

<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：2043年12月>

2013.4.23
企 画 局

金融環境の現状評価

（概 況）

前回会合（4月3、4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、銀行貸出残高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、エコノミスト、市場参加者のインフレ予想およびマーケットの指標は幾分上昇している。

- 3月の消費動向調査をみると、家計の1年後のインフレ予想は、幾分上昇している（1月+1.73%→2月+1.88%→3月+2.02%、図表1左下段）。
- 4月のESPフォーキャスト調査をみると、エコノミストによるCPIのインフレ予想は、2013年度は横ばい圏内で推移している（2013年度：2月+0.17%→3月+0.25%→4月+0.27%、図表2右上段）。
- 4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、幾分上昇している（2012/4月+0.8%→10月+0.7%→2013/4月+1.3%、図表2左下段）。
- 3月のQSS債券月次調査をみると、債券市場参加者による「1年先から2年後までの1年間」の予想インフレ率は、このところ上昇している（1年先から2年後までの1年間：1月+0.91%→2月+1.01%→3月+1.09%、図表3上段）。
- 円スワップ・レートから計算した短中期のインプライド・フォワード・レートは、上昇している（図表3中段）。

中長期的なインフレ予想については、エコノミストのインフレ予想は概ね横ばい圏内で推移している一方、市場参加者のインフレ予想およびマーケットの指標は上昇している。

- 4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（2012/4月+1.2%→10月+0.8%→2013/4月+1.1%、図表2左下段）。
- 3月のQSS債券月次調査をみると、債券市場参加者による「2年先から10年後までの8年間」の予想インフレ率は、このところ上昇している（1月+1.19%→2月+1.22%→3月+1.25%、図表3上段）。
- 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、幾分上昇している（図表3中段）。
- 物価連動国債のBEI（Break Even Inflation rate）をみると、上昇して

いる（図表3下段）。

2. 短期金利と実体経済

短期金利（オーバーナイト物コールレート）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）¹。

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上段）。

個別の金利動向をみると、以下の通り。

- 貸出金利は、低い水準で推移している（図表9下段）。
- 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8、10中段）。

—— CPの発行市場では、全体としての発行環境は引き続き落ち着いている。業況悪化などから信用スプレッドが幾分拡大した状態となっていた一部銘柄については、このところ、スプレッドが縮小した状態となっている。

- 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8、10下段）。

—— 社債の発行市場では、3月はスプレッドが縮小したが、4月は、計2,200億円と纏まった金額の電力債が起債され、スプレッドは幾分拡大した。目立って業況が悪化した先による発行はなお手控えられているものの、投資家の需要は引き続き底堅く、全体としての発行環境は引き続き落ち着いている。

¹ 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。

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。

民間総資金調達は、小幅ながら前年比プラスとなっている（2012年7～9月 -0.0% →10～12月 $+0.1\%$ →2013年1～3月 $+0.4\%$ 、1月 $+0.3\%$ →2月 $+0.4\%$ →3月 $+0.5\%$ 、図表13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（2012年7～9月 $+1.1\%$ →10～12月 $+1.2\%$ →2013年1～3月 $+1.6\%$ 、1月 $+1.4\%$ →2月 $+1.6\%$ →3月 $+1.7\%$ 、図表13下段）。

—— 業態別にみると、都銀等が昨年12月に3年2か月振りに前年比プラスに転じた後、プラス幅が拡大しているほか、地銀・地銀Ⅱは2%台の伸びを続けている（都銀等：1月 $+0.3\%$ →2月 $+0.7\%$ →3月 $+0.9\%$ 、地銀・地銀Ⅱ：1月 $+2.5\%$ →2月 $+2.6\%$ →3月 $+2.6\%$ ）。

—— 企業向けの資金需要について、4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、大企業向けが「増加」超幅を縮小させたことなどから、全体としては「増加」超から「減少」超へ転じた。個人向けは6四半期連続で「増加」超となった（図表17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、REIT向けを中心に、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。

—— 2月の企業向け貸出（特殊要因調整前、国内銀行ベース）の内訳をみると、規模別では、大企業向けが前年比プラス幅を拡大しているほか、中小企業向けも前年比マイナス幅を縮小してきている（大企業向け：12月 $+4.1\%$ →1月 $+4.4\%$ →2月 $+4.7\%$ 、中小企業向け：12月 -0.8% →1月 -0.5% →2月 -0.5% 、図表14中段）。また、資金用途別の前年比をみると、運転資金向け、設備資金向けともに、プラスで推移している（運転資金向け：12月 $+1.1\%$ →1月 $+1.5\%$ →2月 $+1.4\%$ 、設備資金向け：12月 $+0.7\%$ →1月 $+0.9\%$ →2月 $+1.4\%$ ）。

- CP・社債計の発行残高は、概ね前年並みとなっている（前年比、1月-0.2%→2月+0.1%→3月-0.2%、図表15上段）。CP残高の前年比はマイナス、社債残高は概ね前年並みとなっている。

—— 社債の発行環境は、総じてみれば良好な状態が続いている（図表15下段）。4月の社債の発行額（4/19日時点）は、9,400億円となっている。4月全体では9,600億円となる見込みであり、前年同月および例年を大幅に上回る水準となる（2012年4月：4,580億円、2003～2012年の4月平均：5,607億円）。

▽ 4月入り後の社債発行銘柄

| | | |
|----|------|---|
| 4月 | AAA格 | — |
| | AA格 | 中国電力、九州電力、日立キャピタル、トヨタファイナンス、セブン&アイ・ホールディングス、ブリヂストン、東北電力、日本電信電話、関西電力、アドバンス・レジデンス投資法人 |
| | A格 | 北海道電力、東京センチュリーリース、 <u>大和証券グループ本社</u> 、 <u>オリックス</u> 、 <u>日本製粉</u> 、 <u>岡村製作所</u> 、THK、クレディセゾン、日産自動車、ヒューリック、東武鉄道 |
| | BBB格 | <u>澁澤倉庫</u> 、 <u>近畿日本鉄道</u> 、 <u>双日</u> 、 <u>相鉄ホールディングス</u> |

（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。波下線は個人向けを含む。4月は19日まで。

4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であった（図表16）。J-REIT資本調達額は、このところ増加傾向にあったが、4月は増勢が一服している。

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17、18）。

—— 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、小企業（1～3月）は「困難」超幅が幾分拡大した（図表18上段）。

—— 金融機関の貸出運営スタンスについて、4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」超幅は横ばいで推移した（図表17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、小企業（1～3月）は幾分悪化した。一方、商工中金調査では、中小企業（4月）の「悪化」超幅が幾分縮小した（図表 18 下段）。

足もと、3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か、それに近い水準まで改善している。

6. 企業倒産

3月の企業倒産件数は、929件と引き続き低水準で推移している（前年比：1月－5.2%→2月－11.8%→3月－20.0%、図表 20 上段）。

— 倒産件数は、3月としては22年ぶりに1,000件を下回った。

— 中小企業金融円滑化法に基づく貸付条件変更を受けた後の倒産は、このところ幾分増加しているものの、なお低い水準に止まっている（2012年1～3月50件→4～6月63件→7～9月56件→10～12月85件→2013年1～3月99件、12月26件→1月25件→2月36件→3月38件）。

— 3月の倒産企業負債総額は、前年を大幅に下回っている。

7. その他の金融指標

マネタリーベース（平残）の前年比は、2桁のプラスを続けている（1月+10.9%→2月+15.0%→3月+19.8%、図表 21）。

— 3月のマネタリーベース（末残）の水準は、146兆円となった（図表 22 上段）。

— マネタリーベース（末残）の増減を、日本銀行が供給する通貨の取引からみると、足もとは、長期国債の買入れ等を通じて、多額の資金供給を行っていることから、マネタリーベースの前年比はプラスを続けている（図表 22 中段）。

— マネタリーベースは、当面、長期国債の買入れの増加に伴い、前年比の伸びを高めていく見通し。

マネーストック（M2）の前年比は、銀行貸出の増加などから3%程度のプラスとなっている（1月+2.7%→2月+2.9%→3月+3.0%、図表 22 下段）。

以 上

2013.4.23
企画局

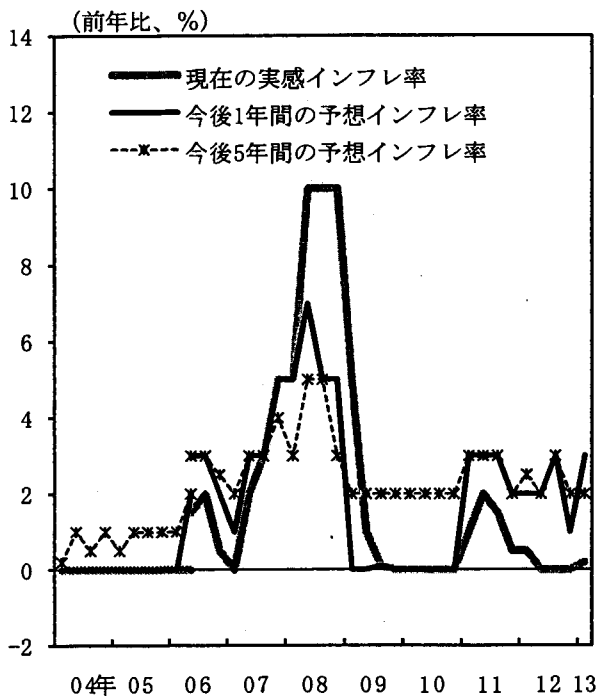
「金融環境の現状評価」参考計表

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. 短期金利と実体経済
 - （図表4）短期金利と実体経済（1）
 - （図表5）短期金利と実体経済（2）
 - （図表6）短期金利と実体経済（3）
 - （図表7）短期金利と実体経済（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・貸出金利
 - （図表10）貸出・CP・社債のスプレッド
 - （図表11）企業の資金調達コストと収益性
4. 資金調達量
 - （図表12）資金調達量関連指標
 - （図表13）民間部門総資金調達
 - （図表14）民間銀行貸出の内訳
 - （図表15）CP・社債発行残高
 - （図表16）エクイティファイナンス
5. アベイラビリティ
 - （図表17）企業金融関連指標
 - （図表18）金融機関の貸出態度・企業の資金繰り
6. 企業倒産
 - （図表19）企業倒産関連指標
 - （図表20）企業倒産
7. その他の金融指標
 - （図表21）マネー関連指標
 - （図表22）マネタリーベースとマネーストック
 - （図表23）M2のバランスシート分解
 - （図表24）資産価格と銀行信用
 - （図表25）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

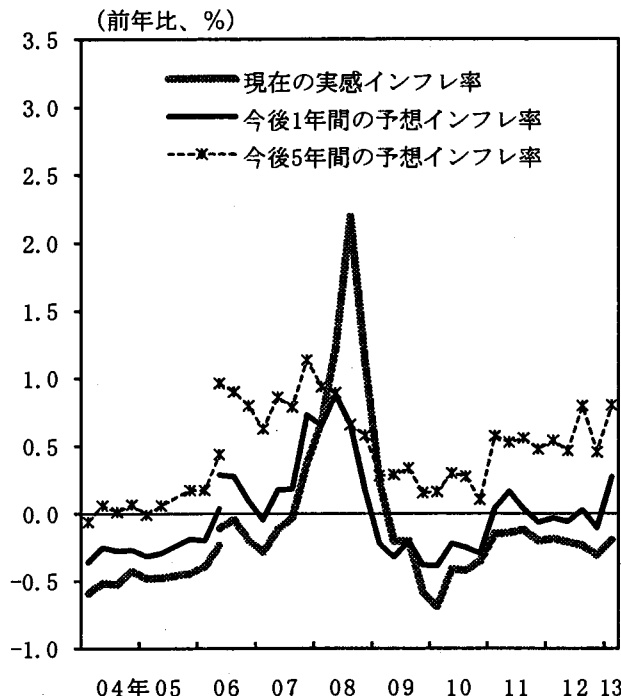
(1) 生活意識に関するアンケート調査

<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。

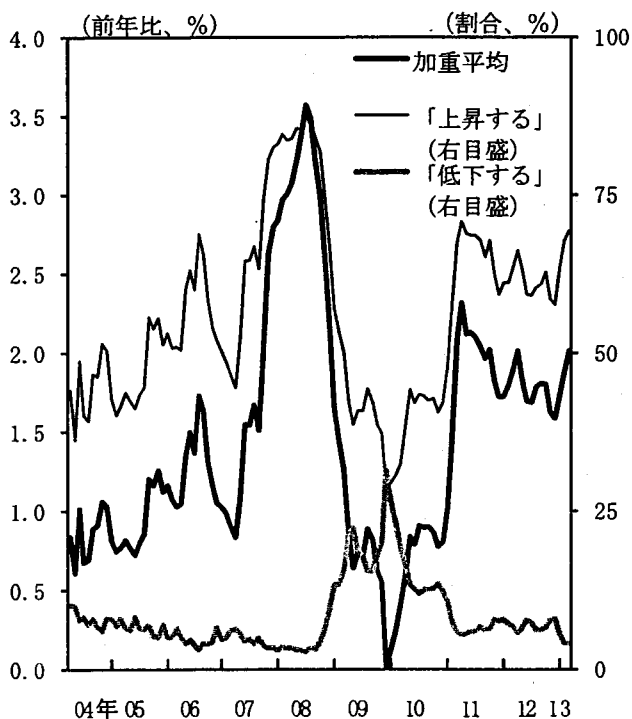
<質的質問からの推計値>



(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)

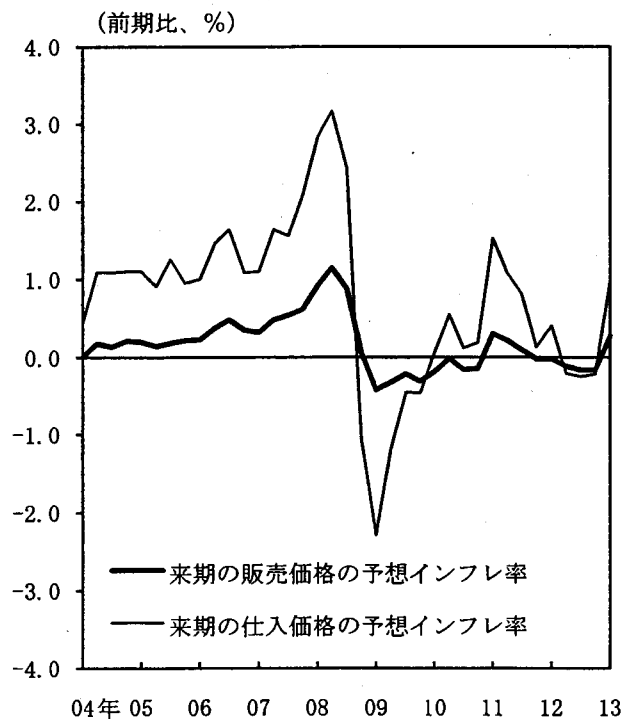
<1年後の予想インフレ率 (総世帯)>



(注) 加重平均は、「-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計算したもの。

(3) 企業のインフレ予想

<短観からの推計>

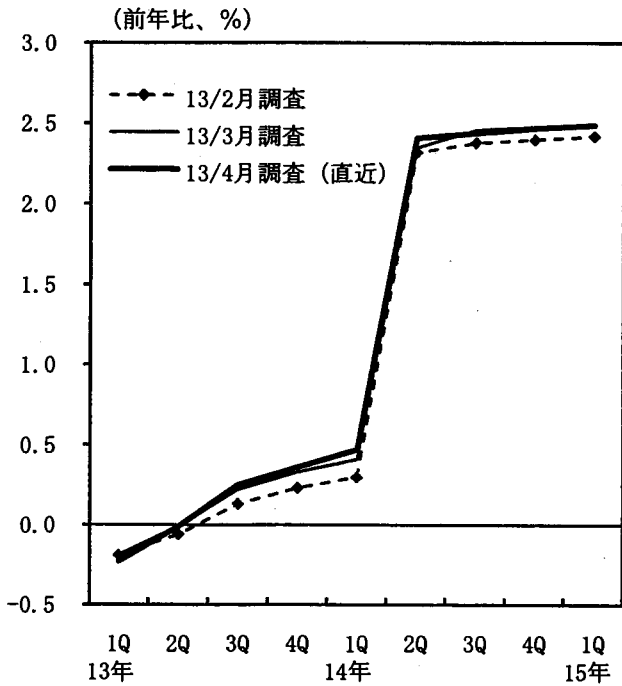


(注) 企業 (製造業、全規模) の「上がる」、「下がる」の回答シェアから修正カールソン・パーキン法により推計。

(図表2)

エコノミストのインフレ予想

(1) ESPフォーキャスト調査 ＜四半期＞



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

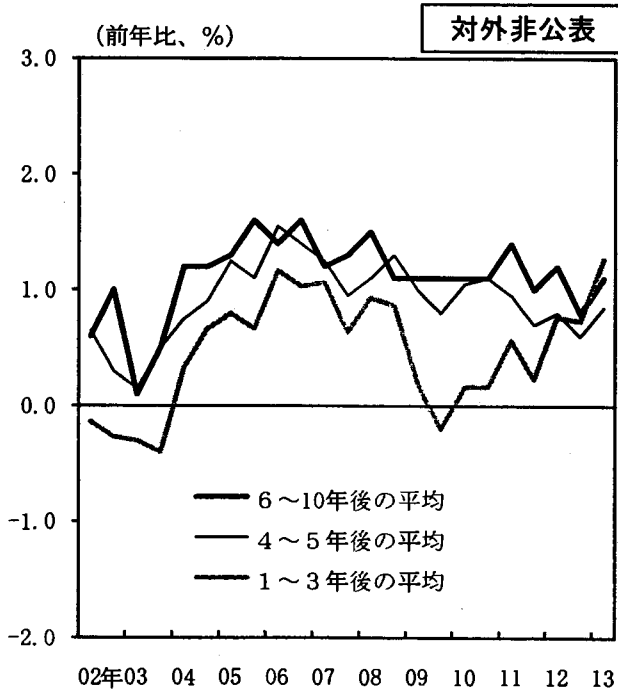
(2) ESPフォーキャスト調査 ＜年度＞

(%)

| | 2012年度 | 2013年度 | 2014年度 |
|---------|--------|--------|--------|
| 12/9月調査 | -0.06 | 0.14 | |
| 10月調査 | -0.08 | 0.11 | (2.38) |
| 11月調査 | -0.11 | 0.10 | (2.36) |
| 12月調査 | -0.15 | 0.08 | (2.31) |
| 13/1月調査 | -0.15 | 0.11 | 2.34 |
| 2月調査 | -0.16 | 0.17 | 2.45 |
| 3月調査 | -0.16 | 0.25 | 2.47 |
| 4月調査 | -0.18 | 0.27 | 2.47 |

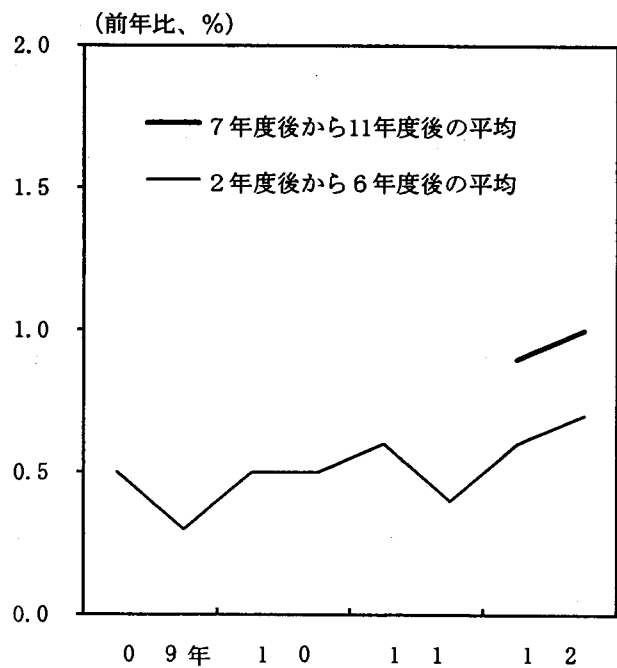
(注) ()内は特別調査。

(3) コンセンサスフォーキャスト



(注) 内外の調査機関約20先の予想の平均。
調査時点は毎年4、10月。

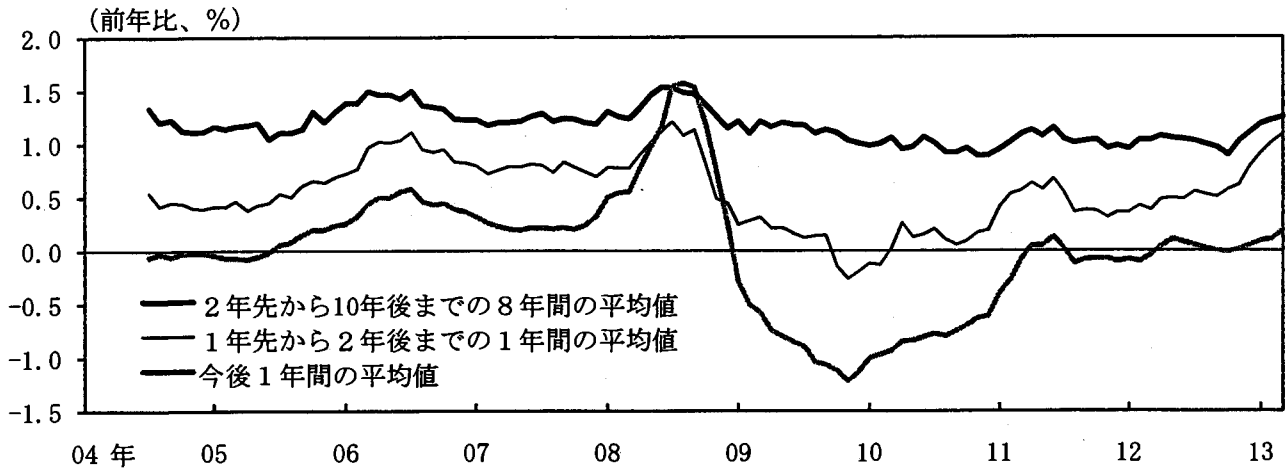
(4) ESPフォーキャスト長期予想



(注) 調査時点は毎年6、12月。

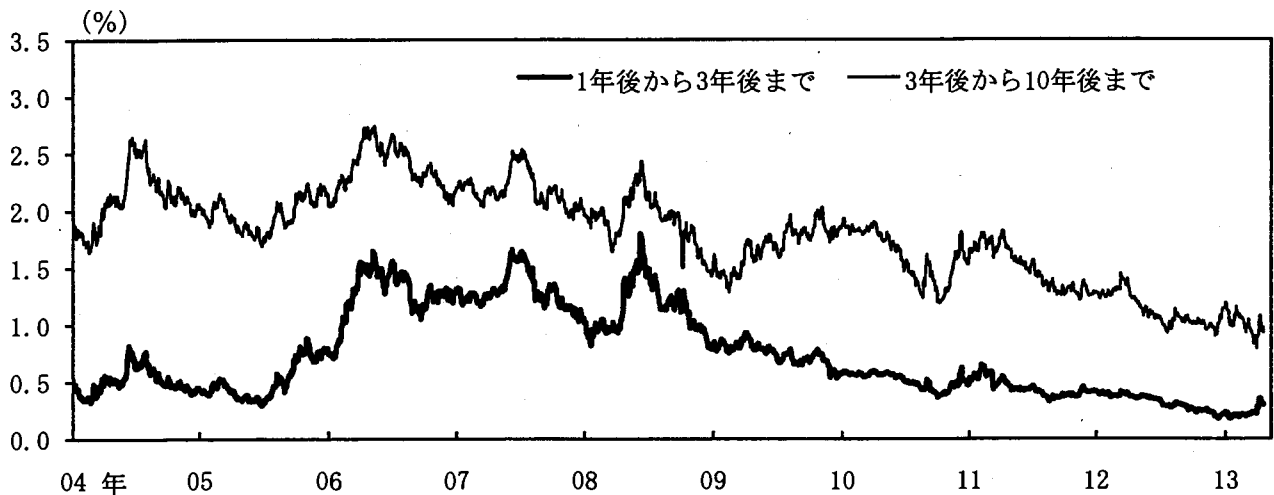
市場のインフレ予想

(1) QSS債券月次調査



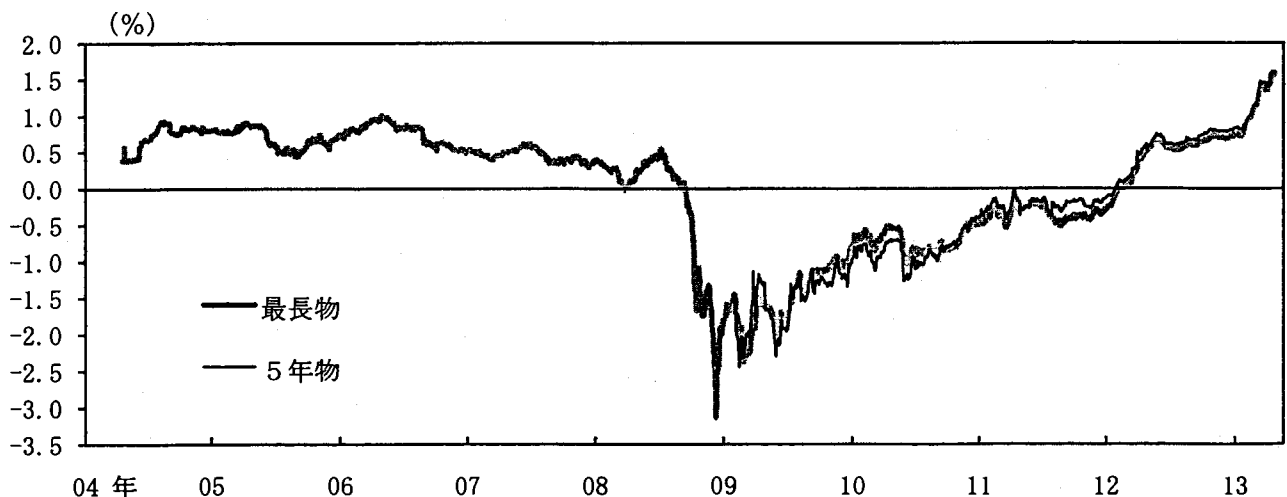
(注) 証券会社および機関投資家の債券担当者約150名の予想の平均をもとに算出。

(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。

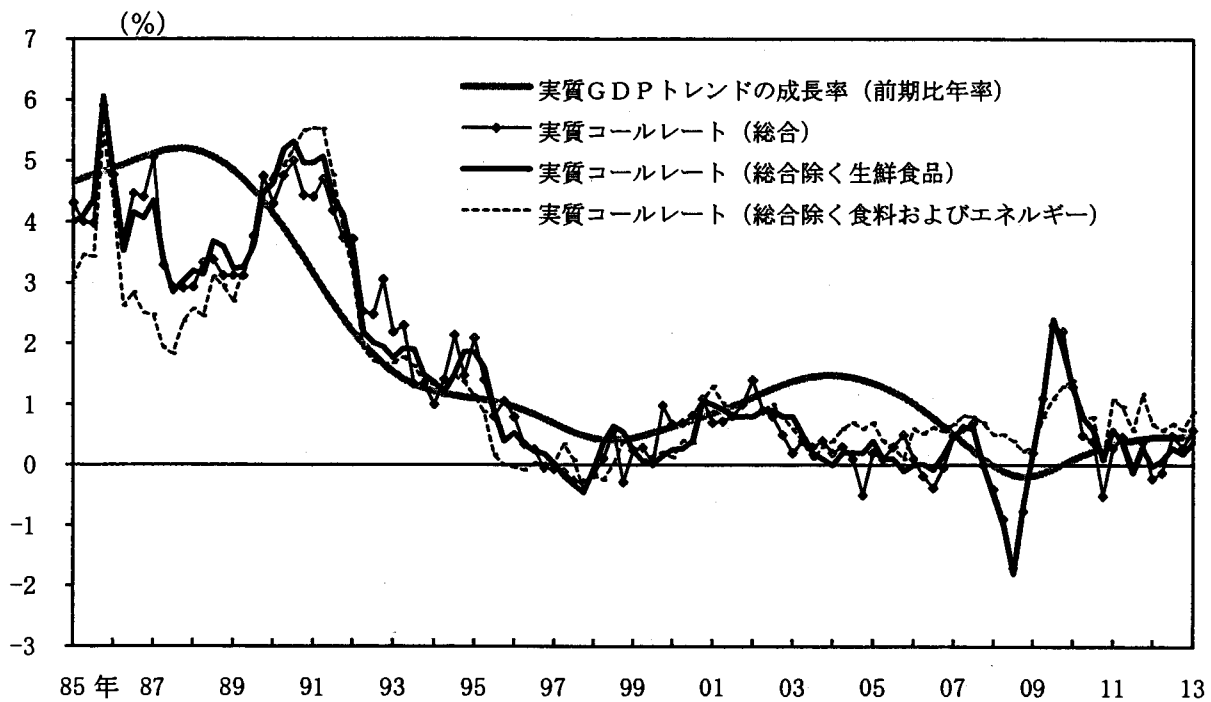
(3) 物価連動国債のBEI



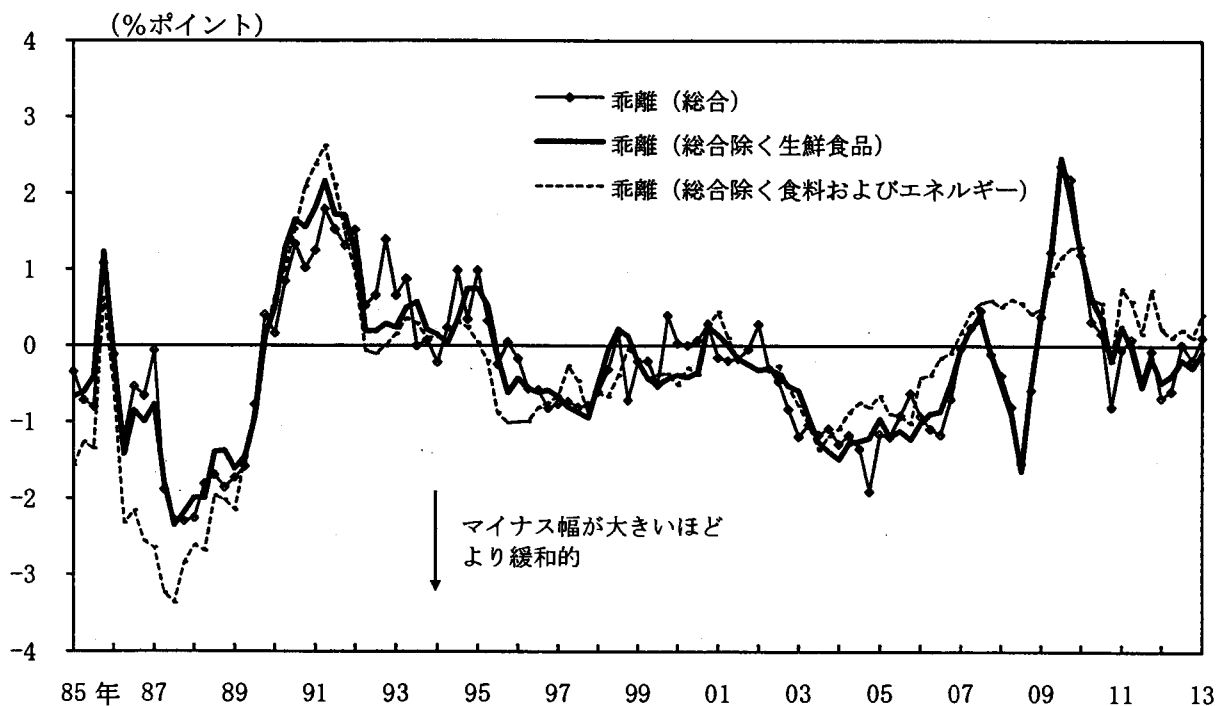
(注) BEIは、国債利回りー物価連動国債利回り。最長物は、それぞれの時点で残存期間が最も長い物価連動国債の利回りを使って算出。

短期金利と実体経済 (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)



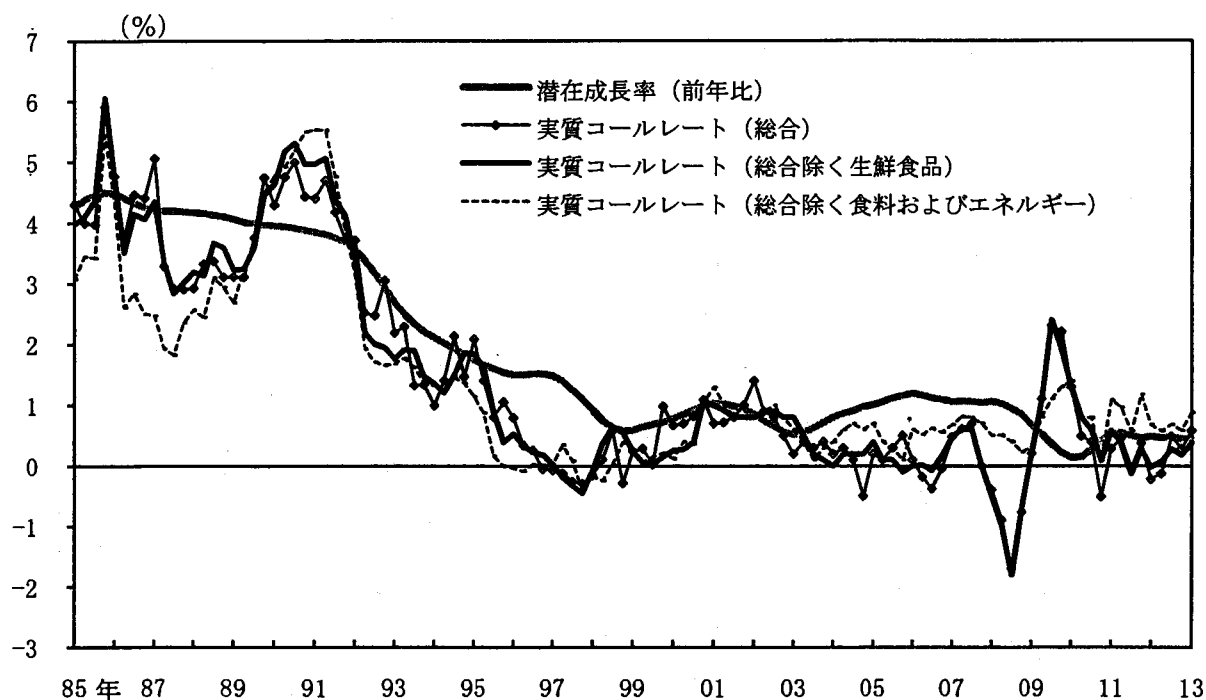
(2) 実質コールレートと実質GDPトレンドの成長率の乖離



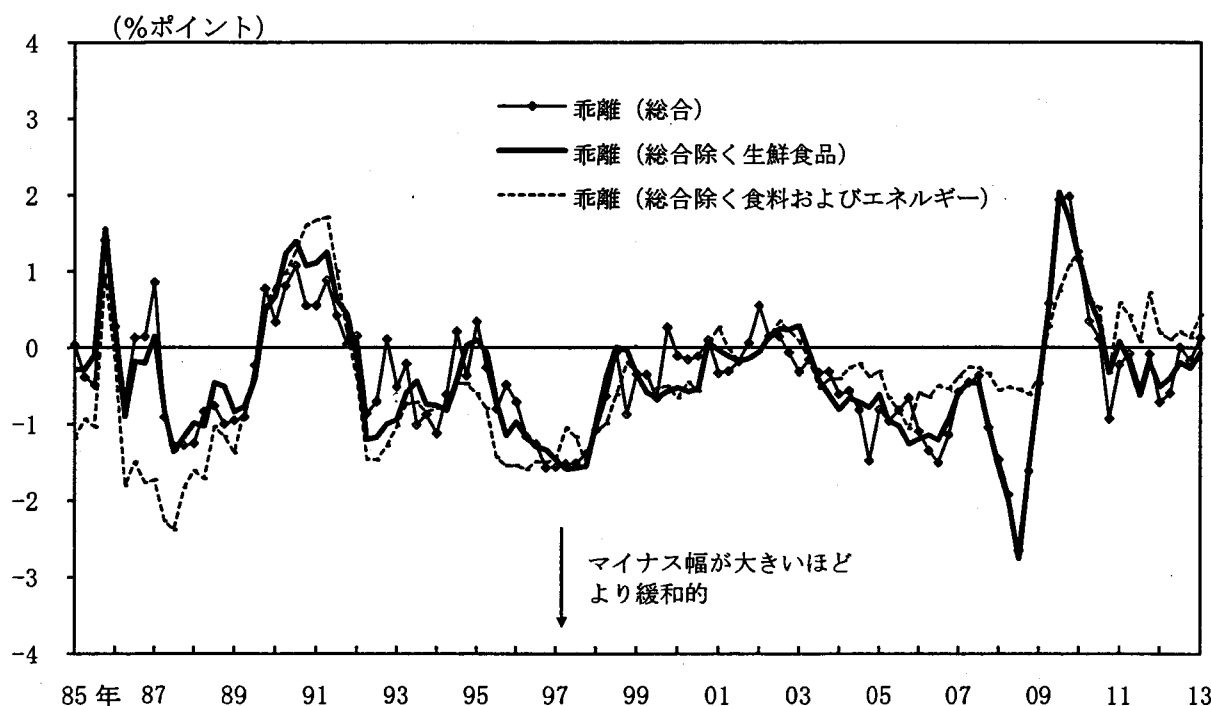
- (注) 1. 実質コールレートは、無担0/Nから消費者物価指数前年比を差し引いて算出。括弧内は、コールレートの実質化に用いたCPIの系列 (消費税調整済み)。「食料」は「酒類」を除く。また、「エネルギー」は「電気代」、「都市ガス代」、「プロパンガス」、「灯油」、「ガソリン」からなる。実質GDPトレンドは、HPフィルターによる推計値。
2. CPIはいずれも、2001/1Q以降、高校授業料 (公立高校授業料、私立高校授業料) を除くベース。
3. 13/1Qの実質GDPトレンド成長率は12/4Qから横ばいと仮定。
13/1QのCPI前年比は、3月のCPI前年比が2月から横ばいと仮定して算出。

短期金利と実体経済(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)



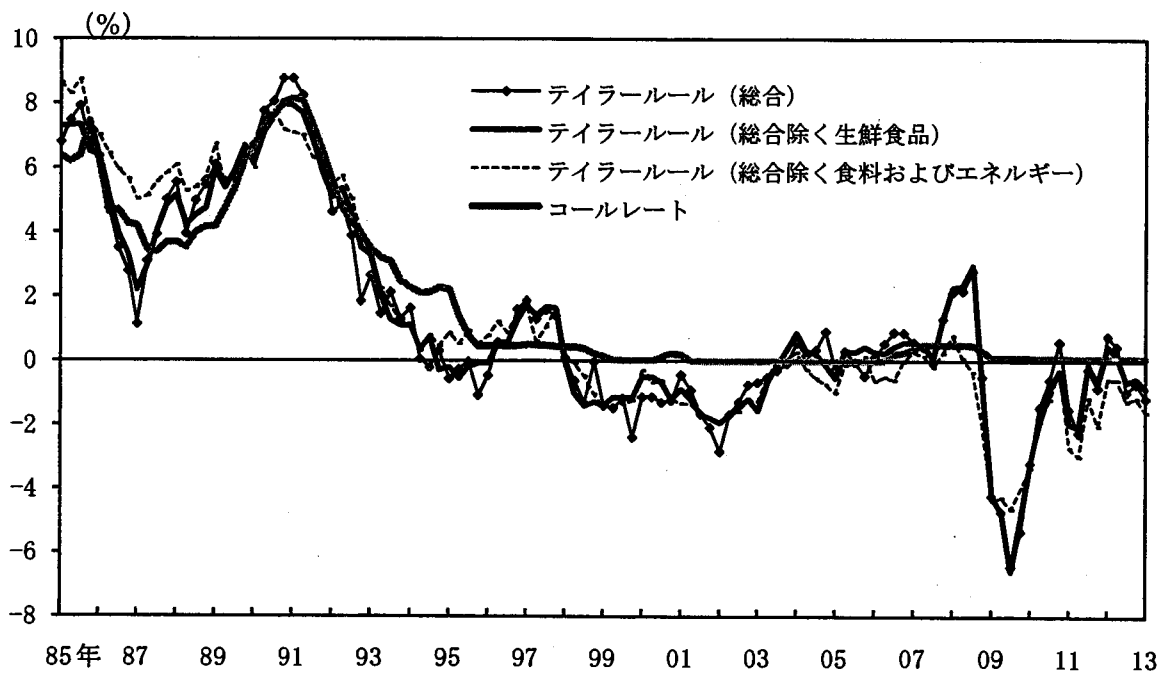
(2) 実質コールレートと潜在成長率の乖離



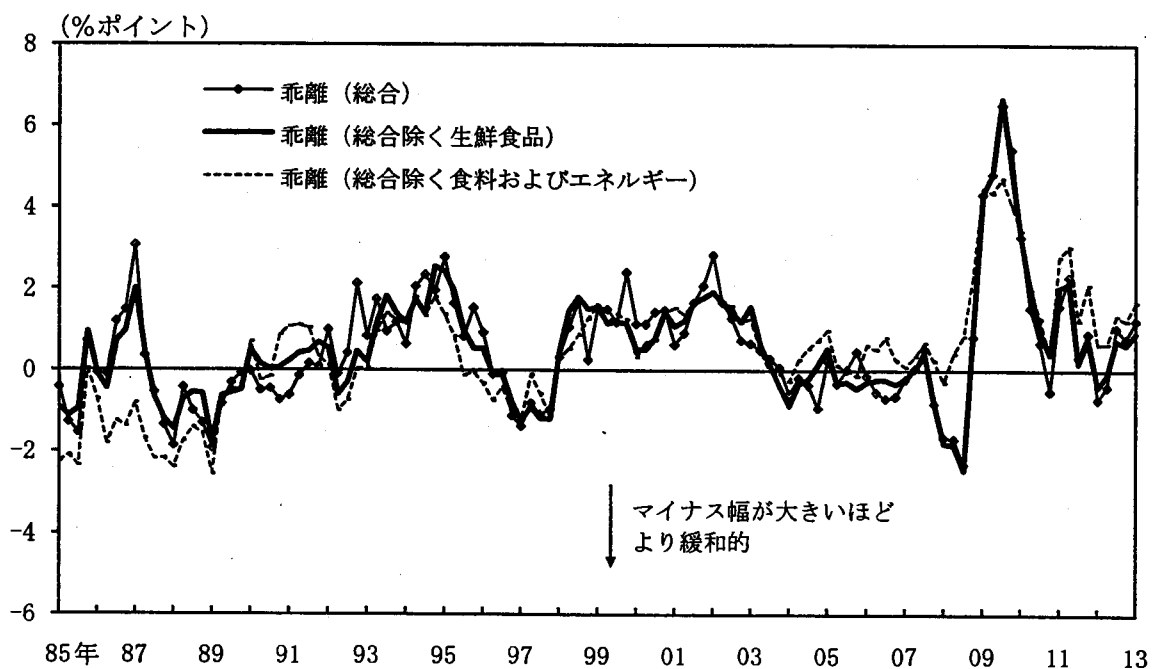
- (注) 1. 実質コールレートは、無担0/Nから消費者物価指数前年比を差し引いて算出。括弧内は、コールレートの実質化に用いたCPIの系列(消費税調整済み)。「食料」は「酒類」を除く。また、「エネルギー」は「電気代」、「都市ガス代」、「プロパンガス」、「灯油」、「ガソリン」からなる。潜在成長率は、生産関数アプローチによる推計値(調査統計局の試算値)。
2. CPIはいずれも、2001/1Q以降、高校授業料(公立高校授業料、私立高校授業料)を除くベース。
3. 13/1Qの潜在成長率は12/4Qから横ばいと仮定。
13/1QのCPI前年比は、3月のCPI前年比が2月から横ばいと仮定して算出。

短期金利と実体経済 (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) コールレートとテイラー・ルールの乖離

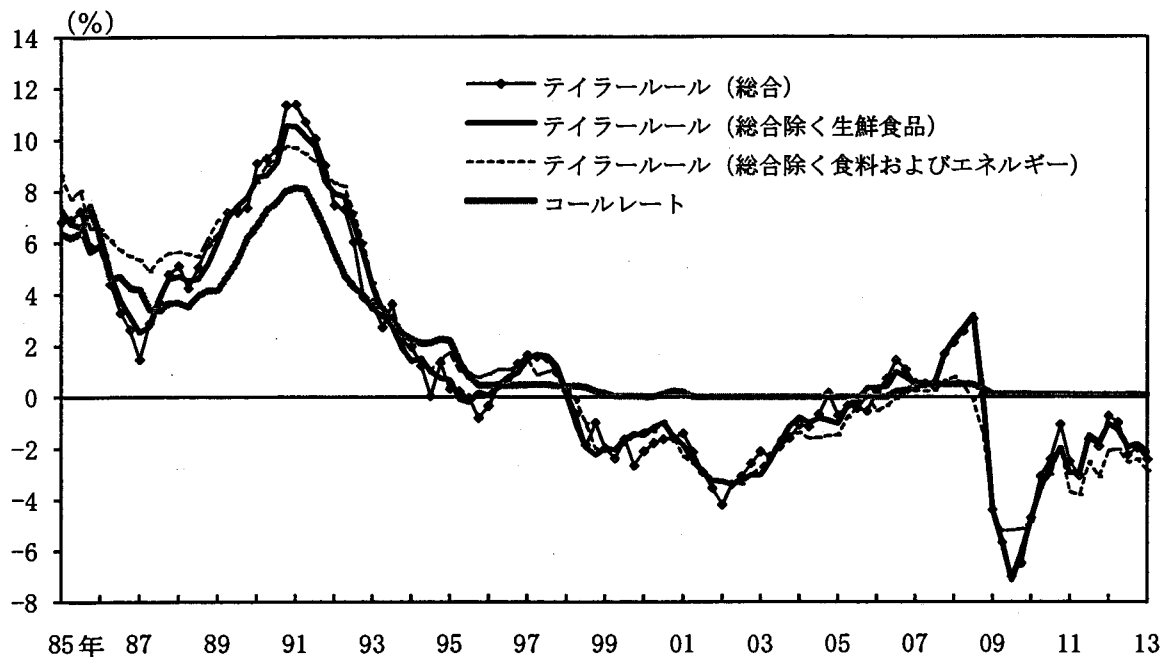


- (注) 1. 以下のような標準的なテイラー・ルールを用いた。なお、目標インフレ率は2%で計算。
 テイラー・ルールが示唆する短期金利 = 潜在成長率 + 目標インフレ率
 $+ 1.5 \times (\text{インフレ率} - \text{目標インフレ率}) + 0.5 \times \text{GDPギャップ}$
2. 括弧内は、テイラー・ルールの計算に用いたCPIの系列(消費税調整済み)。「食料」は「酒類」を除く。また、「エネルギー」は「電気代」、「都市ガス代」、「プロパンガス」、「灯油」、「ガソリン」からなる。潜在成長率とGDPギャップは、HPフィルターによる推計値に基づく。
3. CPIはいずれも、2001/1Q以降、高校授業料(公立高校授業料、私立高校授業料)を除くベース。
4. 13/1Qの潜在成長率およびGDPギャップは、12/4Qから横ばいと仮定。
 13/1QのCPI前年比は、3月のCPI前年比が2月から横ばいと仮定して算出。

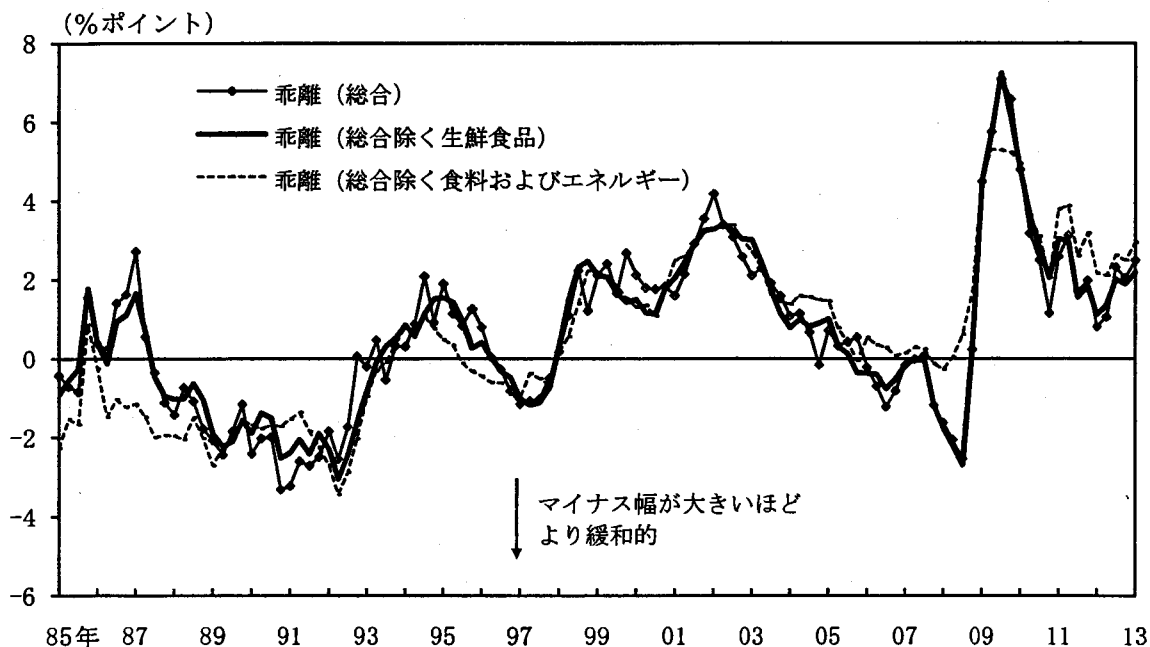
短期金利と実体経済 (4)

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) コールレートとテイラー・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2%で計算。
 テイラー・ルールが示唆する短期金利 = 潜在成長率 + 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. 13/1Qの潜在成長率およびGDPギャップは、12/4Qから横ばいと仮定。
 13/1QのCPI前年比は、3月のCPI前年比が2月から横ばいと仮定して算出。

資金調達コスト関連指標

対外非公表

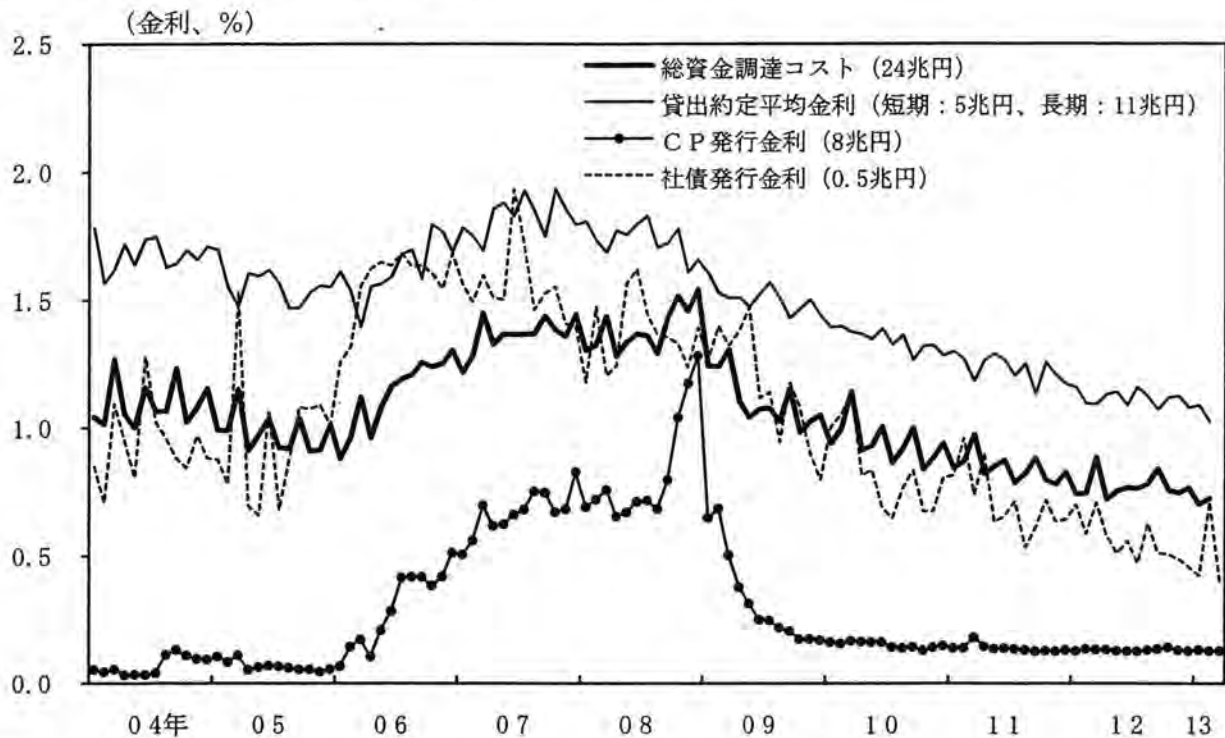
| | | 12/ 4~6月 | 7~9 | 10~12 | 13/ 1~3 | 13/2月 | 3 | 4 |
|------------------------|-----------|-------------|-------|-------|------------|-------|-------|-------|
| 短期プライムレート(末値) | | 1.475 | 1.475 | 1.475 | 1.475 | 1.475 | 1.475 | — |
| 長期プライムレート(末値) | | 1.30 | 1.25 | 1.20 | 1.15 | 1.15 | 1.15 | — |
| 貸出約定平均金利 | | | | | | | | |
| 新規 | 短期 | 1.021 | 0.983 | 1.017 | — | 0.743 | — | — |
| | 除く交付税特会向け | 1.381 | 1.380 | 1.415 | — | 1.225 | — | — |
| | 長期 | 1.002 | 1.010 | 0.977 | — | 0.942 | — | — |
| | 総合 | 1.007 | 1.001 | 0.988 | — | 0.860 | — | — |
| ストック | 除く交付税特会向け | 1.123 | 1.121 | 1.110 | — | 1.026 | — | — |
| | 短期 | 1.040 | 1.033 | 1.023 | — | 0.982 | — | — |
| | 長期 | 1.486 | 1.461 | 1.433 | — | 1.405 | — | — |
| | 総合 | 1.418 | 1.397 | 1.375 | — | 1.346 | — | — |
| スプレッド貸出の スプレッド(都銀等) | 短期 | 0.43 | 0.44 | 0.45 | — | 0.39 | — | — |
| | 長期 | 0.74 | 0.77 | 0.76 | — | 0.66 | — | — |
| CP発行レート (3ヶ月物、a-1格) | | 0.13 | 0.14 | 0.14 | 0.13 | 0.13 | 0.13 | 0.13 |
| スプレッド | a-1+格 | +0.01 | +0.01 | +0.01 | +0.03 | +0.02 | +0.06 | +0.03 |
| | a-1格 | +0.02 | +0.02 | +0.03 | +0.05 | +0.05 | +0.08 | +0.04 |
| | a-2格以下 | +0.18 | +0.19 | +0.17 | +0.17 | +0.14 | +0.20 | +0.28 |
| 社債発行レート (AA格) | | 0.51 | 0.49 | 0.44 | 0.36 | 0.49 | 0.26 | 0.52 |
| スプレッド | AAA格 | +0.12 | — | +0.06 | +0.10 | — | +0.10 | — |
| | AA格 | +0.26 | +0.28 | +0.26 | +0.22 | +0.35 | +0.14 | +0.32 |
| | A格 | +0.29 | +0.37 | +0.35 | +0.53 | +0.86 | +0.38 | +0.32 |

- (注) 1. 短プラ、長プラの直近(4/23日)の値は、短プラは1.475%、長プラは1.20%。
 2. CPと社債の発行レートとスプレッドの定義は図表10を参照。
 3. 13/4月は、CPが第2週まで(4/1~12日)、社債が19日までの値。

総資金調達コスト・貸出金利

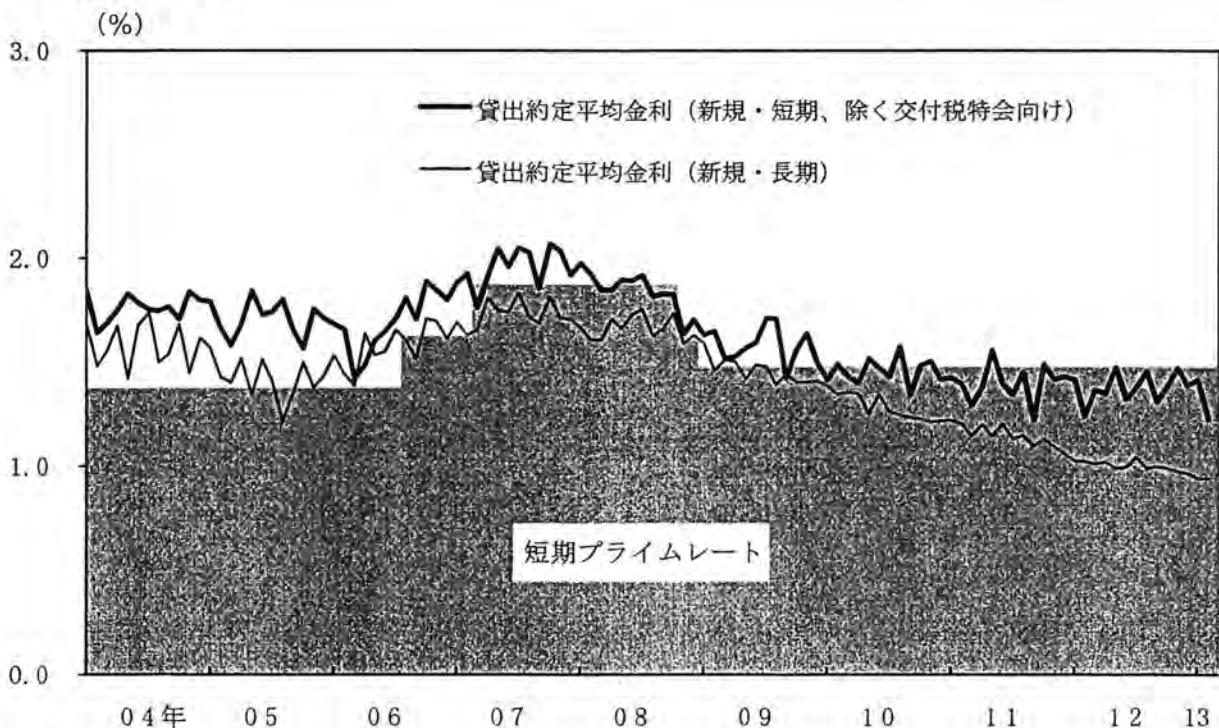
対外非公表

(1) 総資金調達コストの推移



- (注) 1. 総資金調達コストは、貸出約定平均金利（新規・総合、除く交付税特会向け）、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12年中の月平均新規貸出実行額または発行額。

(2) 貸出金利

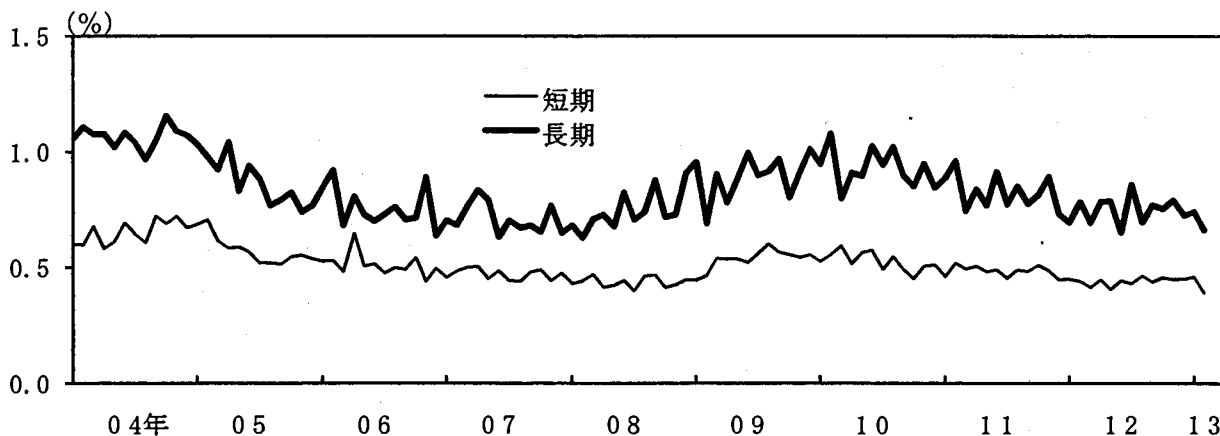


- (注) 貸出約定平均金利は、国内銀行ベース。短期プライムレートは月末時点。

貸出・CP・社債の спреッド

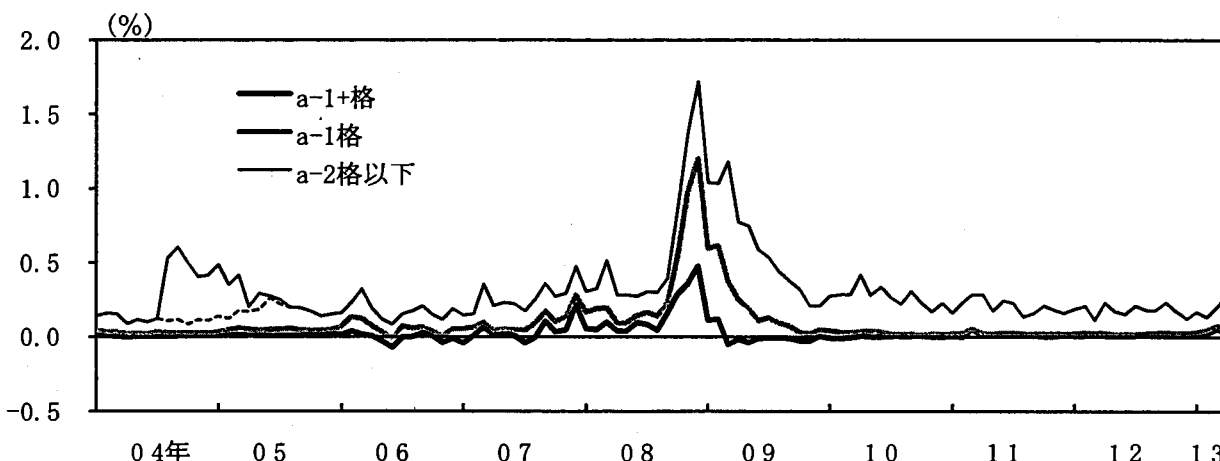
対外非公表

(1) スプレッド貸出の спреッド



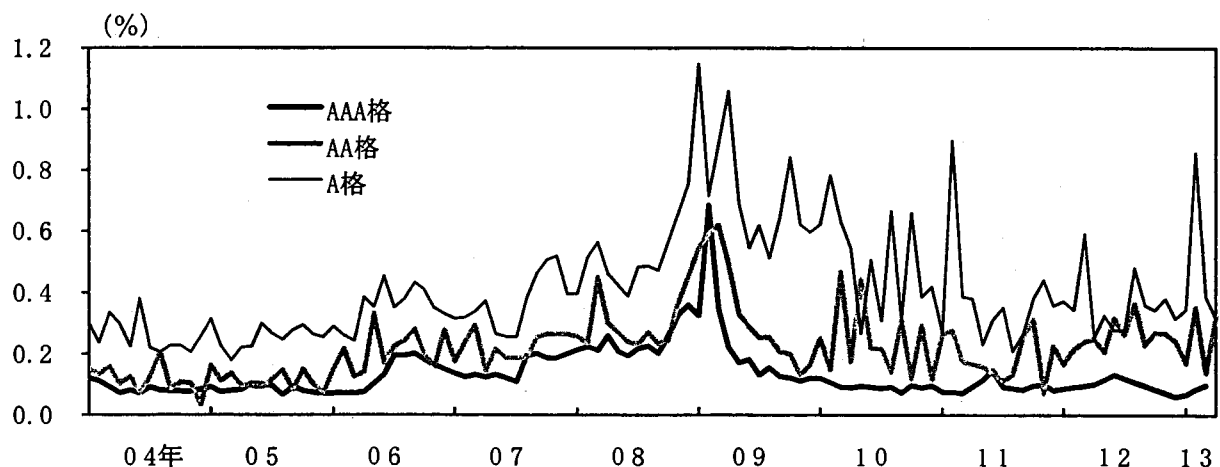
(注) 計数は都銀等ベース。

(2) CP発行スプレッド



(注) 1. 発行スプレッドは、発行金利－短期3か月物利回り。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。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で、a-2格未満は含まれない。
 2. 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。
 3. 13/4月は第2週まで(4/1～12日)の平均値。

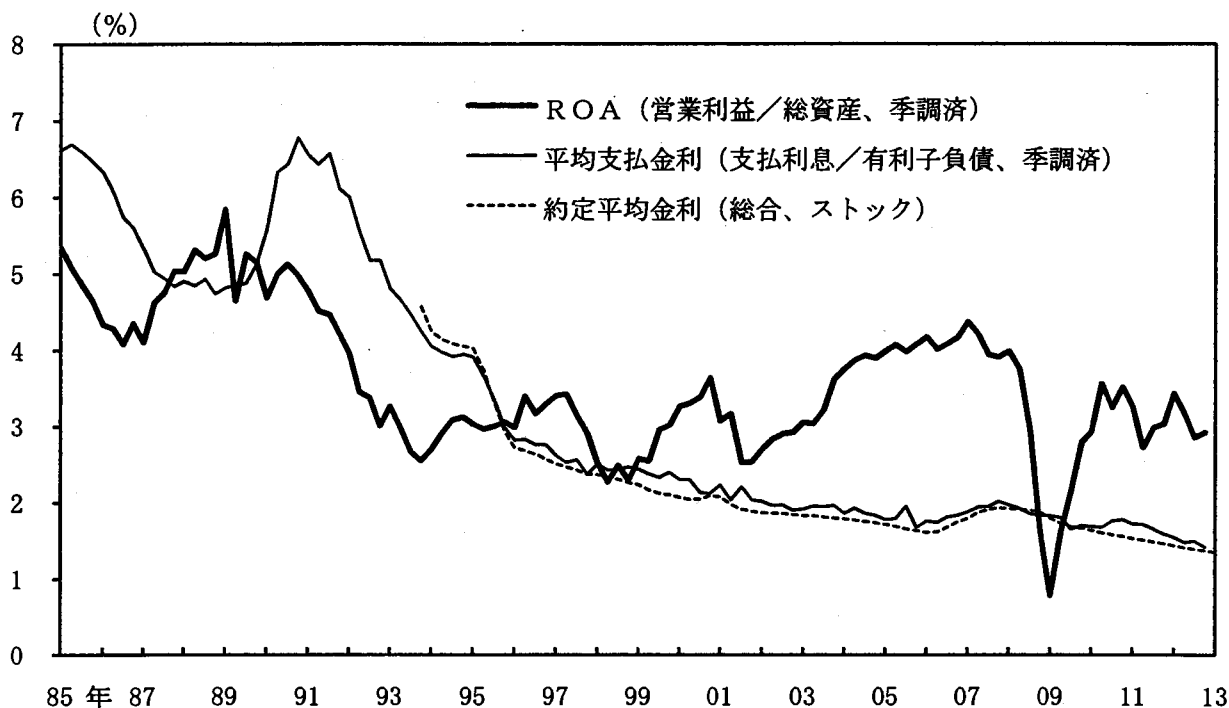
(3) 社債発行スプレッド



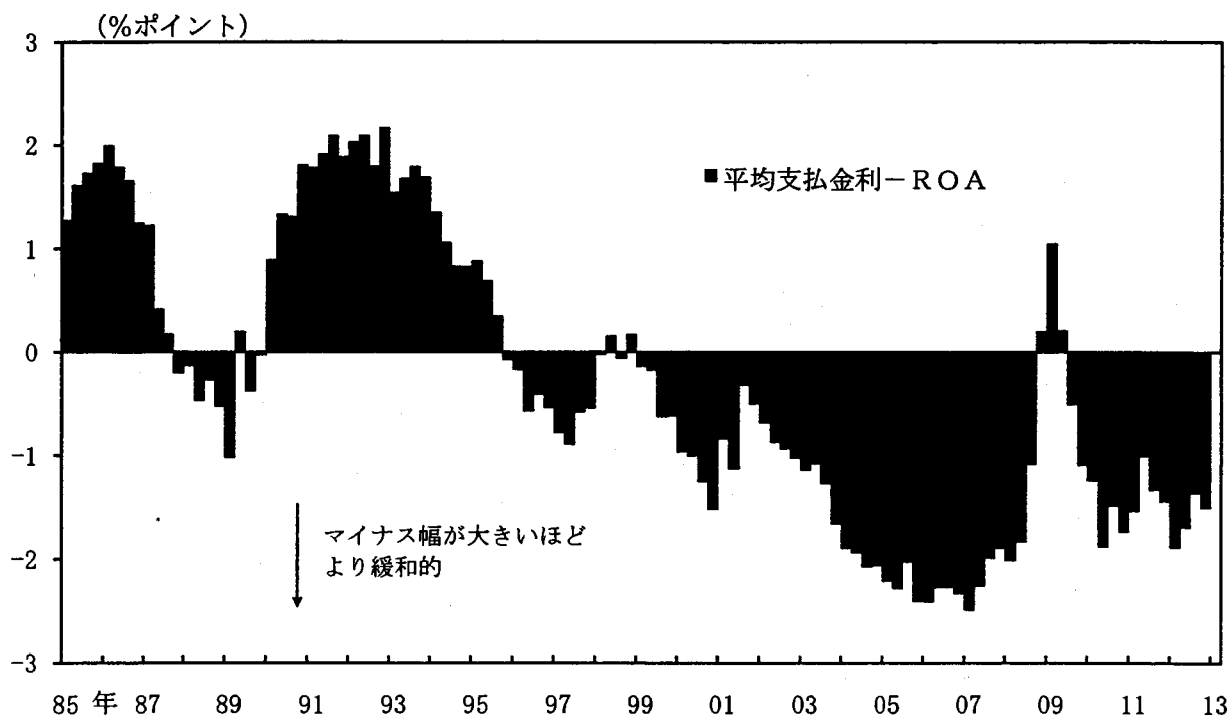
(注) 1. 社債発行スプレッドは、起債日ベースで、社債発行金利－同年限の国債流通利回り。対象は国内公募社債で、銀行や証券会社、発行金利が相対的に高いノンバンクの発行分、劣後債等は除いている。計数は単純平均値。
 2. 発行が無い月は前後の月の値で線形補間。
 3. 13/4月は19日までの値。

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) 13/1Qの貸出約定平均金利は1～2月の平均値。

資金調達量関連指標

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

| | 2012年 | 12/ 7~9月 | 10~12 | 13/ 1~3 | 13/2月 | 3 | 4 | 2012年 平残 |
|-------------|-----------|-------------|-------|------------|-------|------|------|-------------|
| 民間部門総資金調達 | -0.0 | -0.0 | 0.1 | 0.4 | 0.4 | 0.5 | — | 605 |
| 寄 与 度 | 銀行・信金・外銀計 | 0.4 | 0.5 | 0.5 | 0.8 | 0.8 | 0.9 | 436 |
| | 生保 | -0.1 | -0.1 | -0.1 | -0.1 | -0.1 | -0.1 | 25 |
| | 政府系 | -0.2 | -0.3 | -0.3 | -0.3 | -0.3 | -0.3 | 57 |
| | 旧3公庫 | 0.1 | 0.0 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 27 |
| | 住宅機構 | -0.3 | -0.3 | -0.3 | -0.3 | -0.3 | -0.3 | 30 |
| | 直接市場調達 | -0.0 | -0.0 | -0.0 | -0.0 | -0.0 | -0.0 | 87 |
| | CP | 0.1 | 0.1 | 0.0 | -0.0 | -0.0 | -0.0 | 13 |
| | 社債 | -0.1 | -0.1 | -0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 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。住宅機構には買取債権を含む。

<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）

| | 2012年 | 12/ 7~9月 | 10~12 | 13/ 1~3 | 13/2月 | 3 | 4 | 2012年 平残 |
|-------------|-------|-------------|-------|------------|-------|-------|---|-------------|
| 銀行計（平残、調整後） | 1.0 | 1.1 | 1.2 | 1.6 | 1.6 | 1.7 | — | [397] |
| | [0.9] | [1.1] | [1.2] | [1.8] | [1.8] | [1.9] | — | — |
| 都銀等 | -0.5 | -0.4 | -0.2 | 0.6 | 0.7 | 0.9 | — | [196] |
| 地銀・地銀Ⅱ計 | 2.5 | 2.6 | 2.7 | 2.6 | 2.6 | 2.6 | — | [201] |
| 地銀 | 2.8 | 3.0 | 3.2 | 3.1 | 3.1 | 3.1 | — | [158] |
| 地銀Ⅱ | 1.2 | 1.4 | 0.6 | 0.5 | 0.5 | 0.4 | — | [43] |
| CP・社債計（末残） | 0.3 | 0.1 | 0.3 | -0.2 | 0.1 | -0.2 | — | — |
| CP | -1.1 | 6.5 | -1.1 | -1.5 | 0.2 | -1.5 | — | — |
| 社債 | 0.5 | -0.8 | 0.5 | -0.0 | 0.1 | -0.0 | — | — |

(注) 計数の定義は図表13(2)、15(1)を参照。

<国内公募社債、エクイティ・ファイナンス>

— 1か月当たり、億円

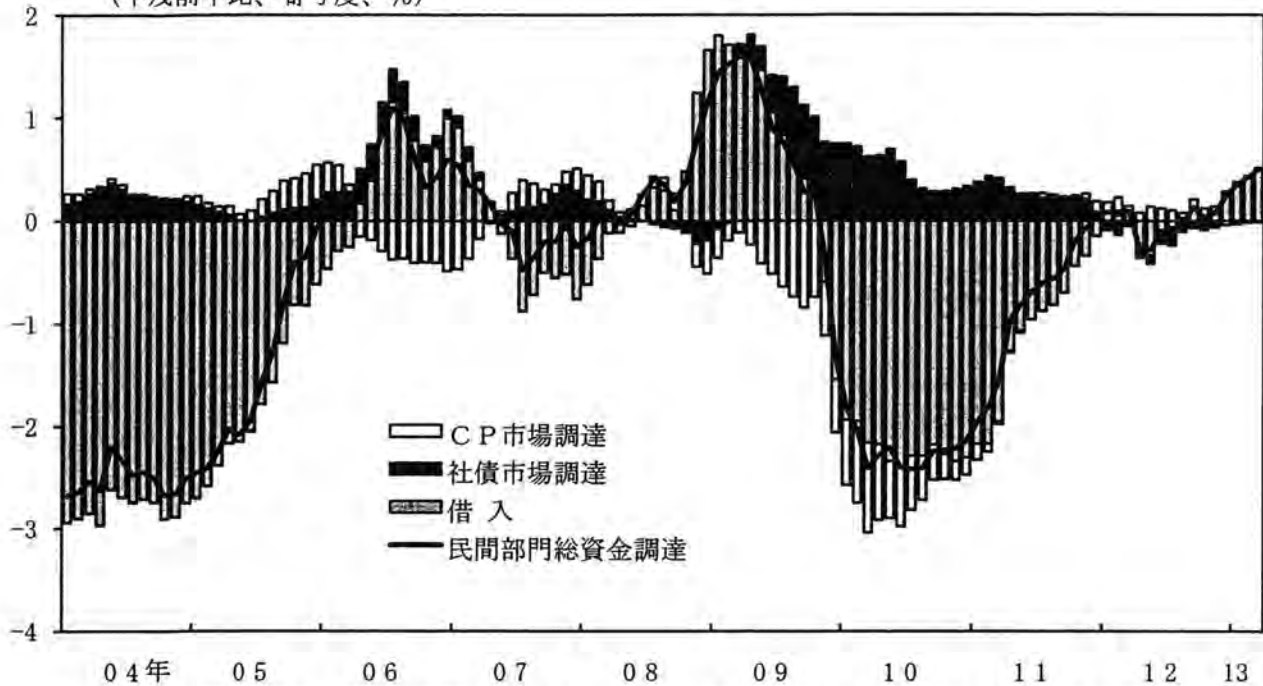
| | 2012年 | 12/ 7~9月 | 10~12 | 13/ 1~3 | 13/2月 | 3 | 4 | 2012年 平残 |
|-------------|-------|-------------|-------|------------|-------|--------|-------|-------------|
| 国内公募社債計 | 5,168 | 6,044 | 5,700 | 5,577 | 9,620 | 3,850 | 9,400 | — |
| うちBBB格 | 286 | 293 | 70 | 220 | 0 | 400 | 670 | — |
| (シェア) | (5.5) | (4.9) | (1.2) | (3.9) | (0.0) | (10.4) | (7.1) | — |
| 転換社債発行額 | 257 | 107 | 565 | 280 | 330 | 500 | 0 | — |
| 株式調達額 | 1,452 | 4,207 | 400 | 542 | 653 | 837 | 39 | — |
| J-REIT資本調達額 | 389 | 148 | 749 | 1,130 | 1,437 | 1,143 | 317 | — |

(注) 計数の定義は図表15(2)、16を参照。13/4月は19日までの値。

民間部門総資金調達

(1) 民間部門総資金調達の推移

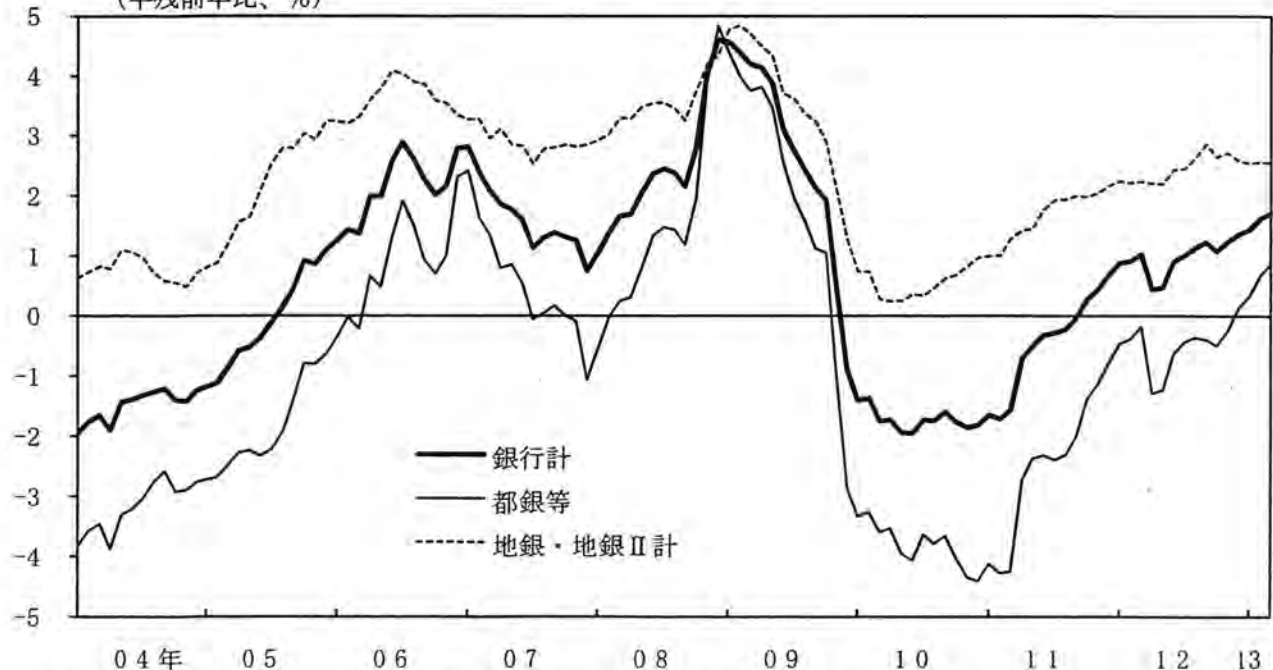
(平残前年比、寄与度、%)

民間部門総資金調達
は対外非公表

- (注) 1. 特殊要因調整後、貸出の実勢をみるため、①貸出債権の流動化による変動分、②為替相場変動による外貨建貸出の円換算額の変動分、③貸出債権の償却による変動分、④旧国鉄清算事業団向け貸出の一般会計への承継分、および⑤旧住宅金融債権管理機構向け貸出の整理回収機構への承継分を調整したもの。あくまでも種々の前提に基づく試算であり、幅を持つ必要がある。
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15(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

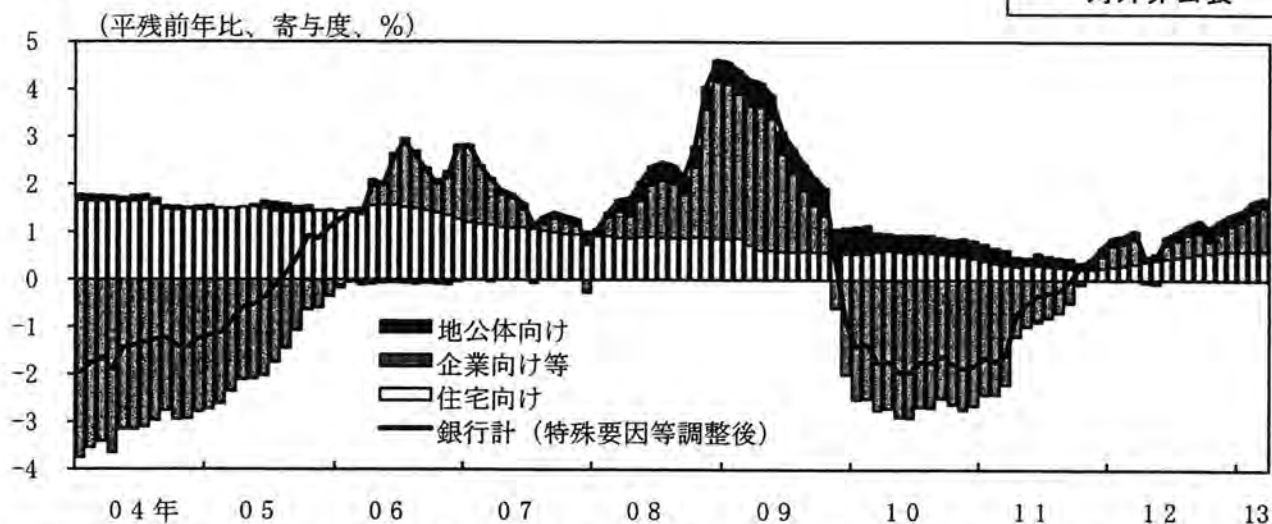
(平残前年比、%)



(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。
13/3月は速報値。

(2) 企業向け貸出の内訳

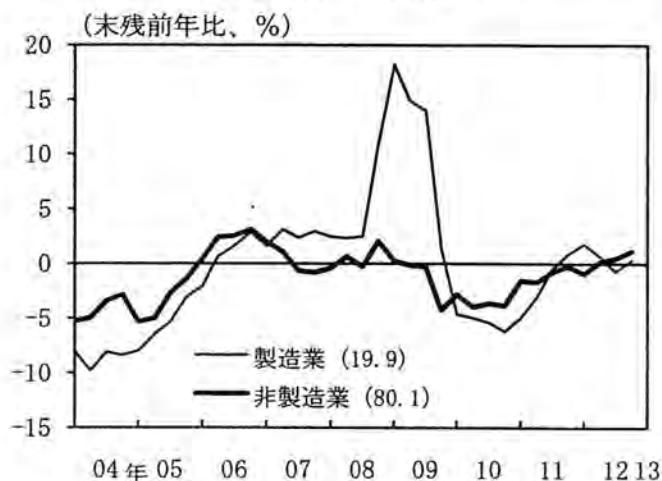
<企業規模別、月次>



<資金用途別、月次>



<業種別、四半期>

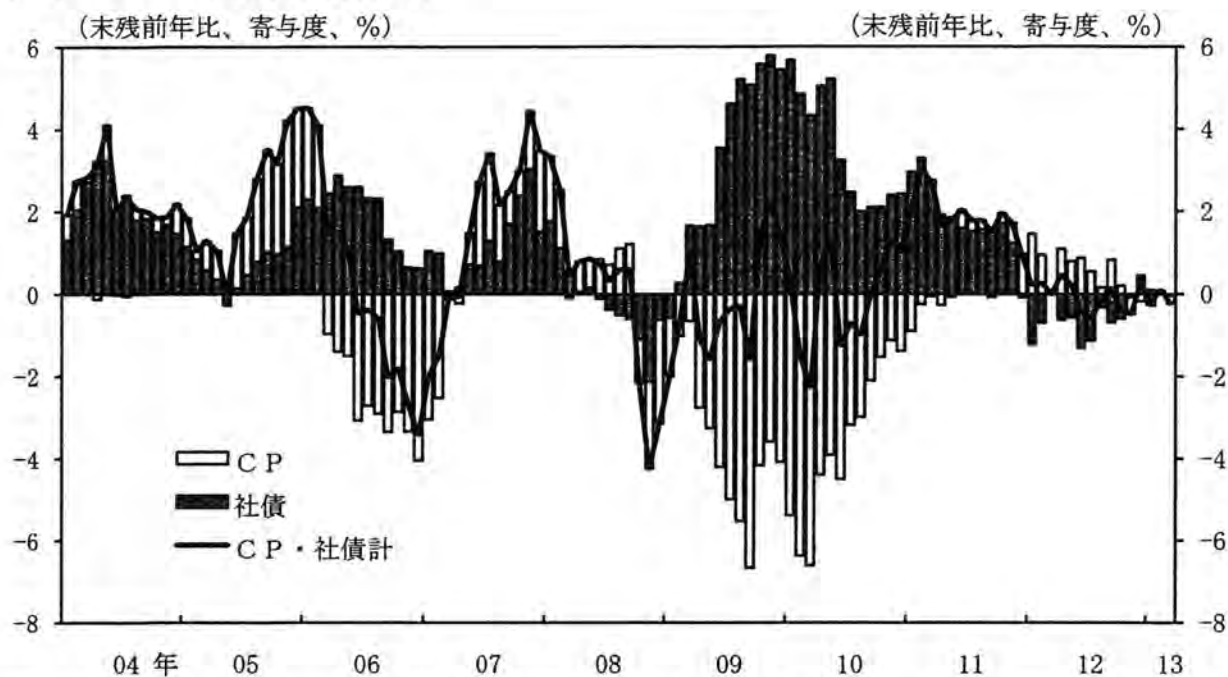


(注) 1. 計数は国内銀行ベース、特殊要因調整前。

2. ()内は企業向け貸出残高に占めるウェイト。企業規模別・資金用途別は13/2月、業種別は12/4Qの値。

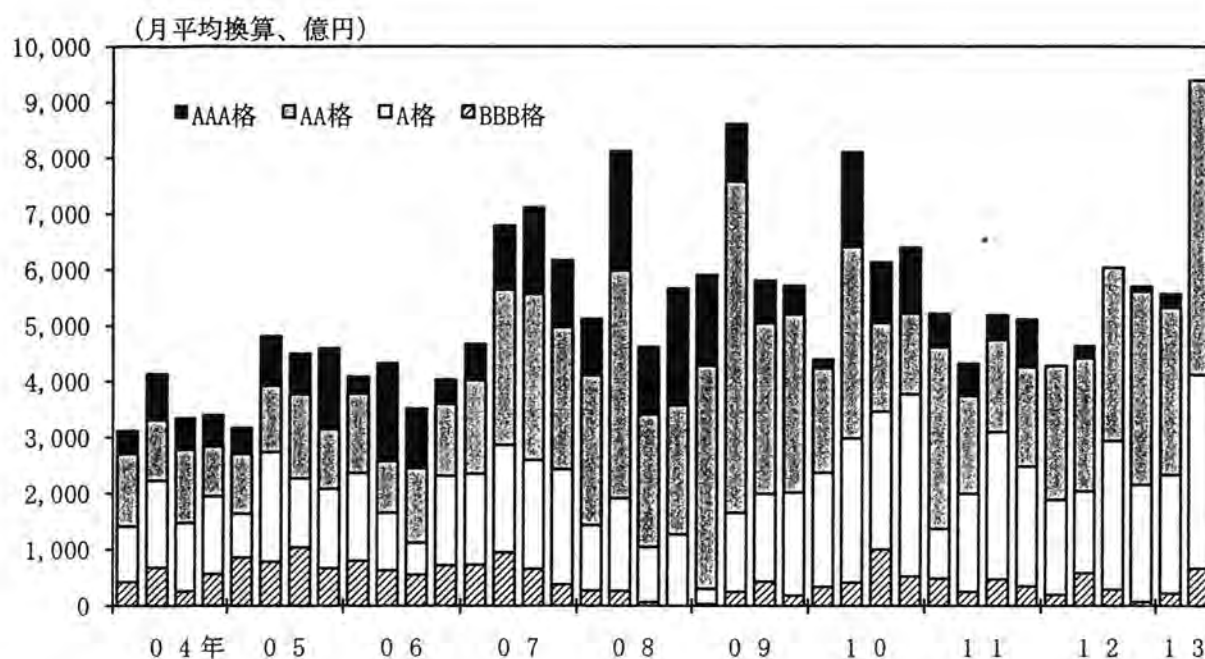
CP・社債発行残高

(1) CP・社債発行残高



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

(2) 社債発行額

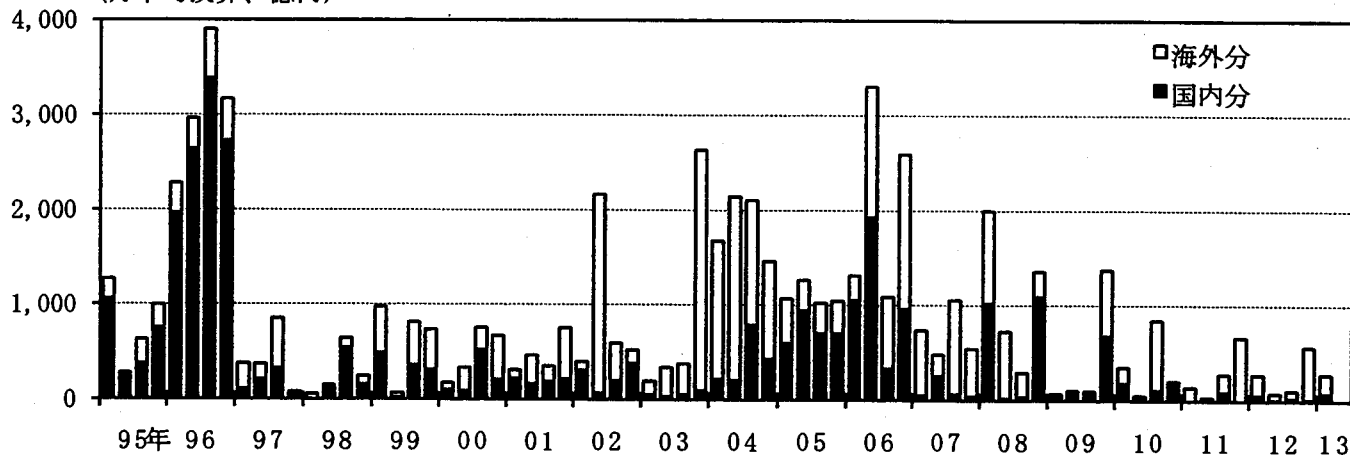


- (注) 対象は国内公募社債。銀行発行分を含まず、起債日ベース。
13/2Qは4/19日までの値。

エクイティファイナンス

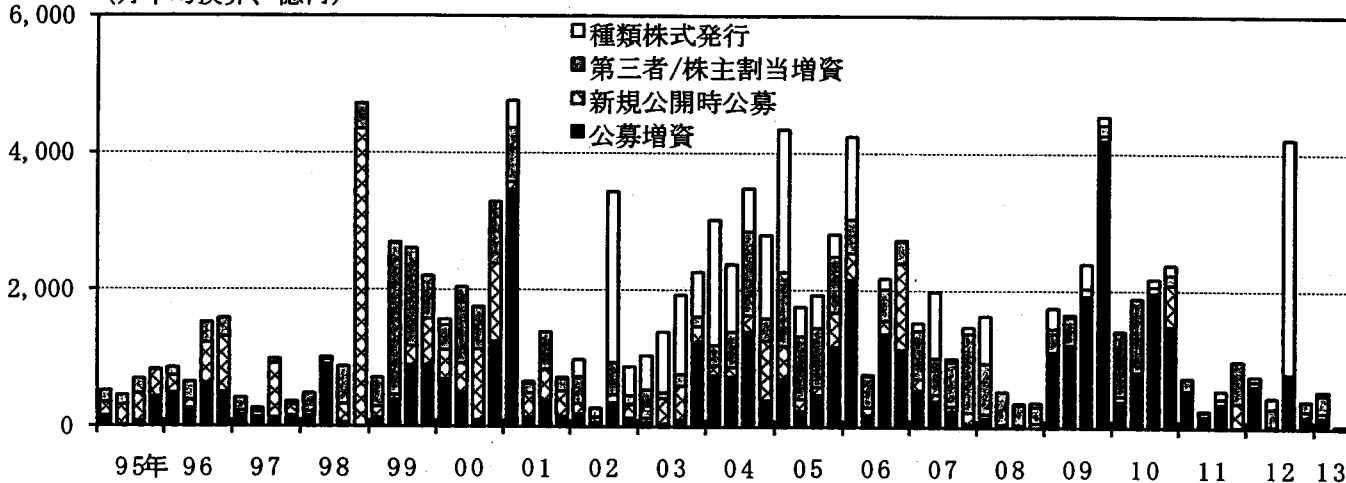
(1) 転換社債発行額

(月平均換算、億円)



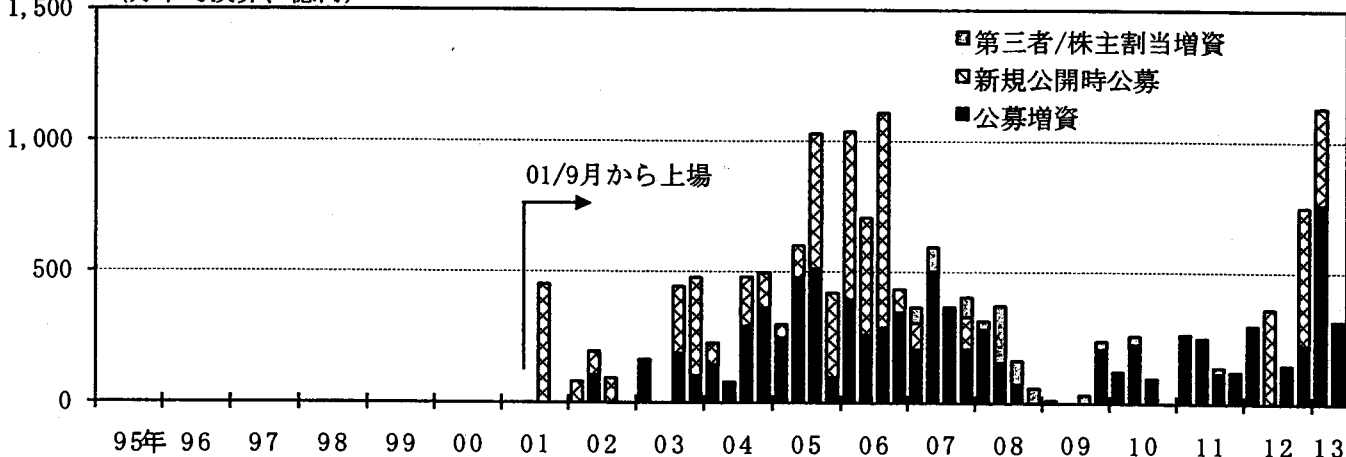
(2) 株式調達額

(月平均換算、億円)



(3) J-REIT資本調達額

(月平均換算、億円)



- (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。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)。
- 4. J-REIT(上場不動産投資法人)による資本調達額は、国内外市場の合計。発行・効力発生日、募集価格総額ベース。
- 5. 13/2Qは4/19日までの値。

(図表17)

企業金融関連指標

<金融機関からみた資金需要>

| | | | | | | | — %ポイント | | |
|-----------------------------|---|-------------|------|-------|------------|------|---------|---|---|
| | | 12/ 4~6月 | 7~9 | 10~12 | 13/ 1~3 | 4~6 | 13/2月 | 3 | 4 |
| 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) | 「増加」+ 0.5×「やや増加」 -「減少」+ 0.5×「やや減少」 | 6 | -3 | 5 | 4 | 5 | / | | |
| 大企業向け (季調値) | | (0) | (4) | (5) | (4) | (-1) | | | |
| 中小企業向け (季調値) | | 9 | 2 | 6 | 5 | 4 | | | |
| 個人向け (季調値) | | (6) | (5) | (6) | (6) | (0) | | | |
| | | 4 | -6 | 1 | 0 | 3 | | | |
| | | (-2) | (1) | (-0) | (-0) | (-3) | | | |
| | | 7 | 10 | 10 | 11 | 14 | | | |
| | | (5) | (11) | (10) | (12) | (12) | | | |

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

<金融機関の貸出態度>

| | | | | | | | — %ポイント | | |
|----------------------------|---|-------------|-------|-------|------------|-----|---------|------|---|
| | | 12/ 4~6月 | 7~9 | 10~12 | 13/ 1~3 | 4~6 | 13/2月 | 3 | 4 |
| 貸出態度判断D. I. | | | | | | | | | |
| 全国短観 (全産業) | 「緩い」-「厳しい」 | 9 | 9 | 9 | 10 | — | / | | |
| 大企業 | | 16 | 17 | 16 | 17 | — | | | |
| 中小企業 | | 4 | 4 | 3 | 3 | — | | | |
| 中小企業 (日本公庫) | 「緩和」-「厳しい」 | 33.0 | 33.3 | 33.1 | 33.2 | — | 32.3 | 35.9 | — |
| 小企業 (日本公庫) | 「(前期比)容易」 -「(前期比)困難」 | -12.5 | -13.9 | -12.5 | -13.7 | — | / | | |
| 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」 | 10 | 8 | 10 | 8 | 8 | / | | |
| 中小企業向け | | 19 | 14 | 15 | 13 | 13 | | | |

(注) 中小企業 (日本公庫) の四半期計数は、月次計数の平均。

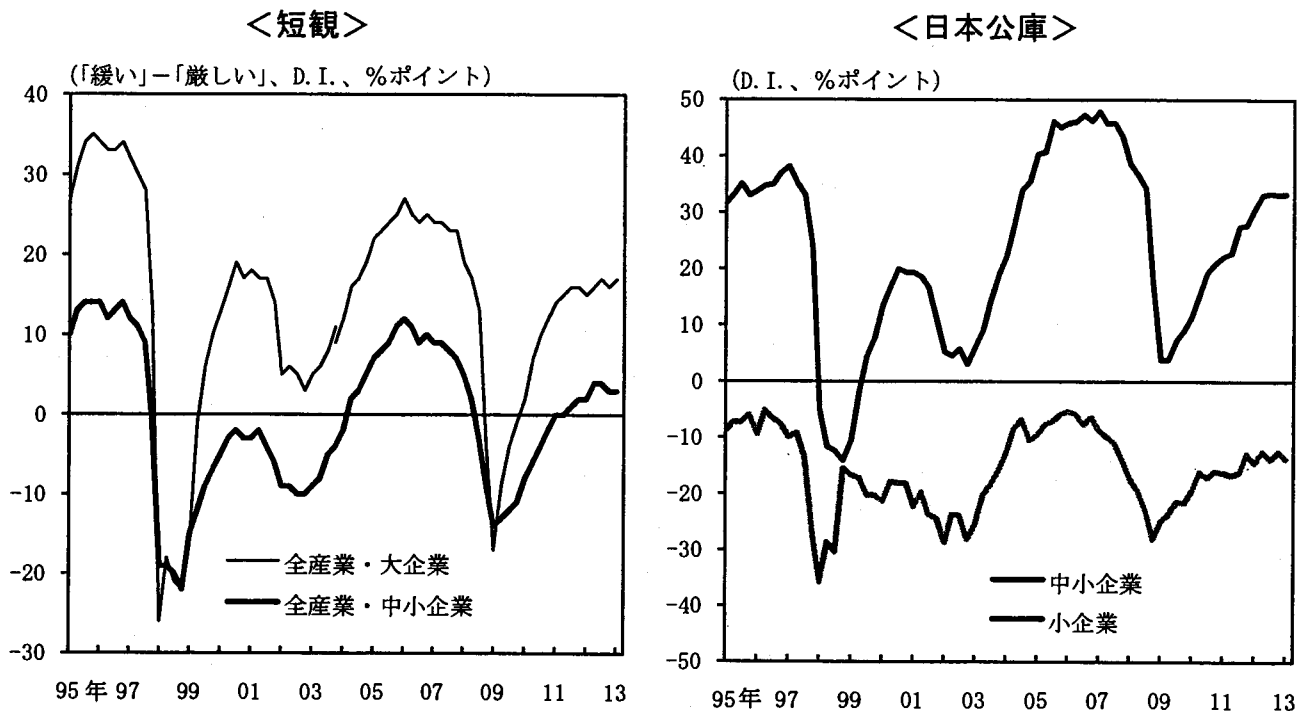
<資金繰りD. I. >

| | | | | | | | — %ポイント | | |
|-------------|-------------------------|-------------|-------|-------|------------|-----|---------|------|------|
| | | 12/ 4~6月 | 7~9 | 10~12 | 13/ 1~3 | 4~6 | 13/2月 | 3 | 4 |
| 全国短観 (全産業) | 「楽である」 -「苦しい」 | 4 | 4 | 4 | 4 | — | / | | |
| 大企業 | | 16 | 15 | 16 | 16 | — | | | |
| 中小企業 | | -3 | -4 | -5 | -5 | — | | | |
| 中小企業 (日本公庫) | 「余裕」-「窮乏」 | 1.1 | 1.0 | -1.3 | 0.5 | — | -0.7 | 1.2 | — |
| 中小企業 (商工中金) | 「(前月比)好転」 -「(前月比)悪化」 | -2.8 | -4.1 | -4.7 | -4.3 | — | -5.7 | -3.3 | -1.6 |
| 小企業 (日本公庫) | 「(前期比)好転」 -「(前期比)悪化」 | -22.1 | -25.6 | -27.1 | -29.0 | — | / | | |

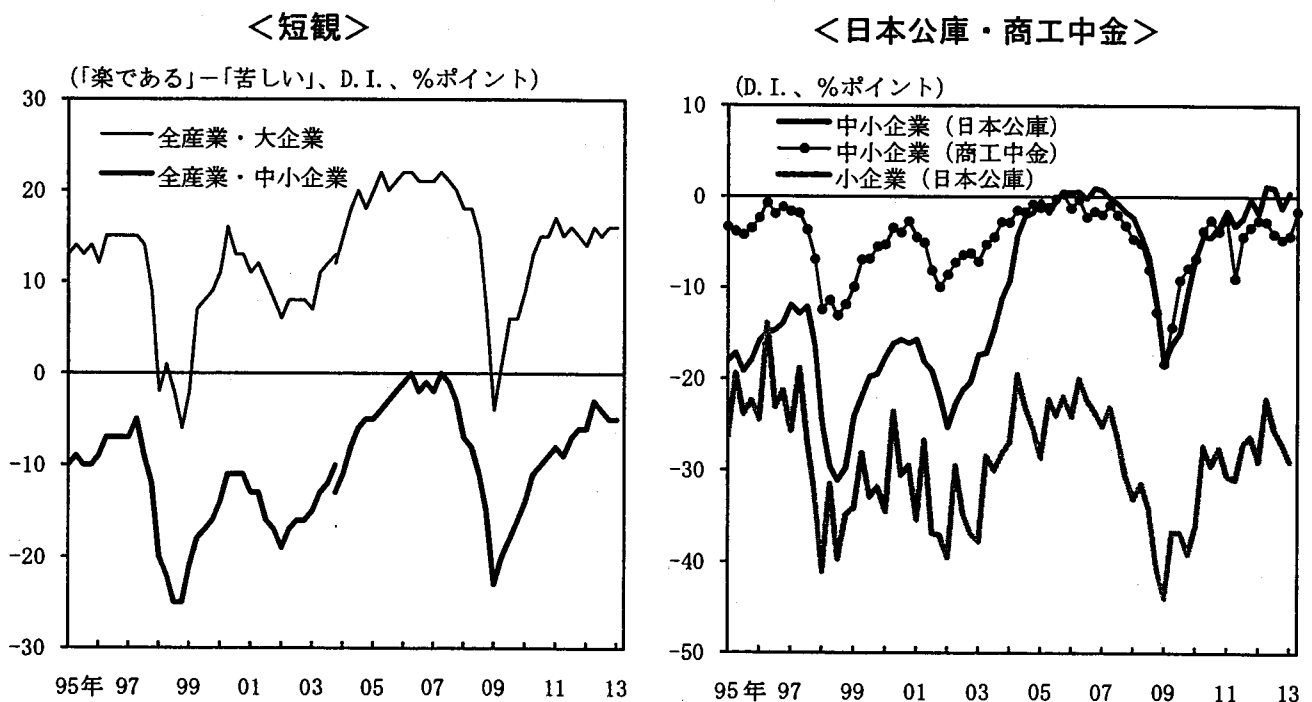
(注) 中小企業 (日本公庫) ・ 中小企業 (商工中金) の四半期計数は、月次計数の平均。

金融機関の貸出態度・企業の資金繰り

(1) 企業からみた金融機関の貸出態度



(2) 企業の資金繰り



- (注) 1. 短観は04/3月調査より見直しを実施。旧ベースは03/12月調査まで、新ベースは03/12月調査から。
2. D.I.の定義は、(1)の日本公庫の中小企業は「緩和」-「厳しい」、小企業は「容易になった」-「難しくなった」。(2)の日本公庫の中小企業は「余裕」-「窮屈」、小企業と商工中金は「好転」-「悪化」。
3. 調査対象は、それぞれの取引先。すなわち、日本公庫の中小企業は原則資本金3億円以下または従業員300人以下の企業、小企業は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、13/2Qは4月の値。

企業倒産関連指標

〈倒産件数・負債総額〉

— 件・億円/月、()内は前年比、%

| | 2012年 | 12/ 7~9月 | 10~12 | 13/ 1~3 | 13/1月 | 2 | 3 |
|----------|--------|-------------|--------|------------|---------|---------|---------|
| 倒産件数 | 1,010 | 975 | 963 | 926 | 934 | 916 | 929 |
| | (-4.8) | (-5.9) | (-6.9) | (-12.7) | (-5.2) | (-11.8) | (-20.0) |
| 〈季調値〉 | — | 990 | 966 | 926 | 986 | 954 | 837 |
| 負債総額 | 3,195 | 3,718 | 2,372 | 1,852 | 2,246 | 1,720 | 1,591 |
| | (6.7) | (-9.1) | (1.6) | (-57.7) | (-35.7) | (-72.8) | (-52.4) |
| 1件あたり負債額 | 3.2 | 3.8 | 2.5 | 2.0 | 2.4 | 1.9 | 1.7 |

〈業種別内訳〉

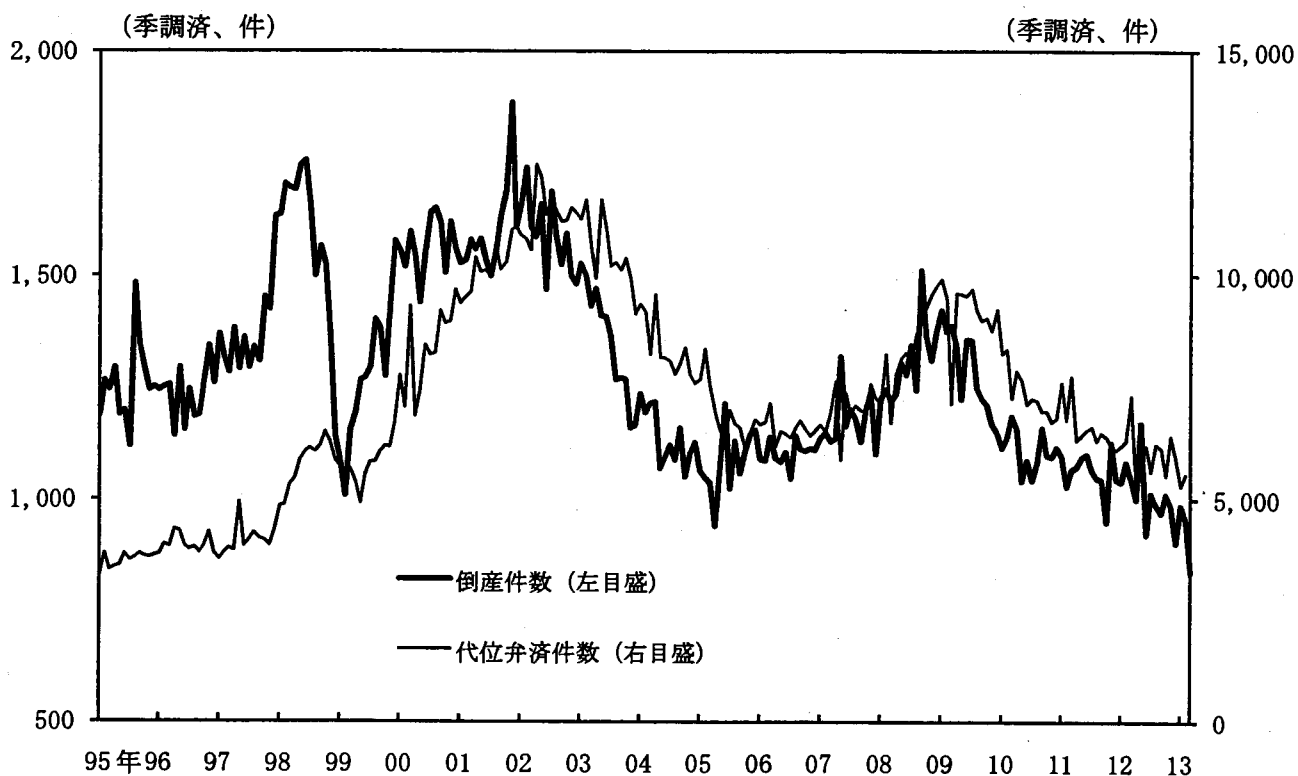
— 件/月、()内は前年比、%

| | 2012年 | 12/ 7~9月 | 10~12 | 13/ 1~3 | 13/1月 | 2 | 3 |
|------------|---------|-------------|---------|------------|---------|---------|---------|
| 建設業 | 250 | 260 | 228 | 215 | 208 | 222 | 216 |
| | (-11.5) | (-10.2) | (-17.0) | (-17.3) | (-8.0) | (-15.6) | (-26.0) |
| 製造業 | 149 | 147 | 155 | 145 | 141 | 131 | 163 |
| | (-5.8) | (-6.2) | (6.7) | (0.2) | (-2.8) | (1.6) | (1.9) |
| 卸売・小売業 | 268 | 251 | 254 | 238 | 237 | 234 | 242 |
| | (2.9) | (5.6) | (-3.4) | (-13.9) | (-13.2) | (-10.0) | (-18.0) |
| 金融・保険・不動産業 | 35 | 34 | 31 | 36 | 45 | 27 | 35 |
| | (-10.3) | (-11.4) | (-13.0) | (8.1) | (15.4) | (22.7) | (-7.9) |
| 運輸業 | 39 | 38 | 45 | 32 | 37 | 32 | 28 |
| | (14.3) | (6.5) | (42.6) | (-12.6) | (5.7) | (-20.0) | (-22.2) |
| サービス業 | 217 | 202 | 201 | 213 | 215 | 218 | 205 |
| | (-7.3) | (-10.4) | (-14.1) | (-16.3) | (1.4) | (-19.3) | (-26.8) |

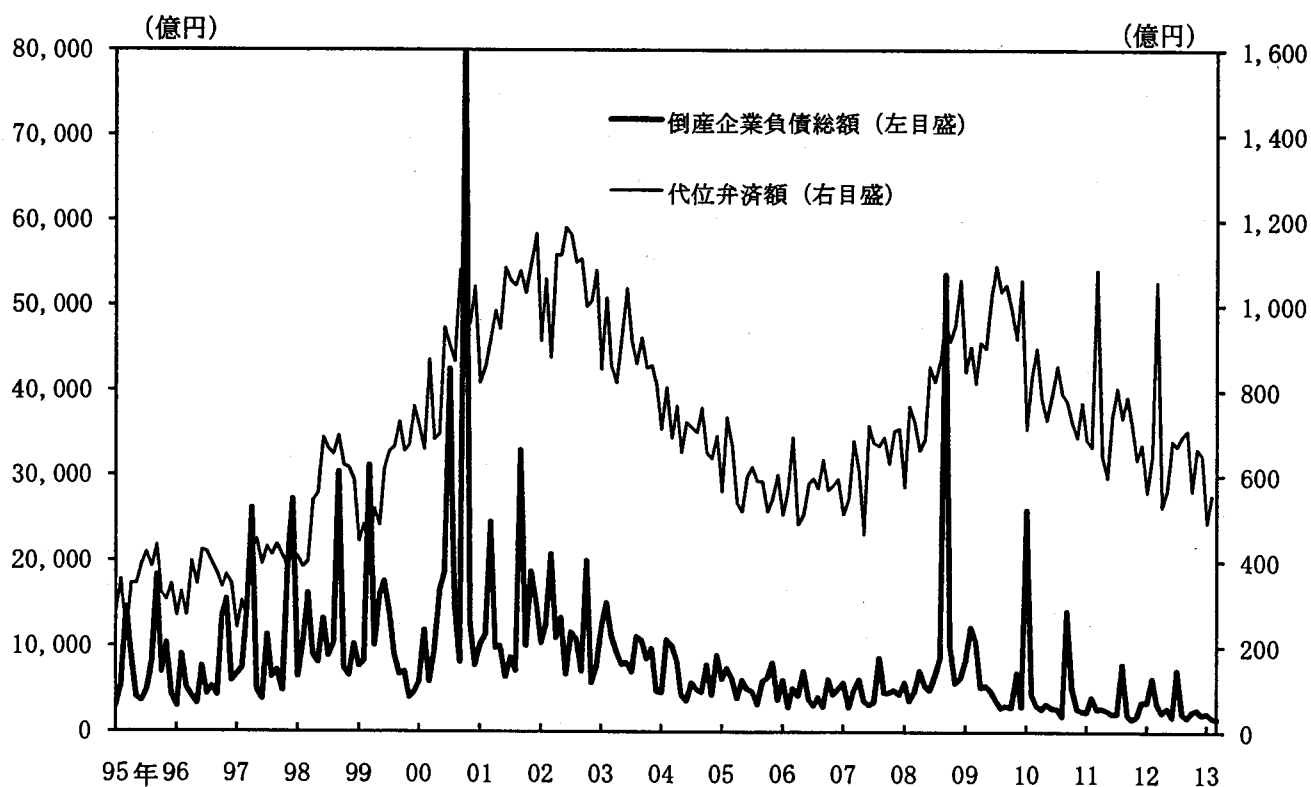
(注) 東京商工リサーチ調べ。

企業倒産

(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



(注) 倒産の計数は東京商工リサーチ、代位弁済の計数は全国信用保証協会連合会による。

(図表21)

マネー関連指標

<マネタリーベース>

— 平残前年比、%；残高、兆円

| | 2012年 | 12/ 7~9月 | 10~12 | 13/ 1~3 | 13/1月 | 2 | 3 | 2012年 平残 |
|--------------|-------|-------------|---------|------------|---------|---------|---------|-------------|
| マネタリーベース | 7.0 | 8.0 | 9.2 | 15.2 | 10.9 | 15.0 | 19.8 | 121 |
| (平残、兆円) | — | (123.1) | (128.2) | (132.0) | (131.9) | (129.3) | (134.7) | — |
| 日本銀行券発行高 | 2.1 | 2.3 | 2.7 | 3.1 | 3.2 | 3.1 | 3.0 | 81 |
| 貨幣流通高 | 0.2 | 0.3 | 0.4 | 0.7 | 0.6 | 0.7 | 0.7 | 5 |
| 日銀当座預金 | 21.2 | 24.0 | 26.1 | 50.2 | 31.2 | 51.2 | 72.2 | 36 |
| (参考)金融機関保有現金 | -1.9 | -1.5 | 0.8 | 2.7 | 2.2 | 2.7 | 3.3 | 8 |

<マネーストック>

— 平残前年比、%；残高、兆円

| | 2012年 | 12/ 7~9月 | 10~12 | 13/ 1~3 | 13/1月 | 2 | 3 | 2012年 平残 |
|-------|-------|-------------|-------|------------|-------|-----|-----|-------------|
| M2 | 2.5 | 2.4 | 2.3 | 2.9 | 2.7 | 2.9 | 3.0 | 817 |
| M3 | 2.2 | 2.0 | 2.0 | 2.4 | 2.3 | 2.4 | 2.5 | 1,123 |
| M1 | 3.6 | 3.3 | 3.3 | 3.8 | 3.6 | 3.9 | 3.9 | 535 |
| 現金通貨 | 2.4 | 2.6 | 2.8 | 3.0 | 3.1 | 3.0 | 2.8 | 77 |
| 預金通貨 | 3.8 | 3.4 | 3.3 | 3.9 | 3.6 | 4.0 | 4.1 | 457 |
| 準通貨 | 0.6 | 0.6 | 0.7 | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 0.9 | 556 |
| CD | 5.7 | 5.7 | 5.1 | 6.6 | 6.2 | 7.5 | 6.0 | 33 |
| 広義流動性 | 0.4 | 0.3 | 0.6 | 1.4 | 1.2 | 1.4 | 1.5 | 1,461 |

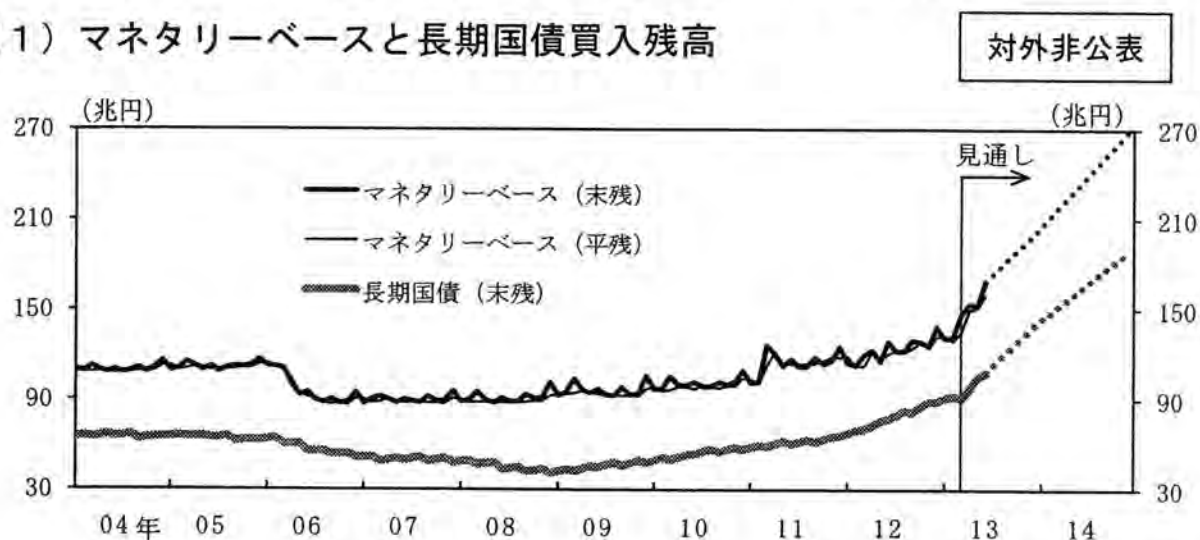
<主要金融商品の内訳（広義流動性ベース）>

— 平残前年比、%；残高、兆円

| | 2012年 | 12/ 7~9月 | 10~12 | 13/ 1~3 | 13/1月 | 2 | 3 | 2012年 平残 |
|-------|-------|-------------|-------|------------|-------|-------|-------|-------------|
| 金銭の信託 | -1.5 | -0.8 | 0.1 | 1.0 | 1.1 | 1.1 | 0.9 | 186 |
| 投資信託 | -2.2 | -2.8 | -3.3 | -0.5 | -2.7 | -0.8 | 2.0 | 75 |
| 金融債 | -22.2 | -17.8 | -9.4 | -9.0 | -9.1 | -8.9 | -8.9 | 4 |
| 国債 | -30.7 | -33.4 | -33.9 | -37.6 | -35.9 | -38.1 | -38.8 | 32 |
| 外債 | 3.3 | 4.1 | 8.7 | 14.6 | 16.8 | 15.1 | 11.9 | 40 |

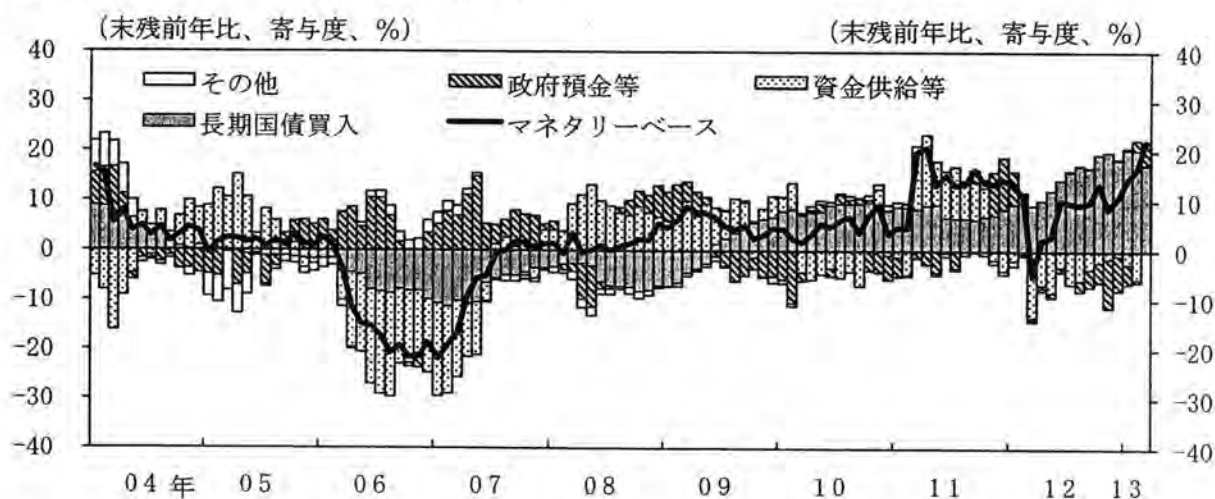
マネタリーベースとマネーストック

(1) マネタリーベースと長期国債買入残高



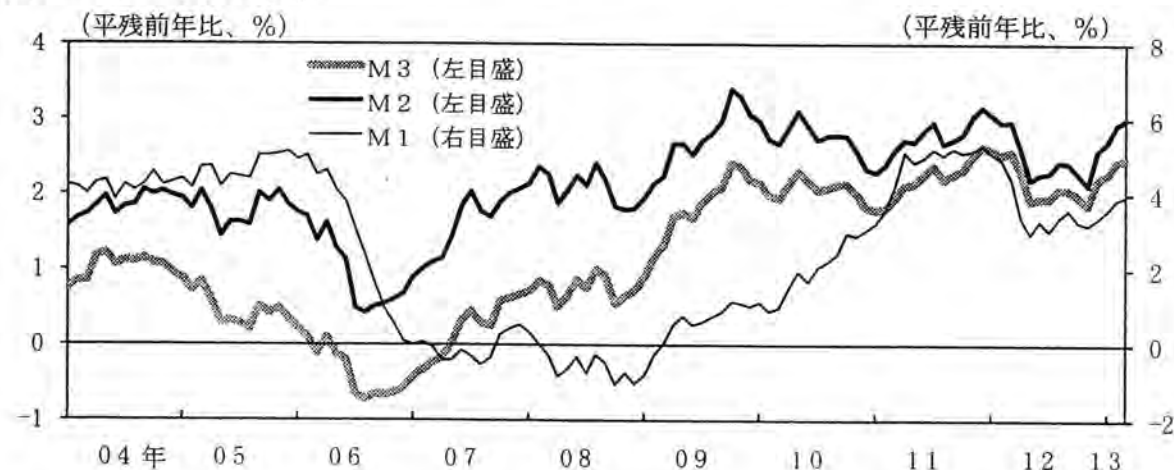
(注) マネタリーベースの見通し（6月まで）は財政収支見通しと現行の国債買入ペースを前提とした試算。

(2) マネタリーベースの前年比



(注) 資金供給等は、長期国債以外の資産買入、共通担保オペ、貸出支援基金等。
政府預金等は、政府預金と対政府売現先の合計から、引受国庫短期証券等の差をとった残高。

(3) マネーストック



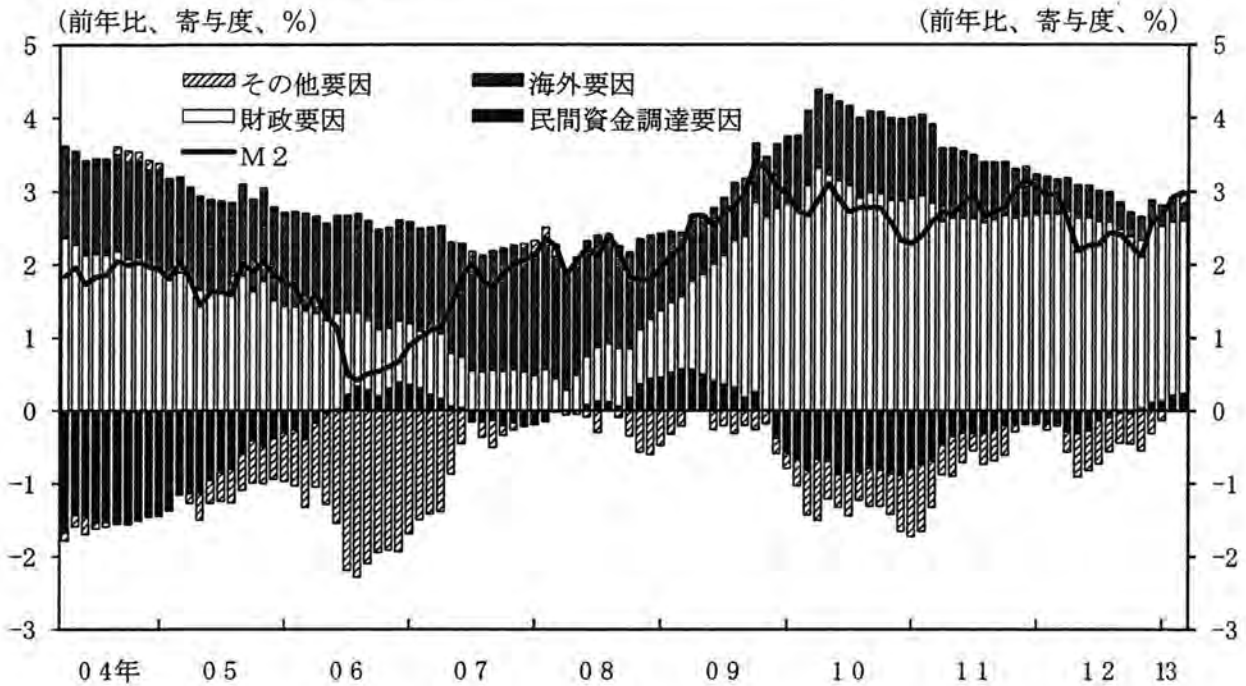
(注) 04/3月以前のM1、M2、M3は、マネーサプライ統計の「M1」、「M2+CD」、「M3+CD-金銭信託」。

対外非公表

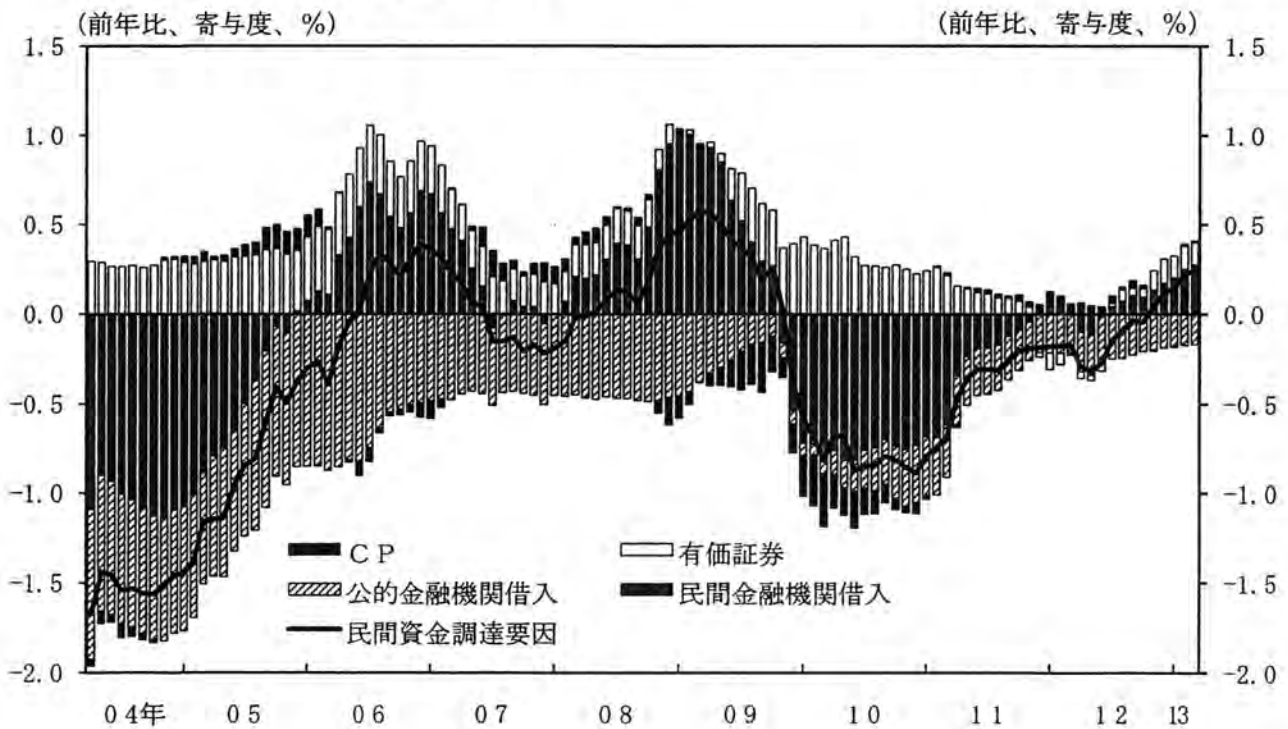
M2のバランスシート分解

— 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

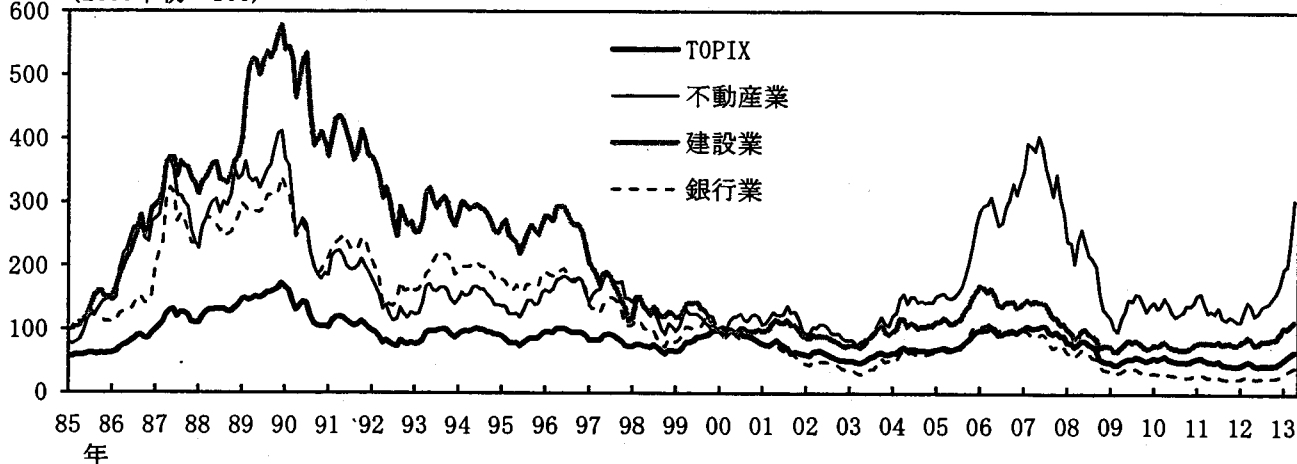


(注) 1. 財政資金対民間収支、国際収支統計等から推計。一部に暫定値を含む。
 2. (1)の「その他」は、金融資産間の資金シフト要因と残差。

資産価格と銀行信用

(1) 株価

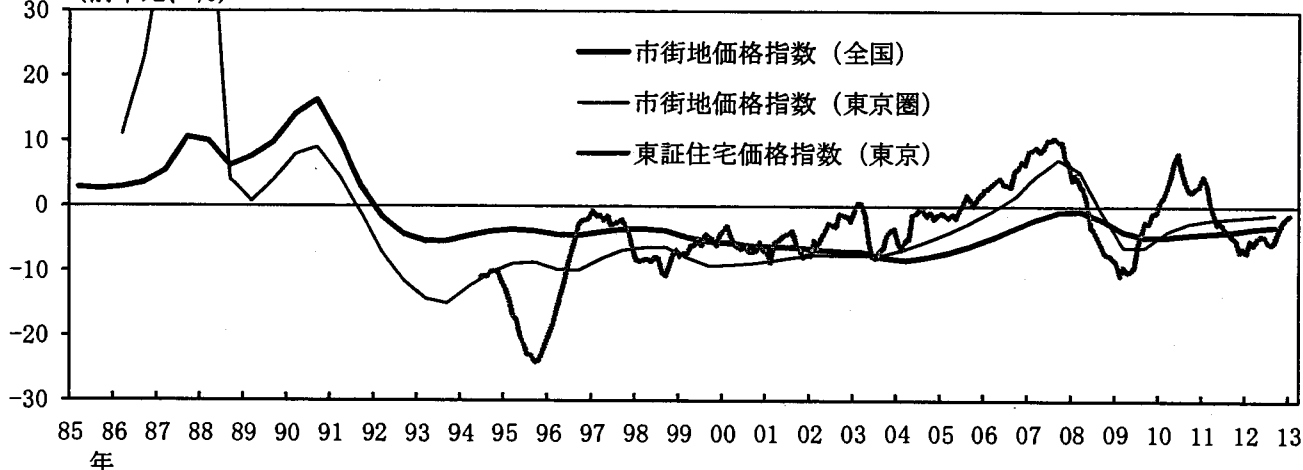
(2000年初=100)



(注) 株価は月平均。

(2) 地価・住宅価格

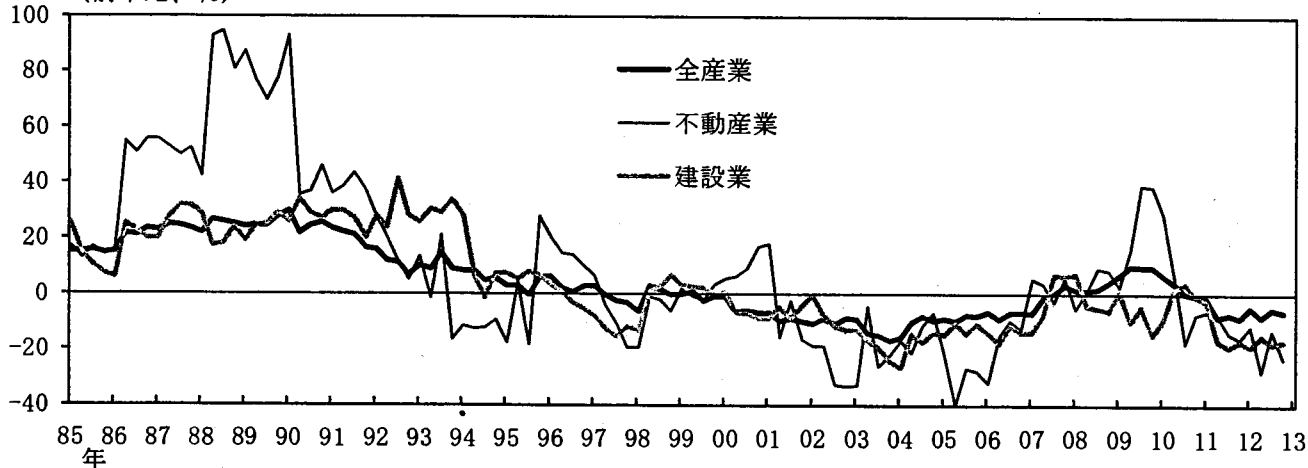
(前年比、%)



(注) 1. 市街地価格指数は、全用途。東京圏は、東京、神奈川、埼玉、千葉が対象。
2. 東証住宅価格指数 (東京) は、東京都における既存マンション価格水準の動向を表したもの。

(3) 金融機関借入 (法人季報)

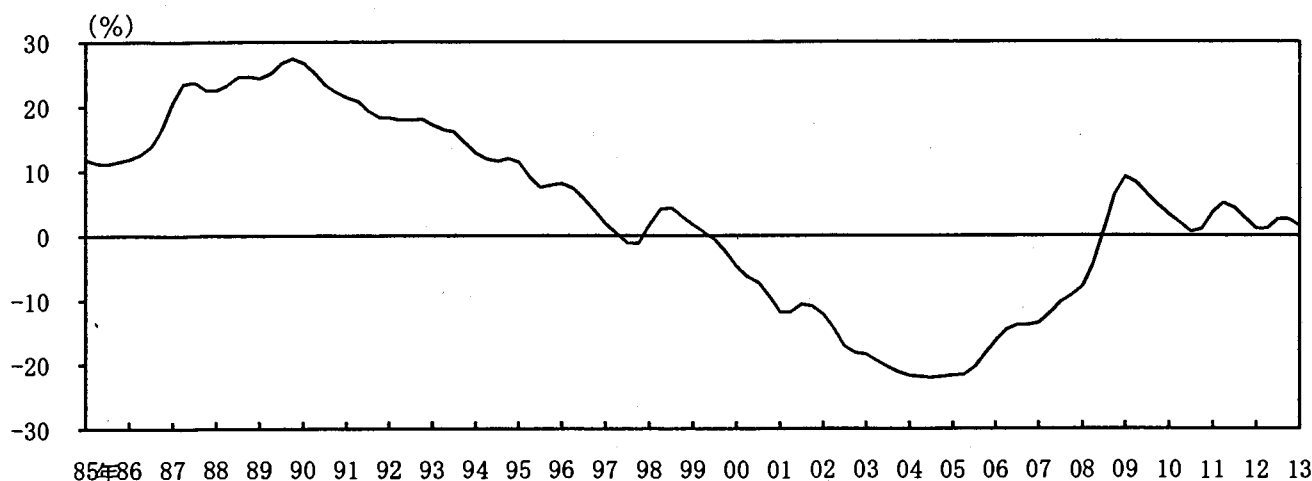
(前年比、%)



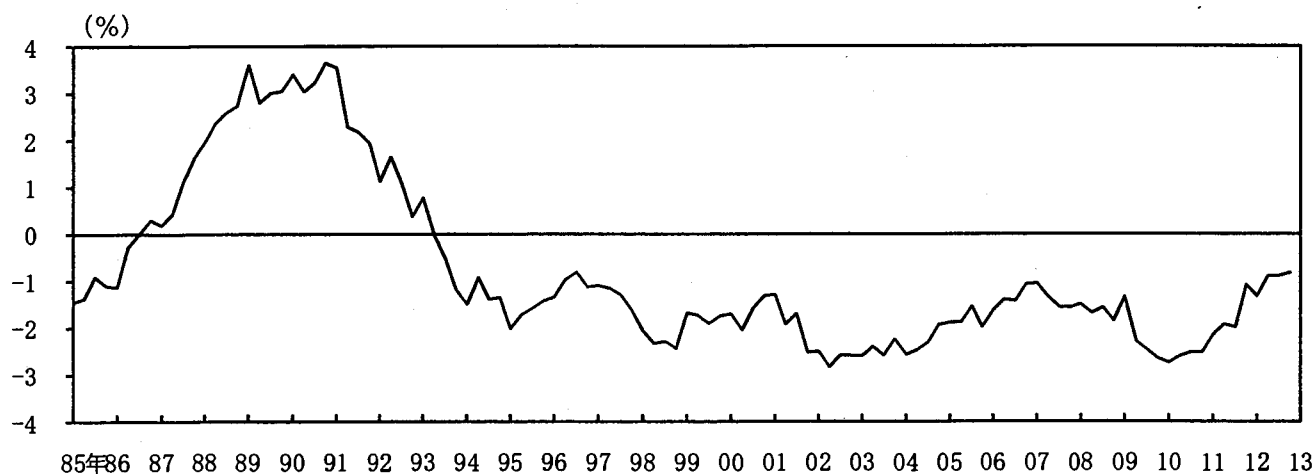
(注) 全規模ベース。

ファイナンシャル・インバランス関連指標

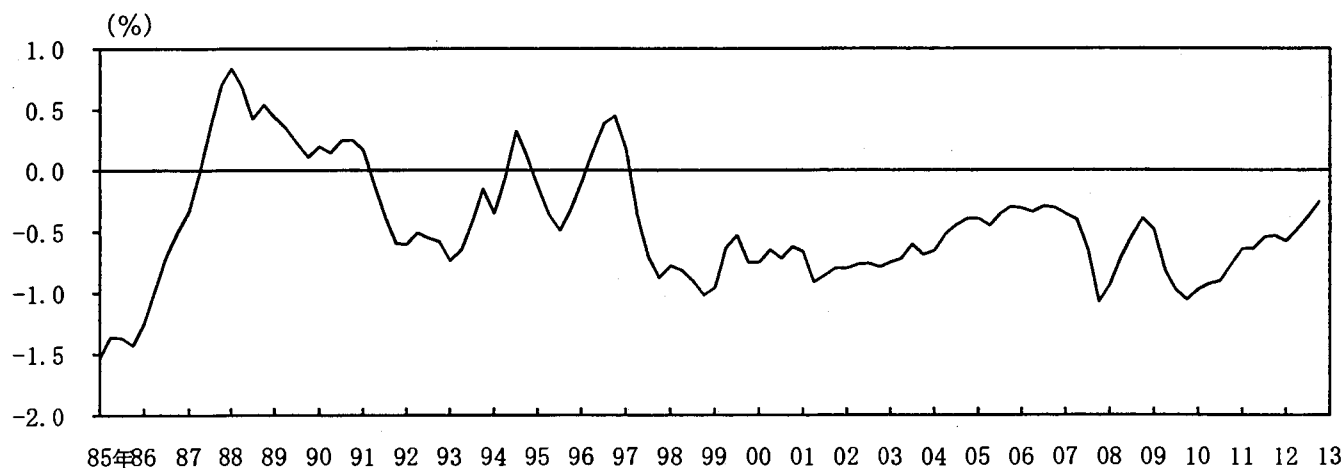
(1) 信用ギャップ



(2) 総投資ギャップ



(3) 住宅投資ギャップ



(注) 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：2043年12月 >

2013年4月26日
日 本 銀 行

経済・物価情勢の展望（2013年4月）（案）

【基本的見解】¹

1. わが国の経済・物価の中心的な見通し²

(1) 経済情勢

わが国の経済をみると、下げ止まっており、持ち直しに向かう動きもみられている。先行きは、金融緩和や各種経済対策の効果から国内需要が底堅く推移し、海外経済の成長率が次第に高まっていくことなどを背景に、本年央頃には緩やかな回復経路に復していくと考えられる。その後は、2回の消費税率引き上げに伴う駆け込み需要とその反動の影響を受けつつも、生産・所得・支出の好循環が維持されるもとの、基調的には潜在成長率を上回る成長を続けると予想される³。

こうした見通しの背景にある前提は、以下のとおりである。

第1に、海外経済は、国際金融資本市場が総じて落ち着いて推移するとの前提のもとで、米国や中国などを中心に、緩やかながらも次第に成長率を高めていくと考えられる。こうした海外情勢に加えて、為替相場の円安方向の動きにも支えられ、わが国の輸出は増加していくと見込まれる。

第2に、日本銀行が「量的・質的金融緩和」を着実に推進していく中、金融環境の緩和度合いは一段と強まっていくと考えられる。すなわち、「量

¹ 4月26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。

² 今回、見通し期間を1年間延長し、2015年度までとした【P】。

³ わが国の潜在成長率を、一定の手法で推計すると、見通し期間平均では「0%台半ば」と計算されるが、見通し期間の終盤にかけて徐々に上昇していくと見込まれる。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。

的・質的金融緩和」は、長めの金利や資産価格などを通じた波及ルートに加え、期待の転換を通じて予想物価上昇率を上昇させ、実質金利を低下させる効果が期待できる。これらが民間需要を刺激する効果は、景気の改善につれて強まっていくと考えられる。

第3に、公共投資は、各種経済対策や復興関連予算の増額などから、当面、高水準で増加を続けるとみられる。

第4に、政府による規制・制度改革や企業による内外の潜在需要の掘り起こしなどの取り組みが徐々に進展し、企業や家計の中長期的な成長期待は、緩やかに高まっていくと想定している。

以上を前提に、先行きの景気展開を展望すると、2013年度は、公共投資と輸出の増加を起点とした生産・所得・支出の好循環が働き始めるとみられる。すなわち、設備投資は、企業収益の改善や金融緩和効果を背景に、防災・エネルギー関連投資や老朽化設備の更新需要などもあって、緩やかな増加基調をたどると予想される。個人消費は、家計のマインド改善や高齢者の高い消費意欲に加えて、雇用者所得の改善も徐々に後押しとして作用していくことから、底堅さを増していくとみられる。こうしたもとで、日本経済は、本年央頃には緩やかな回復経路に復していくとみられる。その後、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ことから、年度全体の成長率はかなり高めになると考えられる。2014年度から2015年度にかけては、消費税率引き上げによる振れの影響を受けつつも、輸出の増加や金融緩和効果に支えられた国内民間需要の前向きな動きが続き、基調的には潜在成長率を上回る成長が見込まれる⁴。2014年度までの見通しを、1月の中間評価時点と比べると、

⁴ 消費税率の引き上げは、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、経済に影響を及ぼすと考えられる。年度毎の成長率に及ぼす影響を定量的に試算すると、2013年度+0.3%ポイント程度、2014年度-0.7%ポイント程度、2015年度+0.2%ポイント程度となる。ただし、これらは、その時々々の所得環境や物価動向にも左右されるなど不確実性が大きく、相当な幅をもってみ

成長率は、・・・と見込まれる。

(2) 物価情勢

消費者物価（除く生鮮食品、以下同じ）の前年比は、このところゼロ%ないし小幅のマイナスが続いている。

先行きの物価上昇率を規定する要因を点検すると、第1に、マクロ的な需給バランスは、緩やかな改善傾向をたどり、見通し期間後半にかけて需要超過幅を拡大させていくと予想される。この間、労働需給の引き締まり傾向は明確となり、名目賃金にも次第に上昇圧力がかかっていくと見込まれる。第2に、中長期的な予想物価上昇率については、足もと上昇を示唆する指標がみられる。先行きも、「量的・質的金融緩和」のもとで上昇傾向をたどり、「物価安定の目標」である2%程度に向けて次第に収斂していくと考えている。第3に、輸入物価については、為替相場の動きが当面の上昇要因として働くうえ、国際商品市況が世界経済の成長に沿って緩やかな上昇基調をたどるとの想定のもと、見通し期間中、上昇を続けると見込まれる。

以上を前提に、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⁵、消費者物価の前年比は、・・・。今回の2014年度までの消費者物価の見通しを、1月の中間評価時点と比較すると、・・・。

2. 上振れ要因・下振れ要因

(1) 経済情勢

上記の中心的な経済の見通しに対する上振れ、下振れ要因としては、第1に、国際金融資本市場の動向が挙げられる。欧州債務問題が国際金融資

る必要がある。

⁵ 2回の消費税率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機械的に試算すると、2014年度の消費者物価は2.0%ポイント、2015年度下期の消費者物価は1.3%ポイント（2015年度全体では0.7%ポイント）押し上げられる。

本市場の動揺と世界経済の大きな下振れにつながるテイル・リスクは後退しているが、欧州情勢を巡ってはなお不透明感が強く、今後の市場の展開を含め引き続き注意していく必要がある。

第2に、海外経済の動向に関する不確実性がある。米国については、バランスシート調整の進捗や住宅市場等における金融緩和効果の強まり、新型エネルギーの好影響などを背景に景気が上振れる可能性がある一方、財政問題などから下振れる可能性もある。また、緊縮財政の影響が続く欧州や、持続可能な成長経路との対比で過剰設備を抱えているとみられる中国では、成長率の高まる時期が想定よりも遅れる可能性がある。海外経済の成長率が想定通り高まったとしても、世界的な設備投資の回復が相対的に遅れる場合には、わが国の輸出や鉱工業生産は、資本財・部品のウエイトが高いだけに、十分な恩恵を受けられない可能性もある。

第3に、企業や家計の中長期的な成長期待は、規制・制度改革等の今後の展開次第によって、上下双方向に変化する可能性がある。

第4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は、その時々の実質所得や物価の動向によって大きく変化し得る。

第5に、財政の中長期的な持続可能性に対する信認が低下するような場合には、人々の将来不安の強まりや経済実態から乖離した長期金利の上昇などを通じて、経済の下振れにつながる惧れがある。一方、財政再建の道筋が明らかになり、人々の将来不安が軽減されれば、経済が上振れる可能性もある。

(2) 物価情勢

物価に固有の上振れ、下振れ要因としては、第1に、企業や家計の中長期的な予想物価上昇率の動向について不確実性が高い。企業や家計の予想物価上昇率が過去の緩やかな物価下落を反映するかたちで形成され、これがなかなか高まらない可能性がある一方、期待の転換により予想物価上昇

率が比較的早期に上昇する可能性もある。

第2に、マクロ的な需給バランスに対する物価の感応度についても不確実性がある。企業が、厳しい競争環境が続く中でも、需給バランスの引き締め度合いに応じて価格や賃金を引き上げていくかどうか注意が必要である。

第3に、国際商品市況や為替相場の変動などに伴う輸入物価の動向や、その国内価格への転嫁の状況については不確実性が高い。

3. 金融政策運営

以上の経済・物価情勢について、「物価安定の目標」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、すなわち中心的な見通しについて点検すると、……。

次に、第2の柱、すなわち金融政策運営の観点から重視すべきリスクについて点検すると、……。より長期的な視点から金融面の不均衡について点検すると、現時点では、資産市場や金融機関行動において過度な期待の強気化を示す動きは観察されない。もっとも、政府債務残高が累増する中で、金融機関の国債保有残高は高水準である点には留意する必要がある⁶。

先行きの金融政策運営については、……。

⁶ 詳しくは「金融システムレポート」（日本銀行2013年4月）を参照。

(参考)

▽2012～2015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 | 消費者物価指数 (除く生鮮食品) | 消費税率引き上げの 影響を除くケース |
|----------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| 2012年度 | ～ < > | 実績値 (4/26日公表) | / |
| 1月時点の見通し | +1.0～+1.1 < +1.0 > | -0.2～-0.1 < -0.2 > | |
| 2013年度 | ～ < > | ～ < > | |
| 1月時点の見通し | +1.9～+2.5 < +2.3 > | +0.3～+0.6 < +0.4 > | |
| 2014年度 | ～ < > | ～ < > | ～ < > |
| 1月時点の見通し | +0.6～+1.0 < +0.8 > | +2.5～+3.0 < +2.9 > | +0.5～+1.0 < +0.9 > |
| 2015年度 | ～ < > | ～ < > | ～ < > |

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

(注2) 各政策委員は、既に決定した政策を前提として、また先行きの政策運営については市場の織り込みを参考にして、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、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消費者物価の見通し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年度と2015年度の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(2014年度：+2.0%ポイント、2015年度：+0.7%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) 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 | 消費者物価指数 (除く生鮮食品) | 消費税率引き上げの 影響を除くケース |
|----------|-----------|---------------------|-----------------------|
| 2012年度 | ～ | 実績値 | / |
| 1月時点の見通し | +0.9～+1.1 | -0.2～-0.1 | |
| 2013年度 | ～ | ～ | |
| 1月時点の見通し | +1.8～+2.5 | +0.1～+0.7 | |
| 2014年度 | ～ | ～ | ～ |
| 1月時点の見通し | +0.2～+1.3 | +2.4～+3.0 | +0.4～+1.0 |
| 2015年度 | ～ | ～ | ～ |

▽政策委員の見通し分布チャート

【背景説明】

1. 2012年度後半の経済・物価情勢

(経済動向)

足もとまでの日本経済を振り返ると(図表1)、海外経済の減速などを背景に、昨年夏場以降、弱めに推移したが、このところ下げ止まっており、持ち直しに向かう動きもみられている。

やや詳しくみると、海外経済については、昨年来の減速した状態から徐々に持ち直しに向かっている(図表2、3)。米国経済は、個人消費や住宅投資が堅調に推移するも、企業マインドが改善し設備投資にも持ち直しの動きがみられるなど、前向きの動きが家計部門から企業部門へと拡がりつつある。中国経済をみると、個人消費やインフラ投資などの内需が堅調に推移する中、長らく調整が続いてきた製造業部門も下げ止まってきており、全体として減速局面はほぼ終了している。こうしたも、NIEs・ASEAN経済でも、輸出や生産に下げ止まりの兆しがみられている。この間、欧州経済は、企業や家計のマインドの一段の悪化には歯止めがかかりつつあるものの、緊縮財政の影響などから、緩やかな景気後退が続いている。

こうした海外経済の持ち直しに向けた動きに加え、日中関係の影響の減衰や国内自動車販売の回復もあって、昨年後半に大きく減少した輸出と鉱工業生産は下げ止まっている(図表4、5)。設備投資は、非製造業に底堅さがみられるものの、既往の輸出や鉱工業生産の落ち込みの影響から製造業で減少しており、全体として弱めとなっている(図表6)。一方、公共投資は震災復興関連を中心に増加を続けており(図表7)、住宅投資も持ち直し傾向にある(図表8)。個人消費は、高齢者需要が堅調に

推移する中、消費者マインドの改善や自動車販売の回復もあって、このところ底堅さを増しつつある（図表9）。以上のような国内需要の底堅さと輸出・鉱工業生産の下げ止まりなどを反映して、企業の業況感にも、再び改善の動きがみられている（前掲図表1(2)）。

この間、労働や設備の稼働状況を捉える指標として短観の生産・営業用設備判断DIと雇用人員判断DIをみると（図表10）、やや長い目でみれば、ともにリーマン・ショックによる落ち込みから緩やかな改善傾向にある。最近の動きを仔細にみると、昨年夏場以降、設備面を中心に改善が足踏みしたあと、ごく足もとでは、雇用面を中心に改善に向かう動きもみられている。マクロ的な需給ギャップの推計値も、概ね同様の動きとなっている（図表10(3)）。

（物価動向）

物価面をみると、国内企業物価の前年比は、昨年央にかけて、国際商品市況の下落やアジア市場における素材関連の需給緩和を反映してマイナス幅を拡大させたものの、足もとでは為替相場の動きを主因に再びマイナス幅を縮小している（図表11(1)）。企業向けサービス価格（除く国際運輸）の前年比は、昨年後半、企業が広告などの経費削減の動きを強めたことから下落したが、足もとではマイナス幅が幾分縮小している（図表11(2)）。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比の推移をみると、やや長い目でみれば、マクロ的な需給バランスの改善傾向を反映して下落幅は縮小基調をたどってきたものの、昨年央以降、景気の弱さの影響もあって改善が足踏みした状態が続いている（図表12）。足もとでは、大規模店舗における激しい価格競争の影響などから食料工業製品が弱めに推移する中、前年に上昇した一部耐久消費財やエネルギー関連の反動が出ていることもあって、小幅のマイナスとなっている（図表13）。消費者物価

の基調的な変動を捉える指標として、刈込平均値¹やラスパイレス連鎖指数²、消費デフレーターをみると、やや長い目でみれば緩やかな改善傾向にあるが、昨年央以降、改善が一服している（図表 14(1)）。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ても、やや長い目でみれば緩やかな改善傾向が維持されているが、昨年央以降、改善が足踏みしている（図表 14(2)）。

2. 金融情勢

（量的・質的金融緩和）

日本銀行は、消費者物価の前年比上昇率2%の「物価安定の目標」を、2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現するため、「量的・質的金融緩和」を導入した。具体的には、①マネタリーベース・コントロールの採用、②長期国債買入れの拡大と年限長期化、③ETF、J-REITの買入れの拡大、を決定した。以上の措置からなる「量的・質的金融緩和」は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う。

「量的・質的金融緩和」の波及経路としては、第1に、資産買入れに

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エ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。

² 消費者物価指数の参考指数としてラスパイレス連鎖指数が公表されている。ラスパイレス連鎖指数とは、①毎年、基準年の品目ウエイトを更新し、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掛け合わせることで繋いだ指数である。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。

より、イールドカーブ全体の金利低下を促し、資産価格のプレミアムに働きかける効果がある。第2に、金融機関や機関投資家の投資行動が変化し、貸出やリスク性の資産にシフトすること（いわゆるポートフォリオ・リバランス）が考えられる。第3に、「物価安定の目標」の早期実現を明確に約束し、これを裏打ちする大規模な資産の買入れを継続することで、市場や経済主体の期待を抜本的に転換させる効果が期待できる。

これらは、実質金利の低下や資産価格の上昇などを通じて、民間需要を刺激するとともに、マクロ的な需給バランスの改善と予想物価上昇率の上昇により、物価の押し上げに寄与すると考えられる。

（量的金融指標の動き）

わが国の金融環境は、緩和した状態にある。

マネタリーベースの前年比は、日本銀行による資産買入れが進捗する中で、年明け以降、2桁のプラスを続けている（図表 15(1)）。今後、日本銀行は、新たに導入した「量的・質的金融緩和」のもとで、マネタリーベースが年間約 60～70 兆円に相当するペースで増加するよう金融調節を行っていく³。

この間、企業の国内での資金需要面をみると、引き続き、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、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 16(1)）。CP・社債合計の発行残高は、概ね前年並みとなっている（図表 16(2)）。商品別にみると、前年の社債からCPへの振り

³ この方針のもとで、マネタリーベース（2012 年末実績 138 兆円）は、2013 年末には 200 兆円、2014 年末には 270 兆円となる見込みである。

替わりの反動もあって、社債残高の前年比はプラス、CP残高の前年比はマイナスとなっている。

企業向けの資金供給面では、企業からみた金融機関の貸出態度は、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17(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17(2))。

マネーストックをみると、M2の前年比は、銀行貸出の増加などを背景に、M3の前年比を上回るペースで推移している(前掲図表15(2))。

(金融市場動向)

国際金融資本市場では、欧州安定メカニズム(ESM)やECBの国債買入れプログラム(OMT s)など、欧州債務問題に対する様々なバックストップが整備されてきたこともあり、市場が動揺し世界経済が大きく下振れるというテイル・リスクは後退している。現状、欧州債務問題の帰趨を巡ってなお不透明感の強い状態が続いているが、投資家のリスク回避姿勢は一頃に比べ後退している。

こうした大きな流れの中で、米国株価が既往最高値圏にあるなど、世界的に株価は緩やかな上昇基調が続いている(図表18(1))。一方、米独の長期金利は、主要中央銀行が金融緩和を継続するもと、歴史的な低水準で推移している(図表19(1))。

わが国の金融資本市場をみると、グローバルな投資家のリスク回避姿勢の後退に加え、日本銀行の政策決定なども受けて、市場の状況は好転している。

短期金利は、日本銀行による潤沢な資金供給が続くもとで、長めのターム物を含めて低位に抑制されている(図表20(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、安定的に推移している（図表 20(2)）。ドルやユーロなど外貨資金の調達環境も落ち着いている。長期金利は、金融緩和を巡る思惑などを背景に低下してきたが、足もと幾分上昇している（前掲図表 19(2)）。

企業の資金調達コストは、低水準で推移している。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が続いているが、全体としてみれば低い水準で推移している（図表 21(1)）。社債の発行スプレッドは、大型案件や電力債が高めの発行金利で起債されたために拡大する局面がみられたが、総じてみれば低い水準で推移している（図表 21(2)）。新規の貸出金利は、短期、長期ともに1%程度と低い水準で推移している（図表 22(1)）。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 22(2)）。

株価は、昨年後半に、海外株価につれるかたちで上昇に転じた後も、企業収益の改善期待などを背景に、上昇傾向が続いている（前掲図表 18(1)）。J-REIT市場では、主としてオフィス市況の改善期待を背景に、投資信託などからの資金流入が続いている。こうした中、J-REIT価格は、昨年末以降、上昇ペースが加速している（前掲図表 18(2)）。

為替市場をみると、円の対ドル相場は、昨年夏場にかけて円高方向の動きが続いていたが、その後は一時99円台を記録するなど、円安方向の動きとなっている（図表 23）。円の対ユーロ相場も、円安が進行し、4月入り後は130円前後の水準となっている。

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。2013年の地価公示（1月1日時点）をみると、東京、大阪、名古屋の三大都市圏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、マイナス幅はほぼゼロまで縮小している（図表 24）。

3. 2013 年度～2015 年度の経済・物価の見通し

（経済・物価見通し）

わが国経済の先行きを展望すると、金融緩和や各種経済対策の効果から国内需要が底堅く推移し、海外経済の成長率が次第に高まっていくことなどを背景に、本年央頃には緩やかな回復経路に復していくと考えられる。その後は、2回の消費税率引き上げに伴う駆け込み需要とその反動の影響を受けつつも⁴、生産・所得・支出の好循環が維持されるもとの、基調的には潜在成長率を上回る成長を続けると予想される。

先行きの景気展開についてやや詳しく述べると、2013 年度は、次第に持ち直しの動きが広がり、年央頃には緩やかな回復経路に復していくと考えられる。まず、公共投資は、年度を通じて緩やかな増加基調で推移するとみられる。輸出は、海外経済の成長率の高まりに加え、為替相場の円安方向の動きにも支えられ、持ち直しが明確となり、年度中はやや高めの伸びが続くと予想される。以上の外生的な需要の増加は、経済活動の持ち直し、ひいては企業収益や雇用者所得の改善を通じて、国内民間需要の前向きな動きを後押ししていくと考えられる。すなわち、設備投資は、防災・エネルギー関連投資が下支えとなる中、企業収益の改善に伴い、これまで先送りされていた老朽化設備の更新等のペントアップ需要が顕在化してくることから、緩やかな増加基調をたどる可能性が高

⁴ 前回（2012 年 10 月）の展望レポートと同様、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。

い。個人消費についても、株価の上昇や家計のマインドの改善、高齢者の高い消費意欲といった要因に加えて、雇用者所得の改善も徐々に後押しとして作用し始めることから、底堅さを増していくと見込まれる。このように国内民間需要の前向きな循環が作用するもとの、年度下期には、個人消費を中心に、1回目の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ことから、年度全体の成長率はかなり高めになると考えられる⁵。

2014年度から2015年度にかけては、消費税率引き上げによる振れの影響を受けつつも、基調的には潜在成長率を上回る成長が見込まれる。すなわち、公共投資は次第に頭打ちから減少に転じていくとみられるものの、輸出は、海外経済が過去の長期平均を幾分上回るペースで成長する中（前掲図表3(1)）、増加を続けると想定される。個人消費は、消費税率引き上げによる振れが生じるほか、各種の税負担が実質可処分所得の押し下げに働くものの、労働需給の引き締まりに伴う賃金上昇などに支えられ、緩やかな増加基調が維持されるとみられる。設備投資は、資本ストックの積み上がりに伴い増加ペースは次第に鈍化していくものの、成長期待の高まりと金融緩和効果が正の相乗作用をもたらす中で、引き

⁵ 消費税率の引き上げは、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、経済に影響を及ぼすと考えられる。すなわち、2013年度下期に、1回目の消費税率引き上げ前の駆け込み需要が発生したあと、2014年度上期にはその反動から成長率が大きく鈍化すると予想される。2015年度にも、上期に2回目の消費税率引き上げ前の駆け込み需要の発生と、下期にその反動が予想されるが、2回目については、①税率の引き上げ幅が小さいこと、②1回目の引き上げ前にある程度前倒しで駆け込み需要が発生している可能性なども踏まえると、駆け込みの規模はそれほど大きくならないと考えられる。以上を踏まえ、消費税率引き上げが年度毎の成長率に及ぼす影響を定量的に試算すると、2013年度+0.3%ポイント程度、2014年度-0.7%ポイント程度、2015年度+0.2%ポイント程度となる。ただし、これらは、その時々所得環境や物価動向にも左右されるなど不確実性が大きく、相当な幅をもつてみる必要がある。消費税率引き上げが経済に与える影響について、詳しくは2012年10月の展望レポートのBOX3を参照。

続き増加基調で推移する可能性が高い。

以上の見通しを年度ベースの実質GDP成長率で示すと、2013年度は・・・、2014年度は・・・、2015年度は・・・と想定される。2014年度までの見通しを1月の中間評価と比較すると、成長率は、・・・と見込まれる。

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⁶、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、・・・。今回の2014年度までの消費者物価の見通しを、1月の中間評価時点と比較すると、・・・。

以下、経済・物価の見通しの前提およびメカニズムについて補足する。

（政府支出）

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7）。先行きも、見通し期間の前半については、緊急経済対策に基づく2012年度補正予算や公共投資に厚めの配分となっている2013年度当初予算、さらには復興関連予算増額の効果などから、建設業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、増加を続けるとみられる。見通し期間の後半にかけては、各種経済対策の押し上げ寄与が減衰する中で、公共投資は次第に減少に転じていくと考えられるものの、社会インフラの維持更新ニーズの高まりなどを背景に相応の水準は維持されると想定している。

この間、政府債務残高の対名目GDP比率については（図表25）、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

⁶ 2回の消費税率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機械的に試算すると、2014年度の消費者物価は2.0%ポイント、2015年度下期の消費者物価は1.3%ポイント（2015年度全体では0.7%ポイント）押し上げられる。消費税率引き上げが物価に与える影響について、詳しくは2012年10月の展望レポートのBOX5を参照。

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予想される。

(海外経済)

先行きの海外経済については、国際金融資本市場が総じて落ち着いて推移するとの前提のもとで、米国や中国などを中心に、次第に持ち直しから緩やかな回復に転じていくと考えられる。成長率に即してみると、世界的な信用バブル崩壊の影響がなお残ることからリーマン・ショック以前の時期に比べると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予想される(前掲図表3(1))⁷。主要国・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、緩やかな回復が続くと予想される。欧州経済については、緊縮財政の影響から緩やかな景気後退がなお暫く続くものの、輸出の回復を起点として、ユーロ圏コア国を中心に次第に下げ止まりから持ち直しに転じていくと想定している。この間、中国経済については、内需が引き続き堅調に推移し、輸出も持ち直していくにつれて、成長率は幾分高まったあと、安定的に推移すると考えている。NIEs・ASEAN経済についても、底堅い内需が下支えとなる中、米国・中国の回復が波及するかたちで、景気の

⁷ IMFが4月に発表した各国・地域の成長率の見通しをわが国の通関輸出ウエイトで加重平均したものと(前掲図表3(1))、2012年+3.6%、2013年+3.8%、2014年+4.5%、2015年+4.7%と、海外経済の成長率は過去の長期平均を上回るペースへと緩やかに加速していく見通しとなっている。ただし、見通し期間終期に至っても、世界的な信用バブル崩壊の影響がなお残ることから、リーマン・ショック以前の時期に比べると低めの成長にとどまっている。ちなみに、1980年から2012年までの33年間の平均成長率は+4.1%、リーマン・ショック前の5年間(2003~2007年)の平均成長率は+5.2%である。

回復テンポは次第に増していくと見込まれる。

もともと、先行きの海外経済については、上下両方向に不確実性が大きい。米国については、バランスシート調整の進捗や住宅市場等における金融緩和効果の強まり、新型エネルギーの好影響などを背景に景気が上振れる可能性がある一方、財政問題などから下振れる可能性もある。また、緊縮財政の影響が続く欧州や、持続可能な成長経路との対比で過剰設備を抱えているとみられる中国では、成長率の高まる時期が想定よりも遅れる可能性がある。この点、海外経済の下振れが、投資家のリスク回避姿勢の高まりによる為替円高を伴うかたちで生じた場合、わが国の輸出は大きな影響を受ける可能性があることには注意が必要である。

(輸出入)

実質輸出は、足もと、世界的な設備投資の影響を受けやすい資本財・部品などには弱さが残っているが、日中関係の影響が徐々に減衰し海外経済も持ち直しに向かうもとの、下げ止まっている。

輸出の動きを地域別・財別に確認しておくと(前掲図表4(2)、図表26)、昨年後半には、地域別にみれば欧州向けとアジア向けの弱さ、財別にみれば自動車関連(中国向け)と資本財・部品や中間財(アジア向け)の落ち込みが目立った。これらの輸出の減少については、①欧州の長引く景気後退とその貿易連関を通じた世界的な製造業部門への波及、②不確実性の増大に伴う世界的な投資抑制、③中国における過剰設備問題などを背景としたアジア市場の需給緩和、④日中関係の影響などが、複合的に下押しに作用したと考えられる(図表27)。足もとでは、自動車関連において、日中関係の影響の減衰から中国向けが徐々に持ち直しているほか、米国向けやその他地域向け(中東など)も堅調に推移していることが、輸出全体の下げ止まりに寄与している。

輸出の先行きについては、製造業部門を含め海外経済の成長率が緩やかに高まっていくことなどを背景に、次第に持ち直しが明確となり、その後は見通し期間を通じて増加傾向を続けると考えられる。この間、為替レートをみると（前掲図表3(2)）、リーマン・ショック前の水準まで円相場は減価しており、こうした為替相場の動きも、多少のラグを伴いつつ輸出の下支えとして作用していくとみられる。

ただし、先行きの輸出の増加ペースについては、①海外生産シフト拡大の影響や、②信用バブル崩壊による世界的な設備投資の抑制スタンスなどから、海外経済全体の成長ペースと比べると、幾分抑制されたものとなる可能性が高い。わが国企業の海外生産についてみると（図表28）、海外需要の取り込みという狙いととも、過去数年の円高進行の影響もあって、近年かなり速いペースで拡大している⁸。こうした点を踏まえると、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、先行きの輸出の増加は、リーマン・ショック以前の時期に比べて、緩やかなものにとどまると考えられる。資本財・部品については、高い対外競争力を背景に、見通し期間中、増加していくとみられるが、海外生産シフトの拡大が輸出を誘発する効果は、現地調達比率の上昇の影響などから、一頃に比べると低下しているとみられる。また、信用バブル崩壊後の世界的な設備投資の抑制スタンスや一部新興国の抱える過剰設備の存在も、資本財輸出の伸びを抑制する方向に働くと考えられる。この点、わが国経済では資本財・部品のウエイトが高いだけに、世界的な設備投資の回復が不確実性の高止まりなどから想定よりも一段と遅れる場合、輸出や鉱工業生産の下振れ

⁸ 先行きは、海外生産や現地調達の拡大トレンドに大きな変化はないとしても、最近の為替円安傾向によって、そのペースが多少緩まっていくと考えられる。

が大きくなる可能性には注意する必要がある（前掲図表 27(3)）。

この間、日中関係のわが国経済への影響については、自動車関連輸出の持ち直しなどにみられるように、徐々に緩和しているが、引き続き注意が必要である。

一方、実質輸入は、昨年末にかけていったん減少したあと、再び増加に向かいつつある（前掲図表 4(1)）。先行きについても、国内需要が底堅く推移し、輸出が持ち直していくにつれて、緩やかな増加基調をたどると予想される。

（対外収支と貯蓄投資バランス）

貿易収支をみると（図表 29(1)）、2011 年度に 1979 年度以来の赤字となったあと、2012 年度も赤字幅が幾分拡大した。これには、海外経済の減速が長引くもとで輸出が減少したことに加え、輸入面でも、国際商品市況高を反映した輸入価格の上昇や原発停止の継続に伴う燃料輸入の増加が、赤字拡大方向に作用したことが影響している。ただし、経常収支をみると、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、貿易収支の赤字拡大にもかかわらず、黒字基調が維持されている。

先行きについては、海外経済の成長率の高まりや為替相場の円安方向の動きなどを背景に、やや長い目でみれば、貿易収支の赤字幅は縮小基調をたどると考えられる⁹。加えて、円換算でみた所得収支の黒字幅も緩やかな拡大傾向を続けると予想されるため、経常収支の黒字幅は緩やかに拡大していくと想定している。

⁹ ただし、短期的には、円安によって輸出数量が増加するまでに多少のラグがあるため、貿易収支は、輸入価格の上昇からいったん赤字幅を拡大し、その後、赤字縮小方向に向かうと想定される（いわゆる Jカーブ効果）。

概念的に経常収支と表裏の関係にある国内の貯蓄投資バランスについて考えると（図表 29(2)）、見通し期間においては、民間部門の貯蓄超過幅は緩やかに縮小する一方、一般政府の赤字幅は、消費税率引き上げに伴う税収の増加もあって、それを幾分上回るペースで縮小すると見込まれるため、全体としては、貯蓄超過幅は緩やかに拡大していくとみられる。

（企業の収益環境・設備投資）

企業収益については、海外経済減速などの影響が製造業になお残っているが、総じてみれば内需関連業種を中心に底堅さを維持している（図表 30）。先行きについては、電力料金の値上げなどが下押し要因となるものの、国内需要が底堅く推移するもとの、輸出の持ち直しや為替相場の動きにも支えられ、改善傾向をたどると予想される。

設備投資は、非製造業に底堅さがみられるものの、既往の輸出や鉱工業生産の落ち込みの影響から製造業で減少しており、全体として弱めとなっている（前掲図表 6）。先行きについては、当面一部に弱さが残るものの、防災・エネルギー関連投資が下支えとなる中、企業収益の改善や金融緩和効果を背景に、緩やかな増加基調を続けると考えられる。こうした見通しの背後にあるメカニズムをやや詳しく述べる以下のとおりである。

第1に、「量的・質的金融緩和」の効果は、見通し期間中、設備投資を後押ししていくと考えられる。この点、投資採算の観点からみると、景気回復に伴い資本収益率が上昇していくと同時に、予想物価上昇率の高まりなどを反映して実質金利が低下していくため、金融緩和の投資刺激効果は強まっていくと予想される（図表 31(1)）。また、資金のアベイラビリティという観点から企業の資金繰り判断をみると、債務残高圧縮の

効果もあって、業況判断との対比でみて1980年代後半と同程度に良好な状態を維持しており、企業を取り巻く資金調達環境はきわめて緩和した状態が続いている（図表31(2)(3)）。

第2に、設備投資は、リーマン・ショックや震災後の落ち込みから漸く回復過程に入ったばかりで水準はなお低いため、企業収益が改善し、世界経済の先行きを巡る不確実性が徐々に払拭されていけば、老朽化設備の更新など潜在的なペントアップ需要は顕在化しやすいと考えられる。この点、「設備投資は、一定の成長期待のもとで、生産活動に必要とされる資本ストックを実現するよう行われる」との前提のもと、資本ストック循環の観点から設備投資の伸び率を評価すると、期待成長率が0%台半ばにとどまるとしても、高めの増加率が期待できる（図表32）。設備投資の水準を名目GDPやキャッシュフローなどとの対比でも（図表33(1)(2)）、長期的にみれば低めの水準にあり、増加余地は大きいように窺われる。さらに、設備投資の対資本ストック比率をみても（図表33(3)）、リーマン・ショック後は、潜在成長率と整合的と考えられる水準を下回って推移しており、見通し期間後半にかけて潜在成長率のごく緩やかに高まるもとで¹⁰、実際の設備投資も潜在成長率に見合う水準にまで緩やかに増加していくと考えられる。

第3に、政府の規制・制度改革や企業の事業再構築など競争力・成長力強化に向けた前向きな取り組みが徐々に進展していくにつれて、企業の中長期的な成長期待は緩やかに高まっていくと考えられる。こうした成長期待の高まりは、資本ストックの積み上がりに伴う設備投資の減速圧力を和らげる方向に作用すると考えられる。

¹⁰ 潜在成長率の動きについては、後述の注13を参照。

(雇用・所得環境)

雇用・所得環境をみると、労働需給は、昨年後半の景気の弱さにもかかわらず、総じて改善傾向が維持されている。短観の雇用人員判断DIは、足もとでは2008年9月以来の「不足」超に転じているほか、昨年半ば以降改善が一服していた求人倍率も、緩やかな上昇傾向に復している(図表34(1)(2))。これには、輸出や鉱工業生産が減少する局面にあっても、国内需要が底堅さを維持し、非製造業の労働需要が堅調であったことや、高齢化に伴い労働供給が減少傾向にあることも影響している(図表34(3))。先行きについては、経済活動の水準が高まっていくにつれて、労働投入量(雇用者数×総労働時間)も増加していくと考えられる(図表35(1))。こうしたもとで、先行きも労働需給の改善傾向は続く可能性が高く、失業率は引き続き緩やかな低下傾向をたどっていくと見込まれる(図表35(2))¹¹。

以上のような労働需給のもとで、足もとで小幅のマイナスで推移している名目賃金にも、次第に上昇圧力がかかっていくと考えられる(図表36)。見通し期間の前半については、経済活動の回復に伴い、主として所定外やパートの労働時間の増加が押し上げ要因となる一方、これまでの厳しい企業業績がラグを伴って賃金の抑制に作用するため、一人当たり賃金の改善テンポは緩やかなものにとどまると予想される。もともと、見通し期間の後半にかけては、労働需給の引き締まりの影響に加え、予想物価上昇率の高まり(後述)もあって、ベースアップを含めた所定内

¹¹ 図表35(2)では、失業率(=職が見つからない労働者の比率)と欠員率(=働き手が見つからない職の比率)が等しいときに、労働需給は全体として均衡していると考え、そのときの失業率を構造的失業率とみなしている。ただし、わが国では、統計的に失業率がほぼ一貫して欠員率を上回って推移する傾向にあり、こうした方法によって推計した構造的失業率については幅をもって評価する必要がある。

給与も上昇し始めることから、一人当たり賃金の上昇傾向がはっきりしてくる可能性が高い。

こうしたもとで、雇用者所得は、見通し期間中、徐々に伸びを高めていくと考えられる(図表 37)。労働分配率については(前掲図表 35(3))、先行き景気回復が続くもとで、緩やかな低下基調をたどるものの、見通し期間後半にかけては、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¹²。

(家計の支出行動)

個人消費は、昨年以降、家計所得が伸びない中にあっても底堅く推移してきたが、このところ消費者マインドが改善するもとで底堅さを増しつつある(前掲図表 9)。先行きについても、耐久財を中心に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、全体として増加基調で推移していくと考えられる。こうした見通しの背後にあるメカニズムとして、第 1 に、高齢者の消費が、需要側(団塊世代の高い消費意欲)と供給側(企業による高齢者需要の掘り起こし)双方の要因から、持続的に消費全体を下支えしていくことが考えられる(図表 38(3))。第 2 に、最近の株価上昇は、消費者マインドの改善や資産効果を通じて、消費の押し上げに寄与すると考えられる。第 3 に、見通し期間後半にかけて、景気の回復に伴う雇用者報酬の改善傾向がはっきりしてくることも、勤労者世帯を中心に消費を後押ししていくと考えられる。ただし、名目可処分所得の伸びは税や社会保障の負担増加もあって緩やかなものにとどまるうえ、消費税率引き上げや電力値上げなどが実質所得を押し

¹² 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 2004~2007 年頃と異なり、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。

下げる方向に働くと予想される（図表 38(1)）。こうしたもとで、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していくとみられる（図表 38(2)）。

住宅投資は、持ち直し傾向にある（前掲図表 8）。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顕在化してくることから、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）

先行きの物価情勢を展望するにあたり、物価上昇率を規定する主たる要因について点検する。第 1 に、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、リーマン・ショックによる大幅な落ち込みから緩やかな改善傾向を続けてきたが、昨年後半の景気の弱さを反映して改善が足踏みした状態となっている（図表 39(1)）。先行きのマクロ的な需給バランスは、消費税率引き上げによる振れを伴いつつも、潜在成長率を上回る成長が続くという景気展開を反映して、見通し期間中、緩やかな改善基調をたどると考えられる。そのもとで、見通し期間の半ば頃にはマクロ的な需要超過に転じ、見通し期間後半にかけて需要超過幅を拡大させていくと予想される¹³。

¹³ 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 39(2)）。その後は、実体経済が緩やかに成長する中で、潜在成長率は幾分持ち直している。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、期間平均では「0% 台半ば」と計算されるが、見通し期間の終盤にかけて資本蓄積などに伴い徐々に上昇していくと見込まれる。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、相当の幅をもつてみる必要がある。

第2に、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、家計を対象とした調査など、足もと上昇を示唆する指標がみられる。債券市場関係者に対するサーベイ調査をみると、昨年末以降、中長期の予想物価上昇率は高まりつつあるほか、固定利付国債と物価連動国債の利回り較差から求められるブレイク・イーブン・インフレ率をみても、足もとはっきりと上昇している（図表40）¹⁴ ¹⁵。また、各種サーベイ調査から家計の見方をみても、短中期の予想物価上昇率はこのところ幾分上昇する兆しがみられる（図表41）。先行きについても、日本銀行が「物価安定の目標」の早期実現を明確に約束し、これを裏打ちする大規模な資産の買入れを継続することで、中長期的な予想物価上昇率は上昇傾向をたどり、「物価安定の目標」である2%程度に向けて次第に収斂していくと考えている。

第3に、輸入物価は、国際商品市況や為替相場の動きを反映して上昇している（図表42）。先行きについては、海外経済の成長率が次第に高まっていくことを背景に、国際商品市況は緩やかな上昇傾向をたどると想定している。こうした動きを踏まえると、エネルギー関連や食料品などの輸入価格についても、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。

以上を踏まえ、消費税率引き上げの直接的な影響を除いて物価情勢を

¹⁴ ただし、わが国の物価連動国債の市場規模はピーク時の8兆円強から最近は3兆円台半ばにまで縮小しており、国債発行残高全体に占める比率も1%を下回るなど、市場の流動性は顕著に低下している。このため、ブレイク・イーブン・インフレ率の変動には、市場参加者の予想物価上昇率の変化に加え、物価連動国債の流動性プレミアムの変動も無視できない影響を及ぼしている可能性が高く、解釈にあたっては十分留意する必要がある。

¹⁵ ブレイク・イーブン・インフレ率や一部のサーベイ指標には、消費税率引き上げの影響が含まれていることにも注意する必要がある。

展望すると、国内企業物価は、当面、為替円安を主因に前年比プラス幅を拡大したあと、海外経済や製品需給が改善するもとで、緩やかな上昇を続けるとみられる。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、・・・¹⁶。

こうした物価見通しをマクロ的な需給バランスとの関係（いわゆるフィリップス曲線）で整理すると（図表 43）、消費者物価の前年比は需給バランスの改善に伴い過去の正の相関に沿って上昇していくとともに、予想物価上昇率の高まりからフィリップス曲線自体も徐々にシフトアップしていく姿を想定している。ただし、わが国経済では 15 年近くにわたってデフレ状態が続いてきただけに、①マクロ的な需給バランスに対する物価の感応度（フィリップス曲線の傾き）、②企業や家計の中長期的な予想物価上昇率の動向（フィリップス曲線のシフトアップの程度）ともに不確実性は大きく、消費者物価が想定通り上昇していくか十分注意してみていく必要がある。

この間、物価と名目賃金の関係を確認しておく（図表 44）、消費者物価と時間当たり賃金との間には、長い目でみれば概ね同時に変動するといった安定的な関係が確認される。上記の見通しでは、先行き、労働需給の引き締まりや人々の予想物価上昇率の上昇を反映して時間当たり賃金が緩やかに上昇していく中で、消費者物価も徐々に上昇率を高めていく姿を想定している。なお、名目賃金と物価の関係は、労働生産性の動向によって異なり得る。すなわち、名目賃金の伸び率から物価上昇率を差し引いた実質賃金の上昇率は、長い目でみれば労働生産性の伸びによ

¹⁶ 前述（注 2）の連鎖基準指数の前年比は、過去において、通常の固定基準年指数の前年比に比べて、基準年から時間が経つにつれ、低めとなる傾向があった。もっとも、今次基準年指数（2010 年基準）については、価格の下落テンポが早く連鎖基準指数と固定基準年指数の乖離が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、連鎖基準指数と固定基準年指数の乖離幅は、先行きも比較的小さなものにとどまると考えられる。

って規定されるが、労働生産性の基調的な上昇率は 1990 年代半ば以降、それ以前の時期に比べると構造的に低下している可能性が高い点には留意する必要がある。

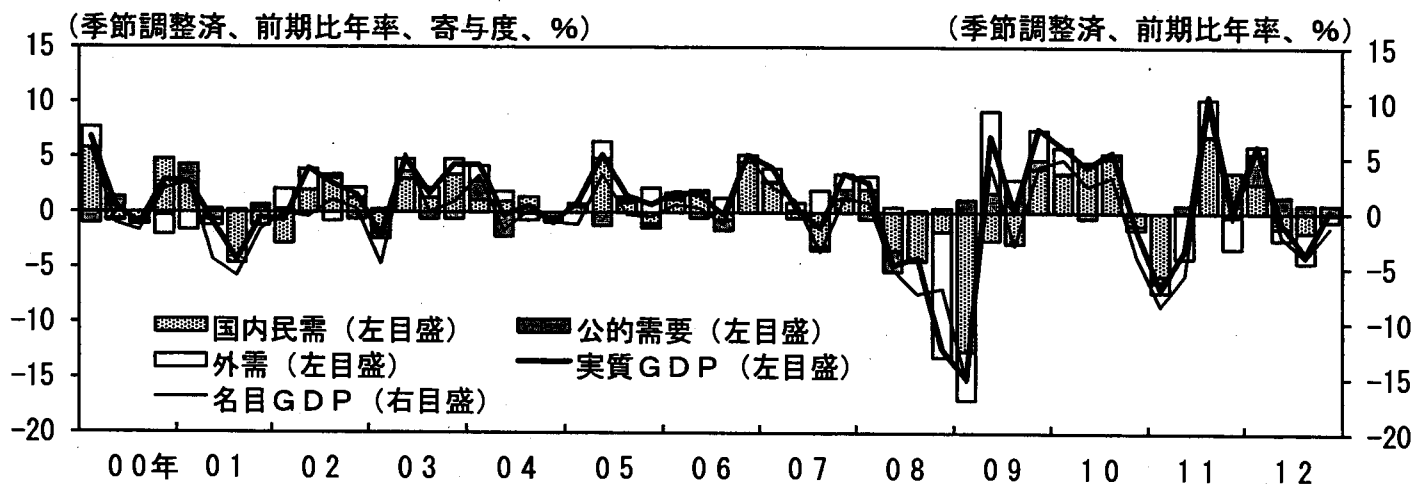
以 上

経済・物価情勢の展望（2013年4月）参考計表

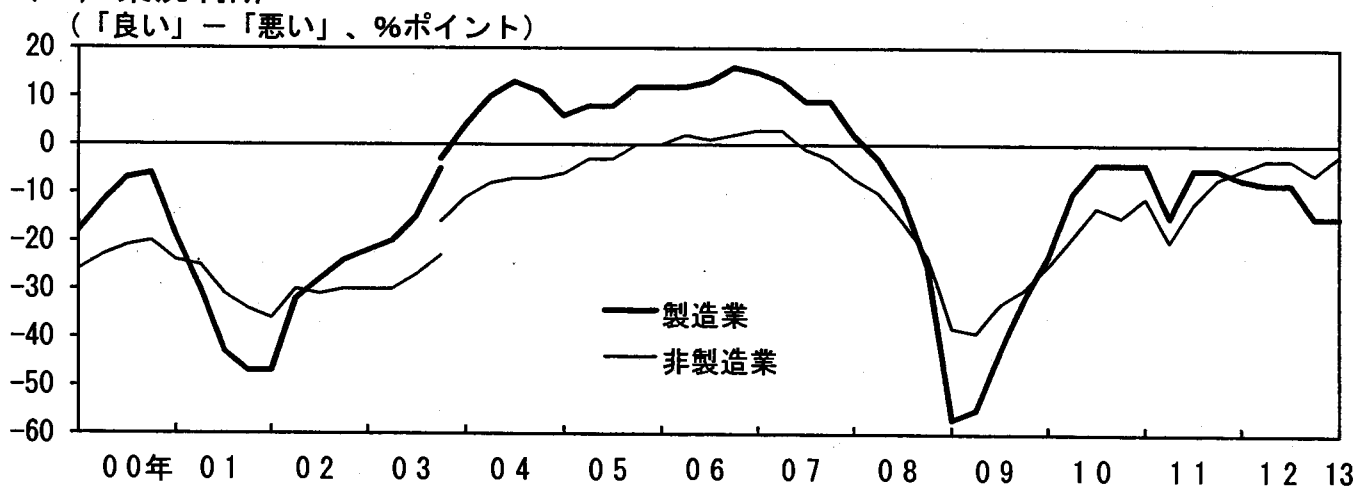
- | | |
|---------------------------|--------------------------------|
| (図表 1) GDP、業況判断と景気動向指数 | (図表 26) 財別にみた実質輸出 |
| (図表 2) 海外経済 | (図表 27) 輸出を取り巻く環境 |
| (図表 3) 海外経済と為替レート | (図表 28) 海外生産シフトと輸出 |
| (図表 4) 輸出入 | (図表 29) 経常収支と貯蓄投資バランス |
| (図表 5) 鉱工業生産 | (図表 30) 企業収益 |
| (図表 6) 設備投資 | (図表 31) 金融緩和と設備投資 |
| (図表 7) 公共投資 | (図表 32) 資本ストック循環と設備投資計画 |
| (図表 8) 住宅投資 | (図表 33) 設備投資の水準評価 |
| (図表 9) 個人消費 | (図表 34) 労働需給 (1) |
| (図表 10) 生産要素の稼働状況 | (図表 35) 労働需給 (2) |
| (図表 11) 国内企業物価と企業向けサービス価格 | (図表 36) 賃金を取り巻く環境 |
| (図表 12) 消費者物価 (1) | (図表 37) 雇用者所得 |
| (図表 13) 消費者物価 (2) | (図表 38) 可処分所得と消費性向 |
| (図表 14) 消費者物価 (3) | (図表 39) 需給ギャップと潜在成長率 |
| (図表 15) マネタリーベースとマネーストック | (図表 40) 予想物価上昇率 (1) |
| (図表 16) 貸出残高とCP・社債発行残高 | (図表 41) 予想物価上昇率 (2) |
| (図表 17) 企業金融 | (図表 42) 輸入物価と国際商品市況 |
| (図表 18) 株価・REIT価格 | (図表 43) 需給ギャップと物価上昇率 |
| (図表 19) 長期金利 | (図表 44) 物価と賃金 |
| (図表 20) 短期金利 | |
| (図表 21) CP・社債スプレッド | (参考図表) 地域別の景気の総括判断 (地域経済報告) |
| (図表 22) 貸出金利 | |
| (図表 23) 為替相場 | |
| (図表 24) 地価 | |
| (図表 25) 政府債務残高 | |

GDP、業況判断と景気動向指数

(1) GDP

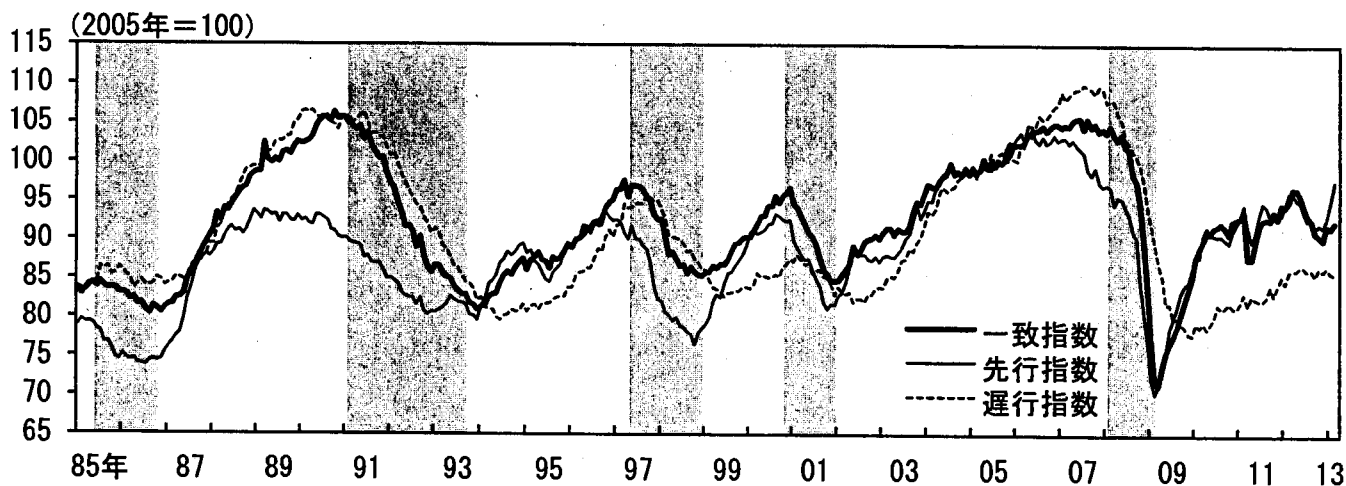


(2) 業況判断



(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 (CI)



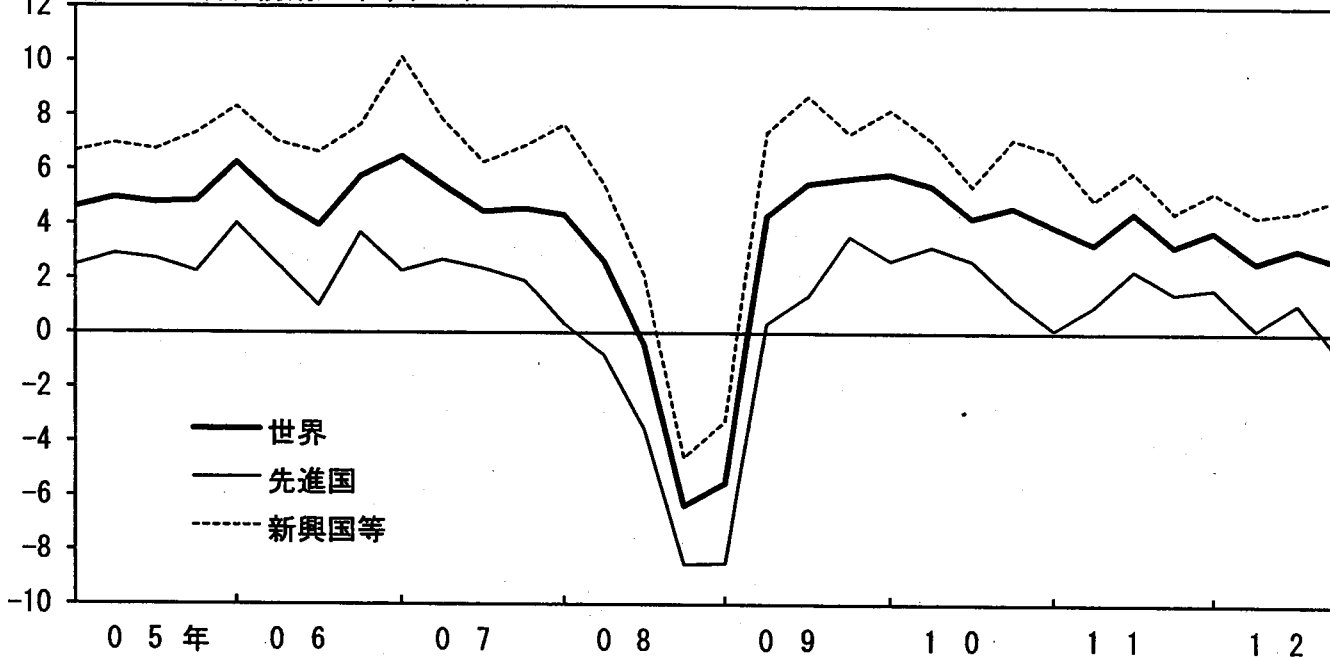
(注) シャド一部分は景気後退局面。

(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、%)

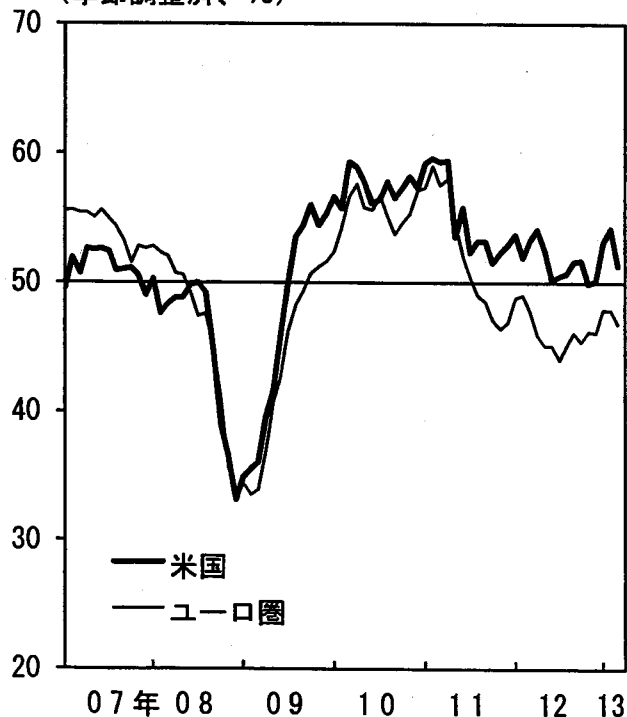


- (注) 1. IMF公表のGDPウエイト(購買力平価基準)を用いて算出。
 2. 世界の実質成長率は、188か国ベース。先進国は、日本・米国・ユーロ圏17か国および英国。
 3. 新興国等には、過去の実質GDP成長率の年次データをもとに、四半期GDPを試算したものを含む。

(2) 企業の景況感(製造業)

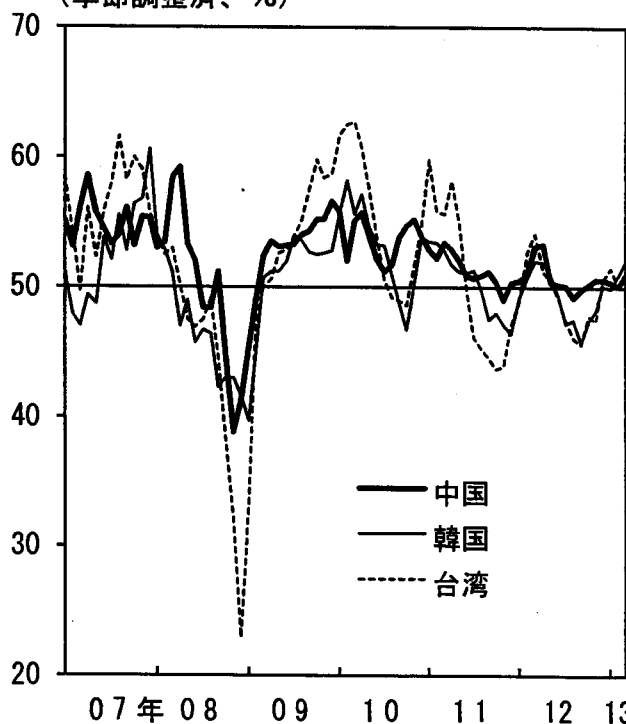
①先進国

(季節調整済、%)



②新興国

(季節調整済、%)

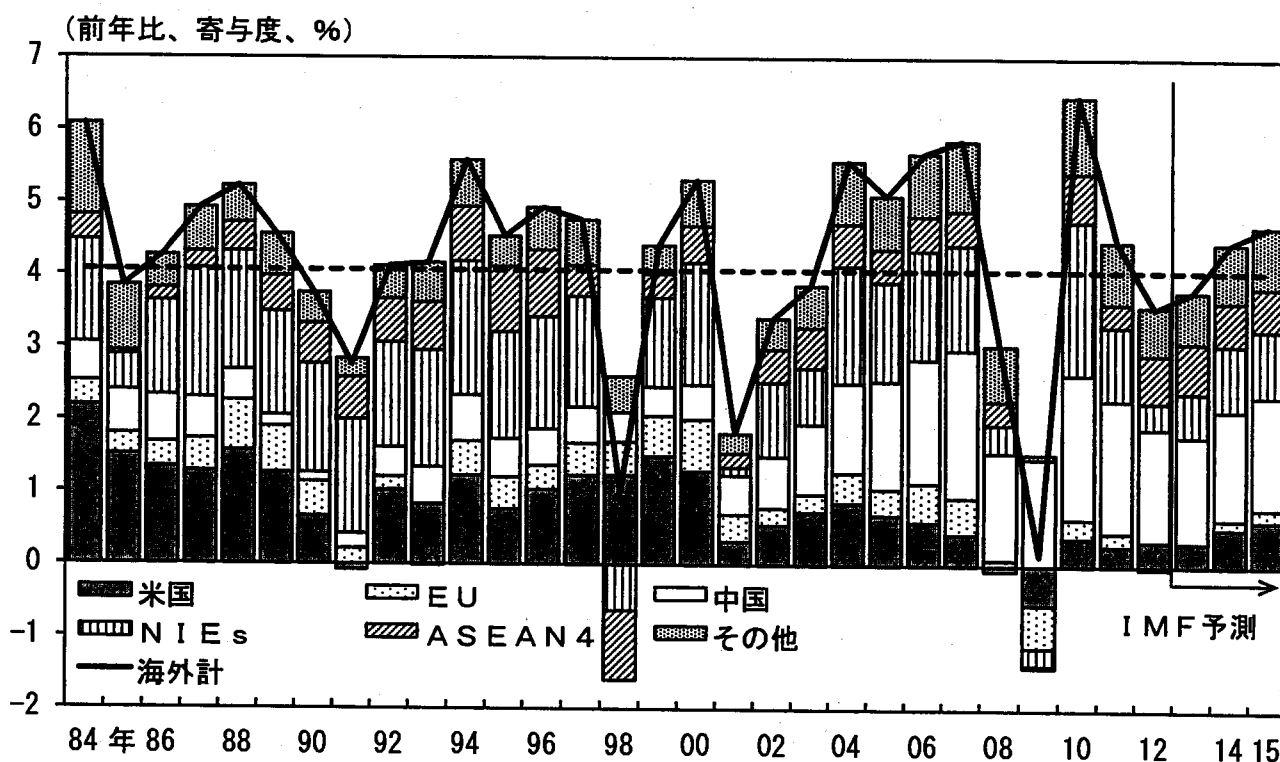


- (注) 1. 米国はISM指数、中国は中国国家統計局のPMI、その他はMarkitのPMI。
 50%を上回ると製造業の景気拡大、50%を下回ると製造業の景気縮小の目安とされている。
 2. 最新データは、ユーロ圏が2013/4月、その他は2013/3月。

(資料) IMF「World Economic Outlook」、中国国家統計局、Bloomberg、Markit (© and database right Markit Economics Ltd 2013. All rights reserved.)等

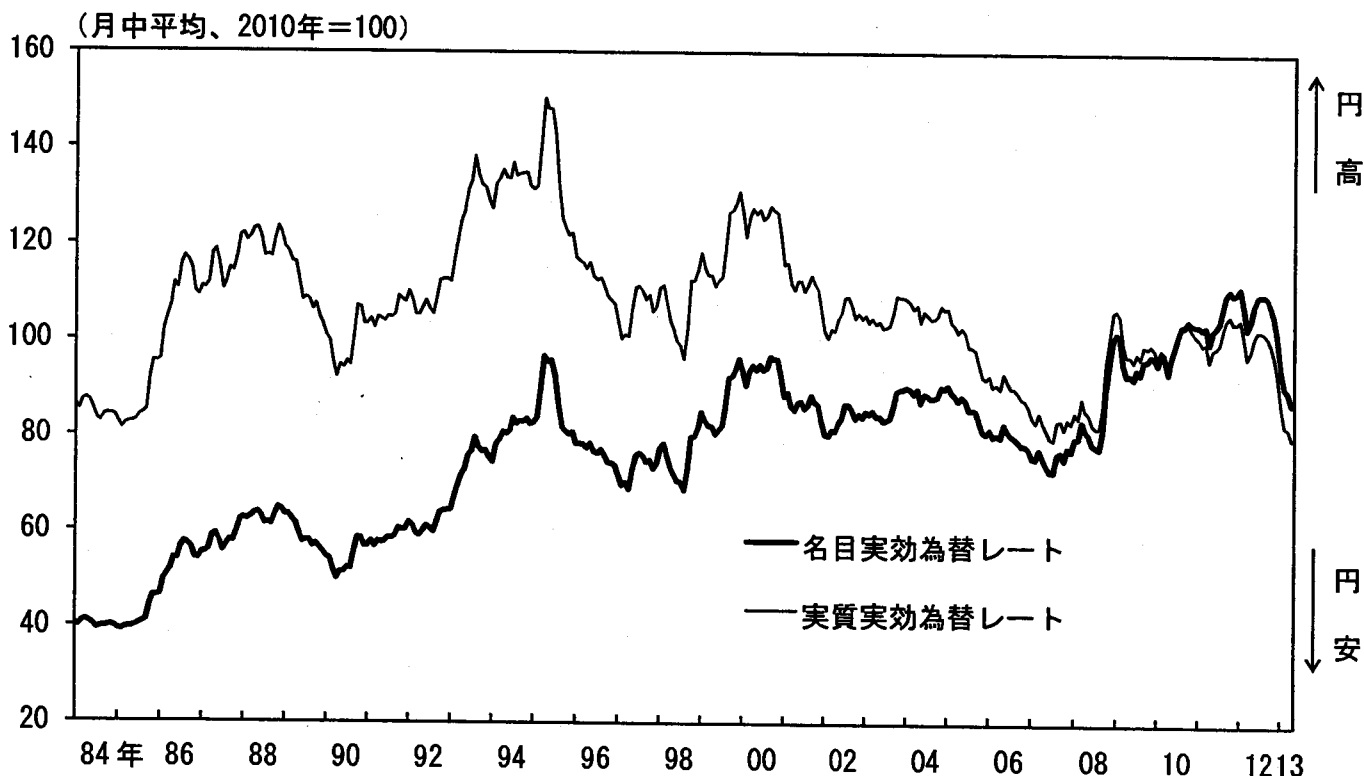
海外経済と為替レート

(1) わが国が直面する海外経済の实质成長率



(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1980~2012年の平均値(4.1%)。

(2) 円の実効為替レート



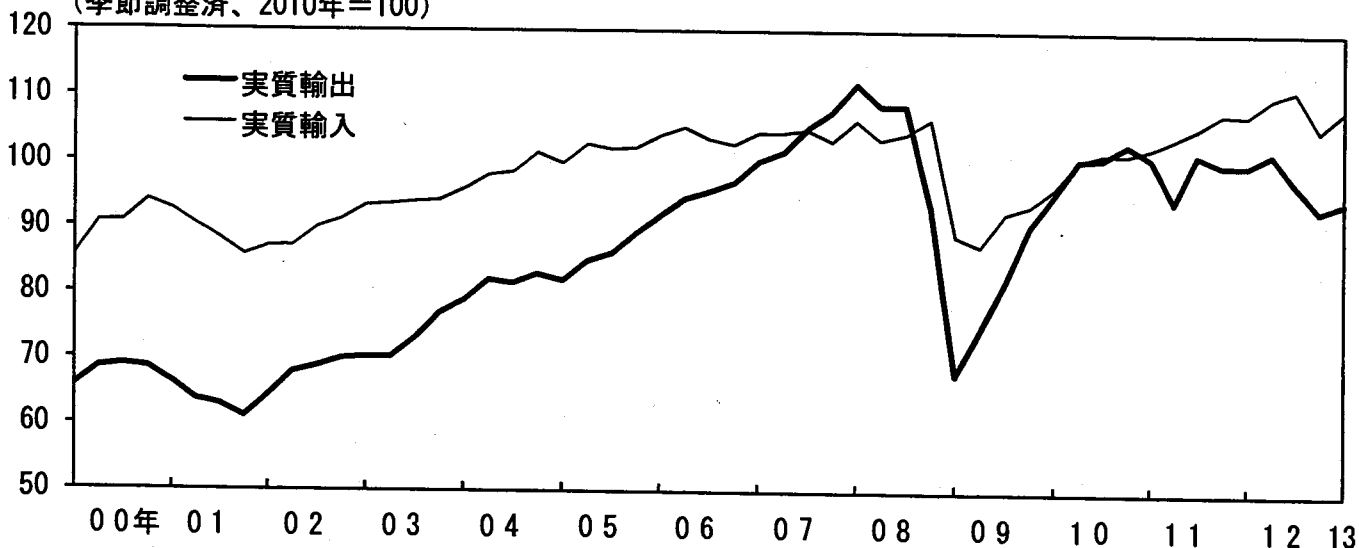
(注) 1. BISのブロードベース。1993年以前はナローベースを使用して接続。
2. 2013/4月分は、日本銀行の名目実効為替レート(円インデックス)を用いて算出。

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

輸出入

(1) 実質輸出入

(季節調整済、2010年=100)

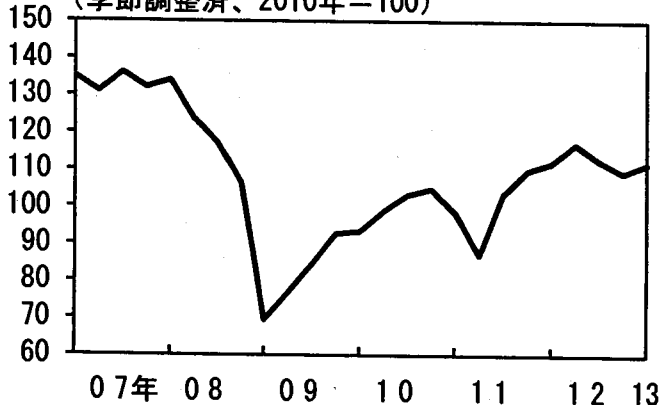


(注) X-12-ARIMAによる季節調整値 (下のいずれの図表も同じ)。

(2) 地域別実質輸出

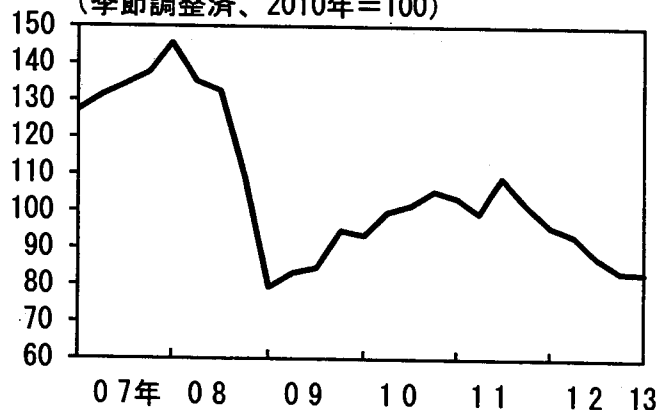
① 米国 (17.6%)

(季節調整済、2010年=100)



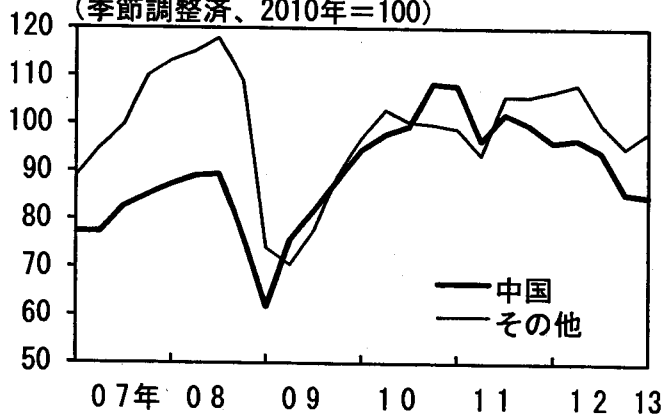
② EU (10.2%)

(季節調整済、2010年=100)



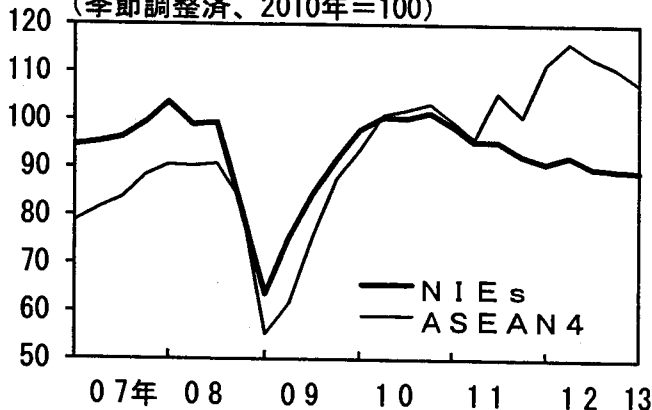
③ 中国・その他 (18.1%・21.0%)

(季節調整済、2010年=100)



④ NIEs・ASEAN4 (21.5%・11.7%)

(季節調整済、2010年=100)

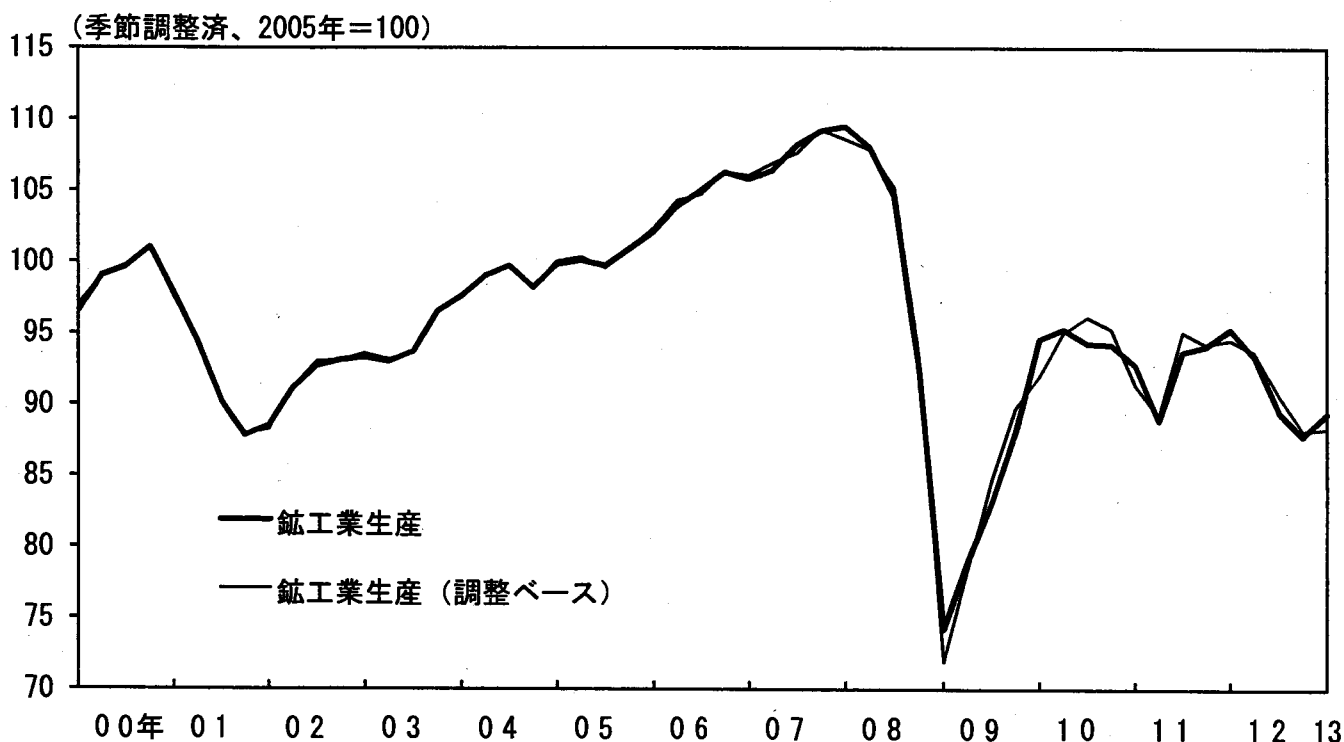


(注) () 内は、2012年通関輸出入額に占める各地域・国のウェイト。

(資料) 財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」

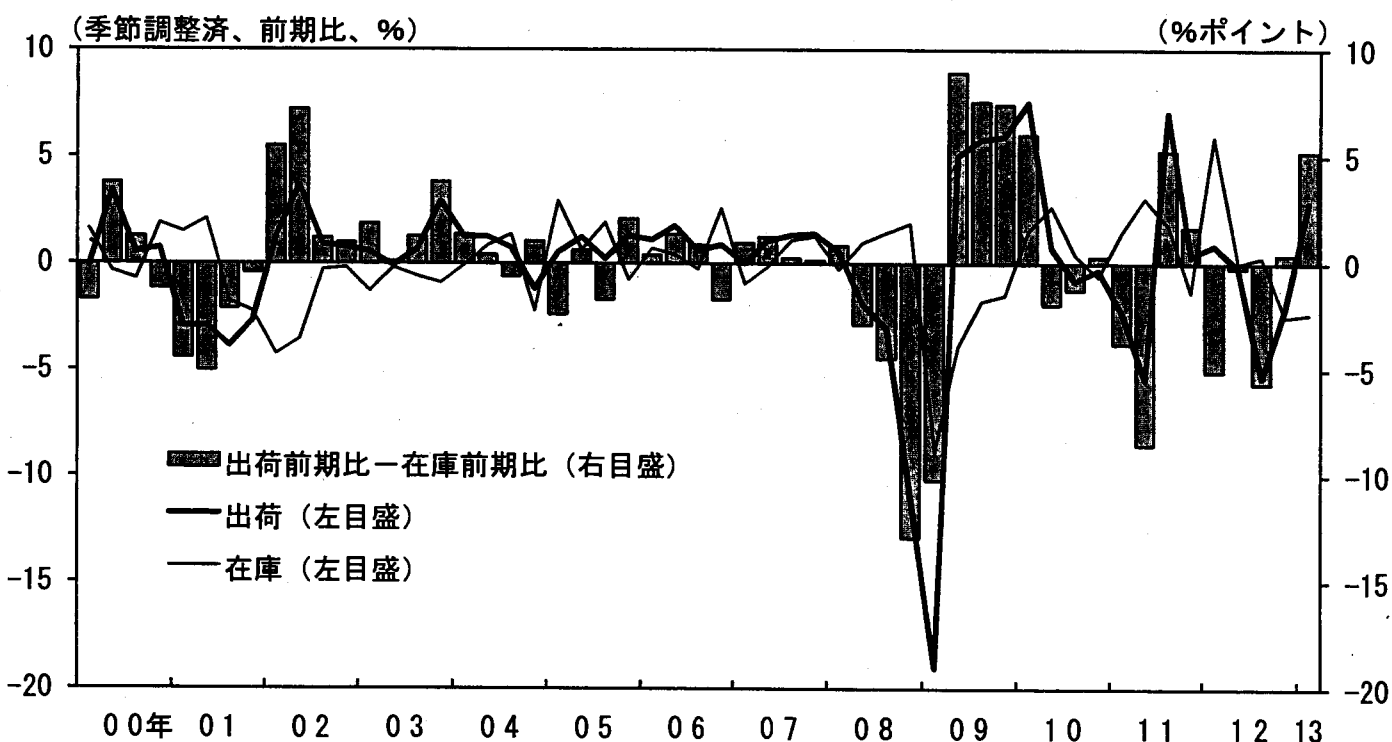
鋳工業生産

(1) 鋳工業生産



- (注) 1. 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. 2013/1Qは、1~2月の値。

(2) 出荷・在庫バランス (鋳工業)

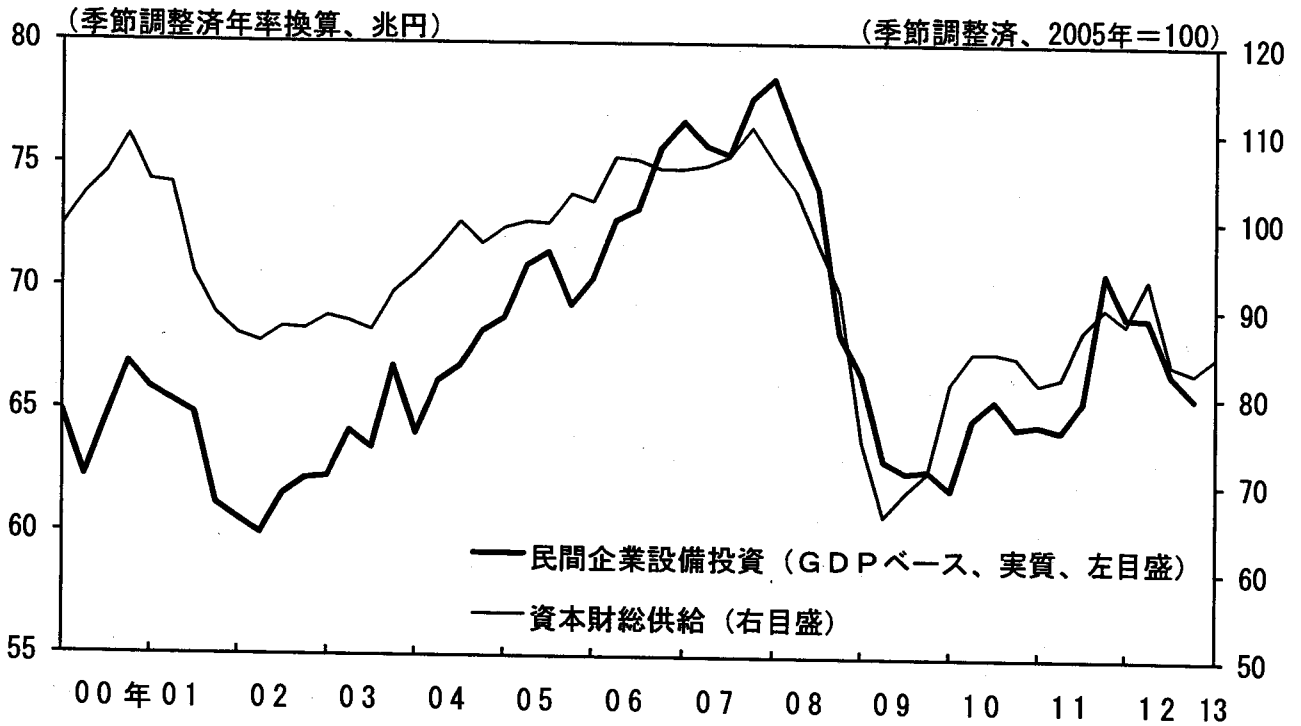


- (注) 2013/1Qは、出荷は1~2月の10~12月対比、在庫は2月の12月対比。

(資料) 経済産業省「鋳工業指数統計」

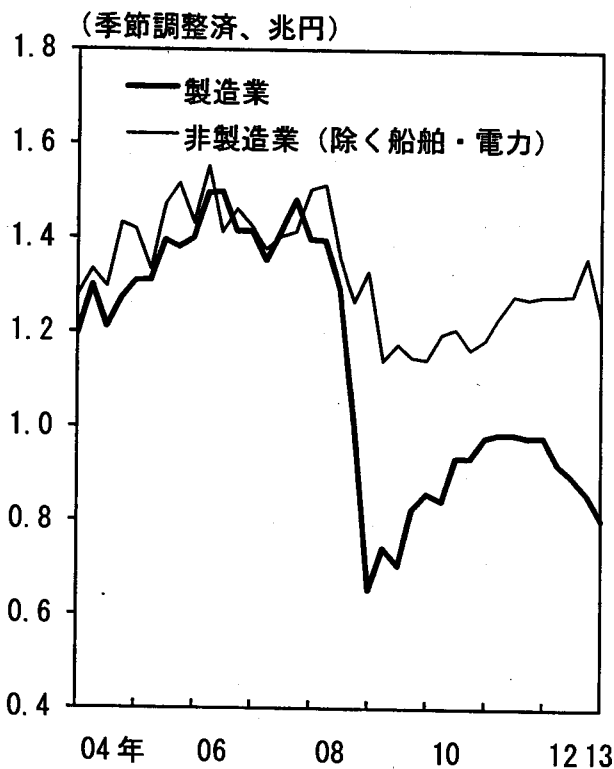
設備投資

(1) 民間企業設備投資と資本財総供給

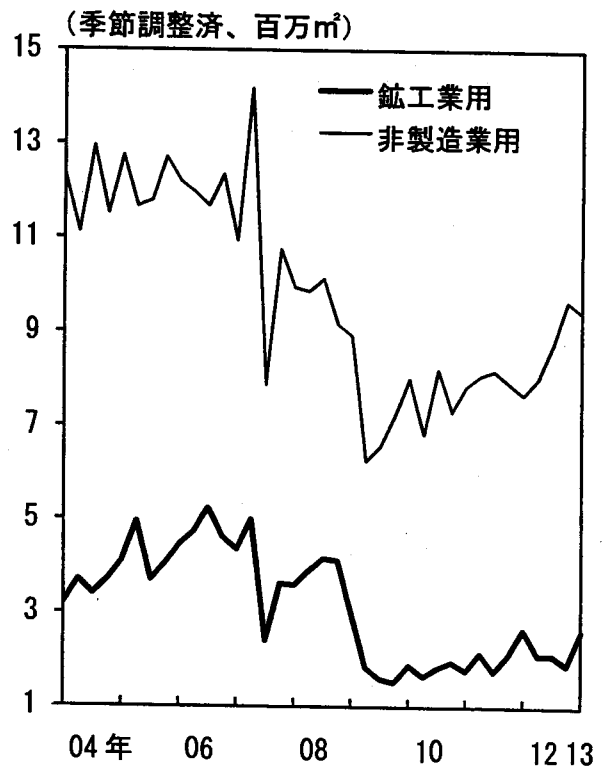


(注) 2013/1Qは1~2月の値 (下の図表も同じ)。

(2) 機械受注



(3) 建築着工床面積 (民間非居住用)



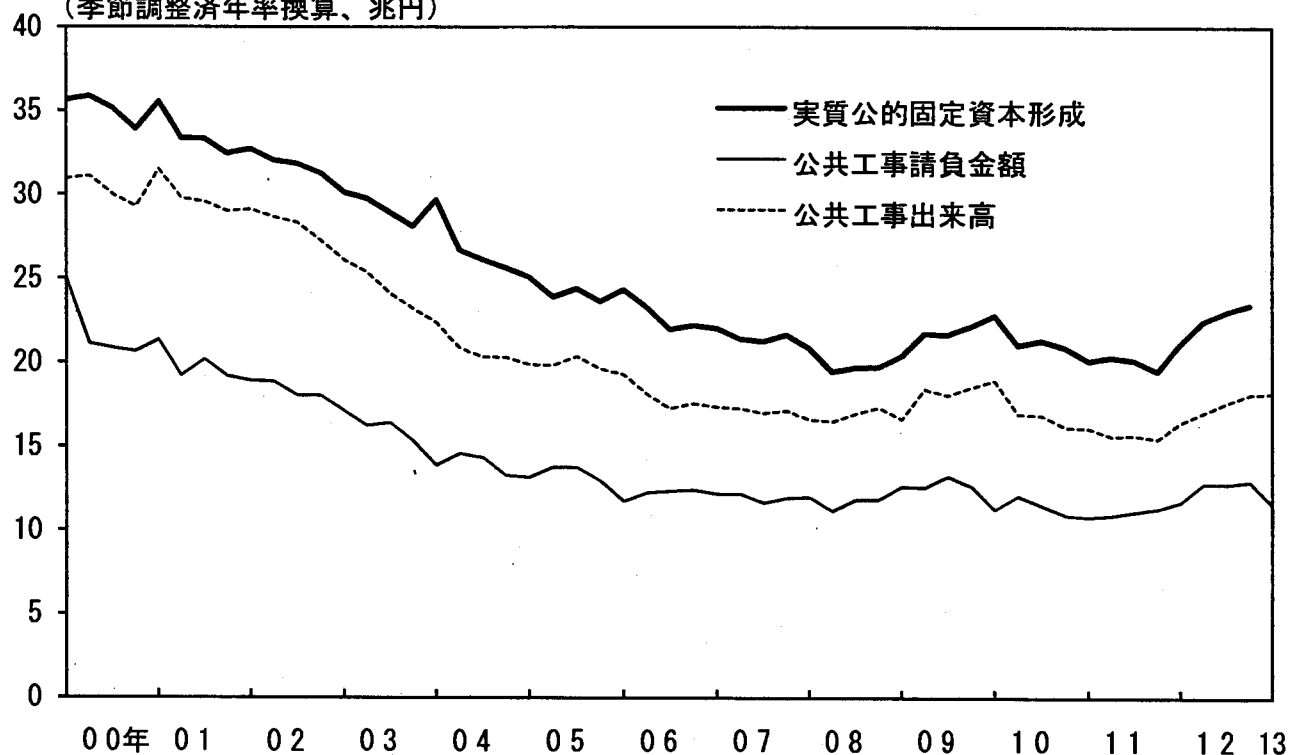
(注) 1. 機械受注の2004年度以前は内閣府による参考系列。
2. 建築着工床面積は、X-12-ARIMAによる季節調整値。

(資料) 内閣府「国民経済計算」「機械受注統計」、経済産業省「鉱工業総供給表」、国土交通省「建築着工統計」

公共投資

(1) 公共工事関連指標

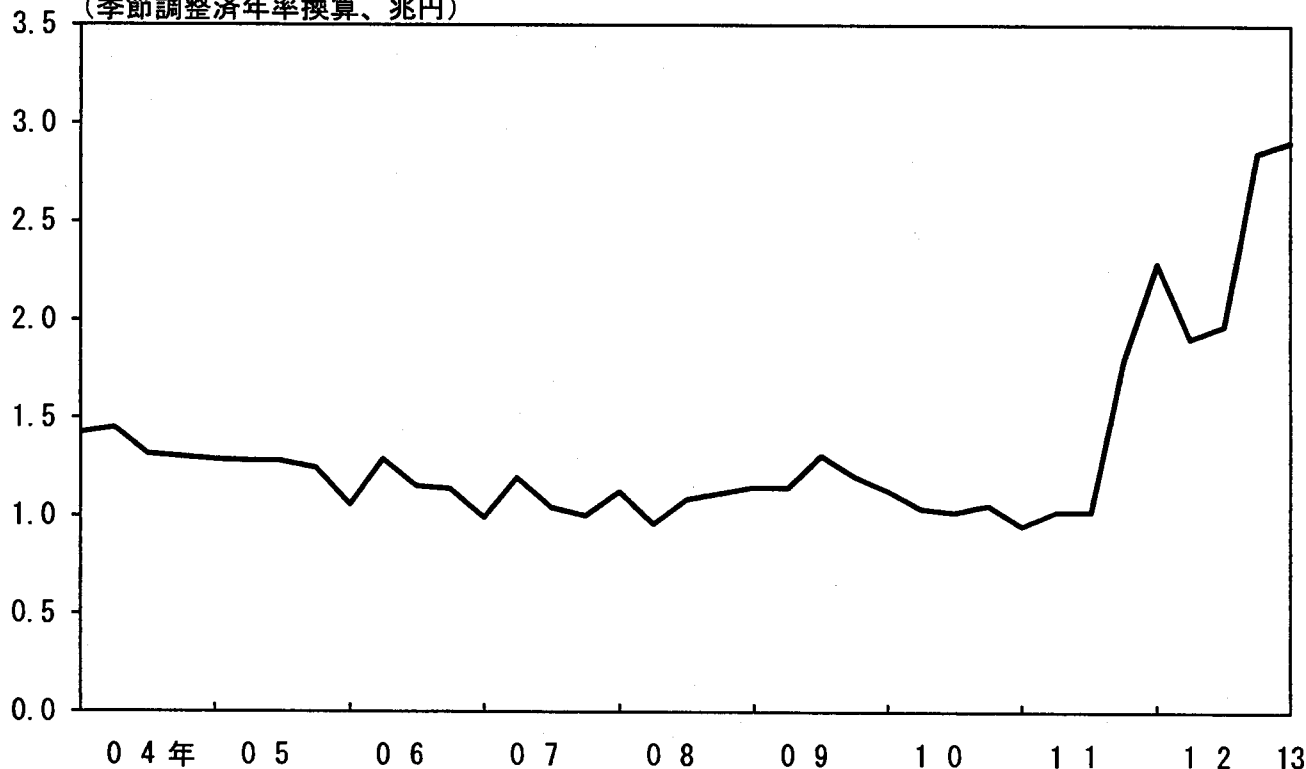
(季節調整済年率換算、兆円)



(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2013/1Qは、1~2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)

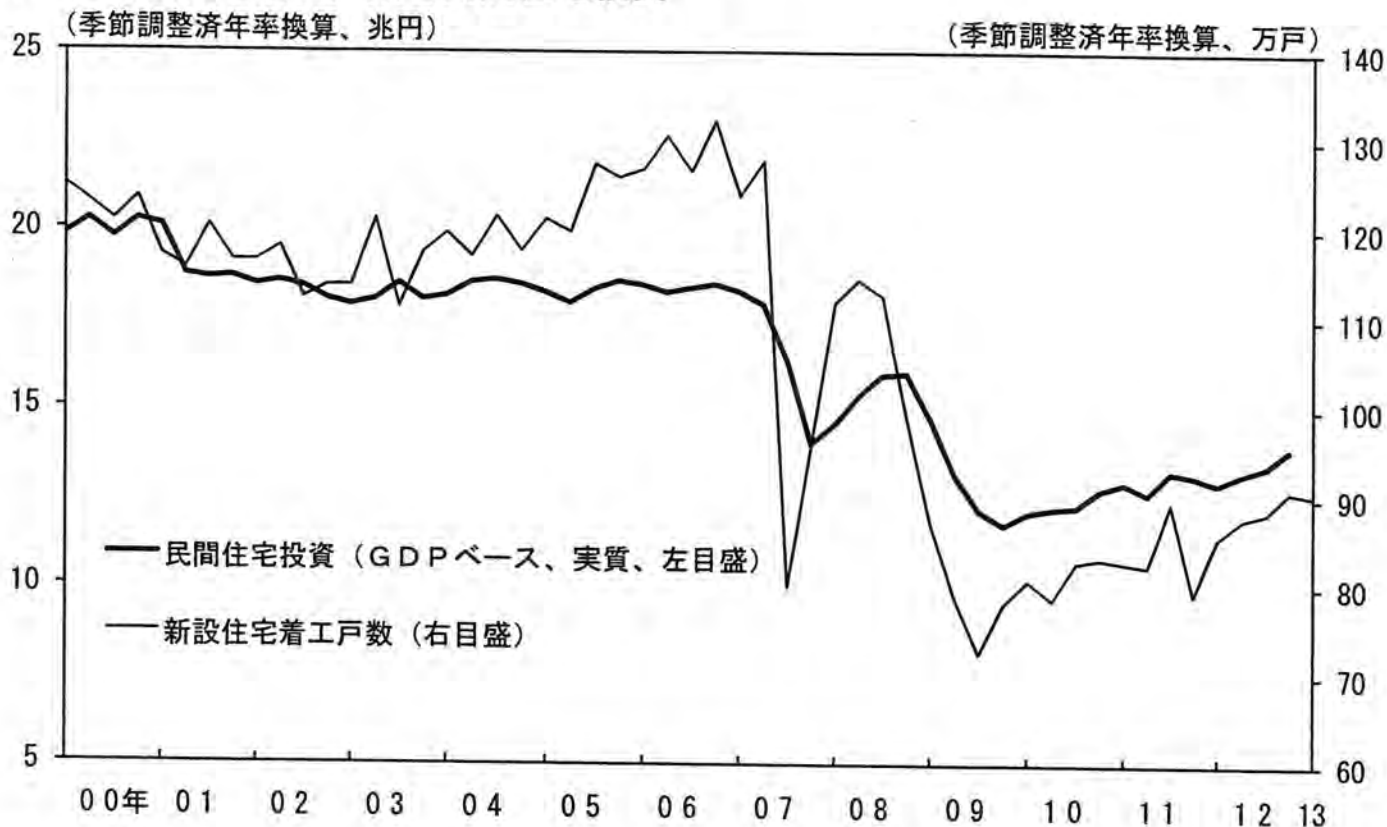


(注) X-12-ARIMAによる季節調整値。

(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」

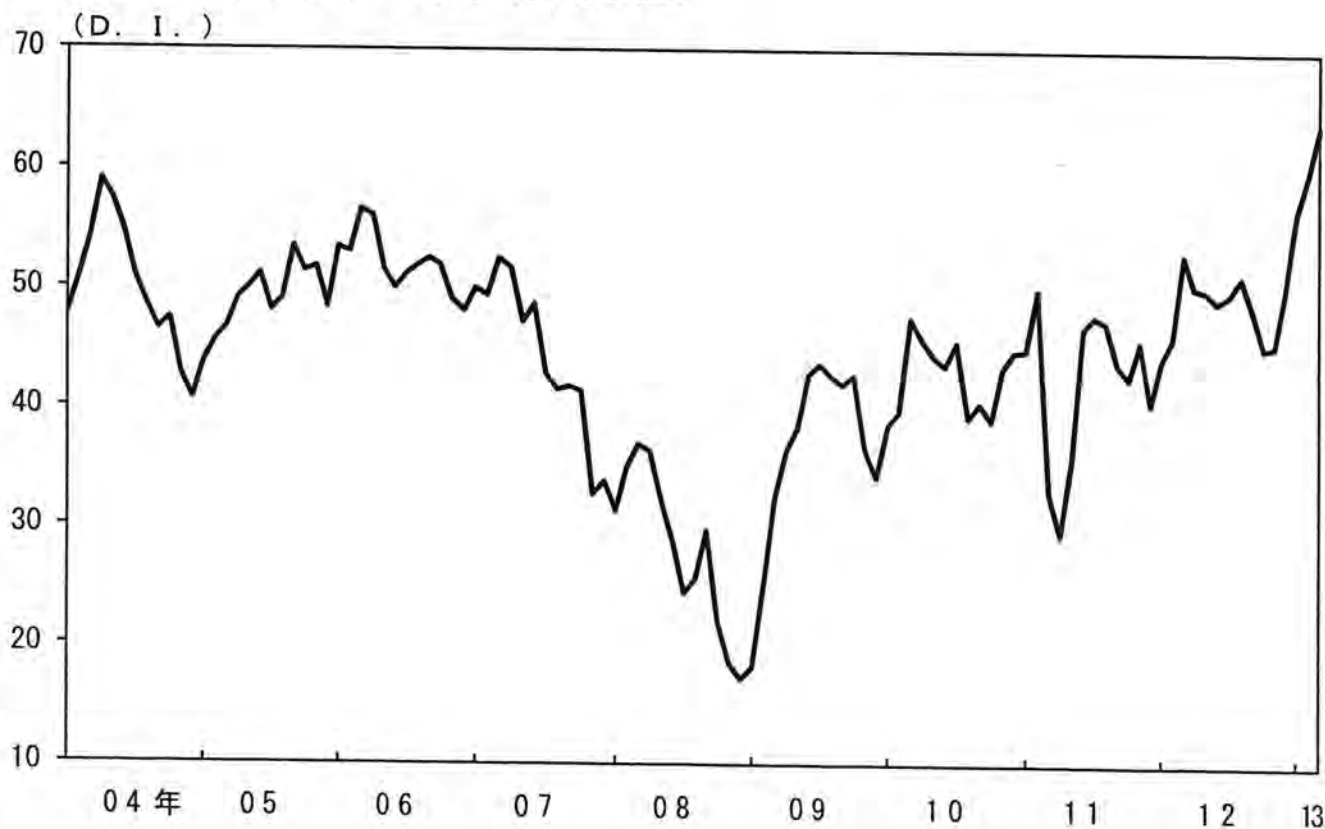
住宅投資

(1) 新設住宅着工戸数と民間住宅投資



(注) 新設住宅着工戸数の2013/10は、1~2月の値。

(2) 景気ウォッチャー調査 (住宅関連)



(資料) 国土交通省「建築着工統計」、内閣府「国民経済計算」「景気ウォッチャー調査」

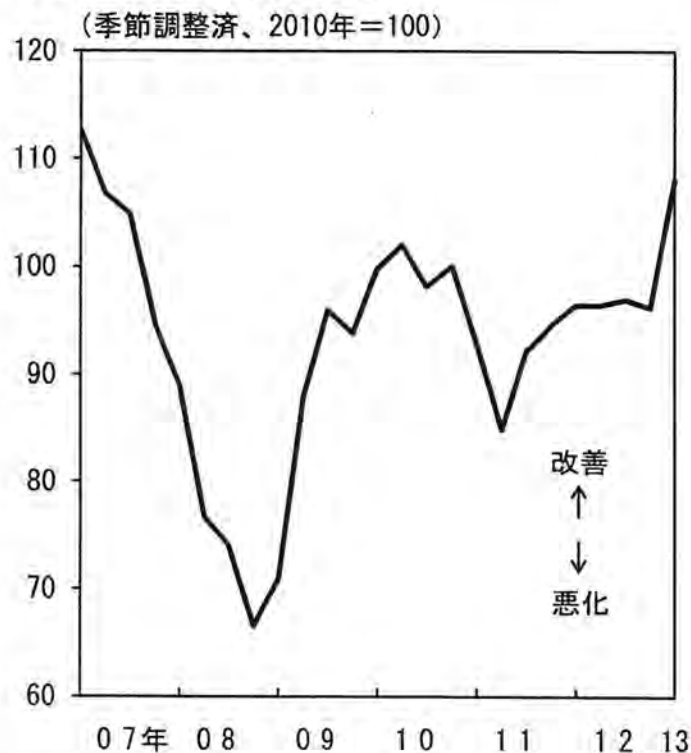
個人消費

(1) 民間最終消費支出・消費総合指数

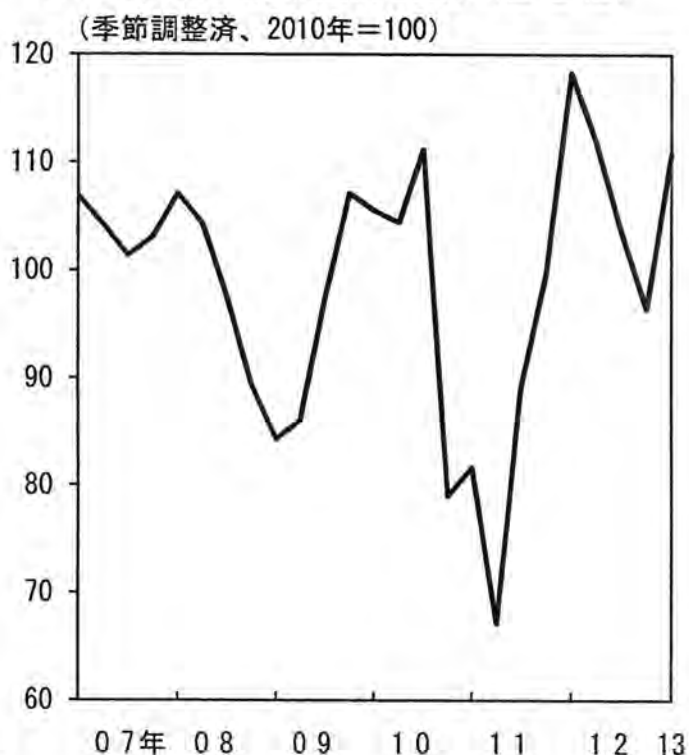


(注) 消費総合指数の2013/1Qは、1~2月の値。

(2) 消費者態度指数



(3) 乗用車新車登録台数 (含む軽)



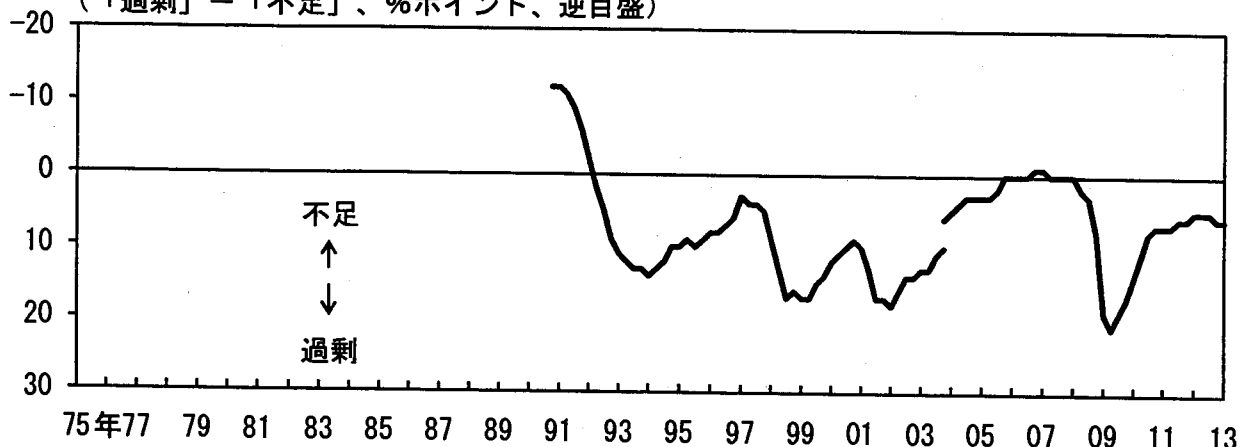
(注) 1. (2) は、各四半期の3か月目の値。
2. (3) は、X-12-ARIMAによる季節調整値。

(資料) 内閣府「国民経済計算」「消費総合指数」「消費動向調査」、
日本自動車販売協会連合会「自動車国内販売」、
全国軽自動車協会連合会「軽自動車新車販売速報」

生産要素の稼働状況

(1) 生産・営業用設備判断D. I.

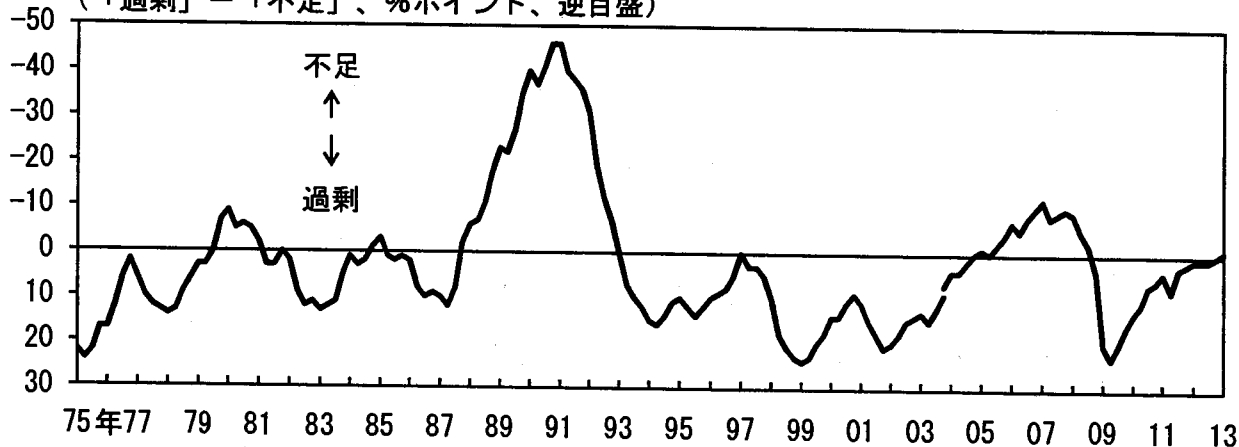
(「過剰」 - 「不足」、%ポイント、逆目盛)



(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)。

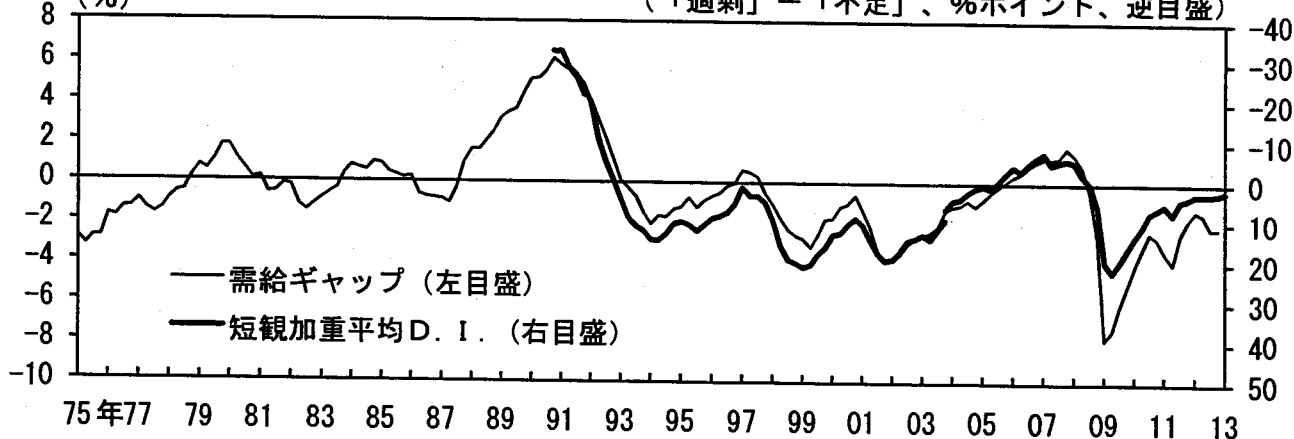
(2) 雇用人員判断D. I.

(「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)

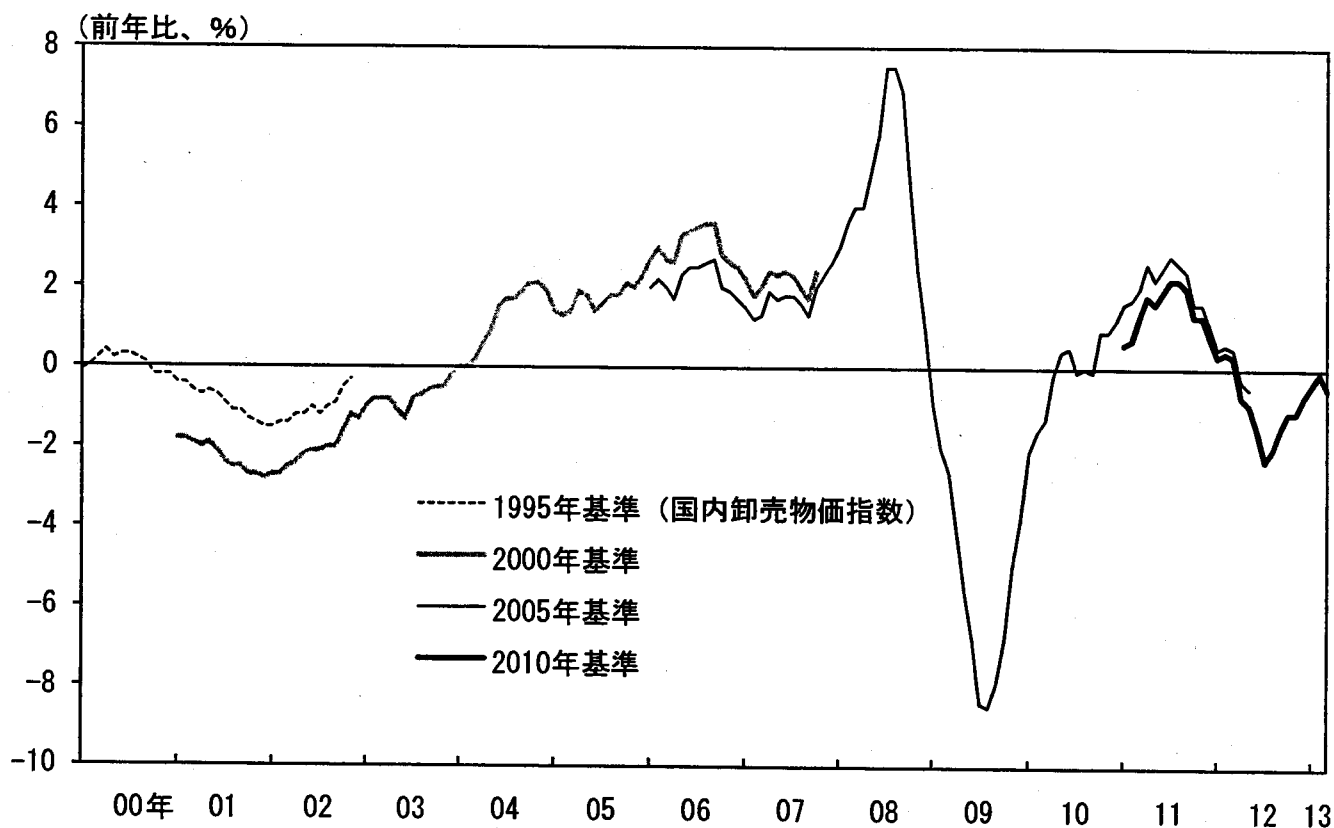


(注) 短観加重平均D. I. は、生産・営業用設備判断D. I. と雇用人員判断D. I. を資本・労働分配率(1990~2011年度平均)で加重平均して算出。需給ギャップは、日本銀行調査統計局の試算値。具体的な計測方法については、日銀レビュー「GDPギャップと潜在成長率の新推計」(2006年5月)を参照。

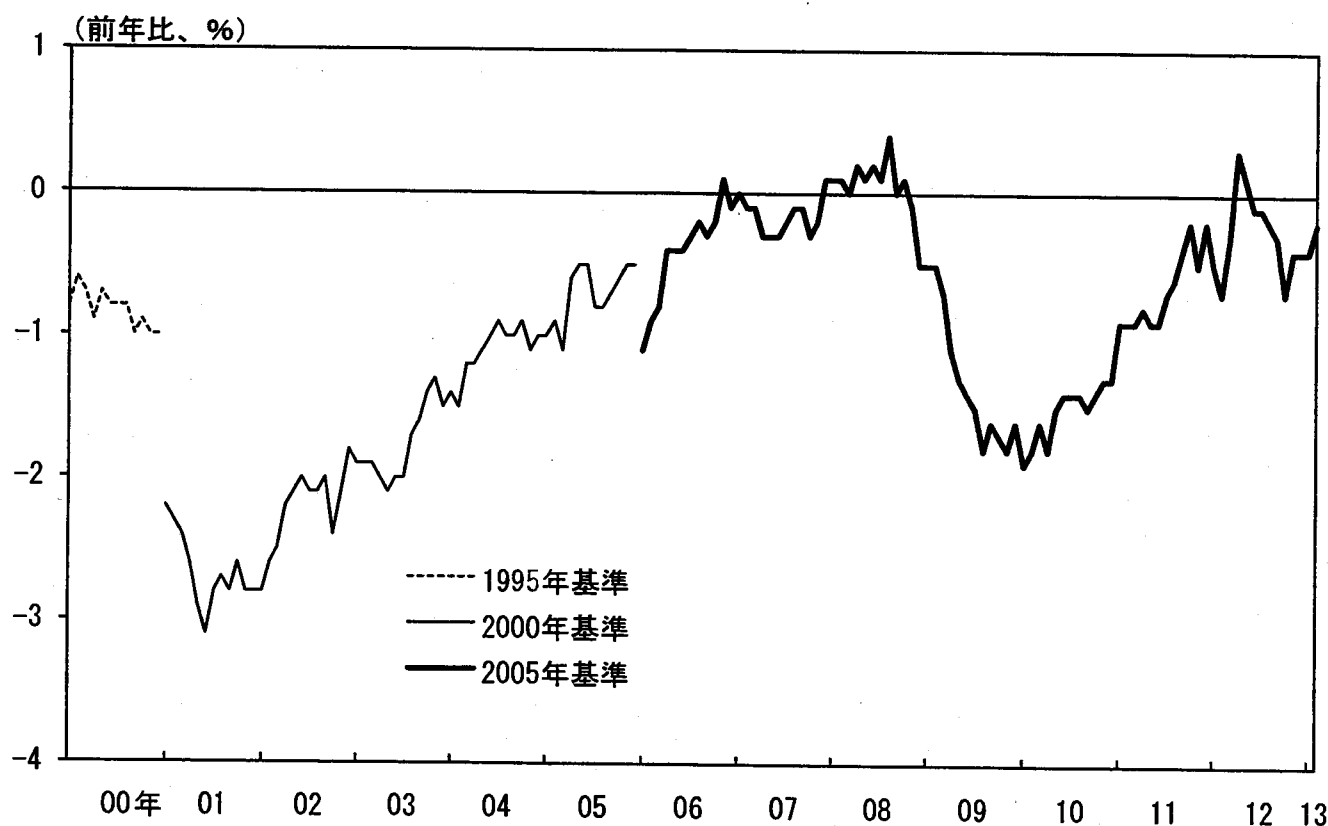
(資料) 内閣府「国民経済計算」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、総務省「労働力調査」、厚生労働省「毎月勤労統計」「職業安定業務統計」、経済産業省「鉱工業指数統計」等

国内企業物価と企業向けサービス価格

(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)

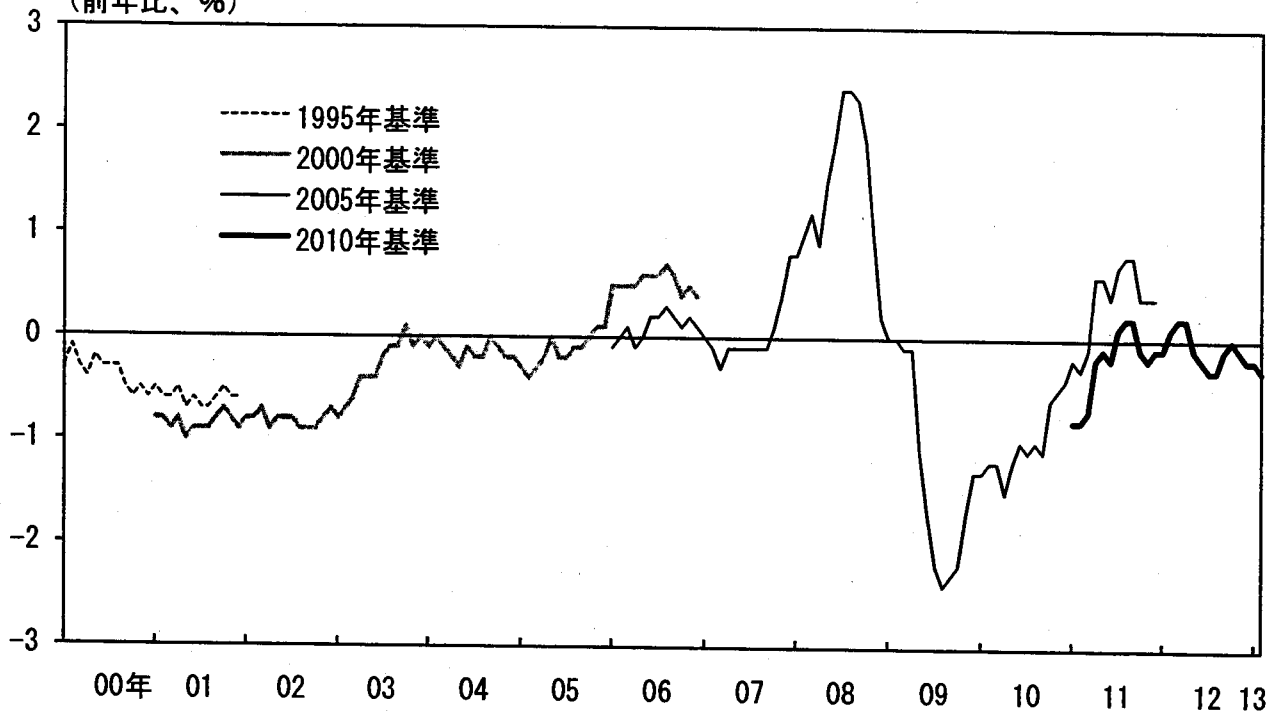


(資料) 日本銀行「企業物価指数」「卸売物価指数」「企業向けサービス価格指数」

消費者物価 (1)

(1) 消費者物価指数

(前年比、%)

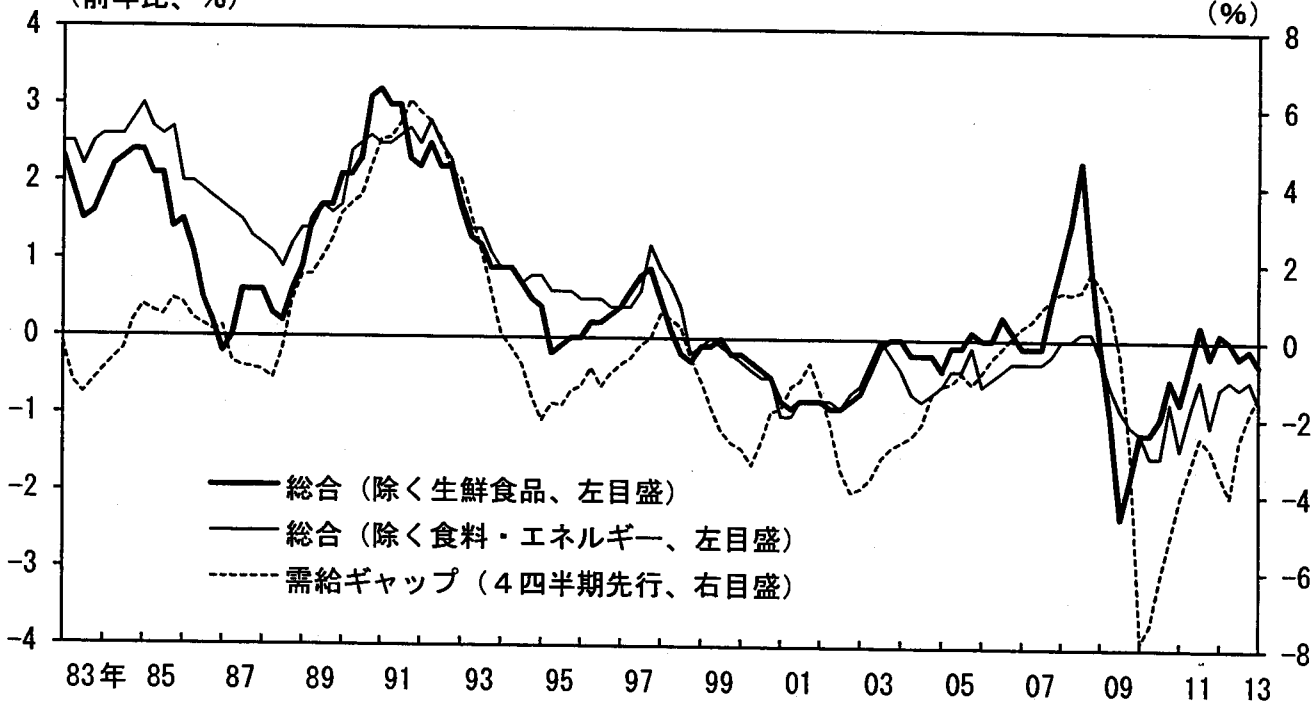


(注) 総合除く生鮮食品。

(2) 消費者物価指数と需給ギャップ

(前年比、%)

(%)



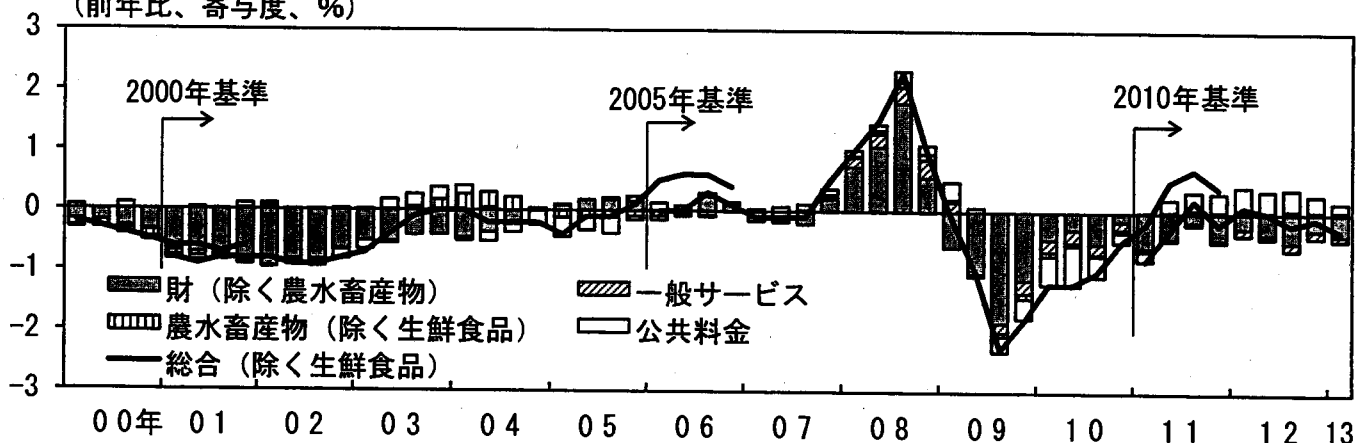
- (注) 1. 消費者物価指数の前年比は、消費税調整済み。
2. 「食料」は「酒類」を除く。
3. 需給ギャップは、日本銀行調査統計局の試算値。具体的な計測方法については、日銀レビュー「GDPギャップと潜在成長率の新推計」(2006年5月)を参照。

(資料) 総務省「消費者物価指数」、内閣府「国民経済計算」等

消費者物価 (2)

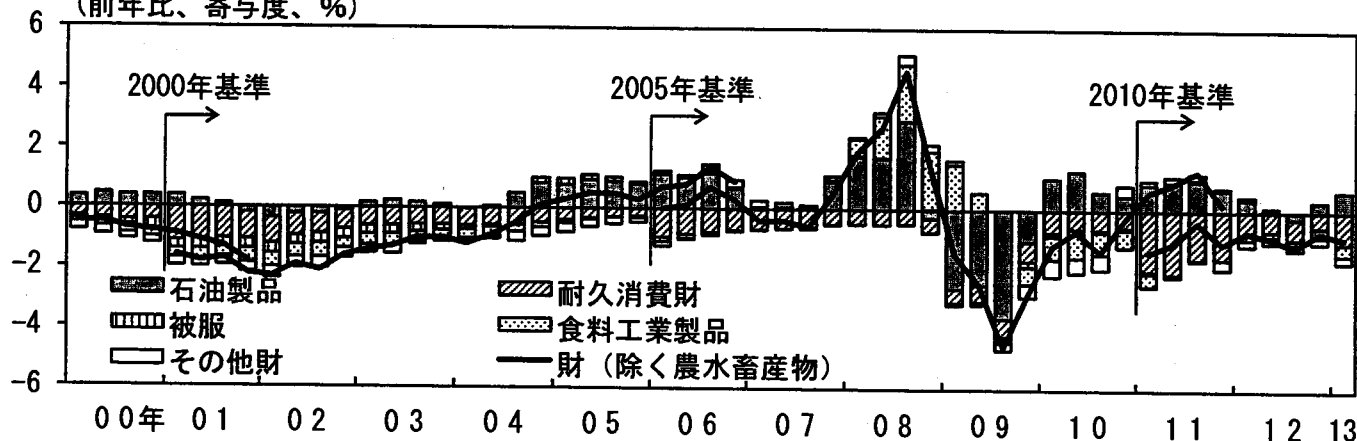
(1) 総合 (除く生鮮食品) の要因分解

(前年比、寄与度、%)



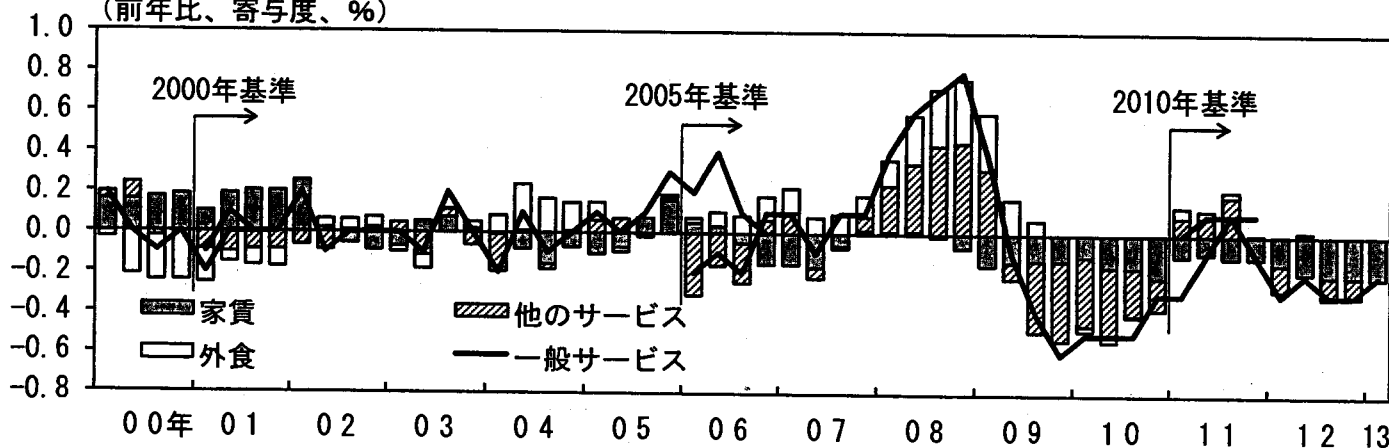
(2) 財 (除く農水畜産物) の要因分解

(前年比、寄与度、%)



(3) 一般サービスの要因分解

(前年比、寄与度、%)



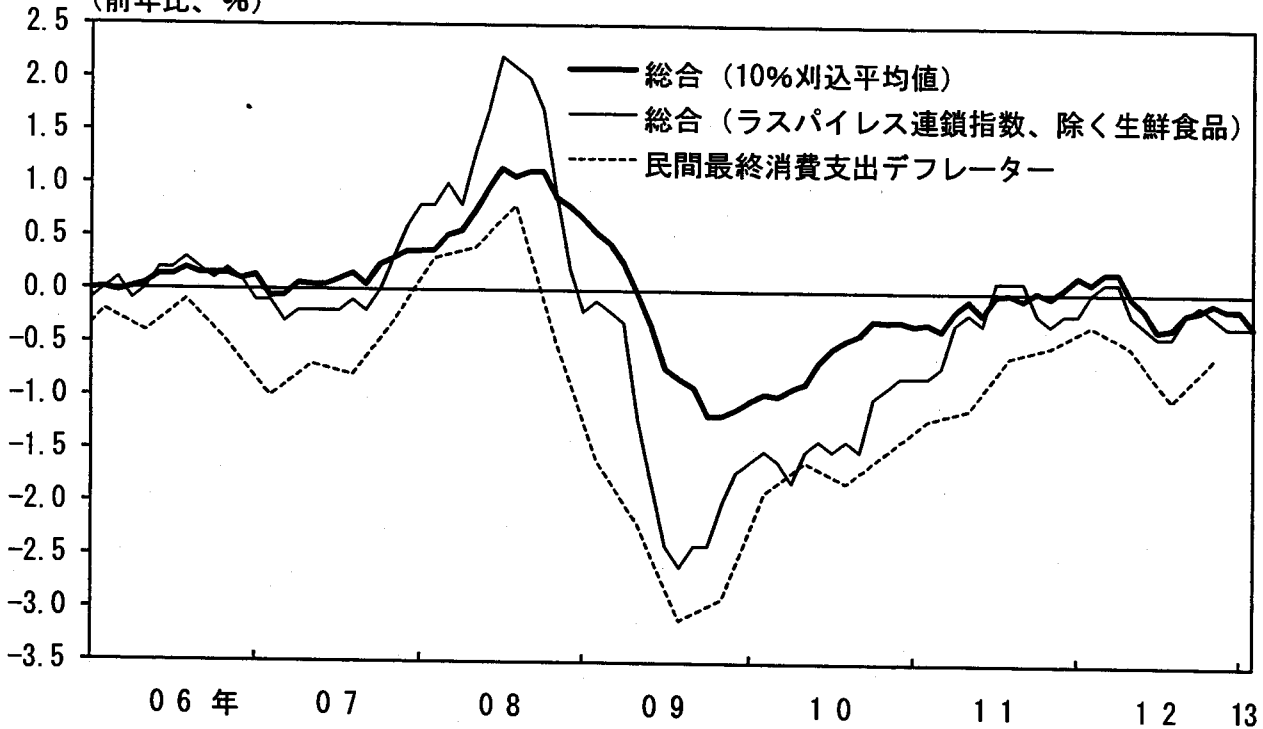
- (注) 1. 分類は、原則、総務省に則している。
 ただし、以下の分類については、組み替えて定義している（「」内は総務省公表ベース）。
 財＝「財」－「電気・都市ガス・水道」
 公共料金＝「公共サービス」＋「電気・都市ガス・水道」
 被服＝「衣料」＋「シャツ・セーター・下着類」
 家賃＝「民営家賃」＋「持家の帰属家賃」
 2. 総合 (除く生鮮食品)、一般サービスの前年比以外は、指数から作成。

(資料) 総務省「消費者物価指数」

消費者物価 (3)

(1) 刈込平均値・ラスパイレス連鎖指数・消費デフレーター

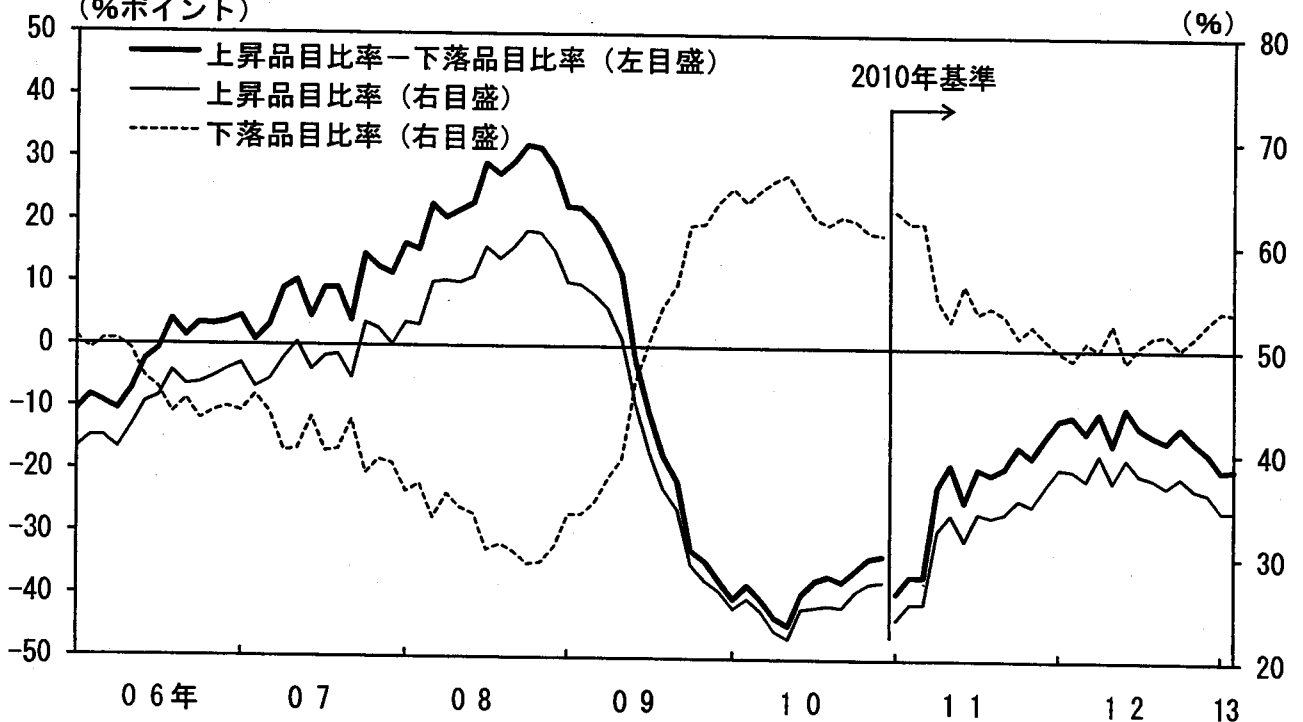
(前年比、%)



- (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。

(2) 上昇・下落品目比率

(%ポイント)

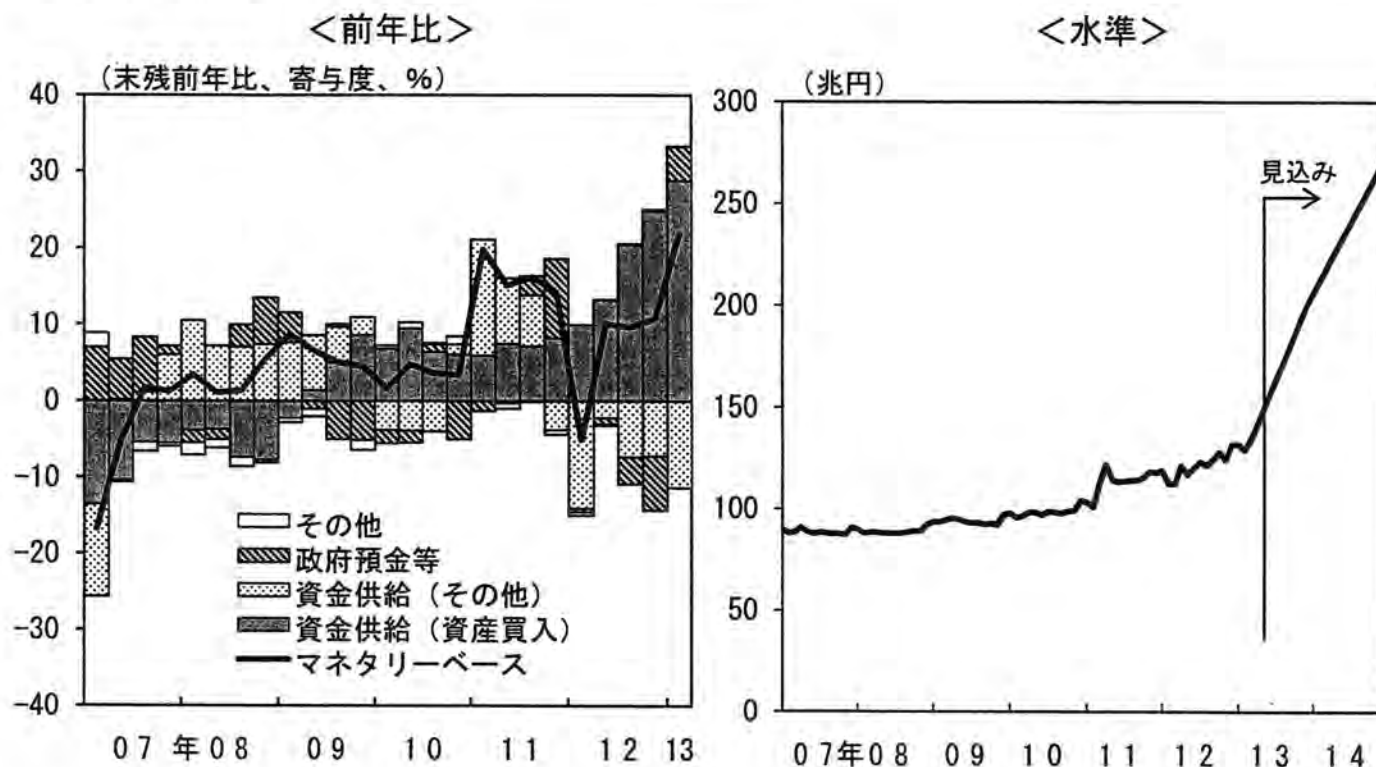


(注) 前年比上昇・下落品目の割合。総合除く生鮮食品。

(資料) 総務省「消費者物価指数」、内閣府「国民経済計算」

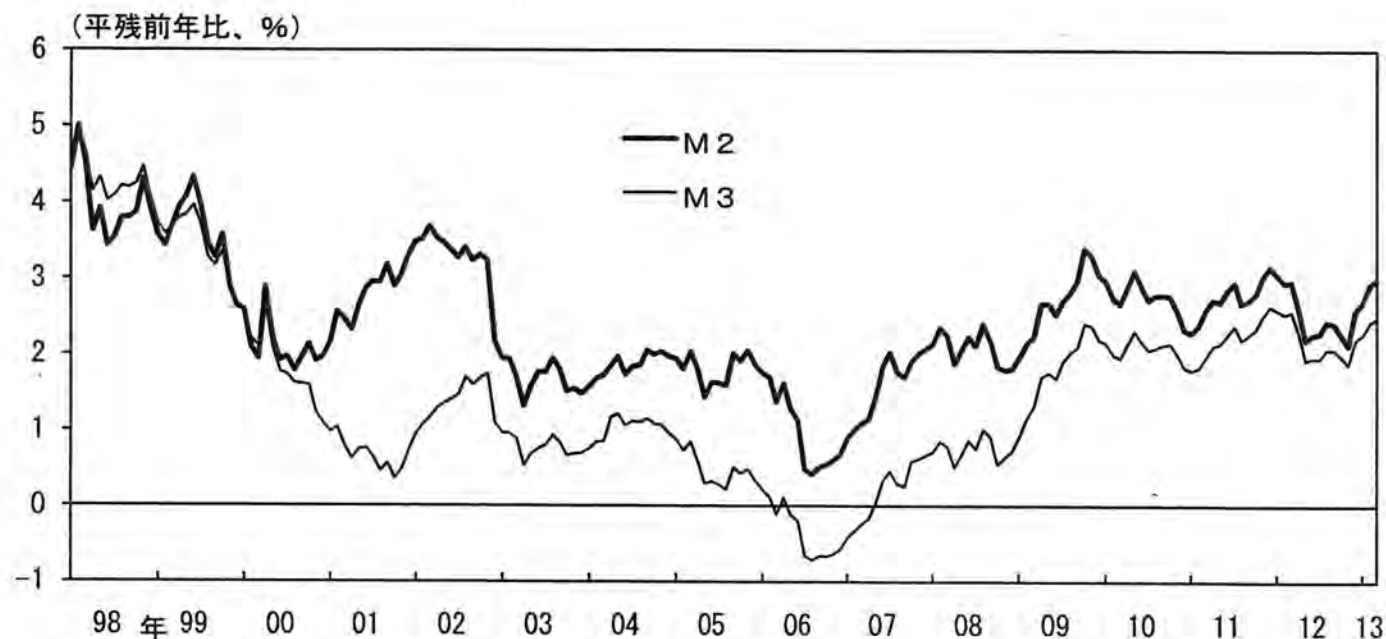
マネタリーベースとマネーストック

(1) マネタリーベース



(注) 資金供給(資産買入)は、長期国債、国庫短期証券、ETF、J-REIT、CP、社債の買入残高。政府預金等には、対政府売現先、引受国庫短期証券等を含む。

(2) マネーストック



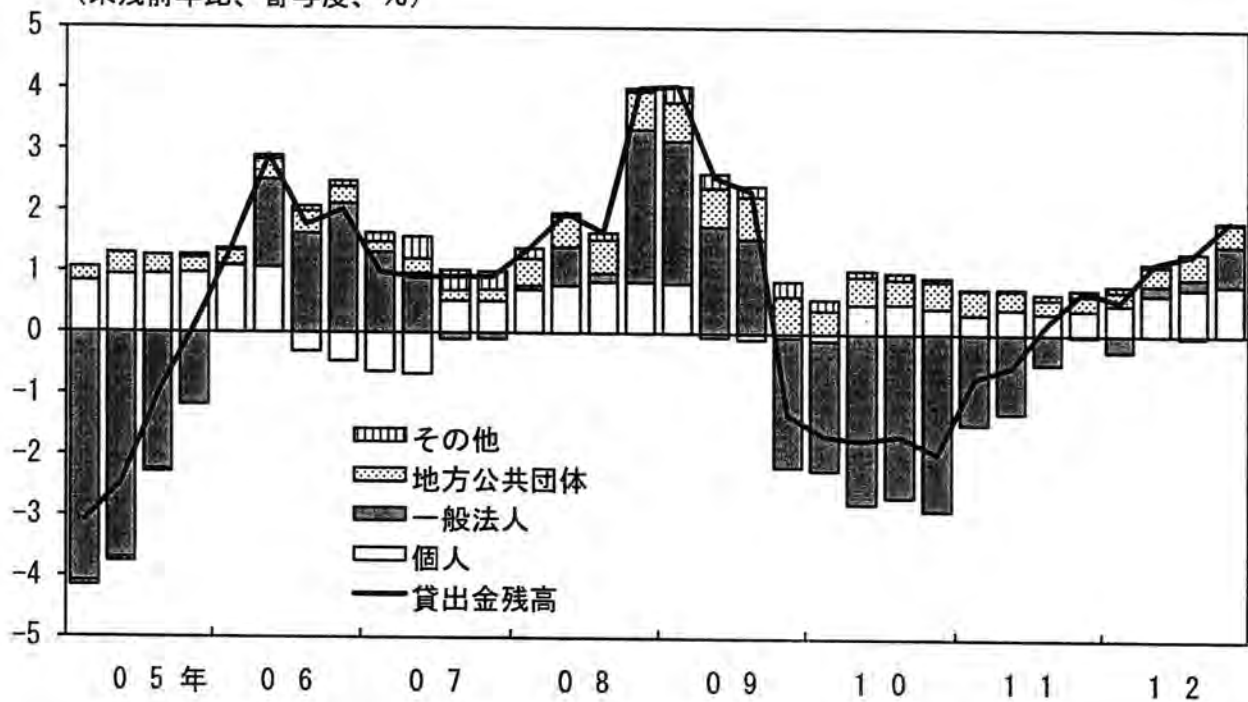
(注) 2003年3月以前のM2、M3は、それぞれマネーサプライ統計の「M2+CD」、「M3+CD-金銭信託」を利用。

(資料) 日本銀行「マネタリーベースと日本銀行の取引」「マネタリーベース」「マネーストック」「マネーサプライ」

貸出残高とCP・社債発行残高

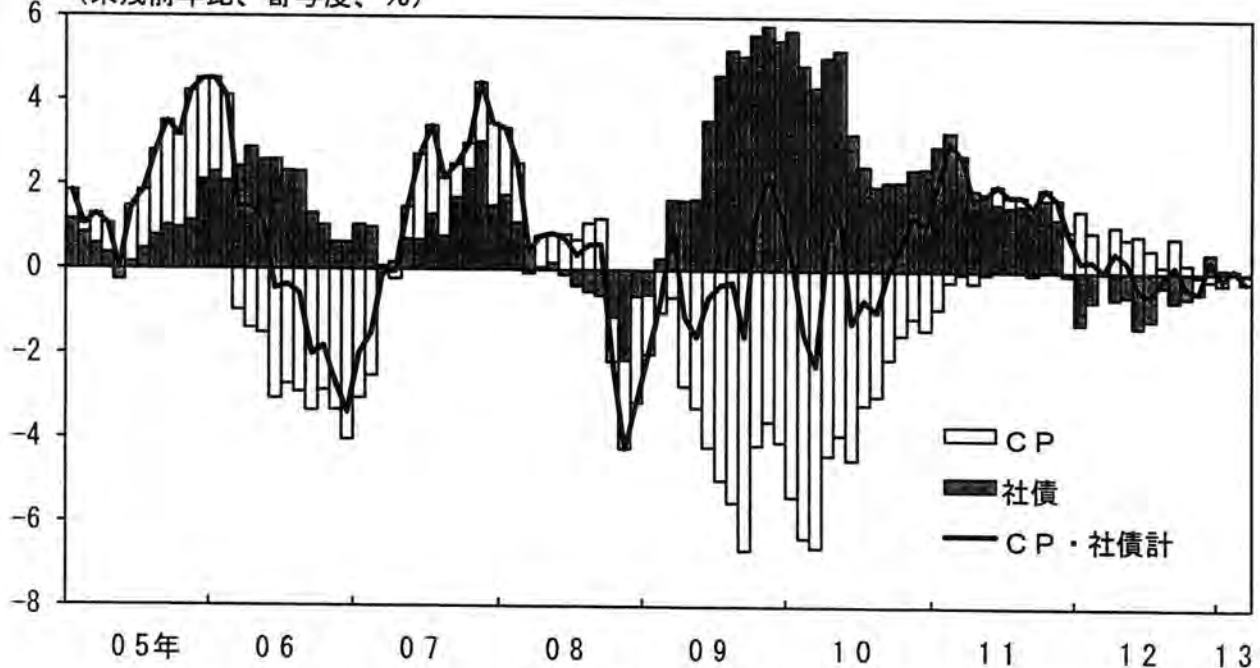
(1) 国内銀行貸出残高

(末残前年比、寄与度、%)



(2) CP・社債発行残高

(末残前年比、寄与度、%)



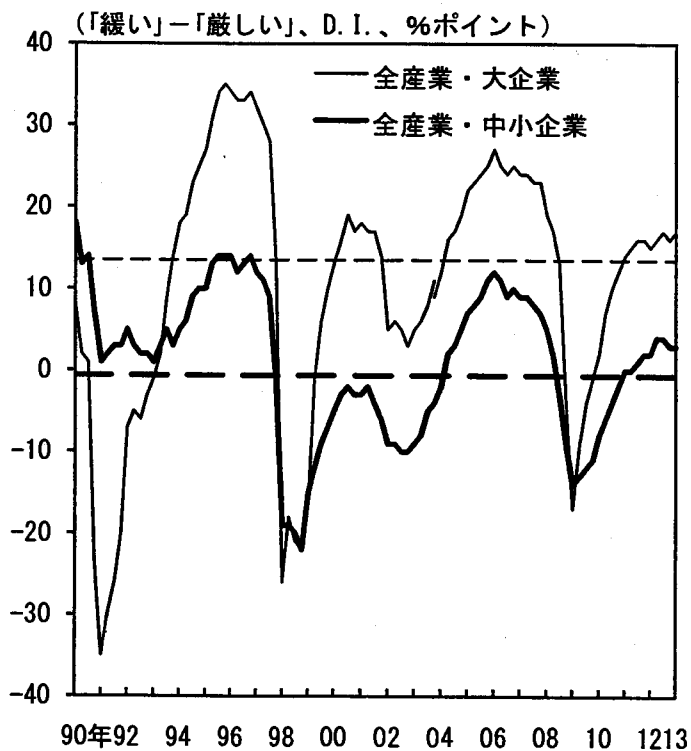
- (注) 1. CPは短期社債（電子CP）の残高。銀行、証券会社および外国会社等による発行分を含まず、ABC CPを含む。なお、2008年3月以前は、日本銀行と当座勘定取引のある銀行・証券会社の引受によるものの残高。
 2. 社債は国内、海外で発行された普通社債の合計値。銀行発行分を含む。国内発行分は、振替債の残高。ただし、2008年4月以前については、振替債以外も含む残高合計値を段差修正して接続。

(資料) 日本銀行「貸出先別貸出金」、証券保管振替機構、日本証券業協会、アイ・エヌ情報センター

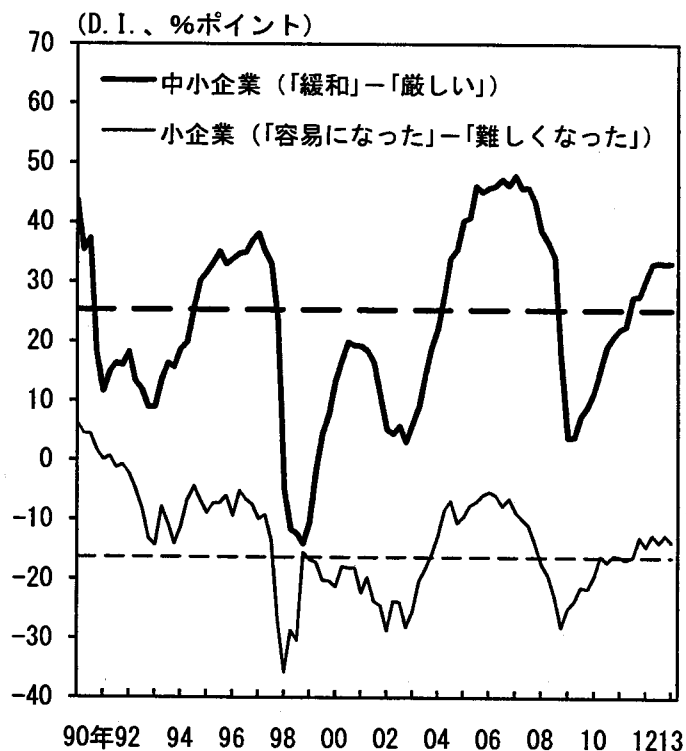
企業金融

(1) 企業からみた金融機関の貸出態度

<短観>

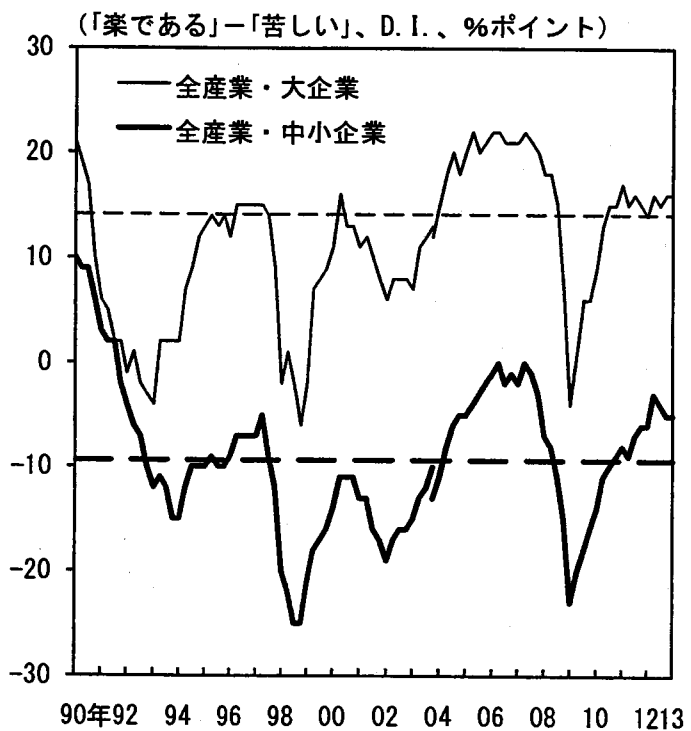


<日本公庫>

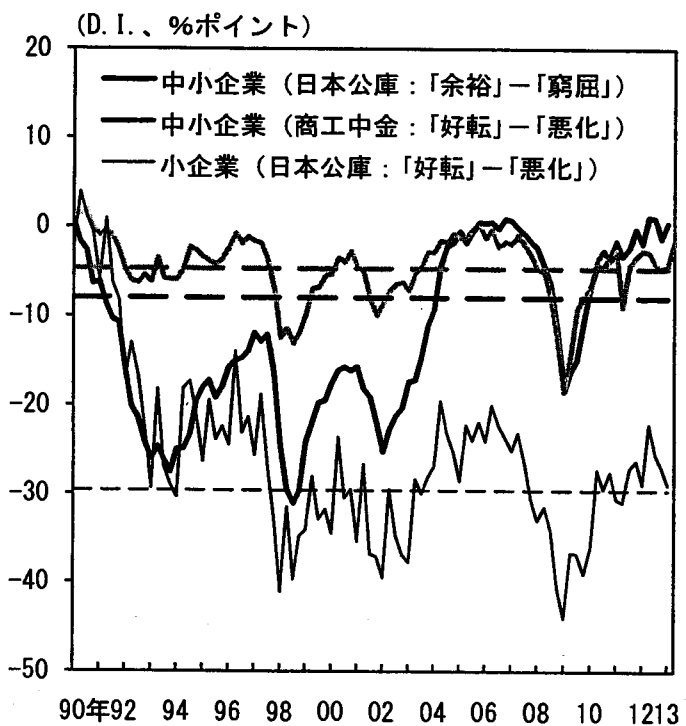


(2) 企業の資金繰り

<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。

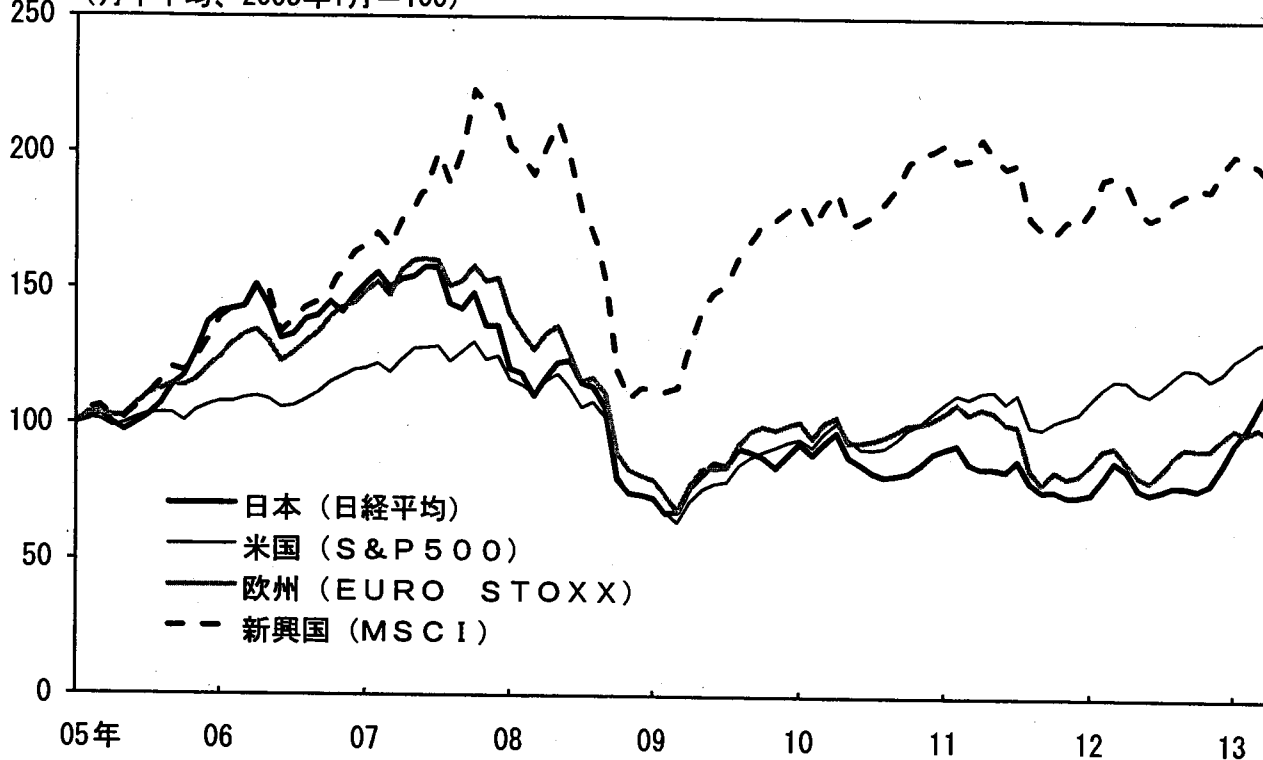
2. 商工中金の2013/2Qは、4月の値。

(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)」

株価・REIT価格

(1) 主要株価指数

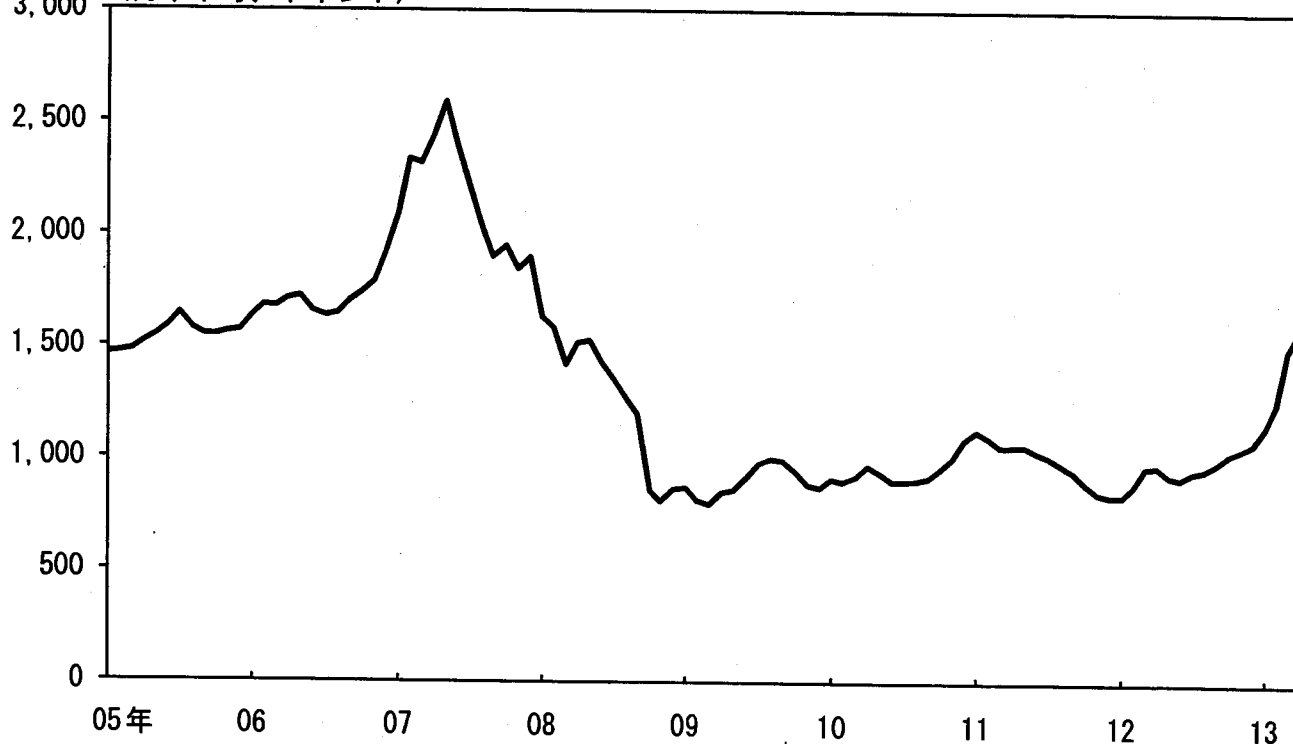
(月中平均、2005年1月=100)



(注) 新興国は、MSCIエマージング (現地通貨建て) を利用。

(2) 東証REIT指数

(月中平均、ポイント)



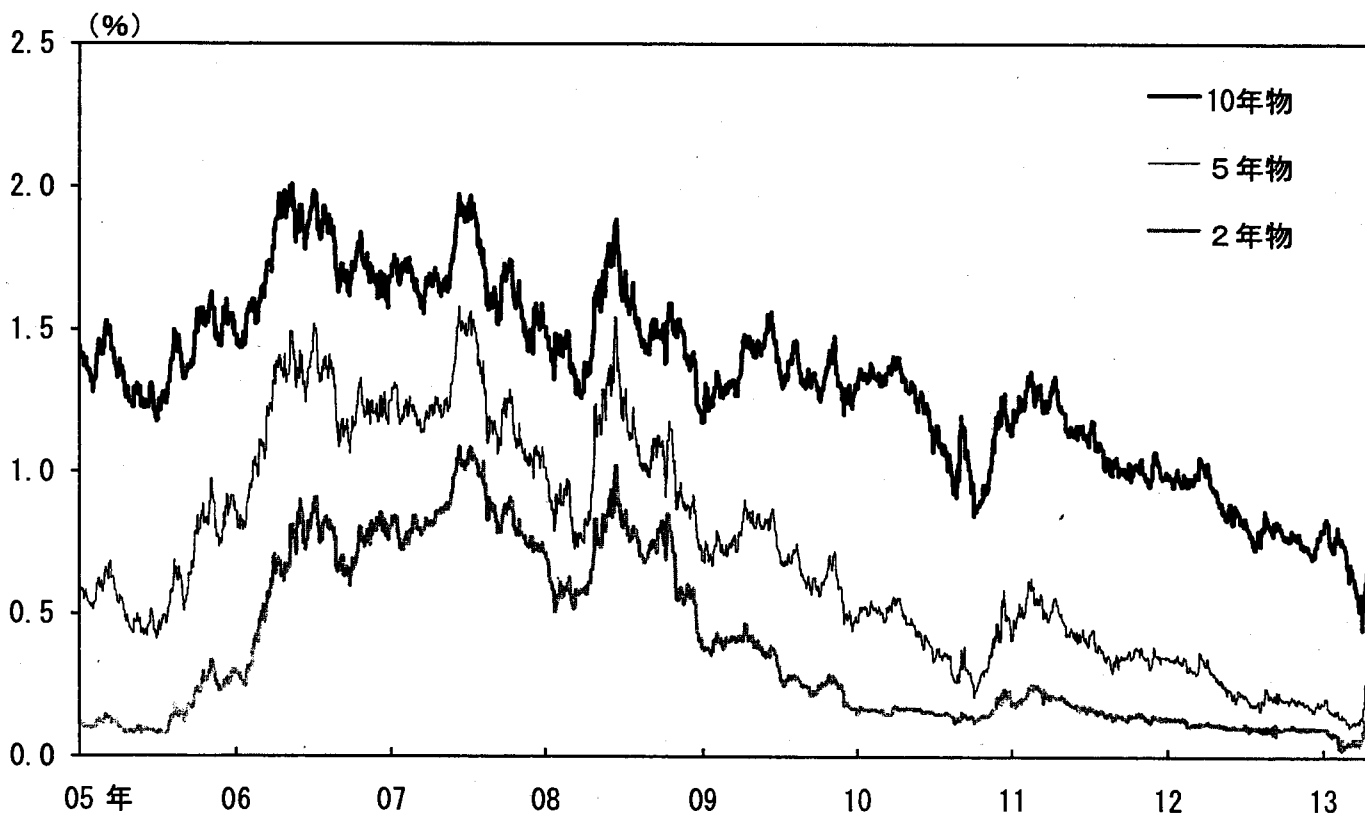
(資料) Bloomberg

長期金利

(1) 主要国の長期金利 (10年物国債利回り)



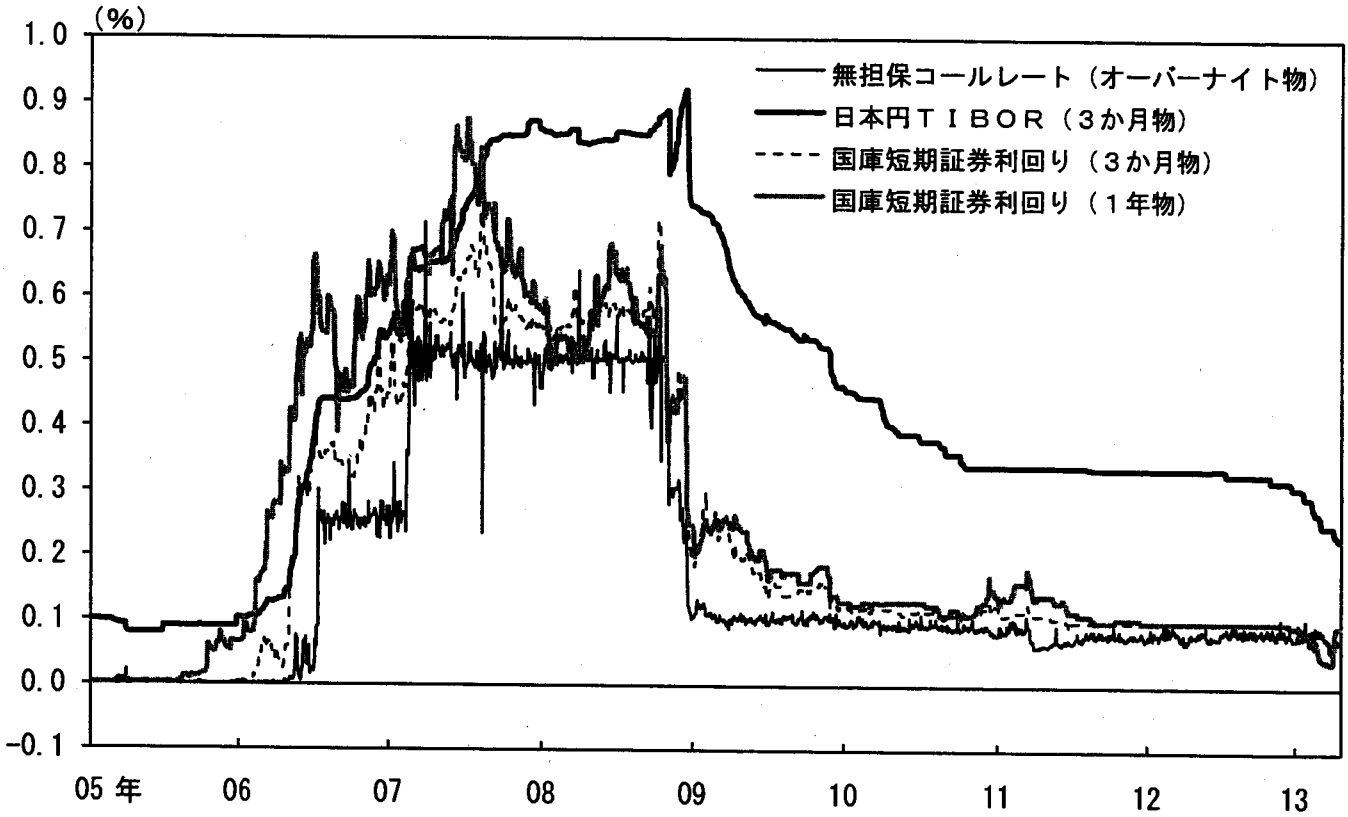
(2) 日本の国債利回り



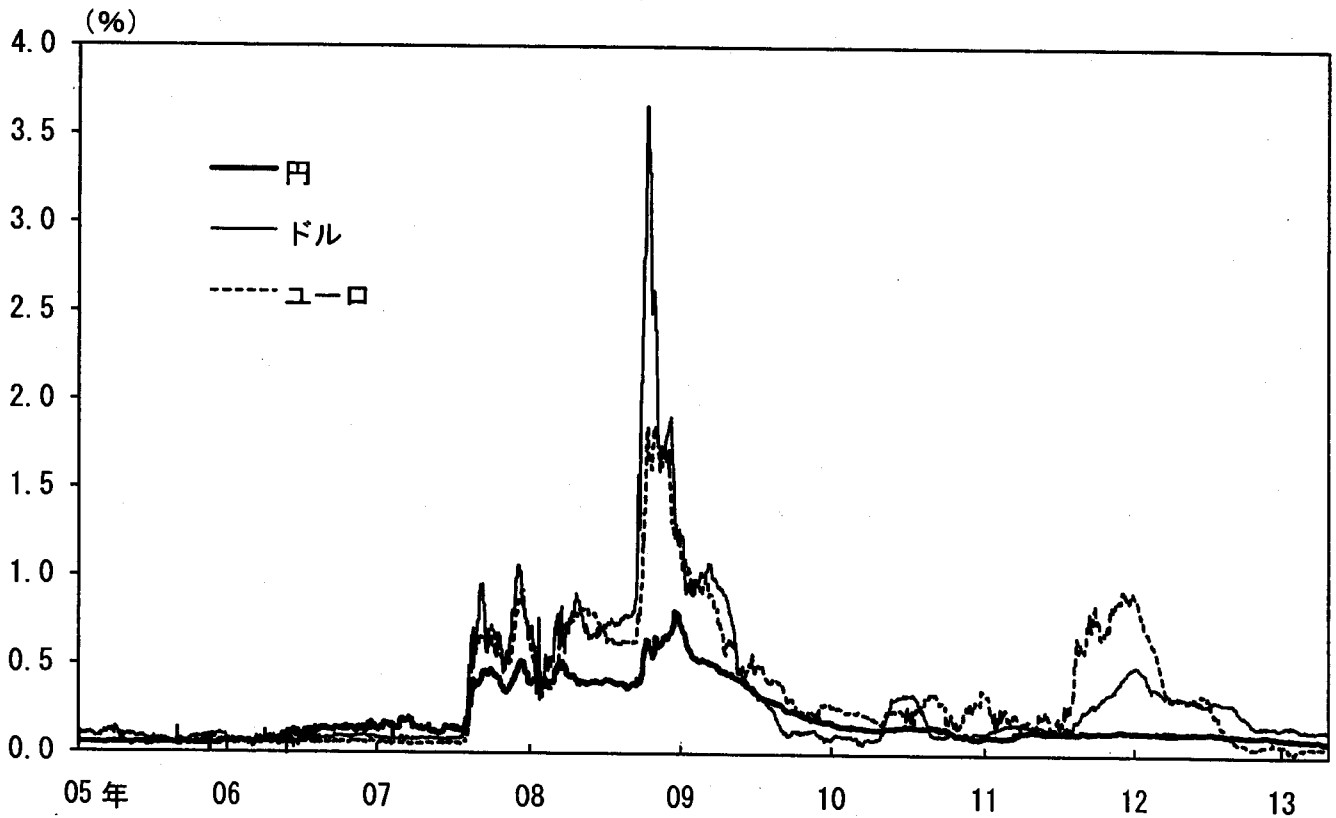
(資料) Bloomberg

短期金利

(1) 短期金利



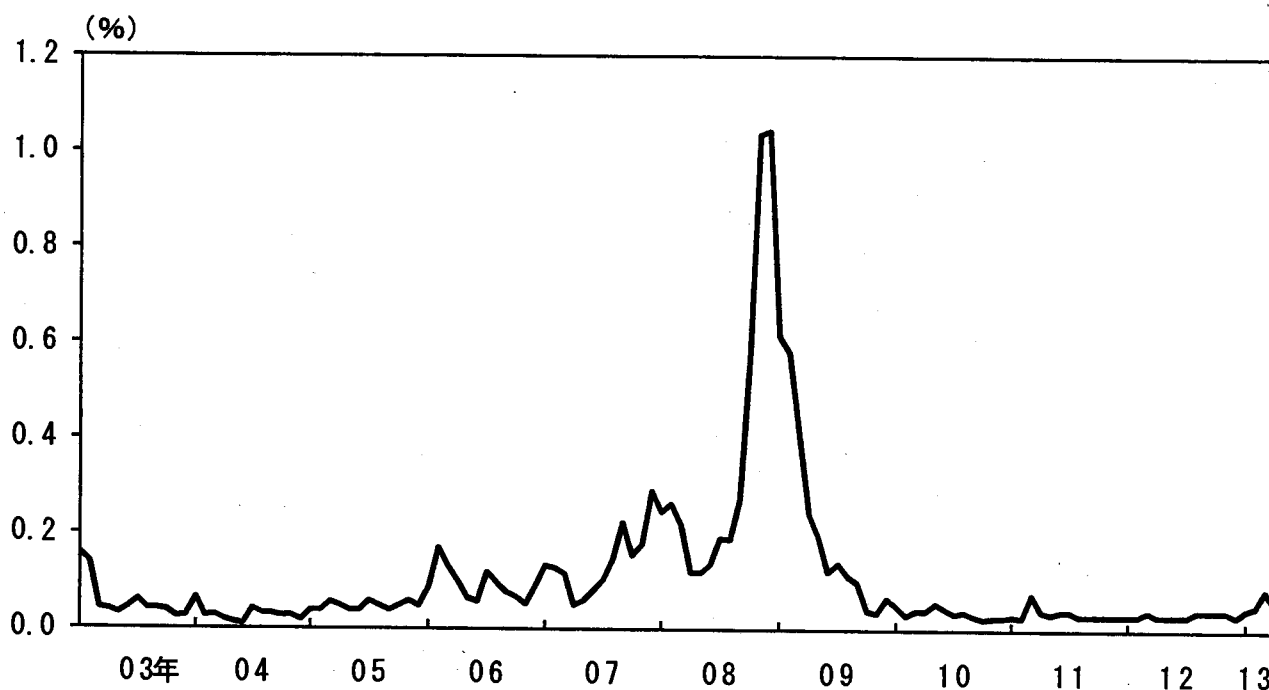
(2) 円、ドル、ユーロのターム物の信用スプレッド



(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
(資料) 日本銀行、Bloomberg

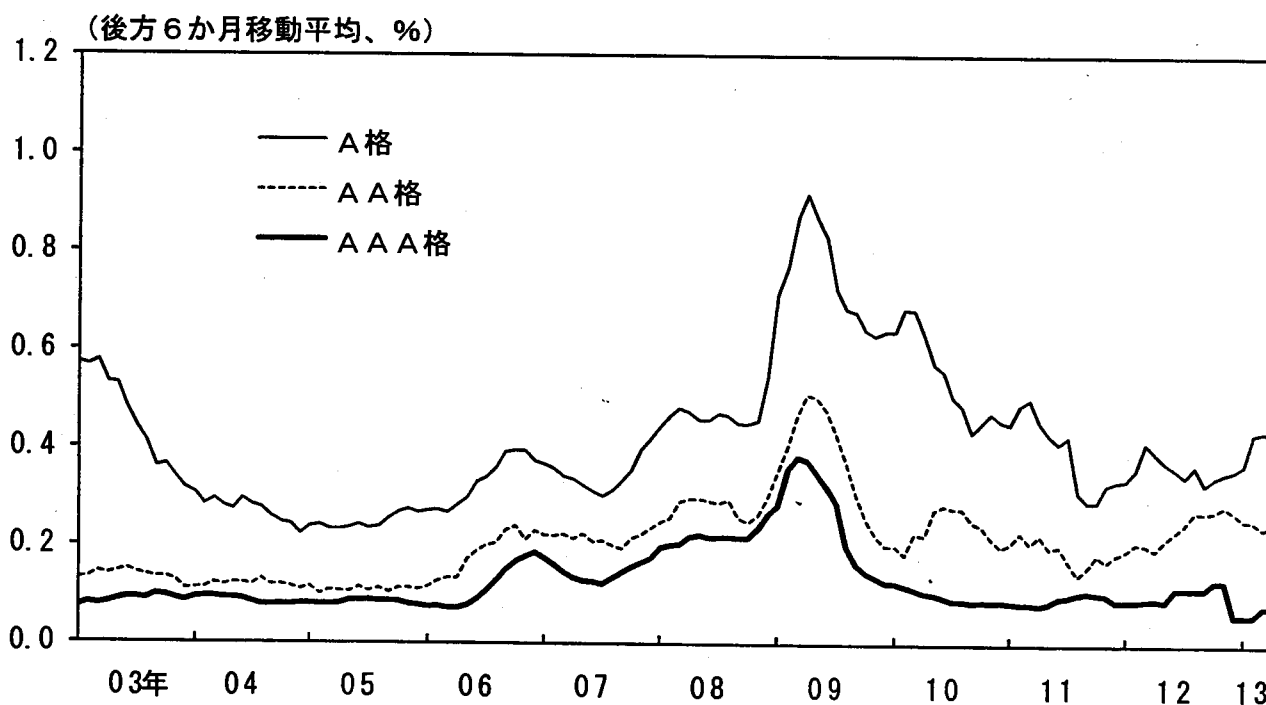
CP・社債スプレッド

(1) 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。

(2) 社債の発行スプレッド

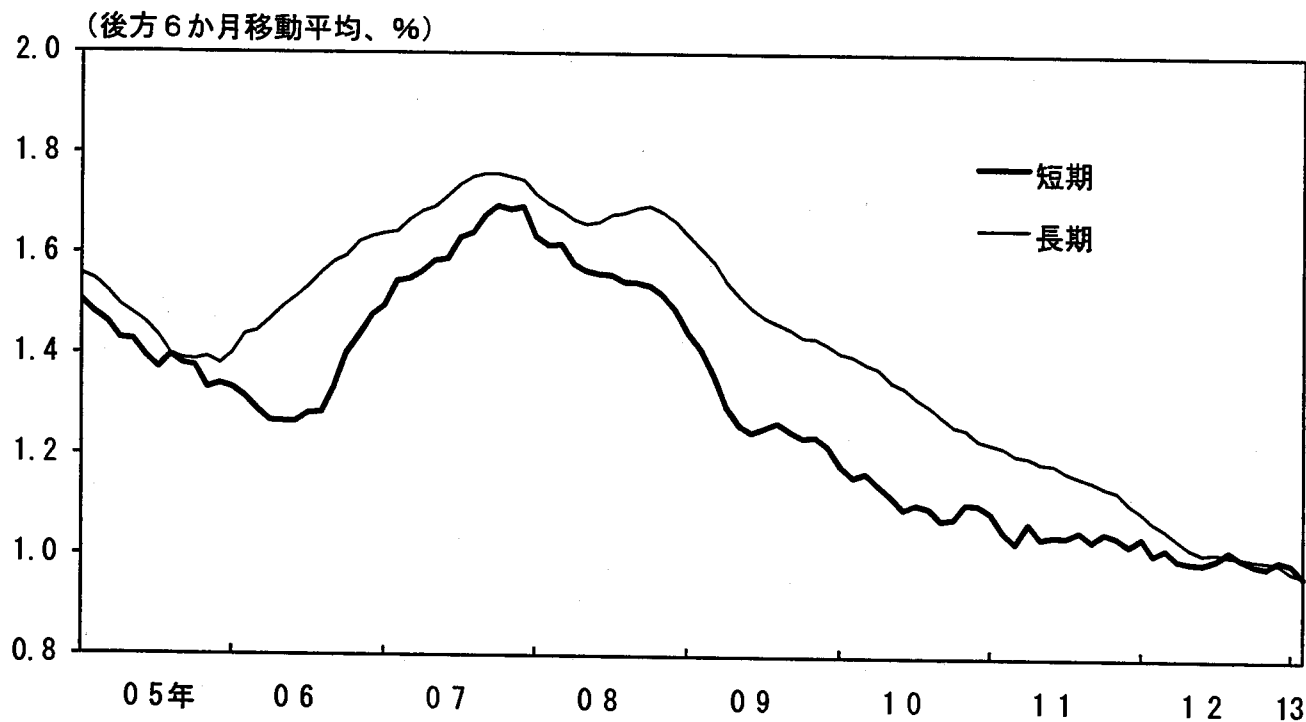


(注) 1. 社債の発行スプレッド=社債発行金利-同年限の国債流通利回り
全年限の単純平均値、起債日ベース。対象は国内公募社債で、銀行や証券会社などの発行分は除く。
2. 格付けは、ムーディーズ、S&P、R&I、JCRの最高格付で分類。

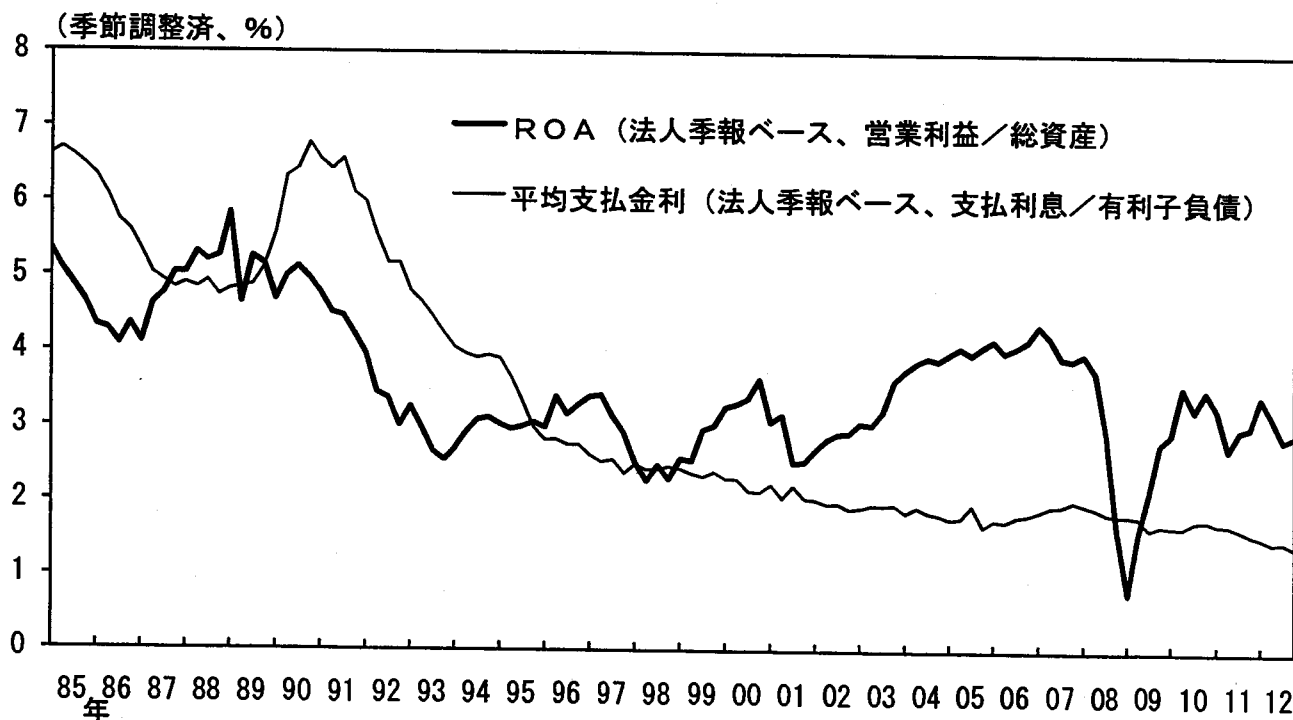
(資料) 日本銀行「国内商業ペーパー発行平均金利」、証券保管振替機構、
キャピタル・アイ、アイ・エヌ情報センター、Bloomberg

貸出金利

(1) 新規貸出約定平均金利



(2) 企業のROAと平均支払金利



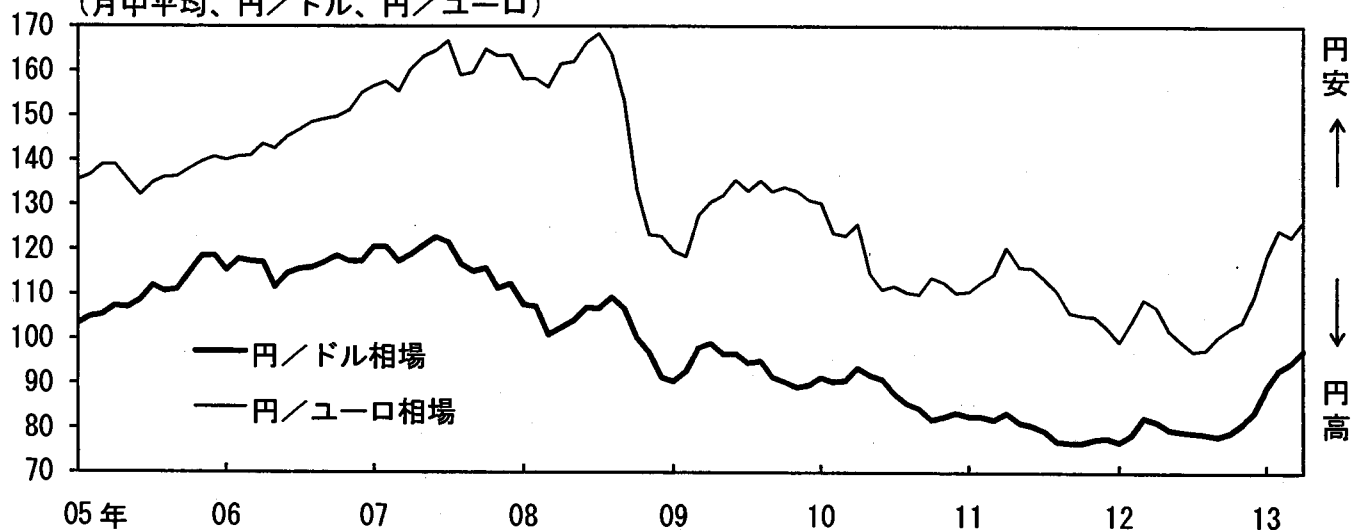
- (注) 1. 全産業全規模合計。金融業、保険業を除く。
2. 有利子負債は、長短期借入金、社債、受取手形割引残高の合計。

(資料) 日本銀行「貸出約定平均金利」、財務省「法人企業統計季報」

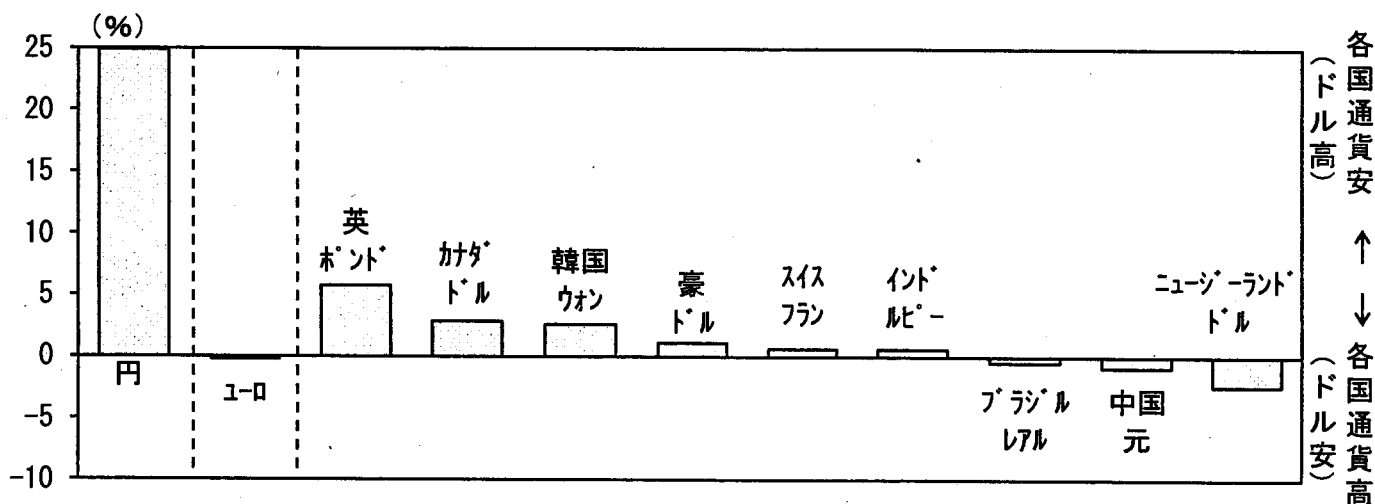
為替相場

(1) 円ドル・円ユーロ相場

(月中平均、円/ドル、円/ユーロ)

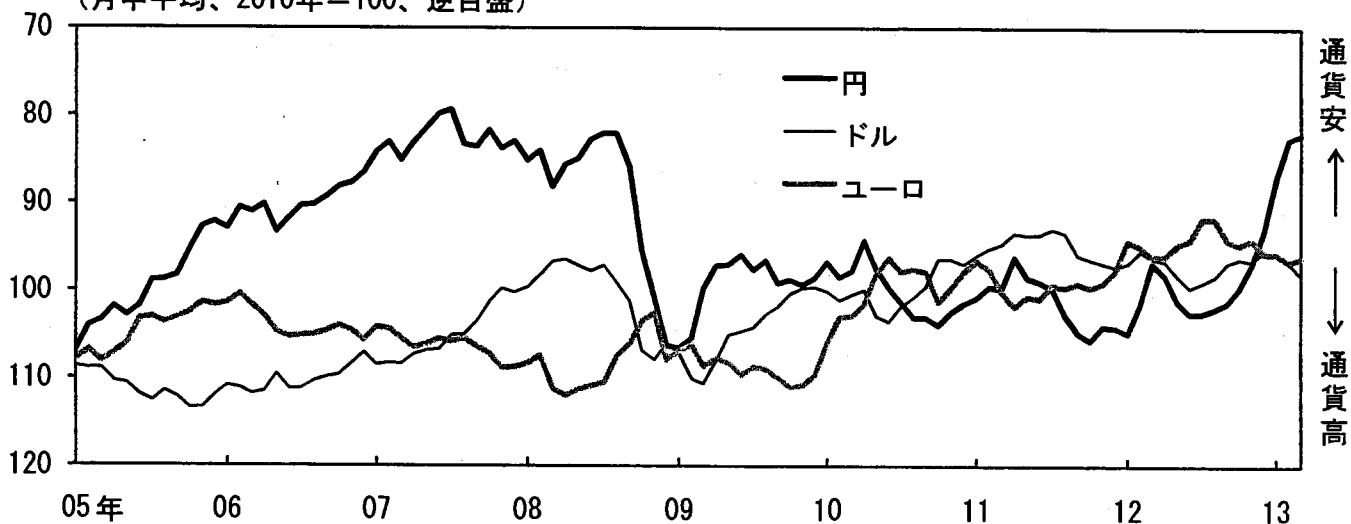


(2) 各国通貨の対ドルレート変化率 (2012年10月末対比)



(3) 実質実効為替レート

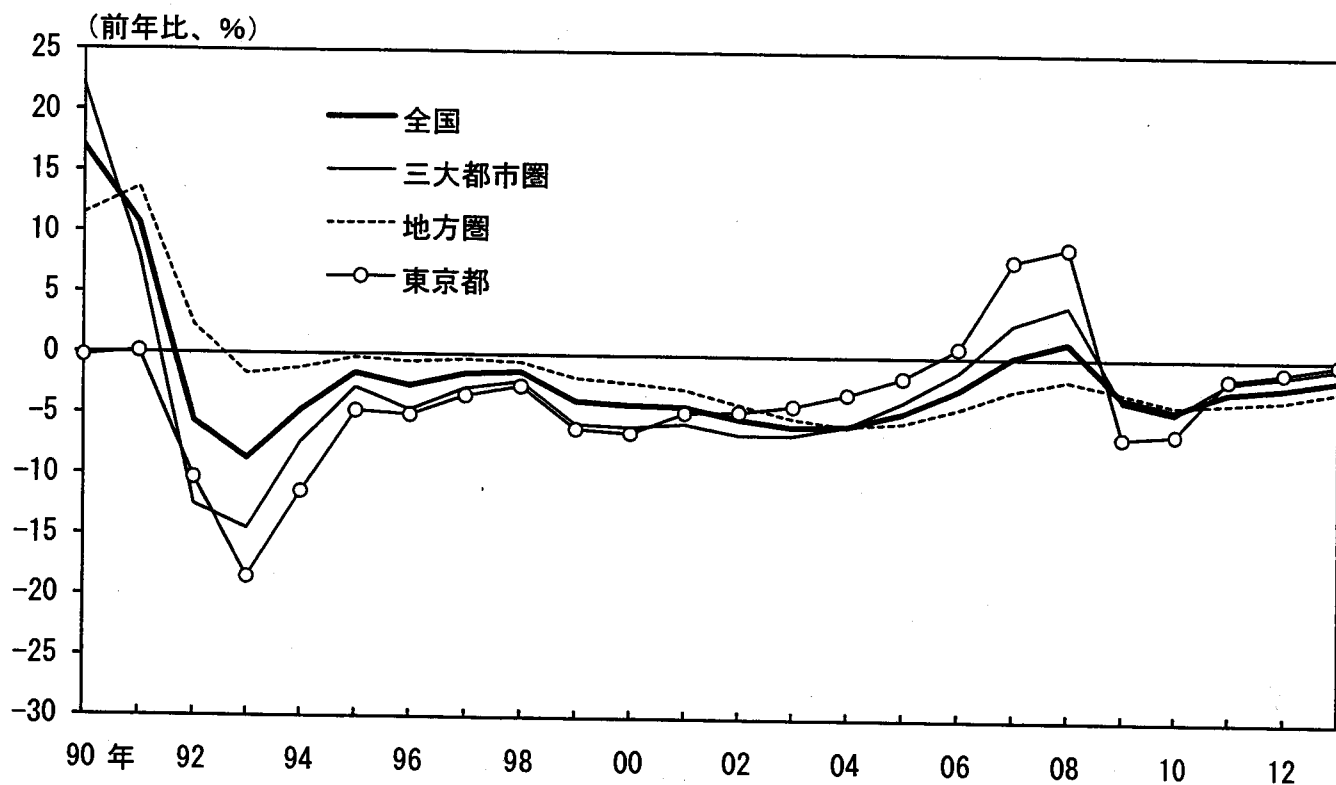
(月中平均、2010年=100、逆目盛)



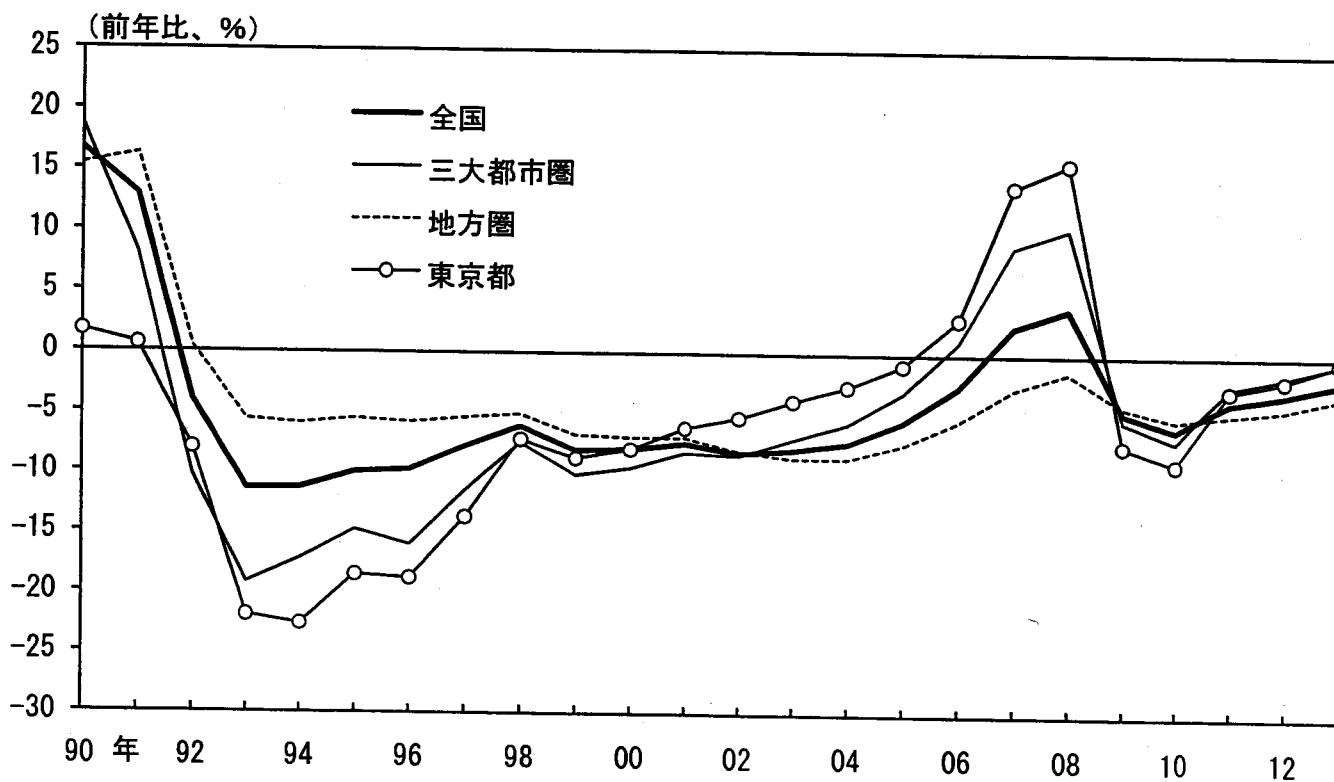
(注) 実質実効為替レートはBISのブロードベース。
 (資料) BIS、日本銀行、Bloomberg

地価

(1) 住宅地



(2) 商業地



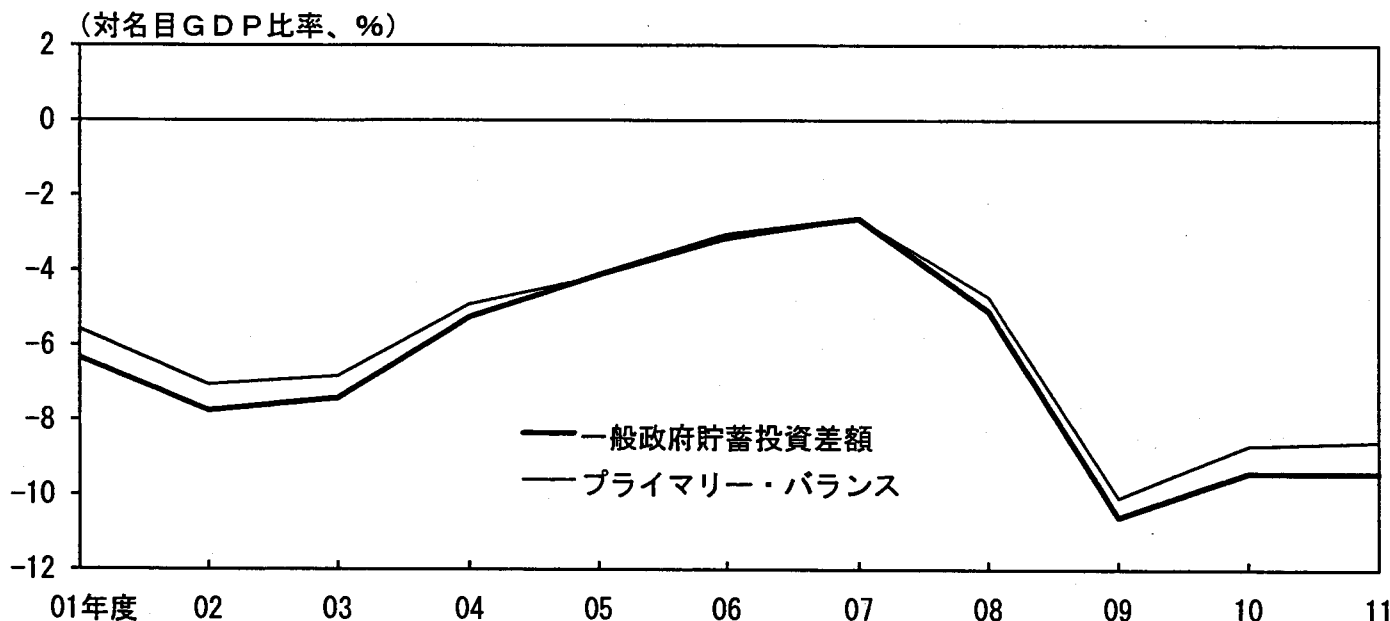
(注) 1. 1月1日時点の地価を調査。

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。

(資料) 国土交通省「地価公示」

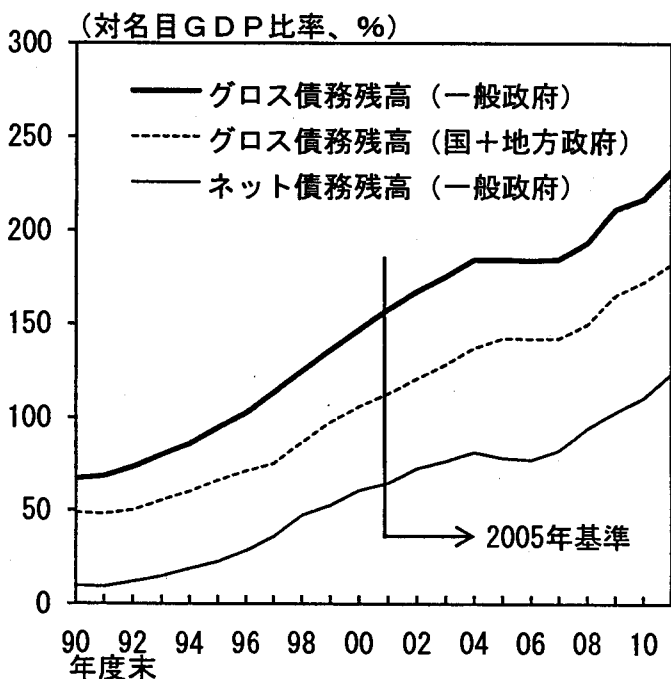
政府債務残高

(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、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(2008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(2009~2011年度)、鉄道建設・運輸施設整備支援機構から一般会計への繰入れ(2011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 | -9.3 | 205.3 | 125.3 |
| 米国 | -10.2 | 102.2 | 81.6 |
| ドイツ | -0.8 | 86.4 | 51.3 |
| イギリス | -8.3 | 99.9 | 67.8 |
| イタリア | -3.8 | 119.8 | 94.1 |
| フランス | -5.2 | 100.0 | 63.0 |
| カナダ | -4.3 | 83.4 | 32.3 |

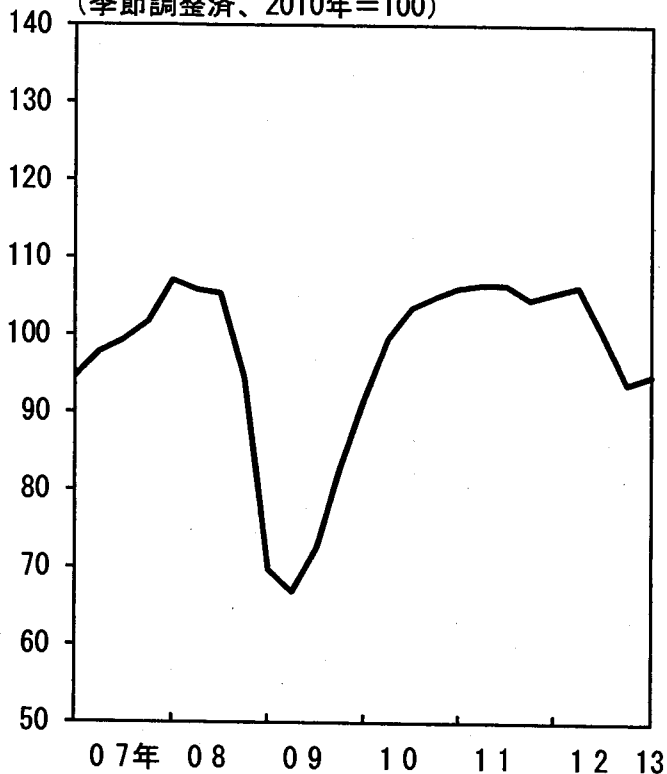
- (注) 1. (2)の一般政府は、国・地方政府・社会保障基金の合計値。
 グロス債務残高(国+地方政府)は、内閣府「経済財政の中長期試算(2012/8月)」および「第5回経済財政諮問会議」における参考資料(内閣府試算)の公債等残高の値。ネット債務残高は、グロス債務残高から金融資産を差し引いたもの。
 2. (3)は一般政府の2011年の値。ネット債務残高は、グロス債務残高から金融資産を差し引いたもの。

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

財別にみた実質輸出

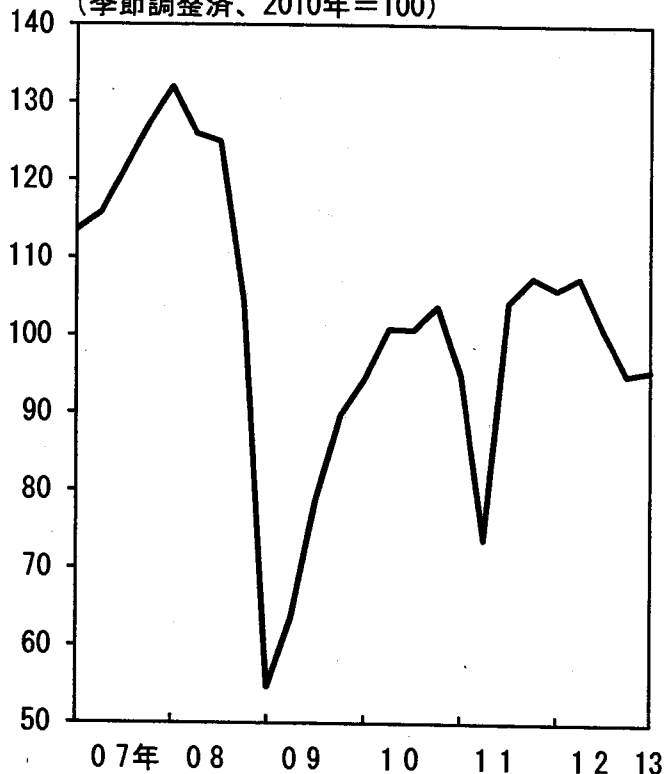
(1) 資本財・部品 (29.3%)

(季節調整済、2010年=100)



(2) 自動車関連 (23.4%)

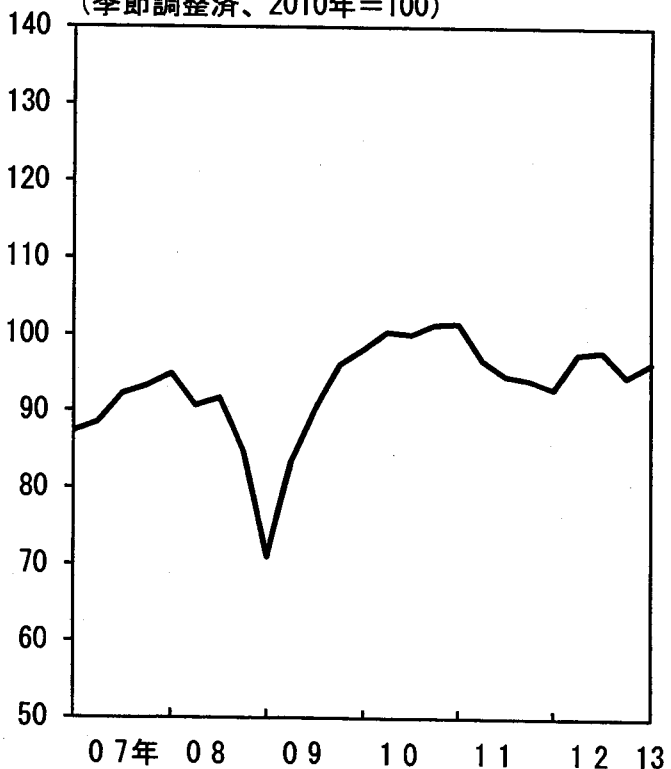
(季節調整済、2010年=100)



(注) X-12-ARIMAによる季節調整値。()内は、2012年通関輸出額に占める各財のウエイト (下のいずれの図表も同じ)。

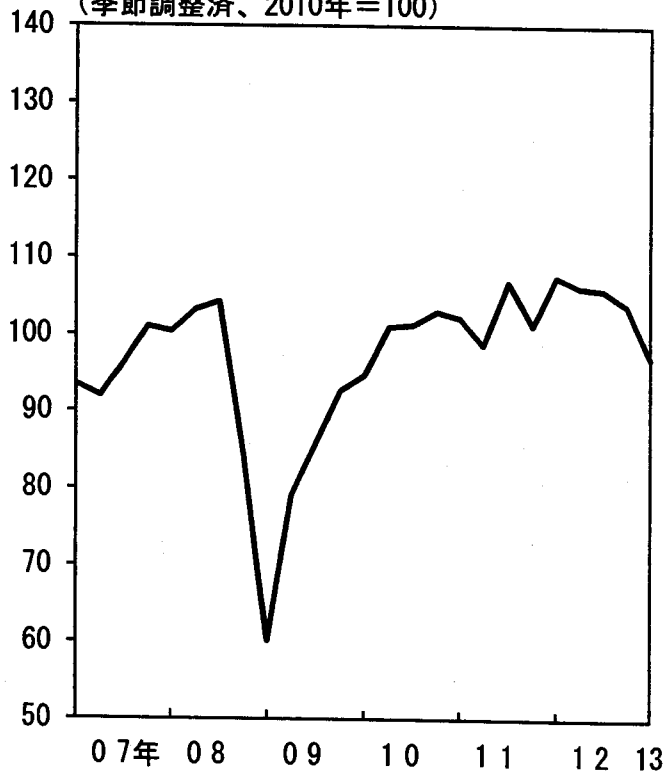
(3) 中間財 (20.4%)

(季節調整済、2010年=100)



(4) 情報関連 (11.2%)

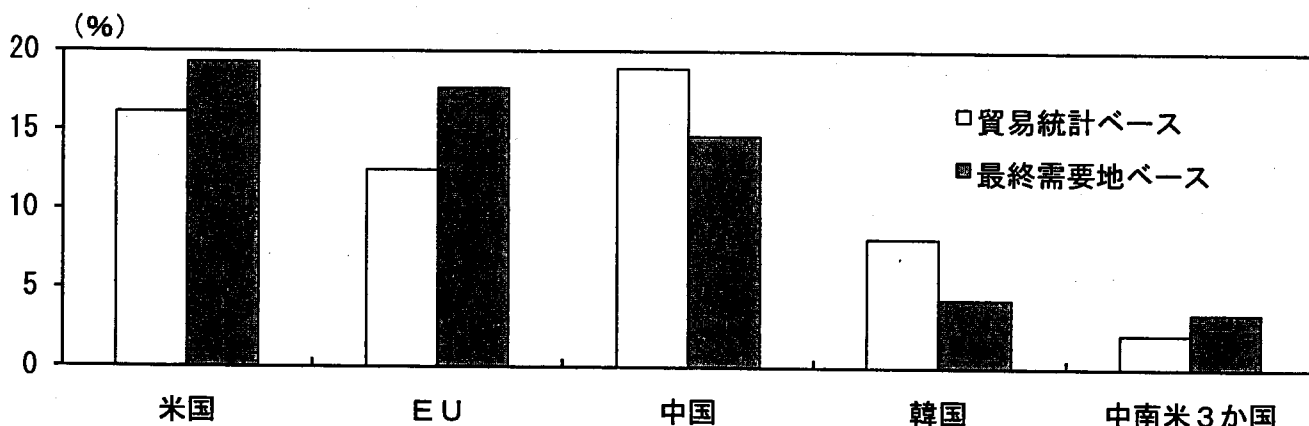
(季節調整済、2010年=100)



(資料) 財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」

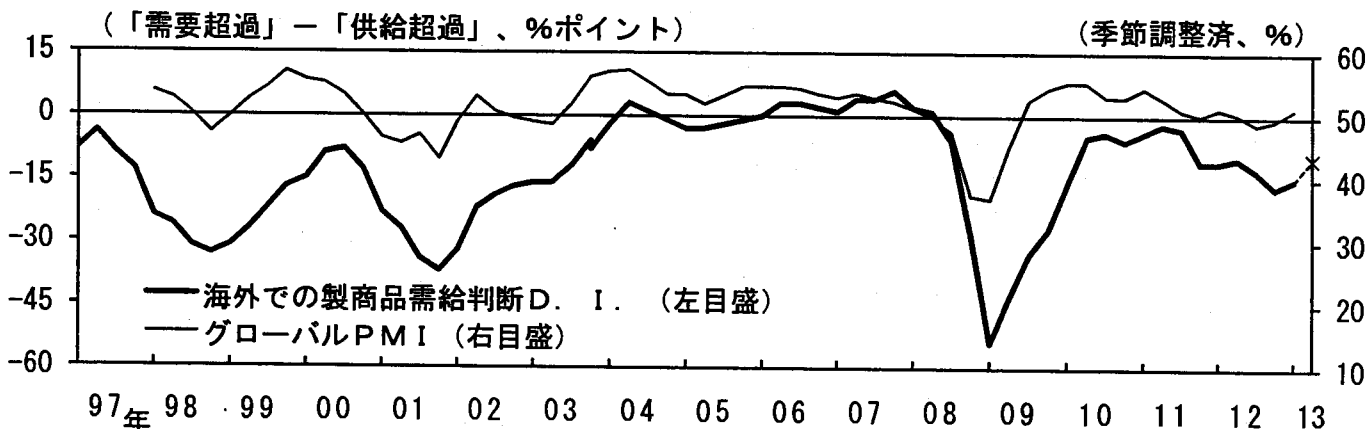
輸出を取り巻く環境

(1) 輸出の地域別ウエイト (2009年)



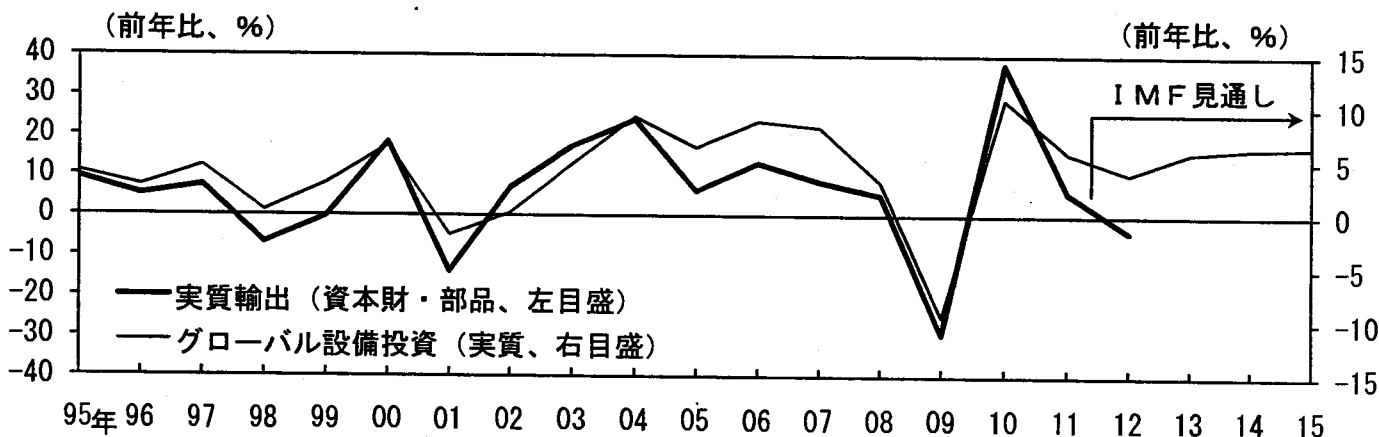
- (注) 1. 最終需要地ベースは、ある製品が各国間のサプライチェーン内で生産される際、どの国によってその付加価値が生産され、最終的にどの国で需要されたかを推計して作成した統計。たとえば、日本が原産国となっている中間財がA国に輸出された後、A国での加工を経て、最終財としてB国に輸出された場合、日本の貿易統計ベースでみたA国向け中間財輸出額は、日本の最終需要地ベースでみたB国向け輸出額として計上される。
2. 中南米3か国は、メキシコ・ブラジル・チリ。

(2) 海外での製商品需給判断D. I. とグローバルPMI



- (注) 海外での製商品需給判断D. I. は製造業大企業(短観)。13/2Qは3月調査における先行きの予測値。

(3) 資本財・部品の輸出とグローバル設備投資

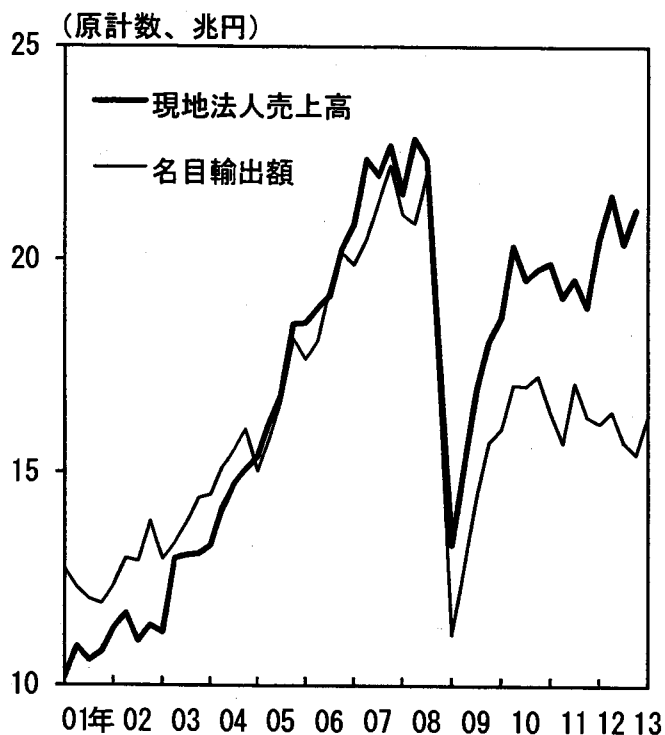


- (注) グローバル設備投資は、IMFの世界計のGDP成長率・投資比率を用いて計算。
- (資料) 財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」「全国企業短期経済観測調査」、OECD「OECD-WTO Trade in Value Added (TiVA)」、IMF「World Economic Outlook」、Markit (© and database right Markit Economics Ltd 2013. All rights reserved.)

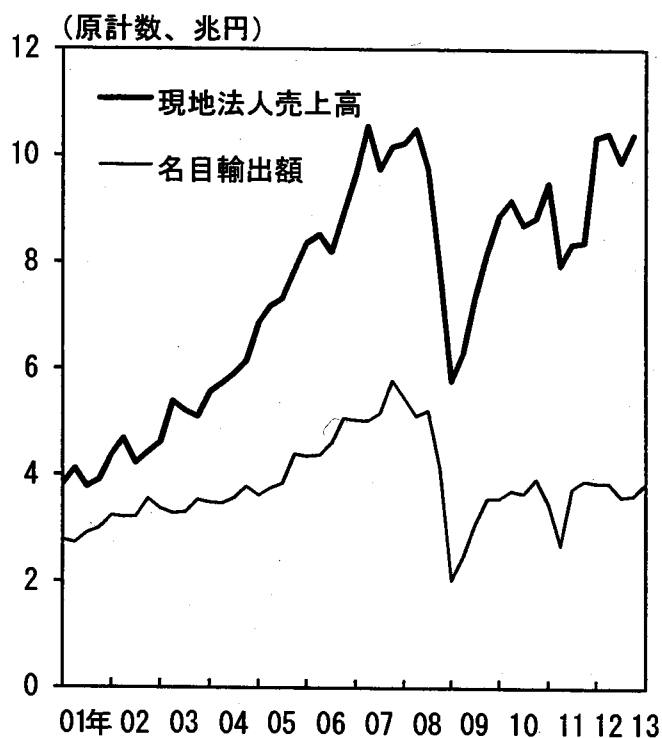
海外生産シフトと輸出

(1) 海外現地法人売上高と日本の輸出の推移

① 合計

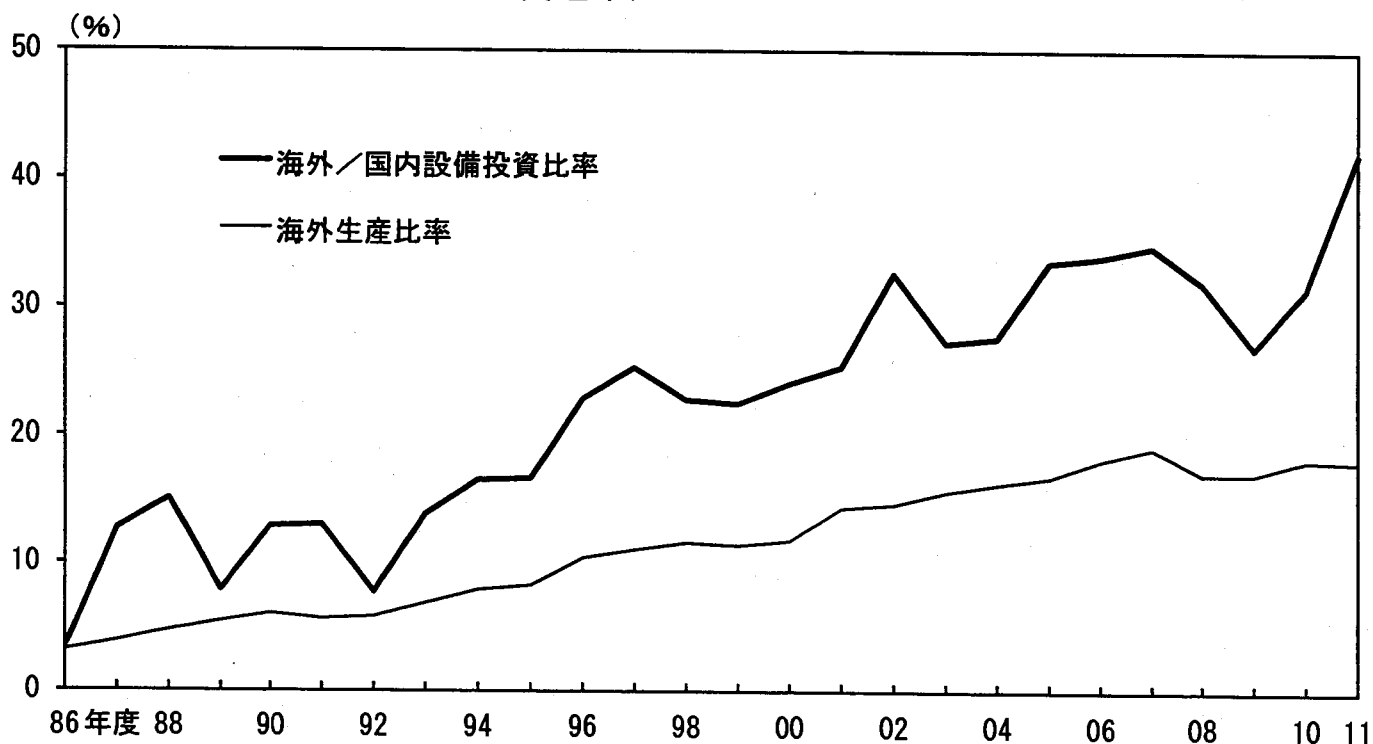


② 輸送機械



(注) ②の名目輸出額は、自動車関連輸出の値。

(2) 海外生産シフトの動き (製造業)



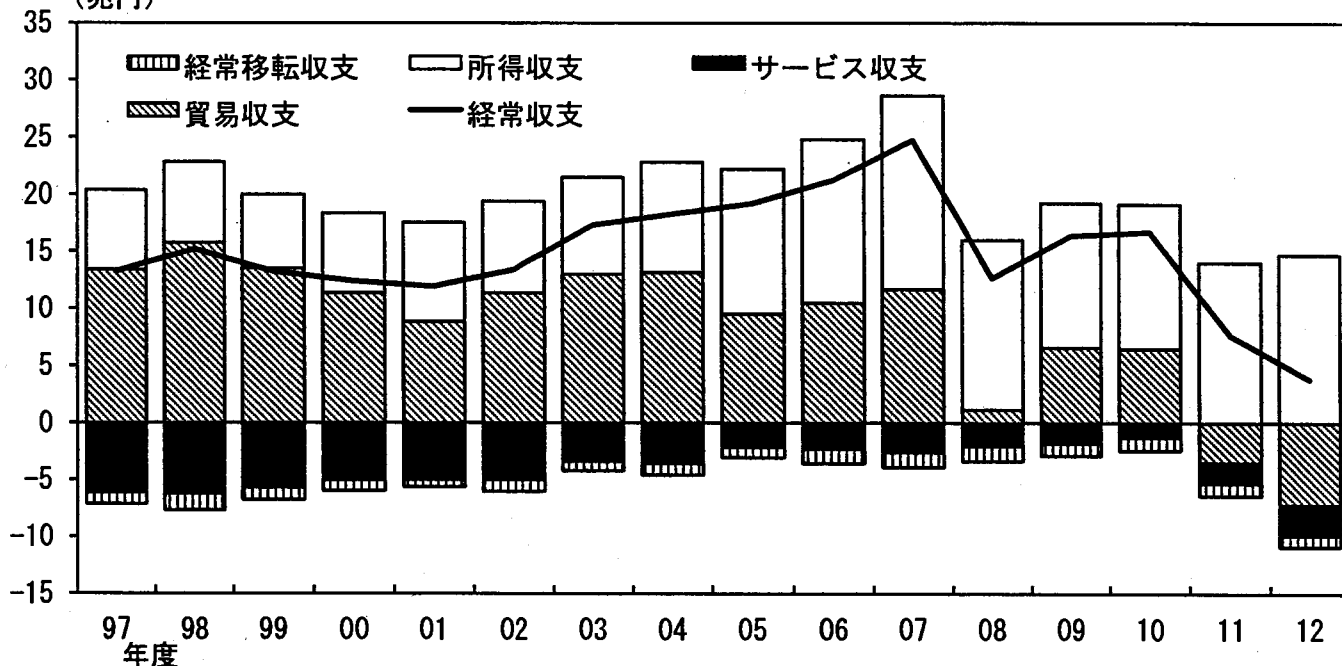
(注) 海外生産比率 = 現地法人売上高 / (現地法人売上高 + 国内売上高) × 100

(資料) 経済産業省「海外現地法人四半期調査」「海外事業活動基本調査」、財務省「貿易統計」「法人企業統計年報」等

経常収支と貯蓄投資バランス

(1) 経常収支の内訳

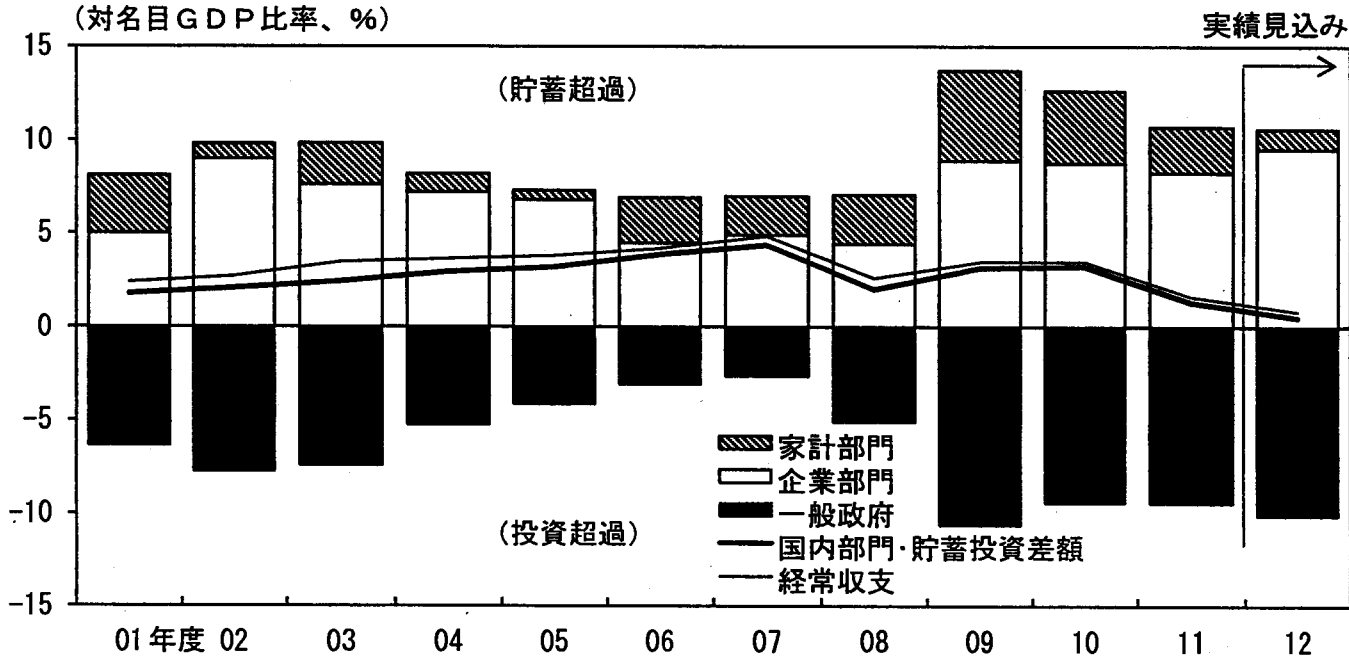
(兆円)



(注) 2012年度は、2012/4～2013/2月の年率換算値。

(2) 貯蓄投資バランス

(対名目GDP比率、%)

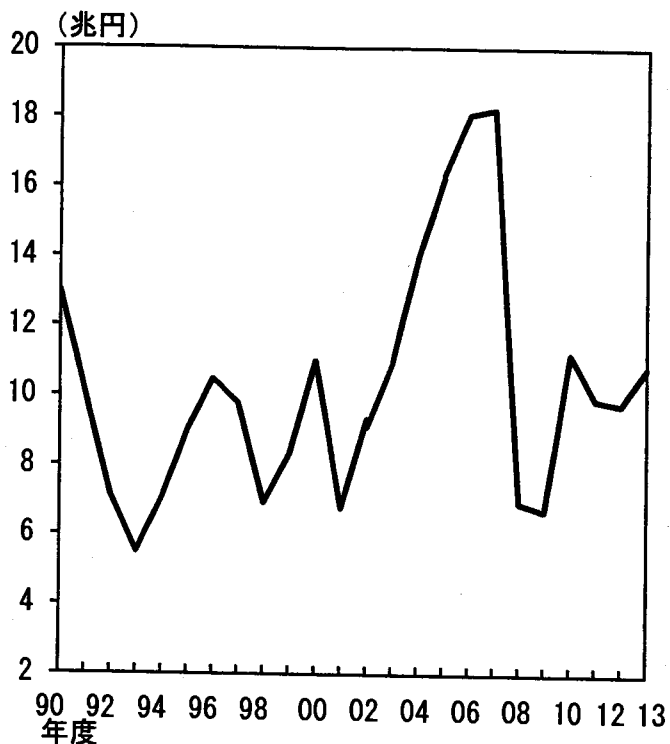


- (注) 1. 全ての計数について、図表25(1)と同じ処理を施した実勢ベース。
 2. 2012年度の一般政府貯蓄投資バランスは、内閣府「経済財政の中長期試算(2012/8月)」に基づく。家計部門貯蓄投資バランスは、図表38で試算されている名目可処分所得を用い、民間最終消費支出および民間住宅投資を差し引くことにより算出。企業部門貯蓄投資バランスは、国内部門・貯蓄投資差額から先の2部門を差し引くことにより算出。
 3. 2012年度の名目GDP、民間最終消費支出および民間住宅投資は、2012/2～4Qの前年比を用いて算出。国内部門・貯蓄投資差額は、経常収支との前年度における乖離(2011年度名目GDP比率+0.3%)を差し引くことにより算出。

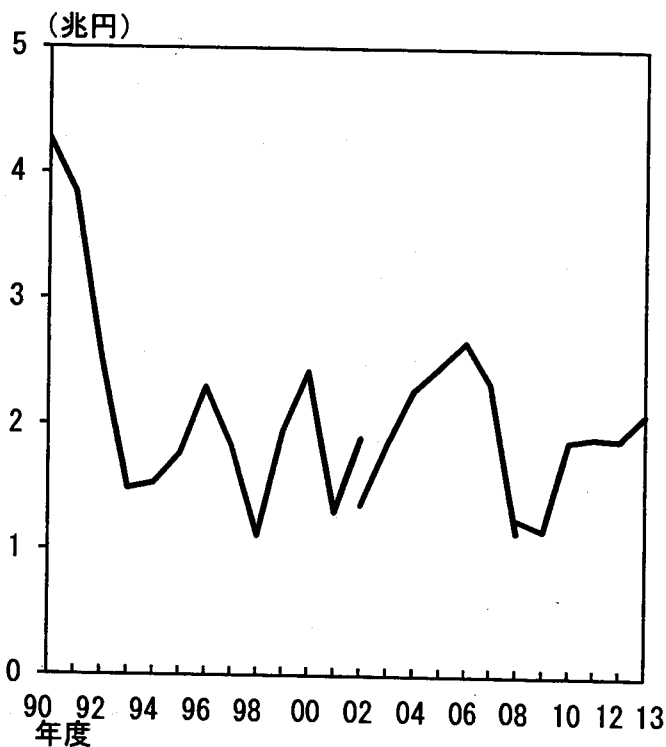
(資料) 内閣府「国民経済計算」「経済財政の中長期試算」、財務省・日本銀行「国際収支状況」

企業収益

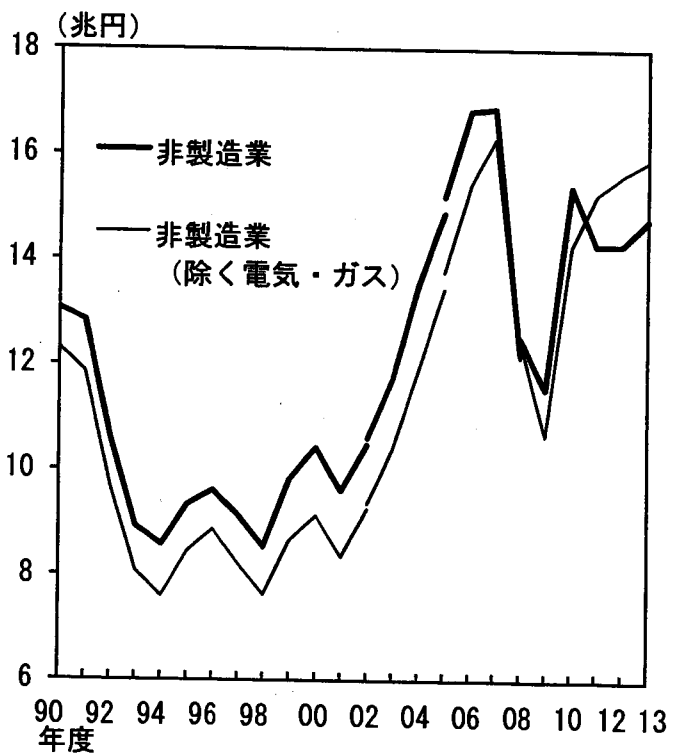
(1) 製造業大企業



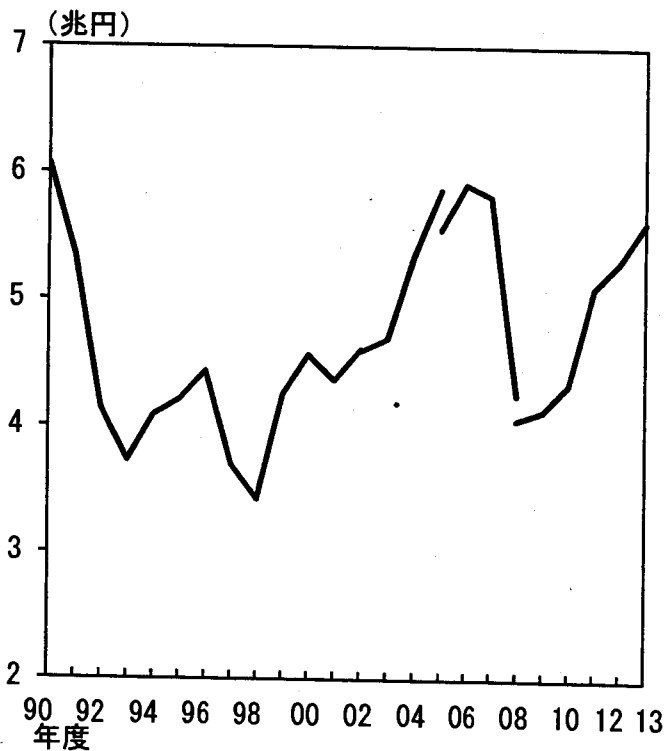
(2) 製造業中小企業



(3) 非製造業大企業



(4) 非製造業中小企業

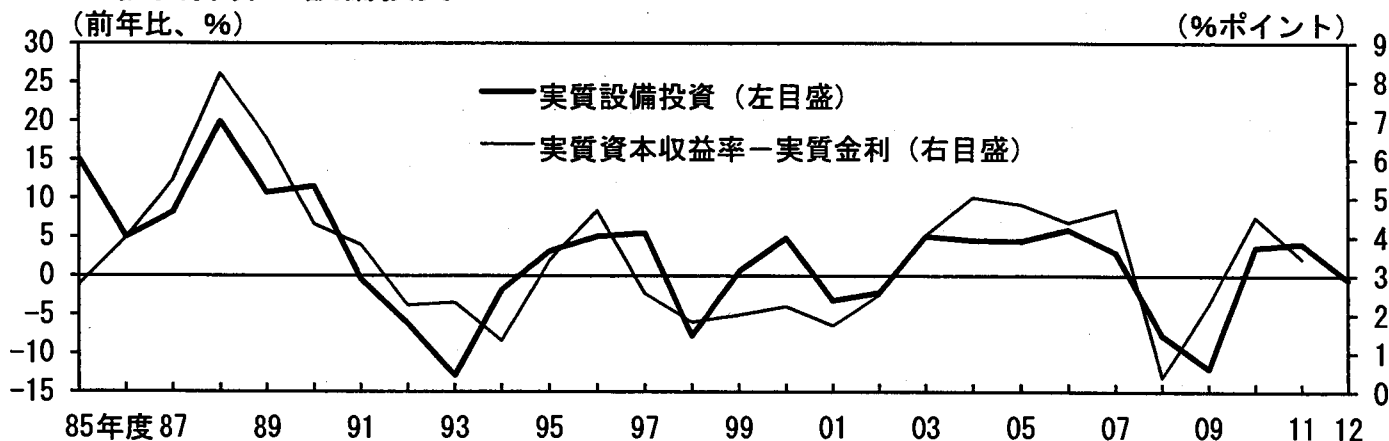


(注) 経常利益ベース。2012年度および2013年度は、2013/3月調査時点の企業の予測値。
2004/3月調査より、調査対象企業の拡充を含む幅広い見直しを実施した。
また、2007/3月調査と2010/3月調査では、定例の調査対象企業の見直しを行った。
このため、これらのタイミングで、計数には不連続(段差)が生じている。

(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

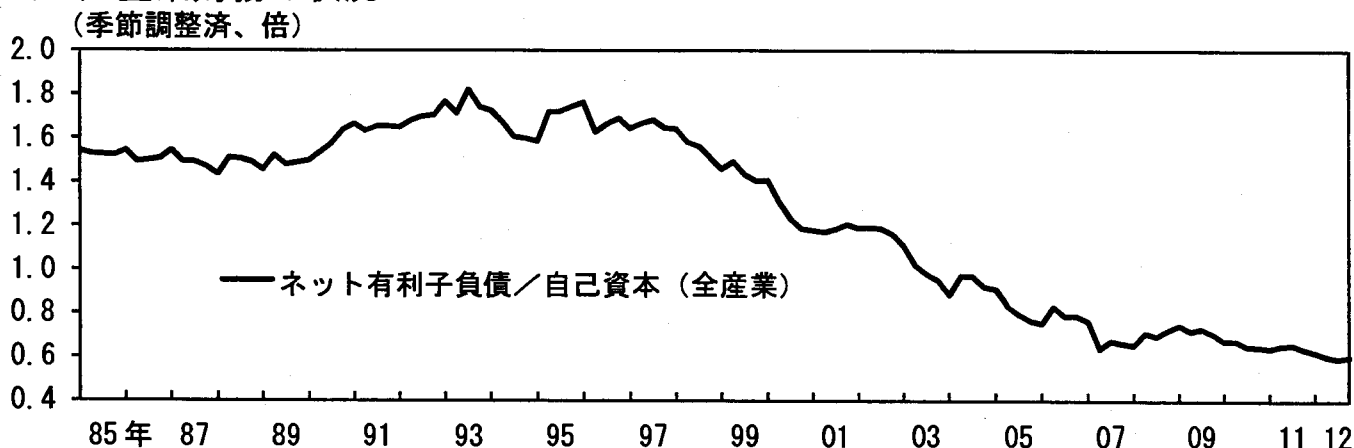
金融緩和と設備投資

(1) 投資採算と設備投資



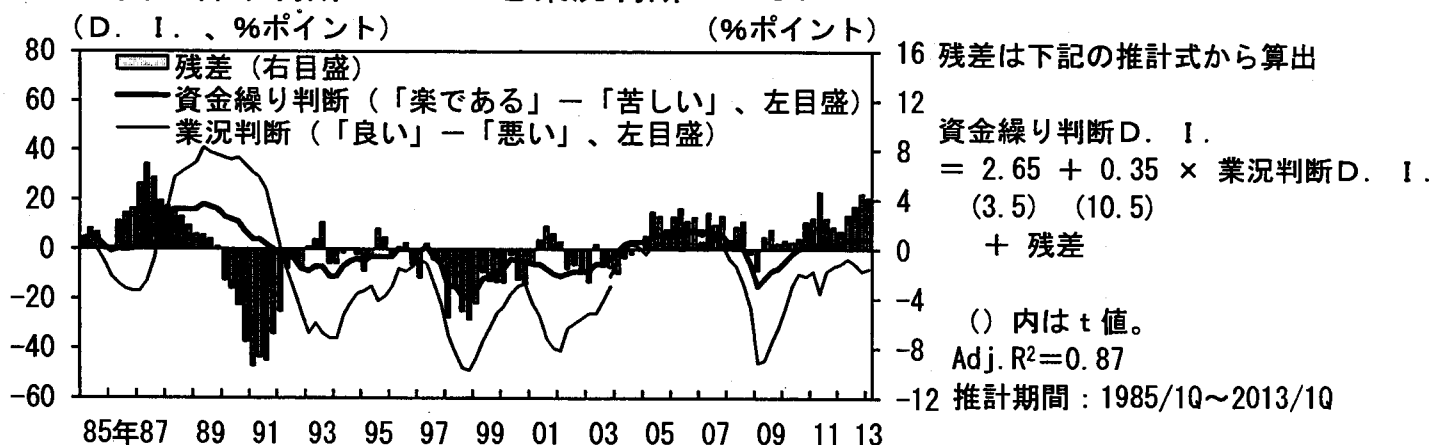
- (注) 1. 実質設備投資の2012年度は、2012/2~4Qの値を用いて算出。
- 2. 実質資本収益率=実質営業余剰/実質資本ストック×100
- 3. 実質金利=長期プライムレート-1年先の内需デフレーター-前年比

(2) 企業財務の状況



- (注) 1. ネット有利子負債=社債+長期・短期の借入金-現金・預金
自己資本=資本金+資本剰余金+利益剰余金
- 2. X-11による季節調整値。

(3) 資金繰り判断D. I. と業況判断D. I.



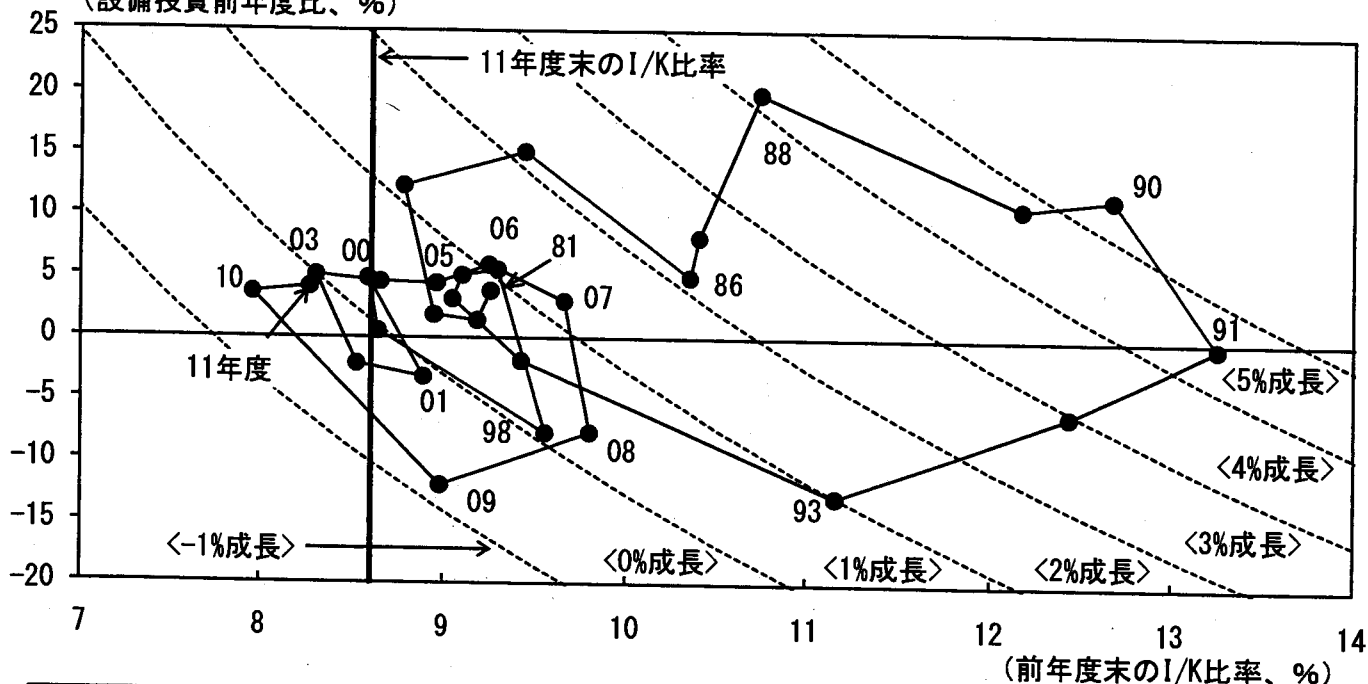
- (注) 全産業全規模合計。2004/3月調査より見直しを実施。旧ベースは2003/12月調査まで、新ベースは2003/12月調査から。

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

資本ストック循環と設備投資計画

(1) 資本ストック循環

(設備投資前年度比、%)



・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。

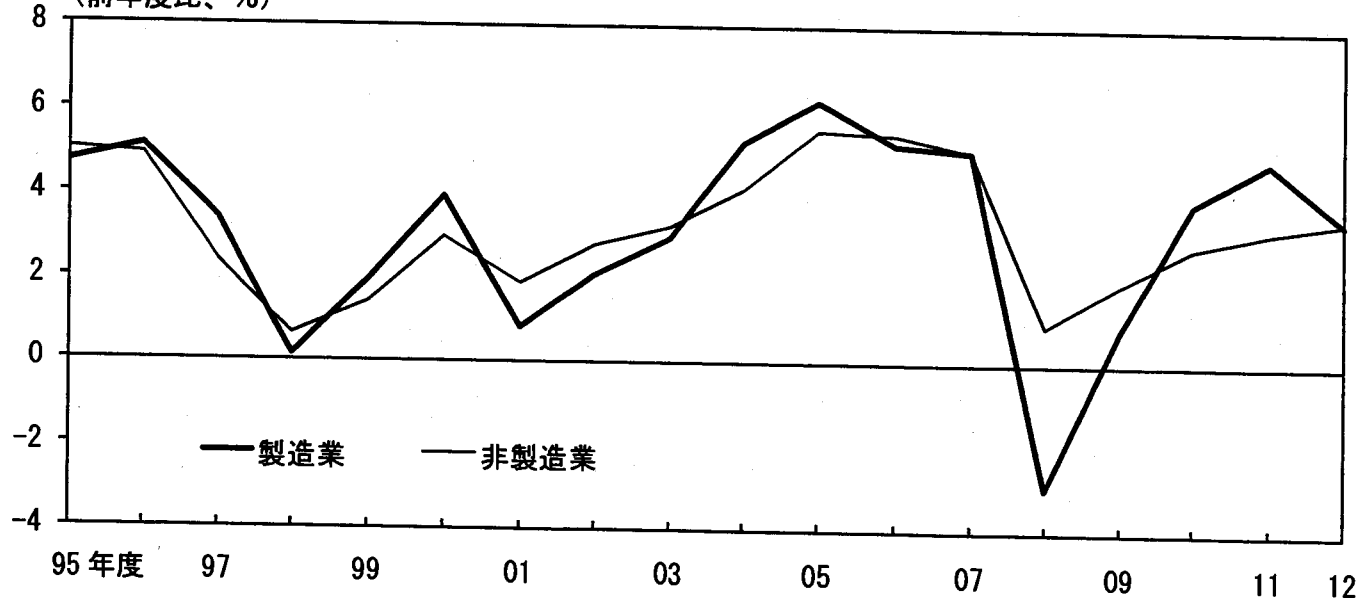
$$\text{設備投資前年度比} \times \text{前年度末のI/K比率} = \text{期待成長率} + \text{資本係数のトレンド成長率} + \text{減耗率}$$

縦軸 横軸

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

(2) 設備投資計画

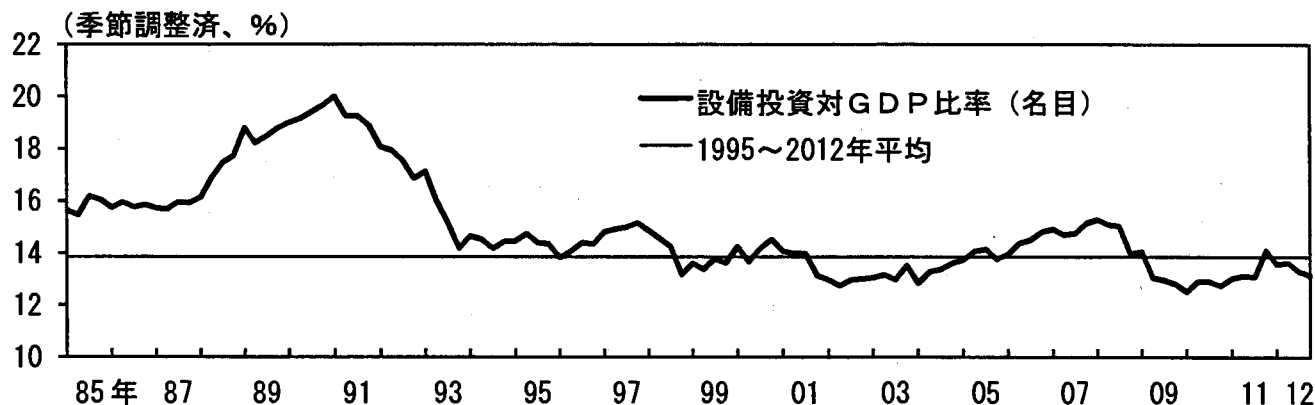
(前年度比、%)



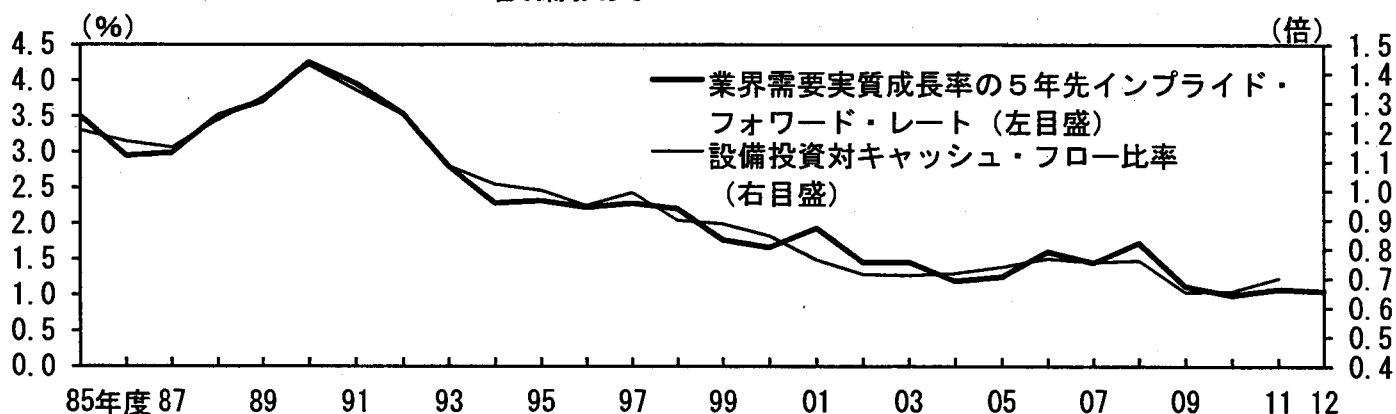
(注) 企業行動に関するアンケート調査ベース。先行き3年間の設備投資増減率見通しの平均値。
 例えば、2012年度は、2013~2015年度の増減率見通しの年率平均値を表す。
 (資料) 内閣府「国民経済計算」「企業行動に関するアンケート調査」、
 経済産業研究所「日本産業生産性データベース」

設備投資の水準評価

(1) 設備投資対GDP比率 (名目)

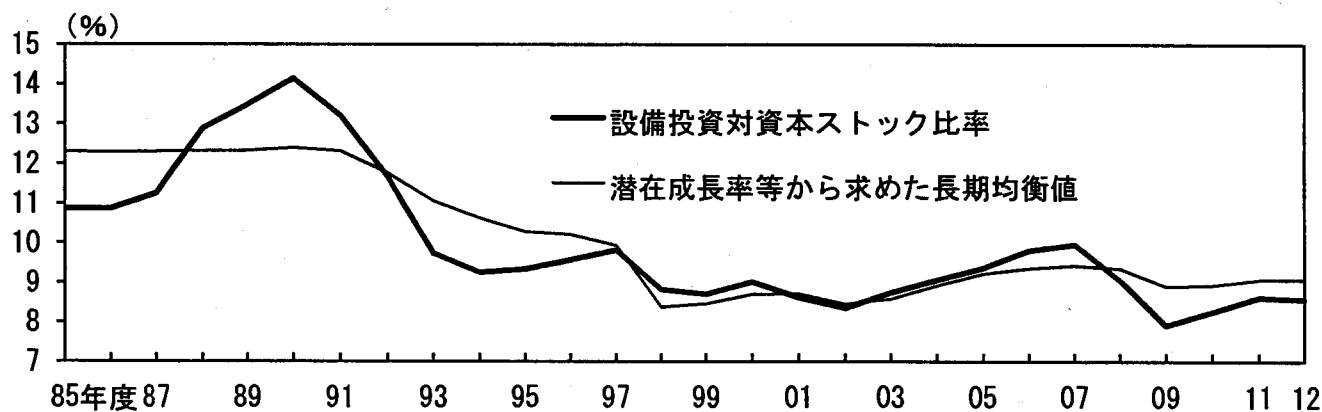


(2) キャッシュ・フローと設備投資



- (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})



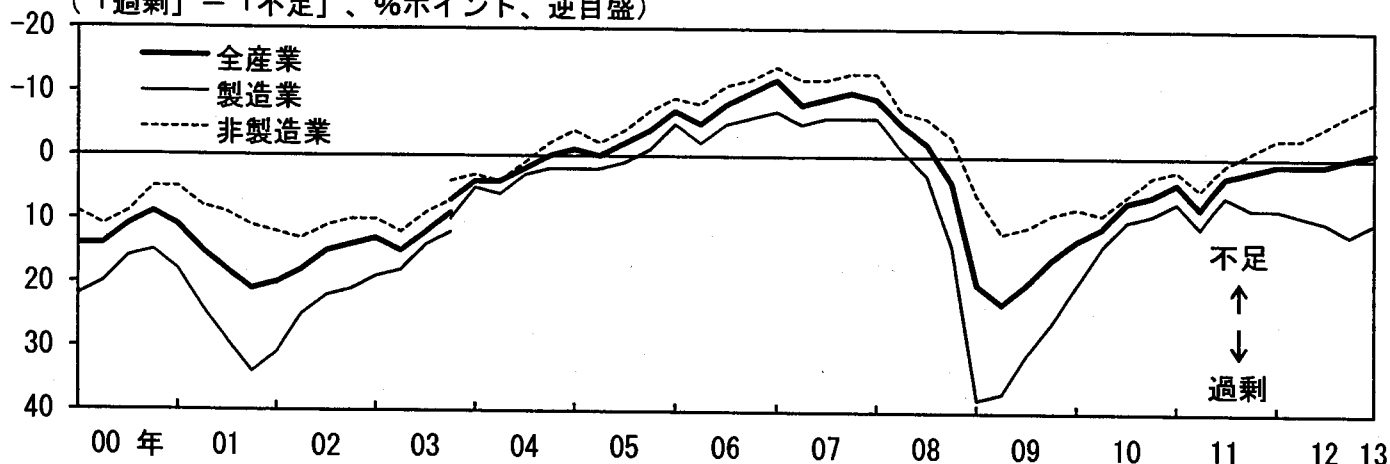
- (注) 1. 2012年度は、2012/2~4Qの値。
2. $(I_t/I_{t-1}) \cdot (I/K)_{t-1}$ = 期待成長率+資本係数のトレンド成長率+減耗率の関係(図表32の説明参照)から、潜在成長率と整合的な設備投資対資本ストック比率を求めると、 I_t/K_{t-1} = 潜在成長率+資本係数のトレンド成長率+減耗率となる。これを潜在成長率等から求めた長期均衡値としている。

(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

労働需給 (1)

(1) 雇用人員判断D. I.

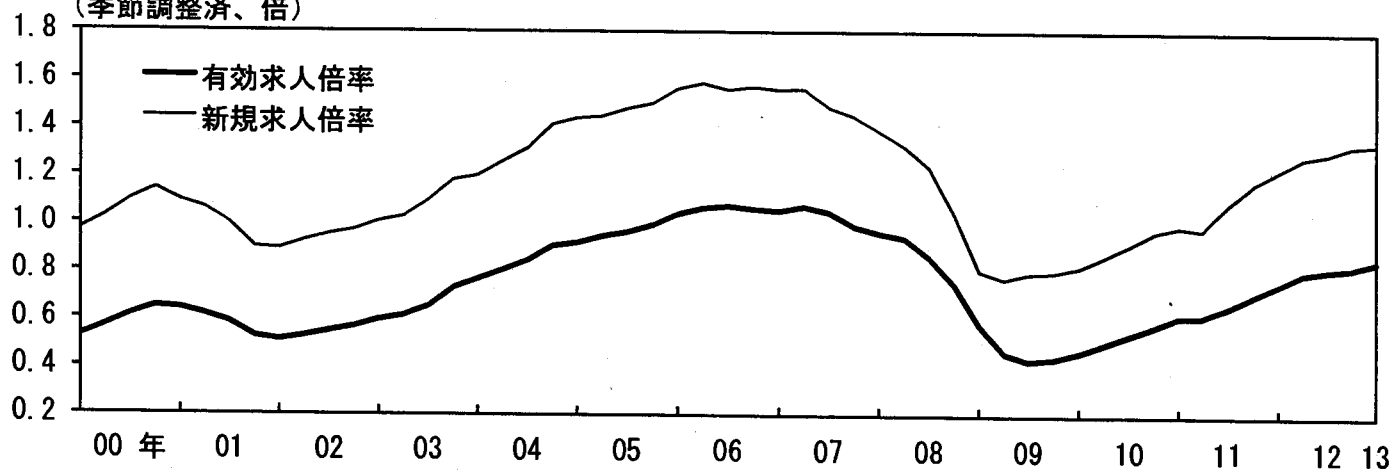
(「過剰」 - 「不足」、%ポイント、逆目盛)



(注) 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。

(2) 求人倍率

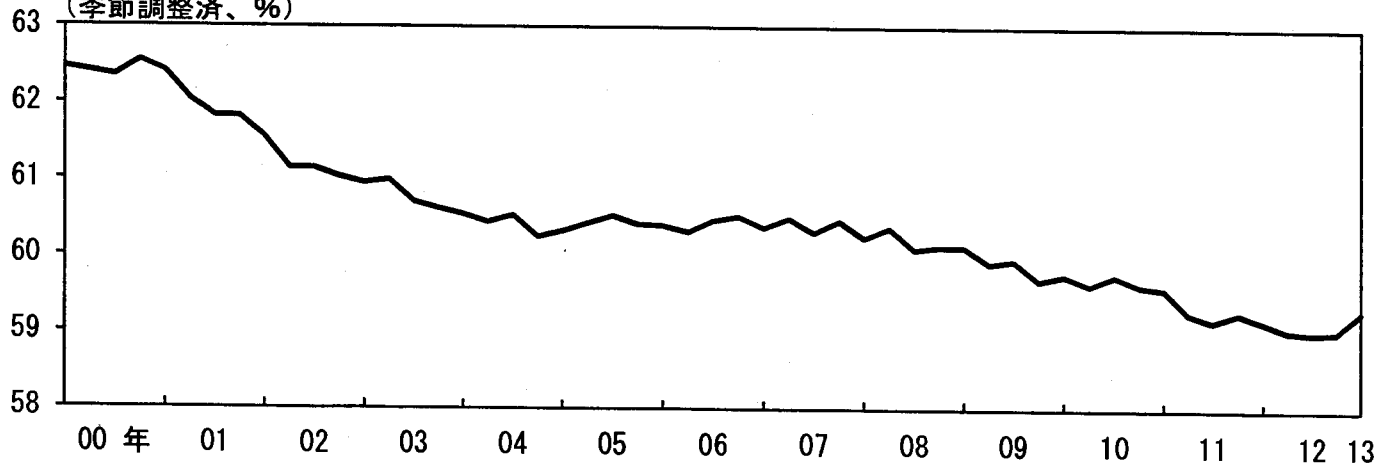
(季節調整済、倍)



(注) 2013/1Qは1~2月の値(下の図表も同じ)。

(3) 労働力人口比率

(季節調整済、%)

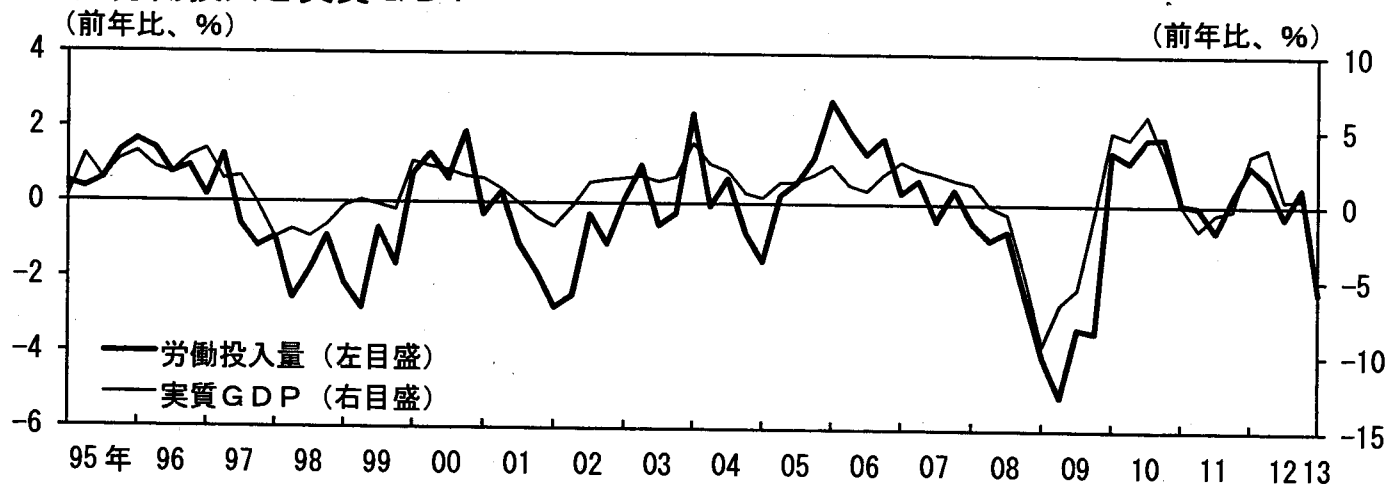


(注) 1. 労働力人口比率 = 労働力人口 / 15歳以上人口 × 100
2. X-12-ARIMAによる季節調整値。

(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、厚生労働省「職業安定業務統計」、総務省「労働力調査」

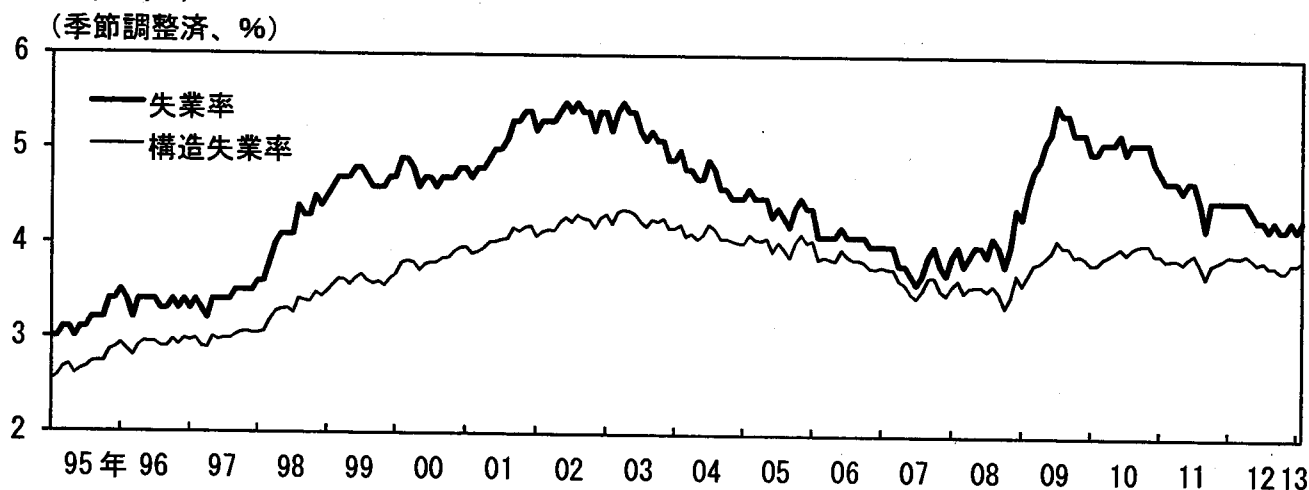
労働需給 (2)

(1) 労働投入と実質GDP



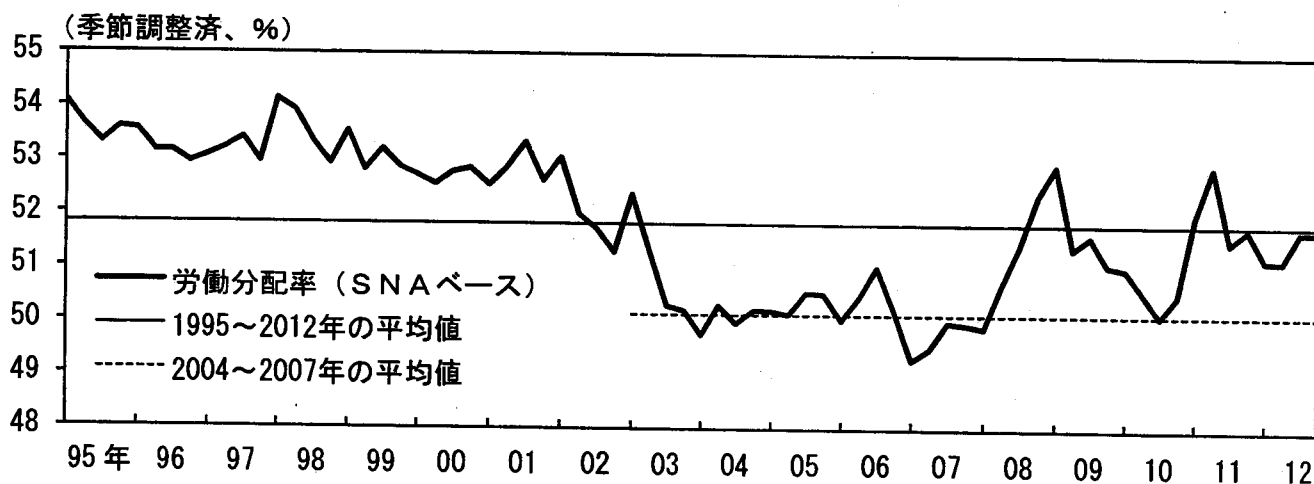
- (注) 1. 労働投入量 = 雇用者数 (労働力調査) × 総実労働時間
2. 労働投入量の2013/1Qは、1~2月の前年同期比。

(2) 失業率



- (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



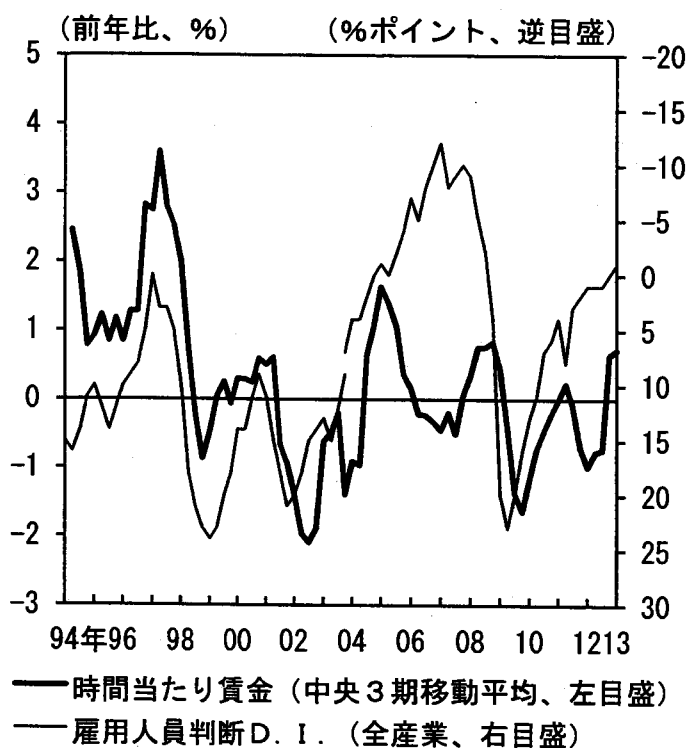
- (注) 労働分配率 = 名目雇用者報酬 / 名目GDP × 100

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

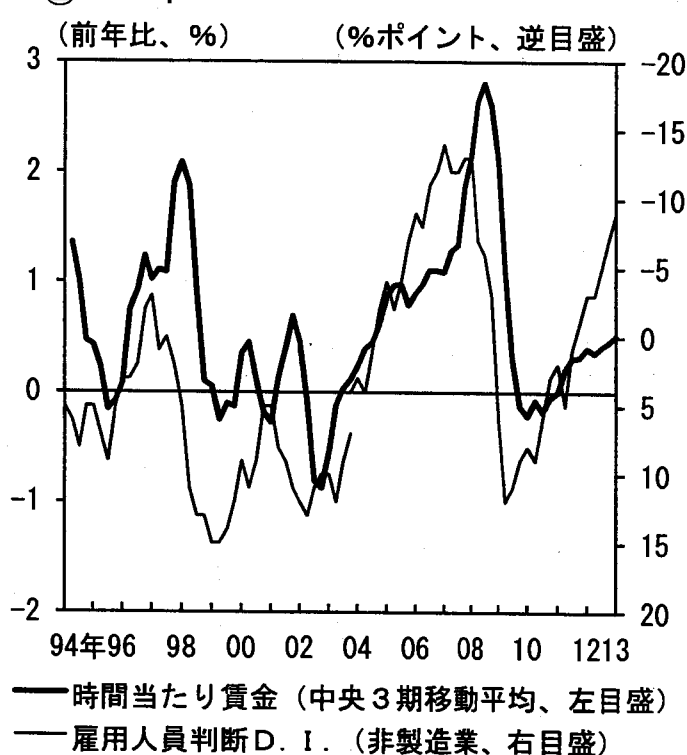
賃金を取り巻く環境

(1) 雇用人員判断D. I. と時間当たり賃金

①一般

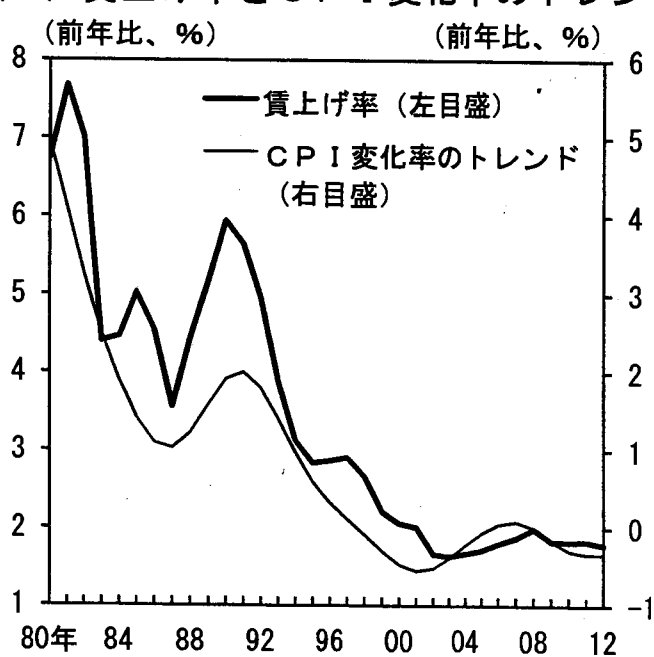
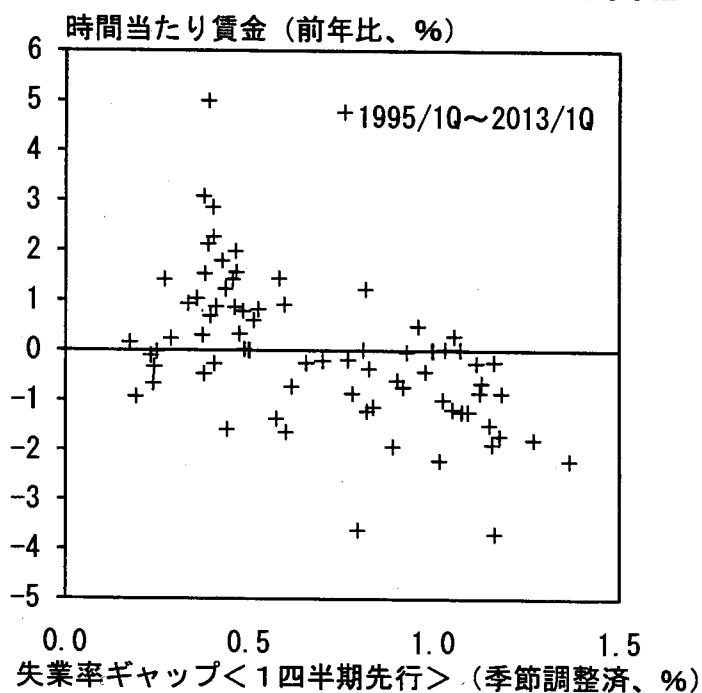


②パート



(注) 1. 雇用人員判断D. I.については、図表34を参照。
2. 時間当たり賃金の2013/1Qは、後方2期移動平均。

(2) 失業率ギャップと時間当たり賃金 (3) 賃上げ率とCPI変化率のトレンド



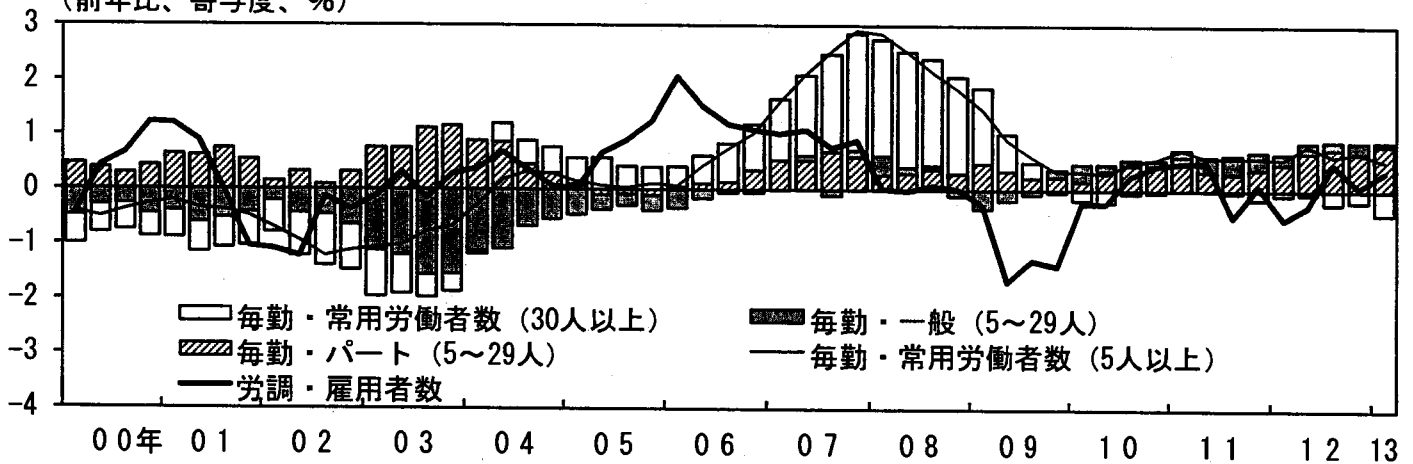
(注) 1. 失業率ギャップ=失業率-構造失業率。構造失業率の定義は図表35を参照。
2. 時間当たり賃金の2013/1Qは、1~2月の前年同期比。
3. 賃上げ率は、春闘における主要民間企業の平均賃上げ率。
4. CPI変化率のトレンドは、CPI総合の前年比にHPフィルターをかけて算出。

(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、厚生労働省「毎月勤労統計」「職業安定業務統計」「平成24年民間主要企業春季賃上げ要求・妥結状況」、総務省「労働力調査」「消費者物価指数」

雇用者所得

(1) 雇用者数

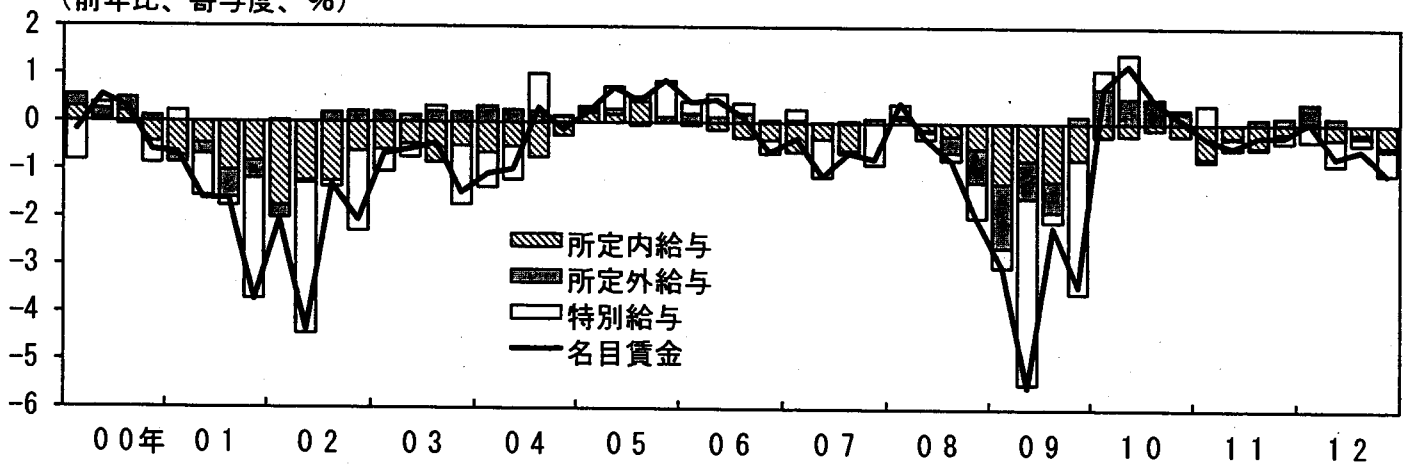
(前年比、寄与度、%)



(注) 「毎勤」は毎月勤労統計、「労調」は労働力調査。2013/10は、1~2月の前年同期比。

(2) 名目賃金

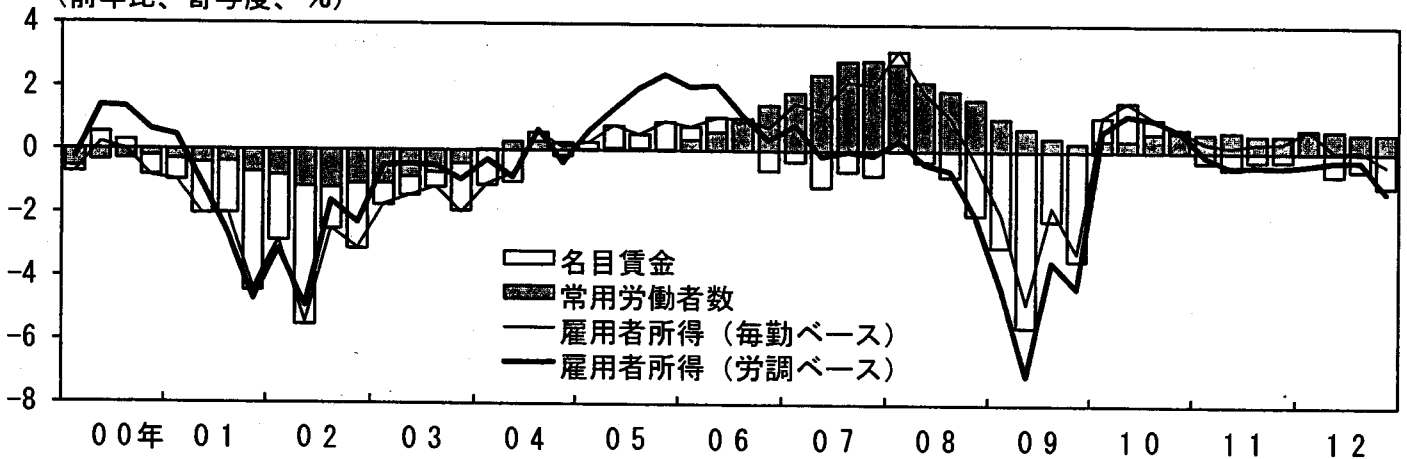
(前年比、寄与度、%)



(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。

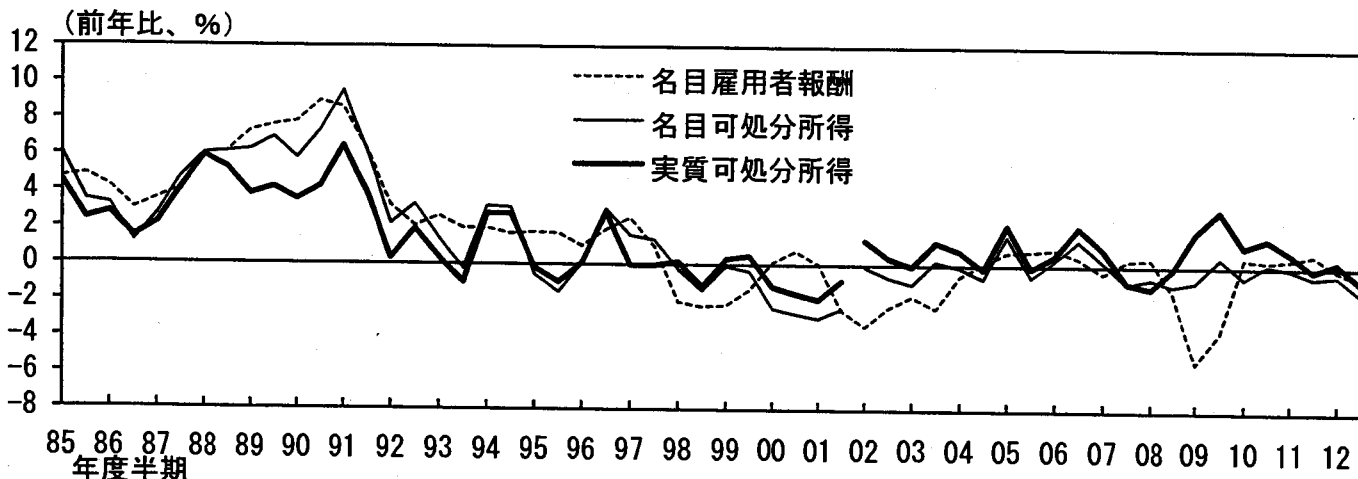
雇用者所得 (毎勤ベース) = 常用労働者数 (毎勤) × 名目賃金 (毎勤)

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」

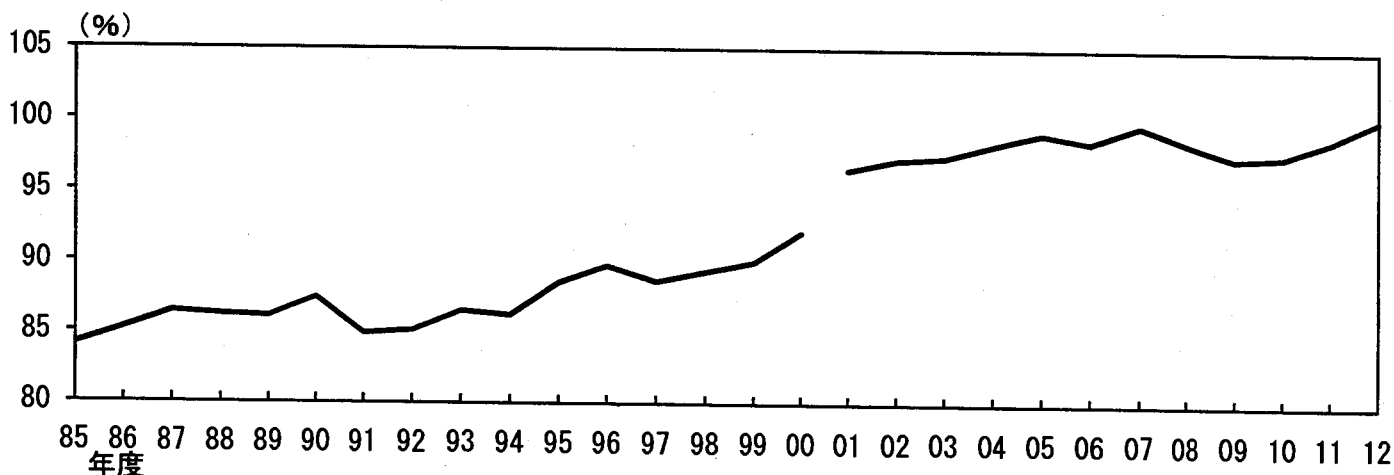
可処分所得と消費性向

(1) 雇用者報酬と可処分所得



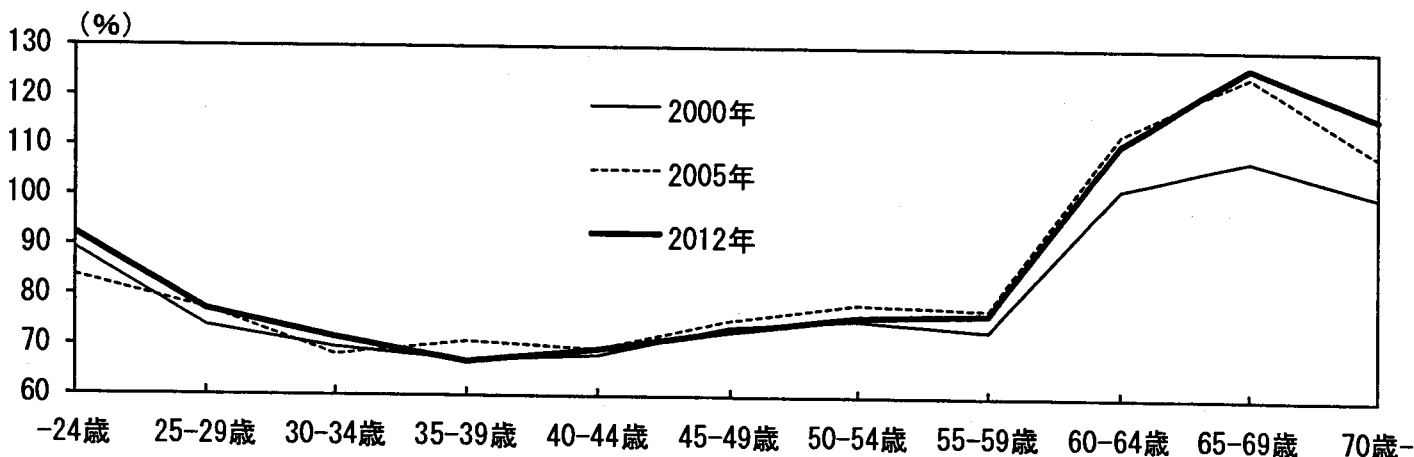
- (注) 1. 名目雇用者報酬の2012年度下半期は、2012/4Qの前年同期比。
 2. 可処分所得の2001年度以前は2000年基準、2002年度以降は2005年基準。
 3. 2012年度は、一連の経済対策・施策による、政府から家計への移転所得を加味した、日本銀行調査統計局による試算値(下の図表(2)も同じ)。

(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。

(3) 年齢別消費性向

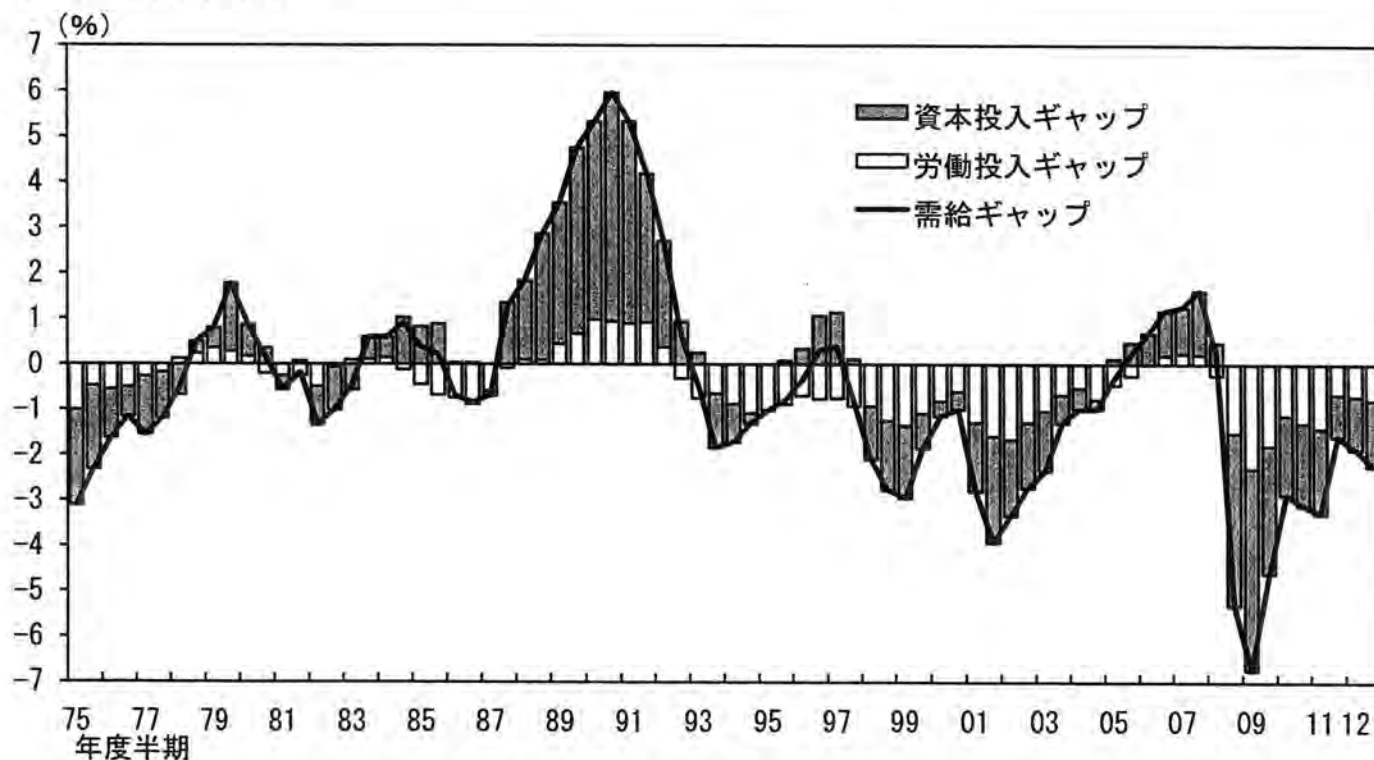


- (注) 家計調査ベース。勤労者世帯と無職世帯で加重平均した消費支出と可処分所得を用いて算出。

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

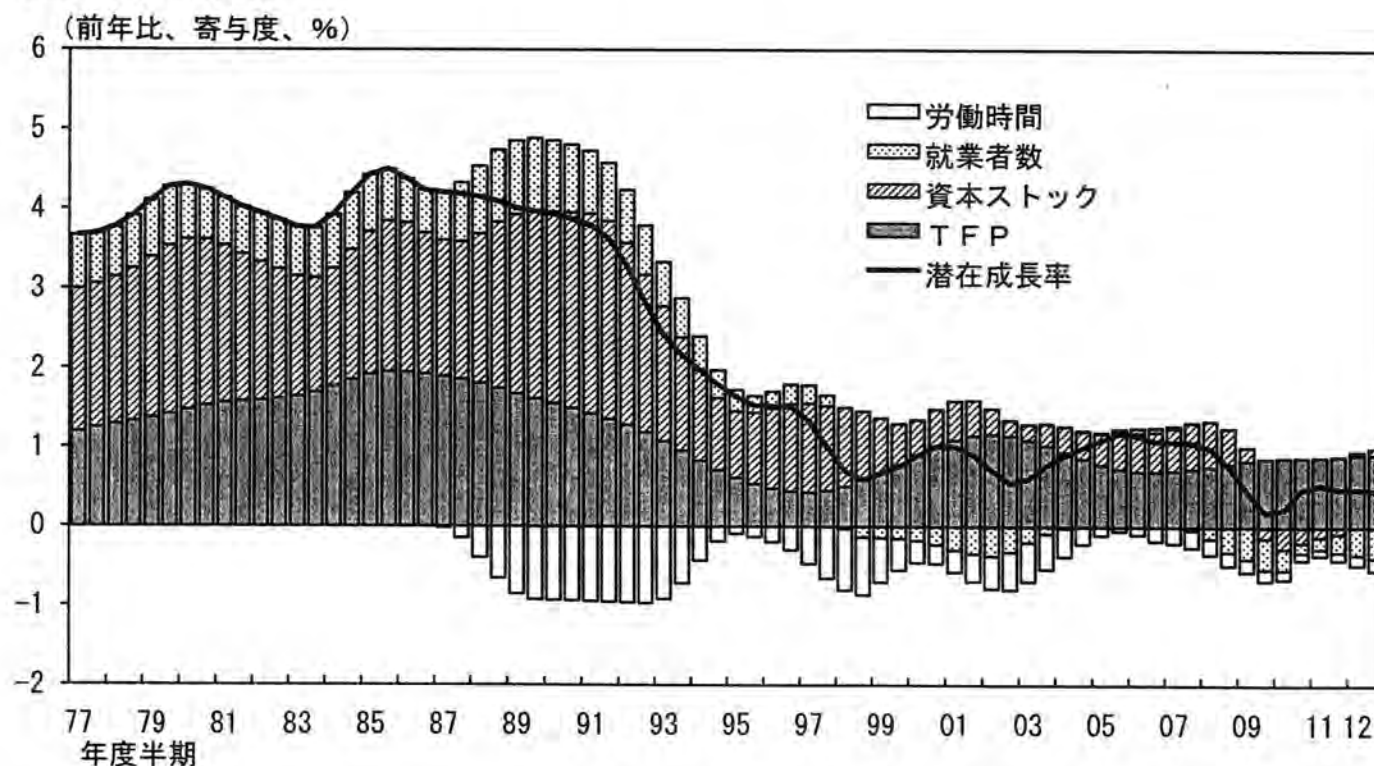
需給ギャップと潜在成長率

(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年度下半期は、2012/4Qの値(下の図表も同じ)。

(2) 潜在成長率

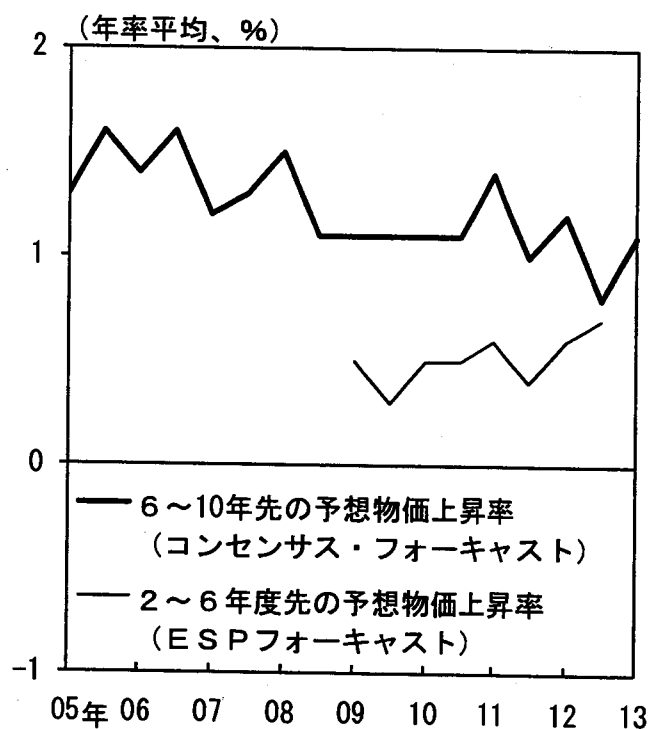
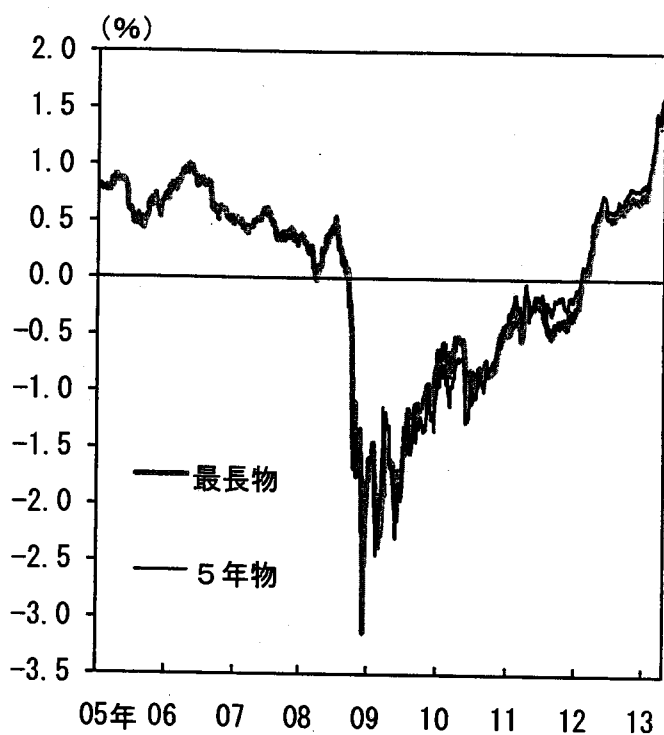


(資料) 内閣府「国民経済計算」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、総務省「労働力調査」、厚生労働省「毎月勤労統計」「職業安定業務統計」、経済産業省「鉱工業指数統計」等

予想物価上昇率 (1)

(1) 市場参加者の予想物価上昇率
(物価連動国債のBEI)

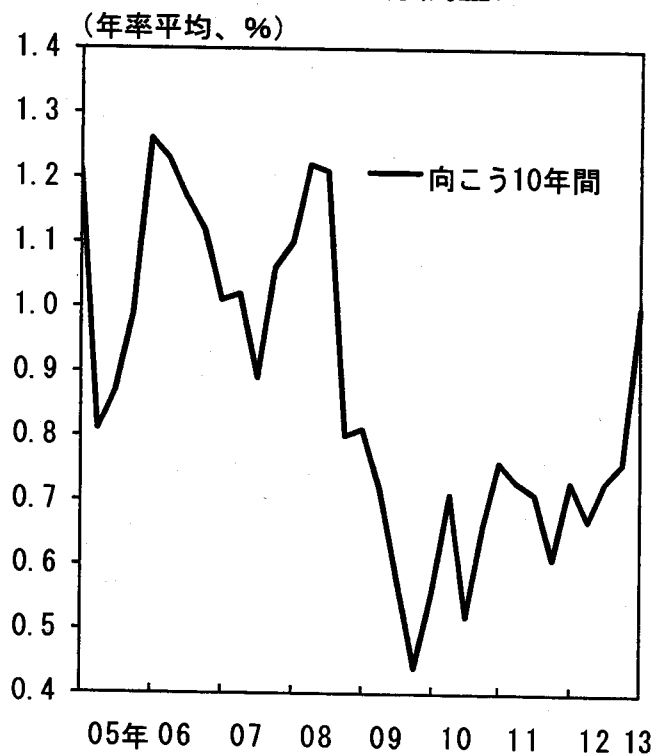
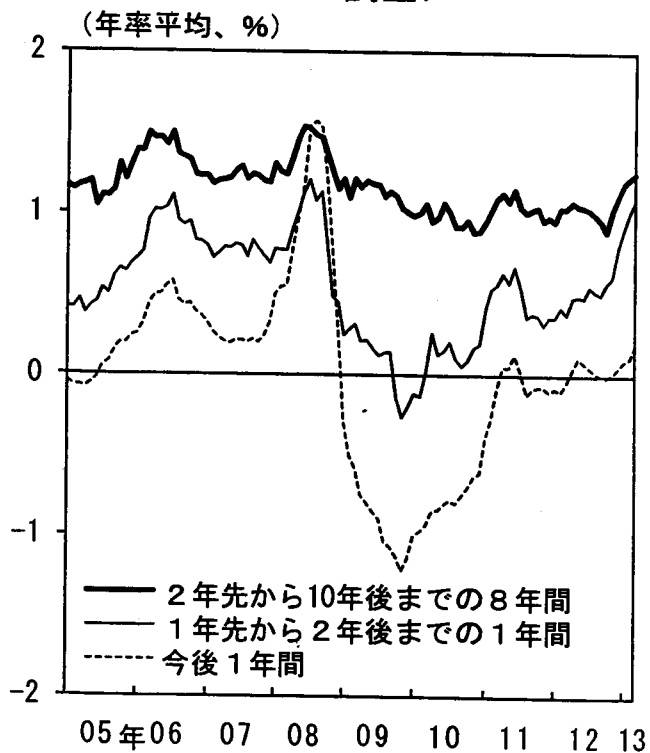
(2) エコノミストの予想物価上昇率



(注) (1) のBEIは、固定利付国債利回りー物価連動国債利回り。最長物は、それぞれの時点で残存期間が最も長い物価連動国債の利回りを使って算出。

(3) 市場参加者の予想物価上昇率
<QUICK調査>

<みずほ証券調査>



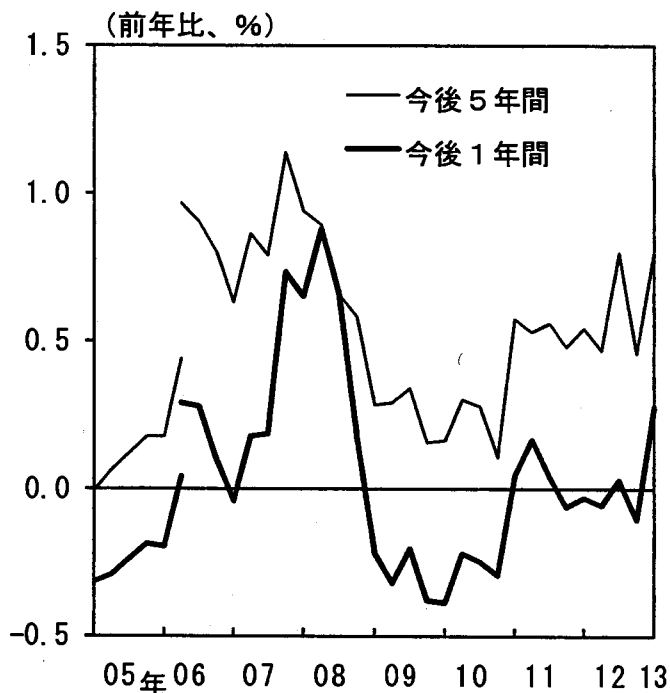
(注) みずほ証券調査は、消費税率引き上げの影響を除くベース。
(資料) QUICK「QUICK月次調査(債券)」、JCER「ESPフォーキャスト」
Consensus Economics「コンセンサス・フォーキャスト」、Bloomberg、
みずほ証券「Investor Survey」

予想物価上昇率 (2)

(1) 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〉

〈消費動向調査〉

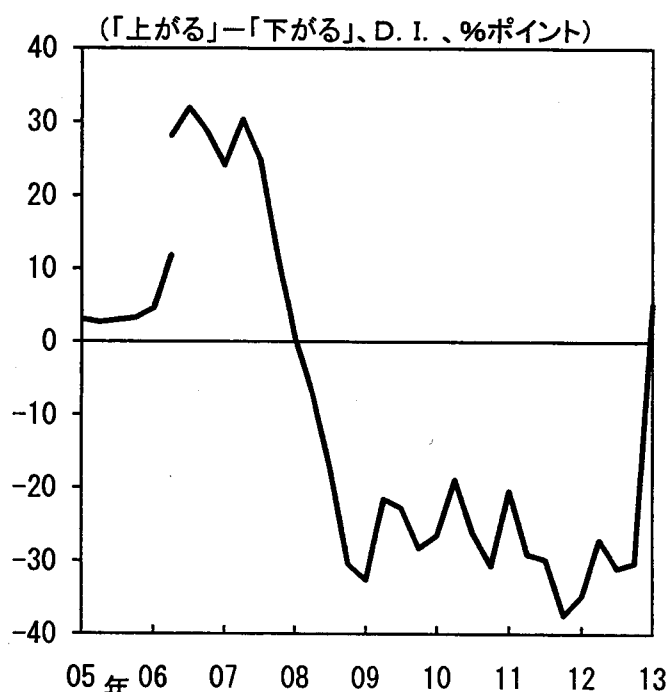
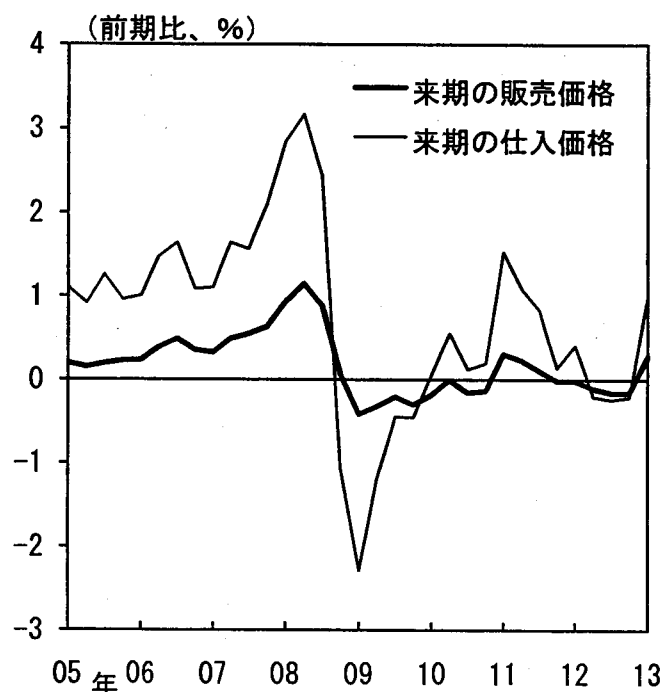


- (注) 1. 生活意識に関するアンケート調査による予想物価上昇率は、修正カールソン・パーキン法により推計したもの(下の(2)も同じ)。推計の詳細については、日銀レビュー「インフレ予想(Inflation Expectations)について」(2008年12月)を参照。
 2. 消費動向調査による1年後の予想物価上昇率は総世帯ベース。加重平均は、「-5%以上低下」は-5%、「-5%~-2%低下」は-3.5%、「-2%未満低下」は-1%、「2%未満上昇」は+1%、「2%~5%上昇」は+3.5%、「5%以上上昇」は+5%、のインフレ率をそれぞれ予想していると仮定して計算したもの。

(2) 企業の予想物価上昇率 (短観)

(参考) 家計の地価見通し

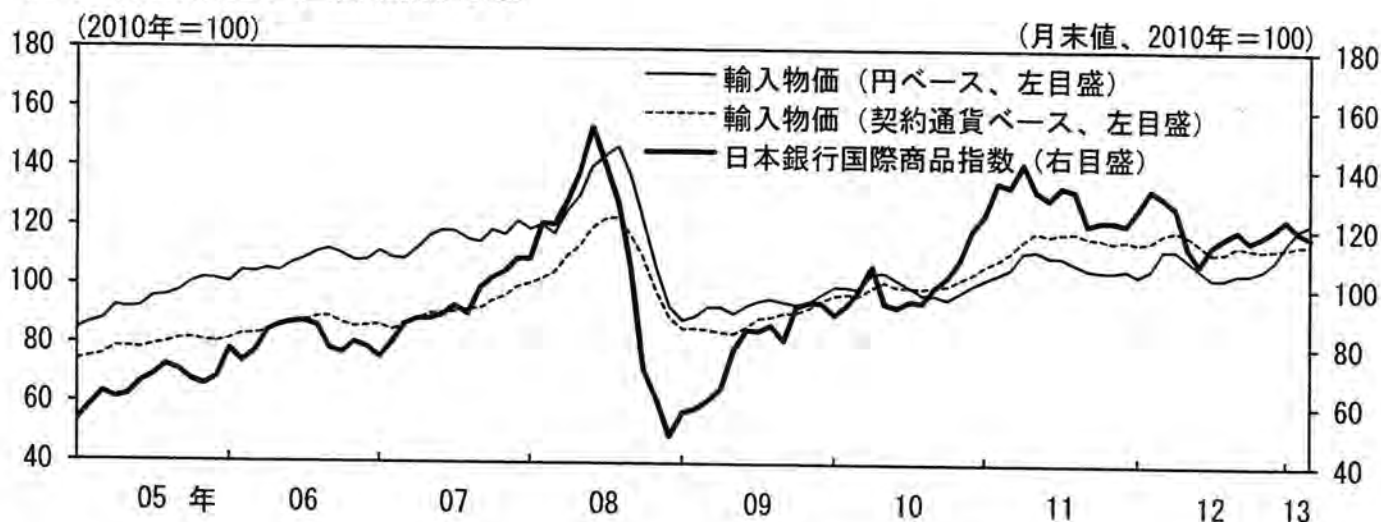
(生活意識に関するアンケート調査)



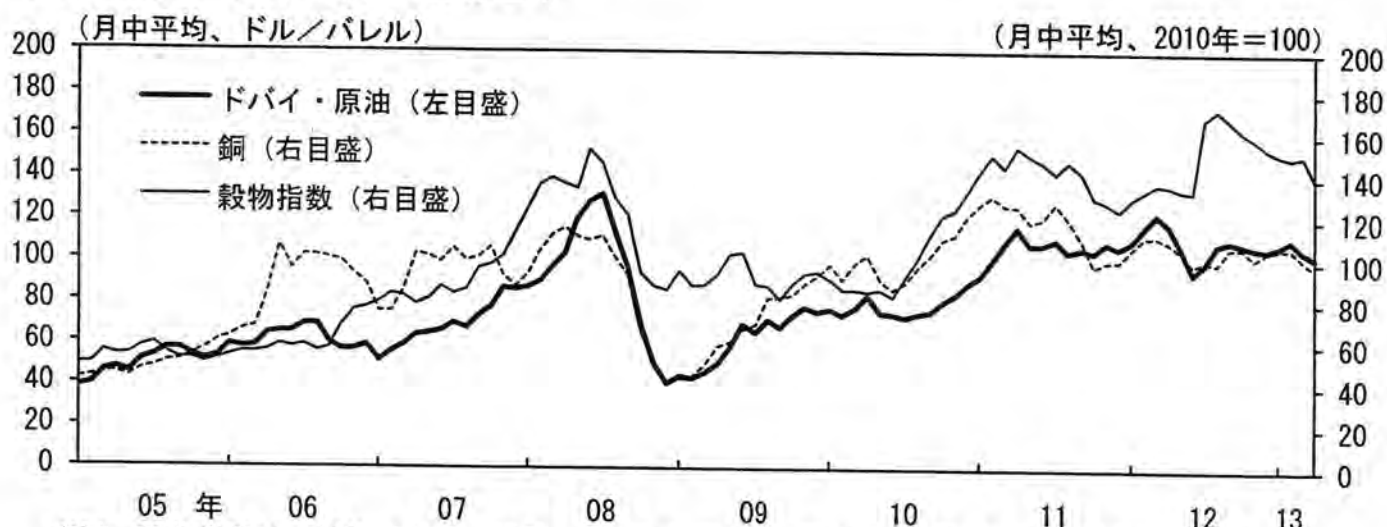
(資料) 日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」「全国企業短期経済観測調査」、
 「企業物価指数」、総務省「消費者物価指数」、内閣府「消費動向調査」

輸入物価と国際商品市況

(1) 輸入物価と国際商品指数

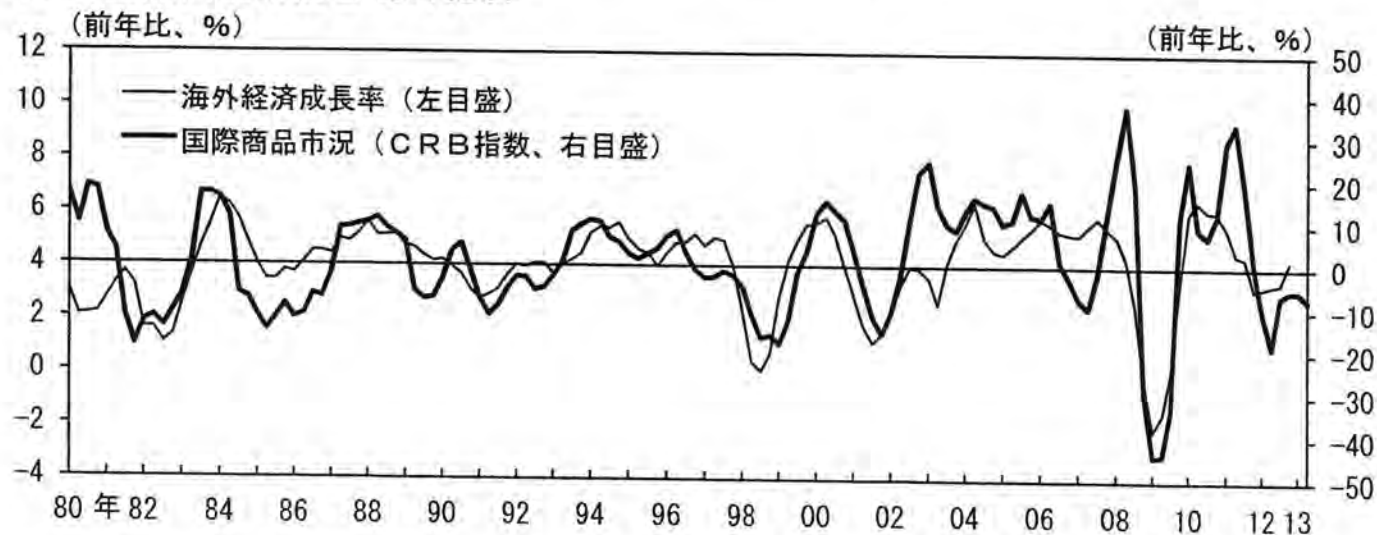


(2) 原油・非鉄金属・穀物価格



(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。

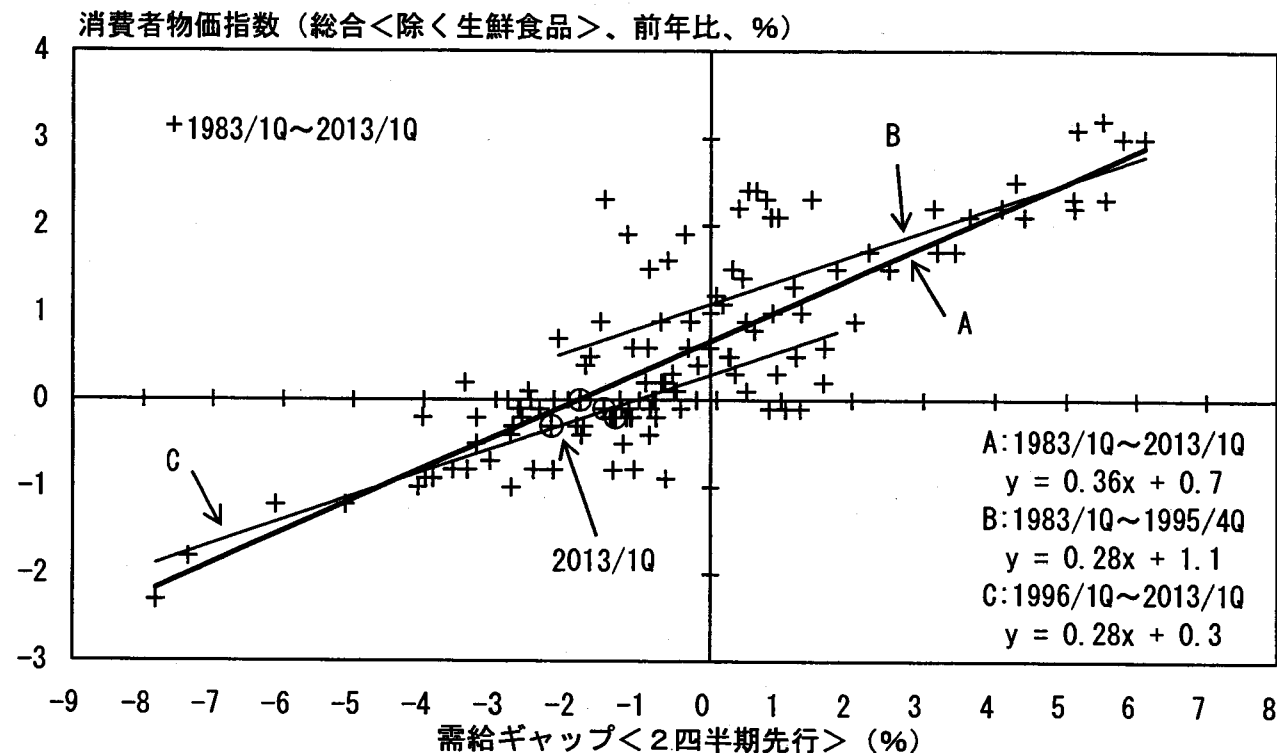
(3) 国際商品市況と海外経済



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

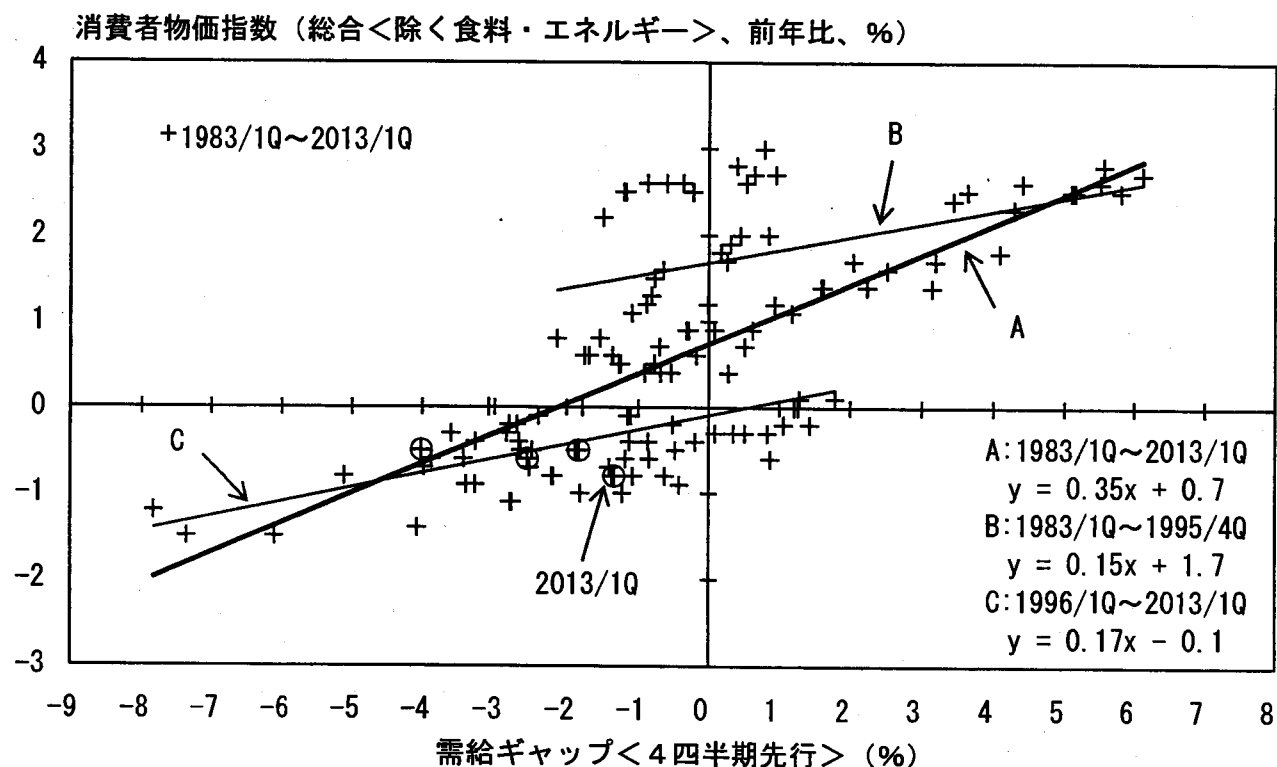
需給ギャップと物価上昇率

(1) フィリップス曲線 (総合除く生鮮食品)



- (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)。

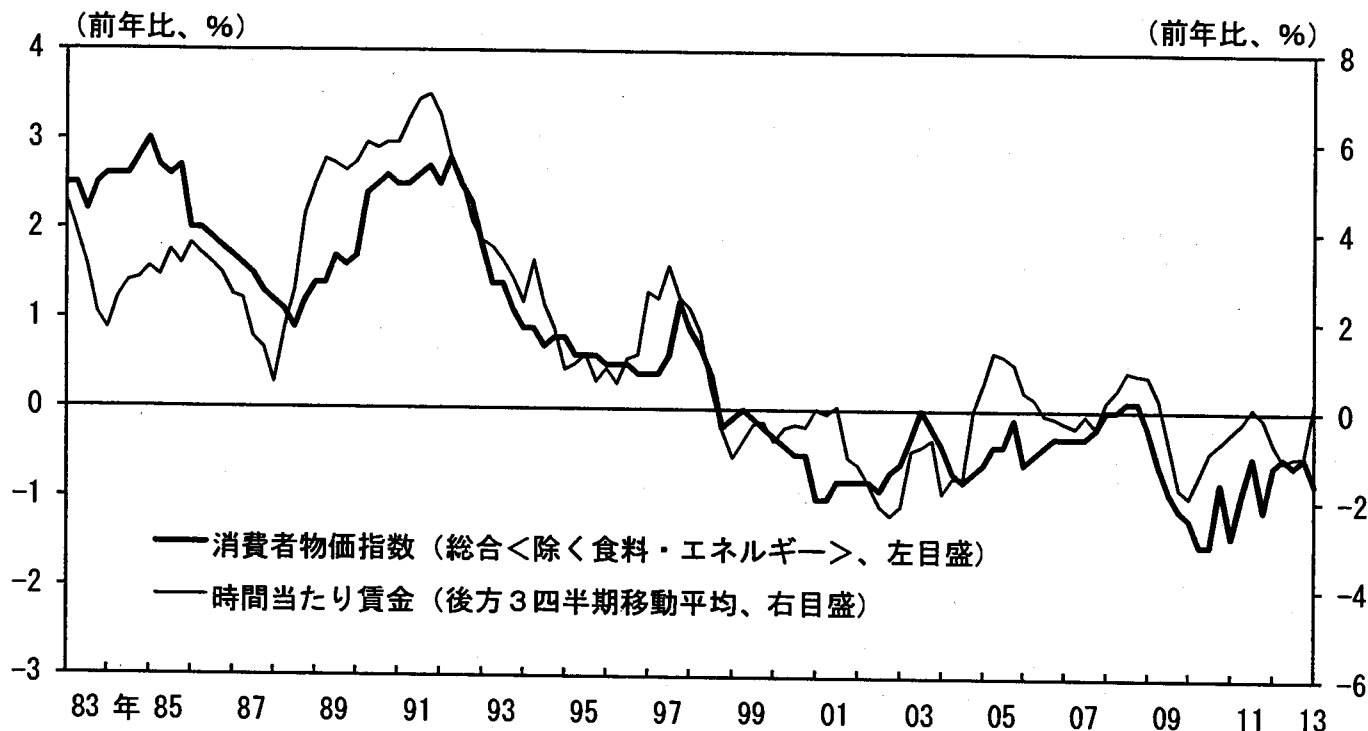
(2) フィリップス曲線 (総合除く食料・エネルギー)



(資料) 総務省「消費者物価指数」、内閣府「国民経済計算」等

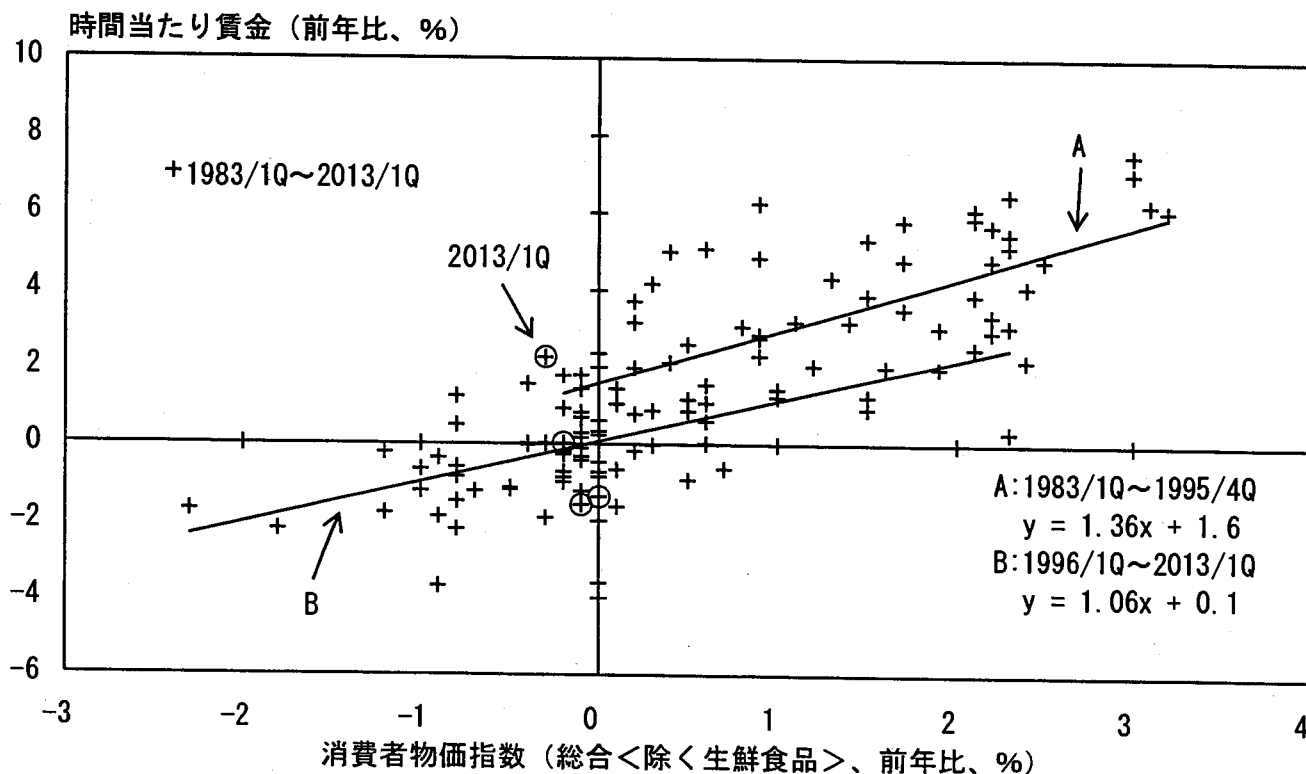
物価と賃金

(1) 消費者物価指数（総合除く食料・エネルギー）と時間当たり賃金



- (注) 1. 2013/1Qは、1~2月の前年同期比（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. 時間当たり賃金の1990/4Qまでは事業所規模30人以上の計数（下の図表も同じ）。

(2) 消費者物価指数（総合除く生鮮食品）と時間当たり賃金



(注) ○印は直近1年。

(資料) 総務省「消費者物価指数」、厚生労働省「毎月勤労統計」

地域別の景気の総括判断 (地域経済報告)

| | 1月判断 | 前回との比較 | 4月判断 |
|-------|----------------------------------|--------|---|
| 北海道 | 持ち直しの動きが続いているものの、一部に弱めの動きがみられている | ↗ | 持ち直しの動きが続いている |
| 東北 | 回復の動きが一服している | ↗ | 生産が下げ止まるもとの、回復しつつある |
| 北陸 | 弱含みとなっている | ↗ | 持ち直しの動きがみられる |
| 関東甲信越 | 弱含みとなっている | ↗ | 下げ止まっている |
| 東海 | 全体として弱めの動きとなっている | ↗ | 緩やかに持ち直している |
| 近畿 | 弱めの動きとなっている | ↗ | なお弱めながらも、持ち直しに向けた動きが徐々に広がりつつある |
| 中国 | 弱含みとなっている | ↗ | 業種や規模によるばらつきを伴いつつも、全体としては持ち直しつつある |
| 四国 | 持ち直しの動きが一服し、弱めの動きがみられている | ↗ | 一部に弱めの動きがみられるものの、底堅く推移している |
| 九州・沖縄 | 全体として横ばい圏内の動きを続けている | ↗ | 全体として横ばい圏内の動きを続けているが、内需関連を中心に持ち直しの動きがみられている |

(注) 全文は、<http://www.boj.or.jp/research/brp/rer/rer130415.htm/>を参照。

(資料) 日本銀行「地域経済報告 (2013年4月)」

2013年4月26日
日 本 銀 行

経済・物価情勢の展望（2013年4月）（案）

【基本的見解】¹

1. わが国の経済・物価の中心적인見通し²

(1) 経済情勢

わが国の経済をみると、下げ止まっており、持ち直しに向かう動きもみられている。先行きは、金融緩和や各種経済対策の効果から国内需要が底堅く推移し、海外経済の成長率が次第に高まっていくことなどを背景に、本年央頃には緩やかな回復経路に復していくと考えられる。その後は、2回の消費税率引き上げに伴う駆け込み需要とその反動の影響を受けつつも、生産・所得・支出の好循環が維持されるもとの、基調的には潜在成長率を上回る成長を続けると予想される³。

こうした見通しの背景にある前提は、以下のとおりである。

第1に、海外経済は、国際金融資本市場が総じて落ち着いて推移すると的前提のもとで、米国や中国などを中心に、緩やかながらも次第に成長率を高めていくと考えられる。こうした海外情勢に加えて、為替相場の円安方向の動きにも支えられ、わが国の輸出は増加していくと見込まれる。

第2に、日本銀行が「量的・質的金融緩和」を着実に推進していく中、金融環境の緩和度合いは一段と強まっていくと考えられる。すなわち、「量

¹ 4月26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。

² 今回、見通し期間を1年間延長し、2015年度までとした。

³ わが国の潜在成長率を、一定の手法で推計すると、見通し期間平均では「0%台半ば」と計算されるが、見通し期間の終盤にかけて徐々に上昇していくと見込まれる。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。

的・質的金融緩和」は、長めの金利や資産価格などを通じた波及ルートに加え、期待の転換を通じて予想物価上昇率を上昇させ、実質金利を低下させる効果が期待できる。これらが民間需要を刺激する効果は、景気の改善につれて強まっていくと考えられる。

第3に、公共投資は、各種経済対策や復興関連予算の増額などから、当面、高水準で増加を続けるとみられる。

第4に、政府による規制・制度改革や企業による内外の潜在需要の掘り起こしなどの取り組みが徐々に進展し、企業や家計の中長期的な成長期待は、緩やかに高まっていくと想定している。

以上を前提に、先行きの景気展開を展望すると、2013年度は、公共投資と輸出の増加を起点とした生産・所得・支出の好循環が働き始めるとみられる。すなわち、設備投資は、企業収益の改善や金融緩和効果を背景に、防災・エネルギー関連投資や老朽化設備の更新需要などもあって、緩やかな増加基調をたどると予想される。個人消費は、家計のマインド改善や高齢者の高い消費意欲に加えて、雇用者所得の改善も徐々に後押しとして作用していくことから、底堅さを増していくとみられる。こうしたもとの日本経済は、本年央頃には緩やかな回復経路に復していくとみられる。その後、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ことから、年度全体の成長率はかなり高めになると考えられる。2014年度から2015年度にかけては、消費税率引き上げによる振れの影響を受けつつも、輸出の増加や金融緩和効果に支えられた国内民間需要の前向きな動きが続き、基調的には潜在成長率を上回る成長が見込まれる⁴。2014年度までの見通しを、1月の中間評価時点と比べると、

⁴ 消費税率の引き上げは、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、経済に影響を及ぼすと考えられる。年度毎の成長率に及ぼす影響を定量的に試算すると、2013年度+0.3%ポイント程度、2014年度-0.7%ポイント程度、2015年度+0.2%ポイント程度となる。ただし、これらは、その時々所得環境や物価動向にも左右されるなど不確実性が大きく、相当な幅をもってみ

成長率は、「量的・質的金融緩和」の導入、金融資本市場の状況の好転、公共投資の増額などにより、上振れて推移すると見込まれる。

(2) 物価情勢

消費者物価（除く生鮮食品、以下同じ）の前年比は、このところゼロ%ないし小幅のマイナスが続いている。

先行きの物価上昇率を規定する要因を点検すると、第1に、マクロ的な需給バランスは、緩やかな改善傾向をたどり、見通し期間後半にかけて需要超過幅を拡大させていくと予想される。この間、労働需給の引き締まり傾向は明確となり、名目賃金にも次第に上昇圧力がかかっていると見込まれる。第2に、中長期的な予想物価上昇率については、足もと上昇を示唆する指標がみられる。先行きも、「量的・質的金融緩和」のもとで上昇傾向をたどり、「物価安定の目標」である2%程度に向けて次第に収斂していくと考えられる。第3に、輸入物価については、為替相場の動きが当面の上昇要因として働くうえ、国際商品市況が世界経済の成長に沿って緩やかな上昇基調をたどるとの想定のもと、見通し期間中、上昇を続けると見込まれる。

以上を前提に、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⁵、消費者物価の前年比は、マクロ的な需給バランスの改善や中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを反映して上昇傾向をたどり、見通し期間の後半にかけて、「物価安定の目標」である2%程度に達する可能性が高いとみている。今回の2014年度までの消費者物価の見通しを、1月の中間評価時点と比較すると、上振れしている。

る必要がある。

⁵ 2回の消費税率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機械的に試算すると、2014年度の消費者物価は2.0%ポイント、2015年度下期の消費者物価は1.3%ポイント（2015年度全体では0.7%ポイント）押し上げられる。

2. 上振れ要因・下振れ要因

(1) 経済情勢

上記の中心的な経済の見通しに対する上振れ、下振れ要因としては、第1に、国際金融資本市場の動向が挙げられる。欧州債務問題が国際金融資本市場の動揺と世界経済の大きな下振れにつながるテイル・リスクは後退しているが、欧州情勢を巡ってはなお不透明感が強く、今後の市場の展開を含め引き続き注意していく必要がある。

第2に、海外経済の動向に関する不確実性がある。米国については、バランスシート調整の進捗や住宅市場等における金融緩和効果の強まり、新型エネルギーの好影響などを背景に景気が上振れる可能性がある一方、財政問題などから下振れる可能性もある。また、緊縮財政の影響が続く欧州や、持続可能な成長経路との対比で過剰設備を抱えているとみられる中国では、成長率の高まる時期が想定よりも遅れる可能性がある。海外経済の成長率が想定通り高まったとしても、世界的な設備投資の回復が相対的に遅れる場合には、わが国の輸出や鉱工業生産は、資本財・部品のウエイトが高いだけに、十分な恩恵を受けられない可能性もある。

第3に、企業や家計の中長期的な成長期待は、規制・制度改革等の今後の展開次第によって、上下双方向に変化する可能性がある。

第4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は、その時々の実質所得や物価の動向によって大きく変化し得る。

第5に、財政の中長期的な持続可能性に対する信認が低下するような場合には、人々の将来不安の強まりや経済実態から乖離した長期金利の上昇などを通じて、経済の下振れにつながる惧れがある。一方、財政再建の道筋が明らかになり、人々の将来不安が軽減されれば、経済が上振れる可能性もある。

(2) 物価情勢

物価に固有の上振れ、下振れ要因としては、第1に、企業や家計の中長期的な予想物価上昇率の動向について不確実性が高い。企業や家計の予想物価上昇率が過去の緩やかな物価下落を反映するかたちで形成され、これがなかなか高まらない可能性がある一方、期待の転換により予想物価上昇率が比較的早期に上昇する可能性もある。

第2に、マクロ的な需給バランスに対する物価の感応度についても不確実性がある。企業が、厳しい競争環境が続く中でも、需給バランスの引き締め度合いに応じて価格や賃金を引き上げていくかどうか注意が必要である。

第3に、国際商品市況や為替相場の変動などに伴う輸入物価の動向や、その国内価格への転嫁の状況については不確実性が高い。

3. 金融政策運営

以上の経済・物価情勢について、「物価安定の目標」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、すなわち中心的な見通しについて点検すると、見通し期間の後半にかけて、日本経済は、2%程度の物価上昇率が実現し、持続的成長経路に復する可能性が高いと判断される。

次に、第2の柱、すなわち金融政策運営の観点から重視すべきリスクについて点検すると、中心的な経済の見通しについては、海外経済の動向など不確実性は大きいものの、リスクは上下にバランスしていると評価できる。物価の中心的な見通しについても、中長期的な予想物価上昇率の動向を巡って不確実性は大きいものの、リスクは上下に概ねバランスしていると考えられる。より長期的な視点から金融面の不均衡について点検すると、現時点では、資産市場や金融機関行動において過度な期待の強気化を示す

動きは観察されない。もともと、政府債務残高が累増する中で、金融機関の国債保有残高は高水準である点には留意する必要がある⁶。

先行きの金融政策運営については、日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する⁷。その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う。

このような金融政策運営は、実体経済や金融市場に表れ始めた前向きな動きを後押しするとともに、高まりつつある予想物価上昇率を上昇させ、日本経済を、15年近く続いたデフレからの脱却に導くものと考えている。

以 上

⁶ 詳しくは「金融システムレポート」（日本銀行2013年4月）を参照。

⁷ 日本銀行は、「量的・質的金融緩和」の実施に当たり、市場から大量の長期国債を買入れることとなるが、これは、金融政策目的で行うものであり、財政ファイナンスではない。日本銀行としては、政府が、1月の「共同声明」の趣旨に沿って、持続可能な財政構造を確立するための取り組みを着実に推進することを強く期待している。

(参考)

▽2012～2015 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 | 消費者物価指数 (除く生鮮食品) | 消費税率引き上げの 影響を除くケース |
|----------|---------------------|---------------------|-----------------------|
| 2012 年度 | +1.0～+1.0 <+1.0> | -0.2 | / |
| 1月時点の見通し | +1.0～+1.1 <+1.0> | -0.2～-0.1 <-0.2> | |
| 2013 年度 | +2.4～+3.0 <+2.9> | +0.4～+0.8 <+0.7> | |
| 1月時点の見通し | +1.9～+2.5 <+2.3> | +0.3～+0.6 <+0.4> | |
| 2014 年度 | +1.0～+1.5 <+1.4> | +2.7～+3.6 <+3.4> | +0.7～+1.6 <+1.4> |
| 1月時点の見通し | +0.6～+1.0 <+0.8> | +2.5～+3.0 <+2.9> | +0.5～+1.0 <+0.9> |
| 2015 年度 | +1.4～+1.9 <+1.6> | +1.6～+2.9 <+2.6> | +0.9～+2.2 <+1.9> |

(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、既に決定した政策を前提として、また先行きの政策運営については市場の織り込みを参考にして、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、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消費者物価の見通し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年度と2015年度の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(2014年度:+2.0%ポイント、2015年度:+0.7%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。

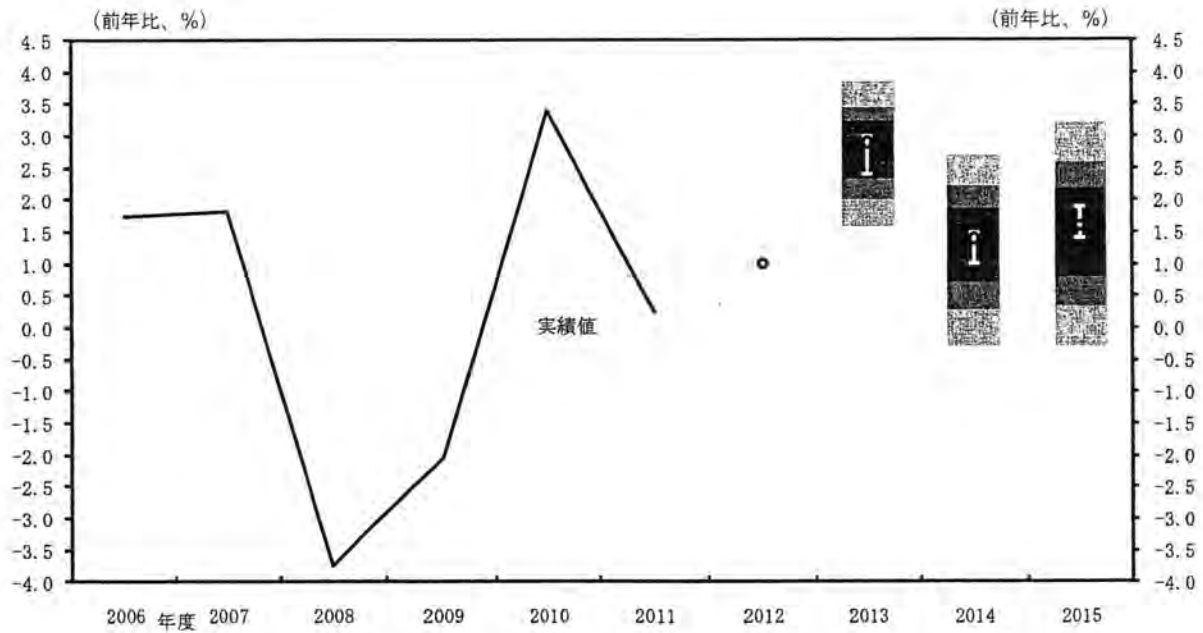
(注5) 政策委員全員の見通しの幅は下表の通りである。

——対前年度比、%。

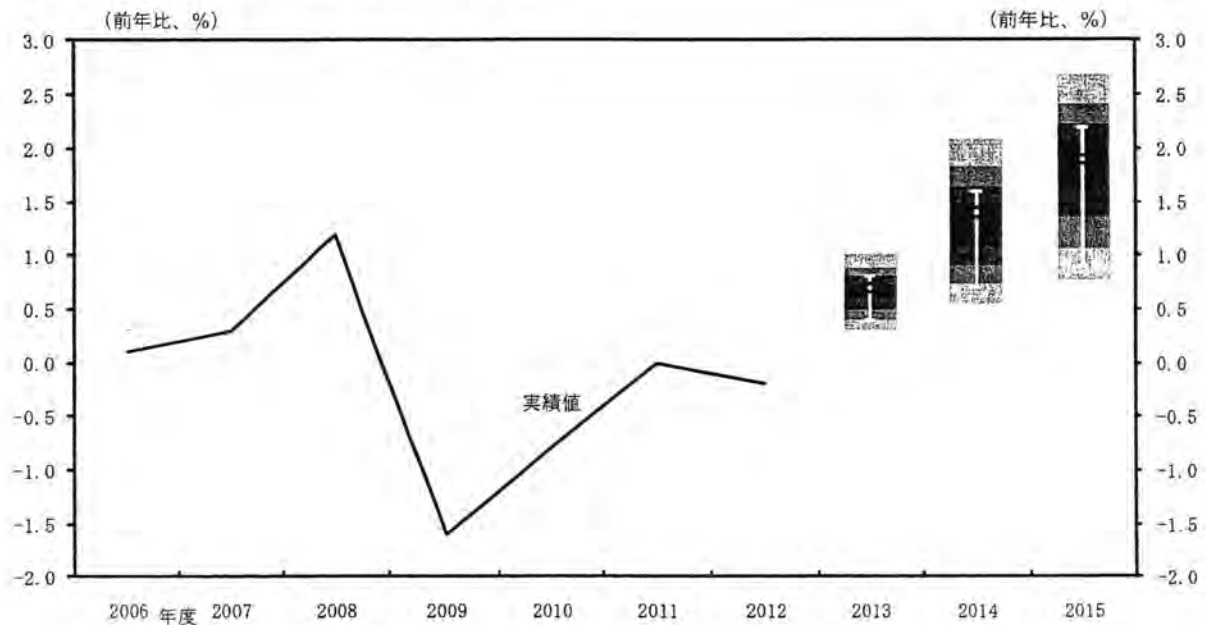
| | 実質GDP | 消費者物価指数 (除く生鮮食品) | 消費税率引き上げの 影響を除くケース |
|----------|-----------|---------------------|-----------------------|
| 2012 年度 | +1.0～+1.1 | -0.2 | / |
| 1月時点の見通し | +0.9～+1.1 | -0.2～-0.1 | |
| 2013 年度 | +2.1～+3.1 | +0.4～+1.0 | |
| 1月時点の見通し | +1.8～+2.5 | +0.1～+0.7 | |
| 2014 年度 | +0.6～+1.7 | +2.6～+3.7 | +0.6～+1.7 |
| 1月時点の見通し | +0.2～+1.3 | +2.4～+3.0 | +0.4～+1.0 |
| 2015 年度 | +1.3～+2.1 | +1.5～+3.0 | +0.8～+2.3 |

▽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。

| | | | |
|-------------|------------------------|------------------------|------------------------|
| 上位40%~下位40% | 上位30%~40% 下位30%~40% | 上位20%~30% 下位20%~30% | 上位10%~20% 下位10%~20% |
|-------------|------------------------|------------------------|------------------------|

(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。

一覽後廃棄

要 回 収

要 注 意

<不開示情報：有（種類：審議・検討）>

<配付先：金融政策決定会合参加者>

[議 長 案]

金 融 市 場 調 節 方 針 の 決 定 に 関 す る 件

(案 件)

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添のとおり公表すること。

記

マネタリーベースが、年間約60～70兆円に相当するペースで増加
するよう金融市場調節を行う。

以 上

別 添

2013年4月26日

日 本 銀 行

当面の金融政策運営について（案）

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／賛成○反対○）。

マネタリーベースが、年間約60～70兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。

以 上

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（2013年4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。

1. 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（不変）

以上を前提に、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、消費者物価の前年比は、マクロ的な需給バランスの改善や中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを反映して上昇傾向をたどり、見通し期間の後半にかけて、「物価安定の目標」である2%程度に達する可能性が高いを見通せるようになる」とみている。今回の2014年度までの消費者物価の見通しを、1月の中間評価時点と比較すると、上振れし

ている。

2. 略（不変）

3. 金融政策運営

略（不変）

まず、第1の柱、すなわち中心的な見通しについて点検すると、見通し期間の後半にかけて、日本経済は、2%程度の物価上昇率が実現しを目指し、持続的成長経路に復する可能性が高いと判断される。

次に、第2の柱、すなわち金融政策運営の観点から重視すべきリスクについて点検すると、中心的な経済の見通しについては、海外経済の動向など不確実性は大きいものの、リスクは上下にバランスしていると評価できる。物価の中心的な見通しについてもは、中長期的な予想物価上昇率の動向を巡って不確実性はが大きいもののく、リスクは上下に概ねバランスしているやや非対称であると考えられる。より長期的な視点から金融面の不均衡について点検すると、現時点では、資産市場や金融機関行動において過度な期待の強気化を示す動きは観察されない。もつとも、政府債務残高が累増する中で、金融機関の国債保有残高は高水準である点には留意する必要がある。

略（不変）

以 上

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 >

[木内委員案]

「経済・物価情勢の展望（2013年4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。

1. 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（不変）

以上を前提に、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、消費者物価の前年比は、マクロ的な需給バランスの改善や中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを反映して上昇傾向をたどり、見通し期間の後半にかけて、~~「物価安定の目標」~~である2%程度に達する可能性が高いとみている上昇幅を緩やかに拡大させていくことが見

込まれる。 今回の 2014 年度までの消費者物価の見通しを、1 月の中間評
価時点と比較すると、上振れしている。

2. 略（不変）

3. 金融政策運営

略（不変）

まず、第 1 の柱、すなわち中心的な見通しについて点検すると、見通し
期間の後半にかけて、日本経済は、2%程度の物価上昇率が実現し物価上
昇率を緩やかに高めつつ、持続的成長経路に復する可能性が高いと判断さ
れる。

略（不変）

先行きの金融政策運営については、日本銀行は、中長期的に 2%の「物
価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時
点まで、「量的・質的金融緩和」を継続するす。その際うえで、経済・物
価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う「量
的・質的金融緩和」を 2 年間程度の集中対応措置と位置付け、その後柔軟
に見直すこととする。

略（不変）

以 上

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 >

[白井委員案]

「経済・物価情勢の展望（2013年4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。

1. 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（不変）

以上を前提に、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、消費者物価の前年比は、マクロ的な需給バランスの改善や中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを反映して上昇傾向をたどり、見通し期間の後半にかけて、「物価安定の目標」である2%程度に達する可能性が高いとみている。今回の2014年度までの消費者物価の見通

しを、1月の中間評価時点と比較すると、上振れしている。

上記（１）、（２）に基づき、先行き３年程度の経済・物価の中心的な見通しを点検すると、見通し期間の後半にかけて、日本経済は、２％程度の物価上昇率が実現し、持続的成長経路に復する可能性が高いと判断される。

２．上振れ要因・下振れ要因

（１）経済情勢

略（不変）

第４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は、その時々の実質所得や物価の動向によって大きく変化し得る。の影響については、極めて緩和的な金融環境のもとで、インフレ率の上昇が国民の予想を大きく上回った場合、急激な実質所得の減少に伴う需要減少が生じる可能性がある。

略（不変）

以上に基づくと、中心的な経済の見通しについては、海外経済の動向など不確実性は大きいものの、リスクは上下にバランスしていると評価できる。

（２）物価情勢

略（不変）

以上に基づくと、物価の中心的な見通しについても、中長期的な予想物価上昇率の動向を巡って不確実性は大きいものの、リスクは上下に概ねバランスしていると考えられる。

3. 金融政策運営

~~以上の経済・物価情勢について、「物価安定の目標」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、すなわち中心的な見通しについて点検すると、見通し期間の後半にかけて、日本経済は、2%程度の物価上昇率が実現し、持続的成長経路に復する可能性が高いと判断される。~~

~~次に、第2の柱、すなわち金融政策運営の観点から重視すべきリスクについて点検すると、中心的な経済の見通しについては、海外経済の動向など不確実性は大きいものの、リスクは上下にバランスしていると評価できる。物価の中心的な見通しについても、中長期的な予想物価上昇率の動向を巡って不確実性は大きいものの、リスクは上下に概ねバランスしていると考えられる。より長期的な視点から金融面の不均衡について点検すると、現時点では、資産市場や金融機関行動において過度な期待の強気化を示す動きは観察されない。もっとも、政府債務残高が累増する中で、金融機関の国債保有残高は高水準である点には留意する必要がある。~~

先行きの金融政策運営については、日本銀行は、2%の「物価安定の目

標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う。なお、より長期的な視点から金融面の不均衡について点検すると、現時点では、資産市場や金融機関行動において過度な期待の強気化を示す動きは観察されない。もつとも、政府債務残高が累増する中で、金融機関の国債保有残高は高水準である点には留意する必要がある。

略（不変）

以 上

要注意

公表時間

5月2日(木) 8時50分

<不開示情報：有（種類：審議・検討）>

<配付先：金融政策決定会合関係者限り>

<作成局における保管期間満了時期：2043年12月>

2013.5.2

日本銀行

(案)

政策委員会 金融政策決定会合

議事要旨

(2013年4月3、4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、2013年4月26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：2013年4月3日(14:00～16:33)
4月4日(8:59～13:35)

2. 場所：日本銀行本店

3. 出席委員：

| | | |
|----|-------|---------|
| 議長 | 黒田東彦 | (総 裁) |
| | 岩田規久男 | (副 総 裁) |
| | 中曾 宏 | (〃) |
| | 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 (3日) |
| | 山口俊一 | 財務副大臣 (4日) |
| 内閣府 | 松山健士 | 内閣府審議官 (3日) |
| | 甘利 明 | 経済財政政策担当大臣 (4日) |

(執行部からの報告者)

| | |
|-------------|--|
| 理事 | 雨宮正佳 |
| 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 (3日 15:07～16:33、 4日 10:23～13:35) |
| 企画局政策企画課長 | 神山一成 |
| 金融市場局長 | 青木周平 |
| 調査統計局長 | 前田栄治 |
| 調査統計局経済調査課長 | 鎌田康一郎 |
| 国際局長 | 外山晴之 |

(事務局)

| | |
|-----------|--|
| 政策委員会室長 | 吉岡伸泰 |
| 政策委員会室企画役 | 福永憲高 |
| 企画局企画調整課長 | 菅野浩之 (3日 15:07～16:33、 4日 10:23～13:35) |
| 企画局企画役 | 上口洋司 |
| 企画局企画役 | 小牧義弘 |

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（2013年3月6、7日）で決定された方針^(注)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、0.05%台後半から0.08%台後半の間で推移した。

資産買入等の基金の運営状況をみると、固定金利方式・共通担保資金供給オペレーションは、短期金融市場における資金余剰感が強いもとで、期間の短い資金供給を行うことにより札割れの回避に努めたが、札割れが頻発した。短期国債買入れの落札決定レートは、0.04%台で推移しているが、長期国債買入れの同レートは、直近実施分では0.06%近くまで上昇している。

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、総じて0.1%程度で推移しているが、弱含む場面もみられた。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、横ばい圏内で推移している。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年債および5年債利回りは、非常に低い水準で横ばい圏内の動きとなっていたが、足もと幾分強含んでいる。10年債および20年債の利回りは、投資家需要が強まる中、金融緩和期待もあって、2003年央以来の水準まで低下する場面もみられた。株価（日経平均株価）は、底堅く推移する中、足もとでは調整の動きもみられた。REIT価格は、値動きの大きい展開ながらも、大幅に上昇している。社債流通利回りの対国債スプレッドは、引き続き投資家の底堅い需要を背景に、総じて低位横ばい圏内で推移しており、業績悪化懸念からスプレッドが拡大した状態にある先の一部では、スプレッド縮小の動きがみられる。為替相場をみると、円の対米ドル相場は、振れを伴いながら幾分上昇している。円の対ユーロ相場は、キプロス支援などを巡る欧州情勢の不透明感の高まりから、ユーロ安方向の動きとなっている。

^(注) 「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。」

3. 海外金融経済情勢

海外経済は、昨年来の減速した状態から徐々に持ち直しに向かっている。

米国経済は、緩やかな回復基調が続いており、企業活動にも改善の動きが拡がりつつある。輸出は徐々に底入れしつつある。ひと頃慎重化していた企業マインドは改善してきており、設備投資も持ち直しつつある。個人消費は、社会保障税減税打ち切りの影響がみられているものの、雇用情勢が改善傾向を辿るもとの、基調としては、緩やかに増加している。住宅投資も、低水準ながら着実に持ち直している。こうしたもとの、生産は増加基調に復している。物価面をみると、総合ベースの消費者物価の前年比は、エネルギー価格の前年比プラス転化を主因に、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は、横ばい圏内の動きとなっている。

欧州経済は、緩やかな後退を続けている。輸出は底入れしつつあり、企業や家計のマインドも、国ごとのばらつきはあるものの、全体として一段の悪化には歯止めがかかりつつある。もっとも、緊縮財政が継続していることなどから、民間設備投資、個人消費ともに減少を続けている。こうしたもとの、生産は引き続き減少している。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中、消費者物価の前年比は、総合ベース、コアベースとも若干低下している。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、堅調な内需を背景に、安定化してきている。個人消費は、良好な雇用・所得環境のもとで、堅調に推移している。固定資産投資は、インフラ投資や不動産投資の増加から、底堅い伸びとなっている。また、輸出も、米国向けを中心に、持ち直しに向かっている。こうした内外需要のもとで、生産も安定化してきている。NIEs、ASEAN経済は、全体として持ち直しているが、その動きは企業部門ではなお緩やかな状態が続いている。輸出は徐々に持ち直しに向かっており、生産にも安定化の兆しがみられている。もっとも、企業マインドが依然として慎重なもとの、設備投資はNIEsを中心に伸び悩んでいる。この間、個人消費は、良好な雇用・所得環境のもとで、消費者心理の改善基調が続くASEANを中心に、底堅く推移している。物価面をみると、地域毎に差異はあるが、総じてみれば物価上昇率は横ばい圏内で推移している。この間、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、イタリアの政治情勢やキプロス支援

を巡る欧州情勢の不透明感の高まりから、欧州を中心にやや神経質な動きがみられたが、総じてみれば、欧州中央銀行による国債買入れスキームや欧州安定メカニズムといった各種の安全弁が整備されるなど、欧州債務問題への取り組みに一定の前進がみられてきたことなどを背景に、投資家のリスク回避姿勢は後退した状態にある。欧州の株価は、キプロス支援策の中で大口預金者に負担を求めたことなどから、銀行株を中心に軟化している。欧州系金融機関の資金調達環境は、全体として落ち着いた状態にあるが、やや神経質な動きもみられている。すなわち、ユーロのターム物金利の対OISスプレッドは低水準で横ばいの動きが続いているが、金融債の信用スプレッドは拡大しており、発行額も低調となっている。一方、欧州周縁国の国債利回りは、キプロスやギリシャでは上昇しているが、その他の国では横ばい圏内で推移しており、キプロス支援問題の波及は現在までのところ限定的である。ドイツやフランスの金利は低下している。この間、米国の株価は、米国景気に対する回復期待の強まりなどから、緩やかに上昇しており、最高値を更新する動きとなっている。米欧の社債市場をみると、信用スプレッドは、総じて横ばい圏内で推移しているほか、ハイ・イールド債の発行も引き続きしっかりしている。新興国・資源国の金融市場をみると、投資ファンド等を通じた資金流入が継続しつつも縮小しているもと、株価や通貨はなお高値圏にあるが、総じて下落している。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

輸出は、下げ止まっている。実質輸出は、10～12月まで2四半期連続で減少したあと、1～2月の10～12月対比は小幅の増加となった。先行きについては、海外経済の成長率が次第に高まっていくことなどを背景に、持ち直していくと考えられる。

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、10～12月まで4四半期連続で増加したあと、1月の10～12月対比も増加を続けた。発注の動きを示す公共工事請負金額は、昨年4～6月に大幅に増加したあとは、月々の振れは大きいですが、均してみれば横ばい圏内の動きを続けている。先行きの公共投資は、各種経済対策の効果から、引き続き増加傾向を辿るとみられる。ただし、建設業の人手不足など供給サイドのボトルネックの影響を受けて、実際の執行ペースは緩やかなものにとどまる可能性がある。

企業の業況感は、再び改善の動きがみられている。設備投資は、非

製造業に底堅さがみられるものの、既往の輸出や鉱工業生産の落ち込みの影響から製造業で減少しており、全体として弱めとなっている。機械受注は、10～12月に一旦前期比で増加したが、1月の10～12月対比は再び大きく減少しており、はっきりとした下げ止まりはなお確認できない。建築着工床面積は、10～12月まで4四半期連続で増加を続けたあと、1～2月の10～12月対比も増加した。設備投資の先行きについては、当面一部に弱さが残るものの、その後は、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辿ると予想される。

雇用・所得環境は、厳しい状態が続いているが、労働需給面で、再び改善に向かう動きがみられている。

個人消費は、消費者マインドが改善するもとの、底堅さを増しつつある。軽自動車を含む乗用車の新車登録台数は、10月にかけて大きく落ち込んだあと、11月以降は持ち直し傾向を続けており、1～3月は10～12月対比増加した。また、全国百貨店売上高は、10～12月に増加したあと、高額商品の売上げ増もあって、1～2月も増加した。先行きの個人消費は、次第に底堅さを増していくと考えられる。ただし、当面は、所得の弱さが抑制要因として残る可能性がある。

住宅投資は、持ち直し傾向にある。先行きも、引き続き持ち直し傾向を辿ると考えられる。

以上の内外需要を反映して、鉱工業生産は、下げ止まっており、持ち直しに向かう動きもみられている。先行きについては、海外経済の成長率が次第に高まっていくもとの、内外需要の動向を反映して、持ち直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、1～3月の鉱工業生産は、横ばい圏内の動きとみられる。4～6月については、国内向けが底堅く推移する中、海外経済の緩やかな回復などを受けて、持ち直していくとの感触である。

物価面をみると、国際商品市況は、足もと幾分弱めの動きもみられるが、総じてみれば横ばい圏内の動きとなっている。国内企業物価を3か月前比でみると、為替相場の動きを反映して上昇している。先行きは、当面、上昇を続けるとみられる。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、前年の耐久消費財の動きの反動から、小幅のマイナスとなっている。先行きは、当面、耐久消費財に加えてエネルギー関連についても前年の動きの反動が予想されるため、マイナスを続けたあと、再びゼロ%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。

コールレートが極めて低い水準で推移する中、企業の資金調達コストは低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・社債の発行残高は、概ね前年並みとなっている。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。マネーストックの前年比は、2%台後半のプラスとなっている。この間、市場参加者の中長期的な予想物価上昇率は、幾分上昇している。

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

1. 執行部からの説明

被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーションは、今4月末に受付期限を迎える。今後も復興関連需要が続くとみられる中、復興に向けた被災地金融機関の取り組みを引き続き支援する観点から、同オペレーションについては、現行1兆円の貸付枠のもとで、貸付の受付期限を2014年4月末まで1年延長することが適当と考えられる。併せて、被災地企業等にかかる担保要件の緩和措置についても、その適用期限を2015年4月末まで1年間延長することが適当と考えられる。

2. 採決

上記を内容とする「『被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション基本要領』等の一部改正に関する件」が採決に付され、全員一致で決定された。本件については、会合終了後、執行部より適宜の方法で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、イタリアの政治情勢やキプロ

ス支援問題などを巡る欧州情勢の不透明感の高まりから、一部にやや神経質な動きもみられるが、総じてみれば、欧州債務問題への取り組みに一定の前進がみられてきたことなどを背景に、投資家のリスク回避姿勢は後退した状態にあるとの認識で一致した。キプロス支援問題について、何人かの委員は、現在までのところ他の周縁国への影響は限定的であるが、銀行処理に当たり大口預金者やシニア債保有者にも負担を求めた結果、ユーロ圏当局の政策対応に疑心暗鬼が生まれており、今後の動きを注視していきたいと述べた。

海外経済について、委員は、欧州経済は引き続き緩やかに後退しているが、米国や中国経済を中心に、全体としてみれば昨年来の減速した状態から徐々に持ち直しに向かっているとの見方で一致した。先行きについて、委員は、国際金融資本市場が総じて落ち着いて推移するもとの、成長率が次第に高まっていくとの認識を共有した。

米国経済について、委員は、家計部門が底堅く推移している中、緩やかな回復基調を続けており、企業部門にも改善の動きが拡がりつつあるとの認識を共有した。ある委員は、自律回復のメカニズムが働き始めている可能性を指摘した。先行きについて、委員は、緩和的な金融環境に支えられ、緩やかな回復が続くとの見方で一致した。複数の委員は、足もとの住宅価格の上昇による資産効果が、今後の個人消費ひいては米国経済をしっかりと支えるのではないかとの見方を示した。一方、何人かの委員は、雇用回復力が力強さを欠くことや財政に関する不確実性などから、景気回復が後ずれするリスクを指摘した。

ユーロエリア経済について、委員は、欧州債務問題が長期化する中、緩やかな後退を続けているとの認識を共有した。先行きについて、委員は、当面、周縁国を中心に緊縮的な財政運営が続くことから、全体として景気の緩やかな後退が続く可能性が高いとの見方を共有した。ある委員は、長引く周縁国の内需の弱さを受けて、ドイツの企業部門の景況感に腰折れの兆しがみられており、ドイツを起点とする景気回復を後ずれさせる可能性があるとの見方を示した。別のある委員は、現在は欧州中央銀行による国債買入れスキームで時間を買っている状況であり、その間に、各種同盟や構造改革を着実に進展させることが重要であるとの認識を示した。

中国経済について、委員は、堅調な内需を背景に、安定化してきているとの認識を共有した。ただし、何人かの委員は、製造業PMIが50をやや上回る水準にとどまっていること、電力消費量の伸びが頭打ちになっていることなどを指摘し、未だ本格的な回復には至っていないとの見方を示した。先行きについて、委員は、成長テンポはかつて

に比べ緩やかになる可能性が高いが、内需が堅調に推移するもとで輸出も次第に持ち直し、回復が鮮明になっていくとの見方を共有した。ある委員は、緩やかな景気回復の初期段階にもかかわらず、物価や労働市場などに需給逼迫の兆しがみられており、中国の潜在成長率が低下している可能性がある」と指摘した。別のある委員は、住宅市況の高騰とそれに伴う当局の規制強化の影響を、先行きのリスクとして注視していると述べた。

NIEs、ASEAN経済について、委員は、全体として持ち直しているが、企業部門ではなお緩やかな動きにとどまっているとの認識で一致した。先行きについて、底堅い個人消費が下支えするもとで、輸出が次第に持ち直していくにつれて、徐々に回復ペースは増していくとの見方を共有した。

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。

わが国の景気について、委員は、全体として下げ止まっており、持ち直しに向かう動きもみられているとの認識を共有した。複数の委員は、1～3月の鉱工業生産が実勢では横ばいにとどまるとみられるなど、鉱工業生産の判断は、持ち直しに向かう動きがみられるとまでは言えないのではないかと指摘し、このうち一人の委員は、現時点では、わが国の景気は「下げ止まっている」という前月の判断から大きくは変わっていないとコメントした。最近の特徴点として、何人かの委員は、円安・株高を背景に、企業や家計のマインドが改善しており、内需の底堅さに繋がっていると指摘した。また、多くの委員は、海外経済の持ち直しや円安進行など外部環境の改善に比べ、輸出が弱い動きにとどまっていると指摘した。さらに、雇用・所得環境について、複数の委員は、大企業の正規社員の一部で賃上げの動きがみられているが、中小企業や非正規雇用も含めた全体の賃金が上昇するまでには、なお時間が必要であるとの見方を示した。

景気の先行きについて、委員は、国内需要が各種経済対策の効果もあって底堅く推移し、米国・中国などを中心に海外経済の成長率が次第に高まっていくことなどを背景に、緩やかな回復経路に復していくとの見方を共有した。ある委員は、予想インフレ率の上昇など期待が大きく変化していること、イールドカーブがフラット化していること、これにより予想実質金利が低下していることから、今後これらが設備投資や消費など実体経済に影響を与え、景気持ち直しの動きがさらに強まっていくとの見方を示した。一方、何人かの委員は、現在のマインド改善は期待先行の面があり、今後、企業収益、雇用や賃金といっ

た実体経済がバランス良く改善していくか、注視していきたいとの見解を示した。複数の委員は、先行きの設備投資について、1月の機械受注が減少したほか、3月短観の2013年度設備投資計画が製造業を中心に慎重なものにとどまっていると指摘したうえで、今後の動きを注視していきたいとの考えを示した。これに対し、ある委員は、3月短観では2013年度の企業の想定為替レートは85円と実勢比円高になっており、これが実勢に合わせて修正されれば改善が見込めると述べた。また、複数の委員は、株価など資産価格の上昇が設備投資を増加させるルートにも注目すべきとの見解を示した。

物価面について、委員は、消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、前年の耐久消費財の動きの反動から、小幅のマイナスとなっており、当面、耐久消費財に加えてエネルギー関連での前年の動きの反動からマイナスを続けたあと、再びゼロ%近傍で推移するとの見方で一致した。物価の先行きについて、委員は、GDPギャップの縮小や円安に伴うエネルギー価格の上昇もあって、徐々にプラスに転じていくとの見方で一致した。多くの委員は、物価連動国債から算出される予想インフレ率や各種アンケート調査をみると、足もと、市場や家計の予想物価上昇率が上昇していると指摘した。ただし、このうち一人の委員は、これらの指標から基調的な変化を識別するのは容易ではないため、その解釈には注意を要するとの見方を示した。何人かの委員は、2%の「物価安定の目標」をできるだけ早期に実現するには、予想物価上昇率の高まりによってフィリップスカーブが上方シフトするとともに、その勾配がスティープ化することで、需要の変化に対する物価の反応度が高まることが重要であるとの見方を示した。そのうちの複数の委員は、フィリップスカーブのスティープ化には、家計や企業の成長やインフレ予想を高め、企業が需要や賃金に見合った価格設定を行えるようになることや、賃金上昇を中心とする所得環境の改善がみられることが重要であるとの認識を示した。別の一人の委員は、フィリップスカーブのフラット化は強固なデフレ予想が原因であり、インフレ予想に転換するにつれて、フラット化は修正されていくとの見方を示した。

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、米国の財政問題の帰趨や経済の回復力、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など、日本経済を巡る不確実性は引き続き大きいとの見解で一致した。何人かの委員は、わが国企業の製品競争力の低下や海外進出企業の現地調達進展により、海外経済の好転や為替円安化に応じて輸出が増加する度合いが小さく

なっている可能性を指摘した。ある委員は、中長期的な予想インフレ率の上昇ペースが遅れるリスクには、引き続き注意が必要であると指摘した。

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。一人の委員は、1%の「当面の物価安定の目途」から2%の「物価安定の目標」に変更した分、テイラー・ルールからみた政策金利水準は相対的に金融の緩和度合いが後退していると指摘した。

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などを背景に、極めて安定しており、短国レートはやや弱含んでいるとの見方で一致した。委員は、金融機関の貸出金利は低水準で推移しており、企業からみた金融機関の貸出態度や企業の資金繰りなどに関する指標は改善した状態が続いているとの認識を共有した。CP・社債市場の発行環境について、委員は、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。

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、当面の金融政策運営に関する議論を行った。

基本的な考え方として、委員は、日本銀行は、1月の会合で決定した消費者物価の前年比上昇率2%の「物価安定の目標」を、できるだけ早期に実現するのが使命であるとの認識を改めて共有した。多くの委員は、前回までの会合でも議論してきたように、「包括的な金融緩和政策」の下で、オペの札割れが頻発しているほか、さらに追求できる政策効果にも限界がみられることから、政策の枠組み全体を見直す必要があるとの見解を示した。このうちのある委員は、従来の政策では、国民から「物価安定の目標」の達成にはなお不十分とみられていると述べた。そのうえで、委員は、これまでも「包括的な金融緩和政策」の下で相当規模の金融緩和を実施してきたが、なおデフレ脱却に至っていないことから、「物価安定の目標」をできるだけ早期に達成するためには、量と質の両面で、これまでとは次元の違う金融緩和を行う必要があるとの認識を共有した。何人かの委員は、実体経済や金融市場に前向きな動きが表れ始めた現在は絶好の機会であり、これを活かす必要があると述べた。多くの委員は、「物価安定の目標」の具体的な達成期間として、2年程度を念頭に置いて対応を進めることが考えられるとの認識を示した。これに対し、一人の委員は、2年程度

という達成期間を示すのは、目標達成への不確実性などを踏まえるとリスクが高いと述べた。また、委員は、これまでの漸進的アプローチから転換し、戦力の逐次投入はしないという考え方で一致した。これに関連し、何人かの委員は、2%の「物価安定の目標」の実現に必要な政策は全て決定したと市場に受け取られるように、インパクトのある規模の政策とすることが重要であるとの考えを示した。さらに、委員は、分かりやすい情報発信が重要であるとの認識で一致した。これに関して、一人の委員は、従来の金融政策の枠組みが複雑で分かりにくかったことに加え、情報発信が必ずしも効果的でなかったことが、政策効果を削いでいた面があると指摘した。この間、大規模な金融緩和の副作用について、ある委員は、過度な金利低下のもとで、①金融機関の貸出意欲がかえって減退すること、②金融機関が収益確保のために保有債券のデュレーションを延長し、その結果として、金融システムが金利上昇に対して脆弱になること、③生保・年金基金等の機関投資家の運用が圧迫されること、などの可能性に注意する必要があると指摘した。また、別のある委員は、①財政ファイナンスの観測を高める可能性、②市場機能が大きく損なわれる可能性、③金融市場で大規模な資産購入の実現可能性に疑問が持たれ、政策効果が減じる可能性について、十分認識する必要があると述べた。

以上の議論を踏まえ、委員は、具体的な金融緩和の内容について、①金融市場調節方針の操作目標、②操作目標と長期国債買入れの増額規模、③その際の資産買入れ等の基金や「銀行券ルール」の扱い、④リスク性資産の買入れ、⑤今回の金融緩和措置の継続期間、という論点などについて議論を行った。この間、委員の質問に対応して、執行部からは、オペレーション上の対応可能性とリスク量、マネタリーベースと長期国債保有残高との計数上の対応関係、政策効果についての定量的な分析などについて補足説明を行った。

金融市場調節方針の操作目標について、委員は、量的な金融緩和を推進する観点から、現在の無担保コールレート（オーバーナイト物）に代え、何らかの量的な指標に変更することが適当との見解で一致した。ある委員は、基金の規模拡大が事実上の金融緩和手段となる中、従来の金利目標が形骸化している面があると指摘したうえで、操作目標を金利から量的な指標に変更することで、新しい枠組みに変わったというメッセージを発信することができるとの考えを示した。そのうえで、委員は、具体的な操作目標としては、「日本銀行のバランスシート規模」や「日銀当座預金残高」も考えられるが、日本銀行が直接供給する通貨の量を示す「マネタリーベース」が、日本銀行の政策姿

勢を市場や国民に分かりやすく伝える観点などから、適当であるとの認識を共有した。

次に委員は、「物価安定の目標」を2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現するために必要となるマネタリーベースと長期国債買入れの増額規模について議論した。委員は、そのためには、長期金利や資産価格に働きかけることを通じて需要を喚起するほか、市場や経済主体のデフレ期待を抜本的に転換させることが必要であり、従来の延長線上ではないような相当な規模とすべきとの認識で一致した。複数の委員は、少なくとも、包括緩和のもとで既に決まっている長期国債買入れ額やマネタリーベースの残高見通しを大きく上回る規模とする必要があるとの認識を示した。別の一人の委員は、マーケットに対して最大限のインパクトを与える規模として、例えば長期国債の保有残高を年間50兆円程度増やす必要があるとの見解を示した。また、別のある委員は、包括緩和における長期国債の買入れの効果や、非伝統的政策下での当座預金残高と物価の関係についての定量的な関係などを参考にすべきと述べた。別のある委員は、既存の定量的な分析結果によると、資産買入れがインフレ期待を引き上げる効果には不確実性が大きいと指摘した。こうした議論を踏まえ、委員は、分析手法による差異も大きく、かなりの幅を持って判断すべきであるが、消費者物価に相応の影響を与えるためには数十兆円規模が必要になるとの認識を共有した。ある委員は、マネタリーベースと期待インフレ率の中長期的な関係やマッカラムルールからみたマネタリーベースの伸び率について見解を述べた。次に、委員は、オペレーション上の対応可能性も踏まえる必要があるとの認識に立って、長期国債の買入れ対象を全銘柄に広げることが前提にすれば、月7兆円程度の買入れが可能であるとの見解で一致した。以上のような、①市場や経済主体の期待への働きかけ、②定量的な効果についての分析、③オペレーション上の対応可能性などを踏まえた判断として、委員は、マネタリーベースを年間約60～70兆円に相当するペースで増加させること、また、長期国債の保有残高を年間約50兆円に相当するペースで増加するよう買入れることが適当であるとの認識で一致した。また、委員は、これらを実施した場合、マネタリーベースと長期国債の保有残高は、それぞれ2年間で2倍になるとの見通しを共有した。

長期国債買入れの対象年限について、委員は、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、長期国債の買入れ対象を40年債を含む全ゾーンの国債とすることが適当との見解で一致した。複数の委員は、幅広い年限の国債を買入れることによって、買入れを円滑に進めるこ

とも期待できるとの見方を示した。そのうえで、委員は、買入れの平均残存期間を、現状の3年弱から国債発行残高の平均並みの7年程度に延長することが考えられるとの見解で一致した。何人かの委員は、買入れの平均残存期間は、金融機関の応札状況によって振れが生じるため、6～8年程度と幅をもってみる必要があるとの考えを示した。別の何人かの委員は、超長期ゾーンの国債は年金や生保などがALM上の目的で購入しているため、買入れに当たっては配慮が必要であると指摘した。このうち複数の委員は、こうした配慮の結果、買入れの平均残存期間は7年より短く、6～7年になることも許容するとの考えを示した。

この間、委員は、大規模な国債買入れを円滑に行うためには、取引先金融機関の積極的な応札など市場参加者の協力が欠かせないとしたうえで、市場参加者との間で、金融市場調節や市場取引全般に関し、これまで以上に密接な意見交換の場を設ける必要があるとの認識を共有した。複数の委員は、差し当たり、市場の国債の流動性に支障が生じないように、国債補完供給制度(SLF)の要件を緩和してはどうかとの考えを示した。また、大方の委員は、補完当座預金制度の付利金利については、現状を維持するのが適当であるとの認識を示した。

資産買入等の基金の扱いについて、委員は、分かりやすく市場関係者や経済主体に情報発信するとの観点から、長期国債の買入れを拡大するに当たっては、資産買入等の基金を廃止し、そのうえで、既存の残高は、「金融調節上の必要から行う国債の買入れ(いわゆる輪番オペ)」とともに、今回の長期国債の買入れに吸収することが適当であるとの認識を共有した。ある委員は、今回の長期国債買入れの下で、成長通貨の供給という輪番オペの目的と、デフレ脱却という資産買入等の基金の目的を同時に追求するという整理が可能であれば、外部からも分かりやすくなるのではないかと述べた。「銀行券ルール」の扱いについて、委員は、輪番オペと資産買入等の基金による長期国債保有額の合計は既に銀行券発行残高を超えており、今後大規模に国債を買入れていくうえで遵守することは難しいという認識で一致した。そのうえで、委員は、中央銀行にとって「銀行券ルール」の基本的な考え方自体は維持すべきものであり、ルールを廃止するのではなく、今回導入する政策を実施するに際して、運用を一時停止することを明確にするのが適当であるとの認識を共有した。複数の委員は、海外でも平時には銀行券ルールに類する考え方を取っている国があるが、大規模な金融緩和の際は運用を一時停止していると述べた。多くの委員は、長期国債の買入れは日本銀行自らの判断で金融政策として行うも

のであり、「銀行券ルール」の一時停止が日本銀行による財政ファイナンスとの観測を高めないように、対外的に丁寧に説明していく必要があるとの見解を示した。そのうちの一人の委員は、銀行券ルールに代わるより適切な措置を見出す努力を続ける必要があると述べた。

リスク性資産の買入れについて、委員は、ETFは、新規組成が可能であり、市場規模による制約を考える必要はないが、J-REITは、買入れ余地に制約があるとの認識を共有した。そのうえで、委員は、資産価格のリスクプレミアムに働きかける観点から、日本銀行のETFの保有残高が年間約1兆円、J-REITが年間約300億円に相当するペースで増加するよう買入れることが適当との見解で一致した。この間、CP、社債の買入れについて、委員は、信用スプレッドが低位で安定的に推移していることを踏まえると、年末末までは予め示している残高目標を目指して積み上げ、その後はその残高を維持することが適当であるとの認識で一致した。

委員は、国債やリスク資産を大量に買入れるに当たっては、日本銀行の財務の健全性維持が重要であるとの認識を共有した。一人の委員は、政府との間での損失補填ルールについても検討に値するのではないかと述べた。

今回の金融緩和措置の継続期間について、大方の委員は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで継続することが適当であるとの認識を示した。これに対し、一人の委員は、相応にリスクの高い前例のない規模の資産買入れを行うことになるので、2年間程度を集中対応期間と位置付けてその後の政策の柔軟性を確保したうえで、今回の金融緩和措置を導入するのが適当であるとの見解を示した。一方、ある委員は、事前に2年間と期間を区切ると、金融市場での期待形成がスムーズに行われないと指摘した。また、別のある委員は、フォワード・ガイダンス政策の観点からは、具体的な期間を定めない方が効果が高いと述べた。こうした議論を踏まえて、大方の委員は、日本銀行として、2年程度の期間を念頭に置いて2%の物価安定の目標を実現する決意であるが、金融緩和の継続期間としては、最初から2年と限定するのではなく、「物価安定の目標」との関係で定めることが適当であるとの認識で一致した。この間、委員は、こうした金融緩和を行っていくに当たっては、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行うことが適当との認識を共有した。ある委員は、リスクの点検については、これまで以上に入念にする必要があるとの認識を示した。

以上の議論を経て、委員は、今回の金融緩和は、マネタリーベース

および長期国債・ETFの保有額を2年間で2倍に拡大し、長期国債買入れの平均残存期間を2倍以上に延長するなど、量と質の両面でこれまでとは全く次元の違う極めて大胆な金融緩和であり、これを「量的・質的金融緩和」と呼ぶことが適当であるとの認識で一致した。また、委員は、「量的・質的金融緩和」は、できるだけ早期に2%の物価安定目標を実現するという、日本銀行の決意を裏打ちする政策であるとの認識を共有した。すなわち、「量的・質的金融緩和」は、①長めの金利や資産価格のプレミアムを低下させる効果、②これまで長期国債の運用を行っていた金融機関や投資家が、株式や外債等のリスク資産へ運用をシフトさせたり、貸出を増やしたりするといった、いわゆるポートフォリオ・リバランス効果、③市場や経済主体のデフレ期待を抜本的に転換する効果が期待でき、これらの効果を通じて、実体経済や金融市場に表れ始めた前向きな動きを後押しするとともに、高まりつつある予想物価上昇率を上昇させることによって、日本経済を15年近く続いたデフレからの脱却に導くものであるとの認識を共有した。

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。

- この度、就任された黒田総裁、岩田副総裁、中曾副総裁におかれては、デフレ脱却に向けた確固たる決意と多様なご経験・ご業績を活かしてリーダーシップを発揮し、内外の期待に添えて頂きたい。
- わが国の景気は、一部に弱さが残るが、このところ持ち直しの動きがみられる。先行きは、当面、一部に弱さが残るが、輸出環境の改善や経済対策、金融政策の効果等を背景に、次第に景気回復へ向かうことが期待される。物価は緩やかなデフレ状況が続いているが、最近では家計の先行きの物価予想の上昇が続く、また企業の先行きの業況判断が改善に向かい、春闘では報酬引き上げの動きもみられる。
- 政府は、先月末、経済財政諮問会議で緊急経済対策の進捗状況を確認した。補正予算成立から約1か月でほぼ全ての事業が着手され、40件超の事業が既に契約され実際に動き始めた。まさに「三本の矢」のうち機動的な財政政策が快調に軌道に乗りつつある。この効果を一日も早く発現させるため、今後も各府省を督励する。また、この度、交渉参加を決断したTPPは、成長戦略の大きな柱であり、わが国が世界経済の成長を取り込むうえで重要である。交渉力を駆使し、国益に適う最善の道を追及する。なお、政府・日本銀行の共

同声明のとおり、政府は財政運営に対する信認を確保する観点から、持続可能な財政構造を確立するための取組みを着実に推進する。

- 日本銀行には、共同声明のとおり、2%の物価安定目標をできるだけ早期に実現するように大胆な金融緩和を強く期待する。目標の達成への道筋をしっかりと描き、経済財政諮問会議等で説明責任を果たしてほしい。あらゆる機会を活用した政府と日本銀行の連携強化が重要である。日本銀行が新体制の下で、物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に大いに貢献することを期待する。

また、財務省の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 政府は、デフレ脱却に向け金融政策の果たすべき役割は極めて大きく、共同声明にあるとおり、2%の物価安定目標をできるだけ早期に実現することを目指し、日本銀行が大胆な金融緩和を推進して頂くことが重要と考えている。新執行部には強力なリーダーシップを発揮して頂けるものと期待する。
- 政府としても、共同声明にあるように機動的な財政政策や成長力強化等の取組みを進めていく。まずは先般、平成25年度税制改正法案が成立した。引き続き、平成25年度予算の成立に向け全力で取り組む。さらに、年央を目途に成長戦略を取り纏める。また、大胆な金融政策を推進するに当たり、財政に対する信認を確固たるものにするのが重要であるため、財政健全化目標を実現すべく、中期財政計画を年央を目途に策定する。こうした政策対応により、日本経済再生と財政健全化の双方を実現すべく、全力で取り組む。
- 大胆な金融政策は、デフレ不況からの脱却に向けた「3本の矢」の中でも特に重要だが、目標達成に向けた道筋はいまだ描けていない。こうした状況のもと、「量的・質的金融緩和」が提案されたことは、2%の物価安定目標の早期実現に向け、新体制として大きな一歩を踏み出されたものと政府としても歓迎する。日本銀行の財務基盤の健全性確保のあり方については、日本銀行の考えもよく伺っていきたい。
- 今後とも、物価安定目標の実現に向け積極・果断な金融政策運営を行うとともに、目標達成に向けた道筋についての説明責任を内外に対してきちんと果たして頂くようお願いする。

VI. 採決

1. 金融市場調節方針

以上の議論を踏まえ、委員は、金融市場調節方針を、無担保コールレート(オーバーナイト物)からマネタリーベースに変更したうえで、マネタリーベースが、年間約 60~70 兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行うことが適当である、との見解で一致した。

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. 金融市場調節の操作目標を、無担保コールレート(オーバーナイト物)からマネタリーベースに変更すること。
2. 金融市場調節方針を下記のとおりとすること。

記

マネタリーベースが、年間約 60~70 兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。

3. 対外公表文は別途決定すること。

採決の結果

賛成：黒田委員、岩田委員、中曾委員、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

2. 長期国債買入れの拡大および年限長期化に関する件

議長から、委員の見解を取りまとめる形で、長期国債の保有残高が年間約 50 兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行うこと、また、長期国債の買入れ対象を 40 年債を含む全ゾーンの国債としたうえで、買入れの平均残存期間を、現状の 3 年弱から国債発行残高の平均並みの 7 年程度に延長する旨の議案が提出され、採決に付された。採決の結果、全員一致で決定された。

3. ETFおよびJ-REITの買入れの拡大に関する件

議長から、委員の見解を取りまとめる形で、ETFおよびJ-RE

ITの保有残高が、それぞれ年間約1兆円、年間約300億円に相当するペースで増加するよう買入れを行うとする議案が提出され、採決に付された。採決の結果、全員一致で決定された。

4. 「量的・質的金融緩和」の継続に関する件

議長から、委員の大勢意見を取りまとめる形で、「『量的・質的金融緩和』は、2%の『物価安定の目標』の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う。」ことを公表する旨の議案が提出され、採決に付された。採決の結果、賛成多数で決定された。

採決の結果

賛成：黒田委員、岩田委員、中曾委員、宮尾委員、森本委員、
白井委員、石田委員、佐藤委員

反対：木内委員

5. 「量的・質的金融緩和」の導入に伴う関連基本要領の制定および廃止等に関する件

議長から、「量的・質的金融緩和」の導入に伴う関連基本要領の制定および廃止等に関する議案が提出され、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、適宜の方法で公表されることとされた。

VII. 対外公表文（『量的・質的金融緩和』の導入について）の検討

以上の議論を踏まえ、対外公表文が検討され、多数意見が形成された。これに対し、一人の委員は、①2%の「物価安定の目標」を2年程度の期間を念頭に置いて達成するには、大きな不確実性がある、②そうした中、「量的・質的金融緩和」が長期間にわたって続くという期待が高まれば、金融面での不均衡形成などにつながる懸念があるとしたうえで、「量的・質的金融緩和」の継続期間は2年程度に限定し、その時点で柔軟に見直すとの考えを明らかにすべきとの見解を示し、議案を提出したいと述べた。この結果、以下の2つの議案が採決に付されることとなった。

1. 木内委員案

木内委員からは、①「2年程度の期間を念頭に置いて」を削除、②その次に「2年間程度を集中対応期間と位置づけて、『量的・質的金融緩和』を導入する」との一文を追加、③「『量的・質的金融緩和』の継続」の段落を削除するとの議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、反対多数で否決された。

採決の結果

賛成：木内委員

反対：黒田委員、岩田委員、中曽委員、宮尾委員、森本委員、
白井委員、石田委員、佐藤委員

2. 議長案

議長からは、対外公表文（『量的・質的金融緩和』の導入について）＜別紙＞が提案され、採決に付された。採決の結果、全員一致で決定され、会合終了後、直ちに公表することとされた。

VIII. 議事要旨の承認

議事要旨（3月6、7日開催分）が全員一致で承認され、4月9日に公表することとされた。

以 上

2013年4月4日

日本銀行

「量的・質的金融緩和」の導入について

1. 日本銀行は、本日の政策委員会・金融政策決定会合において、以下の決定を行った。

(1) 「量的・質的金融緩和」の導入

日本銀行は、消費者物価の前年比上昇率2%の「物価安定の目標」を、2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する^(注1)。このため、マネタリーベースおよび長期国債・ETFの保有額を2年間で2倍に拡大し、長期国債買入れの平均残存期間を2倍以上に延長するなど、量・質ともに次元の違う金融緩和を行う。

① マネタリーベース・コントロールの採用（全員一致）

量的な金融緩和を推進する観点から、金融市場調節の操作目標を、無担保コールレート（オーバーナイト物）からマネタリーベースに変更し、金融市場調節方針を以下のとおりとする。

「マネタリーベースが、年間約60～70兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。」¹

② 長期国債買入れの拡大と年限長期化（全員一致）

イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、長期国債の保有残高が年間約50兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う²。

また、長期国債の買入れ対象を40年債を含む全ゾーンの国債としたうえで、買入れの平均残存期間を、現状の3年弱³から国債発行残高の平均並みの7年程度⁴に延長する。

③ ETF、J-REITの買入れの拡大（全員一致）

¹ この方針のもとで、マネタリーベース（2012年末実績138兆円）は、2013年末200兆円、2014年末270兆円となる見込み（別紙）。

² 毎月の長期国債のグロスの買入れ額は7兆円強となる見込み。

³ 「資産買入等の基金による長期国債の買入れ」と「金融調節上の必要から行う国債買入れ」を合わせた全体の平均。

⁴ 長期国債買入れの平均残存期間は、金融機関の応札状況によって振れが生じるため、6～8年程度と、幅をもってみる必要がある。

資産価格のプレミアムに働きかける観点から、ETFおよびJ-REITの保有残高が、それぞれ年間約1兆円、年間約300億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う⁵。

④「量的・質的金融緩和」の継続^(注1)（賛成8反対1）^(注2)

「量的・質的金融緩和」は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う。

(2)「量的・質的金融緩和」に伴う対応

①資産買入等の基金の廃止

資産買入等の基金は廃止する。「金融調節上の必要から行う国債買入れ」は、既存の残高を含め、上記の長期国債の買入れに吸収する。

②銀行券ルールの一時的適用停止

上記の長期国債の買入れは、金融政策目的で行うものであり、財政ファイナンスではない。また、政府は、1月の「共同声明」において、「日本銀行との連携強化にあたり、財政運営に対する信認を確保する観点から、持続可能な財政構造を確立するための取組を着実に推進する」としている。これらを踏まえ、いわゆる「銀行券ルール」⁶を、「量的・質的金融緩和」の実施に際し、一時停止する。

③市場参加者との対話の強化

上記のような巨額の国債買入れと極めて大規模なマネタリーベースの供給を円滑に行うためには、取引先金融機関の積極的な応札など市場参加者の協力が欠かせない。市場参加者との間で、金融市場調節や市場取引全般に関し、これまで以上に密接な意見交換を行う場を設ける。また、差し当たり、市場の国債の流動性に支障が生じないように、国債補完供給制度（SLF）の要件を緩和する。

(3) 被災地金融機関支援資金供給の延長

被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーションおよび被災地企業等にかかる担保要件の緩和措置を1年延長する。

⁵ CP等、社債等については、本年末にそれぞれ2.2兆円、3.2兆円の残高まで買入れたあと、その残高を維持する。なお、CP等、社債等、ETFおよびJ-REITの銘柄別の買入れ限度については、従来通りとする。

⁶ 「金融調節上の必要から行う国債買入れ」を通じて日本銀行が保有する長期国債の残高について、銀行券発行残高を上限とするという考え方（2001年3月19日決定）。

2. わが国経済は下げ止まっており、持ち直しに向かう動きもみられている。先行きは、堅調な国内需要と海外経済の成長率の高まりを背景に、緩やかな回復経路に復していくと考えられる。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は足もと小幅のマイナスとなっているが、予想物価上昇率の上昇を示唆する指標がみられる。また、ここ数か月、グローバルな投資家のリスク回避姿勢の後退や国内の政策期待によって、金融資本市場の状況は好転している。

日本銀行は、1月の「共同声明」において、「物価安定の目標」の早期実現を明確に約束した。今回決定した「量的・質的金融緩和」は、これを裏打ちする施策として、長めの金利や資産価格などを通じた波及ルートに加え、市場や経済主体の期待を抜本的に転換させる効果が期待できる。これらは、実体経済や金融市場に表れ始めた前向きな動きを後押しするとともに、高まりつつある予想物価上昇率を上昇させ、日本経済を、15年近く続いたデフレからの脱却に導くものと考えている。

以 上

(注1) 木内委員より、①「2年程度の期間を念頭に置いて」を削除、②その次に「2年間程度を集中対応期間と位置づけて、『量的・質的金融緩和』を導入する」との一文を追加、③「『量的・質的金融緩和』の継続」の段落を削除するとの議案が提出され、反対多数で否決された（賛成：木内委員、反対：黒田委員、岩田委員、中曽委員、宮尾委員、森本委員、白井委員、石田委員、佐藤委員）。

(注2) 賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、宮尾委員、森本委員、白井委員、石田委員、佐藤委員。反対：木内委員。

(別紙)

マネタリーベースの目標とバランスシートの見通し

(単位：兆円)

| | 12年末 (実績) | 13年末 (見通し) | 14年末 (見通し) |
|--|--------------|---------------|---------------|
|--|--------------|---------------|---------------|

| | | | |
|----------|-----|-----|-----|
| マネタリーベース | 138 | 200 | 270 |
|----------|-----|-----|-----|

(バランスシート項目の内訳)

| | | | |
|--------------|------|------|------|
| 長期国債 | 89 | 140 | 190 |
| CP等 | 2.1 | 2.2 | 2.2 |
| 社債等 | 2.9 | 3.2 | 3.2 |
| ETF | 1.5 | 2.5 | 3.5 |
| J-REIT | 0.11 | 0.14 | 0.17 |
| 貸出支援基金 | 3.3 | 13 | 18 |
| その他とも資産計 | 158 | 220 | 290 |
| 銀行券 | 87 | 88 | 90 |
| 当座預金 | 47 | 107 | 175 |
| その他とも負債・純資産計 | 158 | 220 | 290 |