

<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：2042年12月>

2012.10.25
企 画 局

金融環境の現状評価

（概 況）

前回会合（10月4、5日）以降、利用可能になった指標をみると、

- ① 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こと、
- ② CP・社債市場の発行環境は、総じてみれば、良好な状態が続いていること、
- ③ 資金需要面をみると、運転資金や企業買収関連を中心に増加の動きがみられ、銀行貸出の前年比はプラス幅が幾分拡大していること、
- ④ 企業の資金繰りをみると、総じてみれば、改善した状態にあること、

が確認された。

以上を踏まえると、「わが国の金融環境は、緩和した状態にある」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、家計のインフレ予想およびマーケットの指標が横ばい圏内で推移している一方で、エコノミストのインフレ予想は幾分低下している。

—— 消費動向調査をみると、家計の1年後のインフレ予想は、概ね横ばい圏内で推移している（7月+1.69%→8月+1.79%→9月+1.81%、図表1左下段）。

—— 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、このところ緩やかに低下している（2012年度：8月+0.0%→9月

-0.1%→10月-0.1%、2013年度：8月+0.2%→9月+0.1%→10月+0.1%、
図表2右上段)。なお、2014年度に関する特別調査では、消費税率引き上げの
織り込みもあって+2.4%との予想となっている¹。

— 10月のコンセンサス・フォーキャスト調査をみると、エコノミストの短期
的なインフレ予想（1～3年後の平均インフレ率）は、横ばい圏内で推移して
いる（2011/10月+0.2%→2012/4月+0.8%→10月+0.7%、図表2左下段）。

— 円スワップ・レートから計算した短中期のインプライド・フォワード・レー
トは、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、エコノミストの予想およびマーケット指
標は概ね横ばい圏内で推移している。

— 10月のコンセンサス・フォーキャスト調査をみると、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、均してみれば概ね
前年比1%程度で推移している（2011/10月+1.0%→2012/4月+1.2%→10
月+0.8%、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、概ね横ばい圏内で推移している（図表3下段）。

2. 政策金利と実体経済

政策金利の水準をCPI上昇率を差し引いた実質ベースでみると、実質GDP
トレンドの成長率（均衡利子率の代理変数）や潜在成長率（同）との比較では、
概ね中立的な水準にある。標準的なテイラー・ルールとの比較では、HPフィル
ターを用いて計算した場合は概ね中立的な水準ながら、生産関数アプローチを用
いて計算した場合は幾分引き締まり的な水準にある（図表4～7）²。

3. 資金調達コスト

企業の資金調達コストは、低水準で推移している（図表9）。

個別の金利動向をみると、以下の通り。

¹ ESPフォーキャスト調査では、2009年以降、毎年10～12月の調査において、翌々年度のインフ
レ予想を特別調査として示している。過去の特別調査においては、事後的にやや大幅な修正が加えら
れている例もみられる。

² 図表4～7においては、基調的な動きをみるために、2010年度から実施された高校授業料の実質無
償化の影響を除いたベースのCPIを用いている。

- 貸出金利は、低い水準で推移している（図表 10）。
- CP発行金利、CP発行スプレッドは、総じて低い水準で安定的に推移している（図表 11）。
 - CPの発行市場では、業況悪化などから一部銘柄については、信用スプレッドが幾分拡大した状態となっているが、全体としての発行環境は引き続き落ち着いている。
- 社債発行金利、社債発行スプレッドは、総じて低い水準で推移している（図表 12）。
 - 10月入り後の発行状況を見ると、業況悪化などから一部銘柄については、高めの発行スプレッドとなっているが、投資家の需要が引き続き底堅い中、全体としての発行環境は落ち着いている。

4. 資金調達量

資金需要面をみると、運転資金や企業買収関連を中心に、増加の動きがみられている。

民間総資金調達の前年比は、マイナス幅が幾分縮小している（1～3月-0.3%→4～6月-0.6%→7～9月-0.3%、8月-0.4%→9月-0.2%、図表 15 上段）。

- 民間銀行貸出残高（特殊要因調整後、都銀等・地銀・地銀Ⅱ）の前年比は、プラス幅が幾分拡大している（1～3月+0.9%→4～6月+0.6%→7～9月+1.1%、7月+1.0%→8月+1.1%→9月+1.3%、図表 15 下段）。

—— 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DI（季節調整済）をみると、企業向けは、中小企業向けがごく小幅の「減少」超となったものの、大企業向けが引き続き「増加」超となったことから、全体としても「増加」超となった。個人向けは4四半期連続で「増加」超となった（図表 21 上段）。

—— ヒアリング情報によると、企業の資金需要は、運転資金や企業買収関連を中心に、引き続き回復傾向にあるとの見方が聞かれている。復興関連の資金需要についても、緩やかな増加傾向にあるとの話が聞かれている。なお、一部の地銀・地銀Ⅱでは、引き続き、都市部における企業向け貸出等を積極的に行っている模様。

- CP・社債の発行残高は、ほぼ前年並みとなっている（前年比、7月-0.7%→8月-0.3%→9月-0.0%、図表 17 上段）。CP残高の前年比は、引き続きプラスで推移している一方、社債残高の前年比は、電力債を中心にマイナスとなっている。

—— 社債の発行環境については、相対的に高い格付けの銘柄を中心に、投資家の底堅い需要がみられる状況には変化はなく、総じて良好な発行環境が続いている。10月の社債の発行額は、5,630億円と例年を幾分上回る水準となる見込み（2011年10月：4,900億円、2002～2011年の10月平均：5,282億円）。

▽ 10月入り後の社債発行銘柄

10月	AAA格	—
	AA格	北海道電力、関西電力、九州電力、電源開発、首都高速道路、阪神高速道路、小田急電鉄、伊藤忠商事、東急リアル・エステート投資法人、グローバル・ワン不動産投資法人、トヨタファイナンス、ホンダファイナンス、日立キャピタル
	A格	阪急阪神ホールディングス、IHI、富士通、三井化学、ニフコ、丸紅、住友不動産、京阪神ビルディング、エヌ・ティ・ティ都市開発、クレディ・セゾン、ジャフコ
	BBB格	大京

（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。23日まで。

9月のエクイティファイナンス（銀行発行分を除く）は、株式による調達、転換社債の発行とも低水準となった（図表 18）。

5. アベイラビリティ

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。企業の資金繰りは、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、直近の日本公庫調査をみると、中小企業（10月）は引き続き大幅な「緩和」超にある一方、小企業（7～9月）は「困難」超幅が幾分拡大した。

足もと、9月短観の大企業および中小企業も含め、いずれの指数についても2000年以降の平均を上回る水準まで改善している（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・サーベイをみると、大企業向け、中小企業向けとも、「積極化」超幅が小幅に拡大した（図表 21 中段）。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、引き続き皆無であった。

—— 企業の資金繰りについて、直近の日本公庫調査をみると、中小企業（10月）、小企業（7～9月）ともにやや悪化した。一方、商工中金調査では、中小企業（10月）の「悪化」超幅が幾分縮小した（図表 22 下段）。

足もと、9月短観の大企業および中小企業も含め、いずれの指数についても2000年以降の平均とほぼ同水準かこれを上回る水準まで改善している（図表 22 下段）。

6. 企業倒産

企業倒産件数は、低水準で推移している（件数：9月 931件、前年比：7月－5.1% → 8月－5.8% → 9月－7.0%、図表 24 上段）。

—— 震災関連倒産件数は、やや振れを伴いつつも、減少してきている（2011/10～12月 162件 → 2012/1～3月 148件 → 4～6月 127件 → 7～9月 97件、7月 32件 → 8月 30件 → 9月 35件）。

7. その他の金融指標

マネタリーベースの前年比は、銀行券の高めの伸びや、当座預金残高の大幅な増加を反映して、はっきりとしたプラスで推移している（7月＋8.6% → 8月＋6.5% → 9月＋9.0%、図表 26 上段）。

マネーストック（M2）の前年比は、銀行貸出の増加などから2%台のプラスとなっている（7月＋2.3% → 8月＋2.4% → 9月＋2.4%、図表 26 中段）。

以 上

2012.10.25

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

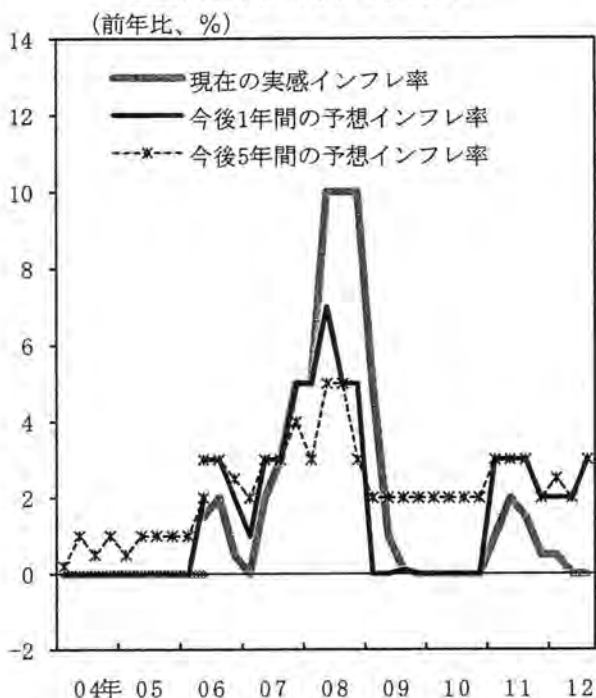
7. その他の金融指標

- （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

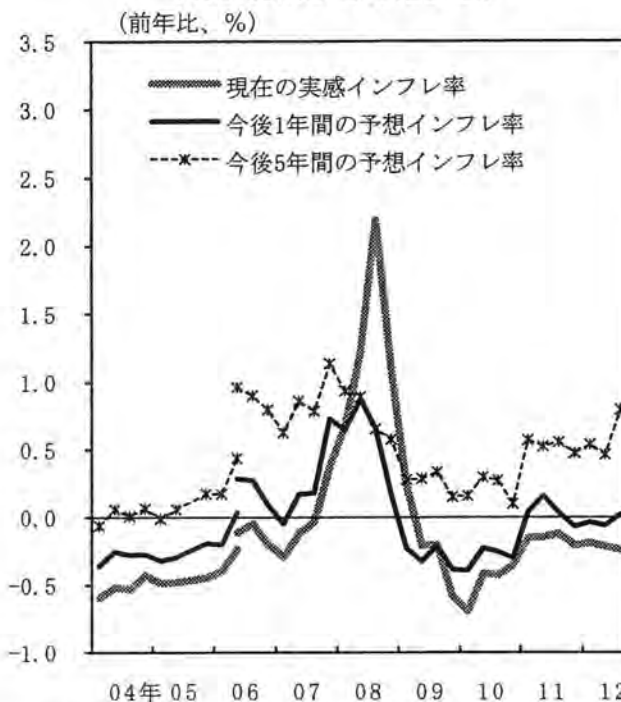
(1) 生活意識に関するアンケート調査

＜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。

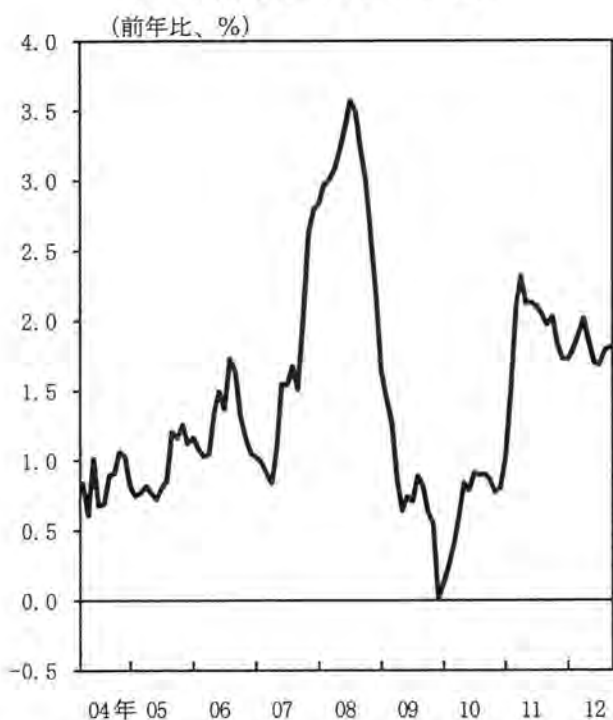
＜質的質問からの推計値＞



(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)

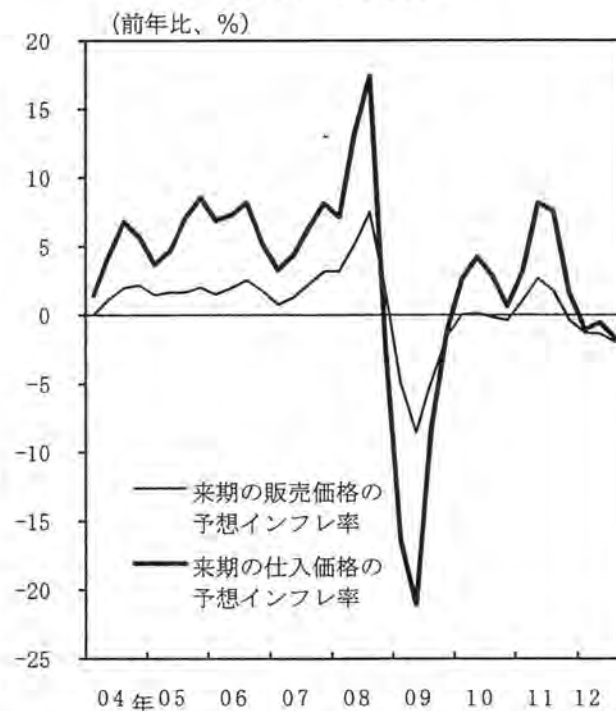
＜1年後の予想インフレ率＞



(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＞

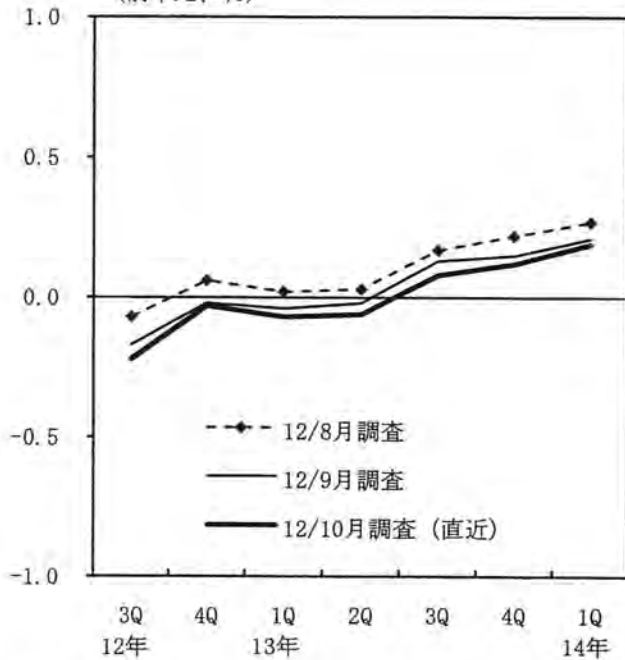


(注) 企業（製造業、全規模）の「上がる」、「下がる」の回答シェアから修正カールソン・パーキン法により推計。

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〉

(前年比、%)

(2) ESPフォーキャスト調査
〈年度〉

(%)

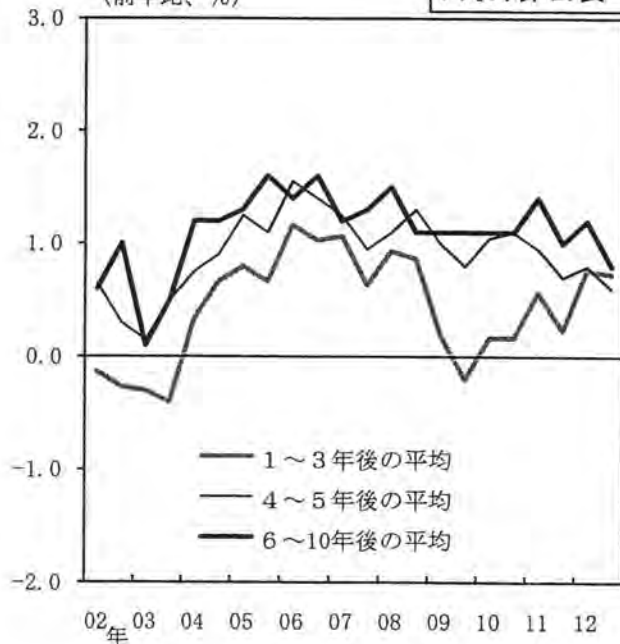
	2012年度	2013年度
12/6月調査	0.1	0.2
7月調査	0.1	0.2
8月調査	0.0	0.2
9月調査	-0.1	0.1
10月調査	-0.1	0.1

(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。

(3) コンセンサスフォーキャスト

(前年比、%)

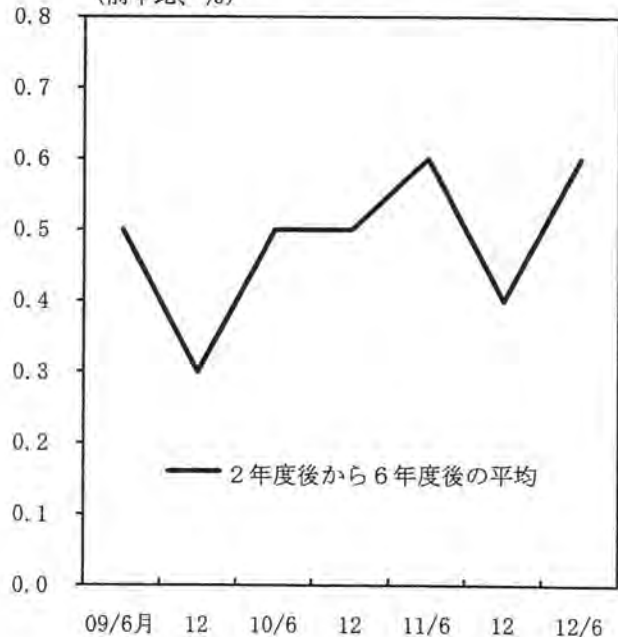
対外非公表



(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

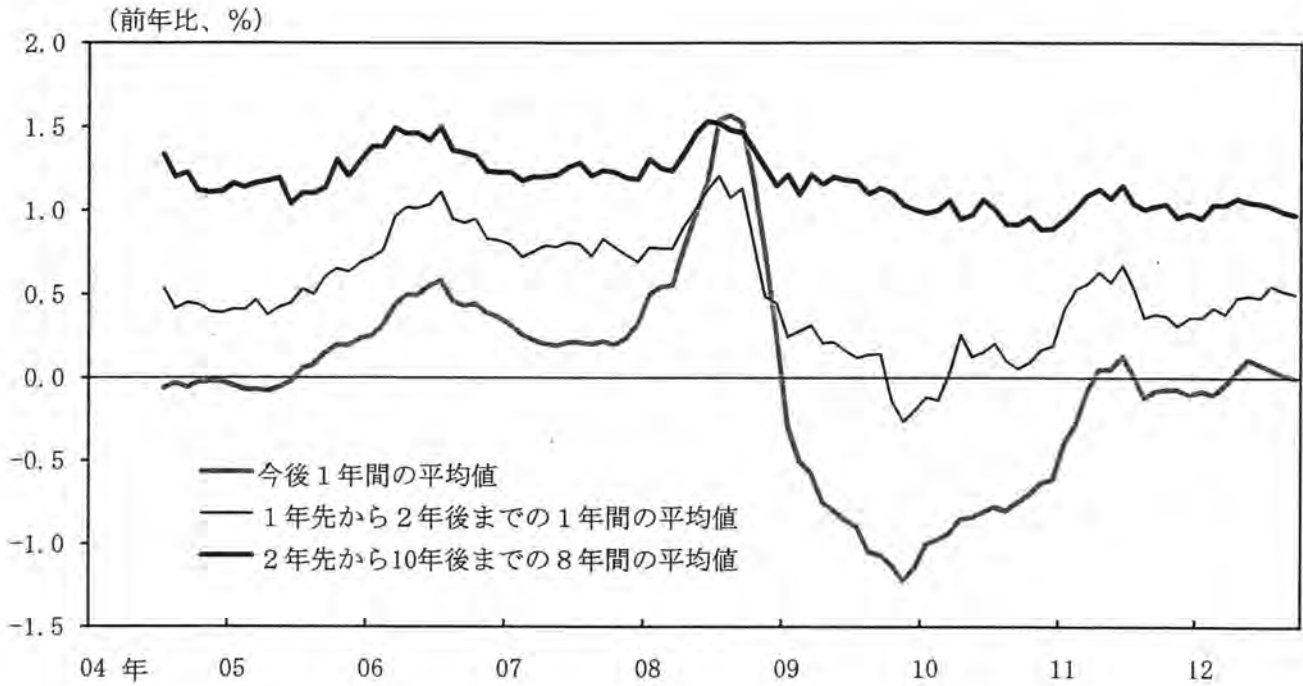
(前年比、%)



(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。

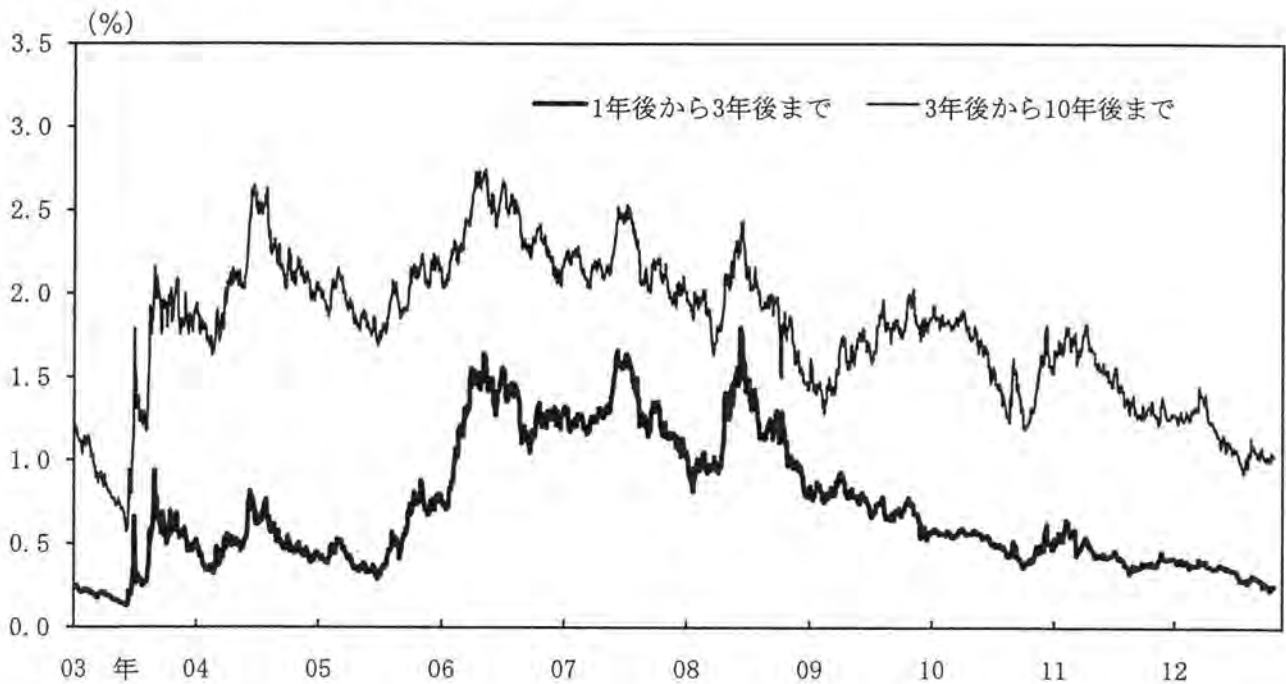
市場のインフレ予想

(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)



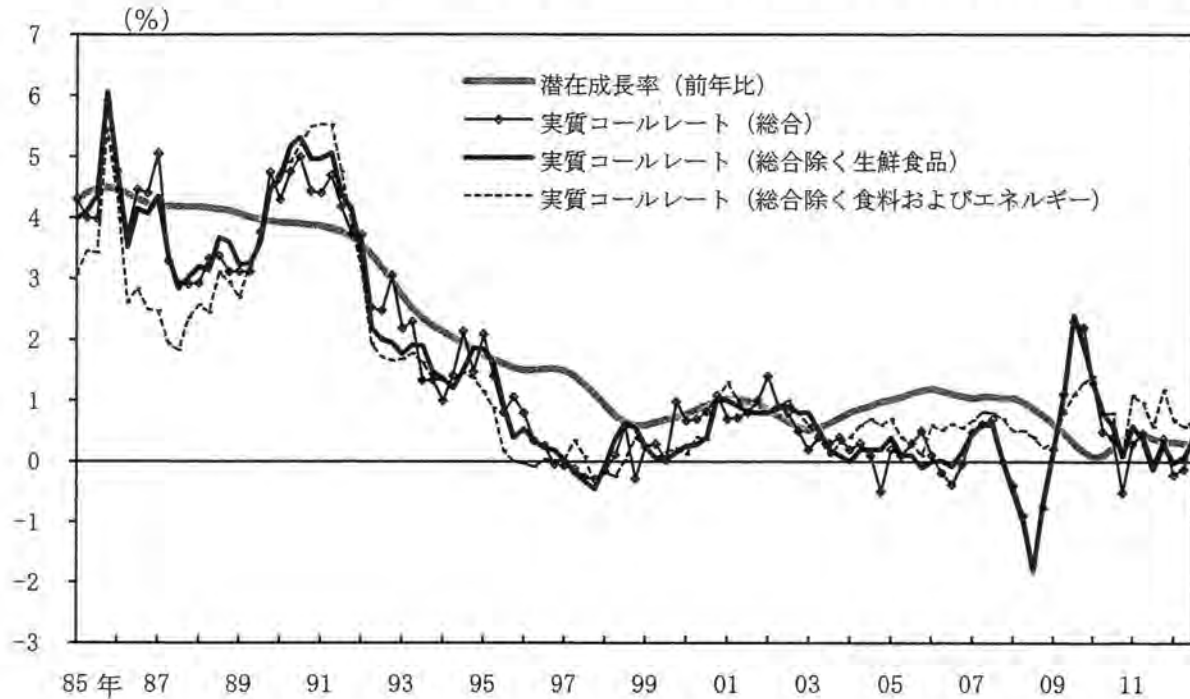
(2) 実質コールレートと実質GDPトレンドの成長率の乖離



(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. 12/3Qの実質GDPトレンド成長率は12/2Qから横ばいと仮定。
12/3Q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)



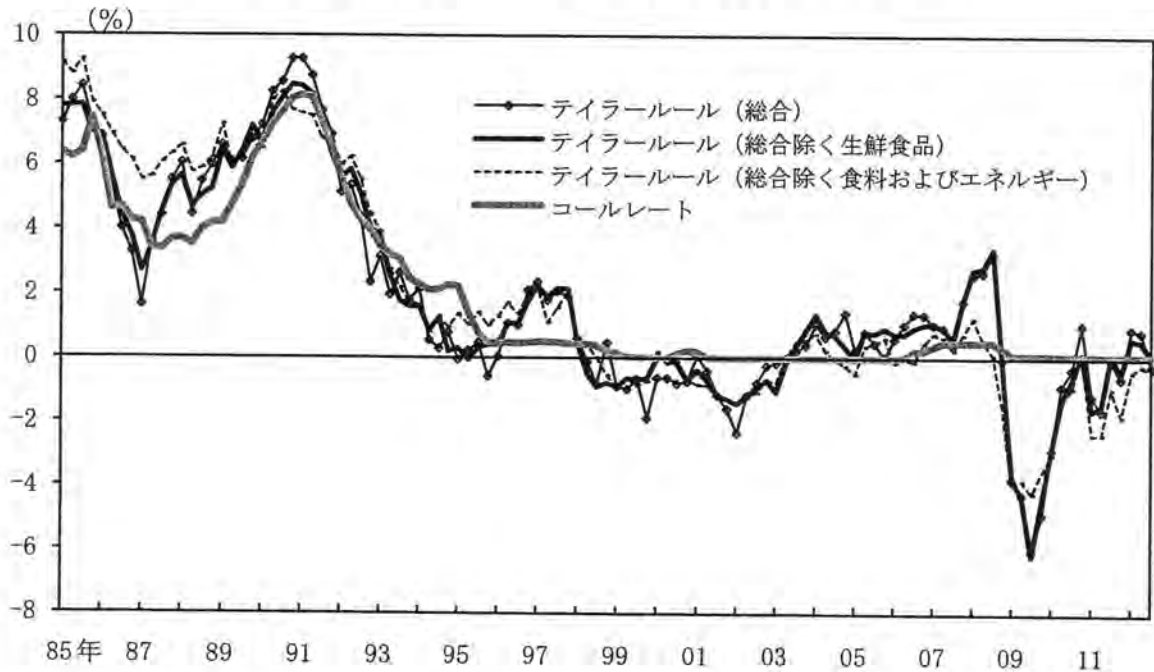
(2) 実質コールレートと潜在成長率の乖離



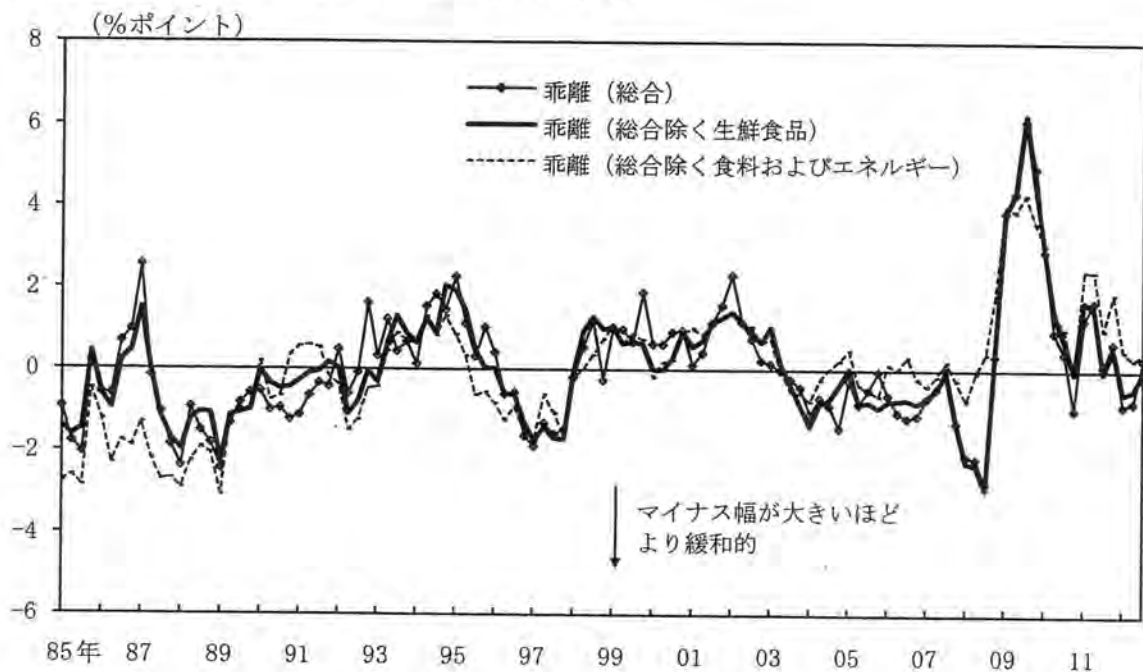
- (注) 1. 実質コールレートは、無担0/Nから消費者物価指数前年比を差し引いて算出。括弧内は、コールレートの実質化に用いたCPIの系列(消費税調整済み)。「食料」は「酒類」を除く。また、「エネルギー」は「電気代」、「都市ガス代」、「プロパンガス」、「灯油」、「ガソリン」からなる。潜在成長率は、生産関数アプローチによる推計値(調査統計局の試算値)。
2. CPIはいずれも、2001/1Q以降、高校授業料(公立高校授業料、私立高校授業料)を除くベース。
3. 12/3Qの潜在成長率は12/2Qから横ばいと仮定。
12/3QのCPI前年比は、9月のCPI前年比が8月から横ばいと仮定して算出。

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。

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

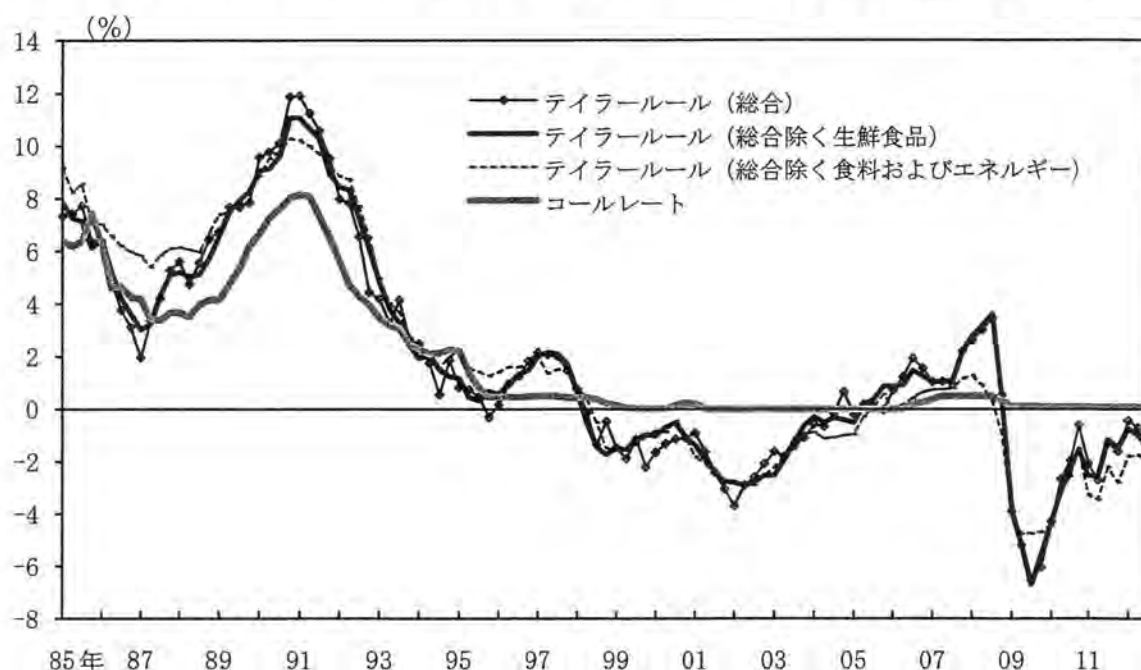
$$+ 1.5 \times (\text{インフレ率} - \text{目標インフレ率}) + 0.5 \times \text{GDPギャップ}$$

- 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。
- 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。
- 12/3Qの潜在成長率およびGDPギャップは、12/2Qから横ばいと仮定。
12/3Q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。

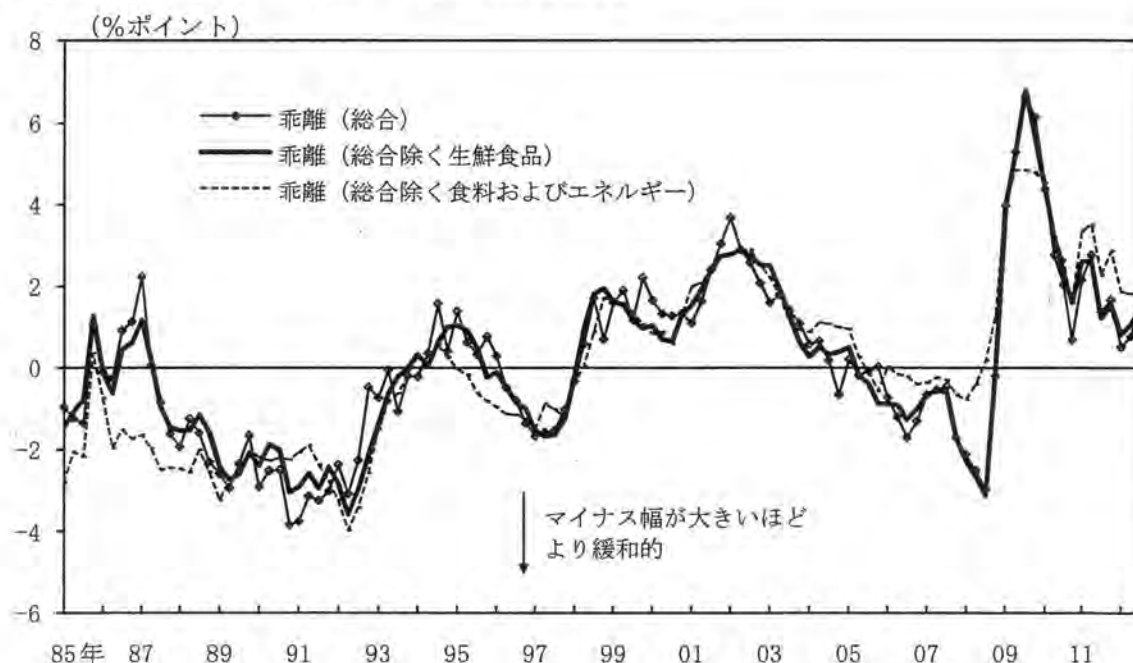
政策金利水準と実体経済(4)

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. 12/3Qの潜在成長率およびGDPギャップは、12/2Qから横ばいと仮定。

12/3Q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

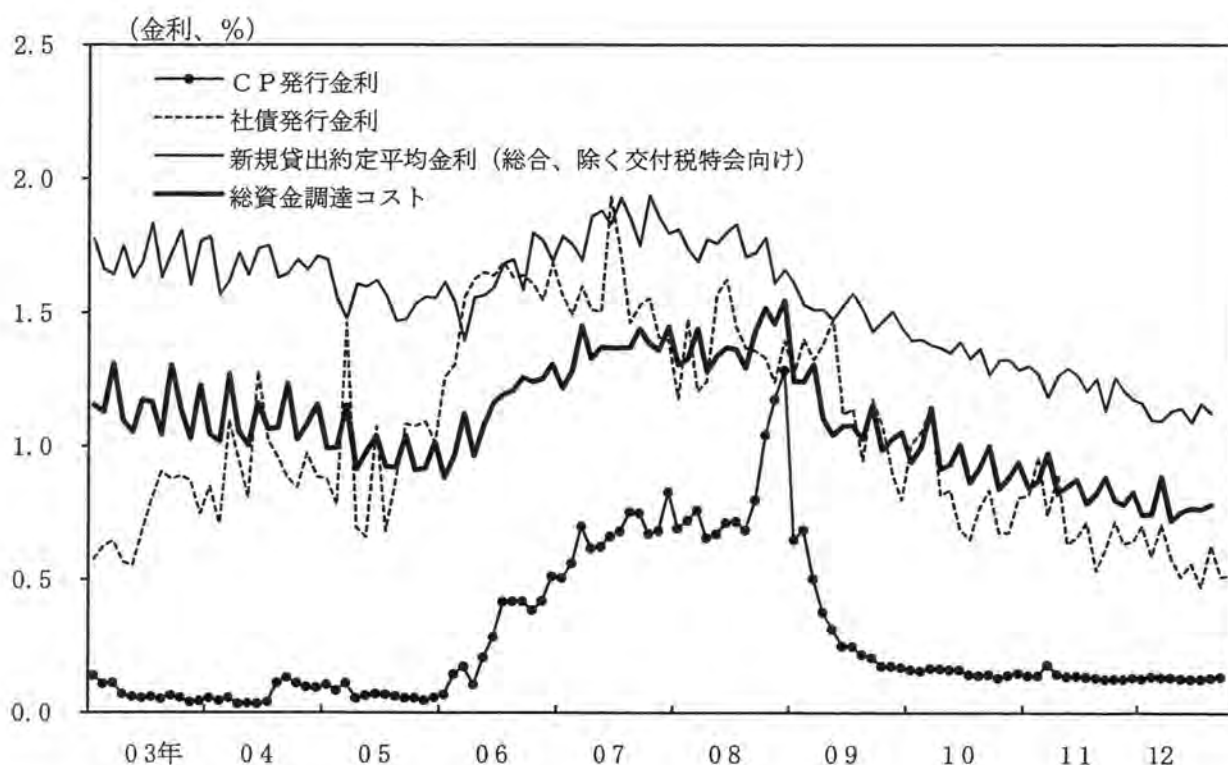
		11/ 10~12月	12/ 1~3	4~6	7~9	12/8月	9	10p
短期プライムレート(末値)		1.475	1.475	1.475	1.475	1.475	1.475	—
長期プライムレート(末値)		1.40	1.35	1.30	1.25	1.25	1.25	—
貸出約定平均金利								
新 規	短期	1.079	0.962	1.021	—	0.902	—	—
	除く交付税特会向け	1.446	1.340	1.381	—	1.455	—	—
	長期	1.095	1.020	1.002	—	0.989	—	—
	総合	1.085	0.992	1.007	—	0.954	—	—
ス ト ック	除く交付税特会向け	1.215	1.119	1.123	—	1.127	—	—
	短期	1.099	1.083	1.040	—	1.042	—	—
	長期	1.547	1.518	1.486	—	1.462	—	—
総合		1.465	1.441	1.418	—	1.401	—	—
スプレッド貸出の スプレッド(都銀等)	短期	0.48	0.43	0.43	—	0.46	—	—
	長期	0.81	0.72	0.74	—	0.70	—	—
CP発行レート (3ヶ月物、a-1格)		0.13	0.13	0.13	0.14	0.14	0.14	0.15
スプレッド	a-1+格	+0.00	+0.01	+0.01	+0.01	+0.01	+0.01	+0.00
	a-1格	+0.02	+0.02	+0.02	+0.02	+0.02	+0.03	+0.04
	a-2格以下	+0.18	+0.17	+0.18	+0.19	+0.18	+0.18	+0.26
社債発行レート (AA格)		0.56	0.54	0.51	0.49	0.57	0.43	0.47
スプレッド	AAA格	+0.09	—	+0.12	—	—	—	—
	AA格	+0.20	+0.21	+0.26	+0.28	+0.36	+0.23	+0.27
	A格	+0.39	+0.43	+0.29	+0.37	+0.48	+0.35	+0.34

- (注) 1. 短プラ、長プラの直近(10/25日)の値は、短プラは1.475%、長プラは1.25%。
 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. 12/10月は、CPが第3週まで(10/1~19日)、社債が23日までの値。

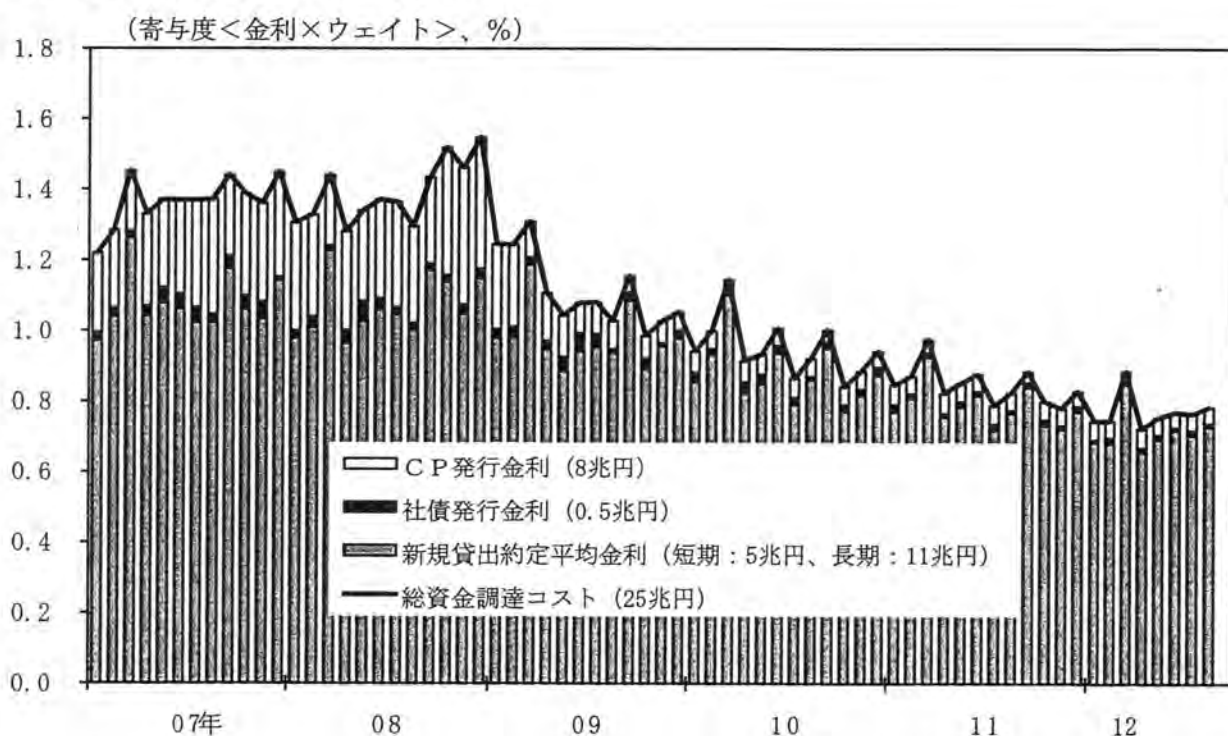
総資金調達コスト

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

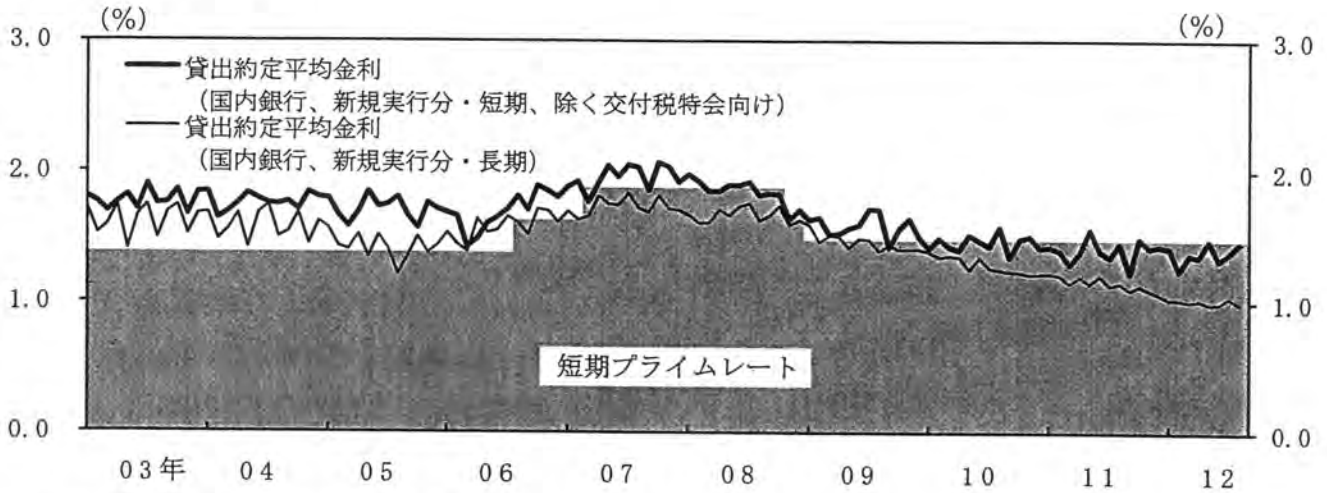


- (注) 1. 総資金調達コストは、新規貸出約定平均金利、社債発行金利、CP発行金利を加重平均して算出。
 2. ウェイトには、各月の新規貸出実行額（除く交付税特会向け）、社債発行額、CP発行額を用いた。一部は推計値。括弧内は11年中の月平均新規貸出実行額または発行額。
 3. 12/10月の社債発行金利は23日までの値。

貸出金利

対外非公表

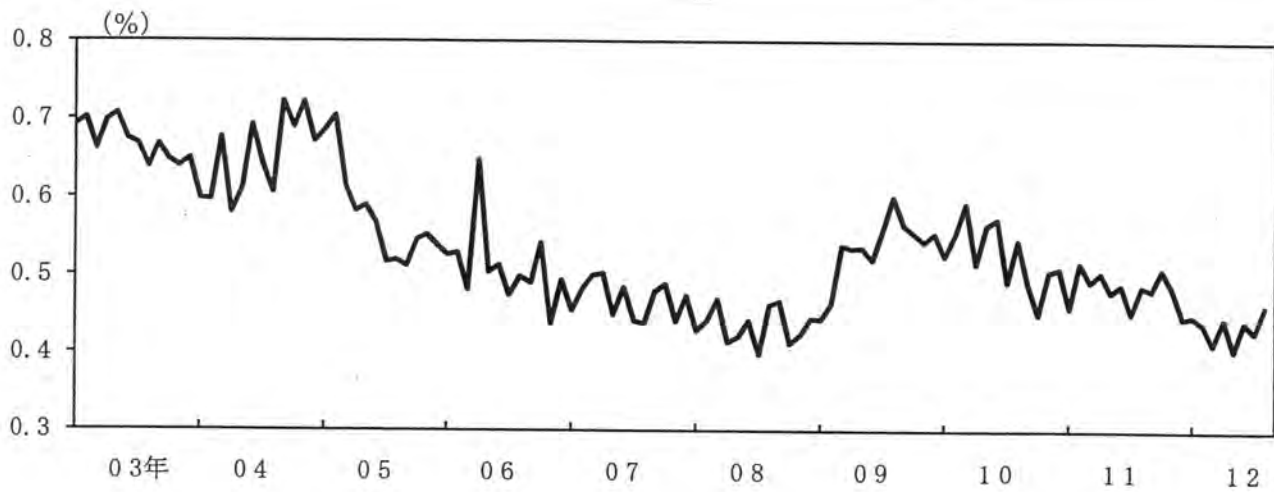
(1) 貸出金利



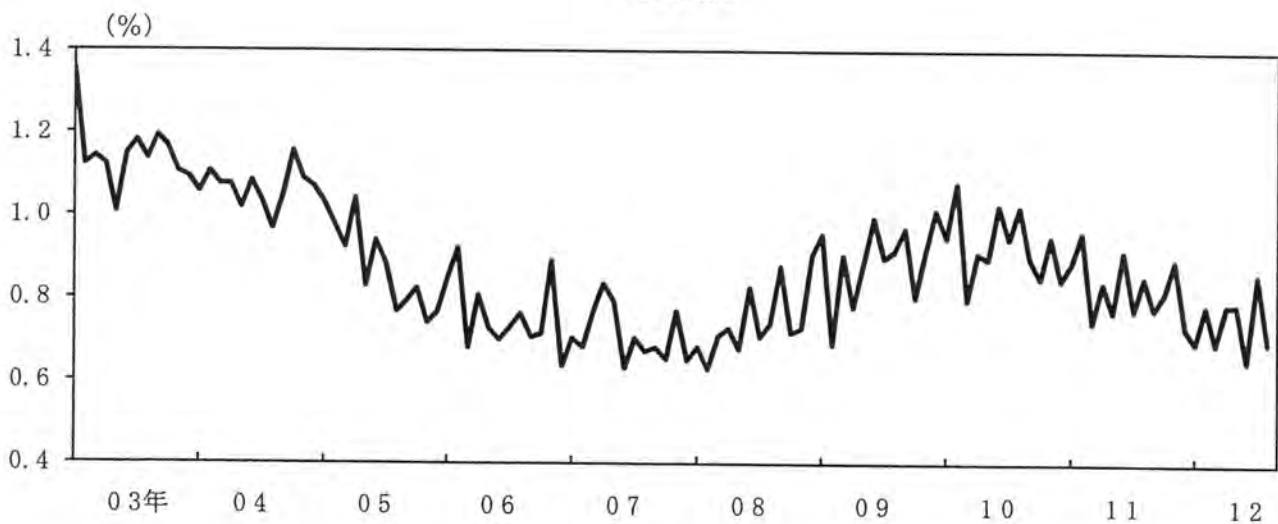
(注) 短期プライムレートは月末時点。

(2) スプレッド貸出のスペリッド

<短期>



<長期>

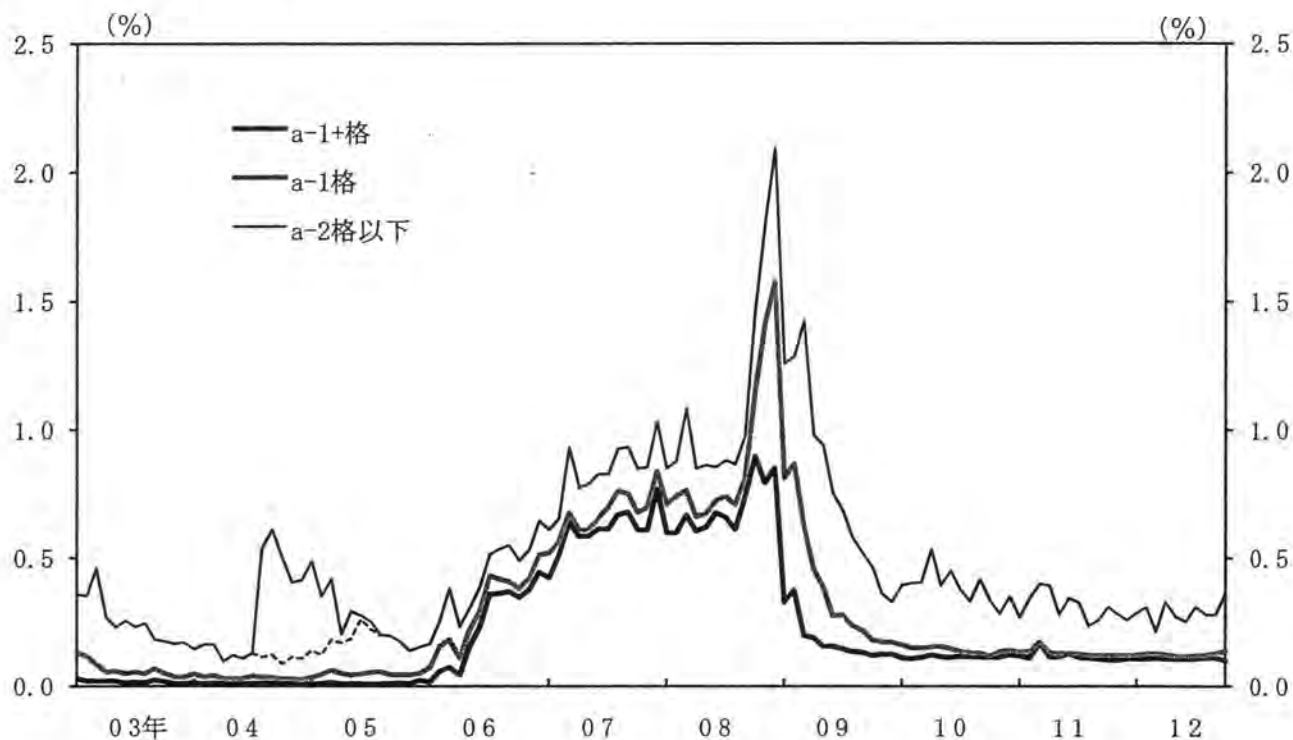


(注) 計数は都銀等ベース。

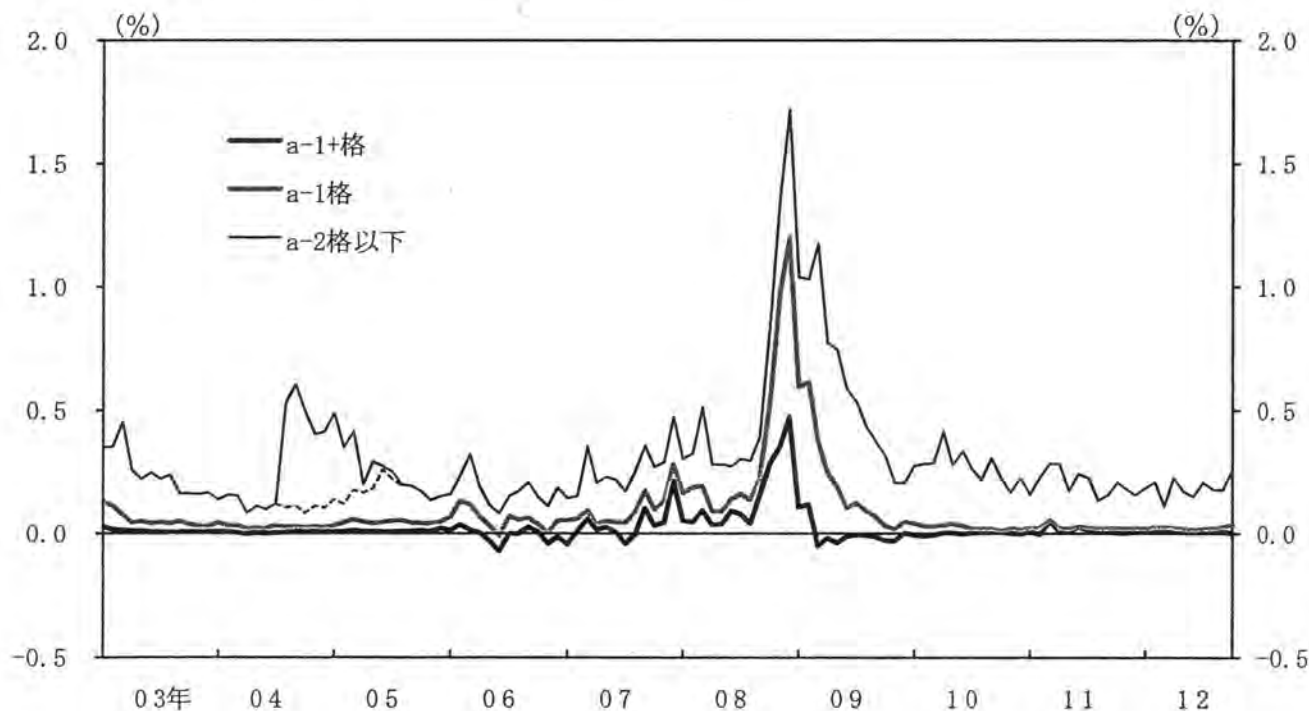
CP発行金利

対外非公表

(1) CP発行金利



(2) CP発行スプレッド

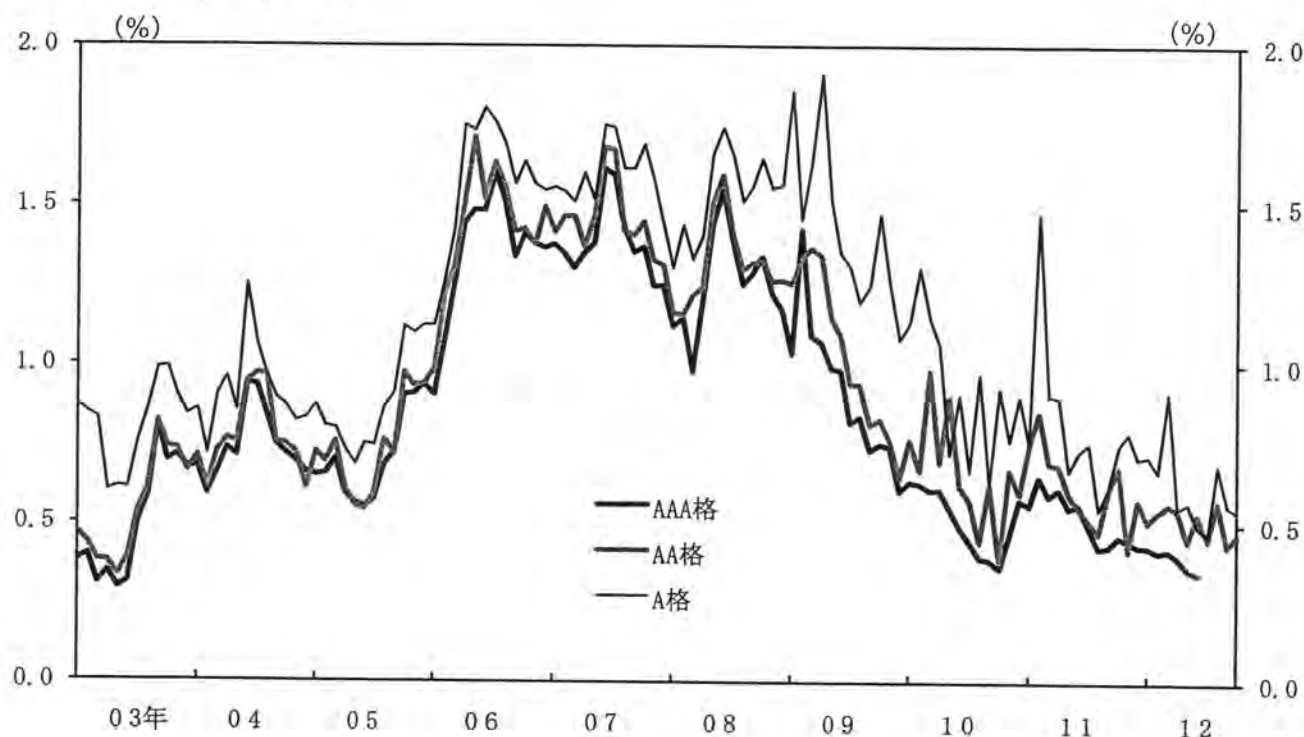


- (注) 1. 発行金利は、証券保管振替機構が公表しているターム別の月中平均レートの単純平均。発行スプレッドは、発行金利と短国3か月物利回りとの格差。銀行・証券会社等発行分、およびABCPは含まない。なお、09/9月以前は日本銀行のオペ先ベース。
 2. 09/9月以前はa-2格未満は含まれない。
 3. a-2格の点線(04/8~05/8月)は、スプレッドの厚い商社を除いたベース。
 4. 12/10月は第3週まで(10/1~19日)の平均値。

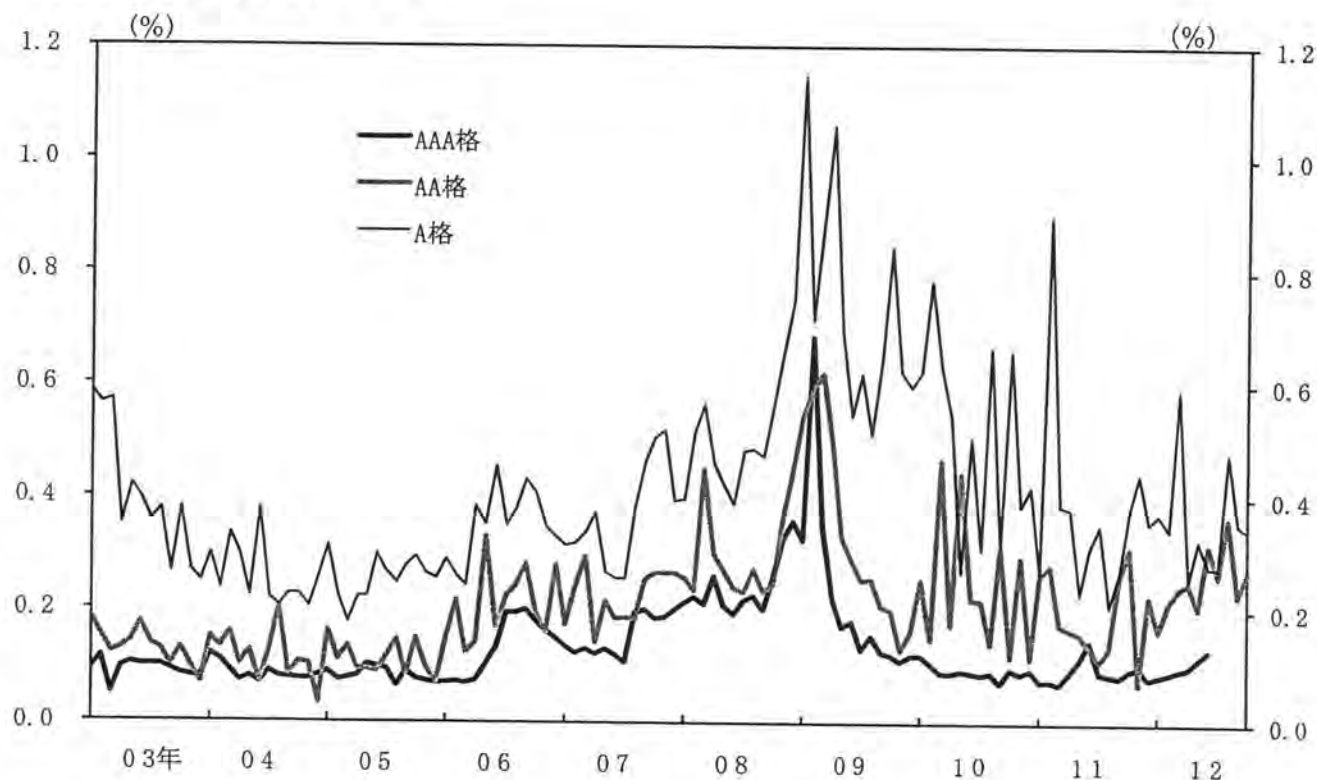
社債発行金利

対外非公表

(1) 社債発行金利



(2) 社債発行スプレッド



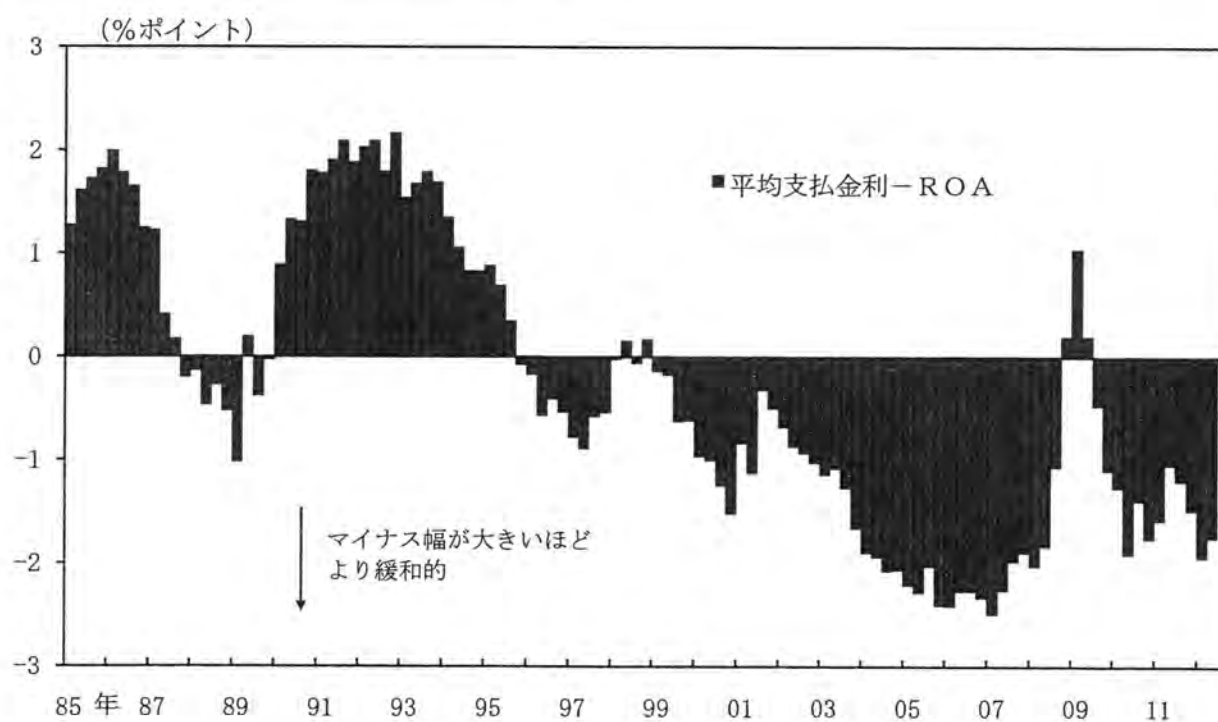
- (注) 1. 社債発行金利は、「社債発行スプレッド+5年物国債金利」として計算した試算値。
 2. 社債発行スプレッドは、起債日ベースで、社債発行金利と同年限の国債流通利回りの格差。全年限の単純平均値であり、5年物以外のスプレッドも含む。対象は国内公募社債で、銀行や証券会社、発行金利が相対的に高いノンバンクの発行分、劣後債等は除いている。発行が無い月は前後の月の値で線形補間。
 3. 12/7~10月はAAA格の発行は無い。12/10月は23日までの値。

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) 12/3Q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

<民間部門総資金調達の内訳>

— 平残前年比%、前年比寄与度%ポイント；残高、兆円

	2011年	12/ 1~3月	4~6	7~9	12/7月	8	9	2011年 平残
民間部門総資金調達	-1.2	-0.3	-0.6	-0.3	-0.5	-0.4	-0.2	599
寄 与 度	銀行・信金・外銀計	-0.6	0.3	0.1	0.5	0.4	0.5	434
	生保	-0.2	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	26
	政府系	-0.8	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6	52
	旧3公庫	-0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	27
	住宅機構	-0.7	-0.7	-0.7	-0.6	-0.6	-0.6	24
	直接市場調達	0.3	0.0	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	87
	C P	-0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	12
	社債	0.3	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2	-0.1	75

(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。

<民間銀行貸出残高、CP・社債の発行残高>

— 前年比%（[]内のみ調整前）；残高、兆円（調整前）

	2011年	12/ 1~3月	4~6	7~9	12/7月	8	9	2011年 平残
銀行計（平残、調整後）	-0.5	0.9	0.6	1.1	1.0	1.1	1.3	[393]
	[-0.7]	[0.8]	[0.5]	[1.1]	[0.9]	[1.1]	[1.2]	—
都銀等	-2.5	-0.3	-1.1	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	[197]
地銀・地銀Ⅱ計	1.7	2.2	2.3	2.7	2.5	2.6	2.9	[197]
地銀	1.8	2.5	2.5	3.0	2.8	2.9	3.3	[154]
地銀Ⅱ	1.1	1.4	1.5	1.4	1.4	1.5	1.3	[43]
CP・社債計（末残）	0.9	-0.1	-0.6	-0.0	-0.7	-0.3	-0.0	—
CP	6.7	-0.0	6.3	6.5	3.8	1.1	6.5	—
社債	-0.1	-0.2	-1.7	-0.9	-1.5	-0.6	-0.9	—

(注) 計数の定義は図表15(2)、17(1)を参照。

<国内公募社債、転換社債、株式の発行額>

— 1か月当たり、億円

	2011年	12/ 1~3月	4~6	7~9	12/7月	8	9	2011年 平残
国内公募社債計	4,966	4,278	4,649	6,044	6,280	3,220	8,633	—
うちBBB格	390	197	583	293	200	70	610	—
(シェア)	(7.9)	(4.6)	(12.5)	(4.9)	(3.2)	(2.2)	(7.1)	—
転換社債発行額	282	276	80	107	135	100	85	—
株式調達額	626	756	445	4,207	12,030	402	188	—

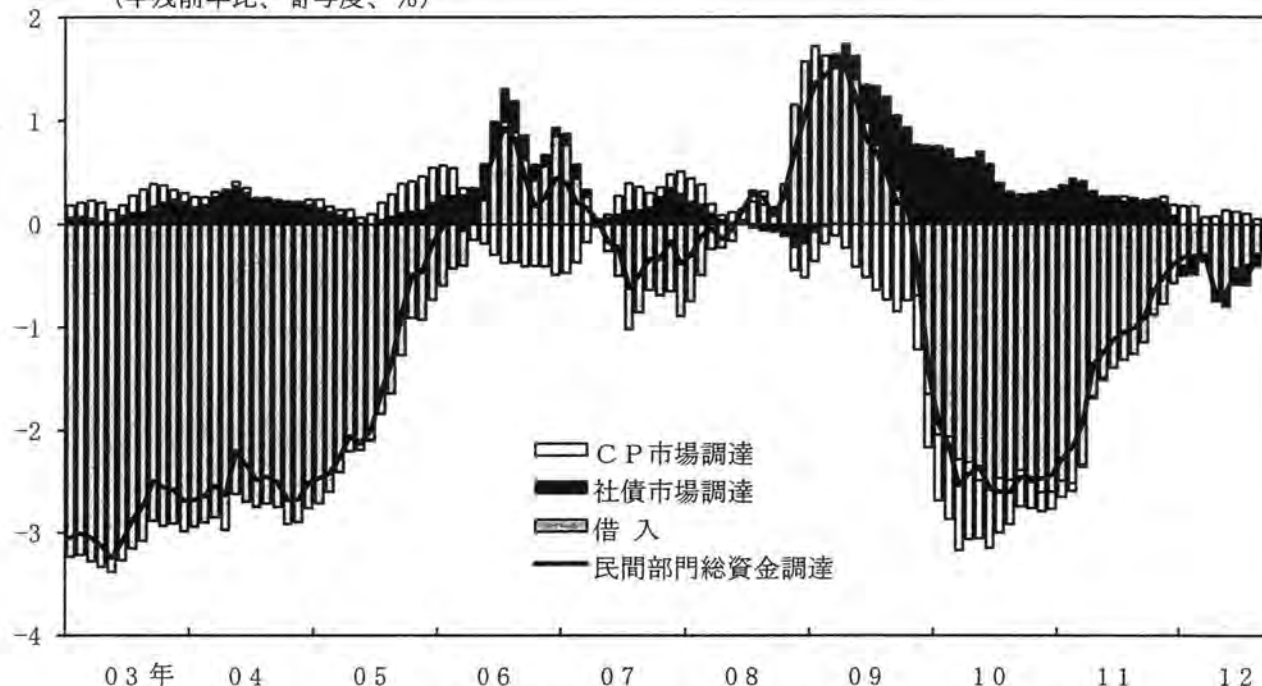
(注) 計数の定義は図表17(2)、18を参照。

民間部門総資金調達

民間部門総資金調達
は対外非公表

(1) 民間部門総資金調達の推移

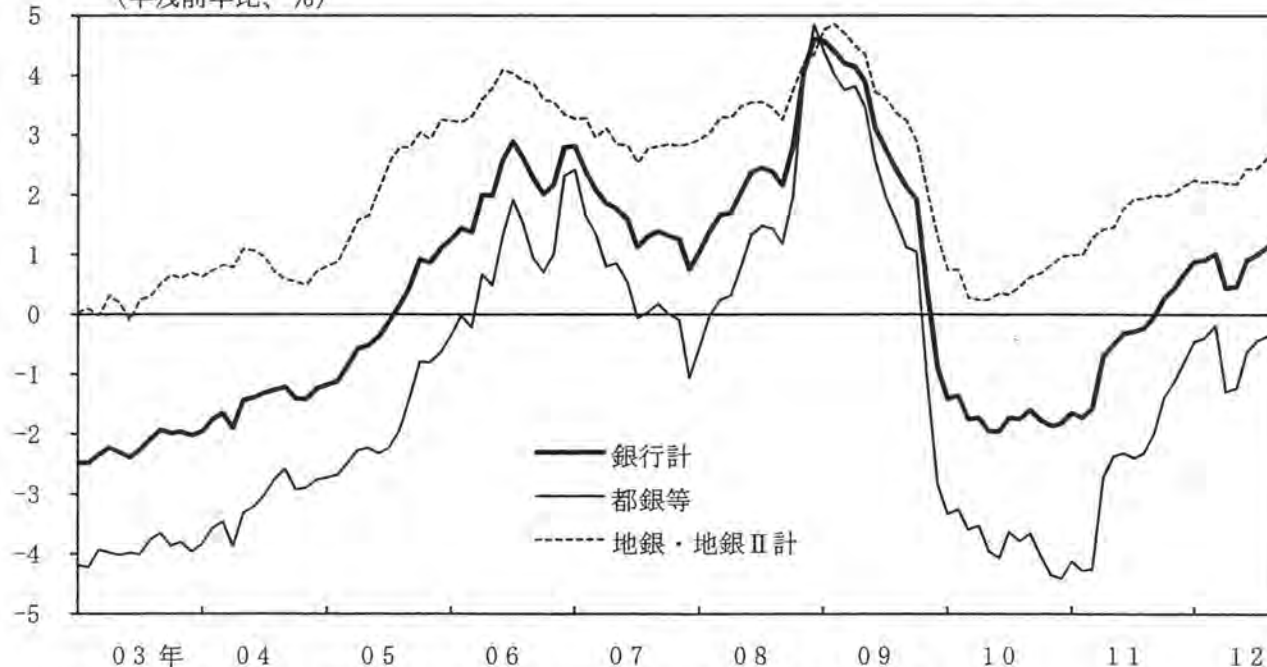
(平残前年比、寄与度、%)



- (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

(平残前年比、%)

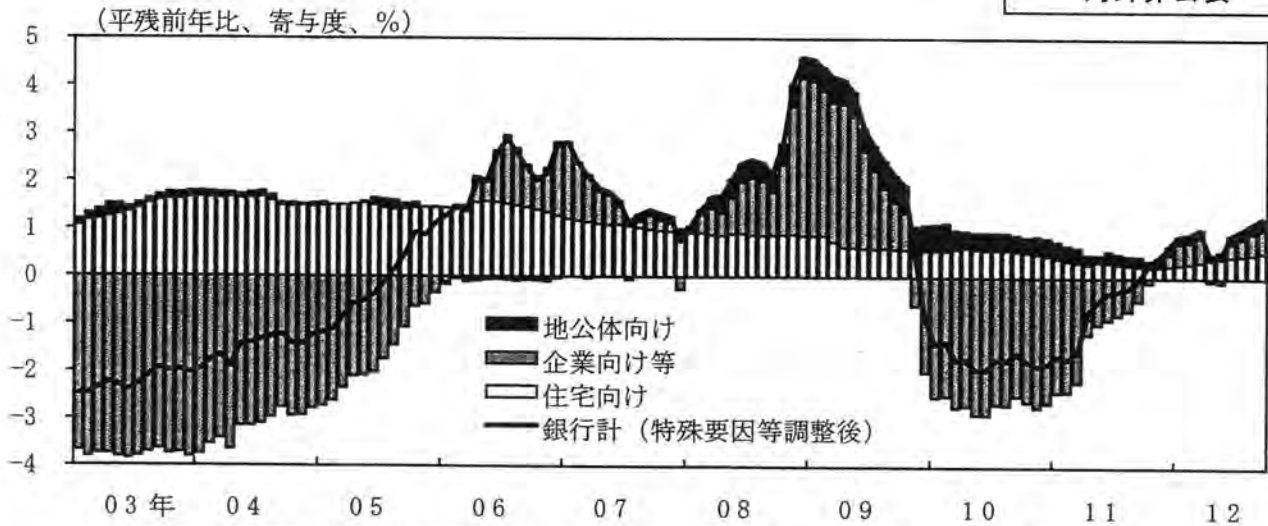


- (注) 特殊要因調整後、総貸出ベース。銀行計は都銀等、地銀、地銀Ⅱの合計。

民間銀行貸出の内訳

(1) 借入主体別

借入主体別の計数は
対外非公表



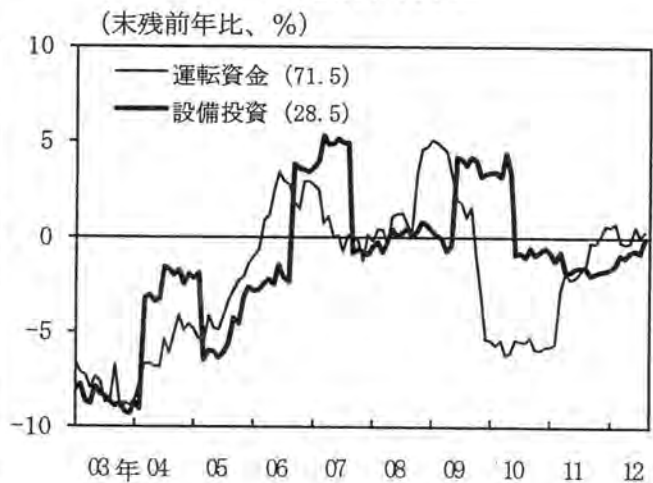
(注) 計数は都銀等、地銀、地銀Ⅱの合計。住宅ローン以外の個人向けは企業向け等に含まれる。
12/9月は速報値。

(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>

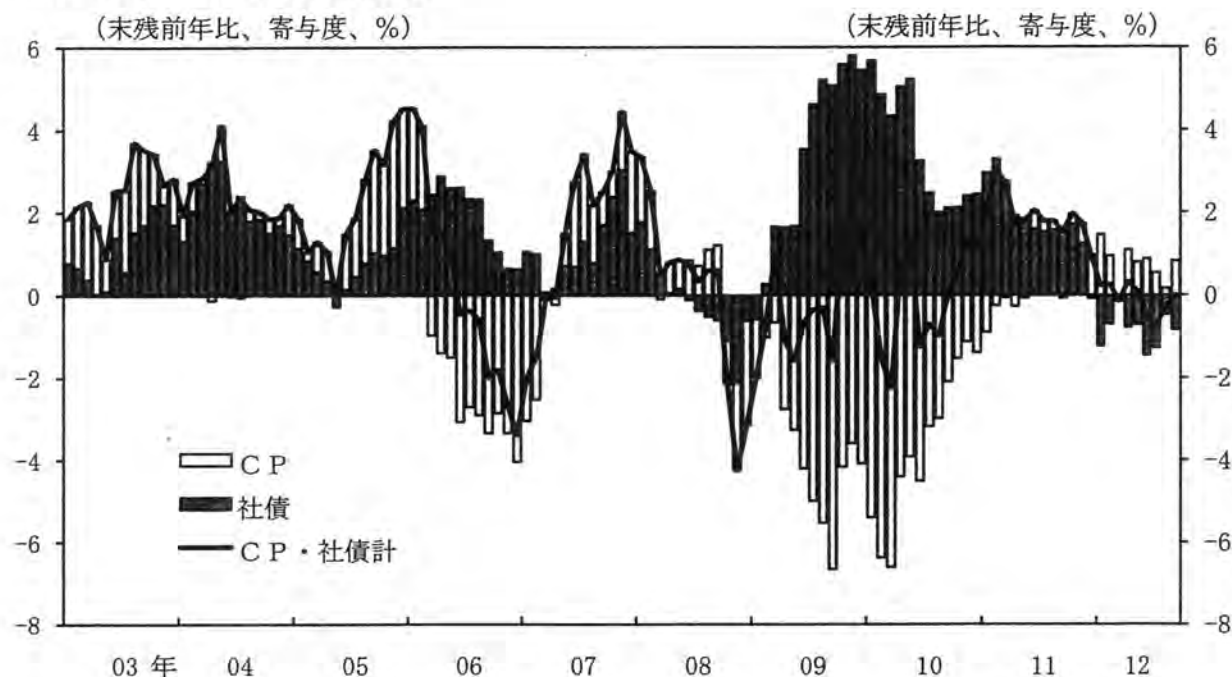


(注) 1. 計数は国内銀行ベース、特殊要因調整前。

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12/8月、業種別は12/2Qの値。

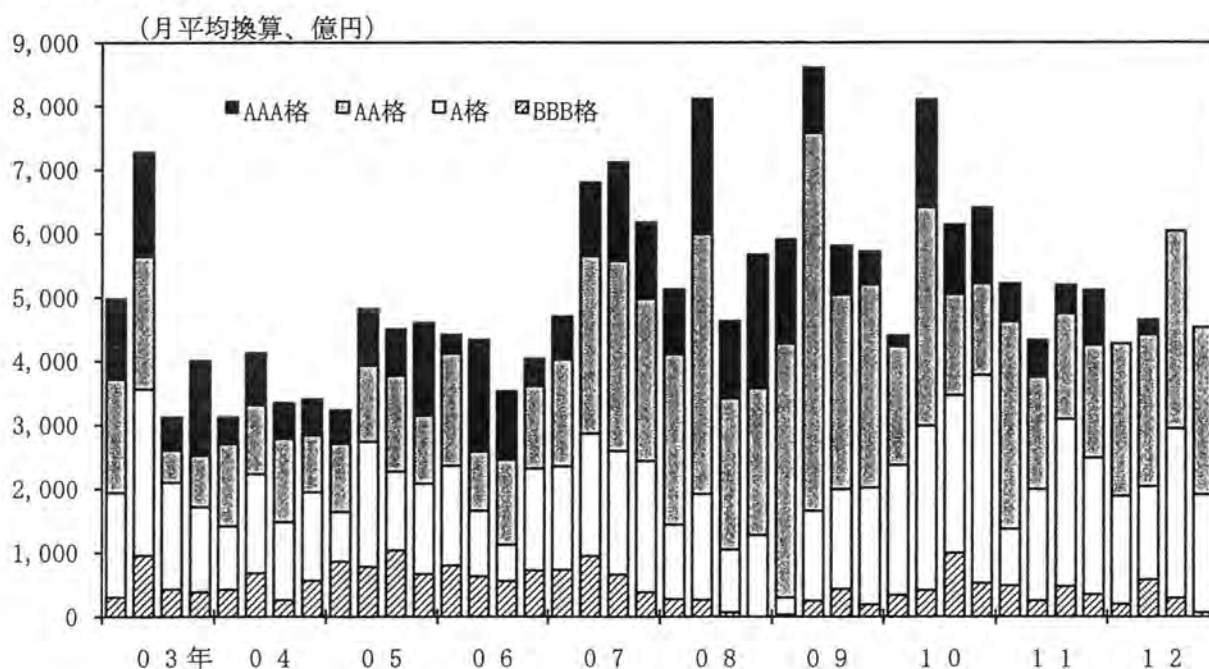
C P・社債発行残高

(1) C P・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。

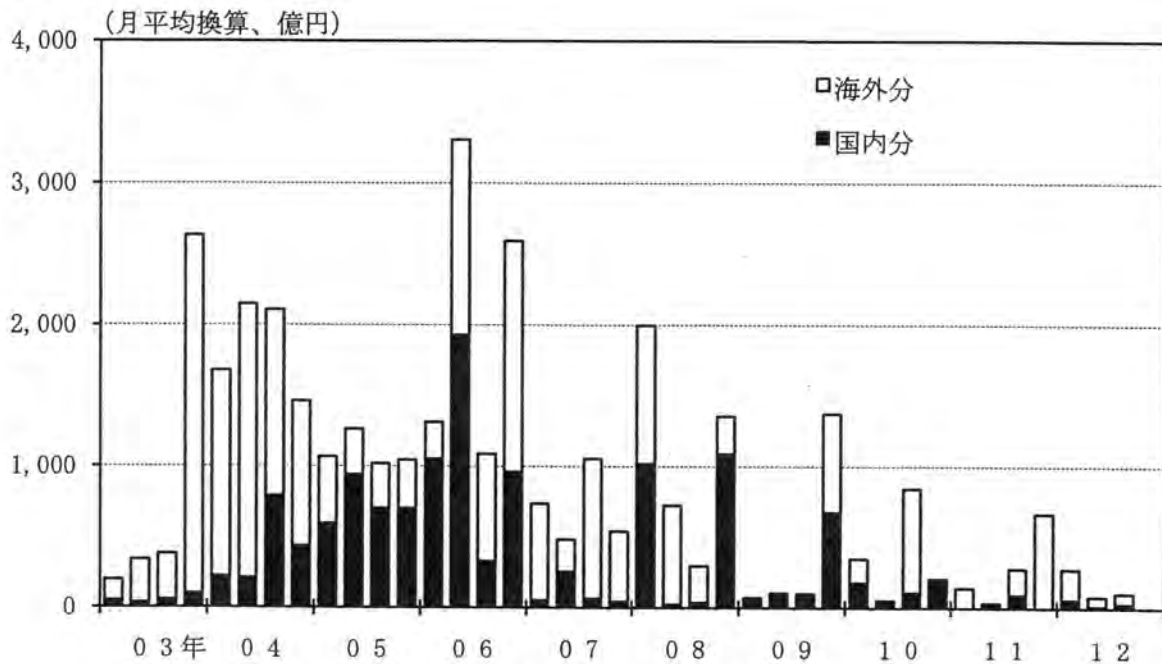
(2) 社債発行額



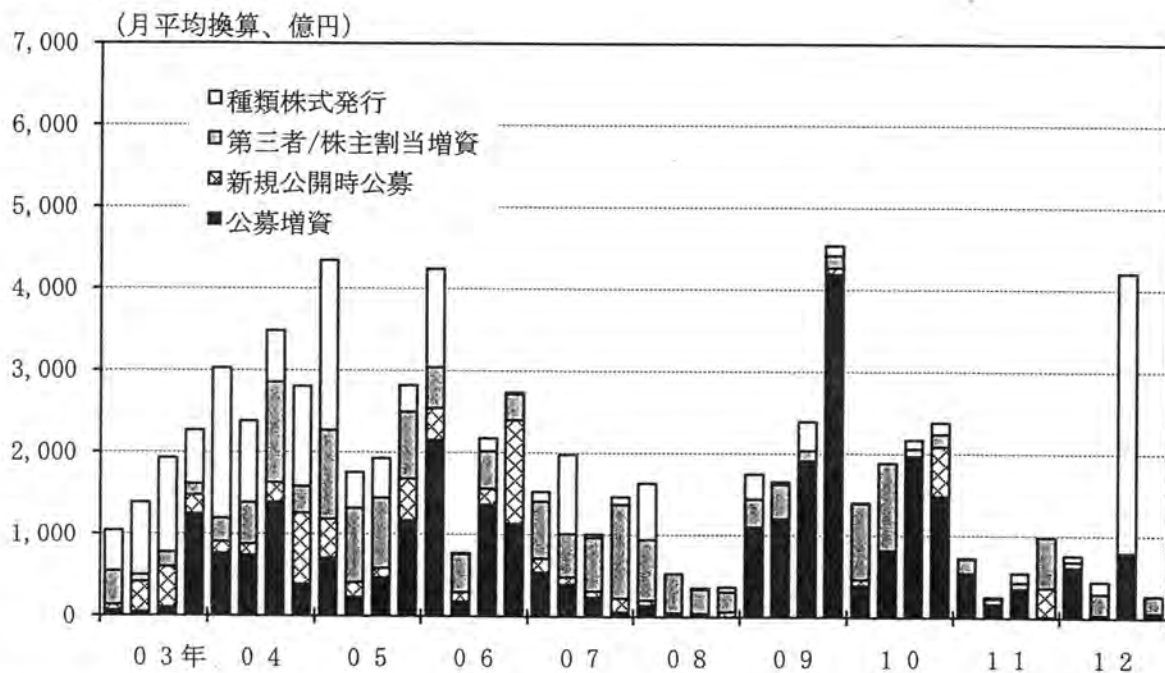
- (注) 対象は国内公募社債。銀行発行分を含まず、起債日ベース。
12/4Qは10/23日までの値。

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



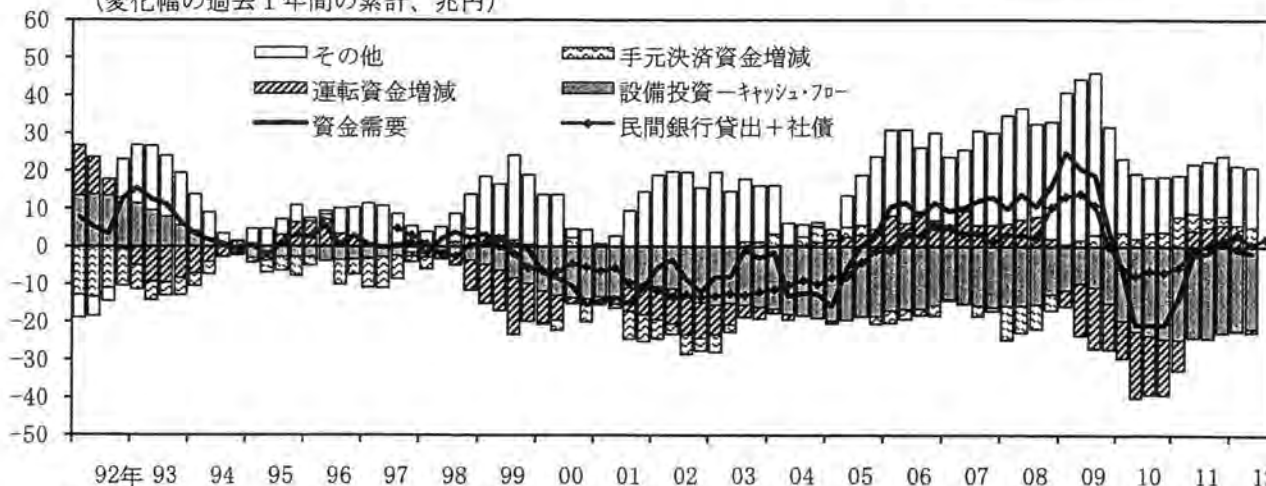
- (注) 1. 計数はアイ・エヌ情報センターによる。
 2. 転換社債発行額は、発行・効力発生日ベースで、銀行発行分を含まない。
 3. 株式調達額は、国内外市場の合計。発行・効力発生日、募集価格総額ベースで、銀行発行分を含まない。
 4. 12/3Qの種類株式発行の急増は、東京電力によるもの（7月、合計約1兆円）。
 5. 12/4Qは10/23日までの値。

企業部門の資金需要

民間銀行貸出の
計数は対外非公表

(1) 企業部門の資金需要

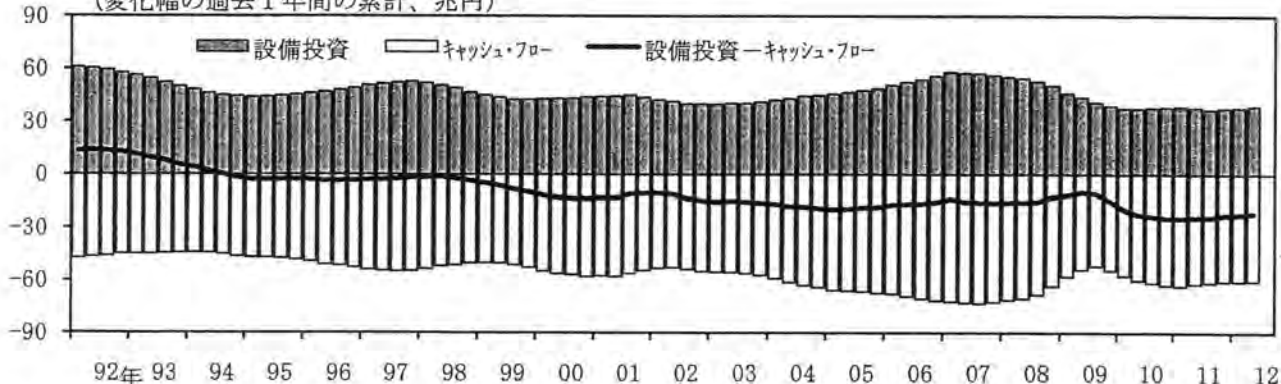
(変化幅の過去1年間の累計、兆円)



(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、振替債残高等から推計。12/7-9月期の民間銀行貸出+社債は一定の仮定に基づく暫定値。

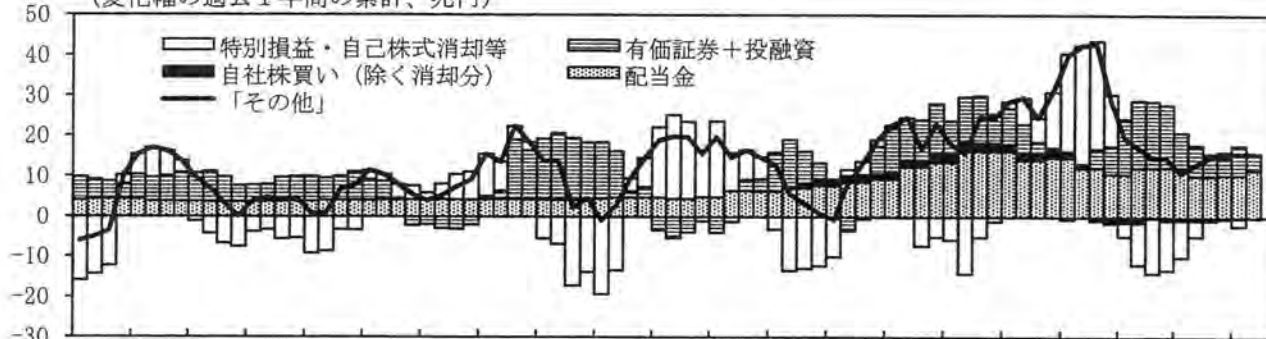
(2) 「設備投資-キャッシュ・フロー」の内訳

(変化幅の過去1年間の累計、兆円)



(3) 「その他」の内訳

(変化幅の過去1年間の累計、兆円)



- (注) 1. 各計数は法人季報による。資金需要は、資金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。
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。

(図表20)

企業金融関連指標

<金融機関からみた資金需要>

							— %ポイント		
		11/ 10~12月	12/ 1~3	4~6	7~9	10~12	12/8月	9	10
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)		0	-2	6	-3	5			
大企業向け (季調値)		(-0)	(-3)	(-0)	(4)	(5)			
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」)	-2	-2	9	2	6			
個人向け (季調値)		(-2)	(-3)	(6)	(6)	(6)			
		1	-3	4	-6	1			
		(-0)	(-4)	(-2)	(2)	(-0)			
		-1	0	7	10	10			
		(-1)	(1)	(4)	(11)	(10)			

(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)。

<金融機関の貸出態度>

							— %ポイント		
		11/ 10~12月	12/ 1~3	4~6	7~9	10~12	12/8月	9	10
貸出態度判断D. I.									
全国短観(全産業)		7	7	9	9	—			
大企業	「緩い」-「厳しい」	16	15	16	17	—			
中小企業		2	2	4	4	—			
中小企業(日本公庫)	「緩和」-「厳しい」	27.7	30.5	33.0	33.3	—	32.4	33.3	33.8
小企業(日本公庫)	「(前期比)容易」 -「(前期比)困難」	-12.9	-14.5	-12.5	-13.9	—			
貸出運営スタンス(主要銀行貸出動向アンケート調査)									
大企業向け	(「積極化」+0.5×「やや積極化」)- (「慎重化」+0.5×「やや慎重化」)	12	6	10	8	10			
中小企業向け		20	15	19	14	15			

(注) 中小企業(日本公庫)の四半期計数は、月次計数の平均。

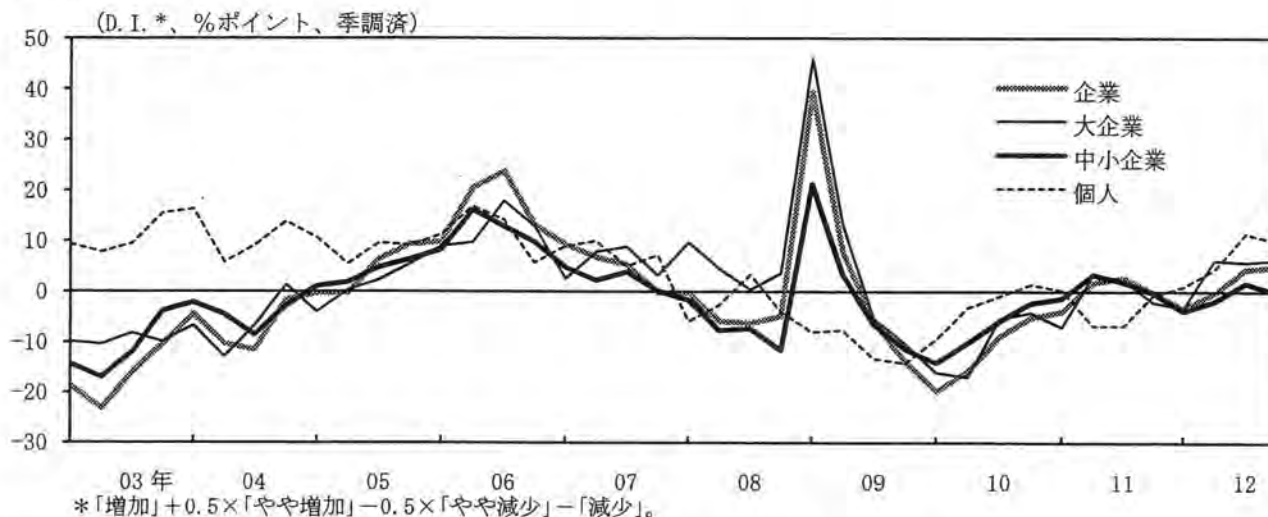
<資金繰りD. I.>

							— %ポイント		
		11/ 10~12月	12/ 1~3	4~6	7~9	10~12	12/8月	9	10
全国短観(全産業)		2	2	4	4	—			
大企業	「楽である」 -「苦しい」	15	14	16	15	—			
中小企業		-6	-6	-3	-4	—			
中小企業(日本公庫)	「余裕」-「窮乏」	-0.1	-2.1	1.1	1.1	—	0.2	-0.2	-4.7
中小企業(商工中金)	「(前月比)好転」 -「(前月比)悪化」	-3.4	-2.6	-2.8	-4.1	—	-4.0	-5.8	-5.0
小企業(日本公庫)	「(前期比)好転」 -「(前期比)悪化」	-26.3	-29.0	-22.1	-25.6	—			

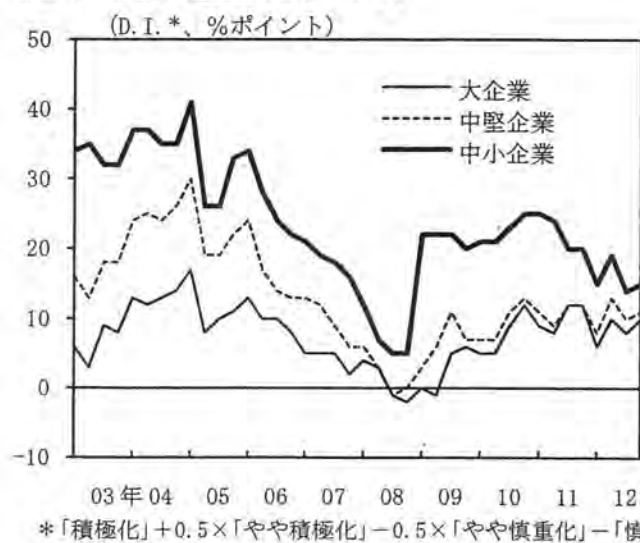
(注) 中小企業(日本公庫)・中小企業(商工中金)の四半期計数は、月次計数の平均。

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



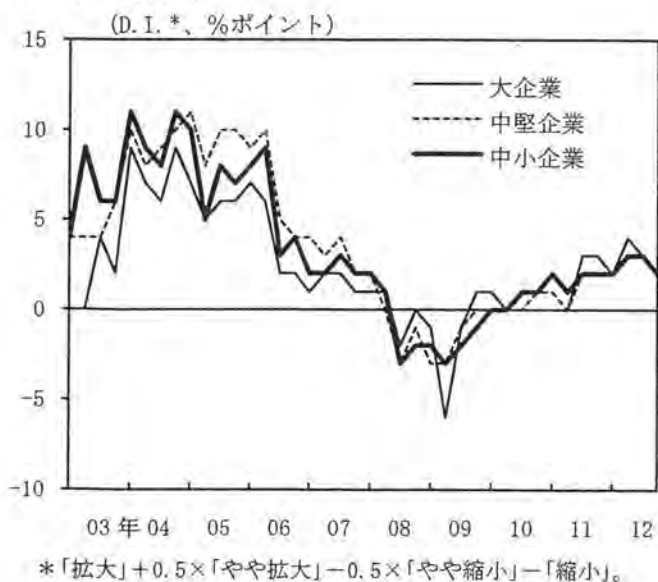
(2) 貸出運営スタンス



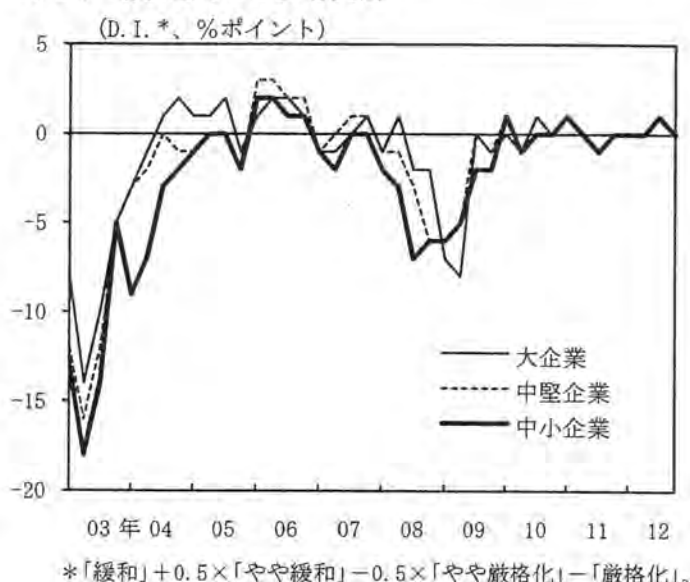
(3) 利鞘設定



(4) 信用枠



(5) 信用リスク評価

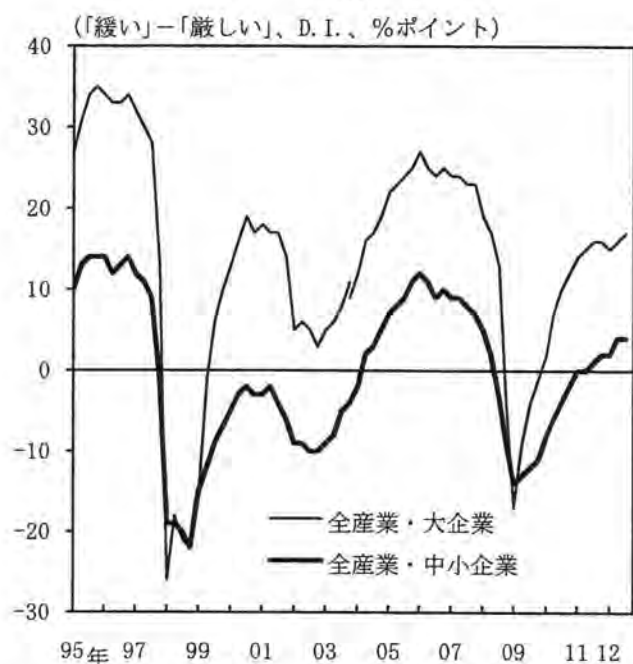


(注) 計数は主要銀行貸出動向アンケートによる(当該四半期の最初の月に、前の四半期の状態について質問したもの)。

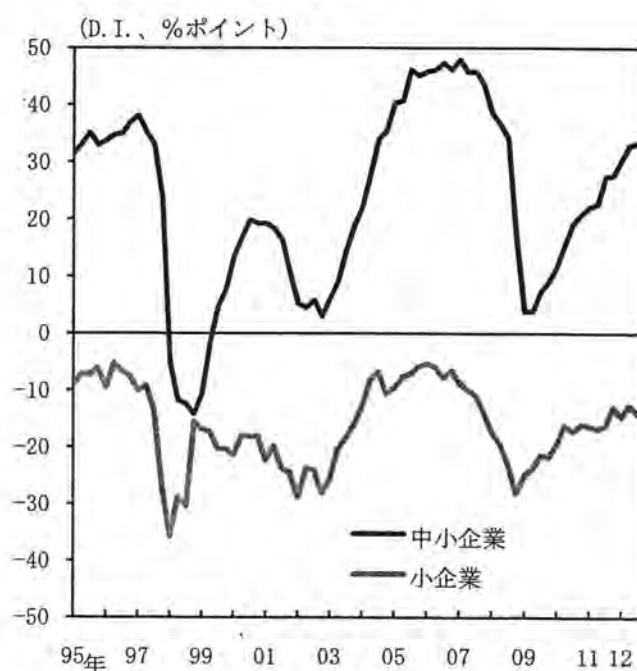
金融機関の貸出態度・企業の資金繰り

(1) 企業からみた金融機関の貸出態度

<短観>

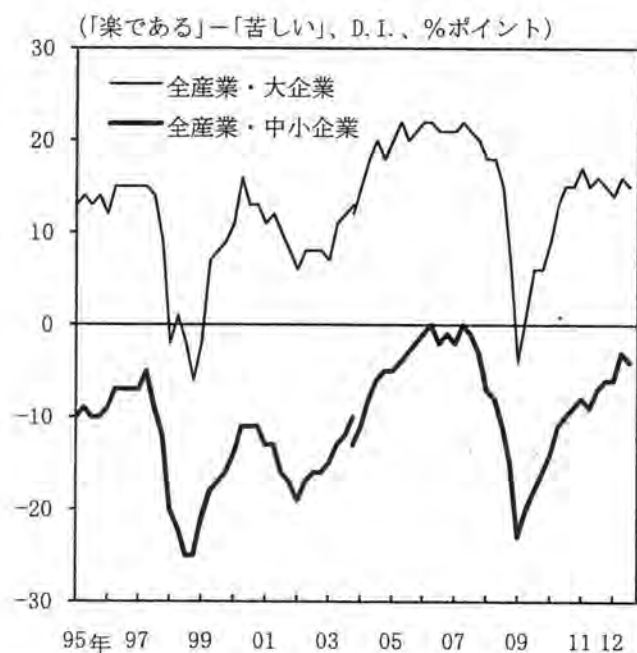


<日本公庫>

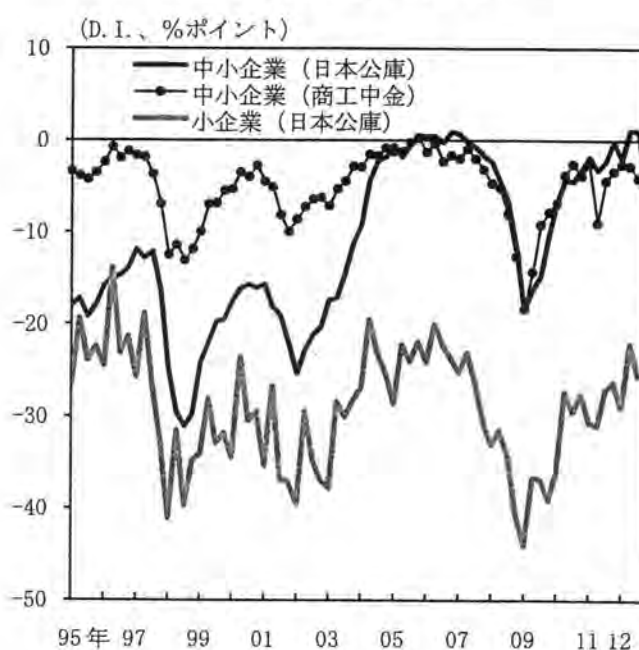


(2) 企業の資金繰り

<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であり、12/4Qは10月の値。

(図表23)

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、%

	2011年	12/ 1~3月	4~6	7~9	12/7月	8	9
倒産件数	1,061 (-4.4)	1,061 (-0.8)	1,042 (-5.6)	975 (-5.9)	1,026 (-5.1)	967 (-5.8)	931 (-7.0)
＜季調値＞	—	1,056	1,030	990	1,013	987	970
負債総額	2,994 (-49.8)	4,382 (43.4)	2,310 (-7.4)	3,718 (-9.1)	7,241 (227.8)	2,166 (-72.7)	1,746 (-17.8)
1件あたり負債額	2.8	4.1	2.2	3.8	7.1	2.2	1.9

＜資本金別内訳＞

— 件/月、()内は前年比、%

	2011年	12/ 1~3月	4~6	7~9	12/7月	8	9
1億円以上	16 (-22.7)	16 (-14.3)	13 (-26.4)	13 (-7.3)	12 (-20.0)	14 (0.0)	12 (0.0)
1千万円～1億円未満	466 (-8.1)	461 (-1.9)	459 (-6.0)	442 (-6.3)	456 (-12.6)	440 (-2.7)	431 (-2.5)
1千万円未満	386 (-0.1)	403 (2.3)	394 (0.3)	362 (-2.9)	374 (-2.6)	355 (-4.8)	358 (-1.1)
個人企業	194 (-1.6)	182 (-3.4)	176 (-14.2)	157 (-11.3)	184 (15.0)	158 (-15.5)	130 (-29.7)

＜業種別内訳＞

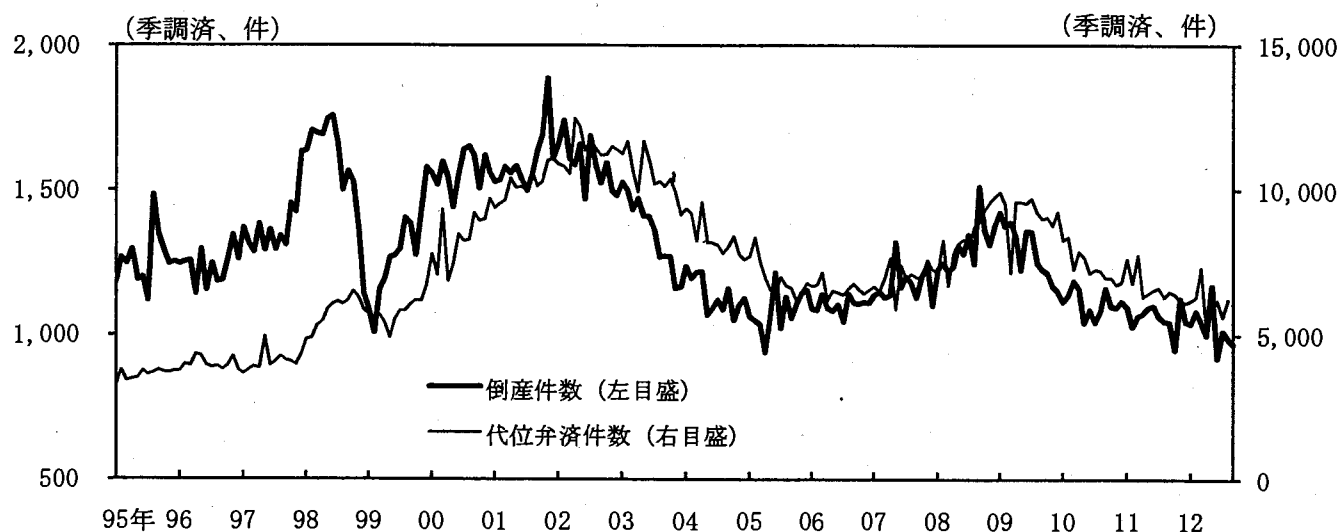
— 件/月、()内は前年比、%

	2011年	12/ 1~3月	4~6	7~9	12/7月	8	9
建設業	283 (-3.7)	260 (-1.9)	252 (-16.1)	260 (-10.2)	259 (-17.8)	279 (-4.8)	243 (-7.3)
製造業	158 (-9.3)	145 (-11.6)	150 (-10.7)	147 (-6.2)	145 (-16.7)	142 (3.6)	154 (-3.1)
卸売・小売業	261 (-3.9)	276 (-3.2)	293 (13.6)	251 (5.6)	266 (10.4)	242 (5.2)	244 (1.2)
金融・保険・不動産業	40 (-7.2)	33 (-24.4)	44 (8.3)	34 (-11.4)	42 (10.5)	24 (-25.0)	35 (-20.5)
運輸業	35 (-14.1)	37 (2.8)	38 (8.7)	38 (6.5)	44 (29.4)	36 (9.1)	35 (-14.6)
サービス業	234 (0.5)	254 (11.9)	212 (-15.4)	202 (-10.4)	231 (1.8)	196 (-20.6)	179 (-11.4)

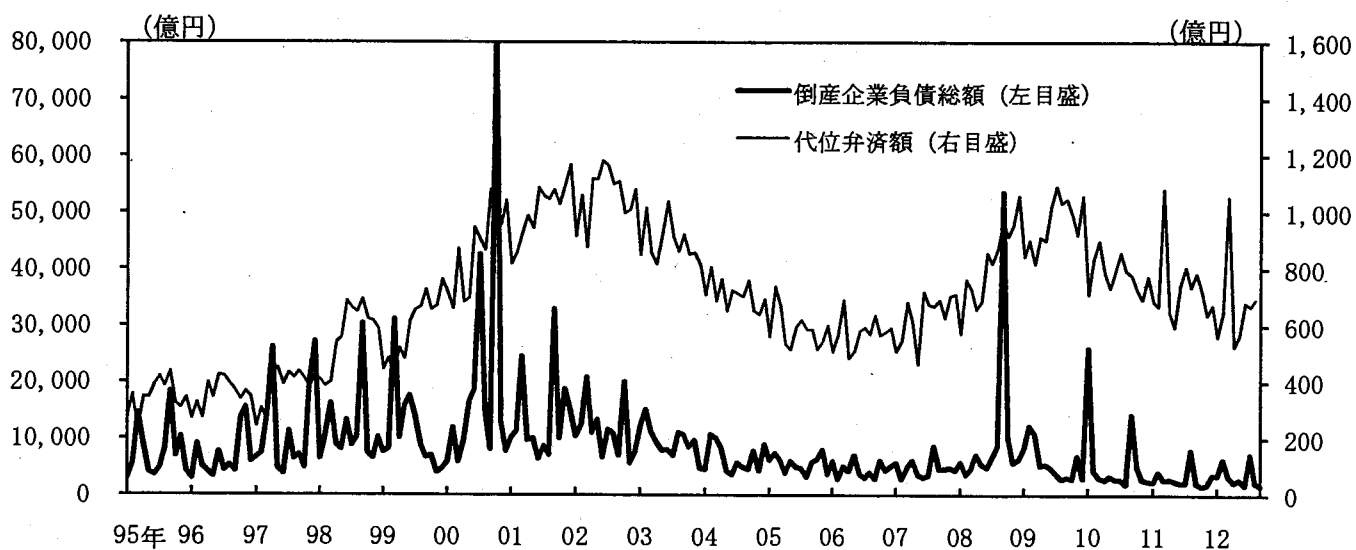
(注) 東京商工リサーチ調べ。

企業倒産と信用保証

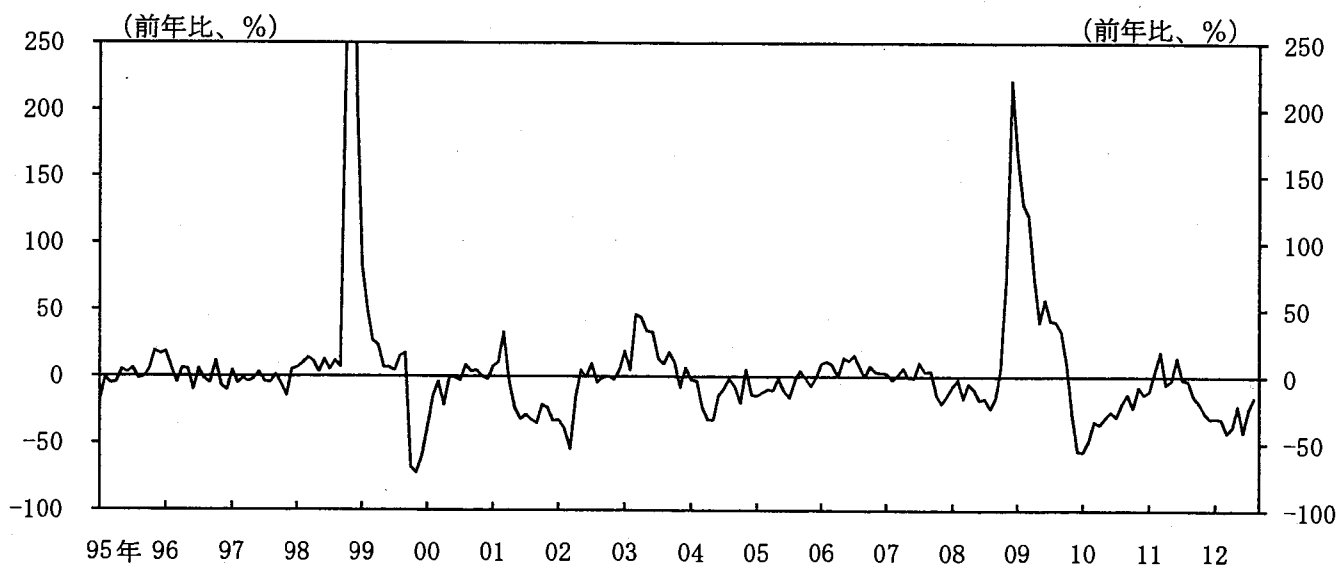
(1) 倒産件数と代位弁済件数



(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

<マネタリーベース>

— 平残前年比、%；残高、兆円

	2011年	12/ 1~3	4~6	7~9	12/7月	8	9	2011年 平残
マネタリーベース	15.2	8.4	2.6	8.0	8.6	6.5	9.0	113
(平残、兆円)	—	(114.6)	(119.6)	(123.1)	(123.5)	(121.5)	(124.3)	—
日本銀行券発行高	2.8	1.8	1.5	2.3	2.3	2.4	2.3	79
貨幣流通高	-0.0	0.1	-0.0	0.3	0.2	0.3	0.4	5
日銀当座預金	76.7	33.6	5.5	24.0	26.4	18.0	27.6	30
(参考)金融機関保有現金	4.2	-1.3	-5.4	-1.4	-0.7	-1.5	-2.0	8

<マネーストック>

— 平残前年比、%；残高、兆円

	2011年	12/ 1~3	4~6	7~9	12/7月	8	9	2011年 平残
M2	2.7	3.0	2.4	2.4	2.3	2.4	2.4	797
M3	2.2	2.6	2.1	2.0	1.9	2.1	2.0	1,099
M1	4.7	4.8	3.2	3.3	3.0	3.4	3.5	516
現金通貨	2.4	2.1	2.2	2.6	2.5	2.7	2.6	76
預金通貨	5.2	5.3	3.4	3.4	3.1	3.5	3.6	440
準通貨	-0.1	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6	552
CD	3.5	1.7	10.4	5.8	7.5	6.2	3.7	31
広義流動性	0.0	0.3	0.2	0.4	0.0	0.3	0.7	1,455

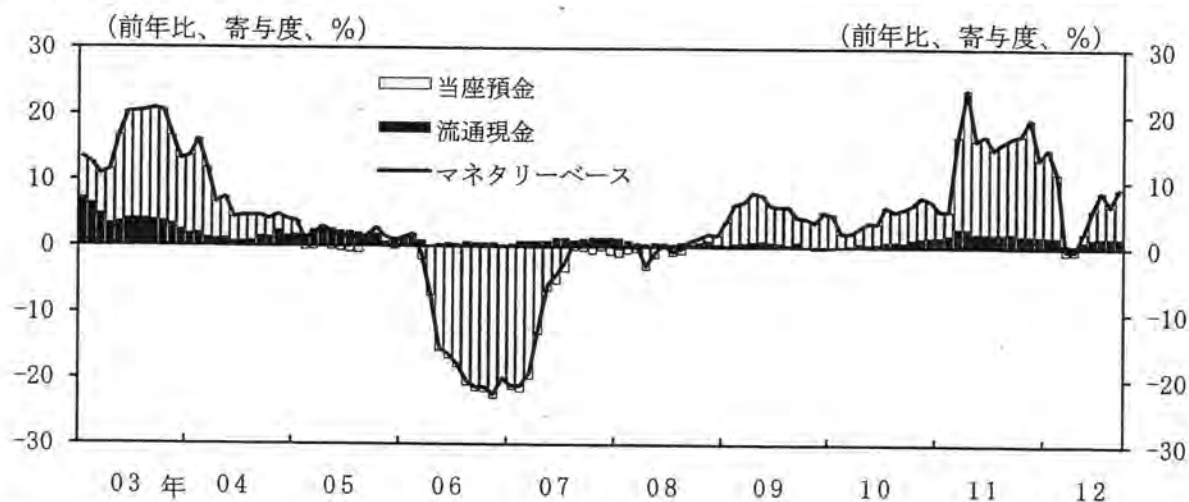
<主要金融商品の内訳（広義流動性ベース）>

— 平残前年比、%；残高、兆円

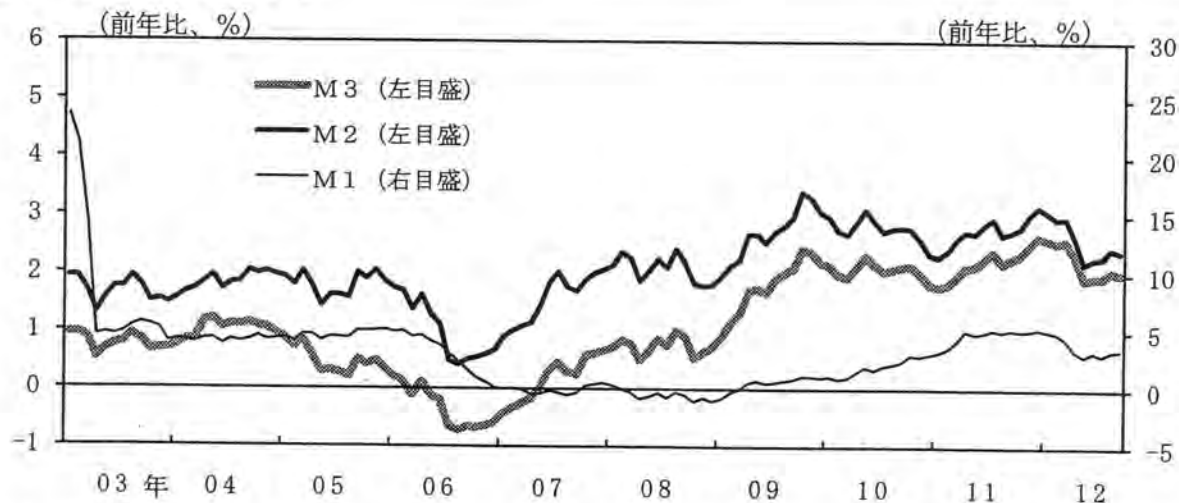
	2011年	12/ 1~3	4~6	7~9	12/7月	8	9	2011年 平残
金銭の信託	-3.1	-3.5	-1.6	-0.6	-1.6	-0.6	0.3	188
投資信託	-0.2	-0.7	-2.0	-2.7	-1.8	-2.8	-3.4	77
金融債	-22.6	-32.6	-24.5	-18.4	-20.1	-19.5	-15.4	5
国債	-26.8	-27.0	-29.4	-31.0	-34.6	-32.5	-25.4	46
外債	2.1	-0.8	0.3	3.8	2.0	4.0	5.3	39

マネーストック

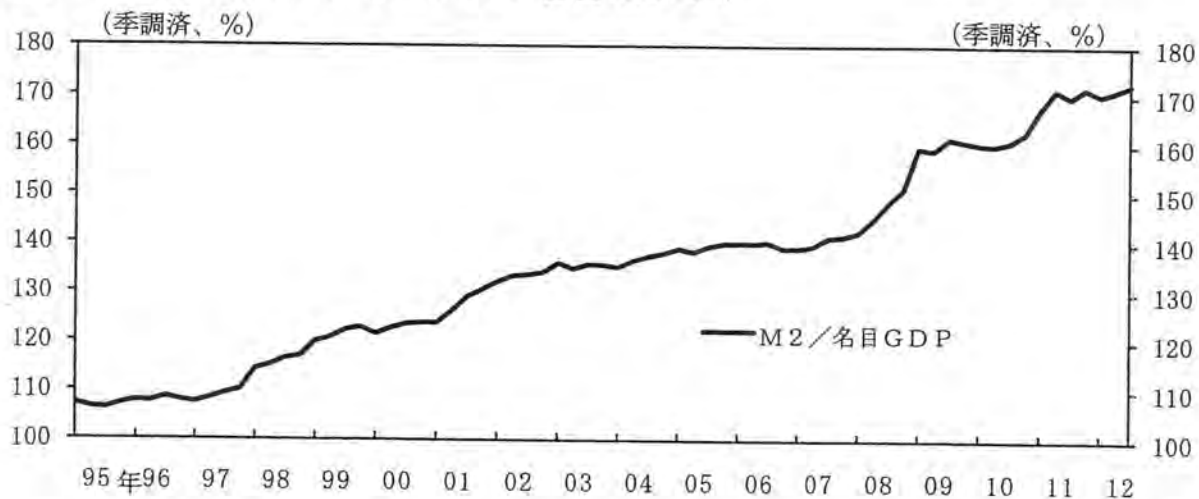
(1) マネタリーベース



(2) マネーストック



(3) マーシャルのk (=M2/名目GDP)

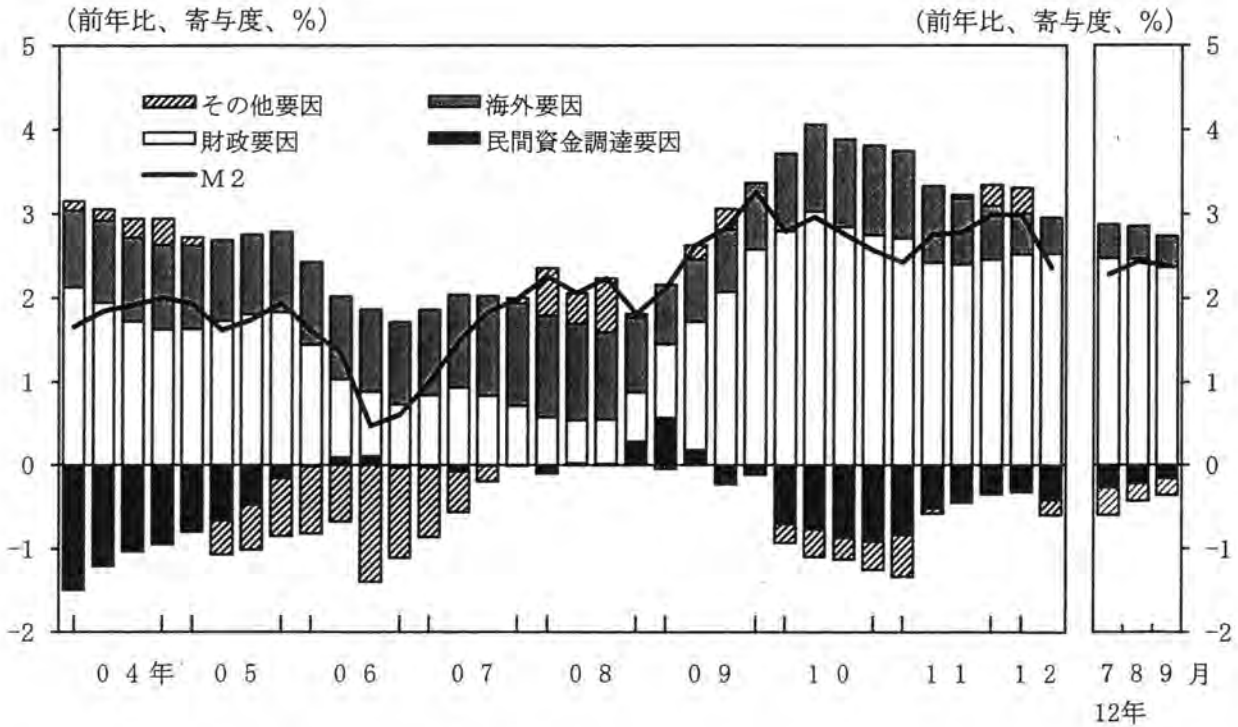


- (注) 1. マネタリーベース=流通現金(銀行券および貨幣とともに金融機関保有分を含む)+日銀当座預金。
2. (2)の04/3月以前、(3)の03/3月以前のM1、M2、M3は、マネーサプライ統計の「M1」、「M2+CD」、「M3+CD-金銭信託」による。
3. 12/3Qの名目GDPは、12/2Qから横這いと仮定。

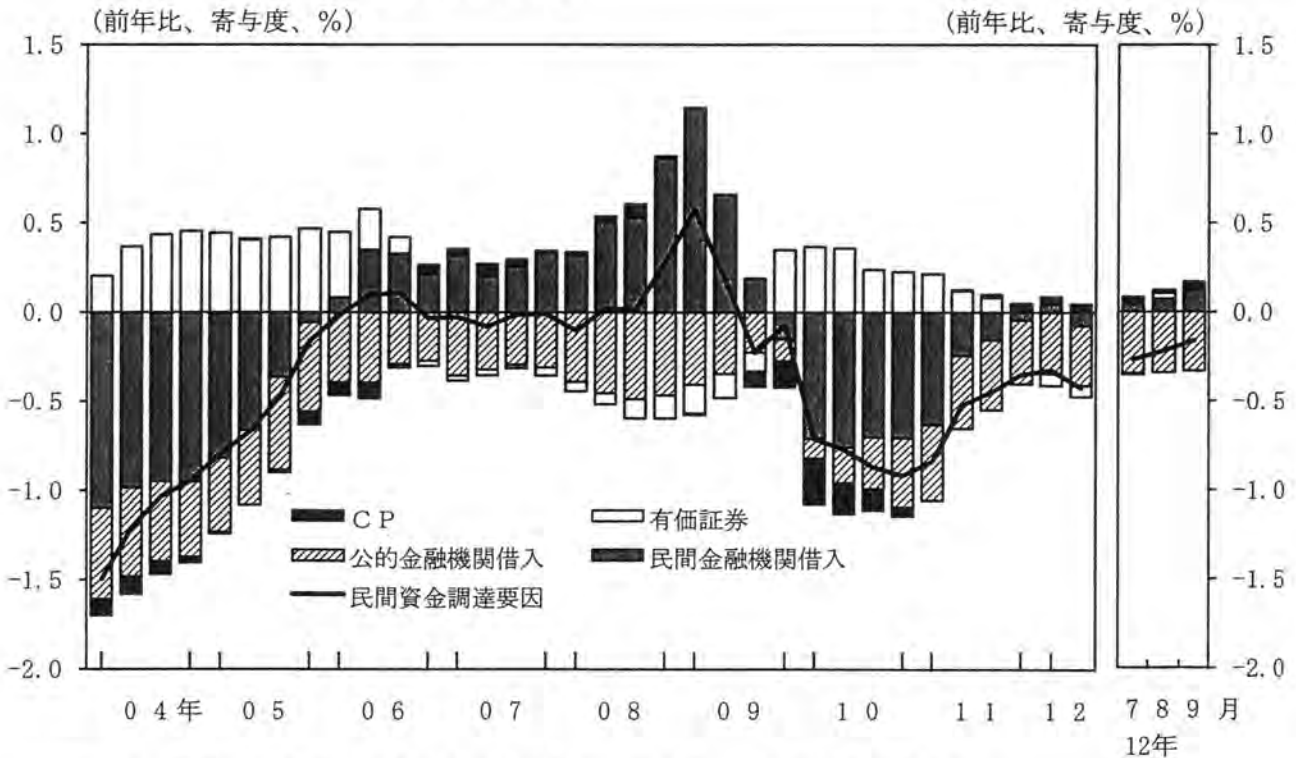
M2のバランスシート分解

— 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



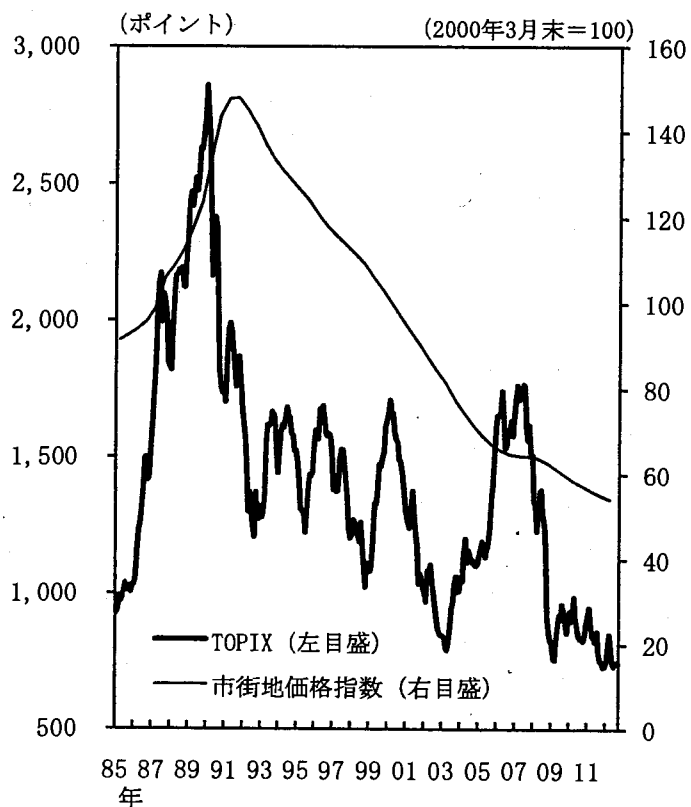
(2) 民間資金調達要因の内訳



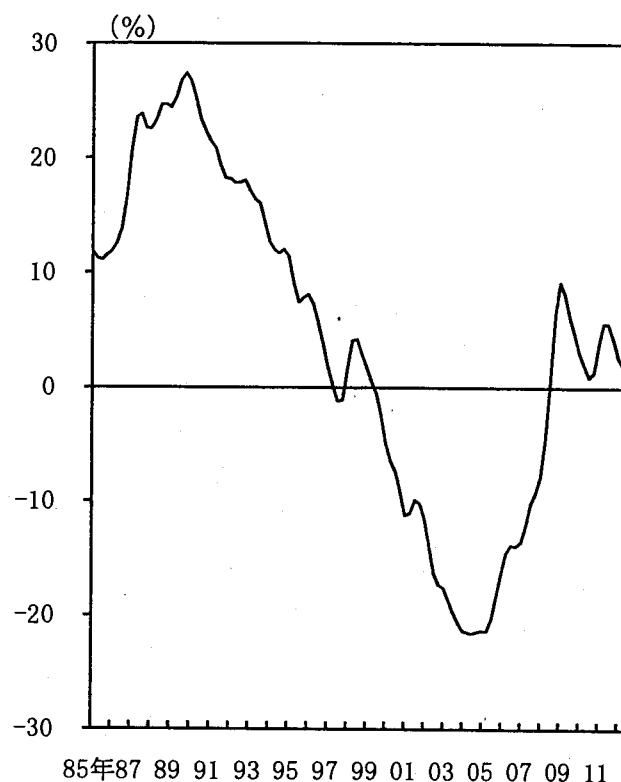
- (注) 1. 四半期計数は、資金循環統計等を用いて作成。一部に推計値を含む。
 2. 月次計数は、財政資金対民間収支、国際収支統計等から推計。一部に暫定値を含む。
 3. (1)の「その他」は、金融資産間の資金シフト要因と残差。

ファイナンシャル・インバランス関連指標

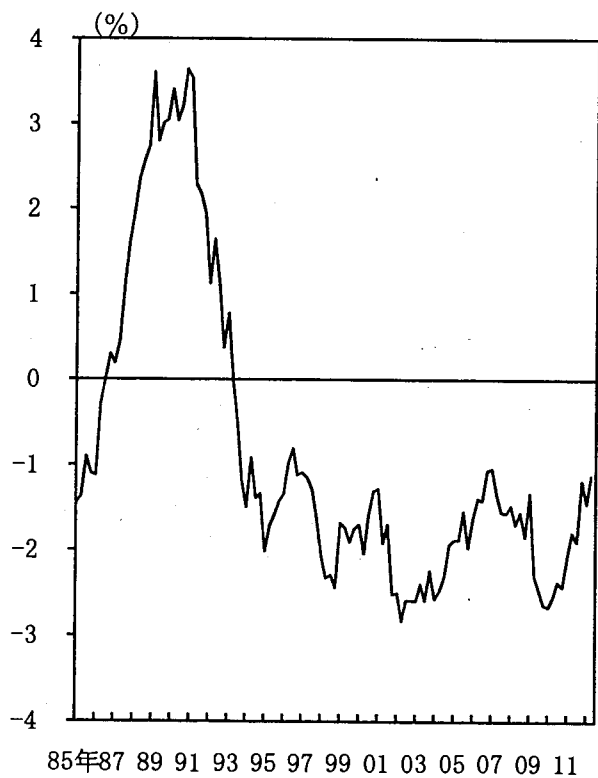
(1) 株価・地価



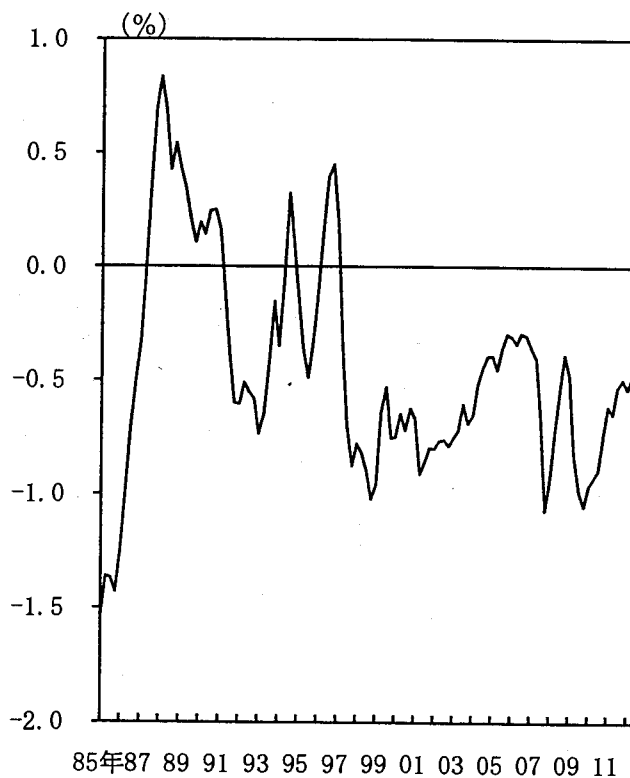
(2) 信用ギャップ



(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。

要 注 意

<不開示情報：有（種類：審議・検討）>
<配付先：金融政策決定会合関係者限り>
<作成局における保管期間満了時期：2042年12月>

2012年10月30日
日 本 銀 行

経済・物価情勢の展望（2012年10月）〈案〉

【基本的見解】¹

1. はじめに

今回の展望レポート（経済・物価情勢の展望（2012年10月））では、2014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と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。それらを踏まえて、相対的に蓋然性が高いと判断される経済・物価の見通し（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

国際金融資本市場をみると、欧州債務問題を巡る懸念は、春先以降、ギリシャの再選挙やスペインの金融システム問題を巡る不透明感の高まりから、EU・IMFの支援を既に受けているギリシャ、ポルトガル、アイルランドにとどまらず、スペインやイタリアにも再び広がった。この結果、国際金融資本市場は全体として神経質な動きとなり、例えば、スペイン国債の10年物利回りは、7月下旬には7%台半ばまで上昇した。こうした状況に対して、欧州当局は様々な施策を講じてきた。すなわち、7月には、スペインの金融機関に対する資本注入のための金融支援策が取り纏められた。9月上旬に、ECBは、欧州安定メカニズム（ESM）などに支援を要請し、必要な財政再建や経済構造改革を進める国を対象に、残存1～3年の国債を予め上限を設けることなく買入れる新たなプログラム（OMT

¹ 10月30日開催の政策委員会・金融政策決定会合で決定されたものである。

s) を導入した。9月中旬には、欧州委員会が、E S Mによる銀行への直接資本注入を可能とする枠組みの構築に向けて、域内の銀行監督権限をE C Bに一元化することを提案し、10月中旬のE U首脳会議ではその年内法制化が合意された。これらの施策もあって、欧州債務問題を背景とする投資家のリスク回避姿勢は、一頃に比べるとやや後退している。もともと、ギリシャの財政・経済構造改革の進展や、スペインのE S Mへの支援要請の有無、銀行監督の一元化に向けた取り組み等を巡って不透明感の強い状況はなお続いており、今後の市場の展開には十分注意していく必要がある。

昨年後半以降の海外経済をみると、欧州債務問題の悪影響が貿易や企業マインドのルートを通じて世界的に拡がっており、最近では、多くの国や地域で、製造業部門を中心に減速の度合いが強まっている。地域別にみると、米国経済は、個人消費が緩やかに増加し住宅市場で持ち直しの兆しもみられるなど、全体としては緩やかな回復基調を続けているが、海外経済やいわゆる「財政の崖 (fiscal cliff) 」を巡る先行き不透明感の高まりから企業マインドが慎重化するもとの、設備投資や生産の増勢が鈍化している。欧州経済は、緩やかに後退している。ユーロ圏周縁国において財政、金融システム、実体経済の間の負の相乗作用が働くもとの、債務問題の悪影響が域内の貿易取引の減少や企業マインドの悪化を通じて周縁国からコア国へと波及している。中国経済についてみると、ウエイトの高い欧州向けの輸出が落ち込んでいるうえ、不動産投機抑制策の影響等から民間不動産投資が減速している。こうした内外需要を反映して、素材産業など幅広い分野で在庫の積み上がりが解消しておらず、在庫調整局面が長引いていることから、成長ペースの減速の度合いもやや強まっている。欧州や中国の最終需要の弱さの影響もあって、N I E s ・ A S E A N経済も、輸出や製造業の設備投資といった企業部門を中心に、持ち直しの動きが緩やかになっ

ている²。

海外経済の先行きに関する中心的な見通しとしては、当面減速した状態が続くとみられるが、国際金融資本市場が総じて落ち着いて推移するとの想定のもと、減速した状態から次第に脱し、緩やかな回復に転じていくと考えられる³。

地域別にみると、米国経済は、緊縮的な財政政策の影響を受けつつも、緩和的な金融環境などを背景に、見通し期間を通じて緩やかな回復が続くと考えられる。欧州経済は、域外輸出の増加からユーロ圏コア国が成長率を徐々に高めていくものの、周縁国では緊縮財政が続くことから、全体でも見通し期間を通じて回復の勢いに乏しい状態が続く可能性が高い。中国経済は、当面減速した状態が続くとみられるものの、金融・財政両面での景気刺激策の効果が顕在化し、在庫調整が進展していくにつれて、成長率は徐々に高まっていくと考えられる。この間、NIEs・ASEAN経済は、個人消費を中心に内需が堅調さを維持する中で、輸出が次第に増勢に転じていくことにより、持ち直しの動きがはっきりしていくと見込まれる。

3. わが国の金融環境

わが国の金融環境をみると、日本銀行が強力な金融緩和を間断なく推進する中、緩和した状態が続いている。すなわち、企業の資金調達コストは、銀行の新規貸出約定平均金利が短期・長期とも1%と、2000年代前半の量

² NIEsは韓国、台湾、香港、シンガポールを、ASEANは代表的にはタイ、インドネシア、マレーシア、フィリピンの4か国を指す。

³ IMFが10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）をみると、2012年3.3%、2013年3.6%、2014年4.1%と、いずれの年も7月時点から0.2~0.3ポイント下方修正されているものの、見通し期間終期にかけて、過去の長期平均を上回るペースへと緩やかに加速する見通しとなっている。ちなみに、1980年から2011年までの32年間の平均成長率は+3.4%である。

的緩和期をも下回る水準となるなど、低水準で推移している。CP・社債市場の発行環境についても、業績悪化等から一部の銘柄でスプレッドが拡大しているものの、投資家の需要が引き続き底堅い中で、総じてみれば良好な状態が続いている。企業からみた貸出態度や企業の資金繰りを表わす各種のアベイラビリティ判断指標は、2000年以降の平均を上回る水準となっている。資金需要は、復興関連や企業買収関連を中心に、回復傾向にある。企業の国内での資金調達残高をみると、銀行貸出の前年比は、このところプラス幅が幾分拡大している。社債残高の前年比は、電力債を中心にマイナスとなっている一方、CP残高の前年比は、振れを均してみれば小幅のプラスで推移している。

以上のように、わが国の金融環境は、東日本大震災や欧州債務問題といった強い逆風の時期を含めて、緩和した状態が維持されている。先行きについても、こうした緩和的な金融環境は、国内民間需要の自律回復への動きを後押ししていくと考えられる。もっとも、金融資本市場の国際的な連関が高まっていることを踏まえると、国際金融資本市場の今後の動向次第では、その影響がわが国の金融システムや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⁴。

4. わが国の経済・物価の中心的な見通し

(1) 経済情勢

前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（中心的な見通し）を検討する。なお、今回の中心的な見通しでは、消費税関連法案の成立を受けて⁵、消費税率が現行の5%から2014年4月に8%、2015年

⁴ 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2012年10月）を参照。

⁵ 「社会保障の安定財源の確保等を図る税制の抜本的な改革を行うための消費税法の一部を改正する等の法律」が8月に成立した。

10月に10%に引き上げられることを前提としている。

わが国の経済をみると、本年前半の成長率は、復興関連需要が公的需要、民間需要の両面で増加するもとの、国内需要が堅調に推移したことから、年率3%程度となった。もっとも、その後は、海外経済の減速した状態が強まっていることを反映して、輸出や鉱工業生産が減少し、景気は弱含みとなっている。わが国経済の先行きを展望すると、当面横ばい圏内の動きにとどまるとみられるが、国内需要が全体としてみれば底堅さを維持し、海外経済が減速した状態から次第に脱していくにつれて、緩やかな回復経路に復していくと考えられる。この間、企業による内外の潜在需要の掘り起こしや政府による成長戦略の実行など成長力強化への取り組みの成果が徐々にあがり、企業や家計の中長期的な成長期待が見通し期間終盤にかけて緩やかながら高まっていくもとの、景気回復の持続性も増していくと想定している。

以下やや詳しく述べると、2012年度下期から2013年度にかけての景気展開については、輸出や鉱工業生産は、海外経済の減速が長引くもとの、当面弱めに推移するとみられる。こうした輸出・鉱工業生産の弱さは、製造業部門の支出活動を幾分抑制する方向に作用すると考えられる。国内需要については、防災・エネルギー関連の投資を含めた広い意味での復興関連需要などに支えられて、全体としてみれば底堅さを維持するとみられるが、エコカー補助金の終了に伴う乗用車購入の反動減が見込まれるほか、震災後のペントアップ需要も徐々に減衰していくとみられる。このため、国内需要が輸出の弱さを補うほどの増加を続けるとは考え難く、景気は当面横ばい圏内の動きにとどまるとみられる。もっとも、その後は、海外経済が減速した状態から次第に脱していくにつれて、輸出や鉱工業生産は持ち直しに転じ、経済全体で前向きの支出活動も徐々に強まっていくと予想される。2013年度の成長率は、復興関連需要による景気押し上げ効果が公

的需要中心に徐々に減衰していくものの、海外経済の持ち直しが次第に明確になるにつれて、企業収益や雇用者所得の増加を伴いながら国内民間需要がしっかりとした伸びとなるため、潜在成長率をはっきりと上回ると考えられる⁶。2013年度下期には、消費税率引き上げ前の駆け込み需要が相応の規模で発生すると予想されるため、一時的にかなり高めの成長となると考えられる⁷。

2014年度については、海外経済が過去の長期平均を上回る成長を実現するほか、企業収益の改善や成長期待の高まりを背景に低金利の持つ景気刺激効果も強まっていき、これが国内民間需要を下支えするとみられることなどから、消費税率引き上げに伴う変動を除いた基調で見れば、潜在成長率を幾分上回る成長経路をたどると考えられる。ただし、年度の成長率は、上期を中心に消費税率引き上げ前の駆け込み需要の反動が出ることから、小幅のプラスにとどまる可能性が高い。

なお、わが国経済が横ばい圏内を脱し、回復に向かう時期については、前述のとおり海外経済の減速した状態が強まっていることなどを受けて、従来の想定よりも後ずれする見込みである。今回の見通しでは、こうした

⁶ わが国の潜在成長率を、一定の手法で推計すると、見通し期間の終期にかけて徐々に上昇していくが、期間平均では「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。潜在成長率の推計方法について詳しくは、2010年10月の展望レポート（経済・物価情勢の展望（2010年10月））のBOX4を参照。

⁷ 消費税率の引き上げは、経済に対して、主として税率の引き上げ前後の駆け込み需要の発生とその反動（異時点間の代替効果）を通じて、影響を及ぼすと考えられる。物価上昇に伴う実質所得の低下を通じた影響も考えられるが、やや長い目でみて家計はわが国の厳しい財政事情を踏まえ、将来の消費税率引き上げをある程度織り込んで行動しているとみられることを勘案すると、その影響は所得の減少から機械的に計算されるほどには大きくならないと予想される。以上を踏まえて、今回の消費税率引き上げが実質GDPに及ぼす影響について定量的に試算すると、2013年度の成長率を0.3%ポイント程度押し上げる一方、2014年度の成長率を0.7%ポイント程度押し下げると見込まれる。なお、今回の引き上げにおいては、自動車や住宅に関する激変緩和措置の取扱いなどの詳細が現時点で固まっていないこともあり、経済への影響は不確実性が大きく、上記の試算も相当な幅をもってみる必要がある。

回復時期の後ずれを織り込んだことにより、2012年度の成長率は、・・・。

2013年度の見通しについても、・・・。

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、輸出は、欧州向けや中国向けを中心に、当面弱めに推移するとみられるが、中国での景気刺激策の効果発現などから、海外経済が次第に減速局面から脱していくにつれて、緩やかに持ち直しに転じていくと考えられる。この間、国内需要は、広い意味での復興関連需要と緩和的な金融環境に支えられ、全体としてみれば底堅さを維持すると考えられる。すなわち、公共投資は増加を続けるとみられるほか、企業の業務継続・防災意識の高まりや、再生可能エネルギー関連への経営資源投入の動きなどを背景に、防災・エネルギー関連といった循環的な要素に左右され難い設備投資は、堅調に推移すると見込まれる。このように国内需要が全体としてみれば底堅さを維持するもとの、前述のとおり海外需要が次第に回復していくため、企業収益の改善基調は徐々に明確化していくと予想される。こうしたもとの、設備投資は、当面、製造業を中心に輸出・鉱工業生産の弱さから幾分弱めの動きとなると予想されるものの、全体としてみれば、見通し期間を通じて緩やかな増加基調を維持するとみられる。

次に、家計部門について、雇用・所得環境をみると、労働需給は、底堅い内需に支えられ総じてみれば改善基調を続けるとみられるものの、当面は、輸出・鉱工業生産の弱さが、所定外労働時間や新規求人の減少等を通じて、労働需給を緩和させる方向に働くと考えられる。また、一人当たり賃金についても、震災の影響を受けた前年度の厳しい企業業績が、今冬の特別給与の下押し要因になるとみられる。このため、雇用者所得は、当面、横ばい圏内で推移する可能性が高い。こうした中であっても、個人消費は、雇用者所得の影響を受け難い高齢者消費を中心に、潜在需要を掘り起こす

企業の取り組みなどにも支えられ、総じてみれば底堅く推移すると予想される。ただし、当面は、エコカー補助金の押し上げ効果が剥落するうえ、これまでの高い伸びを支えてきた震災後のペントアップ需要も減衰していくため、消費の増勢は本年前半に比べれば鈍化するとみられる。その後は、前述のとおり海外経済の改善を反映して輸出や鉱工業生産も持ち直しに転じてくるため、雇用・所得環境はラグを伴いつつも改善基調が次第に明確になり、このことが個人消費を下支えしていくとみられる。この間、住宅投資については、復興需要や低金利などを背景に、見通し期間を通じて、緩やかに増加していく可能性が高い。

(2) 物価情勢

日本銀行は、中長期的に持続可能な物価の安定と整合的と判断する物価上昇率を、「中長期的な物価安定の目途」として数値で示している。具体的に「中長期的な物価安定の目途」については、消費者物価の前年比上昇率が2%以下のプラスの領域にあると判断しており、当面は1%を目途としている。こうした「中長期的な物価安定の目途」を踏まえつつ、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）の前年比の推移をやや長い目で振り返ると、2009年8月に過去最大の下落幅（-2.4%）となった後、労働や設備の稼働状況、すなわち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ており、最近では概ねゼロ%となっている。このように、消費者物価の上昇率とマクロ的な需給バランスの間には、やや長い目でみれば、緩やかな正の相関関係が存在する。

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は、前述の景気展開を反映して、当面横ばい圏内で推移するものの、その後は、消費税率引き上げの影響による振れを伴いつつも、緩やかな改善基調を続

けると考えられる。中長期的な予想物価上昇率については、市場参加者やエコノミストの見方は振れを均してみれば概ね1%程度で安定的に推移しているほか、家計の見方にも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。国際商品市況については、このところ地政学リスクの高まりや天候要因などから原油や穀物の価格が強含んでいるものの、当面は、海外経済の減速を反映して、均してみれば横ばい圏内で推移すると想定される。その後は、新興国の経済成長に伴う食料・エネルギーの需要拡大などを背景に、基調的には緩やかな上昇傾向をたどると想定される。

以上の環境を前提に、消費税率引き上げの直接的な影響を除いて物価情勢の先行きを展望すると⁸、国内企業物価は、……。消費者物価の前年比は、……。

今回の消費者物価の見通しを、7月の中間評価時点と比較すると、……。

マクロ的な需給バランスの改善にこれまで時間を要してきた背景には、循環的な要因と構造的な要因の双方が作用していると考えられる。循環的な要因としては、リーマン・ショックによる景気の落ち込みがきわめて大きかったため、マクロ的な需給バランスは現在なお改善途上にあることが挙げられる。このため、先行き潜在成長率を上回る成長が続くもとでも、マクロ的な需給バランスが概ねバランスした状態に達し、マクロの需給面から物価を押し上げる力がある程度明確になってくるのは、見通し期間の後半以降になると予想される。また、構造的な要因としては、経済成長率が趨勢的に低下してきたことが挙げられる。すなわち、急速な少子高齢化やグローバル化の進展に対して、成長力を強化する取り組みや社会保障制度の持続可能性を高める見直しが十分に進まなかったことが、企業や家計

⁸ 消費税率の引き上げが物価に及ぼす影響について、税率の引き上げ分が現行の課税品目すべてにフル転嫁されると仮定して試算すると、2014年度の国内企業物価は2.9%ポイント、同年度の消費者物価は2.0%ポイント押し上げられる。

の中長期的な成長期待に悪影響を及ぼし、支出行動が慎重化している。このような慢性的な需要不足により、需給バランスの改善がなかなか進んでいないことが、物価の下落要因として作用してきたと考えられる。先行きは、成長力強化への取り組みの成果が徐々にあがり、家計や企業の成長期待も緩やかながら高まっていくもとので、こうした物価の下落圧力は次第に弱まっていくと想定している。

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、国際金融資本市場と海外経済の動向である。欧州債務問題については、欧州当局が様々な施策を講じてきたこともあり、金融システム面の不安から国際金融資本市場が動揺し世界経済が大きく下振れるテイル・リスクはやや後退したが、この問題の解決にはなお多くの課題が残されている。ECBによる大量の流動性供給や新たな国債買入れプログラムの導入により市場の安定が保たれている間に、各国の財政・金融システム・経済構造改革や、欧州の財政・金融両面での統合が想定以上に進展すれば、市場からの信認が強化され、世界経済の上振れ要因となる可能性がある。一方、それらの取り組みに対する懸念が再燃した場合には、国際金融資本市場における緊張が再び高まることを通じて、世界経済ひいてはわが国経済の下振れ要因となり得る。

以上の国際金融資本市場を通じるルートのほかにも、海外経済にはなお様々なリスクがあり、とりわけ、大きな落ち込みは回避できたとしても、減速がさらに長期化するリスクには注意が必要である。米欧等の先進国については、2000年代半ばにかけての信用バブルの発生とその後の崩壊によ

り過剰債務を抱えた経済主体は、債務を適正水準に戻すまで、慎重な投資・支出スタンスを維持する可能性が高い。こうしたもとの、上振れ方向のショックが発生しても経済が加速し難い一方で、下振れ方向のショックに対しては脆弱な状況が続くと考えられる。新興国については、先進国よりも潜在的な成長力は高いものの、貿易や金融市場のルートなどを通じて、先進国のバランスシート調整の影響を受けるとみられるほか、中国をはじめこれまで高成長を続けてきた幾つかの国では、持続可能な成長経路への移行に向けて、様々な構造問題に直面していることにも留意する必要がある。

地域別にリスク要因を詳しくみると、米国経済では、住宅市場に持ち直しの動きがみられる中、家計のバランスシート調整は、徐々に進捗してきているとはいえ、なお根強く残っている。そうしたもとの、欧州債務問題の悪影響に加えて、「財政の崖」の問題など財政政策の不確実性も意識されていることが、景気の抑制要因として強く働くリスクがある。一方、「財政の崖」の問題の解決により、財政政策の不確実性が軽減した場合には、企業や家計のマインドの改善等を通じて、景気が上振れる可能性がある。欧州経済については、ドイツなどコア国の景気が輸出主導で上振れる可能性がある一方、周縁国における債務問題の悪影響がコア国へと一段と波及し、景気後退が想定以上に長引くリスクもある。新興国・資源国については、持続的な成長経路に移行するタイミングや中長期的な潜在成長率を巡って、なお不透明感が強い。とくに、中国経済については、欧州向けの輸出比率が高いなど、欧州債務問題の影響を受けやすい状況にあるだけに、過剰設備を抱える素材業種を中心に、需給バランスの改善に時間がかかるリスクがある。また、金融・財政両面での景気刺激策を受けて、インフラ投資など内需の一部には改善の兆しもみられるが、これらの政策効果の大きさを巡ってはなお不確実性が大きい。長い目でみると、中国経済は、輸出・固定資産投資中心の経済構造から消費に軸足を移しつつ、過剰設備の

問題を克服することを通じて、従来の高度成長から持続可能な安定成長への移行を順調に進められるかどうか注視していく必要がある。また、日中両国は国際的なサプライチェーンを含め相互依存関係が強いだけに、最近の両国間の関係は日中双方に影響を与える可能性があり、この点、わが国経済について言えば、貿易や投資活動、来日観光客数などへの影響を通じた下押しリスクにも注視する必要がある。

第2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、成長力強化への取り組みが徐々に実を結び、企業や家計の中長期的な成長期待も見通し期間終盤にかけて緩やかながら上昇していくと想定しているが、今後の展開によっては上下双方向に変化する可能性がある。例えば、グローバル需要の取り込みや内外における立地の最適化が企業の重要な課題であることを踏まえると、今後も海外での生産や業務の拡大が見込まれるが、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は、企業や家計の中長期的な成長期待が低下する可能性がある。電力需給を巡る問題についても、電力需要期において、天候要因等によっては、生産活動への制約となる可能性があるが、こうした短期的な影響だけでなく、中長期的な成長期待の下振れにつながり得るという点に注意が必要である。他方、グローバル需要の開拓、高齢層のニーズや多様化した内需の掘り起こし、エネルギー関連の技術やビジネスモデルの革新など、様々な分野において、日本経済の成長力強化に向けた取り組みの成果が大きく実を結べば、中長期的な成長期待が上振れることも考えられる。

第3に、消費税率引き上げの影響に関する不確実性がある。今回の中心的な見通しでは、内外の過去の事例も参考に、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要とその反動の規模を見積もっているが、これは前述した成長期待の動向や消費税以外の制度変更によって変化し得る。また、消費税率の引き上げにより、人々の財政や社会保障制度に関する将来不安が軽減され

れば、経済にプラス方向に作用する可能性もある一方、実質購買力の低下により、人々の節約志向が一段と強まる場合には、消費が想定以上に下押しされる可能性もある。

第4に、わが国の財政の持続可能性を巡る様々な問題がある。すなわち、財政の持続可能性に対する信認が低下するような場合には、人々の税負担等に関する将来不安の強まりから、経済の下振れにつながるおそれがある。他方、中長期的な財政再建の道筋が明らかになり、また、社会保障制度の維持可能性が高まれば、人々の将来不安は軽減され、経済に好影響が及ぶと考えられる。なお、金融市場のグローバル化が進展している現状を踏まえると、多くの先進国で公的債務残高への懸念が生じている中で、わが国の財政運営に対する市場の監視も厳しくなっていると思われる。そうしたもとで、財政再建に向けた取り組みが徐々に進みつつあるとはいえ、これが不十分であると市場参加者の多くが評価した場合は、長期金利の上昇を招き、金融機関の経営ひいては日本経済全体に悪影響が及ぶと考えられる。

(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、前述のような上振れ、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、マクロ的な需給バランスに対する物価の感応度に不確実性がある。近年、経済のグローバル化の進展や規制緩和などを背景に企業間の価格競争が激化するもとで、マクロ的な需給バランスに対する物価の感応度が低くなっているという傾向が、多くの先進国で見られている。わが国においても、2000年代中頃には、マクロ的な需給バランスの改善にもかかわらず、物価の上昇率がなかなか高まらない局面がみられた。一方、最近では、中国からの安値輸入品の増加が目

立っていないほか、企業が製品やサービスの差別化の動きを強めているなど、需給バランスに対する物価の感応度を回復させる方向に働く要因も見受けられる。中心的な見通しでは、こうした最近の変化も踏まえ、消費者物価の前年比は、マクロ的な需給バランスの改善を反映して緩やかに上昇していくと想定しているが、物価の需給バランスに対する感応度については、大きな不確実性があるだけに、企業が景気の改善に伴い、想定通り価格を引き上げていくかどうか十分な注意が必要である。

第2に、企業や家計の中長期的な予想物価上昇率の動向が挙げられる。前述のとおり、企業や家計の中長期的な予想物価上昇率はこれまでのところ概ね安定的に推移しているが、企業や家計が足もとや過去の物価の動きなどから物価はなかなか上昇しないという予想を強めた場合、実際の物価にも、賃金とともに下方圧力がかかる可能性などが考えられる。他方、成長力強化への取り組みが進み、潜在需要が顕在化するかたちで企業の中長期的な成長期待が想定以上に高まっていけば、企業や家計の中長期的な予想物価上昇率が高まり、物価は上振れる可能性がある。

第3に、輸入物価の動向である。原油については、地政学リスク等を背景に、大きく変動する可能性があるほか、穀物の価格動向についても、天候要因次第で上下両方向に不確実性がある。また、為替相場の変動も、実体経済を通じる間接的な波及経路のほか、輸入物価を通じるより直接的な経路を通じて、消費者物価に変化をもたらし得る。

6. 金融政策運営

以上の経済・物価情勢について、「中長期的な物価安定の目途」を念頭に置いた上で、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。

まず、第1の柱、すなわち先行き2014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。

前述のとおり、わが国経済は、当面横ばい圏内の動きにとどまるとみられるが、国内需要が全体としてみれば底堅さを維持し、海外経済が減速した状態から次第に脱していくにつれて、緩やかな回復経路に復していくと考えられる。消費税率引き上げの直接的な影響を除いた消費者物価の前年比は、……。こうした経済・物価見通しを総合的に評価すると、……。

次に、第2の柱、すなわち、より長期的な視点も踏まえつつ、金融政策運営の観点から重視すべきリスクを点検する。景気面では、欧州債務問題に端を発するテイル・リスクはやや後退しているが、国際金融資本市場や海外経済を巡り、なお大きな不確実性があり、重要な下振れリスクである。この間、中長期的な成長期待については、成長力強化への取り組みの成果次第では、上振れ・下振れ双方向の可能性がある。また、消費税率引き上げの経済への影響については、内外の過去の事例を踏まえると、不確実性が高い。財政の持続可能性確保へ向けた取り組みも、経済動向に大きな影響を及ぼし得る。物価面では、マクロ的な需給バランスに対する物価の感応度や中長期的な予想物価上昇率、国際商品市況の動向などを、注視する必要がある。やや長い目でみて、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という観点から、金融面の不均衡について点検すると、わが国の金融機関による企業・家計への総与信は、実体経済活動との対比でみて、長期的なトレンドの近傍で推移しているなど、現時点では、期待の強気化に起因した不均衡は観察されない。もっとも、政府債務残高が累増している中で、金融機関の貸出は伸び悩む一方、国債保有は顕著な増加傾向にある。このため、何らかのきっかけで、長期金利が上昇した場合、金融機関の経営、ひいては日本経済全体に大きな影響を与える可能性がある点に留意しておく必要がある。こうした観点からは、中長期的な財政の持続可能性をしっかりと確保していくとともに、金融政策の運営に対する信認を維持してい

くことが重要である⁹。

先行きの金融政策運営については、前述の2つの柱による点検を踏まえ、……。

すなわち、第1に、日本銀行は、……。

第2に、日本銀行としては、……。

日本銀行としては、引き続き適切な金融政策運営に努めるとともに、国際金融資本市場の状況を十分注視し、わが国の金融システムの安定確保に万全を期していく方針である。

⁹ 金融的な不均衡という観点から金融システムの状況を点検した結果について、詳しくは「金融システムレポート」（日本銀行2012年10月）を参照。

(参考1)

▽2012～2014年度の政策委員の大勢見通し

—対前年度比、%。なお、< >内は政策委員見通しの中央値。

	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2012年度	～ <>	～ <>	～ <>
7月時点の見通し	+2.2～+2.4 <+2.2>	-0.3～0.0 <-0.2>	+0.1～+0.3 <+0.2>
2013年度	～ <>	～ <>	～ <>
7月時点の見通し	+1.6～+1.8 <+1.7>	+0.6～+0.8 <+0.6>	+0.5～+0.7 <+0.7>
2014年度	～ <>	～ <>	～ <>
消費税率引き上げの影響を除くケース		～ <>	～ <>

(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) 今回の見通しでは、消費税率が2014年4月に8%、2015年10月に10%に引き上げられることを織り込んでいるが、国内企業物価と消費者物価の見通しについて、各政策委員は消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースの計数を作成している。

(注4) 消費税率引き上げの直接的な影響を含む2014年度の国内企業物価と消費者物価の見通しは、税率引き上げが現行の課税品目すべてにフル転嫁されることを前提に、物価の押し上げ寄与を機械的に計算したうえで(国内企業物価:2.9%ポイント、消費者物価:2.0%ポイント)、これを上記の政策委員の見通しに足し上げたものである。

(注5) 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。連鎖基準指数ベースでみた前年比は、見通し期間後半にかけて、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6) 政策委員全員の見通しの幅は下表の通りである。

——対前年度比、%。

	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2012年度	～	～	～
7月時点の見通し	+2.1～+2.4	-0.5～ 0.0	+0.1～+0.4
2013年度	～	～	～
7月時点の見通し	+1.5～+1.8	+0.5～+1.0	+0.4～+0.8
2014年度	～	～	～
消費税率引き上げの影響を除くケース			

(参考2)

【背景説明】

1. 2012年度前半の経済・物価・金融情勢

(経済動向)

足もとまでの日本経済を振り返ると（図表1）、年央頃にかけては、復興関連需要などから国内需要が堅調に推移するもとで、緩やかに持ち直しつつあった。実質GDPで見ると、2012 暦年上期は、国内需要の増加から年率+3%程度の高めの成長を実現した¹⁰。もっとも、その後は、国内需要は全体としてみれば底堅く推移する一方、海外経済の減速した状態が強まるもとで、輸出や鉱工業生産が減少している。このため、景気全体としても、弱含みとなっている。

やや詳しくみると、海外経済については、米国では緩やかな回復基調を続けているが、欧州の景気は、政府債務問題の影響から、緩やかに後退している。中国経済も、ウエイトの高い欧州向け輸出が落ち込んだことに加え、素材産業をはじめ幅広い分野で在庫調整圧力が強まったことなどから、減速した状態が長引いている。欧州や中国の最終需要の弱さの影響もあって、NIEs・ASEAN経済も、企業部門を中心に、持ち直しの動きが緩やかとなっている。このため、海外経済全体として、減速した状態が続き、その程度は年央以降強まっている（図表2、3）。こうした動きを反映し、年度初に持ち直しをうかがわせる動きもみられた輸出は、年央頃から弱めとなり、足もとは減少している（図表4）。そうしたもとで、製造業分野では、在庫の積み上がりや生産予測指数の下

¹⁰ 暦年半期（1～6月、7～12月）の実質GDP成長率は、2011年上期に前期比年率-4.3%と、東日本大震災の影響などから大幅な落ち込みとなった。その後、2011年下期には同+3.2%と急速な回復となり、2012年上期も同+2.9%と引き続き高めの成長となった。

振れ幅の拡大に示されるように、予想していた需要の回復が実現せず、企業は、生産スタンスを慎重化させている（図表5）。また、企業の業況感も、製造業中心に幾分慎重化している（前掲図表1(2)）。

このように輸出や鉱工業生産が減少する一方で、国内需要は、増勢を幾分鈍化させつつも、全体としてみれば底堅さを維持している¹¹。すなわち、公共投資は、震災復興関連を中心に増加を続けている（図表6）。設備投資は、海外経済減速の影響から製造業で幾分弱めの動きもみられ始めているが、企業収益が総じて改善するもとの、全体としては緩やかな増加基調を続けている（図表7）。個人消費は、自動車に対する需要刺激策の効果もあって緩やかに増加したあと、足もとでも、雇用環境が改善傾向にあるなかで、底堅く推移している（図表8）。住宅投資も、被災住宅の再建もあって、持ち直し傾向を続けている（図表9）。このように、国内需要が比較的しっかりした動きを維持しているため、非製造業を中心とした内需関連の経済活動は、鉱工業生産に比べて底堅く推移している（図表10）。

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、やや長い目でみると、多少の振れを伴いつつも、リーマン・ショックによる落ち込みからの緩やかな上昇傾向を維持しているが、足もとでは上昇に一服感がみられる（図表11(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、やや長い目でみた改善傾向は維持されているが、6月、9月と横ばいとなった。また、マクロ的な需給ギャップの推計値も、同様の動きとなっている（図表11(3)）。

¹¹ 昨秋以降、海外経済が減速するもともども、国内需要が持ち直してきた背景については、BOX1参照。

(物価動向)

物価面をみると、国内企業物価の前年比は、年央にかけて国際商品市況が反落したことの影響に加え、アジア市場における需給緩和から鉄鋼価格が弱含んでいることもあって、マイナスに転じている(図表 12(1))。一方、企業向けサービス価格(除く国際運輸)の前年比は、やや長い目でみると企業活動や企業収益が持ち直すもとで、振れを伴いつつもマイナス幅が縮小傾向をたどり、概ねゼロ%となっている(図表 12(2))。消費者物価(除く生鮮食品)の前年比をみると、2009 年末頃から下落幅が縮小を続け、最近では概ねゼロ%となっている(図表 13(1))。消費者物価の基調的な変動を捉える方法として、刈込平均値¹²やラスパイレス連鎖指数¹³をみても、足もとでは幾分弱めの動きとなっているが、長い目でみれば、緩やかな改善傾向にある(図表 13(2))。また、消費者物価(除く生鮮食品)を構成する各品目の前年比について、上昇品目の割合から下落品目の割合を差し引いた指標をみると、足もとでは改善に一服感がみられているが、長い目でみれば、緩やかな改善傾向にある(図表 14(1))。家計調査における平均購入単価の動きをみても、一頃に比べると、はっきり上昇している(図表 14(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、長い目でみた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

¹² 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したもの。これにより、大きな相対価格変動の影響が概ね除去されることになる。

¹³ ラスパイレス連鎖指数とは、①毎年、基準年の品目ウェイトを更新し、個別品目の指数水準を 100 にリセットして集計した値を計算したうえで、②その前年比を、前年同月の連鎖指数にかけあわせることによって繋いだ指数である。品目改廃やモデル式の見直しといった要因を除けば、実質的に毎年基準年を更新した指数を作成していることに等しい効果をもつ。

が、タイムラグを伴いながら、徐々に物価面に及んできていることを示していると考えられる。ただし、足もとでは、年央にかけての国際商品市況の反落の影響などから、消費者物価の前年比の改善は一服している。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比について、足もとの動きを内訳別にみると、財では、耐久財のマイナス寄与が一頃に比べて縮小しているものの、年央にかけての原油価格反落の影響から石油製品が徐々にマイナス寄与に転じていることを主因に、全体ではマイナス幅が幾分拡大している（図表 15(2)）。サービスでは（図表 15(3)）、外食は横ばい圏内の動きとなっているものの、家賃がマイナス幅を幾分拡大させているほか、他のサービスが、原油価格や為替相場の動向に左右されやすい外国パック旅行の動きを受けて、2012 年度初にいったんプラスとなったあと、2012 年度半ばにかけてマイナス寄与に転化している。この間、公共料金については、電気・ガス代の動きなどを反映して、緩やかな上昇を続けている（図表 15(1)）。

（金融市場動向）

国際金融資本市場では、欧州債務問題を背景とする投資家のリスク回避姿勢はやや後退した状態が続いている。

欧州債務問題を巡る懸念は、春先以降、ギリシャ、ポルトガル、アイルランドにとどまらずスペインやイタリアにも再び拡がり、これらの国の国債利回りは、7月にかけて上昇基調をたどった。グローバルな投資家が安全資産選好を強めたことを反映して、株価は先進国、新興国とも軟調に推移し、日米独の長期金利は歴史的な低水準に低下するとともに、為替市場では円やドルが増価した。

その後、欧州当局が様々な施策を講じたことにより、欧州諸国の国債利回りをみると、多くの国で幾分低下している。例えば、ギリシャにつ

いては、7月下旬に一時28%台にあったが、足もとでは20%を下回っており、スペインについても、ピーク時には7%を超えていたが、足もとは5%台後半まで低下している（図表16）。一方、歴史的な低水準に低下していたドイツなどの国債利回りは幾分強含んでいる（図表17(1)）。株価をみると、米欧の株価は持ち直しに転じている（図表18）。為替市場では、ユーロのほか、新興国・資源国通貨が7月末以降、対ドルで上昇している（図表19）。銀行間の資金調達市場でも安定が維持されている（図表20）。もともと、ギリシャの財政・経済構造改革の進展や、スペインのESMへの支援要請の有無、銀行監督の一元化に向けた取り組み等を巡って不透明感の強い状況はなお続いており、今後の市場における展開は十分注意してみていく必要がある。

海外主要中央銀行の金融政策運営をみると、先進国では、既に政策金利が極めて低い水準まで引き下げられている中（図表21(1)）、それぞれが直面する課題に即して、様々な措置が講じられた。欧州では、ECBが7月に0.25%の利下げを実施したほか、9月には、金融政策の波及経路を回復させる観点から、新たな国債買入れプログラム（OMT s）の導入を公表した。イングランド銀行（BOE）は、政策金利を0.5%で据え置く一方、資産買取ファシリティの資金枠を、それまでの3,250億ポンドから、7月に3,750億ポンドに拡大した。また、7月には、銀行等の非金融セクターに対する貸出の増減幅に応じた条件で、イングランド銀行が対象先銀行等への貸出を行う「融資のための資金調達スキーム」を導入し、8月に初回の貸出を実施した。米国では、連邦準備制度（FRB）が、より力強い経済回復により労働市場の改善を図るべく、9月に、政策金利を例外的に低い水準とする期間の見通しについて、「少なくとも2014年遅くまで」から「少なくとも2015年央まで」に変更すると

ともに、住宅ローン担保証券を毎月 400 億ドル買入れることも決定した。

新興国・資源国の金融政策は国ごとに違いがみられているが、欧州をはじめとする世界経済の減速に対応して、金融緩和を進める動きに拡がりが見られている（図表 21(2)）。新興国・資源国については、持続的な成長経路に移行するタイミングや中長期的な潜在成長率を巡って、なお不透明感の高い状況が続いている。

日本銀行は、引き続き、包括的な金融緩和政策のもとで強力な金融緩和を推進している。7月には、資産買入等の基金の着実な積み上げを通じて金融緩和を間断なく進めていく観点から、①固定金利オペを5兆円程度減額し、短期国債買入れを5兆円程度増額すること、②短期国債およびCPの買入れにおける入札下限金利を撤廃すること、③固定金利オペについて、「期間3か月」と「期間6か月」の区分をなくし、「期間6か月以下」とすること、を決定した。また、9月には、金融緩和を一段と強化する観点から、資産買入等の基金について、①短期国債の買入れを5兆円程度、長期国債の買入れを5兆円程度、合わせて10兆円程度増額したうえで、増額は2013年12月末を目途に完了すること、②長期国債および社債の買入れにおける入札下限金利を撤廃すること、を決定した。

こうしたもとで、わが国の金融資本市場をみると、短期金融市場では、無担保コール市場の翌日物金利が実質的なゼロ金利水準で推移しているほか、国庫短期証券利回りも1年物まで含めて0.1%程度まで低下している（図表 22(1)）。

銀行間取引にかかる信用スプレッドも、わが国の金融機関のバランスシートの健全性が保たれているもとで、安定的に推移した（前掲図表 20(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、総じて落ち着いた動きを続けている（前掲図表 20(2)）。

長期金利をみると、期間の短いものから長いものに波及するかたちで、3年程度の長さの金利まで 0.1%程度と極めて低水準で安定的に推移している。5年物国債利回りも、0.2%程度まで低下した（図表 22(2)）ほか、10年物国債利回りも、0.8%程度の低水準で横ばい圏内の動きとなっている（前掲図表 17）。

株価は、7月下旬にかけては、欧州債務問題を巡る懸念の強まりや米国経済指標の予想比下振れなどを受けた米欧株価の下落につれて軟調に推移し、一時8千円台前半まで下落する場面もみられた。その後、欧州債務問題への懸念が幾分後退する中、投資家のリスク回避姿勢がやや後退したことからいったん上昇したが、足もとは、景気の先行きに対する慎重な見方を反映して、再び軟調な動きとなっている（図表 23(1)）。不動産投資法人投資口（J-REIT）の価格は、株価が軟調に推移する中、6月下旬にかけて下落したが、その後、配当利回りの高さなどに着目した買いもあって上昇している（図表 23(2)）。

為替相場をみると、円の対ドル相場は、7月にかけて円高方向の動きが続いたが、その後は、総じて78円台を挟んだ比較的狭い範囲内で推移した。円の対ユーロ相場は、欧州債務問題への懸念が強まる中、7月下旬にかけては、ユーロ安方向の動きとなり、一時2000年度以来となる94円台までユーロ安が進行した。その後は、欧州中央銀行等の施策を背景に欧州債務問題への懸念が幾分後退したことなどから、ユーロ高方向の動きとなっている（前掲図表 19(1)）。

(金融環境)

わが国の金融環境は、緩和した状態にある。

企業の資金調達コストは、低水準で推移している。新規の貸出金利は、短期、長期ともに低い水準で横ばい圏内の動きとなっている(図表 24(1))。CPの発行スプレッドは、業況を反映して一部の銘柄で幾分拡大した状態となっているが、全体としてみれば低い水準で推移している(図表 24(2))。社債の発行スプレッドは、足もとにかけて、電力各社による高めの発行スプレッドでの起債が増えていることから若干拡大しているが、総じてみれば低い水準で推移している(図表 24(3))。こうしたもとで、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ている(図表 25(1))。現在の金利水準を成長率や物価との関係でみると、概ね中立的とみられる。(図表 25(2))。

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、改善傾向が続いており、各種のDIは2000年以降の平均以上の水準となっている(図表 26(1))。企業の資金繰り面では、中小企業も含めて総じて改善した状態にあり、やはり各種のDIが、概ね2000年以降の平均以上の水準となっている(図表 26(2))。こうしたわが国の企業金融の状況は、米国や欧州との比較でも、きわめて緩和的な状態にある(図表 27)。ただし、低格付債の発行は例年を幾分下回っているほか、製造業を中心とする一部の企業では、業況悪化等からCP等による資金調達環境が厳しくなっている様子が窺われる(図表 28)。

この間、企業の国内での資金需要面をみると、設備投資向けを含む復興資金需要に加え、原燃料コストの増加等もあって運転資金需要が増加しているほか、引き続き、企業買収や資源権益取得といったグローバル

戦略強化の動きなどを背景とした資金需要にも増加の動きがみられている。こうしたもとで、銀行貸出残高の前年比は、プラス幅が幾分拡大している（図表 29(1)）。CP残高の前年比もプラスで推移している。一方、社債残高の前年比は、償還超が続いた電力債を中心にマイナスとなっている（図表 29(2)）。

マネタリーベースの前年比は、震災直後の大規模な流動性供給により前年の水準が高かった3～4月に小幅のマイナスとなったものの、その後は再びプラス圏で推移している（図表 30(1)）¹⁴。マネースtock（M2）の前年比は、2%台で推移しており、対名目GDP比は緩やかな上昇傾向にある（図表 30(2)）。こうしたマネースtockの動きは、リスク勘案後の運用利回りが相対的に高まった現預金に資金が集まっていることを表しており、このことは銀行部門を介して財政赤字の増加を支えている面もある。

地価は、都市部・地方圏とも下落を続けているが、下落幅は徐々に縮小してきている。具体的に2012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および地方圏のいずれにおいても、商業地・住宅地ともに、地価は前年比でマイナスとなったが、マイナス幅は縮小した（図表 31(1)）。また、東京都区部の半期ごとの地価の動きをみても、今年上期は、商業地・住宅地ともに前期比のマイナス幅が縮小した（図表 31(2)）。

¹⁴ わが国のマネタリーベースの対名目GDP比率は、日本銀行によるきわめて潤沢な流動性の供給を反映して、先進国で最大となっている。この点について詳しくはBOX 2 参照。

2. 2012 年度後半～2014 年度の経済・物価の見通し

(経済・物価見通し)

先行きのわが国経済について、まず当面の動きを展望すると¹⁵、輸出や鉱工業生産については、海外経済の減速した状態が続くもとで、弱めに推移すると考えられる。一方、国内需要については、防災・エネルギー関連投資を含めた幅広い意味での復興関連需要などに支えられて、全体としてみれば底堅さを維持すると考えられる。もともと、輸出や鉱工業生産の弱さが影響し、設備投資を先送りする動きが、製造業を中心に多少増えてくると考えられる。個人消費についても、底堅さを維持しつつも、当面、所得が横ばい圏内にとどまるもとで、エコカー補助金の終了に伴う乗用車購入の反動減が予想されるほか、震災後のペントアップ需要も徐々に減衰していくとみられる。このため、国内需要が輸出の弱さを十分に補って増加を続けていくのは難しく、景気は当面横ばい圏内の動きにとどまるとみられる。その後、海外経済が減速した状態から次第に脱していくにつれて、輸出や鉱工業生産は持ち直しに転じ、経済全体で前向きの支出活動も徐々に強まっていくと予想される。2013 年度については、復興関連需要による景気押し上げ効果が公的需要を中心に徐々に減衰していくものの、海外経済の持ち直しが次第に明確になるにつれて、企業収益や雇用者所得の増加を伴いながら国内民間需要もしっかりとした伸びとなるため、潜在成長率をはっきり上回る成長が続くと想定される。とりわけ、2013 年度下期には、個人消費や住宅投資において、消費税率引き上げ前の駆け込み需要が相応の規模で発生すると予想され

¹⁵ 今回の経済見通しは、電力供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。

るため¹⁶、一時的にかなり高めの成長となると考えられる。

2014年度については、海外経済が過去の長期平均を上回る成長を取り戻すほか、企業収益の改善を背景に低金利の持つ景気刺激効果も強まっていき、これが国内民間需要を下支えするとみられる。また、今回の見通しでは、見通し期間終盤に向けて、企業による内外の潜在需要の掘り起こしや政府による成長戦略の実行など成長力強化の取り組みの成果が徐々にあがり、企業や家計の中長期的な成長期待も緩やかながら高まっていくなことも念頭においている¹⁷。このため、わが国経済は、潜在成長率を幾分上回る成長経路をたどると考えられる。ただし、上期を中心に、前年度の消費税率引き上げ前の駆け込み需要の反動が出ることから、2014年度の成長率は小幅のプラスにとどまる可能性が高い。

以上の見通しを年度ベースの実質GDP成長率で示すと、2012年度は・・・、2013年度は・・・、2014年度は・・・と想定される。2013年度までの見通しを7月の中間評価における見通しと比較すると、2012年度は、・・・。一方、2013年度については、・・・。

物価情勢の先行きを物価指数に即してみると、国内企業物価の前年比は、・・・。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、・・・消費税率引き上げの影響を除いたベースでみて¹⁸、・・・。2013年度までの見通しを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

¹⁶ 今回の見通しでは、「社会保障の安定財源の確保等を図る税制の抜本的な改革を行うための消費税法の一部を改正する等の法律」の成立に伴い、消費税率が2014年4月に8%、2015年10月に10%に引き上げられることを織り込んでいる。消費税率引き上げが経済に与える影響については、BOX 3 参照。

¹⁷ やや長い目で見たわが国経済のパフォーマンスについては、人口動態の動向も大きな影響を及ぼしている。この点については、BOX 4 参照。

¹⁸ 消費税率引き上げが物価に与える影響については、BOX 5 参照。

は、……。消費者物価については、……。

以下、経済・物価の変動メカニズムについて補足する。

(政府支出)

復興事業支出については、平成 23 年度の第 1 次補正予算 (約 4 兆円)、第 2 次補正予算 (約 2 兆円)、第 3 次補正予算 (約 9.2 兆円) および平成 24 年度予算 (約 3.8 兆円) によって、「東日本大震災からの復興の基本方針」で示された事業規模 (当初 5 年間で少なくとも 19 兆円) のほとんどが予算手当てされた。こうした予算の執行が徐々に進むもとの、公共投資は、震災復興関連を中心に増加を続けている (前掲図表 6)。先行きについても、2012 年度中は、被災地での人員不足など供給サイドのボトルネックの影響を受けつつも、引き続き増加ないしは高水準を維持すると見込まれる。一方、2013 年度以降の公共投資については、復興関連の押し上げ寄与が徐々に減衰するにつれて、従来の減少トレンドに復していくと想定している。

この間、政府債務残高の対 GDP 比率については (図表 32)、既に高い水準にあるが、先行きは、高齢化に伴う社会保障関連支出の増加などから、消費税率の引き上げを織り込んでも、引き続き上昇していくことが見込まれる。

(海外経済)

先行きの海外経済については、当面減速した状態を続けたあと、減速した状態から次第に脱していくことを中心的な見通しとしている。海外経済の成長率は、当面は過去の長期平均に比べやや低めにとどまるものの、見通し期間後半にかけて、過去の長期平均を幾分上回っていくと想定している (前掲図表 3 (1))。国・地域別にみると、米国経済について

は、緊縮的な財政政策の影響を受けつつも、住宅市場の改善を背景に家計のバランスシートの調整圧力が徐々に和らいでいく中で、緩和的な金融環境に支えられて、緩やかな回復基調を続けると予想される。欧州については、見通し期間を通じて回復の勢いに乏しい状態が続くとみられるが、欧州債務問題への取り組みが進むにつれ、企業や家計のマインド改善を伴いながら、小幅のプラス成長に転じていくと想定している。中国経済についても、当面減速した状態が続くとみられるものの、金融・財政両面での景気刺激策の効果が次第に顕在化し、在庫調整が進展していくにつれて、成長率は徐々に高まっていくと想定している。こうしたなかで、NIEs・ASEAN経済についても、景気の改善が次第に明確になっていくと考えている。

もっとも、先行きの海外経済については、様々なリスクが存在する。欧州債務問題が金融システム面の不安を伴いつつさらに深刻化し、国際金融資本市場の動揺、ひいては海外経済の一段の下振れにつながるテイル・リスクはやや後退したが、この問題の解決にはなお多くの課題が残されている。また、大きな経済の落ち込みは回避できたとしても、世界経済の減速がさらに長期化するリスクもある。この点、第1に、欧州の実体経済の弱さが続く中で、貿易や金融市場のルートや企業マインドの悪化などを通じた世界経済への影響が長引く可能性に注意が必要である。第2に、中国経済について、経済政策の効果に関する不確実性が残るほか、リーマン・ショック後の積極的な投資などにも起因する過剰設備の問題が克服され、需給バランスが順調に改善していくかどうか注視していく必要がある。第3に、米国経済については、家計のバランスシート調整が徐々に進みつつあるとはいえ、なお重石として作用すると予想されるほか、いわゆる「財政の崖」の問題など財政政策の先行きに関する

不透明感も高いため、その回復力には注意が必要である¹⁹。

以上のリスクは、世界経済が、景気循環的な不確実性だけでなく、より長い目でみた構造的な課題にも直面していることと関連するものである。すなわち、欧米経済については、2000年代半ばにかけての信用バブルが、リーマン・ショックなどを契機に崩壊した後の調整がどのように進んでいくかが重要なポイントとなる²⁰。また、中国を始めとする幾つかの新興国については、かつてわが国も経験したように、高度成長からより持続可能な巡航速度の成長へいかに安定的に移行するかという点が課題となっている²¹。

(輸出入)

実質輸出は、海外経済の減速した状態が強まるもとの、減少している。先行きについては、当面、弱めに推移するとみられるが、その後は、海外経済が減速した状態から次第に脱していくにつれて、緩やかに増加していくと考えられる。

世界の貿易量の動きをみると、足もとでは、世界経済の減速が長引くもとの、世界全体で貿易量の拡大ペースが鈍化しており、これが日本の輸出にも影響している(図表 33(1))。そうした中であって、わが国からの輸出は、他国・地域との対比でみて、相対的に弱めの動きを続けている。世界貿易の推移をやや長い目で確認しておく(図表 33(2))、リー

¹⁹ 「財政の崖」とは、現行法のまま 2012 年末を迎えると、大規模な所得減税や失業保険の給付延長などが一斉に失効することや、財政統制法に基づく歳出の自動削減が実施されることを指す。これによって、2013 年入り後、家計負担が大幅に増加することなどが懸念されている。

²⁰ 信用バブルの拡大と崩壊が欧米経済に与えた影響については、BOX 6 参照。

²¹ わが国において、高度成長から安定成長への移行がどのような過程をたどったかについては、BOX 7 参照。

マン・ショック前までは、日本の輸出は世界全体の輸出を幾分上回るペースで拡大していた。一方、リーマン・ショック後については、わが国からの輸出は、世界全体との対比でみて伸び悩んでいる。これには、新興国のキャッチアップ等を背景とした競争力の低下、為替円高、海外生産シフトといった動きが複合的に影響していると考えられる。こうした点を踏まえると、先行きの輸出は、海外経済の回復ペースとの関係でみた増加ペースが、過去に比べて、幾分抑制されたものとなると考えられる。財別にみると（図表 34）、中国あるいは中東における汎用品の供給拡大の影響を受けている鉄鋼・化学などの中間財や、国際競争力低下の影響がとりわけ大きい情報関連・耐久消費財などの電機関連については、過去に比べて弱めの推移となる可能性が高い²²。自動車関連については、拡大する海外需要への供給は基本的に現地生産の拡大で対応していくものとみられるため、先行きの輸出の増加は、これまでのトレンドに比べて、緩やかなものにとどまると考えられる。一方、資本財・部品については、なお高い国際競争力を維持しているとみられるうえ、海外生産シフトの拡大が、この分野の輸出を誘発する効果も小さくないと考えられるため、比較的しっかりした動きを続けるものと予想される。

この間、日本の中国向け輸出について、昨年初のピークからの動きをみると、中国向けのウエイトが高い資本財・部品や中間財の弱さが目立つ（図表 36(1)(2)）。これは、中国からの欧州向け輸出の弱さが、サプライチェーンを通じて間接的に影響していることに加え（図表 36(3)）、中

²² 世界半導体出荷の動きをみると（図表 35(1)）、足もと8月までの実績は世界全体でみて、5月時点におけるWSTS（世界半導体市場統計）の見通しから下振れて推移しており、需要の回復が後ずれしている姿となっている。これに加えて、リーマン・ショック以降、日本向けの出荷のペースが世界全体に比べて、弱めの動きを続けていることからみて、わが国からの情報関連輸出、ひいては鉱工業生産の動きには、情報関連分野における世界需要の弱さに加えて、国際競争力の低下も影響しているものと考えられる。

国において、過剰設備などを背景に素材や建設機械などにおける在庫が積み上がっており、このことが、中国の輸入抑制につながっている面も小さくないとみられる。中国人民銀行が中国国内の主要企業を対象に実施しているサーベイデータをみると、製造業全体として、リーマン・ショック後並みに在庫過剰感が高まり、設備過剰感も急速に高まっている（図表 36(4)）。こうした点を踏まえると、少なくとも当面は、製造業分野で需給の緩和した状態が続き、日本からの中国向け輸出は、中国経済全体の成長ペースと比べ、弱めにとどまる可能性が高いと考えられる。

一方、実質輸入は、増加傾向にある。先行きについて考えると、当面弱めの鉱工業生産の影響を受けつつも、火力発電用の燃料輸入が高水準で推移することや国内需要が全体としてみれば底堅さを維持することなどを背景に、基調的には緩やかな増加を続けると予想される。なお、前述のとおり、消費税率引き上げに伴って、国内民間需要には駆け込みとその反動が出ると予測されるが、輸入ペネトレーション比率がかなり高まり、輸入と内需の関係が強まっていることを念頭に置くと、輸入にも増加と反動減がみられ、実質GDPの振れをある程度平準化すると考えられる。

(対外収支と貯蓄投資バランス)

貿易収支をみると、2011年度に1979年度以来の赤字となったあと、2012年度入り後も、赤字幅が幾分拡大している（図表 37(1)）。これには、海外経済の減速が長引くもとで、輸出が弱めに推移していることに加え、輸入面からも、長い目でみた国際商品市況高を反映した輸入価格上昇や、原発停止の継続に伴う燃料輸入の増加を反映した実質輸入の増加が、赤字拡大要因となっていることが影響している。先行きについては、当面は、輸出が弱めの推移となるもとで、赤字が明確に縮小に向かうことは

展望しにくい。その後は、消費税率引き上げを背景とした輸入の増加と反動減による振れを伴いつつも、基調的には、輸出が緩やかに増加していくにつれて、赤字幅は緩やかに縮小していくと考えられる。

経常収支については、貿易収支の赤字にも拘わらず、対外資産の蓄積を背景に所得収支が比較的大きな黒字を続けているため、黒字基調が維持されている。先行きについては、当面は、海外経済減速などに伴う対外資産の利回り低下がラグをもって影響する可能性などを踏まえると、所得収支の黒字幅は幾分縮小すると考えられる。さらに、貿易収支の赤字が続くこともあって、経常収支の黒字幅が幾分縮小するとみられる。その後は、振れを伴いつつも、海外経済の成長率が再び高まり、貿易収支の赤字幅が縮小していくにつれて、経常収支の黒字幅は緩やかに拡大していくと想定される。

経常収支と表裏の関係にあり、概念的に一致する国内の貯蓄投資バランスについて考えると（図表 37(2)）、見通し期間においては、一般政府は大幅な赤字が続く一方、民間部門では、企業部門を中心に大幅な貯蓄超過で推移すると見込まれるため、全体としては、貯蓄超過で推移すると見込まれる。

（企業の収益環境）

企業収益については、製造業などで海外経済減速の影響を受けつつも、内需関連業種を中心に総じて改善している（図表 38）。先行きについても、総じてみれば、底堅い国内需要に支えられて、緩やかな改善傾向をたどると予想される。

企業の収益率をやや長い目でみると、2000 年代以降、緩やかな改善傾向にあり、とくに非製造業の収益率は、足もとでは既往ピーク圏内で推移している（図表 39(1)）。こうした動きには、昨秋以降、非製造業に関

連の深い国内需要が堅調に推移してきたという需要面の要因とともに、やや長い目でみた供給面の要因として、人件費をはじめとした様々なコストの削減に加え、小売業やサービス業などにおいて、収益性の低い企業の退出を含め業界再編が進んだ結果、市場占有率の上昇によって企業のマージンが改善に向かったことも寄与している可能性が考えられる（図表 39(2)）。

（設備投資）

以上のような企業収益の動向のもとで、設備投資は、緩やかな増加基調にある。先行きについて、当面は、海外経済減速を反映した輸出や鉱工業生産の弱さが影響し、製造業を中心に投資を先送りする動きが多少増加するとみられるため、全体としても減速する可能性が高い（図表 40(1)）。もともと、設備投資は、リーマン・ショック後の大幅な落ち込みからの回復過程にあり、水準はなお低いため、維持・補修にかかる設備投資の増加が見込まれる（図表 40(2)）。また、耐震強化や新エネルギー分野などで、景気循環の動きには左右されにくい投資の増加も見込まれる（図表 40(3)(4)）。これらが需要の下支えとして作用するため、設備投資全体としてみれば、緩やかな増加基調は維持されると考えられる。この点、9月短観で2012年度の設備投資計画（土地を除き、ソフトウェアを含むベース）をみると（図表 41）、海外経済の減速が続く中であっても、ここ数年の実績をはっきりと上回る伸びとなっている。こうしたことを踏まえると、今後、製造業を中心にある程度下方修正されたとしても、全体として、増加基調自体は維持される可能性が高い。また、2013年度には、海外経済が改善するにつれて、設備投資の増加基調もはっきりしてくると予想される。見通し期間終盤の2014年度については、循環的には、設備投資の伸び率は鈍化方向となるが、以下に述べるように、

企業の成長期待が緩やかに高まるもとの、金融緩和の押し上げ効果も期待されることから、設備投資の増加基調は維持されると考えられる。

まず、今回の設備投資の見通しを、中長期的な経済の成長力との関係に基づいて評価するため、資本ストック循環の観点からみると(図表 42)、当面は、企業の期待成長率が0%台半ば程度にとどまっていたとしても、しっかりとした伸びが期待できる。その後については、現存する資本ストックに対する設備投資の比率、すなわち資本ストックの伸び率が徐々に高まっていくため、循環的には設備投資の伸び率自体は減速方向となる。ただし、見通し期間終盤にかけての設備投資の減速は、限定的なものにとどまると考えている。これは、規制改革や事業再構築の進展もあって、成長力強化への取り組みが徐々に実を結び、企業の中長期の成長期待が緩やかながらも高まっていくと想定しているためである²³。こうした点を幾つかの代表的な指標に即して整理すると、設備投資対GDP比率は(図表 43(1))、足もとの低めの水準からごく緩やかに上昇し、見通し期間後半には、長期的な平均を幾分上回っていくと考えられる。また、設備投資をキャッシュ・フローとの対比で見ると(図表 43(2))、概ね足もとの企業の成長期待に見合った水準となっているが、先行きについては、成長期待の上昇とともに、設備投資対キャッシュ・フロー比率もごく緩やかに上昇していくと想定される。さらに、設備投資の対資本ストック比率についてみると(図表 43(3))、リーマン・ショック後に、潜在成長率から求めた長期均衡をかなり下回る水準にまで低下したあと、見通し期間の後半には、長期均衡が潜在成長率の動きに沿ってごく緩やか

²³ 例えば、政府が成長戦略の中で重点分野と位置付ける環境・エネルギー分野では、とくに本年7月から再生可能エネルギーの固定価格買取制度が開始されたことに伴って、買取価格が高水準に設定されているメガソーラーなどで、大規模な投資が見込まれている(前掲図表 40(4))。

に高まるもとの、実際の設備投資も長期均衡近傍の水準にまで緩やかに上昇していくと考えられる²⁴。

次に、金融面の影響については、やや長い目でみれば、財務体質の改善に伴い企業のリスク選好が多少なりとも改善しているもとの、緩和的な金融環境が続くことが、先行きの設備投資の下支えに寄与していくと考えられる（図表 44、前掲図表 26）。投資採算の観点からみると、見通し期間の終盤にかけては、景気回復に伴い資本収益率が上昇していくと同時に、後述するように物価上昇率の高まりを反映して実質金利が緩やかに低下していくため、金融緩和の効果が次第に強まっていくことが予想される。ただし、製造業における海外現地生産の拡大や国際競争力の低下などの下押し要因を念頭におくと、過去に比べて、投資採算改善の効果は控えめとなると考えられる。

（雇用・所得環境）

雇用・所得環境をみると、労働需給は改善傾向にある（図表 45(1)）。雇用者数も前年比プラスで推移しているが（図表 46(1)）、これには、内需との関連が強い中小企業の雇用、中でもパートの増加が大きく寄与している。こうしたもとの、パートの時間当たり所定内給与や、一般労働者の所定内給与も、このところ幾分上昇している（図表 45(2)）。ただし、足もとでは、鉱工業生産が減少するなか、製造業を中心に、労働時間が頭打ちとなり、新規求人数の改善傾向も一服している（図表 45(3)(4)）。先行きについても、当面、鉱工業生産が弱めに推移する間は、労働需給の改善も一服するとみられる。また、一人当たり賃金についても、震災の影響を受けた前年度の厳しい企業業績の影響が、冬季賞与の下押し要

²⁴ 潜在成長率の動きについては、後述。

因として残るとみられる（図表 46(2)）。このため、雇用者所得は（図表 46(3)）、当面、横ばい圏内にとどまる可能性が高い。その後は、経済活動の回復を背景とした労働需給の改善などに伴って、パートの時給などを中心に賃金も次第に上昇し、雇用者所得も増加していくと考えられるが、それが明確になるのは、輸出や鉱工業生産の持ち直しがはっきりしてくる 2013 年度入り後になると考えられる。

マクロ的な雇用過剰感を労働生産性の動きで評価すると（図表 47(1)）、一人当たり労働生産性は長期トレンドを引き続き下回っているが、一頃に比べてその乖離幅は縮小しており、雇用過剰感が後退していることを示している。先行きも、景気回復とともに労働生産性が徐々に長期的なトレンドに復していくにつれて、失業率も引き続き緩やかな低下傾向をたどっていくと考えられる（図表 47(2)）。労働分配率については（図表 47(3)）、先行き景気が緩やかな回復経路に復していけば、緩やかな低下トレンドをたどると考えられる。ただし、見通し期間後半にかけて、前回の景気拡大局面の後半に当たる 2004～2007 年の平均をやや上回る水準で下げ止まっていくと想定している。これは、規制緩和もあって派遣労働者を中心とした非正規雇用が大きく拡大し、そのことが賃金の下方圧力として作用していた当時と異なり、現下の局面では、こうした面からの賃下げ圧力は幾分弱まっていると考えているためである。

（家計の支出行動²⁵）

個人消費をみると、本年前半にかけては、家計所得が伸びない中であっても、高めの伸びが実現した（図表 48、前掲図表 8）。その基本的な背

²⁵ 見通し期間の個人消費や住宅投資は、駆け込み需要とその反動を中心に、消費税率の引き上げの影響を受けると考えられる。この点については、BOX 2においてまとめて整理している。

景は、震災後の落ち込みから経済活動や労働需給が回復し、消費者マインドも改善傾向をたどったことにあると考えられる。加えて、第1に震災後のペントアップ需要の顕在化、第2にエコカー補助金などの政策効果、第3に企業による需要の掘り起こしが徐々に進むもとの高齢者の消費支出の積極化、第4に円高メリット、といった様々な要因が複合的に作用してきたと考えられる。

先行きの個人消費は、消費税率引き上げに伴う駆け込みと反動という振れを伴いつつも、基調的には、雇用・所得環境が改善傾向をたどるもとの、高齢者対応ビジネスなど潜在需要を掘り起こす取り組みなどにも支えられ、底堅く推移していくと考えられる。ただし、当面については、エコカー補助金の終了に伴う乗用車購入の反動減が見込まれるほか、これまでの消費の伸びを支えてきた震災後のペントアップ需要も徐々に減衰していく可能性が高い。このため、本年前半までの高めの伸びのあと、底堅さを維持しつつも、横ばい圏内の動きにとどまると考えられる。この点に関連して、本年前半までの個人消費の動きを形態別に確認すると、幅広く伸びてきているが、とくに耐久消費財やサービスの増加が目立つ（図表 49(1)）。このうち、耐久消費財について、乗用車新車登録台数をみると（図表 49(2)）、エコカー補助金による押し上げ効果もあって、小型・軽の新型車を中心に高水準に達したが、今後は、エコカー補助金の受付終了に伴い、いったん所得や人口の推移などから計算される長期均衡をはっきりと下回る水準に反落すると考えられる。また、サービス消費については、全体として底堅く推移するとはいえ、ペントアップ需要の減衰などに伴い、増勢は鈍化してくると考えられる（図表 49(3)）。

なお、見通し期間中は、雇用・所得環境が改善傾向をたどるものの、実質可処分所得の伸びは、復興関連予算に充当される所得税増税や消費

税率の引き上げなどの影響から、ごく緩やかなものにとどまると予想される。ただし、企業による需要掘り起こしの努力などを背景に、高齢者の消費活動が積極化していることなどは、ある程度持続すると想定している²⁶。このため、見通し期間中、基調的にみれば、個人消費は家計所得に比べてやや強めに推移し、消費性向はごく緩やかに上昇すると考えられる。

住宅投資は、持ち直し傾向にある（前掲図表9）。先行きについても、消費税率引き上げによる振れを伴いつつも、基調としては、被災住宅の再建に加え、金融緩和効果の後押しもあって、リーマン・ショック以降抑えられていた潜在需要が徐々に顕在化していくことから、持ち直し傾向をたどると考えられる。

（物価変動を取り巻く環境）

国際商品市況は（図表50）、年央にかけて反落したあと、全体としてみれば、幾分持ち直している。先行きについては、当面は、海外経済の減速を反映して横ばい圏内での推移となるが、その後については、海外経済が減速した状態から脱していくにつれて、新興国の経済成長に伴う食料・エネルギー需要の拡大などを背景に、緩やかな上昇傾向をたどると想定される。こうした国際商品市況の動きを踏まえると、国内のエネルギー関連価格や食料品価格についても、見通し期間全体でみて、緩やかな上昇傾向をたどると考えられる²⁷。

²⁶ 高齢者の個人消費については「経済・物価情勢の展望（2012年4月）」のBOX5を参照。

²⁷ 穀物に関しては、このところ国際商品市況が高値圏で推移しており、その影響が、今後、消費者物価にも幾分波及してくる可能性もある。もっとも、市況の動きは、基本的には、天候不順を背景とした一時的な供給ショックによるものであり、その影響が減衰するにつれ、いったん反落すると考えられる。このほか、為替が円高となっていること

中長期的な予想物価上昇率について（図表 51）、市場参加者やエコノミストによるアンケート調査をみると、ここ数年、振れを均してみれば概ね1%程度で安定的に推移している。家計についても、アンケート調査から推計される中長期的な予想物価上昇率は、小幅のプラスで安定的に推移している。このため、見通し期間においても、安定的に推移していくと想定できる。

マクロ的な需給バランスの動きについて、やや長い目でみると、震災などによる振れを伴いつつも、リーマン・ショックによる大幅な落ち込みのあと、緩やかな改善傾向を続けている（図表 52(1)）。先行きのマクロ的な需給バランスは、上述の景気展開を反映して、当面横ばい圏内で推移するものの、その後は、消費税率引き上げの影響による振れを伴いつつも、わが国経済が潜在成長率を上回る成長を実現することに伴って、緩やかな改善基調を続けると考えられる²⁸。

以上を踏まえると、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、・・・。

消費者物価とマクロ的な需給バランスの間には、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（図表 53(1)(2)）。実際、消費者物価の動きをマクロ的な需給バランスとの関係でみると、これまでのところ、マクロ的な需給バランスが緩やかな改善傾向をたどる中で、下落幅が徐々に縮小してきている姿が確認される（図表 54(1)）。マクロ的な需給バランスと消費者物価の関係については、大きな不確実性があり、

も併せて考えると、2008年時点のような大きな価格上昇圧力が生じるとは考えにくい。

²⁸ 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 52(2)）。その後、実体経済が緩やかに成長する中で、潜在成長率は緩やかに高まっている。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、見通し期間の終期にかけて資本蓄積などに伴い徐々に上昇していくが、期間平均では「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、相当の幅をもってみる必要がある。

幅をもって見る必要があるが、2014年度には、消費税率引き上げの影響を除いたベースでみて、・・・(前掲図表 53)。

この点、景気の緩やかな拡大が続いた2000年代半ば頃にかけては、マクロ的な需給バランスの動きとの対比でみて、消費者物価の改善は抑制されていた。今回の局面の動きをみると、需給バランスの動きに比較的沿った形で、消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は概ねゼロ%まで回復しており、基調的な変動を示すと考えられる刈込平均値についても、同様に改善している姿が確認できる(前掲図表 54(1))。財価格の動きについても、市況・為替変動の影響を受けやすい食料・エネルギー、技術革新や品質調整に左右されやすい耐久消費財、さらには制度変更によって変動するたばこなどを除いたベースでみると、需給バランスの動きに沿った形で改善している(図表 54(2))。この間、民間部門のサービス価格(除く家賃)の動きについては(図表 54(3))、パートの時間当たり賃金との相関が高いため、先行き、労働需給の改善に伴って賃金が緩やかに上昇していく中で、徐々にプラスに転じていく姿が想定できる。

前回の景気拡大局面において、需給バランスの改善に比べて消費者物価上昇率が抑制された背景には、①中国からの安値輸入品の増加、②規制緩和などに伴う流通の効率化、③それらとも相俟って生じた企業の低価格戦略・家計の低価格志向の拡がり、といったマクロの需給バランスとは別の物価押し下げ要因(負の価格ショック)があったと考えられる。こうした点について、足もとの動向を確認しておく、まず、中国沿岸部における賃金上昇を主因に、これまでのような安値輸入品による物価下落圧力は減退している可能性がある。実際、消費財輸入品の価格は、ここ1~2年は上昇傾向にある(図表 55(1))。また、規制緩和などに伴って長期にわたり続いてきた流通の効率化の動きは、ひとまず一服して

いる模様であり（図表 55(2)）、この面からの追加的な価格下落圧力も和らいでいると考えられる。こうした変化のもとで、企業の価格戦略をみると、前述した小売業・サービス業における市場占有率の上昇の動き（前掲図表 39(2)）以外にも、変化を示唆する動きが確認される。小売業のマージンを示すと考えられる、短観（中小企業）の販売価格判断DIと仕入価格判断DIの差については、小売業で2000年央まで一貫して下落を続けていたが、近年では下げ止まりから上昇傾向に転じつつある（前掲図表 55(2)）。企業の価格設定行動をアンケート調査でも（図表 55(3)）、2000年頃の調査に比べ、自社製品の国内市場におけるシェアが高まっていると同時に、企業が製品差別化の動きを強めていることが確認でき、そうしたもとで、企業はより利益を重視した価格設定を志向している姿となっている。一方、消費者の購入姿勢をみると、前述したように、購入銘柄の変化を反映する家計調査の平均購入単価は、このところ消費者物価の動きとの対比で強めに推移している（前掲図表 14(2)）。

価格引き下げ圧力は、厳しい競争環境の中で常にある程度存在するものであり、しかも先行きの不確実性は高いが、足もとみられる変化を踏まえ、前回の景気拡大局面である2000年代半ばにかけてみられたほどの負の価格ショックは、今回は発生しないと想定している。このため、見通し期間において、マクロ的な需給バランスと物価との関係は、前回の景気拡大局面と比べれば、はっきりとしたものになると考えている。

なお、過去においては、ラスパイレス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（現行指数は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、今回見通し期間の終期である2014年度の連鎖指数の前年比は、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、幾分低くなって

いる可能性がある。もっとも、今次基準年指数については、価格の下落テンポが早い連鎖指数と固定基準の乖離を生じやすいテレビなどについて、ウエイトが2011年以降低下しているうえ、そもそもその下落幅が一頃に比べて小さくなっていることから、連鎖指数と固定基準指数の乖離幅は、先行きも比較的小さなものにとどまると考えられる²⁹。

以 上

²⁹ 現行指数の基準年である2010年には、家電エコポイント制度によって、テレビなどの耐久消費財への支出が大幅に増加していた。2011年度以降は、反動によりこうした財のウエイトは大きく低下している。このことは、固定基準年指数と連鎖指数の乖離を小さくする方向に働いていると考えられる。

(BOX 1) 昨秋以降の国内需要の持ち直しの背景

本年前半までのわが国経済の動きをみると、海外経済の減速を反映して外需が弱めに推移する一方、国内需要は個人消費を中心にしっかりと持ち直してきた(図表 56)。国内需要が相対的に堅調に推移するという傾向は、リーマン・ショック以降、今次回復局面で一貫してみられてきた現象であるが、東日本大震災からの急速な持ち直し局面が終了し、欧州債務問題に関する懸念が大きく高まった 2011 年秋以降、とくに目立っている。

実質 GDP および主要な需要項目の動きについて、景気後退局面とそこからの回復を併せて確認すると、実質 GDP 全体では、リーマン・ショック後の落ち込み幅が大きく、現時点でも前回の景気の山の水準を回復していない。この背景には、過去の景気回復局面と比べ、信用バブル崩壊の影響から欧米経済の回復ペースが緩慢なもとで(後掲 BOX 6)、輸出の回復が遅いことや、その影響から設備投資の持ち直しも遅れていることがある。一方、個人消費は、リーマン・ショック後に大きく落ち込んだあと、はっきりと回復し、震災のショックからも早期に立ち直るなど、すでに前回の景気の山を上回る水準となっている。公共投資も、リーマン・ショック後の景気対策の効果が一巡するもとでいったん低下したあと、震災復興関連の寄与から、足もとでは高い水準にある。水準的には低めの設備投資についても、ここ 1~2 年の動きをみると、輸出が横ばいにとどまる中でも、緩やかな持ち直し基調にある。

このように国内需要が比較的堅調に推移してきた背景としては、幾つかの要因が考えられる。まず第 1 に、循環的な要因として、経済がリーマン・ショック後の大幅な落ち込みからの回復過程にあるなかで、震災からの復元力も加わり、いったん大きく抑制された需要などが顕在化する動きが影響したと考えられる。第 2 に、さまざまな政策の効果が考えられる。震災復興関連予算の執行、自動車購入や住宅の取得に関する各種補助金・減税などが、政府支出や個人消費の増加を通じて、成長に寄与した。以上の要因は、一時的な性質のものであり、時間の経過とともに、その効果は徐々に減衰していくと考えられる。もっとも、第 3 に、より持続的かつ構造的な要因によって、国内需要が下支えされている面もあると考えられる。具体的にみると、個人消費については、前回 2012 年 4 月の展望レポートでも指摘したように、高齢化対応ビジネスなど潜在需要の掘り起こしが進むもとで、高齢者の消費支出が積極化していることが、消費の底堅さに寄与しているものと考えられる。設備投資については、耐震・業務継続体制の強化や新エネルギー分野での投

資といった動きが、下支えに作用している。こうした点に加え、第4に、わが国の金融システムが安定性を保ち、金融環境も緩和した状態が維持されていることや、企業の財務体質の改善が進んできたことも、国内民間需要の持ち直しの動きを支えている重要な要因だと考えられる。

(BOX 2) マネタリーベースの動向の国際比較

金融緩和の度合いを測るにあたっては、マネタリーベースといった量的指標でみるよりも、実際に企業が資金調達を行う際の環境や資金調達コストがどの程度緩和的であるかという点がより重要である³⁰。そうした評価軸でみた場合、日本の金融環境は、米国や欧州と比較しても、きわめて緩和的な状態となっている（前掲図表 27）。

この点に関連して、リーマン・ショック以降のわが国のマネタリーベースの増え方は、米国や欧州より少ないとの指摘があるが（図表 57(1)）、以下の2点に留意する必要がある。第1に、円滑な経済活動に十分な貨幣の量は、経済規模が異なれば当然異なり得る。したがって、マネタリーベースについては、GDPなど経済活動の規模との関係で、大きいか小さいかを比べることが適当である。第2に、マネタリーベースの一定期間における変化を見る場合は、具体的にどの時点からの変化で見るとよくなるかによって増え方が大きく異なり得る。米国では、リーマン・ショック以前においては、金融機関がFRBに保有する準備預金の額が対名目GDP比で約0.3%と極めて少ないことを反映して、マネタリーベースの水準が非常に低かったために、金融危機後の増え方がわが国よりも大きく見えやすい面がある。一方、わが国では、米欧に大きく先立つかたちで、1990年代後半以降、資金供給を大幅に増やしてきている。以上を踏まえ、1990年代後半以降のマネタリーベースを、対名目GDP比率でみると（図表 57(2)）、日本は足もと25%程度と、10%台後半の米欧を大きく上回っている。

なお、為替相場は成長率格差や投資家のリスク回避度合いなど様々な要因で変動しており、2国間のマネタリーベースの比率と為替相場の関係をみても、両者の間に関係はみられない（図表 58(1)(2)）。例えば、日本銀行の量的緩和政策によりマネタリーベースが増加していた2003年から2005年頃は円高傾向であった。また、2006年3月以降、量的緩和政策の解除によりマネタリーベースが縮小していた時期はむしろ円安傾向となり、特に、2007年前半は、名目実効為替レートでみると、近年で最も円安となっていた。因みに、ユーロの対ドル相場と米欧のマネタリーベース比率の関係をみても、両者の間に相関はみられない（図表 58(3)）。

³⁰ 一国の金融環境を評価するにあたって、具体的にどのような指標をみるのが望ましいかについては、2011年10月の展望レポート（経済・物価情勢の展望（2011年10月））のBOX 4参照。

(BOX 3) 消費税率引き上げが経済に与える影響

消費税率の引き上げは、経済に対して、可能性としては、①税率の引き上げ前後の駆け込み需要の発生とその反動（異時点間の代替効果）と、②税率上昇による物価上昇に伴う実質所得の減少、という2つの経路を通じて影響を及ぼすと考えられる。

このうち、第1の駆け込み需要と反動の影響は、もっぱら家計部門において生じるものと考えられる。設備投資や原材料の購入など企業が仕入れ時に支払う消費税は、消費税の納税予定額から控除可能であることもあって、企業部門においては、基本的に、駆け込み需要は発生しないと見込まれる。GDPの主要な需要項目別に過去の事例をみると（図表59）、1997年4月に消費税率が3%から現行の5%に引き上げられた際には、財の消費や住宅投資について、とりわけ大きな駆け込み需要が発生し、その後は大きな反動がみられた。具体的な時期を推計してみると（図表60）、個人消費の駆け込みと反動は、税率引き上げの前後2四半期に集中し³¹、より足の長い住宅投資については前後1年程度持続していたとの結果が得られる。

なお、1989年4月に税率3%で消費税が導入された際の動きをみると、1997年4月の税率引き上げ時点に比べて、駆け込み需要と反動の影響が小さい。これは、1989年時には、4月の消費税の導入にあわせて、物品税が廃止されたことなどが、需要を平準化する方向に作用したためと考えられる。

この間、駆け込み需要が発生している間は、在庫が取り崩され、在庫投資はGDPの押し下げに作用する。また、駆け込み需要の増加の一部は、GDPの控除項目である輸入の増加をもたらす。このように、在庫投資や輸入の動きは、GDP全体の振幅を小さくする方向に動くと考えられる点も念頭に置いておく必要がある。

今回の局面で、どの程度の駆け込み需要と反動が生じるかについて考えると、まず、2015年度に予定されている2回目の引き上げまで含めれば、税率の引き上げ幅が大きいことが、1997年対比でみて、駆け込み需要を大きくする可能性がある。一方で、保管が効き、支出額が大きいため駆け込み需要が発生しやすい自動車の購入や住宅の取得に関して、激変緩和措置や、税率引き上げ後の負担軽減策が講じられる場合には、需要の変動が相応に平準化さ

³¹ 個人消費を形態別にみると、保管が難しいサービスについても、税率引き上げの直前には、ある程度の駆け込み需要が発生したと考えられる。

れる可能性もある。現時点では、消費税率引き上げに伴う様々な制度変更の全容が明らかになっていないことには注意が必要であるが、1997年時点の動きをベースラインとしつつ、前述の点も踏まえて考えると、駆け込み需要の影響による2013年度の実質GDP成長率への押し上げ寄与(%ポイント)で、0.3%程度、2014年度の成長率に対する下押し寄与は0.7%程度と想定される。

一方、第2の税率上昇による物価上昇に伴う実質所得減少の影響については、わが国における1989年および1997年の例や、海外において消費にかかる間接税が引き上げられた際の経験をみると、その影響は明確には読み取れない。そもそも、家計が、増税分は最終的には自らが受益する公共サービスや社会保障として還元されると認識している場合には、家計が認識する負担感はずっと税率の上昇ほどには大きくならない。また、やや長い目でみれば、相応の割合の家計は、厳しい財政事情を踏まえて、将来の消費税率の引き上げを、ある程度織り込んで行動してきた可能性がある。その場合は、実際に税率の引き上げが行われる時点における追加的な消費の下押し圧力は減殺される。さらには、消費税率の引き上げによって、財政や社会保障制度の持続可能性に関する家計の将来不安が多少なりとも和らぐのであれば、むしろ、家計支出に対してプラスに作用する可能性もある。こうした点を踏まえて、今回の展望レポートでは、消費税率引き上げに伴う実質所得の減少が家計支出を下押す程度については、機械的に計算されるほどには大きくならないと考えている。なお、1997年は、消費税率引き上げが実施された後、景気が急速に後退したが、その基本的な背景は、①アジア危機で海外経済が落ち込んだこと、②国内で大手金融機関の破綻が相次ぎ金融環境が急速に悪化したこと、にあったと考えられる(図表61)。

いずれにせよ、消費税率引き上げが経済に与える影響の大きさについては、成長期待の動向や消費税以外の制度変更などによって変化し得るため、不確実性が高く、かなりの幅をもってしておく必要がある。

(BOX 4) 国際的にみた日本経済のパフォーマンスと人口動態

わが国経済のパフォーマンスを国際的に比較する場合、人口動態の変化をどのように勘案するかによって結論は異なり得る(図表 62)。

一例として、2008年のリーマン・ショック以降の景気回復期を取り上げる。2007年を100として、その後の実質GDPの推移をみると、2012年上期のわが国GDPの水準は99と、リーマン・ショック前の水準をなお回復していない。他の先進国をみると、英国は97、ユーロ圏は99、米国は102となっており、わが国は先進国の中では中程度のパフォーマンスとなっている。

一方、人口1人当たりの実質GDPでみると、やや様相が異なってくる。どの国・地域もリーマン・ショック前の水準を下回っているが、日本はその中でもっとも落ち込み幅が小さくなっている。さらに、生産年齢人口1人当たりの実質GDPでみると、日本だけがリーマン・ショック前の水準を上回っており、2012年上期の水準は2007年を3%程度も上回っている。

以上のように、わが国において、生産年齢人口の減少が経済成長の重石として作用してきたことは、リーマン・ショックからの回復過程という直近4年間の動きに限っても明確に確認できる。人口動態は金融政策によって変化するものではないが、マクロ経済のパフォーマンスに大きな影響を及ぼすだけに、わが国経済の中長期的な動向を考察するにあたっては、その影響を適切に考慮する必要がある。

(BOX 5) 消費税率引き上げが物価に与える影響

1989年の消費税導入時や、1997年の税率引き上げ時の消費者物価指数の動きを踏まえると(図表63(1))、消費税率を引き上げた場合、課税品目については、税率の引き上げ分がフル転嫁されると考えられる。

この点、国内企業物価については、全品目が課税対象となり、2014年度の前年比に対する押し上げ寄与は、税率の上昇分に相当する約3%ポイントとなると考えられる(図表63(2)(3))。一方、消費者物価については、現行の税法をベースとして考えた場合、非課税・免税品目のウエイトが、家賃などのサービス価格や診療代などの公共料金を中心に、全体の3割弱にのぼる(前掲図表63(2))。この部分については税率引き上げの影響を基本的に受けないため、2014年度時点での総合除く生鮮食品の前年比の押し上げ幅は、税率の引き上げ分3%に対して、約2%ポイントとなると考えられる(前掲図表63(3))。

なお、駆け込みとその反動による景気の振れは、需給ギャップの短期的な変動をもたらすが、過去の経験なども踏まえると、物価変動に大きな影響を与えることはないと考えられる。また、駆け込み需要が発生する2013年度中の経済全体の需給環境を踏まえると、1997年と同様、需給引き締めや賃金上昇などを通じて、インフレ率が大きく高まる可能性も小さいと考えられる³²。

³² 民間主要企業における春季賃上げ状況の推移(厚生労働省調べ)をみると、1989年に消費税が導入された際には、その前後で賃上げ率が高まる動きがみられた(1988年4.4%→1989年5.2%→1990年5.9%)。一方、1997年に消費税率が引き上げられた際には、そうした動きはみられず、むしろ賃上げ率は低下傾向をたどった(1996年2.9%→1997年2.7%→1998年2.2%)。

(BOX 6) 信用バブルの崩壊と欧米経済

米欧をはじめとする先進国は、大規模なバブルが崩壊し金融危機が起きると、経済の調整は長期にわたり、その間は低成長を余儀なくされるという、わが国も含め過去の歴史において度々繰り返されてきた事象を経験している(図表 64)。

米国経済についてみると、サブプライム・ローン問題などで家計のバランスシートが大きく傷ついたことが回復を緩慢なものとしている。住宅価格がピークをつけた 2006 年春から、既に 6 年強が経過しているにもかかわらず、この間の実質 GDP の回復は、わが国のバブル崩壊後と比較しても、同程度か、やや緩慢なペースとなっている。また、最近の「財政の崖」といった財政政策を巡る諸問題についても、金融危機後の財政政策対応がもたらした面が多く、その意味ではバブル崩壊の後遺症と捉えることができる。

ユーロ圏経済においては、ユーロ統合後の楽観的な雰囲気の中で、ギリシャなどにおける放漫な財政運営や南欧の過剰な不動産投資などが生じ、政府や金融機関、家計のバランスシートに深刻な問題を残すこととなった。欧州金融機関は、米国のサブプライム・ローン問題によっても多大な損失を被った。ユーロ圏は、通貨統合によって単一通貨を採用しているため、競争力を失った国が独自の金融政策を採用できず、為替の減価によって厳しい調整圧力を和らげることができないことも、バブル崩壊への対応を複雑かつ困難にしている。

バブル崩壊が経済に及ぼす影響を考える際に重要なポイントは、いったん過剰債務を抱えた経済主体は、債務を適正水準に戻し新たな成長の基盤が整うまでは、投資や支出を抑制し、債務返済を優先する傾向が強いことである。こうしたバランスシート調整が継続するもとの場合は、積極的な金融緩和政策のもとでも、企業や家計の投資・支出活動の盛り上がりには欠ける状況がしばらく続き、成長のペースも緩やかなものにとどまる蓋然性が高い³³。

³³ こうした点については、過去の金融危機の経験を分析した Reinhart and Rogoff (2009) の研究が参考になる (Reinhart, Carmen M. and Kenneth S. Rogoff, *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton: Princeton University Press, 2009)。この研究は、わが国のバブルの経験も含め、北欧の銀行危機、アジア通貨危機など、戦後発生した 14 か国の深刻な金融危機を対象として分析した結果、金融危機後、一人当たりの実質 GDP が金融危機前の水準を回復するまでに平均 4.4 年と、通常の不況よりも長い時間を要することを明らかにしている。

(BOX 7) 高度成長期から安定成長期への移行：わが国の経験

(わが国の高度成長期の特徴と終焉)

わが国経済は、1970年代前半に、1950年代半ばからのいわゆる「高度成長期」の終焉を迎えた(図表65(1))。第一次石油危機という外生的な要因が影響した面もあるが、年率平均10%程度の高成長が4~5%程度まで減速していく過程では、基本的には、日本経済に内在する要因が大きな影響を及ぼしたと考えられる。

高度成長期における経済成長は、局面によって程度に差はあるが、①旺盛な民間設備投資による資本ストックの蓄積と、②農業など第一次産業からの労働力の移動を背景にした製造業への労働投入量の増加、さらに、③それらとも相俟って高い生産性上昇率が実現したこと、などにより支えられていた面が大きかったと考えられる³⁴。高度成長期の終盤にあたる「いざなぎ景気」局面(1965~70年)を振り返ると、その直前には、オリンピック景気後の不況を契機に、「投資主導型から消費主導型へと形を変えながら、経済成長率が低下していく」といったいわゆる「転型期論」が高まった。確かに耐久財を中心に個人消費は高めの伸びを実現したが、実際には、引き続き設備投資が成長の牽引役であり、高い技術進歩率を伴いながら、耐久消費財の普及を含めた経済成長を供給面から後押しした(図表65(3)(4))³⁵。また、労働市場の動きをみると、生産年齢人口の増加が続いたことに加え、成長部門であった製造業への労働投入も、幾分鈍化しつつも、地方からの労働移動を背景に増加を続け、高い経済成長を支える要因となった(図表65(2))。

(安定成長期への移行)

わが国の高度成長期に終焉をもたらすことになった内生的な要因としては、第一次産業の縮小が相当程度にまで進んだ結果、第一次産業からの移動を背景とした製造業への労働投入が鈍ったことに加え、経済全体の生産性上昇率が低下したことの影響が大きかったと考えられる。労働面に関しては、第一次石油危機の前からすでに労働分配率は上昇を始めており、労働投入からみてそれまでの成長スピードの維持が困難になりつつあったことが示唆さ

³⁴ 例えば、香西泰(1981)「高度成長の時代—現代日本経済史」では、TFP上昇率について、60~65年が年率2.4%、65~70年は年率5.5%と推計している。

³⁵ この時期の個人消費の拡大は、①「分厚い中間層」の形成と平等な社会の実現が大量消費経済の基盤となったほか、②地方から都市部へ労働力が移動するプロセスで世帯数が増加し、旺盛な耐久消費財需要が生み出されたことなどが、背景として挙げられる。

れる。一方、生産性上昇率の低下の背景としては、①農業から製造業部門への労働移動の鈍化という産業構成に関する要因のほか、②各種の耐久消費財の普及が概ね一巡したことや、③米欧へのキャッチアップ型の技術導入のペースが鈍化したこと、などが考えられる。このほか、わが国においては、④投資の中身が、技術進歩を体化しやすい機械投資から、「列島改造ブーム」に象徴されるような建設・公共投資へと変容していったことも影響した可能性が考えられる。

高度成長期から1970年代後半以降の安定成長期への移行過程においては、石油危機の影響もあって一時的にマイナス成長となったほか、民間設備投資が数年間にわたり減少を続けるなど、設備投資の調整が長引くことになった。公共投資などを含めた総固定資本形成の名目GDPに対する比率は、73年に36%とピークを記録したあと、77年の30%へと大きく低下した（前掲図表65(1)）³⁶。これは、経済成長率が趨勢的に低下する過程では、それに沿った形で、供給面の役割を担う資本ストックの伸びも低下し、フローの設備投資の水準が低下するためである。また、その過程においては、「列島改造ブーム」の影響もあって供給力が大きく増大した素材産業を中心に、製造業の過剰設備が顕在化し、そのもとで、在庫の過剰感もなかなか解消されない状況が続いた。

1970年代半ばにかけての日本経済は、このように石油危機と資本ストック調整に苦しんだものの、長期にわたる深刻な低迷期に陥ることは何とか回避され、70年代後半には年率4～5%程度の成長に復した（前掲図表65(4)）。数年間で「安定成長期」への移行が可能となった背景としては、①労働投入面では、農業からの労働移動は鈍化したことが、生産年齢人口の拡大は持続したこと、②技術進歩面では、キャッチアップ型の技術導入から、省エネ・省資源技術のような国産型の技術革新へとバトンタッチが進んだこと、さらに、③輸出が設備投資の落ち込みをある程度減殺する形で経済成長を下支えする役割を果たしたことなど、いくつかの要因が指摘できる（前掲図表65(2)(4)）。

³⁶ なお、中国の総固定資本形成の対名目GDP比率は、リーマン・ショック後も大きく上昇し、2011年時点で46%程度となっている。

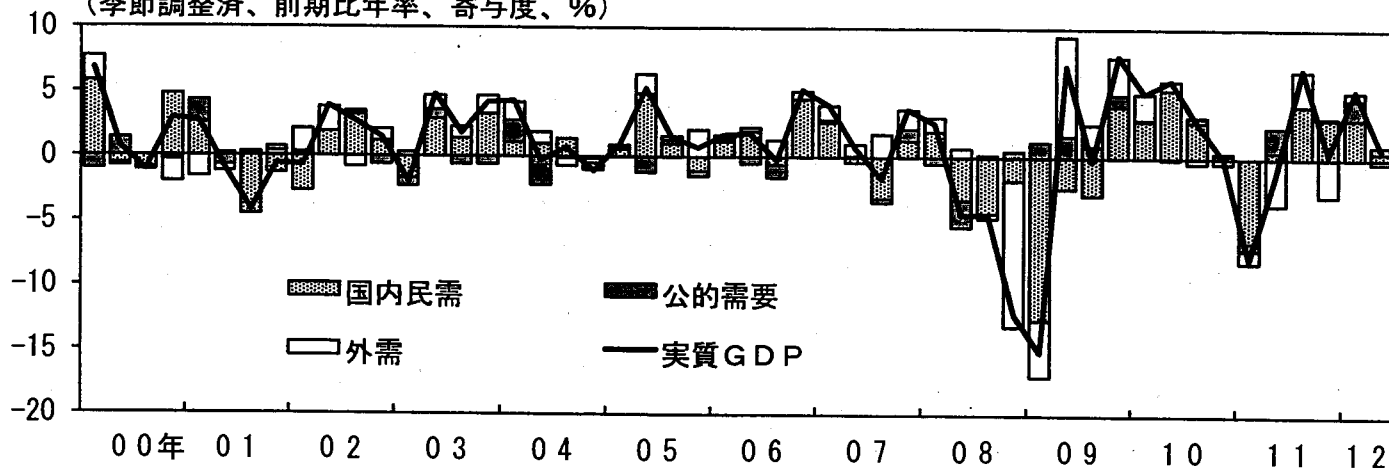
経済・物価情勢の展望（2012年10月）参考計表

- | | |
|--------------------------|---------------------------------|
| (図表 1) 実質GDP、業況判断と景気動向指数 | (図表 36) 中国向け輸出を巡る状況 |
| (図表 2) 海外経済 | (図表 37) 経常収支と貯蓄投資バランス |
| (図表 3) 海外経済と為替レート | (図表 38) 企業収益 |
| (図表 4) 輸出入 | (図表 39) 非製造業の収益を巡る環境 |
| (図表 5) 鉱工業生産 | (図表 40) 設備投資を巡る環境 |
| (図表 6) 公共投資 | (図表 41) 設備投資計画 |
| (図表 7) 企業収益と設備投資 | (図表 42) 資本ストック循環 |
| (図表 8) 個人消費 | (図表 43) 設備投資の水準評価 |
| (図表 9) 住宅投資 | (図表 44) 金融緩和と設備投資 |
| (図表 10) 全産業活動指数 | (図表 45) 労働需給の動き (1) |
| (図表 11) 生産要素の稼働状況 | (図表 46) 雇用者所得 |
| (図表 12) 企業物価 | (図表 47) 労働需給の動き (2) |
| (図表 13) 消費者物価 (1) | (図表 48) 可処分所得・消費性向・貯蓄率 |
| (図表 14) 消費者物価 (2) | (図表 49) 個人消費の動向 |
| (図表 15) 消費者物価 (3) | (図表 50) 国際商品市況と海外経済 |
| (図表 16) 欧州の長期国債金利 | (図表 51) 物価の見方 |
| (図表 17) 長期金利 | (図表 52) 需給ギャップと潜在成長率 |
| (図表 18) 海外株価 | (図表 53) 需給ギャップとインフレ率 |
| (図表 19) 為替相場 | (図表 54) 物価を巡る環境 (1) |
| (図表 20) 金融機関の資金調達環境 | (図表 55) 物価を巡る環境 (2) |
| (図表 21) 政策金利 | (図表 56) 海外経済と実質GDP主要コンポーネント別の動き |
| (図表 22) 短期金利とイールドカーブ | (図表 57) 日米欧のマネタリーベース |
| (図表 23) 株価・REIT市場 | (図表 58) マネタリーベースと為替相場 |
| (図表 24) 貸出金利とCP・社債スプレッド | (図表 59) 消費税率引き上げが経済に与える影響 (1) |
| (図表 25) 金利水準と実体経済 | (図表 60) 消費税率引き上げが経済に与える影響 (2) |
| (図表 26) 企業金融 | (図表 61) 経済情勢の局面比較 |
| (図表 27) 企業の資金調達環境 (1) | (図表 62) リーマン・ショック以降の先進国の実質GDP |
| (図表 28) 企業の資金調達環境 (2) | (図表 63) 消費税率引き上げが物価に与える影響 |
| (図表 29) 貸出残高とCP・社債発行残高 | (図表 64) 先進国におけるバランスシート調整 |
| (図表 30) マネタリーベースとマネーストック | (図表 65) 高度成長期から安定成長期へ：日本の経験 |
| (図表 31) 地価 | |
| (図表 32) 政府債務残高 | |
| (図表 33) 世界貿易の動向 | (参考図表) 地域別の景気の総括判断 (地域経済報告) |
| (図表 34) 財別実質輸出 | |
| (図表 35) ITサイクル | |

実質GDP、業況判断と景気動向指数

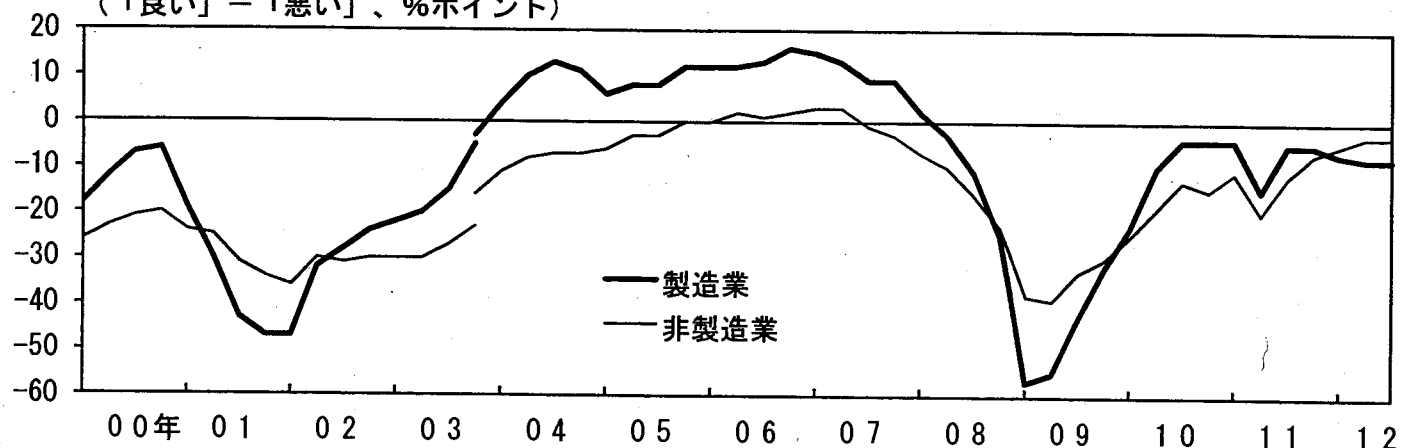
(1) 実質GDP

(季節調整済、前期比年率、寄与度、%)



(2) 業況判断

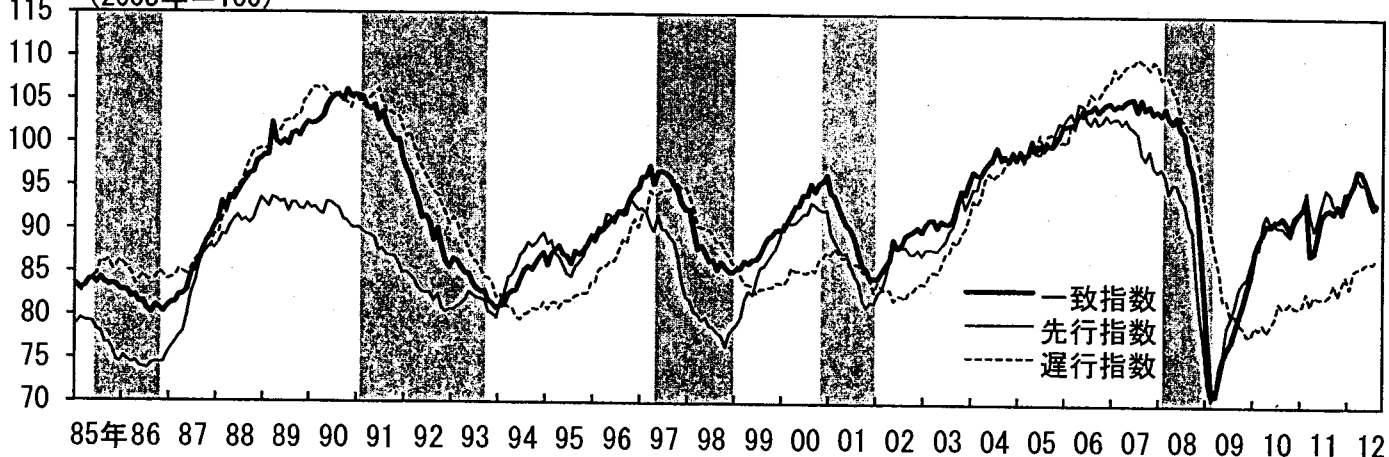
(「良い」-「悪い」、%ポイント)



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

(3) 景気動向指数 (C I)

(2005年=100)



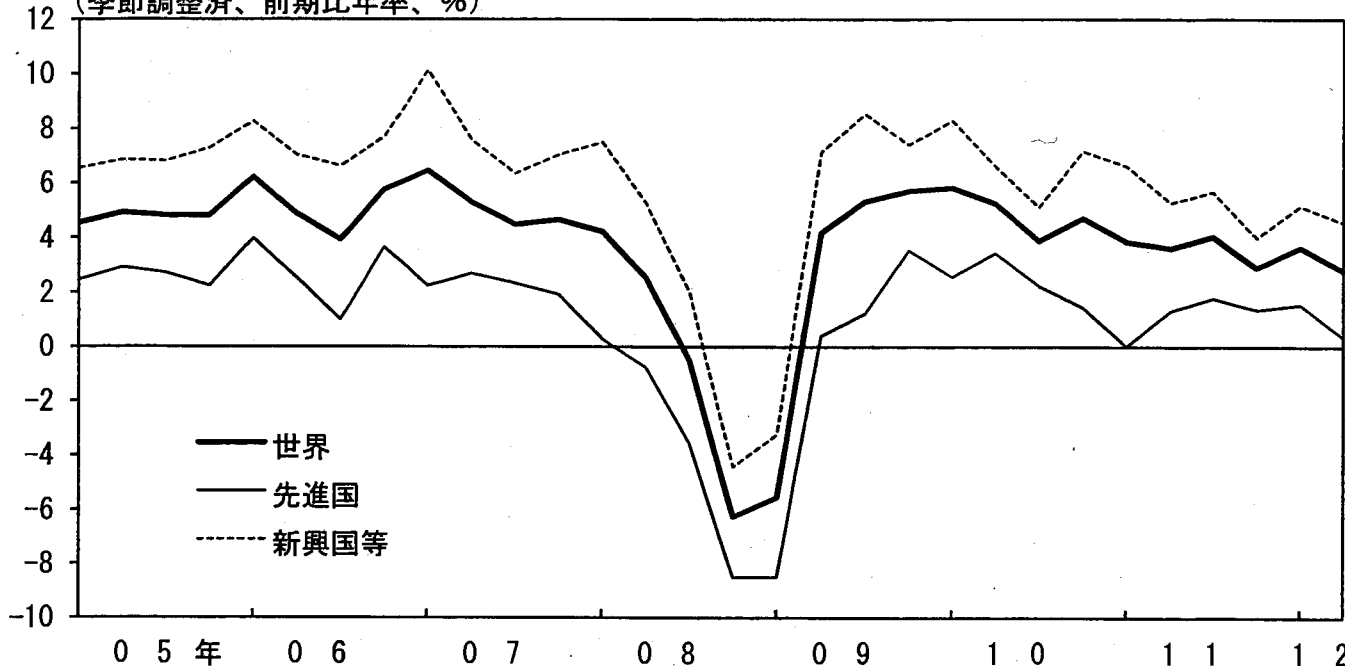
(注) シャドウ部分は景気後退局面。

(資料) 内閣府「国民経済計算」「景気動向指数」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

海外経済

(1) 世界経済の実質成長率

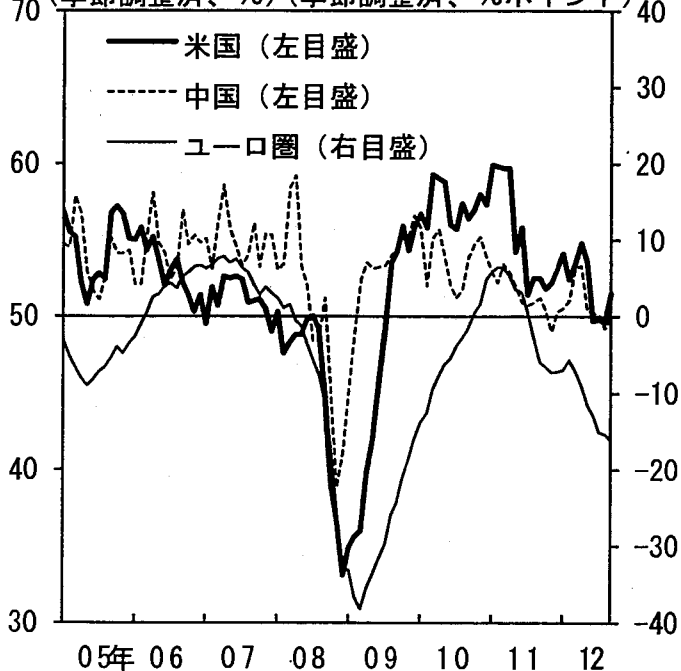
(季節調整済、前期比年率、%)



- (注) 1. IMF公表のGDPウェイト(購買力平価基準)を用いて算出。
 2. 世界の実質成長率は、186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)



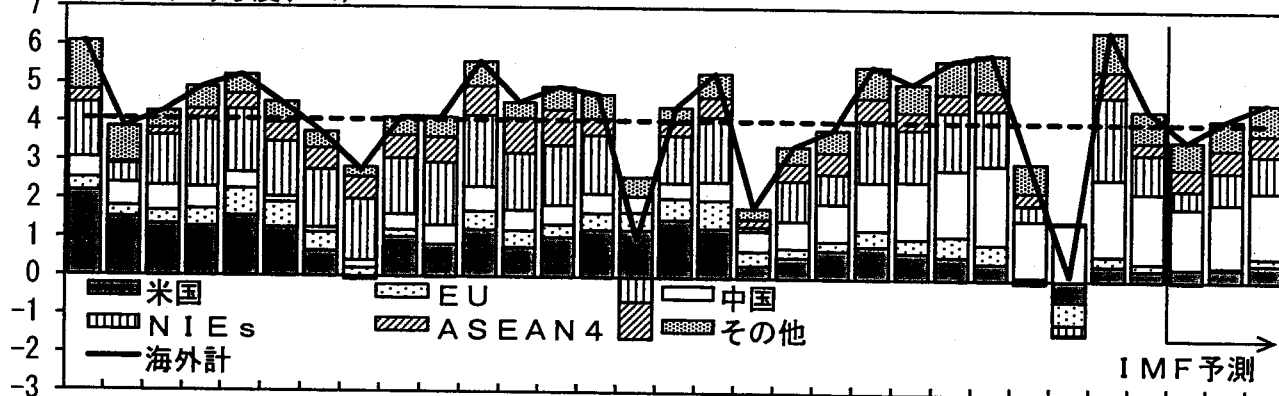
- (注) 1. (2)の米国は、ISM製造業指数、中国は、中国国家統計局の製造業PMI。50%を上回ると製造業の景況拡大、50%を下回ると製造業の景況縮小の目安とされている。
 2. (3)の米国は、ロイター/ミシガン大学消費者信頼感指数。
 3. (2)、(3)のユーロ圏は、欧州委員会景況感指数の製造業コンフィデンスと消費者コンフィデンス。いずれも0%ポイントを上回ると景況感の改善、0%ポイントを下回ると景況感の悪化の目安とされている。

(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、Bloomberg

海外経済と為替レート

(1) わが国が直面する海外経済の实质成長率

(前年比、寄与度、%)

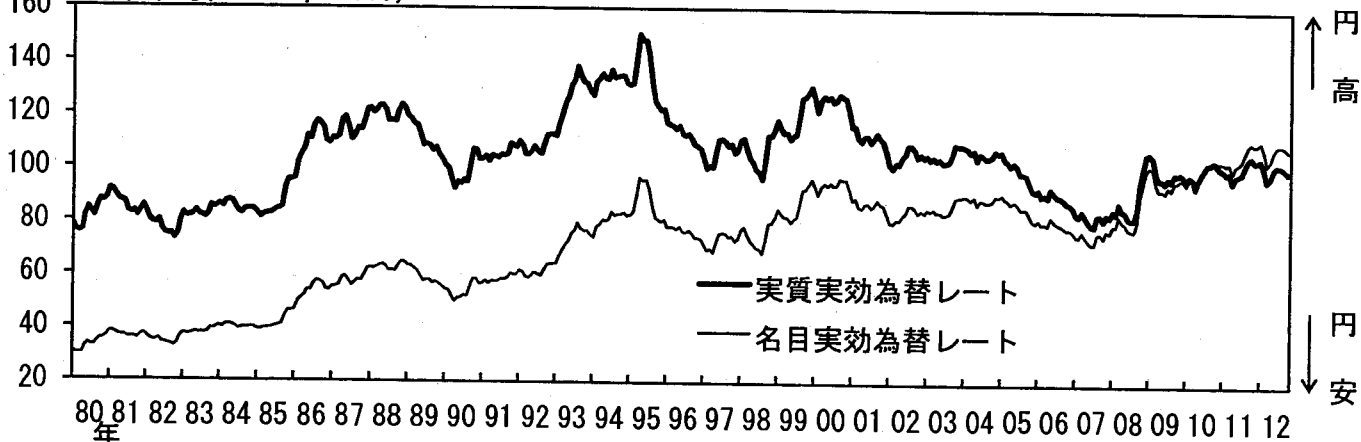


84年85 86 87 88 89 90 91 92 93 94 95 96 97 98 99 00 01 02 03 04 05 06 07 08 09 10 11 12 13 14

(注) 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。破線は1980~2011年の平均値(4.1%)。

(2) 実効為替レート

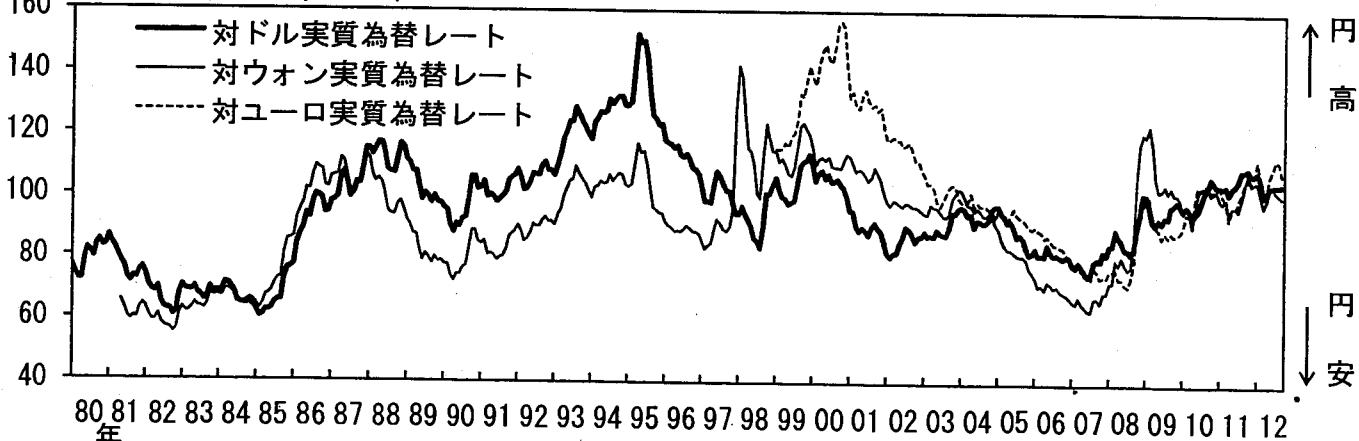
(月中平均、2010年=100)



(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. 2012/10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。

(3) 実質為替レート

(月中平均、2010年=100)

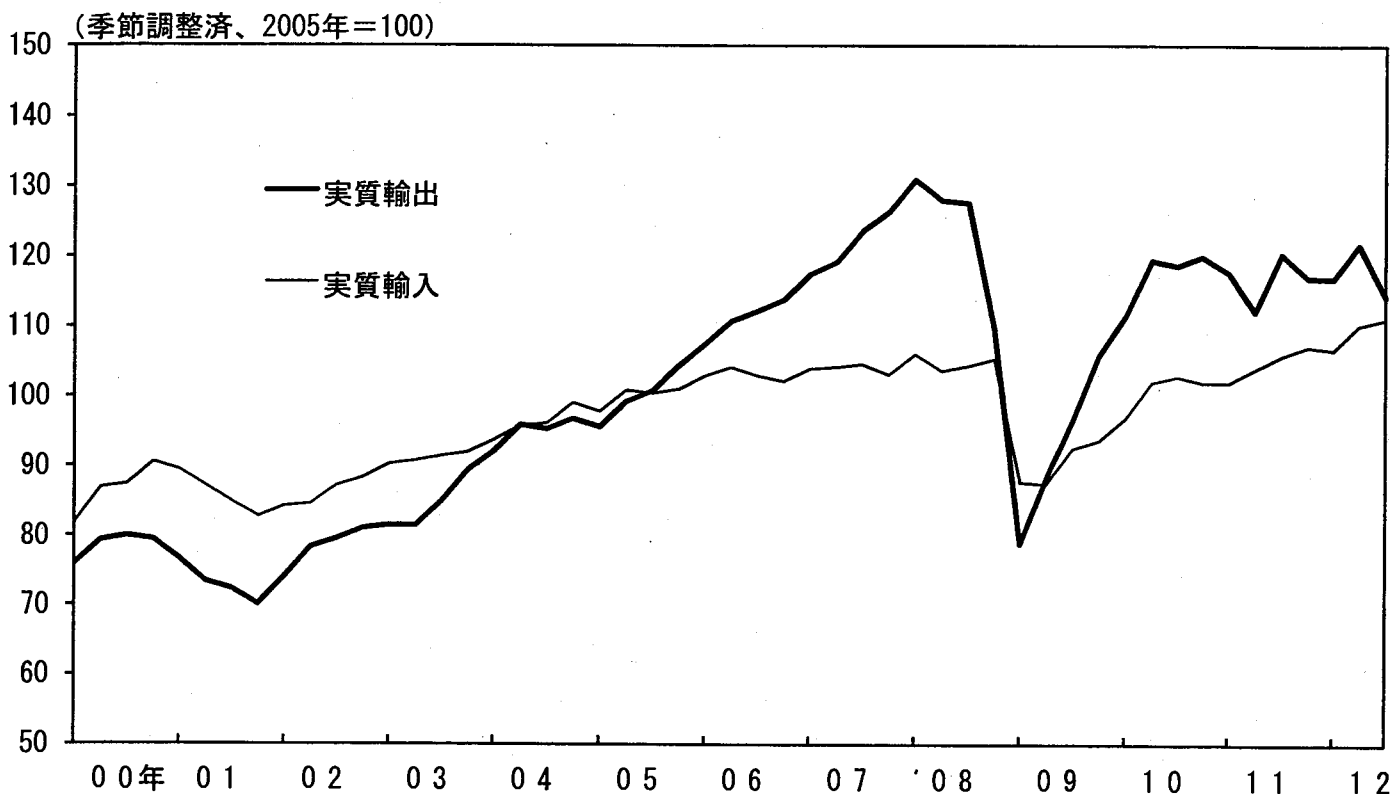


(注) 「円の対象通貨建て名目為替レート×(日本の消費者物価指数/対象国・地域の消費者物価指数)」で算出。各国・地域の消費者物価指数は総合指数を使用。

(資料) IMF「World Economic Outlook」、財務省「貿易統計」、BIS、日本銀行、CEIC、総務省「消費者物価指数」、Bloomberg等

輸出入

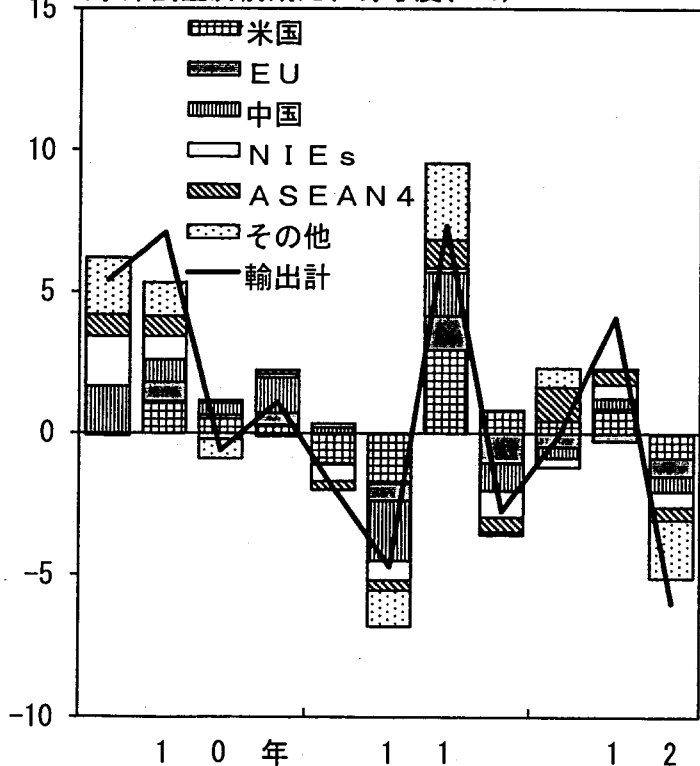
(1) 実質輸出入



(注) 通関輸出入金額を輸出入物価指数で各々デフレートし、指数化したもの。なお、2012/5月以降は、2005年基準企業物価指数ベースのデフレーターを、2010年基準企業物価指数の前月比を用いて延長したものを使用している（以下、実質輸出入すべてについて同様の扱い）。

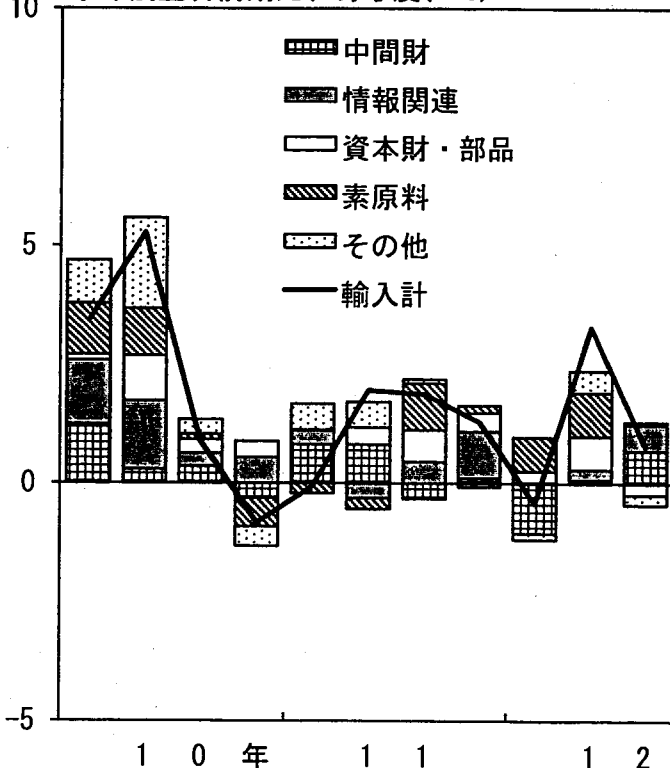
(2) 実質輸出の地域別内訳

(季節調整済前期比、寄与度、%)



(3) 実質輸入の財別内訳

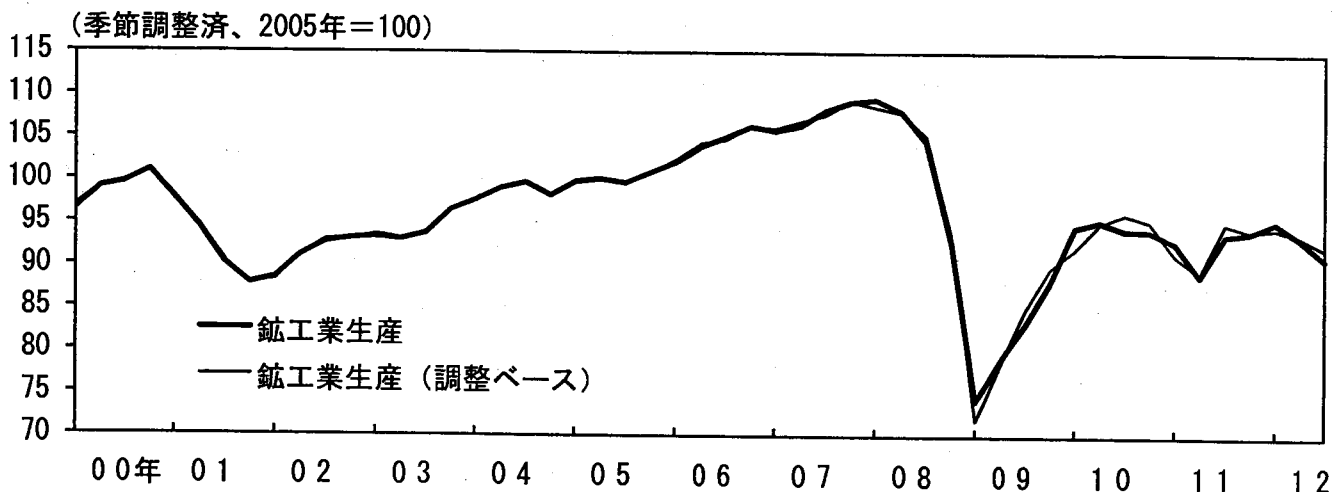
(季節調整済前期比、寄与度、%)



(資料) 財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」

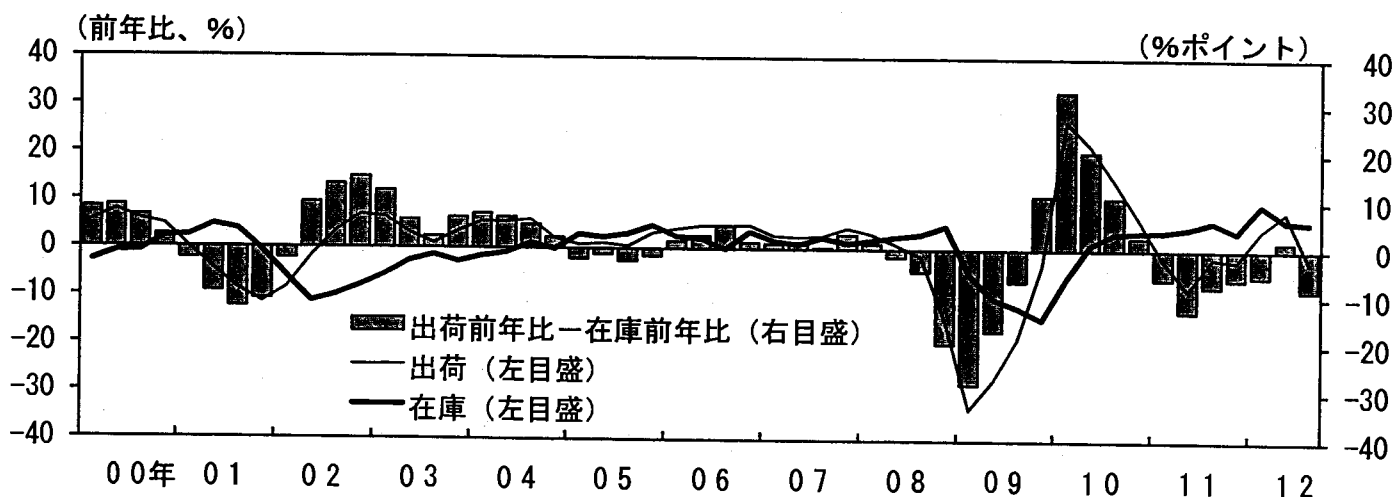
鋳工業生産

(1) 鋳工業生産

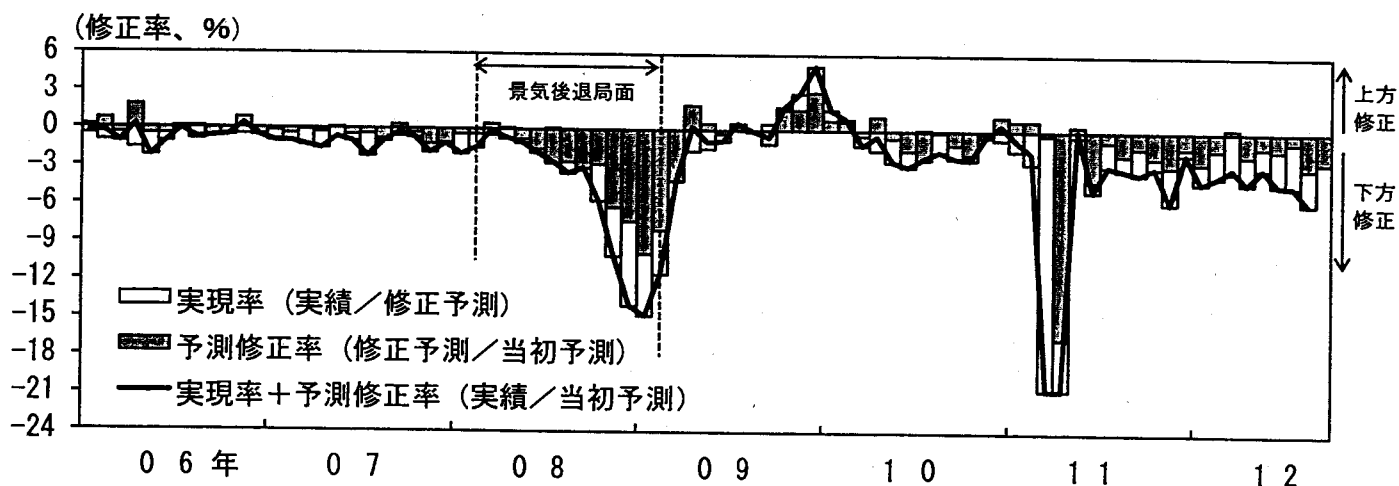


(注) 鋳工業生産 (調整ベース) は、リーマン・ショック後の大幅な経済変動を異常値として、検出・処理するといった調整を行った季節調整値 (日本銀行調査統計局による試算値)。

(2) 出荷・在庫バランス (鋳工業)



(3) 生産予測指数の修正状況

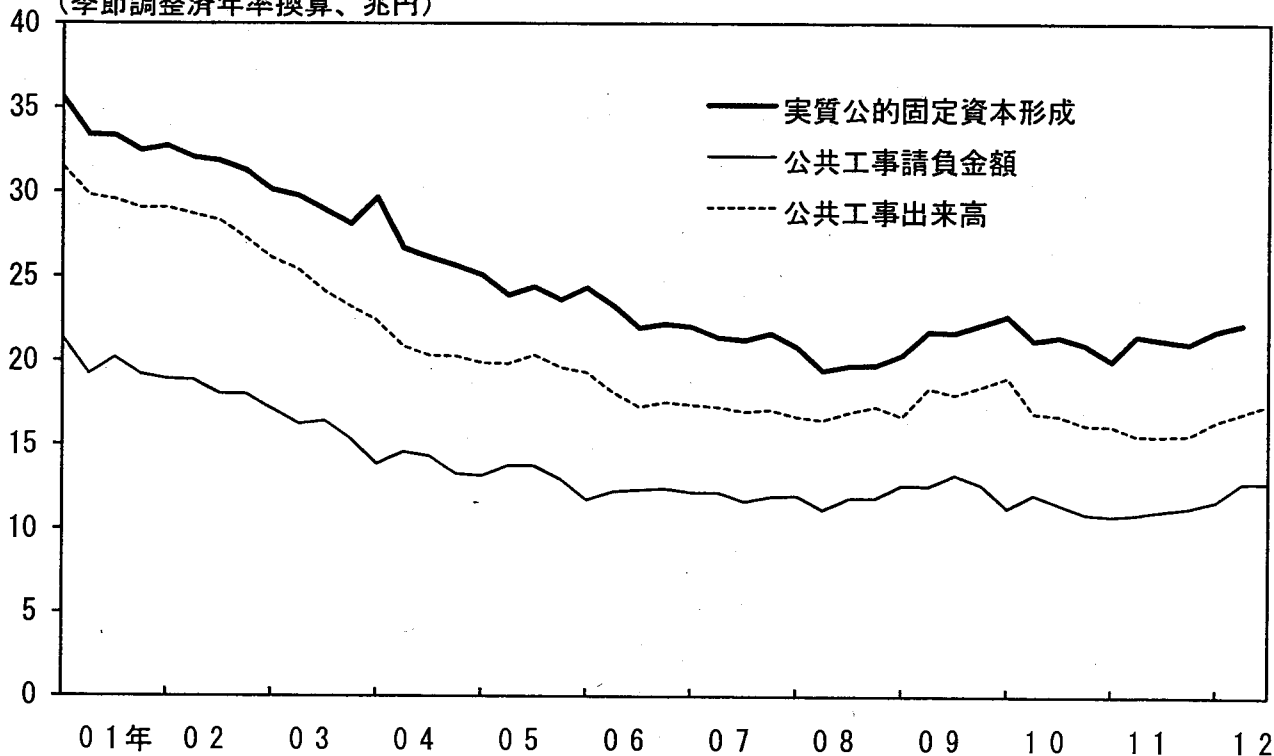


(資料) 経済産業省「鋳工業指数統計」

公共投資

(1) 公共工事関連指標

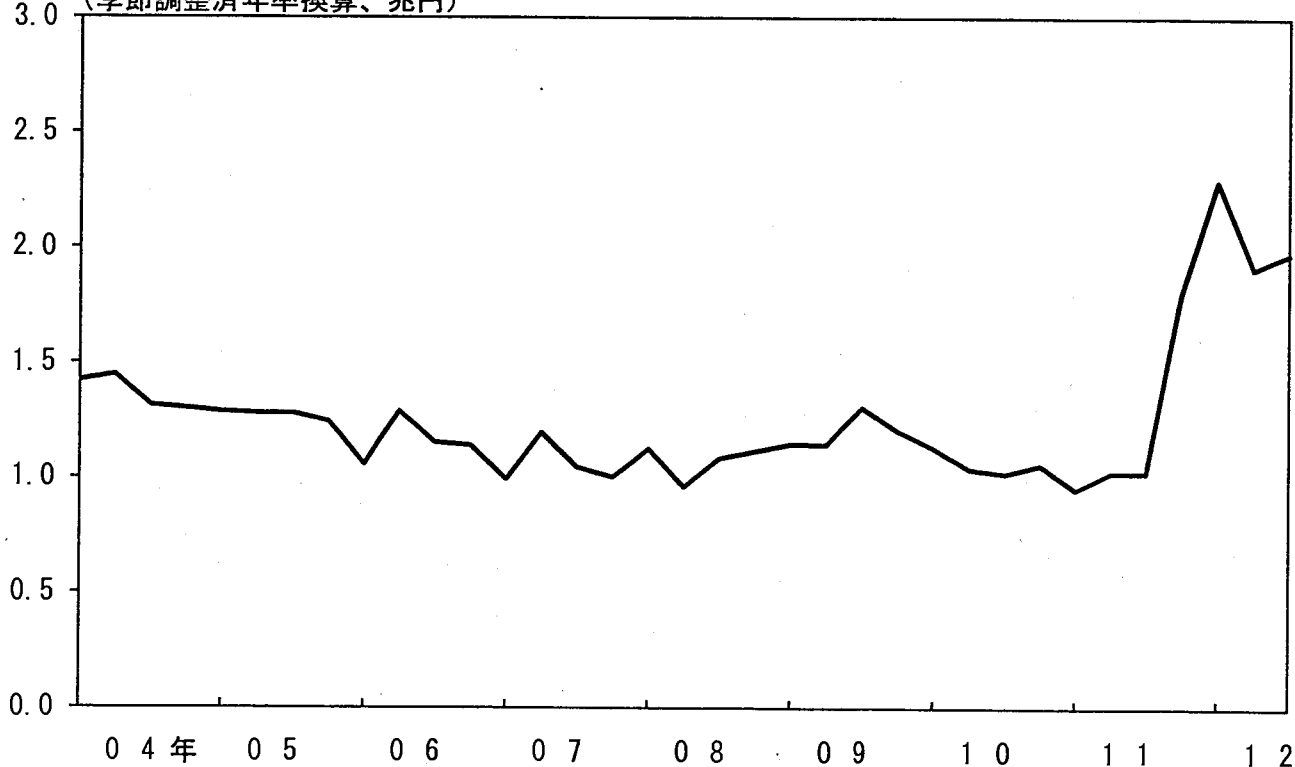
(季節調整済年率換算、兆円)



(注) 1. 公共工事請負金額、公共工事出来高は、X-12-ARIMAによる季節調整値。
2. 公共工事出来高の2012/3Qは、7~8月の値。

(2) 東北地方における公共工事請負の動き

(季節調整済年率換算、兆円)



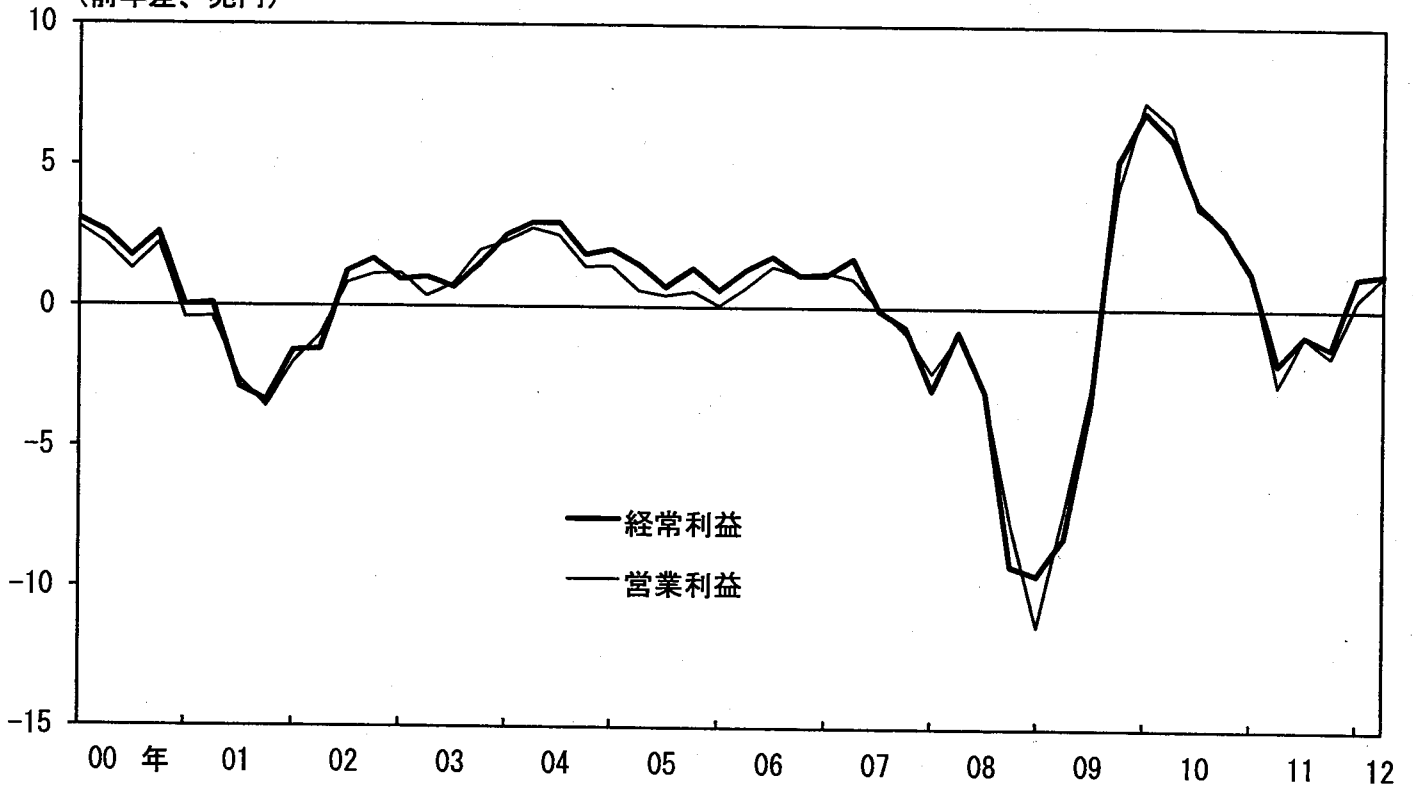
(注) X-12-ARIMAによる季節調整値。

(資料) 内閣府「国民経済計算」、東日本建設業保証株式会社他「公共工事前払金保証統計」、国土交通省「建設総合統計」

企業収益と設備投資

(1) 企業収益

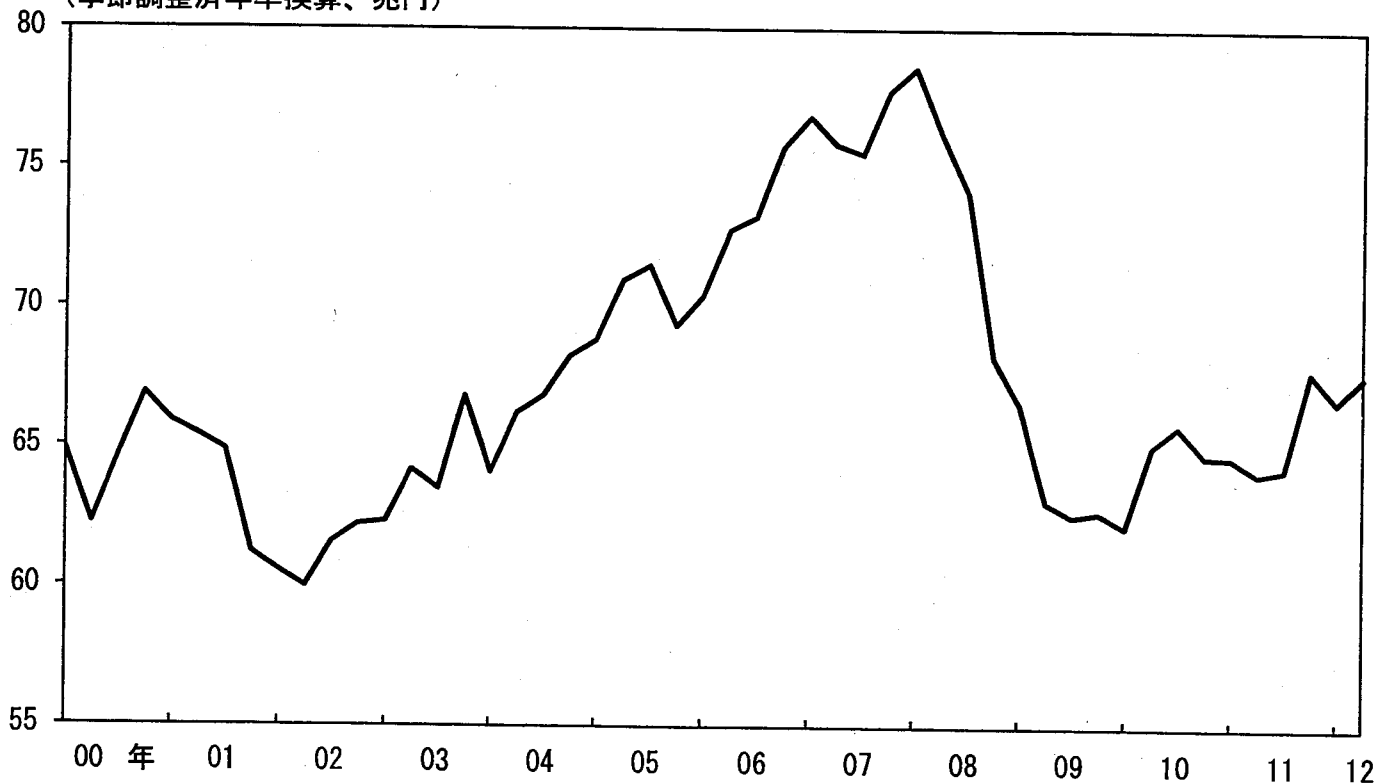
(前年差、兆円)



(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)



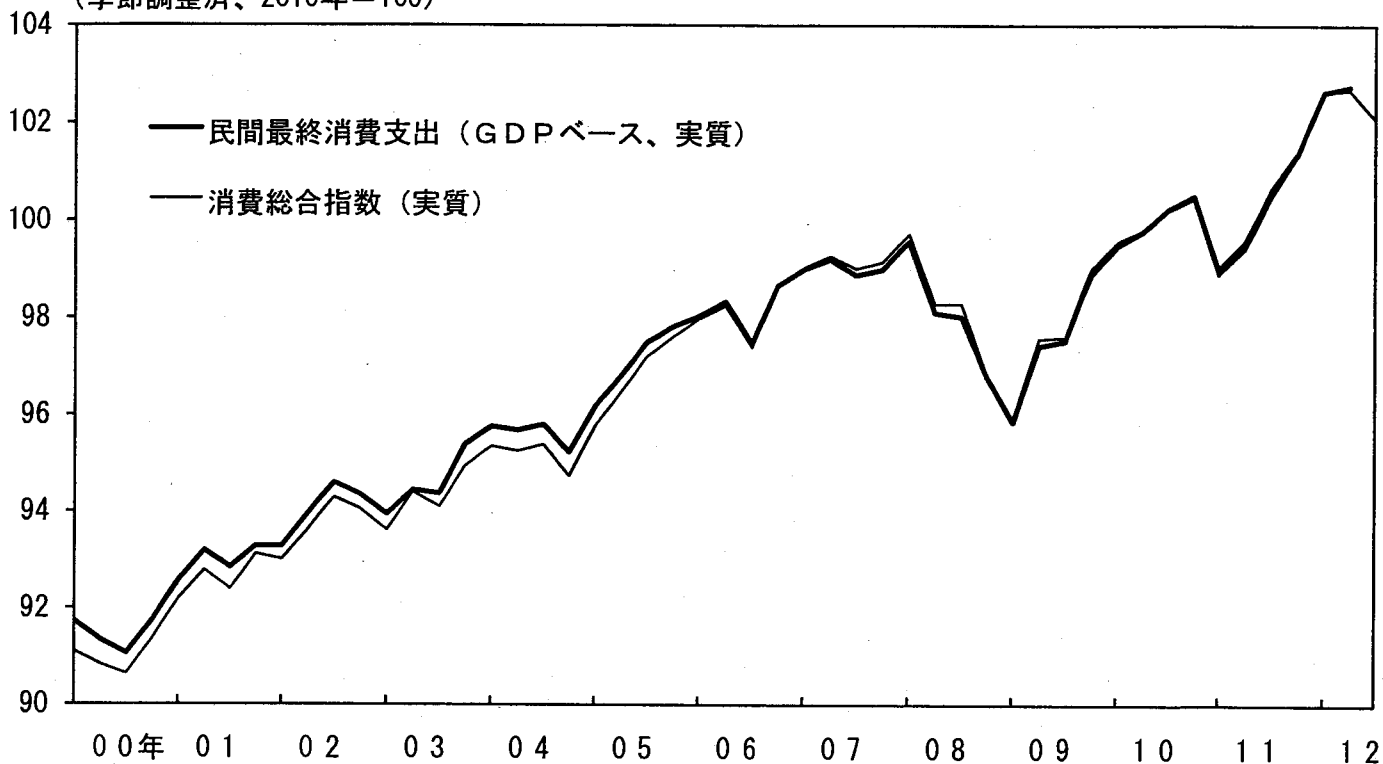
(注) GDPベース。計数は、実質民間企業設備投資。

(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

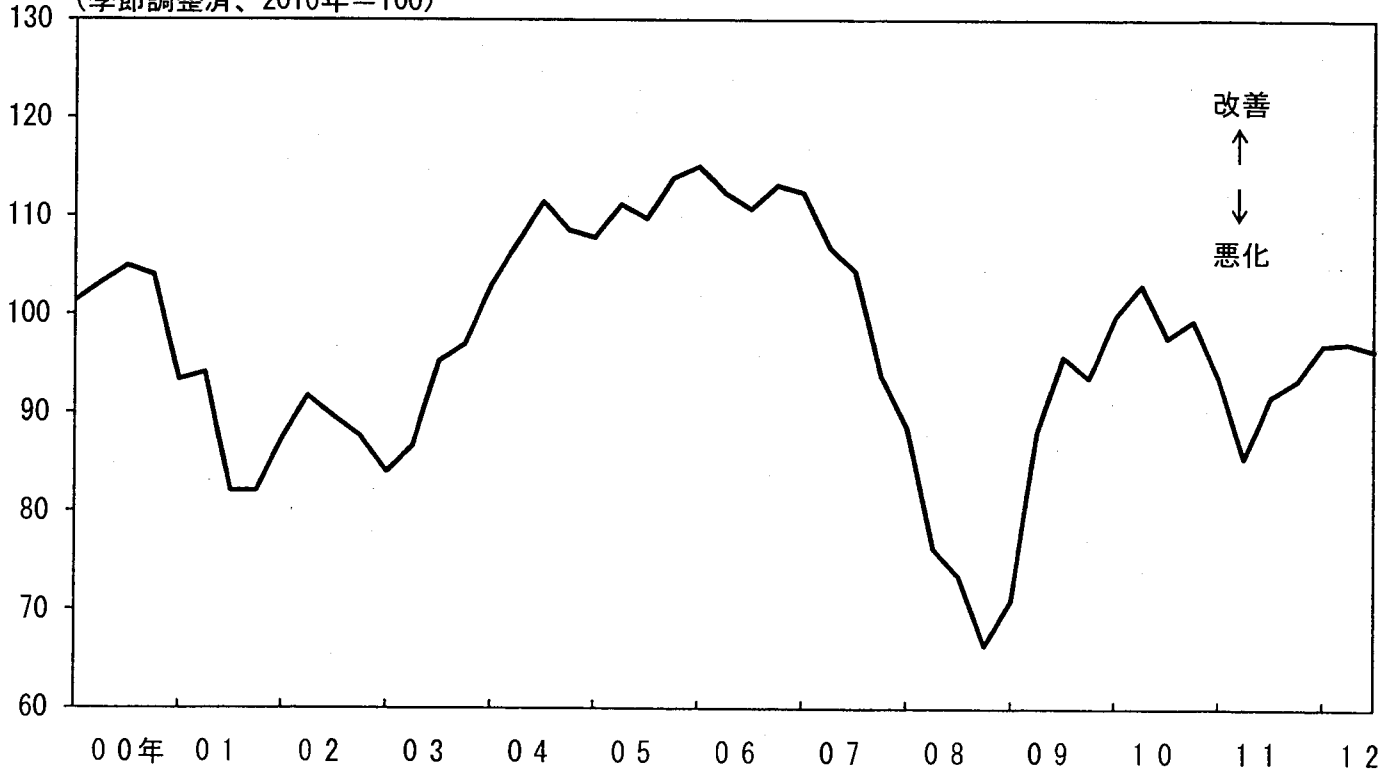
(季節調整済、2010年=100)



(注) 消費総合指数の2012/3Qは、7~8月の値。

(2) 消費者態度指数

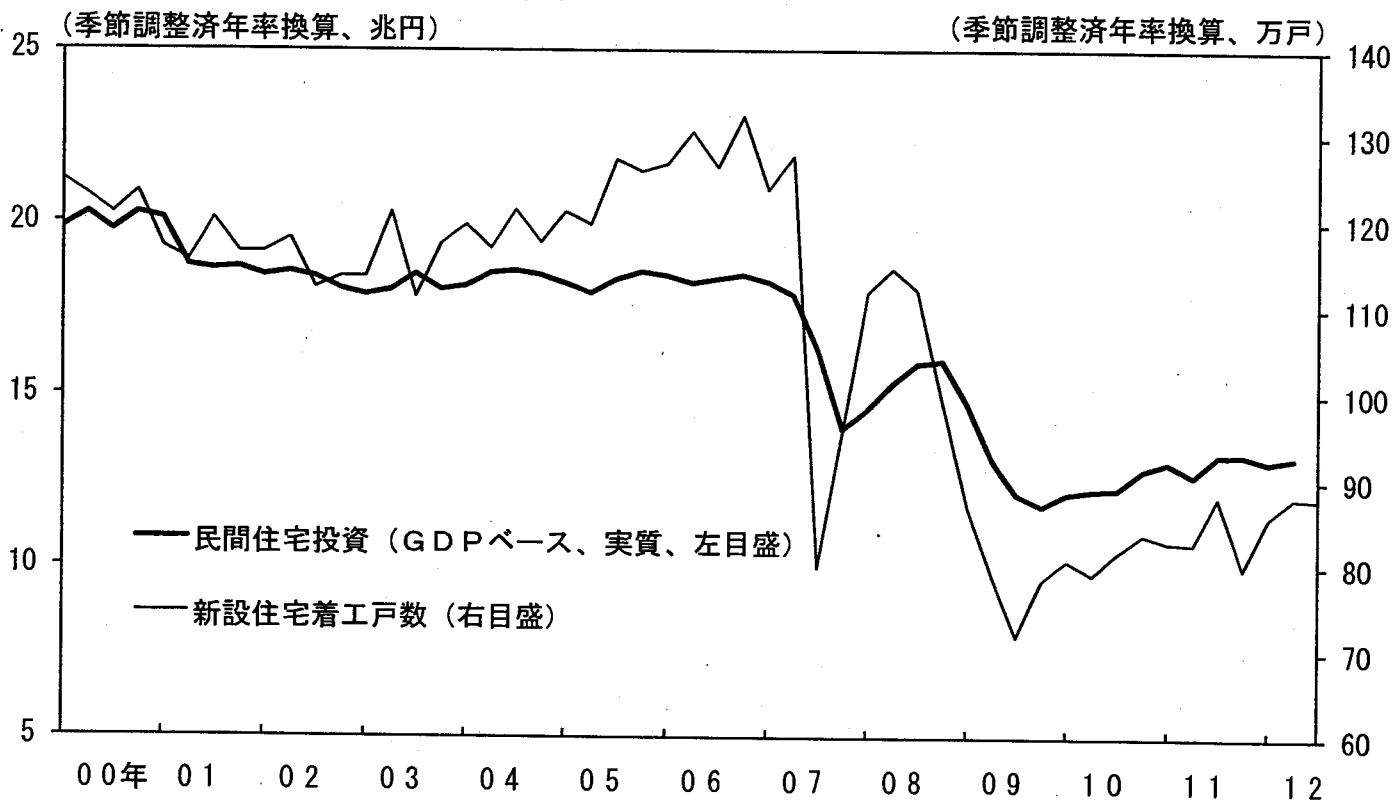
(季節調整済、2010年=100)



(資料) 内閣府「国民経済計算」「消費総合指数」「消費動向調査」

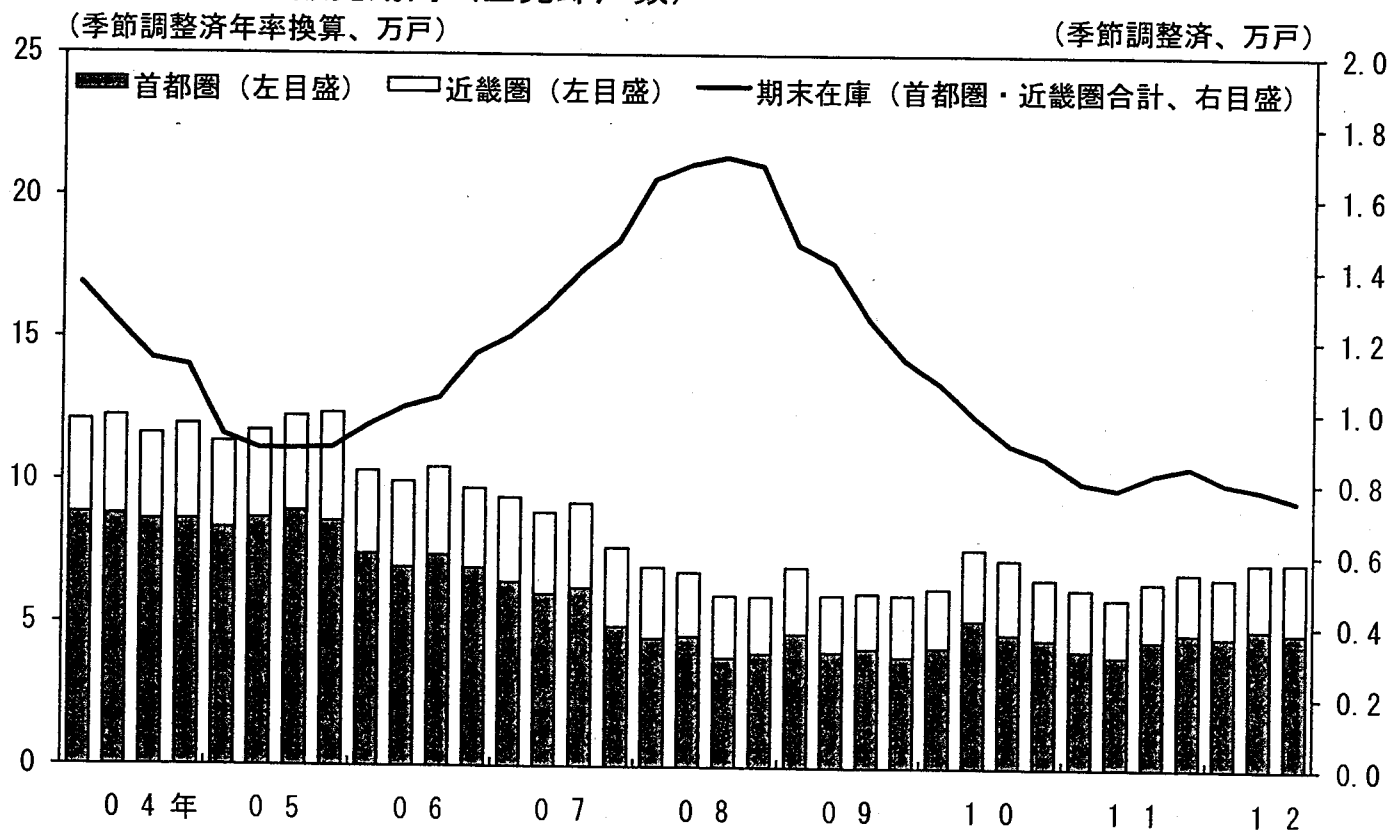
住宅投資

(1) 新設住宅着工戸数と住宅投資



(注) 新設住宅着工戸数の2012/3Qは、7~8月の値。

(2) マンション販売動向 (全売却戸数)

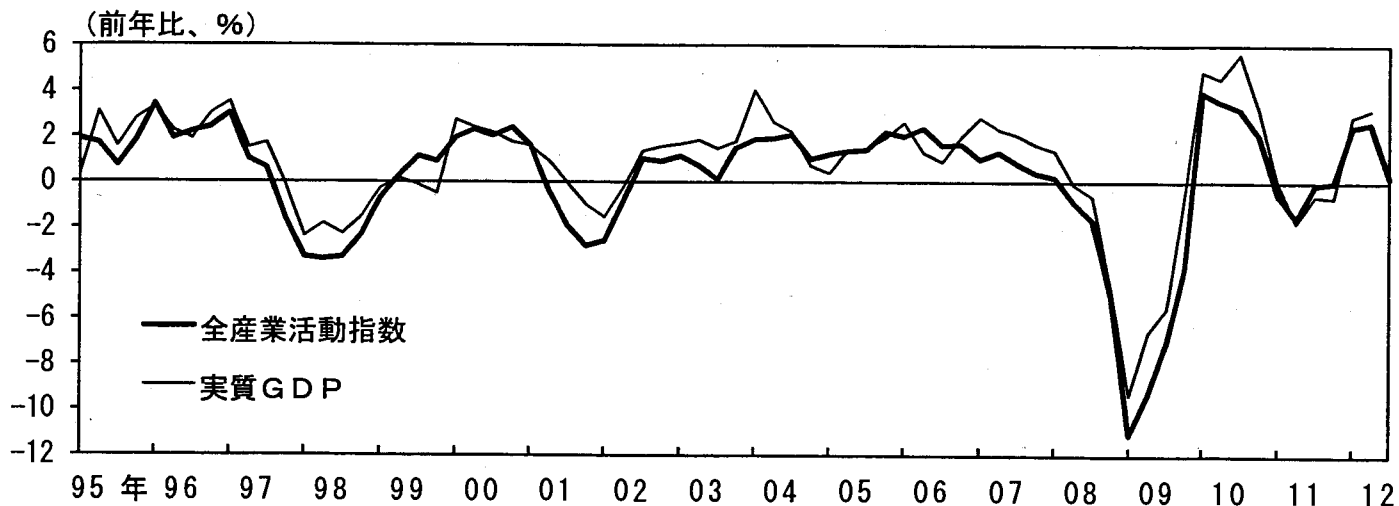


(注) X-12-ARIMAによる季節調整値。

(資料) 国土交通省「建築着工統計」、内閣府「国民経済計算」、不動産経済研究所「首都圏のマンション市場動向」「近畿圏のマンション市場動向」

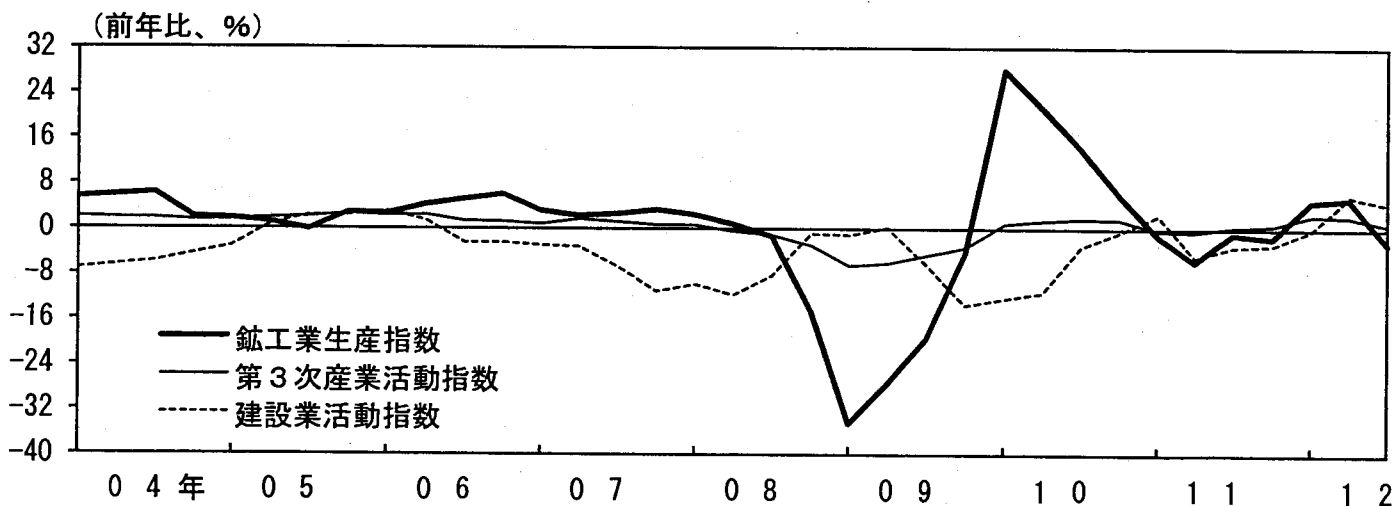
全産業活動指数

(1) 全産業活動指数と実質GDP

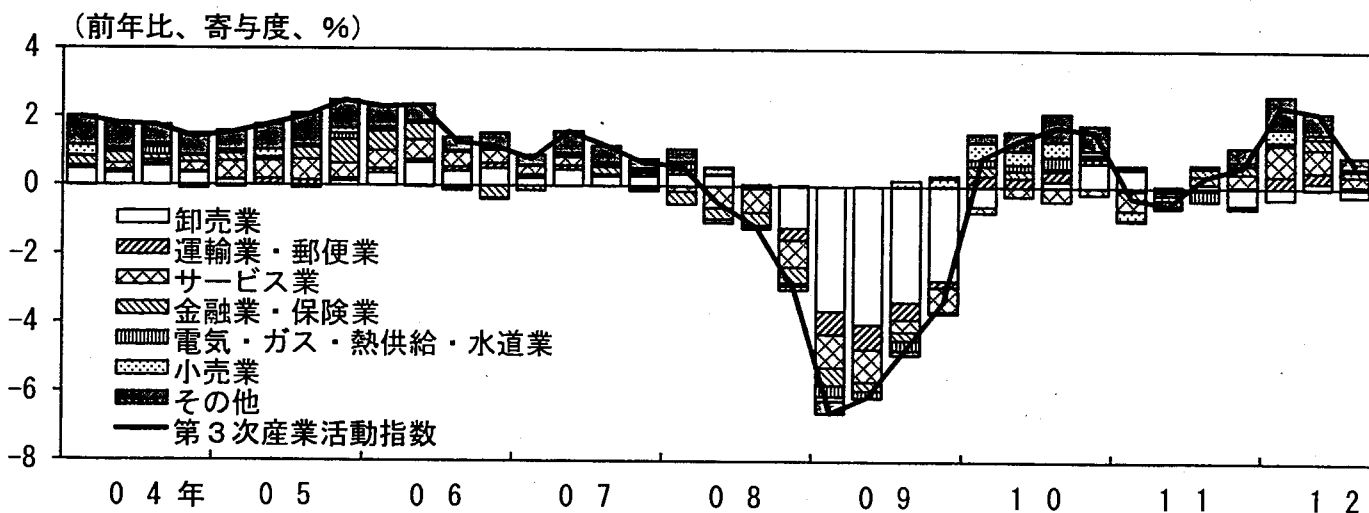


(注) 2012/3Qは、7~8月の前年同期比(下のいずれの図表も同じ)。

(2) 全産業活動指数の内訳



(3) 第3次産業活動指数の内訳



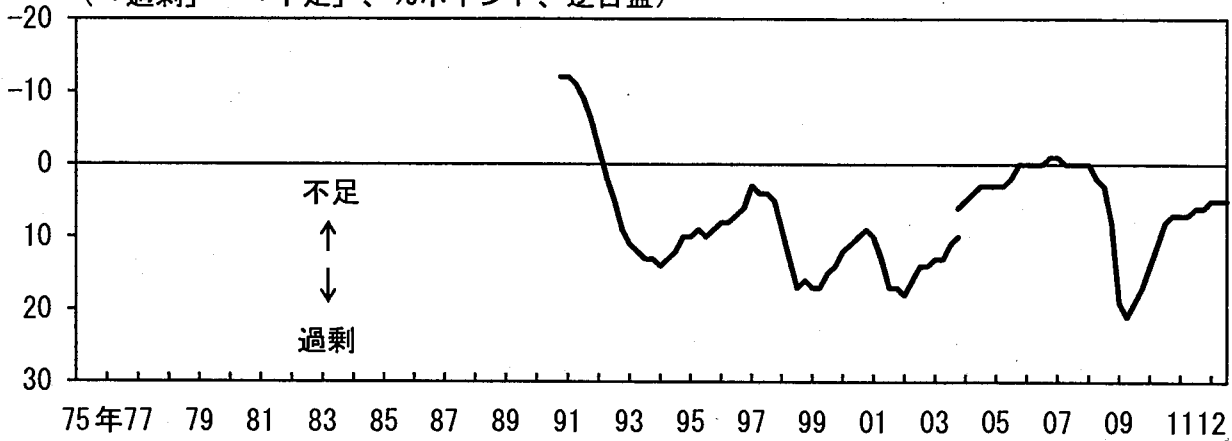
(注) サービス業は、学術研究・専門・技術サービス業、生活関連サービス業・娯楽業、その他サービス業(公務等を除く)の合計。

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

生産要素の稼働状況

(1) 生産・営業用設備判断D. I.

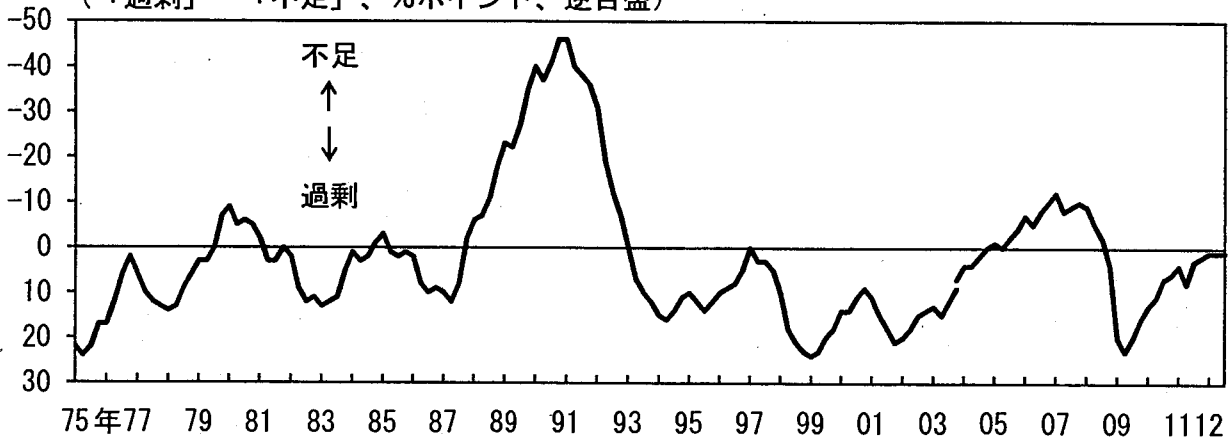
(「過剰」 - 「不足」、%ポイント、逆目盛)



(注) 全産業全規模合計。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)。

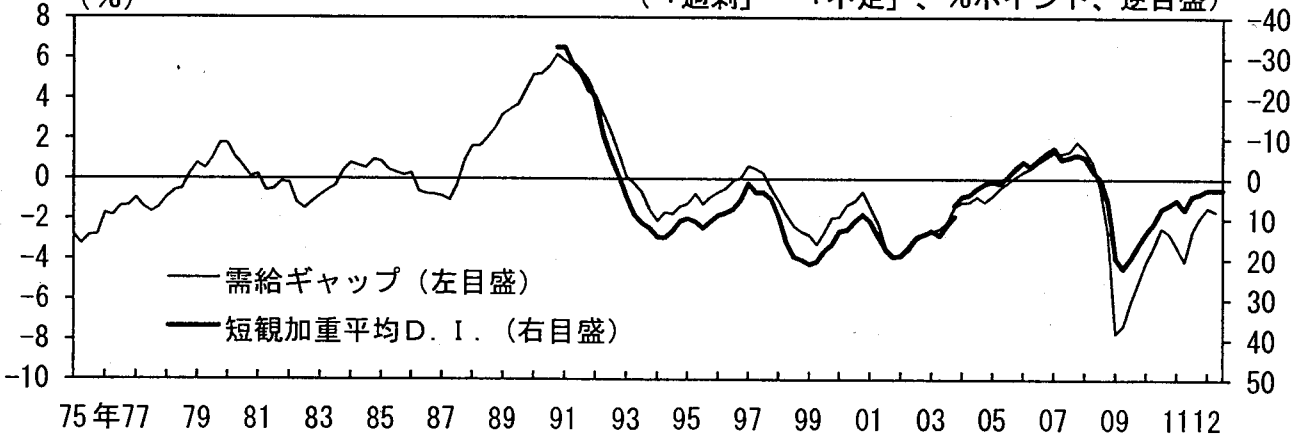
(2) 雇用人員判断D. I.

(「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)

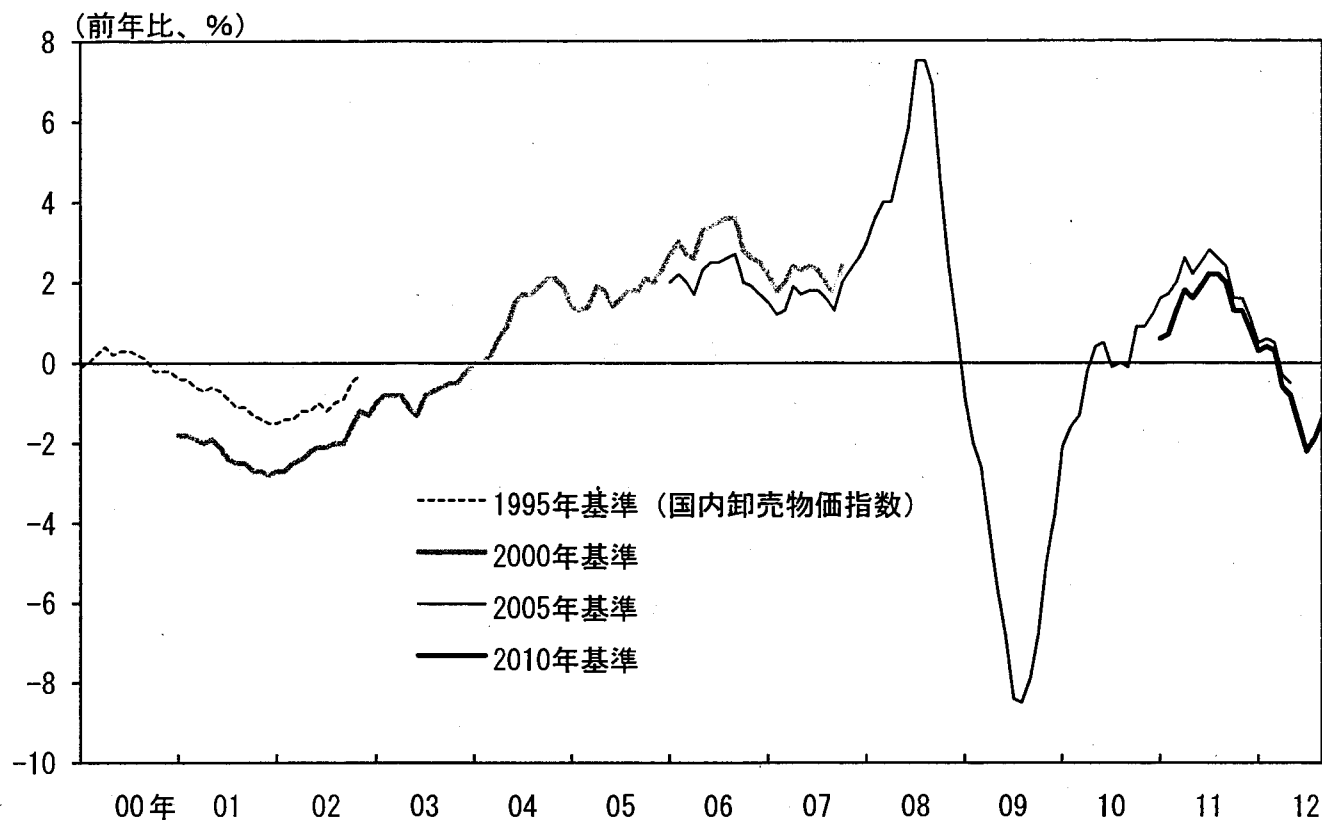


(注) 短観加重平均D. I. は、生産・営業用設備判断D. I. と雇用判断D. I. を資本・労働分配率(1990~2010年度平均)で加重平均して算出。需給ギャップは、日本銀行調査統計局の試算値。具体的な計測方法については、日銀レビュー「GDPギャップと潜在成長率の新推計」(2006年5月)を参照。

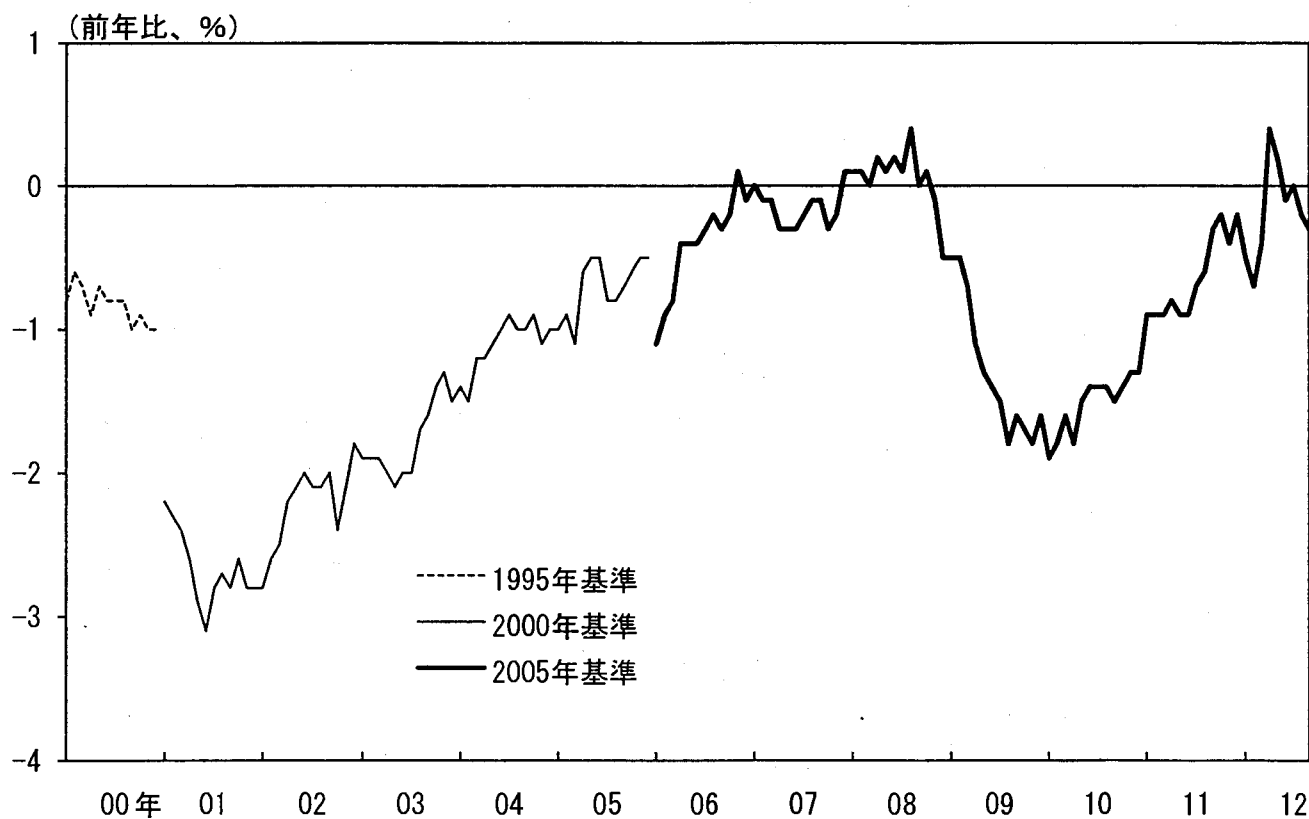
(資料) 内閣府「国民経済計算」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、総務省「労働力調査」、厚生労働省「毎月勤労統計」「職業安定業務統計」、経済産業省「鉱工業指数統計」等

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 (総平均除く国際運輸)

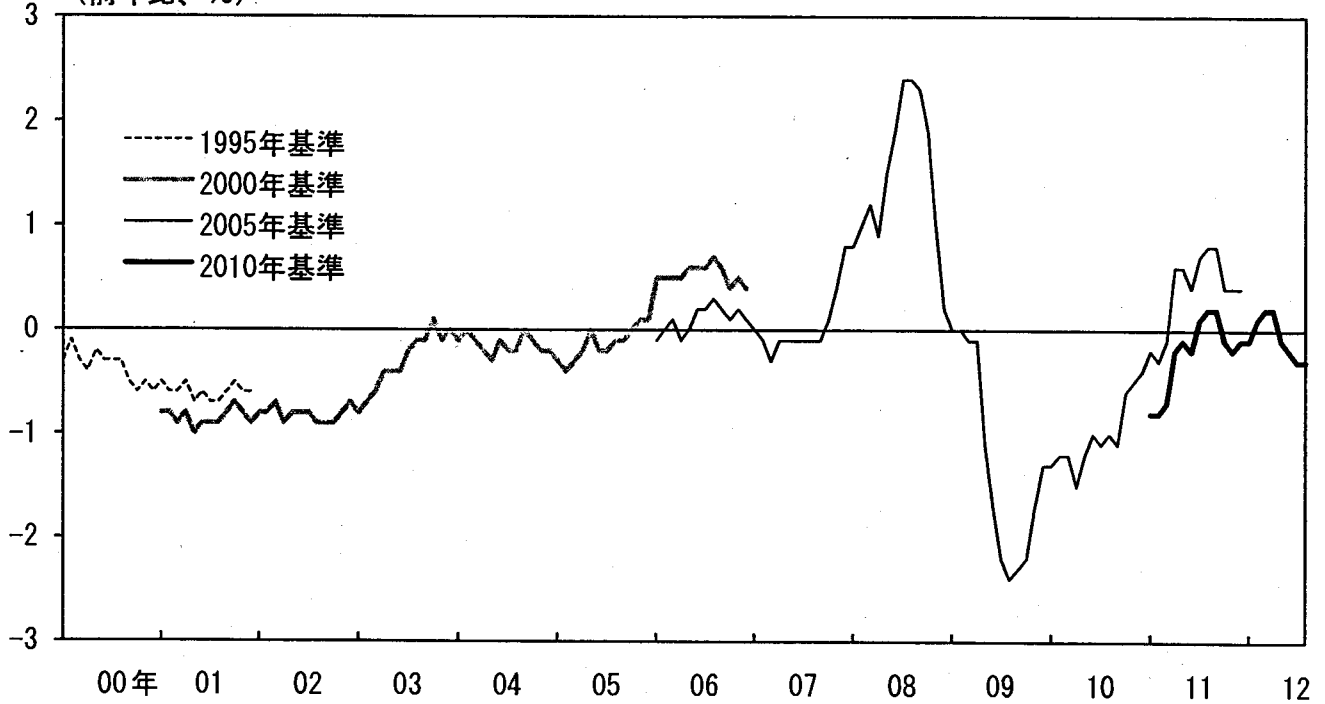


(資料) 日本銀行「企業物価指数」「卸売物価指数」「企業向けサービス価格指数」

消費者物価(1)

(1) 消費者物価指数

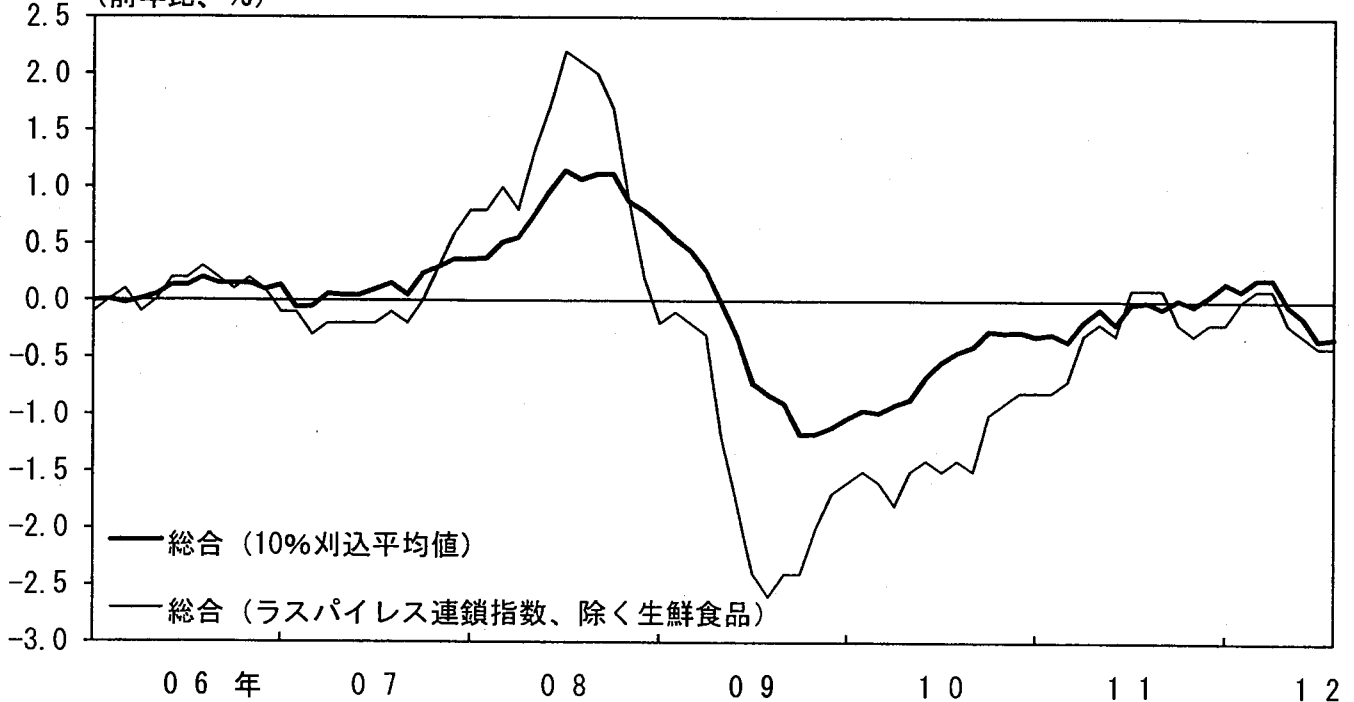
(前年比、%)



(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、%)



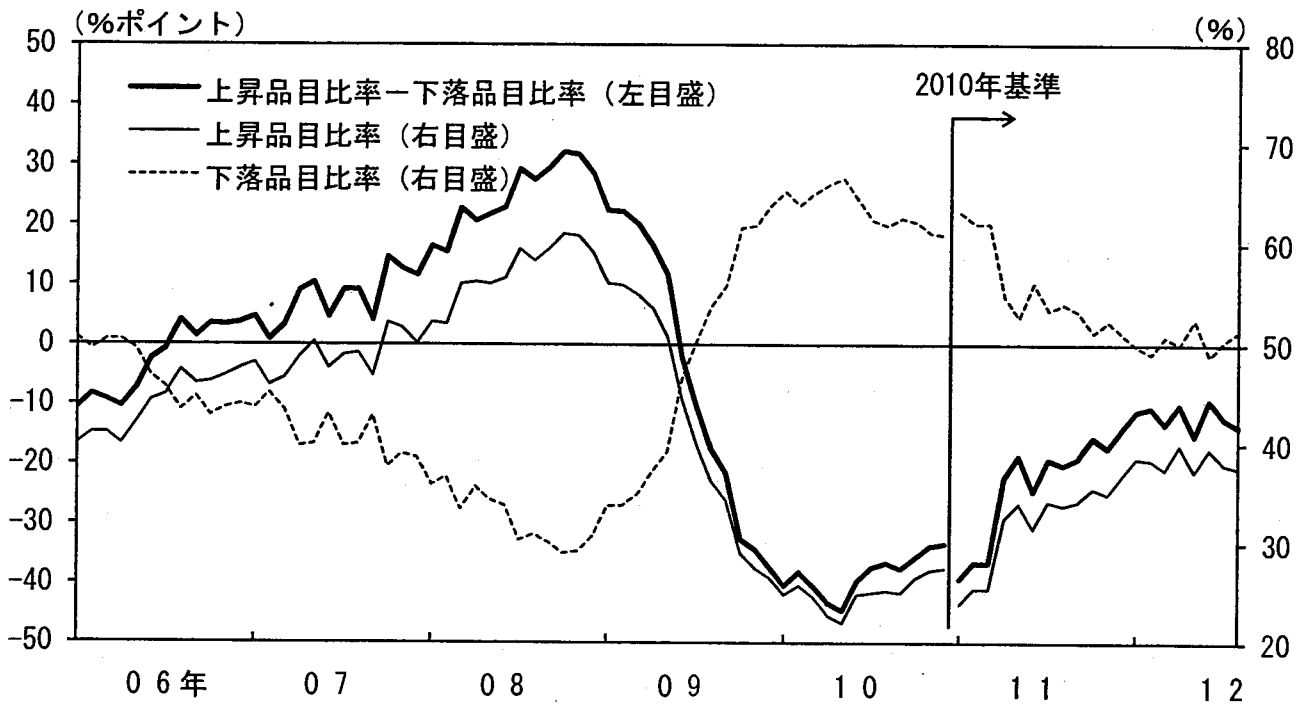
(注) 1. 10%刈込平均値は、個別品目の前年同月比を値の小さな順に並び替え、値の大きい品目と小さい品目をウェイトベースでそれぞれ10%控除して、残った品目の前年同月比を加重平均して算出。

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。2010年以前のラスパイレス連鎖指数の前年同月比は2005年基準、2011年以降は2010年基準。

(資料) 総務省「消費者物価指数」

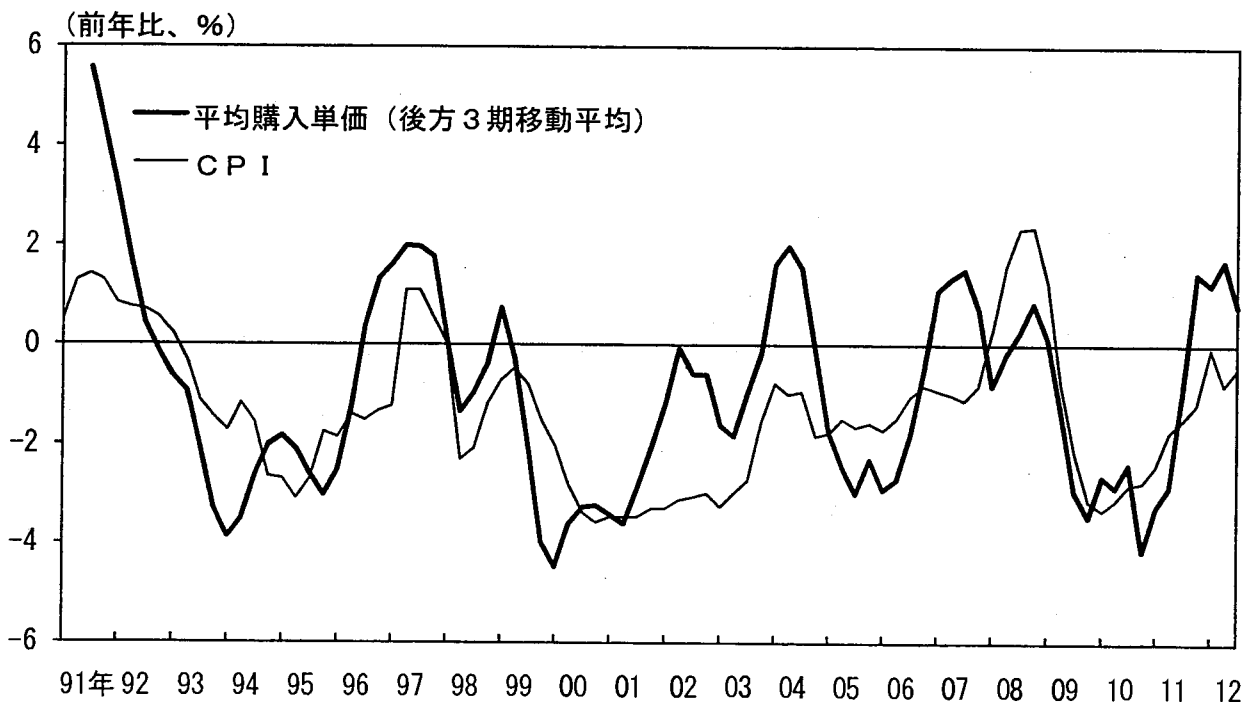
消費者物価 (2)

(1) 上昇・下落品目比率



(注) 前年比上昇・下落品目の割合。総合除く生鮮食品。

(2) 家計調査の購入単価



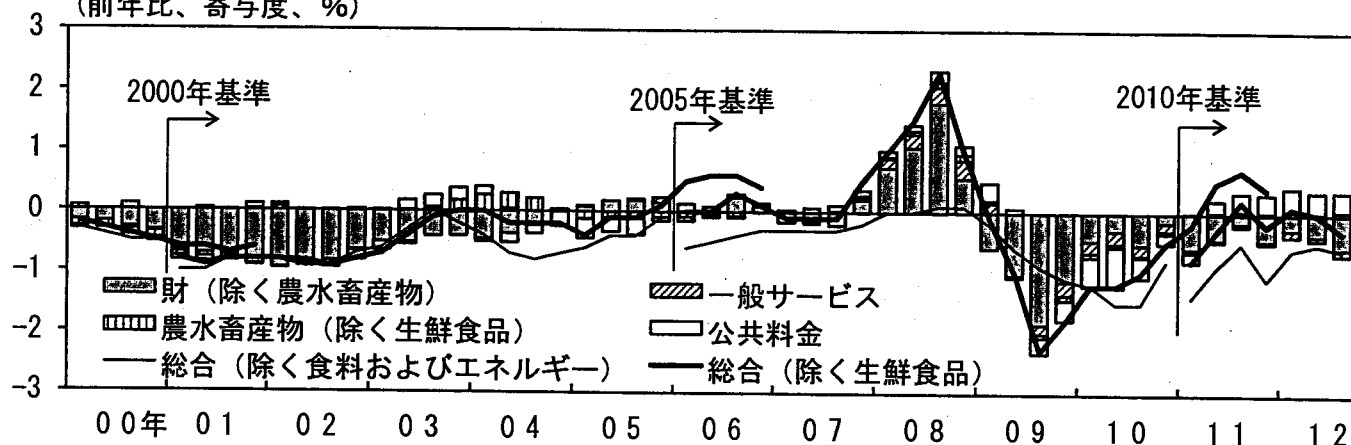
- (注) 1. 家計調査とCPIの両方で継続してデータが存在する品目を抽出し、食料工業製品、農水畜産物(除く生鮮食品)、被服、耐久消費財、その他財について積み上げたもの。
2. その他財は、「財」から被服(=「衣料」+「シャツ・セーター・下着類」)、「食料工業製品」、「農水畜産物」、「耐久消費財」、「石油製品」、「電気・都市ガス・水道」を除いたもの(「」内は総務省公表ベースのCPI分類)。
3. 2012/3Qは、7~8月の前年同期比。

(資料) 総務省「消費者物価指数」「家計調査報告」

消費者物価(3)

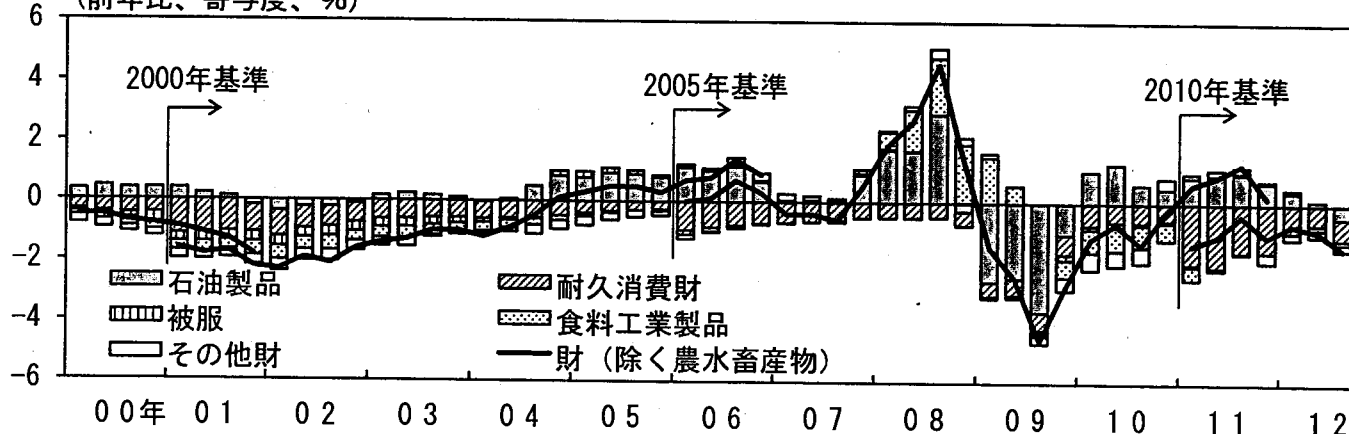
(1) 総合(除く生鮮食品)の要因分解

(前年比、寄与度、%)



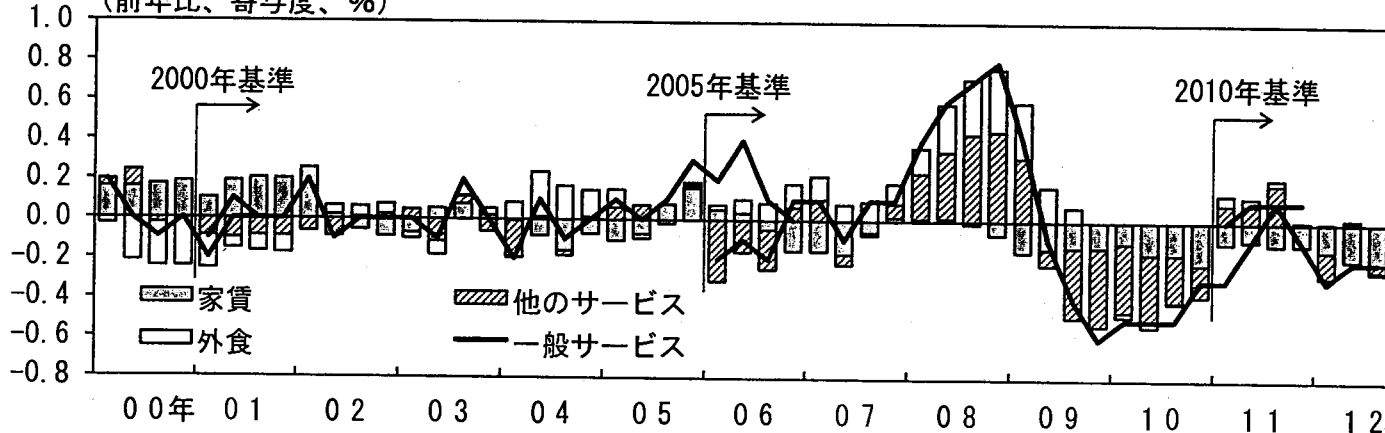
(2) 財(除く農水畜産物)の要因分解

(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」

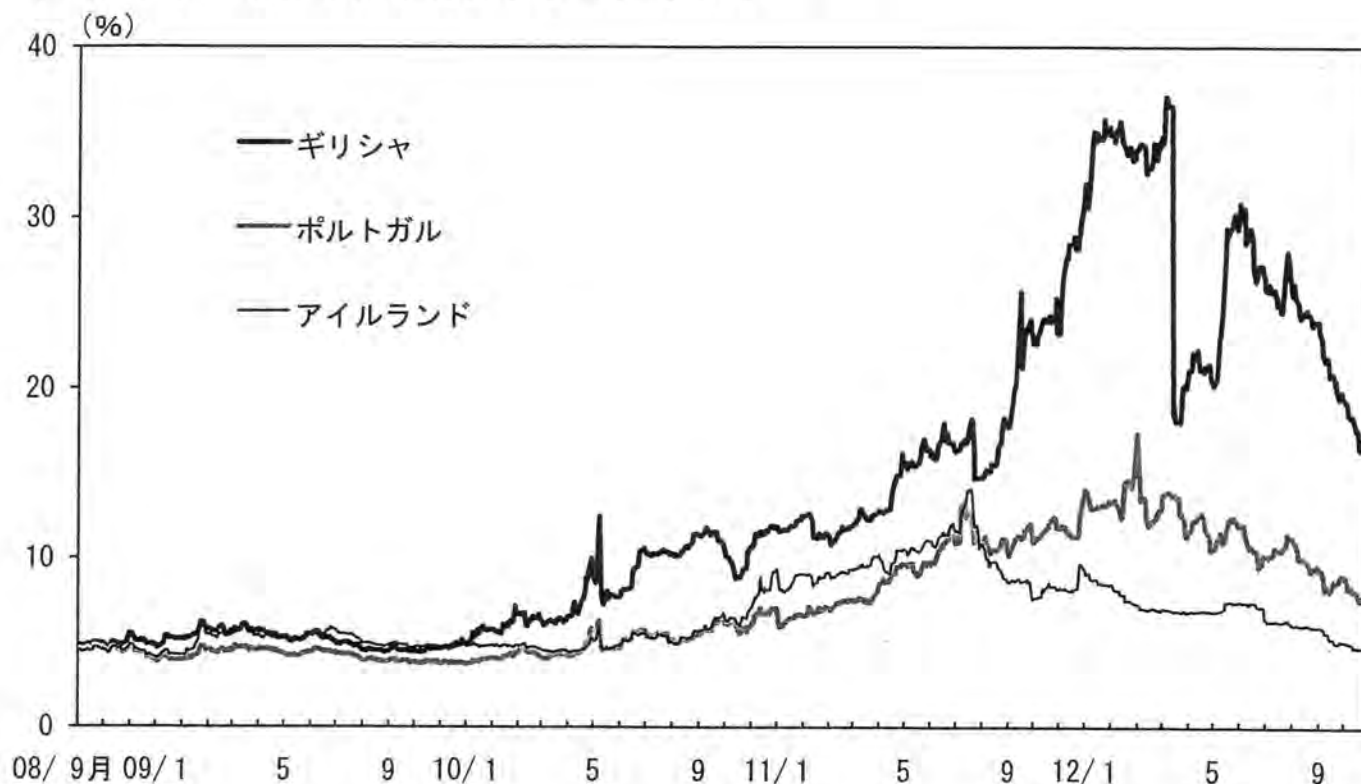
2. 「食料」は「酒類」を除く。

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。

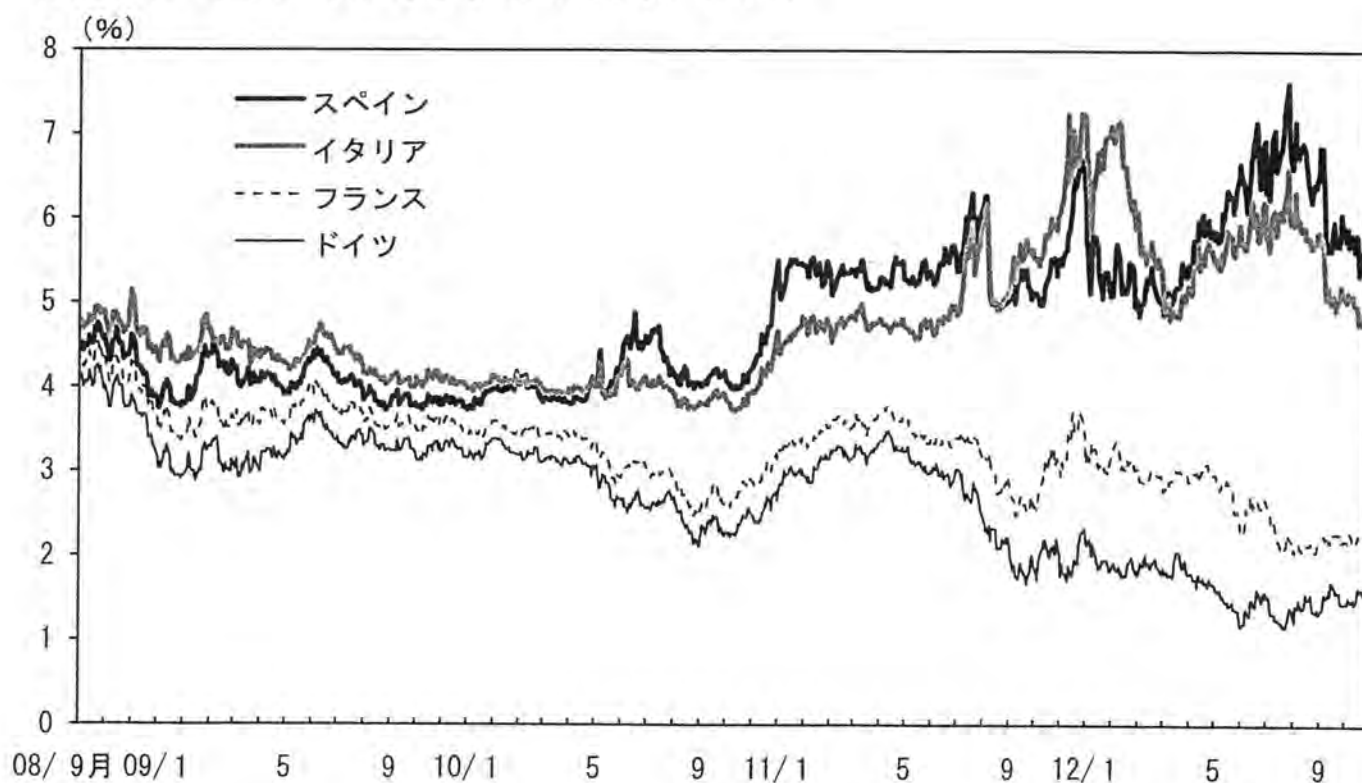
(資料) 総務省「消費者物価指数」

欧州の長期国債金利

(1) ギリシャ、ポルトガル、アイルランド



(2) スペイン、イタリア、フランス、ドイツ



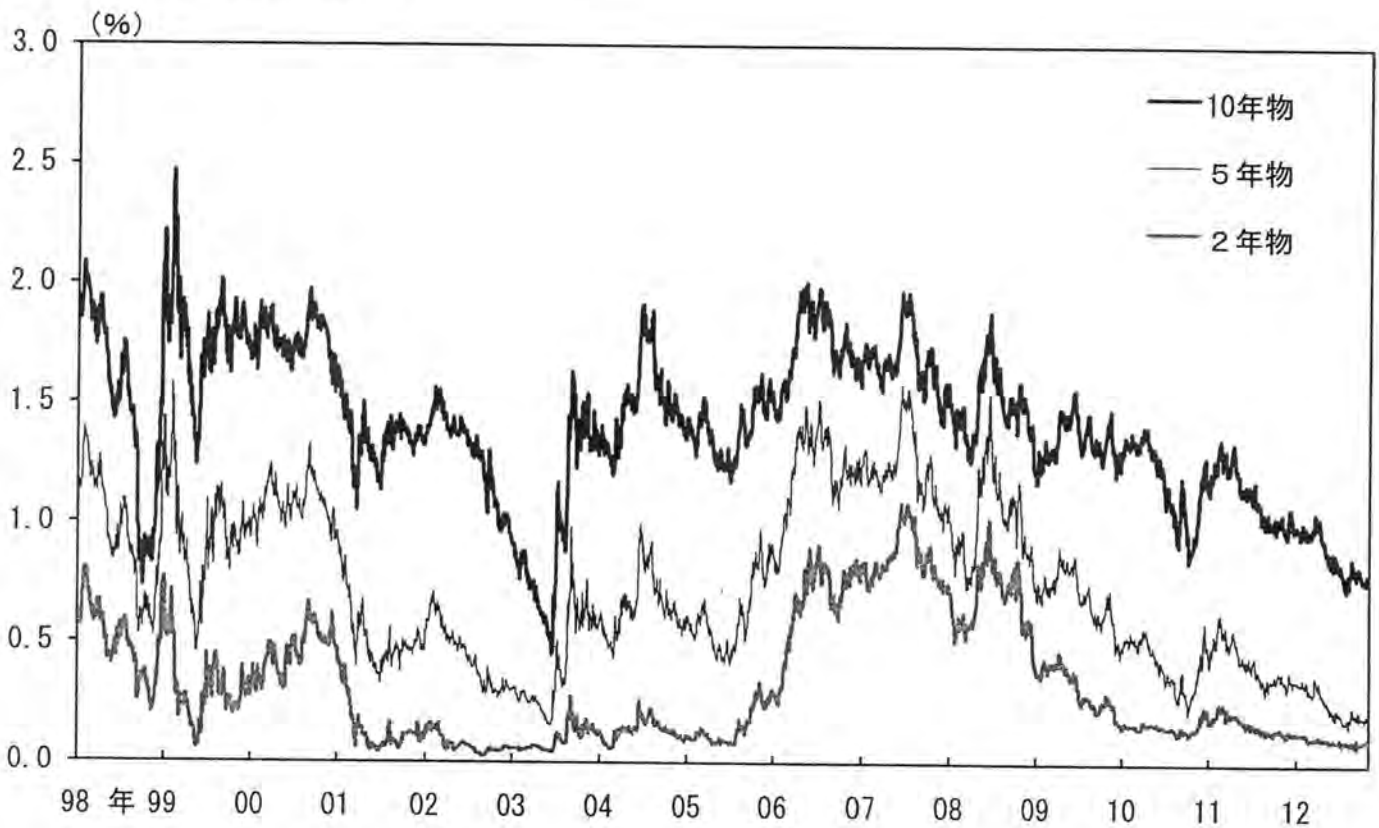
(注) 10年物国債利回り。但し、アイルランドの2011年10月12日以降は、9年物国債利回り。
(資料) Bloomberg

長期金利

(1) 主要国の長期金利 (10年物国債利回り)



(2) 日本の国債利回り



(資料) Bloomberg

海外株価

(1) 米国・欧州



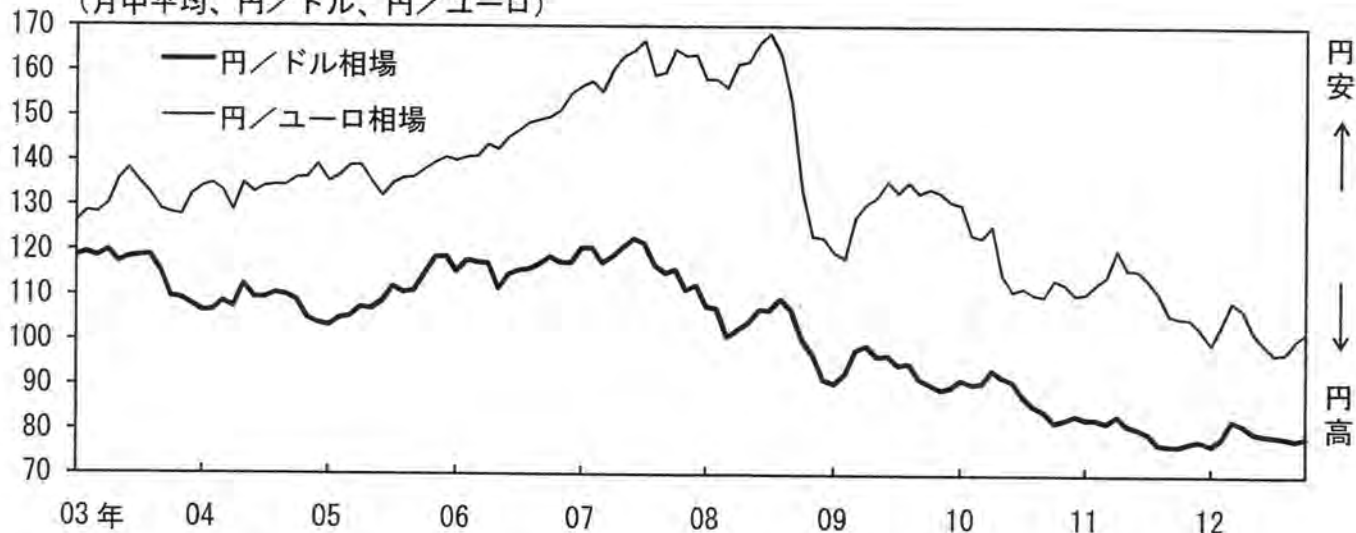
(2) 新興国



為替相場

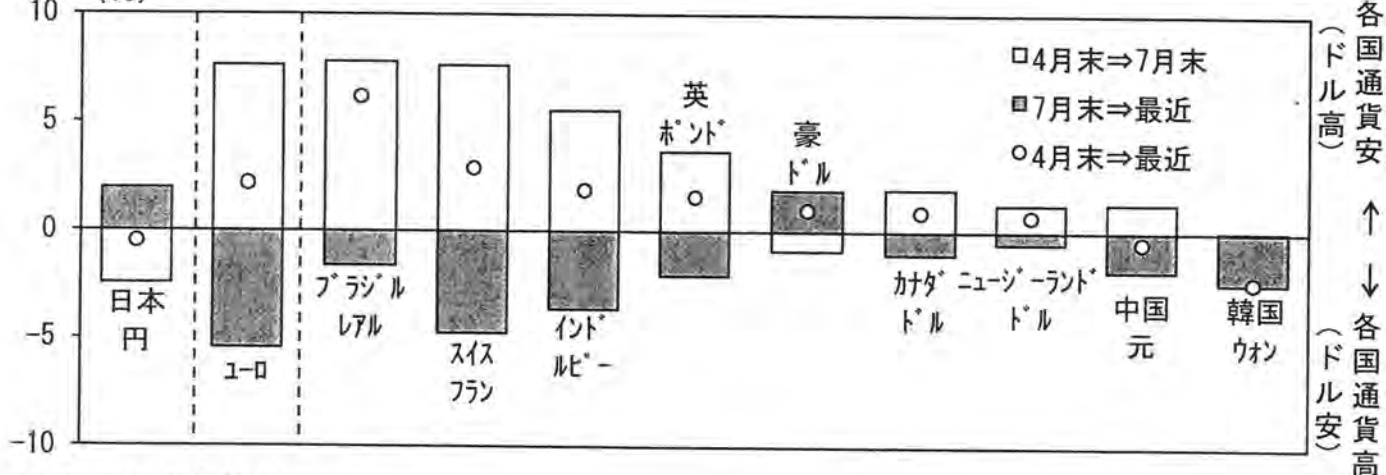
(1) 円ドル・円ユーロ相場

(月中平均、円/ドル、円/ユーロ)



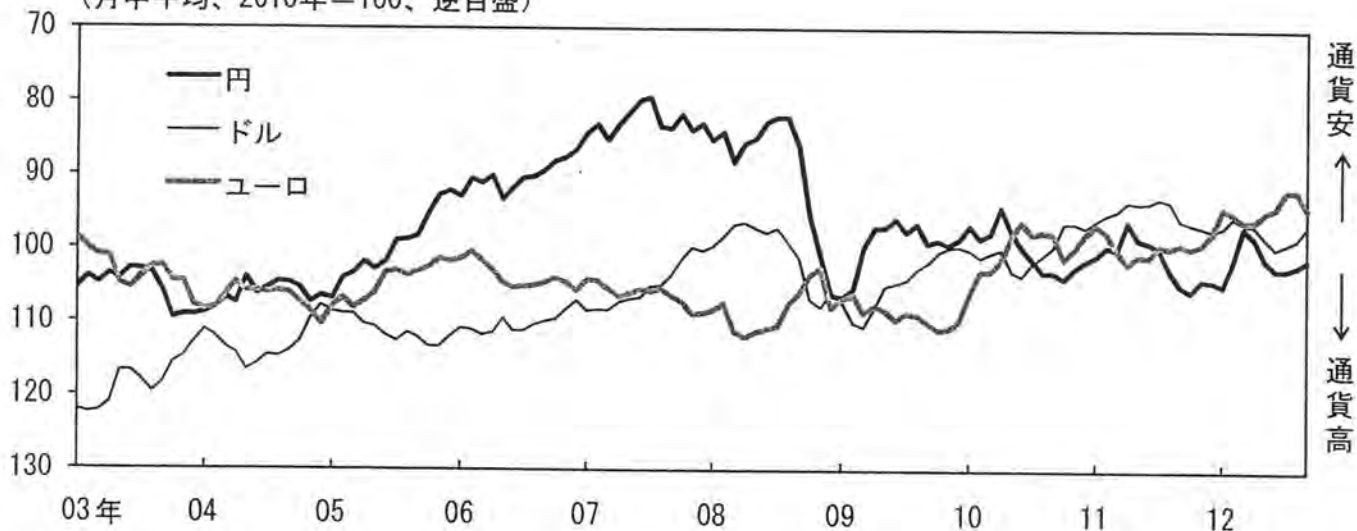
(2) 各国通貨の対ドルレート変化率 (2012年4月末対比)

(%)



(3) 実質実効為替レート

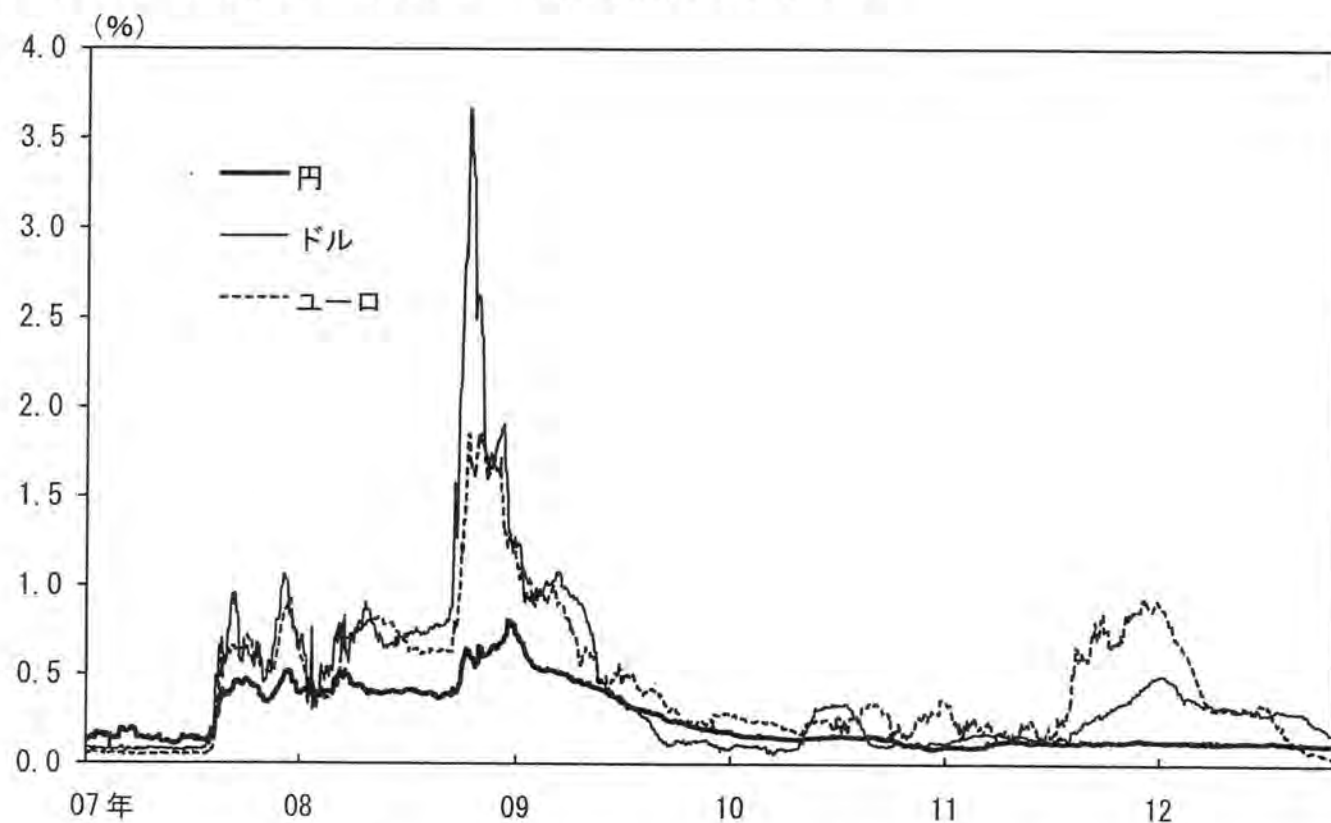
(月中平均、2010年=100、逆目盛)



(注) 実質実効為替レートはB I Sのブロードベース。
 (資料) B I S、日本銀行、Bloomberg

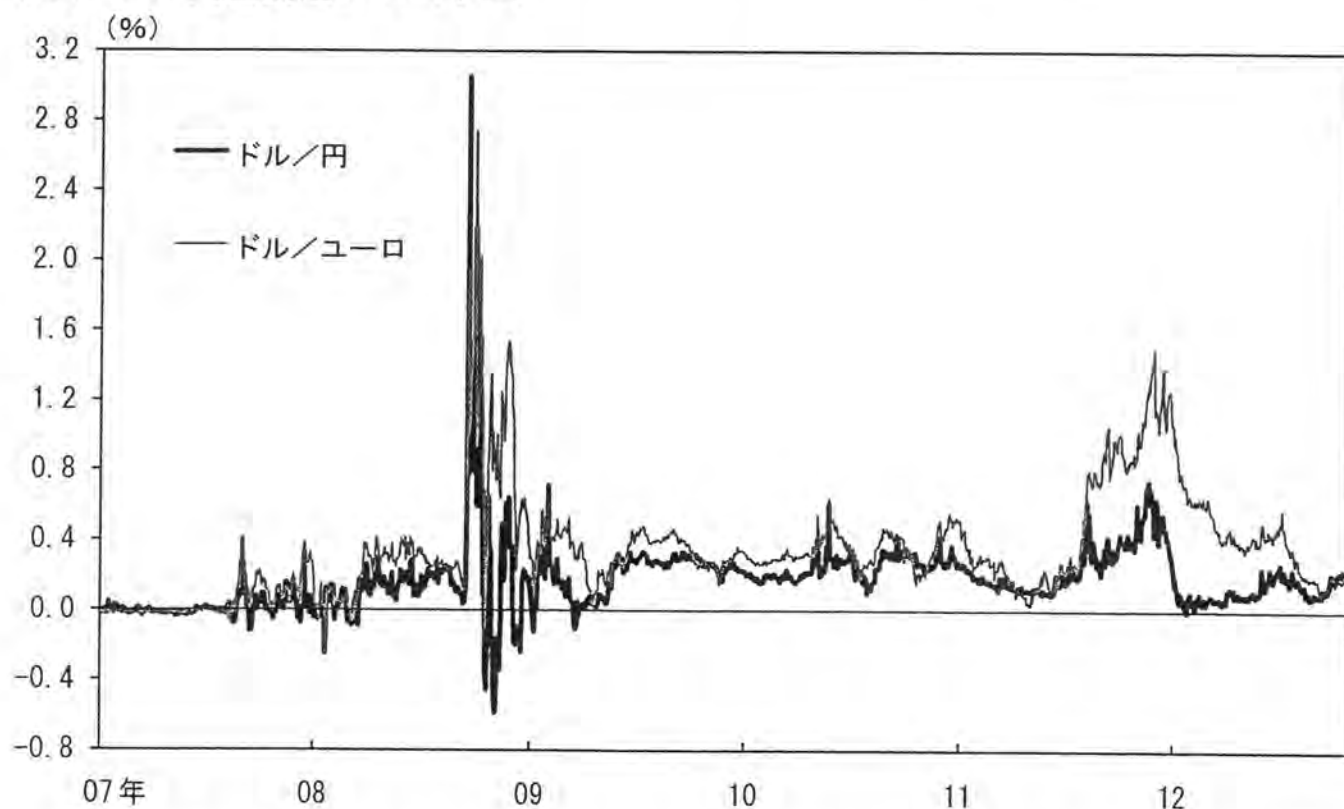
金融機関の資金調達環境

(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

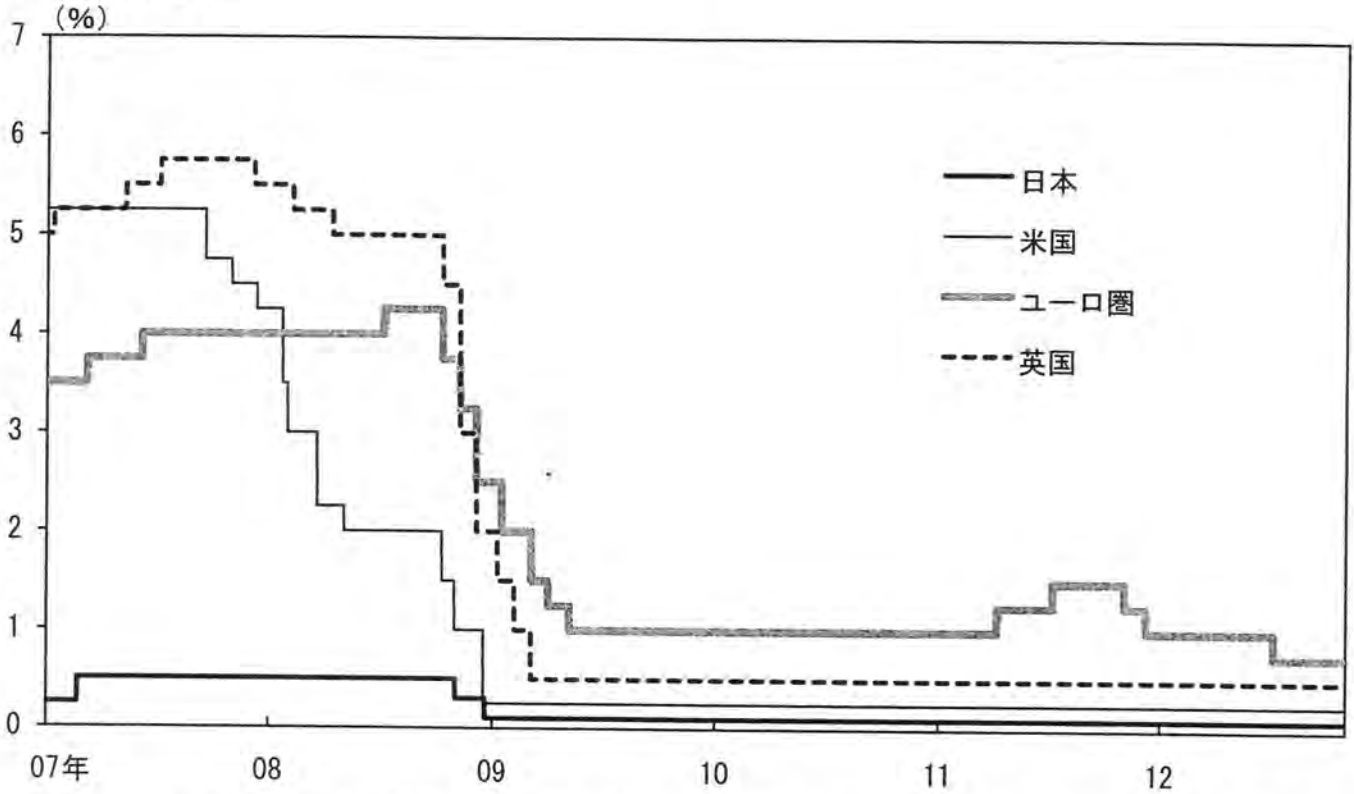
(2) ドル資金調達プレミアム



(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。
(資料) Bloomberg

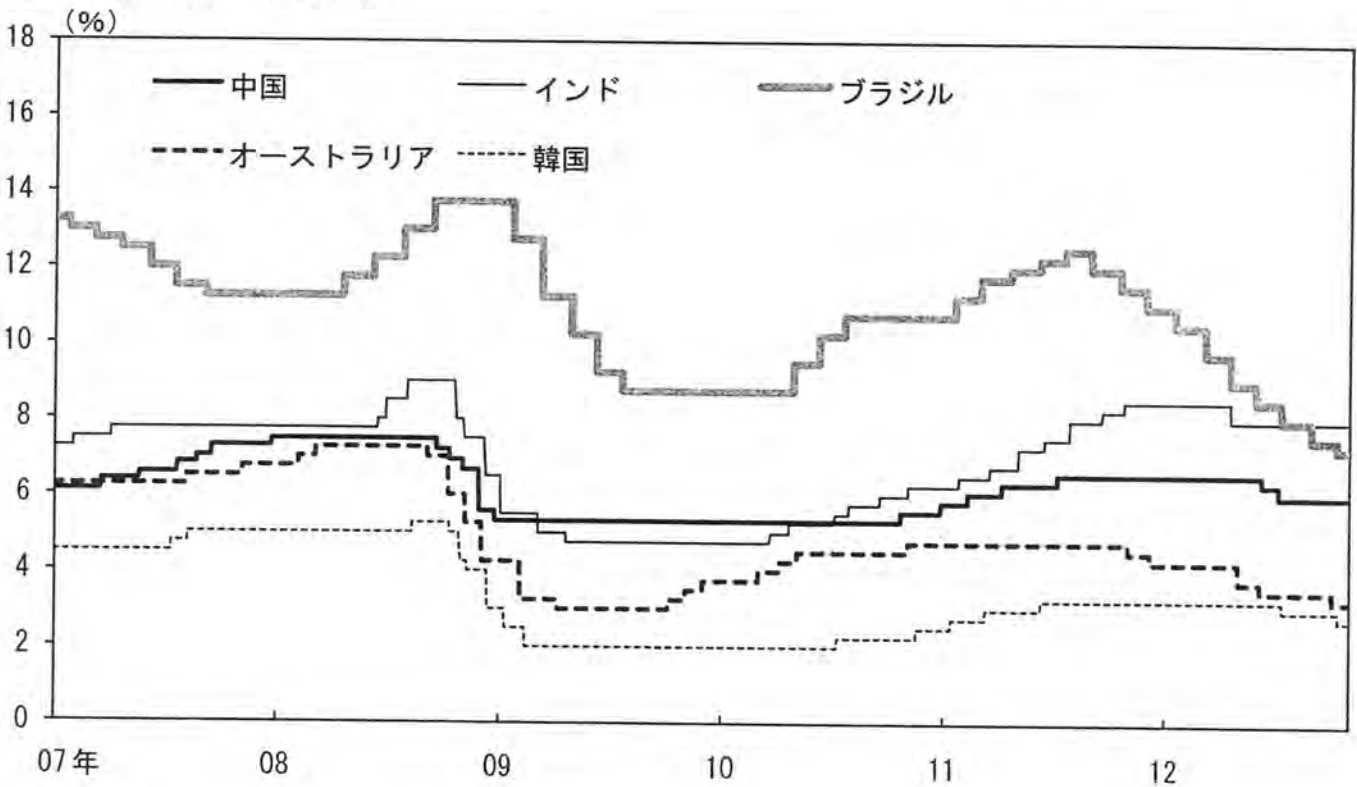
政策金利

(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%。

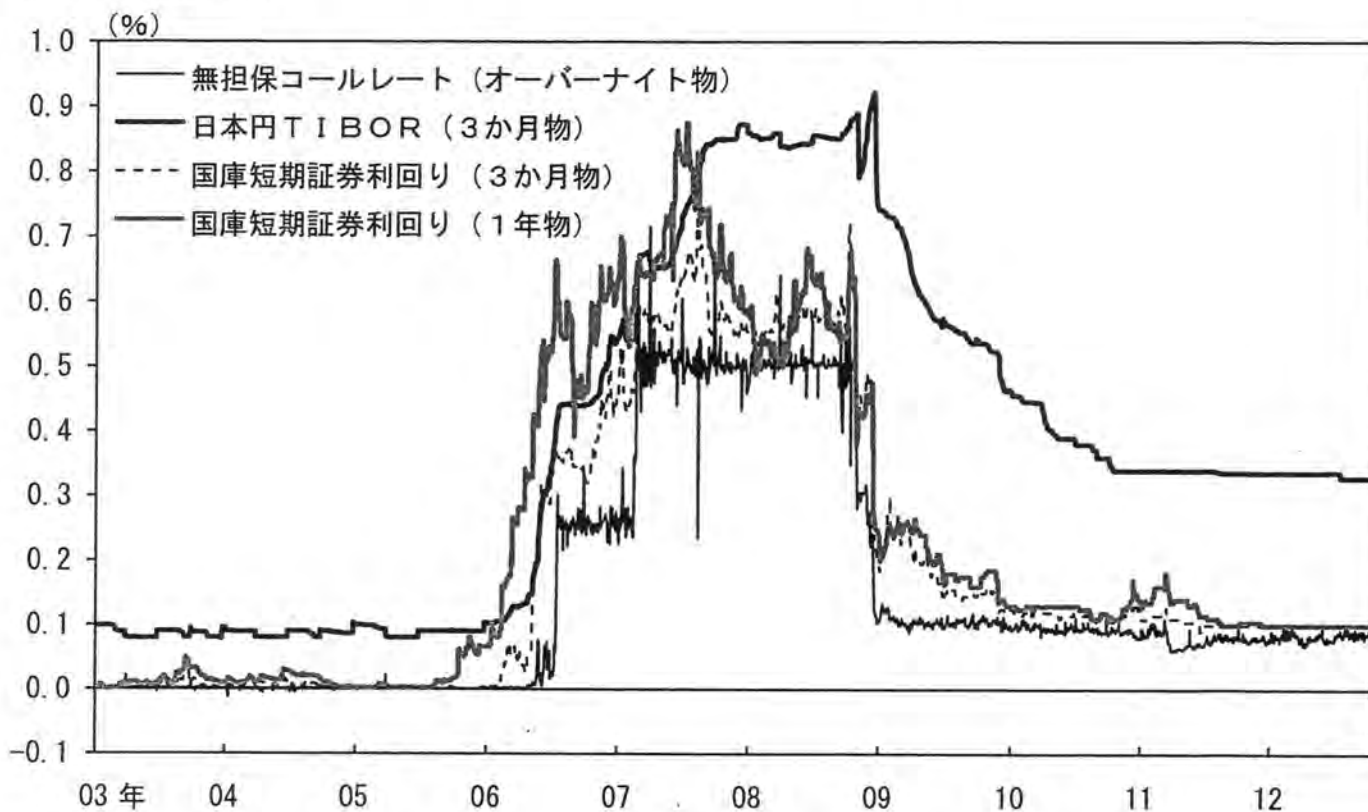
(2) 新興国・資源国



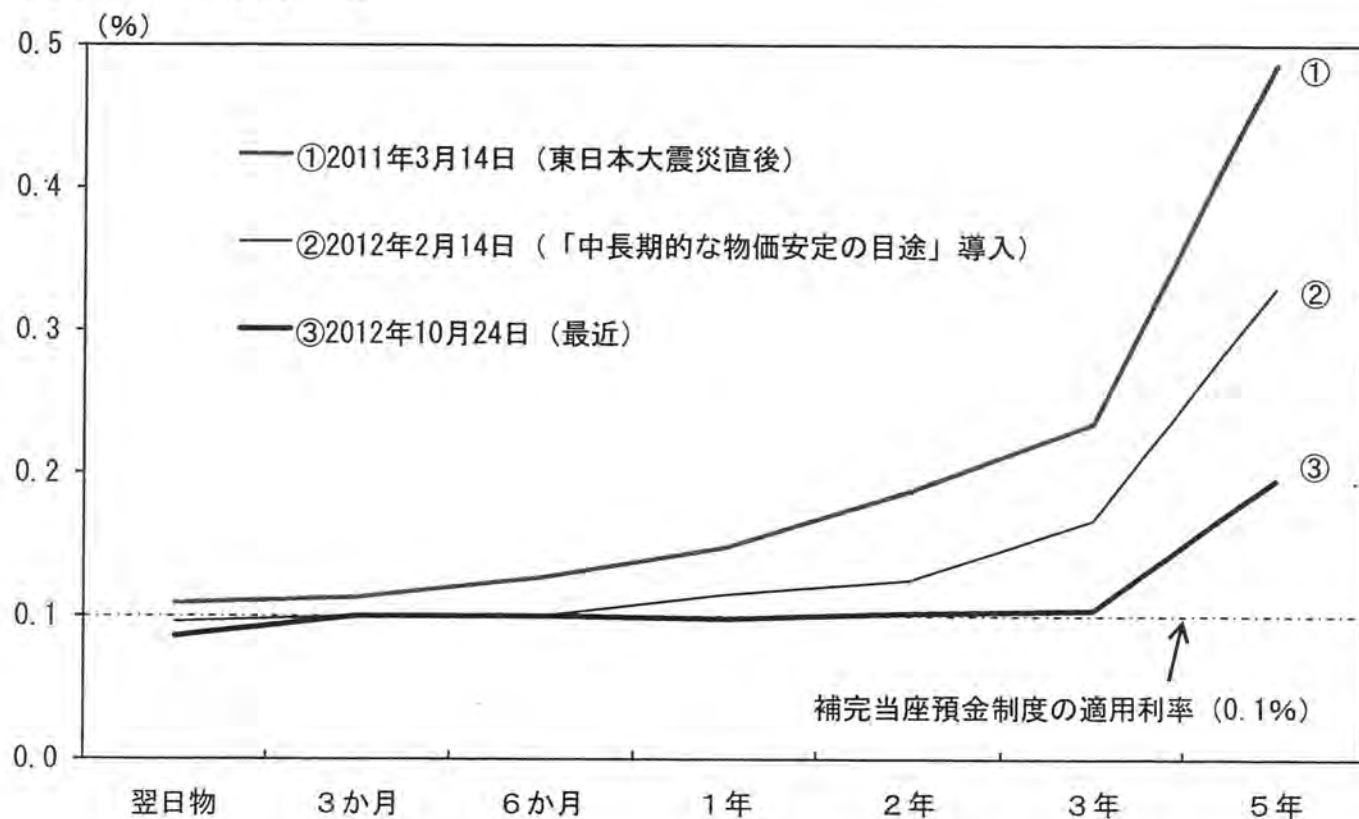
(資料) 日本銀行、Bloomberg

短期金利とイールドカーブ

(1) 短期金利

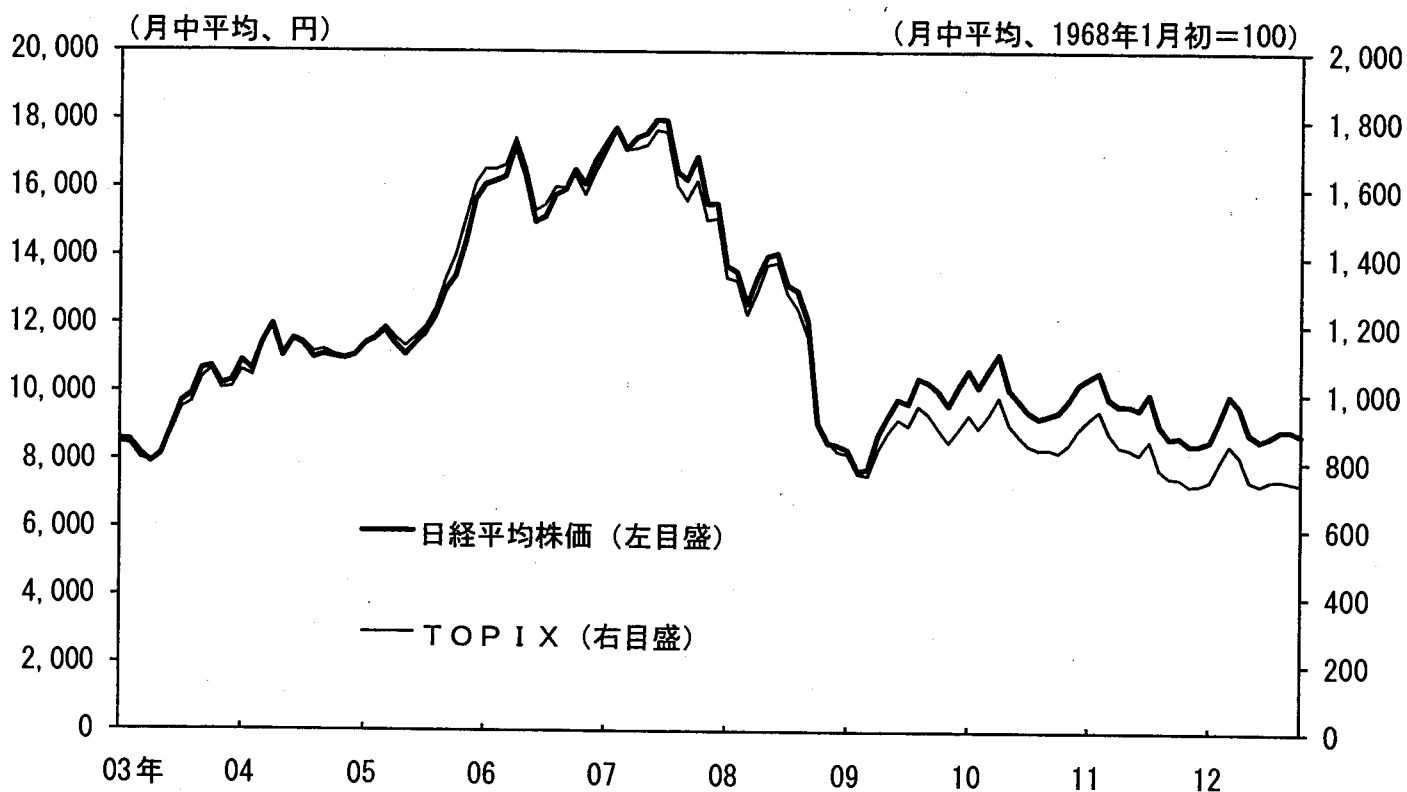


(2) イールドカーブ

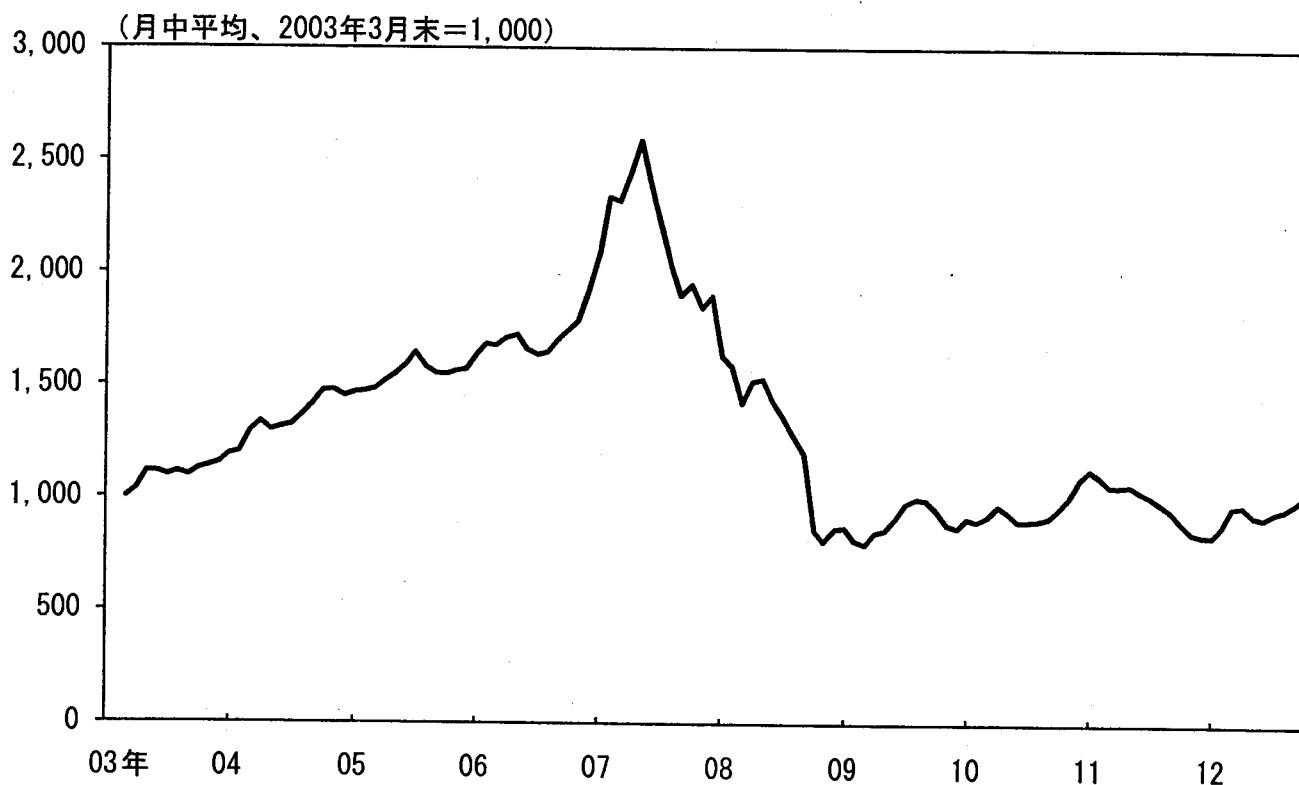


株価・REIT市場

(1) 株価



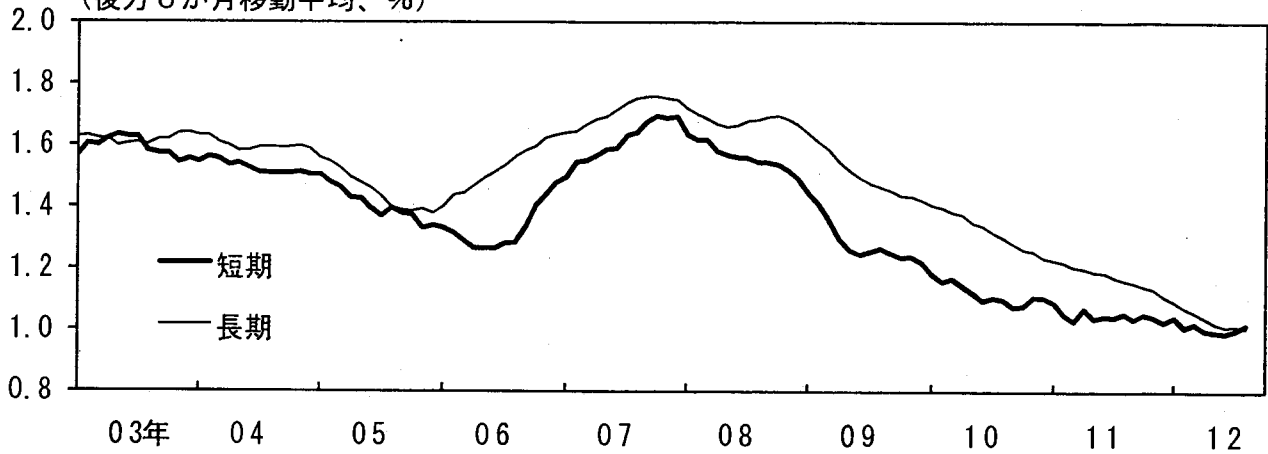
(2) 東証REIT指数



貸出金利とCP・社債スプレッド

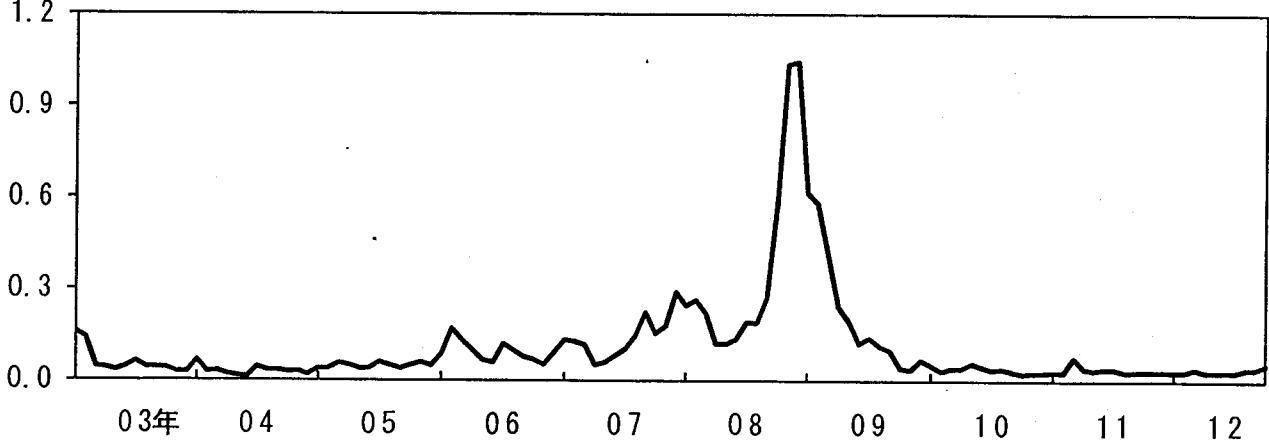
(1) 新規貸出約定平均金利

(後方6か月移動平均、%)



(2) CPの発行スプレッド

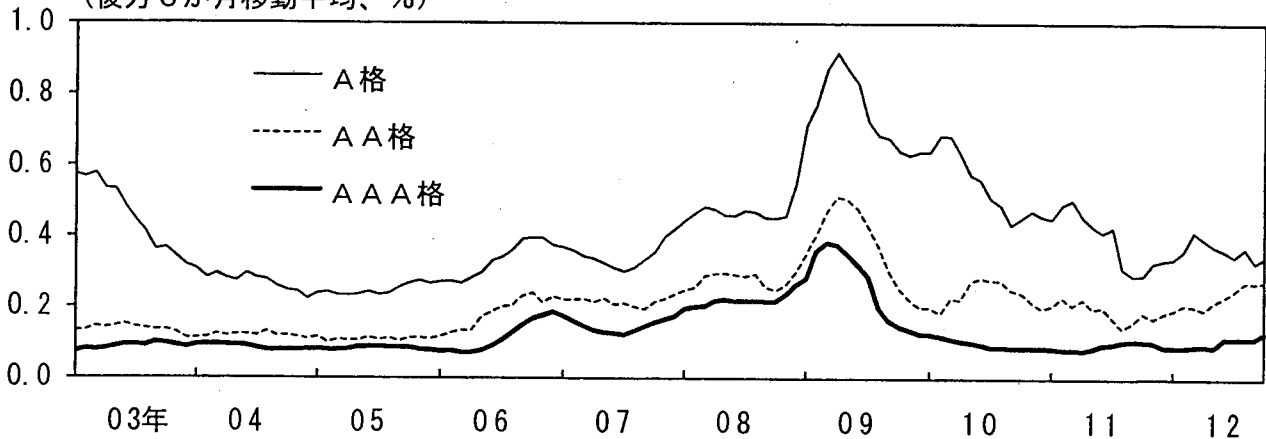
(%)



(注) CPの発行スプレッド=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年9月以前はa-1格以上、2009年10月以降はa-1格。

(3) 社債の発行スプレッド

(後方6か月移動平均、%)

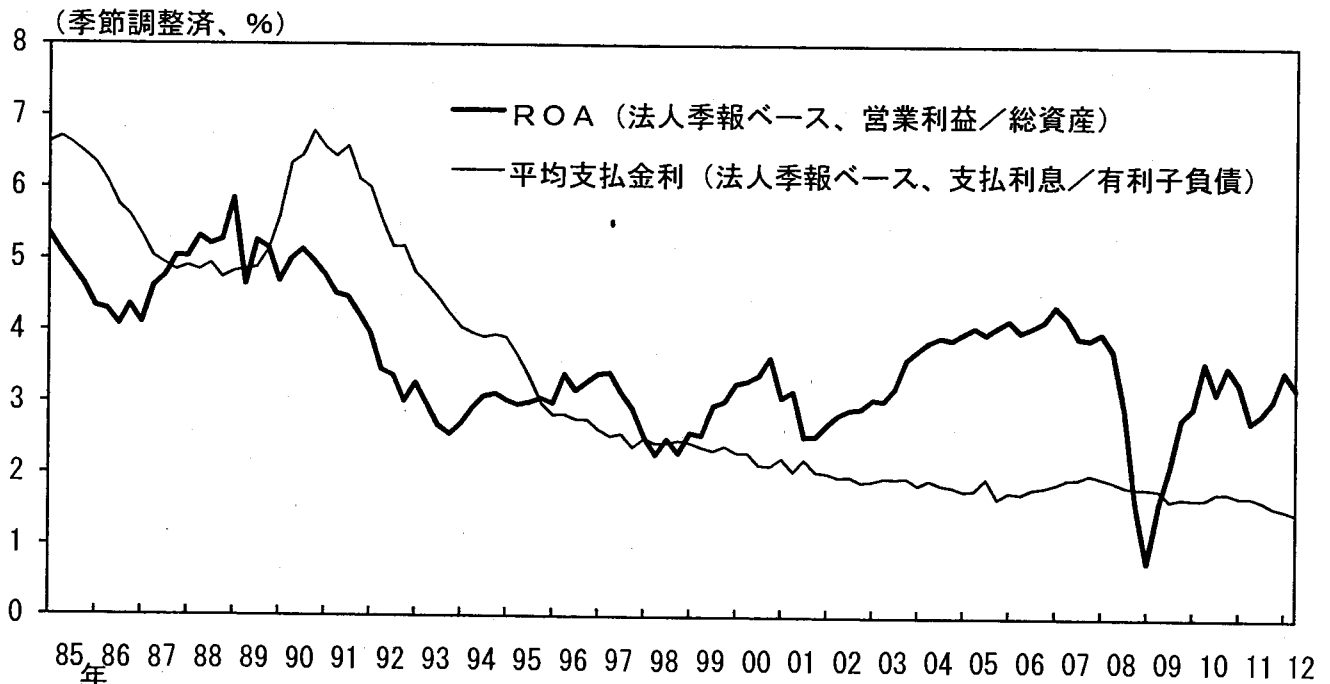


(注) 1. 社債の発行スプレッド=社債発行金利-同年限の国債流通利回り
全年限の単純平均値、起債日ベース。対象は国内公募社債で、銀行や証券会社などの発行分は除く。
2. 格付けは、ムーディーズ、S&P、R&I、JCRの最高格付で分類。

(資料) 日本銀行「国内コマーシャルペーパー発行平均金利」「貸出約定平均金利」、証券保管振替機構、キャピタル・アイ、アイ・エヌ情報センター、Bloomberg

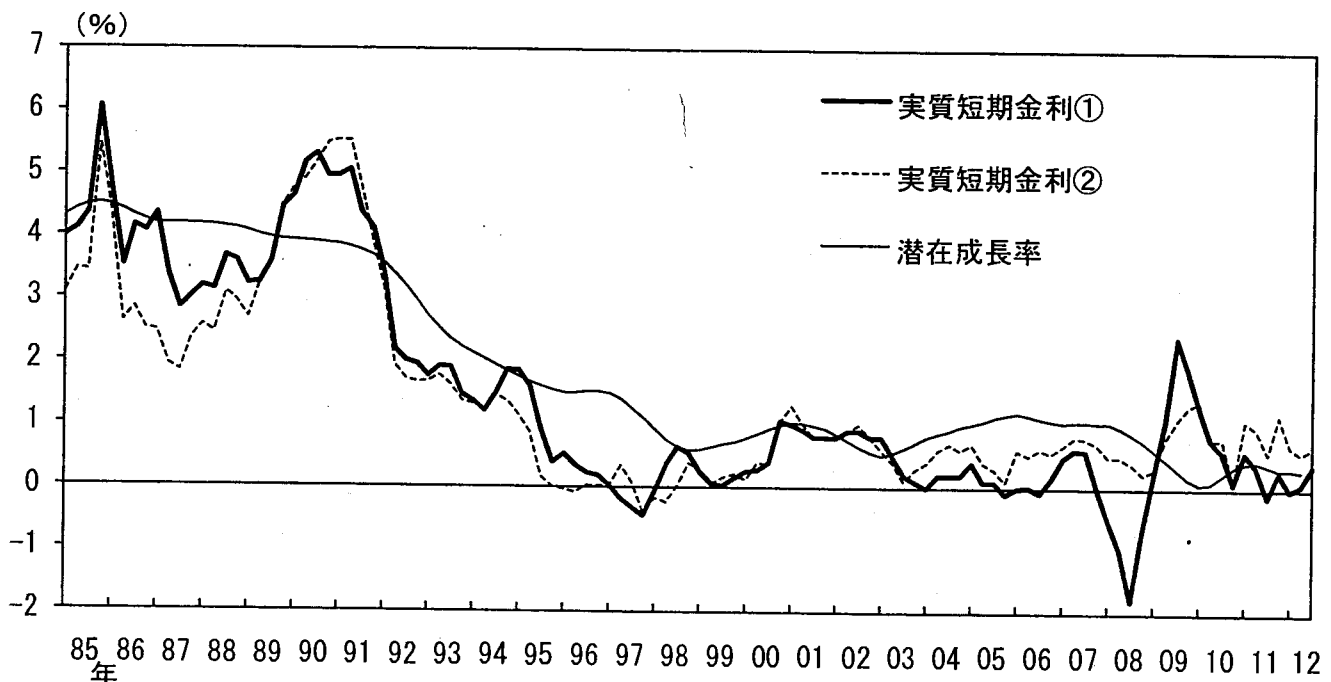
金利水準と実体経済

(1) 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。

(2) 実質短期金利と成長率



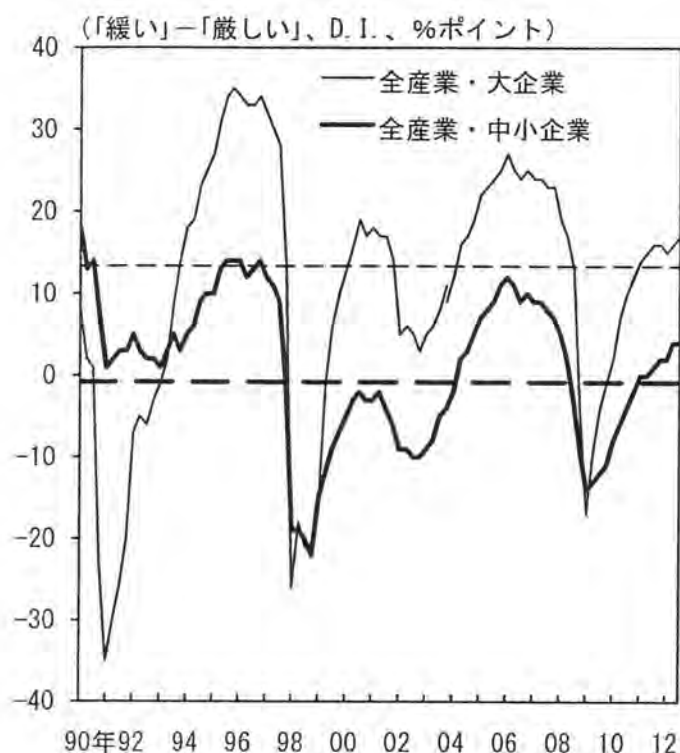
- (注) 1. 実質短期金利①=無担保コールレート (0/N物) - 消費者物価指数 (総合除く生鮮食品) 前年比
 2. 実質短期金利②=無担保コールレート (0/N物) - 消費者物価指数 (総合除く食料〈酒類を除く〉・エネルギー) 前年比
 3. 消費者物価指数は、消費税調整済み。2001/1Q以降は、高校授業料を除く。
 4. 潜在成長率は、日本銀行調査統計局の試算値。具体的な計測方法については、日銀レビュー「GDPギャップと潜在成長率の新推計」(2006年5月)を参照。

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

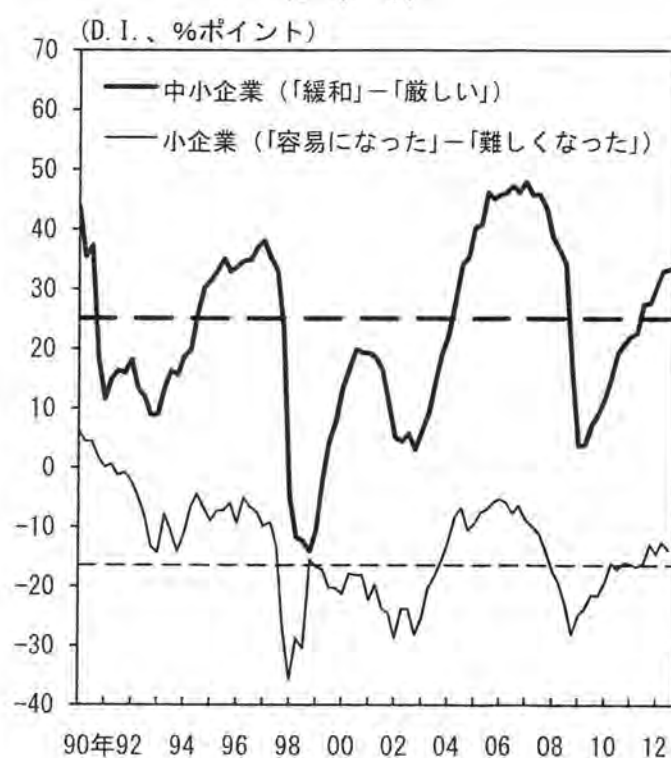
企業金融

(1) 企業からみた金融機関の貸出態度

<短観>

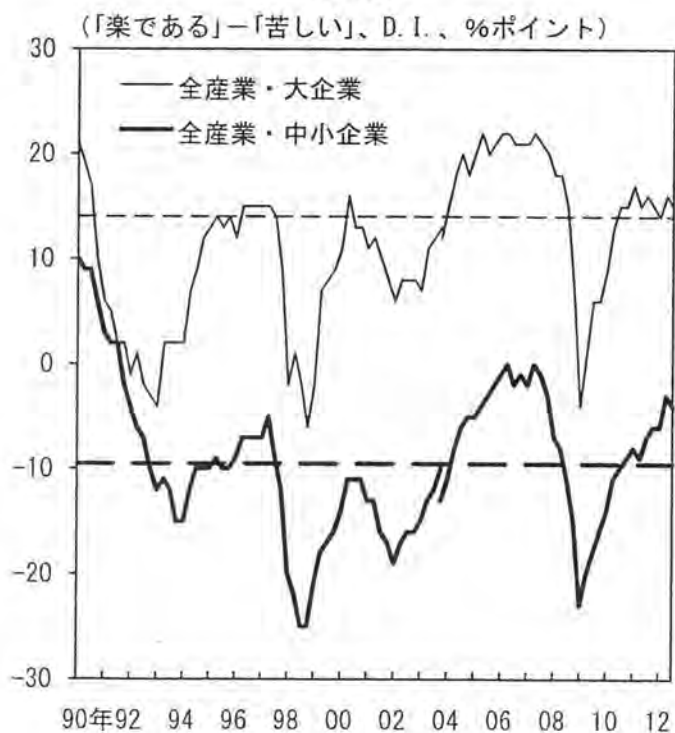


<日本公庫>

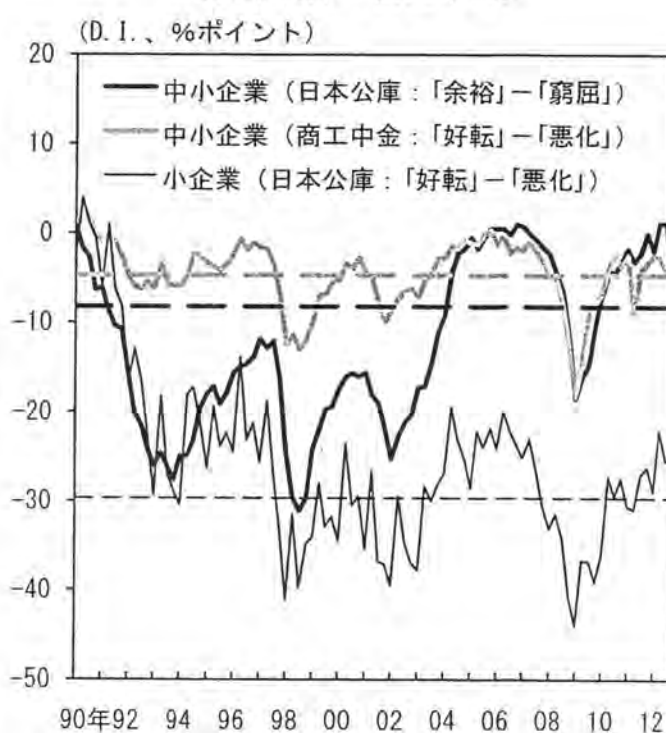


(2) 企業の資金繰り

<短観>



<日本公庫・商工中金>



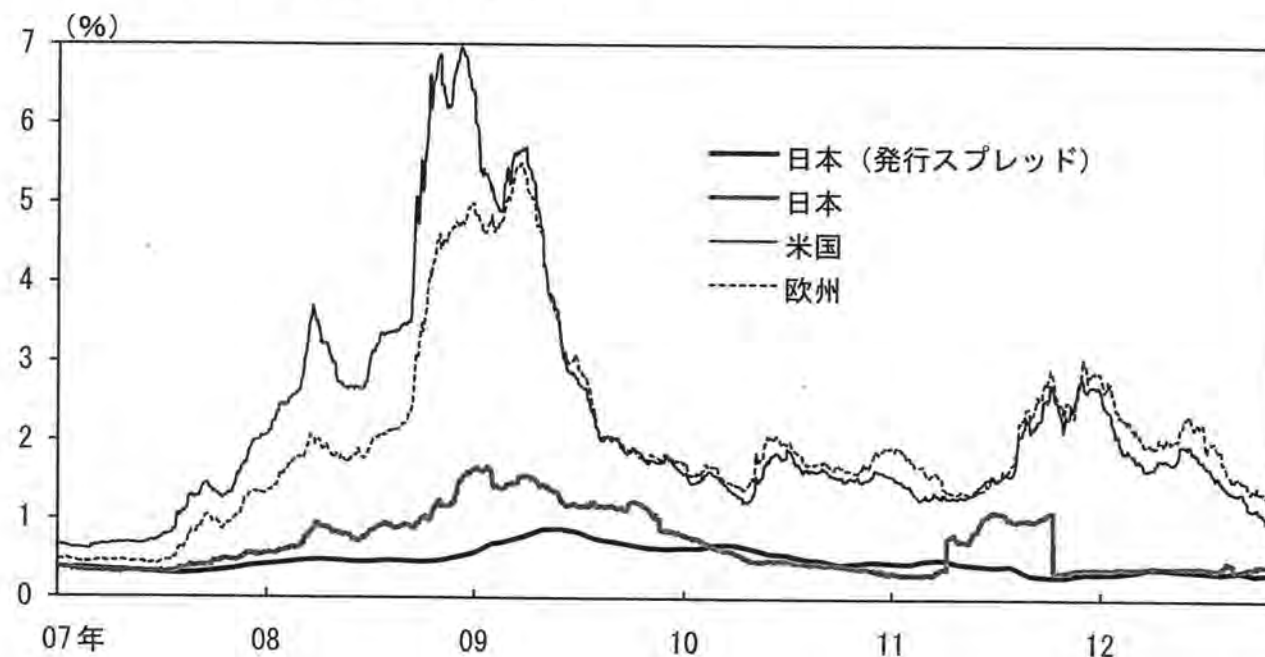
(注) 1. 短観は2004年3月調査より見直しを実施。旧ベースは2003年12月調査まで、新ベースは2003年12月調査から。破線は2000年以降の平均値。

2. 日本公庫 (中小企業)・商工中金の2012/4Qは、10月の値。

(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)」

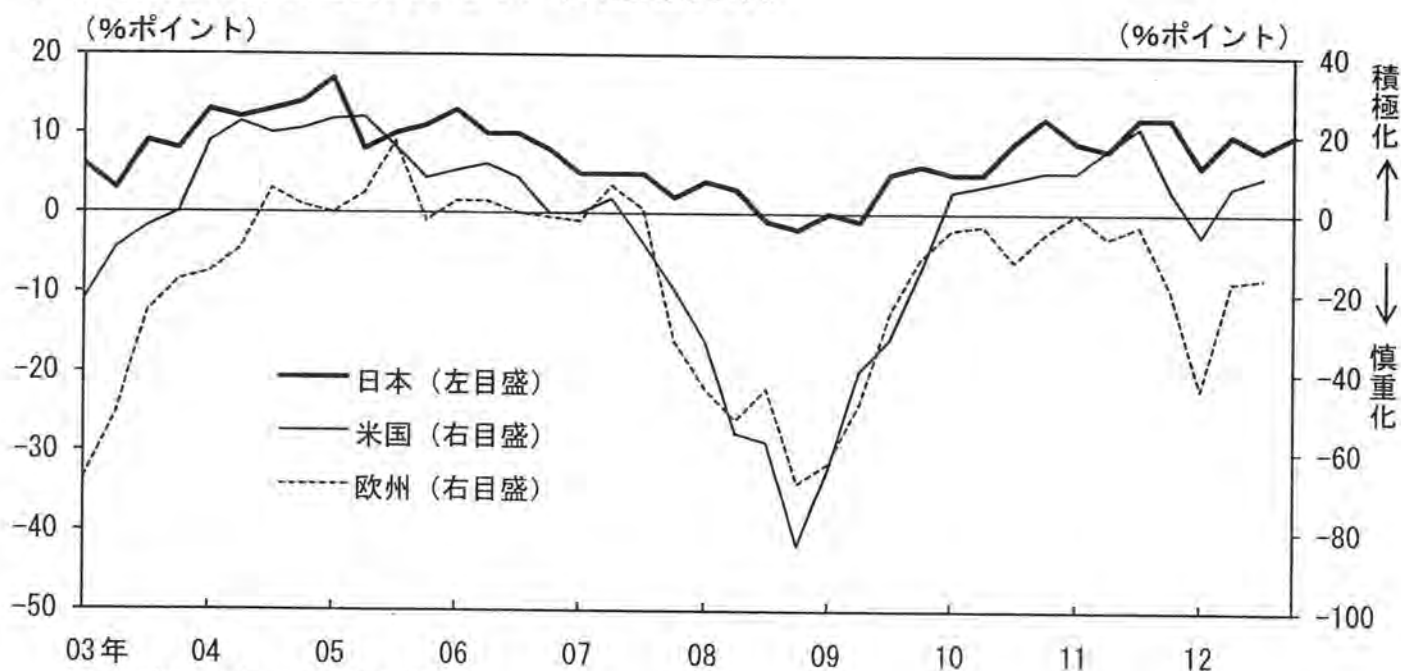
企業の資金調達環境 (1)

(1) 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
日本は5年物。米国、欧州は3~5年物。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。
2. 発行スプレッドについては図表24を参照。
3. 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。

(2) 銀行の貸出運営スタンス (大企業向け)

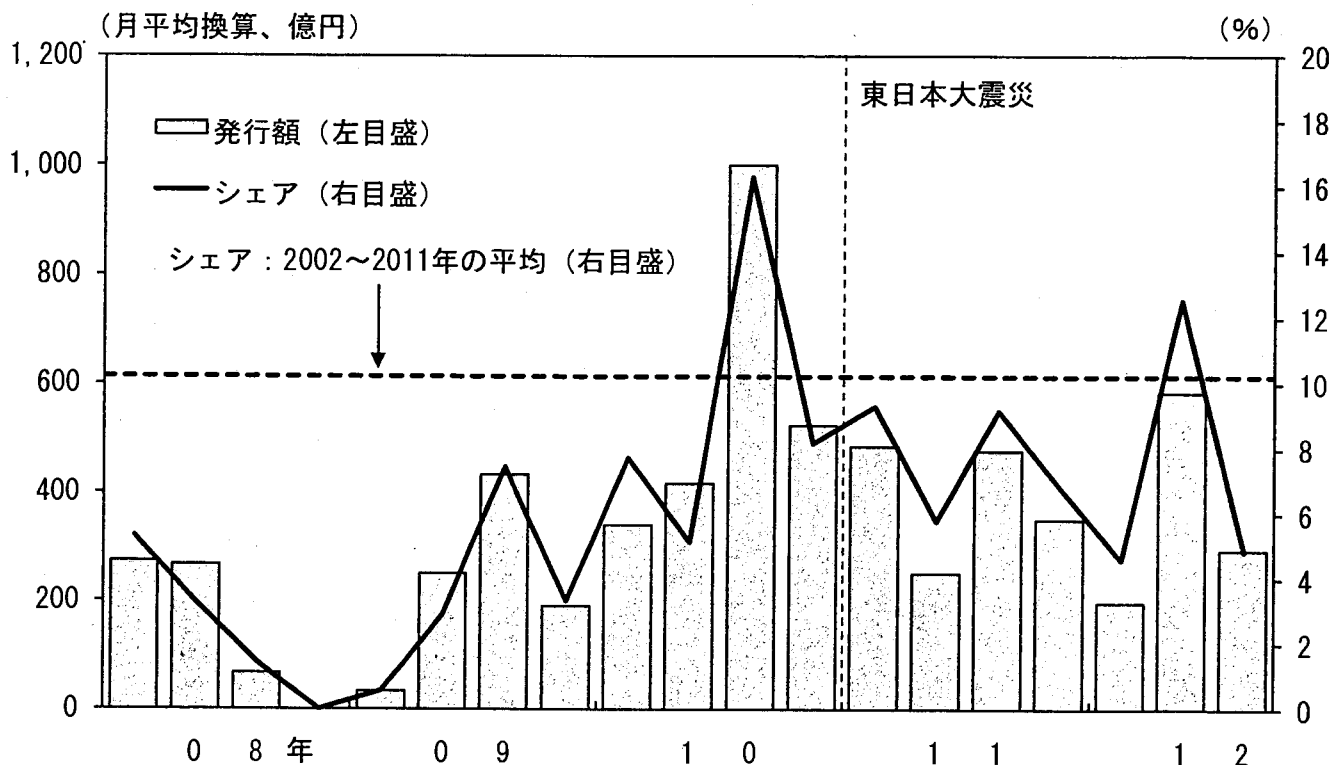


- (注) 米国は大・中企業向け。
日本: 「積極化」+0.5×「やや積極化」-0.5×「やや慎重化」-「慎重化」
米欧: 「eased considerably」+「eased somewhat」-「tightened somewhat」-「tightened considerably」

(資料) 日本証券業協会、キャピタル・アイ、アイ・エヌ情報センター、Bloomberg、日本銀行「主要銀行貸出動向アンケート調査」、FRB、ECB

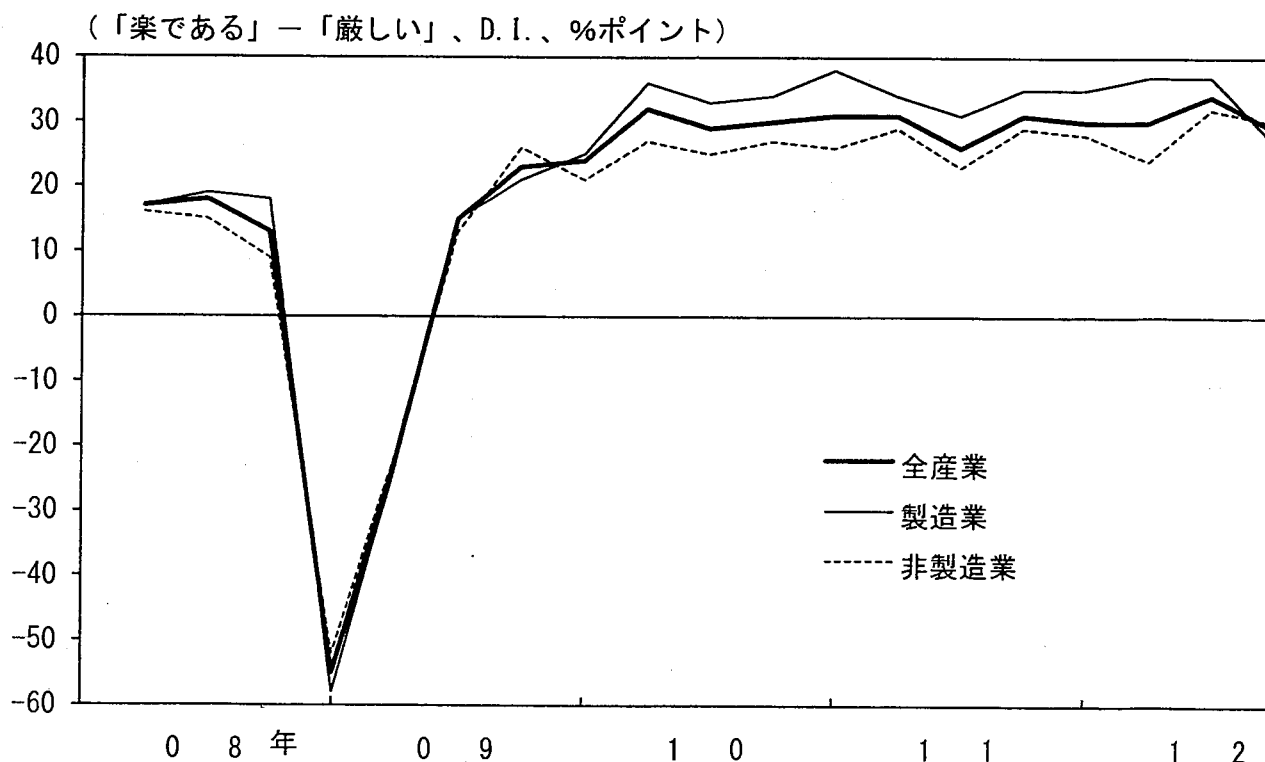
企業の資金調達環境 (2)

(1) BBB格債の発行



(注) 対象は国内公募債。銀行発行分を含まず、起債日ベース。格付けは、ムーディーズ、S&P、R&I、JCRの最高格付で分類。シェアは全発行(AAA格、AA格、A格、BBB格)に占めるBBB格債の割合。

(2) CPの発行環境 (短観)

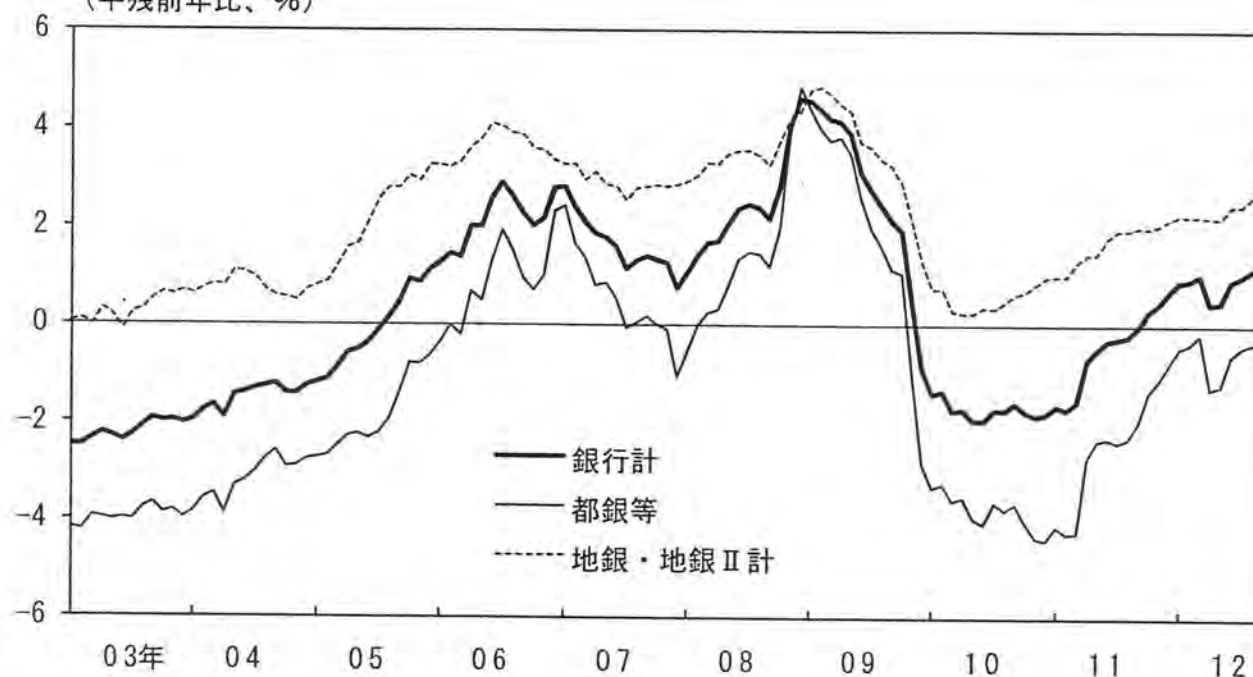


(注) 大企業、発行企業ベース。
(資料) アイ・エヌ情報センター、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

貸出残高とCP・社債発行残高

(1) 民間銀行貸出残高

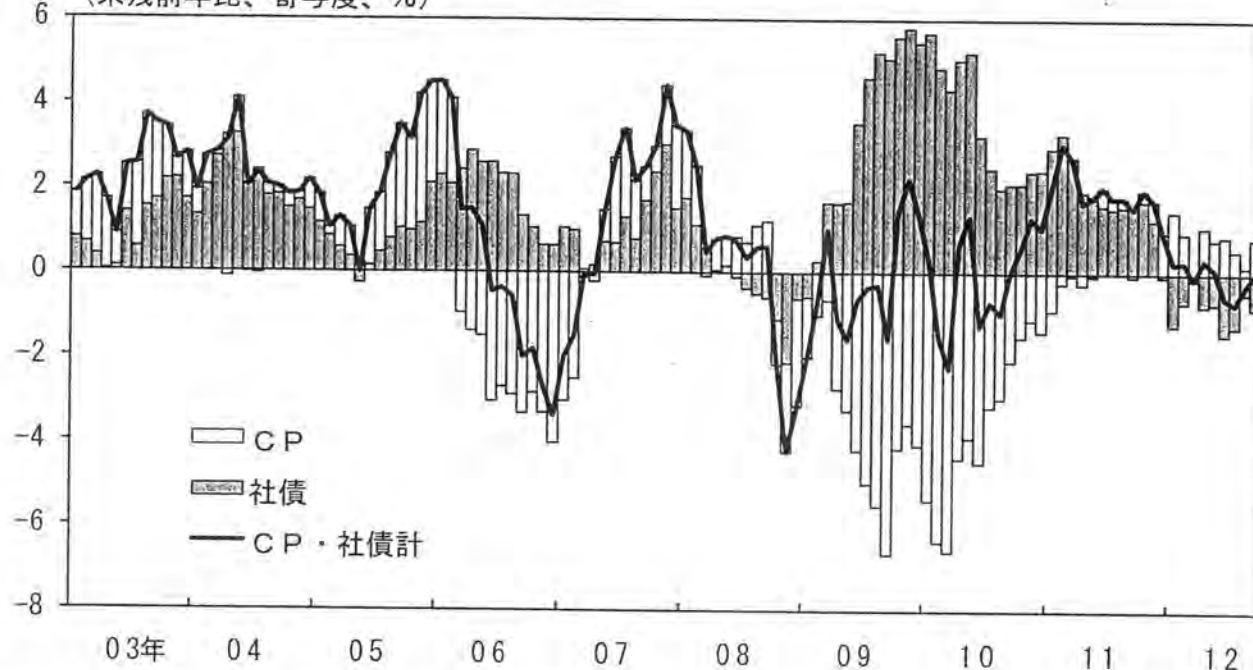
(平残前年比、%)



(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。

(2) CP・社債発行残高

(末残前年比、寄与度、%)

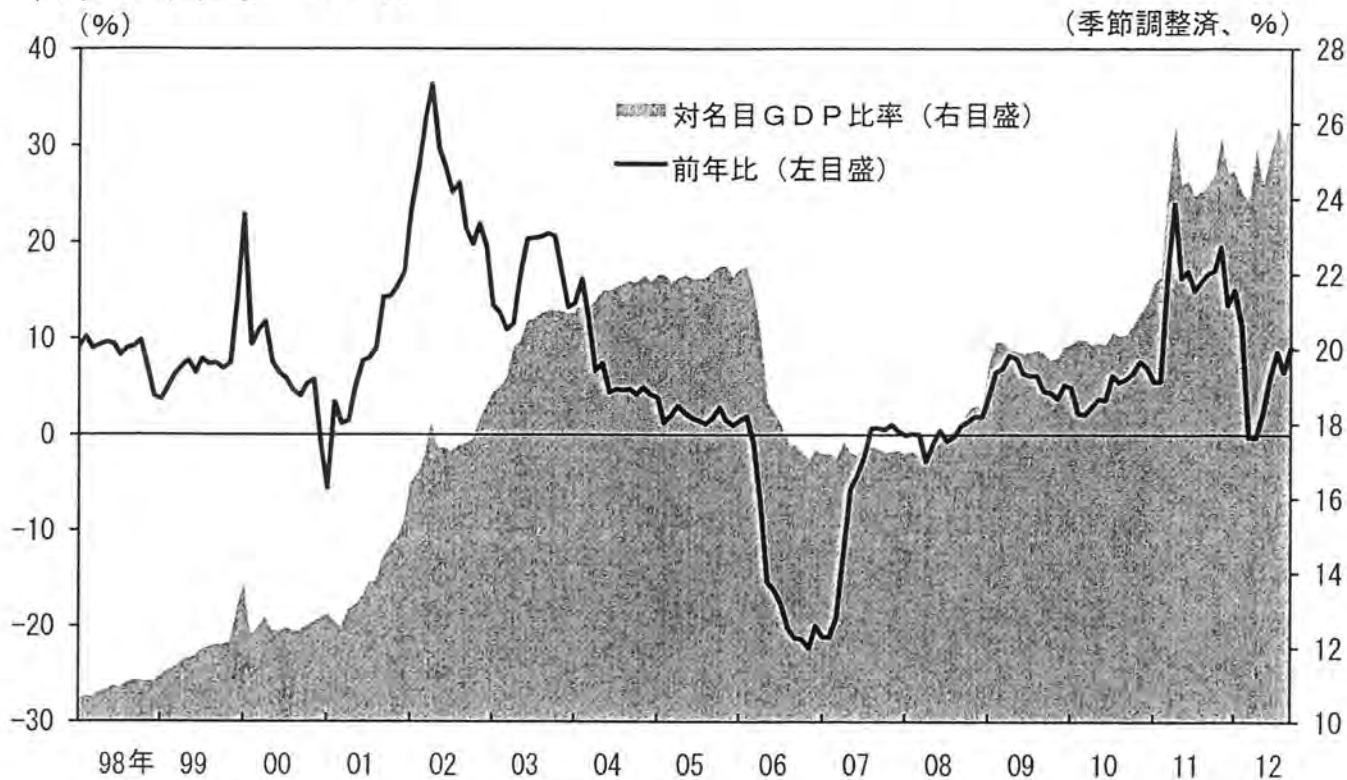


- (注) 1. CPは短期社債（電子CP）の残高。銀行、証券会社および外国会社等による発行分を含まず、ABC CPを含む。なお、2008年3月以前は、日本銀行と当座勘定取引のある銀行・証券会社の引受によるものの残高。
 2. 社債は国内、海外で発行された普通社債の合計値。銀行発行分を含む。国内発行分は、振替債の残高。ただし、2008年4月以前については、振替債以外も含む残高合計値を段差修正して接続。

(資料) 日本銀行「貸出・資金吸収動向等」、証券保管振替機構、日本証券業協会、アイ・エヌ情報センター

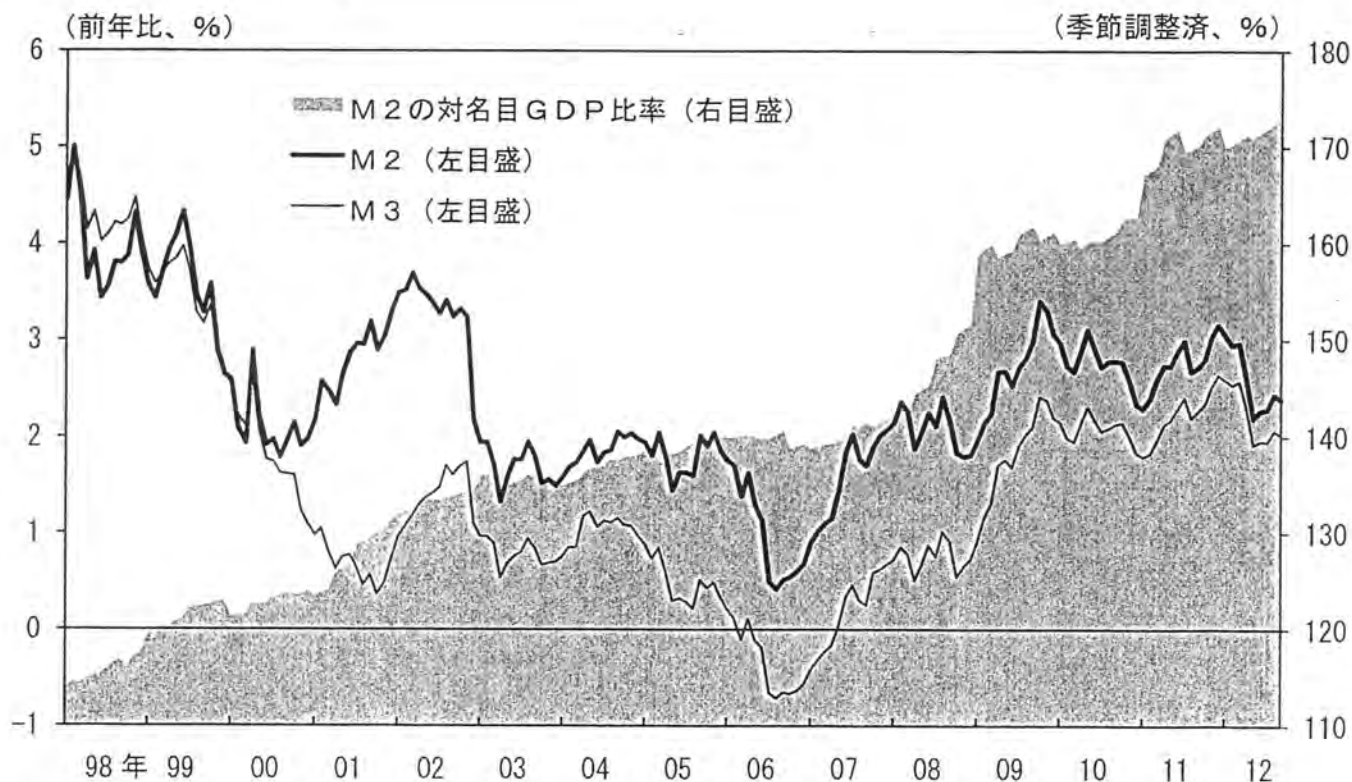
マネタリーベースとマネーストック

(1) マネタリーベース



(注) 2012/3Qの名目GDPは、2012/2Qの値 (下の図表も同じ)。

(2) マネーストック

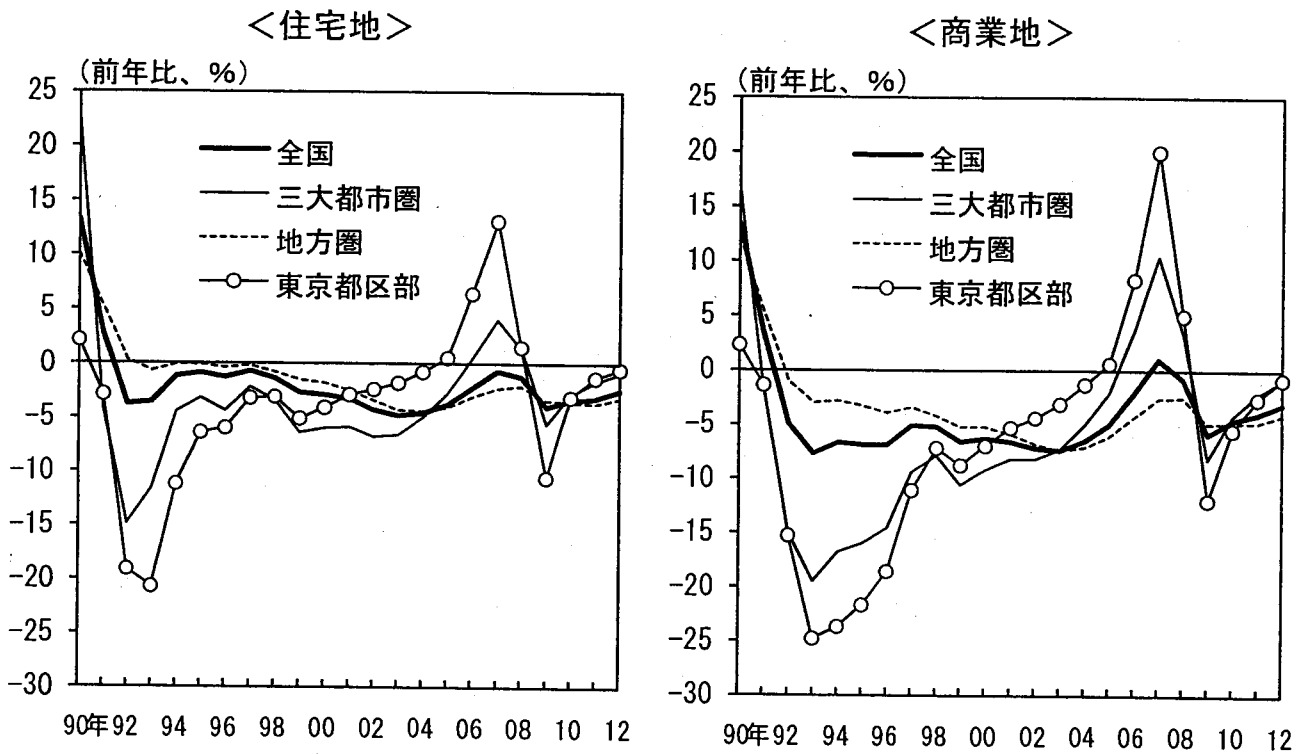


(注) 2003年3月以前のM2、M3は、それぞれマネーサプライ統計の「M2+CD」、
「M3+CD-金銭信託」を利用。

(資料) 内閣府「国民経済計算」、日本銀行「マネタリーベース」「マネーストック」
「マネーサプライ」

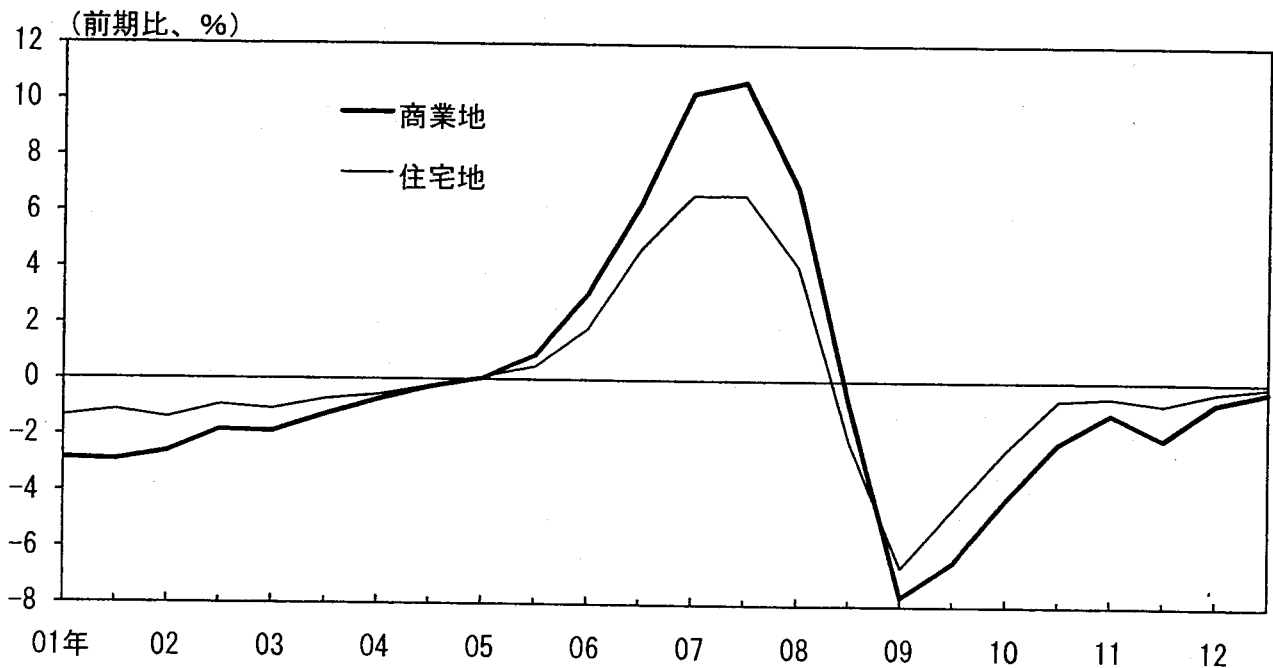
地 価

(1) 都道府県地価



- (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

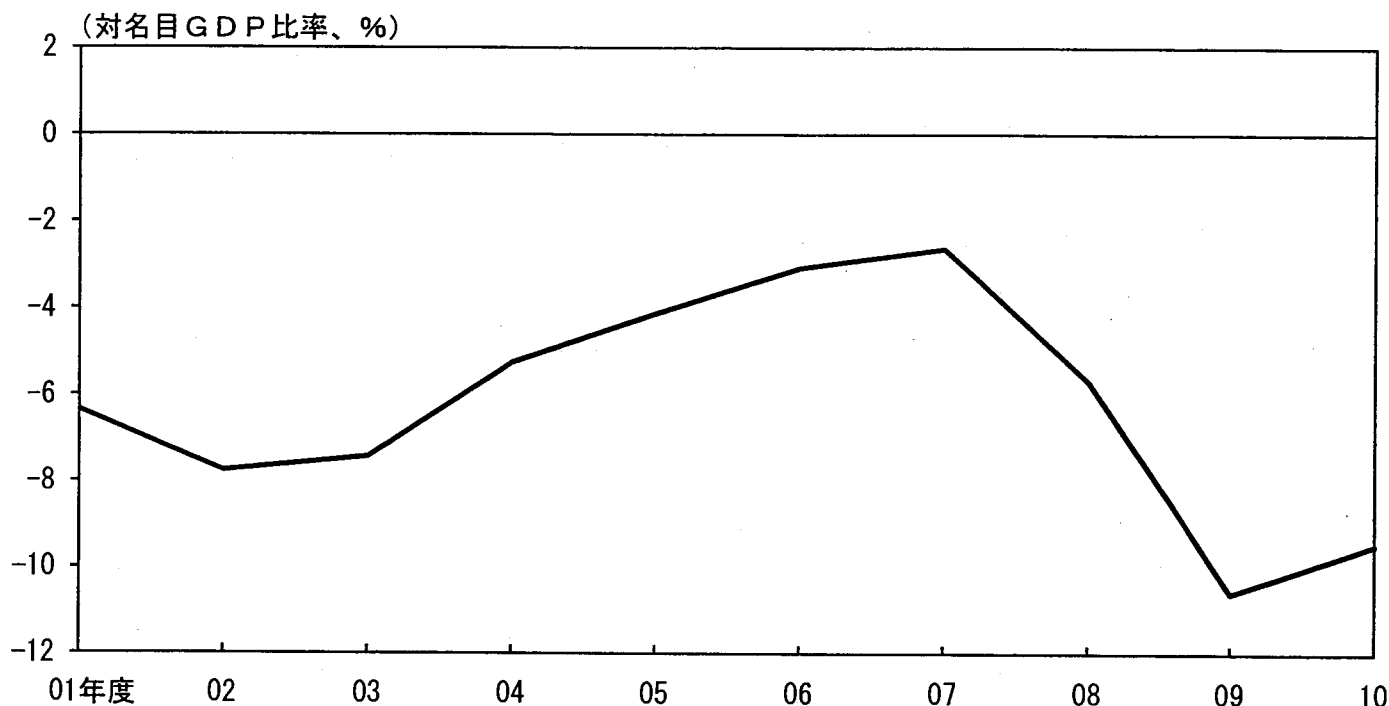


- (注) 地価公示および都道府県地価調査の共通地点（住宅地42地点、商業地32地点）における半期ベースの比較。

(資料) 国土交通省「地価公示」「都道府県地価調査」

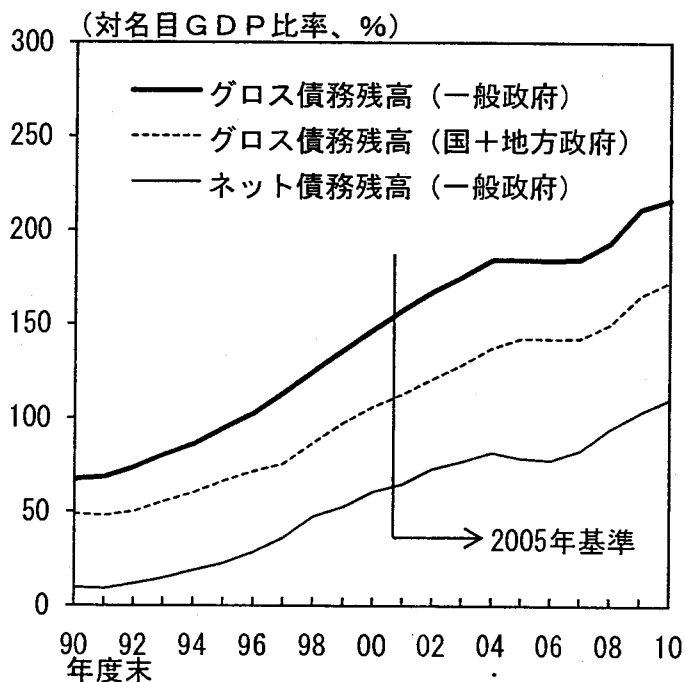
政府債務残高

(1) 財政収支



(注) 預金保険機構の保有する交付国債の償還(2001、2002年度)や、財政投融资特別会計(公的金融機関)から国債整理基金特別会計(一般政府)への繰入れ(2006、2008年度)、財政投融资特別会計から一般会計への繰入れ(2009、2010年度)に伴う、貯蓄投資差額の変動を除去した実勢ベース。

(2) 政府債務残高



(3) 各国の政府債務残高

(対名目GDP比率、%)

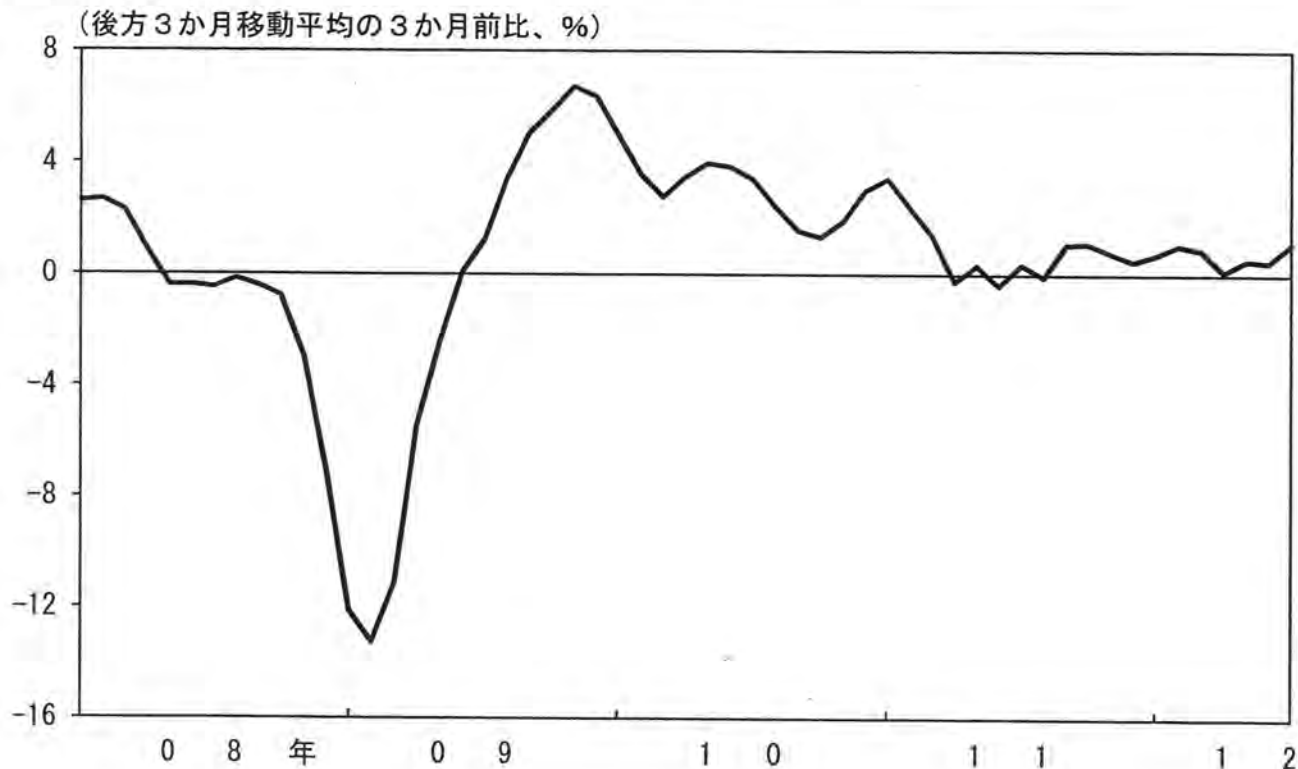
	財政収支	政府債務残高<グロス>	政府債務残高<ネット>
日本	-9.5	205.5	125.5
米国	-9.7	102.7	80.1
ドイツ	-1.0	87.2	52.0
イギリス	-8.4	97.9	68.3
イタリア	-3.8	119.7	93.7
フランス	-5.2	100.1	63.0
カナダ	-4.5	83.8	33.3

- (注) 1. (2)の一般政府は、国・地方政府・社会保障基金の合計値。
グロス債務残高(国+地方政府)は、内閣府「経済財政の中長期試算」(2012/8月)の公債等残高の値。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。
2. (3)は一般政府の2011年の値。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。

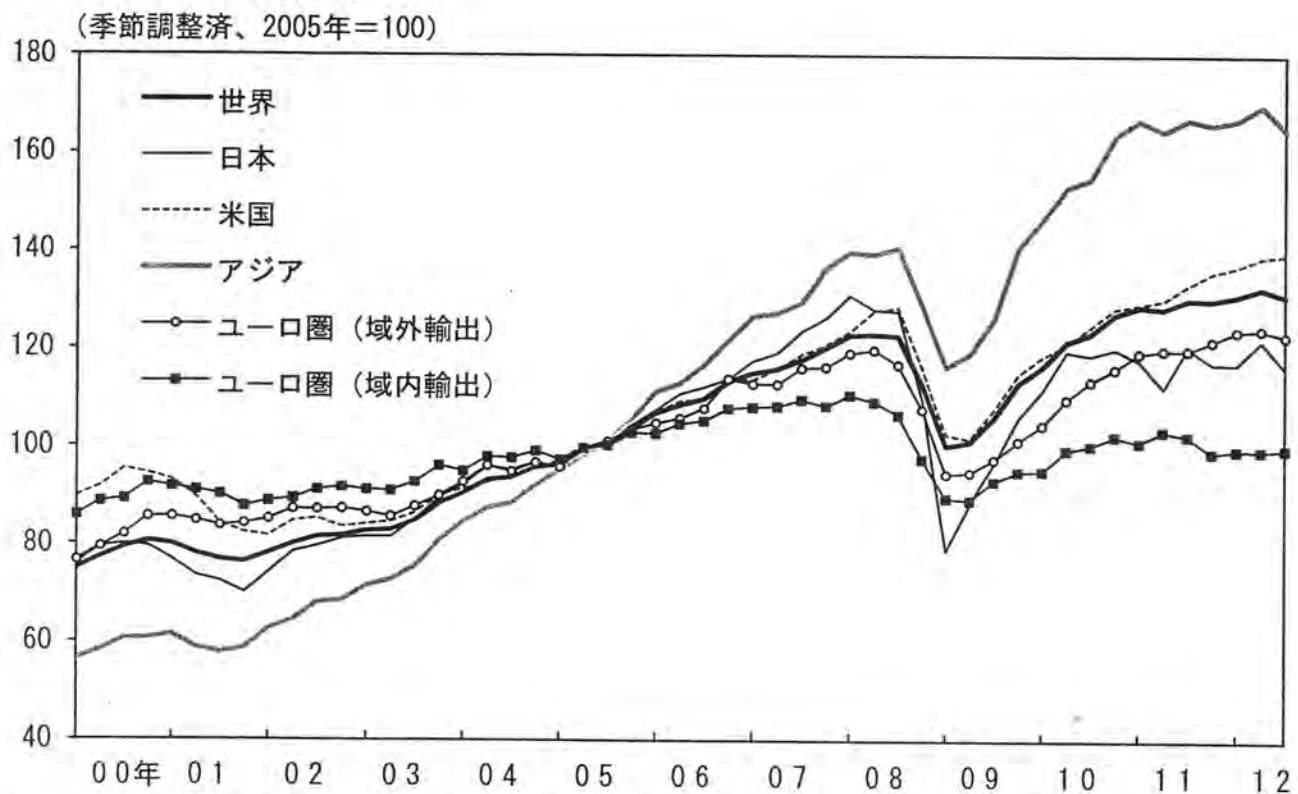
(資料) 内閣府「国民経済計算」「経済財政の中長期試算」、OECD「Economic Outlook」

世界貿易の動向

(1) 世界貿易量



(2) 世界輸出量の推移



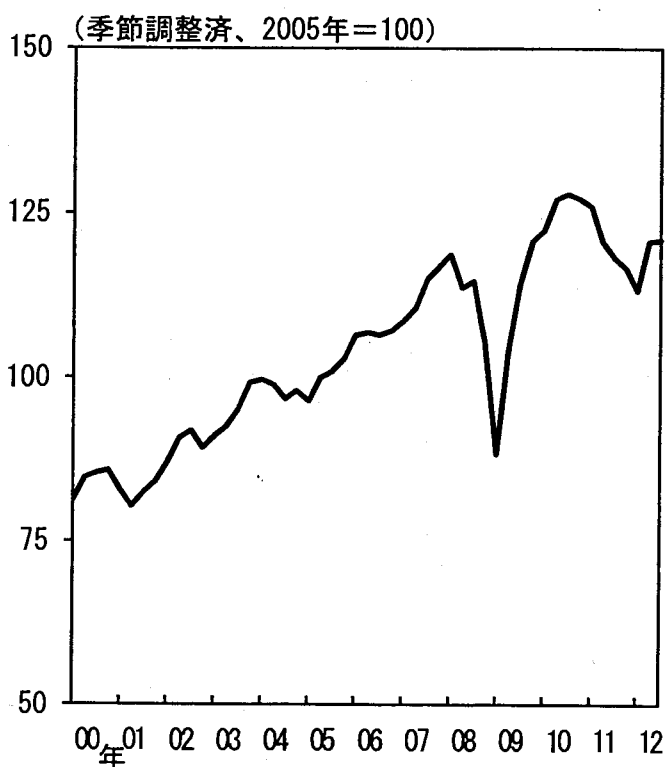
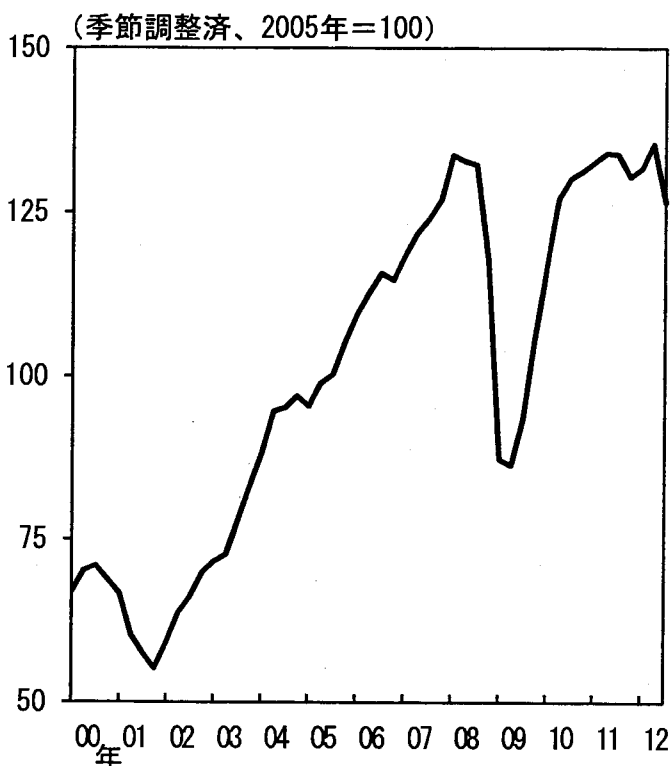
(注) ユーロ圏 (域外輸出)、ユーロ圏 (域内輸出) の2012/3Qは、7月の値。その他の2012/3Qは、7~8月の値。

(資料) CPB「World Trade Monitor」、Eurostat

財別実質輸出

(1) 資本財・部品 (30.3%)

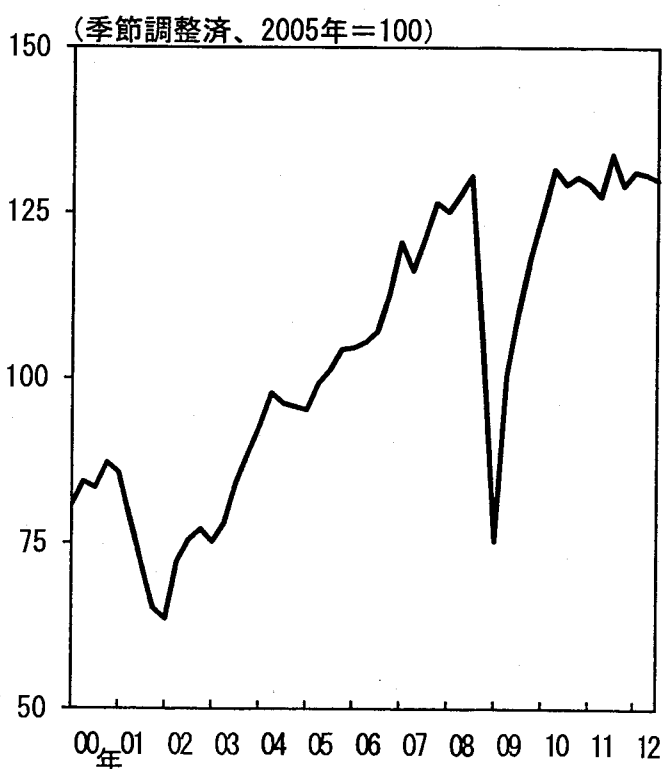
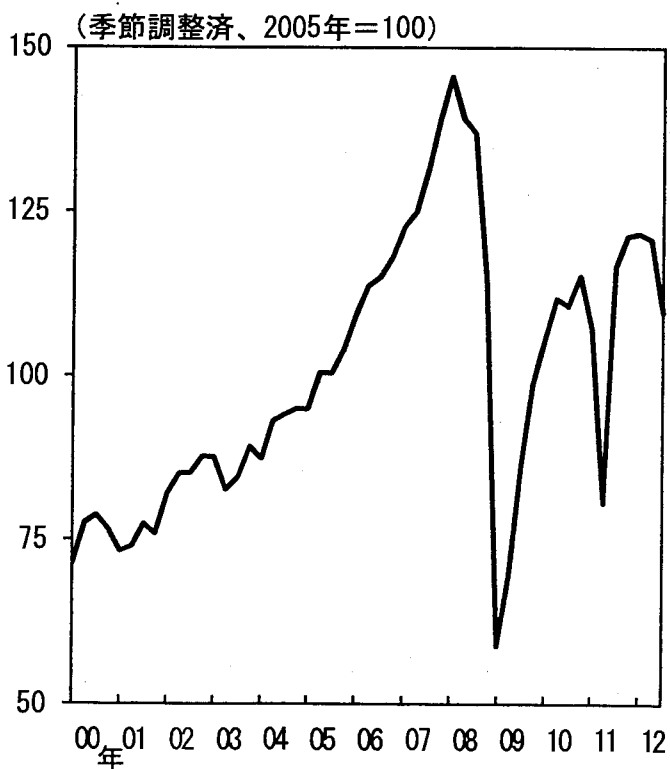
(2) 中間財 (20.9%)



(注) () 内は、2011年通関輸出額に占める各財のウエイト (下の図表も同じ)。

(3) 自動車関連 (20.6%)

(4) 情報関連 (10.0%)

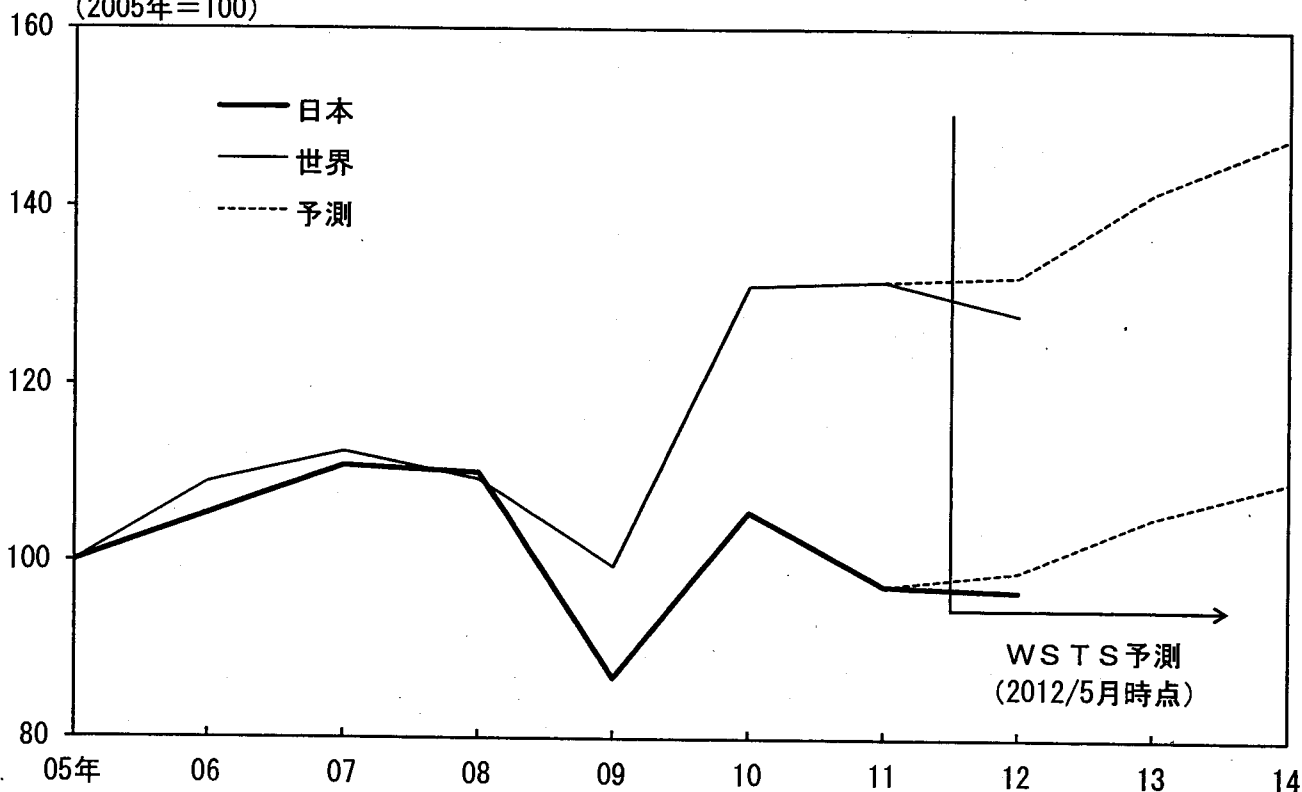


(資料) 財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」

ITサイクル

(1) 世界半導体出荷予測

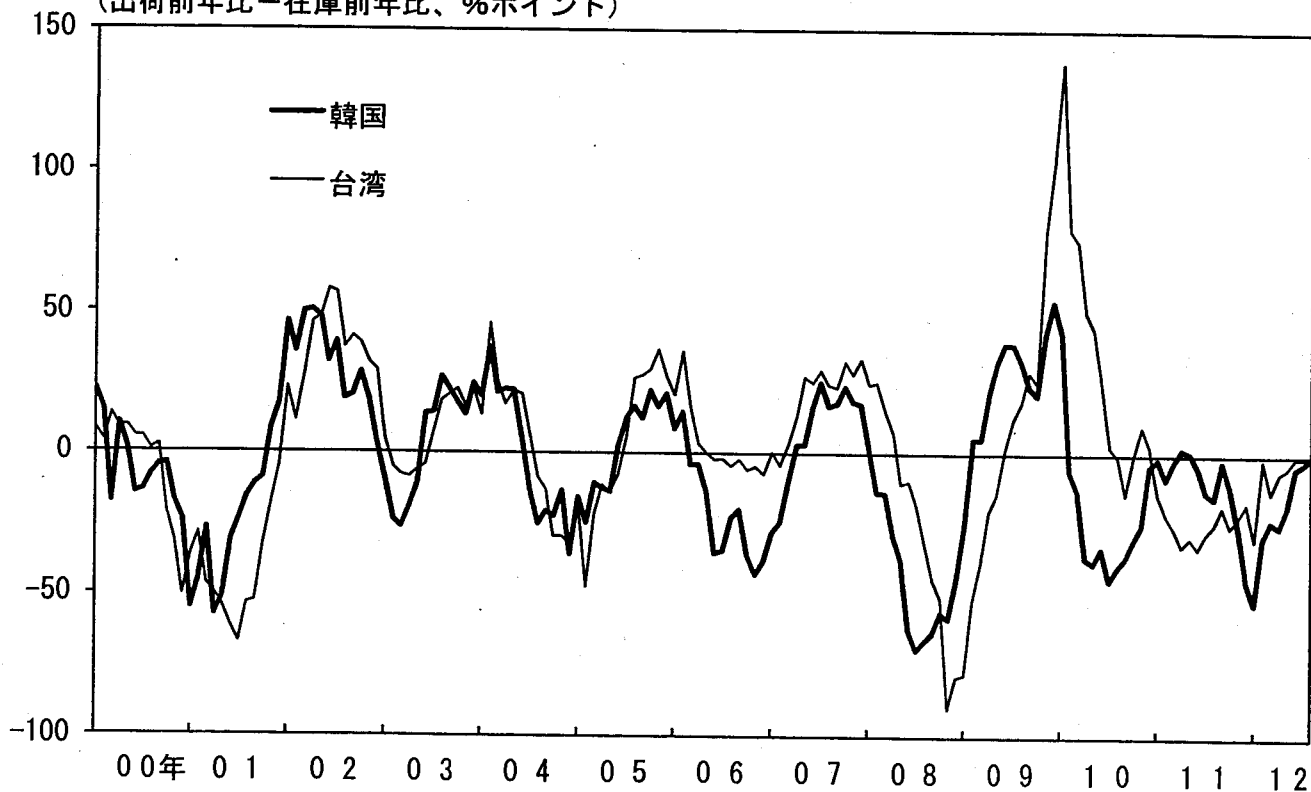
(2005年=100)



(注) 2012年実績は、X-12-ARIMAによる1~8月の季節調整済年率換算値。

(2) 韓国・台湾の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)



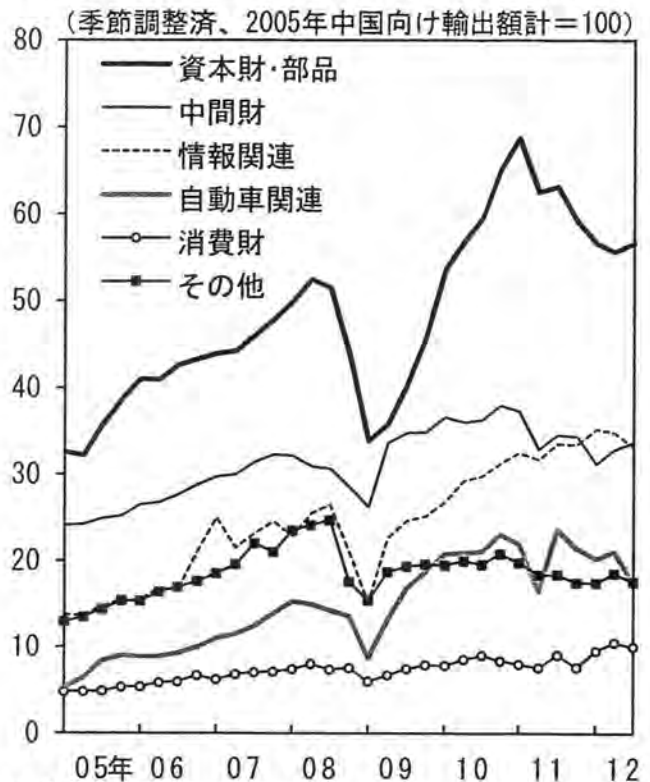
(資料) WSTS、CEIC

中国向け輸出を巡る状況

(1) 輸出の財別ウエイト (2011年)
(%)

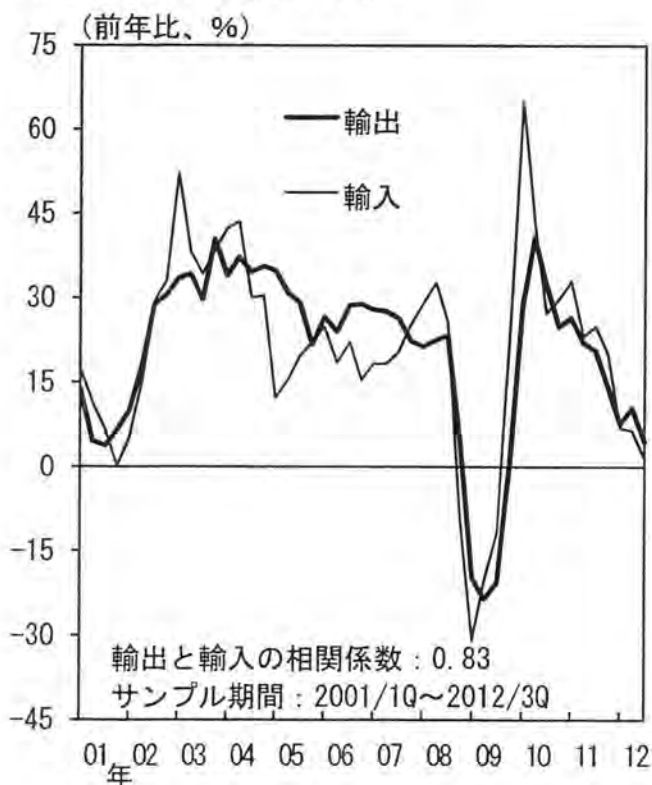
	世界	中国
資本財・部品	30.3	33.3
中間財	20.9	24.2
情報関連	10.0	13.8
自動車関連	20.6	12.9
消費財	3.2	3.4
その他	15.0	12.3

(2) 財別にみた中国向け実質輸出

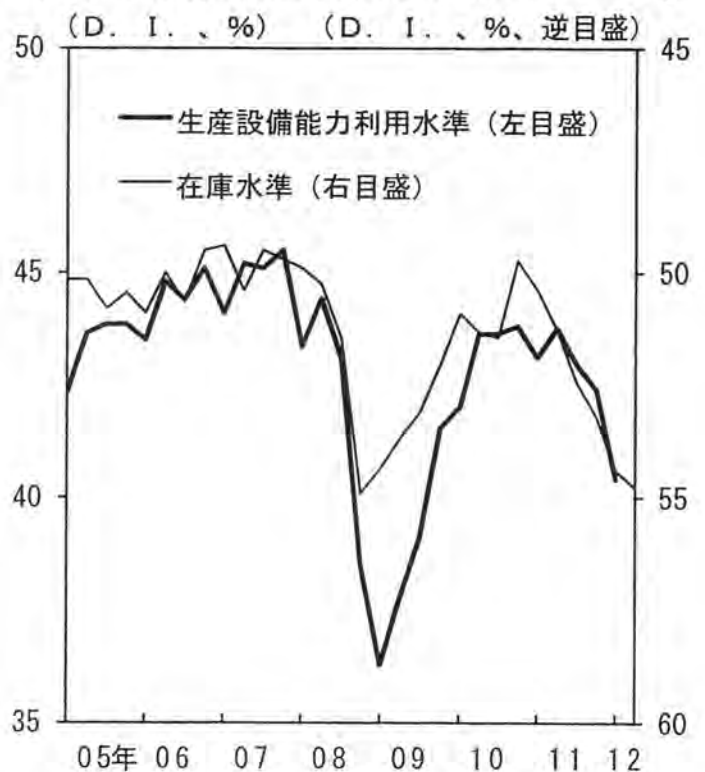


(注) (1) は、2011年通関輸出額に占める各財のウエイト。

(3) 中国の輸出入動向



(4) 人民銀行5000社ビジネスサーベイ

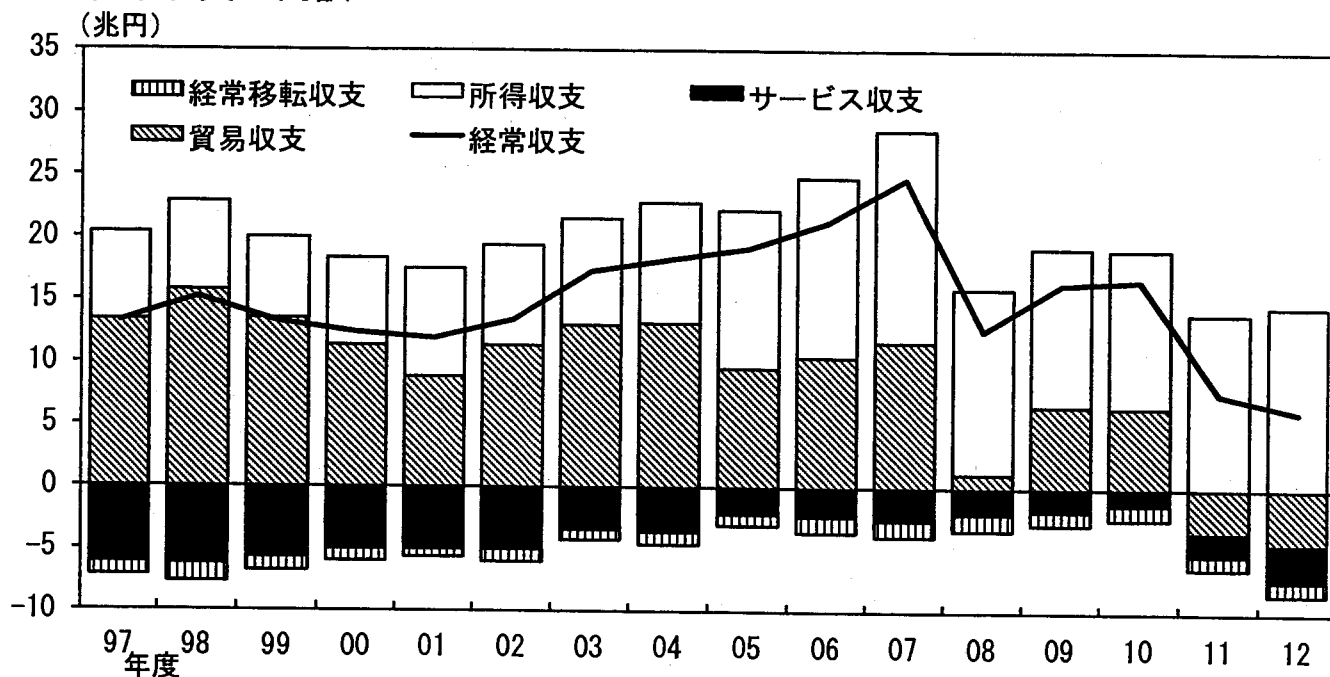


(注) (4) は、3つの選択肢(「上昇、不足」「維持、適正」「下落、過剰」)の回答比率をもとに算出されるD. I.。D. I. は、0~100%の値をとる。

(資料) 財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」、CEIC

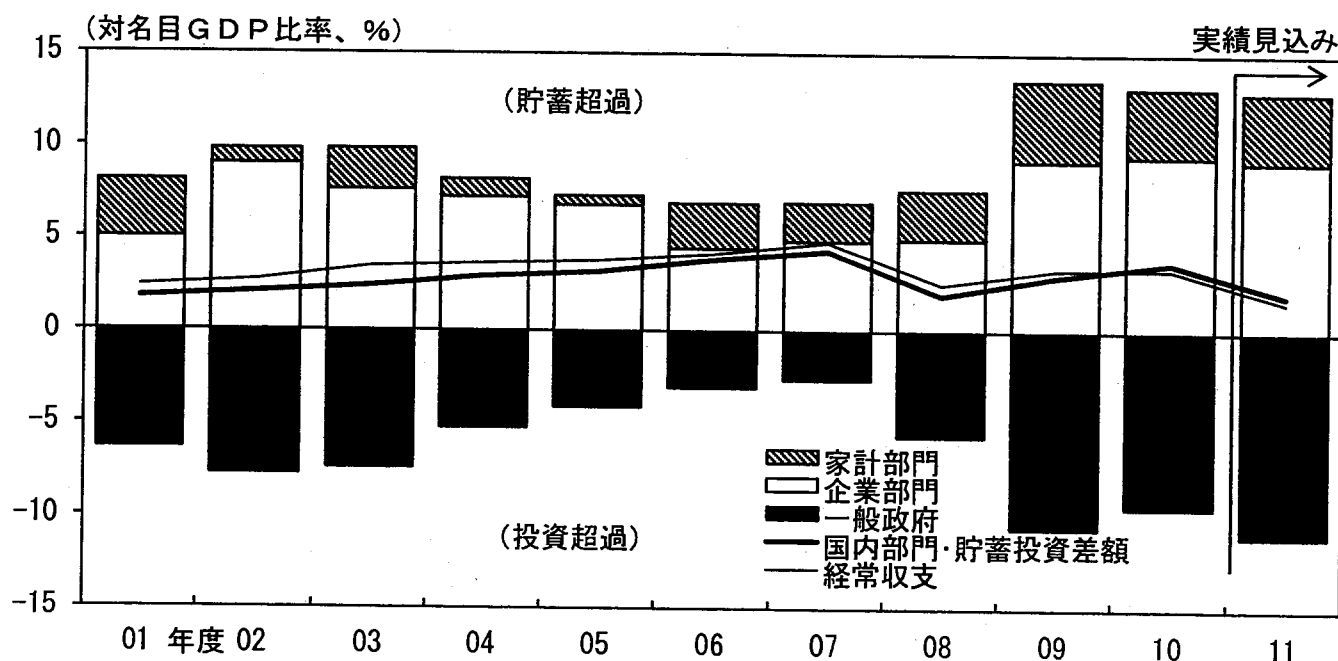
経常収支と貯蓄投資バランス

(1) 経常収支の内訳



(注) 2012年度は、4~8月の年率換算値。

(2) 貯蓄投資バランス



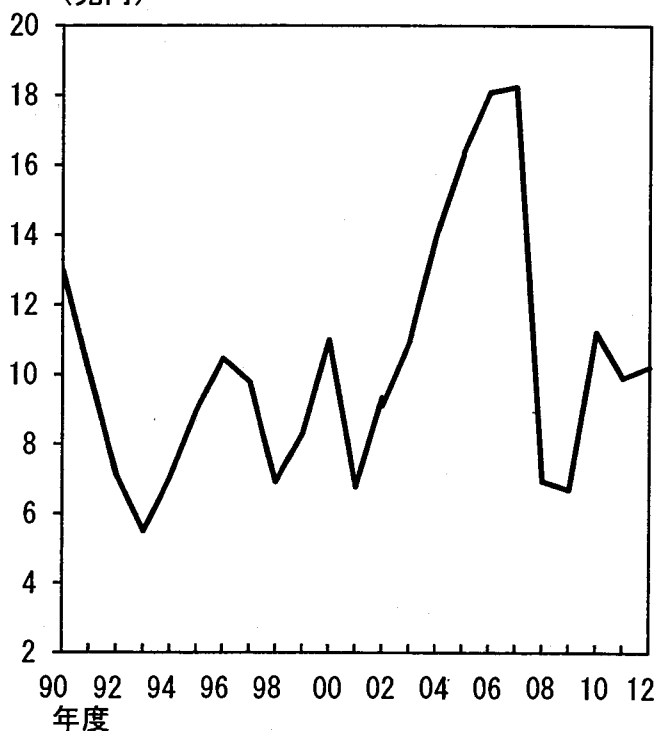
- (注) 1. 預金保険機構の保有する交付国債の償還(2001、2002年度)や、高速道路保有・債務返済機構の資産・負債の一般会計への継承(2005年度)、財政投融资特別会計(公的金融機関)から国債整理基金特別会計(一般政府)への繰入れ(2006、2008年度)、財政投融资特別会計から一般会計への繰入れ(2009、2010年度)に伴う、貯蓄投資差額の変動を除去した実勢ベース。
2. 2011年度の国内部門・貯蓄投資差額は、経常収支との前年度における乖離(2010年度名目GDP比率-0.3%)を差し引くことにより算出。
3. 2011年度の名目GDP、一般政府貯蓄投資バランスは、内閣府「経済財政の中長期試算(2012/8月)」に基づく。家計部門貯蓄投資バランスは、図表48で試算されている名目可処分所得を用い、民間最終消費支出および民間住宅投資を差し引くことにより算出。企業部門貯蓄投資バランスは、国内部門・貯蓄投資差額から先の2部門を差し引くことにより算出。

(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」

企業収益

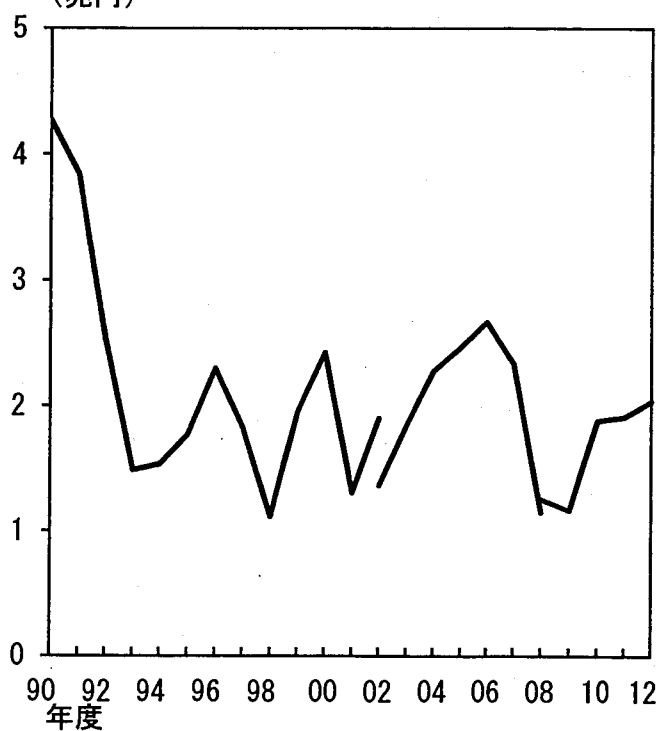
(1) 製造業大企業

(兆円)



(2) 製造業中小企業

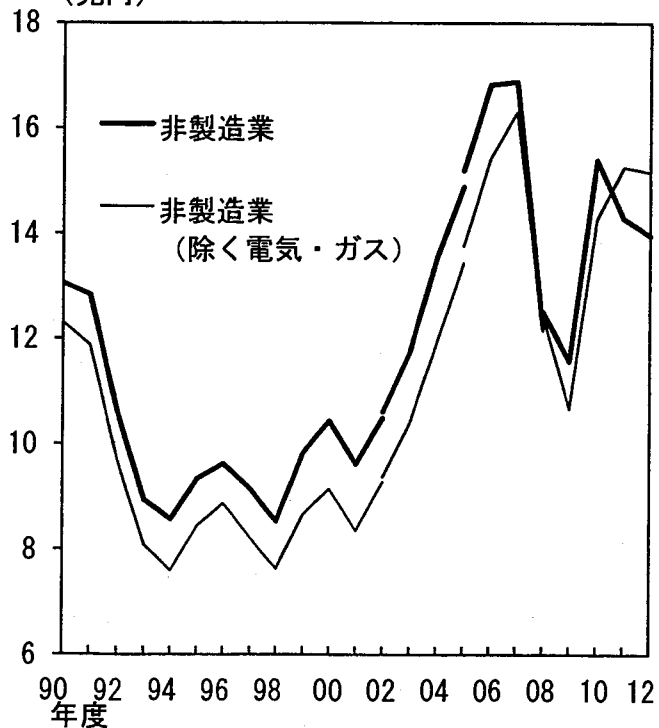
(兆円)



(注) 経常利益ベース。2012年度は、2012/9月調査時点の企業の予測値。
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(下の図表も同じ)。

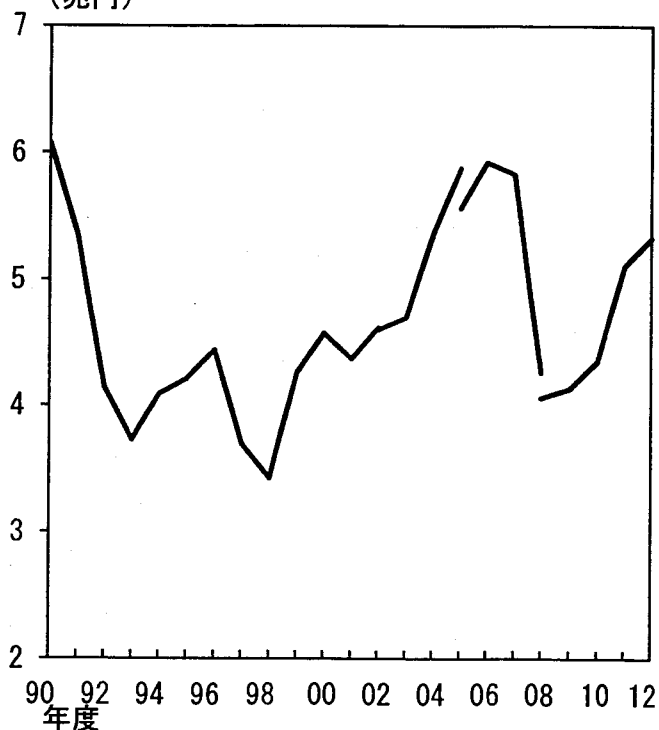
(3) 非製造業大企業

(兆円)



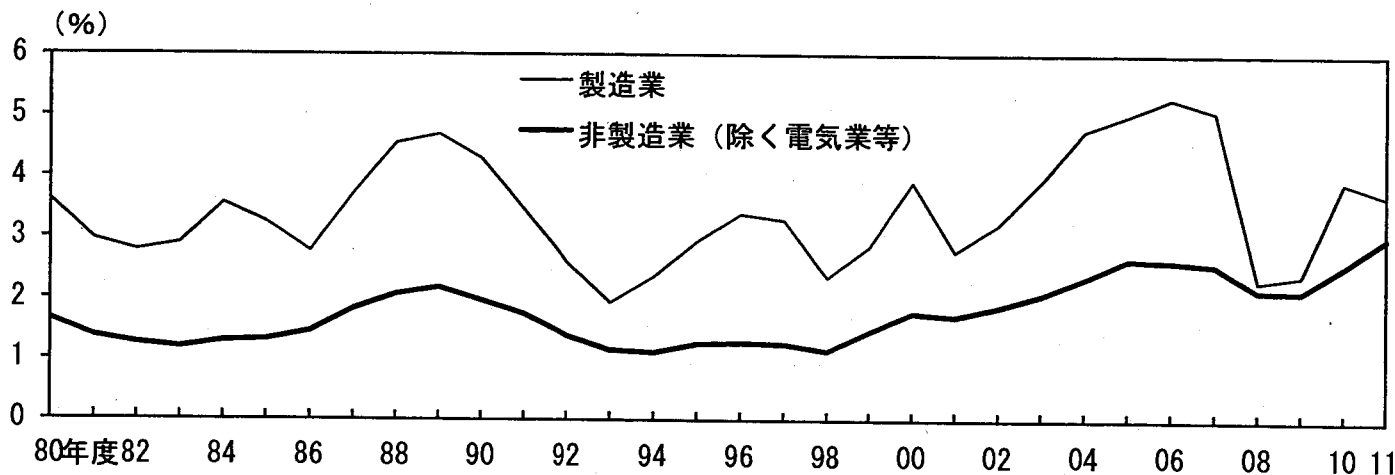
(4) 非製造業中小企業

(兆円)



非製造業の収益を巡る環境

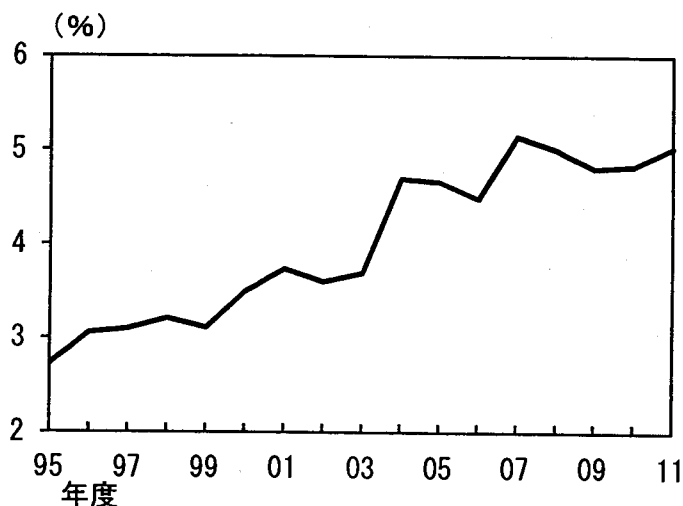
(1) 売上高経常利益率の推移



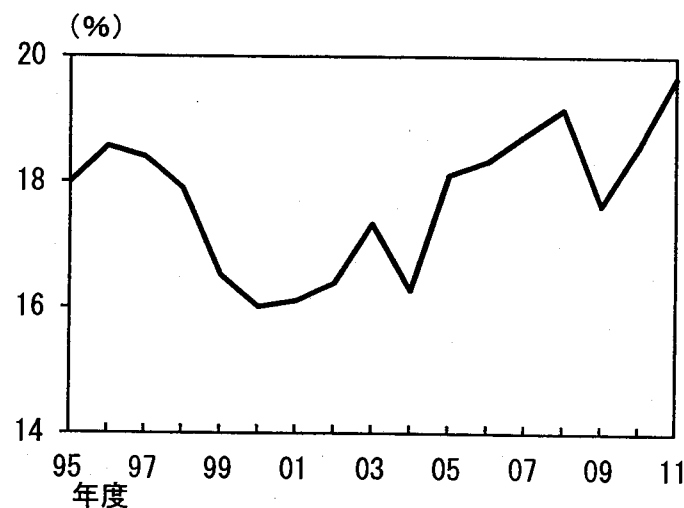
(注) 全規模ベース。非製造業は、電気業、純粹持株会社、その他のサービス業、金融業、保険業を除く。

(2) 市場占有率の推移

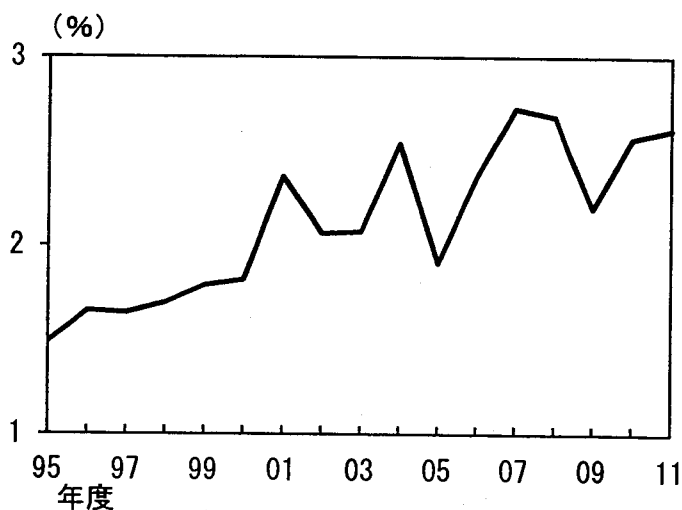
① 小売業



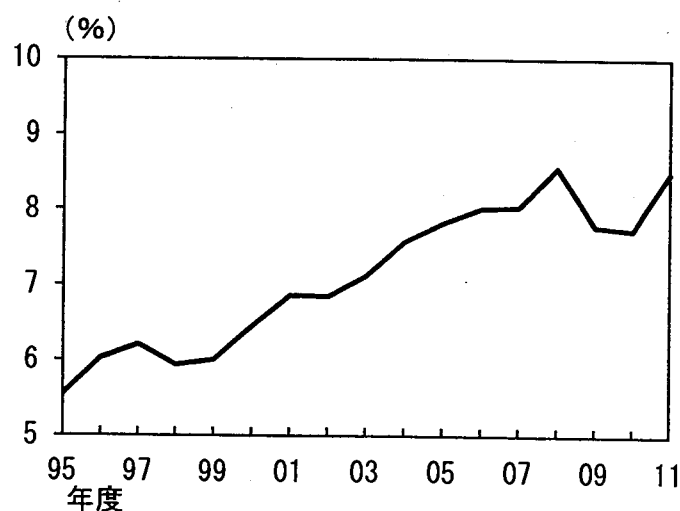
② 卸売業



③ サービス業



④ 建設業



(注) 各業種の市場占有率＝

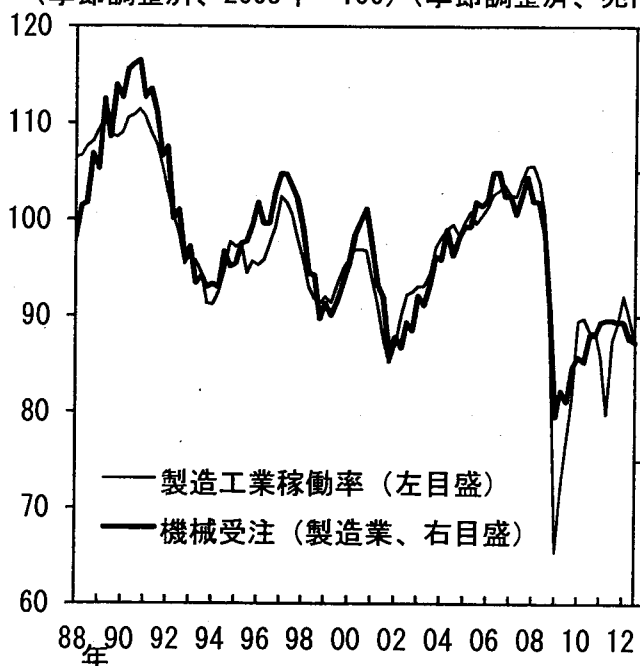
日経平均構成銘柄のうち、1980年度（小売業は1988年度）決算まで遡れる先の売上高（連結ベース）
／法人年報の売上高。サービス業の分母は、純粹持株会社、その他のサービス業を除く。

(資料) 財務省「法人企業統計年報」、日経Financial QUEST

設備投資を巡る環境

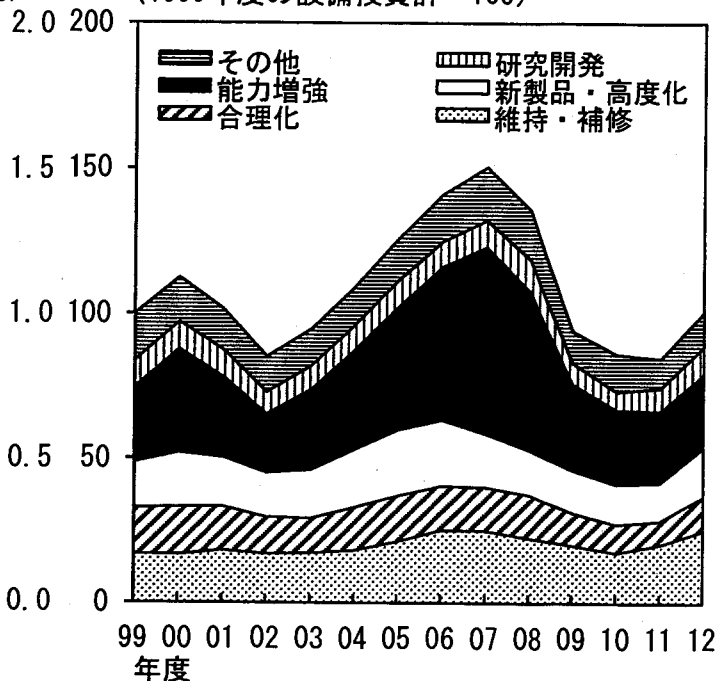
(1) 製造工業稼働率と機械受注

(季節調整済、2005年=100) (季節調整済、兆円)



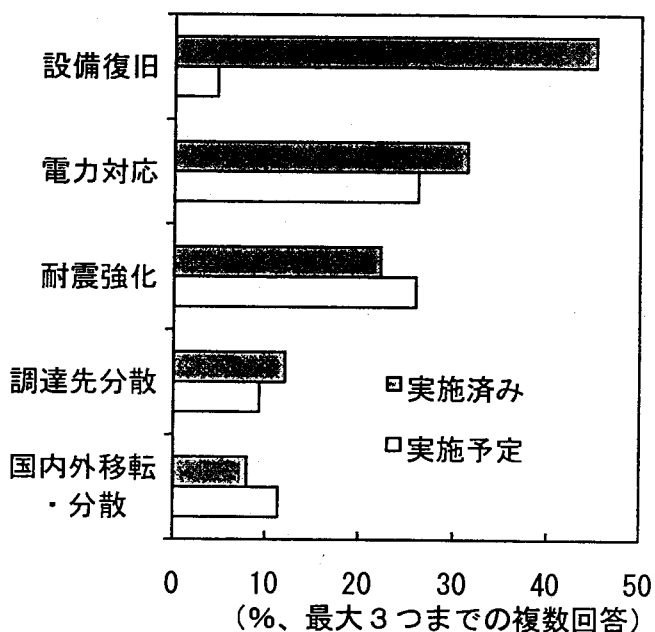
(2) 国内設備投資の水準と動機内訳

(1999年度の設備投資計=100)



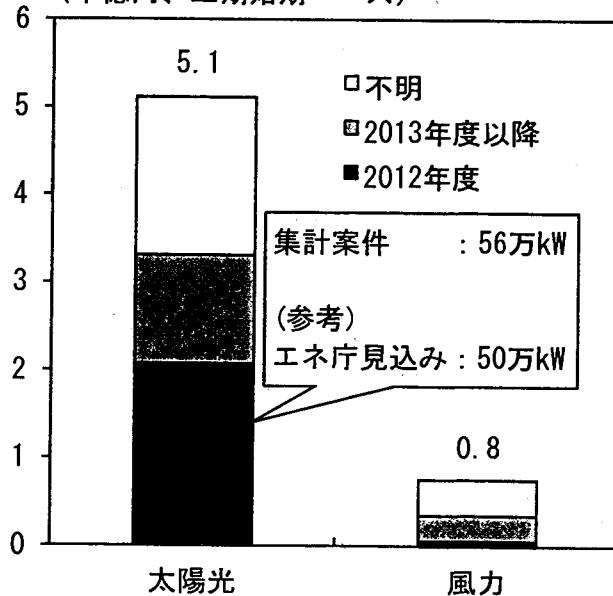
- (注) 1. (1) の2012/3Qは、7~8月の計数。
2. (1) の機械受注の2004年度以前は内閣府による参考系列。
3. (2) は、製造業ベース。2012年度は計画値。

(3) 東日本大震災に伴う設備投資動向



(4) 再生可能エネルギー関係の投資

(千億円、工期始期ベース)

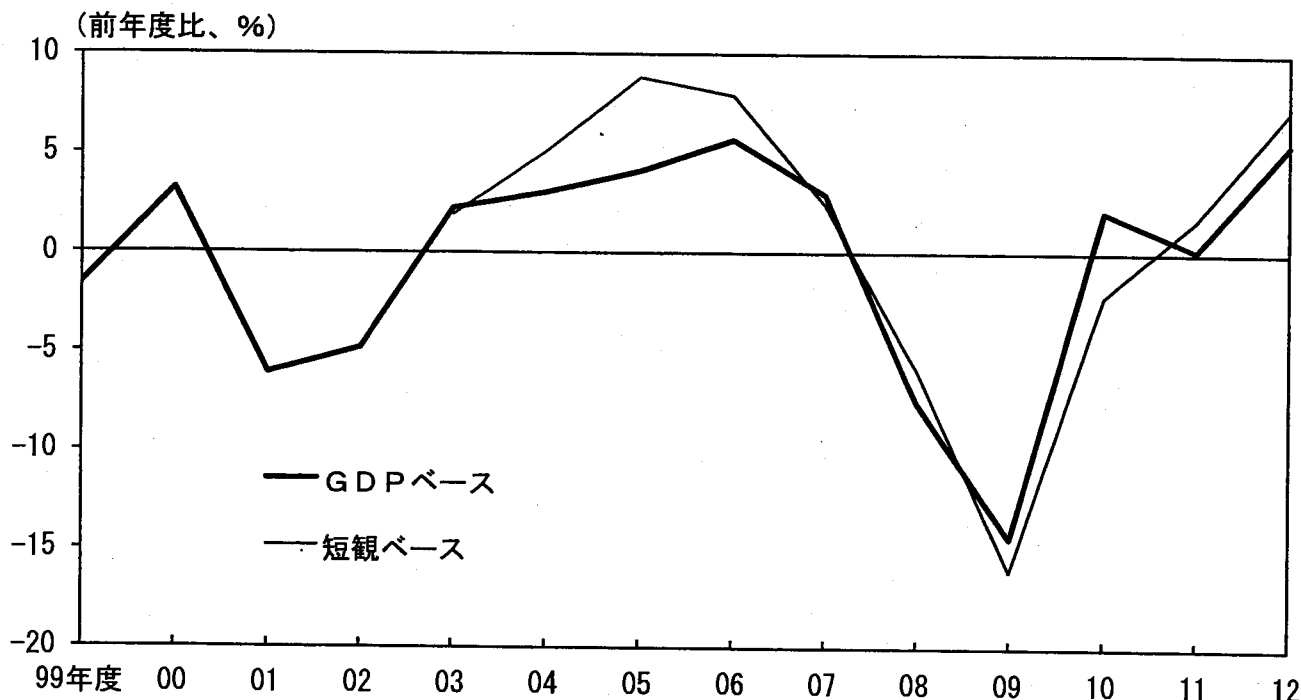


- (注) 1. (3) は、日本政策投資銀行「企業行動に関する意識調査結果」(2012/6月調査)に基づく。
2. (4) は、2011/4月~2012/8月に発表された大型案件を集計。エネ庁見込みは、資源エネルギー庁による試算値。投資金額が非公表の案件は国家戦略室「コスト等検証委員会報告書」のkWあたり建設費を用いて試算。

(資料) 内閣府「機械受注統計」、経済産業省「鉱工業指数統計」、重化学工業通信社「工業設備新報」、日本政策投資銀行「設備投資計画調査」「企業行動に関する意識調査結果」等

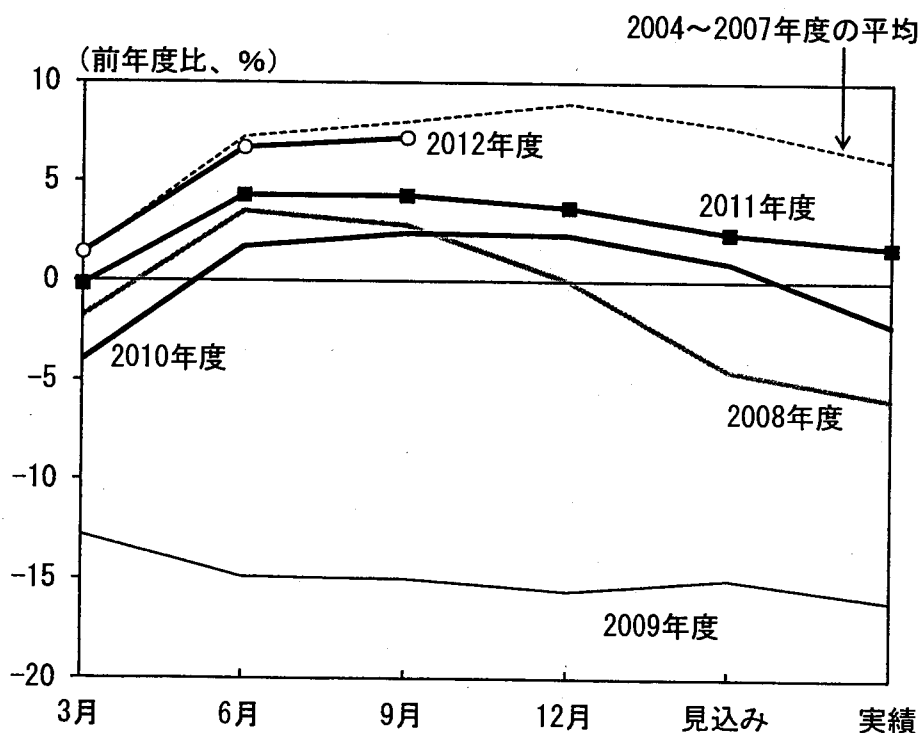
設備投資計画

(1) 設備投資



- (注) 1. GDPベースは、名目民間企業設備投資。2012年度は2012/2Qの前年同期比。
- 2. 短観ベースは、全産業全規模合計。ソフトウェア投資額を含み、土地投資額は含まない。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（下の図表も同じ）。2012年度は、2012/9月調査時点の企業の予測値。

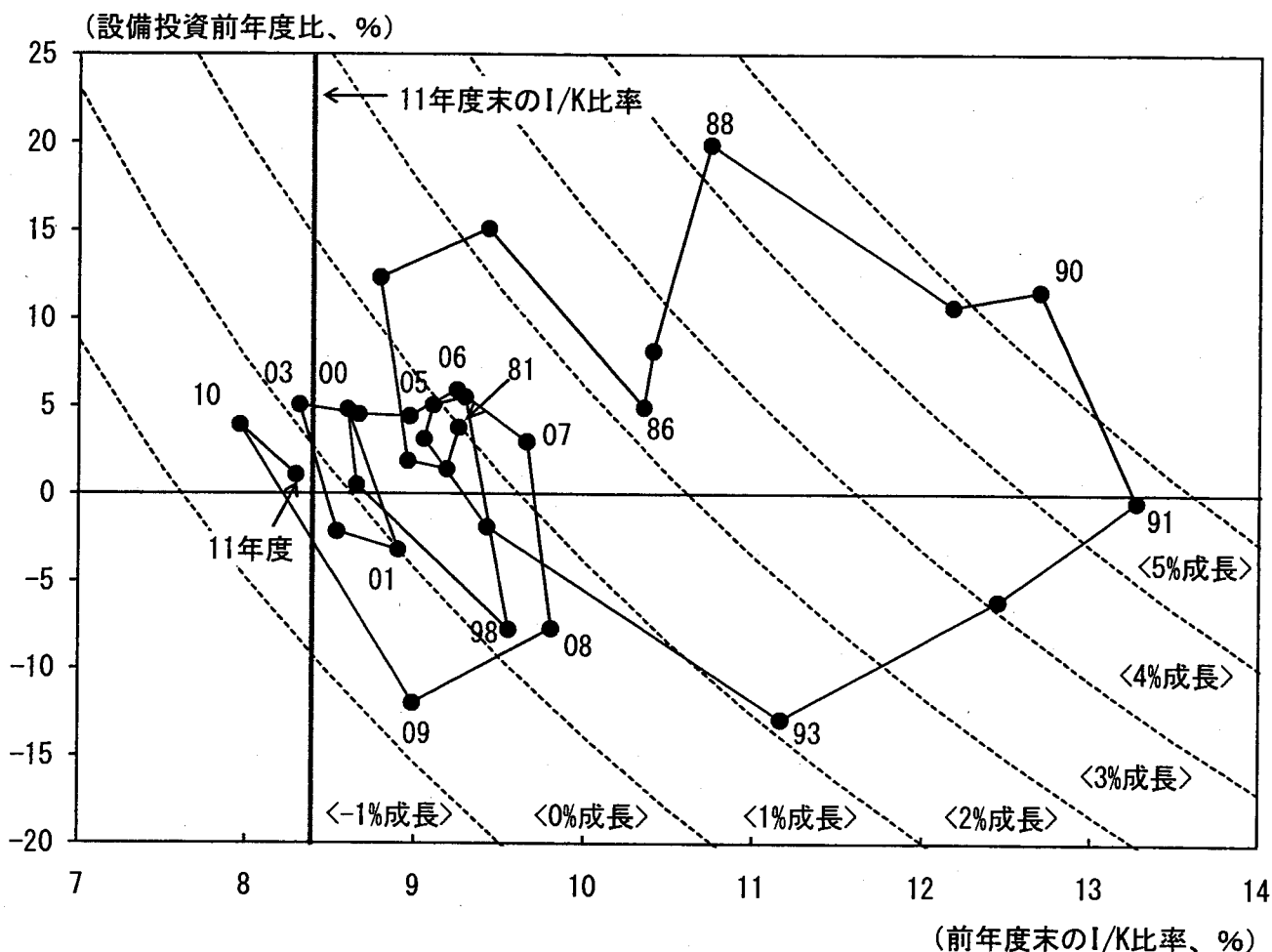
(2) 設備投資計画



- (注) 短観ベース。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。

(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」

資本ストック循環

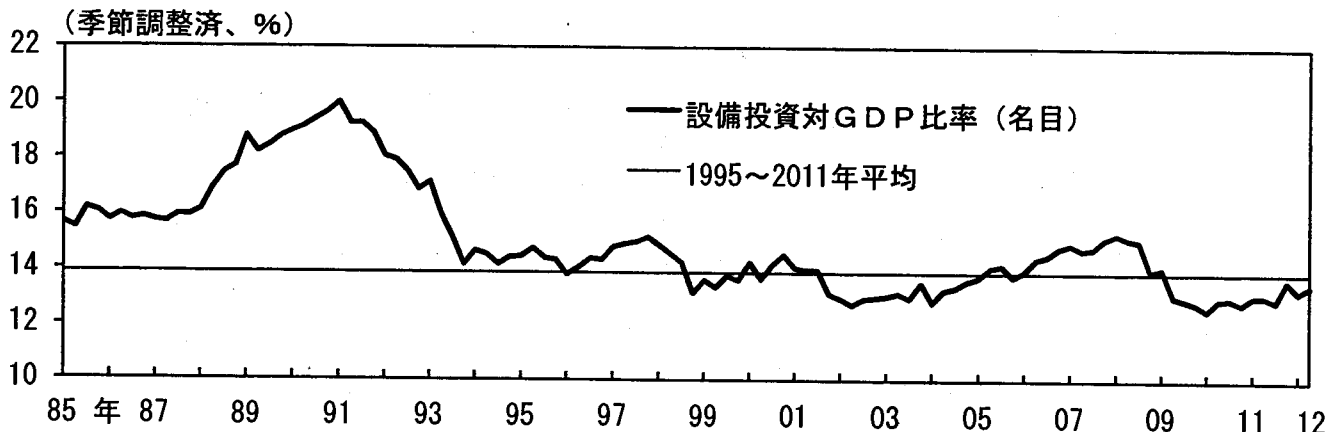


- ・資本ストック循環図は、設備投資・資本ストック比率 (I/K比率) と設備投資前年度比の関係をプロットしたものである。
- ・両変数の間には、下記の関係があることから、期待成長率ごとに双曲線を描くことができる。
$$\underbrace{\text{設備投資前年度比}}_{\text{縦軸}} \times \underbrace{\text{前年度末のI/K比率}}_{\text{横軸}} = \text{期待成長率} + \text{資本係数のトレンド成長率} + \text{減耗率}$$
- ・このようにしてプロットされた点と、その時々に見込まれる期待成長率に対応する双曲線との関係を見ることで、設備投資の局面評価をすることができる。

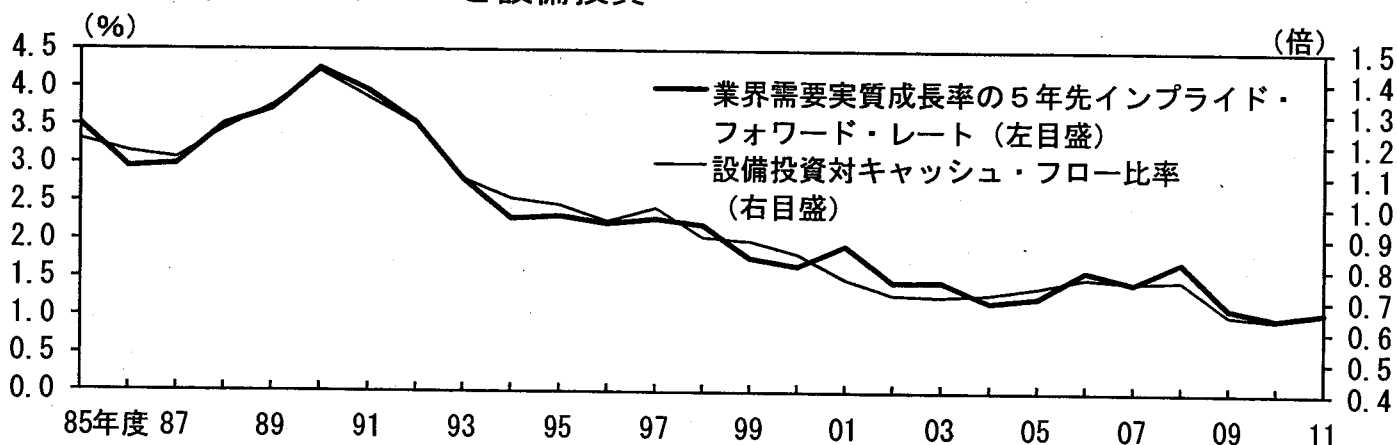
(資料) 内閣府「国民経済計算」、経済産業研究所「日本産業生産性データベース」

設備投資の水準評価

(1) 設備投資対GDP比率 (名目)

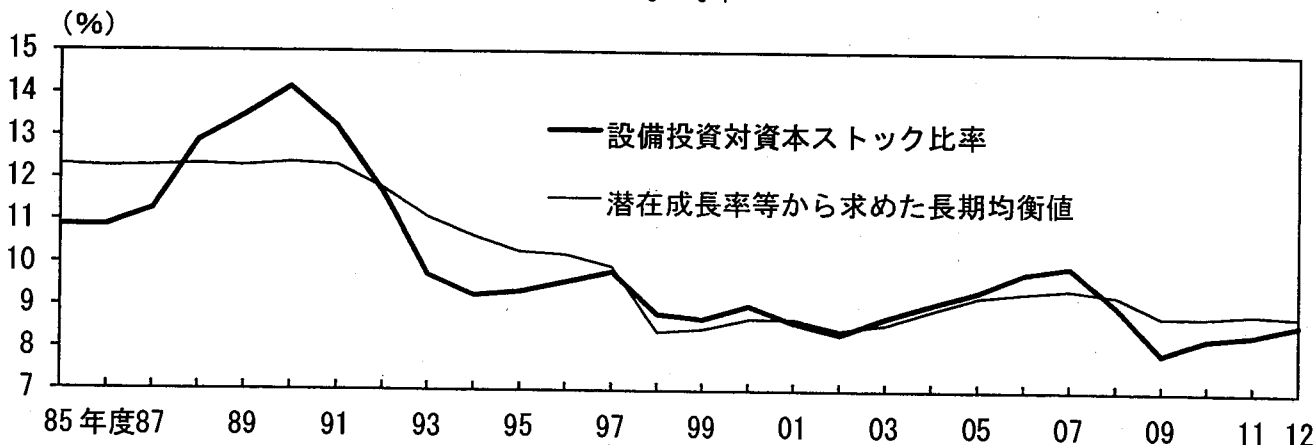


(2) キャッシュ・フローと設備投資



- (注) 1. インプライド・フォワード・レートは、企業行動に関するアンケート調査に基づく。調査時点は各年度の1月または2月。
2. 設備投資対キャッシュ・フロー比率はSNAベース。キャッシュ・フローは(固定資本減耗+(営業余剰+ネット財産所得)×1/2)として算出。2000年度以前は2000年基準の計数を使用。

(3) 設備投資対資本ストック比率 (I_t/K_{t-1})

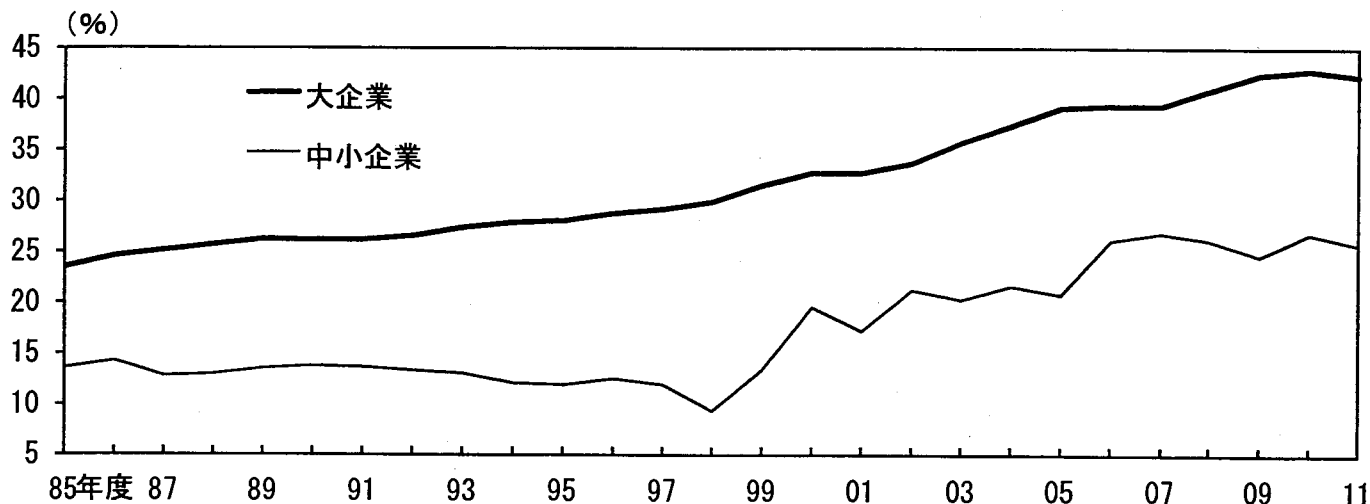


- (注) 1. 2012年度は、2012/2Qの値。
2. $(I_t/I_{t-1}) \cdot (I/K)_{t-1} = \text{潜在成長率} + \text{資本係数のトレンド成長率} + \text{減耗率}$ の関係(図表42の説明参照)を用いて、この左辺を整理すると、 $I_t/K_{t-1} = \text{潜在成長率} + \text{資本係数のトレンド成長率} + \text{減耗率}$ となる。これを潜在成長率等から求めた長期均衡値としている。

(資料) 内閣府「国民経済計算」「企業行動に関するアンケート調査」、経済産業研究所「日本産業生産性データベース」等

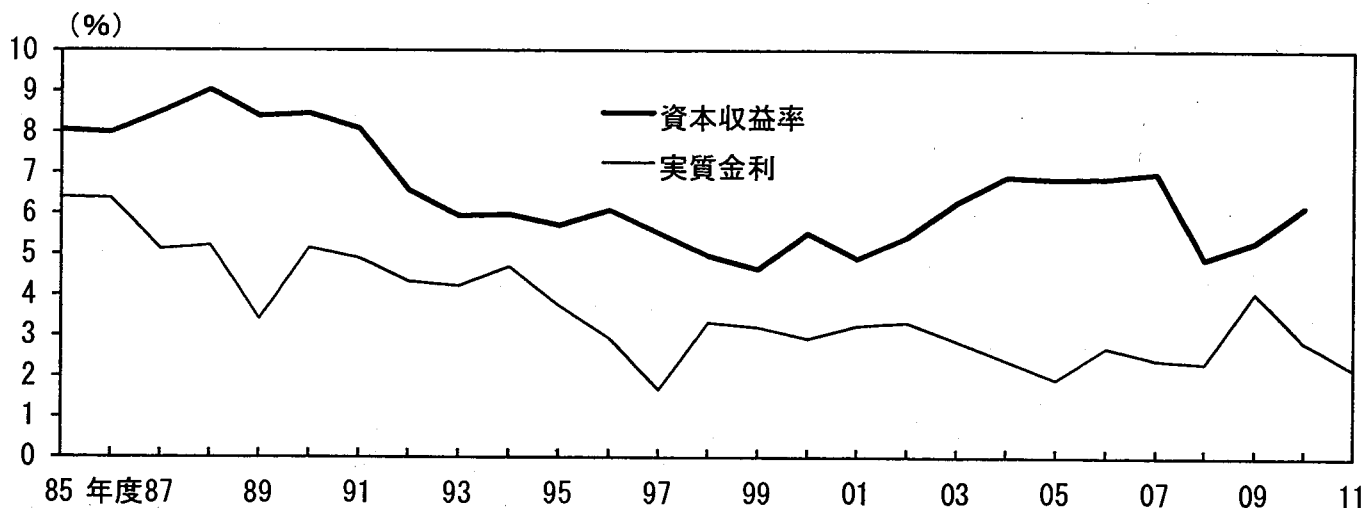
金融緩和と設備投資

(1) 自己資本比率



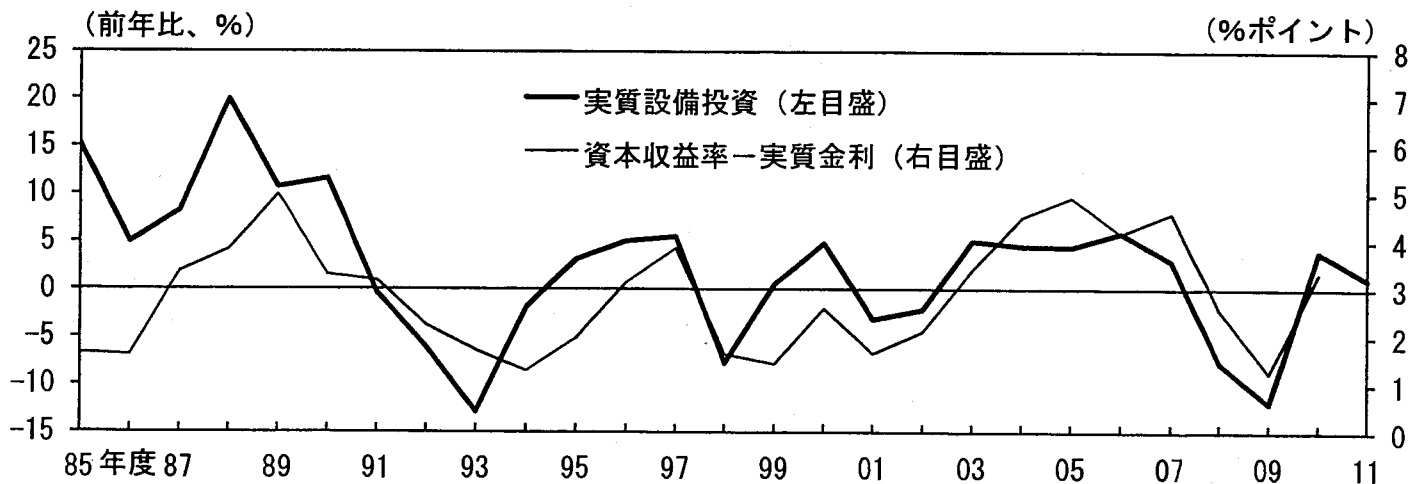
(注) 全産業ベース。金融業、保険業を除く。大企業は資本金10億円以上、中小企業は資本金1億円未満。
 自己資本比率 = (純資産 - 新株予約権) / 総資本。

(2) 資本収益率と実質金利



(注) 資本収益率 = 営業余剰 / 名目資本ストック。設備投資デフレーターを用いて、実質資本ストックを名目化した。実質金利は、長期プライムレート - 内需デフレーター前年比 (下の図表も同じ)。

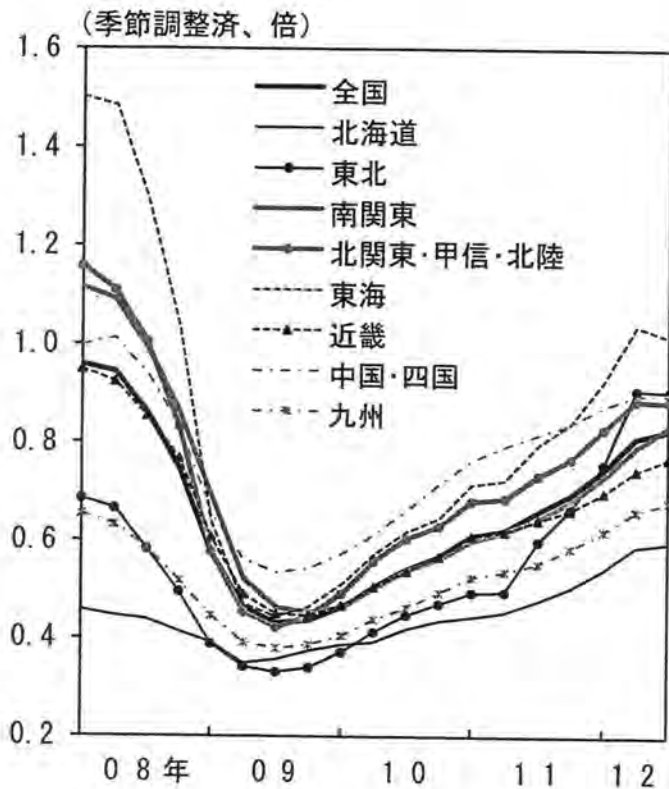
(3) 設備投資と資本コスト・リターン



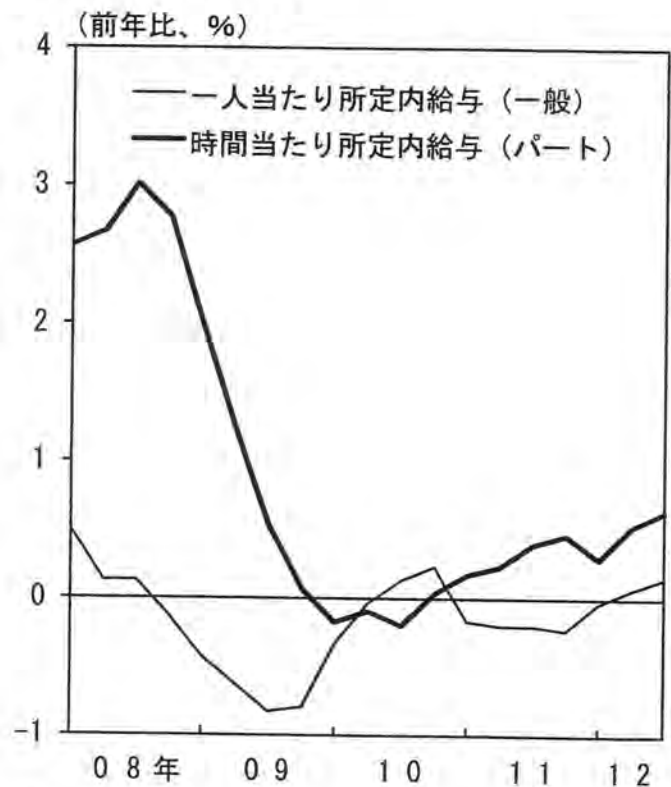
(資料) 財務省「法人企業統計年報」、内閣府「国民経済計算」等

労働需給の動き (1)

(1) 有効求人倍率

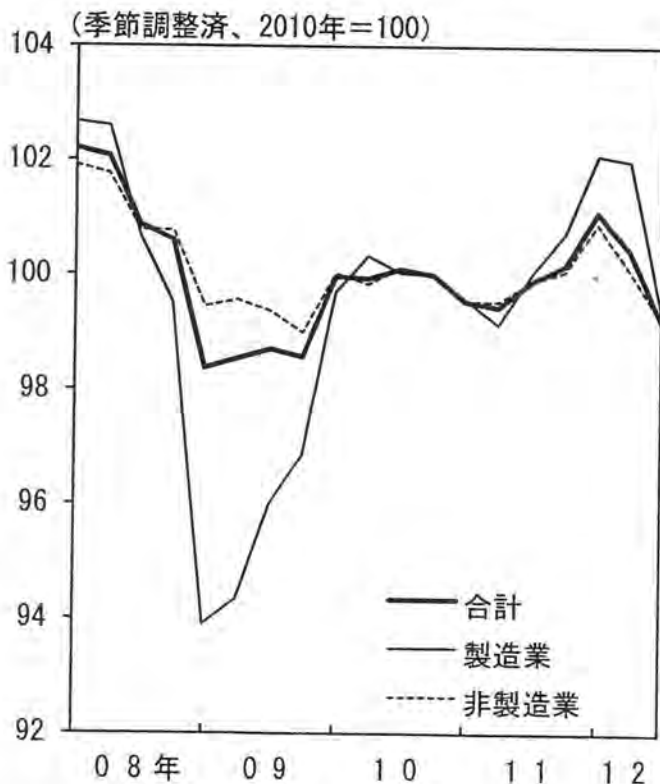


(2) 所定内給与

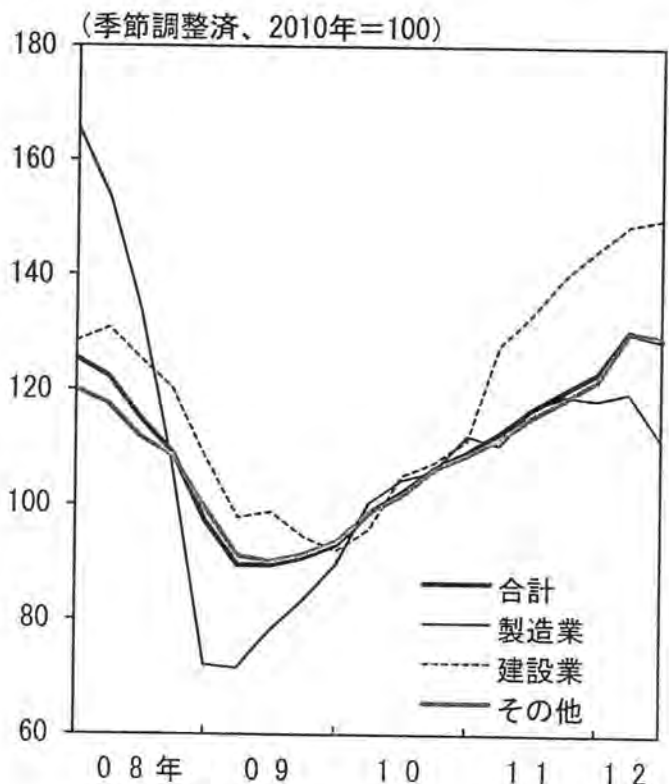


(注) (2) は、事業所規模5人以上(下の(3)も同じ)。2012/3Qは7~8月の前年同期比。

(3) 総実労働時間



(4) 新規求人数



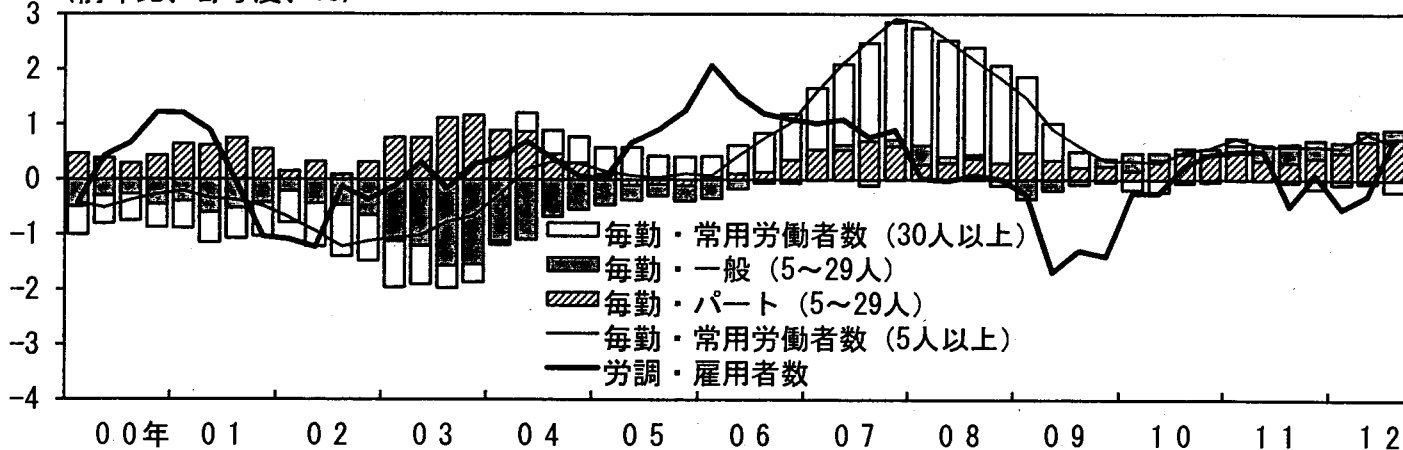
(注) 1. (3) の2012/3Qは7~8月の値。
2. (4) はX-12-ARIMAによる季節調整値。

(資料) 厚生労働省「職業安定業務統計」「毎月勤労統計」

雇用者所得

(1) 雇用者数

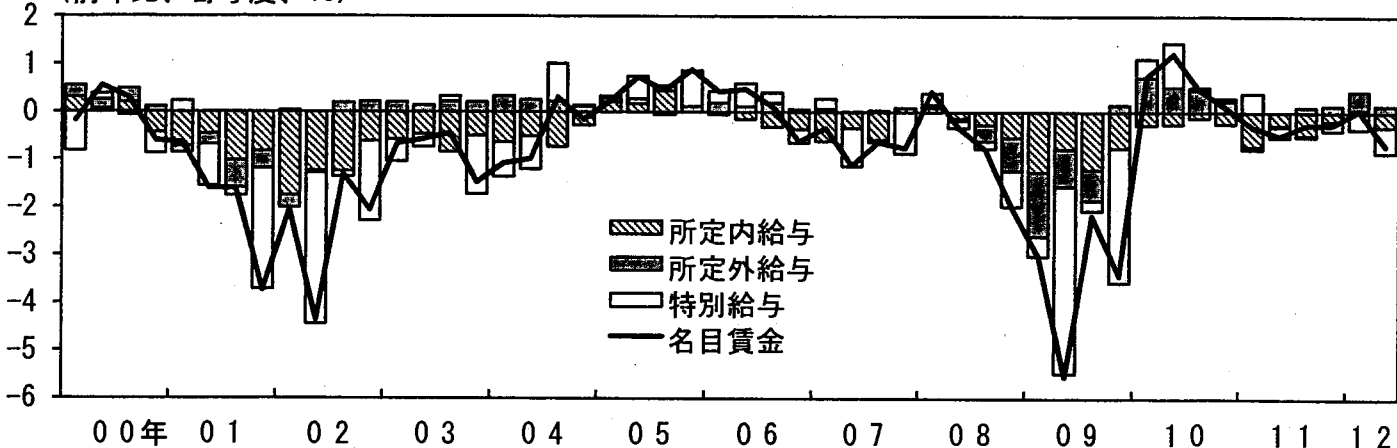
(前年比、寄与度、%)



(注) 「毎勤」は毎月勤労統計、「労調」は労働力調査。2012/3Qは、7~8月の前年同期比。

(2) 名目賃金

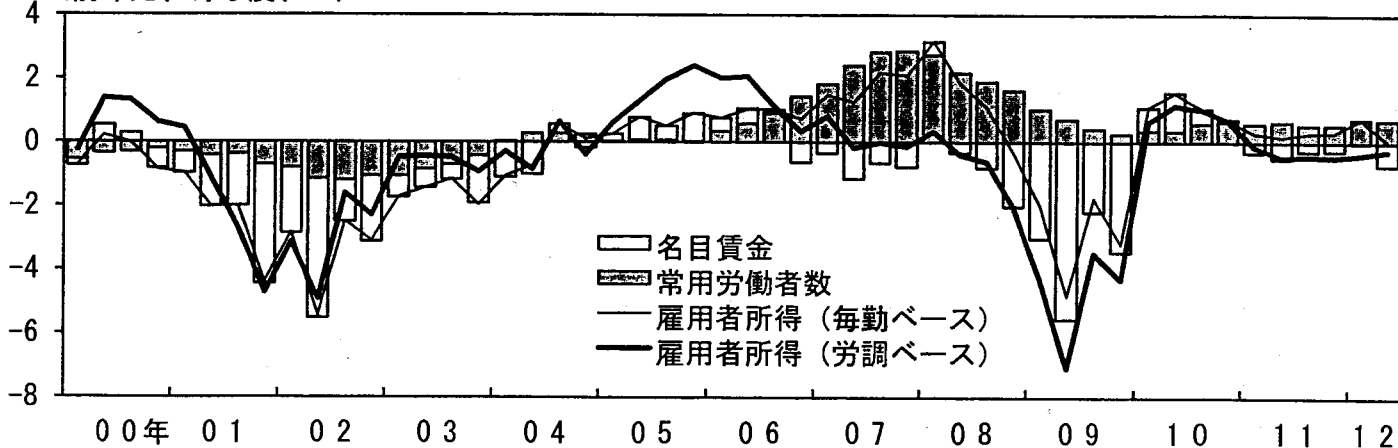
(前年比、寄与度、%)



(注) 毎勤の計数は、事業所規模5人以上。四半期は以下のように組替えている(下の図表も同じ)。
第1四半期: 3~5月、第2: 6~8月、第3: 9~11月、第4: 12~2月。

(3) 雇用者所得

(前年比、寄与度、%)



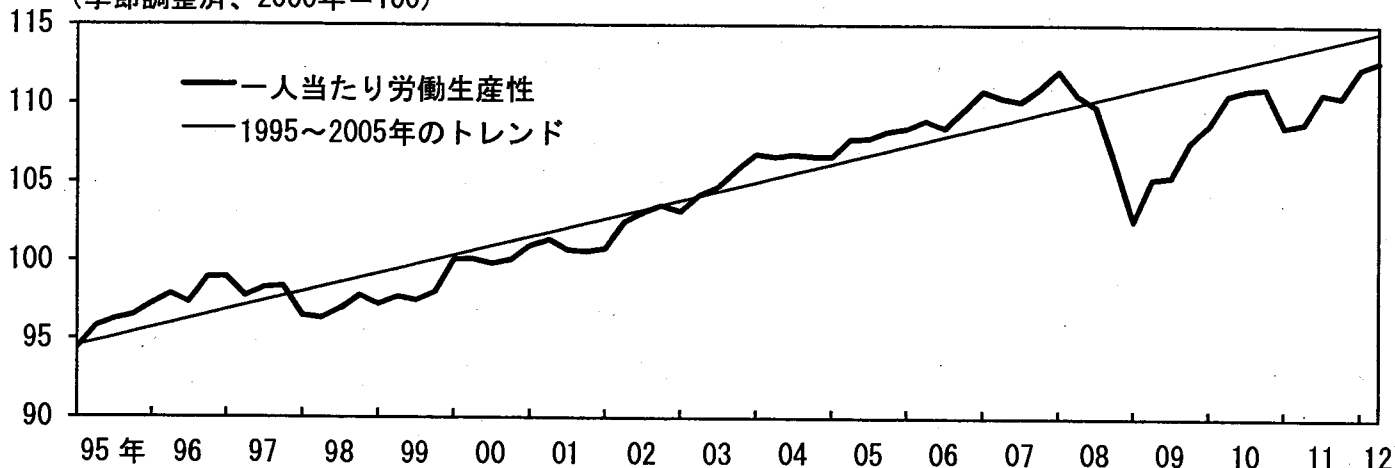
(注) 雇用者所得は以下のように算出。
雇用者所得 (毎勤ベース) = 常用労働者数 (毎勤) × 名目賃金 (毎勤)
雇用者所得 (労調ベース) = 雇用者数 (労調) × 名目賃金 (毎勤)

(資料) 厚生労働省「毎月勤労統計」、総務省「労働力調査」

労働需給の動き (2)

(1) 一人当たり労働生産性

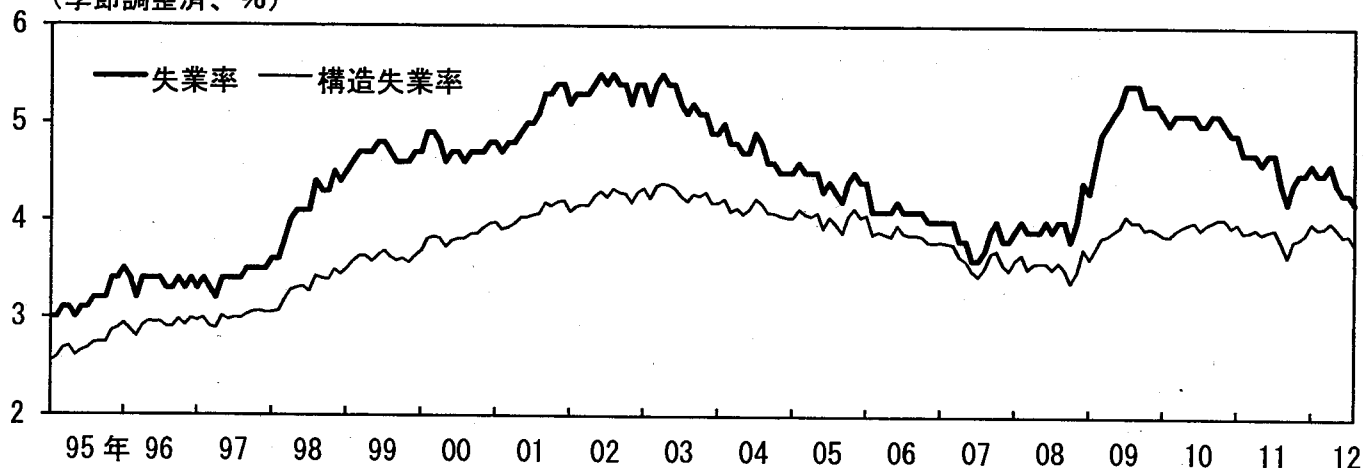
(季節調整済、2000年=100)



(注) 一人当たり労働生産性=実質GDP/就業者数

(2) 失業率

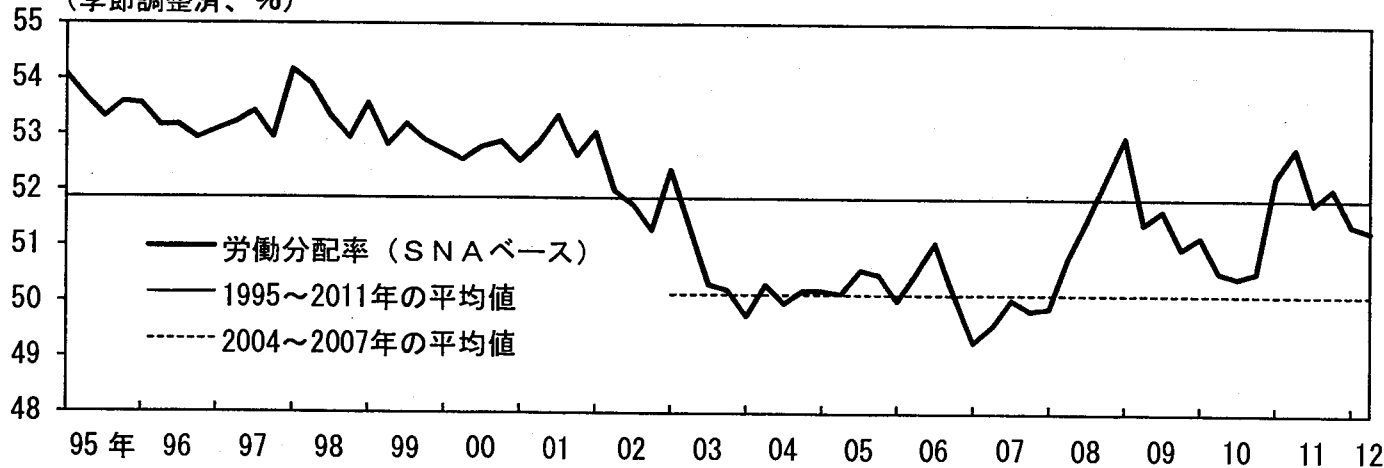
(季節調整済、%)



(注) 構造失業率は、失業率と欠員率の関係を表す曲線を推計したうえで、両者が等しくなるような失業率として定義。こうして求められた構造失業率(日本銀行調査統計局による推計値)は、摩擦的失業や労働需給のミスマッチによる失業等を捉えていると考えられる。

(3) 労働分配率

(季節調整済、%)

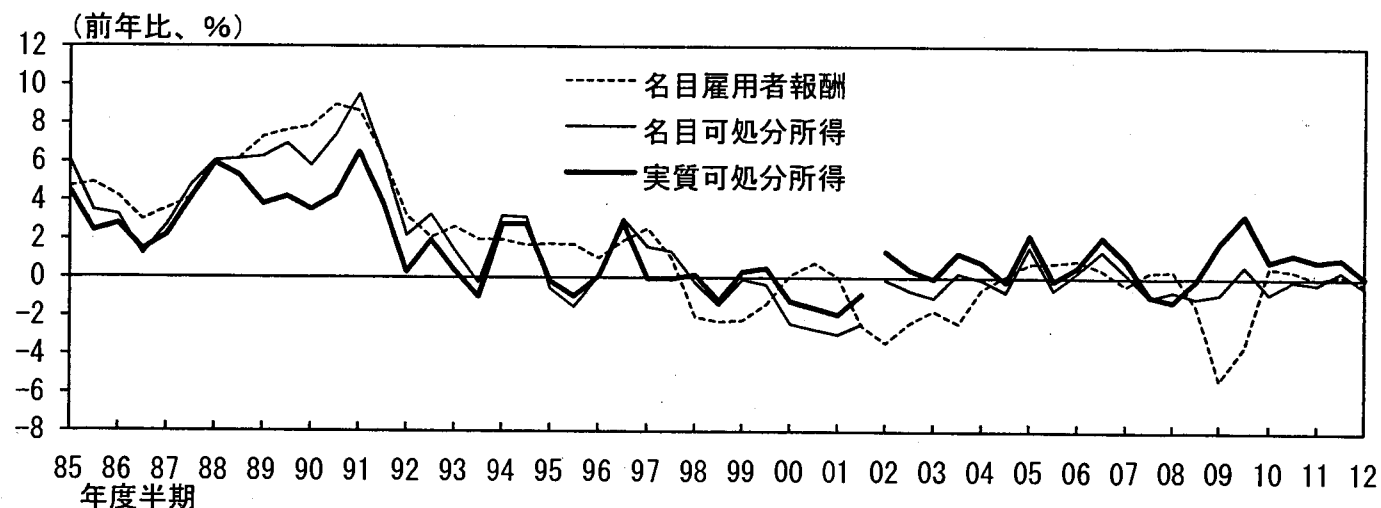


(注) 労働分配率=名目雇用者報酬/名目GDP×100

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

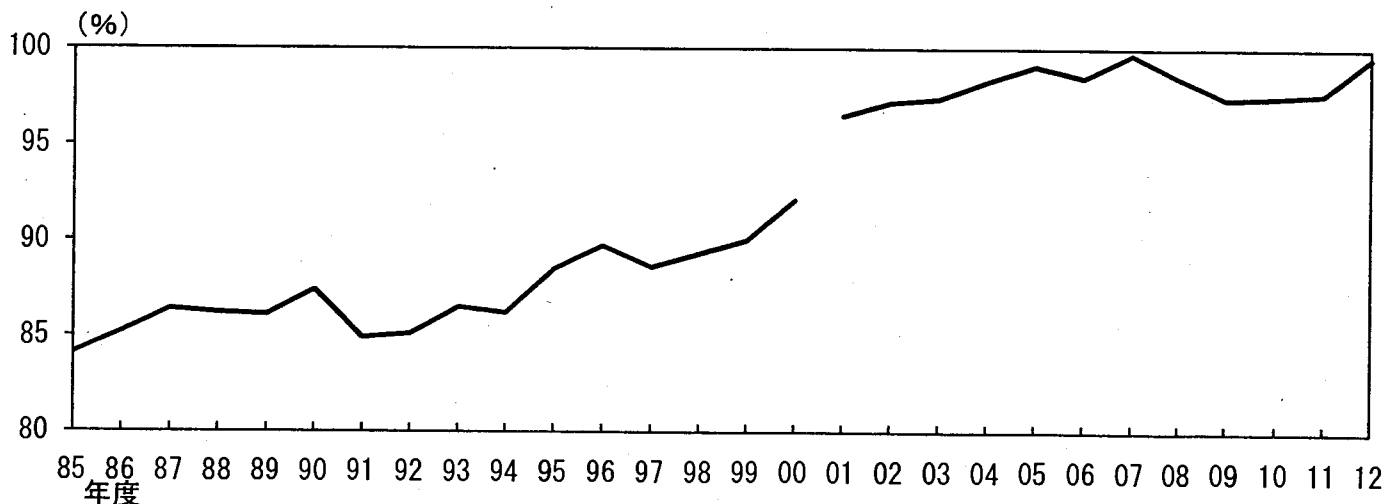
可処分所得・消費性向・貯蓄率

(1) 雇用者報酬と可処分所得



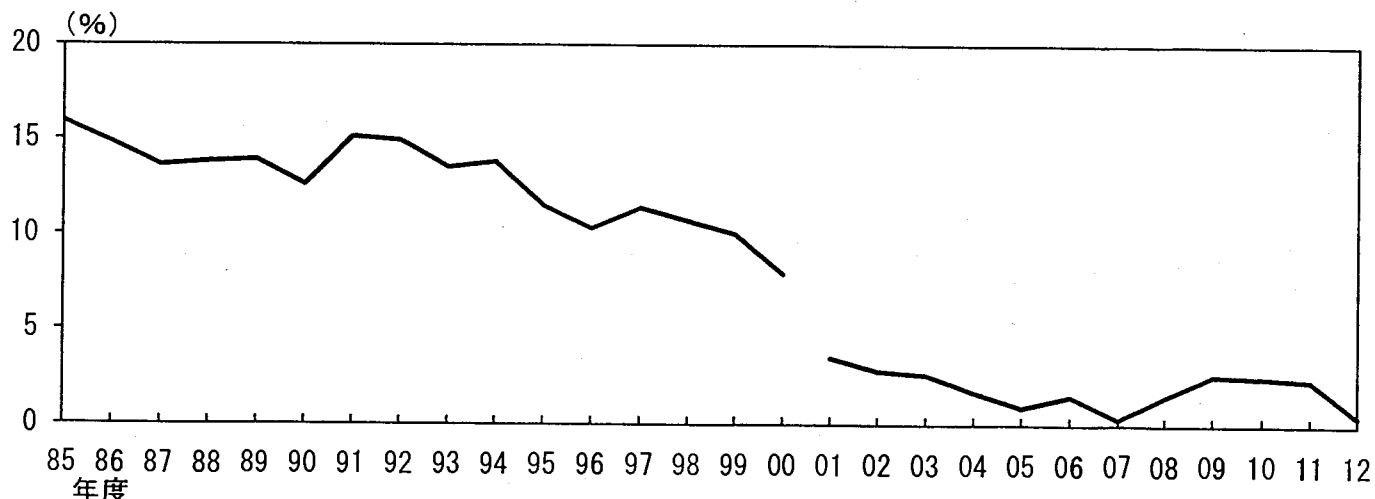
- (注) 1. 2012年度上半期の名目雇用者報酬は、2011/3Q~2012/2Qの前年比を用いて算出。
2. 可処分所得について、2001年度以前は2000年基準、2002年度以降は2005年基準。
3. 2011、2012年度は、一連の経済対策・施策による、政府から家計への移転所得を加味した、日本銀行調査統計局による試算値（下の図表も同じ）。

(2) 消費性向



- (注) SNAベース。2000年度以前は2000年基準、2001年度以降は2005年基準（下の図表も同じ）。

(3) 家計貯蓄率



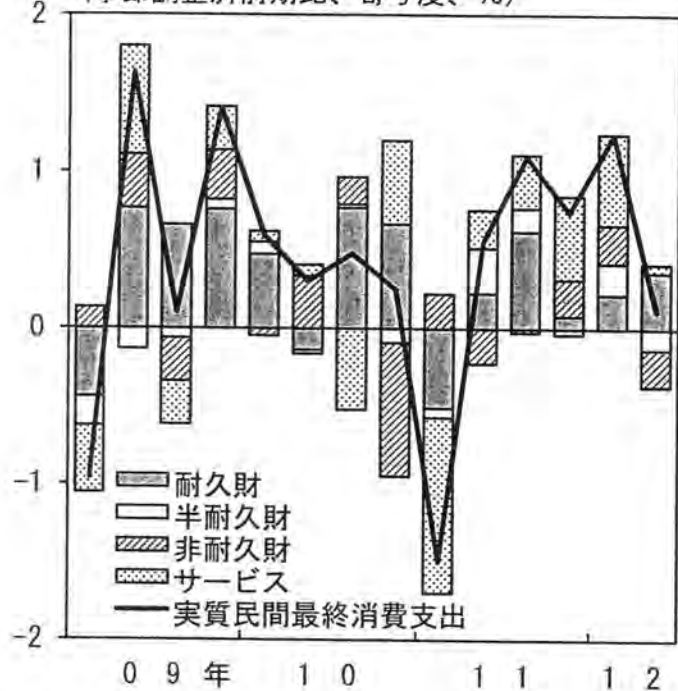
(資料) 内閣府「国民経済計算」、総務省「消費者物価指数」、各年度予算書等

個人消費の動向

(1) 形態別にみた個人消費動向

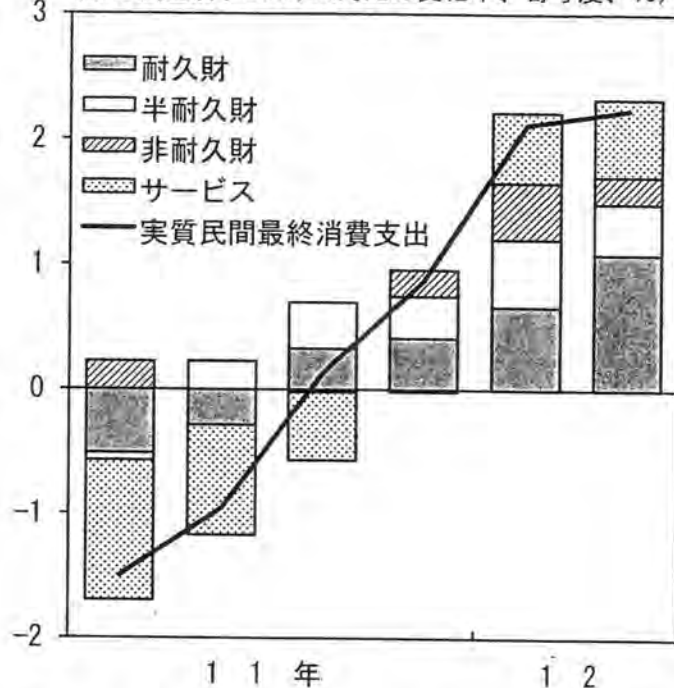
①前期比

(季節調整済前期比、寄与度、%)



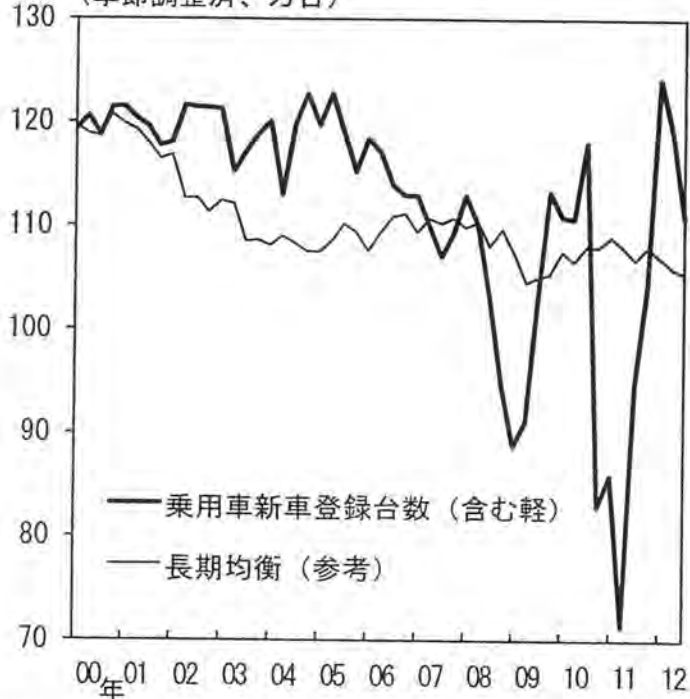
②2010/4Q以降の変化

(季節調整済、2010/4Q対比の変化率、寄与度、%)



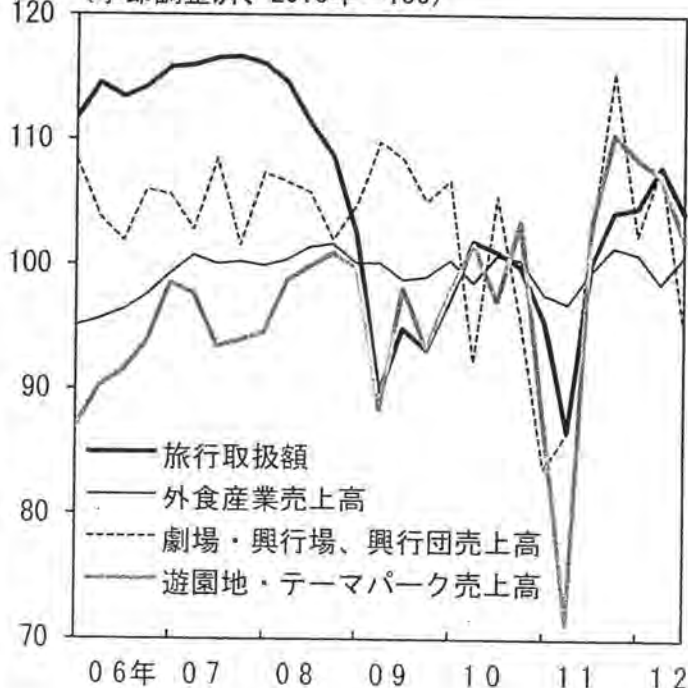
(2) 乗用車新車登録台数の動向

(季節調整済、万台)



(3) サービス消費の動向

(季節調整済、2010年=100)

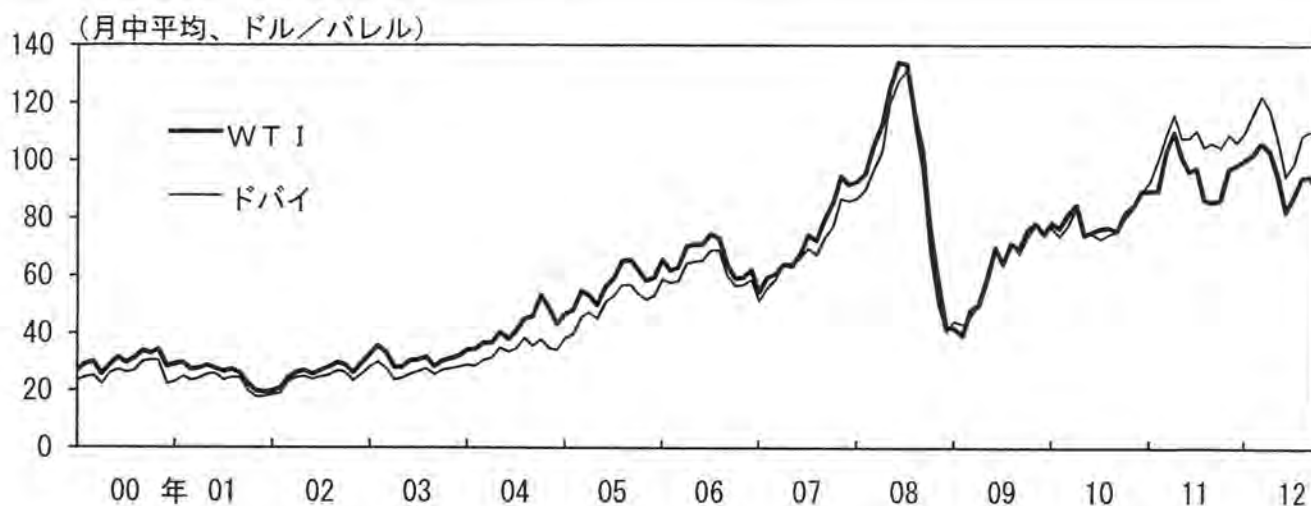


- (注) 1. (2)、(3)は、X-12-ARIMAによる季節調整値。
 2. (2)の長期均衡は、1997年の消費税率引き上げ前後の駆け込みと反動を考慮したうえで、所得、人口、保有車両数などから得られる長期的な均衡値を試算したもの。
 3. (3)の旅行取扱額、劇場・興行場、興行団売上高、遊園地・テーマパーク売上高の2012/3Qは、7~8月の値。

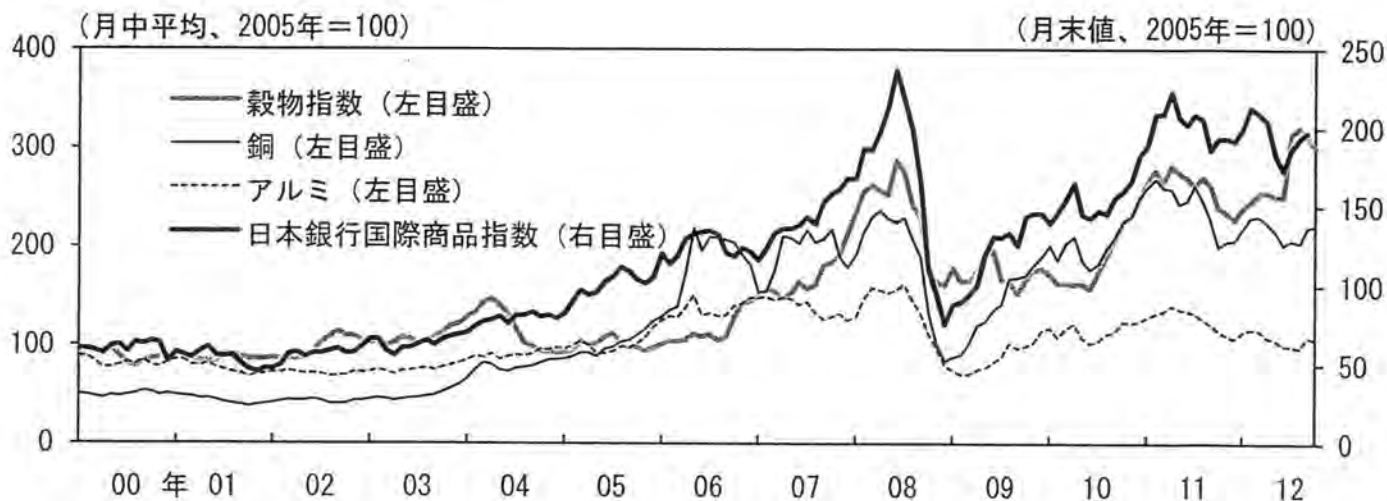
(資料) 内閣府「国民経済計算」、日本自動車販売協会連合会「自動車国内販売」、観光庁「旅行業者取扱額」、日本フードサービス協会「外食産業市場動向調査」、経済産業省「特定サービス産業動態統計調査」等

国際商品市況と海外経済

(1) 原油価格

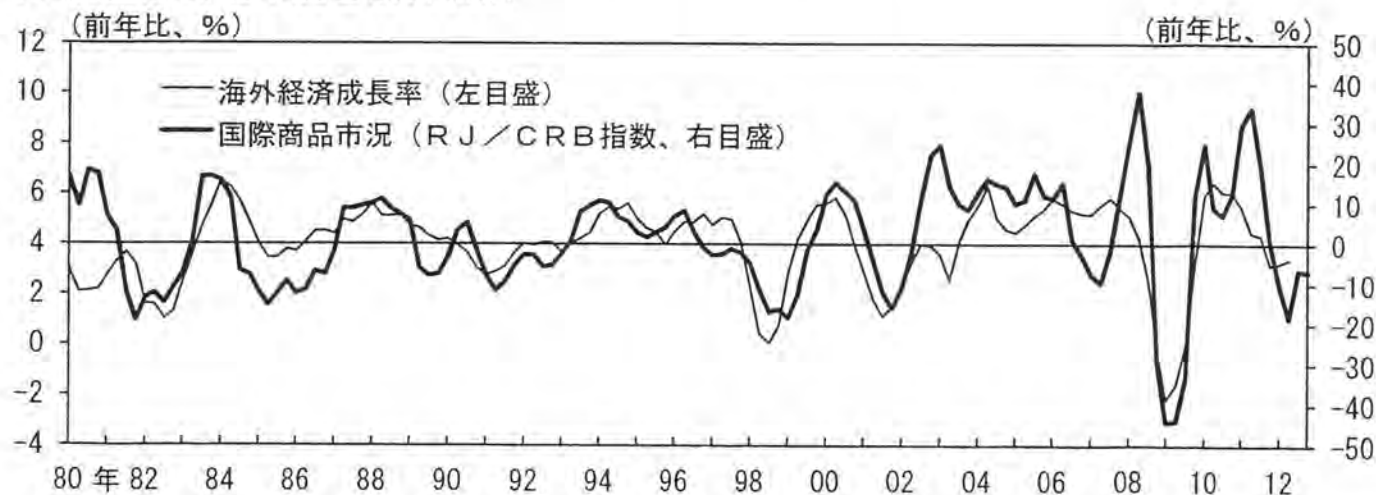


(2) 非鉄金属・穀物価格



(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。

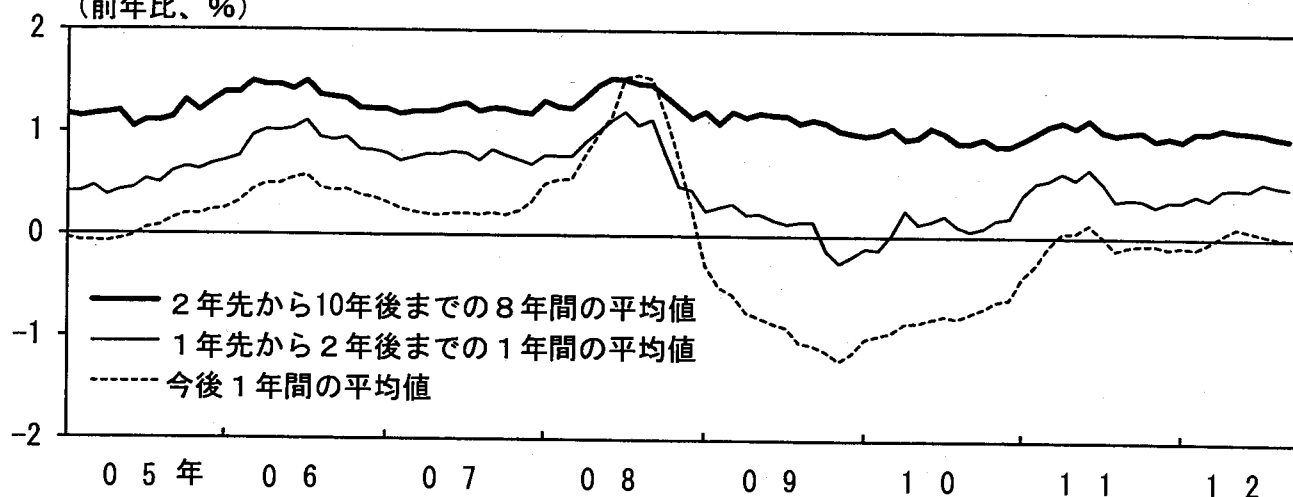
(3) 国際商品市況と海外経済



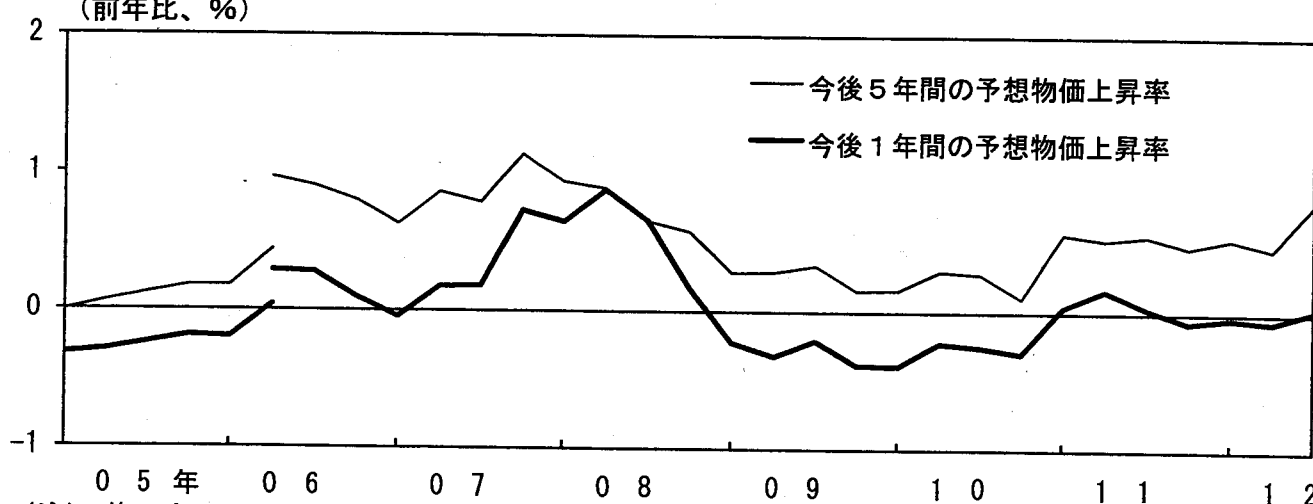
(資料) 日本銀行「日本銀行国際商品指数」、IMF「World Economic Outlook」等

物価の見方

(1) 市場参加者の予想物価上昇率 (QUICK調査) (前年比、%)

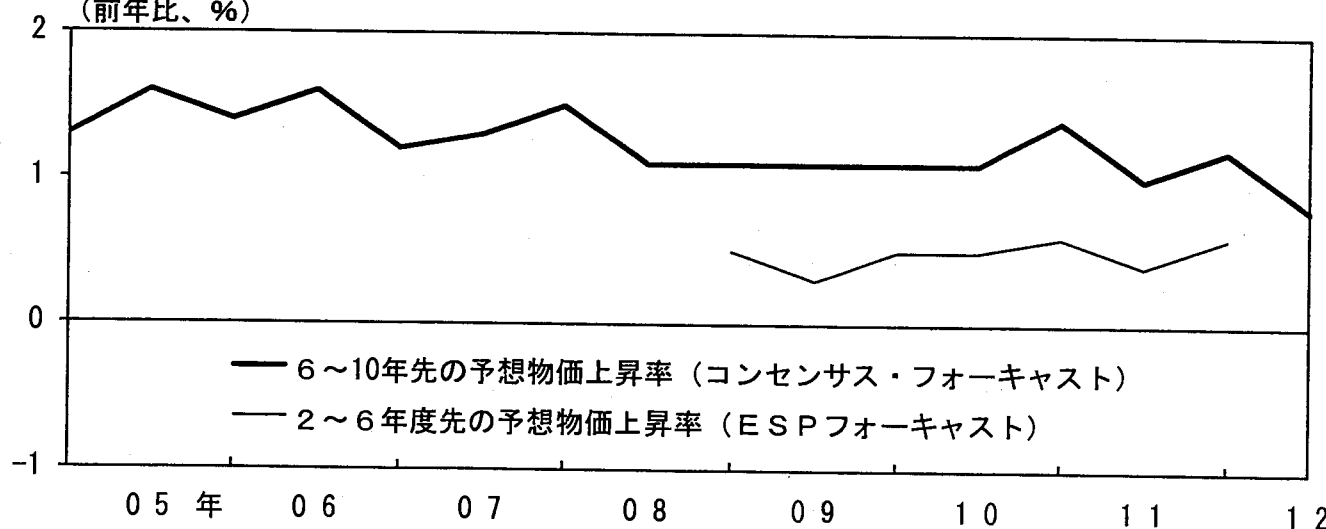


(2) 家計の予想物価上昇率 (生活意識に関するアンケート調査) (前年比、%)



(注) 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。

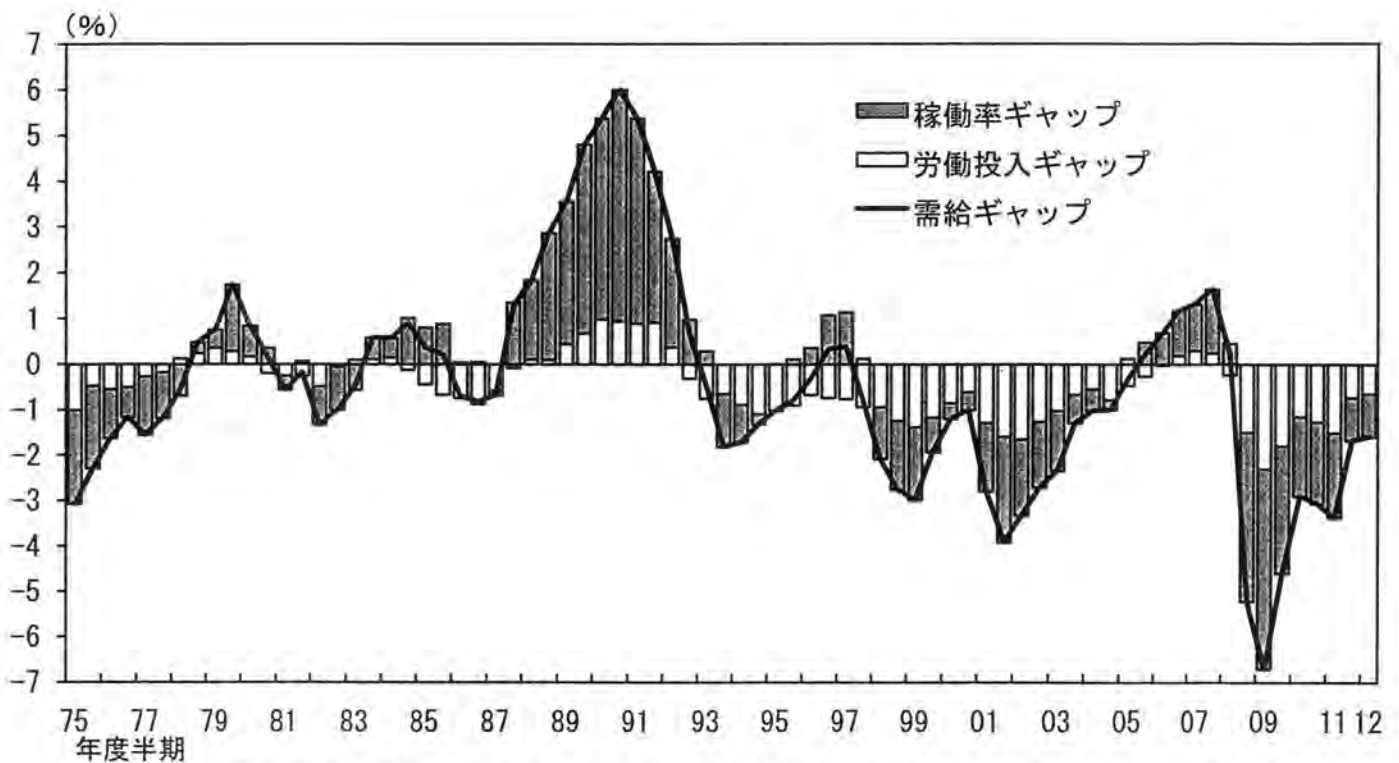
(3) エコノミストの予想物価上昇率 (前年比、%)



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

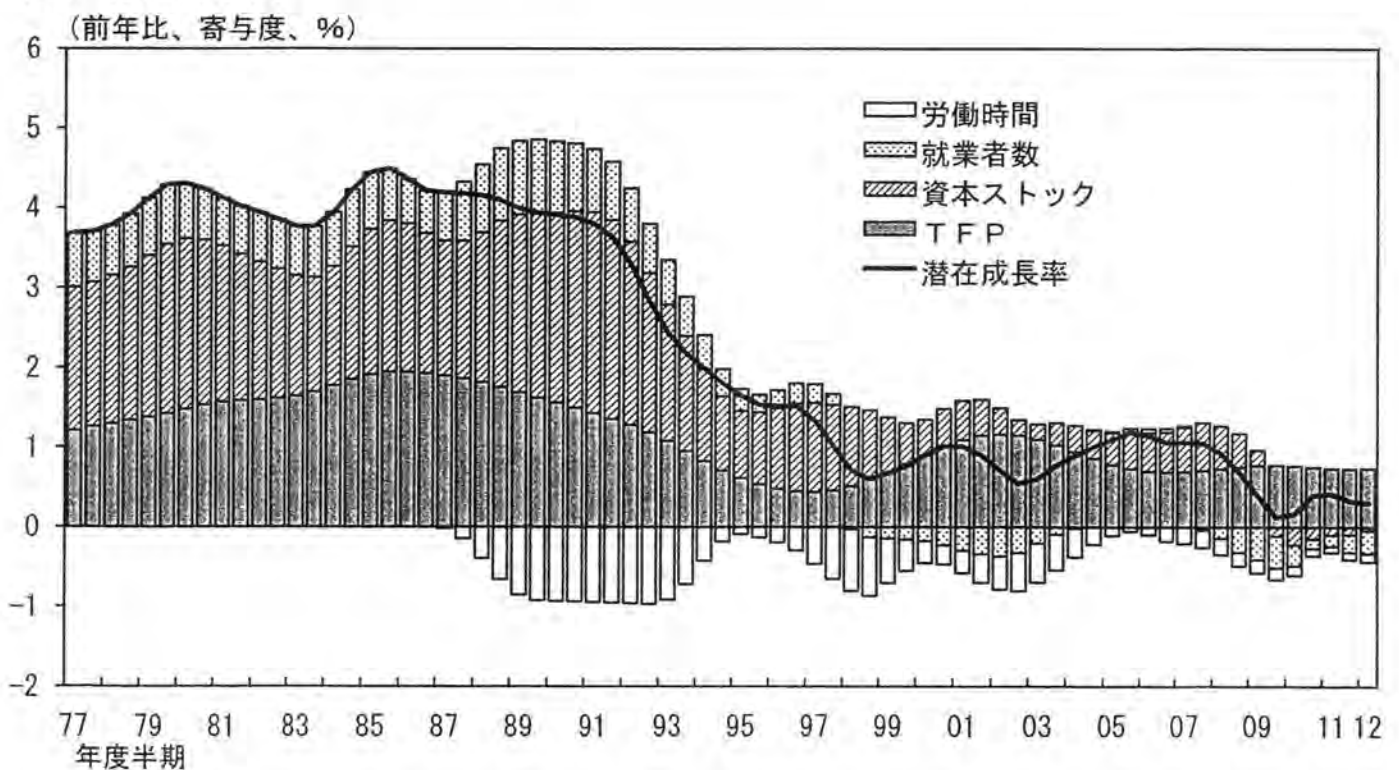
需給ギャップと潜在成長率

(1) 需給ギャップ



- (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(下の図表も同じ)。
2. 2012年度上半期は、2012/2Qの値(下の図表も同じ)。

(2) 潜在成長率

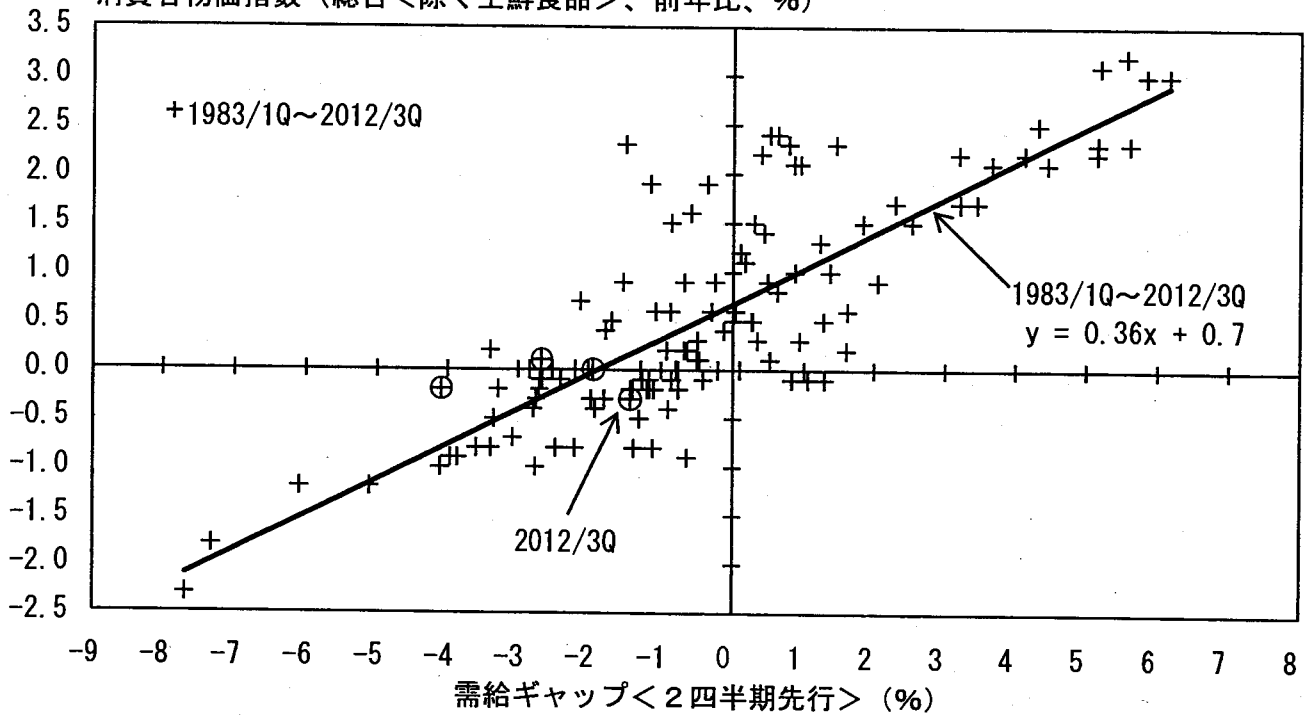


(資料) 内閣府「国民経済計算」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、総務省「労働力調査」、厚生労働省「毎月勤労統計」「職業安定業務統計」、経済産業省「鉱工業指数統計」等

需給ギャップとインフレ率

(1) フィリップス曲線 (総合除く生鮮食品)

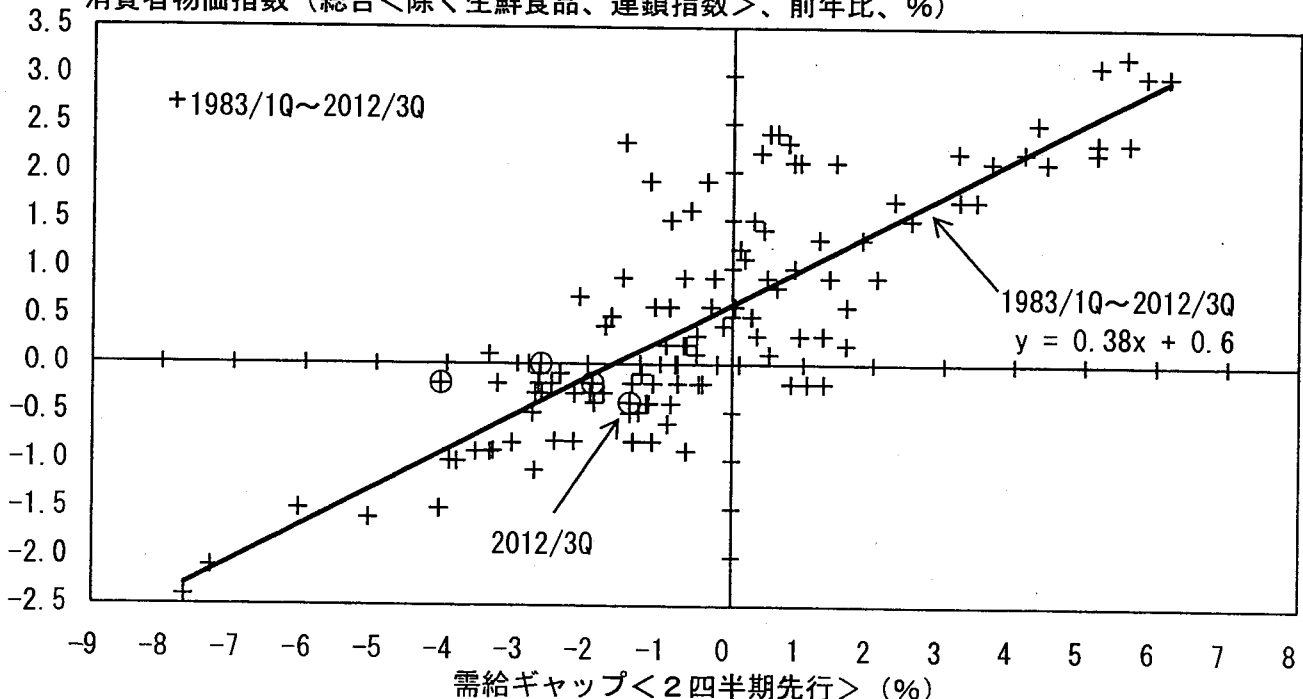
消費者物価指数 (総合<除く生鮮食品>、前年比、%)



- (注) 1. ○印は直近1年 (下の図表も同じ)。
- 2. 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)。
- 3. 需給ギャップは日本銀行調査統計局の試算値。具体的な計測方法については、日銀レビュー「GDPギャップと潜在成長率の新推計」(2006年5月)を参照 (下の図表も同じ)。
- 4. 需給ギャップのラグは消費者物価との時差相関が最も高くなる時点を選択 (下の図表も同じ)。

(2) フィリップス曲線 (総合除く生鮮食品、連鎖指数)

消費者物価指数 (総合<除く生鮮食品、連鎖指数>、前年比、%)

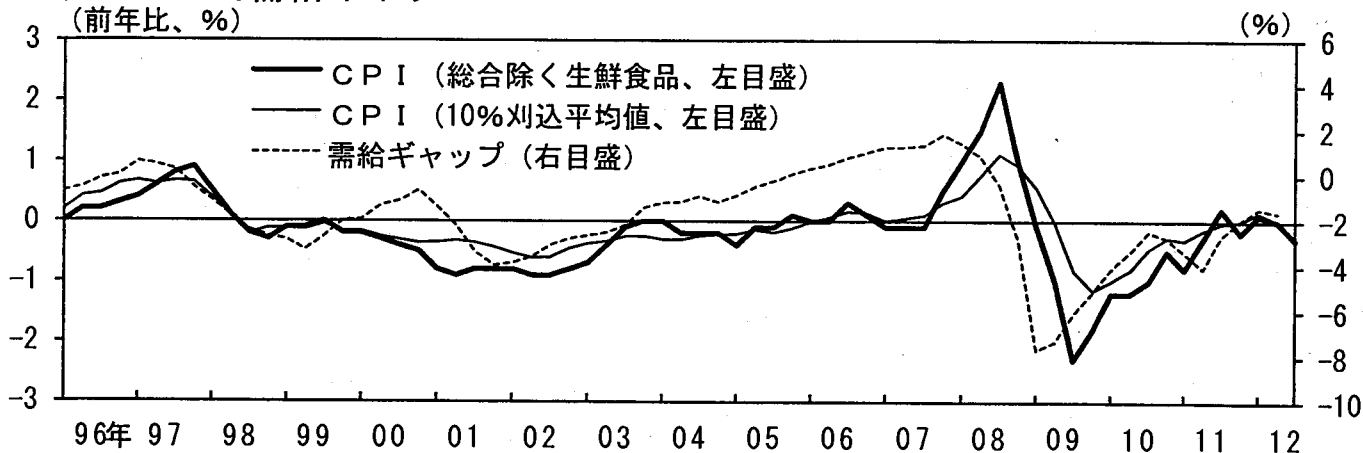


- (注) 消費者物価指数の2004/4Qまでは固定基準年指数、2001/1Q以降は連鎖指数に基づく。ただし、2000年基準の連鎖指数は日本銀行調査統計局の試算値。

(資料) 総務省「消費者物価指数」、内閣府「国民経済計算」等

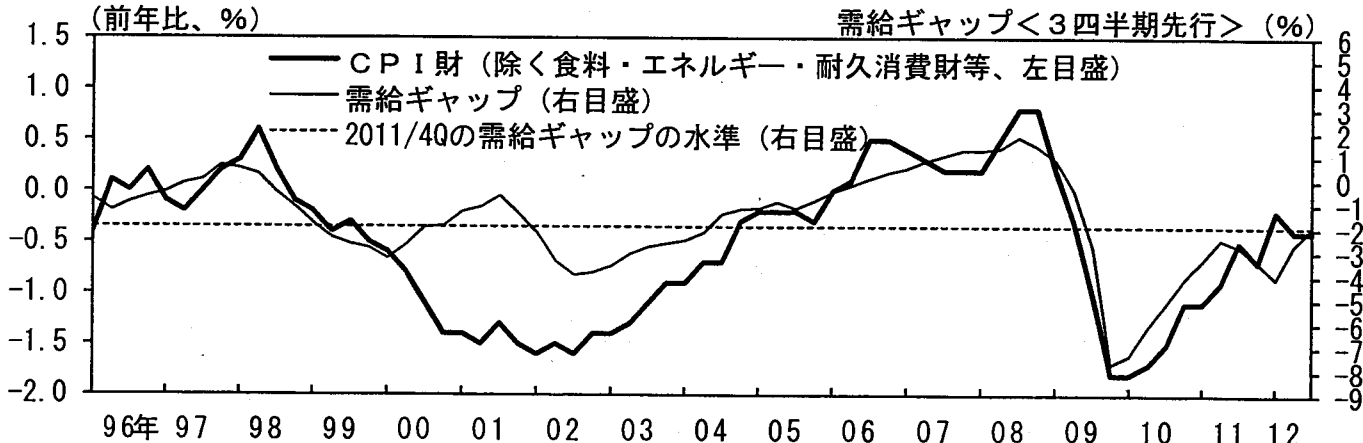
物価を巡る環境 (1)

(1) CPIと需給ギャップ (前年比、%)



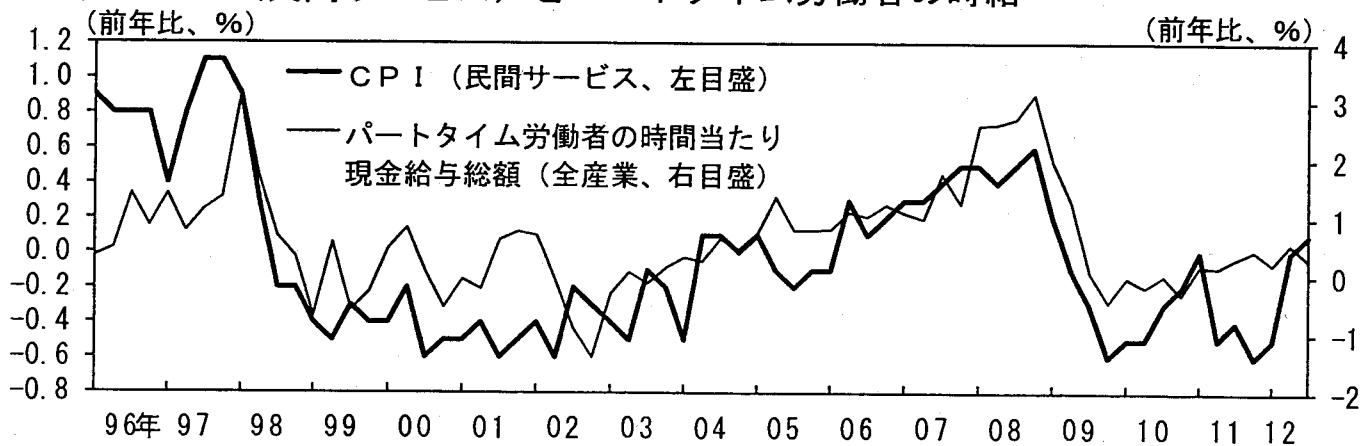
(注) CPIの前年比は、消費税調整済み(下のいずれの図表も同じ)。

(2) CPI財(除く食料・エネルギー・耐久消費財等)と需給ギャップ (前年比、%)



(注) ここで示した財は、市況・為替の影響を受けやすい食料・エネルギー、技術革新の影響が大きい耐久消費財、さらには税制など制度変更によって変動するたばこなどを除いたベース。

(3) CPI(民間サービス)とパートタイム労働者の時給



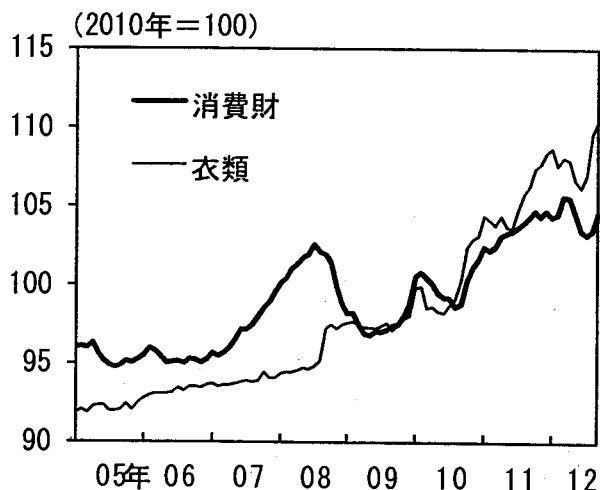
(注) 1. ここで示したCPI(民間サービス)は、サービス全体から、家賃、公共サービス、外食のほか、制度要因の影響が大きい医療・福祉、教育関連サービス、モデル式の変更に伴う変動が大きい携帯電話通信料などを除いている。具体的には、一般サービスのうち家事関連サービス、通信・教養娯楽関連サービス(除く外国パック旅行、携帯電話通信料)、教育関連サービスのうち補習教育を加重平均している。

2. 2012/3Qは、7~8月の前年同期比。

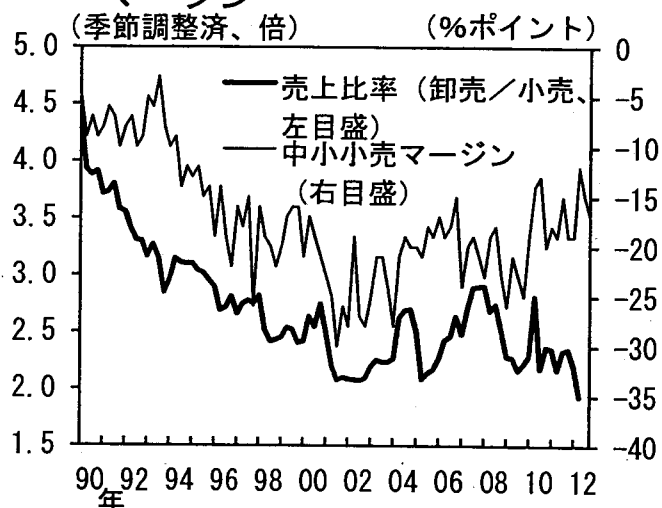
(資料) 総務省「消費者物価指数」、内閣府「国民経済計算」、厚生労働省「毎月勤労統計」等

物価を巡る環境 (2)

(1) 輸入物価 (契約通貨ベース)



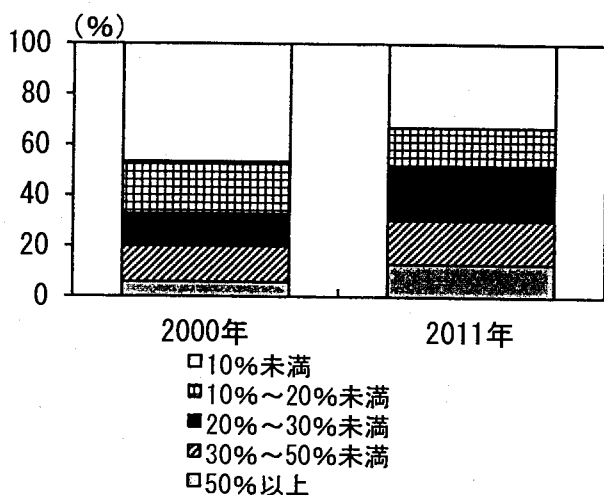
(2) 卸小売の売上比率と中小小売マージン



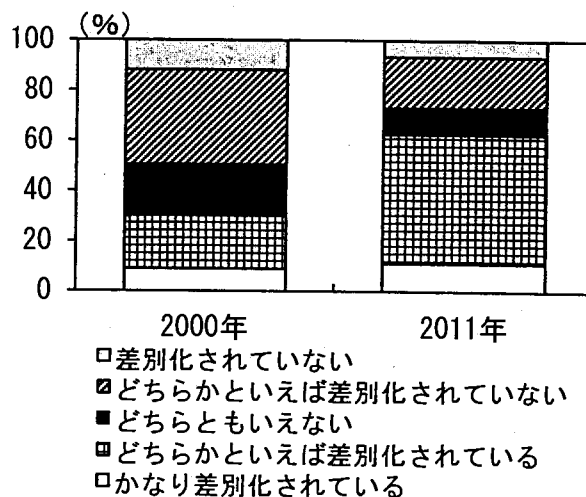
- (注) 1. (1) の消費財は、輸入物価の品目指数をウエイトで積み上げて作成。
 2. (1) の2009年以前は2005年基準指数を用いて接続。
 3. (2) の売上比率は卸売業の売上高/小売業の売上高。中小小売マージンは販売価格判断D. I. -仕入価格判断D. I.。2012/4Qは、企業の予測値。

(3) 企業の価格設定行動

①国内市場における商品シェア



②他社類似製品と比較した差別化の程度



③価格設定において重視する要因

順位	2000年		2011年	
	全体	うち、小売	全体	回答割合 (%)
1	その時々需給	シェア・将来の利益	利益の確保	(56.7)
2	シェア・将来の利益	その時々需給	他社の類似製品の価格	(14.2)
3	主導権は購入する側	利益重視	その他・無回答	(8.6)
4	利益重視	主導権は購入する側	市場シェアの確保	(7.9)
5	監督機関や法律	監督機関や法律	生産量の維持	(6.3)

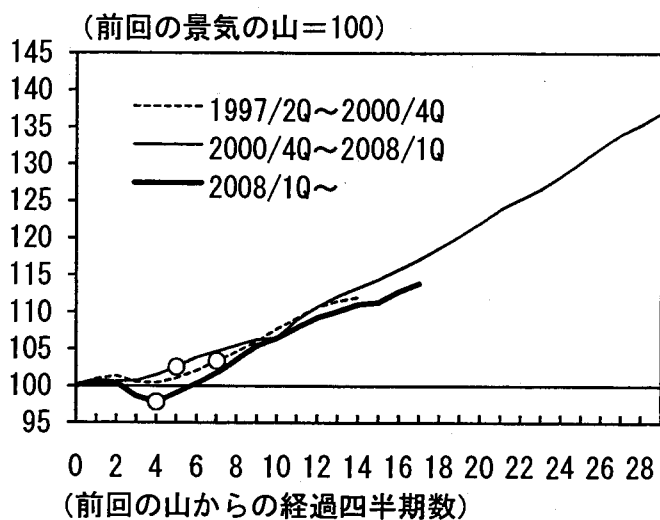
(注) 1. 2000年は日本銀行調査 (回答社数630社)、2011年は経済産業省・みずほ総合研究所調査 (同127社)。

2. ①は、自社製品が国内市場に占めるシェアについて調査先企業の回答割合を示したもの。

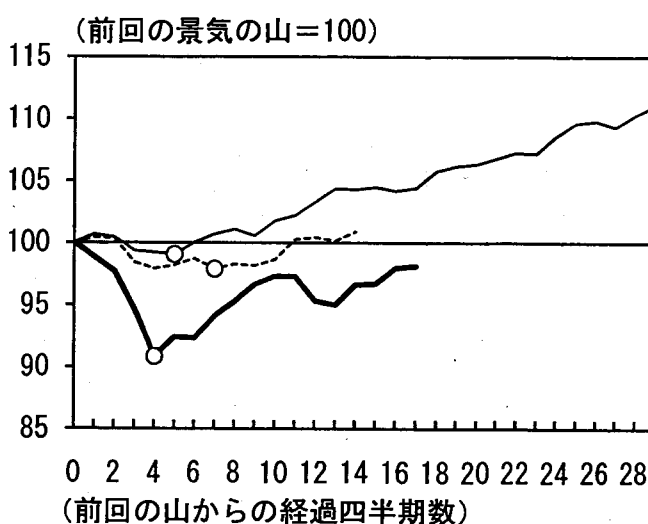
(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」「企業物価指数」「企業の価格設定行動に関するアンケート調査」、財務省「法人企業統計季報」、経済産業省・みずほ総合研究所「企業の価格設定行動に関する調査分析」

海外経済と実質GDP主要コンポーネント別の動き

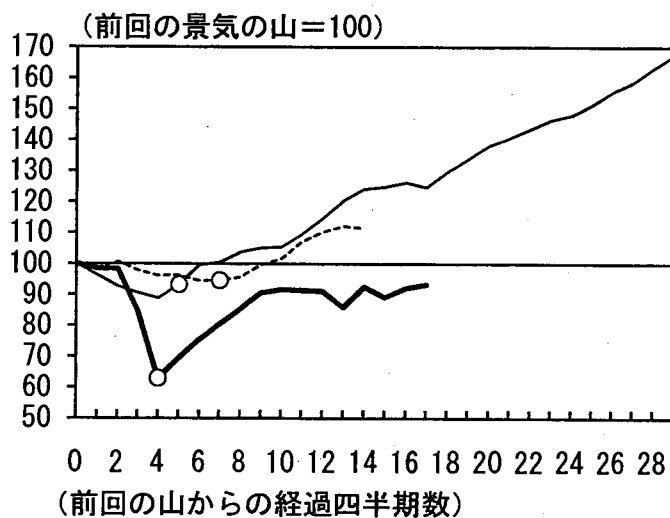
(1) 海外経済



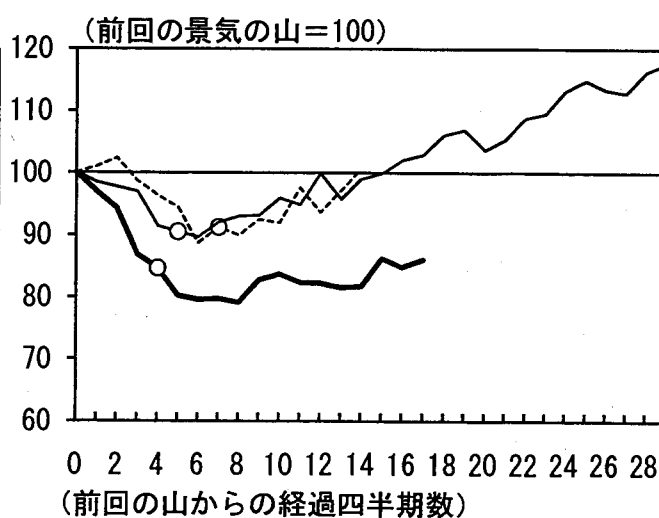
(2) 実質GDP



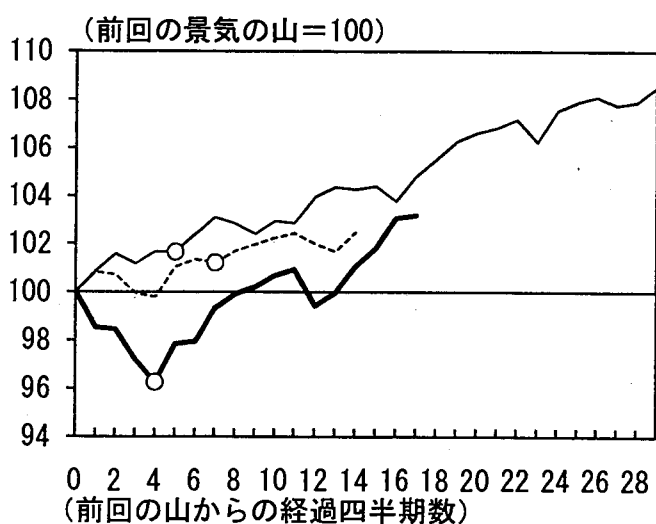
(3) 輸出



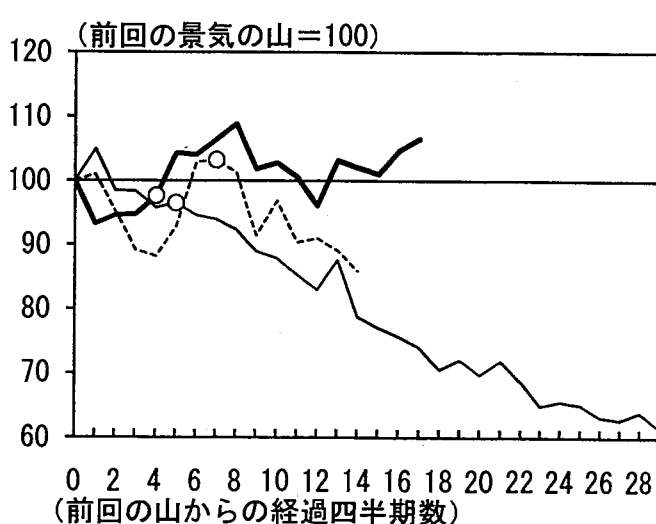
(4) 設備投資



(5) 個人消費



(6) 公共投資

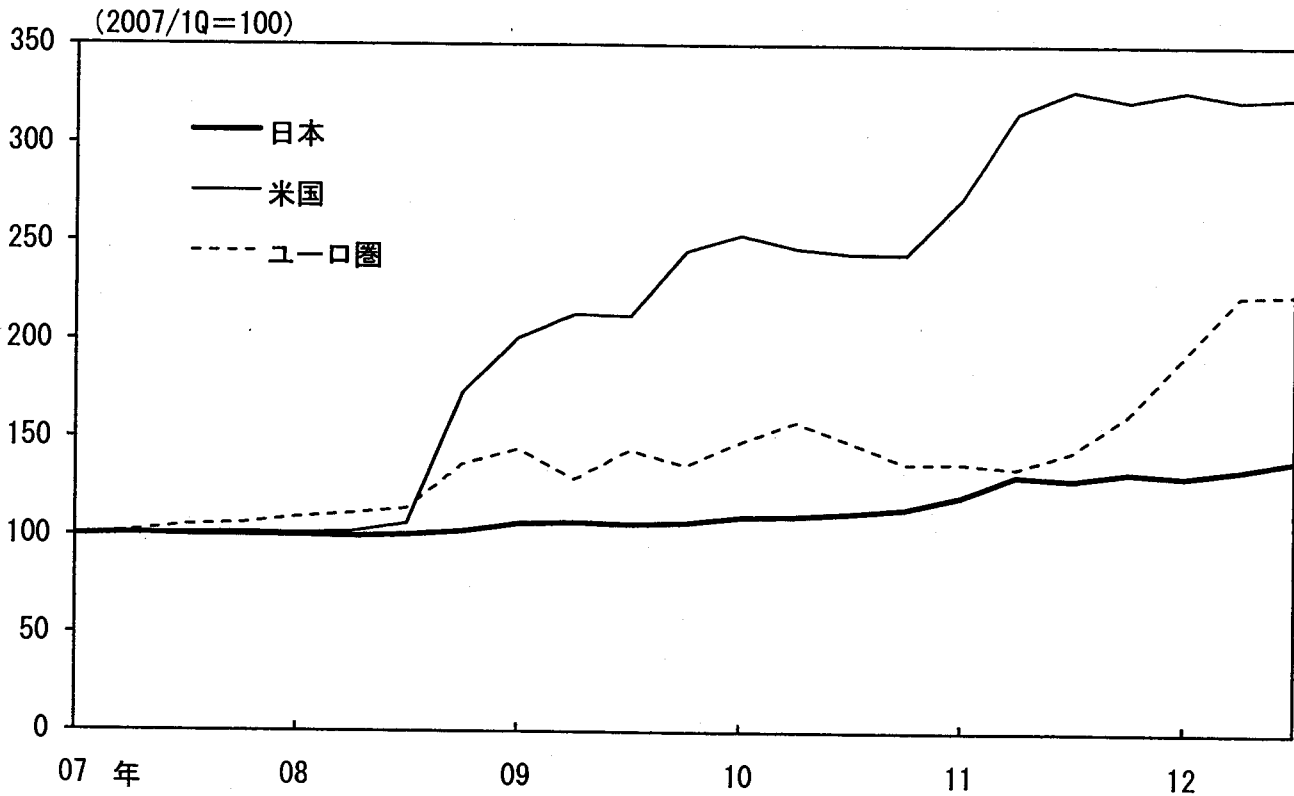


(注) 1. 上記図では、景気の山から次の景気の山までの変数の推移をプロットしている。
2. ○は景気の谷時点を示す。

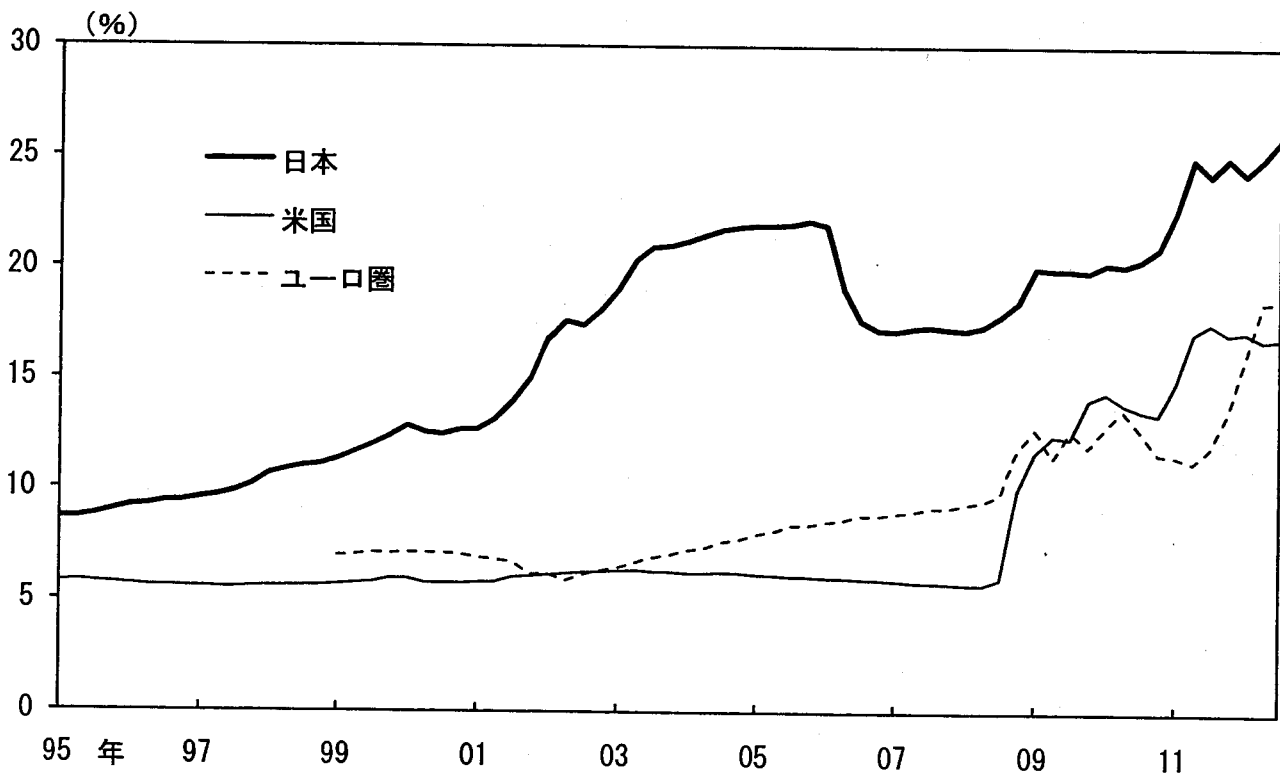
(資料) 内閣府「国民経済計算」等

日米欧のマネタリーベース

(1) 水準



(2) 対名目GDP比率



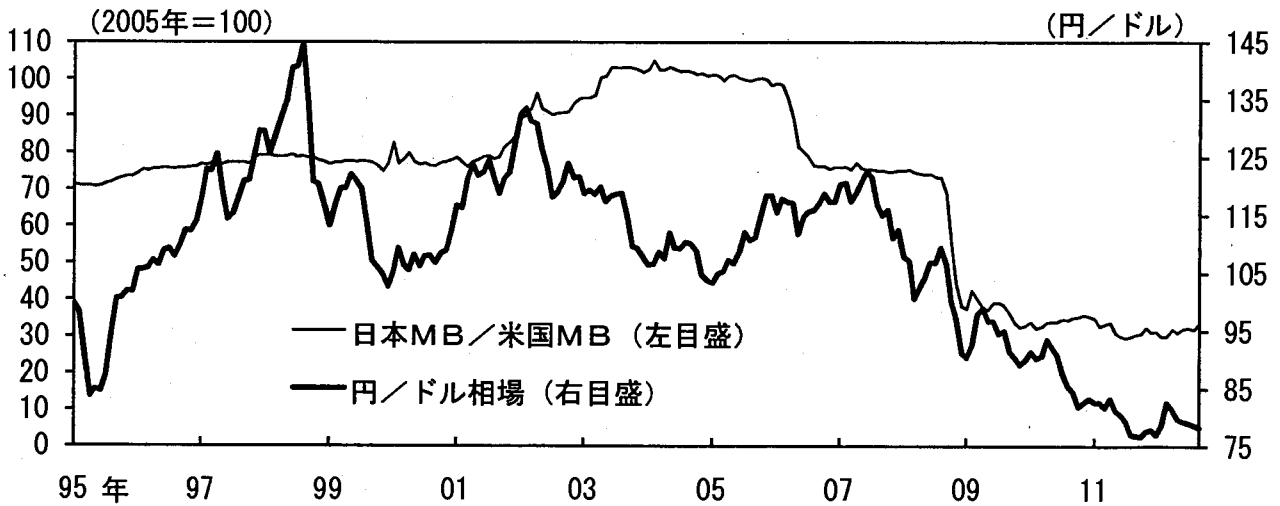
(注) 1. マネタリーベースは、銀行券発行高、貨幣流通高および中央銀行当座預金の合計。

2. (2)の日本、ユーロ圏の2012/3Qの名目GDPは、2012/2Qの値。

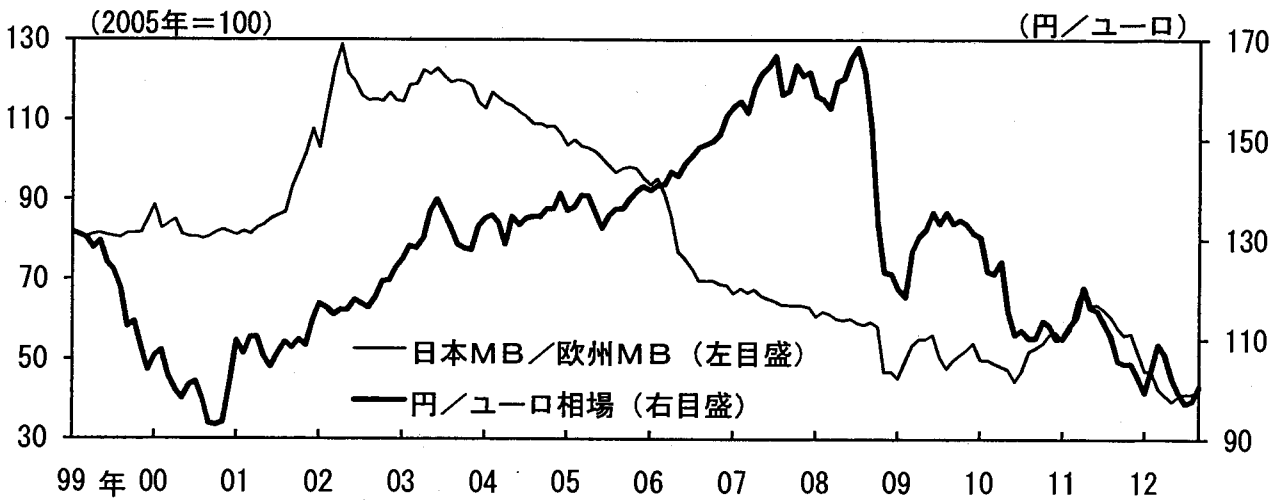
(資料) 内閣府、日本銀行、FRB、BEA、ECB、Eurostat

マネタリーベースと為替相場

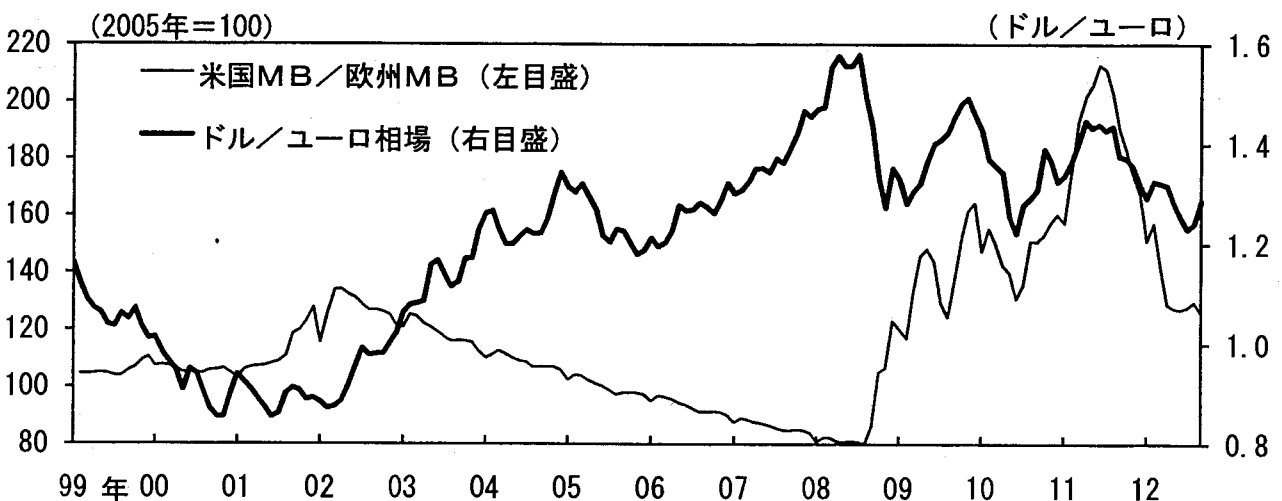
(1) 日本と米国



(2) 日本とユーロ圏



(3) 米国とユーロ圏

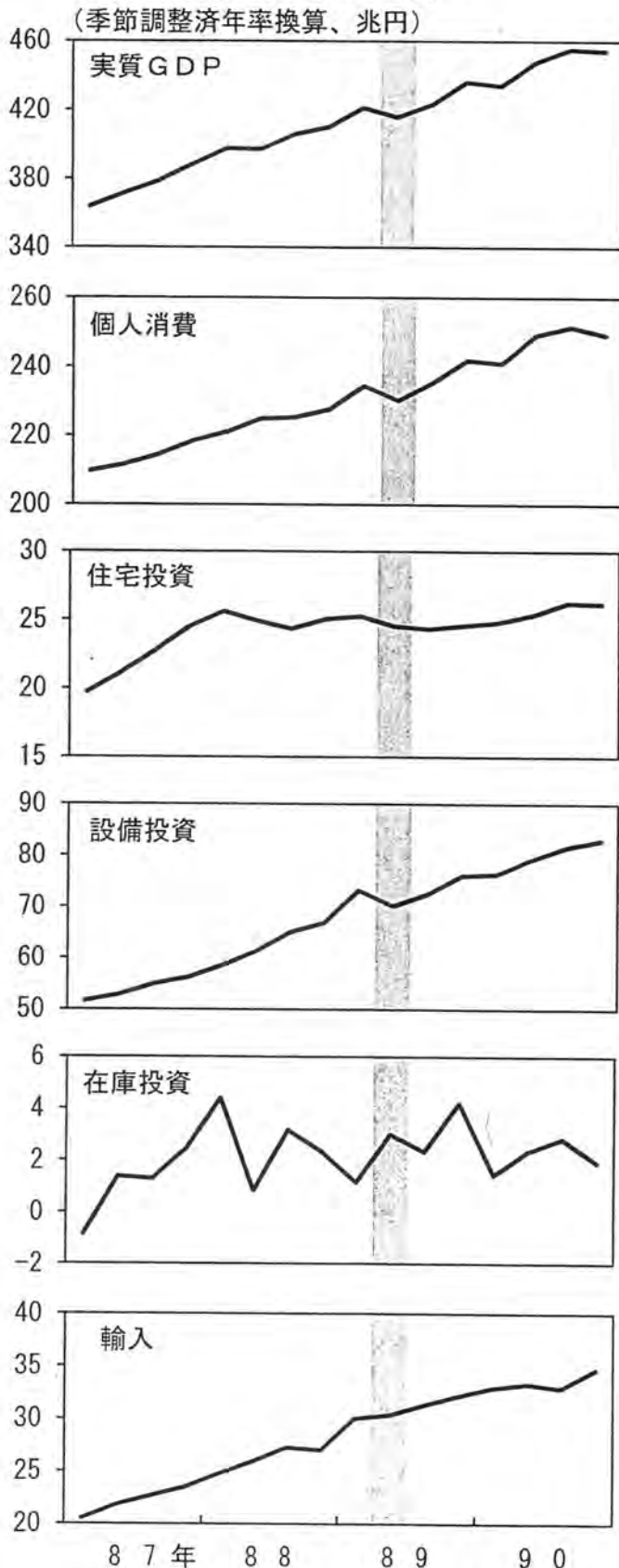


(注) マネタリーベース (MB) は、銀行券発行高、貨幣流通高および中央銀行当座預金の合計。

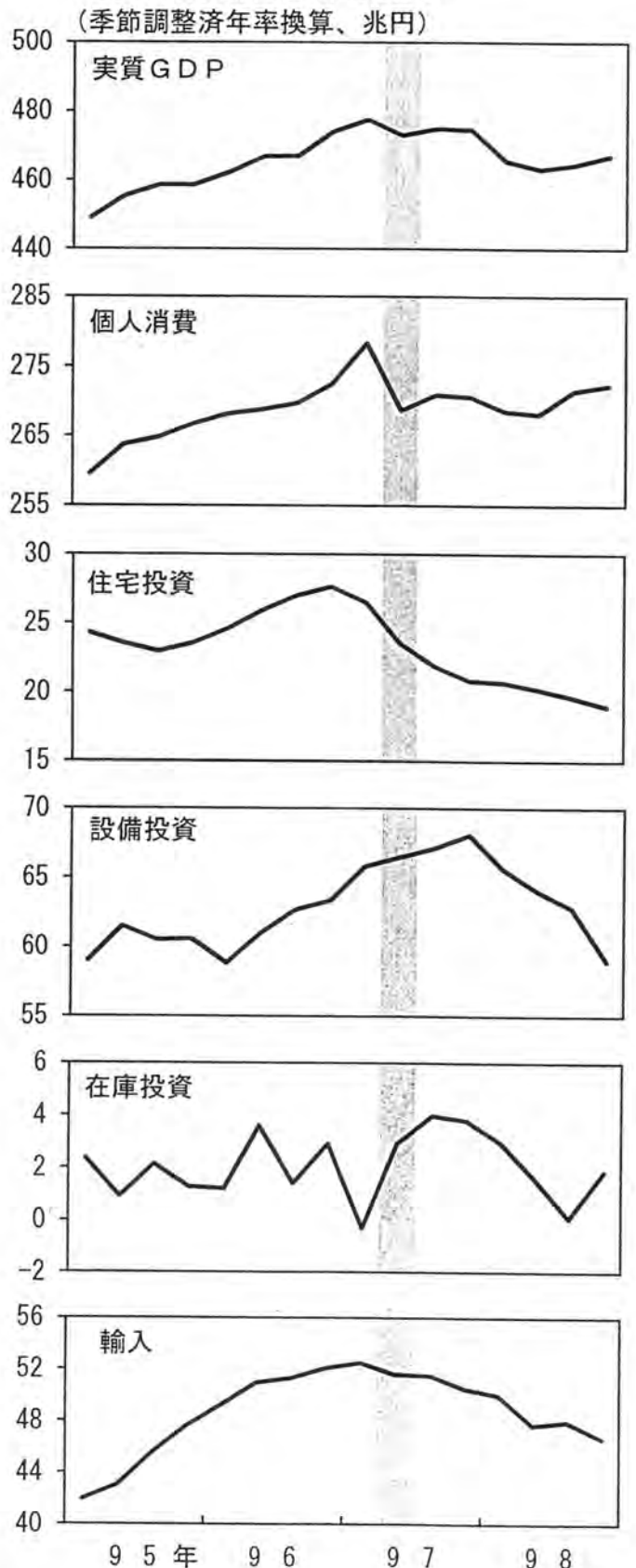
(資料) 日本銀行、FRB、ECB、Bloomberg

消費税率引き上げが経済に与える影響 (1)

(1) 消費税導入時 (1989/4月) における实体经济の動き



(2) 前回税率引き上げ時 (1997/4月) における实体经济の動き

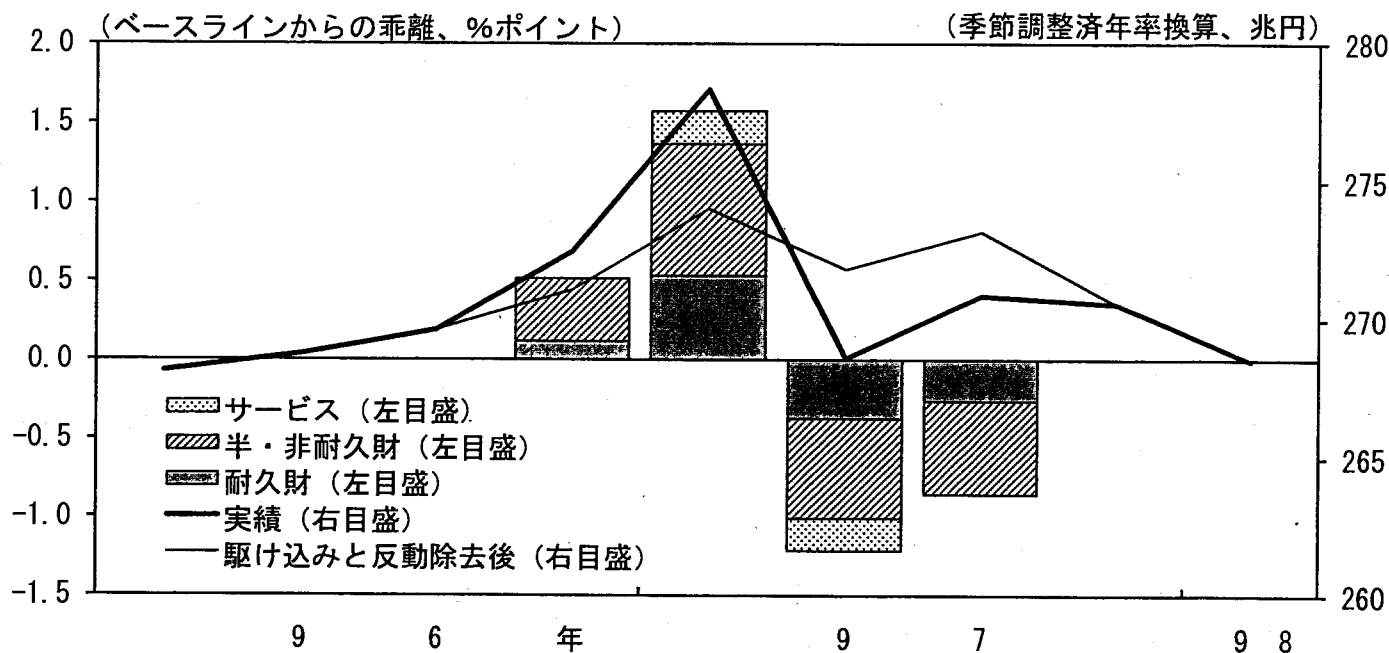


(注) シャドー部分は、消費税率に関する変更が実施された時点。

(資料) 内閣府「国民経済計算」

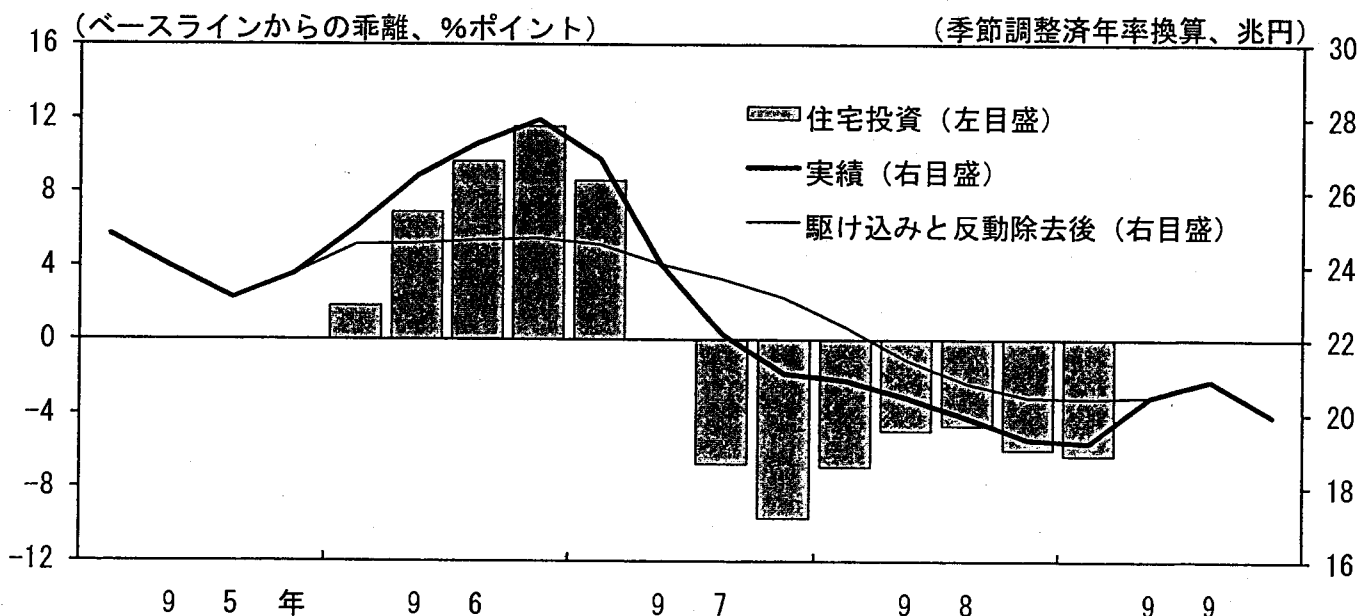
消費税率引き上げが経済に与える影響 (2)

(1) 個人消費



- (注) 1. 駆け込み需要とその反動の試算にあたっては、それぞれの形態別消費について、雇用者報酬・一時所得・金融資産残高・世帯変動要因・消費税増税前後のダミー変数を用いて回帰し、得られたダミー変数の係数を用いて、日本銀行調査統計局が試算。推計期間は、1980/1Q~2011/4Q。
 2. 15歳以上人口を用いた一人あたりで推計。一時所得は、可処分所得から雇用者報酬を除いた値を用いている。

(2) 住宅投資

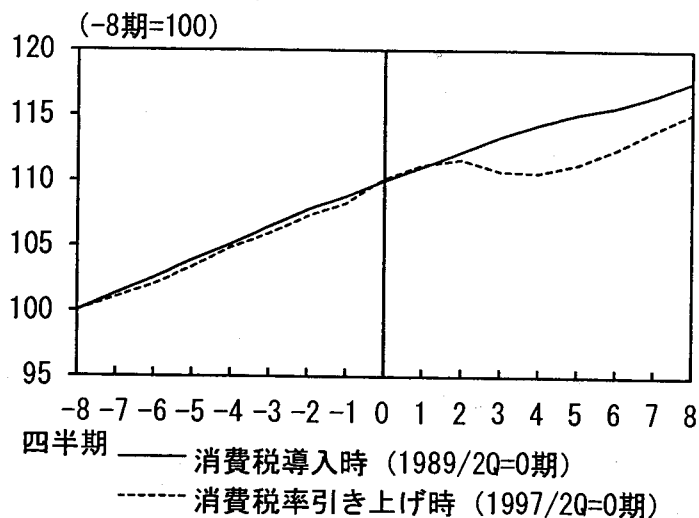


- (注) 1. 駆け込み需要とその反動の試算にあたっては、住宅投資について、非人的資産・人的資産・住宅ストック・潜在成長率・実質金利・消費税増税前後のダミー変数を用いて回帰し、得られたダミー変数の係数を用いて、日本銀行調査統計局が試算。推計期間は、1980/4Q~2009/4Q。
 2. 非人的資産は、国民経済計算における家計の正味資産(実質)を用いている。人的資産は、実質可処分所得のトレンドを用いている。
 3. 総人口を用いた一人あたりで推計。

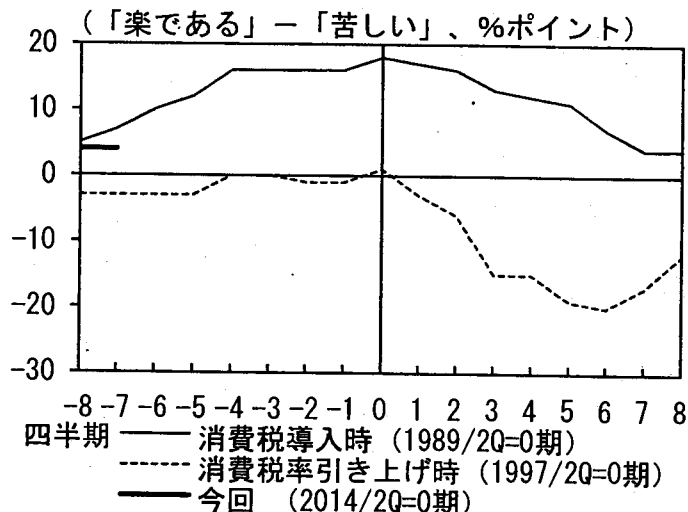
(資料) 内閣府「国民経済計算」等

経済情勢の局面比較

(1) 海外経済

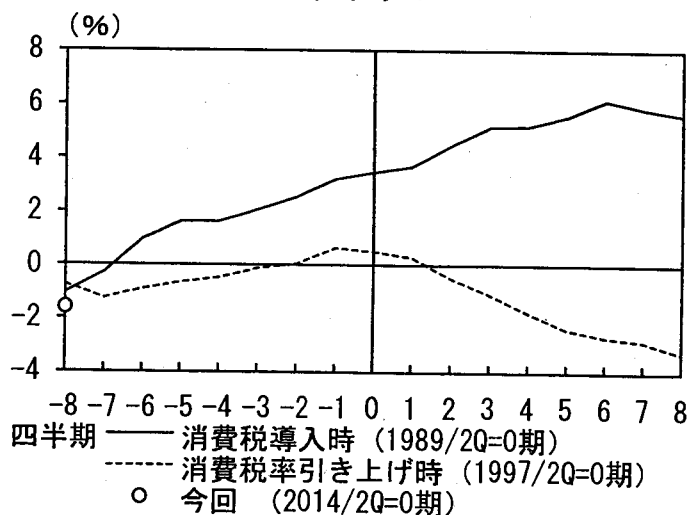


(2) 資金繰り判断D.I.

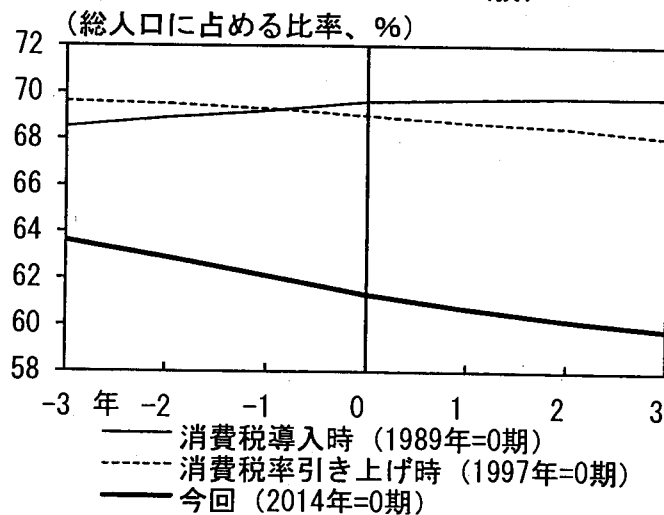


(注) (1)の海外経済については、図表3を参照。

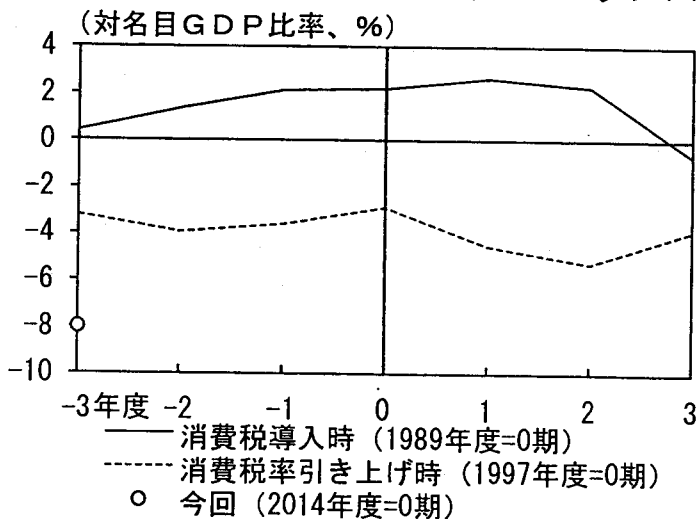
(3) 国内GDPギャップ



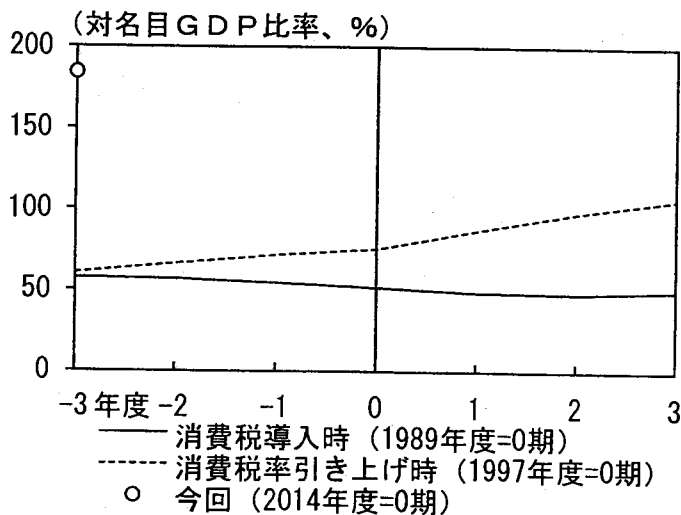
(4) 生産年齢人口(15-64歳)



(5) 財政収支(プライマリー・バランス)



(6) 政府債務残高

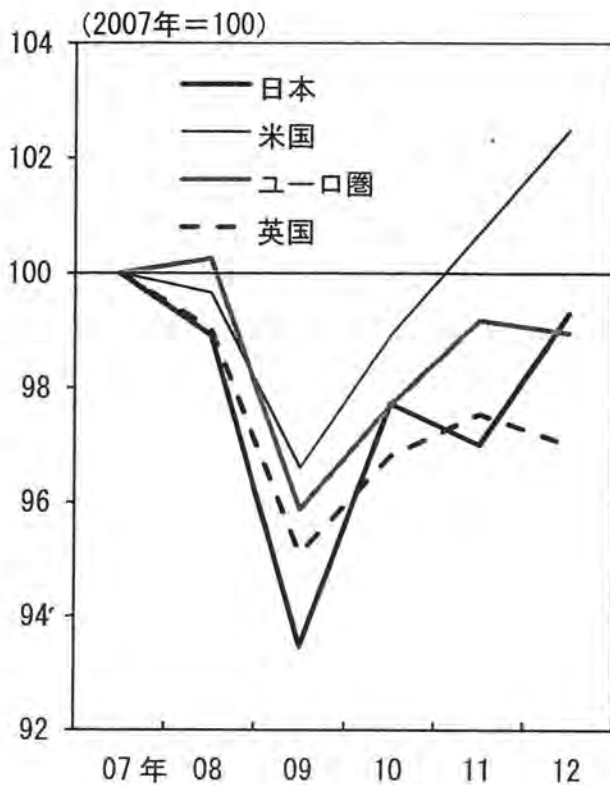


(注) (5)の財政収支は、国民経済計算確報(平成12年基準、平成17年基準)による。(6)の政府債務残高は内閣府「経済財政の中長期試算」(2012/8月)の公債等残高の値。ともに、国・地方ベース。

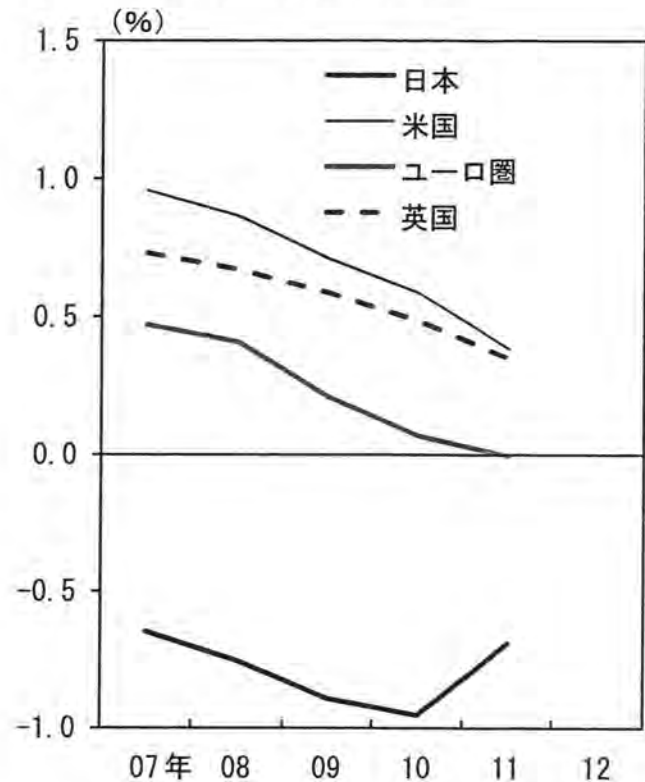
(資料) 内閣府「国民経済計算」、国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口」、CEIC、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、内閣府「経済財政の中長期試算」等

リーマン・ショック以降の先進国の実質GDP

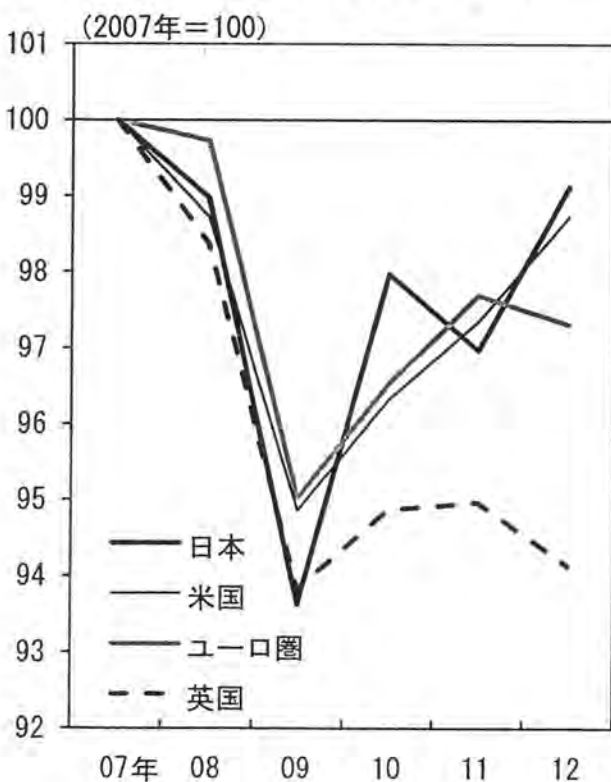
(1) 実質GDP



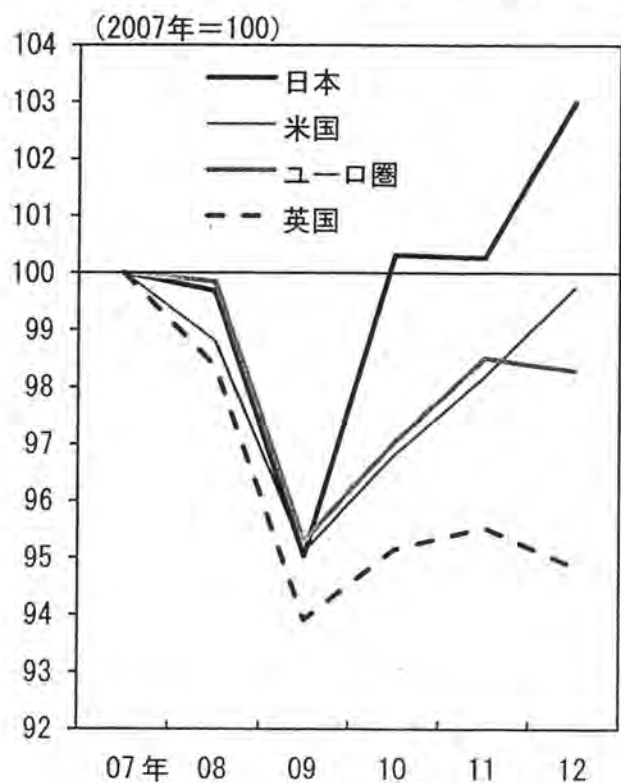
(2) 生産年齢人口成長率



(3) 人口一人当たり実質GDP



(4) 生産年齢人口一人当たり実質GDP



(注) 1. 生産年齢人口は15～64歳の人口。

2. 2012年は1～6月の値。(3)、(4)では人口、生産年齢人口の2012年は前年と同じ伸びとして試算している。

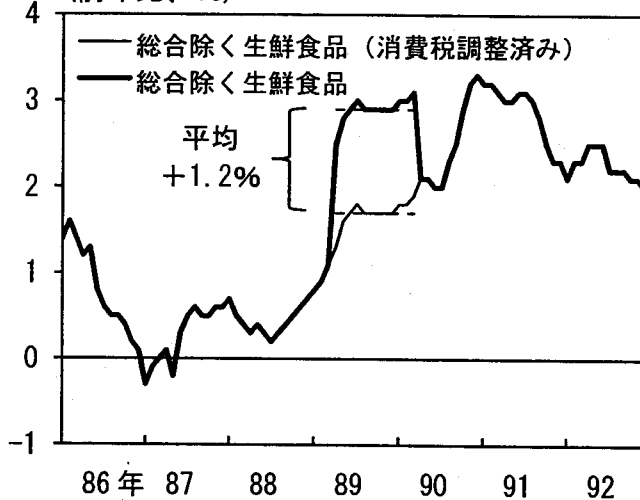
(資料) 内閣府「国民経済計算」、World Bank、BEA、Eurostat、ONS

消費税率引き上げが物価に与える影響

(1) 過去の局面における消費者物価の動き

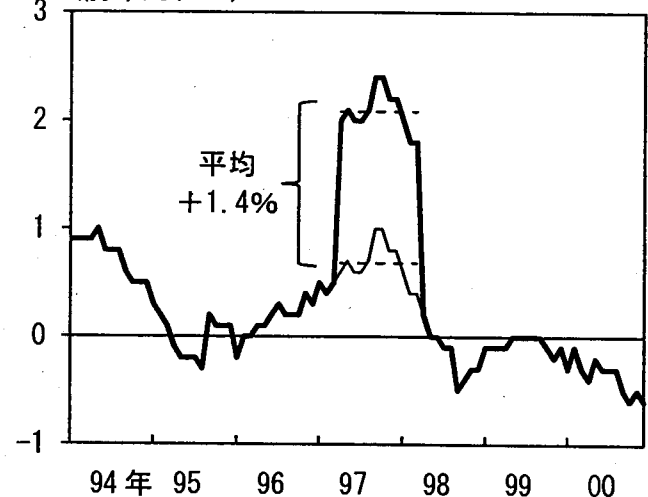
① 消費税導入時 (1989/4月)

(前年比、%)



② 前回税率引き上げ時 (1997/4月)

(前年比、%)



- (注) 1. 1989/4月については、同時に物品税の廃止等があったため、X-12-ARIMAの異常値処理コマンド (LS: レベルシフト) を使用し、影響を算出。
 2. 1997/4月については、全ての課税品目に対し消費税が全て転嫁されると仮定し、各品目のウェイトで積み上げて影響を算出。
 3. 1997/4月の税率引き上げ局面では、CPIの上昇率が年末にかけて高まっているが、これには1997/9月から、医療費の自己負担率が引き上げられた結果、診察料が大きく上昇したこと (前年比31%、総合除く生鮮食品に対する寄与度+0.4%ポイント程度) が影響している。

(2) 物価指数における非課税・免税品目

	ウェイト	主な非課税・免税品目
国内企業物価	0	なし
消費者物価	2,874	下記品目の合計
財	4	教科書
一般サービス	2,137	民営家賃、持家の帰属家賃、私立高校授業料、外国パック旅行等
公共サービス	733	診療代、自動車保険料 (任意)、傷害保険料等

- (注) 1. 消費者物価のウェイトは、総合除く生鮮食品に対する万分比。
 2. 消費者物価については、個別品目のうち、消費税法で定められた非課税取引に該当すると考えられる品目および、価格の対象となる役務の大部分が免税取引となる外国パック旅行について、ウェイトを積み上げた。

(3) 消費税率引き上げがフル転嫁された場合の物価指数への影響

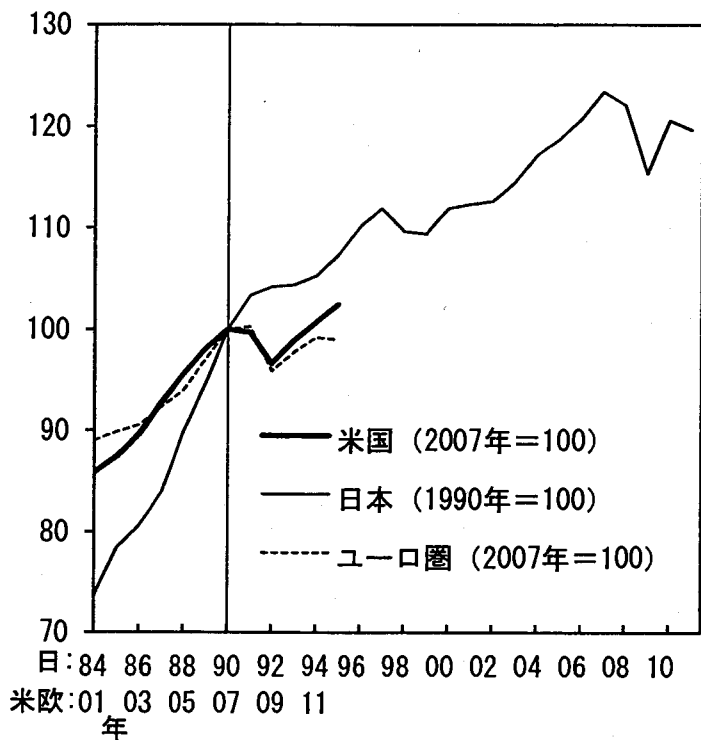
(前年比に対する寄与度、%ポイント)

		国内企業物価	消費者物価 (除く生鮮食品)
2014年4月	消費税率引き上げ (5%→8%)	2.9	2.0
2015年10月	消費税率引き上げ (8%→10%)	1.9	1.3

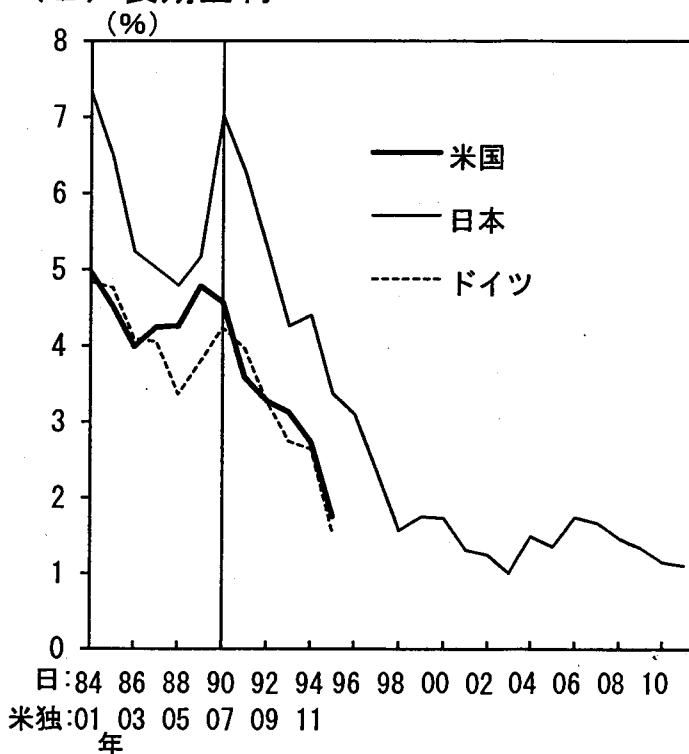
(資料) 総務省「消費者物価指数」、日本銀行「企業物価指数」、国税庁等

先進国におけるバランスシート調整

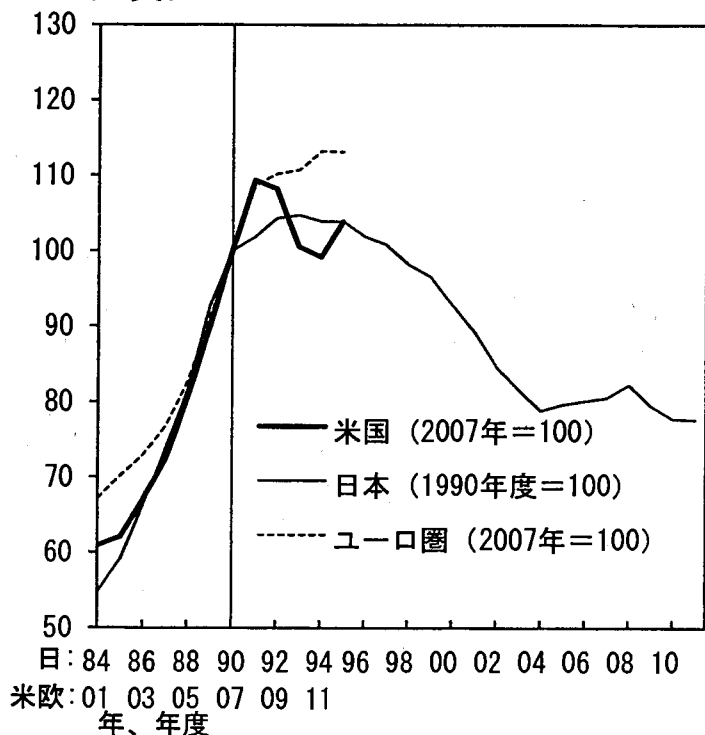
(1) 実質GDP



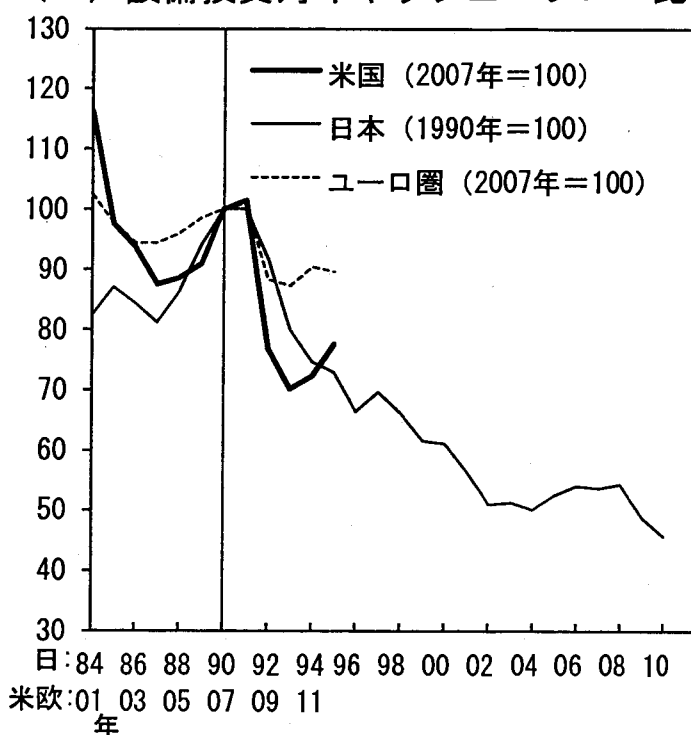
(2) 長期金利



(3) 貸出



(4) 設備投資対キャッシュ・フロー比率

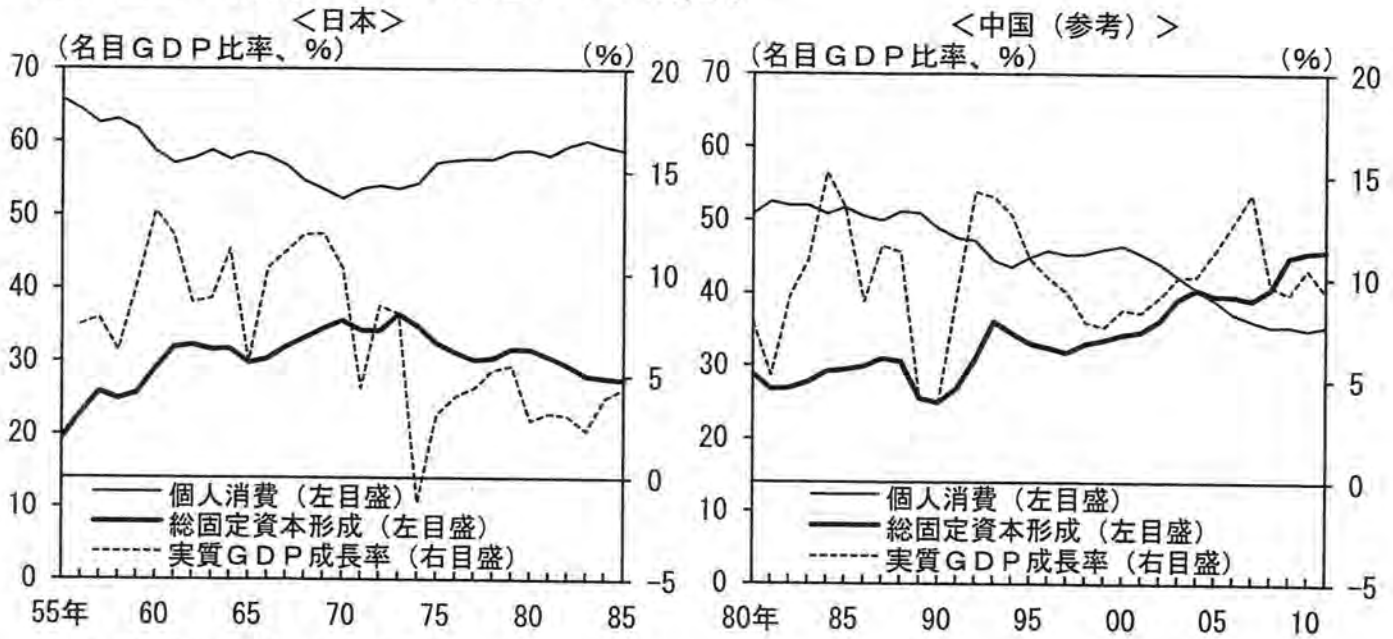


- (注) 1. (3) の米国、ユーロ圏は暦年ベース、日本は年度ベース。
2. (4) のキャッシュ・フローは、米国は「配当支払い前キャッシュ・フロー」、日本は図表43と同じ、ユーロ圏は「固定資本減耗+営業余剰×1/2」として算出。

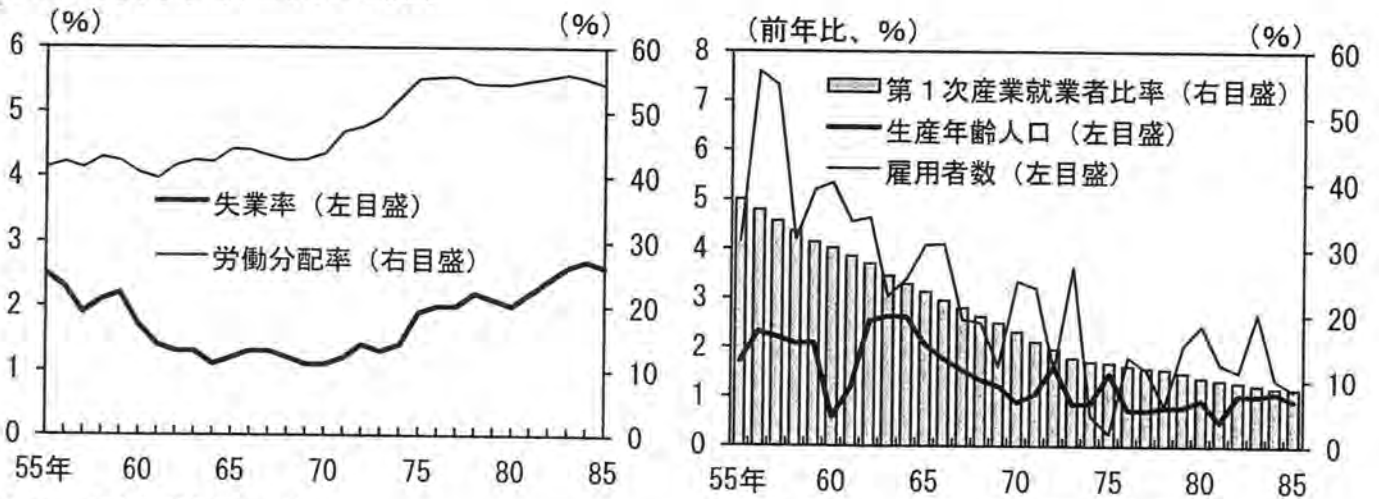
(資料) 内閣府「国民経済計算」、日本証券業協会「公社債店頭売買参考統計値」、日本銀行「資金循環統計」、BEA、FRB、Eurostat、ECB、Bloomberg

高度成長期から安定成長期へ：日本の経験

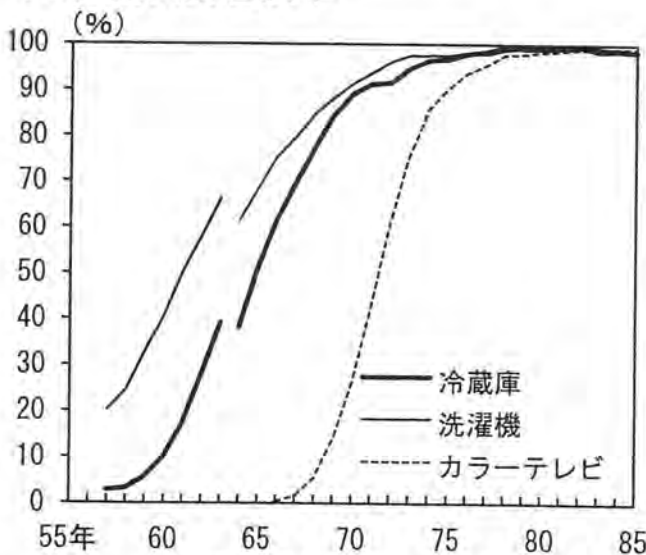
(1) 投資・消費GDP比率とGDP成長率



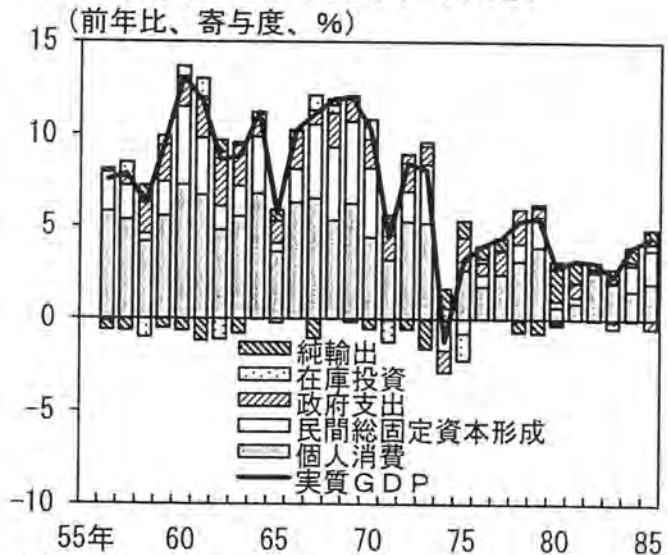
(2) 労働市場と人口要因



(3) 耐久財普及率












(4) 実質GDP成長率の内訳



(注) (3)の1963年以前は非農家、都市部のみを対象としている。

(資料) 総務省「日本の長期統計系列」、内閣府「消費動向調査」、CEIC等

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	持ち直しに向けた動きがみられている		引き続き持ち直しの動きはみられるものの、このところ弱めの動きがみられ始めている
東北	震災関連需要が一段と強まる中、様々な経済活動の水準が震災前を上回るなど、回復している		一部に弱めの動きがみられるものの、公共投資が大幅に増加しているなど、全体として回復している
北陸	海外経済減速の影響がみられるものの、全体としては持ち直しの動きが続いている		横ばい圏内の動きとなっている
関東甲信越	復興関連需要や消費者マインドの改善傾向などを背景に国内需要が堅調に推移する中で、緩やかに持ち直しつつある		横ばい圏内の動きとなっている
東海	緩やかに回復している		回復の動きが一服している
近畿	持ち直しの動きもみられるが、なお足踏み状態にある		全体として足踏み状態となっているが、一部に弱めの動きがみられている
中国	持ち直しの動きもみられるが、なお横ばい圏内の動きとなっている		全体としてなお横ばい圏内にあるものの、輸出の減少等を背景として、生産等を中心に弱めの動きがみられる
四国	持ち直している		持ち直し基調にあるものの、そのテンポが緩やかになっている
九州・沖縄	一部になお弱めの動きもみられるが、全体として持ち直している		輸出、生産が弱めの動きとなるなど、全体として持ち直しのテンポが緩やかになっている

(注) 全文は、<http://www.boj.or.jp/research/brp/rer/rer121022.htm/>を参照。

(資料) 日本銀行「地域経済報告（2012年10月）」

2012年10月30日

日 本 銀 行

経済・物価情勢の展望（2012年10月）〈案〉

【基本的見解】¹

1. はじめに

今回の展望レポート（経済・物価情勢の展望（2012年10月））では、2014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と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。それらを踏まえて、相対的に蓋然性が高いと判断される経済・物価の見通し（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

国際金融資本市場をみると、欧州債務問題を巡る懸念は、春先以降、ギリシャの再選挙やスペインの金融システム問題を巡る不透明感の高まりから、EU・IMFの支援を既に受けているギリシャ、ポルトガル、アイルランドにとどまらず、スペインやイタリアにも再び広がった。この結果、国際金融資本市場は全体として神経質な動きとなり、例えば、スペイン国債の10年物利回りは、7月下旬には7%台半ばまで上昇した。こうした状況に対して、欧州当局は様々な施策を講じてきた。すなわち、7月には、スペインの金融機関に対する資本注入のための金融支援策が取り纏められた。9月上旬に、ECBは、欧州安定メカニズム（ESM）などに支援を要請し、必要な財政再建や経済構造改革を進める国を対象に、残存1～3年の国債を予め上限を設けることなく買入れる新たなプログラム（OMT

¹ 10月30日開催の政策委員会・金融政策決定会合で決定されたものである。

s) を導入した。9月中旬には、欧州委員会が、E S Mによる銀行への直接資本注入を可能とする枠組みの構築に向けて、域内の銀行監督権限をE C Bに一元化することを提案し、10月中旬のE U首脳会議ではその年内法制化が合意された。これらの施策もあって、欧州債務問題を背景とする投資家のリスク回避姿勢は、一頃に比べるとやや後退している。もっとも、ギリシャの財政・経済構造改革の進展や、スペインのE S Mへの支援要請の有無、銀行監督の一元化に向けた取り組み等を巡って不透明感の強い状況はなお続いており、今後の市場の展開には十分注意していく必要がある。

昨年後半以降の海外経済をみると、欧州債務問題の悪影響が貿易や企業マインドのルートを通じて世界的に拡がっており、最近では、多くの国や地域で、製造業部門を中心に減速の度合いが強まっている。地域別にみると、米国経済は、個人消費が緩やかに増加し住宅市場で持ち直しの兆しもみられるなど、全体としては緩やかな回復基調を続けているが、海外経済やいわゆる「財政の崖 (fiscal cliff) 」を巡る先行き不透明感の高まりから企業マインドが慎重化するもとの、設備投資や生産の増勢が鈍化している。欧州経済は、緩やかに後退している。ユーロ圏周縁国において財政、金融システム、実体経済の間の負の相乗作用が働くもとの、債務問題の悪影響が域内の貿易取引の減少や企業マインドの悪化を通じて周縁国からコア国へと波及している。中国経済についてみると、ウエイトの高い欧州向けの輸出が落ち込んでいるうえ、不動産投機抑制策の影響等から民間不動産投資が減速している。こうした内外需要を反映して、素材産業など幅広い分野で在庫の積み上がりが解消しておらず、在庫調整局面が長引いていることから、成長ペースの減速の度合いもやや強まっている。欧州や中国の最終需要の弱さの影響もあって、N I E s ・ A S E A N経済も、輸出や製造業の設備投資といった企業部門を中心に、持ち直しの動きが緩やかになっ

ている²。

海外経済の先行きに関する中心的な見通しとしては、当面減速した状態が続くとみられるが、国際金融資本市場が総じて落ち着いて推移するとの想定のもと、減速した状態から次第に脱し、緩やかな回復に転じていくと考えられる³。

地域別にみると、米国経済は、緊縮的な財政政策の影響を受けつつも、緩和的な金融環境などを背景に、見通し期間を通じて緩やかな回復が続くと考えられる。欧州経済は、域外輸出の増加からユーロ圏コア国が成長率を徐々に高めていくものの、周縁国では緊縮財政が続くことから、全体でも見通し期間を通じて回復の勢いに乏しい状態が続く可能性が高い。中国経済は、当面減速した状態が続くとみられるものの、金融・財政両面での景気刺激策の効果が顕在化し、在庫調整が進展していくにつれて、成長率は徐々に高まっていくと考えられる。この間、NIEs・ASEAN経済は、個人消費を中心に内需が堅調さを維持する中で、輸出が次第に増勢に転じていくことにより、持ち直しの動きがはっきりしていくと見込まれる。

3. わが国の金融環境

わが国の金融環境をみると、日本銀行が強力な金融緩和を間断なく推進する中、緩和した状態が続いている。すなわち、企業の資金調達コストは、銀行の新規貸出約定平均金利が短期・長期とも1%と、2000年代前半の量

² NIEsは韓国、台湾、香港、シンガポールを、ASEANは代表的にはタイ、インドネシア、マレーシア、フィリピンの4か国を指す。

³ IMFが10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）をみると、2012年3.3%、2013年3.6%、2014年4.1%と、いずれの年も7月時点から0.2~0.3%ポイント下方修正されているものの、見通し期間終期にかけて、過去の長期平均を上回るペースへと緩やかに加速する見通しとなっている。ちなみに、1980年から2011年までの32年間の平均成長率は+3.4%である。

的緩和期をも下回る水準となるなど、低水準で推移している。CP・社債市場の発行環境についても、業績悪化等から一部の銘柄でスプレッドが拡大しているものの、投資家の需要が引き続き底堅い中で、総じてみれば良好な状態が続いている。企業からみた貸出態度や企業の資金繰りを表わす各種のアベイラビリティ判断指標は、2000年以降の平均を上回る水準となっている。資金需要は、復興関連や企業買収関連を中心に、回復傾向にある。企業の国内での資金調達残高をみると、銀行貸出の前年比は、このところプラス幅が幾分拡大している。社債残高の前年比は、電力債を中心にマイナスとなっている一方、CP残高の前年比は、振れを均してみれば小幅のプラスで推移している。

以上のように、わが国の金融環境は、東日本大震災や欧州債務問題といった強い逆風の時期を含めて、緩和した状態が維持されている。先行きについても、こうした緩和的な金融環境は、国内民間需要の自律回復への動きを後押ししていくと考えられる。もともと、金融資本市場の国際的な連関が高まっていることを踏まえると、国際金融資本市場の今後の動向次第では、その影響がわが国の金融システムや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⁴。

4. わが国の経済・物価の中心적인見通し

(1) 経済情勢

前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見通し）を検討する。なお、今回の中心적인見通しでは、消費税関連法案の成立を受けて⁵、消費税率が現行の5%から2014年4月に8%、2015年

⁴ 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2012年10月）を参照。

⁵ 「社会保障の安定財源の確保等を図る税制の抜本的な改革を行うための消費税法の一部を改正する等の法律」が8月に成立した。

10月に10%に引き上げられることを前提としている。

わが国の経済をみると、本年前半の成長率は、復興関連需要が公的需要、民間需要の両面で増加するもとの、国内需要が堅調に推移したことから、年率3%程度となった。もっとも、その後は、海外経済の減速した状態が強まっていることを反映して、輸出や鉱工業生産が減少し、**内需にもその影響が一部及び始めていることから**、景気は弱含みとなっている。わが国経済の先行きを展望すると、当面横ばい圏内の動きにとどまるとみられるが、国内需要が全体としてみれば底堅さを維持し、海外経済が減速した状態から次第に脱していくにつれて、緩やかな回復経路に復していくと考えられる。この間、企業による内外の潜在需要の掘り起こしや政府による成長戦略の実行など成長力強化への取り組みの成果が徐々にあがり、企業や家計の中長期的な成長期待が見通し期間終盤にかけて緩やかながら高まっていくもとの、景気回復の持続性も増していくと想定している。

以下やや詳しく述べると、2012年度下期から2013年度にかけての景気展開については、輸出や鉱工業生産は、海外経済の減速が長引くもとの、当面弱めに推移するとみられる。こうした輸出・鉱工業生産の弱さは、製造業部門の支出活動を幾分抑制する方向に作用すると考えられる。国内需要については、防災・エネルギー関連の投資を含めた広い意味での復興関連需要などに支えられて、全体としてみれば底堅さを維持するとみられるが、エコカー補助金の終了に伴う乗用車購入の反動減が見込まれるほか、震災後のペントアップ需要も徐々に減衰していくとみられる。このため、国内需要が輸出の弱さを補うほどの増加を続けるとは考え難く、景気は当面横ばい圏内の動きにとどまるとみられる。もっとも、その後は、海外経済が減速した状態から次第に脱していくにつれて、輸出や鉱工業生産は持ち直しに転じ、経済全体で前向きな支出活動も徐々に強まっていくと予想される。2013年度の成長率は、復興関連需要による景気押し上げ効果が公

的需要中心に徐々に減衰していくものの、海外経済の持ち直しが次第に明確になるにつれて、企業収益や雇用者所得の増加を伴いながら国内民間需要がしっかりと伸びとなるため、潜在成長率をはっきりと上回ると考えられる⁶。2013年度下期には、消費税率引き上げ前の駆け込み需要が相応の規模で発生すると予想されるため、一時的にかなり高めの成長となると考えられる⁷。

2014年度については、海外経済が過去の長期平均を上回る成長を実現するほか、企業収益の改善や成長期待の高まりを背景に低金利の持つ景気刺激効果も強まっていき、これが国内民間需要を下支えするとみられることなどから、消費税率引き上げに伴う変動を除いた基調で見れば、潜在成長率を幾分上回る成長経路をたどると考えられる。ただし、年度の成長率は、上期を中心に消費税率引き上げ前の駆け込み需要の反動が出ることから、小幅のプラスにとどまる可能性が高い。

なお、わが国経済が横ばい圏内を脱し、回復に向かう時期については、前述のとおり海外経済の減速した状態が強まっていることなどを受けて、従来の想定よりも後ずれする見込みである。今回の見通しでは、こうした

⁶ わが国の潜在成長率を、一定の手法で推計すると、見通し期間の終期にかけて徐々に上昇していくが、期間平均では「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。潜在成長率の推計方法について詳しくは、2010年10月の展望レポート（経済・物価情勢の展望（2010年10月））のBOX4を参照。

⁷ 消費税率の引き上げは、経済に対して、主として税率の引き上げ前後の駆け込み需要の発生とその反動（異時点間の代替効果）を通じて、影響を及ぼすと考えられる。物価上昇に伴う実質所得の低下を通じた影響も考えられるが、やや長い目でみて家計はわが国の厳しい財政事情を踏まえ、将来の消費税率引き上げをある程度織り込んで行動しているとみられることを勘案すると、その影響は所得の減少から機械的に計算されるほどには大きくならないと予想される。以上を踏まえて、今回の消費税率引き上げが実質GDPに及ぼす影響について定量的に試算すると、2013年度の成長率を0.3%ポイント程度押し上げる一方、2014年度の成長率を0.7%ポイント程度押し下げると見込まれる。なお、今回の引き上げにおいては、自動車や住宅に関する激変緩和措置の取扱いなどの詳細が現時点で固まっていないこともあり、経済への影響は不確実性が大きく、上記の試算も相当な幅をもってみる必要がある。

回復時期の後ずれを織り込んだことにより、2012年度の成長率は、7月の中間評価時点の見通しと比べると、下振れしている。2013年度の見通しについても、消費税率引き上げ前の駆け込み需要の影響を除いて考えると、幾分下振れとなる。

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、輸出は、欧州向けや中国向けを中心に、当面弱めに推移するとみられるが、中国での景気刺激策の効果発現などから、海外経済が次第に減速局面から脱していくにつれて、緩やかに持ち直しに転じていくと考えられる。この間、国内需要は、広い意味での復興関連需要と緩和的な金融環境に支えられ、全体としてみれば底堅さを維持すると考えられる。すなわち、公共投資は増加を続けるとみられるほか、企業の業務継続・防災意識の高まりや、再生可能エネルギー関連への経営資源投入の動きなどを背景に、防災・エネルギー関連といった循環的な要素に左右され難い設備投資は、堅調に推移すると見込まれる。このように国内需要が全体としてみれば底堅さを維持するもとの、前述のとおり海外需要が次第に回復していくため、企業収益の改善基調は徐々に明確化していくと予想される。こうしたもとの、設備投資は、当面、製造業を中心に輸出・鉱工業生産の弱さから幾分弱めの動きとなると予想されるものの、全体としてみれば、見通し期間を通じて緩やかな増加基調を維持するとみられる。

次に、家計部門について、雇用・所得環境をみると、労働需給は、底堅い内需に支えられ総じてみれば改善基調を続けるとみられるものの、当面は、輸出・鉱工業生産の弱さが、所定外労働時間や新規求人の減少等を通じて、労働需給を緩和させる方向に働くと考えられる。また、一人当たり賃金についても、震災の影響を受けた前年度の厳しい企業業績が、今冬の特別給与の下押し要因になるとみられる。このため、雇用者所得は、当面、

横ばい圏内で推移する可能性が高い。こうした中にあっても、個人消費は、雇用者所得の影響を受け難い高齢者消費を中心に、潜在需要を掘り起こす企業の取り組みなどにも支えられ、総じてみれば底堅く推移すると予想される。ただし、当面は、エコカー補助金の押し上げ効果が剥落するうえ、これまでの高い伸びを支えてきた震災後のペントアップ需要も減衰していくため、消費の増勢は本年前半に比べれば鈍化するとみられる。その後は、前述のとおり海外経済の改善を反映して輸出や鉱工業生産も持ち直しに転じてくるため、雇用・所得環境はラグを伴いつつも改善基調が次第に明確になり、このことが個人消費を下支えしていくとみられる。この間、住宅投資については、復興需要や低金利などを背景に、見通し期間を通じて、緩やかに増加していく可能性が高い。

(2) 物価情勢

日本銀行は、中長期的に持続可能な物価の安定と整合的と判断する物価上昇率を、「中長期的な物価安定の目途」として数値で示している。具体的に「中長期的な物価安定の目途」については、消費者物価の前年比上昇率で2%以下のプラスの領域にあると判断しており、当面は1%を目途としている。こうした「中長期的な物価安定の目途」を踏まえつつ、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）の前年比の推移をやや長い目で振り返ると、2009年8月に過去最大の下落幅（-2.4%）となった後、労働や設備の稼働状況、すなわち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ており、最近では概ねゼロ%となっている。このように、消費者物価の上昇率とマクロ的な需給バランスの間には、やや長い目でみれば、緩やかな正の相関関係が存在する。

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は、前

述の景気展開を反映して、当面横ばい圏内で推移するものの、その後は、消費税率引き上げの影響による振れを伴いつつも、緩やかな改善基調を続けると考えられる。中長期的な予想物価上昇率については、市場参加者やエコノミストの見方は振れを均してみれば概ね1%程度で安定的に推移しているほか、家計の見方にも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。国際商品市況については、このところ地政学リスクの高まりや天候要因などから原油や穀物の価格が強含んでいるものの、当面は、海外経済の減速を反映して、均してみれば横ばい圏内で推移すると想定される。その後は、新興国の経済成長に伴う食料・エネルギーの需要拡大などを背景に、基調的には緩やかな上昇傾向をたどると想定される。

以上の環境を前提に、消費税率引き上げの直接的な影響を除いて物価情勢の先行きを展望すると⁸、国内企業物価は、当面、国際商品市況が弱含みで推移することを反映して、前年比で下落するものの、2013年度以降は、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、緩やかな上昇基調に復していくと見込まれる。消費者物価の前年比は、当面ゼロ%近傍で推移した後、マクロ的な需給バランスの改善などを反映して、徐々に緩やかな上昇に転じ、2014年度には当面の「中長期的な物価安定の目途」である1%に着実に近づいていくとみられる。

今回の消費者物価の見通しを、7月の中間評価時点と比較すると、景気の見通しが下方修正されていることを反映して、マクロ的な需給バランスの改善が遅れるうえ、原油価格下振れの影響もあって、2012年度、2013年度ともに幾分下振れしている。

マクロ的な需給バランスの改善にこれまで時間を要してきた背景には、

⁸ 消費税率の引き上げが物価に及ぼす影響について、税率の引き上げ分が現行の課税品目すべてにフル転嫁されると仮定して試算すると、2014年度の国内企業物価は2.9%ポイント、同年度の消費者物価は2.0%ポイント押し上げられる。

循環的な要因と構造的な要因の双方が作用していると考えられる。循環的な要因としては、リーマン・ショックによる景気の落ち込みがきわめて大きかったため、マクロ的な需給バランスは現在なお改善途上にあることが挙げられる。このため、先行き潜在成長率を上回る成長が続くもとでも、マクロ的な需給バランスが概ねバランスした状態に達し、マクロの需給面から物価を押し上げる力がある程度明確になってくるのは、見通し期間の後半以降になると予想される。また、構造的な要因としては、経済成長率が趨勢的に低下してきたことが挙げられる。すなわち、急速な少子高齢化やグローバル化の進展に対して、成長力を強化する取り組みや社会保障制度の持続可能性を高める見直しが十分に進まなかったことが、企業や家計の中長期的な成長期待に悪影響を及ぼし、支出行動が慎重化している。このような慢性的な需要不足により、需給バランスの改善がなかなか進んでいないことが、物価の下落要因として作用してきたと考えられる。先行きは、成長力強化への取り組みの成果が徐々にあがり、家計や企業の成長期待も緩やかながら高まっていくもとで、こうした物価の下落圧力は次第に弱まっていくと想定している。

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、国際金融資本市場と海外経済の動向である。欧州債務問題については、欧州当局が様々な施策を講じてきたこともあり、金融システム面の不安から国際金融資本市場が動揺し世界経済が大きく下振れるテイル・リスクはやや後退したが、この問題の解決にはなお多くの課題が残されている。ECBによる大量の流動性供給や新たな国債買入れプログラムの導

入により市場の安定が保たれている間に、各国の財政・金融システム・経済構造改革や、欧州の財政・金融両面での統合が想定以上に進展すれば、市場からの信認が強化され、世界経済の上振れ要因となる可能性がある。一方、それらの取り組みに対する懸念が再燃した場合には、国際金融資本市場における緊張が再び高まることを通じて、世界経済ひいてはわが国経済の下振れ要因となり得る。

以上の国際金融資本市場を通じるルートのほかにも、海外経済にはなお様々なリスクがあり、とりわけ、大きな落ち込みは回避できたとしても、減速がさらに長期化するリスクには注意が必要である。米欧等の先進国については、2000年代半ばにかけての信用バブルの発生とその後の崩壊により過剰債務を抱えた経済主体は、債務を適正水準に戻すまで、慎重な投資・支出スタンスを維持する可能性が高い。こうしたもとで、上振れ方向のショックが発生しても経済が加速し難い一方で、下振れ方向のショックに対しては脆弱な状況が続くと考えられる。新興国については、先進国よりも潜在的な成長力は高いものの、貿易や金融市場のルートなどを通じて、先進国のバランスシート調整の影響を受けるとみられるほか、中国をはじめこれまで高成長を続けてきた幾つかの国では、持続可能な成長経路への移行に向けて、様々な構造問題に直面していることにも留意する必要がある。

地域別にリスク要因を詳しくみると、米国経済では、住宅市場に持ち直しの動きがみられる中、家計のバランスシート調整は、徐々に進捗してきているとはいえ、なお根強く残っている。そうしたもとで、欧州債務問題の悪影響に加えて、「財政の崖」の問題など財政政策の不確実性も意識されていることが、景気の抑制要因として強く働くリスクがある。一方、「財政の崖」の問題の解決により、財政政策の不確実性が軽減した場合には、企業や家計のマインドの改善等を通じて、景気が上振れる可能性がある。欧州経済については、ドイツなどコア国の景気が輸出主導で上振れる可能

性がある一方、周縁国における債務問題の悪影響がコア国へと一段と波及し、景気後退が想定以上に長引くリスクもある。新興国・資源国については、持続的な成長経路に移行するタイミングや中長期的な潜在成長率を巡って、なお不透明感が強い。とくに、中国経済については、欧州向けの輸出比率が高いなど、欧州債務問題の影響を受けやすい状況にあるだけに、過剰設備を抱える素材業種を中心に、需給バランスの改善に時間がかかるリスクがある。また、金融・財政両面での景気刺激策を受けて、インフラ投資など内需の一部には改善の兆しもみられるが、これらの政策効果の大きさを巡ってはなお不確実性が大きい。長い目でみると、中国経済は、輸出・固定資産投資中心の経済構造から消費に軸足を移しつつ、過剰設備の問題を克服することを通じて、従来的高度成長から持続可能な安定成長への移行を順調に進められるかどうか注視していく必要がある。また、日中両国は国際的なサプライチェーンを含め相互依存関係が強いだけに、最近の両国間の関係は日中双方に影響を与える可能性があり、この点、わが国経済について言えば、貿易や投資活動、来日観光客数などへの影響を通じた下押しリスクにも注視する必要がある。

第2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、成長力強化への取り組みが徐々に実を結び、企業や家計の中長期的な成長期待も見通し期間終盤にかけて緩やかながら上昇していくと想定しているが、今後の展開によっては上下双方向に変化する可能性がある。例えば、グローバル需要の取り込みや内外における立地の最適化が企業の重要な課題であることを踏まえると、今後も海外での生産や業務の拡大が見込まれるが、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は、企業や家計の中長期的な成長期待が低下する可能性がある。電力需給を巡る問題についても、電力需要期において、天候要因等によっては、生産活動への制約となる可能性があるが、こうした短期的な影響だ

けでなく、中長期的な成長期待の下振れにつながり得るという点に注意が必要である。他方、グローバル需要の開拓、高齢層のニーズや多様化した内需の掘り起こし、エネルギー関連の技術やビジネスモデルの革新など、様々な分野において、日本経済の成長力強化に向けた取り組みの成果が大きく実を結べば、中長期的な成長期待が上振れることも考えられる。

第3に、消費税率引き上げの影響に関する不確実性がある。今回の中心的な見通しでは、内外の過去の事例も参考に、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要とその反動の規模を見積もっているが、これは前述した成長期待の動向や消費税以外の制度変更によって変化し得る。また、消費税率の引き上げにより、人々の財政や社会保障制度に関する将来不安が軽減されれば、経済にプラス方向に作用する可能性もある一方、実質購買力の低下により、人々の節約志向が一段と強まる場合には、消費が想定以上に下押しされる可能性もある。

第4に、わが国の財政の持続可能性を巡る様々な問題がある。すなわち、財政の持続可能性に対する信認が低下するような場合には、人々の税負担等に関する将来不安の強まりから、経済の下振れにつながるおそれがある。他方、中長期的な財政再建の道筋が明らかになり、また、社会保障制度の維持可能性が高まれば、人々の将来不安は軽減され、経済に好影響が及ぶと考えられる。なお、金融市場のグローバル化が進展している現状を踏まえると、多くの先進国で公的債務残高への懸念が生じている中で、わが国の財政運営に対する市場の監視も厳しくなってきたとみられる。そうしたもとで、財政再建に向けた取り組みが徐々に進みつつあるとはいえ、これが不十分であると市場参加者の多くが評価した場合は、長期金利の上昇を招き、金融機関の経営ひいては日本経済全体に悪影響が及ぶと考えられる。

(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、前述のような上振れ、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、マクロ的な需給バランスに対する物価の感応度に不確実性がある。近年、経済のグローバル化の進展や規制緩和などを背景に企業間の価格競争が激化するもとで、マクロ的な需給バランスに対する物価の感応度が低くなっているという傾向が、多くの先進国で見られている。わが国においても、2000年代中頃には、マクロ的な需給バランスの改善にもかかわらず、物価の上昇率がなかなか高まらない局面がみられた。一方、最近では、中国からの安値輸入品の増加が目立っていないほか、企業が製品やサービスの差別化の動きを強めているなど、需給バランスに対する物価の感応度を回復させる方向に働く要因も見受けられる。中心的な見通しでは、こうした最近の変化も踏まえ、消費者物価の前年比は、マクロ的な需給バランスの改善を反映して緩やかに上昇していくと想定しているが、物価の需給バランスに対する感応度については、大きな不確実性があるだけに、企業が景気の改善に伴い、想定通り価格を引き上げていくかどうか十分な注意が必要である。

第2に、企業や家計の中長期的な予想物価上昇率の動向が挙げられる。前述のとおり、企業や家計の中長期的な予想物価上昇率はこれまでのところ概ね安定的に推移しているが、企業や家計が足もとや過去の物価の動きなどから物価はなかなか上昇しないという予想を強めた場合、実際の物価にも、賃金とともに下方圧力がかかる可能性などが考えられる。他方、成長力強化への取り組みが進み、潜在需要が顕在化するかたちで企業の中長期的な成長期待が想定以上に高まっていけば、企業や家計の中長期的な予想物価上昇率が高まり、物価は上振れる可能性がある。

第3に、輸入物価の動向である。原油については、地政学リスク等を背

景に、大きく変動する可能性があるほか、穀物の価格動向についても、天候要因次第で上下両方向に不確実性がある。また、為替相場の変動も、実体経済を通じる間接的な波及経路のほか、輸入物価を通じるより直接的な経路を通じて、消費者物価に変化をもたらし得る。

6. 金融政策運営

以上の経済・物価情勢について、「中長期的な物価安定の目途」を念頭に置いたうえで、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。

まず、第1の柱、すなわち先行き2014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。前述のとおり、わが国経済は、当面横ばい圏内の動きにとどまるとみられるが、国内需要が全体としてみれば底堅さを維持し、海外経済が減速した状態から次第に脱していくにつれて、緩やかな回復経路に復していくと考えられる。消費税率引き上げの直接的な影響を除いた消費者物価の前年比は、当面ゼロ%近傍で推移した後、マクロ的な需給バランスの改善などを反映して、徐々に緩やかな上昇に転じ、2014年度には、当面の「中長期的な物価安定の目途」である1%に着実に近づいていくとみられる。こうした経済・物価見通しを総合的に評価すると、やや長い目でみれば、日本経済は、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。景気面では、欧州債務問題に端を発するテイル・リスクはやや後退しているが、国際金融資本市場や海外経済を巡り、なお大きな不確実性があり、重要な下振れリスクである。この間、中長期的な成長期待については、成長力強化への取り組みの成果次第では、上振れ・下振れ双方向の可能性がある。また、消費税率引き上げの経済への影響については、内外の過去の事例を踏まえると、不確実性

が高い。財政の持続可能性確保へ向けた取り組みも、経済動向に大きな影響を及ぼし得る。物価面では、マクロ的な需給バランスに対する物価の感応度や中長期的な予想物価上昇率、国際商品市況の動向などを、注視する必要がある。やや長い目でみて、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という観点から、金融面の不均衡について点検すると、わが国の金融機関による企業・家計への総与信は、実体経済活動との対比でみて、長期的なトレンドの近傍で推移しているなど、現時点では、期待の強気化に起因した不均衡は観察されない。もっとも、政府債務残高が累増している中で、金融機関の貸出は伸び悩む一方、国債保有は顕著な増加傾向にある。このため、何らかのきっかけで、長期金利が上昇した場合、金融機関の経営、ひいては日本経済全体に大きな影響を与える可能性がある点に留意しておく必要がある。こうした観点からは、中長期的な財政の持続可能性をしっかりと確保していくとともに、金融政策の運営に対する信認を維持していくことが重要である⁹。

先行きの金融政策運営については、前述の2つの柱による点検を踏まえ、わが国経済のデフレ脱却と物価安定のもとでの持続的成長経路への復帰に向けて、強力な金融緩和の推進と成長基盤強化の支援の双方を通じて、適切な政策運営に努めていく。

すなわち、第1に、日本銀行は、当面の「中長期的な物価安定の目途」である消費者物価の前年比上昇率1%を目指して、それが見通せるようになるまで、実質的なゼロ金利政策と金融資産の買入れ等の措置により、強力に金融緩和を推進していく方針である。資産買入等の基金の運営については、2013年末の80兆円程度に向けて、着実に金融資産を積み上げてい

⁹ 金融的な不均衡という観点から金融システムの状況を点検した結果について、詳しくは「金融システムレポート」（日本銀行2012年10月）を参照。

くことにより、間断なく金融緩和を進めていく。こうした強力な金融緩和の推進に当たり、日本銀行は、金融面での不均衡の蓄積を含めたリスク要因を点検し、経済の持続的な成長を確保する観点から問題が生じていないかどうかを引き続き確認していく。

第2に、日本銀行としては、強力な金融緩和の推進と併せて、企業や家計が緩和的な金融環境を積極的に活用して、前向きな投資・支出活動を行うよう後押ししていくとともに、わが国経済の成長基盤強化に、中央銀行の立場から引き続き取り組んでいく。わが国経済は、現在、急速な高齢化のもとで、趨勢的な成長率の低下という長期的・構造的な課題に直面している。こうした課題を克服し、新たな経済成長の基礎を築いていくためには、民間企業が付加価値の創造力を高め、外需の取り込みや内需の掘り起こしを進める必要がある。また、このような企業の前向きな活動を支えていくためには、政府が規制面などにおいて環境整備に努めることや、民間金融機関が金融仲介機能を十分に発揮し、企業に対し貸出面から緩和的な金融環境の活用を促していくことが、不可欠である。さらに、政府債務が対GDP比でみて先進国中最大となっているもとで、前述のとおり、中長期的な財政の持続可能性をしっかりと確保していくことも必要である。このように、民間企業、金融機関、政府、日本銀行がそれぞれの役割に即して取り組みを続けていくことが、重要である。

日本銀行としては、引き続き適切な金融政策運営に努めるとともに、国際金融資本市場の状況を十分注視し、わが国の金融システムの安定確保に万全を期していく方針である。

以上

(参考) ▽2012～2014 年度の政策委員の大勢見通し

——対前年度比、%。なお、< >内は政策委員見通しの中央値。

	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2012 年度	+1.4～+1.6 <+1.5>	-1.2～-0.9 <-1.1>	-0.1～-0.1 <-0.1>
7月時点の見通し	+2.2～+2.4 <+2.2>	-0.3～ 0.0 <-0.2>	+0.1～+0.3 <+0.2>
2013 年度	+1.3～+1.8 <+1.6>	+0.1～+0.7 <+0.5>	+0.2～+0.6 <+0.4>
7月時点の見通し	+1.6～+1.8 <+1.7>	+0.6～+0.8 <+0.6>	+0.5～+0.7 <+0.7>
2014 年度	+0.2～+0.7 <+0.6>	+3.7～+4.4 <+4.2>	+2.4～+3.0 <+2.8>
消費税率引き上げの影響を除くケース		+0.8～+1.5 <+1.3>	+0.4～+1.0 <+0.8>

(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) 今回の見通しでは、消費税率が2014年4月に8%、2015年10月に10%に引き上げられることを織り込んでいるが、国内企業物価と消費者物価の見通しについて、各政策委員は消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースの計数を作成している。

(注4) 消費税率引き上げの直接的な影響を含む2014年度の国内企業物価と消費者物価の見通しは、税率引き上げが現行の課税品目すべてにフル転嫁されることを前提に、物価の押し上げ寄与を機械的に計算したうえで(国内企業物価:2.9%ポイント、消費者物価:2.0%ポイント)、これを上記の政策委員の見通しに足し上げたものである。

(注5) 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。連鎖基準指数ベースでみた前年比は、見通し期間後半にかけて、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。

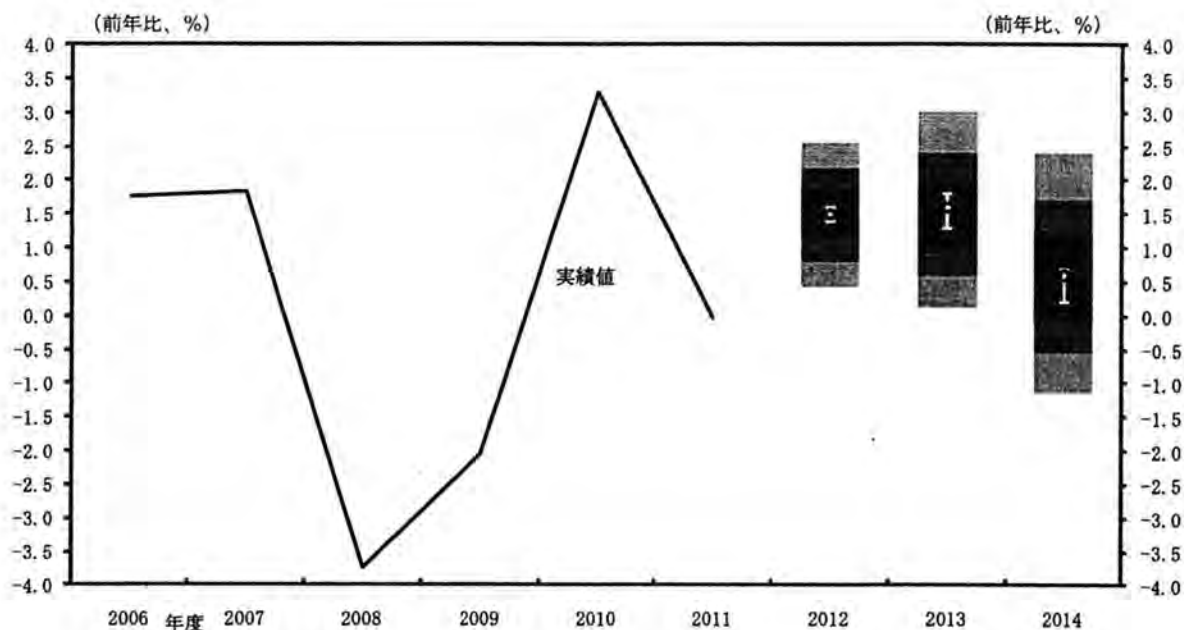
(注6) 政策委員全員の見通しの幅は下表の通りである。

——対前年度比、%。

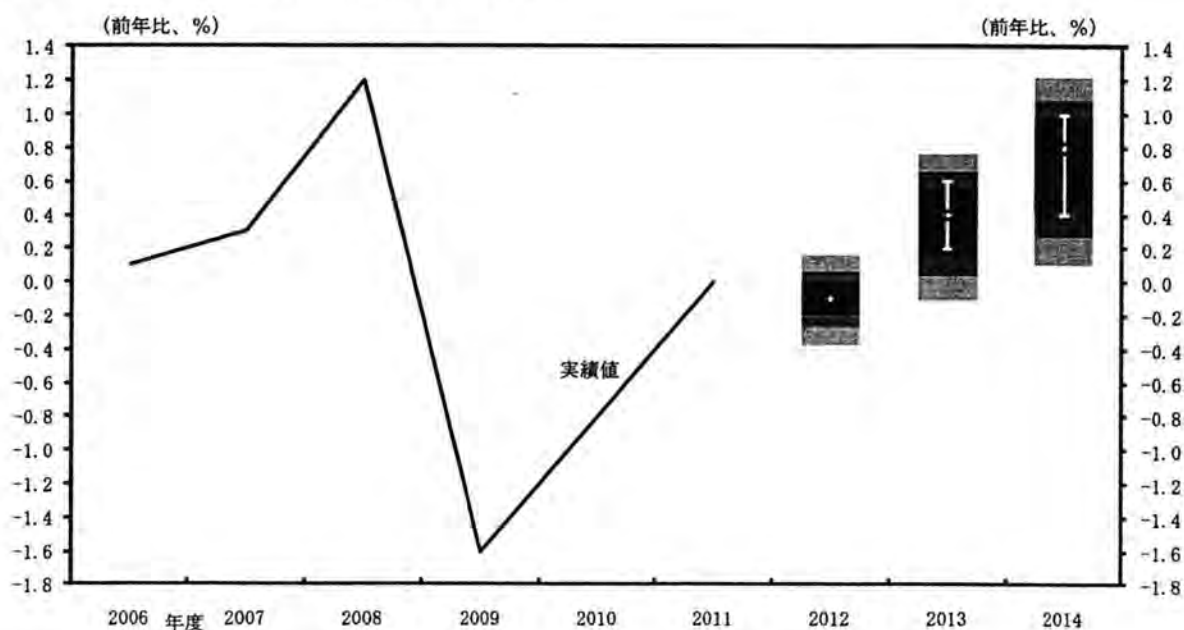
	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2012 年度	+1.2～+1.7	-1.3～-0.8	-0.1～ 0.0
7月時点の見通し	+2.1～+2.4	-0.5～ 0.0	+0.1～+0.4
2013 年度	+1.0～+1.8	-0.2～+0.8	-0.1～+0.6
7月時点の見通し	+1.5～+1.8	+0.5～+1.0	+0.4～+0.8
2014 年度	+0.1～+0.8	+3.3～+4.5	+2.2～+3.0
消費税率引き上げの影響を除くケース		+0.4～+1.6	+0.2～+1.0

▽政策委員の見通し分布チャート

(1) 実質GDP



(2) 消費者物価指数 (除く生鮮食品)



(注1) 上記の見通し分布は、各政策委員の示した確率分布の集計値（リスク・バランス・チャート）について、①上位10%と下位10%を控除したうえで、②下記の分類に従って色分けしたもの。なお、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。



(注2) 棒グラフ内の○は政策委員の見通しの中央値を表す。また、縦線は政策委員の大勢見通しを表す。

(注3) 消費者物価指数 (除く生鮮食品) は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベース。

「資産買入等の基金」の規模

	基金の残高 (9月末)	基金の規模		
		(12年 12月末)	(13年 6月末)	(13年 12月末)
総額	61.8 兆円程度	65 兆円程度	75 兆円程度	80 兆円程度
資産の買入れ	31.1	40	50	55
長期国債	18.1	24.0	29.0	34.0
国庫短期証券	7.4	9.5	14.5	14.5
CP等	1.4	2.1	2.1	2.1
社債等	2.7	2.9	2.9	2.9
指数連動型上 場投資信託	1.4	1.6	1.6	1.6
不動産投資 信託	0.10	0.12	0.12	0.12
固定金利方式・共 通担保資金供給オ ペレーション	30.7	25.0	25.0	25.0

貸出増加を支援するための資金供給（叩き台）

- 取引先金融機関の貸出増加額（本措置の開始時点からのネット貸出増加額）について、当該金融機関からの希望に応じて、その「全額」を日本銀行から資金供給する。
- 本措置による資金供給の総額の上限は、設定せず、「無制限」とする。
- 貸付金利は、貸付実行時の誘導目標金利（現在は0.1%とする。）による長期固定金利とする。
- 貸付期間は、各取引先の希望に応じて、1年、2年または3年とし、最長4年までロールオーバー可能とする。
- 本措置の開始後、1年程度の間、適宜の頻度で資金供給を行う。
- 資金供給の方式は、共通担保を担保とする貸付けとする。
- 対象先は、預金取扱金融機関とする。
- 貸出増加額を算出する対象与信は、対民間（金融機関向けを除く）貸出とし、円貨建て・外貨建てを含む。
- 本措置による資金供給と「成長基盤強化を支援するための資金供給」を合わせて、「貸出支援基金」とする。

デフレ脱却に向けた取組について（案）

政府及び日本銀行は、我が国経済のデフレ脱却に向けて、当面、以下のとおり取り組む。

1. 政府及び日本銀行は、我が国経済にとって、デフレから早期に脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰することが極めて重要な課題であるとの認識を共有しており、一体となってこの課題の達成に最大限の努力を行う。
2. 日本銀行としては、上記1. の課題は、幅広い経済主体による成長力強化の努力と金融面からの後押しがあいまって実現されていくものであると認識しており、政府が成長力強化の取組を強力に推進することを強く期待する。

日本銀行としては、「中長期的な物価安定の目途」を消費者物価の前年比上昇率で2%以下のプラスの領域にあると判断しており、当面、消費者物価の前年比上昇率1%を目指して、それが見通せるようになるまで、実質的なゼロ金利政策と金融資産の買入れ等の措置により、強力に金融緩和を推進していく。その際、金融面での不均衡の蓄積を含めたリスク要因を点検し、経済の持続的な成長を確保する観点から、問題が生じていないかどうかを確認していく。

日本銀行は、『経済・物価情勢の展望』（平成24年10月30日）において消費者物価の見通しを公表した。日本銀行としては、引き続き「1%」を目指して、強力に金融緩和を推進していく。今後の物価動向については、「デフレ脱却等経済状況検討会議」において定期的に報告する。

また、日本銀行は、金融政策運営の考え方を市場にわかりやすく説明していく努力を続ける。

3. 政府は、日本銀行に対して、上記2. の方針にしたがってデフレ脱却が確実となるまで強力な金融緩和を継続することを強く期待する。

政府は、デフレからの脱却のためには、適切なマクロ経済政策運営に加え、デフレを生みやすい経済構造を変革することが不可欠であると認識している。このため、政府としては、足下の景気下押しリスクに対応し経済活性化に向けた取組を加速すべく、平成24年10月17日の内閣総理大臣指示に基づき、経済対策を速やかに取りまとめる。また、政府は、「日本再生戦略」（平成24年7月31日閣議決定）に基づき、平成25年度までを念頭に、「モノ」「人」「お金」をダイナミックに動かすため、規制・制度改革、予算・財政投融资、税制など最適な政策手段を動員する。

デフレ状況を含めた経済状況及び経済運営については、「デフレ脱却等経済状況検討会議」において、定期的に点検を行う。

平成24年10月30日

日本銀行総裁

白川 方明

内閣府特命担当大臣

（経済財政政策担当）

前原 誠司

財務大臣

城島 光力

一覽後廃棄

要 回 収

要 注 意

<不開示情報：有（種類：審議・検討）>

<配付先：金融政策決定会合参加者>

[佐藤委員案]

「経済・物価情勢の展望（2012年10月）」の基本的見解を決定する件

(案 件)

「経済・物価情勢の展望（基本的見解）」の議長案のうち以下の点を変更したものを決定すること。

4. わが国の経済・物価の中心的な見通し

(1) 略（不変）

(2) 物価情勢

(略)

消費者物価の前年比は、当面ゼロ%近傍で推移した後、マクロ的な需給バランスの改善を反映して、徐々に緩やかな上昇に転じ、2014年度には当面の「中長期的な物価安定の目途」である1%に着実に近づいていくとみられる。

(略)

6. 金融政策運営

(略)

消費者物価の前年比は、当面ゼロ%近傍で推移した後、マクロ的な需給バランスの改善を反映して、徐々に緩やかな上昇に転じ、2014年度には当面の「中長期的な物価安定の目途」である1%に着実に近づいていくとみられる。

(略)

日本銀行は、当面の「中長期的な物価安定の目途」である消費者物価の前年比上昇率1%を目指して、それが見通せるようになを安定的に達成するまで、実質的なゼロ金利政策と金融資産の買入れ等の措置により、強力に金融緩和を推進していく方針である。

(略)

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力に推進する観点から、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. 「資産買入等の基金の運営として行う指数連動型上場投資信託受益権等買入等基本要領」（平成22年11月5日付政委第98号別紙1.）を別紙2. のとおり一部改正すること。
3. 「日本銀行業務方法書」（平成10年3月24日付政第29号別紙3）を別紙3. のとおり一部変更すること、および、4. の認可を取得することを条件に別紙4. のとおり一部変更すること。
4. 1. および2. の実施に関し、日本銀行法（平成9年法律第89号）第43条第1項ただし書きおよび同法第61条の2の規定に基づき、別紙5. および別紙6. のとおり財務大臣および金融庁長官に認可を申請すること。

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~~5-5-6~~ 6兆円程度、貸付残高の総額は2.5兆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	3-4-3 <u>9</u> 兆円程度
ロ、国庫短期証券	1-4-5 <u>19.5</u> 兆円程度
ハ、CP等	2-1 <u>2.2</u> 兆円程度
ニ、社債等	2-9 <u>3.2</u> 兆円程度
ホ、指数連動型上場投資信託受益権	1-6 <u>2.1</u> 兆円程度
ヘ、不動産投資法人投資口	0-1 <u>20.13</u> 兆円程度

(附則)

この一部改正は、本日から実施する。ただし、指数連動型上場投資信託受益権および不動産投資法人投資口に関する一部改正は、「指数連動型上

場投資信託受益権等買入等実施要綱」(平成22年10月28日付政委第92号別紙9.の別紙および同別紙10.の別紙)の一部改正に関する日本銀行法(平成9年法律第89号)第43条第1項ただし書きおよび同法第61条の2の規定に基づく財務大臣および金融庁長官の認可を受けることを条件として、当該認可を受けた日から実施する。

「資産買入等の基金の運営として行う指数連動型上場投資信託受益権等
買入等基本要領」中一部改正（案）

- 6. を横線のとおり改める。

6. 買入れを行う期間

指数連動型上場投資信託受益権等の買入れは、平成~~24~~25年末まで
を目途に行う。

(附則)

この一部改正は、「指数連動型上場投資信託受益権等買入等実施要綱」
(平成22年10月28日付政委第92号別紙9. の別紙および同別紙1
0. の別紙)の一部改正に関する日本銀行法(平成9年法律第89号)第
43条第1項ただし書きおよび同法第61条の2の規定に基づく財務大
臣および金融庁長官の認可を受けることを条件として、当該認可を受けた
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二十五兆円程度、資産の買入れの残高は五十五六十六兆円程度を上限とし、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	<u>三十四三十九兆円</u> 程度
二 国庫短期証券	<u>十四十九兆五千億円</u> 程度
三 コマーシャル・ペーパー等	<u>二兆二千億円</u> 程度
四 社債等	<u>二兆九千三兆二千億円</u> 程度
五 } 六 }	略（不変）

（附則）

この業務方法書の一部変更は、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二十五兆円程度、資産の買入れの残高は六十六兆円程度を上限とし、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 }
三 } 略（不変）
四 }

五 指数連動型上場投資信託受益権 一兆六千二兆千億円程度

六 不動産投資法人投資口 千二百千三百億円程度

- 第五十四条第四号を横線のとおり改める。

四 買入れを行う期間

買入れは、平成三十四二十五年末までを目途に行う。

（附則）

この業務方法書の一部変更は、本日から実施する。

(財務大臣宛認可申請書案)

政第 号

平成24年 月 日

財務大臣 城島 正光 殿

日本銀行総裁 白川 方明

指数連動型上場投資信託受益権等買入等実施要綱の一部変更に関する件

金融緩和を一段と強力に推進する観点から、平成22年10月28日付財理第4641号・金総第3907号認可、平成23年3月15日付財理第1162号・金総第1060号認可、平成23年8月5日付財理第3654号・金総第3373号認可および平成24年5月1日付財理第2139号・金総第1908号認可に基づいて行う指数連動型上場投資信託受益権等の買入れ等の要綱を別紙のとおり一部変更することと致したく、政策委員会の議決を経て、日本銀行法第43条第1項ただし書の規定に基づき、認可申請致します。

以 上

「指数連動型上場投資信託受益権等買入等実施要綱」中一部変更

- 4. を横線のとおり改める。

4. 買入れを行う期間

指数連動型上場投資信託受益権等の買入れは、認可取得の日から平成24
25年末までを目途に行い得るものとする。

- 5. を横線のとおり改める。

5. 買入限度額等

(1) 指数連動型上場投資信託受益権の買入残高の総額は~~1兆6,000~~2兆1,000
億円程度を限度とする。また、特定の銘柄への過度の集中排除の観点から本
行が銘柄別の上限を別に定める場合には、これを買入限度とする。

(2) 不動産投資法人投資口の買入残高の総額は~~1,200~~1,300億円程度を限度と
する。また、銘柄別の買入限度は、当該銘柄の発行済投資口の総数の5%と
する。ただし、発行済投資口の総数の5%を超えない場合であっても、特定
の銘柄への過度の集中排除の観点から本行が銘柄別の上限を別に定める場
合には、これを買入限度とする。

(3) 略 (不変)

別紙6.

(金融庁長官宛認可申請書案)

政第 号

平成24年 月 日

金融庁長官 畑中 龍太郎 殿

日本銀行総裁 白川 方明

指数連動型上場投資信託受益権等買入等実施要綱の一部変更に関する件

金融緩和を一段と強力に推進する観点から、平成22年10月28日付財理第4641号・金総第3907号認可、平成23年3月15日付財理第1162号・金総第1060号認可、平成23年8月5日付財理第3654号・金総第3373号認可および平成24年5月1日付財理第2139号・金総第1908号認可に基づいて行う指数連動型上場投資信託受益権等の買入れ等の要綱を別紙のとおり一部変更することと致したく、政策委員会の議決を経て、日本銀行法第43条第1項ただし書および同法第61条の2の規定に基づき、認可申請致します。

以 上

「指数連動型上場投資信託受益権等買入等実施要綱」中一部変更

- 4. を横線のとおり改める。

4. 買入れを行う期間

指数連動型上場投資信託受益権等の買入れは、認可取得の日から平成24
25年末までを目途に行い得るものとする。

- 5. を横線のとおり改める。

5. 買入限度額等

(1) 指数連動型上場投資信託受益権の買入残高の総額は~~1兆6,000~~1兆1,000
億円程度を限度とする。また、特定の銘柄への過度の集中排除の観点から本
行が銘柄別の上限を別に定める場合には、これを買入限度とする。

(2) 不動産投資法人投資口の買入残高の総額は~~1,200~~1,300億円程度を限度と
する。また、銘柄別の買入限度は、当該銘柄の発行済投資口の総数の5%と
する。ただし、発行済投資口の総数の5%を超えない場合であっても、特定
の銘柄への過度の集中排除の観点から本行が銘柄別の上限を別に定める場
合には、これを買入限度とする。

(3) 略（不変）

2012年10月30日
日 本 銀 行

金融緩和の強化について（案）

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、金融緩和を一段と強力に推進する観点から、以下の決定を行った。

（1）資産買入等の基金の増額（全員一致／賛成○反対○）

長めの金利やリスク・プレミアムへのさらなる働きかけを通じて、企業や家計等の金融環境をより緩和的にするため、資産買入等の基金を80兆円程度から91兆円程度に11兆円程度増額する。増額分の買入対象資産ごとの内訳は、以下の通りとし、2013年12月末までに増額を完了する^{（注）}（基金の全体像は別紙1）。

長期国債：5兆円程度

国庫短期証券：5兆円程度

CP等：0.1兆円程度

社債等：0.3兆円程度

指数連動型上場投資信託：0.5兆円程度

不動産投資信託：0.01兆円程度

（2）貸出増加を支援するための資金供給の枠組みの創設（全員一致／賛成○反対○）

金融機関の一段と積極的な行動と企業や家計の前向きな資金需要の増加を促す観点から、金融機関の貸出増加額について、希望に応じてその全額を低利・長期で資金供給する。資金供給の総額の上限は設定せず、無制限とする。議長は、執行部に対し、この新たな資金供給の枠組みについて具体的な検討を行い、改めて金融政策決定会合に報告するよう指示した（骨子素案は別紙2）。

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／賛成○反対○）。

3. 海外経済は、減速した状態が強まっている。国際金融資本市場では、欧州債務問題を背景とする投資家のリスク回避姿勢はやや後退した状態が続いているものの、今後の市場の展開には十分注意していく必要がある。こうした状況のもとで、わが

^{（注）}ただし、指数連動型上場投資信託、不動産投資信託については、日本銀行法上の認可取得を条件とする。

国の輸出や鉱工業生産は減少し、これまで堅調に推移してきた内需にもその影響が一部及び始めている。このため、景気は弱含みとなっている。この間、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。

先行きについては、欧州債務問題の今後の展開や米国経済の回復力、新興国・資源国経済の持続的成長経路への円滑な移行の可能性、日中関係の影響の広がりなど、日本経済を巡る不確実性は引き続き大きい。金融・為替市場動向の景気・物価への影響にも、引き続き注意が必要である。

4. 以上の景気・物価情勢を踏まえ、日本経済が物価安定のもとでの持続的な成長経路に復していく軌道を踏みはずさないようにするため、日本銀行は、金融緩和を一段と強化することが適当と判断した。
5. 日本銀行は、日本経済がデフレから早期に脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰することがきわめて重要な課題であると認識している。この課題は、民間企業、金融機関等の幅広い経済主体による成長力強化の努力と金融面からの後押しがあいまって実現されていくものである。
6. 政府と日本銀行は、この課題を達成するために、それぞれの役割を果たしていく必要がある。日本銀行は、上述の認識に立って、強力な金融緩和を推進していく。日本銀行としては、政府が「デフレからの脱却のためには、適切なマクロ経済政策運営に加え、デフレを生みやすい経済構造を変革することが不可欠である」との認識のもとで、日本経済の成長力強化の取組を強力に推進することを強く期待する。こうした両者の取組について、共有している認識を改めて明確に示すため、本日、政府とともに「デフレ脱却に向けた取組について」を公表することとした（別紙3）。このことは、それぞれが行う政策をより効果的なものとしていくと考えている。

以 上

「資産買入等の基金」の規模

	基金の残高 (9月末)	基金の規模 ()内は従来規模			増額幅 (13年 12月末)
		(12年 12月末)	(13年 6月末)	(13年 12月末)	
総額 (注1、2)	61.8 兆円程度	65 兆円程度	78 (75) 兆円程度	91 (80) 兆円程度	+ 11 兆円程度
資産の買入れ	31.1	40	53 (50)	66 (55)	+ 11
長期国債 (注3)	18.1	24.0	31.5 (29.0)	39.0 (34.0)	+ 5.0
国庫短期証券	7.4	9.5	14.5 (14.5)	19.5 (14.5)	+ 5.0
CP等	1.4	2.1	2.2 (2.1)	2.2 (2.1)	+ 0.1
社債等	2.7	2.9	3.1 (2.9)	3.2 (2.9)	+ 0.3
指数連動型上 場投資信託 (注4)	1.4	1.6	1.9 (1.6)	2.1 (1.6)	+ 0.5
不動産投資 信託 (注4)	0.10	0.12	0.13 (0.12)	0.13 (0.12)	+0.01
固定金利方式・共 通担保資金供給オ ペレーション	30.7	25.0	25.0 (25.0)	25.0 (25.0)	—

(注1) 2010年10月の導入時の基金の規模は、35兆円程度であった。

(注2) 資産買入等の基金の残高は、10月20日現在、62.7兆円となっている。

(注3) 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。

(注4) 指数連動型上場投資信託および不動産投資信託の増額については、日本銀行法上の認可取得を条件とする。

「貸出増加を支援するための資金供給」骨子

- 取引先金融機関の貸出増加額（本措置の開始時点からのネット貸出増加額）について、当該金融機関からの希望に応じて、その「全額」を日本銀行から資金供給する。
- 本措置による資金供給の総額の上限は、設定せず、「無制限」とする。
- 貸付金利は、貸付実行時の誘導目標金利（現在は0.1%とする。）による長期固定金利とする。
- 貸付期間は、各取引先の希望に応じて、1年、2年または3年とし、最長4年までロールオーバー可能とする。
- 本措置の開始後、1年程度の間、適宜の頻度で資金供給を行う。
- 資金供給の方式は、共通担保を担保とする貸付けとする。
- 対象先は、預金取扱金融機関とする。
- 貸出増加額を算出する対象与信は、対民間（金融機関向けを除く）貸出とし、円貨建て・外貨建てを含む。
- 本措置による資金供給と「成長基盤強化を支援するための資金供給」を合わせて、「貸出支援基金」とする。

(参考)「貸出支援基金」のイメージ

貸出支援基金

総枠：「無制限」

予想される資金供給額：「20兆円 + α 」

成長基盤強化を支援するための
資金供給

総枠：「5.5兆円」

本則	3.5兆円
ABL特則	0.5兆円
小口特則	0.5兆円
米ドル特則	120億米ドル (約1兆円)

<現在の残高：3.4兆円>

貸出増加を支援するための
資金供給 <新設>

総枠：「無制限」

直近データを当てはめた場合の
単純計算：「15兆円」

(注) 直近8月のデータによれば、取引先
金融機関のうち貸出を増加させた先
の貸出残高は、1年前に比べて約15
兆円増加。貸出がこれ以上のペースで
増えれば、その分「+ α 」

デフレ脱却に向けた取組について

政府及び日本銀行は、我が国経済のデフレ脱却に向けて、当面、以下のとおり取り組む。

1. 政府及び日本銀行は、我が国経済にとって、デフレから早期に脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰することが極めて重要な課題であるとの認識を共有しており、一体となってこの課題の達成に最大限の努力を行う。

2. 日本銀行としては、上記1. の課題は、幅広い経済主体による成長力強化の努力と金融面からの後押しがあいまって実現されていくものであると認識しており、政府が成長力強化の取組を強力に推進することを強く期待する。

日本銀行としては、「中長期的な物価安定の目途」を消費者物価の前年比上昇率で2%以下のプラスの領域にあると判断しており、当面、消費者物価の前年比上昇率1%を目指して、それが見通せるようになるまで、実質的なゼロ金利政策と金融資産の買入れ等の措置により、強力に金融緩和を推進していく。その際、金融面での不均衡の蓄積を含めたリスク要因を点検し、経済の持続的な成長を確保する観点から、問題が生じていないかどうかを確認していく。

日本銀行は、『経済・物価情勢の展望』（平成24年10月30日）において消費者物価の見通しを公表した。日本銀行としては、引き続き「1%」を目指して、強力に金融緩和を推進していく。今後の物価動向については、「デフレ脱却等経済状況検討会議」において定期的に報告する。

また、日本銀行は、金融政策運営の考え方を市場にわかりやすく説明していく努力を続ける。

3. 政府は、日本銀行に対して、上記2. の方針にしたがってデフレ脱却が確実となるまで強力な金融緩和を継続することを強く期待する。

政府は、デフレからの脱却のためには、適切なマクロ経済政策運営に加え、デフレを生みやすい経済構造を変革することが不可欠であると認識している。このため、政府としては、足下の景気下押しリスクに対応し経済活性化に向けた取組を加速すべく、平成24年10月17日の内閣総理大臣指示に基づき、経済対策を速やかに取りまとめる。また、政府は、「日本再生戦略」（平成24年7月31日閣議決定）に基づき、平成25年度までを念頭に、「モノ」「人」「お金」をダイナミックに動かすため、規制・制度改革、予算・財政投融资、税制など最適な政策手段を動員する。

デフレ状況を含めた経済状況及び経済運営については、「デフレ脱却等経済状況検討会議」において、定期的に点検を行う。

平成24年10月30日

日本銀行総裁

白川 方明

内閣府特命担当大臣
(経済財政政策担当)

前原 誠司

財務大臣

城島 光力

要注意

公表時間

11月2日(金) 8時50分

<不開示情報：有（種類：審議・検討）>

<配付先：金融政策決定会合関係者限り>

<作成局における保管期間満了時期：2042年12月>

2012.11.2

日本銀行

(案)

政策委員会
金融政策決定会合
議事要旨

(2012年10月4、5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、2012年10月30日開催の政策委員会・金融政策決定会合で承認されたものである。

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

引用・転載・複製を行う場合は、出所を明記してください。

(開催要領)

1. 開催日時：2012年10月4日(14:00～17:04)
10月5日(8:59～12:09)

2. 場所：日本銀行本店

3. 出席委員：

議長	白川方明	(総 裁)
	山口廣秀	(副 総 裁)
	西村清彦	(〃)
	宮尾龍蔵	(審議委員)
	森本宜久	(〃)
	白井さゆり	(〃)
	石田浩二	(〃)
	佐藤健裕	(〃)
	木内登英	(〃)

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 (4日)
	武正公一	財務副大臣 (5日)
内閣府	松山健士	内閣府審議官 (4日、5日 8:59～10:56)
	前原誠司	経済財政政策担当大臣 (5日 10:57～12:09)

(執行部からの報告者)

理事	中曾 宏
理事	早川英男
理事	木下信行
理事	門間一夫
企画局長	内田眞一
企画局審議役	梅森 徹 (5日 8:59～9:11)
企画局政策企画課長	神山一成
金融市場局長	青木周平
調査統計局経済調査課長	鎌田康一郎
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	菅野浩之 (5日 8:59～9:11)
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 (5日 8:59～9:11)

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18日、19日）で決定された方針¹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%台後半から0.09%台前半の間で推移した。

資産買入等の基金の運営状況をみると、短期国債買入れ、および長期国債買入れに対する応札は、いずれもしっかりとしている。固定金利方式・共通担保資金供給オペレーションについては、国債の発行・償還に伴う季節的な資金需要が生じたこともあって、前回会合以降、「札割れ」は1回にとどまるなど、総じてしっかりした応札がみられている。

2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、金利は、長めのゾーンを含め、低位で安定的に推移している。GCレポレートは、0.1%程度で推移している。ターム物金利をみると、短国レートは、長めのゾーンを含め、0.1%程度で安定的に推移しているが、発行レートは0.1%をごく僅かに下回っている。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。

長期金利についてみると、2年債利回りは、0.1%ないし0.1%を僅かに下回る水準で安定的に推移している。10年債利回りは、欧州債務問題への懸念などから米国の長期金利が低下する中、これにつれて、足もと0.7%台半ばまで小幅に低下している。日経平均株価は、欧州情勢を巡る不透明感などから米欧株価が軟調に推移する中、中国の景気減速懸念などもあって、幾分下落しており、このところ8千円台後半で推移している。REIT価格は、上昇を続けている。社債流通利回りの対国債スプレッドは、投資家の底堅い需要を背景に、引き続き総じて横ばい圏内で推移している。為替相場をみると、円の対米ドル相場は、振れを伴いつつも、総じて78円台を中心としたレンジ内で推移している。円の対ユーロ相場は、欧州情勢を巡る不透明感が意識される中、いったん99円台までユーロ安が進んだが、その後は円安

¹ 「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。」

方向の動きとなっており、足もとでは 101 円台で推移している。

3. 海外金融経済情勢

世界経済は、減速した状態がやや強まっている。

米国経済は、企業部門に弱めの動きがみられるものの、基調としては緩やかな回復を続けている。企業マインドが、先行きへの不透明感の高まりなどを背景に慎重化しており、生産や設備投資の増勢も鈍化している。一方、家計部門をみると、バランスシート問題の重石が徐々に和らぐ中、雇用情勢も緩やかな改善傾向を辿っていることなどを背景に、個人消費は緩やかに増加している。住宅投資も、低金利の後押しなどを背景に、低水準ながらも持ち直しの動きが続いている。物価面では、ガソリン価格上昇の影響から、総合ベースの消費者物価の前年比はプラス幅が拡大している。一方、コアベースの消費者物価の前年比については、東日本大震災の影響から前年に自動車価格が上昇していたこともあって、プラス幅が幾分縮小している。

欧州経済をみると、ユーロエリア経済は、緩やかに後退している。欧州債務問題が長引く中で、マインドの悪化は企業に続き家計へ、また、周縁国からコア国へ、それぞれ広がっている。そうしたもとの、民間設備投資は減少し、個人消費にも、耐久財を中心に弱めの動きがみられている。輸出も伸び悩んでいる。こうした需要動向のもとで、生産は減少基調にある。物価面をみると、緩和的な需給環境などが物価押し下げ圧力として作用しているが、ガソリン価格の上昇などを反映して、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いる。この間、英国経済は停滞している。

アジア経済をみると、中国経済は、減速した状態が長引いている。輸出は、欧州向けの減少を反映して、弱めの動きとなっている。固定資産投資は民間不動産投資の減速を主因に、また個人消費は自動車販売などの減速を受けて、各々伸びがやや鈍化した状態が続いている。こうした需要動向のもとで、在庫調整圧力が強まっており、生産の増加ペースも鈍化している。もっとも、最近では、本年5月以降に実施された景気浮揚策などを背景に、インフラ投資が増加し、不動産販売が持ち直すなど、一部に改善の兆しも出てきている。NIEs、ASEAN経済は、持ち直しつつあるが、その動きは企業部門を中心に緩やかになっている。輸出や生産は、欧州や中国向け輸出の減少などを反映して、弱めの動きとなっており、企業マインドも慎重化している。そうしたもとの、設備投資は伸び悩んでいる。一方、個人消費は底堅く推移している。物価面をみると、これらの国・地域の多くでは、労

働需給の逼迫を受けた賃金上昇が持続するなど、物価上昇圧力はなお残存しているが、物価上昇率は横ばい圏内で推移している。インド経済は、減速した状態が続いている。

海外の金融資本市場をみると、欧州債務問題を背景とする投資家のリスク回避姿勢はやや後退した状態が続いているものの、今後の市場の展開には十分注意していく必要がある。欧州中央銀行によるユーロ圏国債購入に関する新スキームの決定などを受けて、スペインやイタリアの国債の対独スプレッドはいったん大きく縮小したが、今後の展開を巡る不透明感が払拭されない中、足もとスプレッドが幾分拡大する動きもみられる。米欧の株価は、欧州債務問題や世界経済の減速に対する懸念などから、前回会合時に比べて小幅に下落した。こうした状況のもとで、米国やドイツの長期金利は、幾分低下している。米欧の社債市場をみると、信用スプレッドは横ばい圏内の動きとなっている。新興国・資源国の株価や通貨は、欧州情勢を巡る不透明感などを背景に、幾分弱含んでいる。欧州系金融機関の資金調達環境は、引き続き総じて落ち着いている。ユーロのターム物金利の対OISスプレッドは、欧州中央銀行による政策対応以降、縮小基調が続いている。ドルのターム物金利の対OISスプレッドは縮小傾向を辿っており、為替スワップ市場におけるドル調達プレミアムは、低い水準で推移している。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

輸出や鉱工業生産は、海外経済の減速した状態がやや強まるもとで、弱めとなっている。実質輸出は、4～6月は3四半期振りに前期比増加したが、7～8月は4～6月対比で大きく減少した。前月比の動きをみると、4月に増加したあとは、8月まで4か月連続で減少している。先行きについて、輸出や鉱工業生産は、当面弱めに推移するとみられるが、その後は、海外経済が減速した状態から次第に脱していくにつれて、緩やかに増加していくと考えられる。企業からの聞き取り調査などを踏まえると、7～9月の鉱工業生産は幅広い業種で減少が見込まれる。10～12月については、なお不確実性が大きいですが、海外経済の持ち直しの後ずれなどによって、全体としては、弱めの動きにとどまるとの感触である。

公共投資は、震災復興関連を中心に増加を続けている。工事の進捗を反映する公共工事出来高は、4～6月まで4四半期連続で増加したあと、7月も4～6月対比で増加を続けた。発注の動きを示す公共工

事請負金額も、4～6月の前期比が1～3月よりも伸びを高めたあと、7～8月の4～6月対比もプラスとなった。こうしたもとで、先行きの公共投資についても、引き続き増加するとみられる。

設備投資は、企業収益が総じて改善するもとで、緩やかな増加基調にある。先行きについては、当面海外経済減速の影響を受けつつも、企業収益が総じて改善を続けるもとで、防災・エネルギー関連の投資もあって、緩やかな増加基調を続けると予想される。9月短観で2012年度の設備投資計画（ソフトウェアを含み土地投資額を除くベース）をみると、全産業全規模では、6月短観と比べて上方修正され、前年比+7.2%と例年よりも高めの計画となっている。

雇用・所得環境は、厳しい状態が続いているが、改善傾向にある。有効求人倍率は、引き続き改善傾向にあり、完全失業率も、振れを伴いつつも、低下傾向にある。

個人消費は、雇用環境が改善傾向にある中で、底堅く推移している。先行きについては、当面エコカー補助金の終了に伴う乗用車購入の反動減が見込まれるものの、雇用環境の改善傾向が維持されるもとで、引き続き底堅く推移するとみられる。

住宅投資は、被災住宅の再建もあって、持ち直し傾向にある。先行きは、引き続き持ち直し傾向を辿ると考えられる。

物価面をみると、国際商品市況は、全体としてみれば、一頃に比べ持ち直している。国内企業物価を3か月前比でみると、既往の国際商品市況の反落などから、下落している。先行きは、国際商品市況の動きを反映して、当面、下落幅を縮小していくとみられる。企業向けサービス価格（除く国際運輸）の前年比は、足もとでは概ねゼロ%となっている。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、緩和した状態にある。

コールレートがきわめて低い水準で推移する中、企業の資金調達コストは低水準で推移している。資金供給面では、企業からみた金融機関の貸出態度は、改善傾向が続いている。CP・社債市場の発行環境は、総じてみれば、良好な状態が続いている。資金需要面をみると、運転資金や企業買収関連を中心に、増加の動きがみられている。以上のような環境のもとで、企業の資金調達動向をみると、銀行貸出残高の前年比は、プラス幅が幾分拡大している。CP残高の前年比もプラ

スで推移している。一方、社債残高の前年比は、電力債を中心にマイナスとなっている。こうした中、企業の資金繰りをみると、総じてみれば、改善した状態にある。この間、マネーストックの前年比は、2%台のプラスとなっている。

本年3月に貸付の受付期限を延長した被災地金融機関を支援するための資金供給オペについて、この半年間の実施状況をみると、本年4月（第12回貸付実施後）に貸出残高が5,112億円と既往ピークまで増加したあと、最近は概ね4,000億円前後で推移している。

なお、成長基盤強化支援資金供給（米ドル特則）については、その適用利率であるLIBORの改革を巡り関係者の間で議論が行われている情勢であることに鑑み、本年8月、第1期貸付の実施日をいったん延期していた。その後、LIBORを金利指標として存続させることを前提に、改革に向けた議論の進展がみられたことから、第1期貸付を本年10月中に実施することとした。また、第2期貸付については、対象先からの個別投融资の確認依頼を予定どおり10月17日まで受け付けたうえで、11月末から12月初に実施することとした。

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」の一部改正等を行うこととしたい。

2. 委員会の検討・採決

採決の結果、上記案件について全員一致で決定され、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、欧州債務問題を背景とする投資家のリスク回避姿勢はやや後退した状態が続いているものの、今後の市場の展開には十分注意していく必要があるとの認識で一致した。多くの委員は、欧州中央銀行による新たな国債購入スキームの導入などを背景に、周縁国国債の利回りは幾分低下しているものの、市場で

は、スペインによるユーロ圏諸国への全面支援要請の有無や、ユーロ圏の銀行監督一元化に向けた取り組みなどを巡って、なお不透明感の強い状況が続いていると指摘した。複数の委員は、欧州では、周縁国支援の条件やユーロ統合の方向性を巡って各国の調整が進んでおらず、市場が多少なりとも落ち着くと、政策対応機運が弱まり、各国の利害対立が表面化してくるというパターンが繰り返されていると付け加えた。そのうえで、何人かの委員は、欧州債務問題への懸念を解消し、市場の安定を実現するためには、金融システムの安定・強化策や、抜本的な財政・経済構造改革を早期に具体化することが不可欠であると指摘した。一人の委員は、9月末に発表されたスペインの銀行の資産査定結果が安心感をもって受け止められたことは、今後、金融・経済情勢の一段の悪化に歯止めをかけるきっかけになり得るとの期待を表明した。別の一人の委員は、市場ではストレステストの前提に疑問を呈する声もあるため、スペインの金融システムが安定に向かうかどうか、引き続き、しっかりとみていく必要があると述べた。

海外経済について、委員は、減速した状態がやや強まっているとの見方で一致した。先行きについて、委員は、当面減速した状態を続けたあと、次第に減速した状態から脱していくと見込まれるとの認識を共有した。減速した状態がやや強まっていることについて、何人かの委員は、欧州債務問題の影響が貿易チャネルを通じて世界経済全体に波及していることを反映して、多くの国や地域で、製造業を中心に企業マインドが悪化していると指摘した。

ユーロエリア経済について、委員は、景気は緩やかに後退しているとの認識を共有した。先行きについても、周縁国を中心に緊縮的な財政運営や厳しい金融環境が続くとみられるもとで、当面、緩やかな景気後退が続くとの見方で一致した。何人かの委員は、周縁国において財政・金融システム・実体経済の負の相乗作用が続いていることの影響はドイツなどのコア国にも波及しており、最近では、消費者マインドが悪化し、小売売上高が減少するなど、企業部門だけでなく、家計部門にも悪影響が及んでいると指摘した。ある委員は、こうした状況を踏まえると、本年7～9月期のユーロエリア経済は、4四半期連続のマイナス成長になる可能性が高いとの見方を示した。

中国経済について、委員は、減速した状態が長引いているとの見方を共有した。その背景として、多くの委員は、輸出全体の2割を占める欧州向け輸出が落ち込んでいることに加えて、在庫調整の動きが素材産業など幅広い分野においてみられていることを指摘した。先行きについて、多くの委員は、徐々に回復傾向が明らかになっていく可能

性は高いものの、回復の時期やスピードについては、在庫調整の進捗ペースや政策効果の波及度合いにも依存するため、不確実性は大きいとの見方を示した。何人かの委員は、金融緩和を含めた年央以降の景気浮揚策の効果に加え、今後は、9月上旬に認可された1兆元規模のインフラ投資が進んでくるため、中国経済は、年末ないし年明け以降、徐々に持ち直していく可能性がある」と述べた。もっとも、何人かの委員は、リーマンショック後の景気刺激策が、設備の過剰や不動産市場の過熱をもたらした経験からか、当時と比べ、当局の政策対応は慎重なものにとどまっていると指摘した。また、複数の委員は、インフラ投資に必要な財源確保の多くが地方政府に任されていることや、収益性を重視する金融機関が慎重な融資姿勢をみせていることを踏まえると、政策対応の実施から数か月で景気が急回復するという、これまでのパターンを期待することは難しいとの見方を示した。何人かの委員は、今後、新政権への移行過程がどのように進み、そこでどのような政策スタンスが示されるかが、当面の中国経済の行方を占う鍵を握っているとの認識を示した。

NIEs、ASEAN経済について、委員は、個人消費は底堅く推移しているものの、欧州や中国向けを中心に輸出が減少し、生産や設備投資が伸び悩むなど、全体としてみれば、持ち直しの動きが緩やかになってきているとの認識で一致した。先行きについて、何人かの委員は、NIEs諸国を中心に慎重化している企業マインドが設備投資を抑制する可能性はあるが、個人消費が底堅さを維持する中、輸出が次第に増勢に復するとみられることや、更なる金融緩和の余地も小さくないことから、全体として成長ペースを取り戻していくとの見方を示した。

米国経済について、委員は、基調としては緩やかな回復を続けており、先行きについても、緩和的な金融環境などを背景に、緩やかな回復を続けるとの見方で一致した。企業部門について、何人かの委員は、設備投資や生産の増加ペースが鈍化するなど、弱めの動きがみられると述べた。何人かの委員は、欧州債務問題の長期化に加えて、来年初に財政支出削減や増税が一斉に実施される、いわゆる「財政の崖」の問題に対する懸念が、企業マインドを抑制していると指摘した。家計部門について、多くの委員は、自動車販売を始め、個人消費は緩やかに増加し、住宅投資にも持ち直しの兆しがみられると述べた。家計部門の支出が比較的しっかりしている背景として、何人かの委員は、雇用情勢の緩やかな改善や金融緩和の効果、株高による資産効果などを指摘した。何人かの委員は、家計のバランスシート調整は着実に進捗

してきており、このことは、今後の支出活動の持続性を支える大きな要因となるとの見方を示した。複数の委員は、金融機関によっては、家計の信用力などに応じて住宅関連融資の姿勢に大きな差があると指摘し、今後の住宅投資を見通すうえでは、こうした資金供給サイドの状況にも注意を払う必要があると述べた。何人かの委員は、「財政の崖」の影響が、家計マインドに十分に織り込まれていない可能性があることには注意を要すると述べた。こうした議論を経て、委員は、先行きの家計部門の動向については、雇用情勢の改善ペースや金融緩和の浸透度合い、大統領選後の財政問題の取扱いなどが鍵を握っており、これらをしっかりと点検していくことが重要との認識を共有した。

以上の海外の金融経済情勢を踏まえて、わが国の経済情勢に関する議論が行われた。

委員は、海外経済の減速した状態がやや強まっているもとの、わが国の景気は、横ばい圏内の動きとなっているとの認識を共有した。何人かの委員は、9月短観において、企業の業況感が、製造業大企業を中心に幾分慎重化していることは、こうした認識と整合的であると述べた。委員は、輸出や鉱工業生産は、弱めとなっているとの見方で一致した。多くの委員は、輸出の下振れなどから、一般機械や情報関連財などの出荷・在庫バランスが悪化していることや、このところ、鉱工業生産指数の実績が予測指数を下回る傾向が強まっていることなどを指摘した。一方、国内需要について、委員は、復興関連需要などから底堅く推移しているとの認識で一致した。委員は、公共投資は震災関連予算の執行進捗を背景に増加を続けており、住宅投資も持ち直し傾向にあるとの見方を共有した。設備投資について、委員は、企業収益が総じて改善するもとの、緩やかな増加基調にあるとの認識を共有した。個人消費について、委員は、エコカー補助金の終了に伴う乗用車購入の反動減が見込まれるものの、雇用環境が全体として改善傾向にある中で、底堅く推移しているとの見方で一致した。一人の委員は、小売業の販売額は総じてしっかりしているほか、外食産業の売上高にも足もと持ち直しの動きがみられると述べた。

景気の先行きについて、委員は、当面横ばい圏内の動きにとどまるとみられるが、国内需要が底堅さを維持し、海外経済が減速した状態から次第に脱していくにつれて、緩やかな回復経路に復していくとの見方で一致した。何人かの委員は、企業からのヒアリング情報などを踏まえると、海外経済の減速を背景に、本年10～12月の生産も弱めの動きにとどまる可能性が高いと述べた。緩やかな回復経路に復していく時期について、何人かの委員は、4月の展望レポートで示した回

復時期から半年程度後ずれし、年明け以降になるとの見方を示した。多くの委員は、復興関連の公共投資が徐々にピークアウトしていくとみられる中、輸出や生産の動きが、企業の収益動向や雇用情勢を通じて、設備投資や個人消費にどのような影響を与えるかが、今後の重要なポイントになると指摘した。

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、先行きは、当面、ゼロ%近傍で推移するとの見方で一致した。多くの委員は、基調的な物価がどのように推移するかは慎重に見極める必要があるが、この先数か月は、石油製品価格の動向が物価の前年比押し上げに働くとみられると述べた。何人かの委員は、このところ、製造業を中心とする総労働時間の減少などからみて労働稼働率が低下している可能性があることや、当面、景気が横ばい圏内の動きにとどまるとみられることを踏まえると、その分、需給ギャップの改善ペースは緩やかとなり、物価の先行きパスも下振れることになるとの認識を示した。このうち一人の委員は、2014年度以降、遠からず1%に達するという、4月の展望レポートで示した見通しが実現する蓋然性はこれまでより低下してきていると述べた。ある委員は、大手スーパーにおける低価格戦略の拡がりや、消費者物価に及ぼす影響に注意する必要があると述べた。別の一人の委員は、企業の価格設定行動が変わっていくには、企業や家計の成長期待が高まり、そのもとで賃金や物価の上昇予想が強まっていく必要があるため、相応の時間を要すると指摘した。

複数の委員は、最近、大都市圏や被災地周辺において、地価の下げ止まり傾向が明確化してきていることを指摘した。一人の委員は、東京地区の良質な商業用不動産への関心が高まってきていることなどを紹介したうえで、不動産分野の動向は経済全体のマインドにも大きな影響を与え得ることから、引き続きしっかりと点検していく必要があるとコメントした。

景気・物価の先行きを巡るリスクについて、委員は、欧州債務問題の今後の展開、米国経済の回復力、新興国・資源国の物価安定と成長の両立の可能性など、世界経済を巡る不確実性は引き続き大きいほか、金融・為替市場動向の景気・物価への影響には注意が必要であるとの見解で一致した。多くの委員は、「財政の崖」の問題が、マインドの慎重化や可処分所得の減少を通じて、米国の家計部門にも幅広く悪影響を及ぼすこととなれば、米国経済の回復力は大きく低下すると指摘した。多くの委員は、日本と中国の経済的な結び付きの強さを踏まえると、最近の日中間の関係が、両国の貿易や投資活動、来日観光客数

などへの影響を通じて、わが国経済を下押す可能性があるため、今後の動向を十分注意してみていく必要があると述べた。中国における景気刺激策の効果が限定的なものにとどまっていることについて、ある委員は、目先の成長よりも物価や資産価格の安定を重視している中国当局の姿勢は、中国経済の持続的成長経路への移行にとって不可欠であり、長い目で見た世界経済の安定に貢献すると考えられる一方、短期的には、日本を含めた世界経済の下振れ要因となり得ると指摘した。何人かの委員は、今後、海外経済の減速が更に長期化するようなことがあれば、内需への影響を含め、わが国の景気回復の時期が一段と後ずれする可能性があるとして指摘し、このうち複数の委員は、生産や景気動向指数の動きなどを踏まえると、事後的に、景気の後退局面入りが認定される可能性も排除できないと述べた。こうした点に関連し、多くの委員は、9月短観における2012年度の設備投資計画をみると、例年のこの時期に比べて高めの伸びを維持しており、6月短観からも上方修正となるなど、今のところ、企業の投資スタンスは引き続きしっかりとしているとの認識を示したが、何人かの委員は、最近の資本財総供給の弱さなども併せて指摘した。一人の委員は、こうした動きに内需変調の兆しも窺われると述べた。そのうえで多くの委員は、今後、投資先送りの動きが拡がることはないか、企業の収益見通しと合わせ、十分注意してみていく必要があると述べた。何人かの委員は、為替や株価の動向が、わが国の企業収益や企業マインドにマイナスの影響を及ぼすことがないか注視していきたいとコメントした。ある委員は、震災以降のわが国のLNG依存度の高まりなどを踏まえると、今後、中東情勢が更に緊迫化した場合には、わが国の景気や物価に大きな影響を及ぼす可能性があるとして指摘した。物価の先行きについて、別の一人の委員は、短期的なインフレ予想がなかなか上昇しない中、インフレ率が中長期的にみて安定的な水準（アンカー）に収束していくペースが遅くなる可能性については、十分な注意が必要であると述べた。

2. 金融面の動向

委員は、わが国の金融環境は、緩和した状態にあるとの認識で一致した。

短期金融市場について、委員は、日本銀行が強力な金融緩和を推進していることや金融機関のバランスシートの健全性が保たれていることなどを背景に、きわめて安定しているとの見方で一致した。委員は、CP・社債市場の発行環境は、投資家の需要が引き続き底堅い中

で、総じてみれば、良好な状態が続いているとの認識を共有した。何人かの委員は、業績悪化が懸念される一部の銘柄でCPの発行スプレッドが拡大していることなどには注意を要するが、これがCP市場全体の安定を損なう状況には至っていないとの見方を示した。委員は、金融機関の貸出金利が低水準で推移しているほか、9月短観の結果を踏まえると、企業からみた金融機関の貸出態度や企業の資金繰りについても改善傾向が続いているとの認識を共有した。こうした中、ある委員は、貸出約定平均金利が、短期、長期ともに量的緩和期のボトムを下回る1%程度となるなど、貸出金利はさすがに「岩盤」に近づきつつあるとの認識を示した。そのうえで、この委員は、金融環境の緩和度合いについては、金利水準などのマクロ的な指標だけで測るのではなく、実際に上手く資金が流れているかどうかといった、ミクロ的な状況も併せて点検していく必要があるとコメントした。

IV. 当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

以上のような経済・物価情勢についての認識を踏まえ、委員は、当面の金融政策運営に関する議論を行った。

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、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、日本経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰することがきわめて重要な課題であるとの認識を共有した。また、この課題は、幅広い経済主体による成長力強化の努力と金融面からの後押しを通じて実現されていくものであり、こうした認識のもとで、成長基盤強化を支援するとともに、強力な金融緩和を推進しているとの見解で一致した。そのうえで、委員は、引き続き適切な金融政策運営に努めるとともに、国際金融資本市場の状況を十分注視し、わが国の金融システムの安定確保に万全を期していくとの方針で一致した。前回会合における金融緩和の強化について、複数の委員は、景気・物価判断の下振れと先行きのリスクを踏まえて迅速に対応したことは、オーソドックスな政策運営として、市場から正当に受け止められたのではないかとの認識を示した。それらの委員も含め、何人かの委員は、適切な情報発信を通じ、日本銀行の政策に対する信認を確保していくことは、金融政策の波及効果を高めるうえで、きわめて重要であるとの認識を改めて示し

た。ある委員は、景気や物価の見通しが更に下振れたり、見通しを巡るリスクが大きく高まるような場合には、様々な選択肢をあらかじめ排除することなく、その効果とリスクを十分検討したうえで、適切な措置を講じていく必要があると述べた。別の一人の委員は、為替相場への働きかけなどインフレ期待を高める一段の工夫が必要ではないかとの認識を示した。

資産買入等の基金の運営について、委員は、前回会合で増額した基金の着実な積み上げを通じて金融緩和を間断なく進めるとともに、その効果を確認していくことが適当との見解で一致した。長期国債の買入れについて、何人かの委員は、前回会合において入札下限金利を撤廃したこともあり、しっかりとした応札が続いているとコメントした。一人の委員は、堅調な応札の背景には、期末を控えた金融機関の益出しニーズもあると考えられることから、下限金利撤廃の効果という点では、10月以降の応札状況もみていく必要があると指摘した。

包括的な金融緩和政策の効果について、委員は、包括緩和が実体経済に及ぼす影響のうち、第1段階である金融環境への波及という点では、企業や家計が直面する金融環境は緩和した状態にあるとの認識で一致した。こうした緩和効果の波及に関連し、一人の委員は、市場の中ではフローの資産買入れペースを重視している向きも少なくなく、前回会合において基金の残高目標が10兆円程度増額されたものの、本年末までの資産買入れペースには変更がなかったことで、市場の反応が限定的となっている面はないかとの問題意識を示した。この点に関し、複数の委員は、金融緩和の効果については、基金の目標残高を増やすことに伴うストック効果が大きく、フロー効果はそれを補完するものとみておくべきではないかとの見解を示した。そのうち一人の委員は、ストック効果については、基金増額の決定と同時に出尽くす訳ではなく、その後、増額された目標残高に向けて、そのペースはともかく、実際に残高を積み上げていくことにより、日本銀行の政策姿勢に対する信認が徐々に高まっていく点にも効果を見出すことが出来ると述べた。

続いて、包括緩和が及ぼす影響のうち、第2段階である金融環境から実体経済への波及について、議論が行われた。多くの委員は、金融環境はきわめて緩和的であるが、企業の投資や支出の積極化に十分繋がっていないとの認識を示した。何人かの委員は、企業の投資活動が活発化していくためには、潜在需要を掘り起こす企業自身の努力に加え、成長力強化に向けた政府による環境整備も重要であると指摘した。このうちの一人の委員は、わが国では、人口減少率が大きい地域ほど、

銀行の預貸率の低下幅が拡大していると指摘したうえで、金融政策を超える課題も含まれるが、人口動態の成長にもたらす負の影響をどのように克服できるかについて、何らかの工夫の余地がないか考えていきたいと述べた。何人かの委員は、第1段階から第2段階への波及を強めていくために、現在、日本銀行は、成長基盤強化支援資金供給などを通じて、中央銀行としての貢献を続けているが、今後は、企業向け貸出が実際に増加していくよう、金融機関の活動をより直接的に後押しする工夫を検討していく必要もあるのではないかとの見解を示した。

このほか、被災地金融機関を支援するための資金供給オペについて、委員からは、同オペは、復旧・復興に向けた資金需要への対応を支援することを目的としているが、被災地金融機関の資金繰りに比較的余裕があることなどから、このところ利用実績が減少してきているとの指摘があった。そのうえで、今後のオペの利用状況などをみていくこととなった。

V. 政府からの出席者の発言

内閣府の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 本日、委員も指摘されていた人口の減少や少子高齢化の問題は、日本経済の最大の制約要因だと認識している。政府としても、これだけ財政赤字が多い中で、予算の使い道を工夫しながら、少子化対策や社会保障の安定・充実に取り組んでいる。日本の経済を良くしていくためには、金融のみならず、政策や予算の使い道の変更、経済の体質を改善するための規制緩和など、様々な施策を総動員して日本の国力を如何に上げていくかが大事なポイントになると思う。
- わが国の景気は、世界景気の減速等を背景として、輸出・生産が弱含むなど、回復の動きに足踏みがみられる。先行きも、当面は弱めの動きが見込まれ、世界景気の更なる下振れなど景気下押しリスクがあるため、警戒レベルを引き上げて注視する必要がある。物価は、下落テンポが緩和しているものの、緩やかなデフレ状況にある。
- そうした中、先日発足した野田第三次改造内閣は、デフレからの早期脱却、経済再生、中長期的な経済成長の実現を重要課題として位置付けている。政府は、デフレ脱却に向けた政策を強力に推進し、成長力を強化していく。
- デフレからの早期脱却に向け、政府と日本銀行は意思疎通を更に

深め、密接に連携していくことが重要である。日本銀行には、政府の取り組みと歩調を合わせ、金融政策面からの最大限の努力をお願いする。まずは、日本銀行が当面目指すこととしている消費者物価上昇率1%をできる限り早期に実現し、結果を出すことがきわめて重要である。デフレ脱却が確実となるまで、強力な金融緩和を継続するよう期待する。また、米欧や新興国など海外の金融政策等の影響を含め、わが国の景気下振れリスクに対して、適切に対応頂くようお願いする。

また、財務省の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 先日発足した第三次改造内閣は、初閣議で決定した「基本方針」にのっとり、社会保障・税の一体改革の実現に引き続き全力を挙げて取り組むとともに、「デフレからの早期脱却」を重要課題として、「日本再生戦略」を推進することとしている。
- わが国経済は、これまで緩やかながらも回復を続けてきたが、足もと、世界景気の減速等を背景として、回復の動きに足踏みがみられる。世界景気の更なる下振れや、急速な円高の進行・高止まりを含む金融資本市場の変動等、景気を下押しするリスクも無視できない。特に、政府としては、昨今の急速な円高の進行・高止まりは、景気を下振れさせる重大なリスクと考えている。
- こうした状況において、前回の金融政策決定会合において、10兆円規模の追加緩和が決定されたことは、政府としても、時宜を得た適切な措置として評価している。日本銀行におかれては、引き続き、急速な円高の進行や最近の交易上の諸問題などの下振れリスクがわが国経済に与える影響を注意深く監視し、万全の対応を期すとともに、そうした姿勢を内外にしっかりと情報発信して頂きたい。
- 政府・日銀は、デフレ脱却がわが国における重要課題であるとの認識を共有し、これまでも緊密な情報交換・連携を図りつつ、政策努力を続けてきた。日本銀行は、「当面、消費者物価の前年比上昇率1%を目指して、それが見通せるようになるまで、強力に金融緩和を推進していく」との基本方針に従って、金融政策を運営していると承知しているが、物価上昇率は未だ1%に届いていない。引き続き、金融政策の姿勢が伝わるようコミュニケーションを十分図りながら、内外の経済・金融資本市場等の動向を見極めつつ、1%の早期実現に向け、継続的かつ、積極・果断な金融政策運営に取り組んで頂きたい。

これらの発言を受け、ある委員は、日本銀行としては、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よう、現在の緩和的な金融環境を最大限活用して欲しいと考えており、そのためにも、先般政府が策定した「日本再生戦略」の着実な実現を強く期待していると述べた。そのうえで、この委員は、日本銀行としても、政府と十分な意思疎通を図りながら、デフレからの脱却と物価安定のもとでの持続的な成長の実現に向けて、しっかりと使命を果たしていきたいと述べた。

VI. 採決

以上の議論を踏まえ、委員は、当面の金融市場調節方針について、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%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、宮尾委員、森本委員、
白井委員、石田委員、佐藤委員、木内委員

反対：なし

VII. 対外公表文（「当面の金融政策運営について」）の検討

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

直ちに公表することとされた。

VIII. 議事要旨の承認

議事要旨（9月18、19日開催分）が全員一致で承認され、10月11日に公表することとされた。

以 上

2012年10月5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）。

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. 海外経済は、減速した状態がやや強まっている。国際金融資本市場では、欧州債務問題を背景とする投資家のリスク回避姿勢はやや後退した状態が続いているものの、今後の市場の展開には十分注意していく必要がある。

3. わが国の景気は、横ばい圏内の動きとなっている。輸出や鉱工業生産は、海外経済の減速した状態がやや強まるもとで、弱めとなっている。一方、国内需要は、復興関連需要などから底堅く推移している。すなわち、公共投資は増加を続けており、住宅投資も持ち直し傾向にある。個人消費は、雇用環境が改善傾向にあるなかで、底堅く推移している。設備投資は、企業収益が総じて改善するもとで、緩やかな増加基調にある。この間、企業の業況感、海外経済減速の影響などを背景に、幾分慎重化している。わが国の金融環境は、緩和した状態にある。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。

4. 先行きのわが国経済についてみると、当面横ばい圏内の動きにとどまるとみられるが、国内需要が底堅さを維持し、海外経済が減速した状態から次第に脱していくにつれて、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。

5. リスク要因をみると、欧州債務問題の今後の展開、米国経済の回復力、新興国・資源国の物価安定と成長の両立の可能性など、世界経済を巡る不確実性は引き続き大きいほか、金融・為替市場動向の景気・物価への影響には注意が必要である。

6. 日本銀行は、日本経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰することがきわめて重要な課題であると認識している。この課題は、幅広い経済主体による成長力強化の努力と金融面からの後押しを通じて実現されていくもので

ある。こうした認識のもとで、成長基盤強化を支援するとともに、強力な金融緩和を推進している。今後とも、資産買入等の基金の着実な積み上げを通じて間断なく金融緩和を進めていく。日本銀行としては、引き続き適切な金融政策運営に努めるとともに、国際金融資本市場の状況を十分注視し、わが国の金融システムの安定確保に万全を期していく方針である。

以 上