

2010年4月30日

日 本 銀 行

## 経済・物価情勢の展望（2010年4月）

### 【基本的見解】<sup>1</sup>

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

---

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

## (経済情勢の見通し)

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

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

こうした見通しの内容を、やや詳しくみると、以下の通りである。

### ■ 海外経済

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

---

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

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

## ■ 企業部門

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

## ■ 家計部門

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

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

## ■ 金融環境

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

## (物価情勢の見通し)

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

先行きの物価を巡る環境についてみると、まず、財・サービスのマクロ的な需給バランスを反映する労働や設備の稼働状況は、景気が回復傾向を辿るもとの、徐々に改善していく姿が想定される。次に、ユニット・レーバー・コスト（生産1単位当たりの人件費）は、企業による賃金の抑制姿勢を背景に、低下基調を続ける可能性が高いが、雇用・賃金の回復が見込まれる見通し期間の後半には、その低下幅は縮小していくとみられる。この間、中長期的な予想物価上昇率は、長期金利の動向や、家計や企業を対象としたアンケート調査等からみて大きくは変化しておらず、見通し期間においても安定的に推移すると想定している。国際商品市況は、このところ、新興国・資源国の力強い成長などを背景に、振れを伴いながらも持続的に上昇してきている。先行きも、新興国・資源国の力強い成長が続くことなどを背景に、国際商品市況は、緩やかに上昇することを想定している。

以上の環境を前提に、物価情勢の先行きを物価指数に即してみると、国内企業物価指数の前年比は、マクロ的な需給バランスの改善や国際商品市況の動向などを反映し、2010年度以降は、プラスが続くと見込まれる。

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

---

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

## (上振れ・下振れ要因)

以上は、現時点で相対的に蓋然性が高いと判断される見通しである。こうした見通しに対する上振れまたは下振れ要因としては、以下のような点に注意する必要がある。

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

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

価の振幅が大きくなる可能性がある。また、必要以上に長期間に亘って公的措置が維持された場合には、非効率な分野に資源が滞留することによって、経済全体の生産性が高まってこない可能性にも留意する必要がある。

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

第4に、企業の中長期的な成長期待の動向である。見通しでは、世界経済に関する中長期的な成長期待が維持される中で、海外経済の回復を背景に、設備投資も緩やかに持ち直すことを想定している。このところ、大企業を中心に、新興国・資源国の需要を積極的に取り込むために、これらの国々向けの製品開発に乗り出す動きや、国際的な分業を念頭に、高付加価値品に特化するといった動きもみられている。こうした動きが強まる場合、企業の中長期的な成長期待が高まり、輸出や設備投資を中心に景気が上振れる要因となる。ただし、経済全体でみた生産性の向上など様々な中長期的な課題への対応が進まない場合には、国内需要の成長に対する見方が更に下振れる可能性もある。その場合には、新興国への投融資が増加する一方、内需関連企業を中心に設備投資が抑制されるとともに、先行きの雇用・所得に対する不安感が高まることによって、家計支出が下振れるリスクもある。

次に、物価情勢の先行きについても、上振れ・下振れ両方向の不確実性

がある。景気について上述のような上振れ・下振れ要因が顕在化した場合、物価にも相応の影響を及ぼすとみられる。また、物価に固有のリスク要因としては、第1に、企業や家計の中長期的な予想物価上昇率が挙げられる。わが国経済は、先行きにかけて、労働や設備の稼働状況は回復していくと見込まれるものの、そのペースは緩やかなものに止まる可能性が高い。こうした環境のもとで、企業や家計が持続的な物価下落を織り込むような事態が生じた場合には、実際の物価も、賃金とともに下落幅を拡大するリスクがある。第2に、輸入物価の動向が挙げられる。原油をはじめとする一次産品の価格動向には上下両方向に不確実性が大きい。特に、新興国・資源国の成長が予想以上に強い場合には、一次産品価格が上振れる可能性がある。また、為替相場の変動も、実体経済の振幅を通じるルートに加え、輸入物価の変化を通じて、消費者物価に相応の変化をもたらし得る。第3に、マクロ的な需給バランス、あるいは労働や設備の稼働状況を把握する上での不確実性が大きいことに留意する必要がある。経済が構造的な需要の変化を伴って大きく変動する場合には、資本ストックの陳腐化や削減などから、経済の供給能力は低下している可能性がある。この場合、最近時点までのデータに依拠した需給ギャップに基づいてマクロ的な需給バランスを推定すると、景気が回復傾向を辿る過程では、結果として物価下落圧力を過大に見積もるリスクが存在する。

### (金融政策運営)

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



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

以下では、経済・物価情勢について2つの「柱」による点検を行い、先行きの金融政策運営の考え方を整理することとする<sup>4</sup>。

まず、第1の柱、すなわち先行き2011年度までの経済・物価情勢について、相対的に蓋然性が高いと判断される見通しについて点検する。上述した通り、わが国経済は、回復傾向を辿るとみられる。物価面では、中長期的な予想物価上昇率が安定的に推移するとの想定のもと、マクロ的な需給バランスが徐々に改善することなどから、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比は、下落幅が縮小し、2011年度中にはプラスの領域に入る可能性が展望できる。日本経済は、やや長い目でみれば、物価安定のもとでの持続的成長経路に復していくと考えられる。

次に、第2の柱、すなわち、より長期的な視点も踏まえつつ、金融政策運営の観点から重視すべきリスクを点検する。景気については、新興国・資源国の経済の強まりなど上振れ要因がある一方で、国際金融面での動きなど下振れリスクもある。物価面では、新興国・資源国の高成長を背景とした資源価格の上昇によって、わが国の物価が上振れる可能性がある一方、中長期的な予想物価上昇率の低下などにより、物価上昇率が下振れるリスクもある。

以上の2つの柱による点検を踏まえ、金融政策運営に当たっては、きわめて緩和的な金融環境を維持していく考えである。日本銀行は、日本経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰すること

---

<sup>4</sup> 日本銀行は、物価安定のもとでの持続的成長を実現するため、「中長期的な物価安定の理解」（金融政策運営に当たり、各政策委員が、中長期的にみて物価が安定していると理解する物価上昇率）を念頭に置いた上で、経済・物価情勢について2つの「柱」による点検を行い、先行きの金融政策運営の考え方を整理することとしている。「中長期的な物価安定の理解」について、本年も点検を行った結果、「中長期的な物価安定の理解」は、「消費者物価指数の前年比で2%以下のプラスの領域にあり、委員の大勢は1%程度を中心と考えている」となった。

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

以 上

(参考1)

▽2009～2011年度の政策委員の大勢見通し

——対前年度比、%。なお、< >内は政策委員見通しの中央値。

	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2009年度	-2.2～-2.1 <-2.2>	-5.2	-1.6
1月時点の見通し	-2.5～-2.5 <-2.5>	-5.3～-5.2 <-5.3>	-1.5～-1.5 <-1.5>
2010年度	+1.6～+2.0 <+1.8>	+1.1～+1.5 <+1.3>	-0.5～-0.2 <-0.5>
1月時点の見通し	+1.2～+1.4 <+1.3>	-0.5～-0.4 <-0.5>	-0.6～-0.5 <-0.5>
2011年度	+2.0～+2.2 <+2.0>	+0.5～+0.8 <+0.7>	-0.1～+0.2 <+0.1>
1月時点の見通し	+1.7～+2.4 <+2.1>	-0.5～0.0 <-0.4>	-0.3～-0.1 <-0.2>

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

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

(注3) 2009年度について、実質GDPは政策委員の見通し。国内企業物価指数と消費者物価指数(除く生鮮食品)は実績値。

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

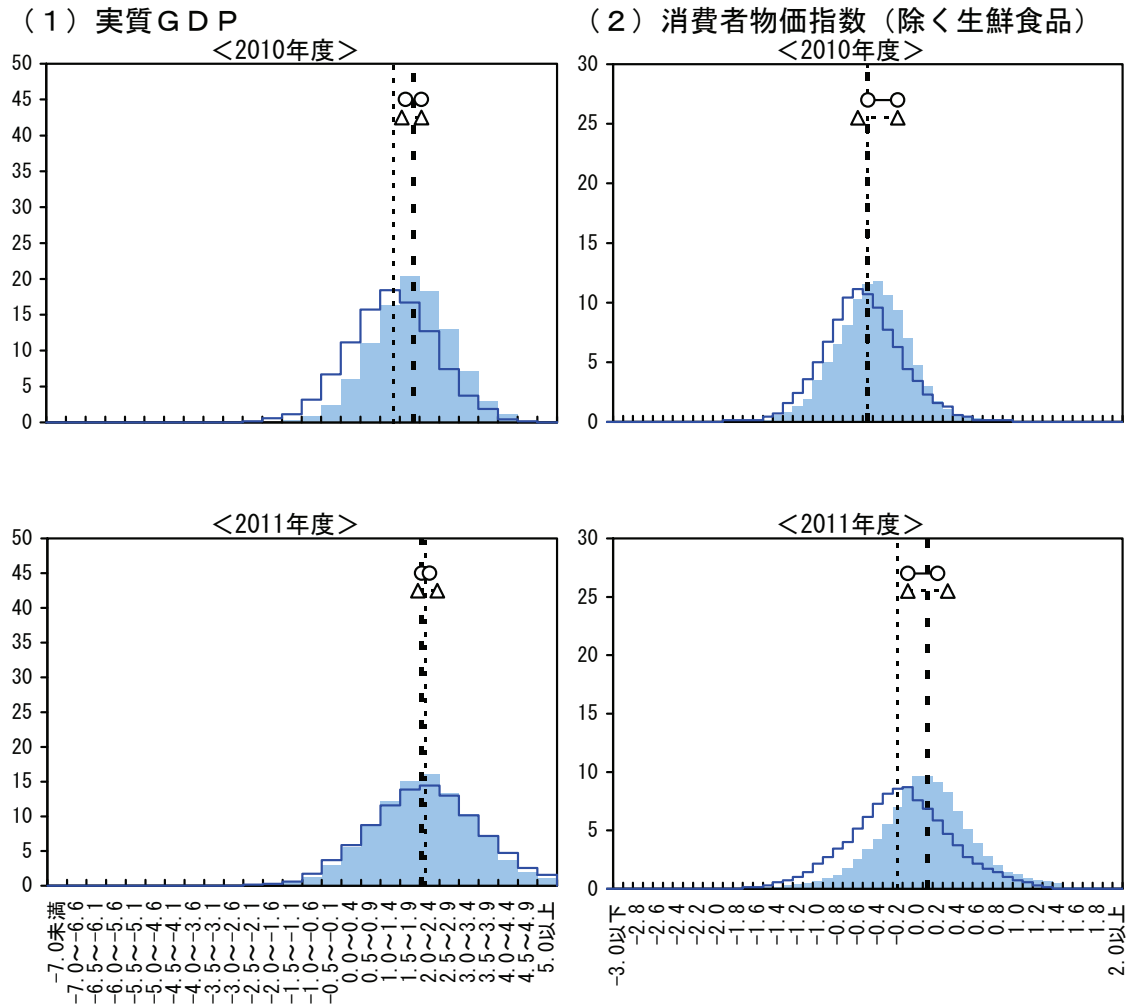
(注5) 政策委員全員の見通しの幅は下表の通りである。

——対前年度比、%。

	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2009年度	-2.2～-2.0	-5.2	-1.6
1月時点の見通し	-2.6～-2.3	-5.5～-5.0	-1.6～-1.5
2010年度	+1.5～+2.0	+1.0～+1.6	-0.6～-0.2
1月時点の見通し	+1.0～+1.5	-0.9～-0.4	-0.7～-0.4
2011年度	+1.9～+2.4	+0.4～+1.0	-0.1～+0.3
1月時点の見通し	+1.6～+2.5	-0.5～+0.2	-0.3～0.0

(参考2)

## リスク・バランス・チャート



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