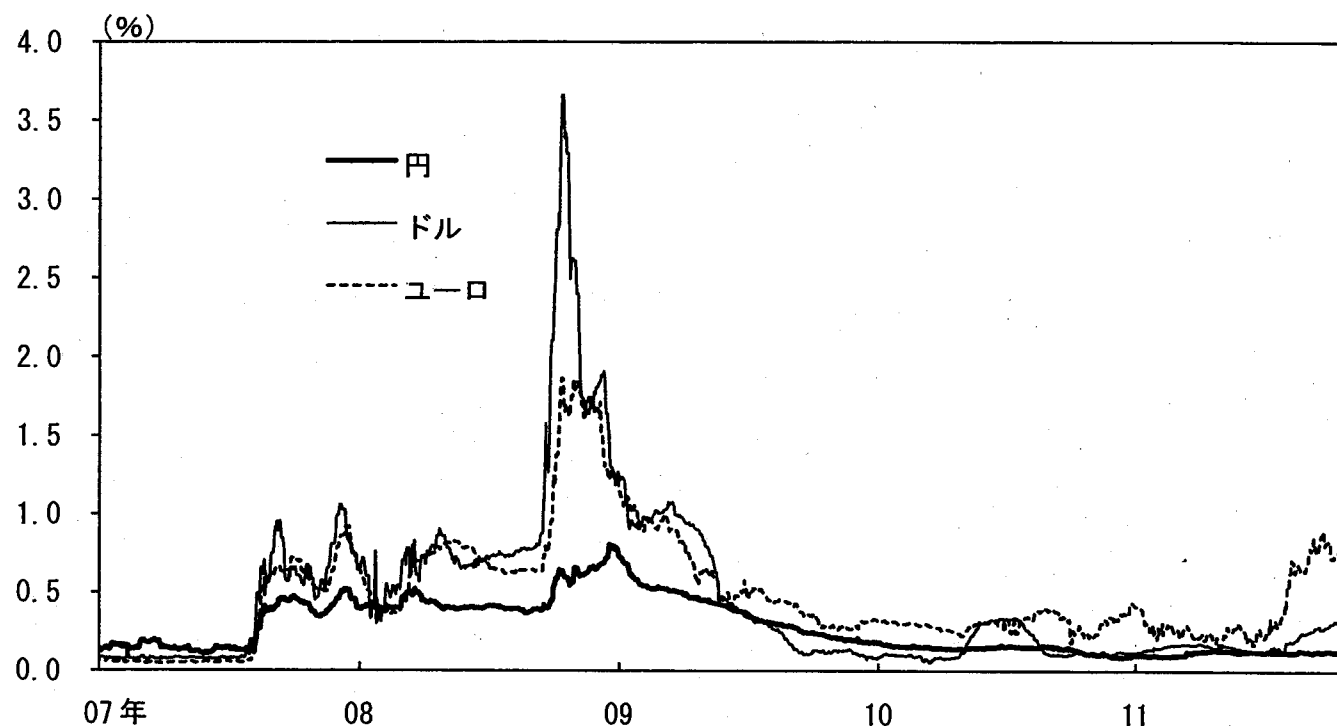


### (3) 米国株価のインプライド・ボラティリティ (VIX指数)



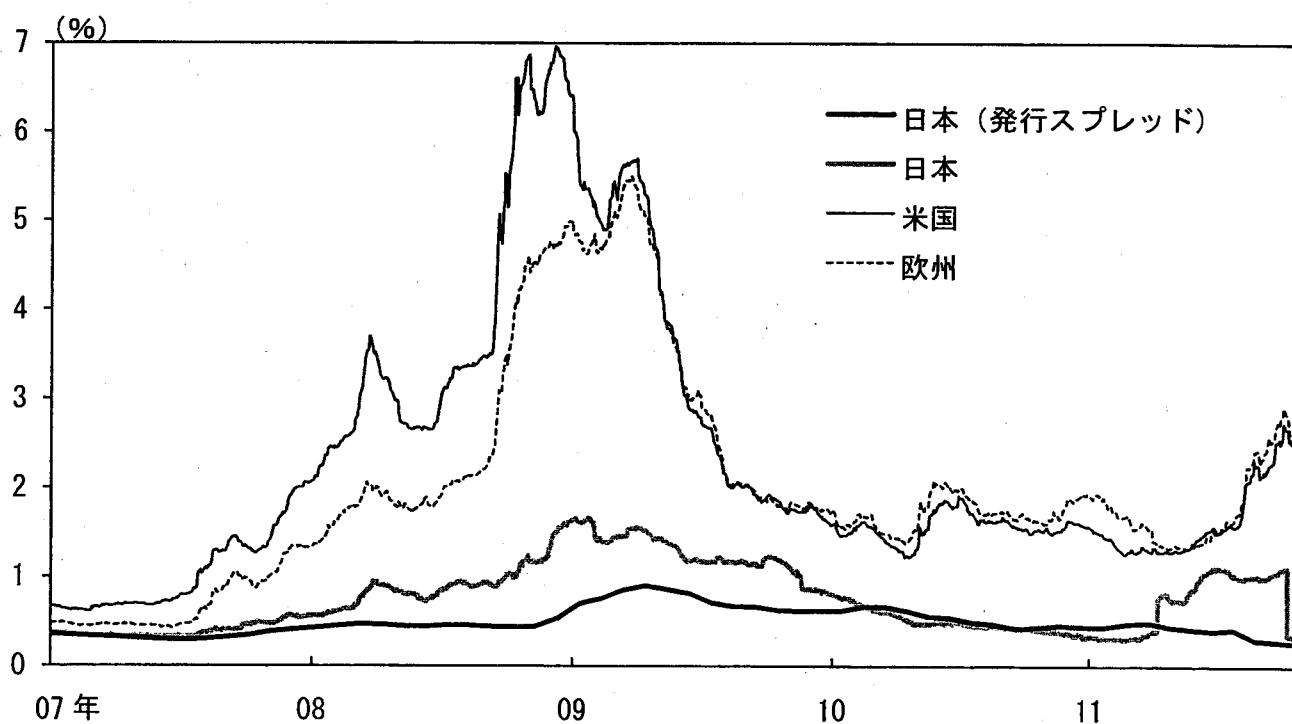
## 主要国金融市場の信用スプレッド

### (1) 円、ドル、ユーロのターム物の信用スプレッド



(注) ターム物の信用スプレッド=LIBOR3か月物-OISレート3か月物。

### (2) 主要国の社債の信用スプレッド

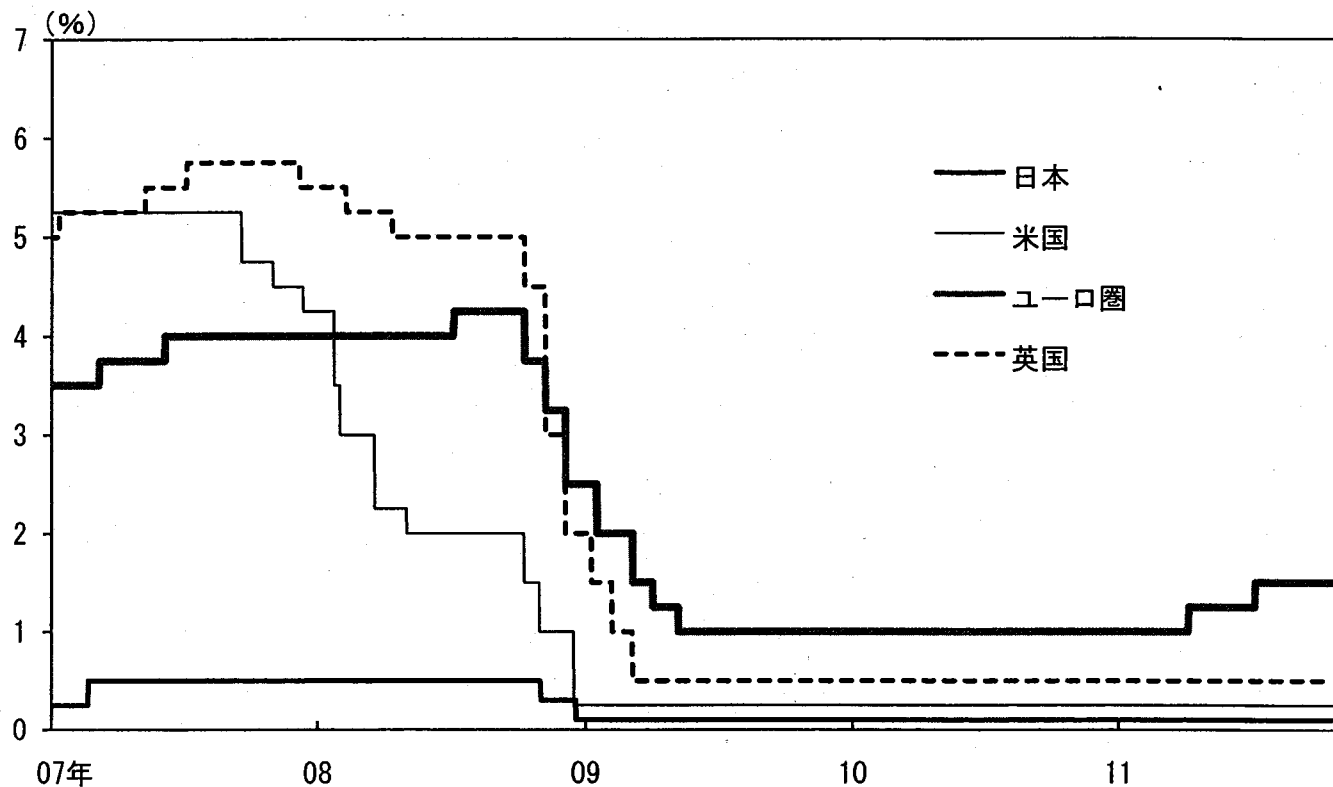


- (注) 1. 社債の信用スプレッド=社債流通利回り-国債流通利回り。  
 2. 日本は5年物。米国、欧州は3~5年物。  
 3. 社債の格付けは全てA格。格付けは日本はR&Iによる。米国、欧州は、ムーディーズ、S&P、フィッチによる。  
 4. 日本の社債の信用スプレッドは、スプレッドの大きい一部銘柄の格付変更の影響から、大きく変動している。発行スプレッドについては図表22の注を参照。

(資料) 日本証券業協会、キャピタル・アイ、アイ・エヌ情報センター、Bloomberg

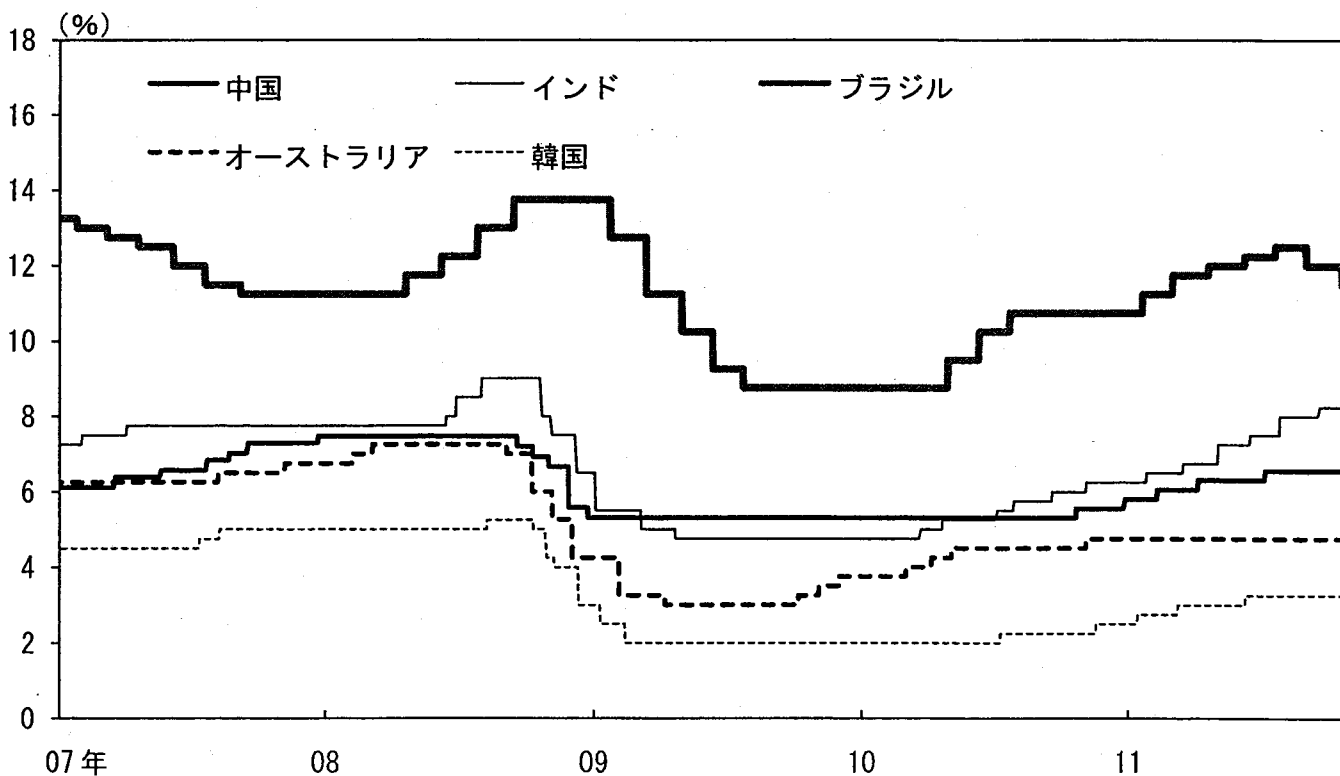
# 政策金利

## (1) 先進国



(注) 2008年12月16日以降の米国の翌日物金利の誘導目標は0~0.25%、準備預金の付利金利は0.25%。  
2010年10月5日以降の日本の翌日物金利の誘導目標は0~0.1%程度、補完当座預金制度の適用利率は0.1%。

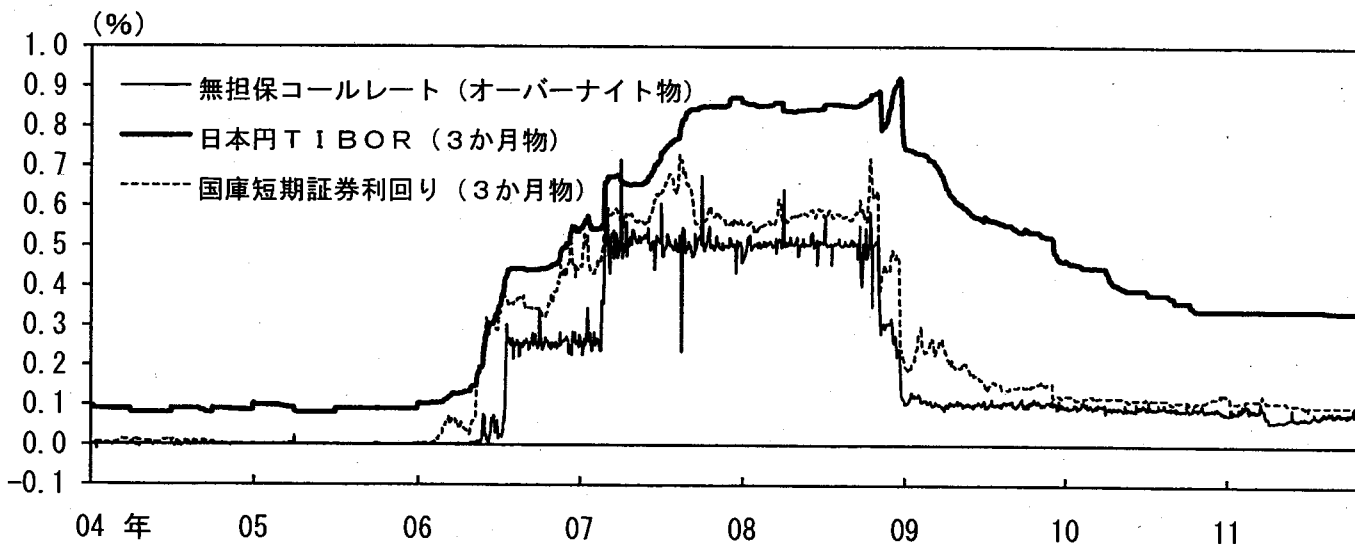
## (2) 新興国・資源国



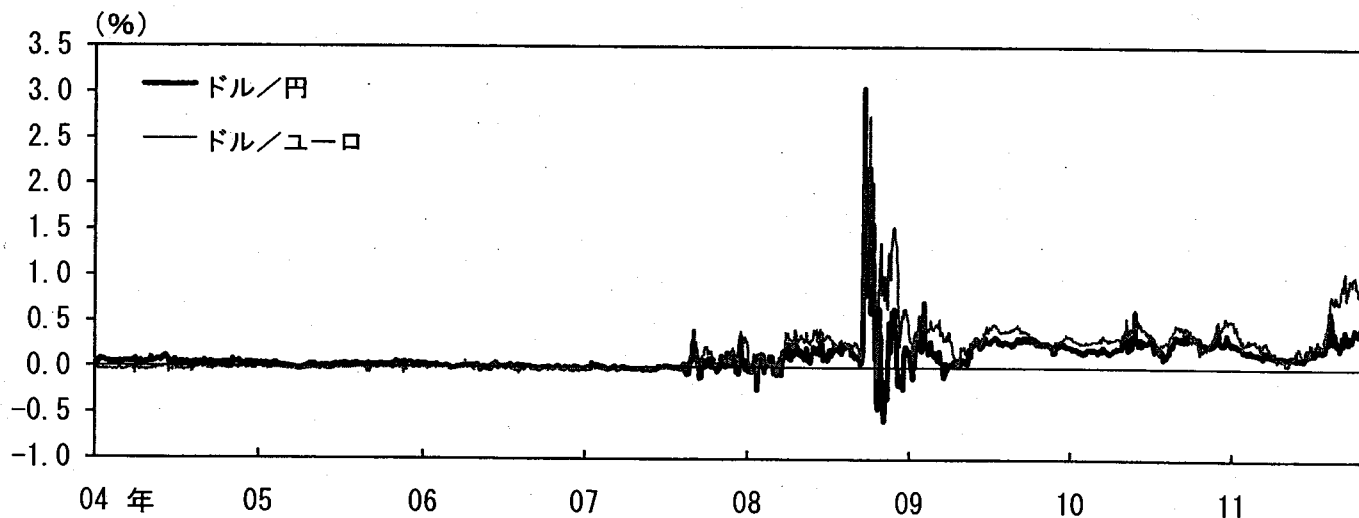
(資料) 日本銀行、Bloomberg

# 短期金利

## (1) 短期金利

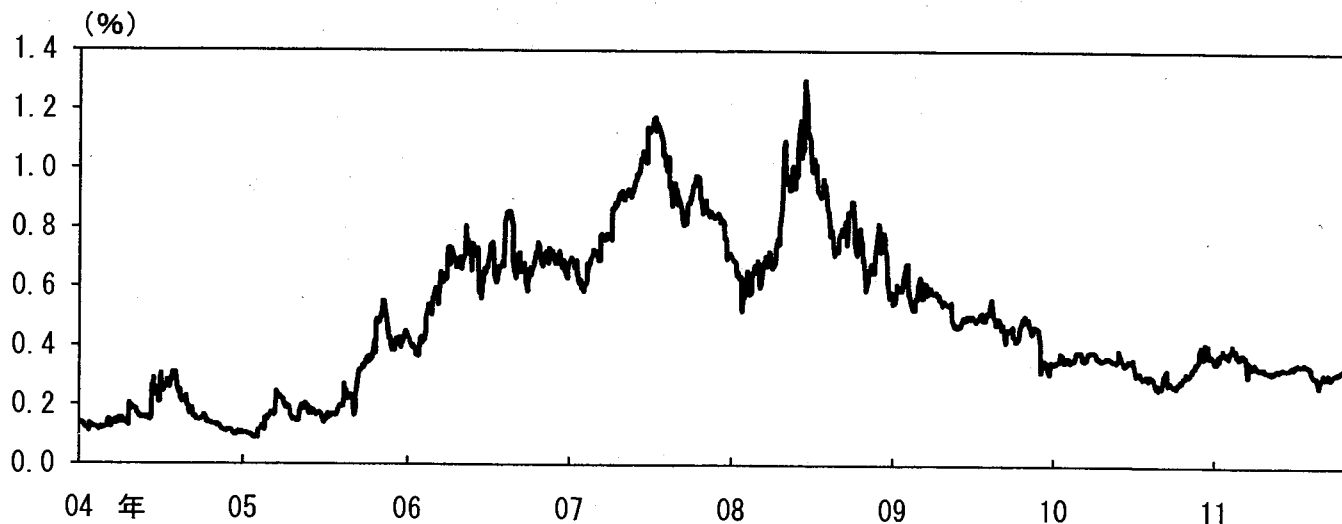


## (2) ドル資金調達プレミアム



(注) 円またはユーロ資金を用いた3か月物のドル資金調達金利とドルLIBOR3か月物との差。

## (3) ユーロ円金利先物

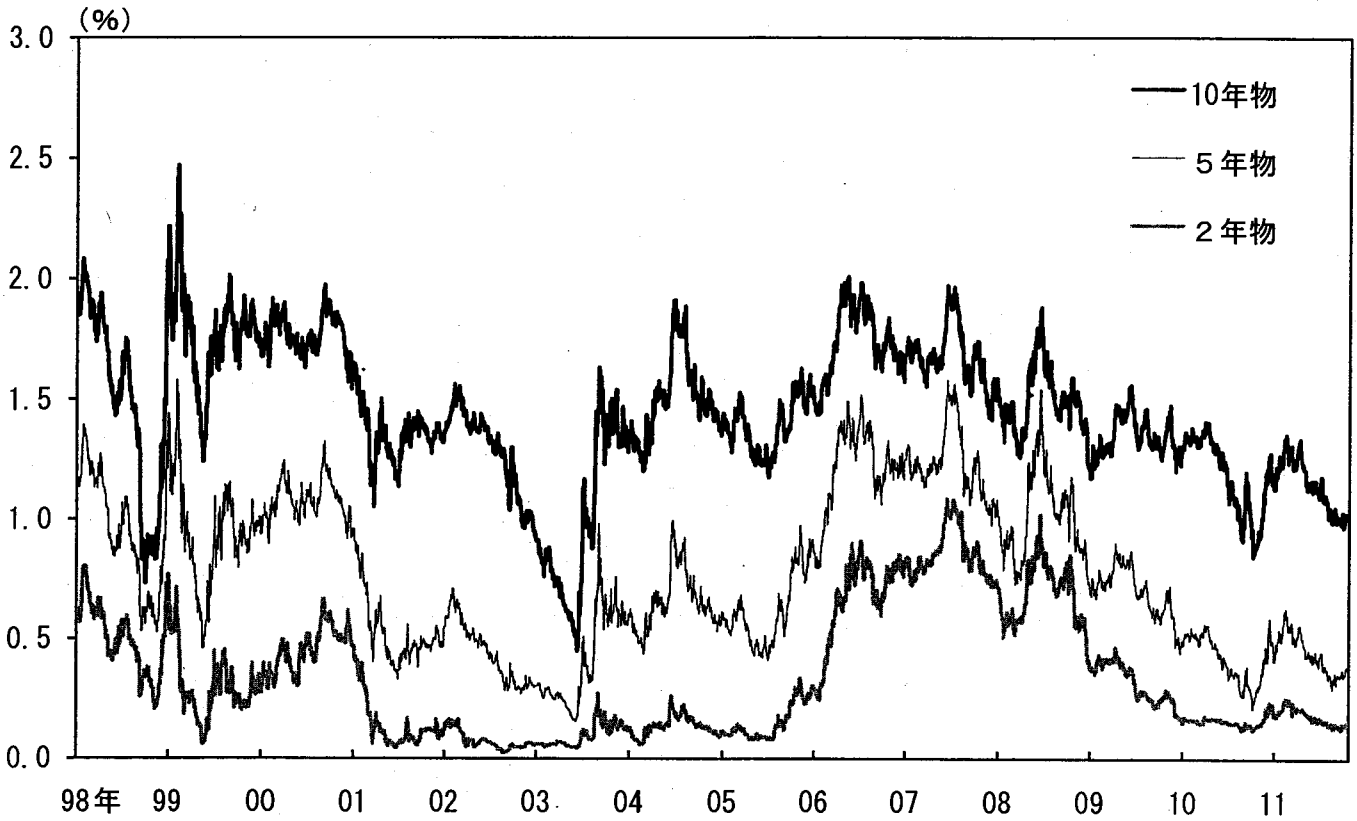


(注) 中心限月、3か月物。

(資料) 日本銀行、東京金融取引所、Bloomberg

# 長期金利

## (1) 国債利回り



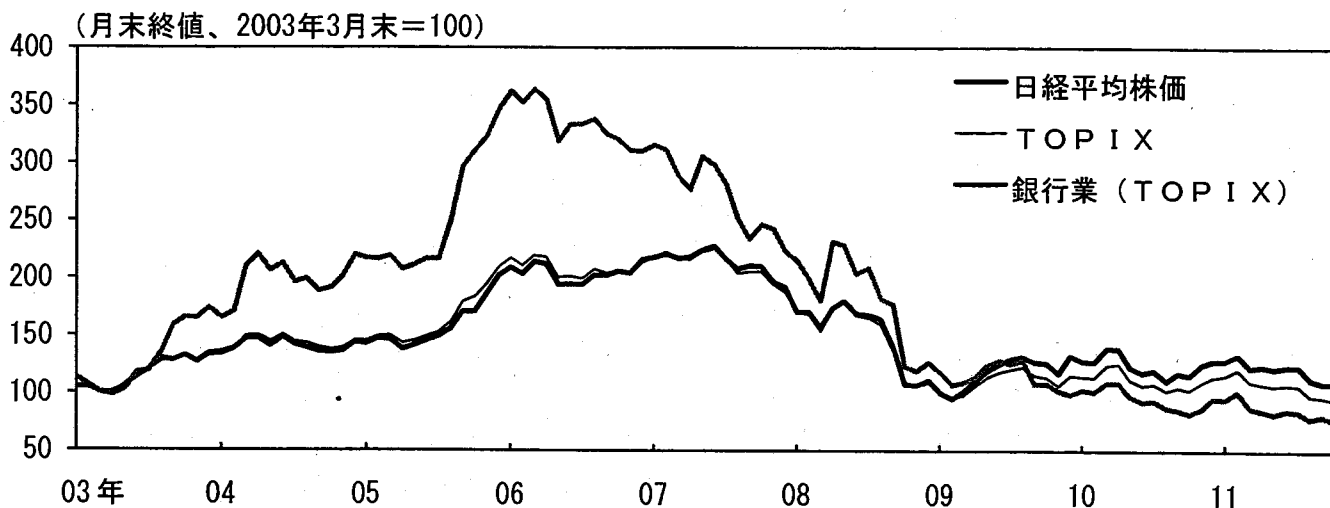
## (2) 主要国の長期金利 (10年物国債利回り)



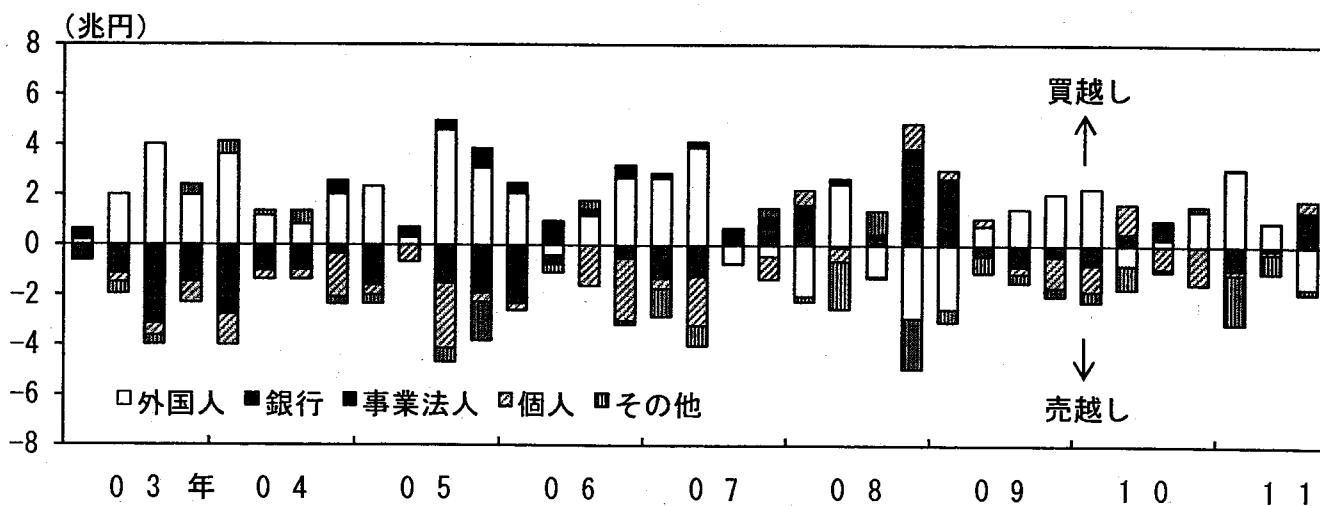
(資料) Bloomberg

# 株価・REIT市場

## (1) 株価

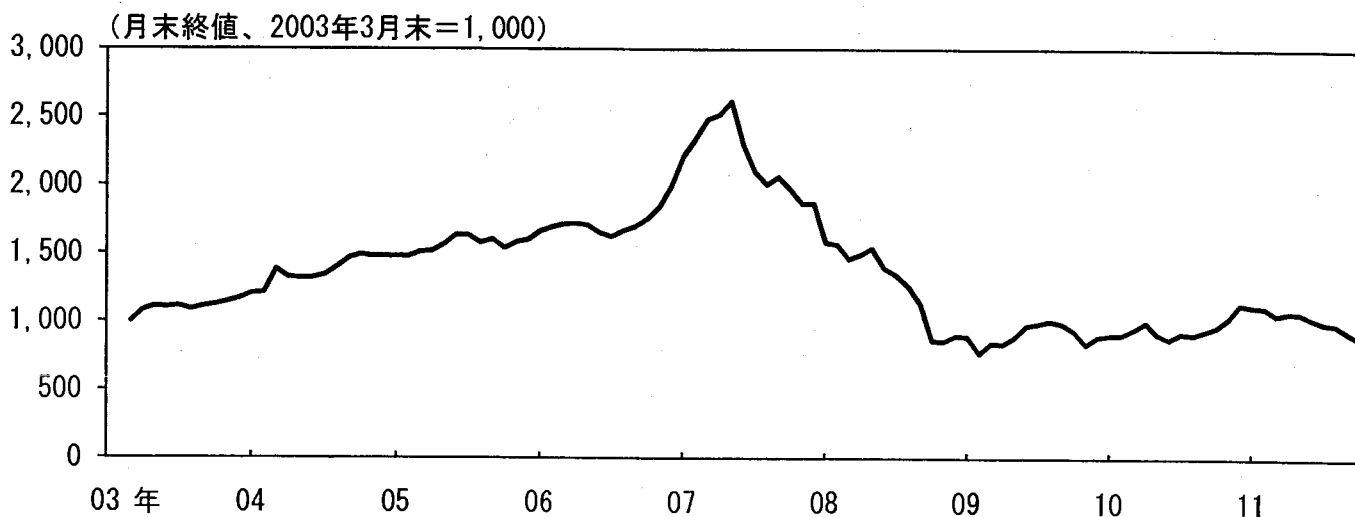


## (2) 主体別売買状況



(注) 三市場 (東証・大証・名証) 1、2部計。

## (3) 東証REIT指数

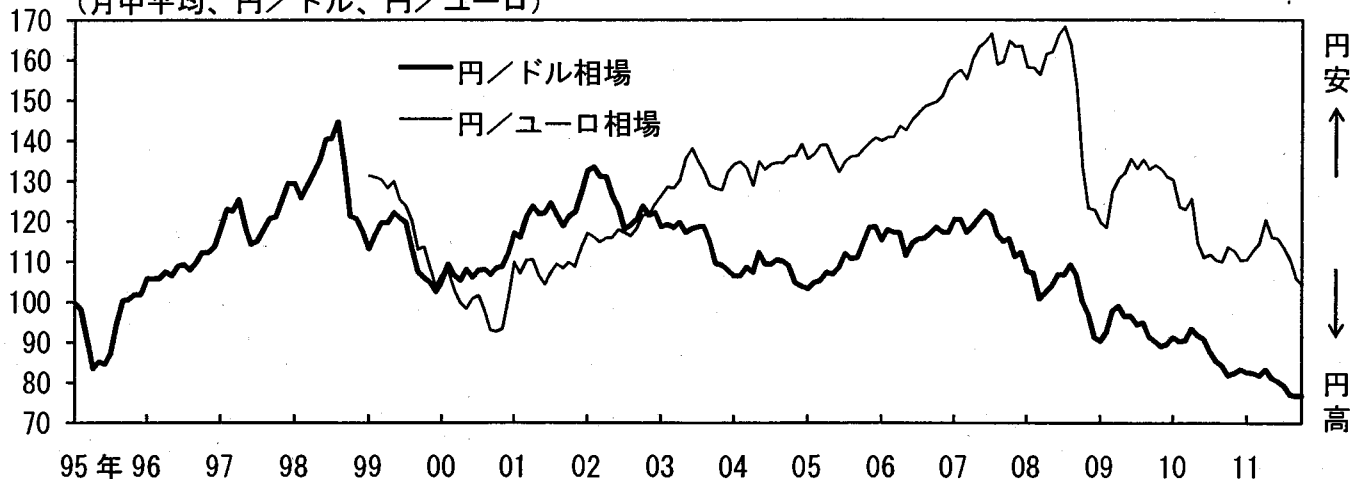


(資料) 日本経済新聞社、東京証券取引所、Bloomberg

# 為替相場

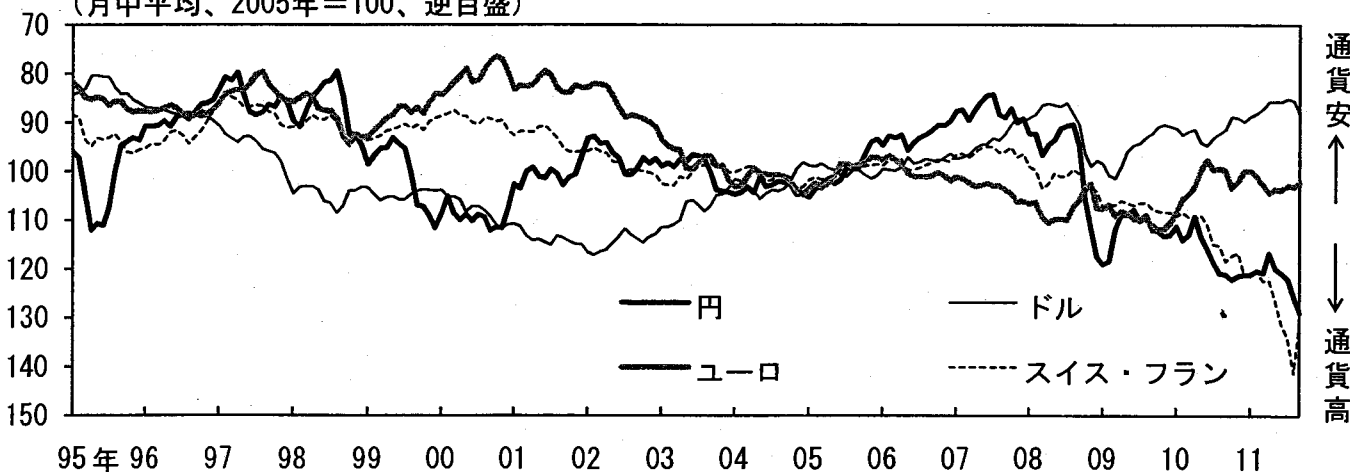
## (1) 円ドル・円ユーロ相場

(月中平均、円/ドル、円/ユーロ)



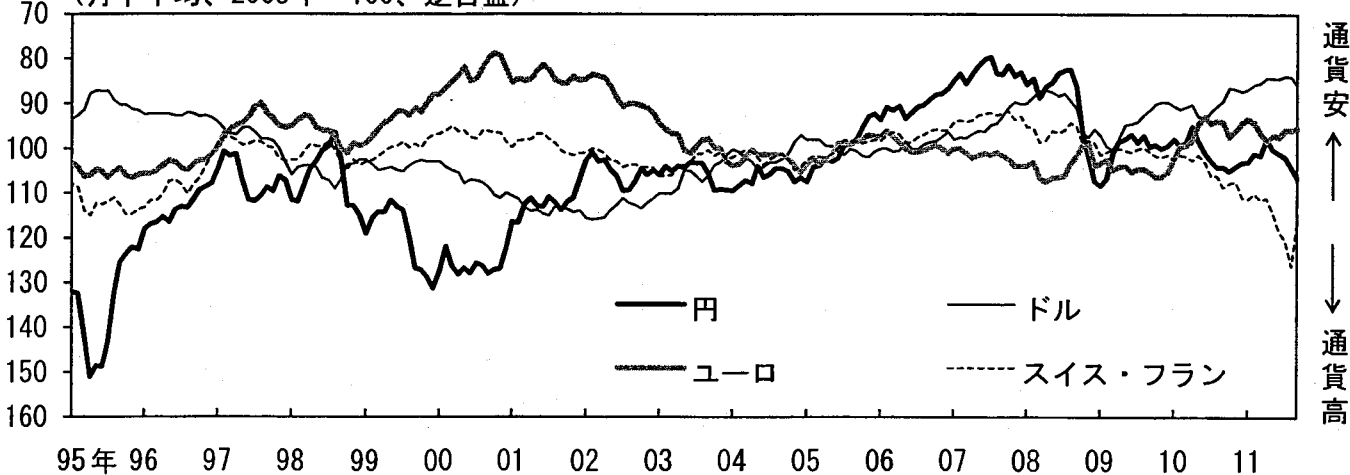
## (2) 名目実効為替レート

(月中平均、2005年=100、逆目盛)



## (3) 実質実効為替レート

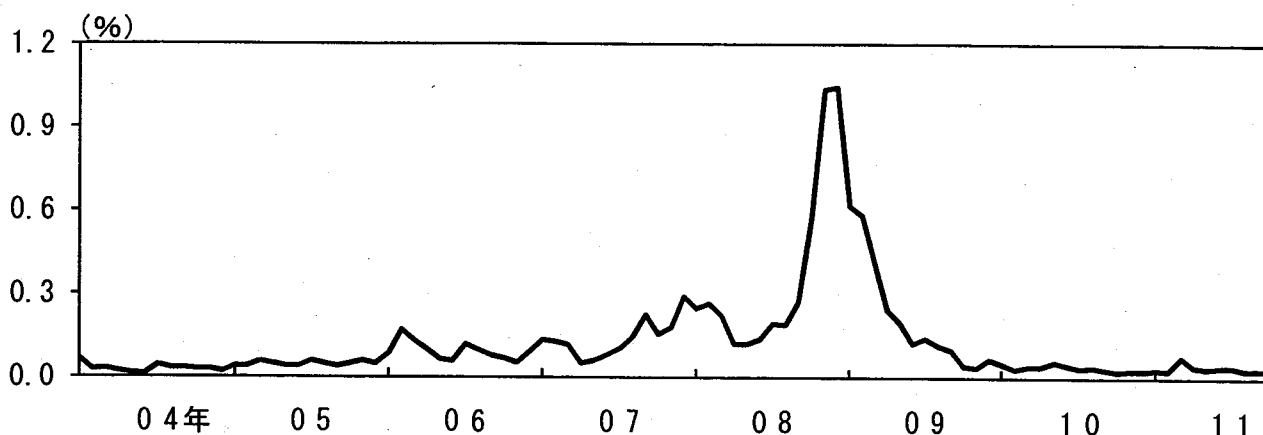
(月中平均、2005年=100、逆目盛)



(注) 実効為替レートはBISのブロードベース。  
(資料) BIS、日本銀行

## CP市場

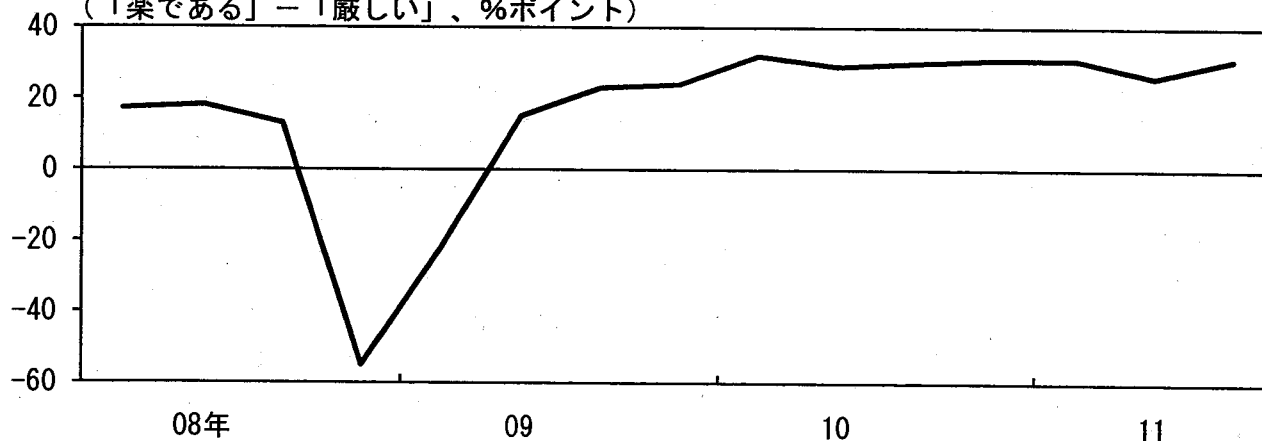
### (1) CPの信用スプレッド



(注) CPの信用スプレッド=CP発行レート(3か月物) - 国庫短期証券流通利回り(3か月物)。CP発行レートは、2009/9月以前はa-1格以上、2009/10月以降はa-1格。

### (2) 企業から見たCPの発行環境

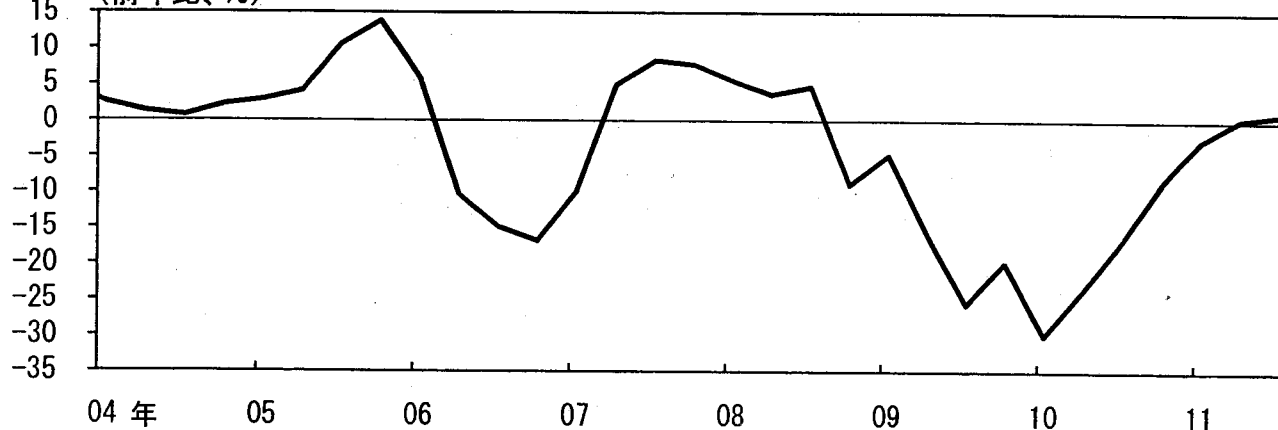
(「楽である」 - 「厳しい」、%ポイント)



(注) 全産業・大企業ベース。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(発行企業ベース)。

### (3) 発行残高

(前年比、%)



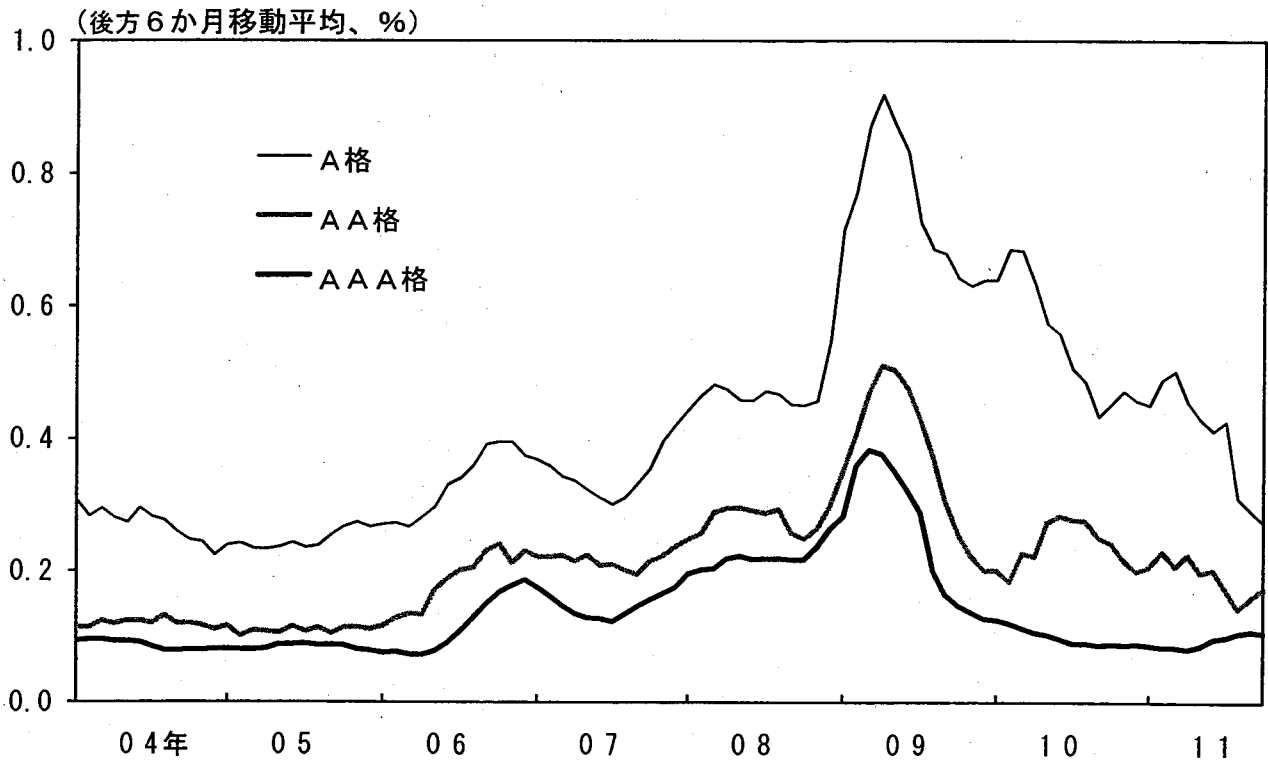
(注) 短期社債(電子CP)の残高前年比。銀行、証券会社および外国会社等による発行分を含まず、ABCPを含む。なお、2008/3月以前は、日本銀行と当座勘定取引のある銀行・証券会社の引受によるものの残高前年比。

(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」、「貸出・資金吸収動向等」、証券保管振替機構、Bloomberg



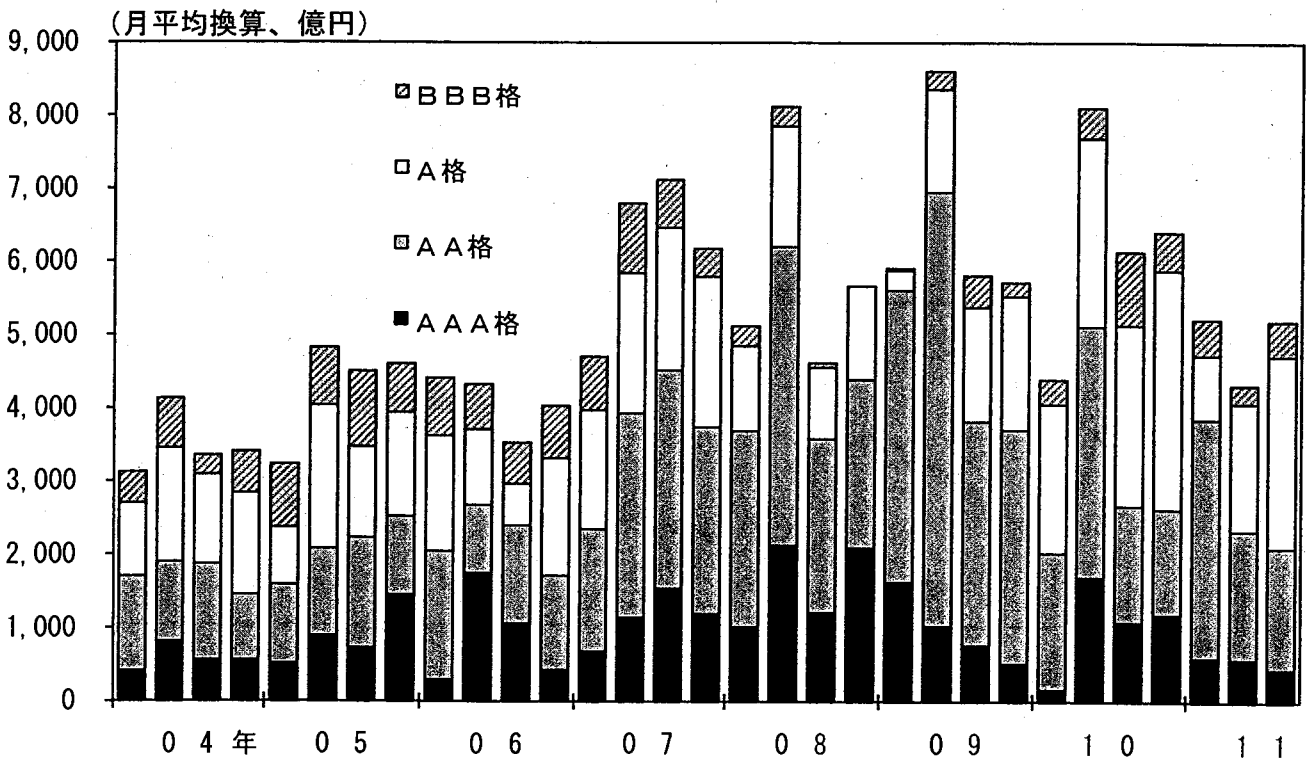
# 社債市場

## (1) 社債発行スプレッド



(注) 社債発行スプレッド=社債発行金利-同年限の国債流通利回り。全年限の単純平均値、起債日ベース。対象は国内公募社債で、銀行や証券会社などの発行分は除く。

## (2) 社債発行額

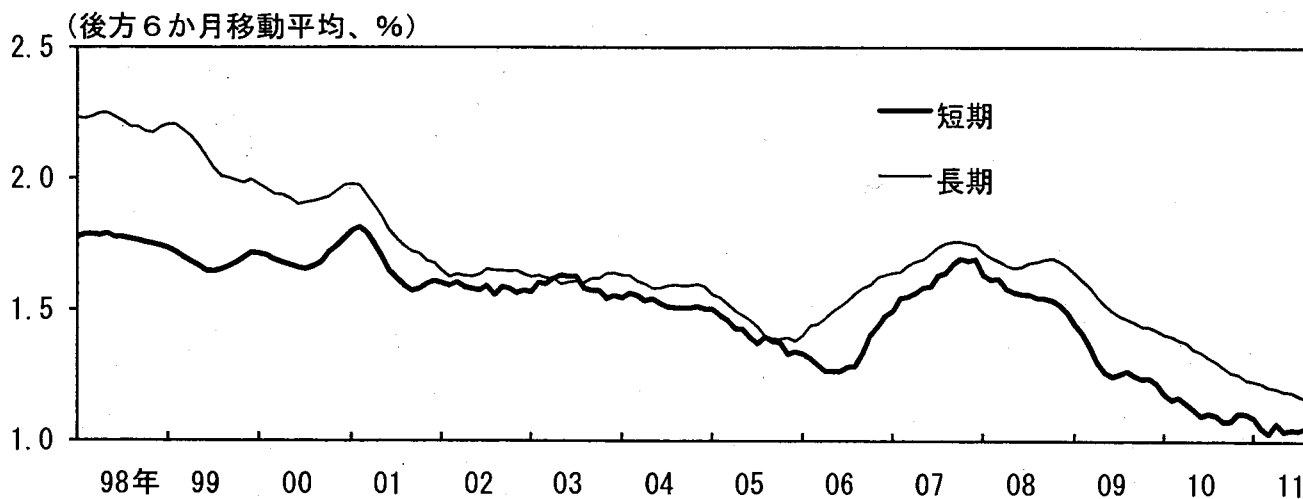


(注) 起債日ベース。対象は国内公募社債で、銀行発行分は除く。

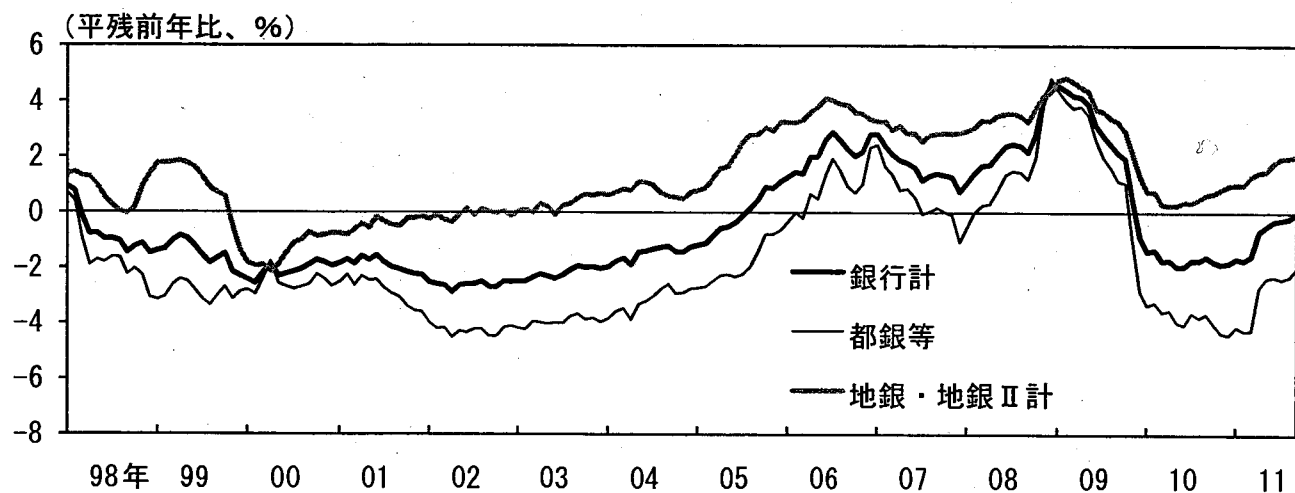
(資料) キャピタル・アイ、アイ・エヌ情報センター

# 貸出・マネーストック

## (1) 新規貸出約定平均金利

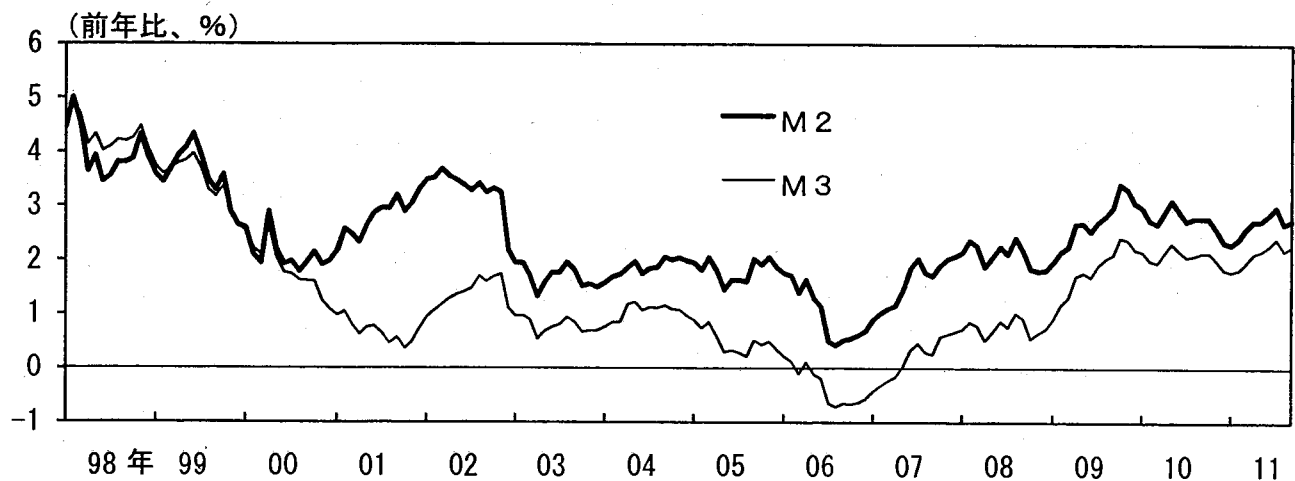


## (2) 民間銀行貸出



(注) 貸出債権の流動化・償却による変動分等を調整したものの。

## (3) マネーストック

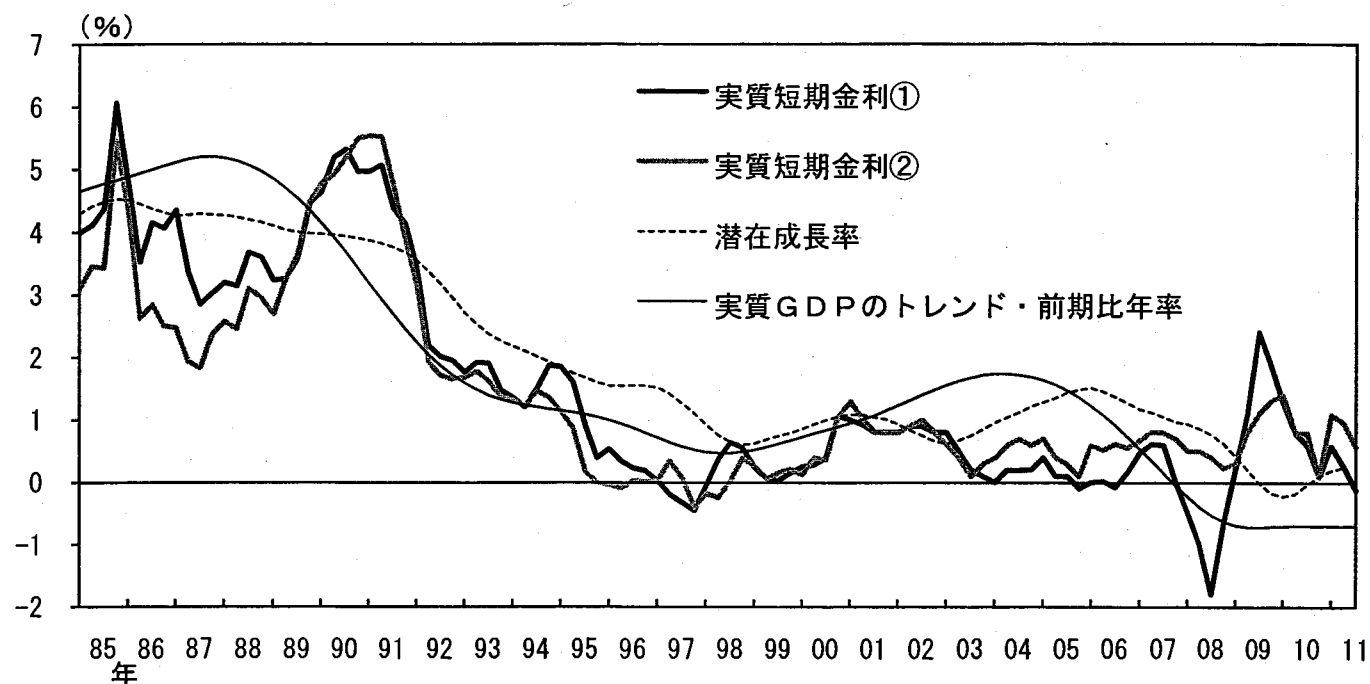


(注) 2004/3月以前のM2、M3は、それぞれマネーサプライ統計の「M2+CD」、  
「M3+CD-金銭信託」を利用。

(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」

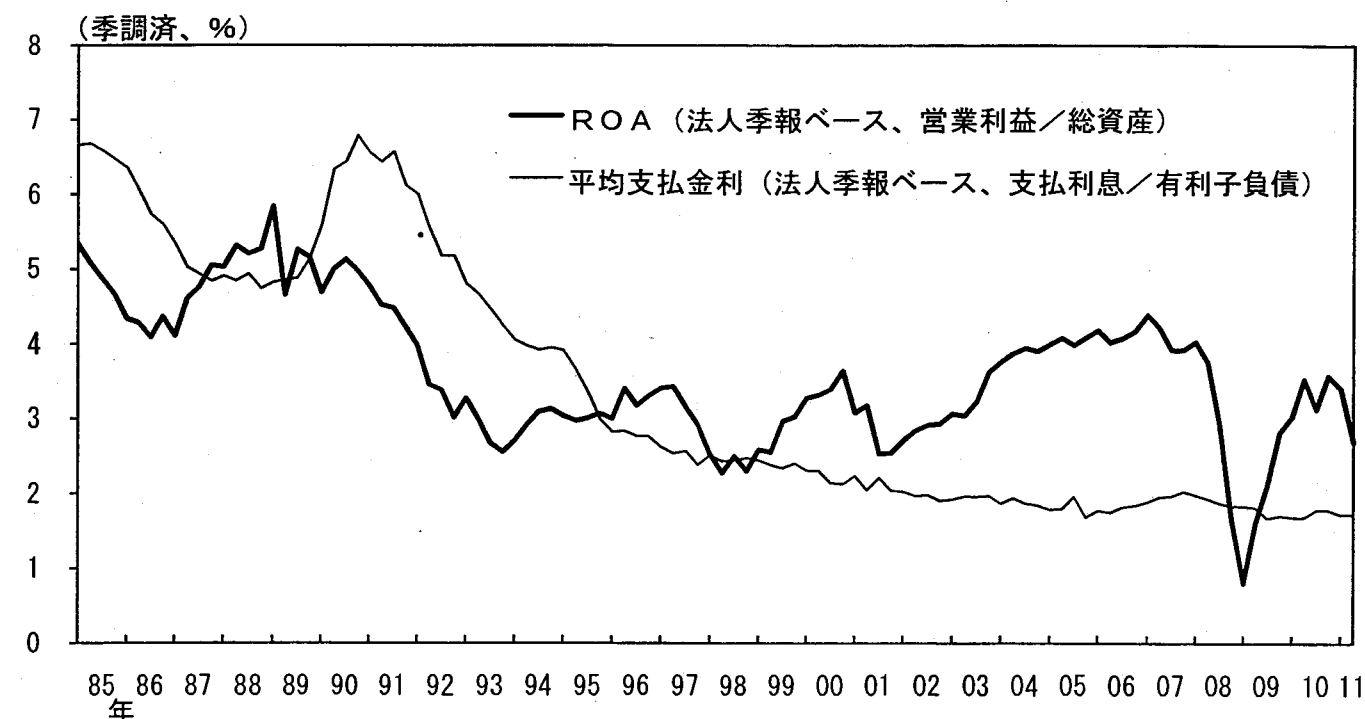
## 金利水準と実体経済

## (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。2001/10以降は、高校授業料を除く。  
 4. 潜在成長率は、日本銀行調査統計局の試算値。  
 5. 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



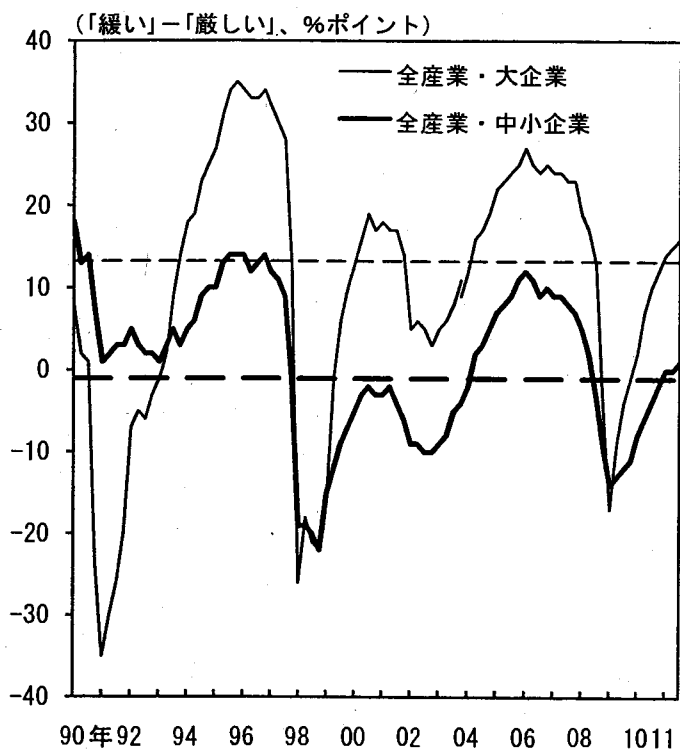
- (注) 1. 全産業全規模合計。金融業、保険業を除く。  
 2. 有利子負債は、長短期借入金、社債、受取手形割引残高の合計。

(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

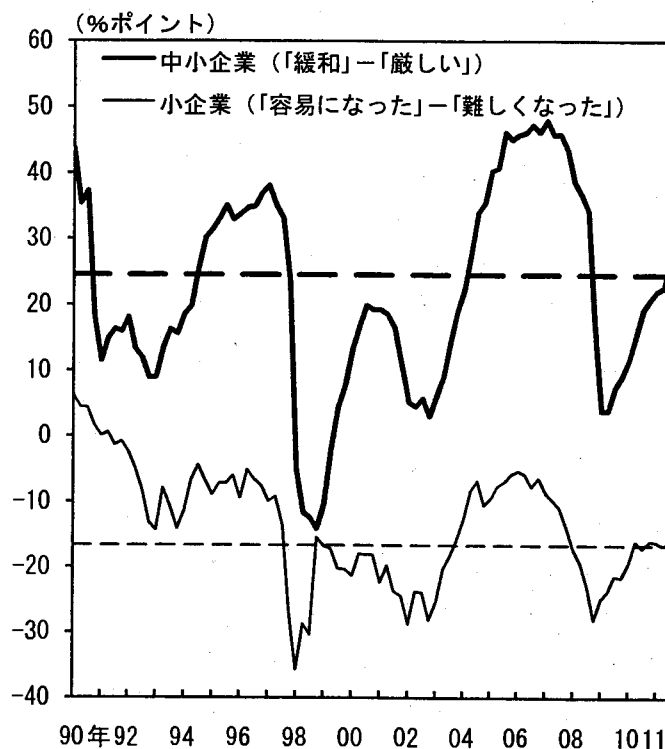
# 企業金融

## (1) 企業からみた金融機関の貸出態度

<短観>



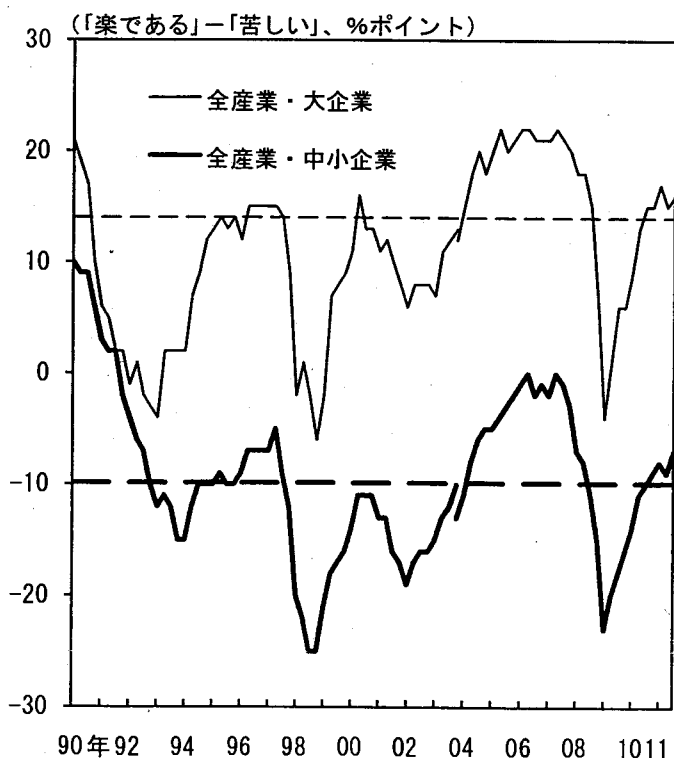
<日本公庫>



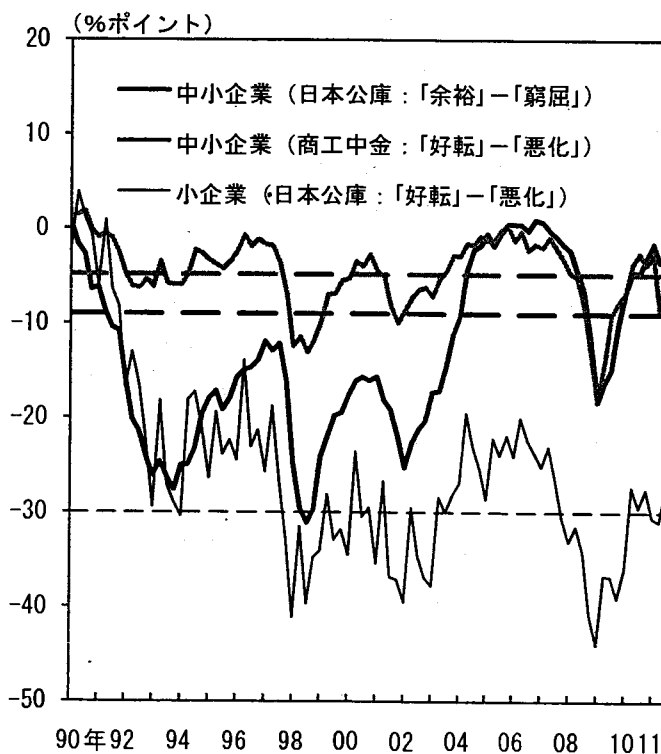
(注) 短観は2004/3月調査より見直しを実施。旧ベースは2003/12月調査まで、新ベースは2003/12月調査から。破線は00年以降の平均値(下の図表も同じ)。

## (2) 企業の資金繰り

<短観>



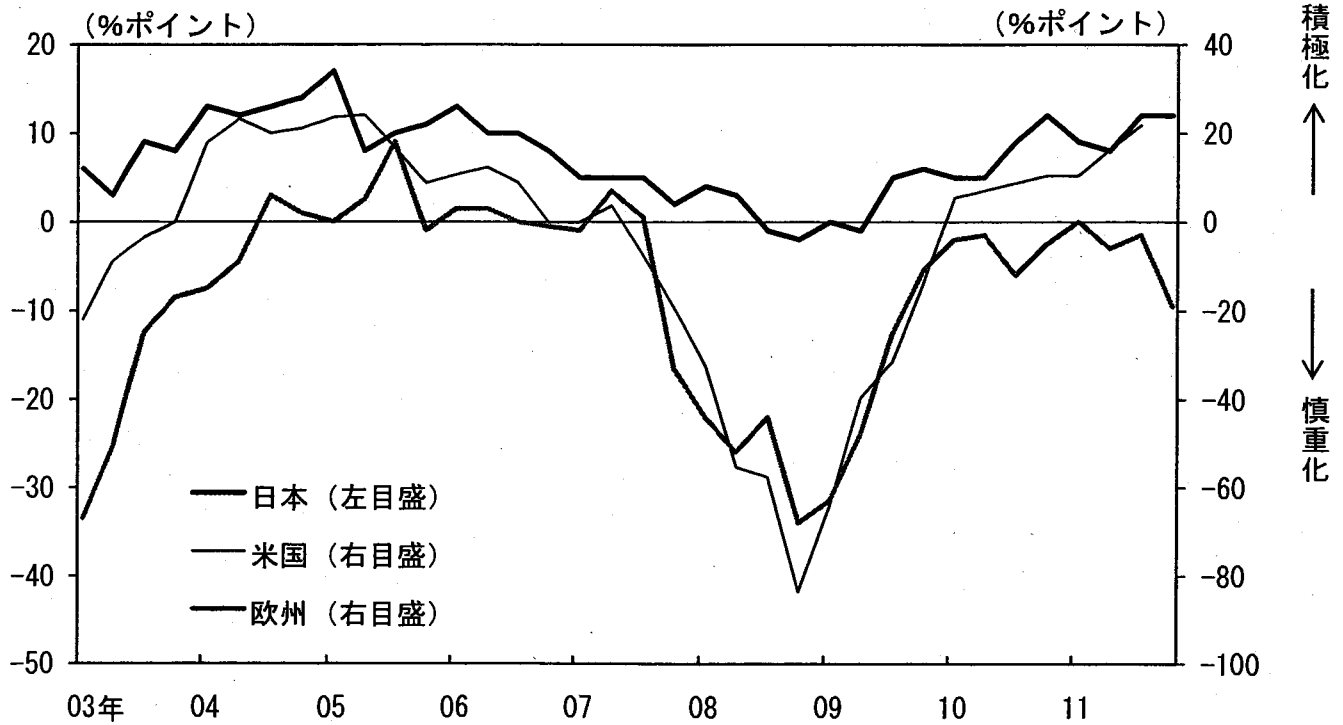
<日本公庫・商工中金>



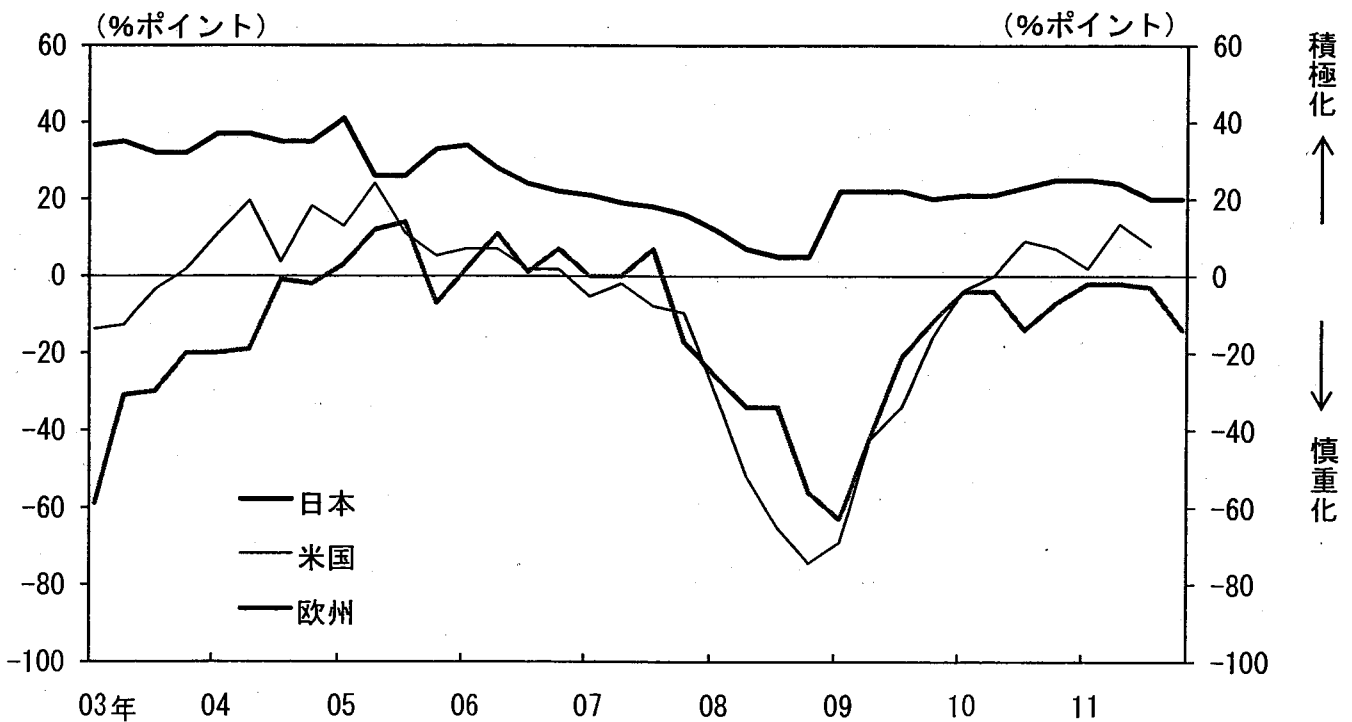
(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、商工中金「中小企業月次景況観測」、日本政策金融公庫「中小企業景況調査」「全国中小企業動向調査結果(小企業編)」

# 日米欧における銀行の貸出運営スタンス

## (1) 大企業向け



## (2) 中小企業向け



(注) (1) の米国は大・中企業向け。(2) の米国は小企業向け。  
日本: 「積極化」+0.5×「やや積極化」-0.5×「やや慎重化」-「慎重化」。  
米欧: 「eased considerably」+「eased somewhat」-「tightened somewhat」-「tightened considerably」

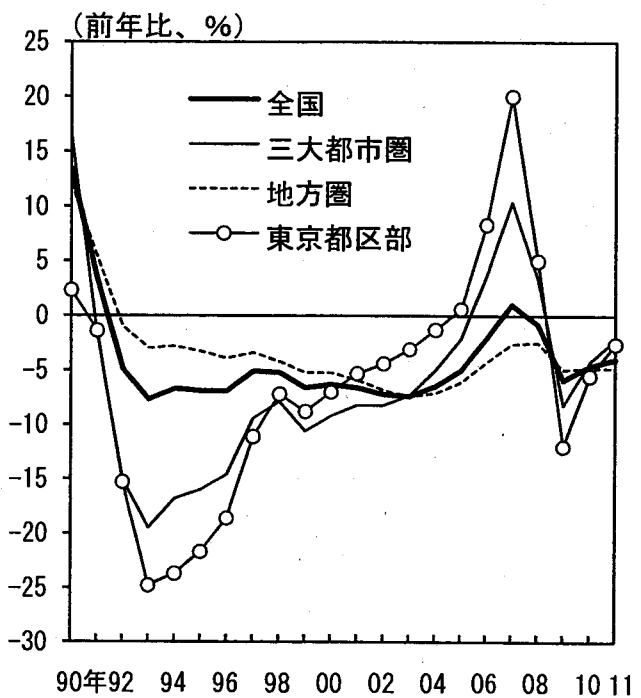
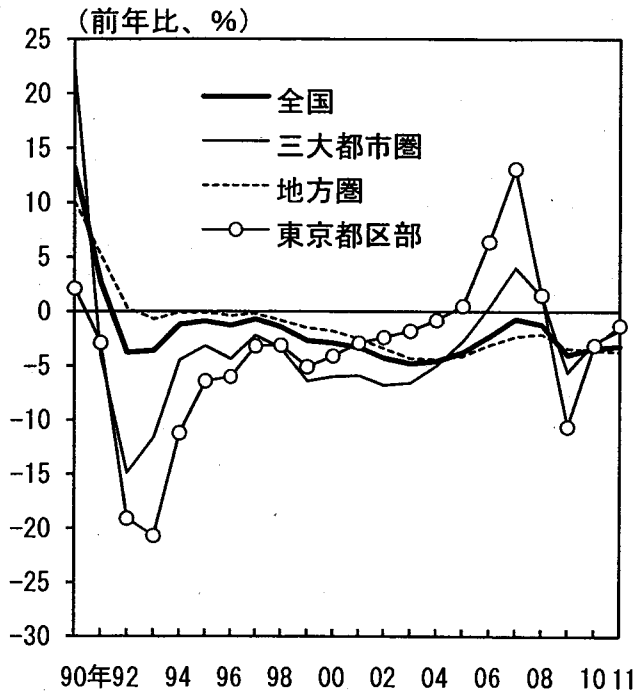
(資料) 日本銀行「主要銀行貸出動向アンケート調査」、FRB、ECB

# 地 価

## (1) 都道府県地価

<住宅地>

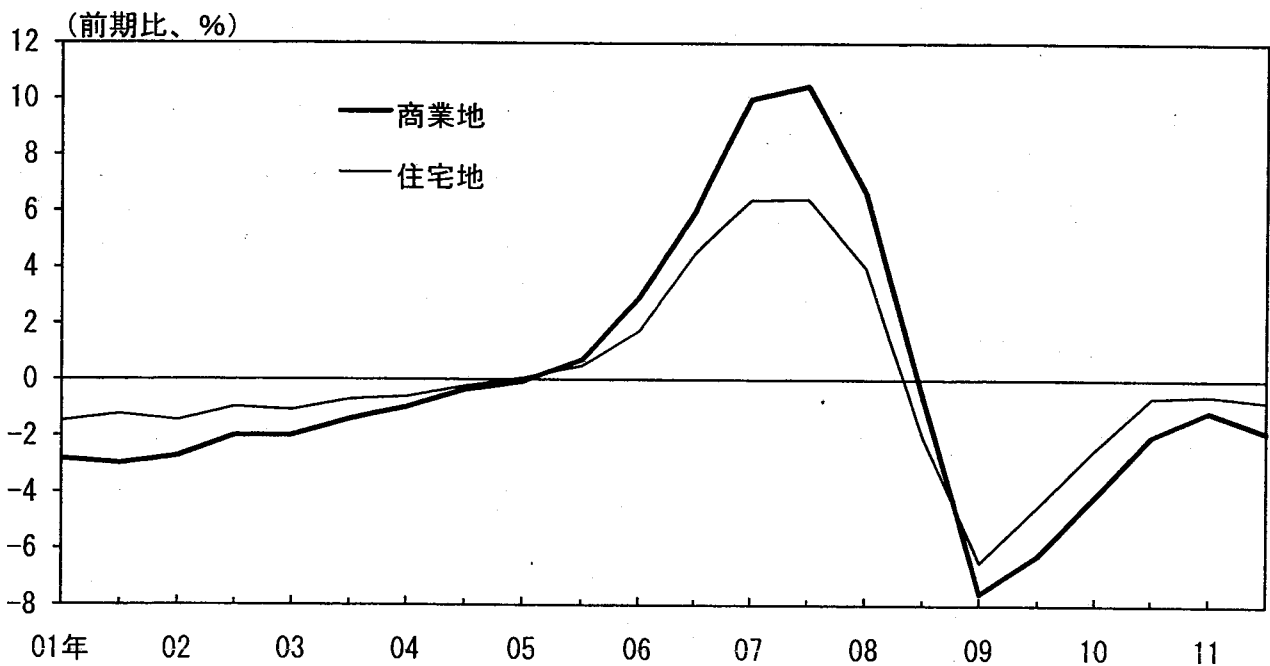
<商業地>



(注) 1. 7月1日時点の地価を調査。

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

## (2) 東京都区部の地価の動向



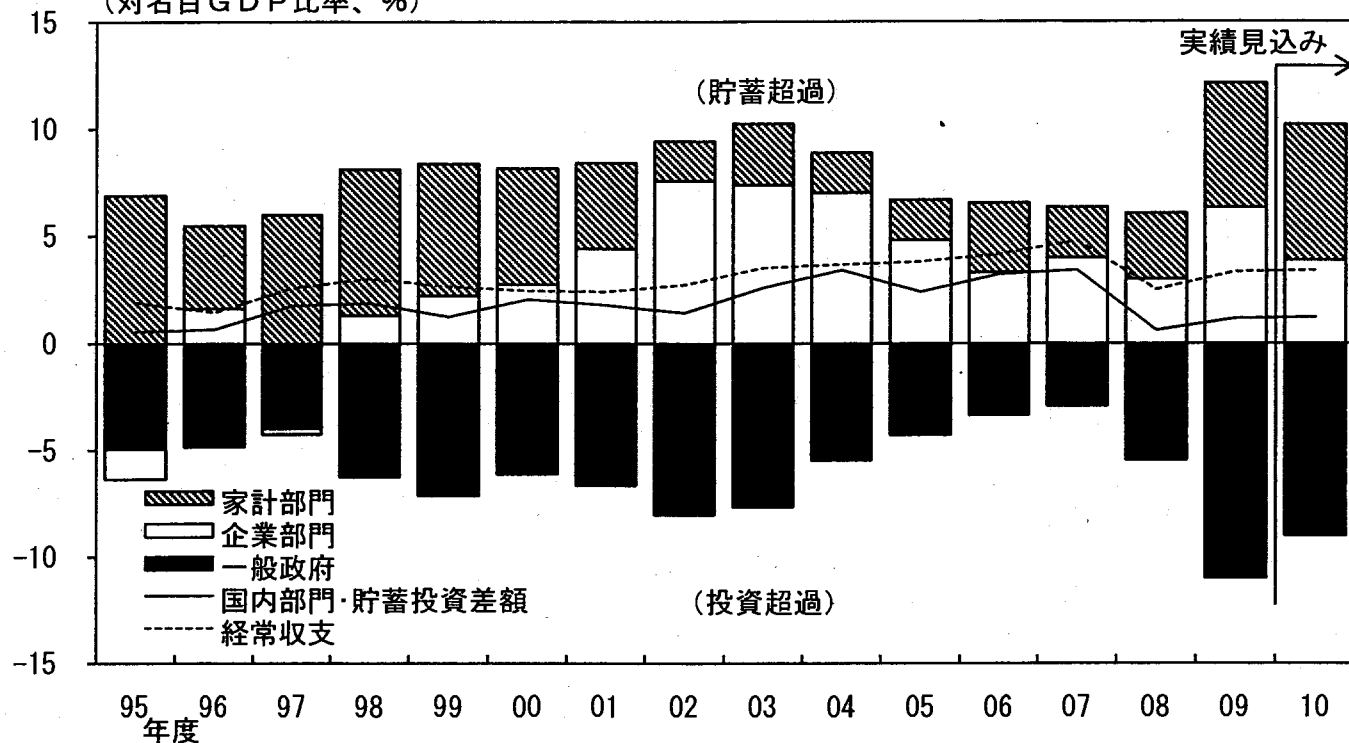
(注) 地価公示および都道府県地価調査の共通地点（住宅地48地点、商業地37地点）における半期ベースの比較。

(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

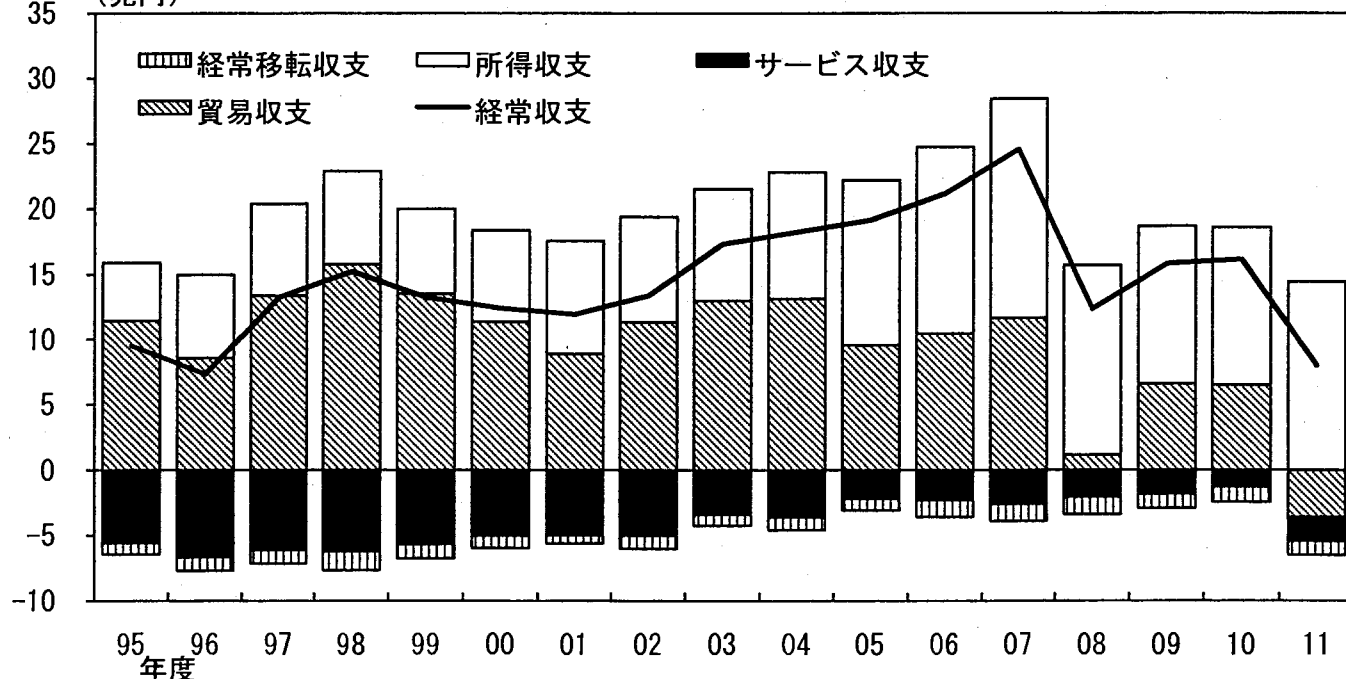
(対名目GDP比率、%)



(注) 一般政府の貯蓄投資バランスは、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、2010年度の実績見込みについては、一般政府の貯蓄投資バランスは、内閣府「経済財政の中長期試算」(2011/8月)に基づき、家計部門の貯蓄投資バランスは図表47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)

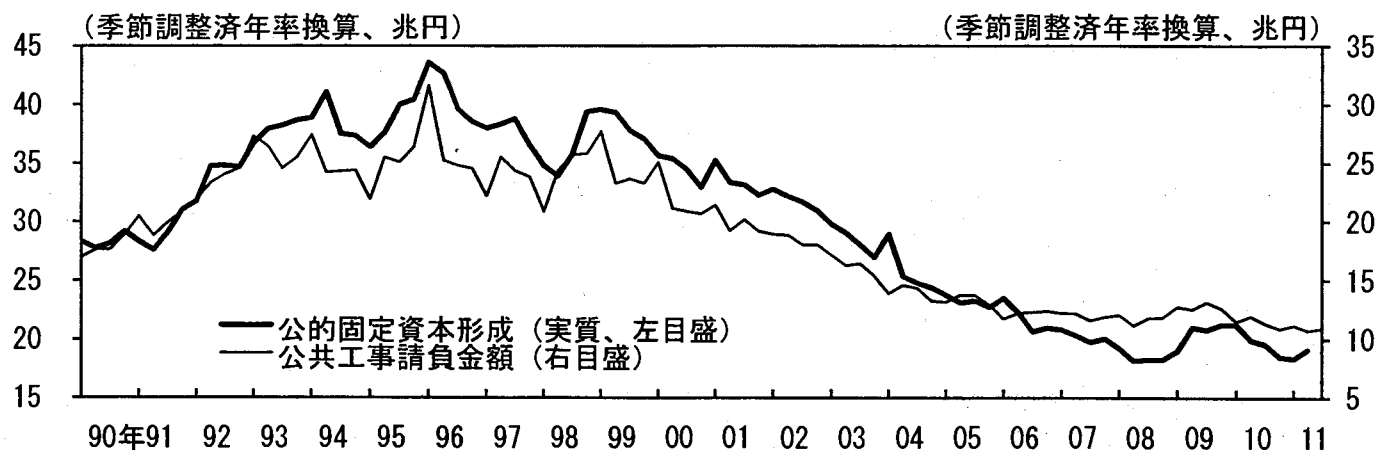


(注) 2011年度の経常収支及び内訳は、4~8月の年度換算値。

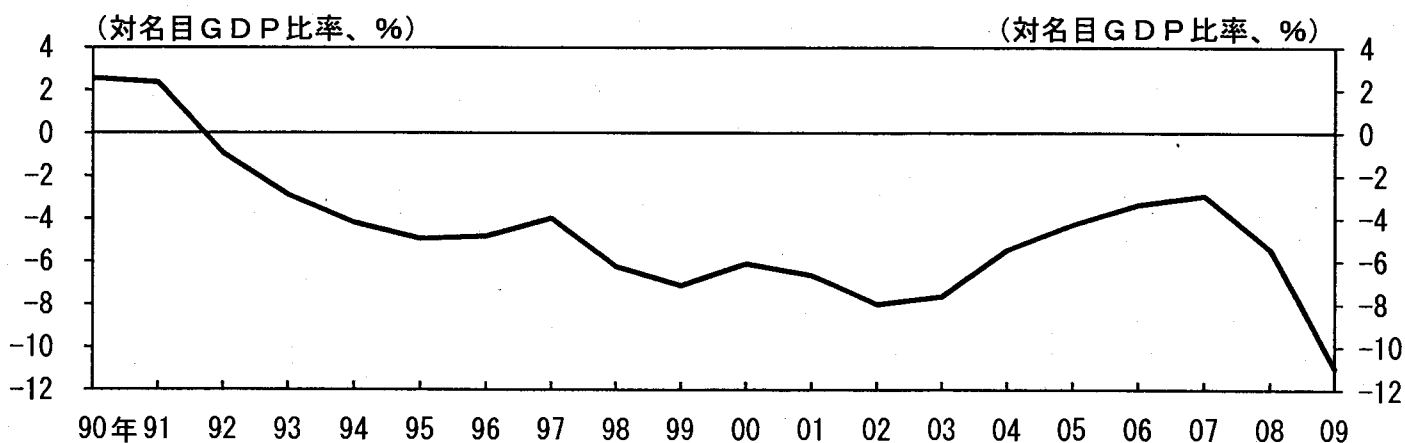
(資料) 内閣府「国民経済計算」「経済財政の中長期試算」、財務省・日本銀行「国際収支状況」

## 公共投資と政府債務残高

### (1) 公共投資

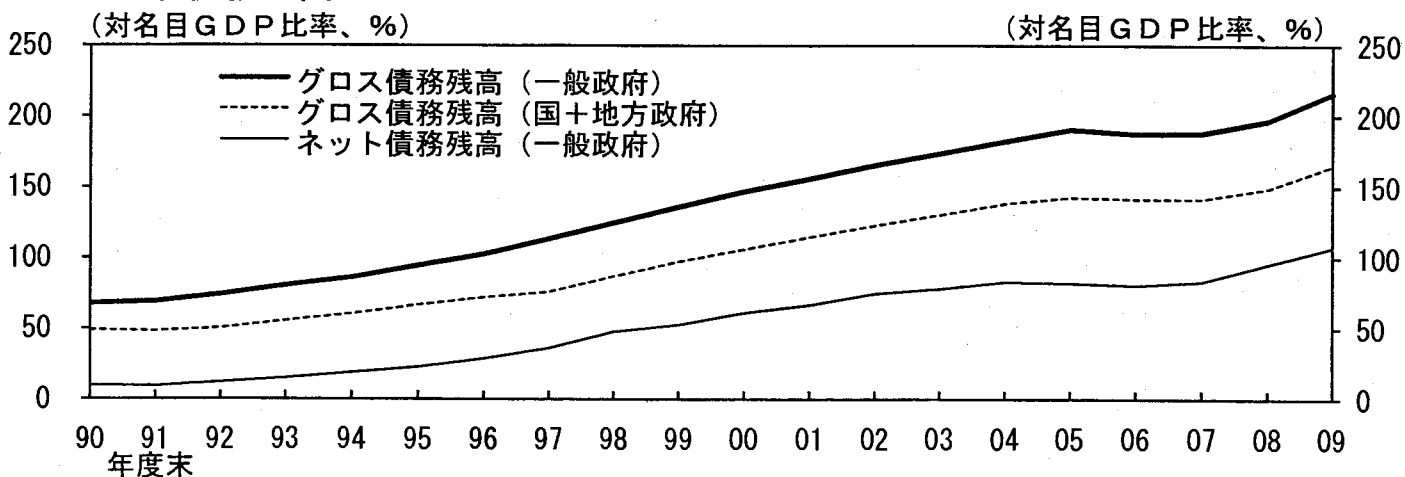


### (2) 財政収支



(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。

### (3) 政府債務残高



- (注) 1. 一般政府は、国・地方政府・社会保障基金の合計値。  
2. 国+地方政府・グロス債務残高は、内閣府「経済財政の中長期試算」(2011/8月)における公債等残高の値。  
3. ネット債務残高は、グロス債務残高から金融資産を差し引いたもの。

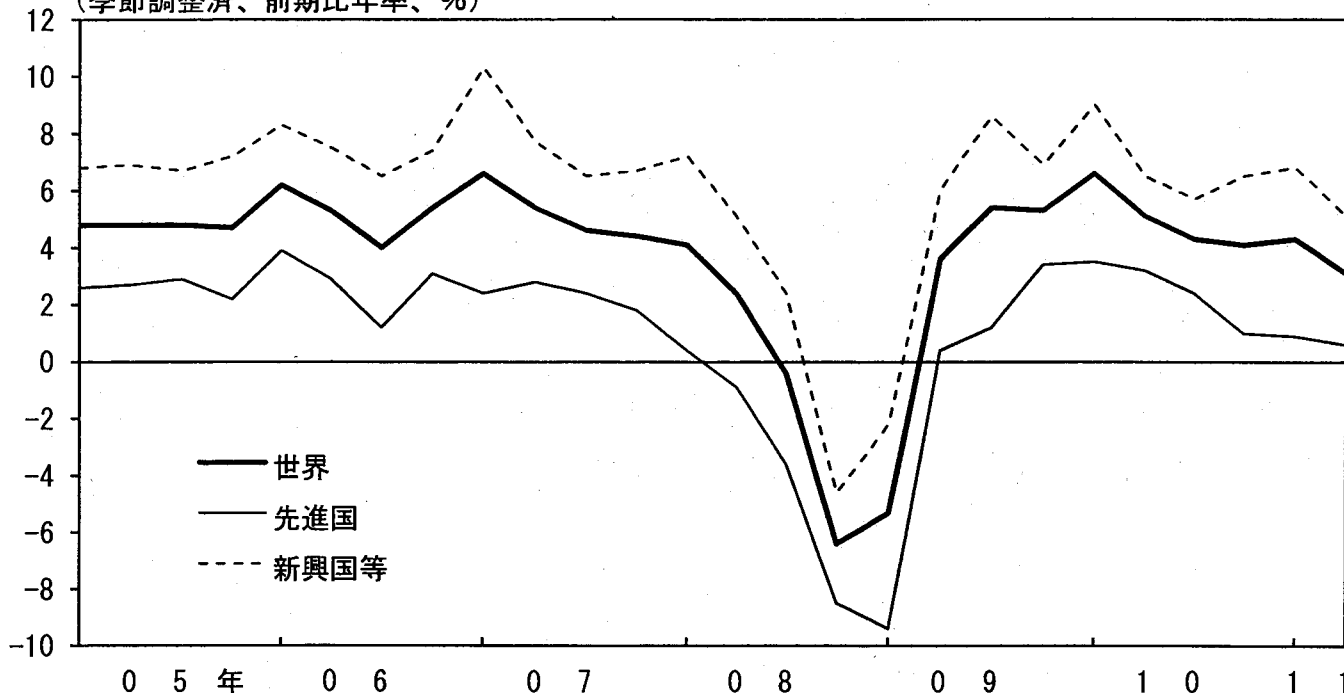
(資料) 内閣府「国民経済計算」「経済財政の中長期試算」、東日本建設業保証株式会社他「公共工事前払金保証統計」



# 海外経済

## (1) 世界経済の実質成長率

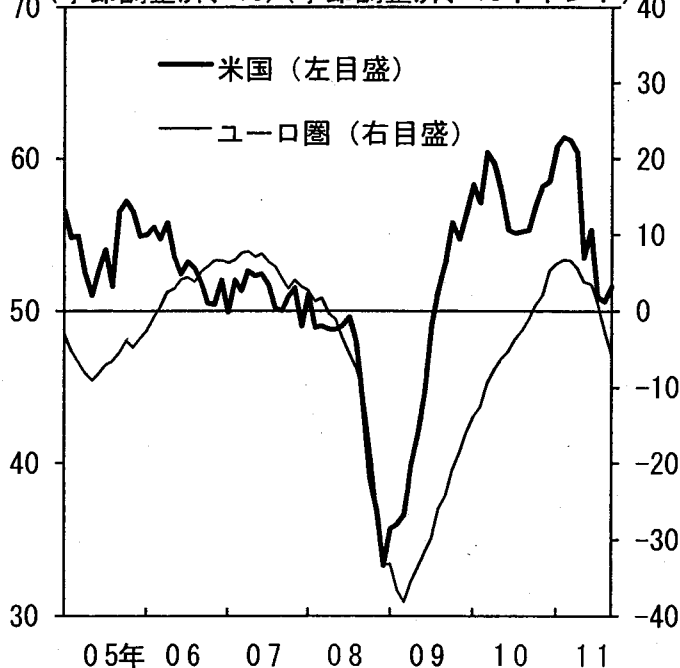
(季節調整済、前期比年率、%)



- (注) 1. IMF公表のGDPウエイト(購買力平価基準)を用いて算出。  
 2. 世界の実質成長率は、184か国ベース。先進国は、日本・米国・ユーロ圏17か国および英国。  
 3. 新興国等には、過去の実質GDP成長率の年次データをもとに、四半期GDPを試算したものを含む。

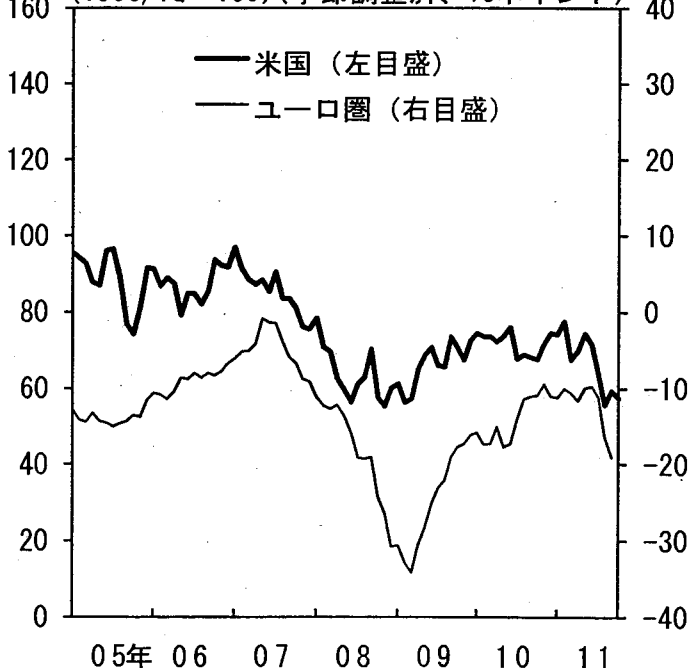
## (2) 企業の景況感

(季節調整済、%) (季節調整済、%ポイント)



## (3) 家計の景況感

(1966/1Q=100) (季節調整済、%ポイント)



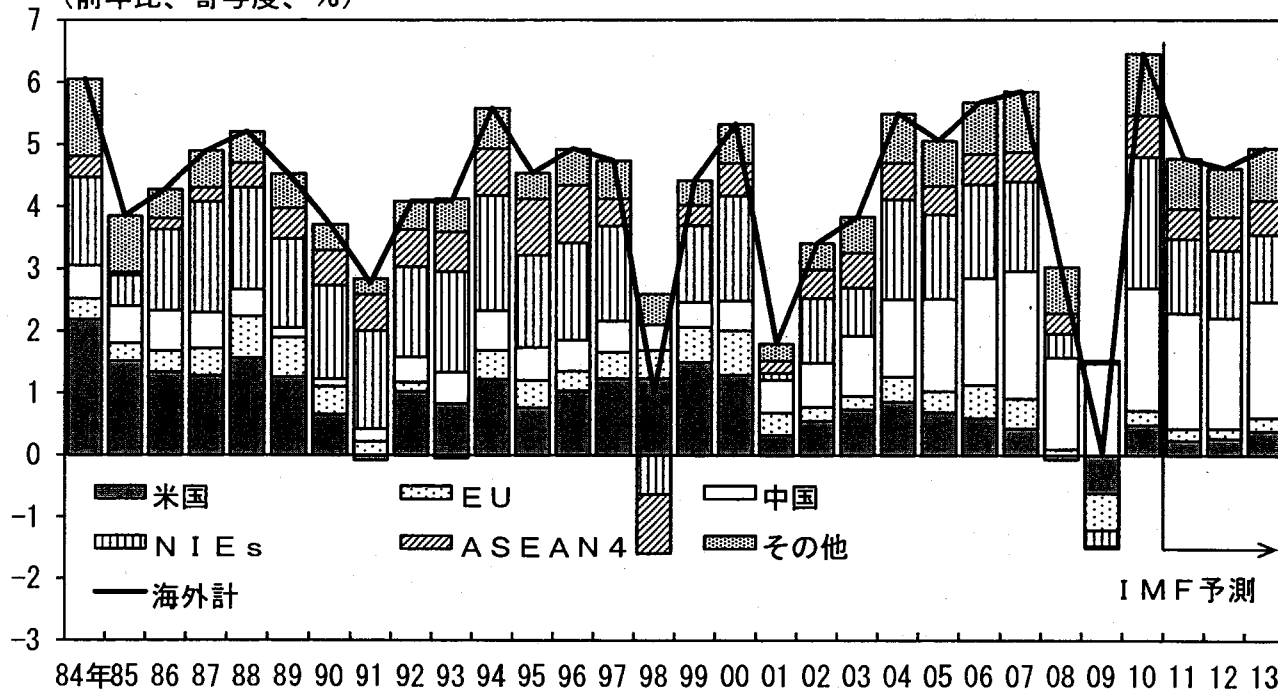
- (注) 1. (2)、(3)の米国は、それぞれISM製造業指数、ロイター/ミシガン大学消費者信頼感指数。ISM製造業指数は、50%を上回ると製造業の景況感の拡大、50%を下回ると製造業の景況感の悪化の目安とされている。  
 2. (2)、(3)のユーロ圏は、欧州委員会景況感指数の製造業コンフィデンスと消費者コンフィデンス。いずれも0%ポイントを上回ると景況感の改善、0%ポイントを下回ると景況感の悪化の目安とされている。

(資料) IMF「World Economic Outlook」、各国統計局、欧州委員会、トムソン・ロイター、HAVER

# 海外経済と実質実効為替レート

## (1) わが国が直面する海外経済の成長率

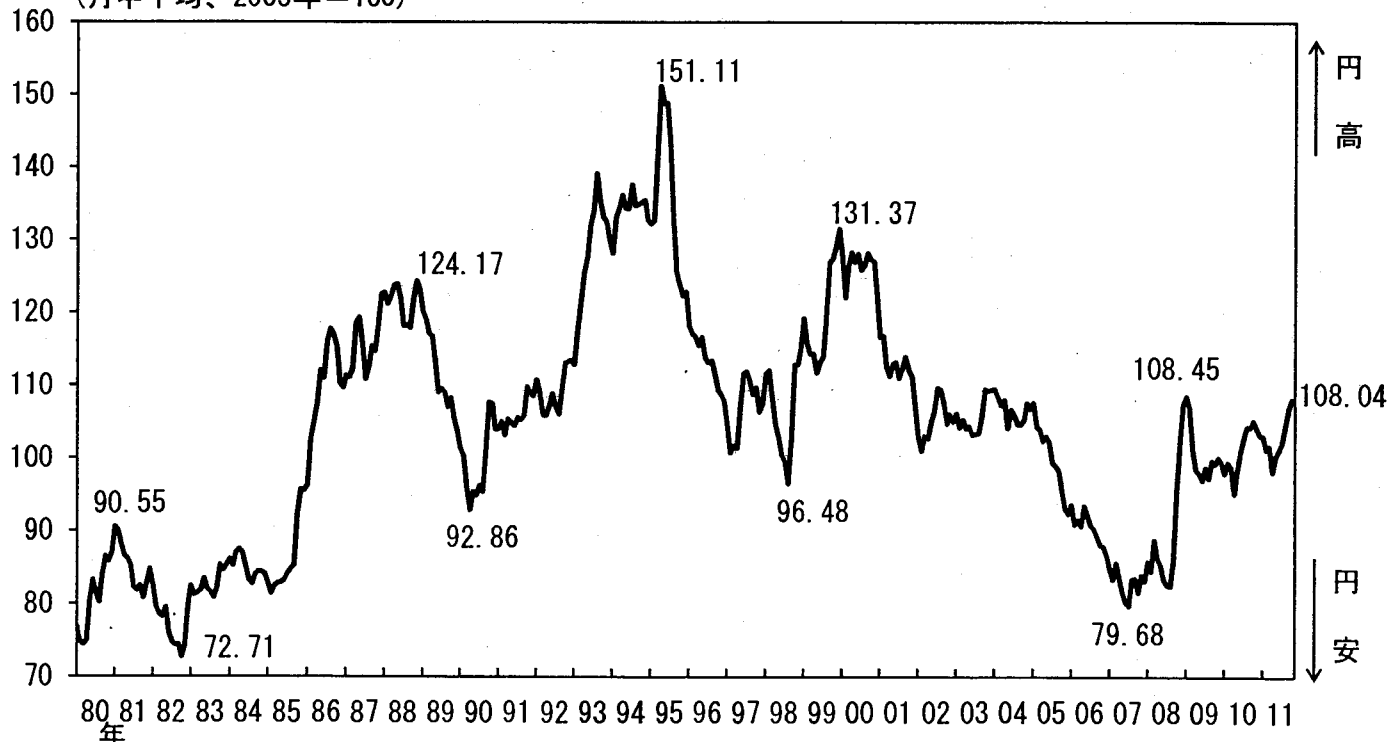
(前年比、寄与度、%)



(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加重平均したもの。

## (2) 実質実効為替レート

(月中平均、2005年=100)

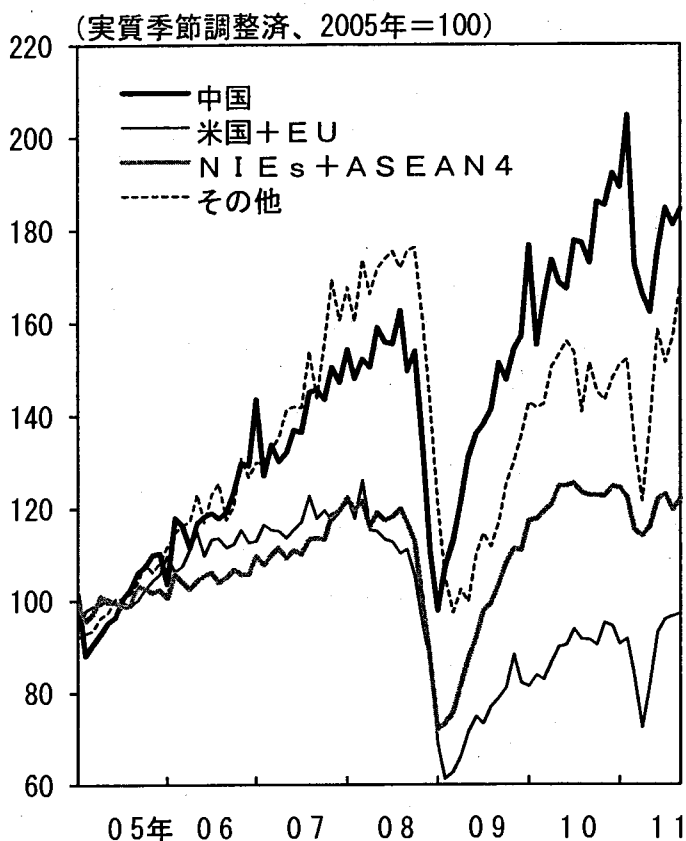


(注) 1. BISのブロードベース。1993年以前はナローベースを使用して接続。  
2. 2011/10月分は、日本銀行の名目実効為替レート(円インデックス)を用いて算出。

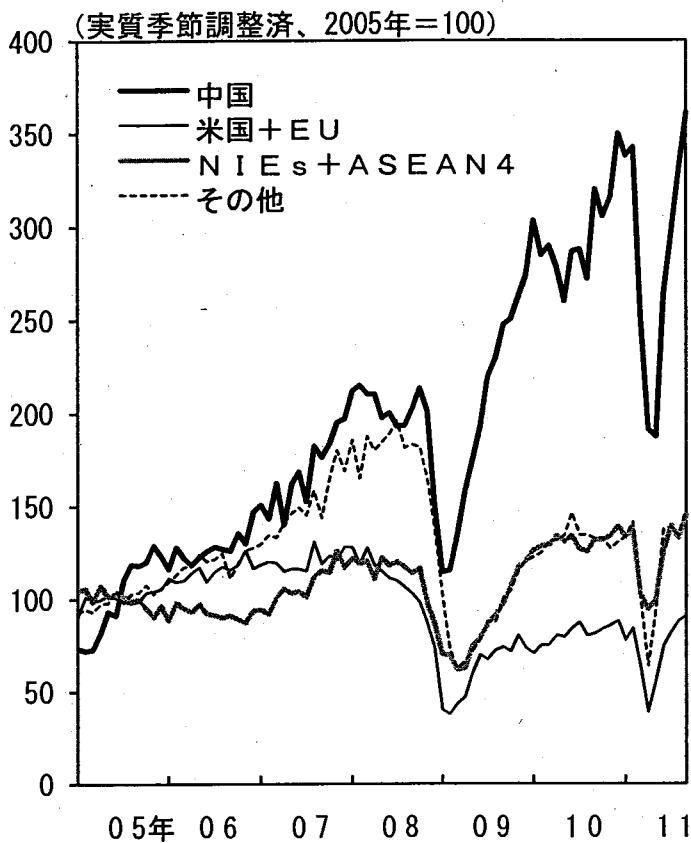
(資料) IMF「World Economic Outlook」、財務省「貿易統計」、BIS、日本銀行

# 財別輸出

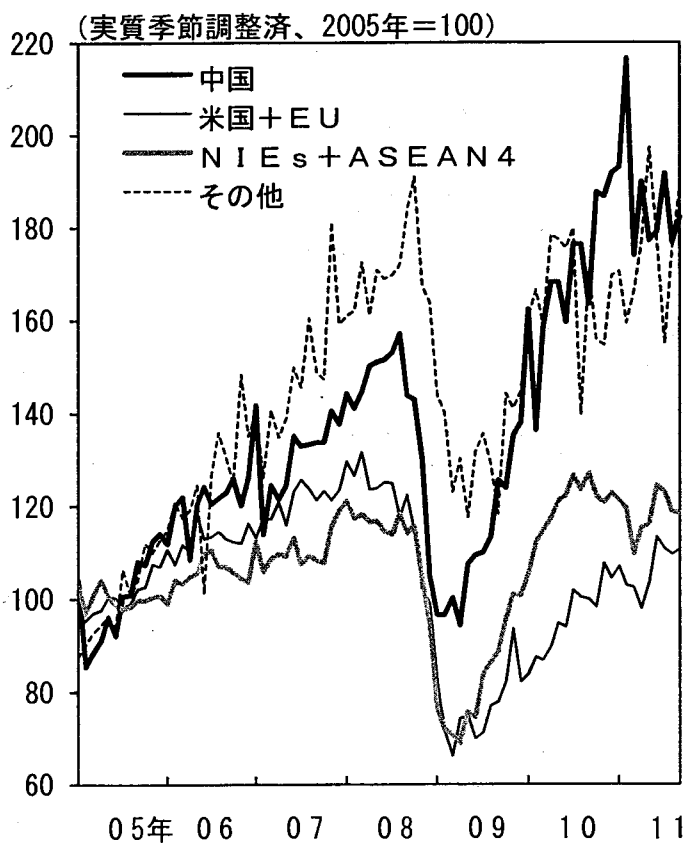
(1) 合計



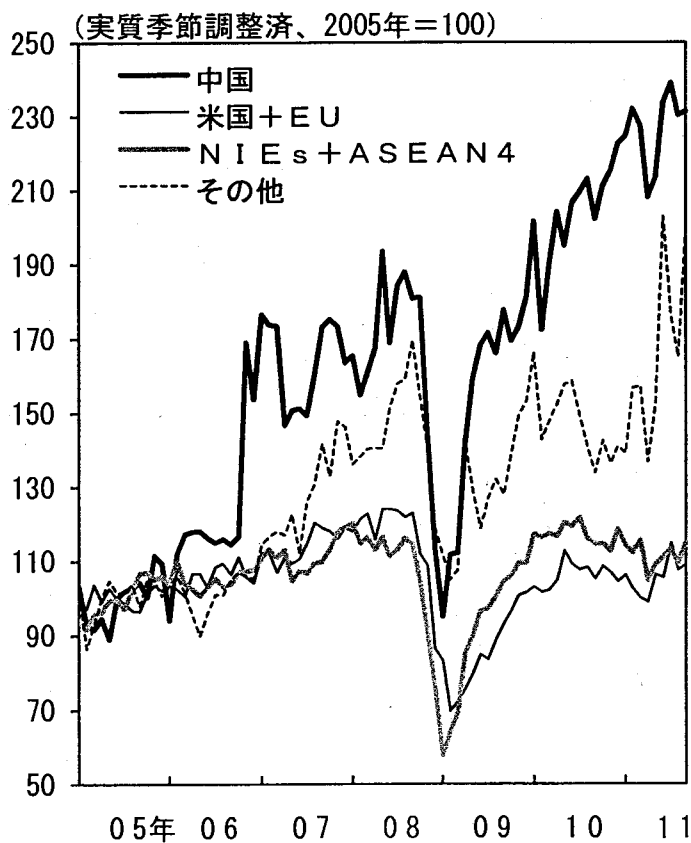
(2) 自動車関連



(3) 資本財・部品



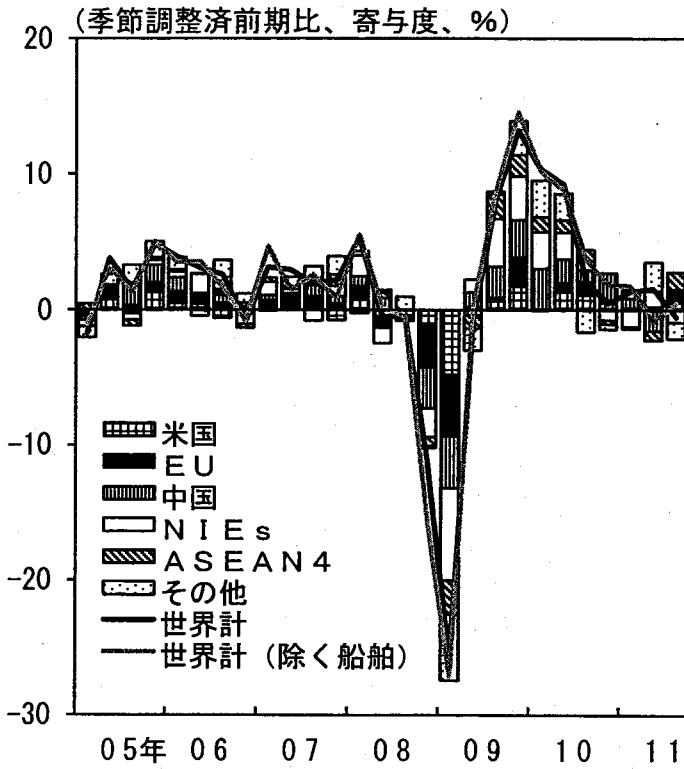
(4) 情報関連



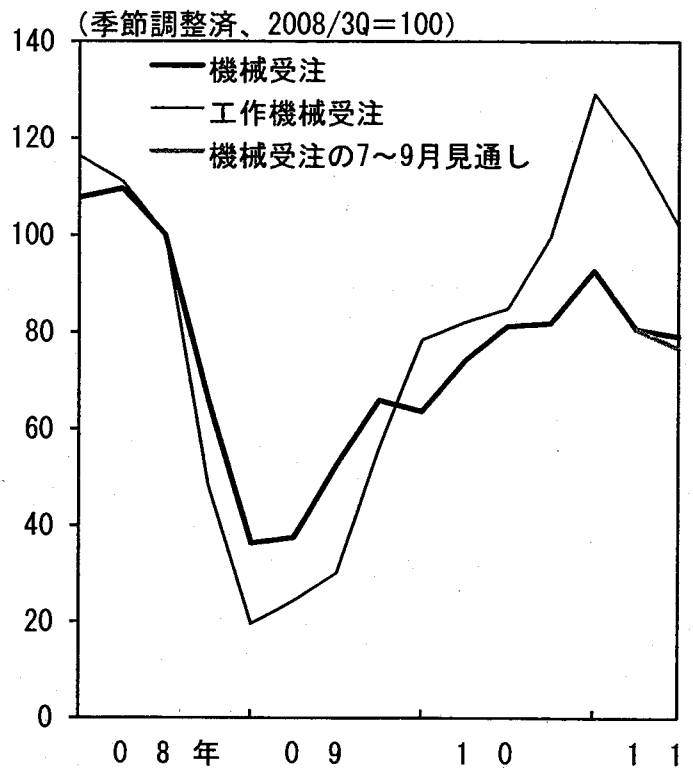
(資料) 財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」

# 資本財輸出を取り巻く環境

(1) 地域別資本財・部品輸出

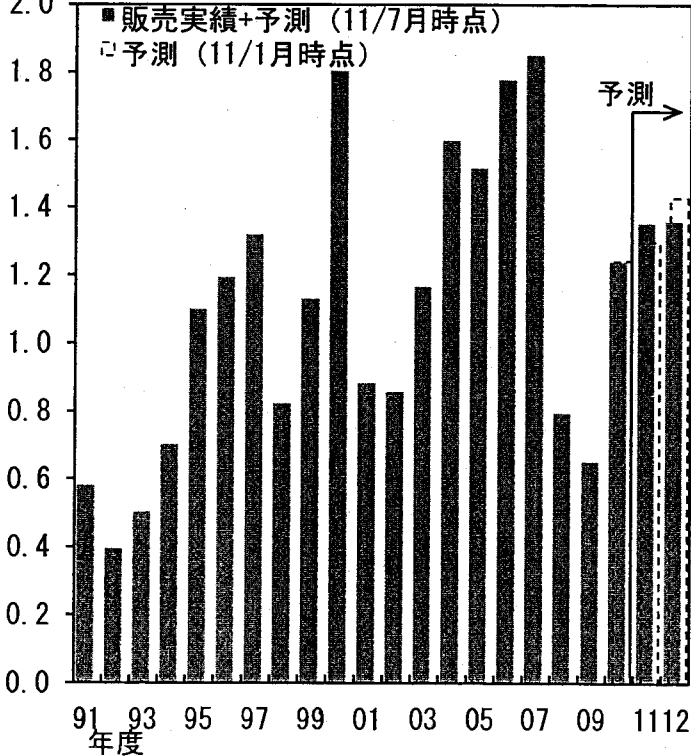


(2) 機械受注の外需

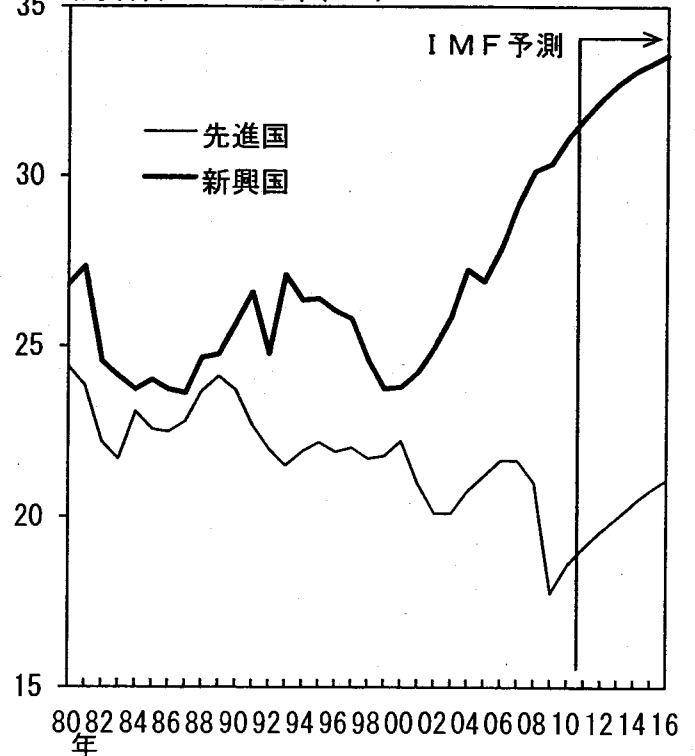


(注) 2011/3Qの機械受注は7~8月の四半期換算値。

(3) 日本製半導体製造装置の販売予測 (兆円)



(4) 先進国・新興国の設備投資比率 (対名目GDP比率、%)



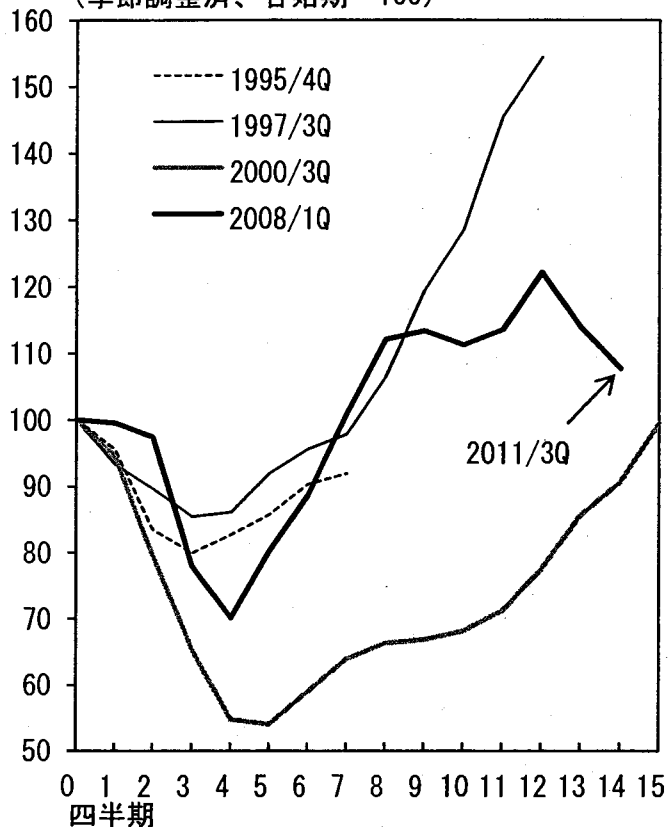
(注) 名目ベースの総資本形成を名目GDPで除したもの。

(資料) 財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」、内閣府「機械受注統計」、日本工作機械工業会「工作機械統計」、SEAJ「半導体・FPD製造装置需要予測」、IMF「World Economic Outlook」

# ITサイクル

(1) 世界半導体出荷の局面比較

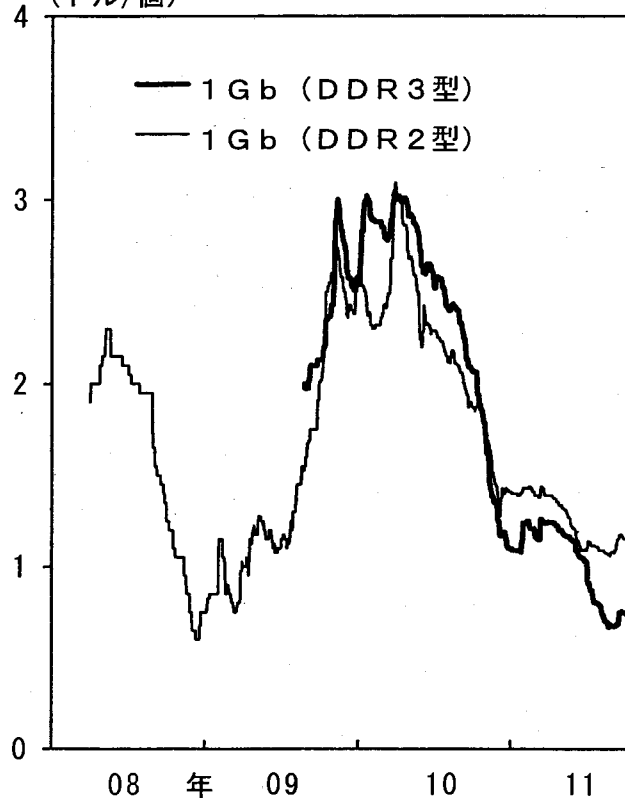
(季節調整済、各始期=100)



(注) 2011/3Qは、7~8月の値。

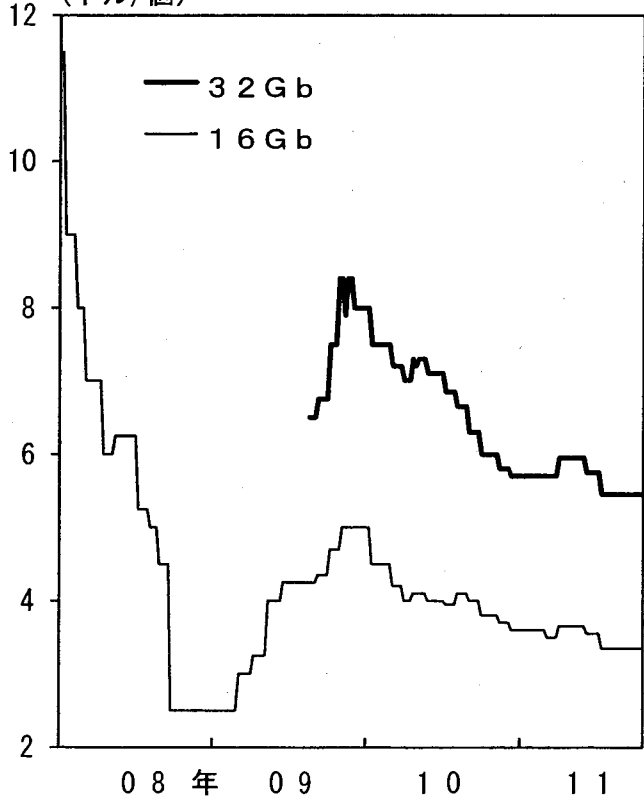
(2) DRAM価格の推移

(ドル/個)



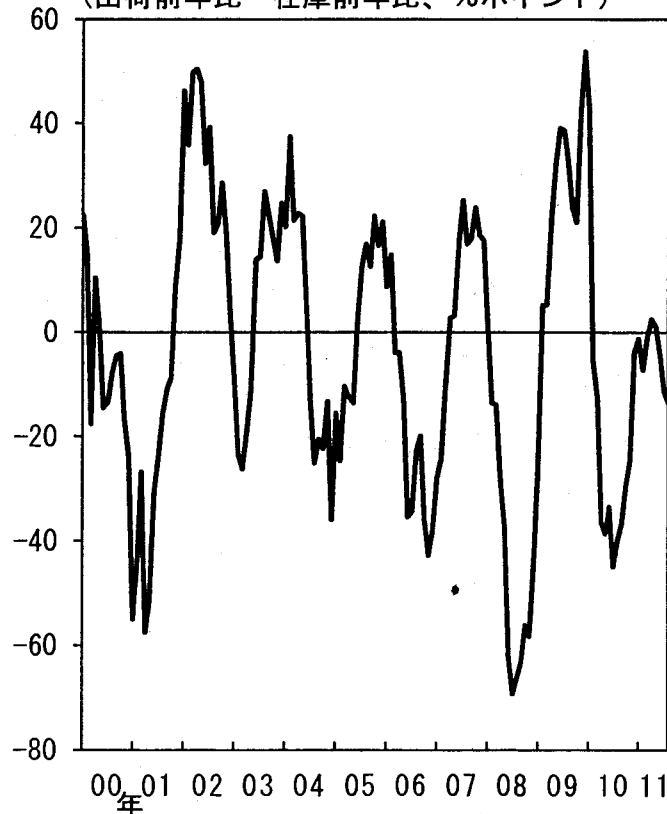
(3) NANDフラッシュメモリ価格の推移

(ドル/個)



(4) 韓国のIT関連財の出荷在庫バランス

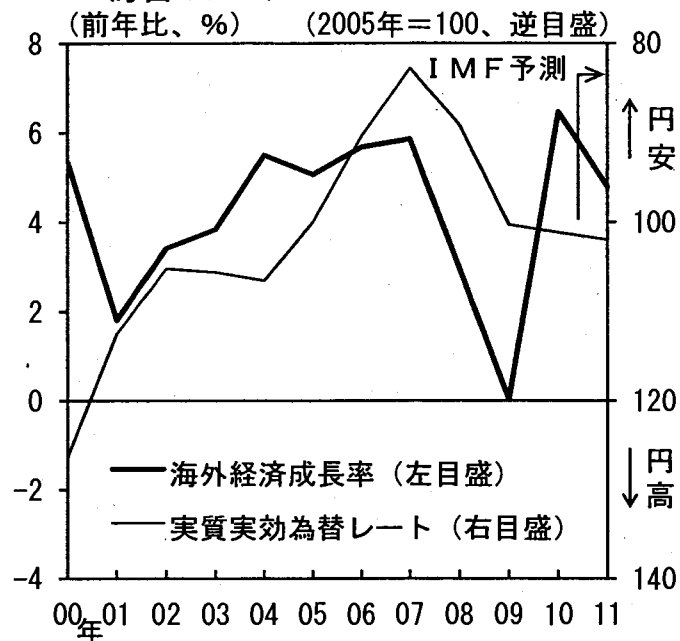
(出荷前年比-在庫前年比、%ポイント)



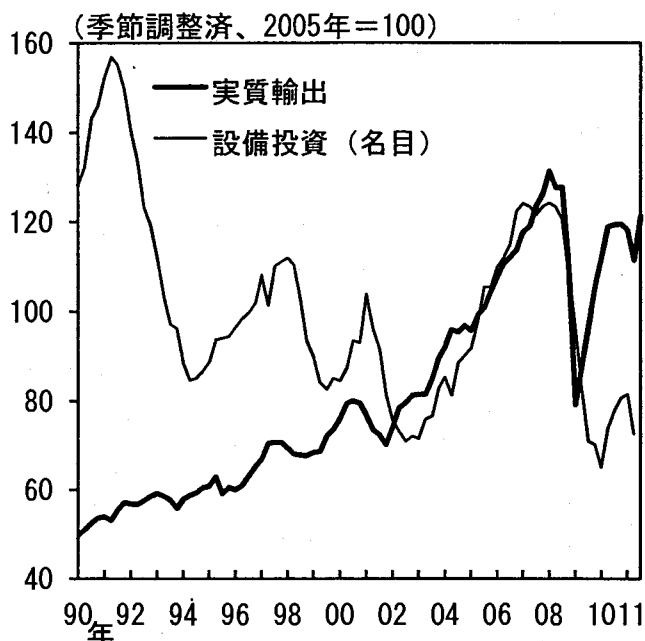
(資料) WSTS、CEIC、日経Financial QUEST

# 輸出を取り巻く環境

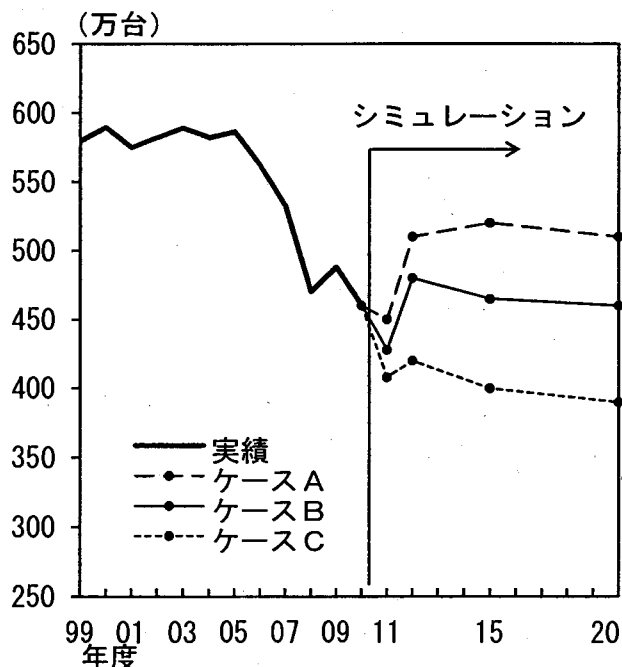
### (1) 海外経済成長率と実質実効為替レート



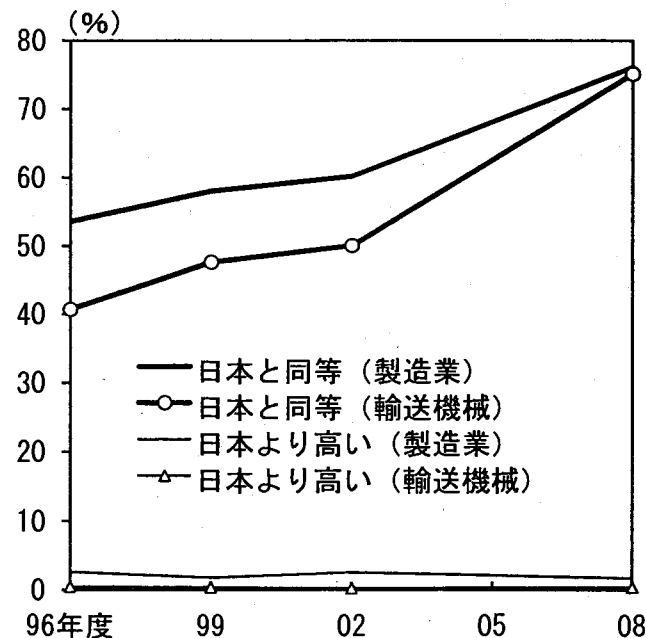
### (2) 実質輸出と設備投資



### (3) 自動車の内需の推移



### (4) 海外のキャッチアップ (現地法人の技術水準に関する調査)

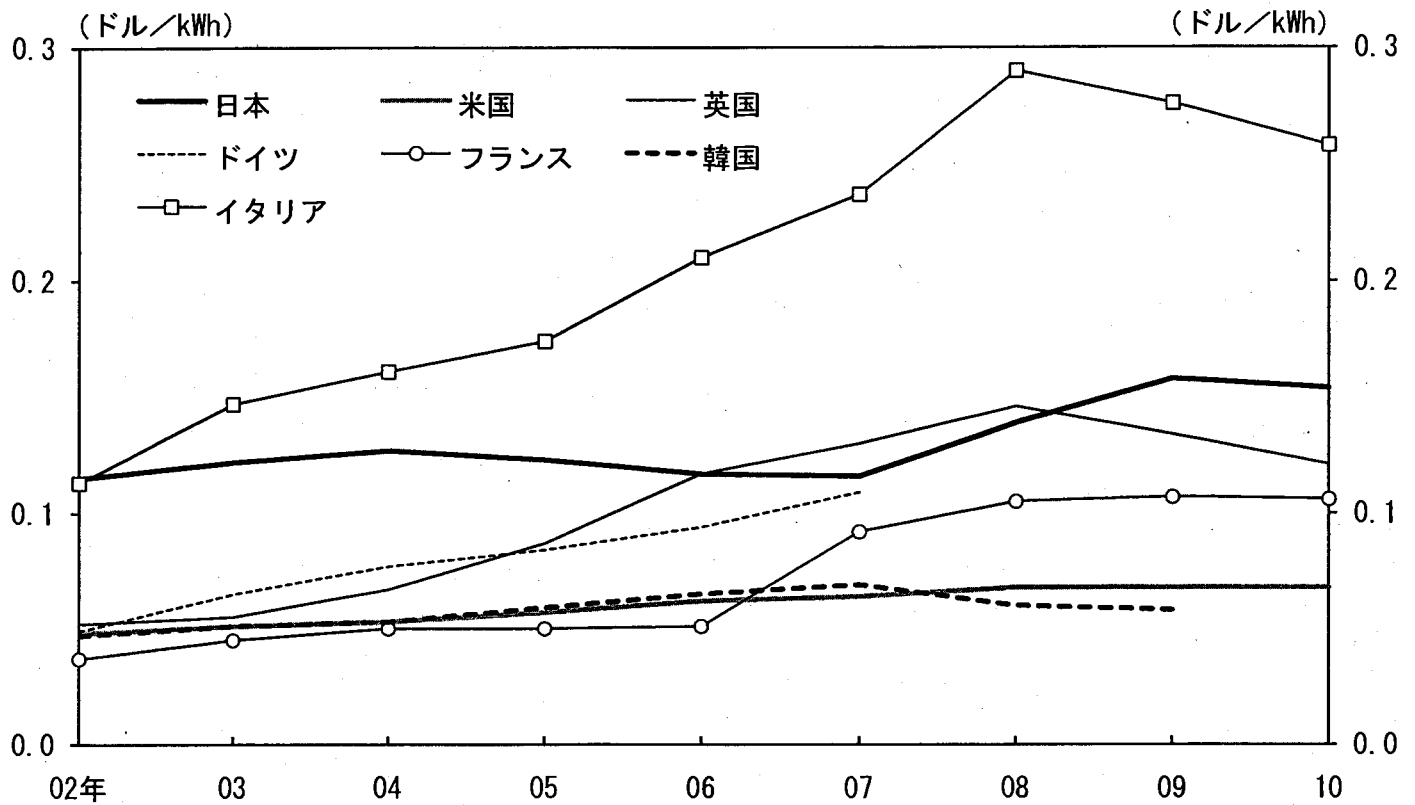


- (注) 1. (1)の海外経済成長率は、各国のGDP成長率を、わが国の通関輸出ウエイトで加重平均したもの。実質実効為替レートは、BISのブロードベース(2011年は、1~9月の平均値)。  
 2. (2)の設備投資は、法人企業統計季報・製造業全規模ベース。  
 3. (3)のシミュレーションはケース分けをして想定されたもの。ケースAは、上半期の落ち込みを追い上げる勢いが強い場合、ケースBは中庸水準、ケースCは、上半期の落ち込みが大きく、下半期の追い上げも不十分な形となる場合。詳細については、日本自動車販売協会連合会「自動車ディーラー・ビジョン(2011年版)」を参照。  
 4. (4)の2005年度は、2002年度と2008年度の値を用いて線形補間した値。

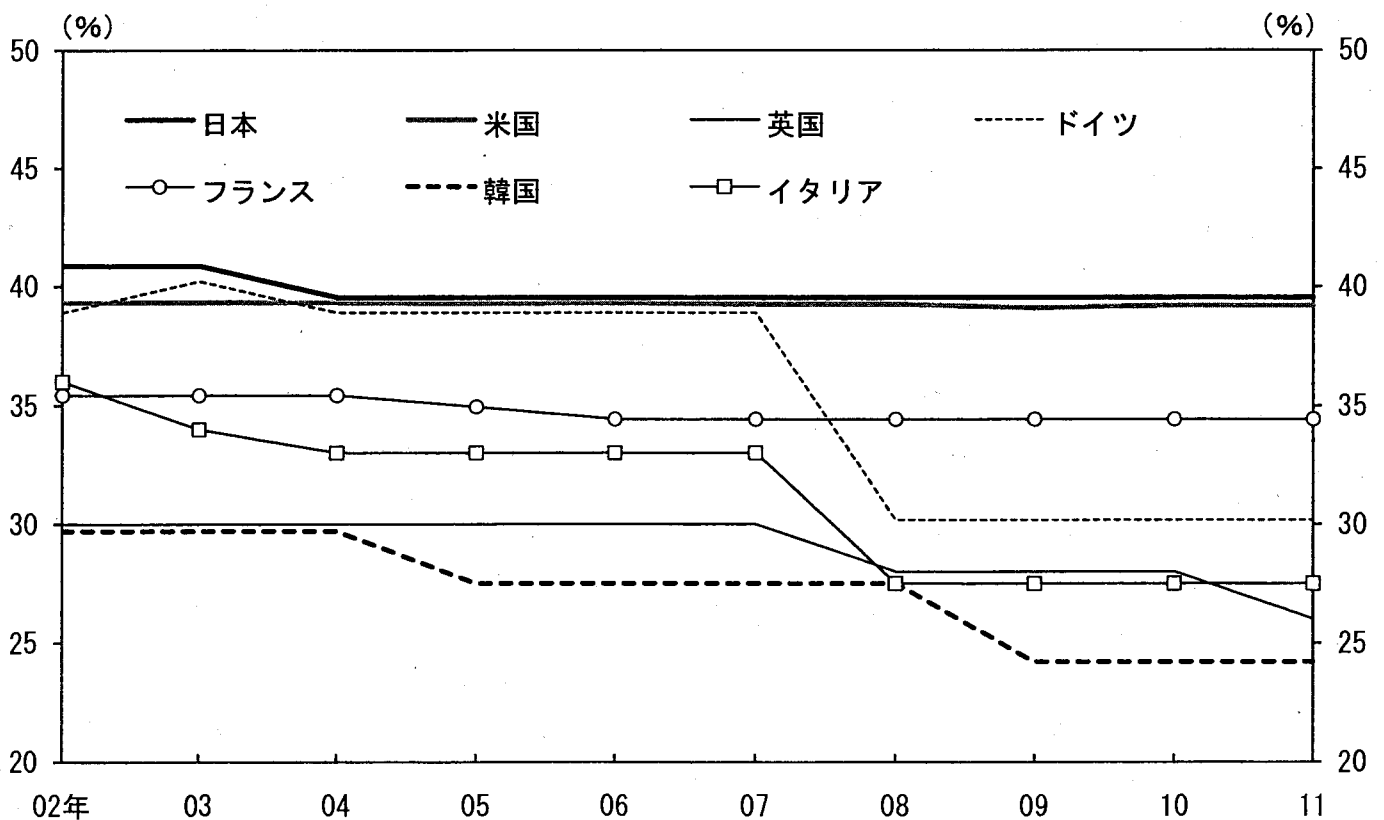
(資料) IMF「World Economic Outlook」、BIS、財務省「貿易統計」「法人企業統計季報」、日本銀行「企業物価指数」、日本自動車販売協会連合会「自動車国内販売」「自動車ディーラー・ビジョン(2011年版)」、全国軽自動車協会連合会「軽自動車新車販売速報」、経済産業省「海外事業活動基本調査」

# 国内生産を巡る環境

## (1) 産業用電力料金の国際比較



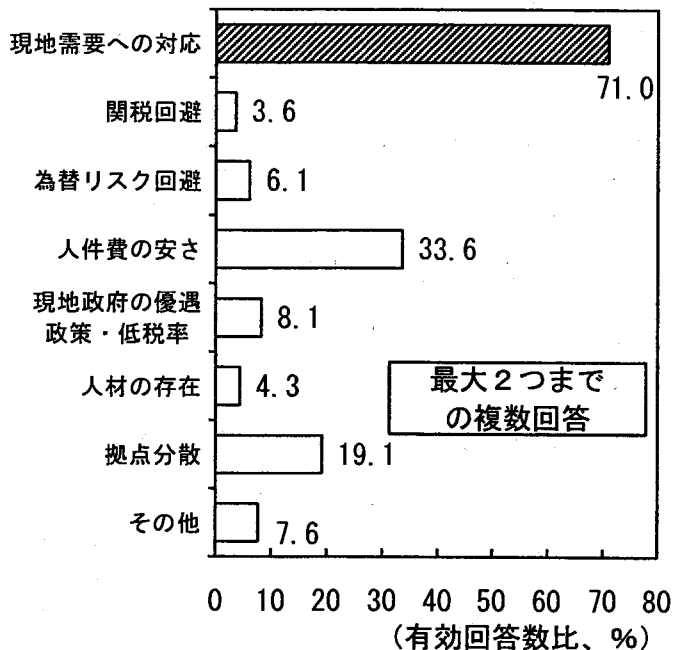
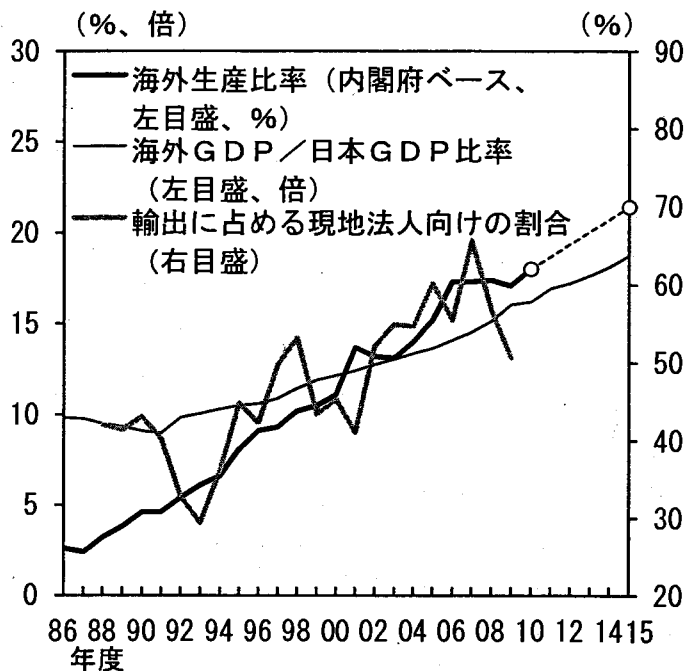
## (2) 法人実効税率の国際比較



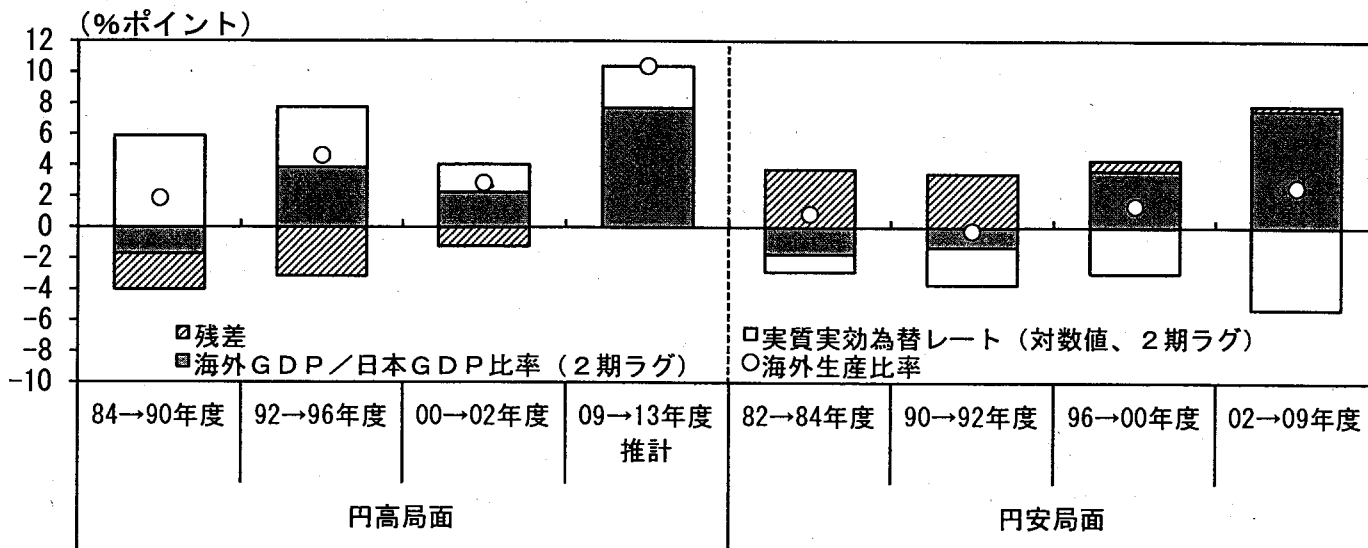
(資料) I E A 「Energy Prices & Taxes, 2nd Quarter 2011」、O E C D

## 海外現地生産 (1)

(1) 海外市場の広がり と 海外生産比率 (2) 海外設備投資を行う動機



(3) 海外生産比率の変化幅の要因分解



$$\begin{aligned} \text{海外生産比率} = & -86.7 + 3.2 \times \text{海外GDP/日本GDP比率 (2期ラグ)} \\ & (-9.2) (16.9) \\ & + 13.3 \times \text{実質実効為替レート (対数値、2期ラグ)} \\ & (6.9) \end{aligned}$$

決定係数: 0.92 推計式の標準誤差: 1.56

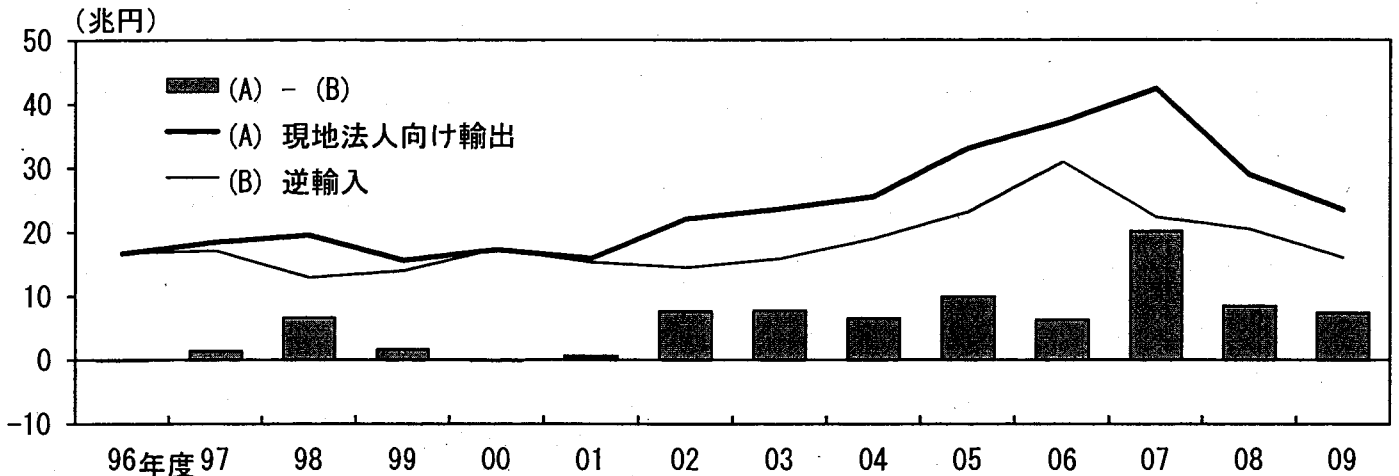
- (注) 1. (1) の海外生産比率 (内閣府ベース) は「企業行動に関するアンケート調査」に基づく。2010年度は、実績見込み。2011年度以降は2015年度見通しを用いて線形補間した。  
2. 海外GDP/日本GDP比率は、IMFベース (暦年値)。2010年以降はIMF予測。  
3. (2) は日本政策投資銀行「企業行動に関する意識調査結果」(2011/7月調査)に基づく。  
4. (3) は日本銀行調査統計局による推計。推計期間は1982~2009年度。( )内はt値。  
5. (3) の海外生産比率は、海外売上高/(海外売上高+国内売上高)×100として算出。実質実効為替レートの2011年度は、4~9月の平均値。  
6. 計数は全て製造業ベース。

(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「海外事業活動基本調査」、日本政策投資銀行「企業行動に関する意識調査結果」、BIS、財務省「法人企業統計年報」、IMF「World Economic Outlook」



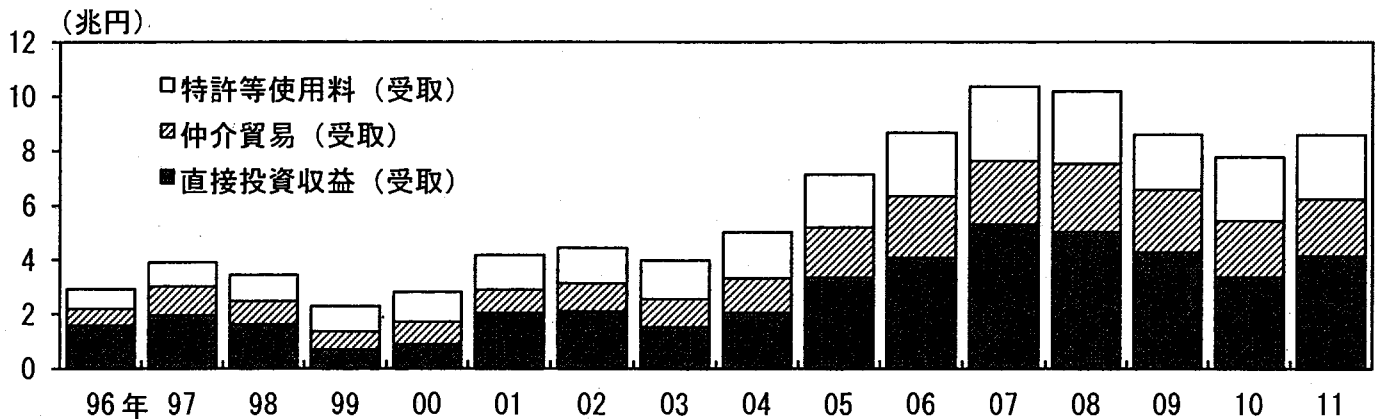
## 海外現地生産(2)

## (1) 現地法人向け輸出と逆輸入



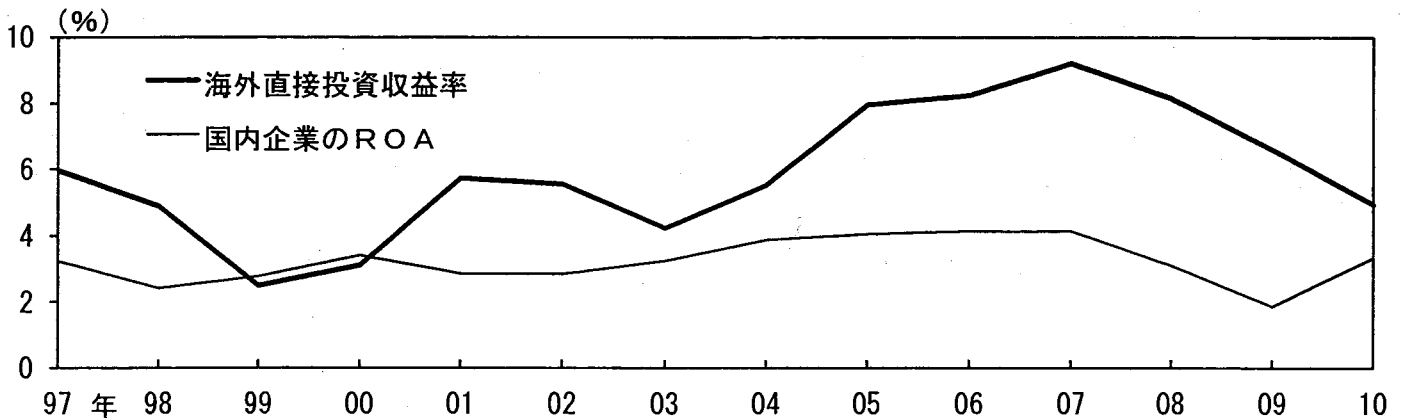
(注) 逆輸入は、現地法人からの輸入。

## (2) 海外活動からの所得



(注) 1. 2011年は、1~8月の暦年換算値。  
2. 「仲介貿易」は、「仲介貿易・その他貿易関連サービス」。

## (3) 海外と国内の収益率

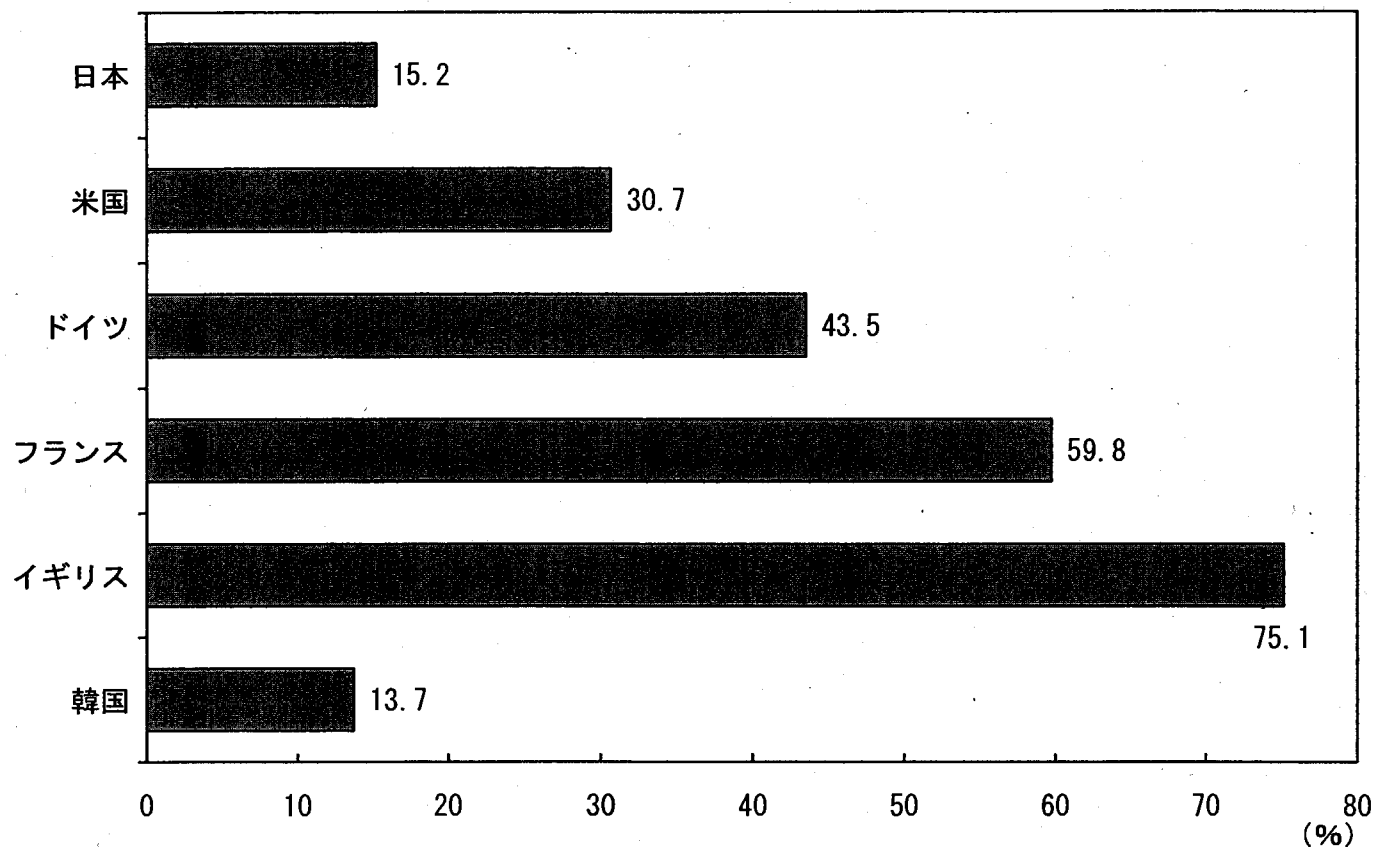


(注) 1. 海外直接投資収益率 = 直接投資収益(受取) / 直接投資資産残高 × 100。  
2. ROAは国内企業ベース(法人企業統計季報)。ROA = 営業利益 / 総資産 × 100。  
各年の4四半期平均。全規模全産業合計。金融業、保険業を除く。

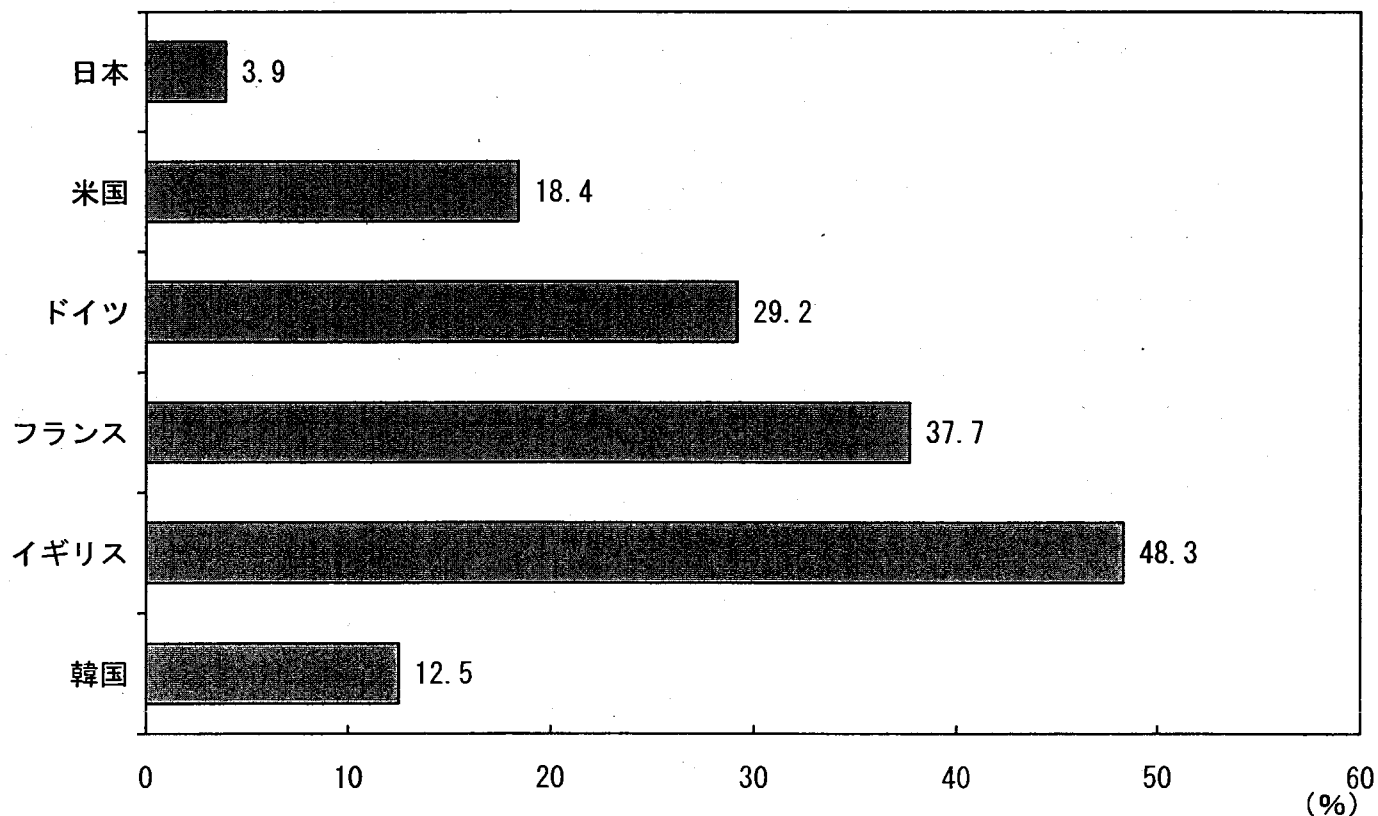
(資料) 経済産業省「海外事業活動基本調査」、財務省・日本銀行「国際収支状況」、財務省「法人企業統計季報」

## 対内外直接投資

(1) 対外直接投資残高の対名目GDP比率 (2010年)



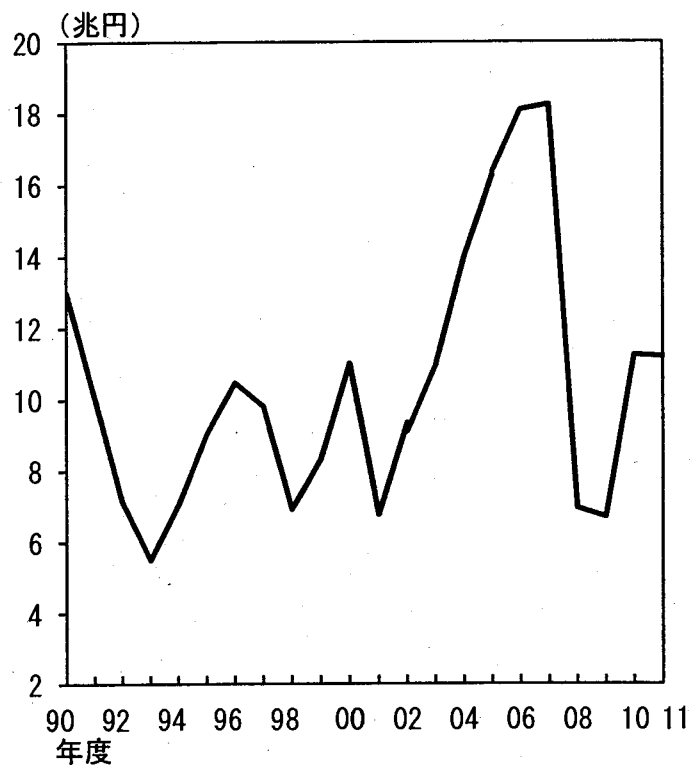
(2) 対内直接投資残高の対名目GDP比率 (2010年)



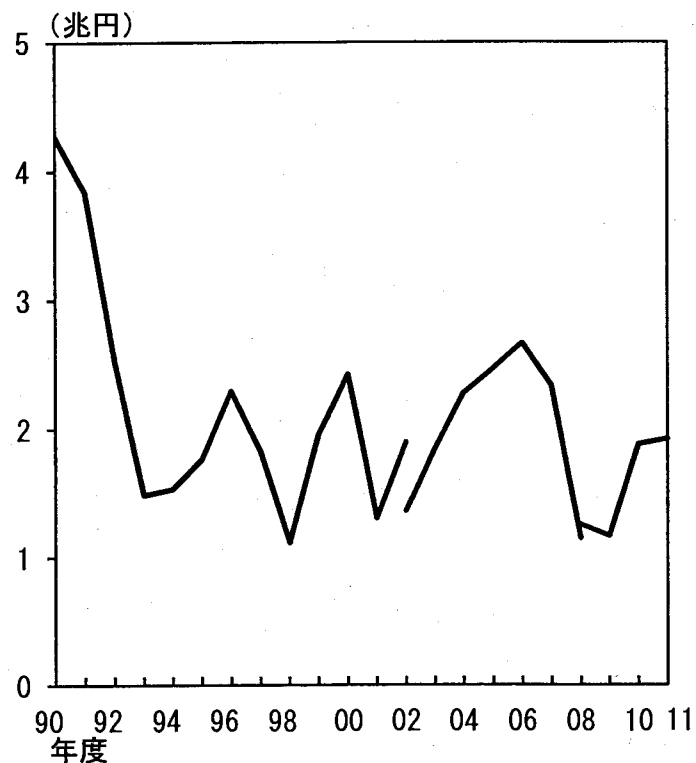
(資料) OECD「Foreign Direct Investment: Outward and Inward Stocks」

# 企業収益

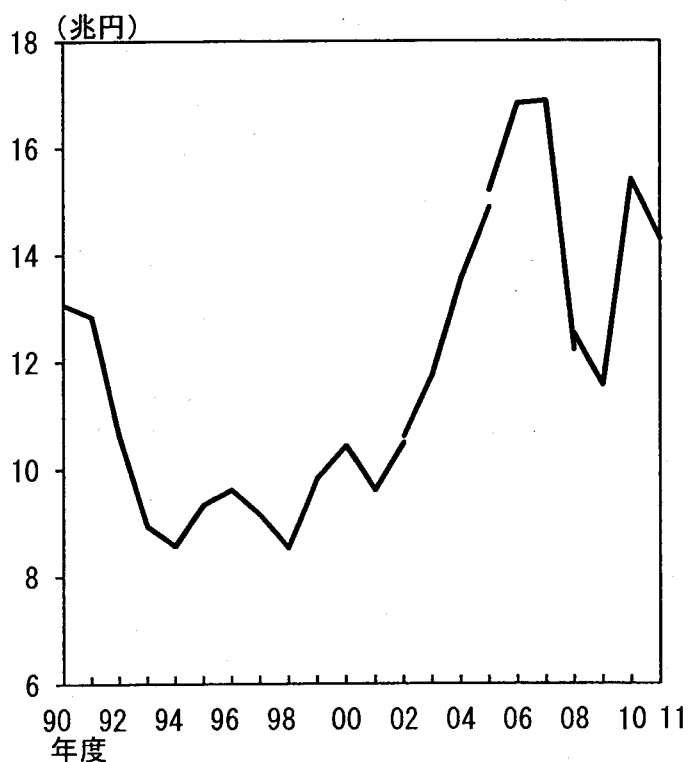
(1) 製造業大企業



(2) 製造業中小企業



(3) 非製造業大企業



(4) 非製造業中小企業



- (注) 1. 経常利益ベース。  
2. 2011年度は、2011/9月調査時点の企業の予測値。  
3. 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、2007/3月調査と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。

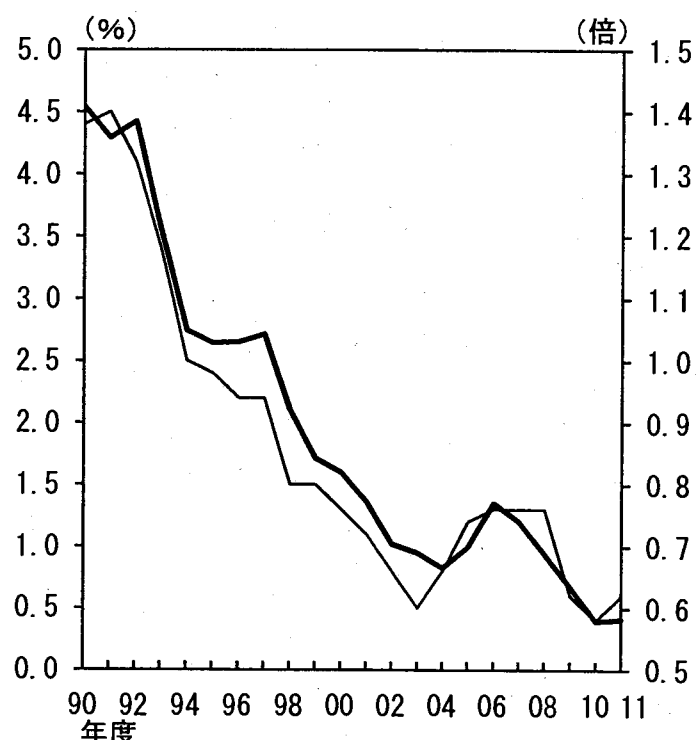
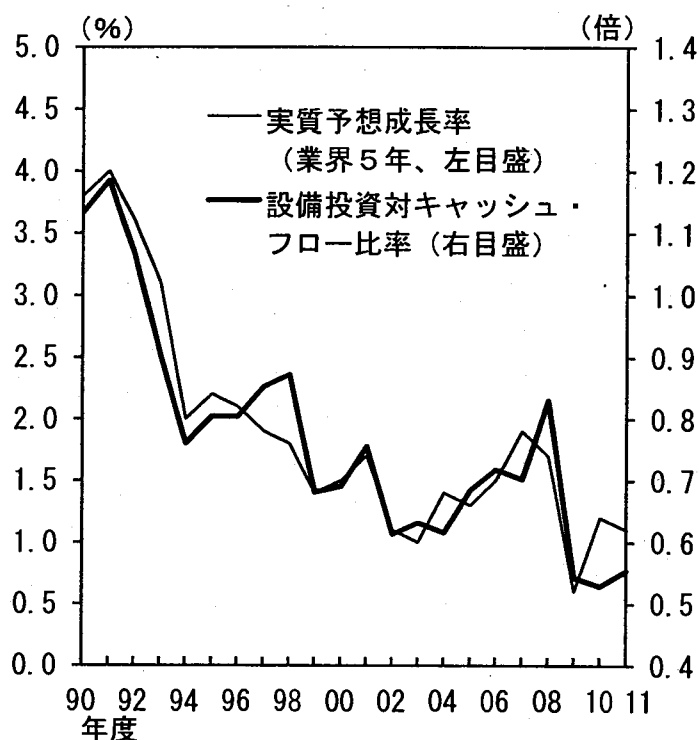
(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

# キャッシュ・フローと設備投資

## (1) 設備投資対キャッシュ・フロー比率と予想成長率

### ① 製造業

### ② 非製造業

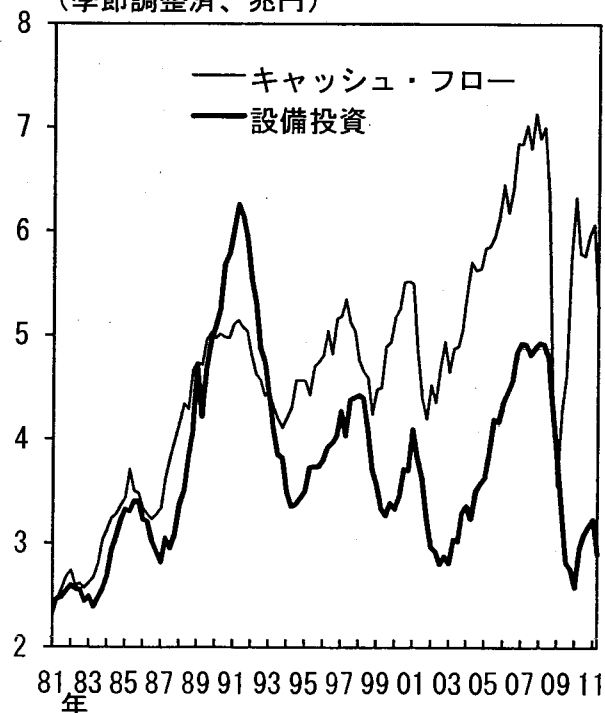


- (注) 1.  $\text{キャッシュ・フロー} = \text{減価償却費} + \text{経常利益} / 2$  (下の図表も同じ)。
- 2. 設備投資対キャッシュ・フロー比率は、全規模ベース。2011年度は、2011/2Qの値。
- 3. 予想成長率は、当該年度から始まる5年間の平均成長率 (調査時点は前年度の1月または2月)。

## (2) キャッシュ・フローと設備投資

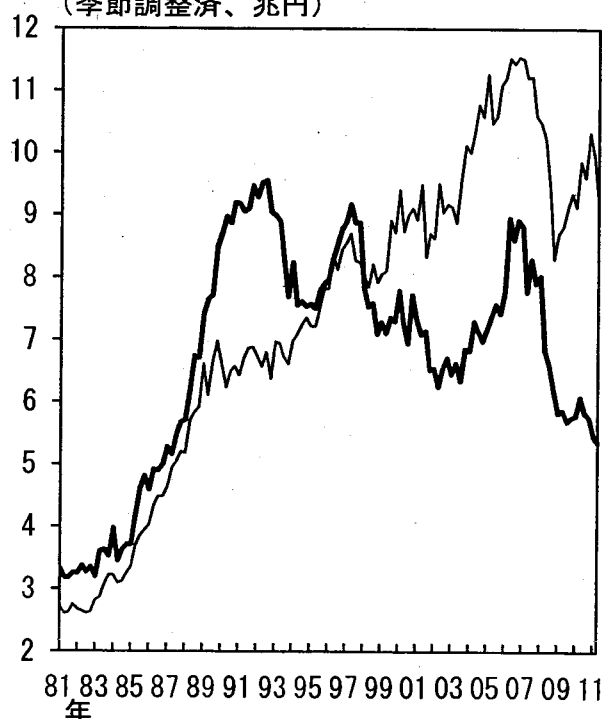
### ① 製造業

(季節調整済、兆円)



### ② 非製造業

(季節調整済、兆円)

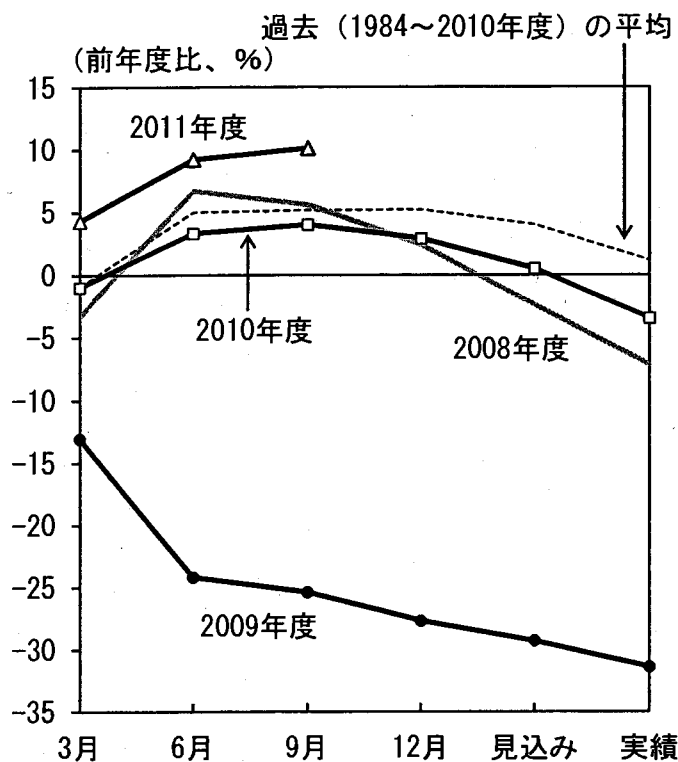


(注) 全規模ベース。

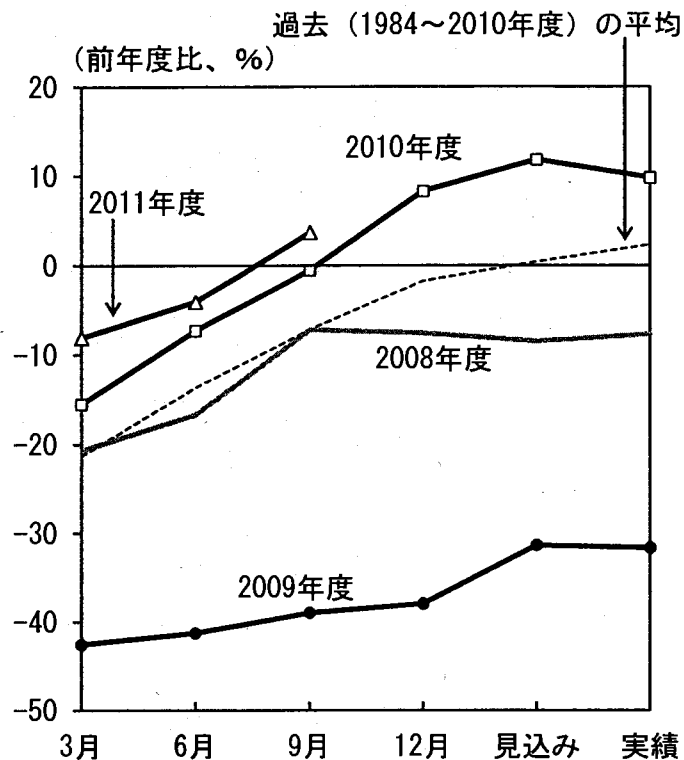
(資料) 財務省「法人企業統計季報」、内閣府「企業行動に関するアンケート調査」

## 設備投資計画

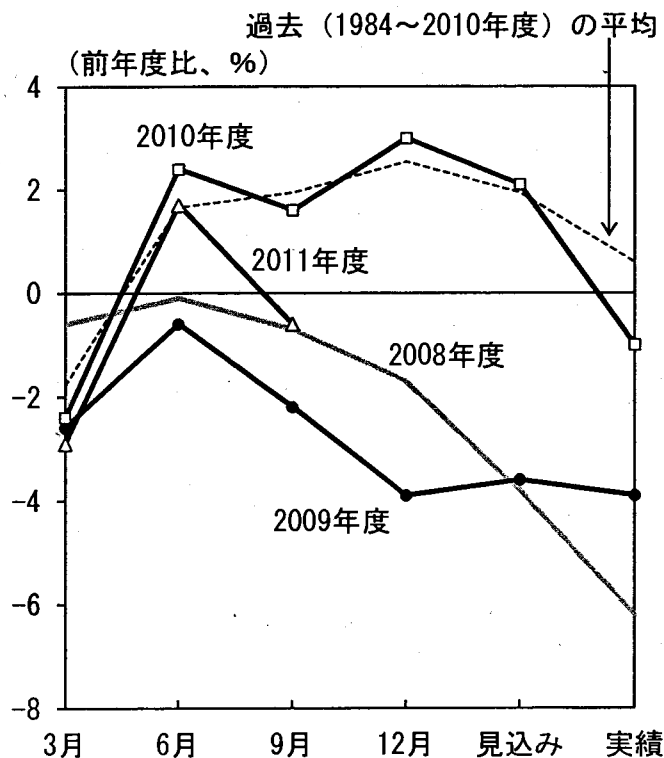
## (1) 製造業大企業



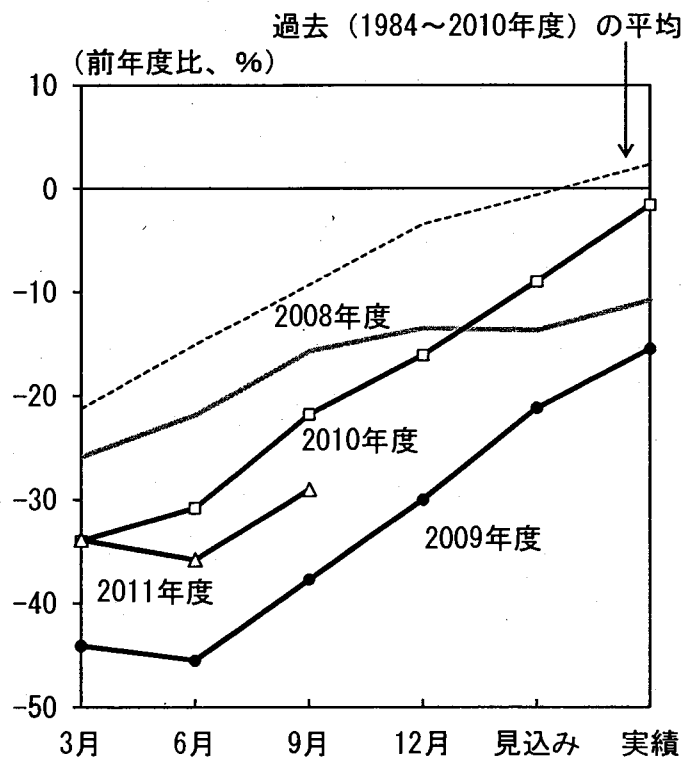
## (2) 製造業中小企業



## (3) 非製造業大企業



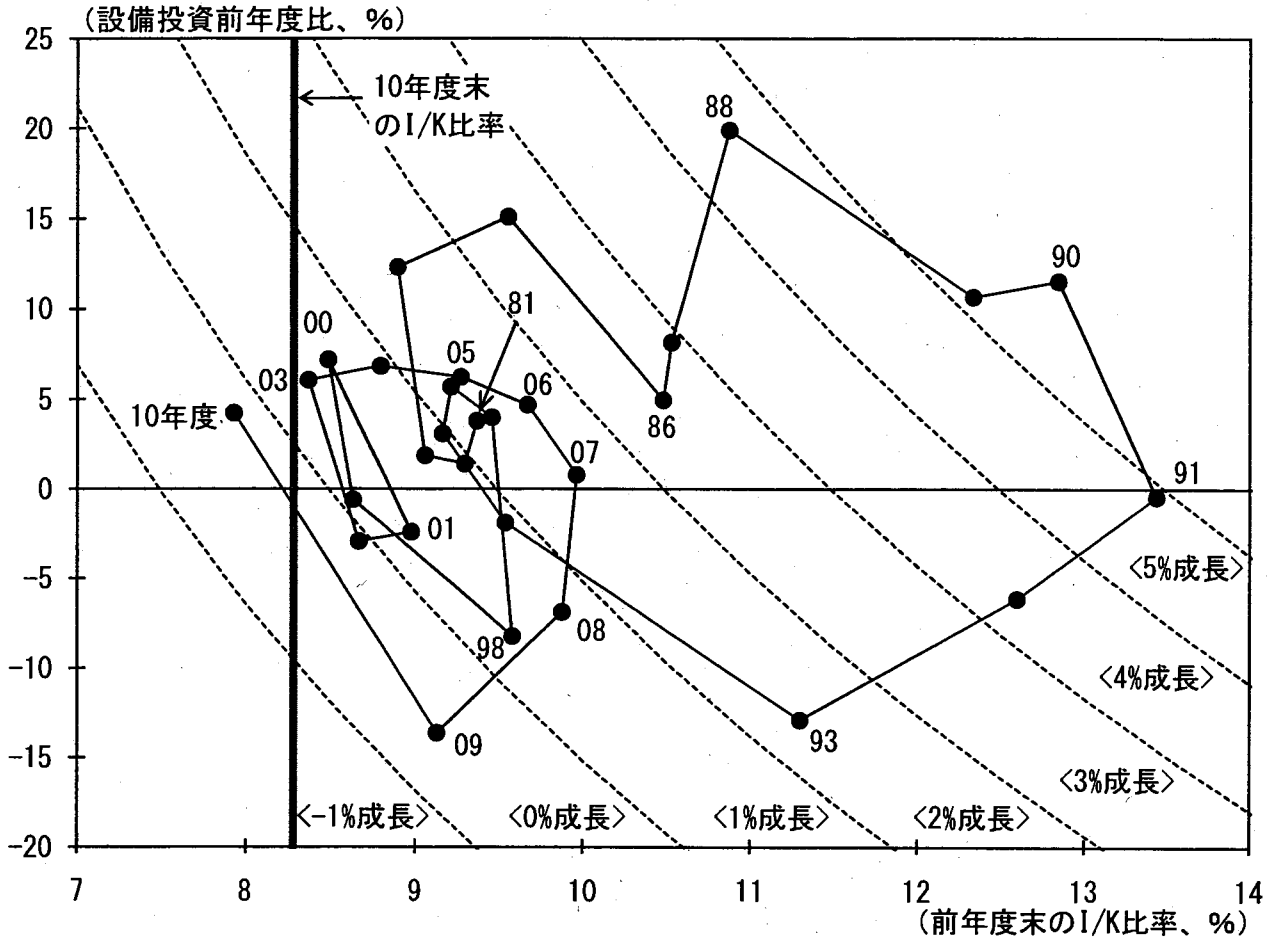
## (4) 非製造業中小企業



- (注) 1. 土地投資額を含み、ソフトウェア投資額は含まない。  
 2. 2010/3月調査では、調査対象企業の見直しを実施した。このため、2009年度については、12月調査までは見直し前の計数、見込みおよび実績は見直し後の計数となっている。  
 3. 2008年度以前の計数はリース会計対応前ベース、2009年度以降の計数はリース会計対応ベース。過去(1984~2010年度)の平均については、これらの計数から算出。

(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

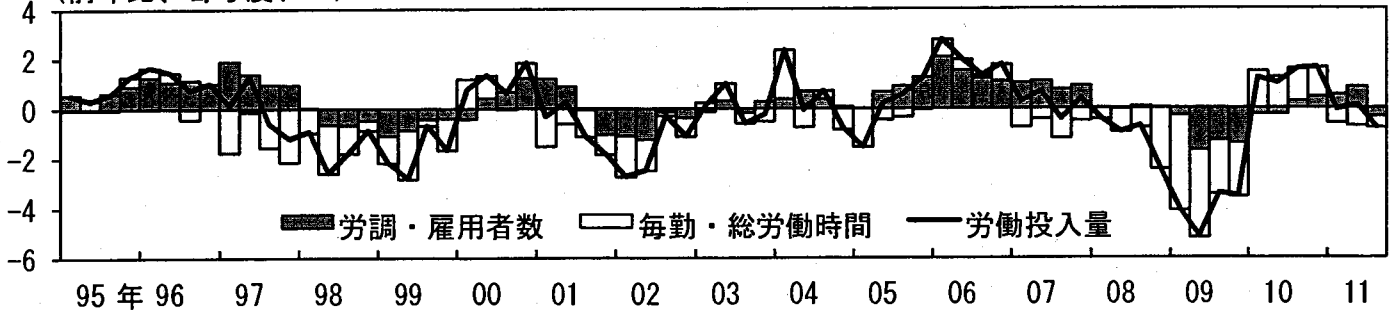
- このようにしてプロットされた点と、その時々に見込まれる期待成長率に対応する双曲線との関係を見ることで、設備投資の局面評価をすることができる。

(資料) 内閣府「国民経済計算」、経済産業研究所「日本産業生産性データベース2010年版」

## 雇用・賃金

## (1) 労働投入量

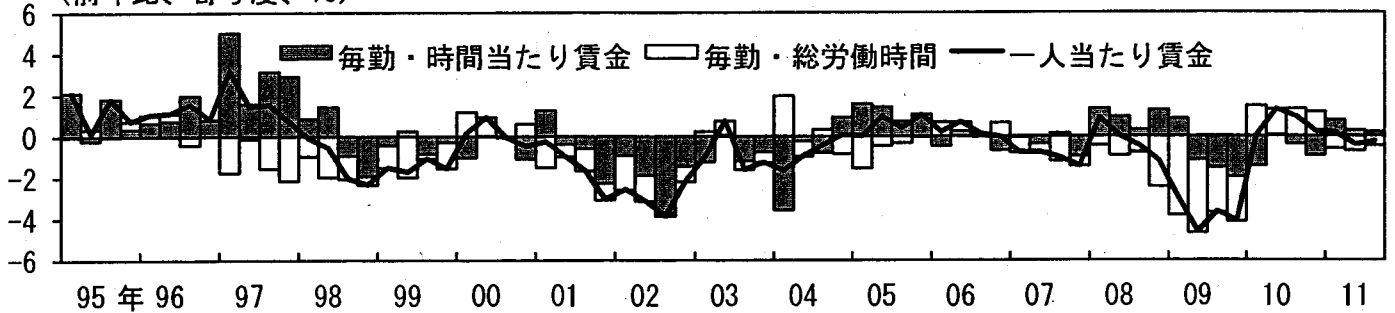
(前年比、寄与度、%)



- (注) 1. 毎月勤労統計(「毎勤」)の計数は、事業所規模5人以上(下の(2)も同じ)。  
 2. 2011/1Q以降の労調・雇用者数(前年比)は、岩手県、宮城県、福島県を除いた44都道府県ベースの計数。  
 3. 2011/3Qは、7~8月の前年同期比(下の(2)も同じ)。

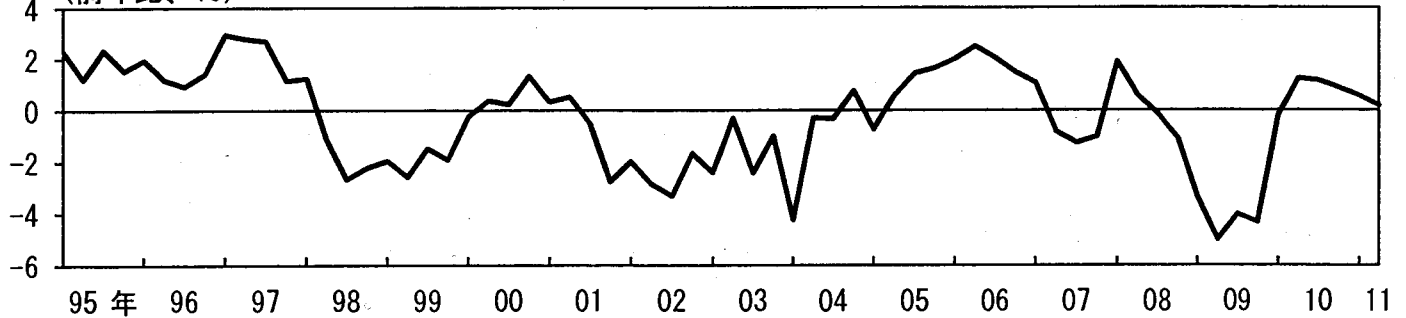
## (2) 一人当たり賃金

(前年比、寄与度、%)



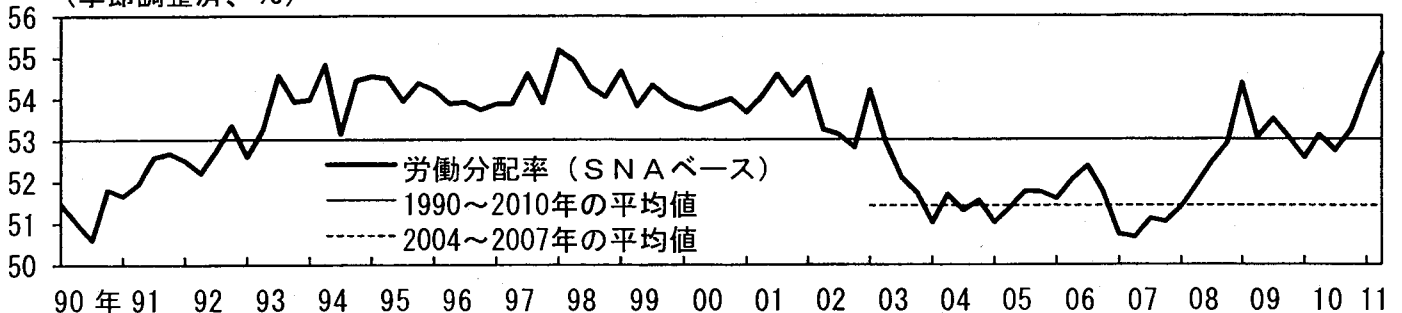
## (3) 雇用者報酬 (SNAベース)

(前年比、%)



## (4) 労働分配率

(季節調整済、%)



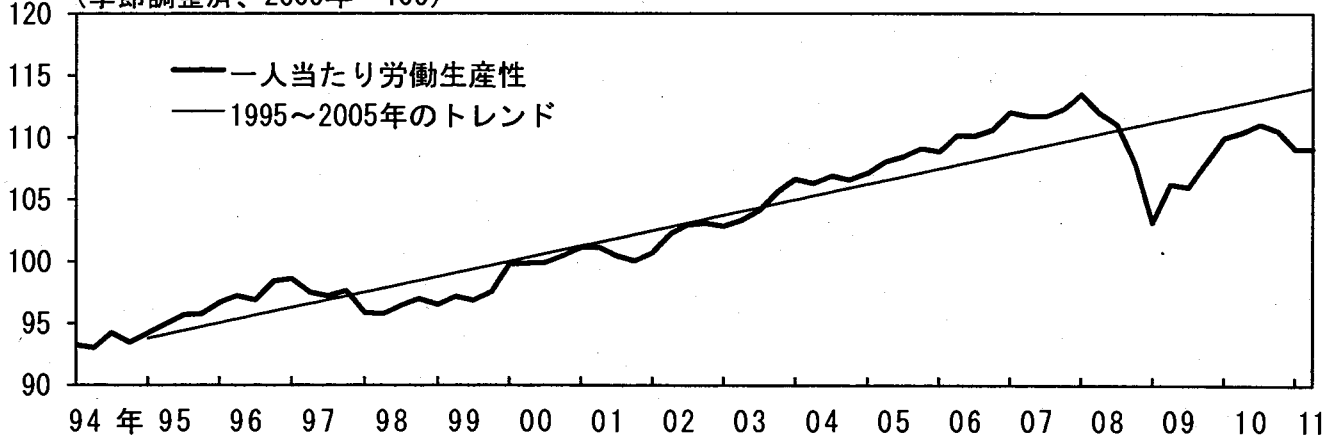
(注) 労働分配率=名目雇用者報酬/名目GDP×100

(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」

## 労働市場の需給環境

### (1) 一人当たり労働生産性

(季節調整済、2000年=100)

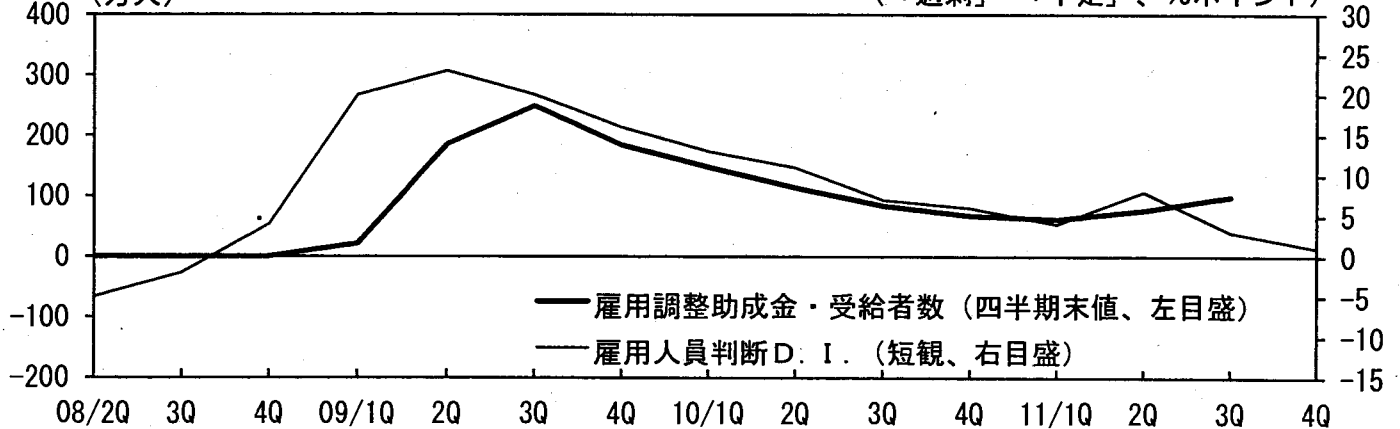


- (注) 1. 一人当たり労働生産性=実質GDP/就業者数  
 2. 2011/3月以降の就業者数は、前年の全国の前計数に、岩手県、宮城県、福島県を除いた44都道府県ベースの前年比をかけた後、季節要素を用いて算出。

### (2) 雇用の過剰感

(万人)

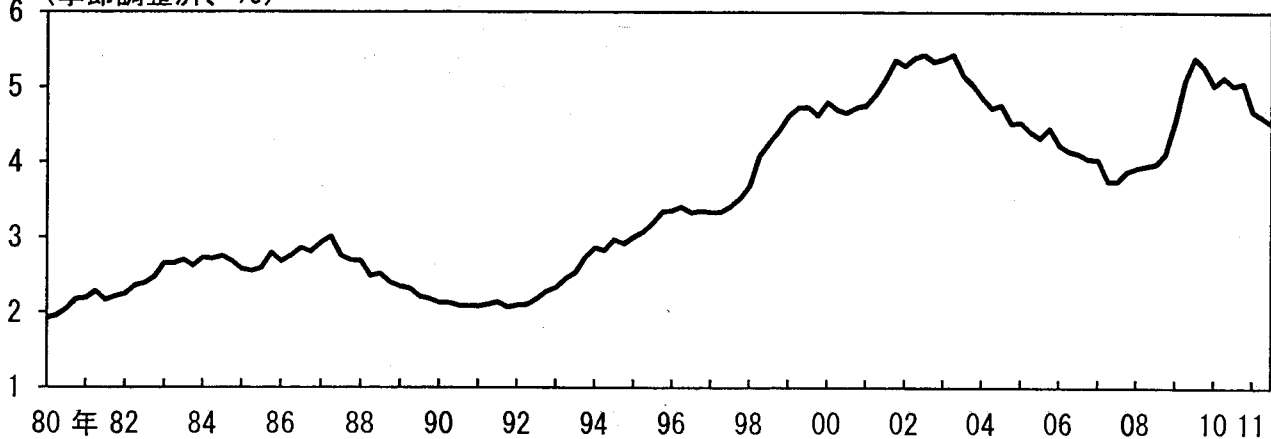
(「過剰」-「不足」、%ポイント)



- (注) 1. 雇用調整助成金の2011/3Qは8月の値。  
 2. 短観の計数は、全産業全規模合計。2011/4Qは、2011/9月調査時点の企業の予測値。

### (3) 失業率

(季節調整済、%)



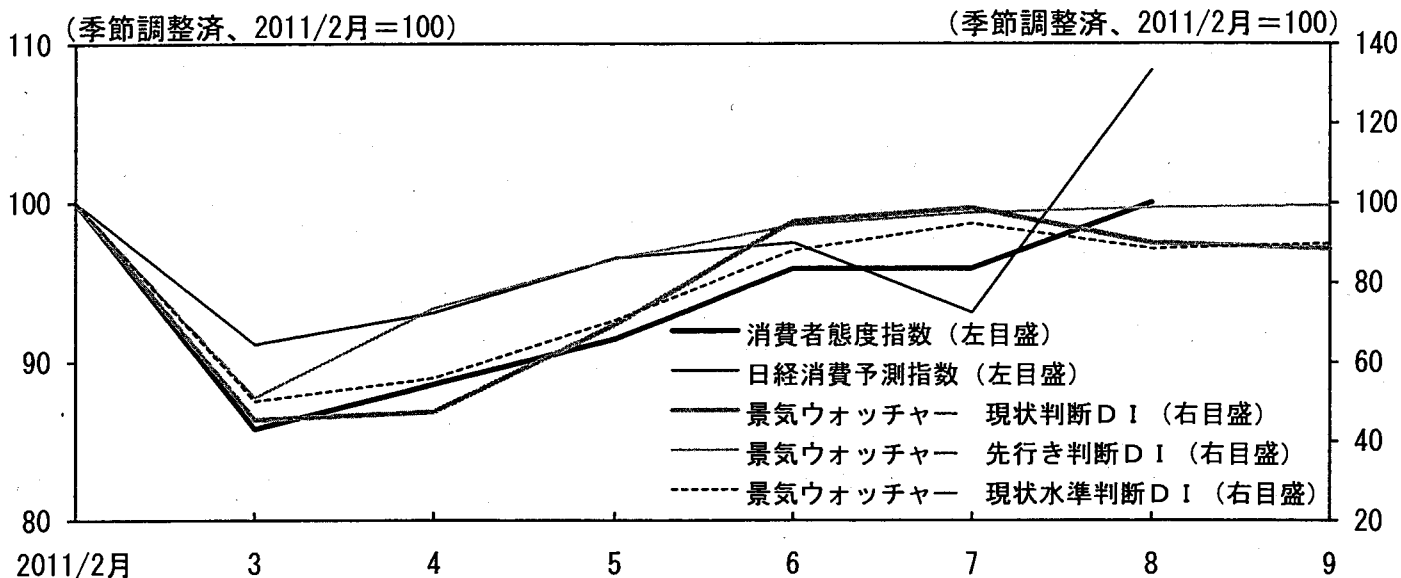
- (注) 1. 2011/1Q以降の失業率は、岩手県、宮城県、福島県を除いた44都道府県ベースの計数。  
 2. 2011/3Qは、7~8月の値。

(資料) 内閣府「国民経済計算」、総務省「労働力調査」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、厚生労働省「雇用調整助成金等に関する「休業等実施計画届」受理状況」



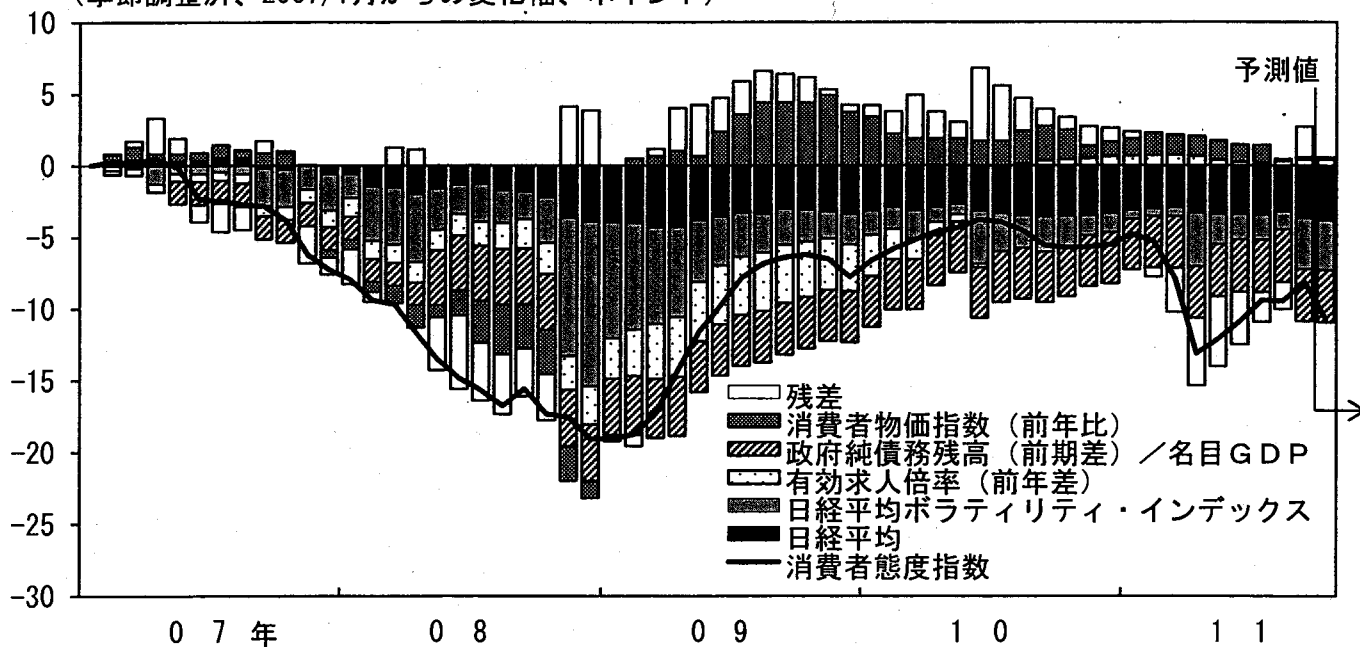
# 消費者マインド

## (1) 各種マインド指標の推移



## (2) 消費者態度指数の変化幅の寄与度分解

(季節調整済、2007/1月からの変化幅、ポイント)



$$CM_t = 41.0 + 0.0005 \times SP_{t-1} - 0.18 \times SV_{t-1} + 8.1 \times JO_{t-1} - 522.2 \times (GD_{t-1} - GD_{t-2}) / PY_{t-1} - 1.74 \times CPI_{t-1}$$

(2.38) (0.00) (0.03) (1.85) (130.65) (0.33)

CM: 消費者態度指数、SP: 日経平均、SV: 日経平均ボラティリティ・インデックス、  
 JO: 有効求人倍率 (前年差)、GD: 政府純債務残高、PY: 名目GDP、CPI: 消費者物価指数 (前年比)

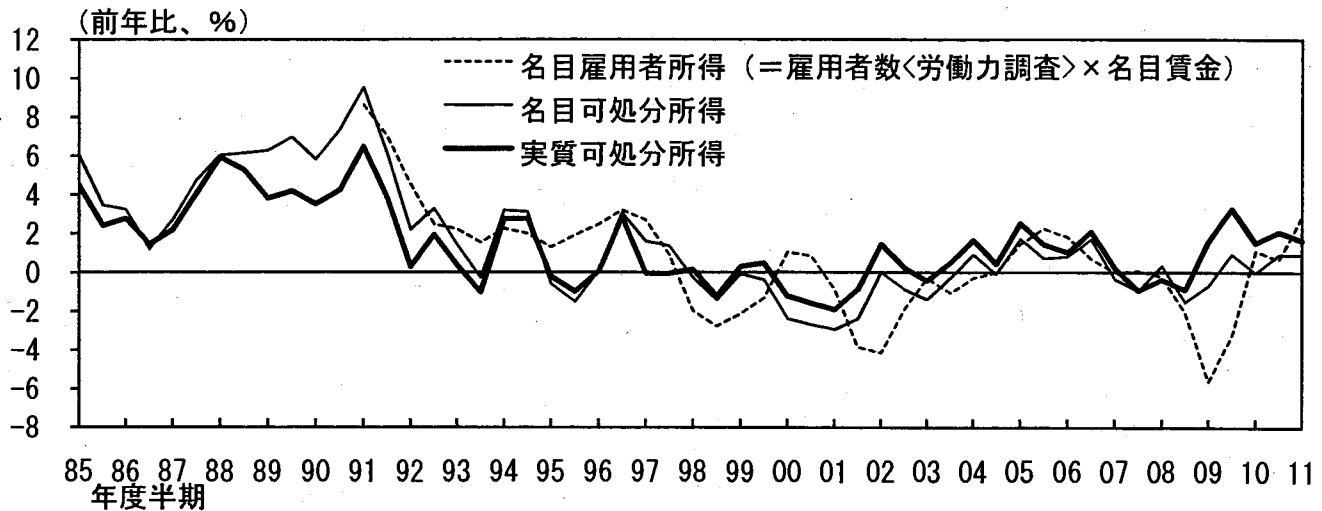
Adj. R<sup>2</sup> = 0.75

- (注) 1. (1)の消費者態度指数、日経消費予測指数は、1期先の値をプロット(例えば、2011/8月には、9月の計数を表示)。景気ウォッチャー調査は、家計動向関連。  
 2. (2)の推計期間は2001/1~2011/9月。( )内の値は標準誤差。  
 3. (2)の消費者態度指数は、電話調査の影響を取り除いた、日本銀行調査統計局による季節調整値。  
 4. (2)の消費者態度指数は、9月まで実績値。10月は予測値であり、日経平均、日経平均ボラティリティ・インデックスのみ実績値を反映し、他の説明変数は横ばい、残差はゼロとして推計した。

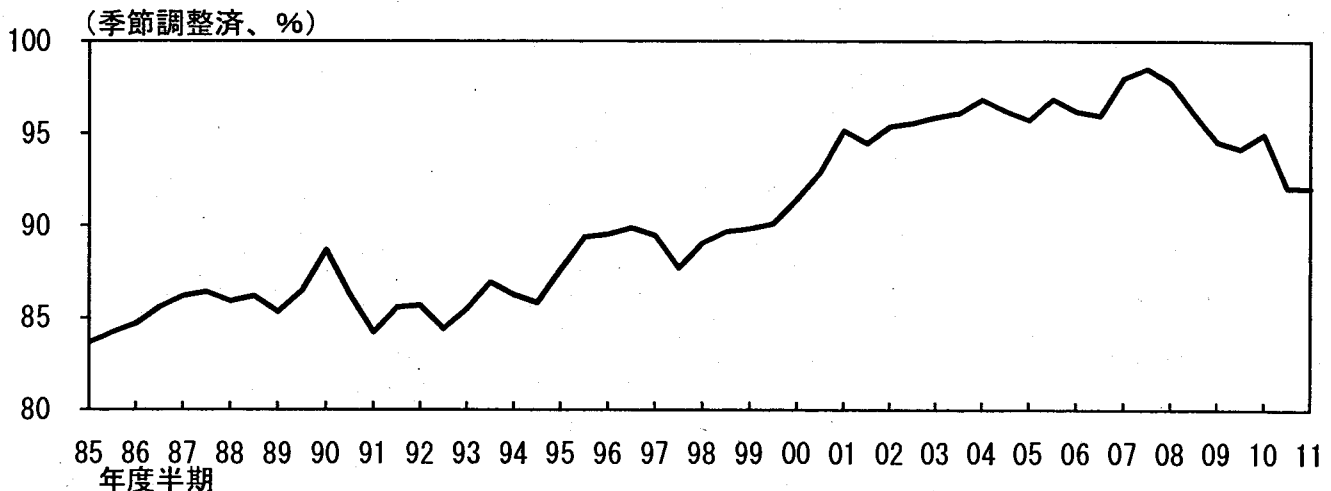
(資料) 内閣府「消費動向調査」「国民経済計算」「景気ウォッチャー調査」、厚生労働省「職業安定業務統計」、日本経済新聞社「日経消費予測指数」等

## 可処分所得・消費性向・貯蓄率

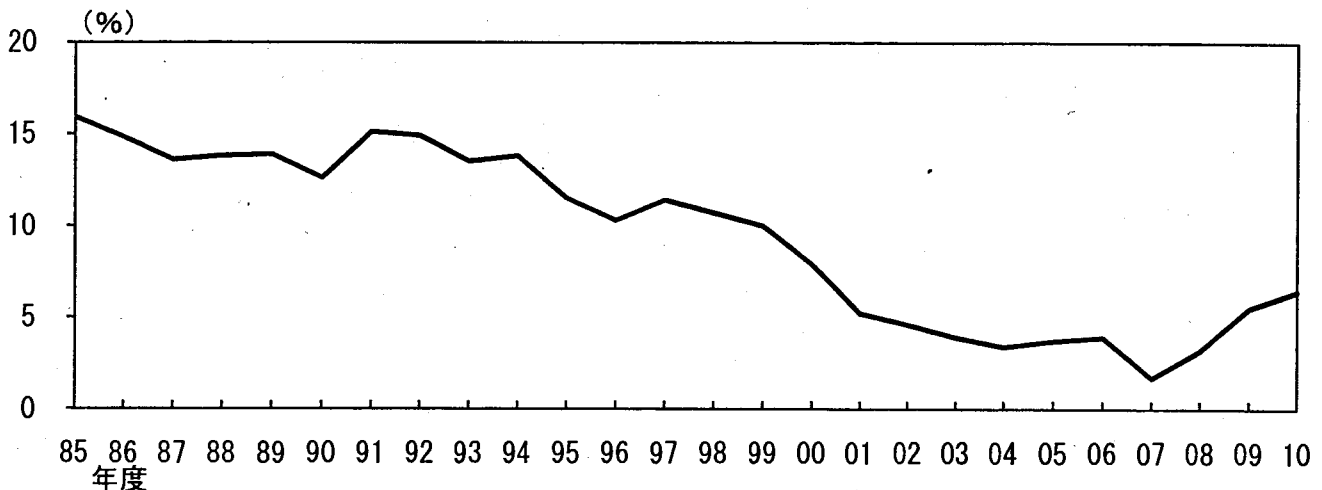
## (1) 雇用者所得と可処分所得



## (2) 消費性向



## (3) 家計貯蓄率



(注) 1. (1)の2011年度上半期の名目雇用者所得は、2011/4～8月の前年同期比。

2. 消費性向=家計最終消費支出/可処分所得

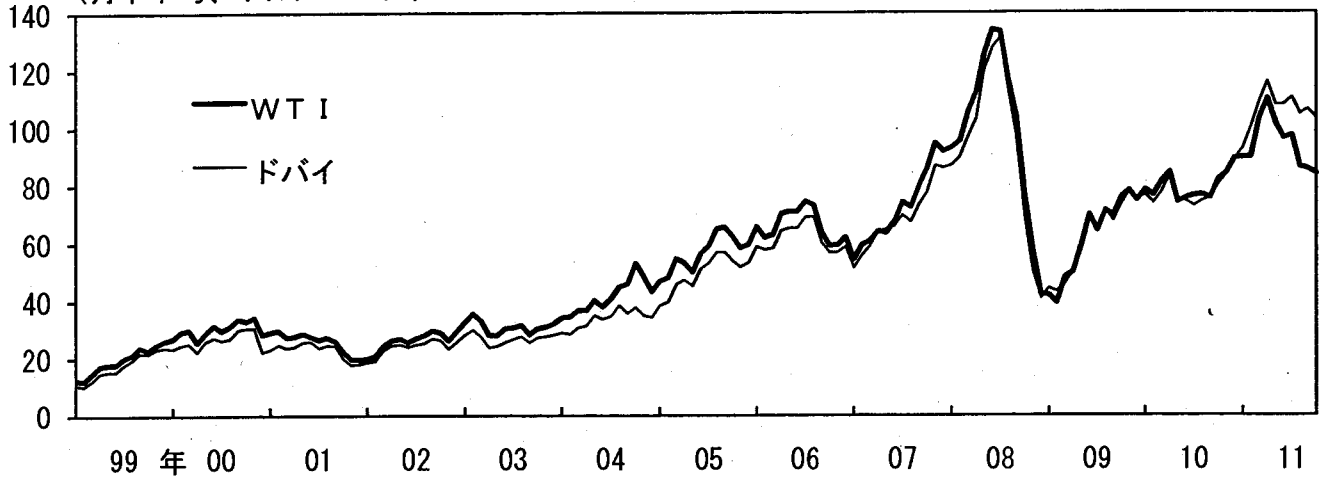
3. 2010年度、2011年度上半期の可処分所得、消費性向、家計貯蓄率は、一連の経済対策・施策による、政府から家計への移転所得を加味した、日本銀行調査統計局による試算値。

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

# 国際商品市況と海外経済

## (1) 原油価格

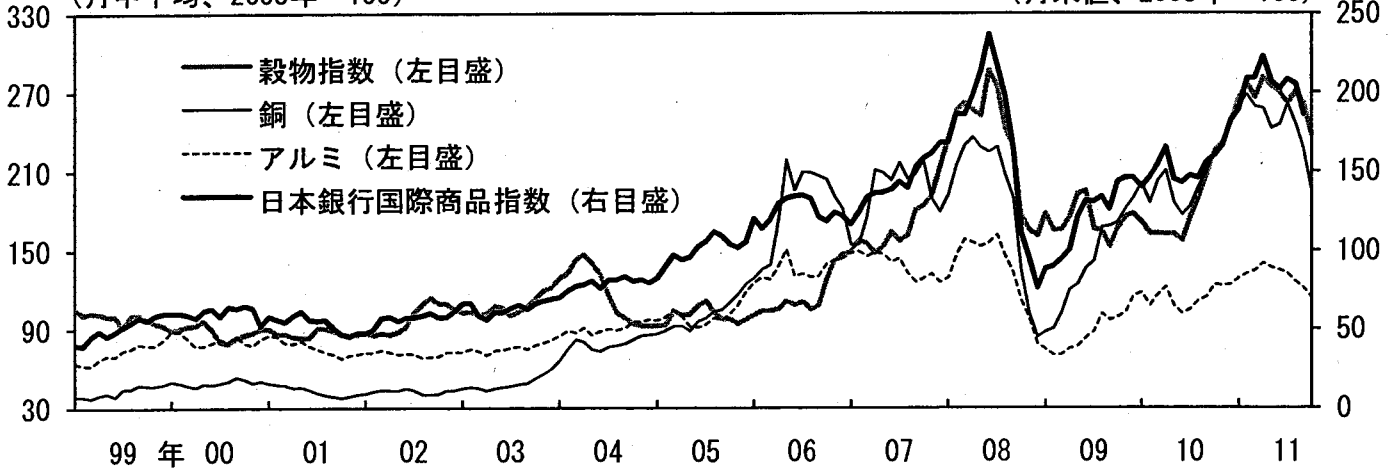
(月中平均、ドル/バレル)



## (2) 国際商品市況

(月中平均、2005年=100)

(月末値、2005年=100)

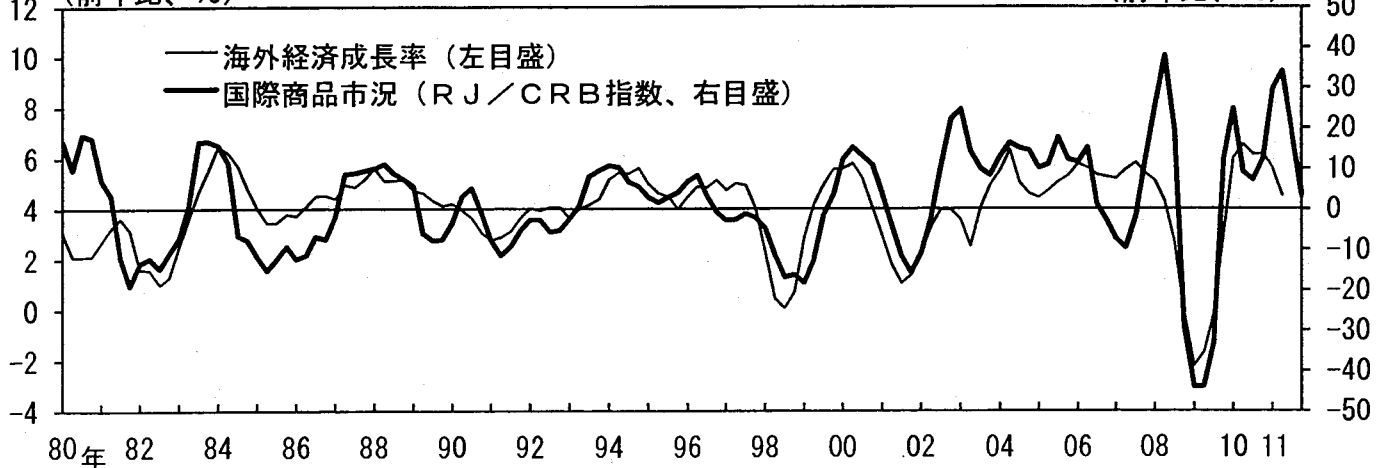


(注) 穀物指数は、穀物(小麦、大豆、トウモロコシ)の国際商品市況を加重平均したもの。加重平均に用いるウエイトは、貿易統計の輸入金額から算出。

## (3) 国際商品市況と海外経済

(前年比、%)

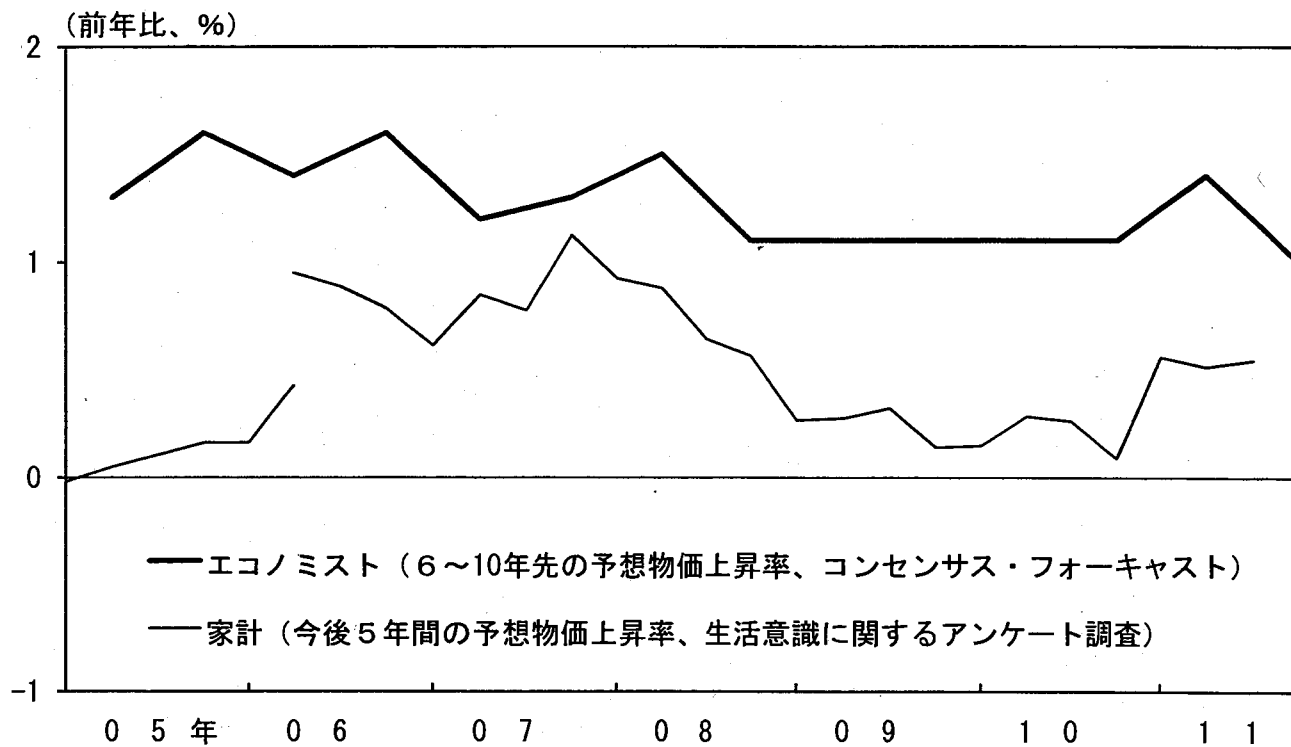
(前年比、%)



(資料) 日本銀行「日本銀行国際商品指数」、IMF「World Economic Outlook」等

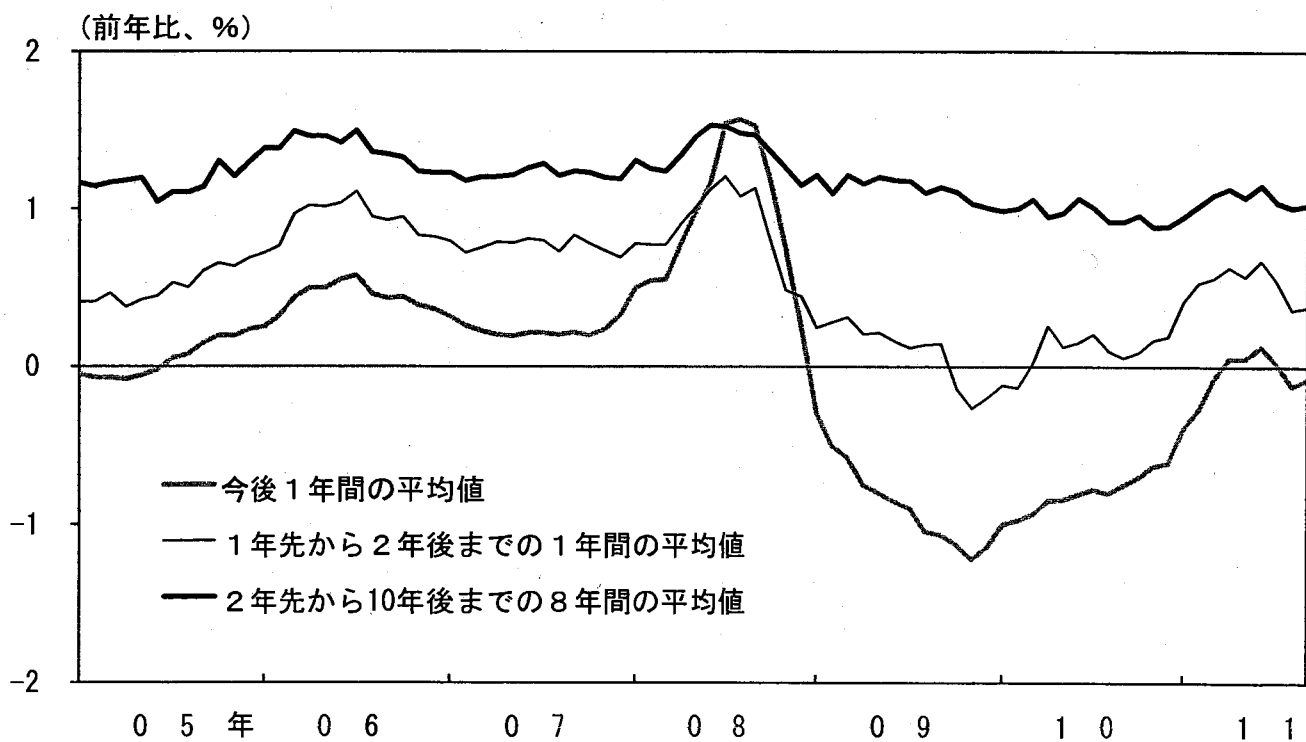
## 物価の見方

### (1) エコノミストと家計の予想物価上昇率



(注) 家計は、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、日銀レビュー「インフレ予想 (Inflation Expectations) について」(2008年12月)を参照。

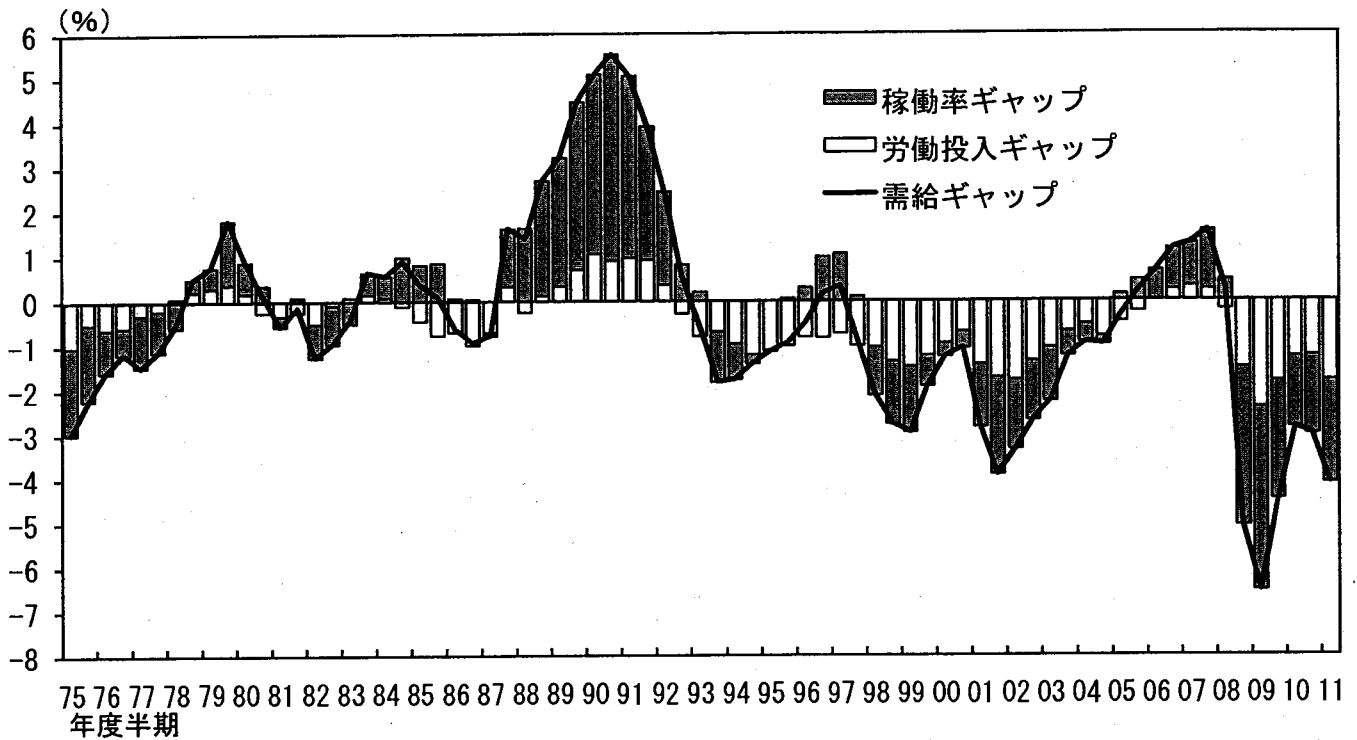
### (2) 市場参加者の予想物価上昇率 (QUICK調査)



(資料) 日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」、コンセンサス・フォーキャスト、QUICK月次調査(債券)

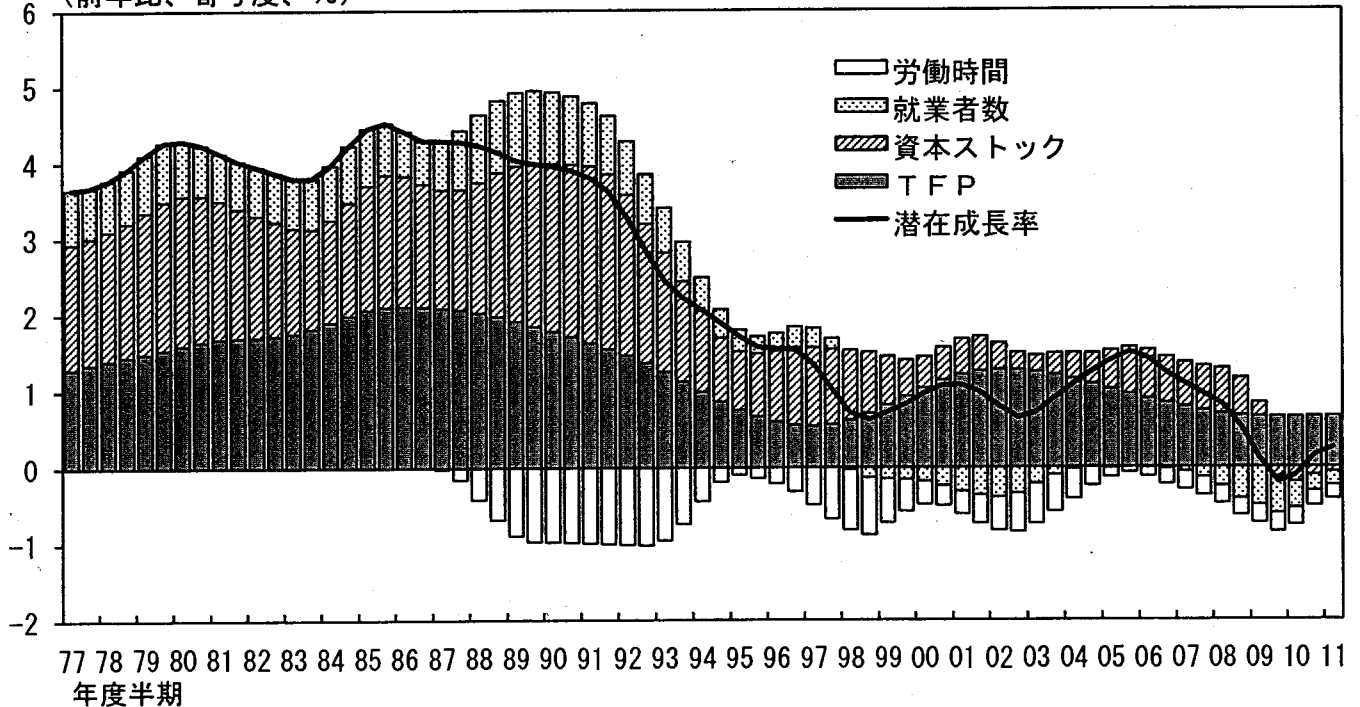
# 需給ギャップと潜在成長率

## (1) 需給ギャップ



## (2) 潜在成長率

(前年比、寄与度、%)



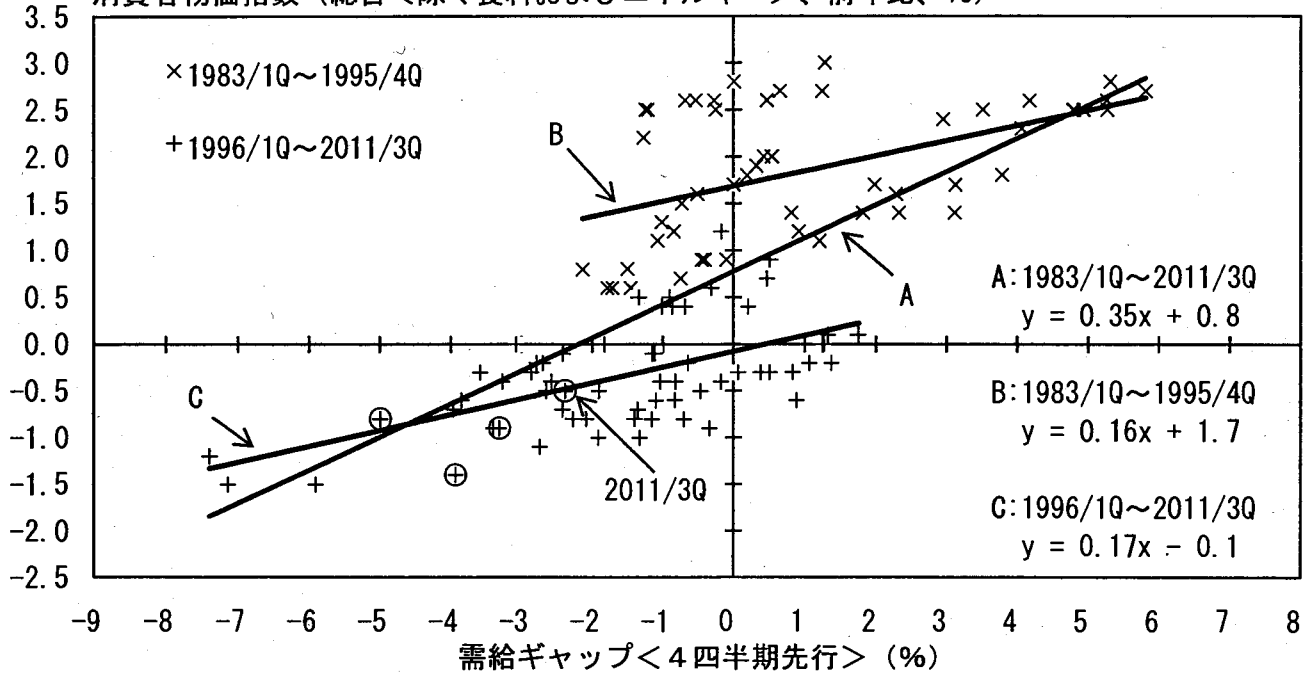
- (注) 1. 日本銀行調査統計局の試算値。具体的な計測方法については、日銀レビュー「GDPギャップと潜在成長率の新推計」(2006年5月)を参照。今回、非製造業稼働率の推計に用いるデータを法人企業景気予測調査から短観に変更した。  
2. 2011年度上半期は、2011/2Qの値。

(資料) 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」、総務省「労働力調査」、厚生労働省「毎月勤労統計」「職業安定業務統計」、経済産業省「鉱工業指数統計」等

## 需給ギャップとインフレ率

### (1) フィリップス曲線 (総合除く食料およびエネルギー)

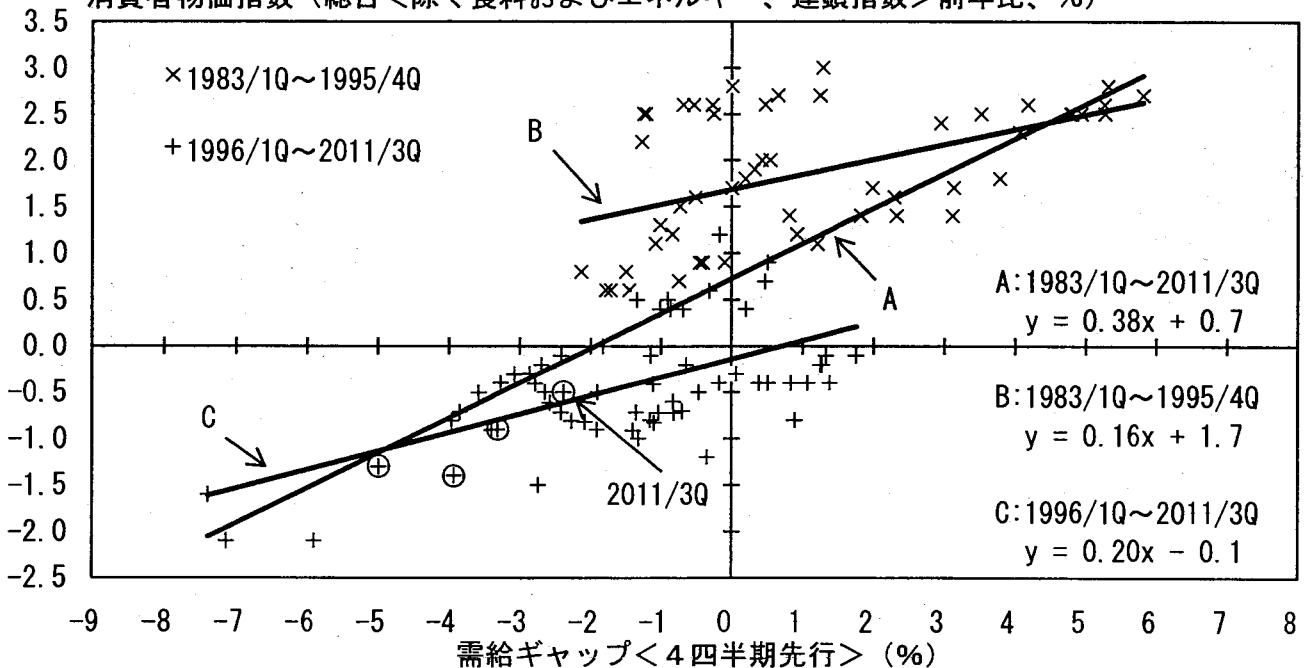
消費者物価指数 (総合<除く食料およびエネルギー>、前年比、%)



- (注) 1. ○印は直近1年。2011/30は、7~8月の前年同期比 (下の図表も同じ)。  
2. 「食料」は「酒類」を除く (下の図表も同じ)。  
3. 消費者物価指数の前年比は、消費税調整済み (下の図表も同じ)。  
4. 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。今回、非製造業稼働率の推計に用いるデータを法人企業景気予測調査から短観に変更した (下の図表も同じ)。

### (2) フィリップス曲線 (総合除く食料およびエネルギー、連鎖指数)

消費者物価指数 (総合<除く食料およびエネルギー、連鎖指数>前年比、%)

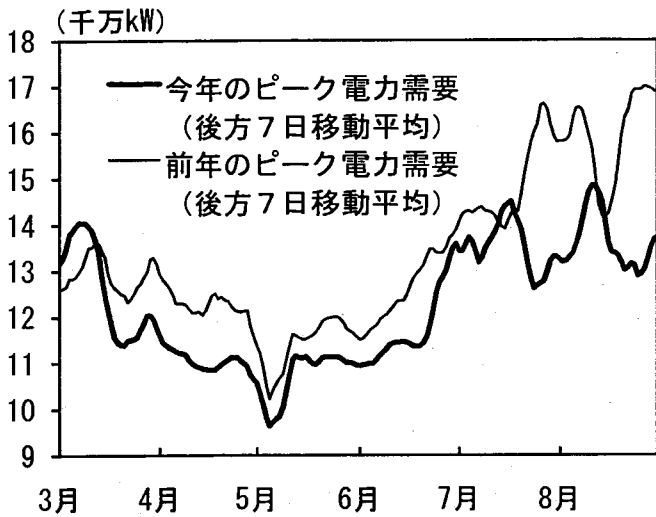


- (注) 消費者物価指数の2000/4Qまでは固定基準年指数、2001/1Q以降は連鎖指数に基づく。ただし、2000年基準の連鎖指数は日本銀行調査統計局の試算値。

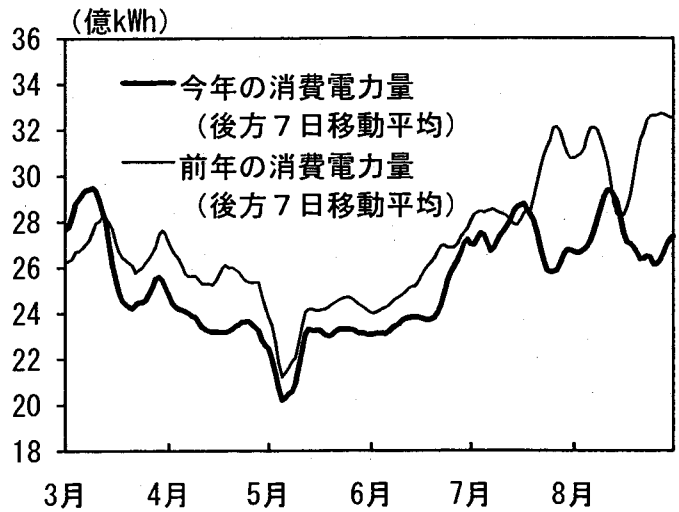
(資料) 総務省「消費者物価指数」、内閣府「国民経済計算」等

# 今夏の節電効果

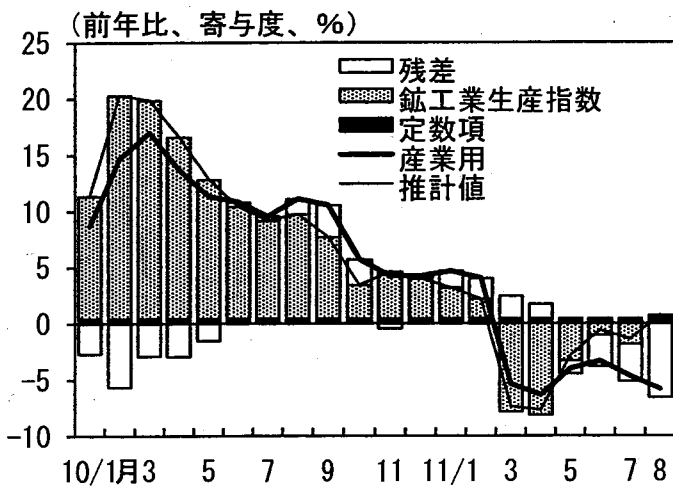
(1) ピーク電力需要 (全国、日次)



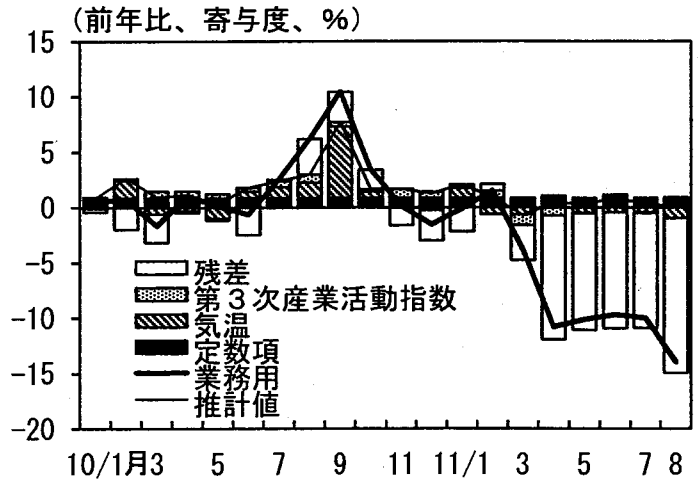
(2) 消費電力量 (全国、日次)



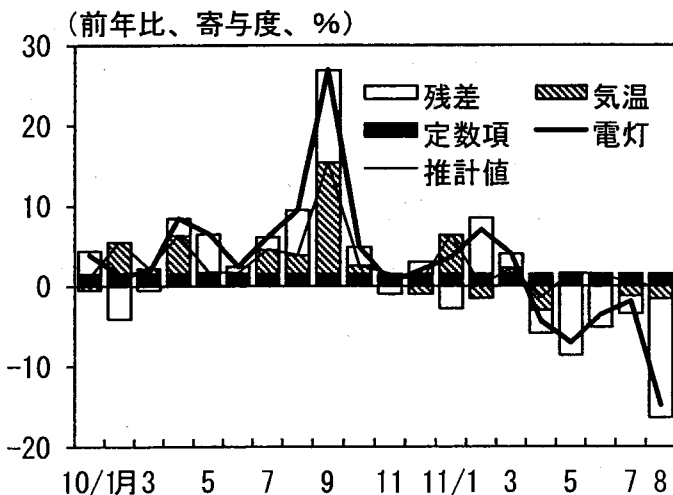
(3) 消費電力量 (産業用)



(4) 消費電力量 (業務用)



(5) 消費電力量 (電灯)



(参考) (3) ~ (5) の推計式

消費電力量 (産業用) 前年比  
 $= 0.45 + 0.60 \times \text{鉄工業生産指数前年比}$   
 (1.56) (31.0)  
 Adj. R<sup>2</sup>: 0.94 推計式の標準誤差: 2.21

消費電力量 (業務用) 前年比  
 $= 0.88 + 0.31 \times \text{第3次産業活動指数前年比}$   
 (2.81) (2.67)  
 $+ \alpha_j \times j\text{月の気温前年差}$   
 Adj. R<sup>2</sup>: 0.38 推計式の標準誤差: 2.31

消費電力量 (電灯) 前年比  
 $= 1.52 + \alpha_j \times j\text{月の気温前年差}$   
 (2.22)  
 Adj. R<sup>2</sup>: 0.29 推計式の標準誤差: 5.12

$\alpha_j$ : 各推計式における係数 (jは1~12月)

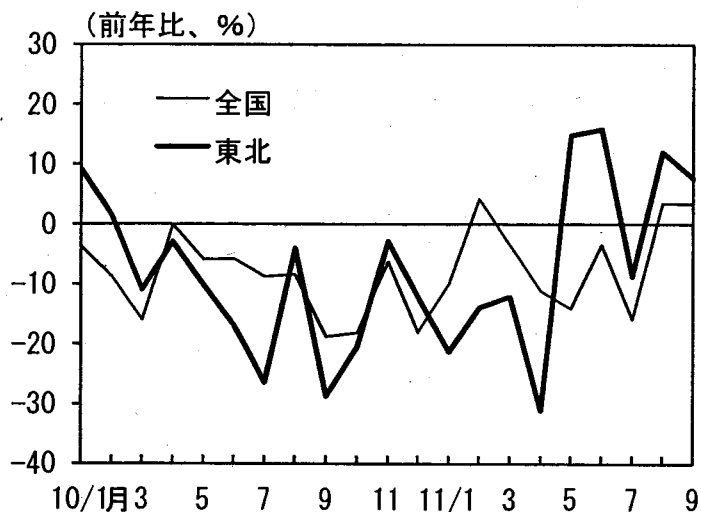
(注) 1. (3)、(4)は、特定規模需要。

2. (3)~(5)の推計期間は、2006/4月~2011/2月。鉄工業生産指数、第3次産業活動指数は全国、気温は東京の値を用いている。( )内はt値。

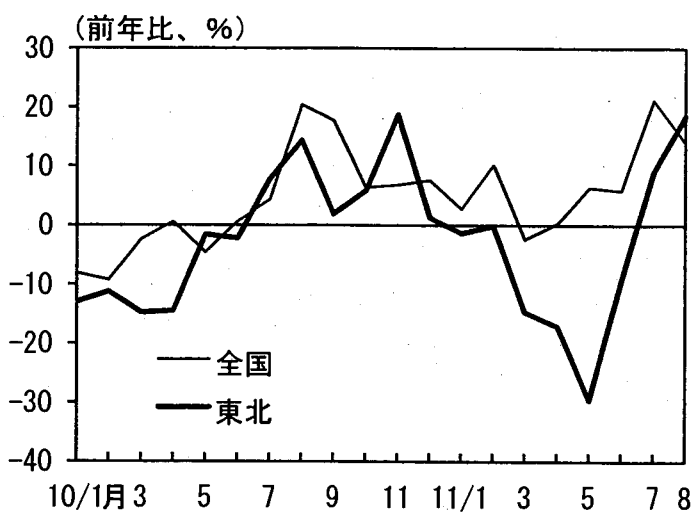
(資料) 電気事業者協会「電力需要実績」、電力系統利用協議会「需要実績」、気象庁、経済産業省「鉄工業指数統計」「第3次産業活動指数」

### 被災地の経済動向

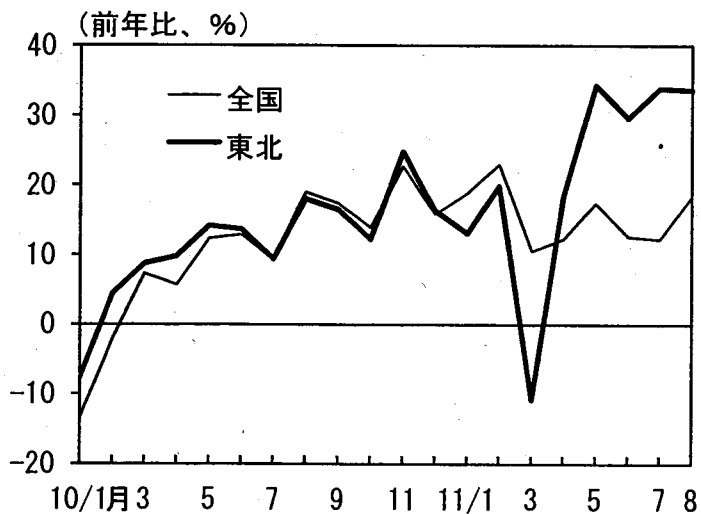
(1) 公共工事請負金額



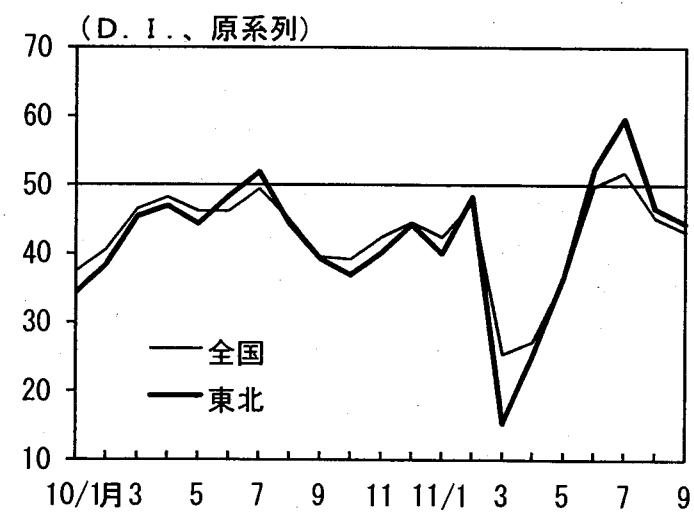
(2) 新設住宅着工戸数



(3) 新規求人数

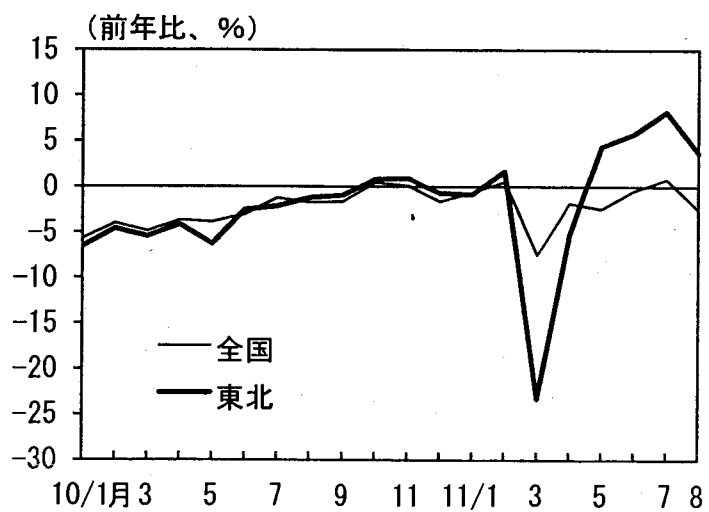


(4) 景気ウォッチャー調査

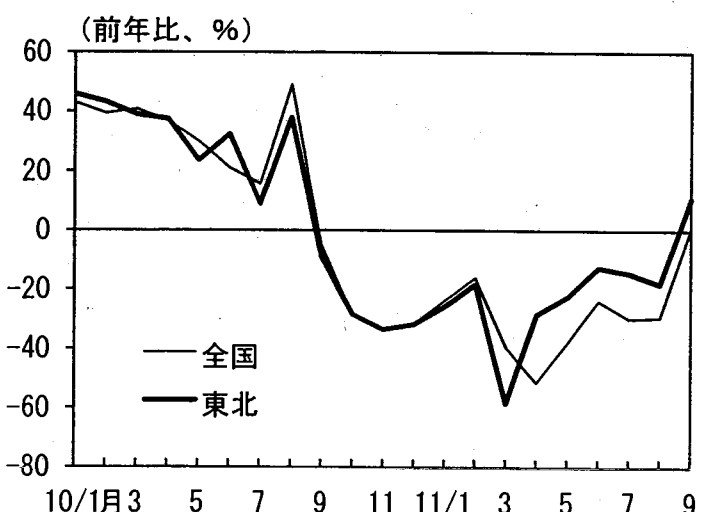


(注) 景気の現状判断D. I. (家計動向関連)。

(5) 大型小売店販売額 (既存店)



(6) 新車登録台数 (乗用車<除く軽>)



(資料) 東日本建設業保証株式会社他「公共工事前払金保証統計」、国土交通省「建築着工統計」、厚生労働省「職業安定業務統計」、内閣府「景気ウォッチャー調査」、経済産業省「商業販売統計」、日本自動車販売協会連合会



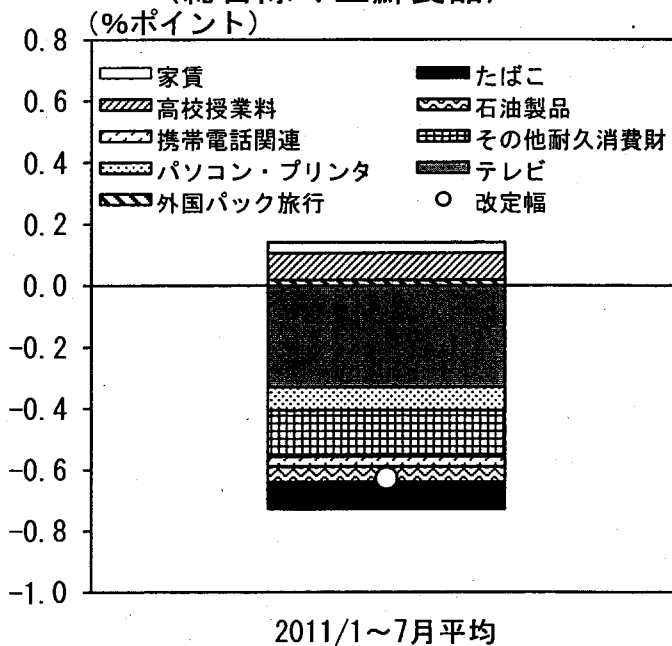
## 消費者物価の基準改定

### (1) 新旧基準の消費者物価

(前年比、%、%ポイント)

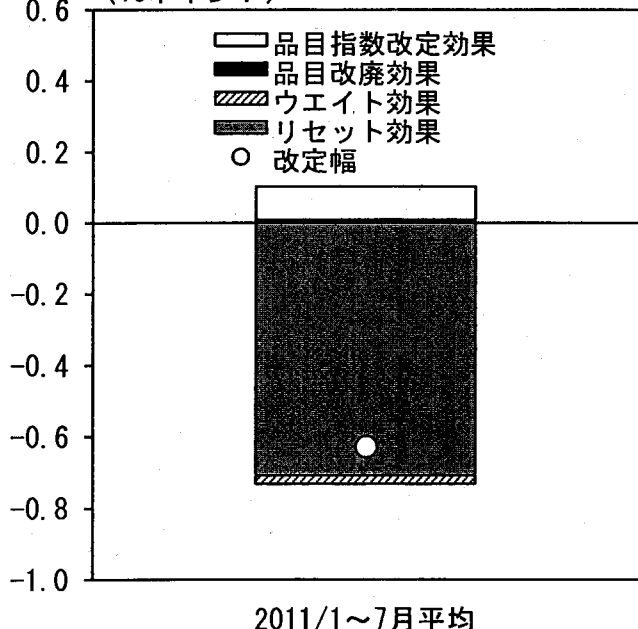
		2011/1~7月平均
総合	2005年基準	0.2
	2010年基準	-0.4
	改定幅	-0.6
総合 除く生鮮食品	2005年基準	0.2
	2010年基準	-0.4
	改定幅	-0.6
総合 除く食料 ・エネルギー	2005年基準	-0.2
	2010年基準	-1.0
	改定幅	-0.8

### (2) 品目別にみた改定幅 (総合除く生鮮食品)



### (3) 効果別にみた改定幅 (総合除く生鮮食品)

(%ポイント)



### (4) 過去の基準改定時における 改定幅 (総合除く生鮮食品)

(前年比、%、%ポイント)

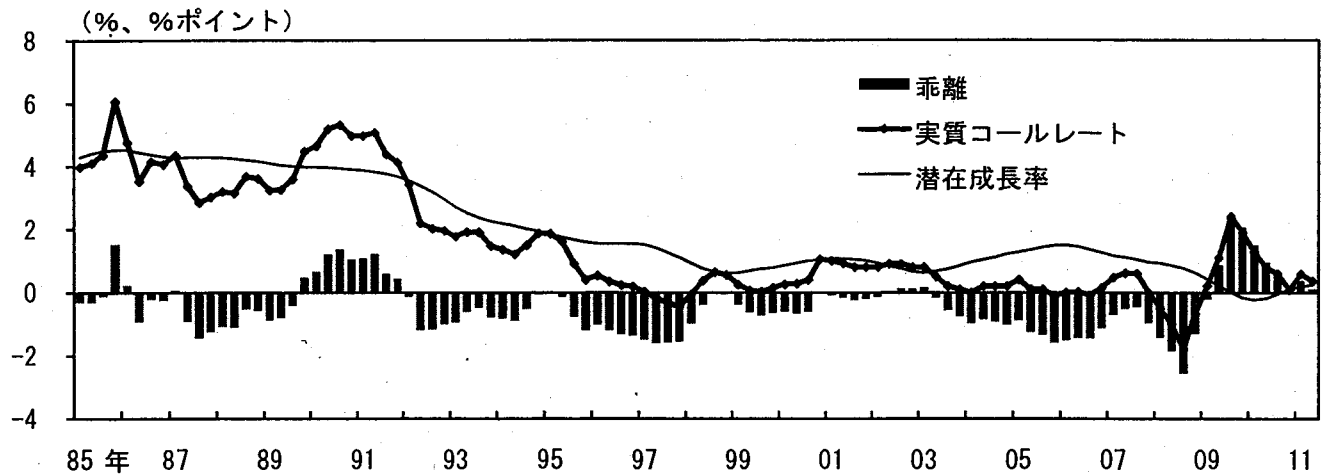
	旧基準での前年比	新基準での前年比	改定幅
1980年基準 →1985年基準	0.8	0.8	0.0
1985年基準 →1990年基準	2.9	2.9	0.0
1990年基準 →1995年基準	0.3	0.2	-0.1
1995年基準 →2000年基準	-0.6	-0.8	-0.2
2000年基準 →2005年基準	0.5	0.1	-0.4
2005年基準 →2010年基準	0.2	-0.4	-0.6

- (注) 1. (2) は主な品目の寄与度改定幅を抽出。分類は、原則、総務省に則している。ただし、次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)。携帯電話関連 = 「携帯電話機」 + 「携帯電話通信料」、高校授業料 = 「公立高校授業料」 + 「私立高校授業料」、パソコン・プリンタ = 「パソコン(デスクトップ型)」 + 「パソコン(ノート型)」 + 「プリンタ」、その他耐久消費財 = 「耐久消費財」 - 「テレビ」 - パソコン・プリンタ - 「携帯電話機」、家賃 = 「民営家賃」 + 「持家の帰属家賃」。
2. (3) の効果別寄与度は日本銀行調査統計局の試算値。具体的には、2005年基準の品目指数などから、品目改廃効果とウェイト効果、リセット効果の順に計算し、その積み上げと2010年基準指数の差を品目指数改定効果とした。
3. (4) は、新基準での基準年の翌年(基準が切り替わる年)について、新旧基準双方の前年比を計算。2010年基準改定は、2011/7月までの指数を用いて計算。

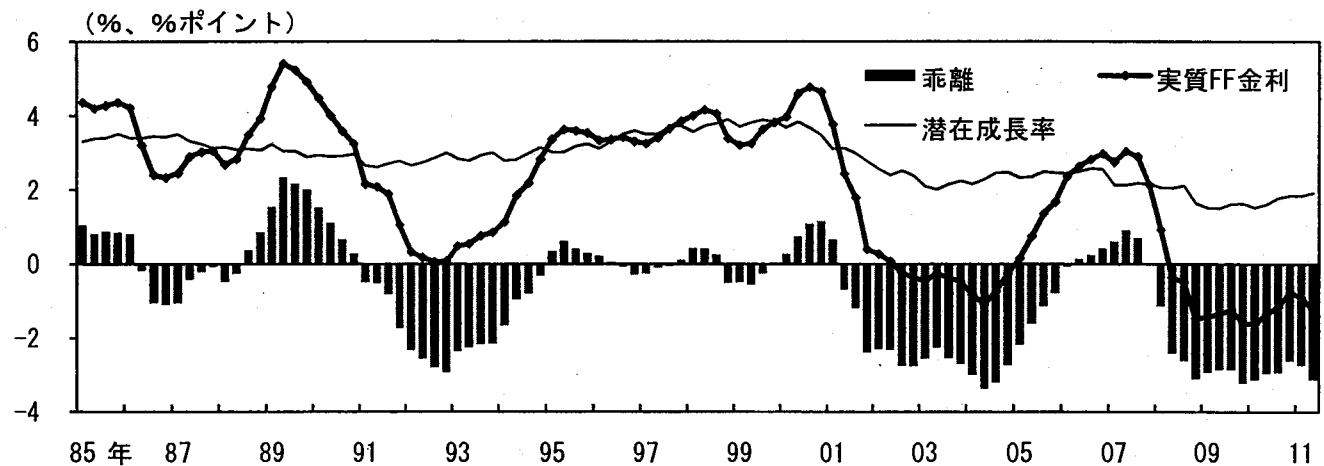
(資料) 総務省「新基準による消費者物価指数(CPI)について」、「消費者物価指数」

# 日米欧の実質政策金利と潜在成長率

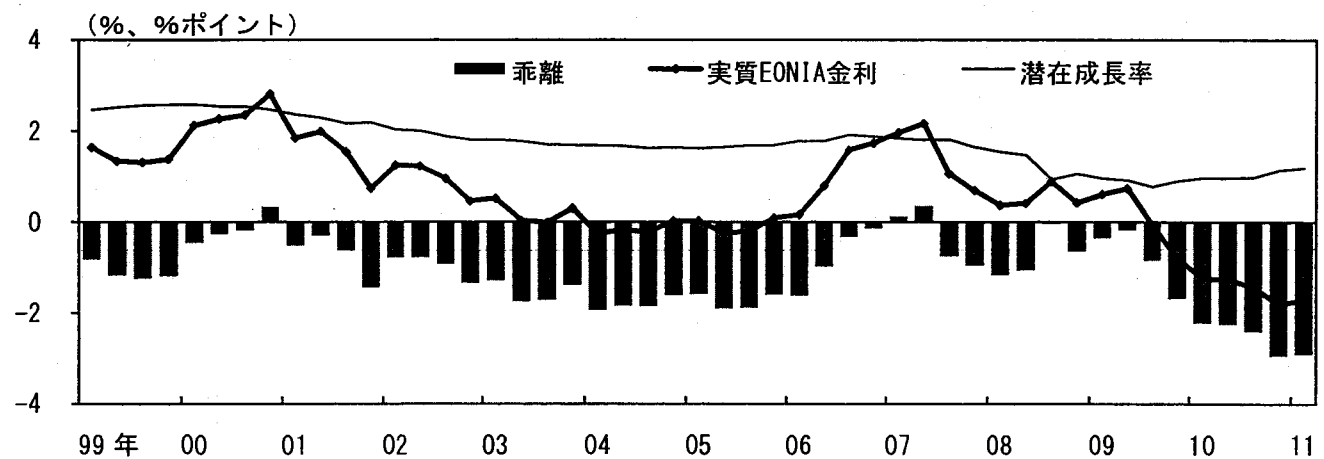
## (1) 日本



## (2) 米国



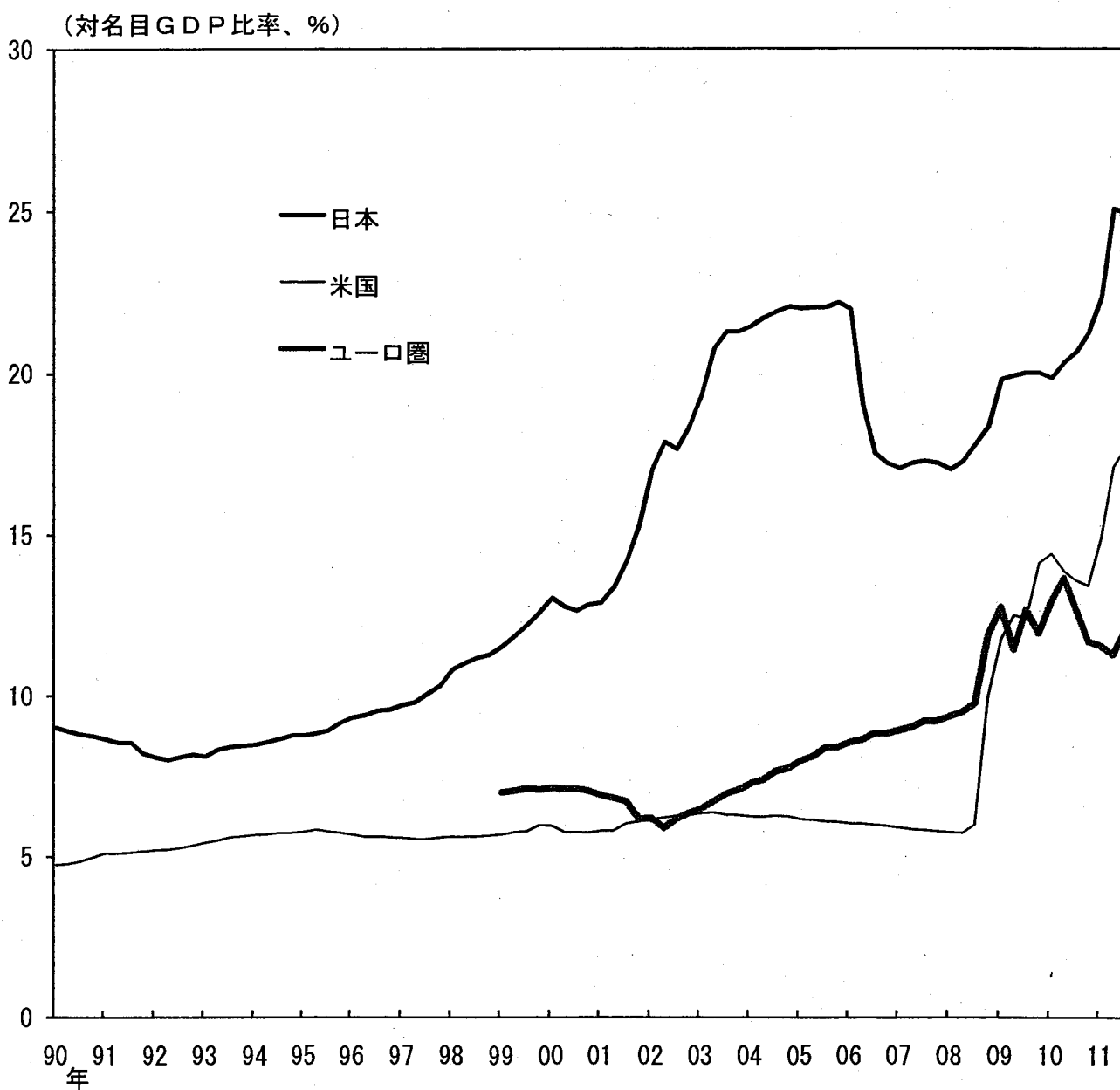
## (3) ユーロ圏



- (注) 1. 金利の実質化に用いる物価指数について、日本はCPI（総合除く生鮮、消費税調整済み、01/10以降は高校授業料除く）、米国はPCEデフレーター（総合除く食料、エネルギー）、ユーロ圏はHICP（総合）を用いている。
2. 潜在成長率について、日本は日本銀行調査統計局の試算値、米欧はOECDの試算値を用いている。

(資料) OECD、Bloomberg

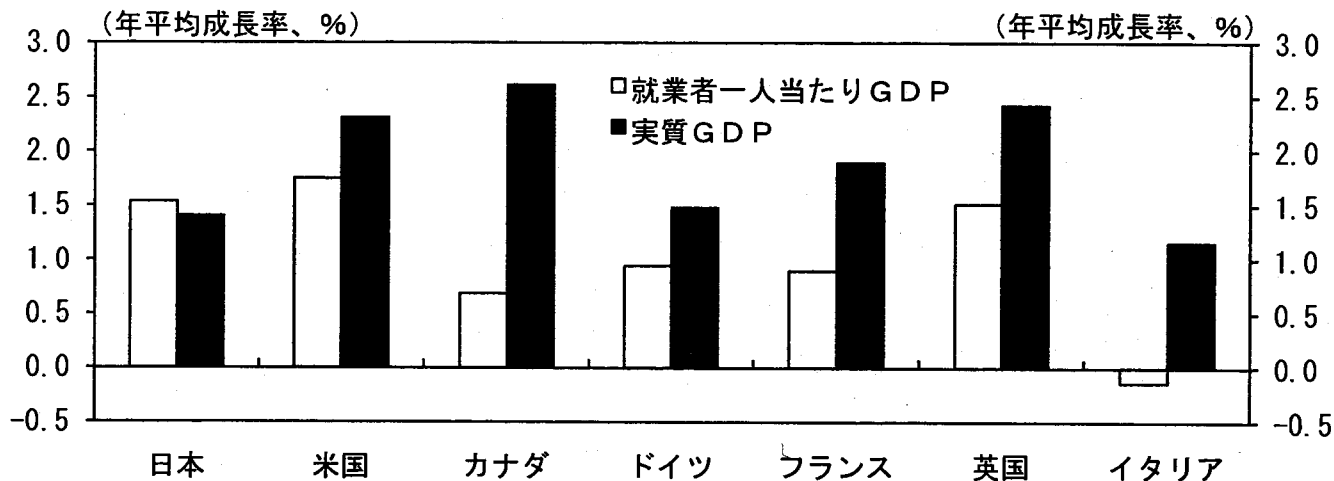
# 日米欧のマネタリーベース



(注) 2011/3Qの名目GDPは、2011/2Qの値。  
(資料) 内閣府、日本銀行、FRB、BEA、ECB、Eurostat

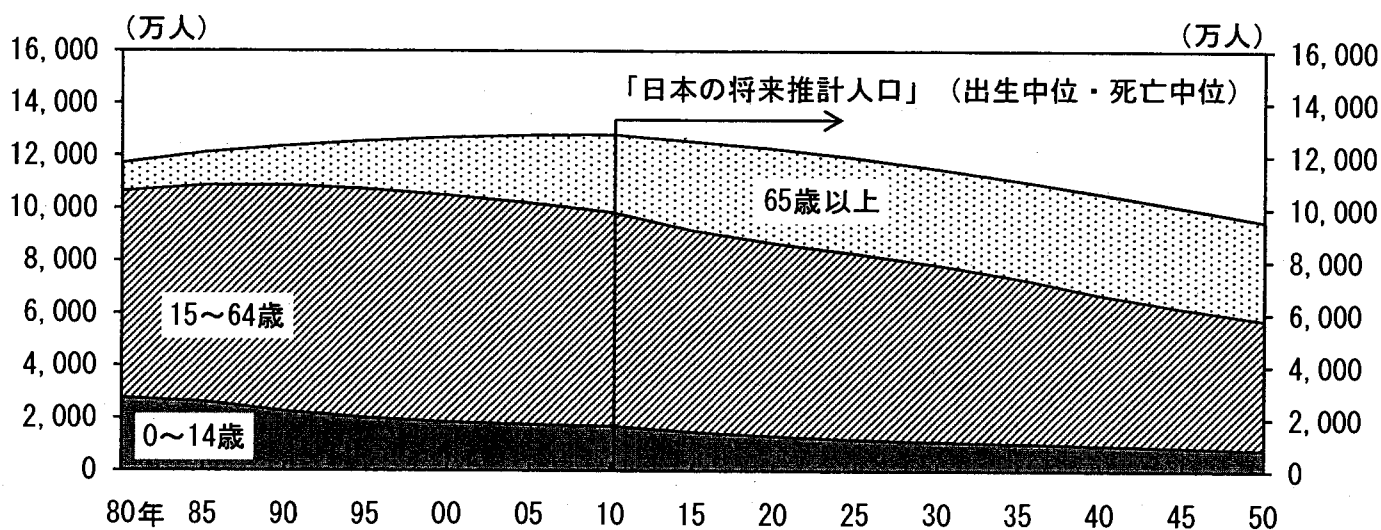
# 人口成長と経済成長

## (1) 主要先進国の経済成長率と生産性成長率

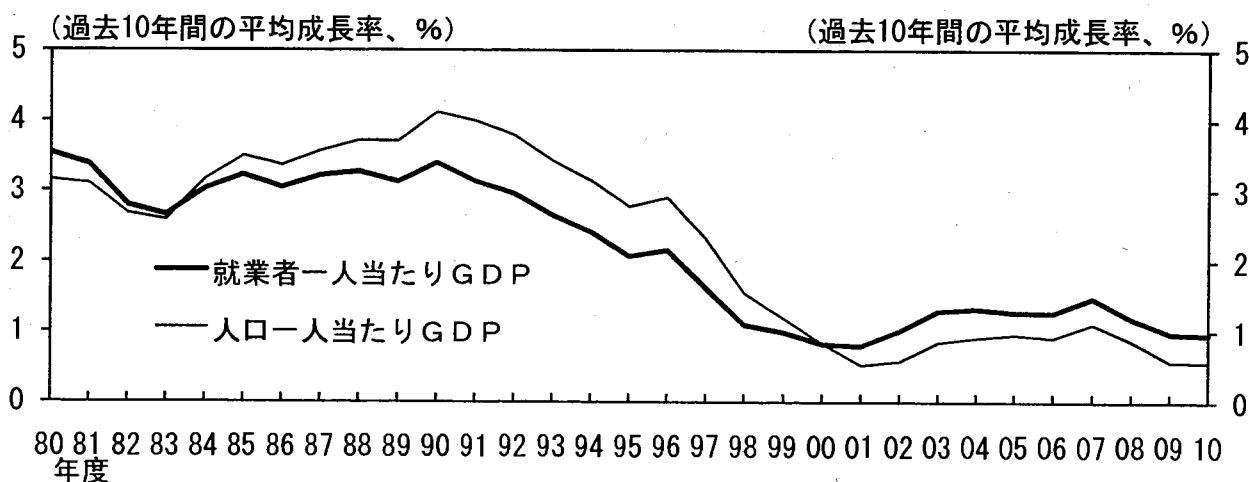


(注) リーマン・ブラザーズ破綻後の金融危機の影響を除くため、2000～2008年の平均とした。

## (2) 人口動態












## (3) 人口一人当たりGDPと就業者一人当たりGDP



(資料) 総務省「人口推計」「労働力調査」、内閣府「国民経済計算」、国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口」(平成18年12月推計)、OECD「Economic Outlook」

## 地域別の景気の総括判断 (地域経済報告)

	7月判断	前回との比較	10月判断
北海道	震災に伴う下押し圧力が残存しているものの、一部に持ち直しの動きがみられている		一部に厳しさがみられるものの、全体としては持ち直してきている
東北	震災により大幅に悪化したがる、社会インフラや生産・営業用設備の復旧が進捗しており、地域差はあるものの、経済活動面の正常化に向けた動きが着実に広がっている		震災関連特需による押し上げ効果もあって、被災地以外の地域では震災前を上回る水準にまで復してきているほか、被災地の一部でも経済活動再開の動きがみられるなど、全体として回復している
北陸	一部に厳しさもみられるが、全体としては持ち直してきている		一部に厳しさもみられるが、全体としては持ち直しの動きが続いている
関東甲信越	厳しい状況が続いているが、供給面の制約が和らぎ、家計や企業のマインドも改善しつつあるもとで、地域間、業種間のばらつきを伴いつつも、持ち直しの動きがみられている		地域間、業種間のばらつきを伴いつつも、着実に持ち直してきている
東海	なお厳しい状況にあるが、持ち直しつつあるとみられる		持ち直している
近畿	緩やかな回復基調にあるが、震災の影響が生産面などにみられている		緩やかな回復基調にあるが、海外経済減速などの影響が一部にみられ始めている
中国	震災による生産活動への下押し圧力が薄れてきていることなどから、持ち直してきている		震災による供給面の制約が解消する中で、持ち直している
四国	持ち直し基調にある。この間、震災後にみられた下押し圧力は和らいでいる		一部に弱めの動きがみられるものの、全体としては持ち直し基調にある
九州・沖縄	震災の影響による下押し圧力が弱まってきており、震災直後に比べ持ち直しつつある		個人消費や生産の一部で弱めの動きがみられるものの、全体としては、持ち直しの動きを続けている

(注) 全文は、<http://www.boj.or.jp/research/brp/rer/rer111020.htm/>を参照。

(資料) 日本銀行「地域経済報告 (2011年10月)」

2011年10月27日

日 本 銀 行

## 経済・物価情勢の展望（2011年10月）

【基本的見解】<sup>1</sup>

## 1. はじめに

今回の展望レポート（経済・物価情勢の展望（2011年10月））では、2013年度までの日本経済の見通しを示す。以下では、まず、わが国経済の先行きを左右する国際金融資本市場や海外経済の動向を記述し、その後、わが国の金融環境を評価する。そのうえで、相対的に蓋然性が高いと判断される見通し（中心的な見通し）を記述した後、それに対する上振れ要因・下振れ要因を検討する。最後に、金融政策運営の基本的な考え方を整理する。

## 2. 国際金融資本市場および海外経済

国際金融資本市場では、本年夏以降、欧州のソブリン問題に対する懸念などから、緊張が高まった。最近に至り、欧州金融安定ファシリティ（EFSF）の機能拡充策が、ユーロ圏17か国により承認されるなど、金融システムの安定化に向けた動きも進み始めているが、その具体的な実現を巡る不確実性がなお残ることなどから、市場の緊張状態が続いている。すなわち、ギリシャを始めとして、財政不安の強い国の国債利回りは、高止まりしている。また、そうした国債を多く保有する欧州の銀行の株価は大きく低下しているほか、ユーロ市場の銀行間取引における短期金利もはつきりと上昇している。金融面の緊張は、金融機関の貸出姿勢の厳格化や貸出金利の上昇、企業や家計のマインドへの影響などを通じて、实体经济に波及し始めている。さらに、財政不安の強い国では、追加的な緊縮財政政策を

<sup>1</sup> 10月27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。

講じているが、これは短期的には景気の下押しとして作用している。このように、欧州では、財政、金融システムおよび実体経済の三者の間に負の相乗作用が働き始めており、金融情勢や実体経済の先行きに関する不確実性が高まっている。米国でも、夏場以降、市場予想を下回る軟調な経済指標の公表が続くなど、景気減速懸念が強まるとともに、債務上限問題や米国債の格下げなどから市場の不透明感が高まった。

こうしたもとで、グローバルな投資家は、リスク回避姿勢を強めている。世界的に株価は振れの大きい展開を続けており、米欧では、社債などの信用スプレッドが拡大している。国際商品市況も総じて下落している。これらと表裏をなす形で、安全と認識される資産に対する需要が強まっており、米国やドイツなどの国債金利は歴史的な水準にまで低下している。為替市場でも、相対的に安全な通貨と認識された円の為替レートは、ドルやスイスフランとともに、対資源国・対新興国通貨を中心に上昇した。

以上を踏まえつつ、海外経済の動きをみると、新興国・資源国に牽引される形で高い成長を続けてきたが、本年春以降、先進国を中心に、成長ペースが鈍化している。地域別にみると、米国経済については、ガソリン価格の上昇や日本の震災の影響など、一時的な要因が春ごろの減速に寄与した面もあるが、基調的にみても、家計の過剰債務や住宅市場の調整が長引き、雇用の改善も緩慢なもとで、回復のペースはごく緩やかなものにとどまっている。欧州経済は、輸出が好調なドイツなどを中心に、全体として緩やかに回復してきたが、ソブリン問題を背景とした金融環境や企業・家計マインドの悪化などから、減速が明確になっている。一方、新興国・資源国経済では、物価上昇による実質購買力の低下や金融引き締めの効果に加え、先進国経済の減速の影響などから、幾分減速しているが、生産・所得・支出の自律的な好循環が基本的に保たれているもとで、総じて高めの成長が続いている。このため、多くの新興国・資源国では、インフレ圧力

は十分に沈静化していない。

海外経済の先行きに関する中心的な見通しとしては、当面は、国際金融資本市場の緊張が残る中、先進国を中心に減速した状態が続くとみられるが、その後は、新興国・資源国に牽引される形で、再び成長率を高めていくと考えられる。このため、見通し期間中について平均的にみれば、高めの海外経済成長率を想定することができる<sup>2</sup>。国・地域別にみると、米国経済については、緩和的な金融環境が経済の下支えに働くと考えられるものの、バランスシート調整の圧力が根強く残る中、成長のペースは緩やかなものにとどまる可能性が高い。欧州経済についても、ソブリン問題の影響が当面実体経済に作用し、景気回復の動きは抑制されたものになると考えられる。この間、新興国・資源国経済は、多くの国で、当面は幾分減速した状態で推移するとみられるが、その後は、インフレ圧力の低下に伴って、家計の実質購買力が回復することなどから、高めの成長を実現していく可能性が高い。ただし、こうした見通しについては、経済にきわめて大きな影響を及ぼしかねない金融市場のショックは、回避されることを前提にしている。そうした前提を裏付ける政策当局の姿勢として、10月央にパリで開催されたG20の声明では、銀行システムや金融市場の安定を保つために必要な全ての行動を取ることに引き続きコミットしている旨、明記されている。

### 3. わが国の金融環境

わが国の金融環境をみると、日本銀行が強力に金融緩和を推進する中、緩和の動きが続いている。すなわち、市場金利が長めの金利も含めてきわ

---

<sup>2</sup> 国際通貨基金（IMF）が9月に発表した世界経済の成長見通し（各国・地域の実質成長率見通しを購買力平価ベースで集計したもの）は、6月時点の見通しから先進国を中心に下方修正されたが、2011年、2012年ともに4.0%、2013年については、成長率が4.5%へと加速する見通しとなっている。ちなみに、1980年以降30年間の平均成長率は3.3%である。



めて低い水準で推移するもとの、企業の資金調達コストは緩やかに低下している。CPの発行環境は、震災直後の一時期を除き、良好な状態が続いている。社債市場についても、震災直後には、信用スプレッドが幾分拡大する中、発行を見送る動きが一時的にみられたが、その後は、経営環境の不透明感から起債が困難な電力会社を除き、社債市場の発行環境は良好な状態となっている。企業からみた金融機関の貸出態度についても、改善傾向が続いている。企業の資金繰りについても、震災後に、中小企業を中心に厳しいとする先がいったん増加したが、その後は再び改善している。資金繰りや貸出態度については、企業の規模によって緩和度合いに差はあるものの、全体として改善傾向にあり、いずれも2000年以降の平均と同程度か、これを上回る水準にまで回復している。このように、わが国の企業を取り巻く金融環境は、緩和の動きが続いている。そうしたもとの、企業の資金調達残高をみると、銀行貸出は前年比減少幅が縮小傾向を続け、足もとではほぼ前年同水準にまで回復しているほか、社債・CPの発行残高は前年を上回っている。

国際金融資本市場が不安定な中であって、以上述べたわが国の金融環境と、米欧の金融環境との間には、際立った違いがみられる。例えば、銀行間取引の緊張度を表すLIBOR-OISスプレッドは、米ドルとユーロについては夏場以降拡大しているが、円については安定している。社債の信用スプレッドも、米欧では上昇が目立っている一方、わが国では上述の通り低水準で安定している。こうした違いの背景として、第1に、わが国では、金融機関が、欧州ソブリン問題の中心となっている諸国の国債等を、多く保有していない点が挙げられる。第2に、金融機関が保有するリスク全体についても、これまで充実に努めてきた自己資本との対比でみて、概ね抑制された状態にある。実際、信用コスト率や不良債権比率は、米欧に比べて低位にとどまっているほか、外貨を含む資金流動性リスクも抑制され

ている。第3に、企業サイドでも、手元資金を比較的厚めに保有しており、国際金融資本市場が不安定な中であっても、追加的な資金調達を急ぐ動きはみられていない。第4に、日本銀行が、市場に対して潤沢に資金を供給していることや、包括的な金融緩和政策のもとで、CP、社債、指数連動型上場投資信託（ETF）、不動産投資信託（J-REIT）といったリスク性資産の買入れを行っていることも、金融環境の緩和に寄与していると考えられる。

今後も、わが国の金融環境は、日本銀行による強力な金融緩和の効果が一段と浸透していく中で、緩和の動きが続き、国内民間需要が自律回復に向かう動きを支えていくと予想される。日本の金融システムが、大幅な景気後退や株価下落に対して相応の頑健性を有するようになってきていることも、先行きの金融環境の安定確保に資すると考えられる。しかし、国際金融資本市場の連関が高まっているもとで、日本の金融環境も、海外の展開と無縁ではあり得ない。現に、夏場以降、円高や株安の動きがみられた点では、グローバルな投資家のリスク回避姿勢の強まりは、日本の金融市場にも一部波及している。国際金融資本市場が一段と不安定化する場合などに、内外の金融資本市場間の連関を通じて株価や債券価格が下落したり、金融機関の資金調達環境の悪化を招くことを通じ、その影響がわが国の金融システムひいては金融環境に及ぶ可能性には、引き続き注意する必要がある<sup>3</sup>。

#### 4. わが国の経済・物価の中心적인見通し

##### (1) 経済情勢

上述の海外経済の動向と内外の金融情勢を踏まえたうえで、わが国経済の先行きについて、相対的に蓋然性が高いと判断される見通し（中心적인

---

<sup>3</sup> わが国の金融システムの安定性に関する評価について、詳しくは「金融システムレポート」（日本銀行2011年10月）を参照。

見通し)を検討する。

わが国の経済は、東日本大震災の後、生産・輸出を中心に、大きく落ち込んだ。すなわち、生産設備の毀損やサプライチェーンにおける障害など供給面の制約を背景に、生産活動が大きく低下し、その結果、輸出も大幅に減少した。また、わが国の経済の先行きや原子力発電所の事故の影響などを巡る不透明感から、企業や家計のマインドが悪化したこともあって、国内民間需要も弱い動きとなった。

その後、多くの企業で、被災設備の復旧とともに、代替施設での生産や代替調達先の確保など、様々な努力と工夫が行われ、供給面の制約解消は、当初の予想を上回るペースで進んだ。電力需給を巡っては、定期検査後の原子力発電所の再稼働の問題などから、先行きの不確実性は払拭されていない。ただし、当初強く懸念されていた本年夏場については、電力会社による緊急的な供給体制の整備に加え、企業や家計による節電や電力使用平準化の工夫などによって、経済活動への大きな制約となることは回避できた。以上の結果、震災直後に大幅に落ち込んだ生産や輸出は、すでに震災前の水準に復している<sup>4</sup>。そうしたもとで、企業や家計のマインドの改善もあって、設備投資や個人消費などの国内民間需要についても、持ち直している。

以上のように、震災直後から夏場までは、日本経済の回復ペースは、供給面の制約が解消に向かう速度によって規定されてきた。しかし、供給面の制約がほぼ解消された現在では、需要面の動向が重要性を増してきている。そのことを念頭に置いて、先行きを展望すると、わが国経済は、**当面、海外経済の減速や円高の影響を受けるものの、その後は海外経済の成長率**

<sup>4</sup> 鉱工業生産の公表指数は、リーマン・ショックに伴う極端な振幅の影響を受けて、10～12月、1～3月の伸び率が高めに、4～6月、7～9月の伸び率が低めに算出されるようになっていていると考えられる。したがって、7～9月の生産水準は、実勢としては統計に表れている以上に高いと考えられる。

が再び高まることや、震災復興関連の需要が徐々に顕在化していくことなどから、緩やかな回復経路に復していくと考えられる。すなわち、2011年度下期は、輸出や生産を中心に、海外経済減速や円高の影響を受けるとみられる一方、資本ストック等の復元に向けた復興需要が、公共投資、民間設備投資、住宅投資、さらには耐久消費財の消費といった様々な面で、徐々に顕在化してくると考えられる。2012年度は、復興需要が年度を通して寄与することに加え、海外経済の成長率が緩やかに高まり、輸出・生産を起点とする所得・支出への波及メカニズムが働くため、比較的高い成長率となることが予想される。2013年度については、復興需要の押し上げ寄与が徐々に減衰していくことなどから、成長率は、2012年度対比では鈍化するものの、新興国・資源国を中心とする堅調な海外需要のもとで、潜在成長率を上回る成長が続くと考えられる<sup>5</sup>。なお、2012年度までの見通しを、7月の中間評価時点の見通しと比べると、海外経済の減速や円高の影響から、幾分下振れると考えられる。以上の見通しについて、企業・家計の部門別にやや詳しく述べると、以下の通りである。

企業部門について、輸出や生産は、新興国・資源国を中心とした堅調な海外需要を背景に、増加を続けるとみられる。この点、当面は、海外経済の減速や円高の影響が下押し要因となるものの、その間においても、自動車を中心に、震災後に大きく取り崩された海外在庫を復元する動きや、国内で積み上がった受注残への対応も予想されるため、輸出や生産の増加基調自体は維持される可能性が高い。震災復興関連の需要については、今後、設備投資や住宅投資などの民間需要、公的需要ともに、徐々に強まってくると予想される。このため、企業収益は、緩やかに改善していくと考えられる。設備投資についても、企業の年度計画にもみられるとおり、収益や

<sup>5</sup> 見通し期間中の潜在成長率を、生産関数アプローチに基づく一定の手法で推計すると、「0%台半ば」と計算される。ただし、潜在成長率は、推計手法や今後蓄積されていくデータにも左右される性格のものであるため、相当幅をもってみる必要がある。

内外需要の回復を背景に、緩やかに増加を続けていく可能性が高い<sup>6</sup>。この点に関連して、企業は、今後、円高の影響もあって、とくに海外での投資活動を強化していくとみられる。過去を振り返ると、海外投資の拡大は、部分的には国内投資を代替する面もみられたが、多くの場合、増加する現地需要をより有効に取り込むための戦略として実施され、国内では、海外拠点との差別化を図る高付加価値化などが進められてきた。今後についても、海外シフトが急速に進む場合には国内の設備投資や雇用への影響などについて注意が必要であるが、基本的には、海外投資と国内投資が、補完し合いながら増加していく動きが予想される。また、国内投資には、被災設備の修復・建替え、耐震工事、データのバックアップを含む事業継続能力の強化など、震災に起因する案件も押し上げに寄与する可能性が高い。

次に、家計部門について、雇用・所得環境をみると、震災後は、雇用調整助成金の支給要件が緩和されたこともあって、経済活動の落ち込みにもかわらず、大幅な雇用調整は回避された。その間に削減された労働時間についても、生産を中心とした経済活動の持ち直しに伴い、製造業を中心に、回復してきている。賃金については、震災に伴う企業収益の悪化を背景に、本年夏の賞与が中小企業を中心に前年比マイナスとなるなど、弱めの動きとなった。先行きについては、経済活動の持ち直しが雇用・所得環境にも徐々に波及していくと考えられる。ただし、波及のタイムラグを考慮すると、雇用や賃金の増加基調が明確になるのは、2012年度以降になるとみられる。こうした雇用・所得環境のもとで、個人消費についてみると、震災後、生産の落ち込みやマインドの悪化などから、いったん弱い動きとなったが、このところ、全体として持ち直している。先行きについては、雇用・所得環境が徐々に改善に向かうもとで、次第に底堅さを増していく

---

<sup>6</sup> ちなみに、国内設備投資を対象とした短観の設備投資計画（9月）をみると、今年度下期分が小幅上方修正され、前年度を上回る計画となっている。

と予想される。この間、住宅投資については、低金利や復興需要などを背景に、見通し期間を通じて、緩やかに増加していくと考えられる。

## (2) 物価情勢

以上の経済情勢の展望を踏まえ、物価の動向を点検する。消費者物価（除く生鮮食品、以下同じ）の前年比の推移を基調的にみると、マクロ的な需給バランスが緩やかな改善傾向を続ける中、2009年末頃から下落幅は着実に縮小を続け、最近は概ねゼロ%となっている<sup>7</sup>。

先行きの物価を巡る環境を展望すると、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、景気が緩やかな回復をたどるも、徐々に改善していくと考えられる。中長期的な予想物価上昇率は、家計や企業、エコノミストを対象としたアンケート調査等からみて、これまでのところ大きな変化はみられず、見通し期間においても安定的に推移すると想定できる。市場参加者やエコノミストによる中長期的な予想物価上昇率は、ここ数年、概ね1%程度で安定的に推移しており、基準改定によって消費者物価の前年比が下方改定された後も、特段の変化は見られていない。国際商品市況については、世界経済の減速などを背景にこのところ軟化しているが、やや長い目でみれば、基礎的な衣食住の水準を引き上げるニーズの旺盛な新興国が高い経済成長を続ける中で、食料やエネルギーを中心に、緩やかな上昇傾向をたどると考えられる。

以上の環境を前提に、物価情勢の先行きをみると、国内企業物価指数の前年比は、国際商品市況の緩やかな上昇や、マクロ的な需給バランスの改善を反映して、見通し期間を通じて緩やかな上昇を続けると見込まれる。消費者物価の前年比は、当面、ゼロ%近傍で推移したあと、中長期的な予

<sup>7</sup> 消費者物価については、本年8月に、2010年基準の指数に切り替わり、前年比計数が本年1月分に遡って下方改定された。全国の総合除く生鮮ベースでの前年比下方改定幅は、1～7月の平均で約0.6%ポイントとなった。下方改定の要因としては、旧基準で低下していた耐久消費財の指数水準がリセットされたことに伴い、その価格下落が指数全体に与える影響が高まったことの影響が大きい。

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の改善を反映して、見通し期間の後半にかけて小幅のプラスになっていくと考えられる。

## 5. 上振れ要因・下振れ要因

### (1) 経済情勢

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（中心的な見通し）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、欧州ソブリン問題を中心とする国際金融資本市場を巡る動向である。欧州のソブリン問題の帰趨について、その世界経済への影響も含めて不確実性が大きく、為替・金融資本市場において、グローバル投資家のリスク回避姿勢が一段と強まる可能性がある。その結果として、円高や株価の下落が進めば、企業や家計のマインドを通じた影響も含め、わが国の景気の下振れ要因となる。また、欧州周縁国に限らず、多くの先進国における公的債務残高の増大が、国際金融資本市場の不安定化要因となっているだけに、わが国についても、財政再建に向けた取り組みが、市場によって不十分であると評価された場合は、長期金利の上昇や株価の下落などを通じて、実体経済にマイナスの影響が及ぶリスクがある。

第2に、上述の要因とも関連するが、海外経済の動向に関する不確実性がある。先進国経済の動向をみると、米国経済については、バランスシートの調整圧力が引き続き経済の重石となって作用しており、景気は上に弾みににくく、下に振れやすい状況にある。金融・財政政策の発動余地が限られているうえ、住宅価格の低迷が続き、雇用の回復ペースも鈍い中で、米国経済の減速が想定以上に長引くリスクには注意が必要である。欧州については、ソブリン問題を契機として、財政と金融システム、実体経済の負の相乗作用が、強まっていくことにならないかどうか、注視していく必

要がある。この間、多くの新興国・資源国は、物価安定と成長を両立する形でソフトランディングできるかどうか、なお不透明感が高い。インフレ圧力の鎮静化がなかなか進まない場合は、成長率が下振れるリスクがあることに、注意が必要である。

以上の国際金融資本市場や海外経済の動向を巡っては、欧州における財政再建、金融システムの安定化や構造改革など、上述した様々な問題への取り組みが進められる結果、投資家のリスク回避姿勢や世界経済を巡る不確実性が後退していく可能性もある。その場合は、企業や家計のコンフィデンス回復を通じて、世界経済ひいては日本経済に対する上振れ要因になると考えられる。

第3に、復興需要に関する不確実性がある。被災地では、自動車や家電製品をはじめとした耐久消費財の買い替え需要が、すでにある程度顕在化している。また、瓦礫の処理や仮設住宅の建設など、復興に向けた様々な活動も進められている。しかし、インフラ、企業設備、住宅建設など、各種資本ストックの復元は、民間需要、公的需要とも、現時点では限定的な規模にとどまっている。

これらの復興需要については、今後、街づくりの全体像も含めて復興計画が具体性を増し、補正予算等が執行されていく中で、徐々に本格化していくと考えられる。ただし、復興需要の規模やタイミング、またその景気刺激効果については、復興計画が具体化していくスピードや、民間需要の好循環を生み出す地域経済の将来展望を描けるかどうかなど、いくつかの要因に依存するため、引き続き幅をもってみておく必要がある。

第4に、企業や家計の中長期的な成長期待に関する不確実性がある。中心的な見通しでは、企業や家計の中長期的な成長期待は維持されることを想定しているが、企業や家計の成長期待が変化することがないかどうか注意を要する。すなわち、日本経済は、もともと急速な高齢化の進展などを



背景に、経済成長率の趨勢的な低下という問題を抱えていたが、震災後は、電力需給を巡る不確実性や、震災からの着実な復旧・復興への取り組みなど、新たな課題にも直面している。こうした課題への対応を巡る展望がなかなか拓けない場合や、円高傾向が進み、企業収益や雇用・所得環境を継続的に下押す場合、また、海外生産シフトに対してそれに代わる新たな国内生産活動が生まれてこない場合には、企業や家計の中長期的な成長期待が低下し、見通し期間の景気も下振れるリスクが強まる。

一方、企業が、M&Aを含めた海外進出によりグローバル需要の開拓力を強め、国内では独自性や非価格競争力に優れた財・サービスの開発力を高めていけば、急速に高齢化が進む中であっても中長期的な成長期待が高まる可能性もある。震災からの復興を契機に地域経済の活性化が進む場合や、財政や社会保障の持続性に向けた展望が拓けていく場合も、成長期待にプラスの影響がある。電力需給を巡る課題についても、それに取り組む中で技術革新や新たなビジネスモデルが生まれ、成長力強化へ向けた一つのきっかけになる可能性もある。

## (2) 物価情勢

物価情勢の先行きについても、上下両方向の不確実性がある。まず、景気について、上述のような上振れ、下振れ要因が顕現化した場合、物価にも相応の影響が及ぶとみられる。また、物価に固有の要因としては、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。経済成長率が今回の中心的な見通しに沿って推移する場合でも、消費者物価がしっかりとプラス圏で定着するようになるには、時間がかかると予想される。そうした環境のもとでは、企業や家計が、物価は中長期的にも上昇しにくいという予想を強める可能性がある。中長期的な予想物価上昇率が低下する場合には、見通し期間における実際の物価や賃金も、下振れる可能性が高まる。

第2に、輸入物価の動向である。原油をはじめとする一次産品の価格動向については、上下両方向に不確実性が大きい。基礎的な衣食住の水準を引き上げるニーズの旺盛な新興国が、高い経済成長を続ければ、食料やエネルギーに対する世界需要は拡大する一方、一次産品の供給力の拡大余地は、少なくとも短期的には限られている。そうした一次産品の需給構造を考えると、新興国経済の上振れが、国際商品市況の大幅な上昇につながる可能性がある。他方、世界経済の下振れリスクが顕現化した場合、グローバル投資家のリスク回避姿勢のさらなる強まりが、国際商品市況の下落を増幅する可能性もある。このほか、為替相場の変動も、实体经济を通じる間接的な波及経路や、輸入物価を通じるより直接的な経路を通じて、消費者物価に相応の変化をもたらし得る。

## 6. 金融政策運営

日本銀行は、「中長期的な物価安定の理解」、すなわち「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。現在、「中長期的な物価安定の理解」については、「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、中心は1%程度である」としている。

まず、第1の柱、すなわち先行き2013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中心的な見通しについて点検する。上述の通り、わが国経済は、**当面、海外経済減速や円高の影響を受けるものの、見通し期間を通じてみれば、新興国・資源国を中心に海外経済が高めの成長を維持するとみられることや、震災復興関連の需要が徐々に顕現化していくことなどから、緩やかな回復経路に復していくと考えられる。**物価面では、消費者物価の前年比は、2009年末頃から下落幅は着実に縮小

を続け、最近では概ねゼロ%となっている。以上の最近までの動きも踏まえつつ、先行きを展望すると、消費者物価の前年比は、当面はゼロ%近傍で推移するが、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の改善を反映して、見通し期間の後半にかけて小幅のプラスになっていくと考えられる。こうした経済・物価見通しを総合的に評価すると、日本経済は、「中長期的な物価安定の理解」に基づいて物価の安定が展望できる情勢になったと判断されるにはなお時間を要するものの、やや長い目でみれば、物価安定のもとでの持続的成長経路に復していくと考えられる。【P】

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<sup>8</sup>。景気については、バランスシート調整が米国経済に与える影響には引き続き注意が必要である。また、欧州のソブリン問題については、今後、財政と金融システム、实体经济の負の相乗作用が、強まっていくことにならないかどうか、注視していく必要がある。新興国・資源国では、物価安定と成長を両立することができるかどうか、なお不透明感が高い。こうした海外情勢を巡る不確実性や、それらに端を発する為替・金融資本市場の変動が、わが国経済に与える影響については、丹念に点検していく必要がある。物価面では、国際商品市況の先行きについては、上下双方向に不確実性が大きい。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。【P】

日本銀行は、現在、8月に一段と強化した金融緩和措置のもとで、金融資産の買入れ等を着実に進めている。また、金融面での不均衡の蓄積を含めたリスク要因を点検し、問題が生じていないことを条件に、「中長期的な物価安定の理解」に基づき、物価の安定が展望できる情勢になったと判

<sup>8</sup> 例えば、発生確率は必ずしも大きくないものの、発生した場合には経済・物価に大きな影響を与える可能性があるリスク要因も含めて、点検を行っている。

断するまで、実質ゼロ金利政策を継続していく方針を明らかにしている。

先行きの金融政策運営については、上述の2つの柱による点検を踏まえ、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ために、包括的な金融緩和政策を通じた強力な金融緩和の推進、金融市場の安定確保、成長基盤強化の支援という3つの措置を通じて、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。【P】

日本経済が直面している問題は、リーマン・ショック後の大幅な需要の落ち込みからの回復という短期・循環的な問題にはとどまらない。より根源的には、中長期的な成長期待の低下という、長期的・構造的な要因が重要である。すなわち、わが国経済は、これまでも、急速な高齢化や労働生産性の伸び悩みなどを背景とした経済成長率の趨勢的な低下という基本的な課題に直面してきた。加えて、日本経済は、震災からの復旧・復興という新たな課題にも直面している。対GDP比で先進国中最大の政府債務を抱えるも、市場からの信認を確保し続けていくため、中期的な財政健全化への展望を明確にする必要にも迫られている。こうした課題を克服し、先行き、新たな経済発展の基礎を築いていくためには、日本経済が置かれている以上の状況を正しく認識しつつ、政府、中央銀行、金融機関、民間企業とも、中長期的に持続可能な成長力の強化に向けて、それぞれの役割に即した取り組みを続けていくことが重要である。

## (参考1)

## ▽2011～2013年度の政策委員の大勢見通し

—対前年度比、%。なお、&lt; &gt;内は政策委員見通しの中央値。

	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2011年度	+0.2～+0.4 <+0.3>	+1.7～+2.0 <+1.8>	0.0～0.0 <0.0>
7月時点の見通し	+0.2～+0.6 <+0.4>	+2.2～+2.5 <+2.4>	+0.6～+0.8 <+0.7>
2012年度	+2.0～+2.4 <+2.2>	+0.1～+0.3 <+0.2>	0.0～+0.1 <0.0>
7月時点の見通し	+2.5～+3.0 <+2.9>	+0.5～+0.9 <+0.6>	+0.6～+0.7 <+0.7>
2013年度	+1.2～+1.5 <+1.5>	+0.7～+0.8 <+0.8>	+0.4～+0.6 <+0.5>

(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) 消費者物価指数は、従来の2005年基準から2010年基準に変更されている。前回から今回にかけての見通しの修正には、この基準年の変更が大きく影響している。

(注4) 消費者物価指数の参考指数として、連鎖基準指数が公表されている。その連鎖基準指数ベースでみた場合、先行き2013年ごろの前年比は、通常の固定基準年指数に基づく今回の消費者物価見通しに比べて、若干低くなっている可能性がある。

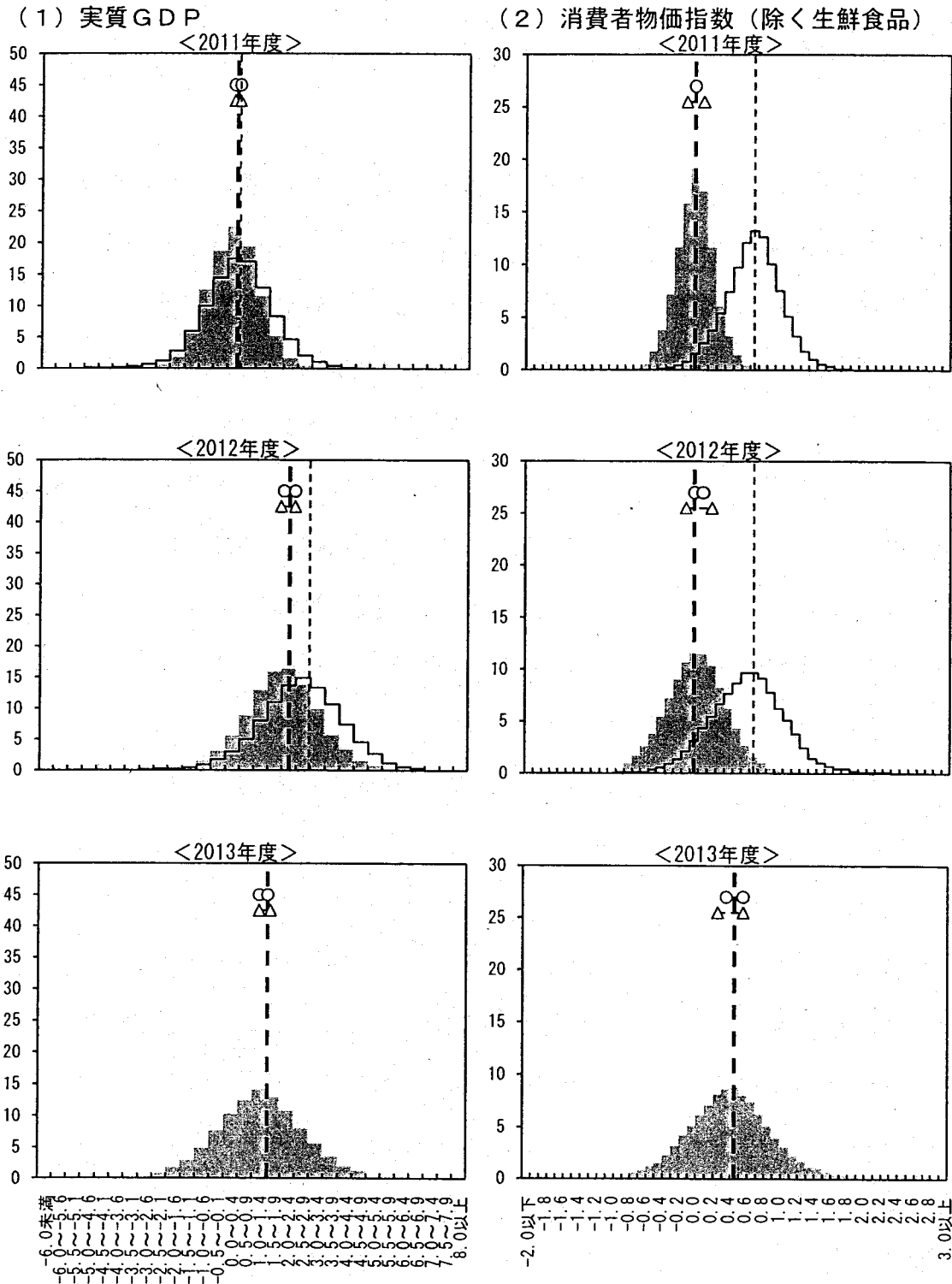
(注5) 政策委員全員の見通しの幅は下表の通りである。

—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)
2011年度	+0.2～+0.4	+1.7～+2.1	-0.1～+0.1
7月時点の見通し	+0.2～+0.6	+2.2～+2.6	+0.5～+0.8
2012年度	+1.9～+2.4	0.0～+0.4	-0.1～+0.2
7月時点の見通し	+2.5～+3.0	+0.3～+1.0	+0.4～+0.8
2013年度	+1.2～+1.6	+0.6～+0.9	+0.3～+0.6

(参考2)

## リスク・バランス・チャート



- (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2011年7月時点の確率分布を表す。
- (注2) 縦の太点線は、政策委員の見通しの中央値を表す。また、○で括られた範囲は政策委員の大勢見通しを、△で括られた範囲は全員の見通しを、それぞれ表す。
- (注3) 縦の細点線は、2011年7月時点の政策委員の見通しの中央値を表す。
- (注4) 消費者物価指数は、従来の2005年基準から2010年基準に変更されている。前回から今回にかけての見通しの変更には、この基準年の変更が大きく影響している。
- (注5) 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. 2011年度前半の経済・物価・金融情勢

#### (経済動向)

2011年度前半の日本経済を振り返ると、3月11日に発生した東日本大震災の影響を強く受ける展開になった(図表1)。すなわち、年明け後、増加基調に復しつつあった生産や輸出は、震災発生後、サプライチェーンの障害をはじめとした供給面の制約から、大幅に減少した(図表2(1)、3(1))。また、こうしたもとの、企業や家計のマインドも冷え込んだことから、国内民間需要も弱い動きとなった。このように、日本経済は震災の影響で大きく落ち込んだが、復旧に向けた動きは早期にはじまった。サプライチェーンの修復などを背景とした経済活動の持ち直しは、企業の迅速かつ柔軟な対応により、当初の予想を上回るペースで進み、生産や輸出は、夏には概ね震災前の水準に復した。

やや詳しくみると、震災によって、生産設備の毀損、サプライチェーンの障害、電力供給不足といった供給制約の問題が生じ、被災地のみならず、全国的にも、生産活動は大幅に落ち込んだ。とくに、ジャストインタイム方式の徹底から部品や部材の在庫バッファが少ない自動車産業の生産は、他の産業と比べても大幅な減少となった。こうした動きは、完成品や部品の輸出の大幅な落ち込みにつながり、世界的にも、自動車産業を中心に、生産活動を抑制する要因となった(図表3(1)(2))。また、日本経済の先行きに対する不確実性の増大や自粛ムードの高まり、余震リスクや原子力発電所の事故の帰趨に対する懸念などにより、企業や家計のマインドは冷え込むこととなった(図表1(2)、5(2))。このため、供給制約ともあいまって、企業の設備投資は抑制され(図表4(2))、個

人消費や住宅投資といった家計の支出も減少した（図表5(1)、6）。

もつとも、復旧に向けた動きは早期にはじまり、供給面からの制約は徐々に緩和されていった。まず、電力については、気温上昇に伴い季節的に電力需要が低下する一方、被災した火力発電所の復旧などによって供給力が回復したことから、4月上旬には、計画停電が事実上終了し、供給制約への懸念が後退した。一方、企業では、多くの先において、毀損した設備の復旧作業が急ピッチで進み、比較的早期に生産活動の再開が可能となった。また、国内外における代替施設での生産や代替調達先の確保もあって、不足していた部品等の供給も徐々に増加した。こうした企業の様々な努力や工夫には、企業の枠を越える協働作業として行われたものもあった。その結果、サプライチェーンの修復は、当初の予想を上回るペースで進み、生産活動や輸出は、5月頃から急速に持ち直した（図表3(1)(3)）。そうしたもつとで、企業や家計のマインドも徐々に改善し、国内民間需要も持ち直した。設備投資は、被災設備の復旧にかかる案件もあって、増加に向かった。個人消費は、旅行を中心にサービス消費の改善はやや遅れたが（図表5(3)）、アナログ放送終了前の薄型テレビの駆け込み需要や節電関連製品の需要の拡大による家電販売の大幅増もあって、財消費を中心に持ち直しに転じた。この間、雇用・所得環境については、震災後の経済活動や企業収益の落ち込みの影響が部分的に現れたが、雇用調整助成金の支給要件が緩和されたことや、経済の持ち直しが速やかにはじまったこともあって、大幅な雇用調整は回避された（図表7）。このことも、家計支出を下支えする方向で作用した。

また、夏には、電力需給の逼迫から、再び経済活動が抑制されるとの懸念があったが、火力発電などによる電力供給の増強に加え、企業や家計の節電や電力使用平準化の工夫などより、経済活動に大きな支障は生



じなかった。やや詳しくみると、事故により原子力発電所が直接的な被害を受けた東京電力や東北電力管内のみならず、安全性に対する懸念から、全国的に、定期検査終了後の原子力発電所の再稼動が行われなくなった。このため、空調需要が高まる夏には、電力需給が逼迫し、経済活動に悪影響を及ぼすとの懸念が高まった。政府は、東京電力と東北電力管内において、大口需要家に対しては電力使用制限令に基づき、7～9月について、ピーク時需要を昨年対比 15%以上削減するよう義務付け、一般家庭を含む小口需要家に対しても、同程度の節電を要請した。また、原子力発電比率の高い関西電力管内では、定期検査終了後の原子力発電所の再稼動の見込みが立たない中、企業や家計に対してピーク時の電力需要を昨年対比 10%削減するよう要請が行なわれた。これに対して企業では、経済活動への影響を最小限にとどめつつピーク時需要を抑制することを目指し、様々な節電努力により総消費量を抑制したほか、曜日間や時間帯で、電力使用を平準化する努力を行った（図表8）<sup>9</sup>。また、一部の企業は自家発電設備の導入や拡充を行った。家計でも、電力使用の抑制や省電力家電の導入などによって節電が行われた。その結果、夏場に、電力供給が経済活動の大きな制約となることは回避され、生産や輸出は概ね震災前の水準に復した。

日本経済は、震災後の落ち込みから急速にリバウンドした夏の初めごろまでに比べれば、ペースは緩やかになっているが、持ち直しの動きを続けている。輸出や生産は、5月、6月と急回復したあと、海外経済減速の影響を部分的に受けつつも、ペントアップ需要の大きい自動車を中心に緩やかな増加を続けている。また、国内民間需要は、設備投資や個

---

<sup>9</sup> 今夏の節電効果についての詳細は、BOX1を参照。

人消費が持ち直しを続けていることに加え、建設資材の供給制約の解消や余震リスクを意識して様子見にあった案件の再開などから、住宅投資の持ち直しの動きも明確となってきた。さらに、公共投資についても、仮設住宅の建設や社会インフラの復旧作業などを背景に、振れを伴いつつも、下げ止まりつつある<sup>10</sup>。

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、震災後いったん落ち込んだものの、再び改善傾向にある（図表 9 (1) (2)）。短観の生産・営業用設備判断DIと雇用人員判断DIを資本・労働分配率で加重平均した指標をみると、過剰超幅は6月にいったん拡大したあと、9月には縮小した（図表 9 (3)）。また、マクロ的な需給ギャップの推計値も、震災後、いったん拡大したが、マイナス幅は再び縮小に向かっているとみられる。

#### （物価動向）

物価面をみると、今春にかけての国際商品市況の上昇を反映して、国内企業物価の前年比はプラス幅を拡大した（図表 10(1)）。企業向けサービス価格（除く国際運輸）の前年比は、企業の経費節減の動きなどを受けて下落が続いたが、やや長い目でみた企業活動の回復傾向等を背景に、下落幅は縮小した（図表 10(2)）。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比については、2009 年末頃から下落幅が縮小を続け、8月に切り替わった2010 年基準の新指数でみると、最近は概ねゼロ%となっている（図表 11(1)）<sup>11</sup>。刈込平均値<sup>12</sup>やラスパイレス連鎖指数<sup>13</sup>でみると、同様の傾向

<sup>10</sup> 被災地の経済動向については、BOX 2 を参照。

<sup>11</sup> 消費者物価指数については、本年8月に、2010年基準の指数に切り替わり、前年比計数が2011年1月に遡って下方改定された。消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比の下方改定幅は、1～7月で平均0.6%ポイントであった。基準改定についての詳細はBOX 3 参照。

が、基準改定による非連続をあまり伴わない形で確認できる(図表 11(2))。こうした消費者物価の動向は、企業や家計の中長期的な予想物価上昇率が安定的に推移する中、国際商品市況の上昇やマクロ的な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、物価面に及んできたことを示していると考えられる。消費者物価(除く生鮮食品)の内訳をみると、財では、石油製品のプラス寄与が拡大したほか、食料工業製品などのマイナス幅が縮小した(図表 12(2))。サービスでは、家賃や外食が横ばい圏内の動きとなる中、外国パック旅行の動きなどを受けて、他のサービスは緩やかに上昇幅を拡大した(図表 12(3))。また、公共料金についても、電気代や航空運賃の動きなどを背景に、上昇幅は拡大した。サービスや公共料金の前年比の改善には、昨年4月に無償化された高校授業料のマイナス寄与が、本年4月に剥落したことも影響している。なお、震災の物価への影響についてみると、食料品、日用品や建設資材などの一部で需給逼迫による価格上昇がみられたが、その他の財やサービスの価格には大きな変化はみられなかった。また、上昇していた財の価格も、供給制約の解消とともに、下落に転じた。このように、震災が物価に与えた影響は、比較的軽微なものにとどまった。

### (金融市場動向)

国際金融資本市場は、夏場以降、欧州ソブリン問題に対する懸念を主因に、緊張が高まっている。すなわち、ギリシャに対する追加支援策を巡る

---

<sup>12</sup> 10%刈込平均値は、個別品目の前年同月比を値の小さな順に並び替え、値の大きい品目と小さい品目をウェイトベースでそれぞれ10%控除して、残った品目の前年同月比を加重平均して算出。

<sup>13</sup> ラスパイレス連鎖指数は、基準年以降の品目ごとのウェイトの変化を反映するため、毎年ウェイトを見直し、これに基づいて作成されたラスパイレス型の物価指数。

不確実性など、ソブリン問題への懸念が強まる中、財政問題に懸念を持たれている諸国のクレジット・デフォルト・スワップ・プレミアムや、長期金利の対ドイツ国債スプレッドは、ギリシャを中心に拡大した(図表 13)。このため、これら諸国の国債を多く保有する欧州の銀行に対する市場の見方が厳しくなった。米国では、市場予想を下回る軟調な経済指標の公表が続くなど、景気減速懸念が強まるとともに、債務上限問題を巡る混乱や米国債の格下げなどが、市場の不透明感を増幅させた。

こうしたもとで、グローバルな投資家は、リスク回避姿勢を強めた。欧米の株価は、金融業を中心に大きく下落したほか、インプライド・ボラティリティも大きく上昇した(図表 14)。米欧の短期金融市場では、資金の出し手が、欧州系金融機関向けを中心にカウンターパーティ・リスクへの警戒感を強め、資金の放出を慎重化させたため、銀行間取引にかかる信用スプレッドは、夏場以降、はっきりと拡大した(図表 15(1))。こうした動きを受けて、9月には、日本銀行を含む5か国の中央銀行が協調して、年末越えとなるドル資金供給オペレーションの実施を公表した。企業金融面について、米欧の社債市場をみると、本年夏場以降、投資家のリスク回避姿勢が強まったことなどを背景として、信用スプレッドが拡大した(図表 15(2))。

この間、米国では、政策金利が低い水準に維持された。そうしたもとで、9月には、連邦準備制度(FRB)の保有国債のうち4,000億ドルについて、平均残存期間を長期化するとともに、住宅ローン担保証券等の元本償還分を住宅ローン担保証券へ再投資することが、決定された。欧州では、欧州中央銀行が、インフレ圧力の高まりを理由に、4月と7月にそれぞれ0.25%の利上げを実施した。その一方、欧州中央銀行は、ソブリン問題による国債市場の機能低下に対応するとともに、金融政策のトランスミッシ

ョン・メカニズムの回復を図るため、本年8月に、昨年5月に導入した証券市場プログラムの積極活用を公表した。新興国・資源国では、中国、インドなどでは政策金利を引き上げる、ないし高めの水準に維持している一方、ブラジル、インドネシアでは引き下げに転じるなど、金融政策面では国ごとに違いがみられ始めている。そうした中で、新興国・資源国を全体としてみると、物価上昇圧力が根強く、物価安定と成長が両立する形でソフトランディングできるかどうか、なお不透明感が高い状況が続いている(図表16)。

わが国の金融資本市場をみると、日本銀行が強力な金融緩和を推進するもとの、短期金融市場では、コールレートがきわめて低い水準で推移したほか、国庫短期証券利回りも1年物まで含めて0.1%近傍まで低下した(図表17(1))。銀行間取引にかかる信用スプレッドも、安定的に推移した(前掲図表15(1))。また、為替スワップ市場を通じたドル調達プレミアムをみると、円を見合いとしたドル調達プレミアムはやや上昇したが、ユーロを見合いとしたそれとの比較では落ち着いて推移した(図表17(2))。

短期金利については、当面低水準で推移するという市場の見方が定着している(図表17(3))。そうしたもとの、長期金利についても、日本銀行が包括的な金融緩和政策の実施により、長めの金利の低下を促す中、2年物国債利回りは0.1%台前半のきわめて低い水準で推移した。10年物国債利回りについても、安全と認識される資産に対する需要がグローバルに強まり、米国、ドイツの長期金利が歴史的な水準にまで低下する中、1%程度のきわめて低い水準での動きとなった(図表18)。

株価は、米欧株価が急落し、外国人が売り越す中で、水準を切り下げた(図表19(1)(2))。不動産投資信託(J-REIT)は、増資に伴う希薄化懸念もあって、弱含んで推移した(図表19(3))。

為替相場をみると、グローバルな投資家のリスク回避姿勢が強まるもとで、円の為替レートは、ドルやスイスフランとともに、対資源国・対新興国通貨を中心に上昇した（図表 20）。

こうした中、日本銀行は、2011年8月には、海外経済の不確実性が高まっていることや、それらに端を発する為替・金融資本市場の変動を背景に、景気の下振れリスクにより留意すべき情勢になっていると判断し、資産買入等の基金を10兆円程度増加し、50兆円程度とすることを決定した。

#### （金融環境）

わが国の金融環境をみると、震災後、中小企業を中心に資金繰りが厳しいとする先が増加したものの、その面でも徐々に改善がみられ、全体として緩和の動きが続いた。CP市場では、震災直後に一時的に発行環境がやや悪化したものの、その後は信用スプレッドが震災前と同程度の低い水準で推移し、良好な発行環境が続いた（図表 21(1)(2)）。社債市場でも、震災直後には、いったん発行を見合わせる動きがみられたが、日本銀行の買入れも安心材料として作用し、先行きの経営環境に関する不透明感が強まった電力を除けば、比較的速やかに良好な発行環境が回復した。信用スプレッドが低水準で推移する中、発行体の裾野の拡がりを伴いつつ、前年を上回る発行がみられた（図表 22）。

この間、新規の貸出金利をみると、やや長めのものを含む市場金利の低下などを反映して、緩やかな低下傾向が続いた（図表 23(1)）。以上のようなCP・社債・貸出市場の動向を受けて、企業の資金調達コストは緩やかに低下してきた。成長率や物価との関係でみると、低金利の緩和効果はなお減殺されている面もあるが、企業の支払金利は、収益力に比べて、十分低い水準で推移した（図表 24）。

企業の資金調達の容易さという観点から、企業からみた金融機関の貸出態度をみると、大企業、中小企業ともに、改善傾向が続いた(図表 25(1))。企業の資金繰り面では、震災後に、中小企業を中心に厳しいとする先が増加したものの、その点も徐々に改善した(図表 25(2))。金融機関の貸出態度や、企業の資金繰りに関する以上の指標を、過去の水準と比較しても、大企業、中小企業ともに、最近の水準は、2000年以降の平均並み、ないし平均を幾分上回っているものが多い。以上のように、わが国の企業を取り巻く金融環境は、緩和の動きが続いた。

この点は、米欧の状況とはかなり異なっている。例えば、社債の信用スプレッドについて、わが国では前述のとおり低位安定的に推移しているのに対し、米欧では、本年半ばまでは総じて落ち着いて推移したが、その後、投資家のリスク回避姿勢の強まりを主因に上昇に転じ、とくに夏場以降大きく上昇した(前掲図表 15(2))。また、金融機関の貸出態度についても、わが国では、上述のとおり、改善傾向を続けているのに対し、欧州では、このところ慎重化する動きとなっている(図表 26)。以上のように、国際金融資本市場の緊張が、わが国の金融環境にさほど及んでいない背景として、まず、わが国金融機関が、欧州ソブリン問題の中心となっている諸国の国債等を、多く保有していないという点が挙げられる。また、わが国の金融機関は、リーマン・ショック以降、増資や内部留保の蓄積により自己資本基盤の強化を図ってきており、資本との対比でリスク量全体が抑制されている。さらに、企業サイドでも、財務の健全性を維持すると同時に、手元資金を比較的厚めに保有してきたことが、企業金融に一定のゆとりをもたらしているとみられる。日本銀行による強力な金融緩和の推進も、金

融環境の緩和の動きに寄与していると考えられる<sup>14</sup>。

以上の金融環境のもとで、企業の資金需要面をみると、震災後の生産活動の回復を受けて、運転資金需要が増加する動きがみられた。ただし、上述のとおり企業が手元資金を潤沢に確保していることや、被災した設備の復旧を含む設備投資の増加ペースが緩やかなものにとどまっていることなどから、外部資金に対する需要の強まりは限定的であった。

以上の結果、企業の資金調達動向をみると、銀行貸出は、前年比減少幅が緩やかな縮小傾向をたどった（前掲図表 23(2)）。CP・社債の発行残高は、総じてみれば、前年を上回る状況が続いた（前掲図表 21(3)、22(2)）。この間、マネースtock（M2）の前年比は、2%台後半～3%程度の伸びで推移した（前掲図表 23(3)）。

地価は、都市部・地方圏とも下落した。2011年の都道府県地価調査（7月1日時点）をみると、東京、大阪、名古屋の三大都市圏では、商業地・住宅地ともに、前年比でみた下落幅が若干縮小した（図表 27）。一方、地方圏では、商業地・住宅地ともに、前年と同程度の下落幅が続いた。なお、東京都区部における半期ごとの地価動向をみると、前期比でみた下落幅は、商業圏では幾分拡大する一方、住宅地では半期前と同程度となった<sup>15</sup>。

## 2. 2011年度後半～2013年度の経済・物価の見通し

### （経済・物価見通し）

わが国経済は、供給制約の解消に伴う急速なリバウンド局面が終了し、2011年度下期は、輸出や復興需要といった需要面の動向に主に影響され

---

<sup>14</sup> 金融環境を評価するための指標については、BOX 4を参照。

<sup>15</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。



る局面に移行していくと考えられる<sup>16</sup>。まず、輸出については、海外経済の減速や為替円高の影響を受けつつも、新興国を中心に海外需要が総じて底堅さを維持するもとで、自動車等における海外在庫の復元の動きもあって、緩やかな増加基調をたどるとみられる。また、国内では、復興需要が徐々に本格化し、供給制約の解消に伴うペントアップ需要の顕在化もしばらく続くとみられる。2012年度入り後は、海外経済が再び成長率を高める中、輸出・生産を起点とする所得・支出への前向きな循環メカニズムが働くとともに、復興需要も年度を通じて寄与するため、比較的高い成長率となることが予想される。2013年度については、復興需要の押し上げ寄与が徐々に減衰していくことなどがら、成長率は2012年度対比では鈍化するものの、新興国・資源国を中心とする堅調な海外需要のもとで、潜在成長率を上回る成長が続くと考えられる。

以上の見通しを年度ベースの実質GDP成長率で示すと、2011年度○、2012年度○、2013年度○と想定される。こうした見通しを7月の中間評価における見通しと比較すると、2012年度を中心に、海外経済の減速や円高の影響によって、幾分下振れとなる。

以上の動きを貯蓄投資バランスでみると（図表28(1)）、見通し期間を通じ、家計の貯蓄率は高めに推移し、企業も大幅な貯蓄超過を続けることから、一般政府の大幅な赤字にもかかわらず、国内部門全体での貯蓄超過が続く見通しである。それと表裏の関係にある経常収支は、所得収支を中心に、黒字で推移すると見込まれる。まず、2011年度については、

<sup>16</sup> 四半期の成長率でみた場合、震災後の落ち込みの反動が出る7～9月の前期比成長率が最も大きくなり、10～12月以降の成長率はそれより低めになると考えられる。半期ベースでみた場合、上期（4～9月）については、1～3月、4～6月のマイナス成長が影響し、成長率はマイナスとなることが見込まれる。一方、下期（10～3月）については、7～9月の高い成長率によるプラスのゲタが影響し、高めの成長率となることが予想される。

震災によって企業収益が悪化することから、国内部門の貯蓄超過幅はいったん縮小する。これは、貿易収支の赤字化に伴う経常黒字幅の縮小に対応している<sup>17</sup>。2012年度以降は、消費持ち直し等に伴い民間の貯蓄超過幅は縮小するものの、税収増などにより財政赤字の改善が進むことから、国内部門全体での貯蓄超過幅は再び拡大する。こうした動きは、経常収支の黒字幅拡大に対応している。

物価情勢の先行きを物価指数に即してみると、国内企業物価は、本年春頃にかけて国際商品市況が大きく上昇したことを反映して、2011年度にいったん高めの伸びとなったあと、2012年度以降は、緩やかな上昇を続けると考えられる。消費者物価については、2012年度半ば頃までゼロ%近傍で推移するが、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の改善などを反映して、2013年度にかけてプラス幅が緩やかに拡大していくとみられる。こうした見通しを7月の中間評価における見通しと比べると、国内企業物価については、その後の国際商品市況の下落や為替円高の動きが影響し、2011年度、2012年度ともにやや下振れとなる。消費者物価については、基準改定の影響を主因としつつ、国際商品市況の動きも幾分影響し、2011年度、2012年度ともに下振れとなる。

以上のような経済・物価情勢を踏まえると、名目所得については、2011年度については、いったん弱めとなるが、2012年度以降は、回復していくことが展望できる。

以下、経済・物価の変動メカニズムについて補足する。

---

<sup>17</sup> 震災後、供給面の制約によって、輸出が大幅に減少したほか、輸入についても、代替品需要などから中間財や食料品が、また、火力発電需要の高まりなどから原油や天然ガス等の素原料が、それぞれ増加した（図表2(2)）。この結果、貿易・サービス収支は、本年4～8月の年率換算値で赤字となっている（図表28(2)）。

## (電力需給)

前述の経済見通しについては、電力需給の逼迫によって経済活動が制約されることはないとの前提に基づいている。しかし、先行きの電力需給については、引き続き不確実性が高い。今夏については、電力会社や企業による電力供給力の増強に加え、企業や家計による節電や電力使用平準化の工夫などによって、電力需給が経済活動へ与える影響は限定的にとどまった。もっとも、今後、原子力発電による電力供給がさらに減少した場合には、夏・冬場の電力需給が逼迫し、一段の節電対応によるピーク需要の抑制や火力発電等による供給力の更なる増強が必要となり、その場合、経済活動に影響が及ぶ可能性も考えられる。

## (政府支出)

厳しい財政状況のもとで減少傾向をたどってきた公共投資は、仮設住宅の建設や社会インフラの復旧などを背景に、下げ止まりつつある(図表 29 (1))。今後、本格的な復興需要が顕在化するにつれて、公共投資は、増加に転じていくと見込まれる。また、瓦礫の処理など震災関係の経費(物件費等)は政府最終消費を押し上げる。今回の震災に伴い、5月2日に総額約4兆円の第1次補正予算、7月25日に総額約2兆円の第2次補正予算が成立した。また、7月29日には、政府の東日本大震災復興対策本部が「東日本大震災からの復興の基本方針」を決定した。この中で、平成27年度末までの5年間で「集中復興期間」とし、その間の復興事業支出については、少なくとも19兆円程度との見方が示された<sup>18</sup>。このうち、第1次と第2次の補正予算で、合計約6兆円の支出が決定されてお

---

<sup>18</sup> 本年7月29日、政府が公表した「東日本大震災からの復興の基本方針」によると、今後10年間の復旧・復興対策の規模については、少なくとも23兆円程度との見方が示されている。

り、今後、残りの約 13 兆円について予算措置が実施される見込みである。その多くは、本臨時国会で審議される予定の第 3 次の補正予算案に盛り込まれている。また、復興財源についても、所得税を中心とした臨時増税案が、本臨時国会で審議される予定である。

#### (輸出を取り巻く環境)

海外経済は、新興国・資源国に牽引される形で高い成長を続けてきたが、本年春以降、先進国を中心に、成長ペースが鈍化している(図表 30)。米国経済については、基調的にみて、家計の過剰債務や住宅市場の調整が長引き、雇用の改善も緩慢なもとの回復のペースはごく緩やかなものにとどまっている。欧州経済は、ソブリン問題を背景とした金融環境や企業・家計マインドの悪化などから、減速が明確になっている。一方、新興国・資源国経済では、物価上昇による実質購買力の低下や金融引き締め効果に加え、先進国経済の減速の影響などから、成長率は幾分減速している。情報関連財輸出のウエイトが高い韓国、台湾などでは、世界的な情報関連需要の弱まりの影響もみられている。ただし、新興国・資源国では、中長期的な成長期待が強いもとの生産・所得・支出の自律的な好循環が基本的に保たれているため、総じてみれば、なお高めの成長を続けている。このため、多くの新興国・資源国では、インフレ圧力は十分に沈静化していない。

海外経済の先行きに関する中心的な見通しとしては、当面は、国際金融資本市場の緊張が残る中、先進国を中心に減速した状態が続くとみられるが、その後は、新興国・資源国に牽引される形で、再び成長率を高めていくと考えられる。このため、見通し期間中について平均的にみれば、高めの海外経済成長率を想定することができる(図表 31)。国・地域別にみると、米国経済については、緩和的な金融環境が経済の下支えに

働くと考えられるものの、バランスシート調整の圧力が根強く残る中、成長のペースは緩やかなものにとどまる可能性が高い。欧州経済についても、ソブリン問題の影響が当面実体経済に作用し、景気回復の動きは抑制されたものになると考えられる。この間、新興国・資源国経済は、多くの国で、当面は幾分減速した状態で推移するとみられるが、その後は、インフレ圧力の低下に伴って、家計の実質購買力が回復することなどから、高めの成長を実現していく可能性が高い。

こうした状況を踏まえ、先行きの輸出については、見通し期間を通じてみれば、新興国・資源国を中心とした堅調な海外需要を背景に、増加を続けると想定している。当面の動きについては、海外経済の減速や円高の影響が下押し要因になるとみられるほか、世界的な情報関連財需要の弱まりも影響すると考えられる。また、タイの洪水の影響によって、輸出や生産が下振れる可能性もある。ただし、自動車を中心に、震災後に大きく取り崩された海外現地の在庫を復元する動きも出てくるため、輸出の増加基調自体は、維持される可能性が高い（図表 32）。

海外経済減速の影響を強く受けると考えられる資本財と情報関連財についてやや詳しくみると、まず、資本財輸出については、震災後も供給制約の影響をほとんど受けず、堅調に推移してきたが、中国向けなどにおいて、ここにきて弱めの動きがみられている（図表 33(1)）。資本財輸出に先行する機械受注や工作機械受注の外需の動向をみても、4～6月以降、低下している（図表 33(2)）。2012年度にかけての半導体製造装置の販売予測も、下振れている（図表 33(3)）。ただし、世界経済が新興国に牽引される形で、再び成長率を高めていく際には、設備投資意欲の高い新興国向けを中心に、資本財輸出は、再び増勢を強めていくと考えられる（図表 33(4)）。

次に、情報関連財を取り巻く環境についてみると、世界の半導体出荷はこのところ減少しており、半導体市況も軟調となっている（図表 34(1)(2)(3)）。また、韓国などアジアにおける情報関連財の出荷在庫バランスもやや悪化している（図表 34(4)）。これは、最終需要財である薄型テレビやパソコンの世界的な需要が下振れているためである。また、電子部品・デバイスの需要の弱さを指摘する声が増えているのは、米欧のクリスマス商戦に対する慎重な見方が広がり、最終需要財メーカーがそれに向けた作り込みを抑制しつつあることも影響しているとみられる。これらを踏まえると、電子部品・デバイスを中心とする情報関連財の輸出についても、**当面、弱めの動きとなる可能性が高い。ただし、世界経済が決速局面から脱し、再び成長ペースを回復すれば、わが国からの情報関連財輸出についても、増勢を回復していくとみられる。**

#### (海外生産シフト)

このところ、海外生産を拡大する動きが強まっている。こうした動きの最も基本的な背景は、①海外需要の趨勢的な拡大と国内市場の縮小傾向であるとみられるが、それ以外にも、②リーマン・ショック前の局面と比較した相対的な円高、③海外現地生産技術の急速なキャッチアップ、④国内生産コストの上昇懸念、などの要因が作用していると考えられる。海外生産の拡大については、国内の「産業空洞化」を招くとの懸念も聞かれるため、以下ではその点も踏まえつつ、海外生産シフトの背景やその含意について整理する。

第1に、海外需要の拡大と国内市場の縮小傾向である。わが国企業の海外生産比率は、長期間にわたって、趨勢的に上昇してきている。これは、基本的には、90年代半ばごろから、海外GDPの拡大ペースが、国内GDPのそれを趨勢的に上回るようになったことに、対応した動きで

あるとみられる（図表 37(1)）。今次局面における海外生産シフトも、その例外ではない。実際、最近の企業アンケートをみても、海外投資の理由として最も多いのが、現地需要への対応となっていることが確認できる（図表 37(2)）。

上記の内外成長率格差には、国内市場が傾向的に縮小してきていること、ないしは拡大ペースが鈍化してきていることも、寄与している。すなわち、日本の生産年齢人口は、90年代半ばから減少に転じており、自動車をはじめとする耐久消費財の国内市場には、構造的な縮小圧力がかかり続けている<sup>19</sup>。リーマン・ショック後、エコポイント制度、エコカー補助、エコカー減税などの政策効果で、自動車や家電製品の市場が一時的に急拡大したが、これらの措置が段階的に終了し、国内市場の縮小傾向が改めて意識されやすい経営環境となっていることが、企業に海外展開の強化を促す要因になっている可能性がある（図表 35(3)）。

第2に、以上の趨勢的な要因に加えて、ここ2～3年は、それ以前の局面と比べた相対的な円高が、海外生産シフトを促す方向に作用している可能性もある。すなわち、リーマン・ショックまでの数年間は、米欧を含めて世界経済が力強い成長を続ける中で、為替レートも実質実効ベースでみてかなりの円安方向に振れた（図表 35(1)）。この円安局面では、積極的な国内投資により国内生産水準を高め、輸出を大幅に拡大するという動きがみられた（図表 35(2)）。しかし、リーマン・ショック後は、米欧経済に大きな調整圧力がかかるもとの、それまでの円安の反動もあって、円の実質実効レートはかなり円高方向に振れ、国内産業の価格競争力が減退した。そうしたリーマン・ショック後の為替水準が定着する

---

<sup>19</sup> 日本経済は、急速な高齢化の進展などを背景に、経済成長率の趨勢的な低下という問題を抱えていた。高齢化と中長期的な成長率との関係については、BOX 5を参照。

につれて、海外生産シフトを決断する企業が増えてきている可能性がある。実際、過去の海外生産比率の動きを為替の局面ごとに要因分解すると、円高局面では数年のラグを伴って海外生産比率の伸びが加速する一方、円安局面では海外生産比率の伸びが鈍化しており、為替変動が海外生産拡大のタイミングに、一定の影響を及ぼしてきたことが分かる（図表 37(3)）。

第 3 に、近年は、新興国を含む海外の技術水準が、国内にキャッチアップしてきている。かつて、アジアなどに流出していたのは、労働集約的な産業であった。典型的な例は、電機機械であり、労働集約的な組み立て加工ラインについて、中国をはじめとする新興国への移管が進んでいた。しかし、従来は内外の技術格差が大きいとみられた輸送機械などにおいても、最近は新興国の技術水準が急速に高まってきている（図表 35(4)）。

第 4 に、国内生産を巡る様々な問題も、海外生産シフトの一因として、産業界からしばしば聞かれる。具体的に、企業が懸念しているものとしては、非正規雇用に対する規制強化、他国における F T A や T P P などの進展に伴うわが国の関税率の相対的な上昇、電力コストが今後上昇する可能性、法人税率の相対的な高さ、などが挙げられる（図表 36）。このほか、震災により、サプライチェーンが寸断された場合のコストも意識されるようになった結果、生産分散化の観点からグローバルな立地戦略を見直す動きも見られている。

以上を踏まえて、先行きの海外生産比率を展望すると、基本的には、趨勢的な海外需要の拡大を背景に、中長期のトレンドに沿って上昇を続ける可能性が高い。加えて、今後 2 ～ 3 年は、2007 年頃までの円安の影響から海外生産の拡大がいったん鈍化した反動や、震災によって追加的



に意識されるようになったコスト上昇やリスク分散ニーズもあって、海外生産シフトの動きは、循環的にやや速まる局面となる可能性が高い。

問題は、以上のような海外生産の拡大が、国内の投資や雇用の減少をもたらすいわゆる「産業空洞化」につながるかどうかである。この点、過去の海外生産比率の上昇についてみれば、単にその分国内経済にマイナスの影響を及ぼしてきたわけではなく、①現地工場向け輸出増、②海外子会社からの特許使用料の受取増、③仲介貿易の増加、④海外子会社からの配当金受取や再投資収益の増加（これらは直接投資収益の受取に含まれる）といったルートを通じて、国内経済にプラスの影響ももたらしてきた（図表 38）。また、海外設備投資が増加する局面では、国内でも設備投資が増える傾向があり、その一部は、高付加価値化などを通じる国内生産の競争力強化の動きであった。このように、過去の経験に基づく限り、海外生産は、グローバル需要を取り込むと同時に、内外分業の高度化を伴いながら、進められてきた。

ちなみに、対外直接投資残高を国際比較すると、日本は、グローバル需要の取り込みが、他の先進国に比べて相当大きく立ち遅れている（図表 39）。長い目で見れば、高齢化が進む日本にとって、むしろ労働力不足が大きな問題となる可能性がある。海外生産をさらに活用することによって、①グローバル需要を一層取り込み、企業価値の増大に繋げていくとともに、②国内では労働力を産業高度化や高齢化ビジネスで活かしていく、といった取り組みを進めていくことが、日本の成長力強化にとって重要であると考えられる。

ただし、例えば、景気回復のモメンタムが十分に強まっていない局面で、大幅な円高が進むことなどによって、海外生産シフトが加速するような場合には、それによる国内生産の縮小ペースに、新たな産業や雇用

機会の成長が追いつかず、全体として負の影響がしばらく残る可能性に、注意が必要である。

#### (企業の収益環境と設備投資)

企業収益は、震災の影響により、2011年度上期に大幅に落ち込んだあと、2011年度下期以降、再び増加していくとみられる(図表40)。9月短観で経常利益の計画を確認すると、まず、製造業については、大企業、中小企業ともに、上期は震災の影響から前年比で二桁の減益となるものの、下期は二桁の増益に転ずる。年度を通じてみると、製造業大企業は若干の減益、製造業中小企業は若干の増益となる計画である。非製造業についてみると、大企業は、年度を通じて減益となる見通しであるが、これには発電コストが増加している電力が大幅減益となることが影響している。非製造業中小企業については、上期減益となったあと、下期は増益に転じ、年度でも増益となる見込みである。2012年度入り後は、海外経済が再び成長率を高める中、輸出・生産を起点とする所得・支出の循環メカニズムが働くとともに、復興需要も続くため、企業収益も増益基調を続けると考えられる。この間、為替円高は、輸出採算を悪化させる要因となる一方、輸入コストを抑える点では企業収益にプラスに働く面もある。

こうした状況のもとで、設備投資は緩やかに増加していくとみられる。設備投資は、リーマン・ショック後にかなり圧縮されてきたため、見通し期間においては、維持補修案件を中心に増えやすい局面にある(図表41)。また、被災設備の修復・建替えや、耐震および事業継続体制の強化に関連する工事など、震災に起因する投資も加わると考えられる。9月短観で、2011年度の設備投資計画をみると、製造業大企業については、電気機械など組立加工業種を中心に、二桁の増加を見込んでいる(図表

42)。製造業中小企業についても、過去の年間修正パターンを前提とすると、かなりの増加で着地する可能性が高い。一方、非製造業については、大企業は、震災の影響による工事の先延ばしなどから、前年比でやや減少となっている。非製造業中小企業については、上方修正の動きはみられるが、例年に比べると弱めの計画となっている。全体をGDPベース（金融機関を含む全産業、ソフトウェアを含み土地を除く）でみると、前年比+4.5%と比較的しっかりとした計画となっている。ただし、見通し期間の終期にかけては、企業の期待成長率が1%を超えていかないとすれば、設備投資の伸びは幾分減速していく可能性が高い（図表 43）。

#### （雇用・所得環境と家計の支出行動）

震災後の雇用環境を振り返ると、経済の急激な落ち込みに対しては、①多くの企業が震災を一時的なショックとみなしていたこと、②雇用調整助成金の支給要件緩和などの措置が迅速にとられたこと、などによって、大規模な雇用調整は回避された。このため、経済活動の変動による労働需要の低下への対応は、主として労働時間の調整によって行なわれた（図表 44(1)）。最近では、生産を中心とした経済活動の持ち直しに伴い、製造業を中心に労働時間が再び増加傾向にあるほか、求人についても、被災地を含めて回復傾向にある。

賃金については、中小企業を中心に、震災の影響は主に賞与の動きに現れている（図表 44(2)）。この夏の大企業の夏季賞与については、昨年度の企業業績がラグをもって影響しプラスで着地したが、企業業績からのタイムラグが短い中小企業の賞与については、震災の影響によって弱めとなった。

先行きについては、経済活動の持ち直しが雇用・所得環境にもプラスの影響を及ぼしていくとみられる。ただし、2011 年度中は、雇用面では

余剰人員を活用する余地があるため目立った増加は見込めないこと、賃金面でも民間賞与の抑制などがマイナスに働くことなどから、回復力に乏しい状態が続く可能性が高く、雇用や賃金の増加基調が明確になるのは、2012年度以降になると考えられる（図表44(3)）。この間、労働分配率（雇用者報酬／名目GDP）は、2011年度上期にいったん上昇したあと、2011年度下期には反落し、その後緩やかに低下する見通しである（図表44(4)）。2011年度中に大きな振幅が生じるのは、分母である名目GDPが震災によって大幅に変動するためである。

なお、就業者一人当たり労働生産性は、震災の影響による経済活動の落ち込みを反映して、一時的に低下し、1995～2005年のトレンドを5%程度下回った（図表45(1)）。こうした動きは、企業の雇用過剰感の高まりに繋がったが、要件が緩和された雇用調整助成金の支給増加もあって、雇用保蔵が生じている（図表45(2)）。このため、今後、経済活動の水準が高まっても、雇用者数や失業率などに示されるマクロの労働需給の改善ペースは、緩やかなものとなる可能性が高い（図表45(3)）。ただし、2011年度下期については、自動車の挽回生産や被災地での復興需要の顕在化に伴い、地域・産業によっては、労働需要が急速に高まり、ミスマッチから賃金が上昇する可能性もある。

個人消費については、以上のような雇用・所得環境のもとで、当面、目立った増加は見込めないものの、底堅く推移するとみられる。やや詳しくみると、大型小売店販売については、震災前の水準を概ね取り戻したあとは、天候要因に左右されつつも底堅く推移している。耐久消費財をみると、家電は、薄型テレビやハードディスク・レコーダーなどにおいて、アナログ放送終了前の大規模な駆け込み需要の反動が出ており、当面、弱い動きが続くとみられる。一方、自動車については、持ち直し

傾向が続いており、当面は、既往の受注残への対応に加え、2012年3月末に予定されるエコカー減税終了前の駆け込み需要も見込まれるため、堅調な販売が見込まれる。旅行などサービス関連消費についても、財に遅れる形で、次第に持ち直していくとみられる。この間、被災地においては、生活再建に向けて毀損した財を買い替える動きが持続し、当面の消費全体の下支えに寄与すると考えられる。消費者マインド指標をみると、震災直後に大幅に落ち込んだが、その後、持ち直している(図表46(1))。これを関数で要因分解すると、①株価のボラティリティに現われる雇用・所得環境の不確実性が薄らいだこと、②関数推計値で説明できない残差が縮小したことが、寄与している(図表46(2))。この残差には、震災後の自粛、鉄道・電力などのインフラ制約、余震リスクや原子力発電所の事故の帰趨に対する懸念、などの要因が含まれていると考えられる。これらに起因する不安が徐々に和らいだことが、マインド指標の改善に繋がっており、そうした傾向は、今後も当面持続するとみられる。ただし、最近では、世界的な景気下振れ懸念を背景に、株価が大きく下落し、ボラティリティも高まっているだけに、当面、消費者が雇用・所得環境の先行きに対する不安を高め、マインドの改善傾向が一服した状態となる可能性がある。

この間、やや長い目で消費性向の動きをみると、2008年度以降、定額給付金や子ども手当など、家計への所得移転が進み、実質可処分所得が増加する中で、消費が相対的に抑制されていたため、緩やかに低下してきた(図表47(1)(2))。この背景には、財政赤字拡大を背景とした負担増に関する将来不安などがあると考えられるが、こうした要因は見通し期間中はある程度残ると考えられる。このため、先行きの消費性向は、高齢者比率の高まり等が押し上げに寄与しつつも、上昇ペースはきわめて

緩やかになると考えられる。

以上を踏まえつつ、個人消費の先行きを展望すると、経済活動が回復を続け、余震や原子力発電所事故問題の心理面への影響が弱まるにつれて、サービス関連を含め次第に底堅さを増していくと予想される。もっとも、雇用・所得環境の改善が緩やかなことや、家計が財政や社会保障の将来に対して漠然とした不安を持ち続ける可能性が高いことなどを踏まえると、個人消費の回復ペースは、見通し期間を通じて緩やかなものにとどまると考えられる。

住宅投資については、震災の影響による供給制約の解消などから、このところ持ち直しの動きが明確になっている。先行きについては、被災した住宅を再建する動きが出てくるほか、雇用・所得環境の改善や低金利などを背景に、被災地以外の住宅投資も底堅く推移するとみられるため、全体として緩やかに増加していくと考えられる。

#### (物価変動を取り巻く環境)

国際商品市況は、4月まで上昇したが、5月にやや大きく下落したあと、横ばい圏内で推移した(図表48)。9月以降は、世界経済の減速懸念などを背景に、再び下落している。先行きについては、当面、世界経済が減速した状態が続くことから、国際商品市況も横ばい圏内の動きにとどまるとみられる。世界経済が減速局面を脱し、再び成長率を高めていけば、国際商品市況も緩やかに上昇することが想定される。

こうした国際商品市況の動きを踏まえると、国内のエネルギー価格や食料品価格については、国際商品市況が本年春頃にかけて大きく上昇していたことを反映して、2011年度後半までは、前年比伸び率を高めるとみられるが、その後は、為替円高の影響もあって、いったん前年比伸び率が鈍化する。2012年度後半以降は、国際商品市況が緩やかに上昇する

との想定のもとで、緩やかながらも前年比伸び率を再び高めていくと考えられる。

予想物価上昇率についてみると、消費者物価の基準改定により指数の前年比がかなり下方改定となったあとも、中長期の予想物価上昇率は特段変化していない（図表 49）。

需給ギャップについては、震災後、一時的にマイナス幅が拡大したが、経済活動が持ち直すにつれて、改善に向かっていると考えられる（図表 50(1)）。先行きについても、日本経済が潜在成長率を上回る成長を続ける中で、需給ギャップは徐々に改善していくと予想される<sup>20</sup>。

消費者物価と需給ギャップの間には、やや長い目でみると緩やかな正の相関関係があると考えられる。実際、消費者物価（除く食料・エネルギー）の動きを需給ギャップとの関係で見ると、これまでのところ、マクロ的な需給バランスが徐々に改善する中で、下落幅が徐々に縮小してきている（図表 51(1)）。基準改定の影響を受けにくい連鎖指数についても、同様の関係が確認できる（図表 51(2)）。先行きの消費者物価（除く生鮮食品）については、中長期的な予想物価上昇率が1%程度で安定しているという想定のもとで、今後、マクロ的な需給バランスが改善を続けることに伴い、見通し期間の後半にかけて小幅のプラスになっていくと考えられる。

なお、過去においては、連鎖指数の前年比は、通常の固定基準年指数

<sup>20</sup> 潜在成長率については、リーマン・ショック後の経済の落ち込みを受けて、資本ストックの伸びが鈍化したことなどから、一時的に0%近傍まで低下した（図表 50(2)）。その後、経済が緩やかに成長する中で、資本ストックの伸びや潜在的な労働投入量の改善などもあって、緩やかに伸び率は高まっている。見通し期間中の潜在成長率については、生産関数アプローチに基づく一定の手法で推計すると、「0%台半ば」と計算される。ただし、潜在成長率は、推計手法や今後蓄積されていくデータにも左右される性格のものであるため、相当幅をもってみる必要がある。

の前年比に比べて、基準年（現在は2010年）から時間が経つにつれ、低めとなる傾向があった。こうした点を踏まえると、連鎖指数の2013年頃の前年比は、固定基準年指数を念頭に置いた今回の消費者物価見通しに比べて、若干低くなっている可能性が高い<sup>21</sup>。

以 上

---

<sup>21</sup> 連鎖指数の前年比と通常の固定基準年指数の前年比の乖離幅は、各年の支出ウエイトの変化などにより、変動する可能性がある。



### (BOX 1) 今夏の節電効果

今夏の電力需要の実績をみると、ピーク需要でみても、総消費量でみても、2010年度と比べて大幅に減少している(図表 52(1)(2))。これには、昨年の記録的な猛暑に比べれば、この夏の気温が低めであったことも寄与しているが、企業や家計の節電対応の影響も大きいと考えられる。

詳しいデータが利用可能な総消費量について、電力会社別の内訳をみると、電力使用制限令の発動された東北・東京電力管内では、7～8月には、前年水準を14%下回っている(前掲図表 8(1))。また、用途別の内訳をみると、産業用(工場向け等)、業務用(事務所向け等)、電灯(家庭向け等)、いずれの用途についても、前年比でマイナスとなっている(前掲図表 8(2))。これらからすると、節電は、東北・東京電力管内を中心に、企業・家計双方の努力によって、達成されたと考えられる<sup>22</sup>。

こうした今夏の節電は、①電力消費の週間パターン等を平準化させることによってピーク需要を低下させる効果(平準化効果)と、②総消費量を減少させる効果(総消費量の低減効果)、の2つに大別できる。

まず、①の平準化効果についてみると、自動車業界等が勤務シフトを開始した7月より、とくに木・金曜の消費電力量が減少する一方、土・日曜の消費電力量の相対的な割合が上昇していることが確認できる(前掲図表 8(3))。また、日中のパターンをみても、夜から朝にかけての消費電力量の割合が高まる一方、日中の消費電力量が大きく抑制される形で平準化がなされている(前掲図表 8(4))。

また、②の総消費量の低減効果について、産業用、業務用、電灯の消費電力量を、それぞれ経済活動指数や気温で回帰した推計結果を用いて外挿した推計値と実績値の乖離をみると、夏にかけて、残差のマイナス寄与が拡大している(図表 52(3)(4)(5))。これは、同じような気温のもとで同程度の経済活動を行う場合でも、過去に比べて少ない電力しか使われなかったことをあらわしており、節電が進んだことを示唆している。

<sup>22</sup> 東京電力は、同社管内における節電効果について、「8月の高気温発生時の需要水準は、昨夏の同じような気温の時と比較すると、約900万kW～約1000万kW低い水準となった」としている(9月26日公表のプレスリリース)。

## (BOX 2) 被災地の経済動向

3月11日に発生した東日本大震災は、東北地方の太平洋側を中心に、大きな被害をもたらした。多数の人的被害のほか、社会資本や民間設備の毀損に加え<sup>23</sup>、原子力発電所などの事故の影響から電力不足が生ずることとなった。こうした供給制約の問題に加え、余震リスクや将来不安などを背景に、企業や家計のマインドも大きく落ち込むこととなり、需要面からも経済が下押しされた。経済活動の低下は、サプライチェーン障害の影響もあって全国で生じたが、震災直後はとりわけ被災地での落ち込みが大きかった。

その後の被災地の経済活動をみると、供給面での制約が緩和される中で、復旧・復興のための支出が拡大しているほか、マインド面の改善もあって、民間の経済活動も回復している。詳しくみると、まず、公共工事については、仮設住宅の建設が進んだほか、道路などの社会インフラの復旧も進められていることから、被災地の公共工事請負金額は高い伸びとなっている(図表53(1))。新設住宅着工戸数も、このところ、はっきりと増加に転じている(図表53(2))<sup>24</sup>。これらを背景に、被災地の求人は、建設業を中心に増加しており(図表53(3))、家計関連のマインドも、震災で大幅に落ち込んだ反動もあって、大きめの改善となっている(図表53(4))。こうしたもとで、被災で毀損した財を修復するないし再構築するための需要もあって、被災地の個人消費は、全国と比べても、強めの動きとなっている(図表53(5)(6))。

先行きについては、7月に公表された「東日本大震災からの復興の基本方針」のもと、本格的な復興のための公共投資関連支出が増加すると見込まれる。また、民間においても、インフラ関連投資、企業設備・住宅の修復・建替えや耐震強化などを中心に、支出活動は増加していくと考えられる。

<sup>23</sup> 東日本大震災の被害額について、内閣府の推計では、総計で約16兆9千億円となっている(2011年6月24日公表)。このうち、住宅・店舗・工場などの建築物の被害額は約10兆4千億円、電気・水道・ガスなどのライフライン施設が約1兆3千億円、港湾・空港・道路などの社会資本が約2兆2千億円、農地など農林水産関係が約1兆9千億円、その他が約1兆1千億円となっている。

<sup>24</sup> 被害の大きかった宮城県、岩手県、福島県の被災状況をみると、住宅の全壊・半壊は約27万戸(3県の住宅ストックの約1割)となっている。

### (BOX 3) 消費者物価の基準改定

本年8月に、5年に1度行なわれる消費者物価の基準改定が実施された。基準改定では、①個別品目の指数水準を2010年=100にリセットし全体の指数水準を計算する、②消費支出の変化を踏まえウエイトを更新する、③商品の消費構成比の変化に合わせて品目を改廃する、④個別品目の価格指数についてモデル式などの変更を行なう<sup>25</sup>、といった変更が行なわれた。

今回の基準改定により、消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比は、1~7月の平均で、0.6%ポイント下方修正された(図表54(1))。これを品目別にみると、テレビが下方修正に大きく影響しているほか、パソコンなどの他の耐久消費財も下方修正に寄与している(図表54(2))<sup>26</sup>。また、効果別にみると、指数水準を基準年=100にリセットし直すことによる効果が、下方修正の主因となっている(図表54(3))。

過去の基準改定の状況をみると、2000年までは、基準改定時の改定幅は小幅にとどまっていたが、2000年以降の下方改定幅は、情報関連財などの価格変化の大きい財のウエイトが高まったこともあって、過去と比べて大きくなっている(図表54(4))。2000年の基準改定時の下振れは、パソコンが新規品目として採用された効果が大きい。2005年の基準改定時の下振れは、携帯電話通話料のモデル式変更の効果が大きいほか、耐久消費財のリセット効果も寄与している。

このように、近年、消費者物価指数の前年比は、基準改定の度に非連続的に下方修正されている。その点、連鎖指数や刈込平均値には、基準改定の影響が小さいというメリットがある<sup>27,28</sup>。連鎖指数は、ウエイトを毎年更新して

<sup>25</sup> 航空運賃や電気代、携帯電話通話料などについては、サービス料金体系が多様で銘柄の規定が困難であり、価格も一様でないため、小売物価統計調査による価格のほか、業務統計などの資料を用いたモデル式により指数が算出されている。

<sup>26</sup> わが国の消費者物価指数において、パソコンをはじめとした耐久消費財の価格下落幅は、欧米主要諸国と比べても大きい。

<sup>27</sup> 連鎖指数の前年比は、通常の固定基準年指数の前年比に比べ、5年ごとの基準改定時に大きな段差は生じにくいと考えられるが、全く段差が生じない訳ではない。例えば、前回2006年の基準改定時には、下方改定の要因として、品目改廃やモデル式の変更の影響が大きかった。こうしたケースでは、連鎖指数でも基準改定時に相応の段差が生じ

いるほか、指数水準も毎年リセットしているため、固定基準年指数に比べて、基準改定時の段差が生じにくいという性質を持っている。一方、刈込平均値は、極端に上昇・下落している品目を控除し、残った品目の前年比を加重平均して作成する。控除の過程で基準改定前後の段差をもたらす品目を取り除かれやすい傾向があるほか、各品目の指数そのものではなく前年比を加重平均することは前年水準を100にリセットすることと同等の効果をもつ。実際、これらの指数の動きをみると、基準改定前後では、大きな段差がみられず、いずれの指数も、2009年末頃から、緩やかに改善してきていることが確認できる（前掲図表11(2)）。

---

ることになる。

<sup>28</sup> 刈込平均値については、「経済・物価情勢の展望（2010年4月）」BOX1を参照。

#### (BOX 4) 金融環境を評価するための指標

金融政策は、政策金利の変化を出発点として、金融資本市場を通じて、経済全体に波及していく。したがって、金融環境の緩和度合いについては、政策金利の水準だけでなく、実質金利、リスク・プレミアム、金融機関行動など様々な要素を考慮して、総合的に評価していくことが必要である。

##### ① 実質金利

経済主体の支出行動を決定する要因としては、名目金利とともに、名目金利から予想物価上昇率を差し引いた実質金利も重要である。その際、予想物価上昇率は正確には把握できないため、簡便法として、名目金利から物価上昇率の実績を差し引いて、実質金利を計算することが多い。

政策金利について、こうした簡便な尺度で実質政策金利を算出し、潜在成長率（引き締めでも緩和でもない実質金利水準の代理変数）と比較すると、日本では、低金利の緩和効果はなお減殺されている面がある（図表 55）。これに対し、米欧では、実質政策金利がかなり緩和的な水準にある。

企業や家計が、投資や借入を行う際に直面する、長めの金利の実質化については、予想物価上昇率として、どの指標を用いることが適当か判断することが、より難しくなる。ひとつの方法としては、アンケート調査によるエコノミストの長期の予想物価上昇率を用いることが考えられる（前掲図表 49）。例えば、コンセンサス・フォーキャストの2011年10月調査における6～10年先の予想物価上昇率をみると、日米独は、それぞれ1.0%、2.2%、1.8%となっている。これらを10年物国債利回りから差し引いて、日米独の長期実質金利を試算すると、全ての国で、このところ概ねゼロ%程度で推移している。

ただし、短期、長期ともに実質金利の値は、予想物価上昇率の仮定等により大きく変わり得るものであり、その水準については、幅を持ってみる必要がある。

##### ② リスク・プレミアム

民間経済主体は、政策金利や、国債金利に代表されるリスクフリー・レートで資金を調達しているわけではない。リスクフリー・レートにリスク・プ

レミアムを加算したものが、民間経済主体の直面する調達金利となる。CP・社債の場合、リスク・プレミアムの基本的な決定要因は、発行体の倒産確率と倒産時の回収率に関する投資家の評価であるため、信用スプレッドという用語を用いることも多い。

信用スプレッドは、たとえ政策金利が不変のもとでも、金融資本市場が不安定化し、投資家のリスク回避姿勢が厳しくなった場合には、大きく拡大し、金融環境の引き締め度度を高めることになる。社債の信用スプレッドを日米欧で比較すると、米欧のスプレッドは急速に拡大しているが、わが国のスプレッドは低位で安定している（前掲図表 15(2)）。信用スプレッドは、リーマン・ショック後のように、金融市場の緊張が著しく高まる局面では、急激な上昇を示す傾向がある点に注意する必要がある。

### ③ 金融機関行動

民間経済主体の資金調達構造は、国によって大きく異なるが、わが国では銀行借入のウェイトが相対的に高いことから、金融機関行動を巡る動向は、金融環境を評価するうえで、きわめて重要である。

貸出市場の緩和・引き締め度合いは、最終的には企業行動、ひいては実体経済への影響という観点から評価するのが妥当であるため、借入企業が銀行からの資金調達のしやすさについてどう感じているか、という主観的な情報を、定量的に把握できればよい。この点で、短観などのサーベイ調査における企業からみた金融機関の貸出態度判断は、企業が実感する金融緩和の度合いを示す有益な指標である（前掲図表 25(1)）。また、金融機関に対するサーベイ調査では、資金供給サイドで意識されている貸出運営スタンスをチェックすることができる。金融機関に対するサーベイ調査には、他の主要国にも類似のデータがあつて国際比較が可能、という利点もある。ちなみに、足もとの実績を国際比較すると、欧州では貸出スタンスが慎重化している一方、わが国では積極的なスタンスが維持されていることを確認できる（前掲図表 26）。

短期金融市場をはじめ、銀行を取り巻く資金調達環境は、貸出金利に大きな影響を及ぼすため、これらに関連する指標も、金融環境を評価するうえで重要である。例えば、オーバーナイトの政策金利が低水準であっても、短

期金融市場の緊張が高まり、銀行間のターム物金利が上昇すれば、銀行は貸出スタンスを慎重化し、金融環境の引き締め度が高まる可能性がある。銀行間のターム物金利の信用スプレッドを円、ドル、ユーロで比較すると、ユーロで大幅に上昇しているほか、ドルでも足もとやや上昇しているのに対し、円ではきわめて低水準で安定的に推移している（前掲図表 15(1)）。

（まとめ）

簡便法で実質化した政策金利の水準を機械的に見る限り、わが国では、米欧に比べてやや高めとなっている。しかし、より重要なことは、①政策金利から長めの金利への波及はどうか、②リスク・プレミアムがどの程度抑制されているか、という二つの要素が加わった結果として、最終的に企業の資金調達環境や資金調達コストがどの程度緩和的であるかを、評価することである。そうした評価軸で見れば、米欧の金融環境は足もと引き締め方向の動きが見られる一方、日本の金融環境は緩和の動きが続いている。日本銀行は現在、包括的な金融緩和政策のもとで、資産買入等の基金を通じて、幅広い金融資産を買い入れている。その狙いは、上記の2つの要素に対応する金融緩和環境の醸成、すなわち、長めの市場金利の低下を促すことと、リスク・プレミアムの縮小を促すことである。さらに、包括緩和による潤沢な流動性の供給は、金融機関の資金調達環境に安心感を与えることを通じて、企業金融のアベイラビリティにも、ポジティブな影響を与えることを企図している。

なお、マネタリーベースという量的指標に、しばしば言及されることがある。この指標で金融環境の緩和度合いを測ることは適切でないが、マネタリーベースの対名目GDP比率を確認しておくと、わが国の水準は米欧を上回っている（図表 56）。

### (BOX 5) 高齢化と中長期的な成長率

2000年代におけるわが国の実質GDP成長率は、他の先進諸国と比べ、低い水準にとどまっている(図表 57(1))。わが国の労働生産性の伸び率(=就業者一人当たりの実質GDP成長率)は、先進国の中でも上位に位置しており、この間の就業者数の減少が、一国全体の成長率の抑制要因として作用してきていると考えられる。

このところの就業者数減少の背景には、急速な高齢化による生産年齢人口の減少がある(図表 57(2))。生産年齢人口は、1995年頃をピークに減少に転じ、2000年台入り後、その減少ペースが加速している。先行き、生産年齢人口がさらに減少すれば、労働供給量の減少を通じて、供給面から成長率を下押しする可能性がある。また、需要面においても、企業が高齢者の消費ニーズをうまくとらえきれない場合は、生産年齢人口の減少は国内市場の縮小要因になる。

先行きのわが国の人口動態をみると、更なる高齢化の進展によって、人口の減少ペース以上に生産年齢人口の減少ペースは加速する見通しである。その結果、人口一人当たりGDPの伸び率は、就業者一人当たりGDPの伸び率に比べて、年平均0.5%弱低いものにとどまると考えられる。逆に言えば、わが国のように急速に高齢化が進む場合、人口一人当たりのGDPの伸び率を維持するためには、就業者一人当たりのGDPの伸び率、すなわち労働生産性の上昇率を、その分、余計に高めなければならない。あるいは、労働参加率を高め、人口と就業者の減少率の格差を縮小する必要がある(図表 57(3))。労働生産性の伸び率をさらに高めていくためには、グローバル需要を積極的に取り込むとともに、国内では医療や介護サービスなど潜在需要が見込まれる分野で市場開拓力を高めることなどが重要である。また、労働参加率の向上の観点からは、とくに女性や高齢者の労働市場への参加を促すような環境を整備していくことが重要である。



「資産買入等の基金」の推移および買入対象資産の市中現存額

1. 「資産買入等の基金」の推移

(単位：兆円程度)

	基金導入時	3/14日 増額後	8/4日 増額後	残高 (10/26日時点)
資産買入れ	5.0	10.0 (+5.0)	15.0 (+5.0)	7.9
長期国債	1.5	2.0 (+0.5)	4.0 (+2.0)	1.9
国庫短期証券	2.0	3.0 (+1.0)	4.5 (+1.5)	2.6
CP等	0.5	2.0 (+1.5)	2.1 (+0.1)	1.3
社債等	0.5	2.0 (+1.5)	2.9 (+0.9)	1.3
ETF	0.45	0.9 (+0.45)	1.4 (+0.5)	0.7
J-REIT	0.05	0.1 (+0.05)	0.11 (+0.01)	0.06
固定金利オペ	30.0	30.0 (—)	35.0 (+5.0)	32.0
3か月物	20.0	20.0 (—)	20.0 (—)	20.0
6か月物	10.0	10.0 (—)	15.0 (+5.0)	12.0
合計	35.0	40.0 (+5.0)	50.0 (+10.0)	39.9

(注1) 「3/14日増額後」各欄の下段括弧内は、「基金導入時」対比増額幅。

(注2) 「8/4日増額後」各欄の下段括弧内は、「3/14日増額後」対比増額幅。

## 2. 「資産買入等の基金」の買入対象資産の市中現存額

(単位：兆円)

	買入上限 ( )は既買入残高 < >は残りの要積 上げ額	市中現存額		追加的な 買入可能額
長期国債	4.0兆円 程度 (1.6兆円) <2.4兆円>		11/9月	→
		市中現存額(基金買入対象国債)	491.6	
		うち残存期間1~2年	69.7	
		うち2年債の直近発行2銘柄	5.3	
		(注) 日本銀行買入残高は含まない。 (出所) 日本証券業協会、財務省、日本銀行		
国庫短期証券	4.5兆円 程度 (2.5兆円) <2.0兆円>		11/9月	→
		市中現存額	111.6	
		うち残存期間3か月超	28.9	
		うち残存期間6か月超	12.8	
		(注) 日本銀行買入残高は含まない。 (出所) 財務省、日本銀行		
CP等	2.1兆円 程度 (1.5兆円) <0.6兆円>		11/9月	0.6
		市中現存額(基金買入対象銘柄)	10.0	
		(発行体別の買入限度額勘案後)	(1.2)	
		(注) 日本銀行買入残高は含まない。 (出所) 証券保管振替機構、日本銀行		
社債等	2.9兆円 程度 (0.9兆円) <2.0兆円>		11/9月	1.5
		市中現存額(基金買入対象銘柄)	43.6	
		うち残存期間1~2年	5.0	
		(発行体別の買入限度額勘案後)	(3.5)	
		(注) 日本銀行買入残高は含まない。 (出所) 証券保管振替機構、日本銀行		
ETF	1.4兆円 程度 (0.6兆円) <0.8兆円>		11/9月末	→
		TOPIX 運動型・日経225 運動型ETF (9銘柄) 合計	2.4	
		(出所) 東京証券取引所		
J-REIT	0.11兆円 程度 (0.05兆円) <0.06兆円>		11/9月末	0.02
		東証REIT時価総額	3.2	
		うちAA格相当以上銘柄	2.7	
		(×5%)	0.13	
		(日本銀行買入残高控除後)	(0.08)	
		うちA格相当以上銘柄	0.4	
		(出所) 東京証券取引所、日本銀行		

(注) 長期国債、国庫短期証券、CP等および社債等の既買入残高および市中現存額は、9/30日以前にオファーされた直近のオペのオファー日時点の残高。

# 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>

### [宮尾委員案]

「資産買入等の基金」の増額に関する件

(案 件)

1. 「資産買入等の基金運営基本要領」4. (1) に定める買入残高の総額  
の上限を10兆円程度増額し、増額の対象資産は4. (2) に定める利付  
国債とすること。
2. 対外公表文は別途決定すること。

以 上

要 注 意

<不開示情報：有（種類：審議・検討）>

<配付先：金融政策決定会合参加者>

[ 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、0～0.1%程度で推移するよう促す。

2. 対外公表文は別途決定すること。

以 上

「資産買入等の基金運営基本要領」の一部改正等に関する件

(案 件)

金融緩和を一段と強化し、これを通じて、物価安定のもとでの持続的成長経路への移行をより確かなものとする観点から、下記の諸措置を講ずること。

記

1. 「資産買入等の基金運営基本要領」（平成22年10月28日付政委第92号別紙1.）を別紙1. のとおり一部改正すること。
2. 「日本銀行業務方法書」（平成10年3月24日付政第29号別紙3）を別紙2. のとおり一部変更すること。

以 上

「資産買入等の基金運営基本要領」中一部改正（案）

○ 4. を横線のとおり改める。

4. 買入残高および貸付残高の上限

(1) 買入残高の総額は~~15~~20兆円程度、貸付残高の総額は35兆円程度を上限とする。

(2) 3. (2) に定める買入対象資産ごとの買入残高の上限は以下のとおりとする。

イ、利付国債

49兆円程度

ロ、  
           } 略（不変）  
ハ、

(附則)

この一部改正は、本日から実施する。

「日本銀行業務方法書」中一部変更（案）

- 第五十条第三項を横線のとおり改める。
- 3 第一項に規定する公開市場操作としての貸付けの残高は三十五兆円程度、資産の買入れの残高は十五二十兆円程度を上限とし、前項に規定する買入対象資産ごとの買入残高の上限は次に掲げるとおりとする。

一 利付国債 四九兆円程度

二 }  
三 } 略（不変）  
六 }

（附則）

この業務方法書の一部変更は、本日から実施する。

2011 年 10 月 27 日  
日 本 銀 行

## 金融緩和の強化について

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、資産買入等の基金を 50 兆円程度から 55 兆円程度に 5 兆円程度増額し、金融緩和を強化することを決定した(全員一致または賛成○反対○<sup>(注1)</sup>)。資産買入等の基金の増額に当たっては、長期国債を対象とすることとした<sup>(注2)</sup>。
2. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針については、「無担保コールレート(オーバーナイト物)を、0～0.1%程度で推移するよう促す」ことを決定した(全員一致または賛成○反対○<sup>(注3)</sup>)。
3. 日本経済は、供給面の制約が解消されてきている中で、持ち直しの動きが続いている。金融環境をみると、CPや社債の発行環境が良好な状態を続け、企業の資金調達コストも緩やかに低下するなど、緩和の動きが続いている。日本経済の先行きについては、当面、海外経済の減速や円高の影響を受けるものの、その後は海外経済の成長率が再び高まることや、震災復興関連の需要が徐々に顕在化していくことなどから、緩やかな回復経路に復していくと考えられる。
4. しかし、物価の安定が展望できる情勢になったと判断されるにはなお時間を要すると予想されるうえ、国際金融資本市場や海外経済の動向次第で、経済・物価見通しがさらに下振れするリスクにも、注意が必要である。日本銀行は、8月に強化した金融緩和措置のもとで、金融資産の買入れ等を着実に進めているが、物価安定のもとでの持続的成長経路への移行をより確かなものとするためには、金融緩和を一段と強化することが必要と判断した。
5. その際、上記の金融環境のもとで企業の資金調達が基本的には円滑に行われてい

---

(注1) 賛成：…。

反対：…。

(注2) 基金の内容等については別紙参照。

(注3) 賛成：…。

反対：…。



る現状を踏まえ、資産買入等の基金を5兆円程度増額する対象は長期国債とし、それを通じて金融市場全体に緩和効果のさらなる浸透を図ることが適当と判断した。なお、日本銀行は、資産買入等の基金とは別に、銀行券需要の趨勢的な残高に概ね見合うよう、安定的な資金供給を行うという観点から、現在、年間21.6兆円の長期国債を買入れている。

6. 日本銀行は、包括的な金融緩和政策を通じた強力な金融緩和の推進、金融市場の安定確保、成長基盤強化の支援という3つの措置を通じて、今後とも、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。こうした日本銀行の取り組みが、日本経済の中長期的な成長力の強化に結びつくためには、民間、政府を含め各方面が、緩和的な金融環境を活用しつつ、それぞれの役割に即した取り組みを続けていくことが重要と考えている。

以 上

## 今回の「資産買入等の基金」の増額について

## 1. 増額の内容

	従来の規模	今回の増額幅	増額後の規模
総額	50 兆円程度	+5 兆円程度	55 兆円程度
資産の買入れ	15.0	+5.0	20.0
長期国債 <sup>(注)</sup>	4.0	+5.0	9.0
国庫短期証券	4.5	—	4.5
CP等	2.1	—	2.1
社債等	2.9	—	2.9
指数連動型上場 投資信託	1.4	—	1.4
不動産投資信託	0.11	—	0.11
固定金利方式・ 共通担保資金供給 オペレーション	35.0	—	35.0
期間3か月	20.0	—	20.0
期間6か月	15.0	—	15.0

(注) 日本銀行は、資産買入等の基金とは別に、年間 21.6 兆円の長期国債の買入れを行っている。

2. 2012 年末を目途に増額を完了する。

以 上

2011年10月27日  
日 本 銀 行

## 金融緩和の強化について

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、資産買入等の基金を50兆円程度から55兆円程度に5兆円程度増額し、金融緩和を強化することを決定した（賛成8反対1<sup>(注1)</sup><sup>(注2)</sup>。資産買入等の基金の増額に当たっては、長期国債を対象とすることとした<sup>(注3)</sup>。
2. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針については、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す」ことを決定した（全員一致<sup>(注4)</sup>）。
3. 日本経済は、供給面の制約が解消されてきている中で、持ち直しの動きが続いている。金融環境をみると、CPや社債の発行環境が良好な状態を続け、企業の資金調達コストも緩やかに低下するなど、緩和の動きが続いている。日本経済の先行きについては、当面、海外経済の減速や円高の影響を受けるものの、その後は海外経済の成長率が再び高まることや、震災復興関連の需要が徐々に顕在化していくことなどから、緩やかな回復経路に復していくと考えられる。
4. しかし、物価の安定が展望できる情勢になったと判断されるにはなお時間を要すると予想されるうえ、国際金融資本市場や海外経済の動向次第で、経済・物価見通しがさらに下振れするリスクにも、注意が必要である。日本銀行は、8月に強化した金融緩和措置のもとで、金融資産の買入れ等を着実に進めているが、物価安定のもとでの持続的成長経路への移行をより確かなものとするためには、金融緩和を一段と強化することが必要と判断した。

(注1) 賛成：白川委員、山口委員、西村委員、中村委員、亀崎委員、森本委員、白井委員、石田委員。  
反対：宮尾委員。

(注2) 本日の金融政策決定会合では、宮尾委員より、資産買入等の基金を10兆円程度増額し、60兆円程度とする議案が提出され、反対多数で否決された（賛成：宮尾委員、反対：白川委員、山口委員、西村委員、中村委員、亀崎委員、森本委員、白井委員、石田委員）。

(注3) 基金の内容等については別紙参照。

(注4) 賛成：白川委員、山口委員、西村委員、中村委員、亀崎委員、宮尾委員、森本委員、白井委員、石田委員。  
反対：なし。

5. その際、上記の金融環境のもとで企業の資金調達が基本的には円滑に行われている現状を踏まえ、資産買入等の基金を5兆円程度増額する対象は長期国債とし、それを通じて金融市場全体に緩和効果のさらなる浸透を図ることが適当と判断した。なお、日本銀行は、資産買入等の基金とは別に、銀行券需要の趨勢的な残高に概ね見合うよう、安定的な資金供給を行うという観点から、現在、年間21.6兆円の長期国債を買入れている。

6. 日本銀行は、包括的な金融緩和政策を通じた強力な金融緩和の推進、金融市場の安定確保、成長基盤強化の支援という3つの措置を通じて、今後とも、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。こうした日本銀行の取り組みが、日本経済の中長期的な成長力の強化に結びつくためには、民間、政府を含め各方面が、緩和的な金融環境を活用しつつ、それぞれの役割に即した取り組みを続けていくことが重要と考えている。

以 上

(別紙)

今回の「資産買入等の基金」の増額について

1. 増額の内容

	従来の規模	今回の増額幅	増額後の規模
総額	50 兆円程度	+5 兆円程度	55 兆円程度
資産の買入れ	15.0	+5.0	20.0
長期国債 (注)	4.0	+5.0	9.0
国庫短期証券	4.5	—	4.5
CP等	2.1	—	2.1
社債等	2.9	—	2.9
指数連動型上場 投資信託	1.4	—	1.4
不動産投資信託	0.11	—	0.11
固定金利方式・ 共通担保資金供給 オペレーション	35.0	—	35.0
期間3か月	20.0	—	20.0
期間6か月	15.0	—	15.0

(注) 日本銀行は、資産買入等の基金とは別に、年間 21.6 兆円の長期国債の買入れを行っている。

2. 2012 年末を目途に増額を完了する。

以 上

(参考1)

## ▽2011～2013年度の政策委員の大勢見通し

—対前年度比、%。なお、&lt; &gt;内は政策委員見通しの中央値。

	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2011年度	+0.2～+0.4 <+0.3>	+1.7～+2.0 <+1.8>	0.0～0.0 <0.0>
7月時点の見通し	+0.2～+0.6 <+0.4>	+2.2～+2.5 <+2.4>	+0.6～+0.8 <+0.7>
2012年度	+2.1～+2.4 <+2.2>	+0.1～+0.3 <+0.2>	0.0～+0.2 <+0.1>
7月時点の見通し	+2.5～+3.0 <+2.9>	+0.5～+0.9 <+0.6>	+0.6～+0.7 <+0.7>
2013年度	+1.3～+1.6 <+1.5>	+0.7～+0.9 <+0.8>	+0.4～+0.6 <+0.5>

(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) 消費者物価指数は、従来の2005年基準から2010年基準に変更されている。前回から今回にかけての見通しの修正には、この基準年の変更が大きく影響している。

(注4) 消費者物価指数の参考指数として、連鎖基準指数が公表されている。その連鎖基準指数ベースでみた場合、先行き2013年ごろの前年比は、通常の固定基準年指数に基づく今回の消費者物価見通しに比べて、若干低くなっている可能性がある。

(注5) 政策委員全員の見通しの幅は下表の通りである。

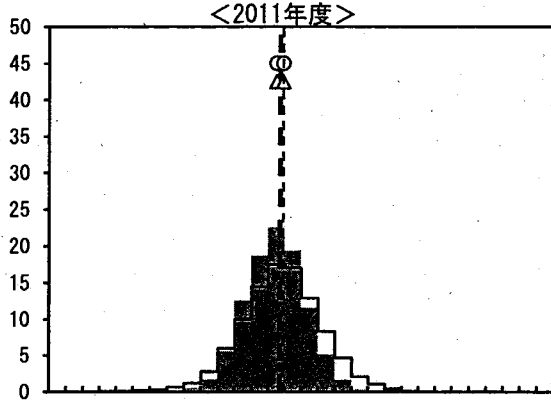
—対前年度比、%。

	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2011年度	+0.2～+0.4	+1.7～+2.1	-0.1～+0.1
7月時点の見通し	+0.2～+0.6	+2.2～+2.6	+0.5～+0.8
2012年度	+2.0～+2.4	+0.1～+0.4	-0.1～+0.3
7月時点の見通し	+2.5～+3.0	+0.3～+1.0	+0.4～+0.8
2013年度	+1.2～+1.7	+0.6～+1.0	+0.3～+0.7

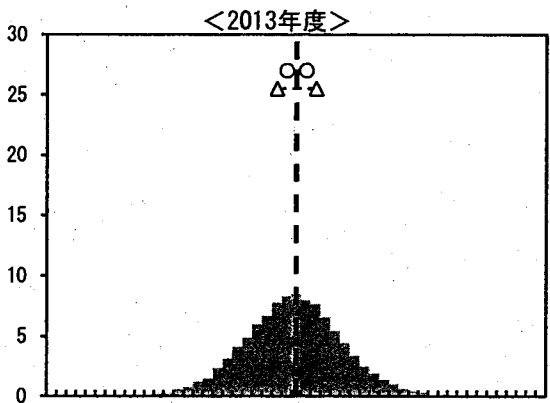
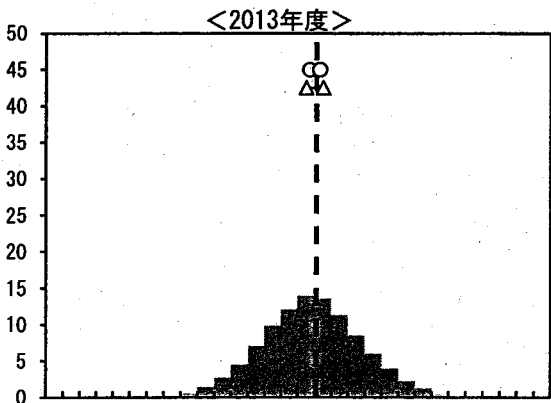
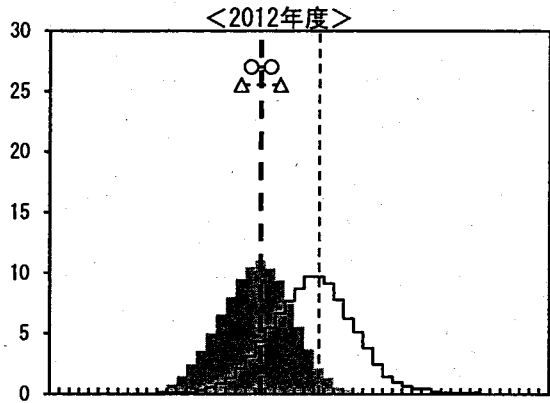
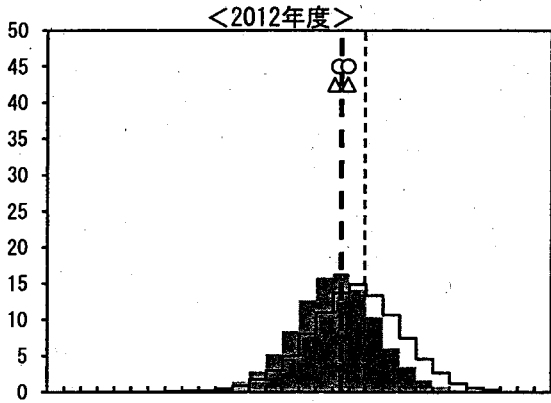
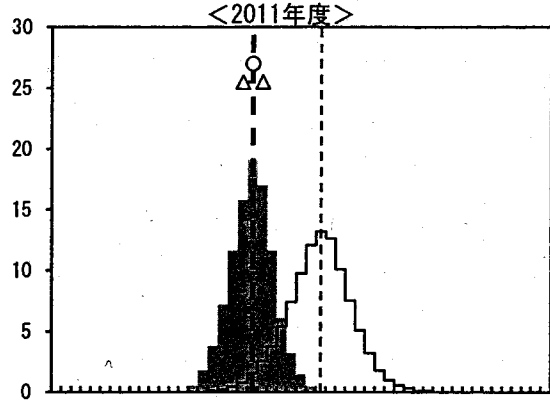
(参考2)

## 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2011年7月時点の確率分布を表す。
- (注2) 縦の太点線は、政策委員の見通しの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、2011年7月時点の政策委員の見通しの中央値を表す。
- (注4) 消費者物価指数は、従来の2005年基準から2010年基準に変更されている。前回から今回にかけての見通しの修正には、この基準年の変更が大きく影響している。
- (注5) 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。

を続け、最近では概ねゼロ%となっている。以上の最近までの動きも踏まえつつ、先行きを展望すると、消費者物価の前年比は、当面はゼロ%近傍で推移するが、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の改善を反映して、見通し期間の後半にかけて小幅のプラスになっていくと考えられる。こうした経済・物価見通しを総合的に評価すると、日本経済は、「中長期的な物価安定の理解」に基づいて物価の安定が展望できる情勢になったと判断されるにはなお時間を要するものの、やや長い目でみれば、物価安定のもとでの持続的成長経路に復していくと考えられる。

次に、第2の柱、すなわち、より長期的な視点も踏まえつつ、金融政策運営の観点から重視すべきリスクを点検する<sup>8</sup>。景気については、バランスシート調整が米国経済に与える影響には引き続き注意が必要である。また、欧州のソブリン問題については、今後、財政と金融システム、実体経済の負の相乗作用が、強まっていくことにならないかどうか、注視していく必要がある。新興国・資源国では、物価安定と成長を両立することができるかどうか、なお不透明感が高い。こうした海外情勢を巡る不確実性や、それらに端を発する為替・金融資本市場の変動が、わが国経済に与える影響については、丹念に点検していく必要がある。物価面では、国際商品市況の先行きについては、上下双方向に不確実性が大きい。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。

日本銀行は、昨年10月に導入した「包括的な金融緩和政策」現在、8月に一段と強化した金融緩和措置のもとで、資産買入等の基金による金融資産の買入れ等を着実に進めており、買入れ等の規模については、この間、累次にわたり大幅な増額を行ってきている。また、金融面での不均衡の蓄

<sup>8</sup> 例えば、発生確率は必ずしも大きくないものの、発生した場合には経済・物価に大きな影響を与える可能性があるリスク要因も含めて、点検を行っている。



要注意

公表時間

11月1日 (火) 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：2041年12月>

2011.11.1

日本銀行

(案)

---

## 政策委員会 金融政策決定会合

### 議事要旨

(2011年10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、2011年10月27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：2011年10月6日(14:01～16:31)  
10月7日(9:01～12:32)

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	( 〃 ) (注)
	中村清次	(審議委員)
	亀崎英敏	( 〃 )
	宮尾龍蔵	( 〃 )
	森本宜久	( 〃 )
	白井さゆり	( 〃 )
	石田浩二	( 〃 )

(注) 西村委員は、7日の会合のみ出席した。

4. 政府からの出席者：

財務省	佐藤慎一	大臣官房総括審議官 (6日)
	藤田幸久	財務副大臣 (7日)
内閣府	梅溪健児	政策統括官(経済財政運営担当) (6日)
	大串博志	内閣府大臣政務官 (7日)

(執行部からの報告者)

理事	山本謙三
理事	中曾 宏
理事	雨宮正佳
理事	木下信行
企画局長	門間一夫
企画局審議役	梅森 徹 (7日)
企画局政策企画課長	神山一成
金融市場局長	青木周平
調査統計局長	前田栄治
調査統計局経済調査課長	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
企画局企画調整課長	千田英継 (7日)
企画局企画役	奥野聡雄
企画局企画役	河西 慎
金融市場局市場調節課長	正木一博 (7日 9:01～9:14)

## I. 金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

### 1. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合（9月6～7日）で決定された方針<sup>1</sup>のもとで、金融市場における需要を十分満たす潤沢な資金供給を行い、金融市場の安定確保に万全を期した。こうした中、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、0.07%台半ばから0.08%台半ばの間で推移した。

### 2. 金融・為替市場動向

短期金融市場は、日本銀行による潤沢な資金供給のもとで、安定的に推移している。GCレポレートは、0.1%近傍で推移している。ターム物金利をみると、短国レートは1年物まで含めて0.1%で推移しており、短国のイールドカーブはフラット化した状態が続いている。長めのターム物の銀行間取引金利は、横ばい圏内の動きとなっている。

長期金利は、1.0%前後で推移している。株価は、米欧株価が大きく調整したことが嫌気され、年初来安値となる水準まで下落したが、その後は持ち直し、日経平均株価はこのところ8千円台半ばで推移している。為替市場をみると、円の対米ドル相場は、米国金利が低水準で推移する一方、介入警戒感が根強いこともあって、狭いレンジ内での動きとなっており、足もとでは76円台で推移している。

### 3. 海外金融経済情勢

世界経済は、減速しつつも回復を続けている。

米国経済は、回復を続けているが、そのテンポはごく緩やかなものにとどまっている。輸出や設備投資は緩やかに増加している。こうしたもとで、生産は、増加基調を維持している。一方、個人消費は、バランスシート問題が重石となる中、雇用環境の改善鈍化や家計のマインド悪化を受けて、ごく緩やかな改善にとどまっている。住宅投資については、住宅価格が軟調に推移する中、なお低水準で

---

<sup>1</sup> 「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す。」

推移している。物価面では、財市場や労働市場の緩和的な需給環境がなお物価押し下げ圧力として作用しているものの、既往の国際商品市況上昇の影響などから、総合ベースの消費者物価の前年比はプラス幅が幾分拡大しており、エネルギーと食品を除いたベースの消費者物価の前年比もプラス幅が拡大している。

欧州経済をみると、ユーロエリア経済は、横ばい圏内の動きとなっている。輸出は、海外経済の減速を受けて伸び悩んでおり、個人消費は、概ね横ばいとなっている。欧州ソブリン・リスク問題の悪化から、消費マインドの低下はドイツなど主要国にも波及している。一方、民間設備投資は緩やかな増加を続けている。物価面をみると、総合ベースの消費者物価の前年比プラス幅は、四半期ベースでは幾分縮小しているものの、9月単月ではプラス幅がやや拡大した。緩和的な需給環境や賃金の低い伸びが、なお物価押し下げ圧力として作用する一方、加工食品の価格上昇などがインフレ圧力として作用している。この間、英国経済も、横ばい圏内の動きとなっている。

アジア経済をみると、中国経済は、全体として高成長を続けている。輸出に減速感が窺われるほか、個人消費の伸びが幾分鈍化しているものの、固定資産投資が高い伸びを続けている。インド経済は、金融引き締めの影響から幾分減速しているが、高めの成長を続けている。NIEs、ASEAN経済は、内需が底堅く推移していることに加え、輸出や生産が緩やかながら増加していることから、景気の回復が続いている。物価面をみると、これらの国・地域の多くで、既往の食料品・原材料高や労働需給の逼迫を受けた賃金上昇率の高まりを背景に、物価上昇圧力の強い状態が続いている。

海外の金融資本市場では、欧州ソブリン・リスク問題に対する懸念や世界経済の先行きに対する不透明感から、投資家のリスク回避姿勢が強まる中、世界的に株価は引き続き大きく振れるなど、緊張の高まった状況が続いている。投資家の安全資産選好を受けて、米国・ドイツの長期金利が低い水準で推移する一方、欧州各国の国債利回りの対独スプレッドは、全般的に高止まっている。クレジット市場では、低格付け物を中心に社債の対国債スプレッドが拡大基調を辿っているほか、銀行間取引市場では、カウンターパーティ・リスクが意識され、ターム物金利が高水準で推移している。新興国の金融資本市場では、投資家のリスク回避的な姿勢が強まる中、投機的ポジションの巻き戻しもあって、株価が下落したほか、通貨も総じて軟調に推移している。

## 4. 国内金融経済情勢

### (1) 実体経済

生産や輸出は、震災による落ち込みからの回復過程に比べてペースは緩やかになっているが、増加を続けている。先行きについては、輸出は、海外経済が、当面減速するものの、基調的には底堅く推移するもとの、海外在庫の復元の動きもあって、緩やかな増加基調を辿るとみられる。こうしたもとの、生産は、緩やかな増加を続けると考えられる。

公共投資は、振れを伴いつつも、このところ下げ止まりつつある。先行きについては、被災した社会資本の復旧などから、徐々に増加していくとみられる。

設備投資は、被災した設備の修復もあって、緩やかに増加しており、先行きは増加を続けるとみられる。

雇用・所得環境は、一部に改善の動きがみられるものの、厳しい状態が続いている。

個人消費は、一部に弱さが残っているものの、全体としては持ち直している。先行きは、雇用環境が徐々に改善に向かうもとの、底堅く推移するとみられる。

住宅投資は、供給制約の解消などから、持ち直しの動きが明確になっている。先行きは、被災住宅の再建もあって、徐々に増加していくと予想される。

物価面をみると、国際商品市況は、このところ下落している。国内企業物価を3か月前比で見ると、国際商品市況の動きを反映して、横ばい圏内の動きとなっている。先行きについては、当面、弱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、概ねゼロ%となっている。先行きは、当面、ゼロ%近傍で推移するとみられる。

### (2) 金融環境

わが国の金融環境は、中小企業を中心に一部企業の資金繰りに厳しさがなお窺われるものの、緩和の動きが続いている。

コールレートがきわめて低い水準で推移する中、企業の資金調達コストは緩やかに低下している。実体経済活動や物価との関係で見ると、低金利の緩和効果はなお減殺されている面がある。資金供給面では、企業からみた金融機関の貸出態度は、改善傾向が続いてい

る。CP市場では、良好な発行環境が続いている。社債市場の発行環境についても、発行体の裾野に広がりが見られるなど、良好な状態が続いている。資金需要面をみると、運転資金需要が増加する動きが見られている。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、銀行貸出は減少幅が緩やかに縮小している。社債・CPの残高は前年を上回っている。こうした中、企業の資金繰りをみると、中小企業を中心に一部で厳しいとする先がなおみられているが、総じてみれば、改善した状態にある。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。

被災地の金融環境をみると、企業の資金繰りは改善傾向にあり、倒産件数も前年を大幅に下回っている。被災地金融機関では、保険金や義援金などの受け入れから預金が増加している一方、復興資金需要はなお本格化していないため、資金繰りに問題は生じていない。こうしたもとで、被災地金融機関支援オペによる資金供給額の合計は約4,500億円と、4月に設定した上限1兆円の半分弱となっている。

## II. 「適格担保取扱基本要領」の一部改正等について

### 1. 執行部からの提案内容

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

### 2. 委員会の検討・採決

採決の結果、上記案件について全員一致で決定され、対外公表することとされた。

## III. 金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

### 1. 経済情勢

国際金融資本市場について、委員は、欧州ソブリン・リスク問題に対する懸念や世界経済の先行きに対する不透明感から、投資家のリスク回避姿勢が一段と強まっており、緊張の高まった状況が続いているとの認識を共有した。また、投資家の強い安全資産選好を反映して、米国やドイツの国債、あるいは円など、安全とみなされている資産・通貨には、資金が集まりやすくなっているとの見方で一

致した。

ソブリン・リスク問題について、多くの委員は、ギリシャの財政再建や構造改革への取り組みが難航する中、欧州諸国の国債を多く保有する欧州系金融機関の財務の健全性に対する懸念が高まっているとの認識を示した。また、欧州金融安定ファシリティの機能拡充や規模拡大に向けた対応に時間を要していることもあって、欧州の金融システム全体に対する不安心理が強まっていると指摘した。複数の委員は、欧州系金融機関に対する懸念は、クレジット市場では、CDSプレミアムの上昇や社債市場のタイト化というかたちで表れていると述べた。何人かの委員は、最近の動きとして、投資家のリスク回避姿勢が一段と強まった結果、新興国からの資金流出が生じている点に懸念を示した。ある委員は、現在の欧州の状況について、①通常時はリスク・フリー資産として金融取引に広範に用いられている国債の信用力に疑義が生じている、②政策発動に多くの国の合意・承認が必要で、時間を要する、③追加的な金融政策および財政政策の発動余地が限られてきている、といった点では困難があるが、④リーマンショック後、金融機関に対する流動性供給や資本強化について、体制整備が進んでいるというプラスの面もあると述べた。

海外の経済情勢について、委員は、現状、先進国を中心に成長が鈍化傾向にあるが、先行きについては、当面減速するものの、基調的には、新興国の成長に支えられて底堅く推移するとの見方を共有した。

米国経済について、委員は、回復を続けているものの、そのテンポはごく緩やかなものにとどまっているとの認識を共有した。多くの委員は、個人消費の伸び悩みの背景として、住宅市場の低迷、雇用環境の改善ペースの鈍化、株価下落を受けた消費者コンフィデンスの悪化などを指摘した。何人かの委員は、生産、企業収益、設備投資などは底堅く推移しており、企業部門を中心に回復に向けた動きは維持されているとの見方を示した。先行きについて、委員は、バランスシート調整圧力が引き続き経済の重石となっているもとで、財政面や金融面からの景気梃子入れ余地が限定的なことから、当面、景気回復は緩やかなペースにとどまるとの見方を共有した。複数の委員は、幾つかの金融機関において住宅ローン関連損失の拡大が見込まれているなど、住宅バブル問題の解決にはなお時間を要する可能性があるとして指摘した。一人の委員は、失業が更に長期化することにより、期待成長率が低下し、低成長の長期化につながる可能性があるとして指摘した。ある委員は、既往の国際商品市況高の調整や、米



政府が検討している経済・雇用対策等を踏まえれば、先行きを過度に悲観視するのは適当ではないと述べた。

ユーロエリア経済について、委員は、横ばい圏内の動きとなっているとの認識を共有した。多くの委員は、海外経済の減速を受けた輸出の伸び悩みに加えて、家計のマインド悪化に伴う個人消費の弱含みなどから、これまで欧州経済を牽引してきたドイツなど主要国においても、成長が鈍化していることを指摘した。こうした状況について、これらの委員は、ソブリン・リスク問題の影響が、マインドの悪化を通じて、実体経済にも及んできているとの見方を示した。先行きについても、委員は、ソブリン・リスク問題を巡る金融資本市場の緊張が続く中、財政支出の削減や、企業および家計のマインド悪化を背景に、弱い動きが続くとの見方で一致した。

新興国・資源国経済について、委員は、輸出の減少や既往の金融引き締めの影響から、成長テンポが鈍化してきているが、堅調な需要を背景に、総じて高めの成長を維持しているとの見方で一致した。先行きについて、委員は、基本的には、新興国・資源国は高めの成長で世界経済を牽引していくとみられるが、物価安定と成長を両立することができるか、なお不透明感が高いとの認識を共有した。ある委員は、新興国の一部において、物価上昇率が高止まる中で金融引き締めを中断する動きがみられることに言及し、物価安定と成長の両立の難しさが一部で顕現化しているようにみえると述べた。また、何人かの委員は、投資家がリスク回避の一環として新興国から資金を引き揚げる動きをみせている点について、こうした動きが拡がることになれば、新興国の経済活動を金融面から下押す可能性がある」と指摘した。ある委員は、中国においては、やや長い目でみて、地方からの低賃金労働者の供給余地が乏しくなるなど、構造的な転換点が到来しつつあり、潜在成長力が低下する可能性にも留意が必要であると述べた。

以上の議論を経て、①欧州では、ソブリン・リスク問題の影響の深刻化を受けて、財政と金融システム、実体経済の負の相乗作用が強まっていくリスクがあること、②米国では、雇用の改善テンポが依然として緩慢なうえ、家計のバランスシート調整や住宅市場の調整が長引くもとで、景気は上方に弾みにくく、下方に振れやすい状況が続くと考えられること、③新興国・資源国では、物価安定と成長を両立することができるかどうか、なお不透明感が高いこと、など、海外経済の先行きには引き続き留意が必要との見方で一致した。

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。

景気の現状について、委員は、持ち直しの動きが続いているとの見方で一致した。また、生産や輸出について、震災による落ち込みからの回復過程に比べてペースは緩やかになっているが、増加を続けているとの認識を共有した。そのうえで何人かの委員は、情報関連財など一部で、輸出の勢いに陰りがみられることを指摘した。委員は、設備投資は緩やかに増加しており、個人消費は持ち直しているとの認識を共有した。何人かの委員は、9月短観における今年度設備投資計画が堅調であったことを指摘した。また、委員は、住宅投資は持ち直しの動きが明確になっており、公共投資も下げ止まりつつあるとの見方で一致した。

景気の先行きについて、委員は、海外経済は、当面減速するものの、基調的には底堅く推移すると考えられること、そうしたもとの輸出は、緩やかな増加基調を辿ること、資本ストックの復元に向けた国内需要が顕現化してくることなどから、わが国経済は緩やかな回復経路に復していくとの見方を共有した。

景気の先行きを巡るリスクについて、委員は、海外情勢を巡る不確実性や、それらに端を発する為替・金融資本市場の変動が、わが国経済に与える影響に、引き続き最も注意が必要であるとの見方で一致した。多くの委員は、欧州のソブリン・リスク問題が世界経済全体を下押しする中で、輸出が下振れるリスクが高まっているとの認識を示した。このうち、複数の委員は、とりわけ自動車や情報関連の海外需要の下振れには注意が必要であると付け加えた。何人かの委員は、これまでの円高が、輸出や企業収益の悪化をもたらすだけでなく、企業や家計のマインド悪化を通じて、より広範な影響をもたらす可能性に注意が必要であると指摘した。このうちの一人の委員は、円高の定着が一因となって、基幹工場や研究開発拠点の海外シフトが加速するようになれば、産業空洞化をもたらすとともに、わが国の成長期待が低下する惧れがあると述べた。別の一人の委員は、最近、円高を活かした海外企業の買収例が急増していることは、わが国の潜在成長力を高めるものとして、積極的に評価できる面もあると述べた。この間、複数の委員は、電力供給制約の影響も引き続き意識しておく必要があると指摘した。こうした議論を踏まえて、委員は、わが国経済を巡る不確実性は引き続き高く、下振れリスクを意識する必要があるとの認識を共有した。

消費者物価（除く生鮮食品）の前年比について、委員は、概ねゼロ%となっており、10月以降、昨年引き上げられたたばこ税や傷害

保険料のプラス寄与が剥落することもあるとあって、当面、ゼロ%近傍で推移するとの見方で一致した。何人かの委員は、国際商品市況の反落やこれまでの円高が、当面、物価の下押し要因として働く可能性に言及した。やや長い目でみた消費者物価の動向について、委員は、需給ギャップの縮小を受けて緩やかに上昇していくとの認識を共有した。ある委員は、国内企業の価格支配力は、震災後に一時的に高まったものの最近では再び低下しているとみられるとしたうえで、円高に伴う企業マインドの悪化などと相俟って、物価安定の実現が後ずれするリスクに留意が必要であると述べた。

この間、消費者物価の基調判断にどのような指数を用いるべきかについても議論がなされた。何人かの委員は、生鮮食品を除く消費者物価の前年比は、先般の基準改定によって低下したが、物価の実勢に変化が生じた訳ではなく、需給ギャップが縮小するもとのデフレ脱却の方向に向かっていること自体は変わっていないと述べた。一人の委員は、購入頻度の低い品目を除いた消費者物価指数の前年比がはっきりとしたプラスとなっていることを指摘したうえで、人々の物価観は、ヘッドラインの指数でみるほど、低くはないかもしれないと述べた。ある委員は、基調的な物価変動を捉えるうえで完璧な指数を作ることは困難であり、様々な指標を総合的に判断していくという姿勢が重要ではないかとの見解を示したうえで、基調的な物価動向の適切な捉え方については、引き続き検討を行っていく必要があるとコメントした。

## 2. 金融面の動向

わが国の金融環境について、委員は、中小企業を中心に一部企業の資金繰りに厳しさがなお窺われるものの、緩和の動きが続いているとの見方で一致した。

短期金融市場について、委員は、日本銀行による潤沢な資金供給のもとで、引き続き、落ち着いて推移しているとの見方を共有した。何人かの委員は、米ドルの調達環境に関して、欧州系金融機関に対するカウンターパーティ・リスクが強く意識されているものの、邦銀については、落ち着いた調達環境が維持されているとの認識を示した。何人かの委員は、株価の軟調や円高の動きなどに言及しつつ、国際金融市場における緊張の高まりがわが国金融市場に及ぼす影響について、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。企業金融について、委員は、企業からみた金融機関の貸出態度は改善傾向が続いており、CP市場、社債市場ともに、良好な発行環境が続いているとの認識を共有した。また、企業の資金繰りについて、

委員は、中小企業を中心に一部で厳しいとする先がなおみられているが、総じてみれば改善した状態にあるとの見方で一致した。複数の委員は、9月短観における貸出態度判断DIや資金繰り判断DIの改善からも、こうした状況が確認できると述べた。

#### IV. 当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、委員は、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度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。

当面の金融政策運営について、委員は、8月に一段と強化した金融緩和措置のもとで金融資産の買入れを着実に進め、その効果の波及を確認していくことが適当であるとの認識を共有した。そのうえで、何人かの委員は、欧州ソブリン・リスク問題の拡がりに起因する国際金融資本市場の不安定化等を背景に、前回会合よりも経済・物価の下振れリスクは幾分高まっているのではないかと述べた。何人かの委員は、今後、必要に応じて適切な措置を講じていくことが重要であるとの見解を示した。このうちの一人の委員は、事態の展開によっては、先行き更なる金融緩和が必要となる可能性もあるとの認識は、前回会合から変わっていないと付け加えた。複数の委員は、米・欧の中央銀行と協調して行っている米ドル資金供給オペレーションは、国際的な金融市場の安定確保に重要な役割を果たしており、今後ともこうした中央銀行間の協調が重要であると述べた。

10月末に貸付受付期間が終了する被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーションについて、委員は、受付期限を延長し、未実行の貸付枠を活用することにより、引き続き、被災地の金融機関における復旧・復興に向けた資金需要への対応を支援することが適当との見解で一致した。大方の委員は、延長後の期限について、被災地金融機関の年末、年度末の資金繰りに万全を期す観点から、来年4月末とすることが適当と述べた。何人かの委員は、本オペレーションの実施期間と合わせるかたちで決定した、被災地企業等債務にかかる担保適格要件の緩和措置の適用期限についても、同様に6か月延長し、2013年4月末としてはどうかと述べた。複数の委員は、今後の対応については、復興資金需要の動向やそれに対する民間金融機関の取り組みのほか、政府等による支援の状況なども踏まえつつ、必要に応じて、中央銀行としての適切な対応を検討していくことが適当であると述べた。

以上の議論を経て、議長は、本オペレーションの貸付受付期間の延長等に関する委員の意見は収斂していると判断し、他の委員もそれに同意したことから、本会合において、基本要領の改正を決定することとした。これを受けて、執行部は基本要領の改正案を作成し、説明を行った。その後、政策委員による検討が行われ、最終的な付議文案として「『被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション基本要領』等の一部改正に関する件」が作成された。

## V. 政府からの出席者の発言

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- わが国の経済情勢をみると、持ち直しているものの、急速な円高の進行、更には欧米経済の停滞感の高まりが、景気を下振れさせる重大なリスクとなっており、政府として強い懸念を持っている。
- 産業の空洞化を防ぐため、政府としては、第3次補正予算等を活用し、①中小企業金融の更なる充実など円高の「痛み」を緩和すること、②立地補助金の思い切った拡充等により産業空洞化を防ぎ、リスクに負けない強靱な経済を構築すること、③日本企業による海外企業の買収や資源権益の獲得等、円高メリットを徹底活用すること等を早急に進めることが重要である。9月20日に中間報告を公表した「円高への総合的対応策」の最終取り纏めも、可能な限り早急に進めていく。なお、第3次補正予算の成立を待たずに可能な対応は、迅速に行うことが重要であり、「円高に対応した雇用調整助成金の要件緩和」等や、「海外M&Aや資源確保等の促進」等を直ちに着手・実施することとした。
- 本日、被災地金融機関支援オペの延長が提案されたことについては、震災の復旧・復興に資する取り組みと評価している。政府としては、円高の進行と欧米経済の停滞懸念による景気下振れリスクが急速に高まりつつあることなどを踏まえ、今後のマクロ経済運営にはより一層細心の注意を払う必要があると考えており、引き続き日本銀行と一体となって取り組んでいきたい。日本銀行におかれても、現下の厳しい経済状況に対する認識を政府と共有し、欧米経済の動向や為替市場を含む金融・資本市場の変動が、わが国経済に与える影響等を踏まえながら、果敢な金融政策対応をお願いしたい。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- わが国の景気は、サプライチェーンの立て直し等により持ち直し

ている。先行きは、復興需要により景気の持ち直し傾向が続くと期待されるが、欧州の財政問題を背景とした国際金融情勢の不安定化、海外景気の下振れ懸念や急速な円高の進行等、わが国景気の下振れリスクが強まっていることには十分な留意が必要である。

- 物価については、コアCPI上昇率は2か月連続で僅かなプラスとなったが、物価の基調は下落が続いているなど、依然として緩やかなデフレ状況にある。こうした中で、円高の進行がデフレを強め、また、逆にデフレが円高をもたらすという悪循環に陥ることのないよう対処していくことが重要である。
- 政府としては、急速な円高の進行等による景気下振れリスクや産業空洞化リスクに先手を打つとの考え方のもと、円高の痛みの緩和、リスクに強靱な経済の構築、円高メリットの徹底活用を柱とした「円高への総合的対応策」の最終取り纏めを早急に行う。これを含む平成23年度第3次補正予算案の早期成立を図り、東日本大震災からの復興に全力で取り組むとともに、円高対応策を迅速に実施することにより、景気下振れリスクを最小化し、日本経済の持続的な成長への道行きを確実なものとするよう努力していく。
- わが国経済は、国際金融情勢の不安定化や投資家のリスク回避姿勢の強まり、景気の下振れリスクの高まり、円高とデフレの悪循環の懸念という困難に直面している。日本銀行におかれては、被災地の復旧・復興を引き続き金融面から支えて頂くとともに、政府との一層緊密な情報交換・連携のもと、適切かつ果断な金融政策運営により経済をしっかりと下支えするようお願いしたい。

## VI. 採決

### 1. 金融市場調節方針

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、0～0.1%程度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、0～0.1%程度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、中村委員、亀崎委員、  
宮尾委員、森本委員、白井委員、石田委員

反対：なし

2. 「被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション基本要領」等の一部改正に関する件

次に、「『被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション基本要領』等の一部改正に関する件」が、採決に付された。採決の結果、全員一致で決定され、適宜の方法で公表することとされた。

## VII. 対外公表文（「当面の金融政策運営について」）の検討

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

## VIII. 議事要旨の承認

議事要旨（9月6、7日開催分）が全員一致で承認され、10月13日に公表することとされた。

以 上

2011年10月7日

日 本 銀 行

### 当面の金融政策運営について

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

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す。

2. わが国の経済は、持ち直しの動きが続いている。すなわち、生産や輸出は、震災による落ち込みからの回復過程に比べてペースは緩やかになっているが、増加を続けている。こうしたもとで、設備投資は緩やかに増加しているほか、個人消費についても、全体としては持ち直している。この間、金融環境をみると、中小企業を中心に一部企業の資金繰りに厳しさがなお窺われるものの、緩和の動きが続いている。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、概ねゼロ%となっている。

3. 先行きについて、海外経済は、当面減速するものの、基調的には、新興国を中心に底堅く推移すると考えられる。そうしたもとで輸出が緩やかな増加基調をたどることや、資本ストックの復元に向けた国内需要が顕現化してくることなどから、わが国経済は、緩やかな回復経路に復していくと考えられる。消費者物価の前年比は、当面、ゼロ%近傍で推移するとみられる。

4. 景気のリスク要因をみると、欧州のソブリン問題の帰趨や、バランスシート調整が米国経済に与える影響について、引き続き注意が必要である。新興国・資源国では、物価安定と成長を両立することができるかどうか、なお不透明感が高い。こうした海外情勢を巡る不確実性や、それらに端を発する為替・金融資本市場の変動が、わが国経済に与える影響については、引き続き、丹念に点検していく必要がある。

物価面では、国際商品市況の先行きについては、上下双方向に不確実性が大きい。また、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

(注1) 賛成：白川委員、山口委員、西村委員、中村委員、亀崎委員、宮尾委員、森本委員、白井委員、石田委員。  
反対：なし。



もある。

5. 被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーションについては、その受付期限を6か月延長し、2012年4月末とすることとした。被災地企業等にかかる担保適格要件の緩和措置についても、その適用期限を6か月延長し、2013年4月末とすることとした。

6. 日本銀行は、現在、8月に一段と強化した金融緩和措置のもとで、金融資産の買入れ等を着実に進めている。また、日本銀行は、「中長期的な物価安定の理解」<sup>(注2)</sup>に基づき、物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで、実質ゼロ金利政策を継続していく方針である。日本銀行としては、こうした包括的な金融緩和政策を通じた強力な金融緩和の推進、さらには、金融市場の安定確保や成長基盤強化の支援を通じて、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よう、中央銀行としての貢献を粘り強く続けていく。今後とも、先行きの経済・物価動向を注意深く点検したうえで、適切に対応していく方針である。

以 上

---

<sup>(注2)</sup> 「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、中心は1%程度である。」