

公表時間
5月1日(火)14時00分

2007年5月1日
日 本 銀 行

経済・物価情勢の展望
(2007年4月)

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。

【基本的見解】¹

(経済・物価情勢の見通し)

わが国経済は、緩やかに拡大している。好調な企業部門に比べると、家計部門の改善テンポがやや緩慢であるが、全体としてみれば、2006年度の経済は、前回(2006年10月)の「経済・物価情勢の展望」(展望レポート)で示した見通しに概ね沿って推移したとみられる²。

先行き2007年度から2008年度を展望すると、生産・所得・支出の好循環メカニズムが維持されるもとで、息の長い拡大を続けると予想される。成長率の水準は、2007年度、2008年度とも、潜在成長率を幾分上回る2%程度で推移する可能性が高い。

こうした先行きの経済の姿は、以下のような前提やメカニズムに基づいている。第1に、海外経済の拡大が続くことを背景に、輸出は増加を続けると予想される。米国経済は、足もとは住宅市場の調整が続いていることなどから減速しているが、先行きは安定成長へ軟着陸する可能性が高い。海外経済全体としても、地域的な拡がりを伴って拡大を続けると想定される。第2に、企業部門の好調が続くとみられる。高水準の企業収益が続く中で、設備投資は増加を続けると予想される。もっとも、企業が投資採算を厳しく見定める姿勢を堅持していることを踏まえると、資本ストック循環の観点からみて、設備投資の伸び率は次第に低下していくと考えられる。第3に、好調な企業部門から家計部門への波及が、緩やかながら着実に進んでいくとみられる。グローバルな競争や資本市場からの規律の高まりを意識した企業の人件費抑制姿勢は続くともみられるが、雇用者数の増加が続

¹ 4月27日開催の政策委員会・金融政策決定会合で決定されたものである。

² なお、2006年度の成長率は、昨年12月にGDP統計の2005年度計数が確報化により下方修正されたことに伴い、2006年度への発射台(年度中の各期の前期比伸び率がゼロであった場合の年度平均の前年比)が0.3%ポイント縮小したことの影響を受けた。

く中で、労働市場の需給がさらに引き締まっていけば、賃金の上昇圧力は徐々に高まっていくと想定される。加えて、株式配当の増加など様々なルートを通じて、企業部門の好調は家計部門に波及し、そうしたもとで、個人消費は緩やかな増加基調を辿る可能性が高い。第4に、極めて緩和的な金融環境が引き続き民間需要を後押しするとみられる。金融機関は、積極的な貸出姿勢を続けており、短期金利は、経済や物価との関係からみて、極めて低い水準で推移している。

こうした経済の見通しのもとで、物価を巡る環境をみると、第1に、設備や労働といった資源の稼働状況は高まっており、今後もさらに高まっていくとみられる。マクロ的な需給ギャップをみても、引き続き、需要超過方向で推移していくと考えられる。第2に、ユニット・レーバ・コスト（生産1単位当たりの人件費）は、なお低下を続けているものの、賃金の緩やかな上昇のもとで、下げ止まりから若干の上昇に転じていく可能性が高い。第3に、民間経済主体のインフレ予想は、各種調査では、既往の石油製品価格の下落の影響などから全般に下振れているが、引き続き先行きにかけて物価が緩やかに上昇していく形となっている。

物価指数に即してみると、2006年度の国内企業物価指数は、国際商品市況の下落を背景に、前回の見通し対比幾分下振れて推移している。先行きについては、原油などの商品市況や為替相場にも左右されるが、上昇基調を続けるとみられる。

消費者物価指数（除く生鮮食品）は、足もとは、原油価格下落などの影響もあって前回見通し対比幾分下振れている。先行きは、原油価格の動向にもよるが、前年比でみて目先はゼロ%近傍で推移する可能性が高いものの、より長い目でみると、プラス幅が次第に拡大するとみられる。その結果、2007年度はごく小幅のプラス、2008年度は0%台半ばの伸び率となると予想される。

(上振れ・下振れ要因)

以上述べた見通しは、前述の前提やメカニズムに依拠した上で、最も蓋然性が高いと判断される見通しについて述べたものである。したがって、先行きの経済情勢については、以下のような上振れまたは下振れの要因があることに留意する必要がある。

第1に、海外経済の動向である。米国では、住宅市場の調整は続いているが、これまでのところ、個人消費が堅調に推移するなど、経済に広範な影響を及ぼしていない。また、設備投資は、このところ先行指標の一部が弱い動きとなっているが、高水準の企業収益を背景に、緩やかな増加基調が維持されるとみられる。しかし、住宅市場の調整が予想以上に深いものとなったり、設備投資が下振れた場合、景気は一段と減速する可能性がある。また、物価情勢については、設備や労働といった資源の稼働状況が高水準であるもとで、原油価格の動向などと相俟って、インフレ圧力が減衰しない可能性もある。この場合、金融市場の反応等を通じて、米国経済や世界経済全体に悪影響が及ぶリスクがある。中国では、力強い拡大が続いているが、固定資産投資や輸出の動向次第では、見通し期間中の成長率が上振れる可能性がある。また、原油価格をはじめとする国際商品市況も、その状況如何では、世界経済の先行きに影響を与える可能性がある。

第2に、IT関連財の需給動向である。IT関連財の国内における在庫増は、主として国内向け製品に関する局所的な要因によるものとみられ、世界全体でみたIT関連財の需要は着実に拡大基調を続けていると考えられる。ただし、世界的な供給拡大のペースが速いだけに、海外経済の減速などから需要予測が大きく下方修正されれば、需給バランスが崩れる可能性もある。もっとも、その場合でも、収益力や財務基盤などの面で、わが国企業部門の体力が高まっていることは、景気全体への影響の緩衝材になると考えられる。

第3に、金融環境などに関する楽観的な想定に基づく、金融・経済活動の振幅の拡大である。企業や金融機関などの財務面での改善が進む中、実質金利が極めて低い水準にあることから、金融・経済活動が積極化しやすい環境にある。また、大都市で地価の上昇傾向が明確化してきているなど、資産価格の動きも、そうした行動を活発化させる方向に作用すると考えられる。こうした中で、仮に、期待成長率や資金調達コスト、為替相場や資産価格の見通しなど、先行きの採算に関する楽観的な想定に基づいて金融・経済活動が積極化する場合には、金融資本市場において行き過ぎたポジションが構築されたり、非効率な経済活動に資金やその他の資源が使われ、長い目でみた資源配分に歪みが生じるおそれがある。このような行動は、短期的には景気や資産価格を押し上げることがあっても、その後の調整を余儀なくされ、息の長い成長を阻害する可能性がある。

次に、物価上昇率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ことに留意する必要がある。第1に、需給ギャップに対する物価の感応度は、経済のグローバル化の進展や規制緩和などを背景に低下しているとみられるが、その程度には不確実性がある。とりわけ、景気拡大が続く中であっても、賃金の上昇テンポが生産性との対比で高まっていかないうような場合には、物価への下押し圧力が根強く残ることが考えられる。一方、今後、設備や労働といった資源の稼働状況が緩やかながらさらに高まっていく過程で、インフレ予想や企業の人件費抑制スタンスが大きく変化し、物価に上振れ圧力が加わる可能性もある。第2に、地政学リスクなどを背景に、原油をはじめとする商品市況の動向には上下両方向に不確実性が大きい。

(金融政策運営)

日本銀行は、「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」は、消費者物価指数の前年比で0～2%程度の範囲内にあり、委員毎の中心値は、大勢として、概ね1%の前後で分散している(BOX参照)。

第1の柱、すなわち先行き2008年度までの経済・物価情勢について最も蓋然性が高いと判断される見通しについて、政策金利に関して市場金利に織り込まれている金利観を参考にしつつ点検すると、上述した通り、わが国経済は、生産・所得・支出の好循環メカニズムが維持されるもとの、息の長い拡大が続くとみられる。また、消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比は、目先はゼロ%近傍で推移する可能性が高いが、より長い目でみると、プラス幅が次第に拡大していくと予想される。こうした動きは、「中長期的な物価安定の理解」に沿ったものと評価できる。このように、わが国経済は、物価安定のもとの持続的な成長を実現していく可能性が高いと判断される。

第2の柱、すなわち、より長期的な視点を踏まえつつ、確率は高くなくとも発生した場合に生じるコストも意識しながら、金融政策運営の観点から重視すべきリスクを点検すると、経済・物価情勢の改善が展望できる状況下、金融政策面からの刺激効果は一段と強まる可能性がある。例えば、仮に低金利が経済・物価情勢と離れて長く継続するという期待が定着するような場合には、企業や金融機関などの行き過ぎた活動を通じて、中長期的にみて、経済・物価の振幅が大きくなったり、非効率な資源配分につながるリスクがある。一方、前述のような下振れ要因が発生した場合、経済情勢の改善が足踏みするような局面が考えられる。また、経済情勢の改善にもかかわらず、物価が上昇しない状況が続く可能性もある。ただし、企

業部門の体力や金融システムの頑健性が高まっていることから、物価下落と景気悪化の悪循環が生じるリスクはさらに小さくなっていると考えられる。

昨年3月の量的緩和政策解除以降の金融政策運営を振り返ると、経済・物価情勢の先行きを展望して、生産・所得・支出の好循環メカニズムが働き、息の長い成長が続く中で、消費者物価は長い目でみると緩やかに上昇し「中長期的な物価安定の理解」に沿って推移する蓋然性が高いという判断に基づいて、経済・物価情勢の変化に応じて、徐々に金利水準の調整を行ってきた。物価上昇圧力が弱いもとで、調整のペースはゆっくりとしたものであり、極めて低い金利水準による緩和的な金融環境が維持された。今後の金融政策運営においても、こうした基本的な考え方を維持する方針である。すなわち、「中長期的な物価安定の理解」に照らして、日本経済が物価安定のもとでの持続的な成長軌道を辿る蓋然性が高いことを確認し、リスク要因を点検しながら、経済・物価情勢の改善の度合いに応じたペースで、徐々に金利水準の調整を行うことになると考えられる。

(B O X) 「中長期的な物価安定の理解」の点検

日本銀行は、昨年3月に「『物価の安定』についての考え方」を公表し、その中で、「中長期的な物価安定の理解」(金融政策運営に当たり、中長期的にみて物価が安定していると各政策委員が理解する物価上昇率)について、原則としてほぼ1年毎に点検していくこととしていた。今回、概ね1年を経過したことから、点検を実施した。

そのポイントは以下の3点である。

(1) 物価の安定についての基本的な考え方の再確認

「『物価の安定』についての考え方」で示した以下の点など、基本的な考え方が再確認された。

「物価の安定」とは、家計や企業等の様々な経済主体が物価水準の変動に煩わされることなく、消費や投資などの経済活動にかかる意思決定を行うことができる状況であること。

金融政策の効果が波及するには長い期間を要し、また、様々なショックに伴う物価の短期的な変動をすべて吸収しようとする経済の変動がかえって大きくなることから、十分長い先行きの経済・物価の動向を予測しながら、中長期的にみて「物価の安定」を実現するように努めていくこと。

(2) 「中長期的な物価安定の理解」の検討の視点

「中長期的な物価安定の理解」の検討に当たっては、消費者物価指数の計測誤差(バイアス)、物価下落と景気悪化の悪循環のリスクに備えた「のりしろ」、物価が安定していると家計や企業が考える物価上昇率、を考慮した。この点、バイアスは、昨年基準改定を踏まえても、引き続き、大きくないと判断される。「のりしろ」に関しては、企業部門の体力や金融システムの頑健性が高まっていることから、物価下落と景気悪化の悪循環が生じるリスクはさらに小さくなっていると考えられる。また、物価上昇率の変動が小さい中で、物価が安定していると家計や企業が考える物価上昇率には、大きな変化はないとみられる。

(3) 「中長期的な物価安定の理解」の点検結果

以上の議論を踏まえ、「中長期的な物価安定の理解」は以下の通りとなった。「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0～2%程度の範囲内にあり、委員毎の中心値は、大勢として、概ね1%の前後で分散している。

(参 考)

2006 年度の政策委員の大勢見通し³と実績

対前年度比、%。なお、< >内は政策委員見通しの中央値。

	実質 G D P	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
10月時点の見通し	+2.3~+2.5 <+2.4>	+2.9~+3.5 <+3.0>	+0.2~+0.3 <+0.3>
実 績	+2.1	+2.8	+0.1

2007~2008 年度の政策委員の大勢見通し^{3,4}

対前年度比、%。なお、< >内は政策委員見通しの中央値。

	実質 G D P	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2007 年度	+2.0~+2.1 <+2.1>	+0.7~+0.8 <+0.7>	0.0~+0.2 <+0.1>
10月時点の見通し	+1.9~+2.4 <+2.1>	+1.1~+1.5 <+1.2>	+0.4~+0.5 <+0.5>
2008 年度	+2.0~+2.3 <+2.1>	+0.8~+1.0 <+1.0>	+0.4~+0.6 <+0.5>

(注1) 2006 年度の実質 G D P の「実績」については、1~3 月期の計数を前期比横這いと仮定して計算した推定値。

(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。

³ 「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。

⁴ 政策委員全員の見通しの幅は下表の通りである。

	実質 G D P	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2007 年度	+1.9~+2.5	+0.5~+1.5	-0.1~+0.2
10月時点の見通し	+1.8~+2.6	+1.0~+1.7	+0.4~+0.6
2008 年度	+1.9~+2.4	+0.7~+1.2	+0.3~+0.6

【背景説明】

1. 経済・物価・金融情勢

(2006年度の経済・物価)

わが国経済は、2006年度も、生産・所得・支出の好循環が働くもとで、緩やかな拡大を続けた(図表1)⁵。2006年度の実質成長率は、2%程度で着地したと見込まれ、2003年度以降の4年間、潜在成長率を幾分上回る2%程度で、ほぼ等速の成長が続いたことになる⁶。

輸出は、米国向けが下期にやや弱めの動きとなったが、海外経済が全体として拡大を続ける中、仕向け地域の拡がりを伴いつつ増加を続けた(図表2、3)。企業収益は、2002年度から5年連続の増益となり、中でも製造業大企業では、輸出の増加に円安なども加わって、期を追って上方修正が行われた(図表4)。こうしたもとで、企業の業況感は、総じて良好な水準で推移し、設備投資も引き続き増加した(図表5、6)。投資の増加については、景気拡大の長期化を背景に、業種の裾野の拡がりを伴ってきているが、グローバル需要の増大や国際競争への対応を目的とした製造業が引き続き牽引役を担った。また、鉱工業生産は、年度末にかけて電子部品・デバイスの生産調整もみられたが、全体としては、内外需要の増加が続く中で、増加基調を辿った(図表7)。

企業部門の好調は、家計部門に緩やかながら着実に波及を続けた。雇
用者所得は、雇用者数の増加に支えられて、緩やかな増加基調を辿った

⁵ 景気動向指数(CI)をみると、景気拡大の持続を背景に、一致指数は改善傾向を続けている。景気基準日付上の景気拡張期間は、2006年11月に、戦後最長のいざなぎ景気(57か月)を超えたとみられる。

⁶ 潜在GDPの成長率は、2003~04年度の1%程度から緩やかに上昇し、最近では1%台半ばから後半で推移しているとみられる。ただし、この推計値については、後述のGDPギャップ(実際のGDPと潜在GDPの乖離)とともに、幅をもってみる必要がある。

(図表8)⁷。また、高水準の企業収益は、株式配当など財産所得の増加というルートも経由して、家計所得の改善につながった(図表9)。この間、一人当たり名目賃金をみると、所定外給与や特別給与は増加基調を維持したが、所定内給与は、グローバル競争を強く意識した企業の人件費抑制姿勢を主たる背景としつつ、賃金水準の高い団塊世代の退職や地方公務員の給与削減の影響も加わって、やや弱めの動きとなった(前掲図表8(2))⁸。個人消費については、天候要因や新製品発売前の買い控えなどから、一時的に伸び悩む局面もみられた。しかし、最近は再び改善の動きを示しており、年度を通してみれば、総じて良好な雇用所得環境のもとで、サービス関連支出や家電などの耐久財消費を中心に、緩やかながらも増加基調を辿った(図表10)。また、住宅投資も、振れを伴いつつも、緩やかに増加した。

以上のように緩やかな景気拡大が続くもとで、設備や労働といった資源の稼働状況は着実に高まった(図表11)。短観による企業の設備や雇用人員に関する判断は、過去十数年の中で最も不足方向に変化し、マクロ的な需給ギャップも需要超過方向で推移した⁹。

物価面をみると、資源の稼働状況が高まるもとで、国内企業物価指数は、原油価格をはじめとする国際商品市況高の影響もあって、年度平均

⁷ 日本銀行では、支店における調査などを通じて、地域経済の現状について、「地域経済報告」(さくらレポート)として取りまとめ、公表している。本年4月の同レポートでは、各地域の雇用・賃金情勢についても詳しく調査した。なお、景気判断に関する各地域取りまとめ店からの報告ポイントについては、参考図表参照。

⁸ 政府消費支出の内訳をみると、公務員給与に相当する雇用者報酬は、2002年度以降、現在データが利用可能な05年度までの4年間減少が続いている。また、「地方公務員給与実態調査(総務省)」によると、06年度も、平均給与月額が引き続き前年割れしている。

⁹ 短観の生産・営業用設備判断DIと雇用人員判断DIを資本・労働分配率で加重平均した指標でみると、2005年9月に過剰超が解消した後、不足超幅を拡大させてきている(図表11(3))。また、GDPギャップの推計値をみても、幅をもってみる必要はあるが、過去の景気循環の平均的な稼働水準を上回って推移し、その乖離幅を徐々に高めている。

の前年比は3%弱に達する上昇となった(図表12)。年度内の推移をみると、国際商品市況の振れを反映する形で、上期に前年比のプラス幅を高め、下期にプラス幅を縮小させた(図表13)。また、消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比も、プラス基調で推移したが、石油製品価格の変動の影響などから、夏場にかけてプラス幅を高めたあと、年度末にかけてゼロ%近傍まで低下した(図表14)。

上述した2006年度のわが国経済の動きは、昨年10月の「経済・物価情勢の展望」(展望レポート)で示した、潜在成長率を幾分上回る景気拡大が続くという見通しに、全体としては概ね沿ったものとなった。もっとも、部門別にみると、収益や設備投資など企業部門が好調なのに対し、賃金や個人消費などの家計部門の改善はやや緩慢となった。経済のグローバル化が進展するもとの、世界経済の高い成長に支えられて、製造業の輸出増加を起点とした企業部門の活力が、収益や設備投資の上振れにつながった。その一方で、グローバル競争の激化を意識した企業の根強い人件費抑制姿勢などを背景に、賃金はやや伸び悩みの動きがみられ、個人消費も、天候要因等の一時的な押し下げ要因が加わって、幾分下振れて推移した。

この間、物価面では、原油価格など国際商品市況の反落を主因に、国内企業物価、消費者物価ともに幾分下振れした。消費者物価の下振れには、賃金や個人消費など家計部門の活動が予想比幾分弱めであったことも、影響を与えた。

(2007～2008年度の経済の展望)

2007年度から2008年度までを展望すると、わが国経済は、内需と外需がともに増加し、企業部門から家計部門への波及が緩やかながら着実に進むもとの、息の長い拡大を続けると予想される。成長率の水準につい

ては、これまで同様、潜在成長率を幾分上回る2%程度の成長を続ける可能性が高い。景気拡大のメカニズムも、基本的にこれまでと同じで、財政再建に伴う景気の下押し圧力は作用し続けるが、総じて良好な海外環境や極めて緩和的な金融環境を背景に、生産・所得・支出の好循環のメカニズムが働き続けるというものである。

部門別にみると、企業部門では、輸出が引き続き増加し、高水準の収益が維持される中、設備投資の増加傾向も続くと考えられる。3月短観で企業の2007年度の事業計画をみると、売上高経常利益率は、2006年度並みの既往ピーク圏の水準が予想されているほか、設備投資も、当初計画としては、高めの伸びで着地が見込まれる2006年度並みのしっかりとしたものになっている（前掲図表4、6）。経済のグローバル化が進展するもとで、製造業中心に、企業が設備増強による供給体制の強化に努めるという構図は、2007年度以降も基本的に続くことが予想される。また、輸出を起点とした企業活動の活発化は、緩和的な金融環境と相俟って、非製造業の設備投資の押し上げにも寄与していくと考えられる。ただし、景気拡大が長期化する中で、資本ストック循環の観点などを踏まえると、設備投資の伸びは徐々に低下していく公算が大きい（図表15）。

一方、家計部門についても、好調な企業部門からの所得波及が次第に進むもとで、家計支出は緩やかな増加基調を辿ると考えられる。グローバル競争を意識した企業の賃金抑制姿勢は、今後も続くことが予想される。しかし、景気拡大の長期化に伴う労働需給の引き締まりを背景に、賃金の伸び率も徐々に高まっていくと考えられる（図表16）。また、高水準の企業収益は、株式配当など財産所得の増加というルートからも、家計所得の改善に作用し続けるとみられる（前掲図表9）。このため、定率減税の廃止などに伴う負担増加を考慮しても、先行き、家計の可処分所得の伸びは、緩やかとはいえ徐々に高まる方向にあり、そのもとで、家計支

出の増加基調も、よりしっかりしたものになっていくと考えられる。

以上の経済の動きをISバランスの観点からまとめると、海外経済の高成長持続等を背景に、純輸出（経常収支黒字）は増加を続けると考えられる（図表 17(1)）。この裏側にある国内バランスをみると、民間部門の貯蓄超過幅は、輸出増加を起点に誘発された企業の投資性向上昇などを背景に、縮小傾向を続けるとみられる。一方、財政再建に伴う政府部門の赤字縮小幅がそれを上回る結果、国内全体の貯蓄超過幅（経常収支黒字）は緩やかな拡大を続けることが予想される。なお、対外収支面では、海外からの利子・配当金受け取り増などを背景に、所得収支の増加傾向が続き、これが企業収益や家計の財産所得の増加の形で、民間部門の所得・支出増につながっていくと考えられる（図表 17(2)）。

（2007～2008年度の物価の展望）

先行きの物価を巡る環境を展望すると、潜在成長率を幾分上回る2%程度の経済成長が持続することから、設備や労働など資源の稼働状況は着実に高まっていくと考えられる。ユニット・レーバークスト（生産1単位当たりの人件費）については、企業の人件費抑制姿勢などを背景に、一人当たり賃金が前年比ゼロ%近傍で推移しているため、これまでのところマイナス幅の縮小テンポはごく緩やかである（図表 18(1)）¹⁰。もっとも、先行きは、景気拡大が長期化する中で、労働需給の引き締まりから賃金の上昇圧力も徐々に高まっていくと考えられるため、ユニット・レーバークストは、下げ止まりから若干の上昇に転じていくと予想される。

¹⁰ 消費者物価のうち、サービス価格が長年横這い圏内で推移してきた背景には、サービス関連産業の時間当たり賃金の伸びが、均してみればゼロ%近傍で推移してきたことが影響している（図表 18(2)）。なお、日米欧の消費者物価指数を比較した場合、日本が米欧に比べて上昇率が低いのは、主にサービス価格の上昇率の違いに起因している（図表 18(3)(4)）。

こうした物価の上昇圧力は、経済のグローバル化の進展や規制緩和などを背景とした根強い競争圧力によって相殺される部分が小さくないが、全体としてみれば、物価のプラス基調はより確かなものとなっていくと予想される。サーベイ調査などによる民間経済主体のインフレ予想は、既往の石油製品の下落の影響などから、全般的に下振れている。ただし、先行きにかけて物価が緩やかに上昇していく形は、変わっていない(図表 19)。

以上の整理を踏まえると、国内企業物価指数の 2007～2008 年度の前年比は、原油価格など国際商品市況高が押し上げに寄与した 2006 年度に比べれば鈍化するが、1%弱の上昇となる見通しである。また、消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比については、原油価格の動向にもよるが、目先はゼロ%近傍で推移する可能性が高いものの、より長い目でみると、プラス幅が次第に拡大するとみられる。その結果、2007 年度はごく小幅のプラス、2008 年度は 0%台半ばの伸び率となると予想される。

(量的金融指標の動き)

資金供給面をみると、金融機関は、資本制約の緩和によるリスクテイク能力の拡大を背景に、積極的な貸出姿勢を続けているほか、CP・社債の発行環境は良好な状態にある。こうした緩和的な企業金融の環境は、先行きも維持されていくと考えられる(図表 20)。一方、資金需要面においては、企業のキャッシュフローは、好調な収益を背景に引き続き高水準であるが、運転資金、設備投資向け資金に加え、配当払いや自社株買いのための資金支出も増えており、外部資金調達の需要は増加している。息の長い景気拡大が持続していく中で、資金需要の増加傾向は継続し、民間銀行貸出の前年比は、先行きもプラスを続ける可能性が高い(図表 21(1))。

この間、マネーサプライ（M2 + CD）は、足もと、緩やかに伸びを高め、前年比1%程度となっている。マネーサプライに投資信託や国債などを加えた広義流動性は、前年比2%を上回る伸び率で推移している（図表 21(2)）。最近マネーサプライの伸びが幾分回復したのは、家計や企業が資産選択によって、現預金から、マネーサプライの対象外資産である投資信託や国債などへ資産運用をシフトしていた動きが、一頃に比べて緩やかになったことが背景にあるとみられる。ただし、先行きも、金融システムが安定している中で資産選択の多様化が進んでいけば、マネーサプライの伸び率の下押し要因として作用すると考えられる。こうしたもとで、当面、マネーサプライの伸びが目立って高まるとは予想し難いが、その背後にある要因を勘案すると、そうしたマネーサプライの状況は、物価安定のもとでの持続的成長と両立するものと考えられる。

2. 経済・物価の変動メカニズムの点検

（輸出を巡る環境）

海外経済の拡大を背景とした輸出の増加が持続することは、生産・所得・支出の好循環メカニズムを支える重要な要素の一つである（前掲図表 16(3)）。最近の輸出動向をみると、米国向けがやや弱めの動きとなっているが、資本財や自動車といった日本企業が高い競争力を有する製品を中心に、仕向け地域の裾野が広がっているため、全体では着実な増加が続いている（前掲図表 3）。今回の見通しでは、海外経済について、米国は足もと減速しているが、先行きは安定成長に軟着陸していく可能性が高く、全体としても、地域的な広がりを伴いつつ拡大を続けるという見方を前提にしている¹¹。こうした総じて良好な海外環境のもとで、実質

¹¹ こうした見方は、国際機関や民間調査機関の予測でも、概ねコンセンサスとなってい

実効ベースでみた円安がラグを伴いつつ下支えに作用することもあって、先行き輸出の増加は続くと考えられる（図表 22）。

海外経済のリスクをみると、中国では、力強い拡大が続いており、2008年の北京五輪にかけて、固定資産投資や輸出の動向次第では、成長率が上振れる可能性がある。一方、米国においては、住宅市場に関する不透明感が足もと幾分高まっているほか、設備投資の先行指標の一部に弱い動きがみられる。これまでのところ、住宅市場の調整は、個人消費が堅調に推移するなど、経済に広範な影響を及ぼしていない。また、設備投資は、高水準の企業収益を背景に、緩やかな増加基調が続くとみられる。しかし、住宅市場の調整が予想以上に深いものとなったり、設備投資が下振れる場合には、景気が一段と減速するリスクがある。また、物価情勢については、設備や労働といった資源の稼働状況が高い状態が続いており、原油価格など国際商品市況の動向によってはインフレ圧力が減衰しない可能性も考えられる。この場合、金融市場の反応等を通じて、世界経済全体に悪影響が及ぶリスクもある。

先行きの輸出は、世界的な I T 関連の需給動向にも大きく影響を受ける（図表 23）。I T 関連の世界需要は、B R I C s 等の新興国の急成長もあって着実に拡大基調を続けている。しかし、世界的な供給拡大のペースも速いため、米国経済の下振れリスクが顕現化するような場合には、世界的な需給バランスが崩れ、わが国の輸出に下方圧力が加わる可能性がある¹²。そうした輸出の下振れは、足もと携帯電話関連を中心に電子部品の国内の在庫・出荷バランスの改善が遅れているだけに、I T 関連分

る。例えば、I M F の World Economic Outlook (2007 年 4 月) によると、世界経済の成長率は、2004～06 年の 3 年間、5 % 前後の伸びを記録したあと、2007～08 年も同程度の高成長が続く見通しである。

¹² また、北京五輪にかけて、デジタル家電を中心に需要が大きく高まったあと、五輪後に需給が急速に緩むといった、世界的に需給が大きく変動するリスクも考えられる。

野での生産調整の広範化につながるリスクがある。

こうした海外経済やIT関連需給の動向は、為替相場の動向とも相俟って、わが国の輸出や生産に対して上振れ・下振れいずれの要因となる可能性もあるほか、海外需要の増大を意識している設備投資行動にも影響を及ぼし得ると考えられる。

(グローバル経済下の企業の支出行動)

設備投資の積極化は、非製造業にも広がってきているが、なおその牽引役は製造業が担っている(前掲図表6)。その背景には、経済のグローバル化が進展するもとの、製造業を中心に企業が、海外における収益機会の増大を意識しつつ、設備増強による供給体制の強化に努めていることがある(図表24)。また、企業は、好調な収益を背景に、配当増加や自社株買いなど株主還元の傾向を強めている(図表25、26)。こうした企業行動は、グローバルな競争が激化し、資本市場からの規律も強まるもとの、人件費や販売管理費を極力抑制しながらも必要な投資や株主還元を行うという、企業価値の向上を強く意識した経営が根付いてきていることを反映したものと解釈できる^{13,14}。

こうしたもとの、個々の企業は投資案件を厳しく見定めているため、設備投資が積極化しているといっても、全体としてみれば、依然キャッ

¹³ 人件費などの固定費の売上高比率は、景気回復局面では低下する傾向があるが、今次局面では、その低下テンポが過去に比べかなり大きなものとなっている(図表25(1))。これには、資本市場からの規律やグローバルな競争圧力の高まりが影響しているとみられる。実際、実質賃金の労働生産性からの乖離率を実質賃金ギャップとして計算してみると、外国人持ち株比率や輸出比率が高い業種ほど、同ギャップのマイナス幅が大きくなっている(図表26(1)(2))。つまり、資本市場からの規律やグローバルな競争圧力が高い業種ほど、賃金の抑制姿勢が強いことが確認される。

¹⁴ 企業の配当増加や自社株買いに関しては、金融緩和も影響している。極めて低い金利水準のもとでは、有利子負債のさらなる削減による負債資本比率の引き下げは、資本コストの上昇につながるため、企業に対して、(負債削減ではなく)増配や自社株買いのインセンティブを高めるよう作用している。

シュフローの範囲内にあり、また、資本ストックの伸びも緩やかである（前掲図表6）。先行きも、設備投資の増加基調は続くが、資本ストックの伸びが次第に高まるもと、企業は、投資採算を見定めながら、投資の増加ペースを徐々に低下させていく可能性が高いと考えられる。

ただし、極めて緩和的な金融環境のもとで、企業が、期待成長率や資金調達コスト、為替相場や資産価格の見通しなど、採算に関する楽観的な想定に基づいて、投資を一段と積極化することも考えられる。また、大都市を中心に地価の上昇地点が広範化し、一部地域で上昇テンポを高めてきているといった、資産価格の動きも、設備投資を含めた民間需要を押し上げる方向に作用することが考えられる。

（雇用・所得環境と家計の支出行動）

経済のグローバル化への適応を特徴とする今回の景気拡大局面では、賃金が構造的に伸びにくい面がある¹⁵。すなわち、企業サイドでは、グローバル競争への意識の高まりを背景に、人件費抑制姿勢を維持してきた一方、労働者サイドでも、労賃の安い新興国の台頭や過去の厳しい労働環境の経験から、賃上げよりも安定的な雇用を志向する傾向がみられてきた（前掲図表26）¹⁶。また、財政再建の動きも、労働集約的な非製造業への誘発が大きい公共投資の削減、地方自治体による公務員給与の削減などを通じて、家計所得の抑制要因となっている。こうした構図は、今後とも基本的には持続すると思われる。

もっとも、生産年齢人口が減少する中で、雇用者数は景気拡大の持続に伴い1%を幾分上回るペースで増加し続ける可能性が高く、今後、マ

¹⁵ 近年の雇用者所得の実績は、需要動向から推計される誘発値をかなり下回っている（図表16(3)）。この背景には、グローバル競争激化のもとで、輸出による雇用者所得の誘発が低下している可能性が考えられる。

¹⁶ この点は、近年、組合の賃上げ要求率が低く、妥結率との乖離幅がほぼゼロの状態を続けていることから裏付けられる（図表26(3)）。

クロ的な労働需給のさらなる引き締めりは避けられないと考えられる（前掲図表 16(1)(2)）。このため、足もと伸び悩んでいる賃金も、徐々に上昇圧力を高め、雇用者所得の増加基調は次第にしっかりしたものになっていくとみられる。実際、派遣労働者やアルバイトなどの賃金上昇に加え、新卒初任給の引き上げの動きも拡がりをみせている。今春の賃上げの交渉結果をみても、組合サイドはこれまでに比べ幾分要求圧力を強め、一方の経営サイドも、ある程度の賃上げには応じる結果となっている¹⁷。

また、企業から家計への所得波及は、雇用者所得に加え、財産所得の増加も通じて着実に拡がっていくと考えられる。可処分所得の内訳をみると、2004年度から、財産所得が増加に転じている（前掲図表 9）。これは、企業が収益の株主還元に向きになる一方で、家計も低金利を背景に投資信託などの資産運用を増加させていることが、配当の受取増につながっているためである。こうした点を踏まえると、先行き、家計の可処分所得の伸びは、なお緩やかとはいえ徐々に高まる方向にあり、そのもとで、家計支出の増加基調も、よりしっかりしたものになっていくと考えられる。

（物価変動を巡る環境）

今次景気拡大局面においては、マクロ的な資源の稼働状況の高まりの割には、消費者物価の上昇が鈍い状況が続いている。これには、経済のグローバル化が進展するもとの景気展開が、少なからず影響を及ぼしていると考えられる。すなわち、グローバル競争を背景に、企業は、労働需給の引き締めりのもとでも従来以上に賃金の抑制に努めるとともに、生産性の上昇にも取り組んできた結果、物価上昇圧力が抑制されてきた

¹⁷ このほか、団塊世代の退職は、一人当たり賃金の押し下げ要因として働く一方、退職金の受取りを通じて、家計所得の押し上げ要因となるとみられる。

面があると考えられる。また、企業部門に比べると、消費支出など家計部門の改善テンポは弱めであり、実際、短観の雇用人員や設備に関する判断をみると、全産業に比べ、小売・サービスを中心とする消費関連部門の稼働状況の改善ペースは緩やかである。このことも、消費者物価の上昇の鈍さにつながっていると考えられる（図表 27）¹⁸。

先行きも、こうした経済のグローバル化の進展に加え、規制緩和の影響などを背景に、マクロ的な資源の稼働状況に対する物価や賃金の感応度は低めである状況が続くとみられ、そのことを前提に、物価や賃金の上昇圧力は目立って高まらないと想定している¹⁹。それでも、景気拡大が長期化し、マクロ的な需給環境が着実にタイト化するにつれて、物価のプラス基調はより確かなものとなっていく可能性が高い。消費関連部門の需給環境も緩やかながら改善を続け、賃金面からの上昇圧力も加わるため、これまで改善の鈍かったサービス価格も含め消費者物価は、ラグを伴いつつ上昇率を徐々に高めていくと想定している²⁰。

ただし、マクロ的な資源の稼働状況に対する物価や賃金の感応度については上振れ・下振れ両方向の不確実性があり、先行きの物価や賃金の上昇タイミングやテンポについては、幅をもってしておく必要がある²¹。仮に、今回想定したほどには実際の感応度が低下していないならば、物

¹⁸ 逆に、90年代は、消費者物価の低下幅が限定的であったが、これには、消費関連部門の需給悪化が全産業に比べ緩やかであったことが影響したと考えられる。今回の家計部門の回復の緩やかさには、財政再建も影響しているとみられるが、90年代は、公共投資の拡大や減税を通じて、家計部門を下支えした面があったと考えられる。

¹⁹ なお、国内資源の稼働状況に対する物価や賃金の感応度の低下は、わが国だけでなく、世界的にも観察される現象である。

²⁰ 労働集約的なサービス部門の主たるコストである賃金は、徐々にしか調整されないため、サービス部門では、需給環境と価格の間に大きなラグが発生する傾向がもともとある（図表 27(5)）。

²¹ 特に、サービス部門における需給環境が賃金や価格に波及するラグの長さ（期間）については、財部門に比べて不確実性が大きく、それだけに、賃金や物価の見通しにも不確実性を伴うことになる（図表 27(2)～(5)）。

価は上振れる可能性がある。一方、稼働状況に対する物価の感応度が想定以上に低ければ、実体経済が上振れても物価はなかなか反応しないことになる。このケースでは、物価の上昇が顕現化する時点では、すでに経済が相当過熱している可能性があり、その際には、ストックの過剰な積み上がりがその後の調整を招くという形で、結果的に経済の振幅が大きくなるリスクがある。

このほか、昨年度中の推移が示したように、原油をはじめとする商品市況の変動も、物価動向に影響を与える（前掲図表 13）。マクロ的な需給環境がさらにタイト化し、賃金の上昇圧力が強まったもとの、原油価格が上昇すれば、物価も上振れていくとみられる。一方、原油価格の下落は、物価上昇圧力の抑制要因となるが、交易条件の面から企業収益や家計の実質所得を下支えし、マクロ的な需給環境をタイト化させる方向に作用する点にも注意が必要である。

（金融市場の動向）

前回展望レポート以降の金融市場の動向をみると、短期金利では、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、0.25%前後で推移した後、2月の金融市場調節方針の変更以降は0.5%前後で推移している。ターム物金利は、幾分上昇した（図表 28）。ユーロ円金利先物レートや各種のフォワード・レートのうち、期近物は強含んでいるが、半年以上先のスタートとなる期先物は2月の政策変更前後で概ね横這いである（図表 29）。長期金利は横這い圏内で推移している（図表 30）。この間、経済や物価との関係からみて、短期金利による経済に対する刺激効果は強い状況が続いていると考えられる（図表 31）。

信用スプレッドの動向をみると、CPと短期国債の利回り格差は低水準で推移しており、社債と長期国債の利回り格差も落ち着いている（図表 32）。

貸出金利は、全体として極めて低水準ながら、短期を中心に緩やかに上昇している（前掲図表 20(3)）。

株価は、前回展望レポート以降、大幅に上昇した後、2月末に下落し、その後、やや不安定な状況となった。こうした動きは、世界的に広く観察されている。その背景としては、中国株の急落や米国経済の先行き不透明感が再認識されたことをきっかけに、投資家のリスク・テイク姿勢の修正が行われたことなどが指摘されている（図表 33）。ただし、この間、世界経済のファンダメンタルズは堅調であり、足もとは、各国の株価も回復してきている。

為替相場は、内外金利差に着目した円売り圧力などを背景に、対ドルおよび対ユーロで、円安方向の展開となったが、2月末から3月にかけて、円高方向への調整の動きがみられた。足もとは、再び、総じて円安方向の動きとなっている（図表 34）。

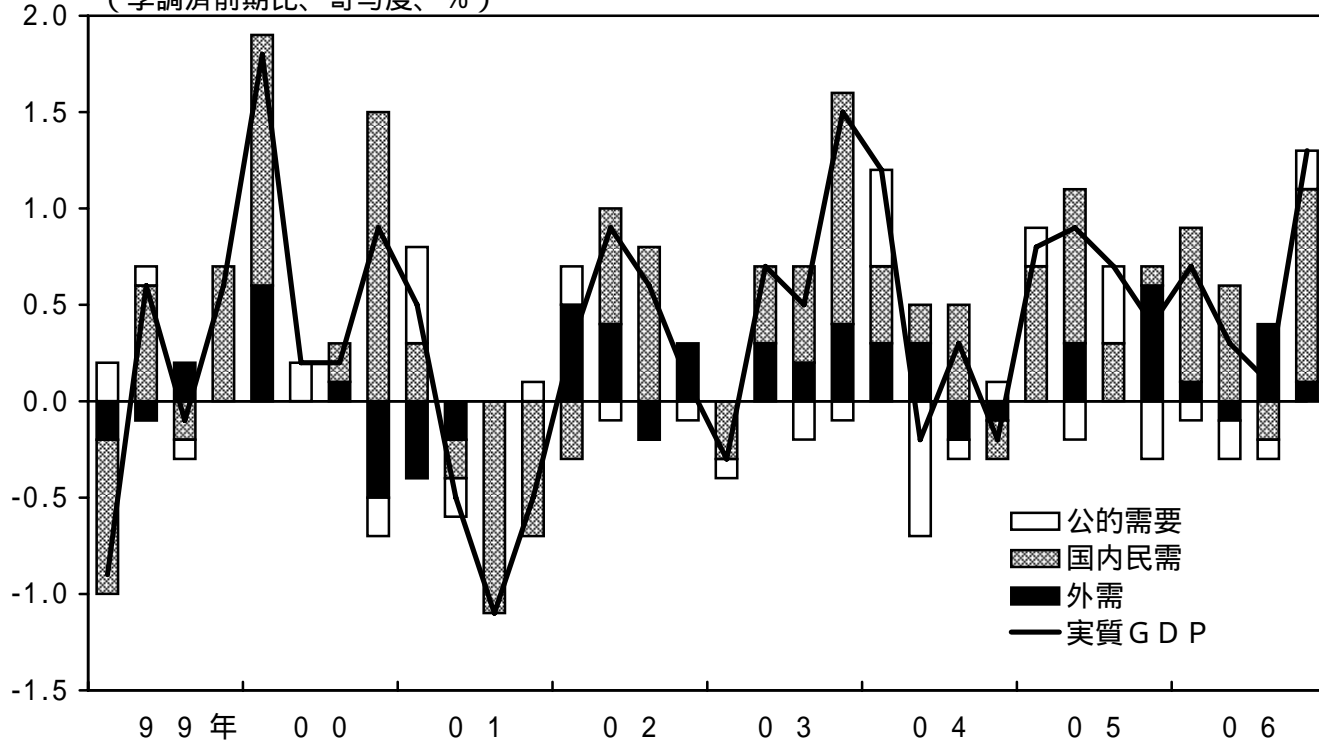
地価は、大都市圏では上昇傾向が明確化してきている一方、地方圏では下落幅が縮小しつつも、引き続き下落している状況が続いている（図表 35）。2007年1月1日時点の公示地価をみると、住宅地、商業地とも、全国平均で16年振りに僅かながら上昇に転じた。東京、大阪、名古屋の3大都市圏では、堅調なオフィス需要などを背景に特に商業地の上昇率が高まっている。地方圏では、地方中核都市で商業地を中心に上昇に転じるところが増えているが、全体としては、住宅地、商業地とも、下落幅が縮小しつつも、下げ止まっていない。

以 上

実質GDPと景気動向指数

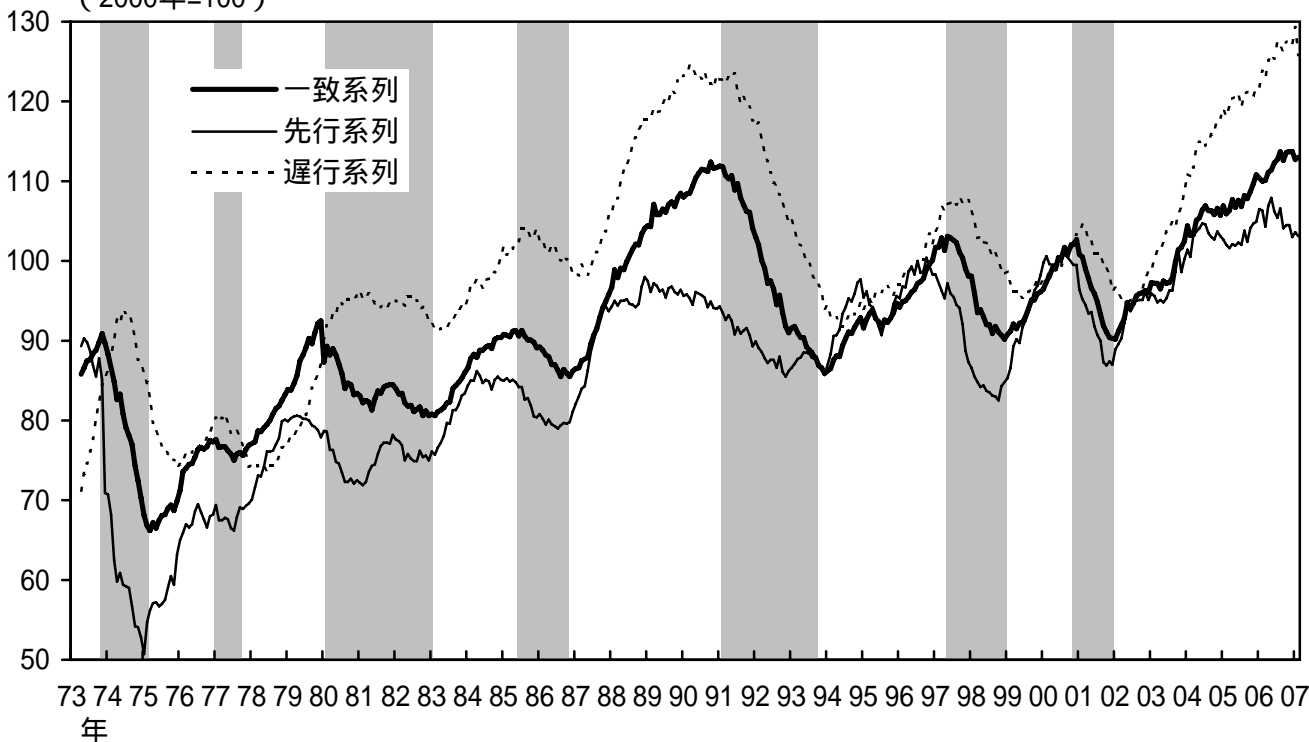
(1) 実質GDP

(季調済前期比、寄与度、%)



(2) 景気動向指数 (C I)

(2000年=100)

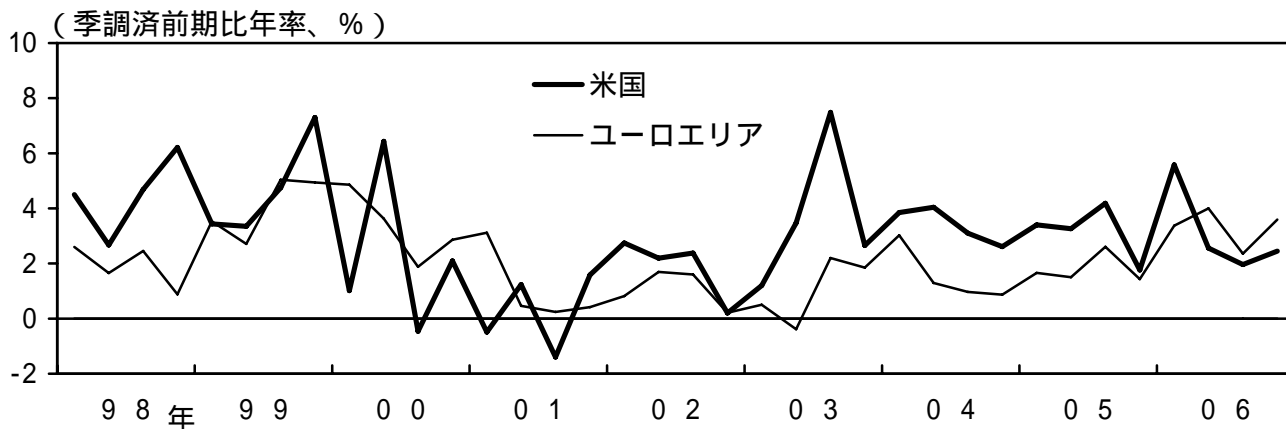


(注) シャドー部分は景気後退局面。

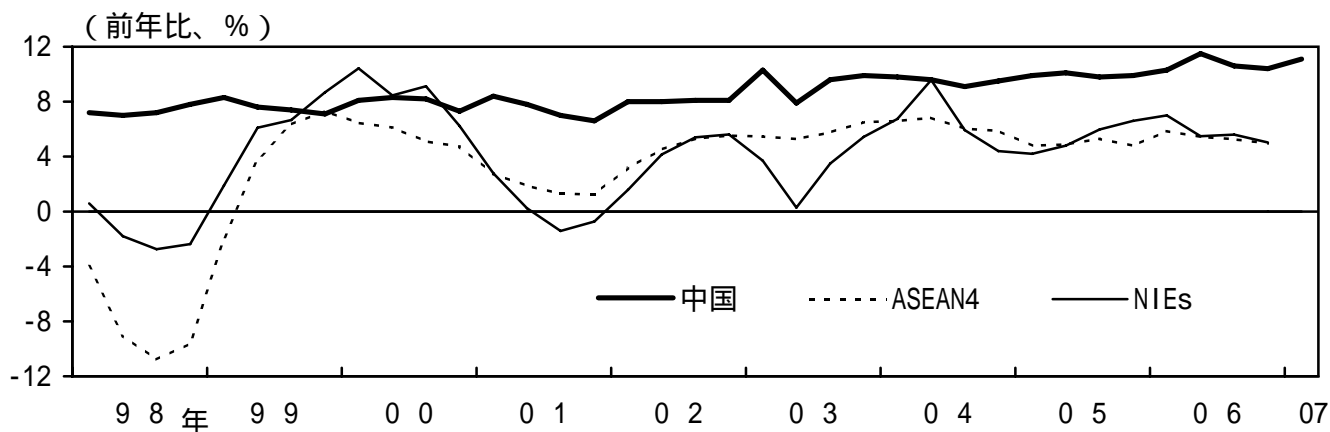
(資料) 内閣府「国民経済計算」「景気動向指数」

海外経済

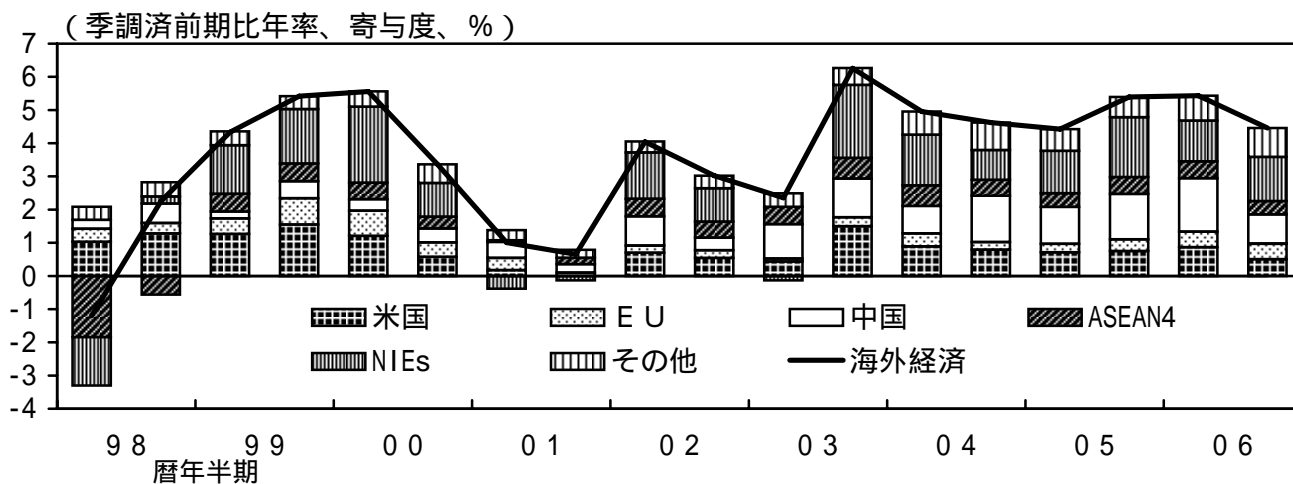
(1) 先進主要国の経済成長率



(2) 東アジア諸国の経済成長率



(3) 海外経済の成長率



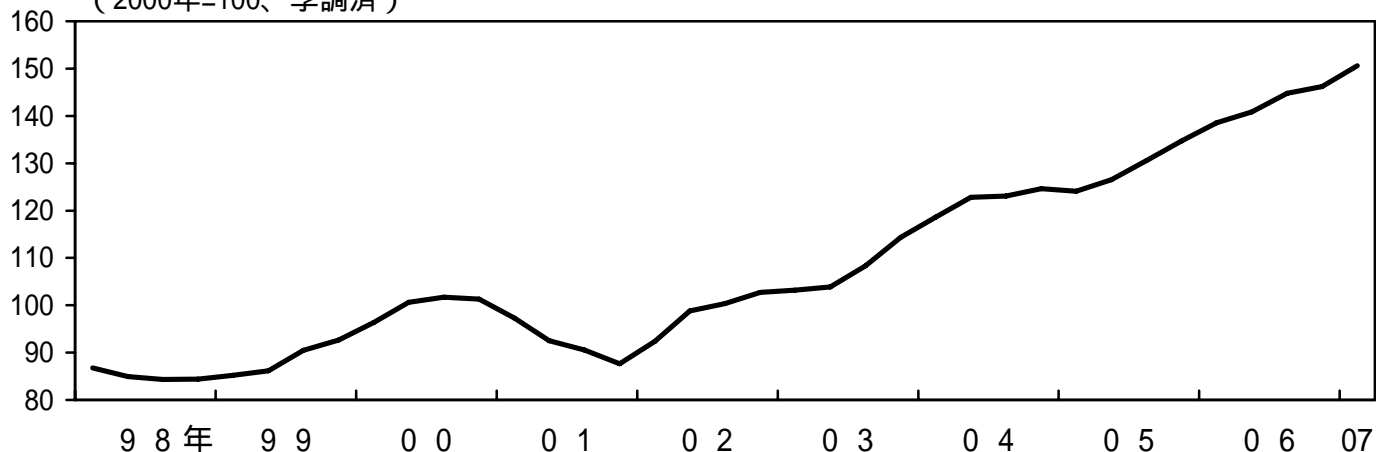
(注) 1. ASEAN4は、タイ、マレーシア、フィリピン、インドネシア。
2. NIEsは、韓国、台湾、香港、シンガポール。
3. (2)のNIEs、ASEAN4及び(3)は、各国実質GDPを通関輸出額ウェイトで加重平均したもの。

(資料) 各国政府、中央銀行、欧州委員会

輸 出

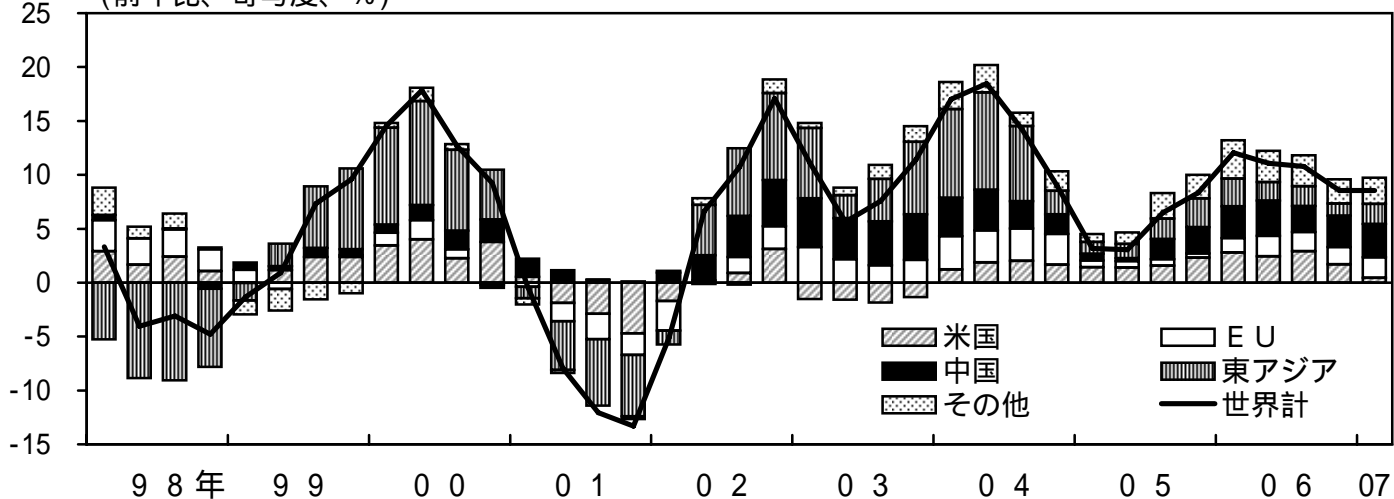
(1) 実質輸出

(2000年=100、季調済)



(2) 実質輸出の地域別内訳

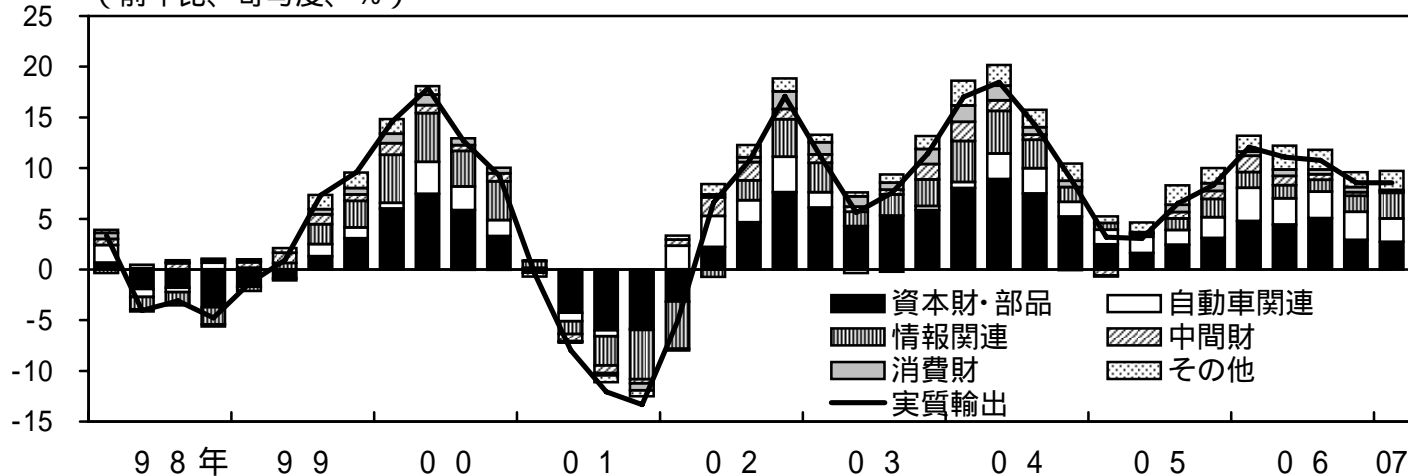
(前年比、寄与度、%)



(注) 東アジアはNIEsとASEAN4の合計。

(3) 実質輸出の財別内訳

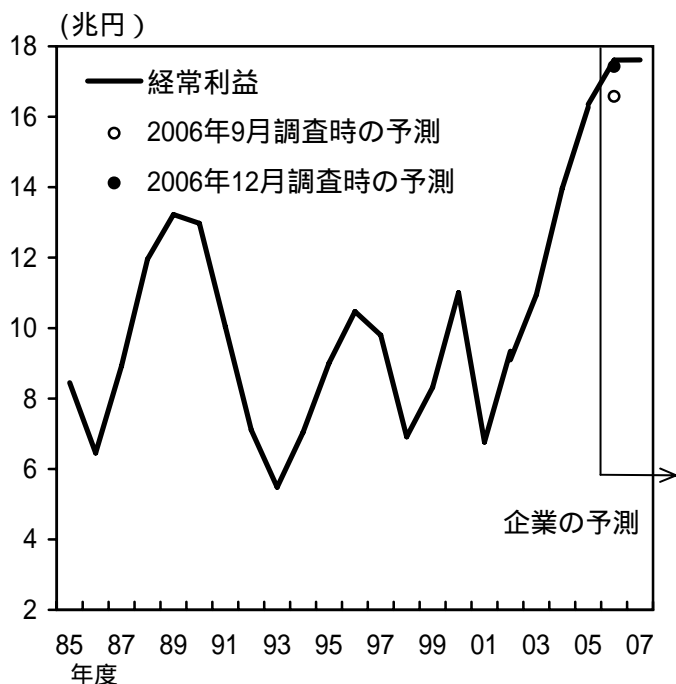
(前年比、寄与度、%)



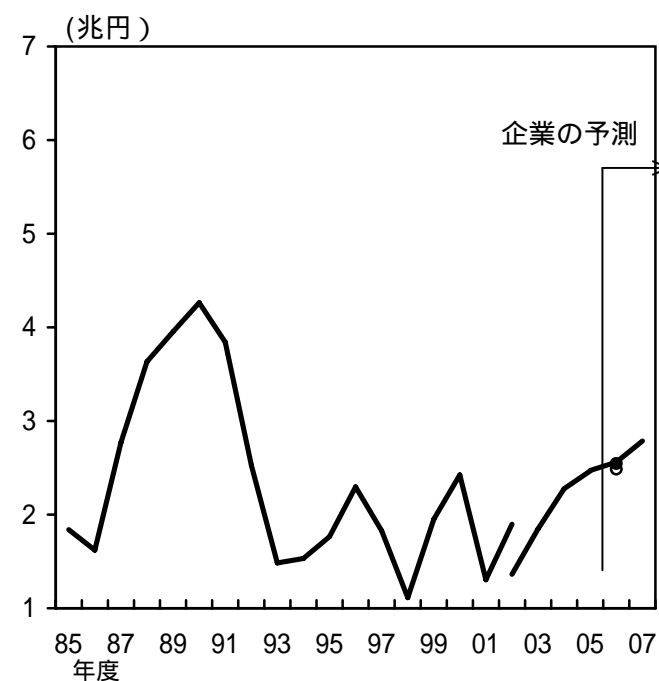
(資料) 財務省「外国貿易概況」、日本銀行「企業物価指数」

企業収益

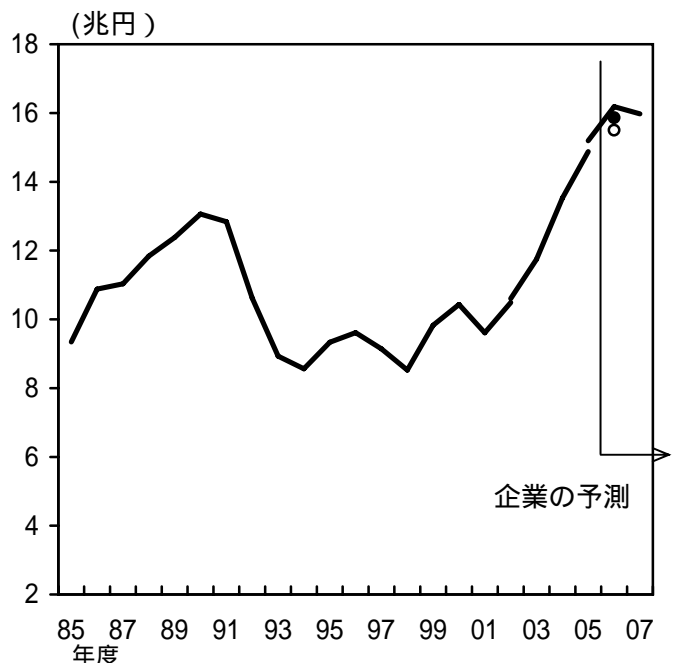
(1) 製造業大企業



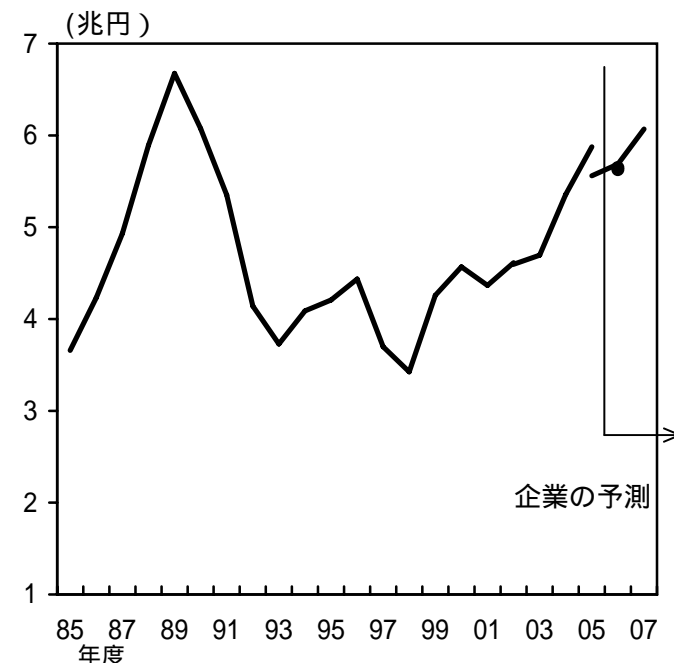
(2) 製造業中小企業



(3) 非製造業大企業



(4) 非製造業中小企業

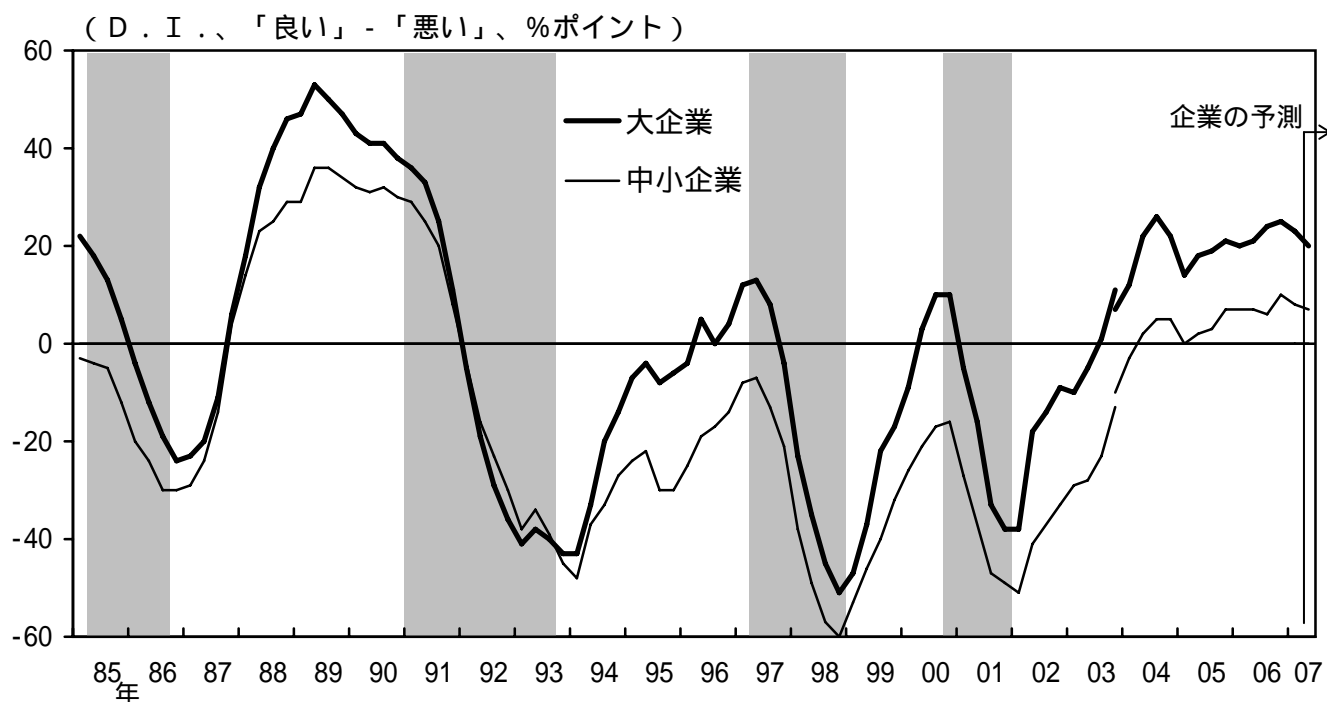


- (注) 1. 2004年3月調査より、調査対象企業の拡充を含む幅広い見直しを実施した。
また、2007年3月調査では、定例の調査対象企業の見直しを行った。このため、これらの
タイミングで計数には不連続(段差)が生じている。
2. 2006年9月および12月調査時の予測については、2005年度実績値(2007年3月調査時の調査
対象企業見直し後のベース)に、それぞれの06年度伸び率見込み値を乗じて算出している。

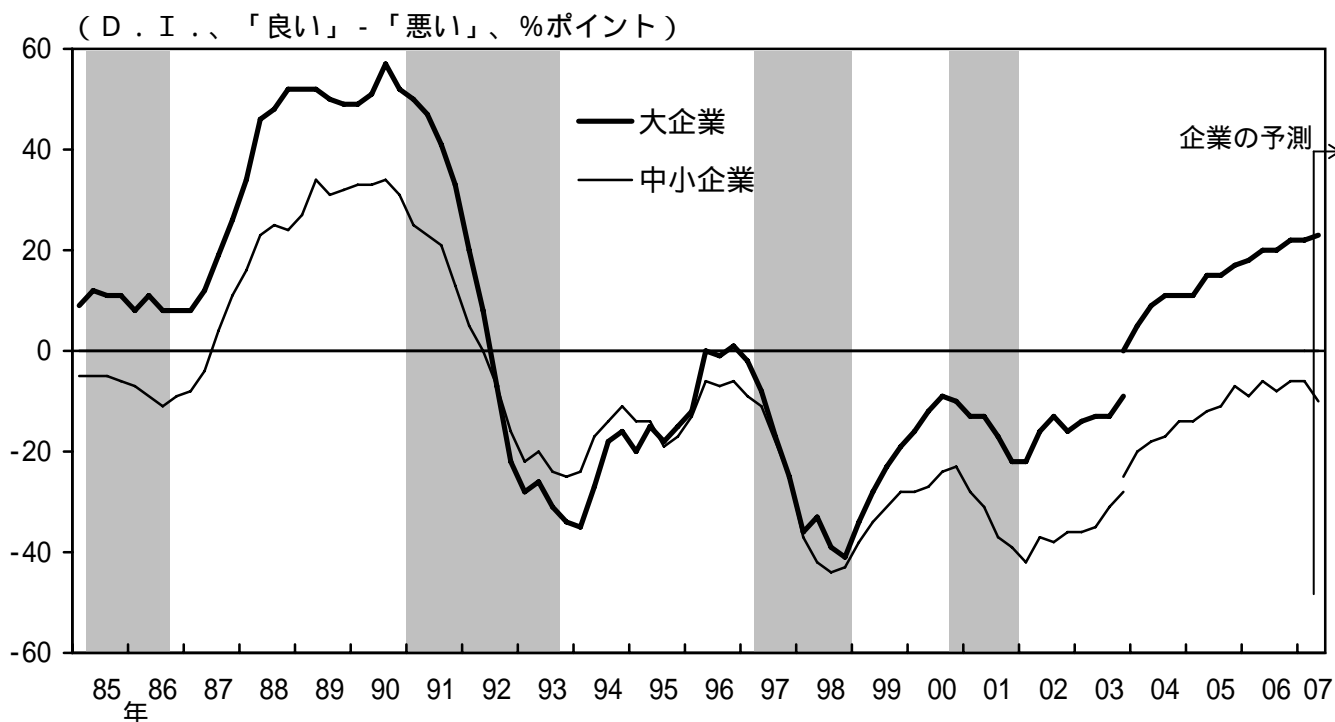
(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

企業の業況判断

(1) 製造業



(2) 非製造業



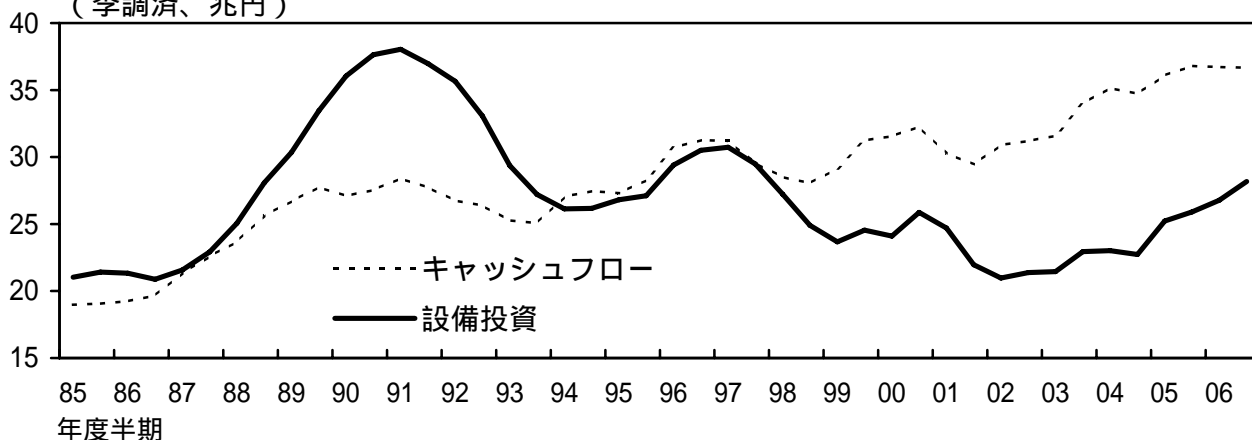
(注) 1. 2004年3月調査より見直しを実施。旧ベースは2003年12月調査まで、新ベースは2003年12月調査から。
2. シャドー部分は景気後退局面。

(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

設備投資

(1) 設備投資とキャッシュフロー (法人季報、全産業全規模)

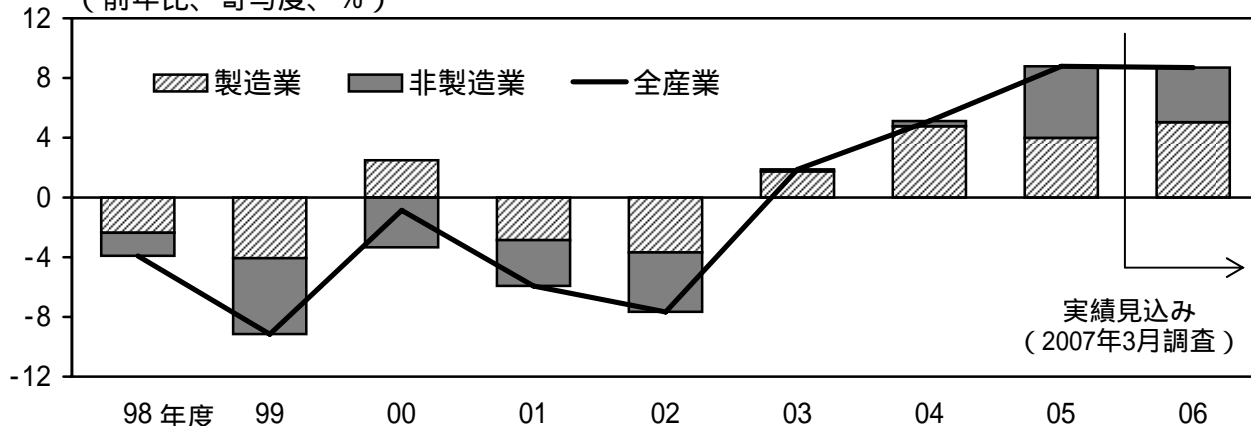
(季調済、兆円)



(注) 1. データは断層修正済み。キャッシュフロー = 経常利益 / 2 + 減価償却費。
2. 2006年度下期については、2007/1Qの前年比変化率を2006/4Qと同じと仮定した。

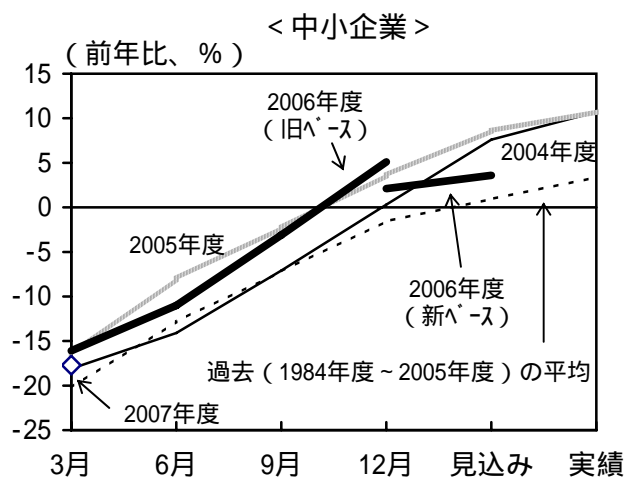
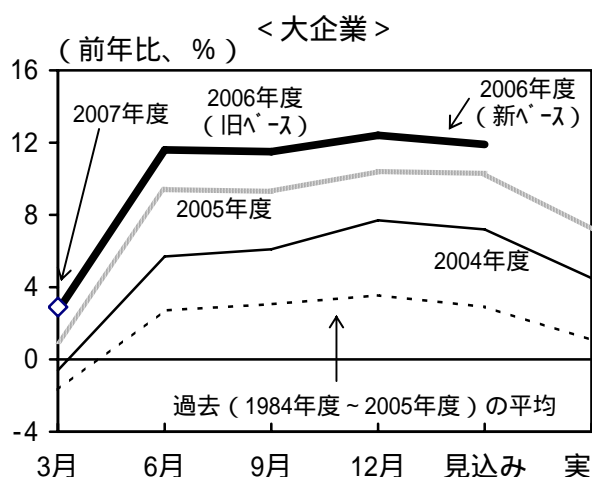
(2) 設備投資計画 (短観、全産業全規模)

(前年比、寄与度、%)



(注) 2002年度までは土地を含み、ソフトウェアを除く。
2003年度からは土地を除き、ソフトウェアを含む。

(3) 設備投資計画の修正状況 (短観、全産業)

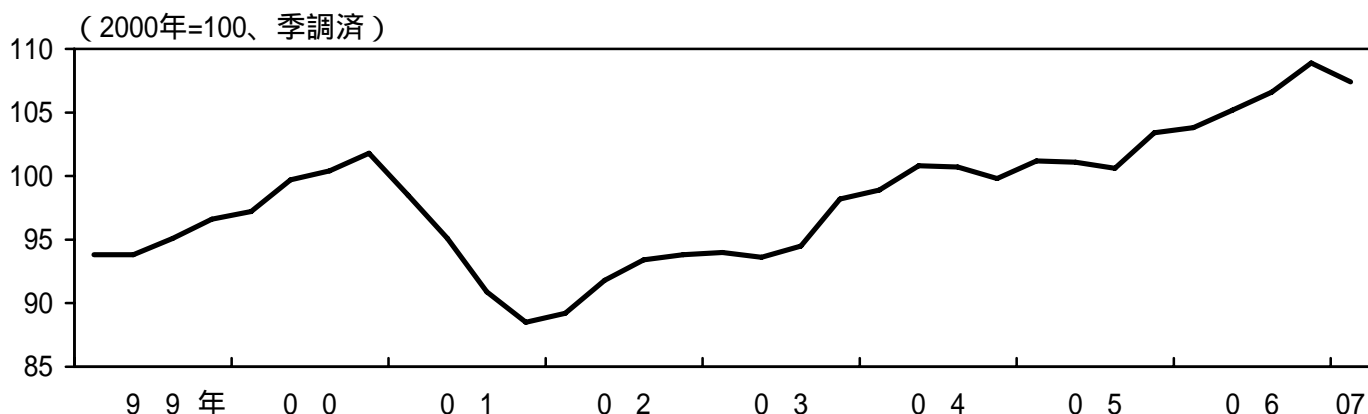


(注) 2007年3月調査では、定例の調査対象企業の見直しを行った。

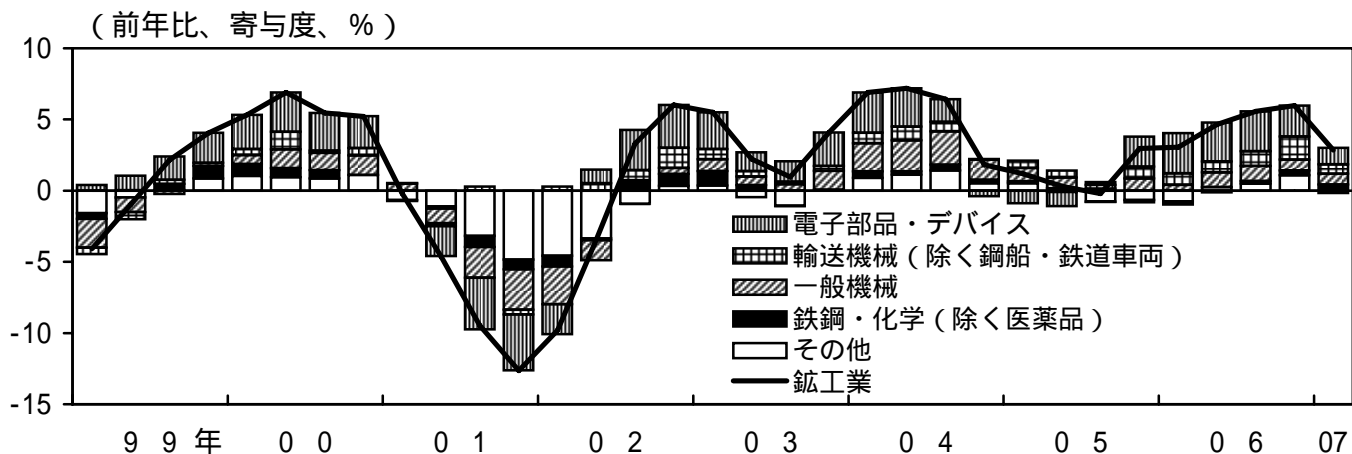
(資料) 財務省「法人企業統計季報」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

鋳工業生産

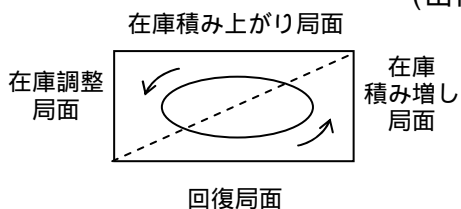
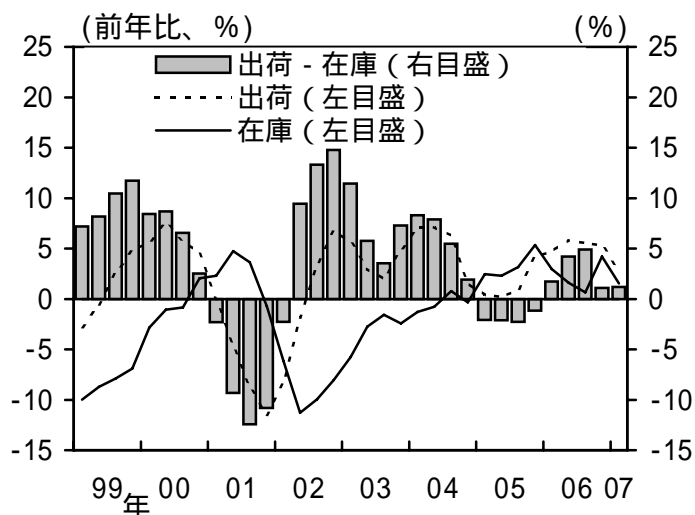
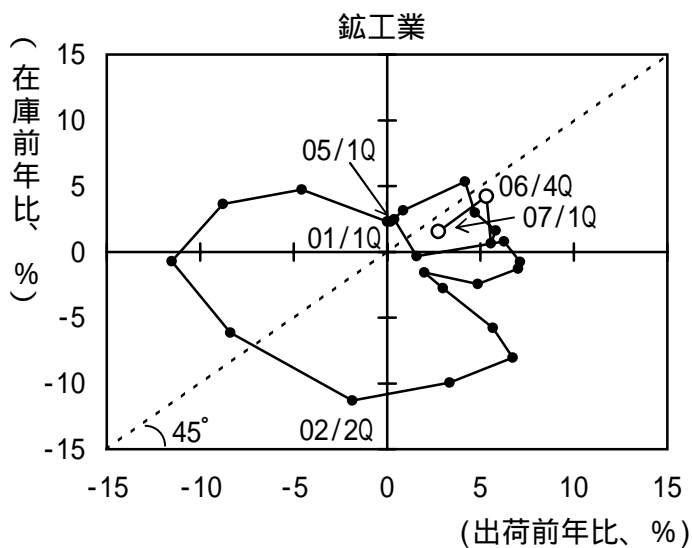
(1) 鋳工業生産



(2) 生産の業種別寄与度



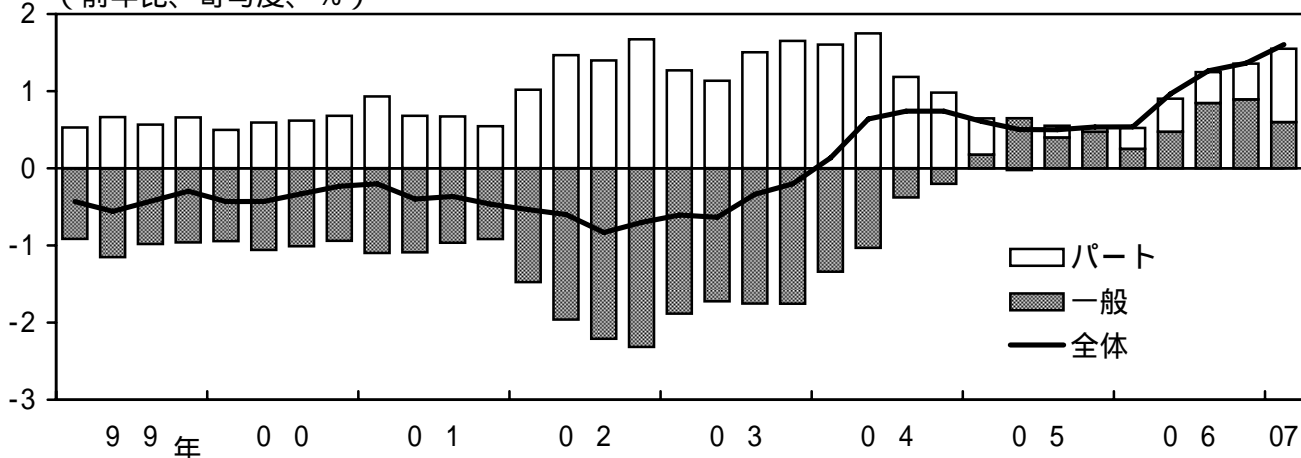
(3) 在庫循環



(資料) 経済産業省「鋳工業指数統計」

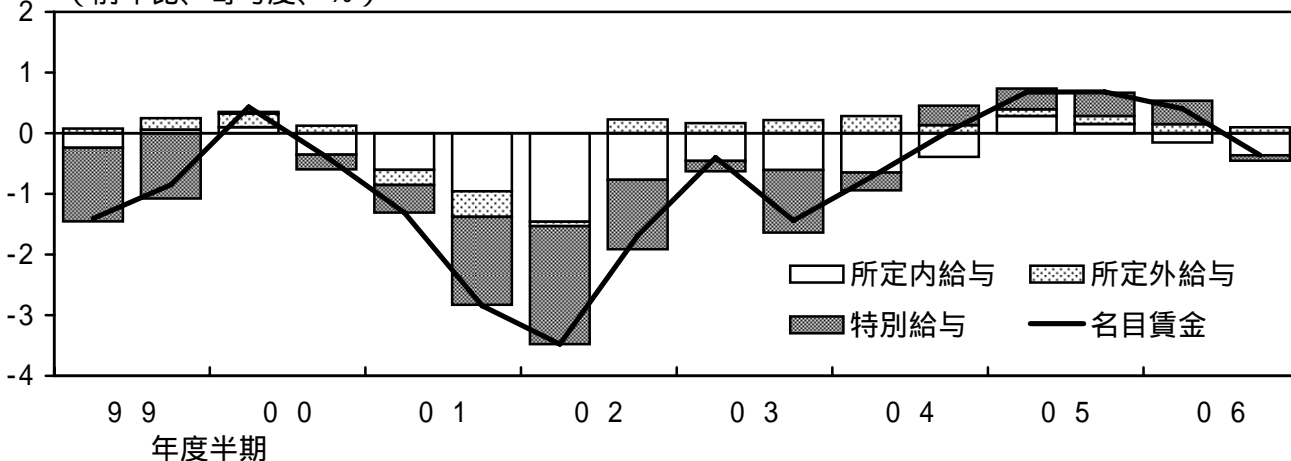
雇用・所得環境

(1) 常用労働者数 (前年比、寄与度、%)



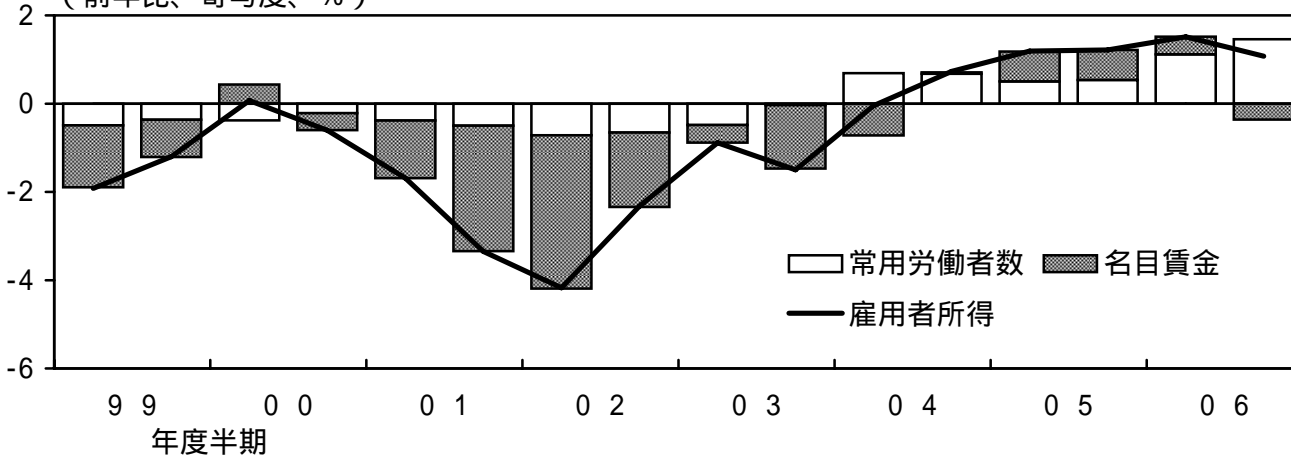
(注) 1. 事業所規模5人以上 (以下の図表も同じ) 。
2. 2007/1Qは1～2月の前年同期比。

(2) 名目賃金 (前年比、寄与度、%)



(注) 2006年度下半期は2006年10月～2007年2月の前年同期比。

(3) 雇用者所得 (前年比、寄与度、%)



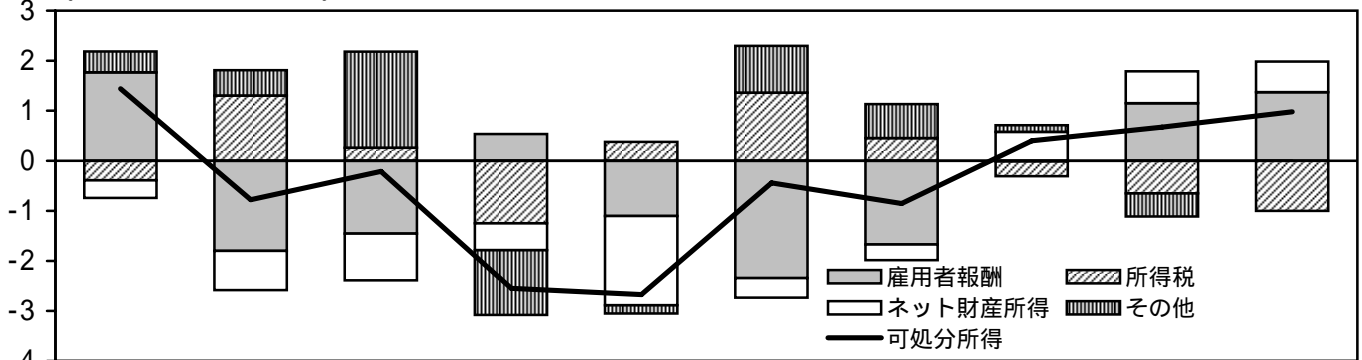
(注) 2006年度下半期は2006年10月～2007年2月の前年同期比。

(資料) 厚生労働省「毎月勤労統計」

家計の所得動向

(1) 可処分所得

(前年比寄与度、%)

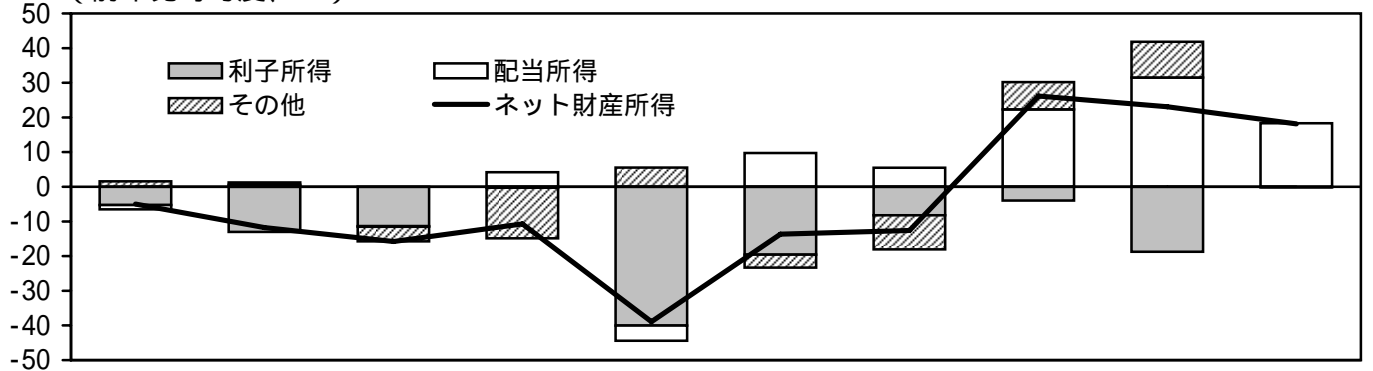


(見込み)

(注) 06年度の可処分所得における雇用者報酬は、06年2～4Qの05年2～4Q対比を用いて算出。
所得税は06年度補正後予算における所得税の伸び率を用いて算出。
ネット財産所得は下記注を参照。その他は05年度と一定と仮定。

(2) 財産所得

(前年比寄与度、%)

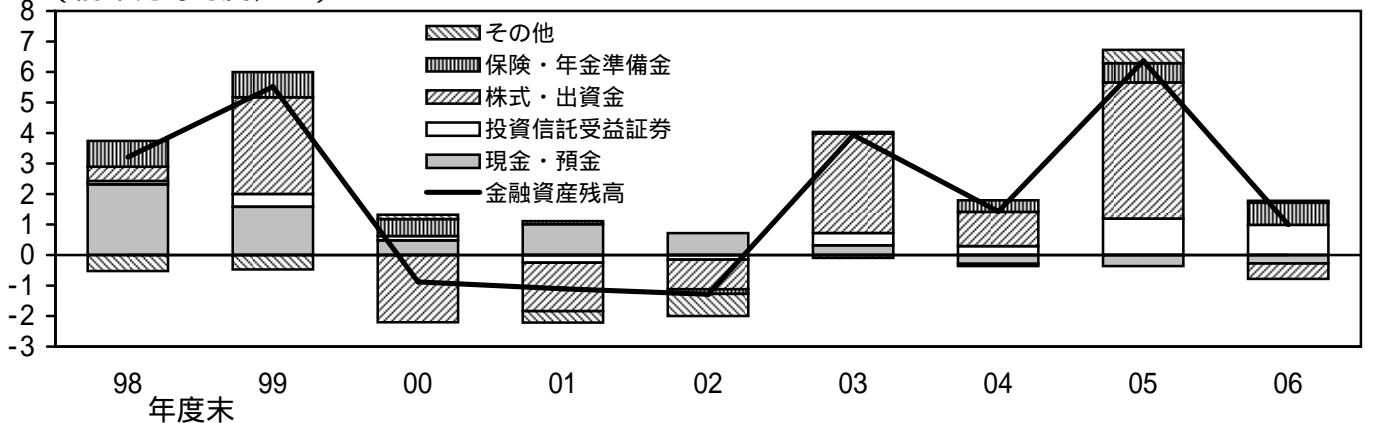


(見込み)

(注) 06年度の財産所得における利子所得は、資金循環統計における預金残高の06年4Q末の05年4Q末対比を用いて算出。配当所得は3月決算の東証一部上場企業（金融を除く）が06年度中に支払った配当額（06年3月期末配当と06年9月中間配当）を用いて算出。その他は05年度と一定と仮定。

(3) 家計の金融資産残高

(前年比寄与度、%)



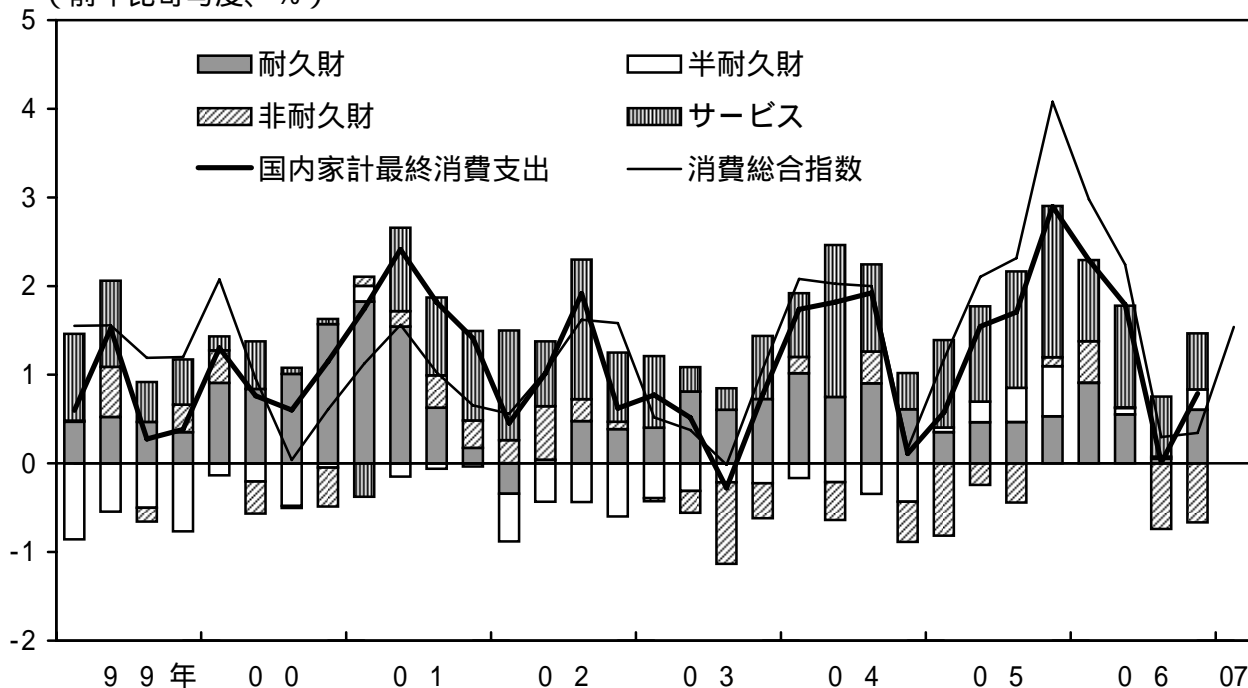
(注) 06年度末の金融資産残高は06年4Q末の05年4Q末対比。

(資料) 日本銀行「資金循環統計」、内閣府「国民経済計算」、日経Financial QUEST

個人消費

(1) GDPベース・形態別消費

(前年比寄与度、%)

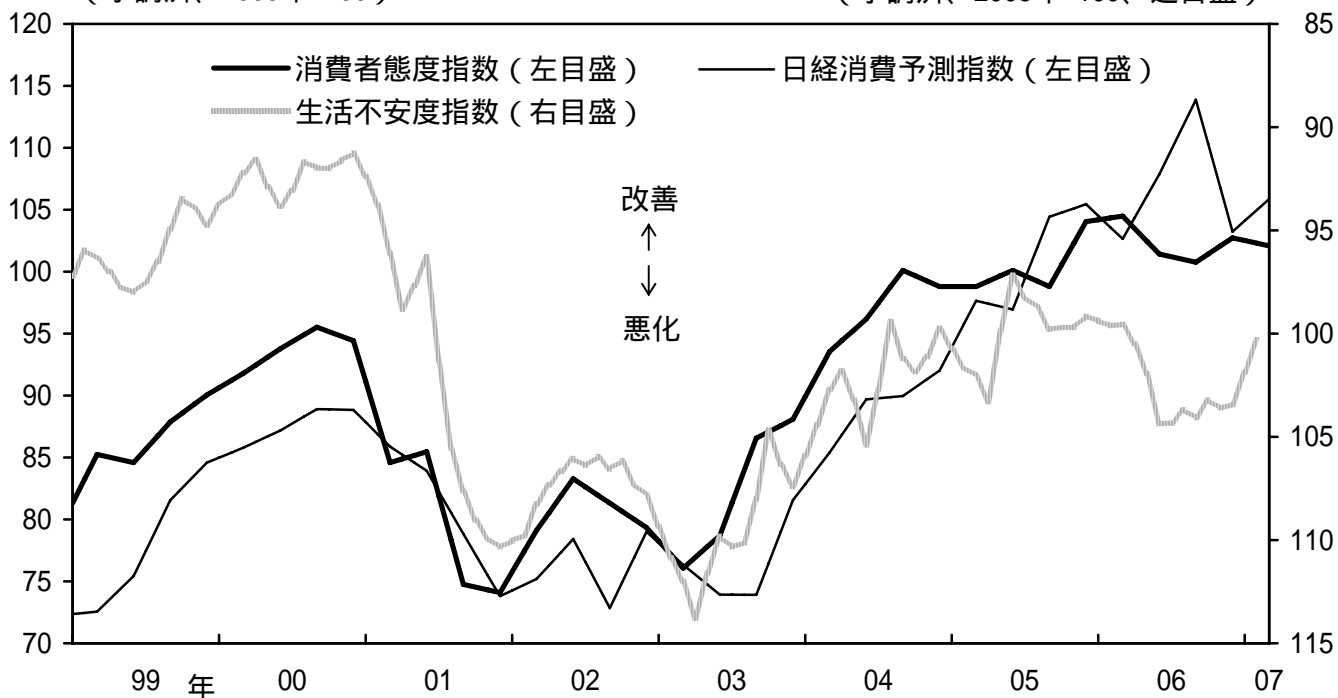


(注) 消費総合指数の07/1Qは、07/1~2月の前年同期比。

(2) 消費者コンフィデンス指標

(季調済、2005年=100)

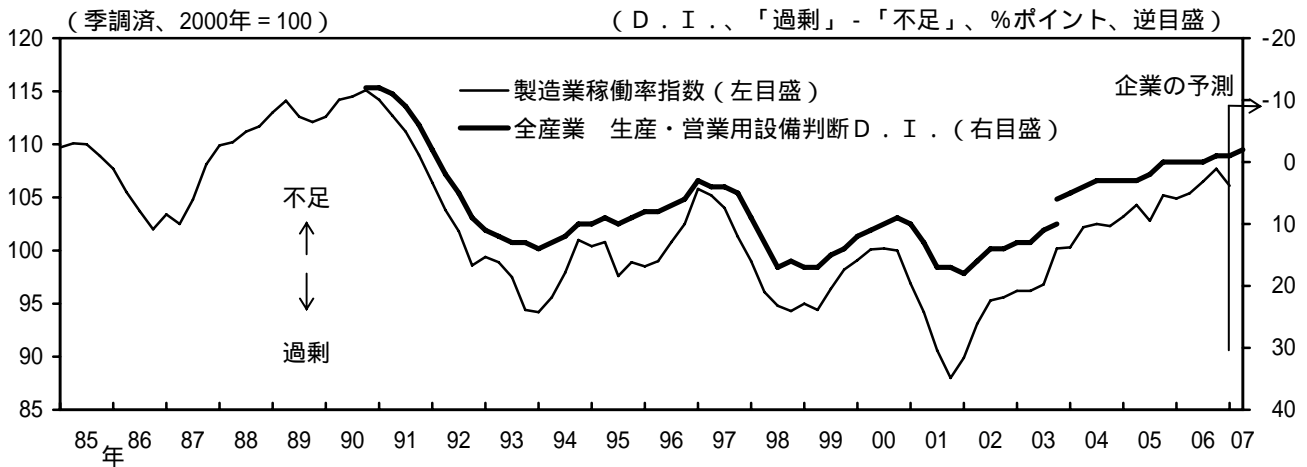
(季調済、2005年=100、逆目盛)



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

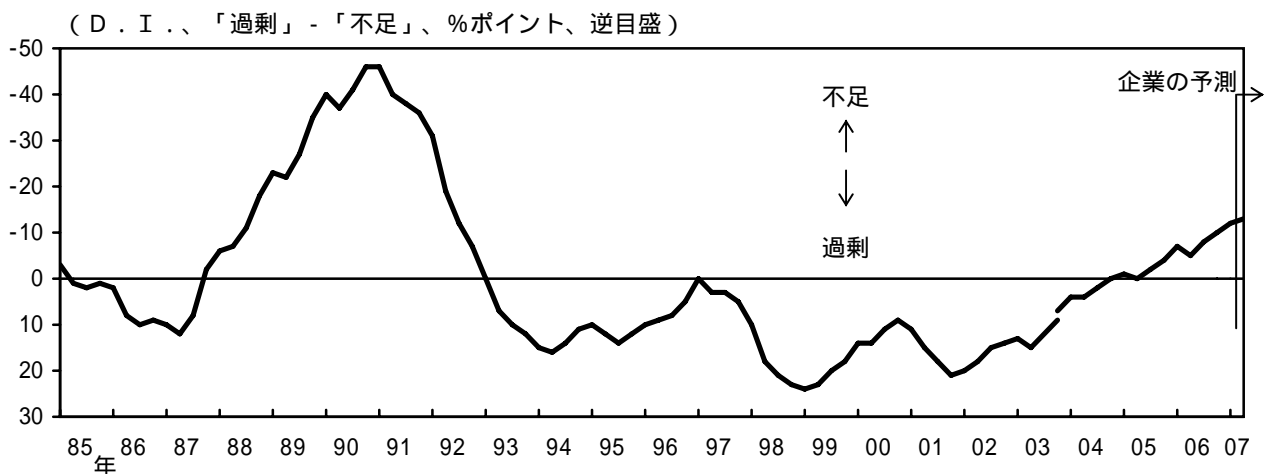
生産要素の稼働状況

(1) 生産・営業用設備判断D.I.(短観)と稼働率指数

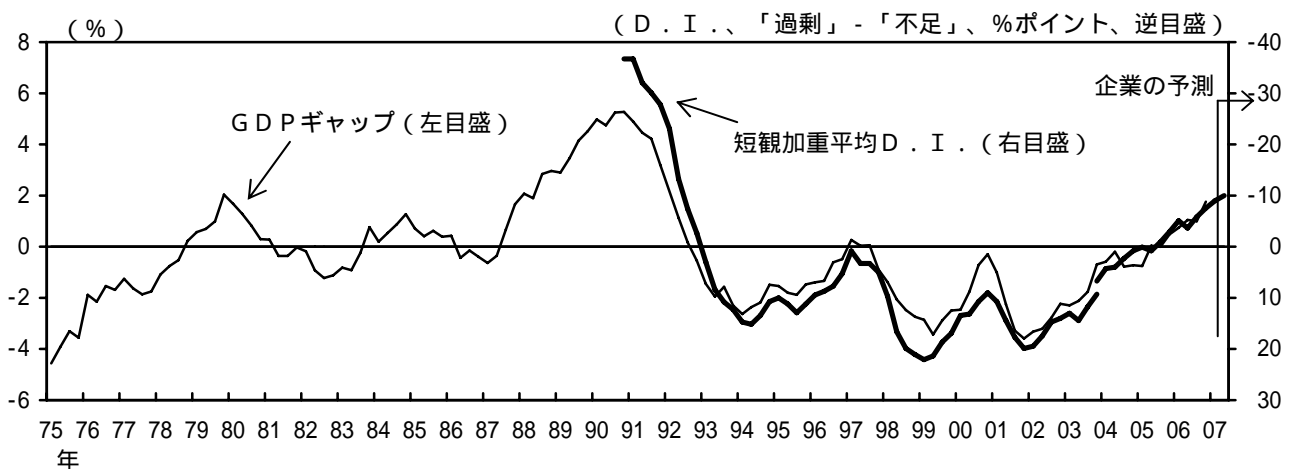


(注) 1. 生産・営業用設備判断D.I.は全規模合計。短観は2004年3月調査より見直しを実施。旧ベースは2003年12月調査まで、新ベースは2003年12月調査から(下の(2)、(3)も同じ)。
2. 製造業稼働率指数の2007/1Qは1~2月の平均値。

(2) 雇用人員判断D.I.(短観)



(3) 短観加重平均D.I.とGDPギャップ

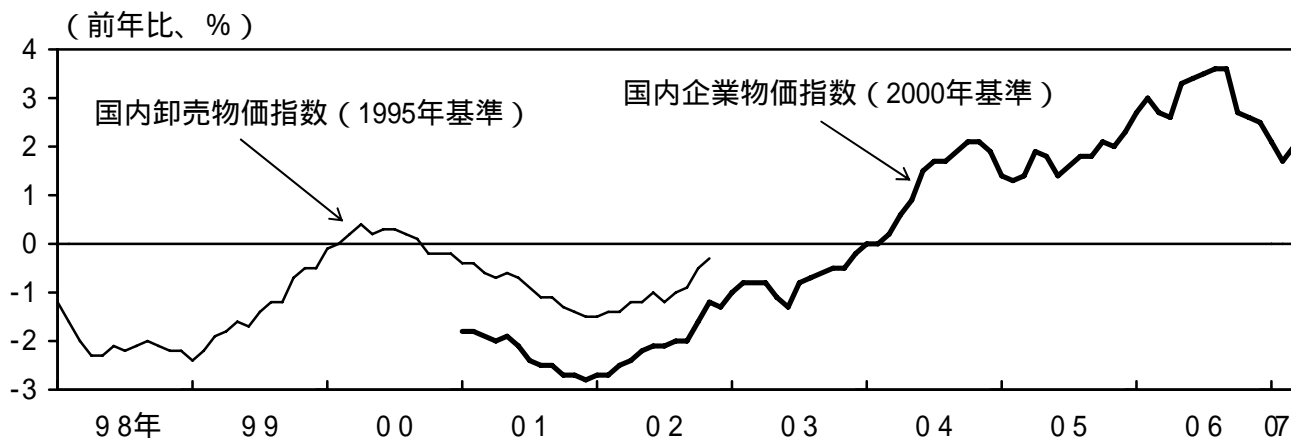


(注) 生産・営業用設備判断D.I.と雇用人員判断D.I.を資本・労働分配率(90~05年度平均)で加重平均して求めた。GDPギャップは、日本銀行調査統計局の試算値。

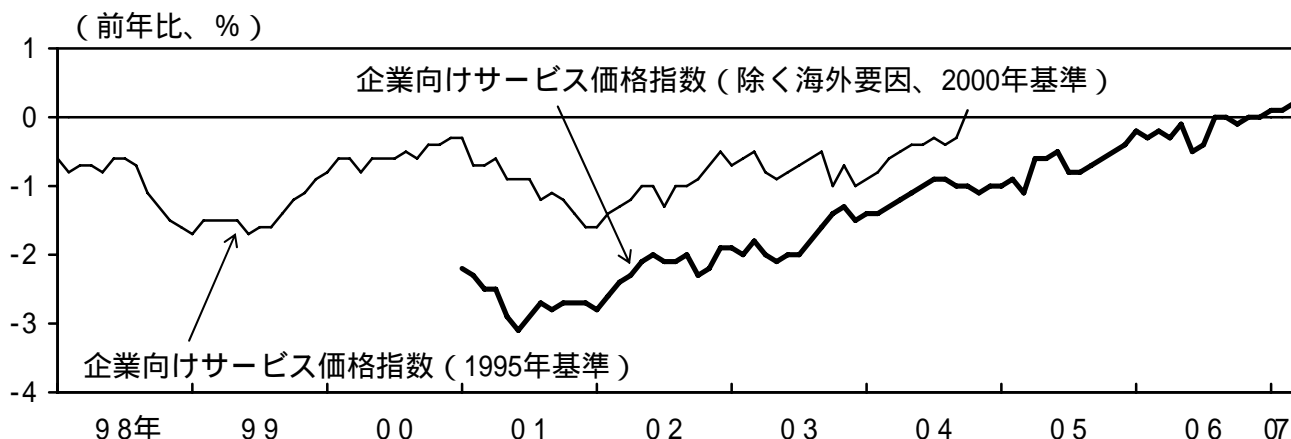
(資料) 内閣府「国民経済計算」、内閣府・財務省「法人企業景気予測調査」、総務省「労働力調査」、厚生労働省「毎月勤労統計」「職業安定業務統計」、経済産業省「鉱工業指数統計」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」等

物 価

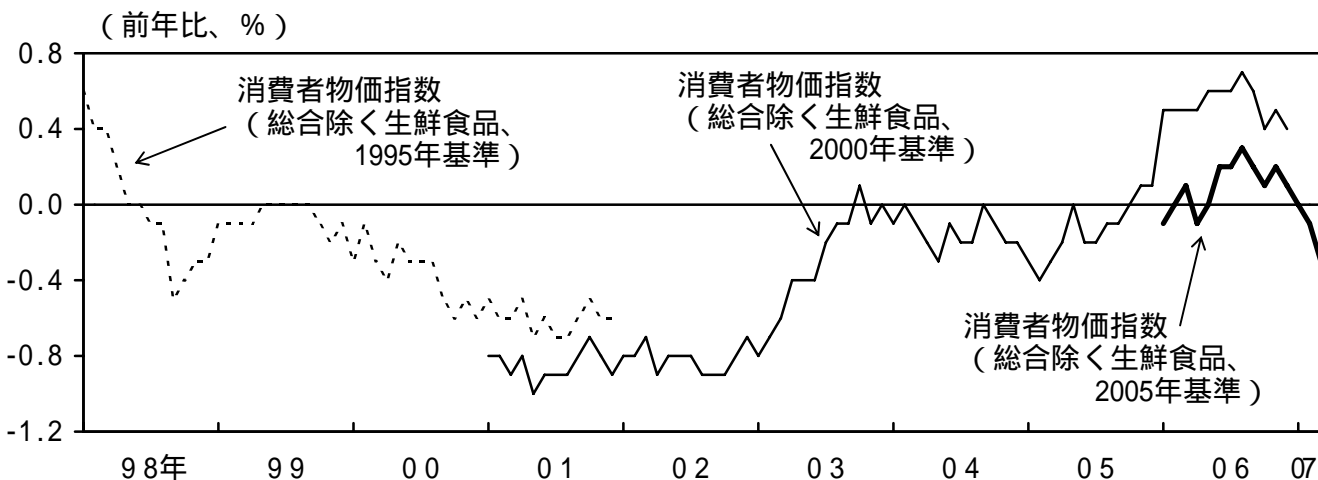
(1) 国内企業物価指数



(2) 企業向けサービス価格指数



(3) 消費者物価指数



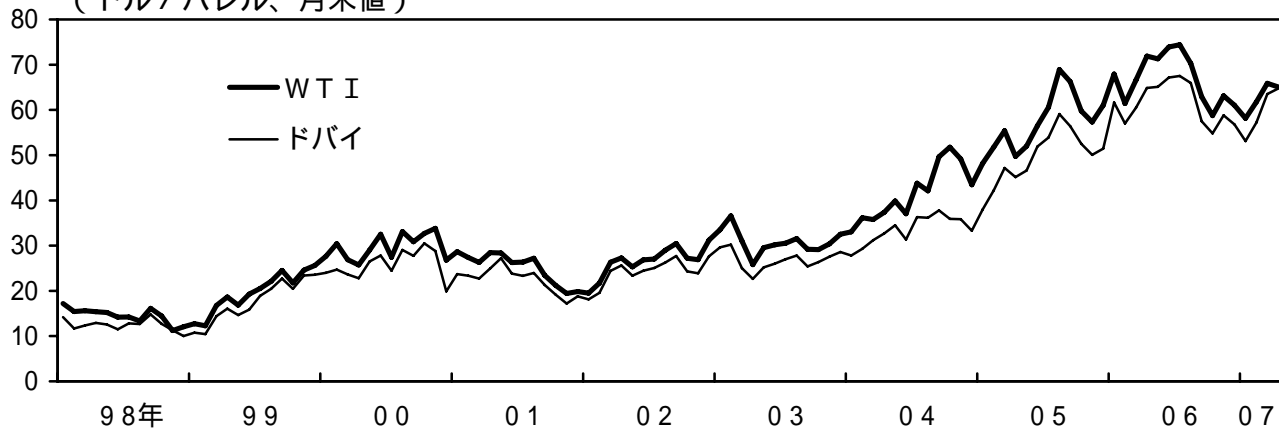
- (注) 1. 消費税調整済み。
2. 企業向けサービス価格指数における海外要因は、国際航空旅客輸送、定期船、不定期船、外航タンカー、外航貨物用船料、国際航空貨物輸送を指す。

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

商品市況

(1) 原油価格

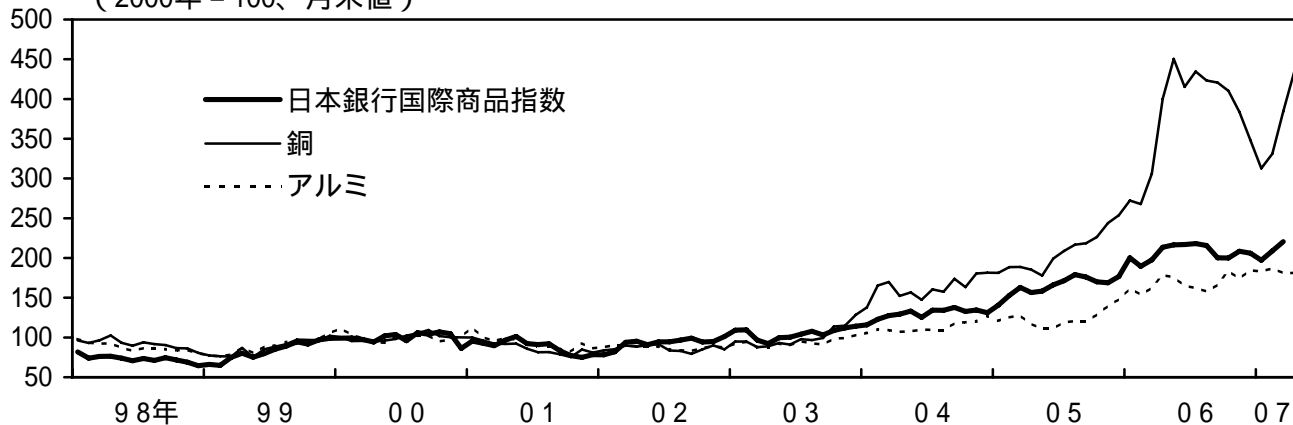
(ドル / バレル、月末値)



(注) 2007/4月の計数は、直近の終値。

(2) 国際商品市況

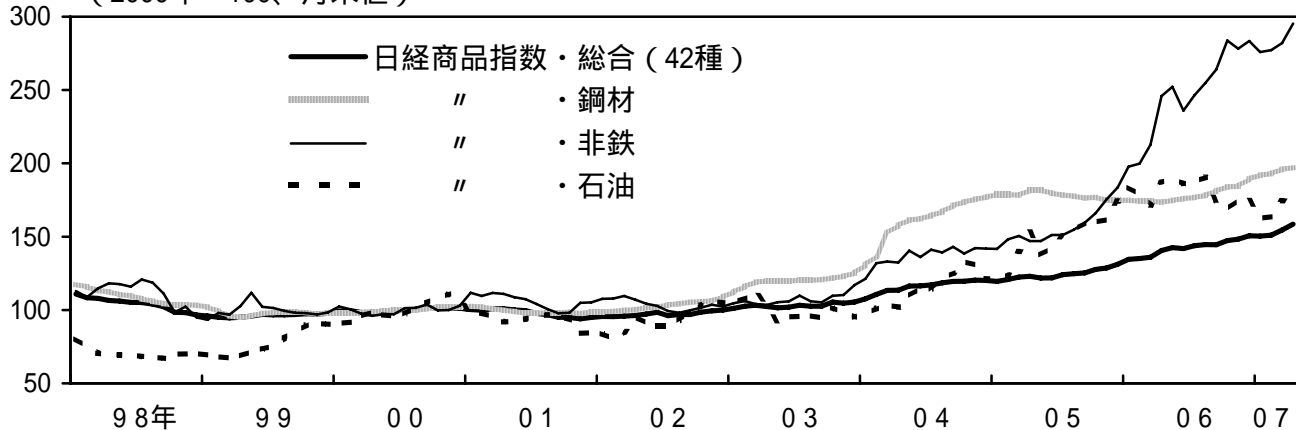
(2000年 = 100、月末値)



(注) 2007/4月の計数は、直近の終値。

(3) 国内商品市況

(2000年 = 100、月末値)

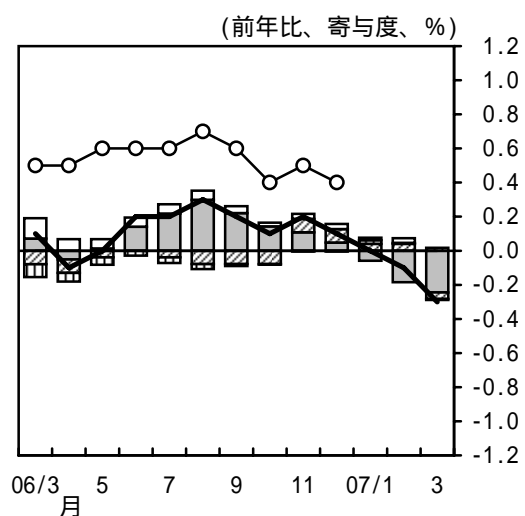
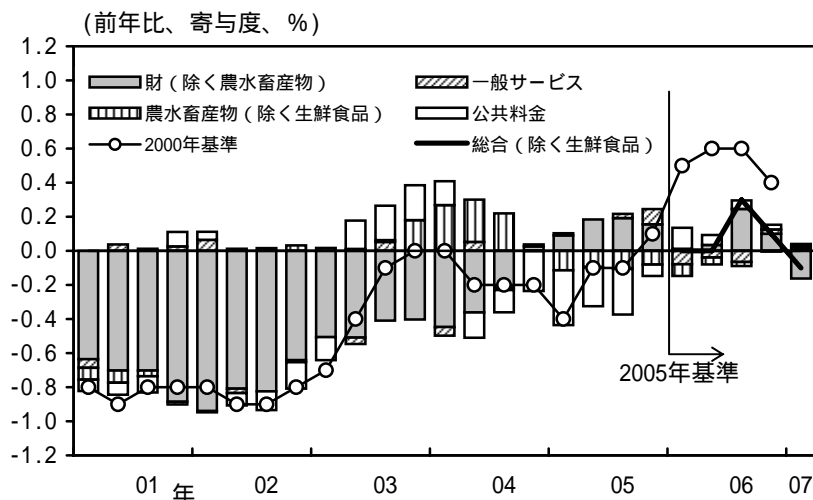


(注) 1. 鋼材：棒鋼、H形鋼、鋼板など 非鉄：銅地金、アルミニウム地金など
石油：ガソリン、灯油、軽油、C重油
2. 2007/4月の計数は、直近の終値。

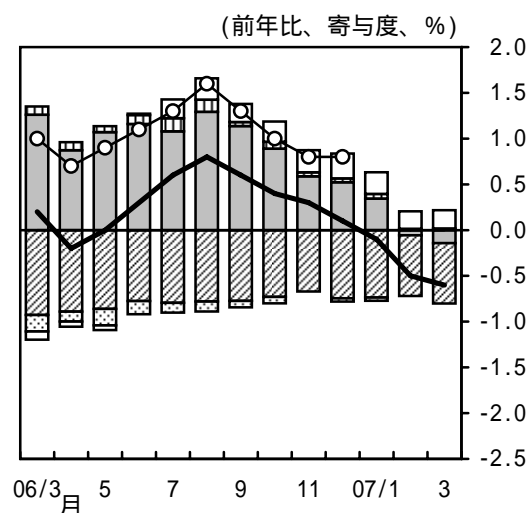
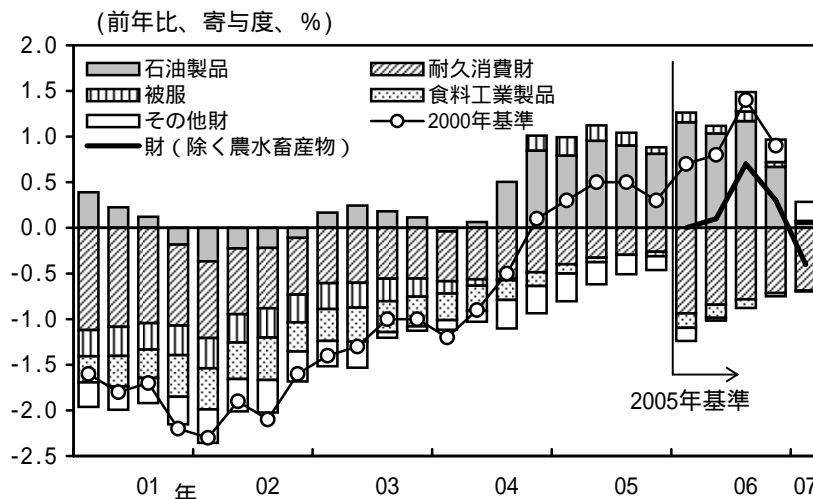
(資料) 日本銀行、日本経済新聞社等

消費者物価

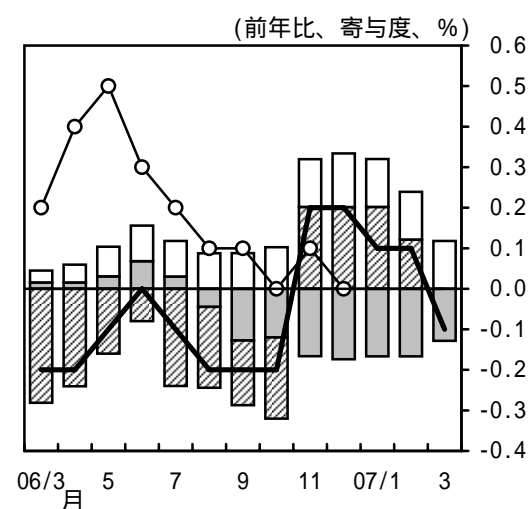
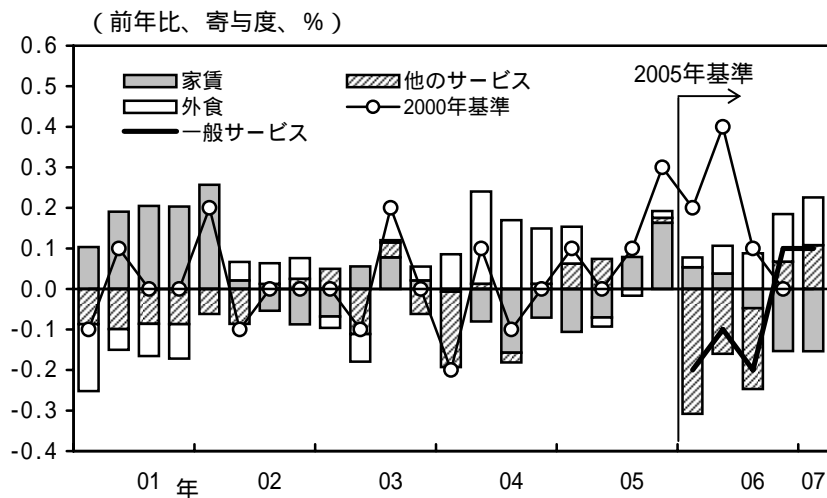
(1) 総合 (除く生鮮食品)



(2) 財 (除く農水畜産物) の要因分解



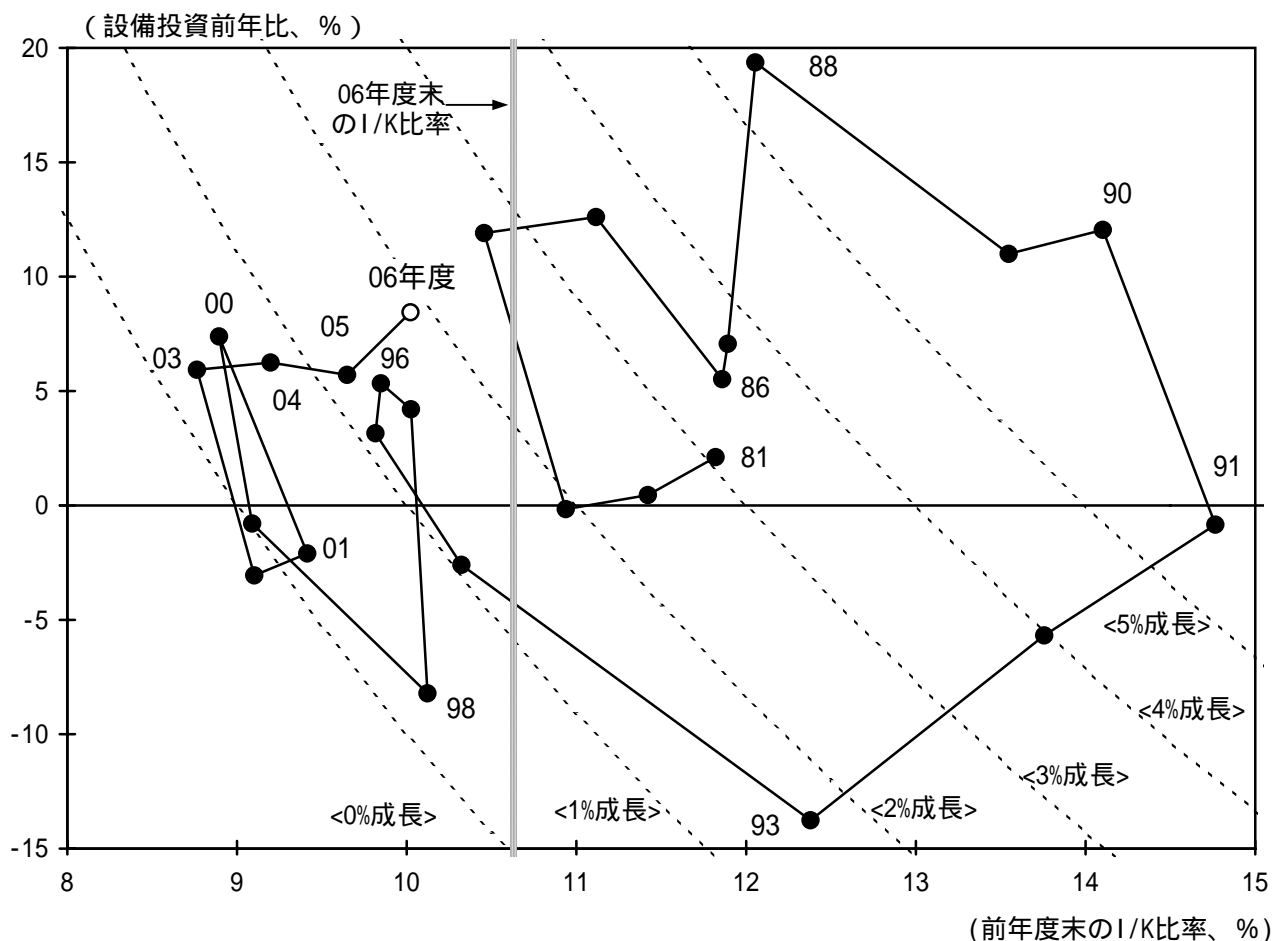
(3) 一般サービスの要因分解



(注) 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」

(資料) 総務省「消費者物価指数」

資本ストック循環



・ 資本ストック循環図は、設備投資・資本ストック比率（I/K比率）と設備投資前年比の関係をプロットしたものである。

・ 両変数の間には、下記の関係があることから、期待成長率ごとに双曲線を描くことができる。

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

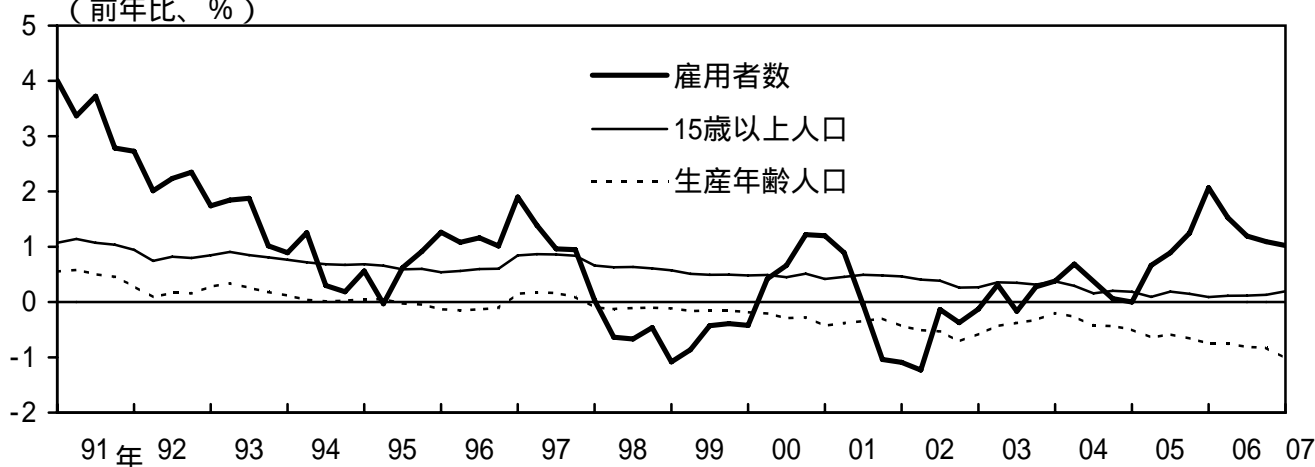
・ このようにしてプロットされた点と、その時々に見込まれる期待成長率に対応する双曲線との関係を見ることで、設備投資の局面評価をすることができる。

(注) 06年度の設備投資については、07/1Qの伸び率を06/2Q～4Qの伸び率の平均と仮定。

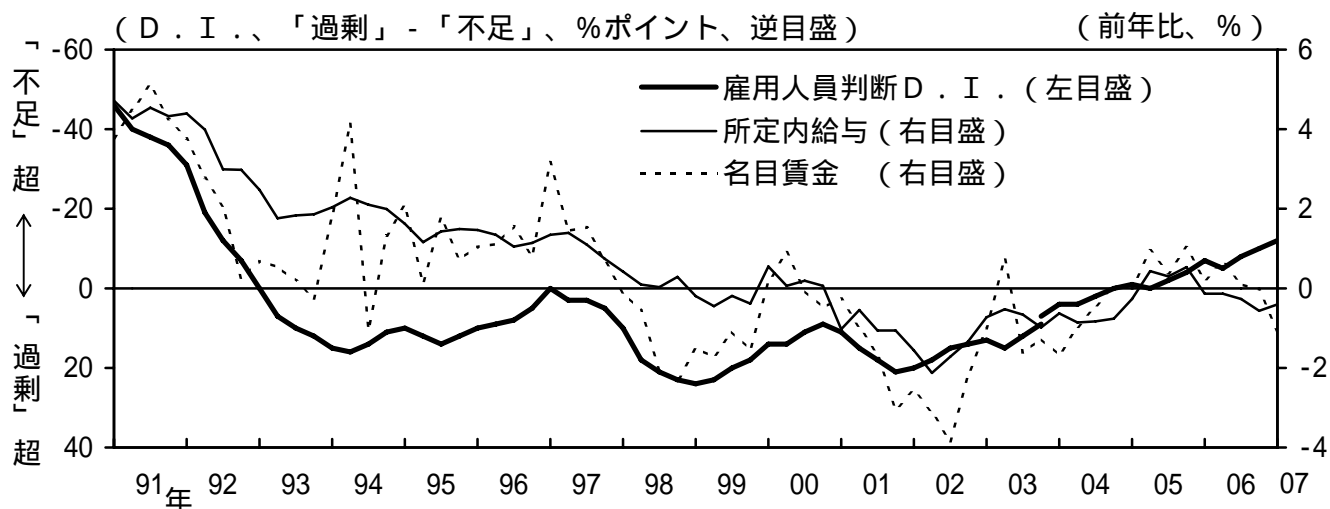
(資料) 内閣府「国民経済計算」「産業別生産性と経済成長：1970-98年」、経済産業省「工業統計調査」

労働需給と賃金の動向

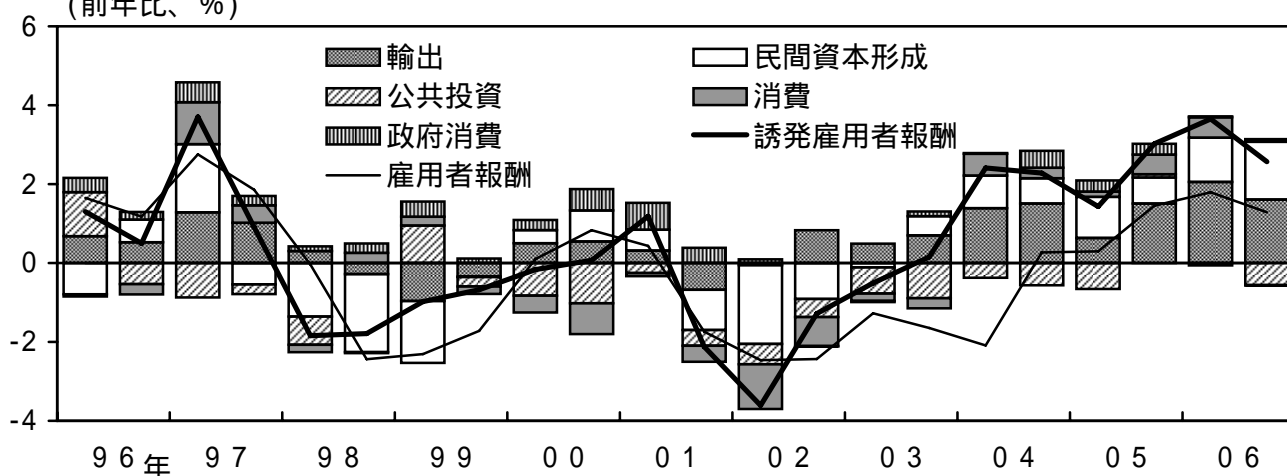
(1) 雇用者数と15歳以上人口 (前年比、%)



(2) 人手不足感と賃金



(3) 誘発雇用者報酬の推移 (前年比、%)

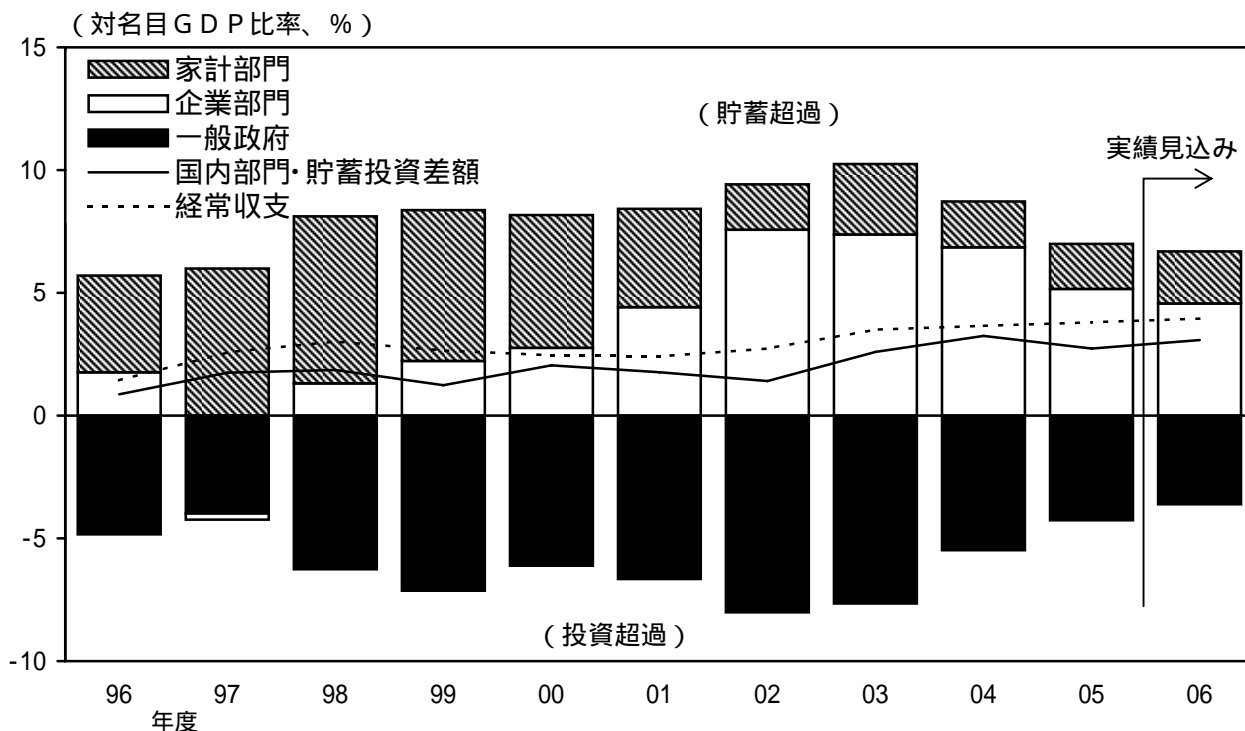


- (注) 1. (2)の2007/1Qは1～2月の前年同期比。
2. (2)の賃金は事業所規模5人以上。
3. (3)は最終需要によって誘発された雇用者報酬の計数を表示。02年以降の雇用者報酬誘発係数は02年水準で固定。

(資料) 総務省「労働力調査」、厚生労働省「毎月勤労統計」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、内閣府「国民経済計算」「SNA産業連関表」

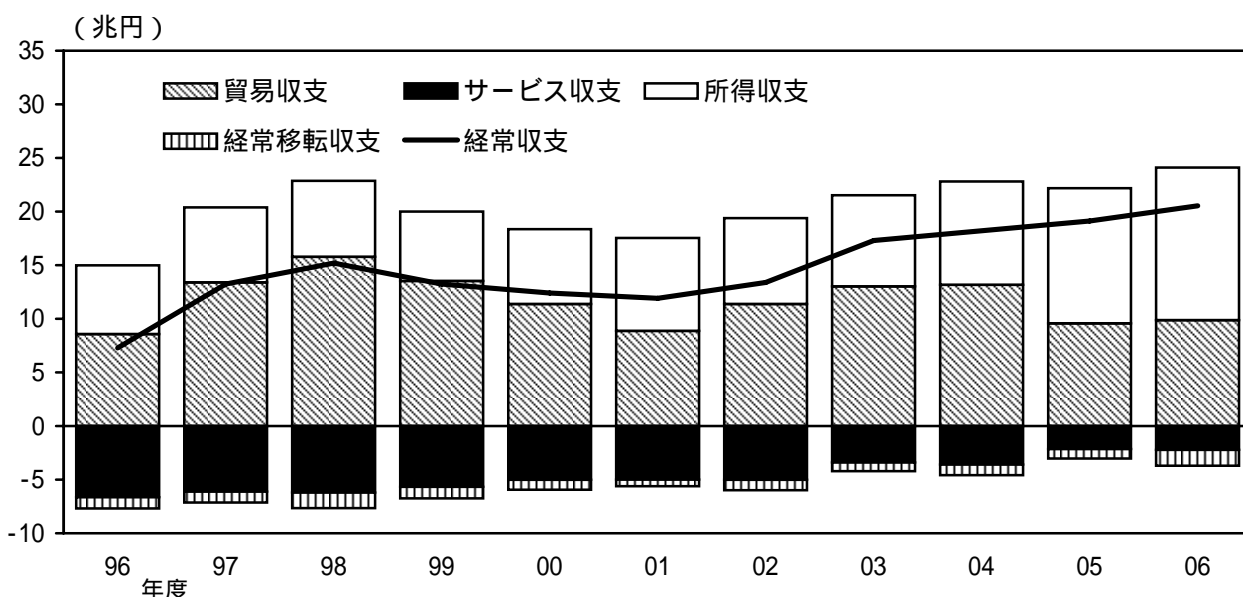
IS バランス

(1) IS バランス



- (注) 1. 預金保険機構の保有する交付国債の償還 (98年度 ~ 02年度) や、国鉄長期債務及び国有林野累積債務の一般会計 (一般政府) への継承 (98年度)、高速道路保有・債務返済機構の資産・負債の一般政府への承継 (05年度) に伴う、貯蓄投資差額の変動を除去したベース。
- 2. 06年度の経常収支・名目GDP・民間最終消費支出及び民間住宅投資は、06年4~12月の前年比を用いて算出。国内部門・貯蓄投資差額は、経常収支から、両者の乖離の平均値 (96~05年度 名目GDP比率0.9%) を差し引くことにより算出。
- 3. 06年度の一般政府ISバランスは、内閣府「日本経済の進路と戦略 参考試算」に基づく。家計部門ISバランスは、図表9の可処分所得から民間最終消費支出及び民間住宅投資を差し引くことにより算出。企業部門IS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。

(2) 経常収支の内訳

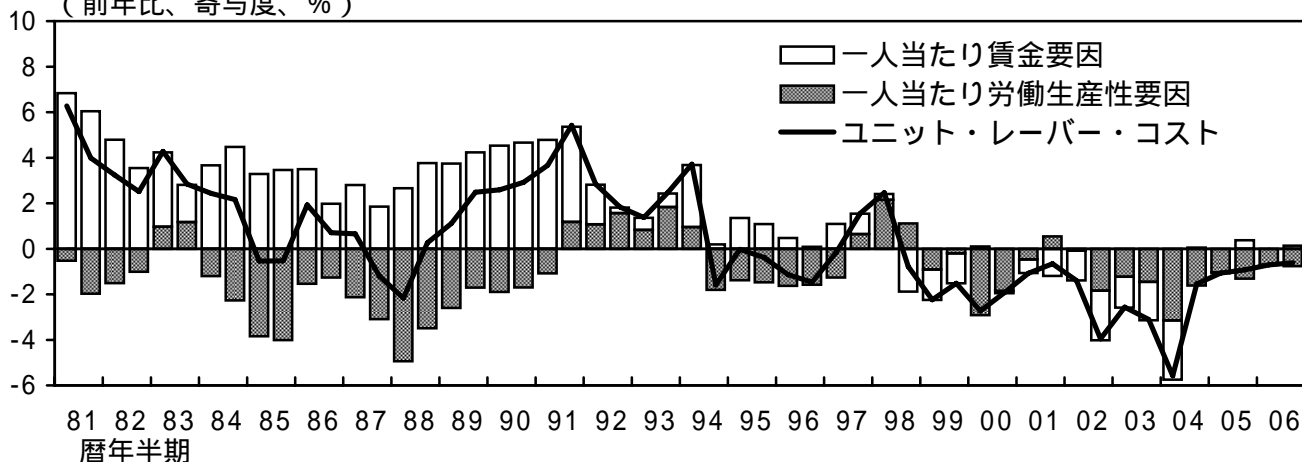


(注) 06年度の経常収支及び内訳は、06年4月~07年2月の前年比を用いて算出。

(資料) 内閣府「国民経済計算」、「日本経済の進路と戦略 参考試算」、日本銀行「国際収支統計」

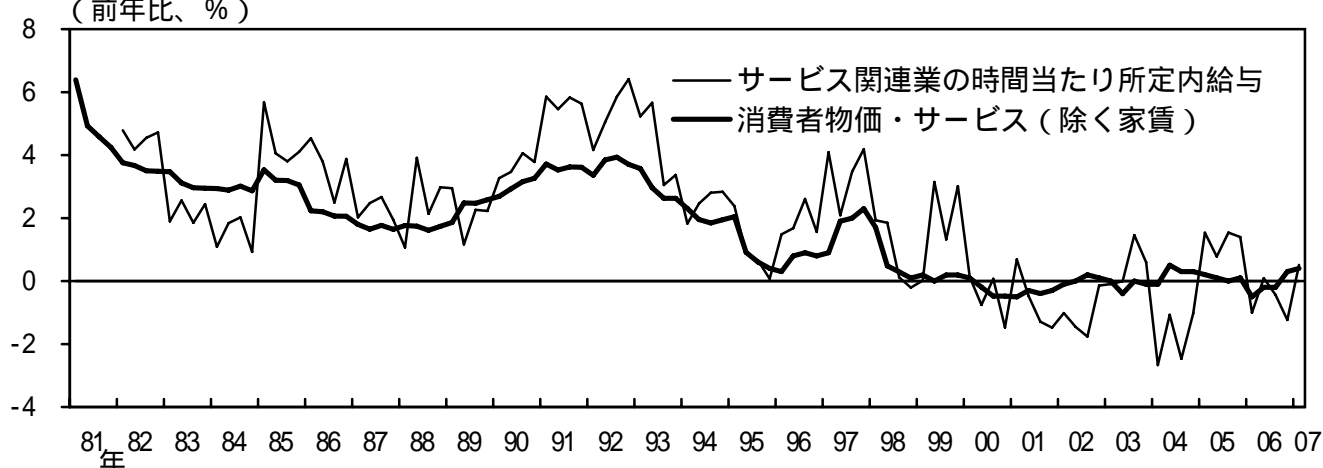
賃金と物価

(1) ユニット・レーバ・コスト (前年比、寄与度、%)



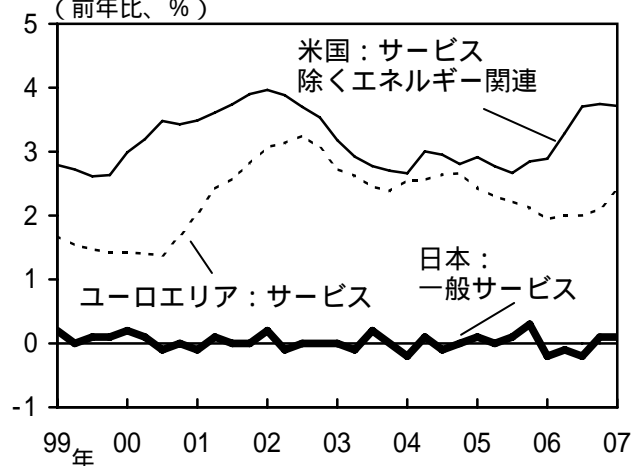
(注) 1994年以前は固定基準年方式 (1995年基準)、1995年以降は連鎖方式 (2000年基準)。

(2) サービス価格と賃金 (前年比、%)

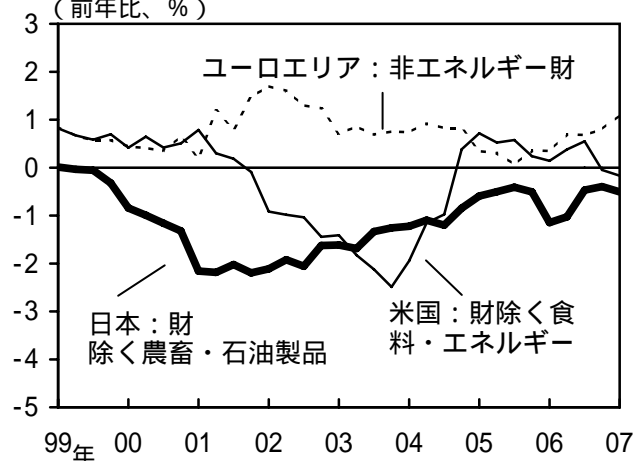


(注) 1. 賃金は、2000年までは、旧業種区分によるサービス業に飲食店を加えたもの。2001年以降は、新業種区分によるサービス業に飲食店、宿泊業および他教育・学習支援を加えたもの。事業所規模30人以上のデータを使用。
2. 2007/1Qのサービス関連業の時間当たり所定内給与は、1~2月の前年同月比。

(3) 日米欧のサービス価格 (前年比、%)



(4) 日米欧の財価格 (前年比、%)

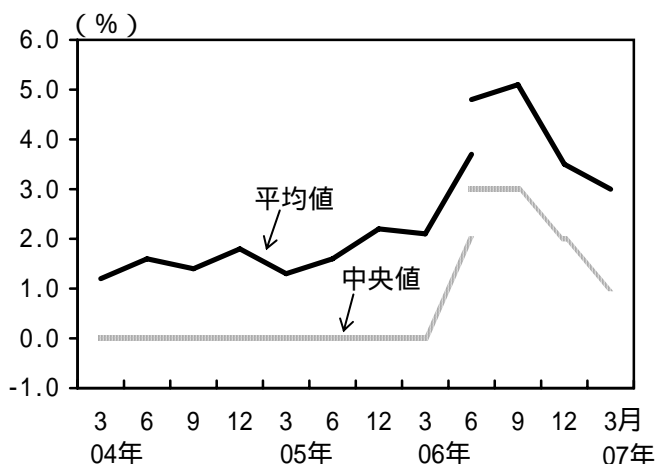


(資料) 厚生労働省「毎月勤労統計」、総務省「労働力調査」「消費者物価指数」、内閣府「国民経済計算」、米国労働省、Eurostat

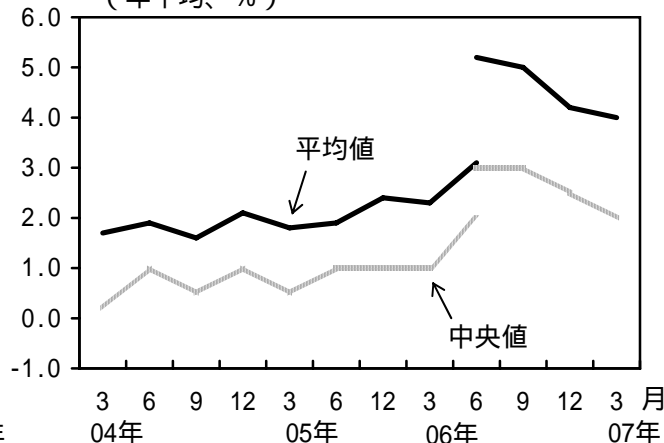
物価の先行きに対する見方

(1) 家計のインフレ予想 (生活意識に関するアンケート調査)

今後1年間のインフレ率

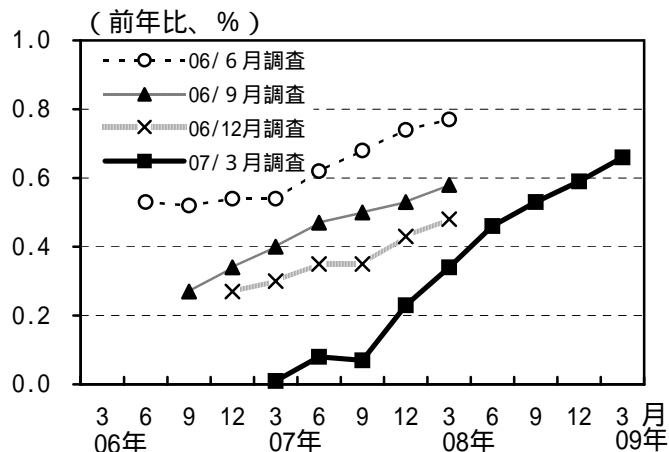
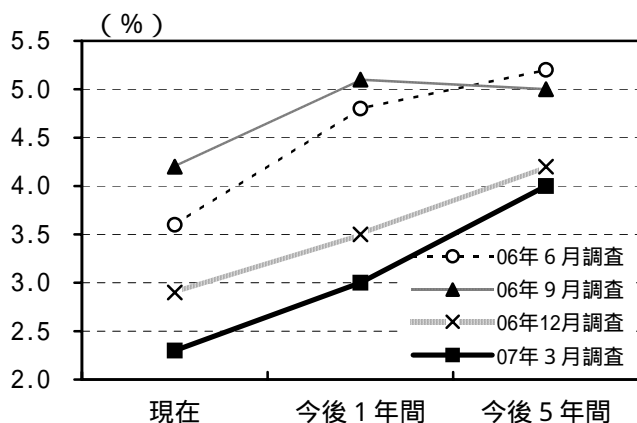


今後5年間のインフレ率 (年平均、%)



(2) エコノミストのインフレ予想 (ESPフォーキャスト)

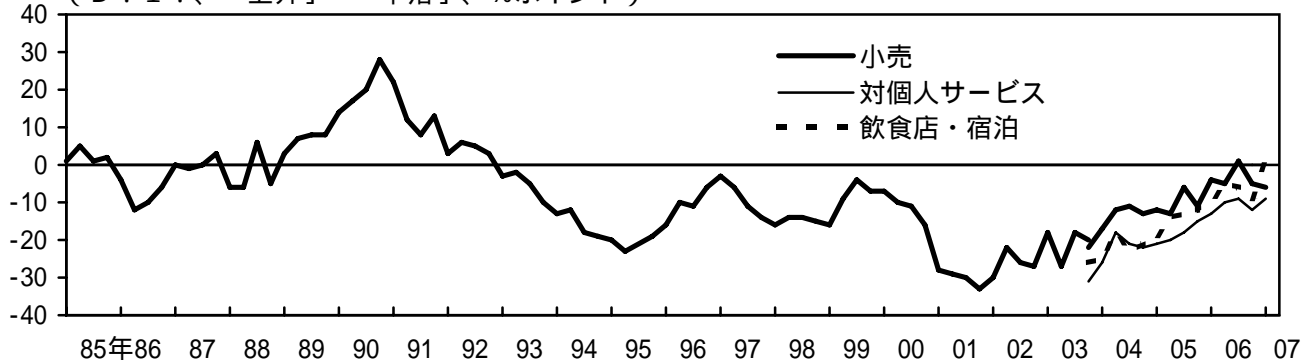
物価上昇率に対する認識および予想 (平均値)



(注) (1)は、上下合計1%のサンプルを除いて計算した値。05/9月調査は実施せず。
06/9月調査より調査方法の見直しを実施。06/6月調査時に見直し後の方法による予備調査を実施。

(3) 企業のインフレ予想 (短観・販売価格判断 D.I. <先行き3か月後まで>)

(D.I.、「上昇」-「下落」、%ポイント)

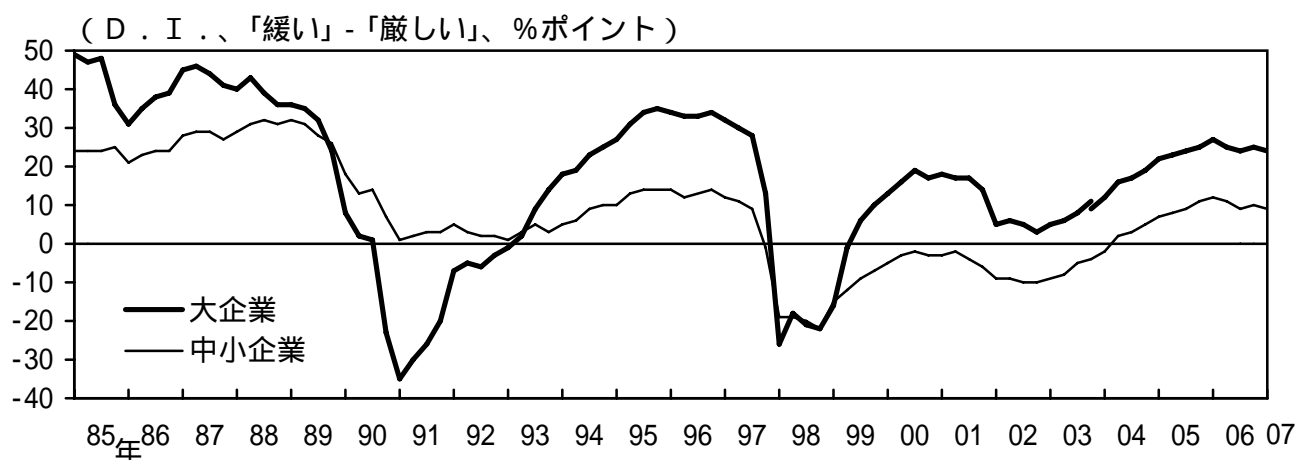


(注) 1. 全規模合計。
2. 2004年3月調査より見直しを実施。旧ベースは2003年12月調査まで、新ベースは2003年12月調査から。

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

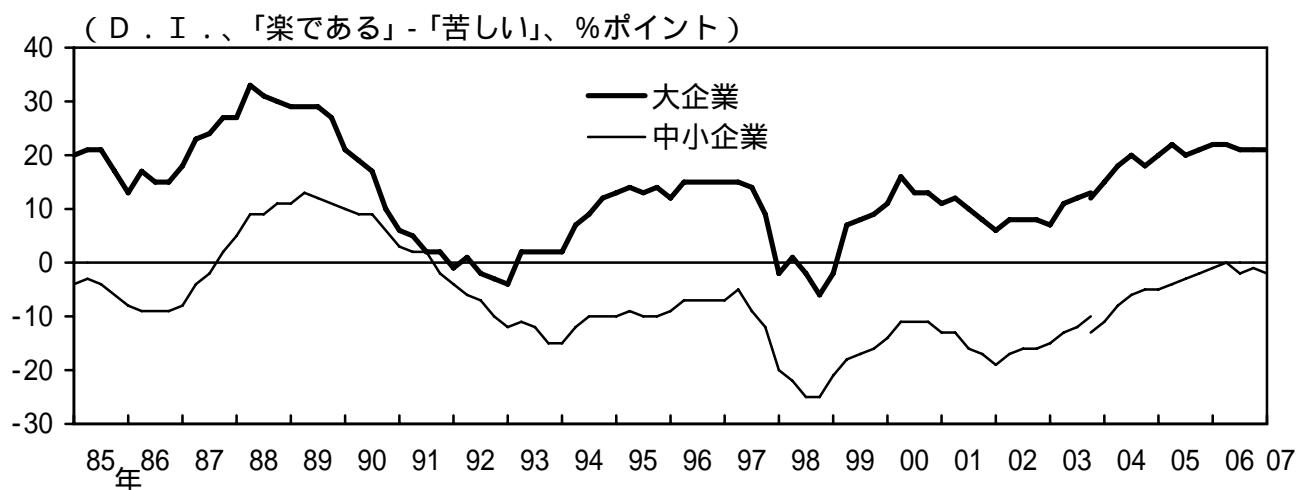
企業金融

(1) 金融機関の貸出態度判断 D . I . (短観)

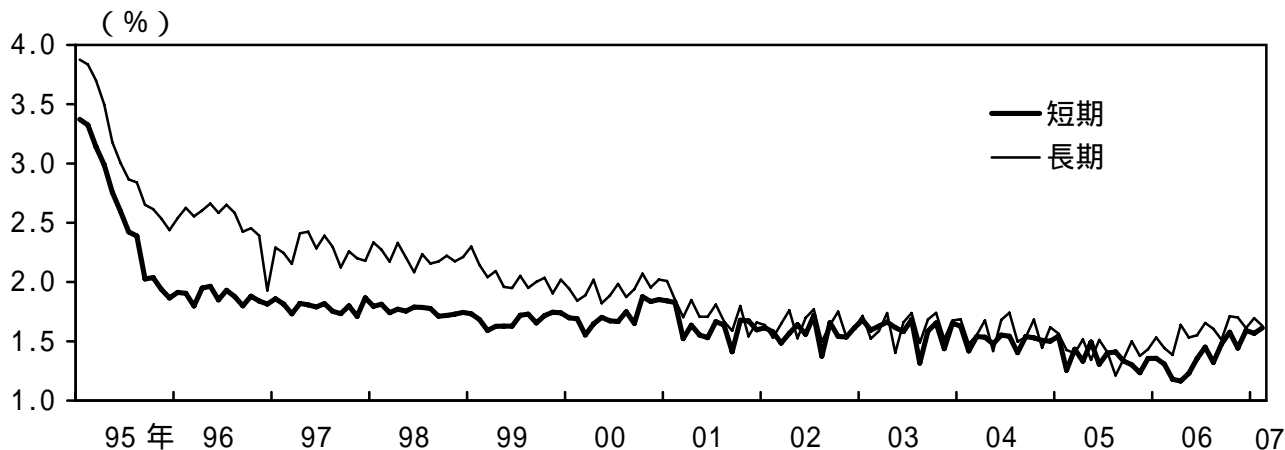


(注) 2004年3月調査より見直しを実施。旧ベースは2003年12月調査まで、新ベースは2003年12月調査から (下の(2)も同じ) 。

(2) 資金繰り判断 D . I . (短観)



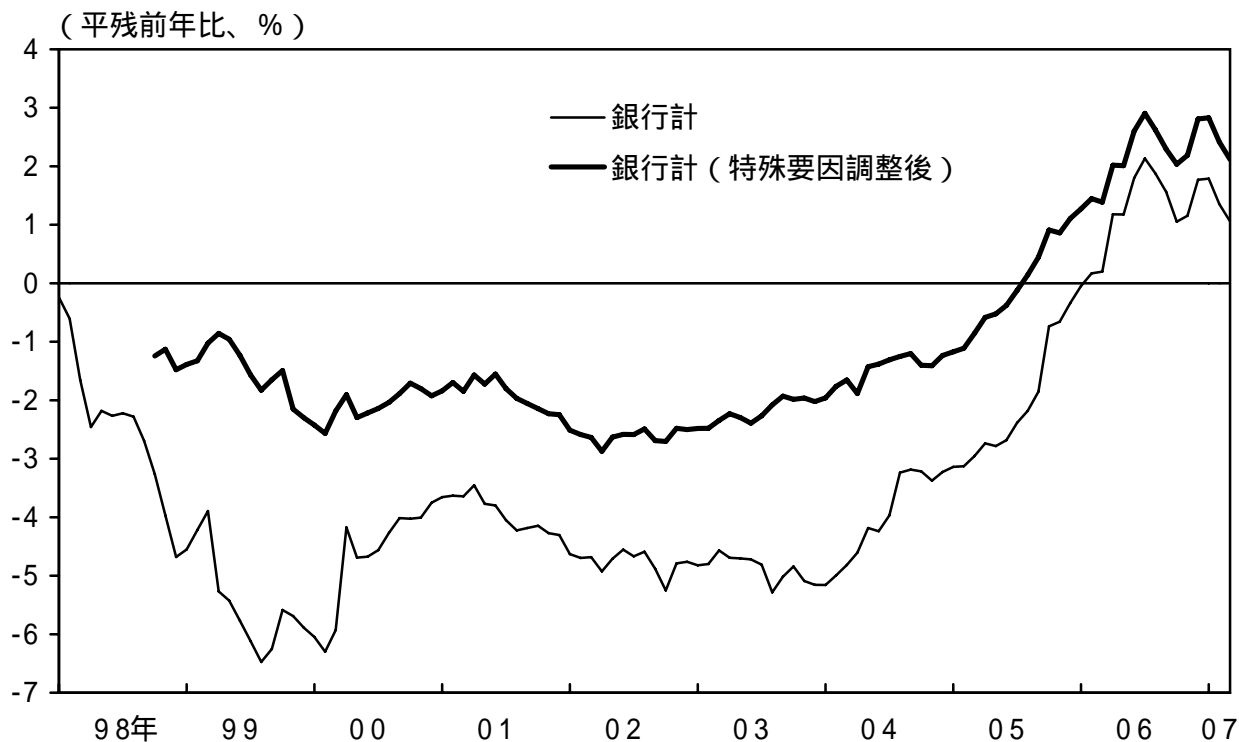
(3) 新規貸出約定平均金利



(資料) 日本銀行 「 全国企業短期経済観測調査 」 「 貸出約定平均金利 」

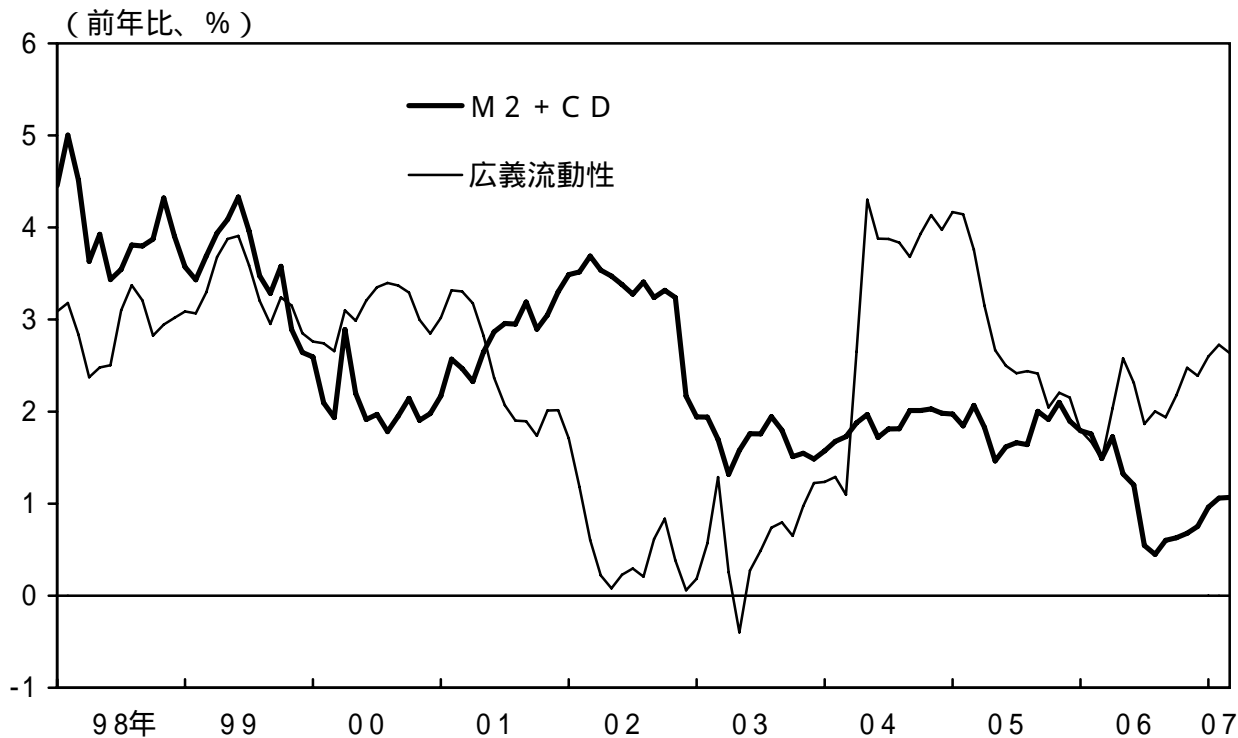
貸出・マネーサプライ

(1) 民間銀行貸出



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

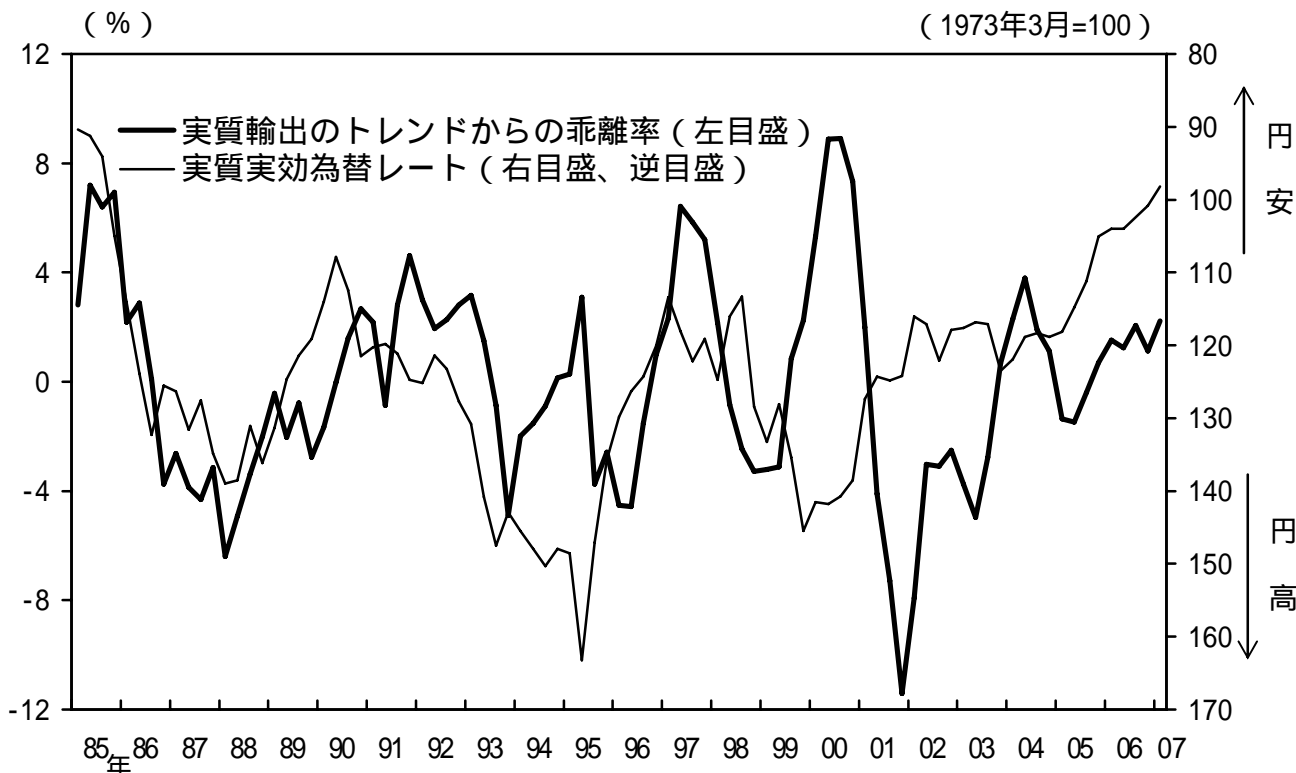
(2) マネーサプライ



(資料) 日本銀行「貸出・資金吸収動向等」「マネーサプライ」

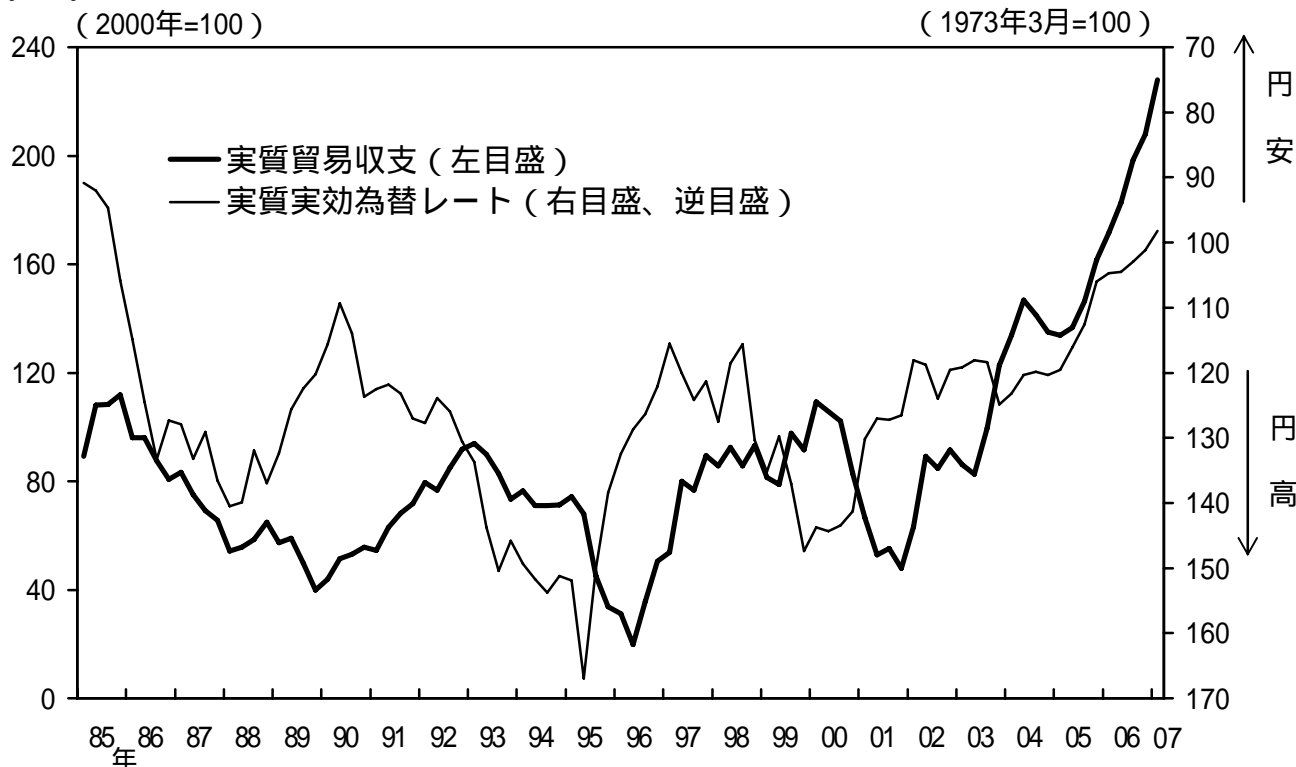
実質貿易収支と為替レート

(1) 実質輸出と実質実効為替レート



(注) 実質輸出のトレンドは、HPフィルターによる。
実質実効為替レートは輸出ウェイトベース。

(2) 実質貿易収支と実質実効為替レート

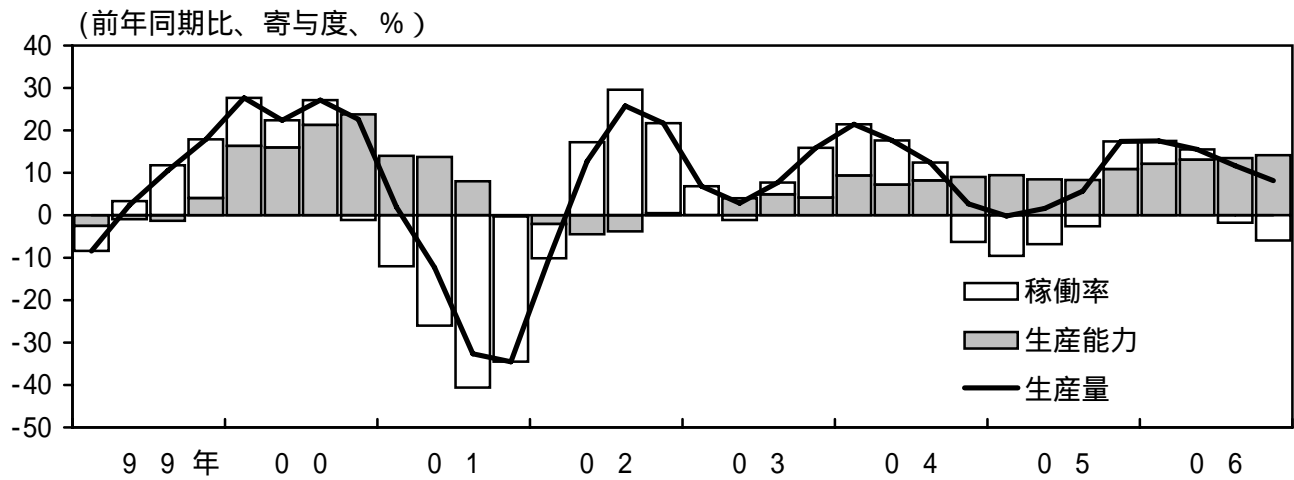


(注) 実質実効為替レートは、輸出ウェイトベースの実効レートと、輸入ウェイトベースの実効レートを名目輸出と名目輸入のウェイトで加重平均したもの。

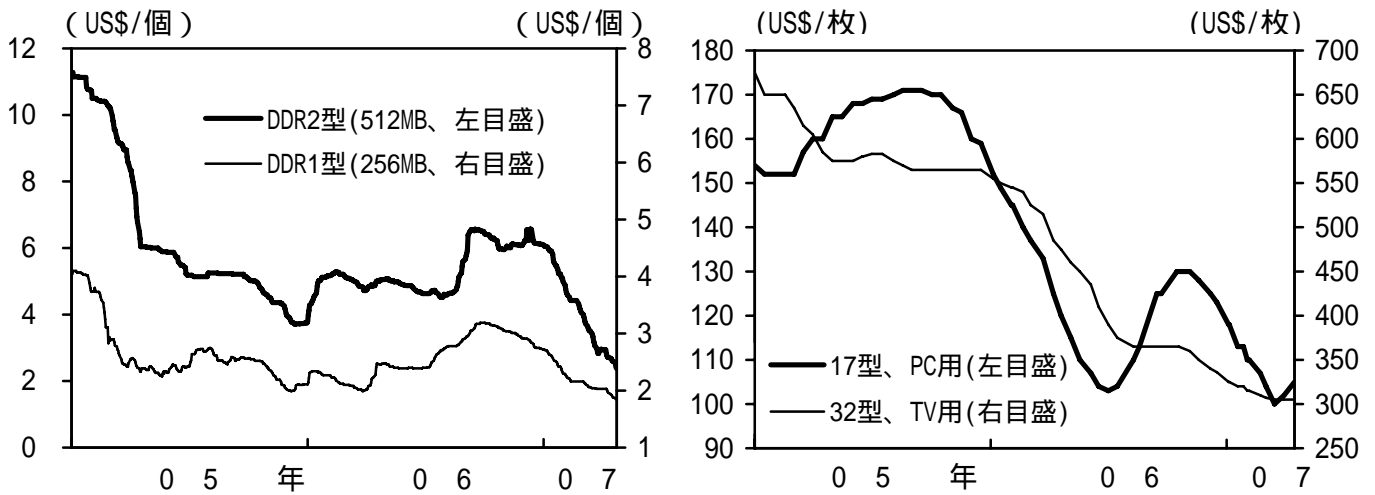
(資料) 日本銀行「実効為替レート」「実質輸出入」

I T 関連の動向

(1) 世界半導体の生産量と生産能力

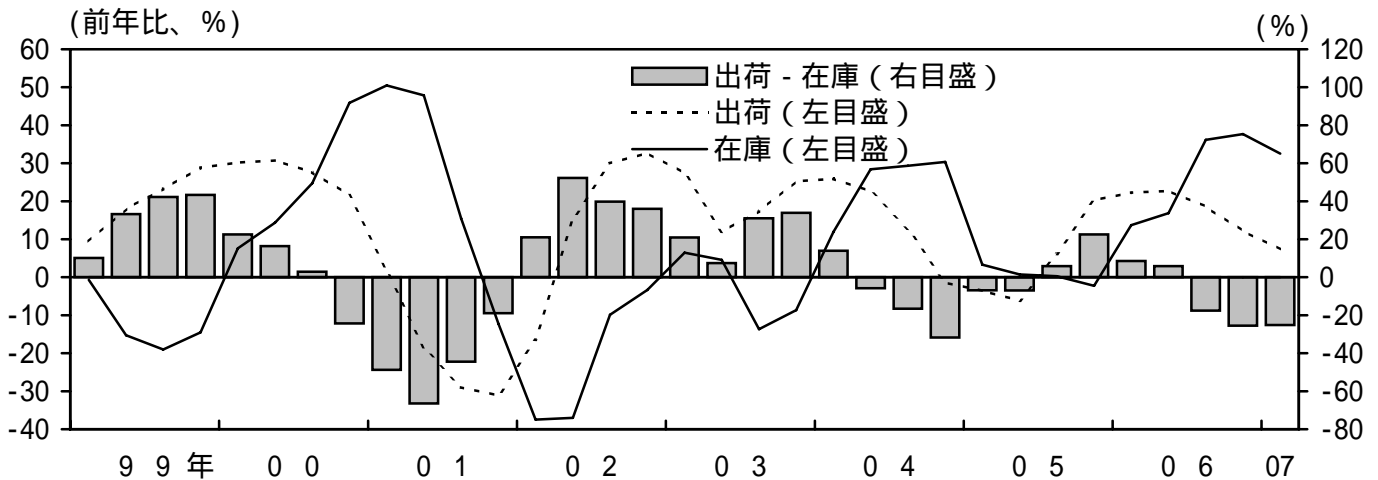


(2) D R A M価格と液晶パネル価格の推移



(注) DRAM価格の直近値は4/26日、液晶パネル価格の直近値は4/20日。

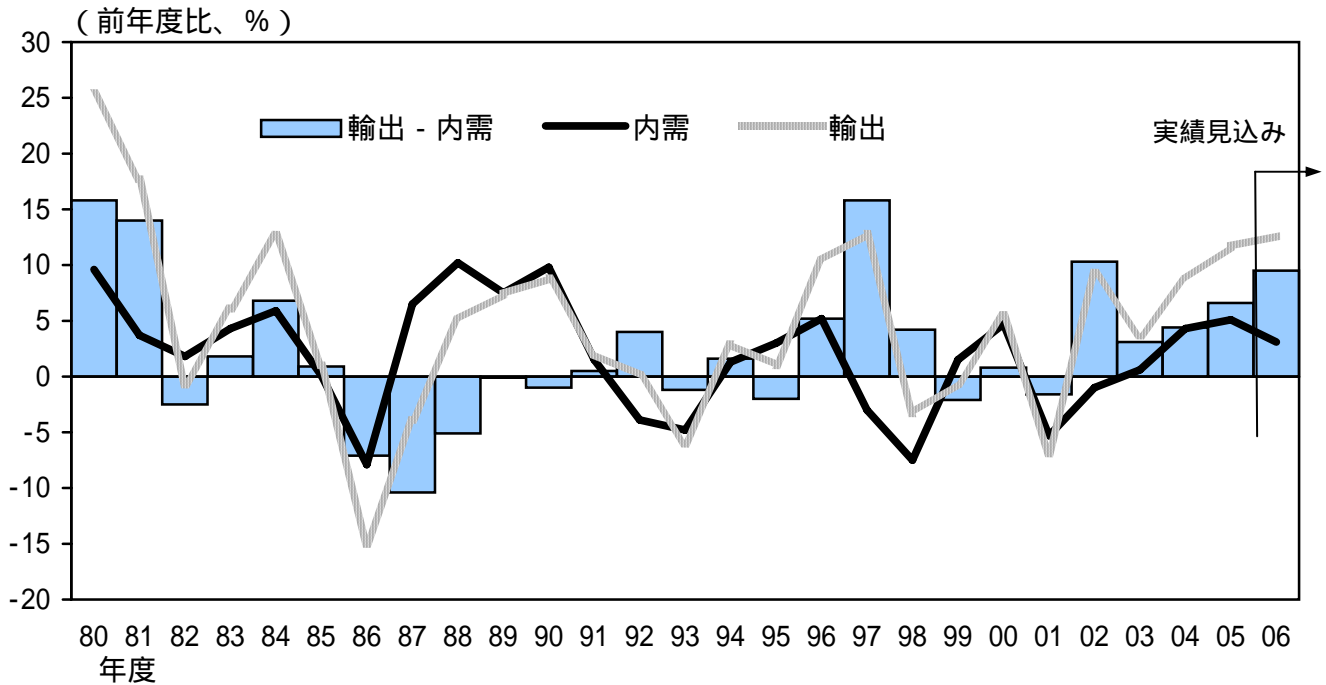
(3) 電子部品・デバイスの出荷・在庫バランス



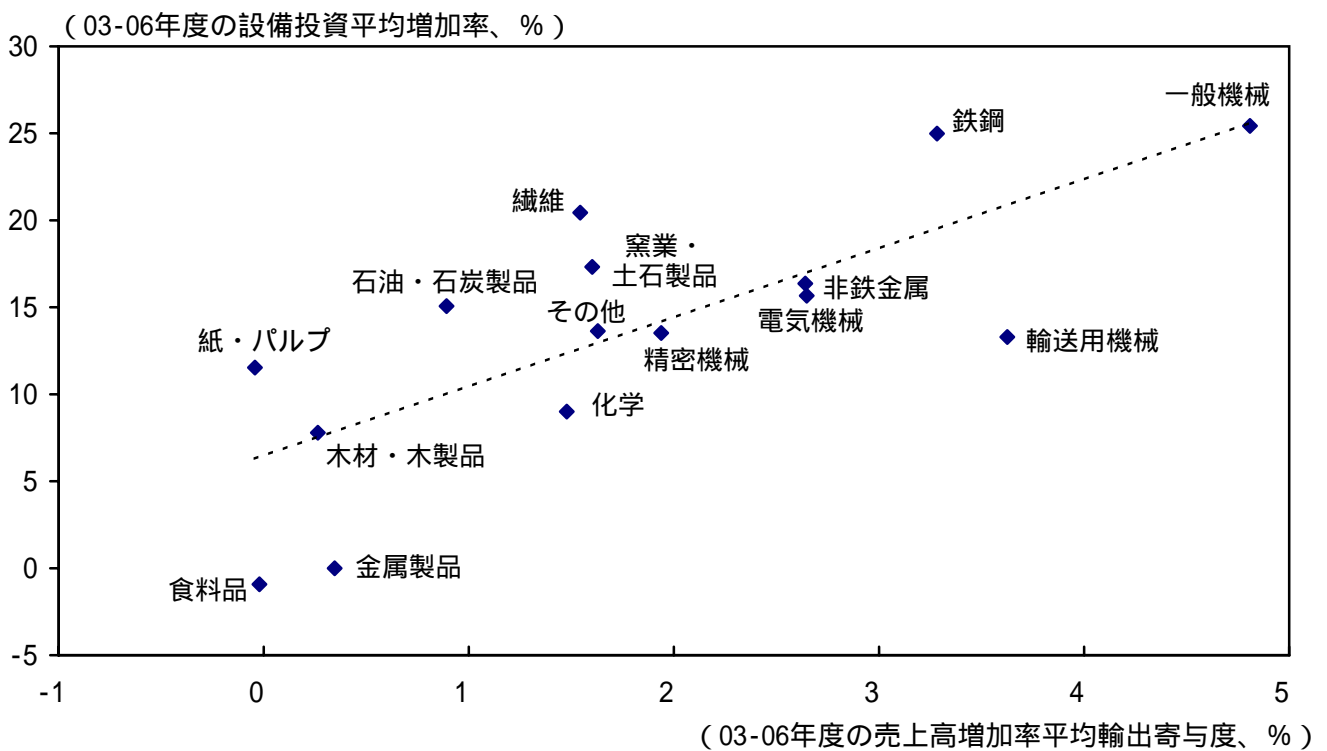
(資料) 経済産業省「鉱工業指数統計」、SICAS「世界半導体キャパシティ統計」、Bloomberg

輸出と設備投資の関係

(1) 製造業大企業の輸出・内需別売上高



(2) 製造業大企業の産業別にみた設備投資と輸出の関係



(注) 2006年度の計数は、2007年3月短観による実績見込み。

(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

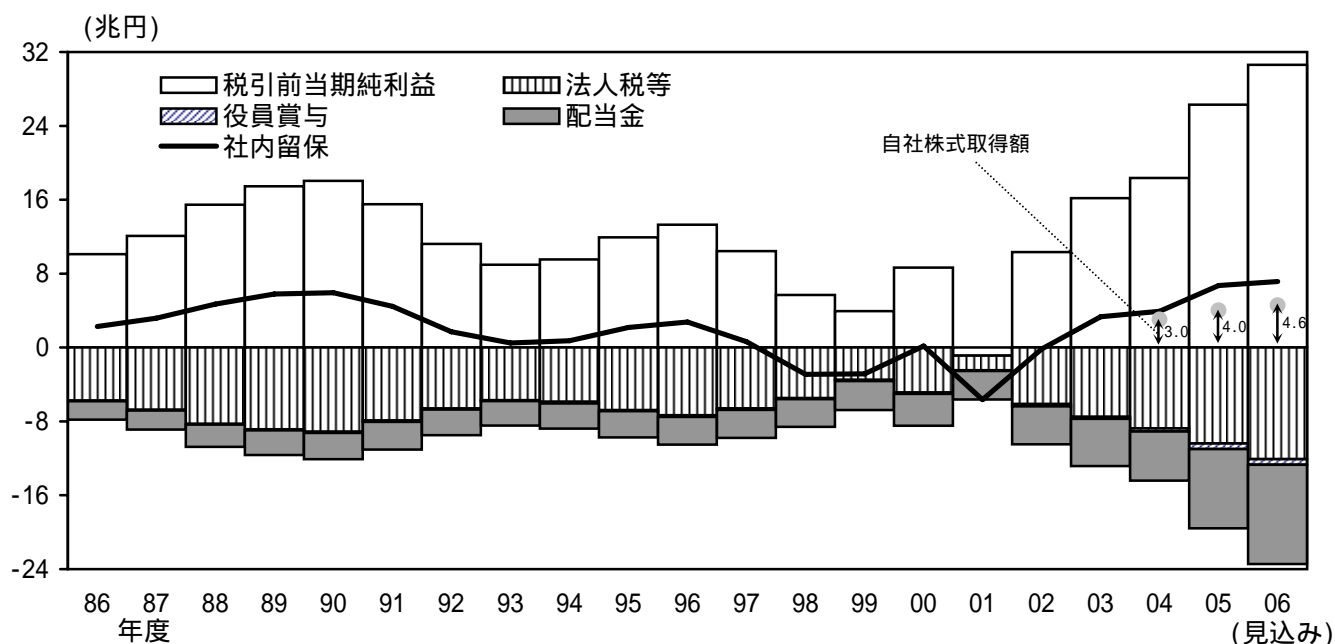
企業のコスト削減と利益処分動向

(1) 人件費や販売管理費の抑制スタンス (製造業大企業)



(注) シャドーは景気後退局面。

(2) 利益処分 (全産業大企業)



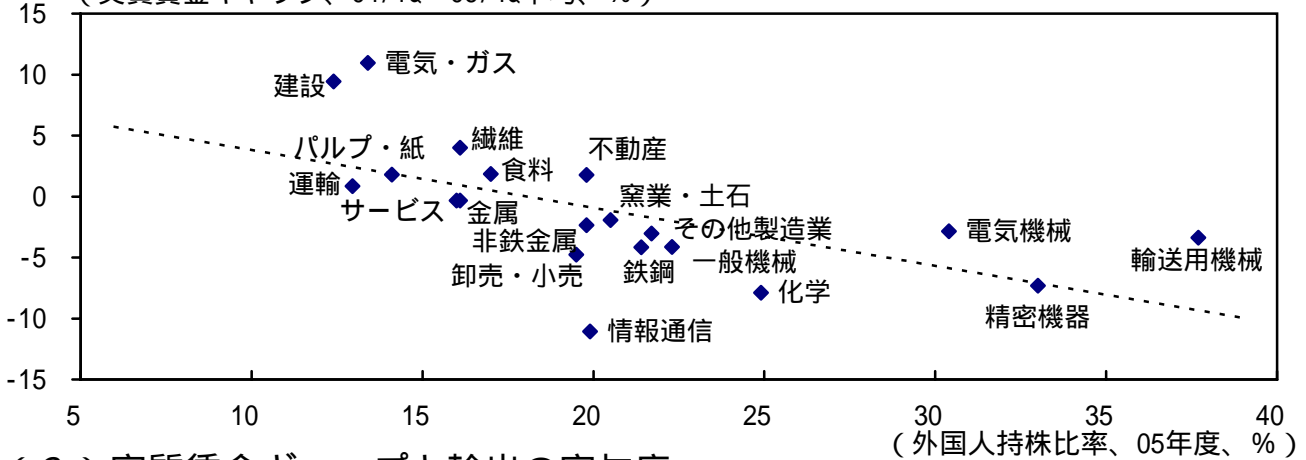
- (注) 1. 社内留保は、税引前当期純利益から法人税等、役員賞与、配当金を除いた金額。
2. 06年度の税引前当期純利益は、05年度の税引前当期純利益に短観 (07/3月調査) の06年度当期純利益前年比見込み値を乗じて算出。
3. 法人税等は04年度以降、法人税等調整額を含む。なお、06年度の法人税等は、05年度の法人税等に短観 (07/3月調査) の06年度当期純利益前年比見込み値を乗じて算出。
4. 06年度の役員賞与は、05年度の役員賞与で一定と仮定。
5. 06年度の配当金は、05年度の配当金に、3月決算東証一部上場企業 (金融を除く) の06年度中間配当の対前年度伸び率を乗じて算出。
6. 自社株式取得額の対象は東証上場企業。06年度は07/2月までの実績値を基に計算した年率換算値。

(資料) 財務省「法人企業統計季報」「法人企業統計年報」、日経Financial QUEST、東京証券取引所「自己株式の取得及び処理状況」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

賃金の抑制圧力

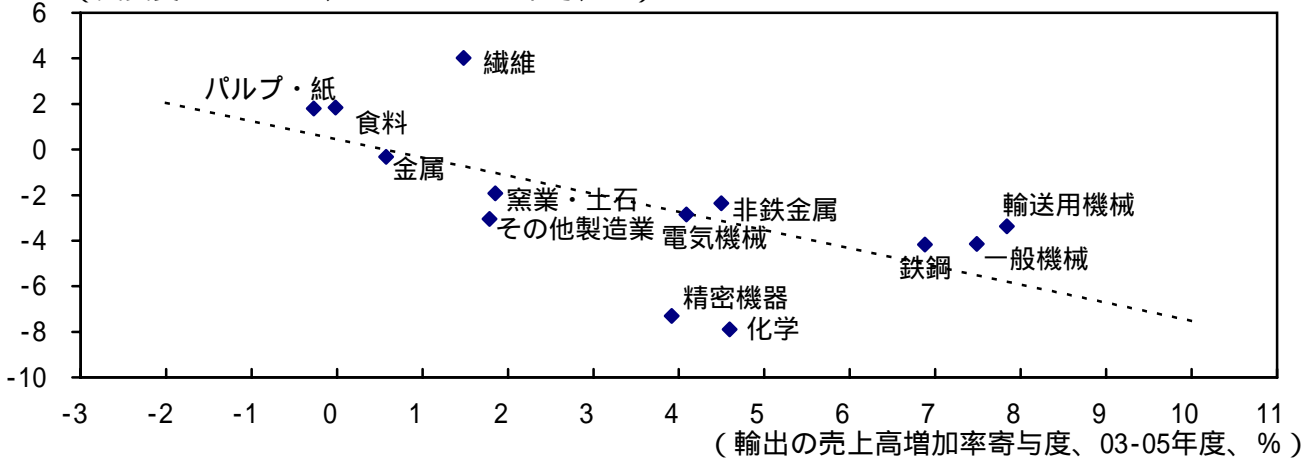
(1) 実質賃金ギャップと外国人持株比率

(実質賃金ギャップ、04/1Q～06/4Q平均、%)



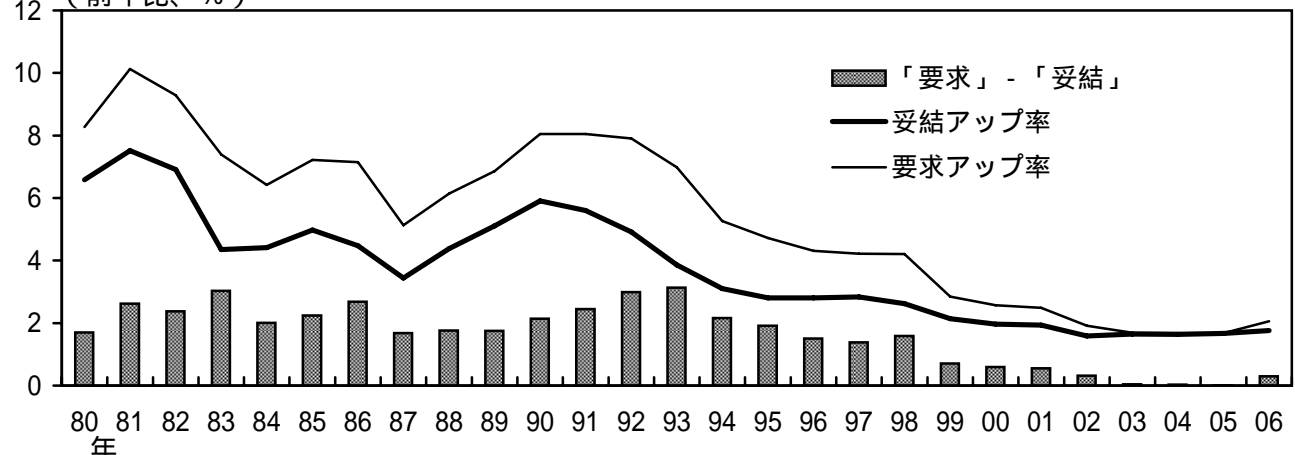
(2) 実質賃金ギャップと輸出の寄与度

(実質賃金ギャップ、04/1Q～06/4Q平均、%)



(3) 賃上げの要求アップ率と受結アップ率

(前年比、%)



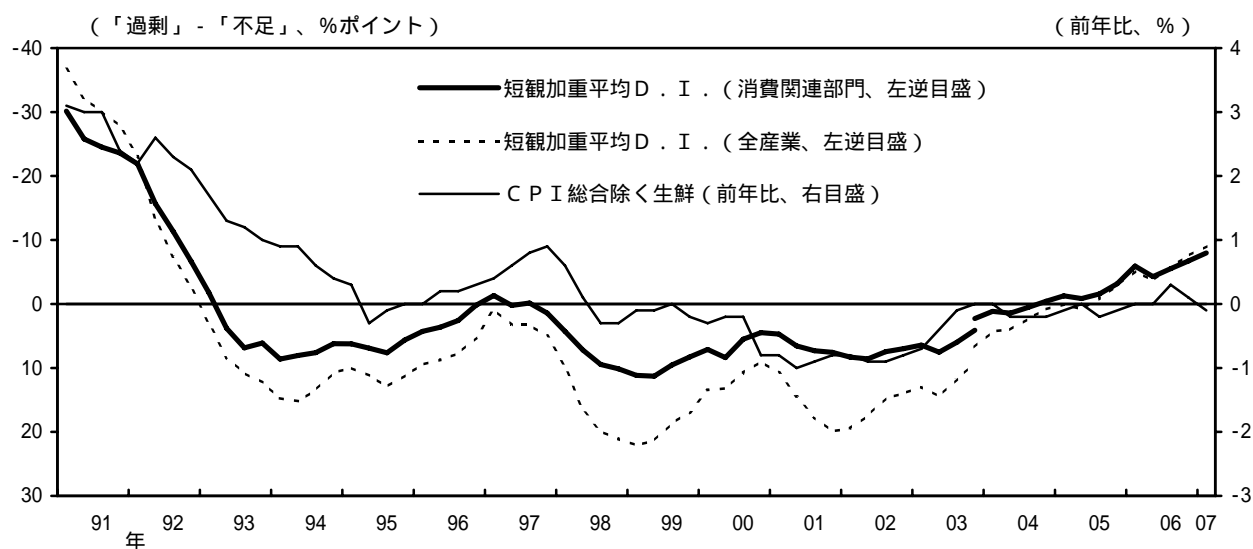
(注) 1. (1)、(2)の実質賃金ギャップは、実質賃金と労働生産性の均衡式から求めた実質賃金の均衡水準からの乖離率。

2. (3)の受結アップ率と要求アップ率は、日本経済団体連合会「労働情報」による。ただし、要求アップ率は05年以降集計中止となったため、厚生労働省集計の春闘賃上げ要求額の伸び率で代替。

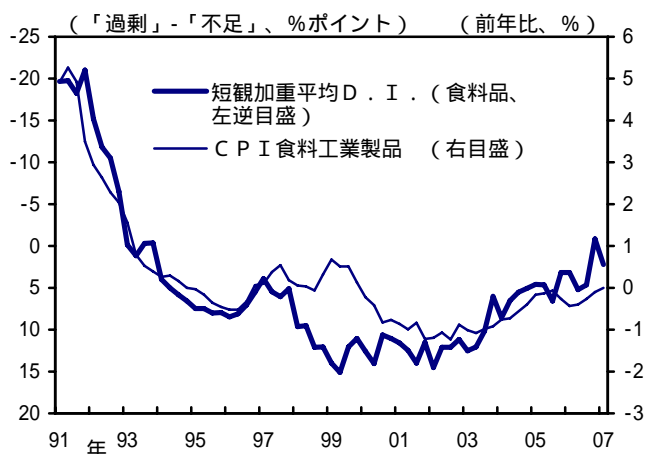
(資料) 財務省「法人企業統計季報」、内閣府「国民経済計算」、厚生労働省「毎月勤労統計」、東京証券取引所「株式分布状況調査」、日本経済団体連合会「労働情報」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

生産要素の稼働状況と消費者物価

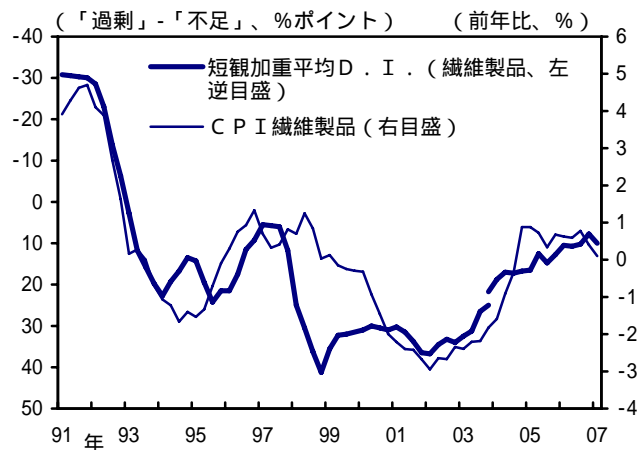
(1) 短観加重平均 D . I .



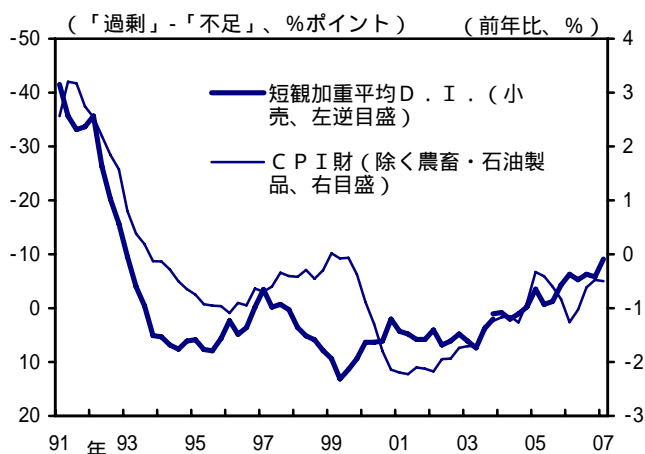
(2) 食料品



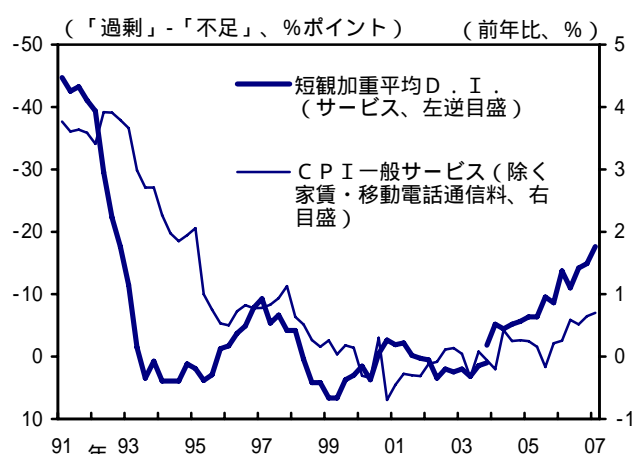
(3) 繊維製品



(4) 小売



(5) サービス

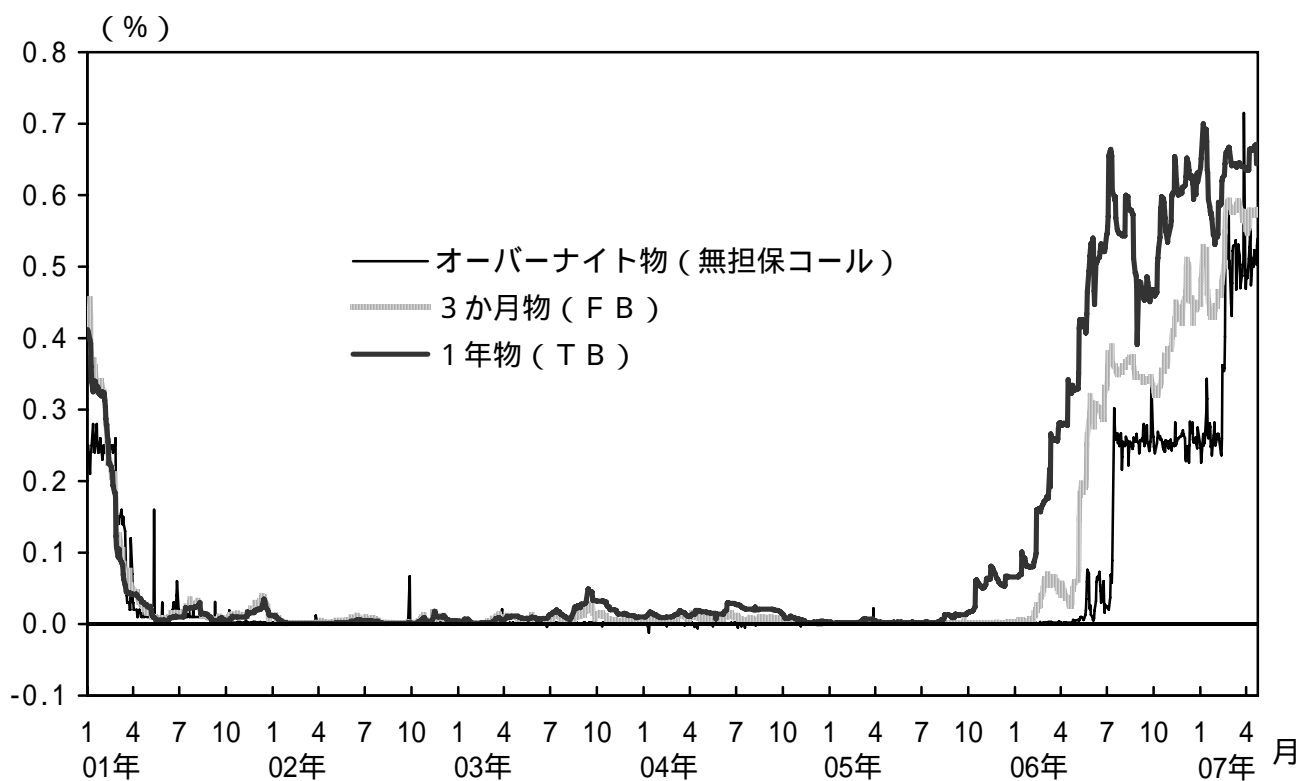


- (注) 1. 短観加重平均 D . I . は、生産・営業用設備判断 D . I . と雇用人員判断 D . I . を資本・労働分配率 (90~05年度平均) で加重平均したもの (全規模)。
 2. 消費関連部門の短観加重平均 D . I . は、業種別に短観加重平均 D . I . を作成した後、2000年産業連関表における家計最終消費支出に占める業種別のウエイトを用いて、業種別の D . I . を合成して作成。

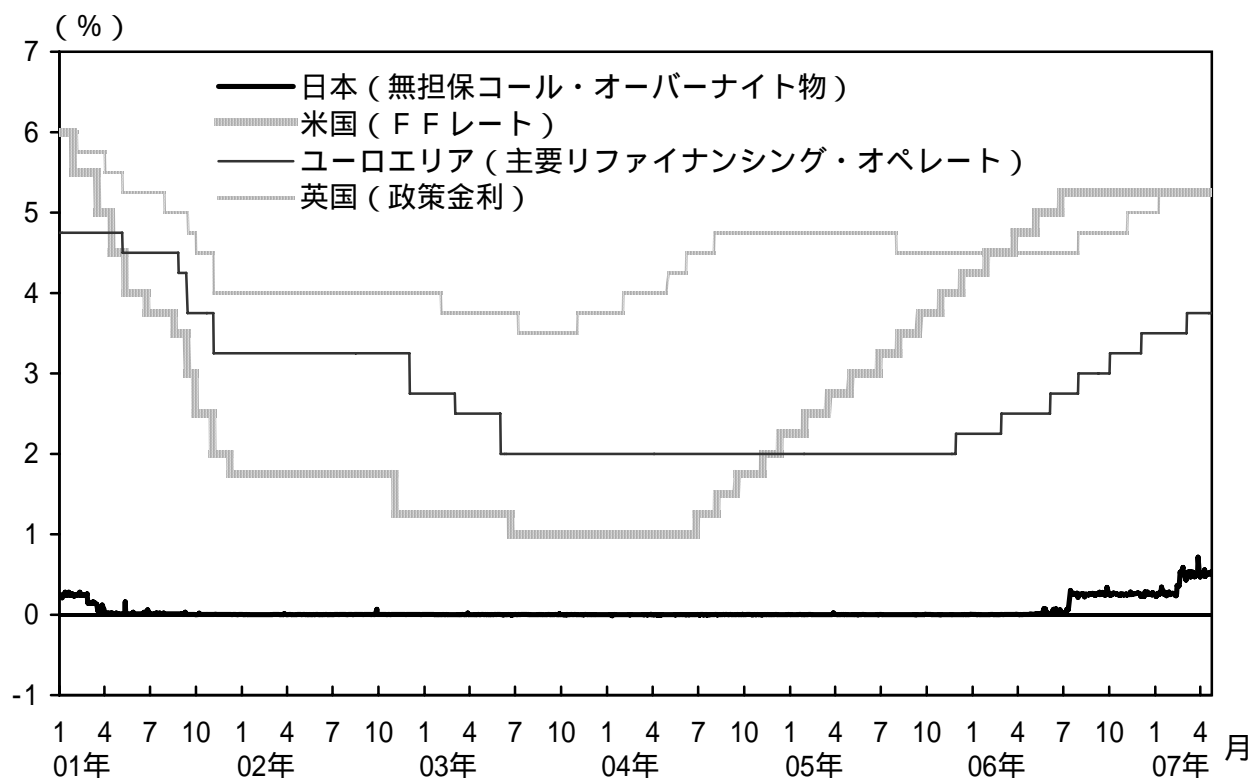
(資料) 総務省「消費者物価指数」「産業連関表」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、内閣府「国民経済計算」

短期金利

(1) 短期金利



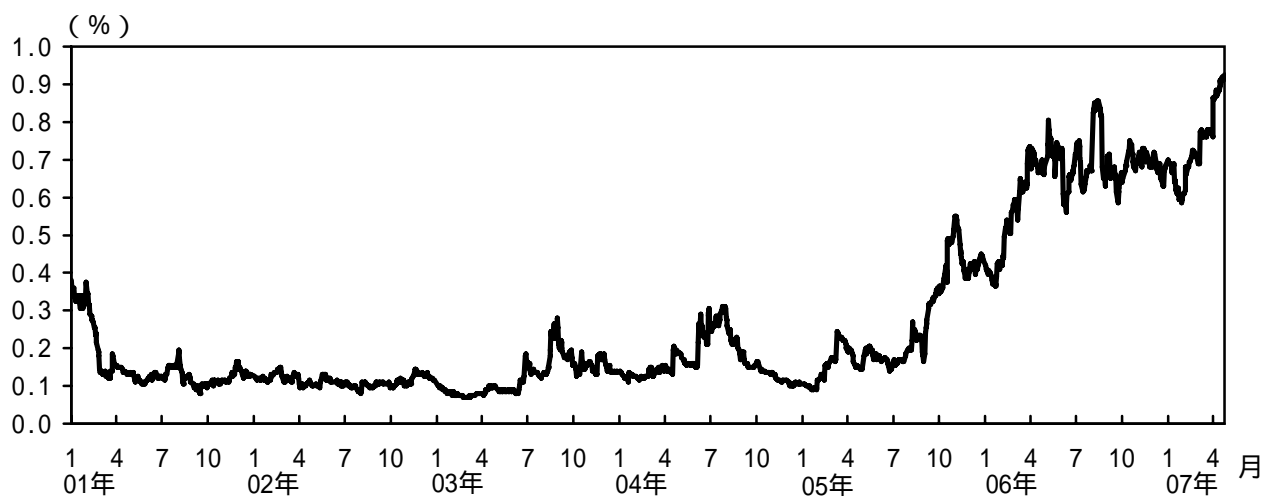
(2) 主要国の政策金利



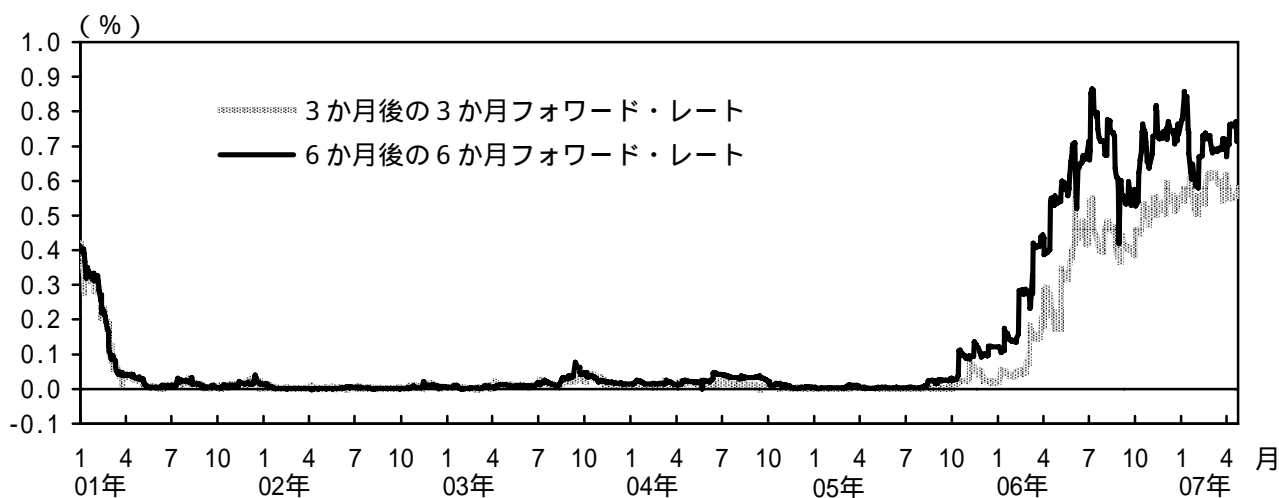
(資料) 日本銀行、各国中央銀行、Bloomberg

先行きの金利に対する市場の予測

(1) ユーロ円金利先物 (中心限月、 3 か月物)

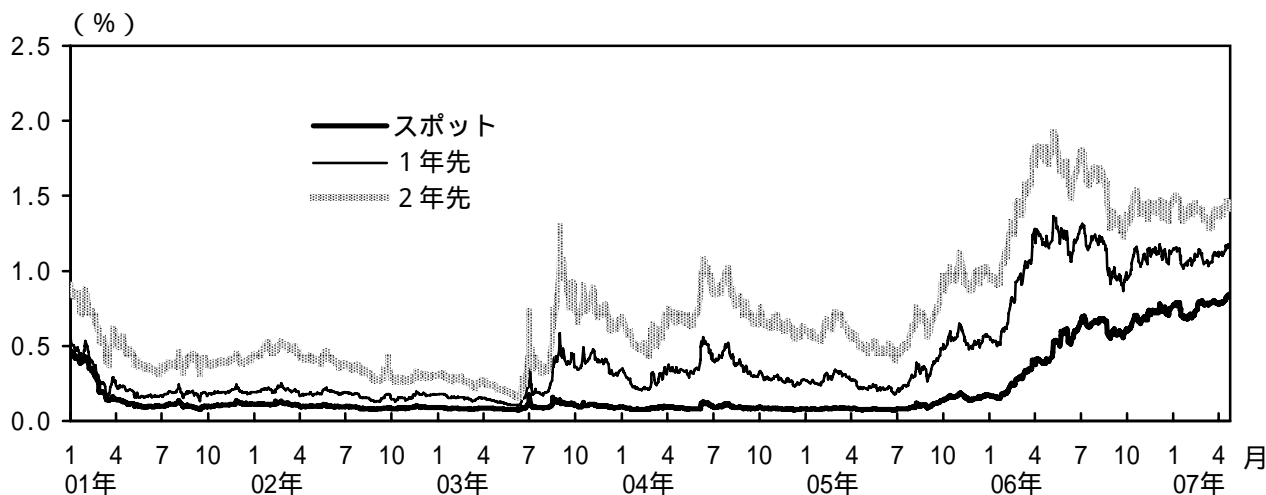


(2) T B ・ F B からみたフォワード・レート



(注) それぞれ、 F B 3 か月、 T B 6 か月 ・ 1 年物から算出。

(3) 1 年物インプライド・フォワード・レート

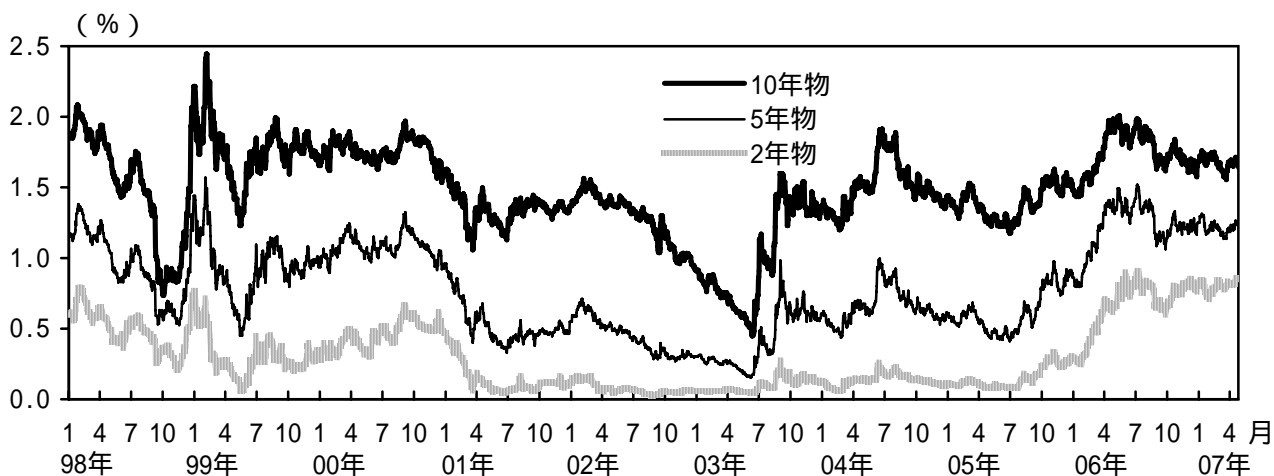


(注) 円 - 円スワップ・レートから算出。

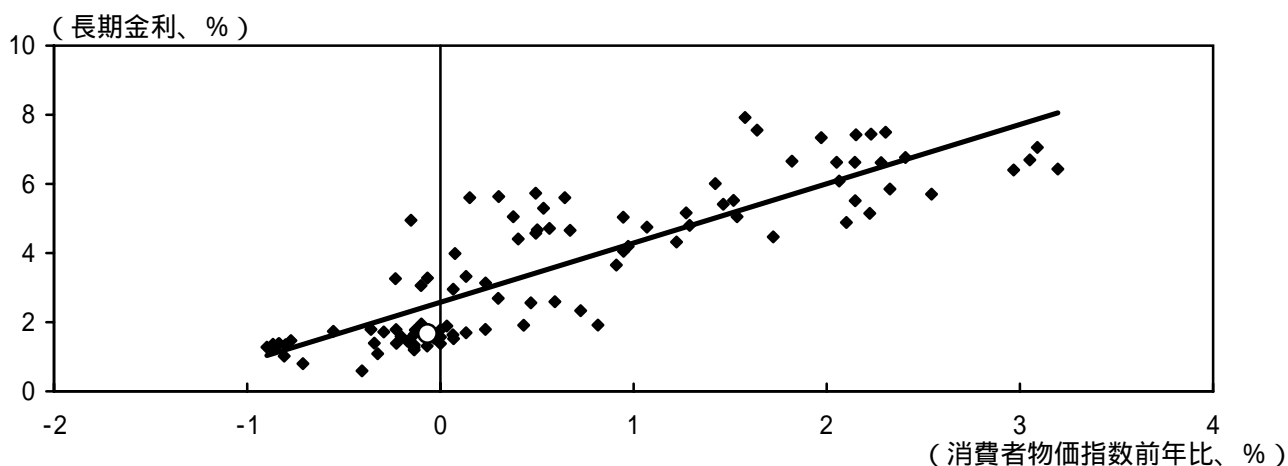
(資料) 東京金融先物取引所、ロイター、Bloomberg

長期金利

(1) 国債利回り

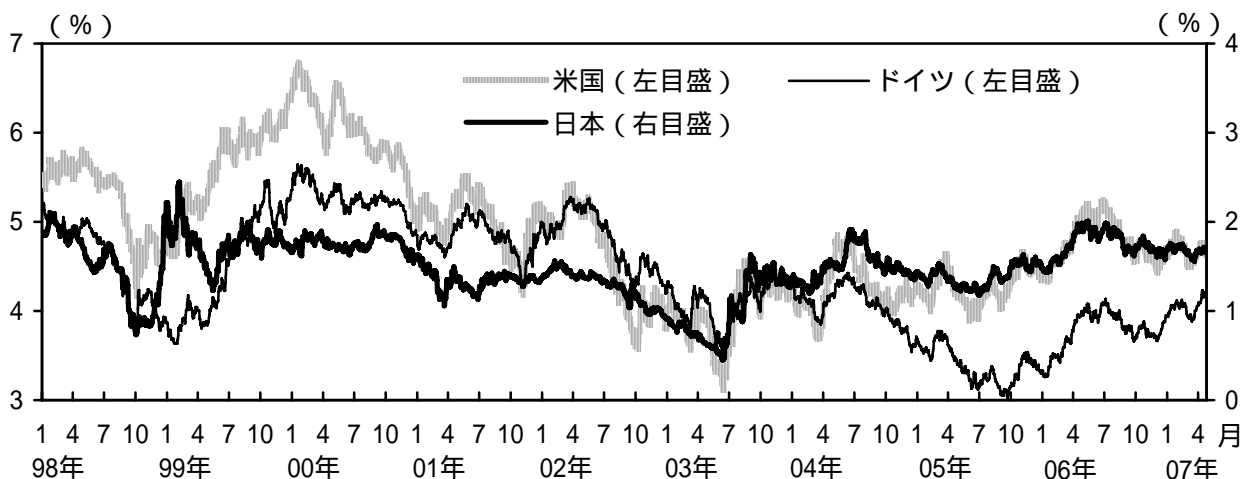


(2) 長期金利、消費者物価変化率



- (注) 1. 長期金利は10年物国債利回り。
- 2. 消費者物価指数は総合除く生鮮食品。消費税調整済み。
- 3. 対象期間は83/3Q ~ 07/1Q。白丸は直近データ。

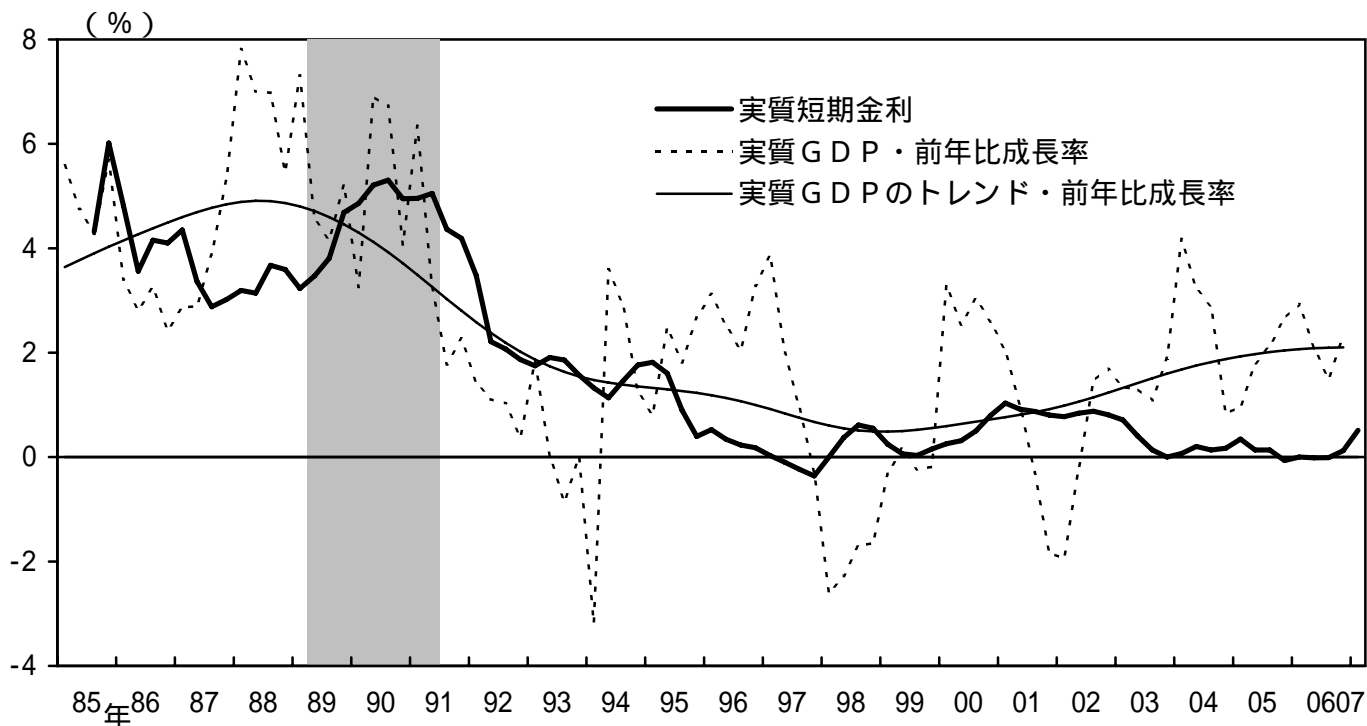
(3) 主要国の長期金利 (10年物国債利回り)



(資料) 総務省「消費者物価指数」、日本相互証券、Bloomberg

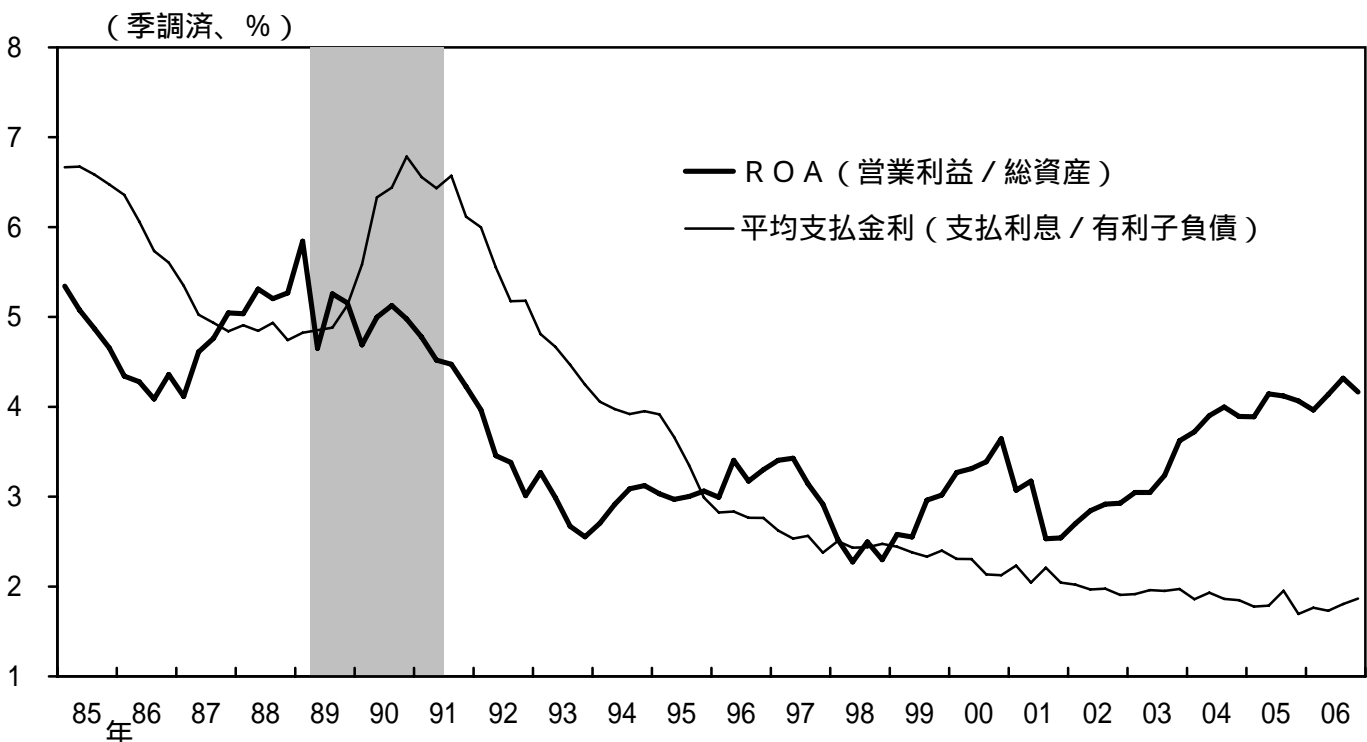
金利水準と実体経済

(1) 実質短期金利と成長率



- (注) 1. 実質短期金利 = 無担保コールレート (0/N物) - 消費者物価指数 (総合除く生鮮食品) 前年比
- 2. 実質GDPのトレンドはHPフィルターにより計算。
- 3. シャドー部分は利上げ局面 (89/5月~91/6月) (下の(2)も同じ)。

(2) 企業のROAと利払い率 (法人季報、全産業全規模)

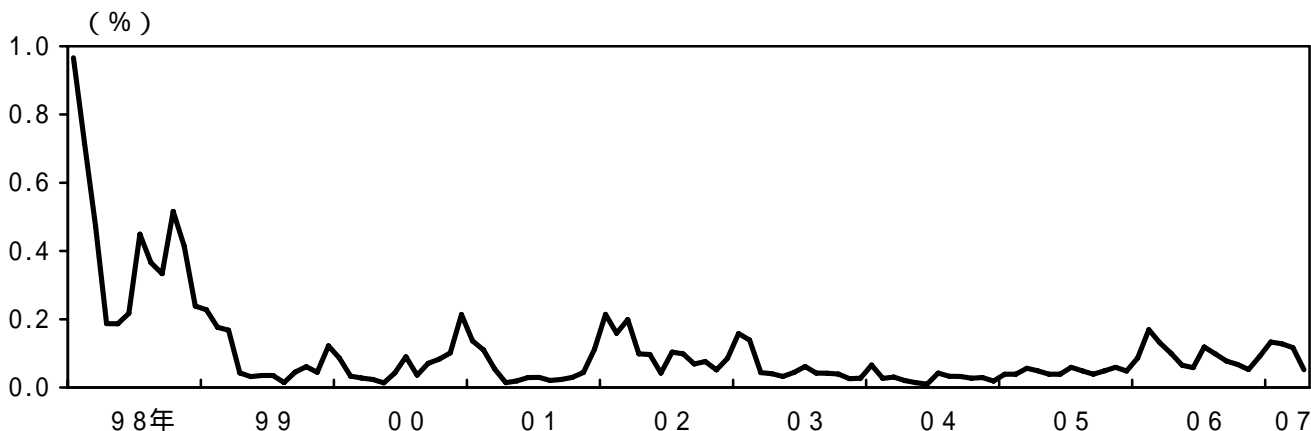


- (注) 有利子負債は、長短借入金、社債、手形割引残高の合計。

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

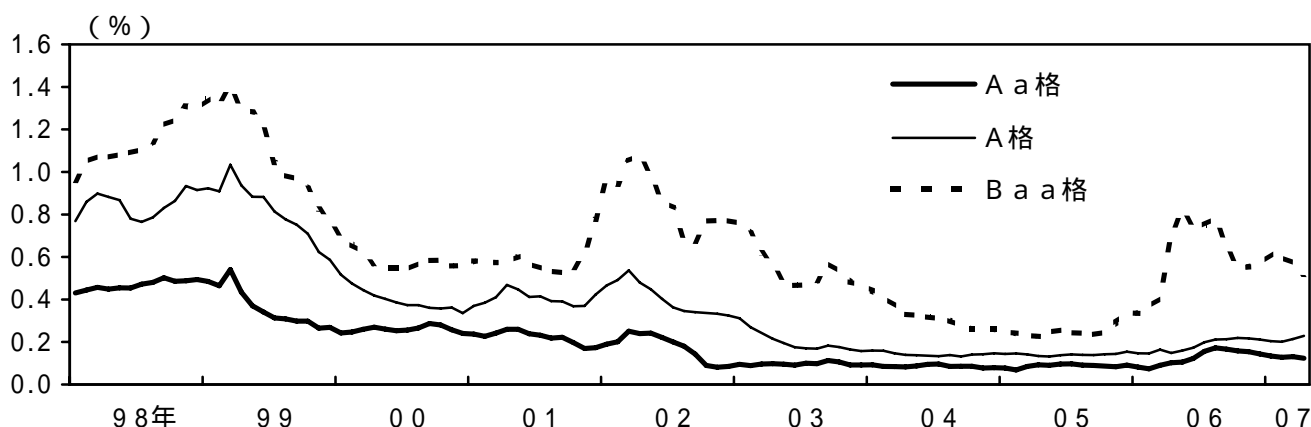
信用スプレッド

(1) C P の信用スプレッド



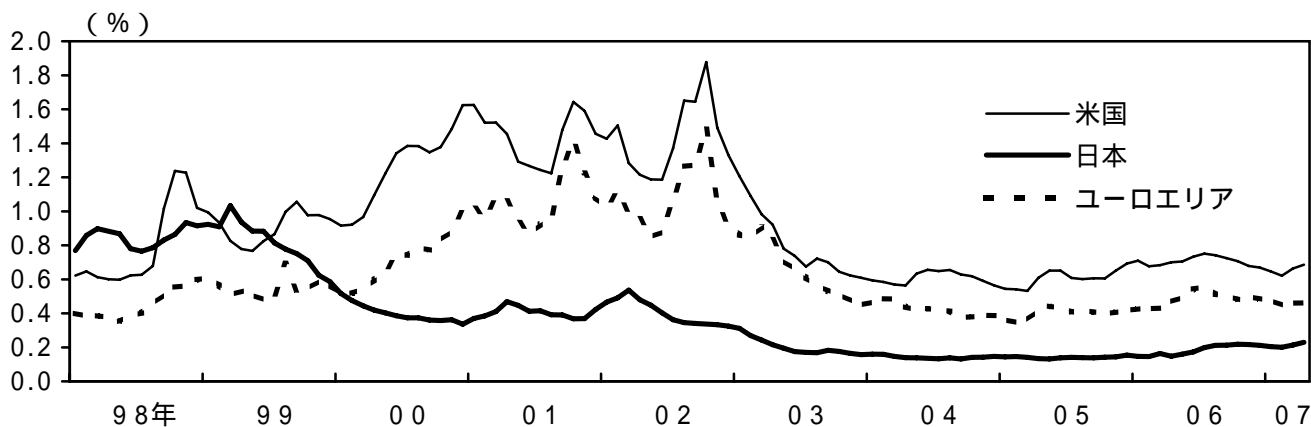
- (注) 1. C P の信用スプレッド (3 か月物) = C P 発行レート - 短国流通利回り
2. C P 発行レートは A 1 格以上のもの。
3. 07/4月の値は直近までの平均値 (下の (2)、(3) も同じ)。

(2) 社債の信用スプレッド



- (注) 1. 社債の信用スプレッド (5 年物) = 社債流通利回り - 国債流通利回り
2. 社債の格付けはムーディーズによる。

(3) 主要国の社債の信用スプレッド



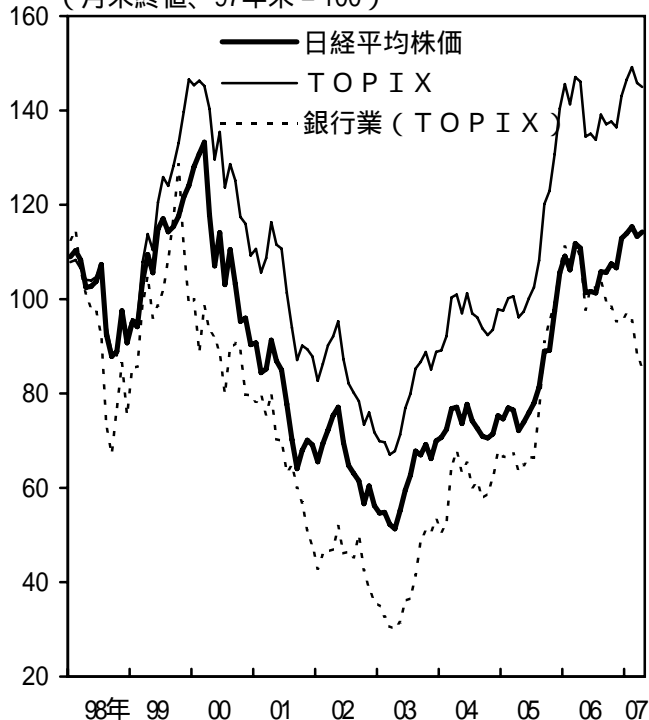
- (注) 1. 社債の信用スプレッド = 社債流通利回り - 国債流通利回り
2. 日本は 5 年物。米国、ユーロエリアは 3 ~ 5 年物。
3. 社債の格付けは全て A 格。格付けはムーディーズ、S & P による。

(資料) 日本銀行、日本相互証券、日本証券業協会、メリルリンチ

株 価

(1) 株価

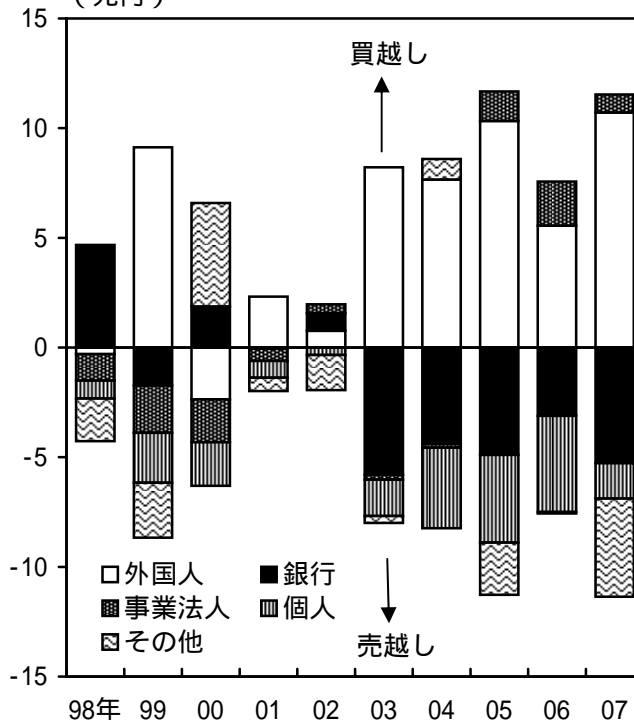
(月末終値、97年末 = 100)



(注) 2007/4月の計数は、直近の終値。

(2) 主体別売買状況

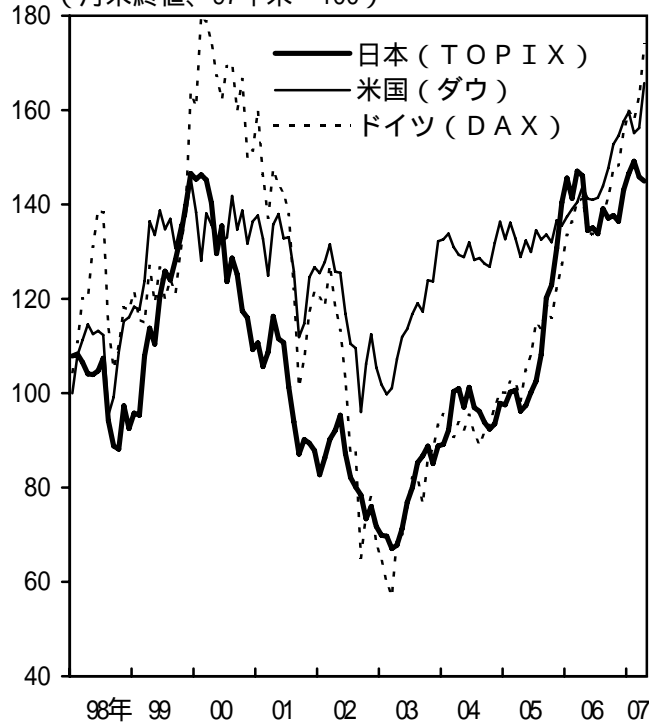
(兆円)



(注) 1. 三市場 (東証・大証・名証) 1、2部計。
2. 07年は1-3月の年換算値。

(3) 主要国の株価

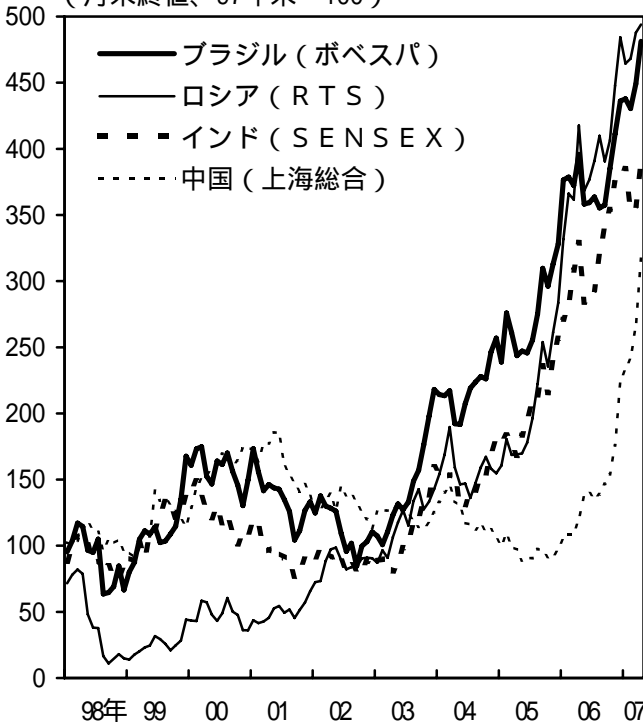
(月末終値、97年末 = 100)



(注) 2007/4月の計数は、直近の終値。

(4) B R I C s 諸国の株価

(月末終値、97年末 = 100)

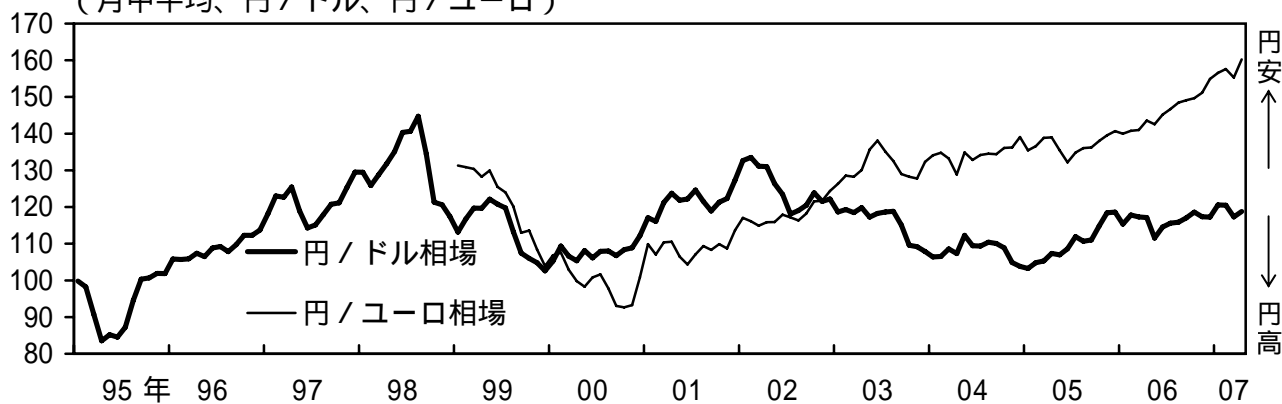


(注) 2007/4月の計数は、直近の終値。

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)



(注) 2007/4月は、直近までの平均値 (下の(2)、(3)も同じ)。

(2) 名目実効為替レート

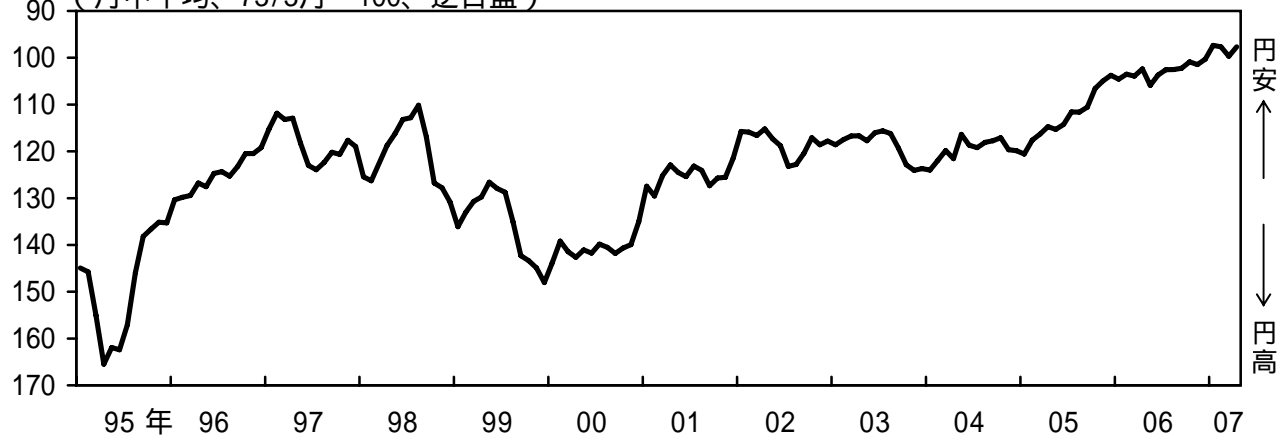
(月中平均、73/3月 = 100、逆目盛)



(注) 通関輸出金額ウェイト上位15通貨に対する為替相場を同ウェイトで加重平均したもの。

(3) 実質実効為替レート

(月中平均、73/3月 = 100、逆目盛)

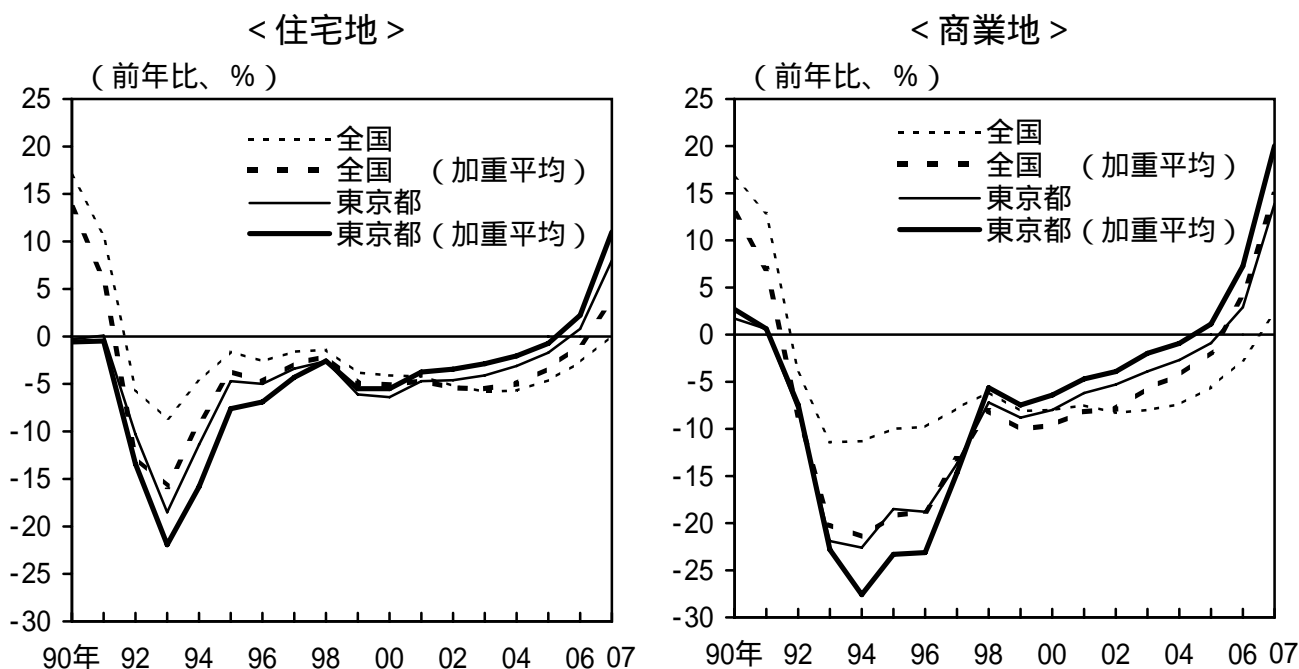


(注) 通関輸出金額ウェイト上位15通貨に対する為替相場を当該国の物価指数で実質化し、同ウェイトで加重平均したもの。

(資料) 日本銀行

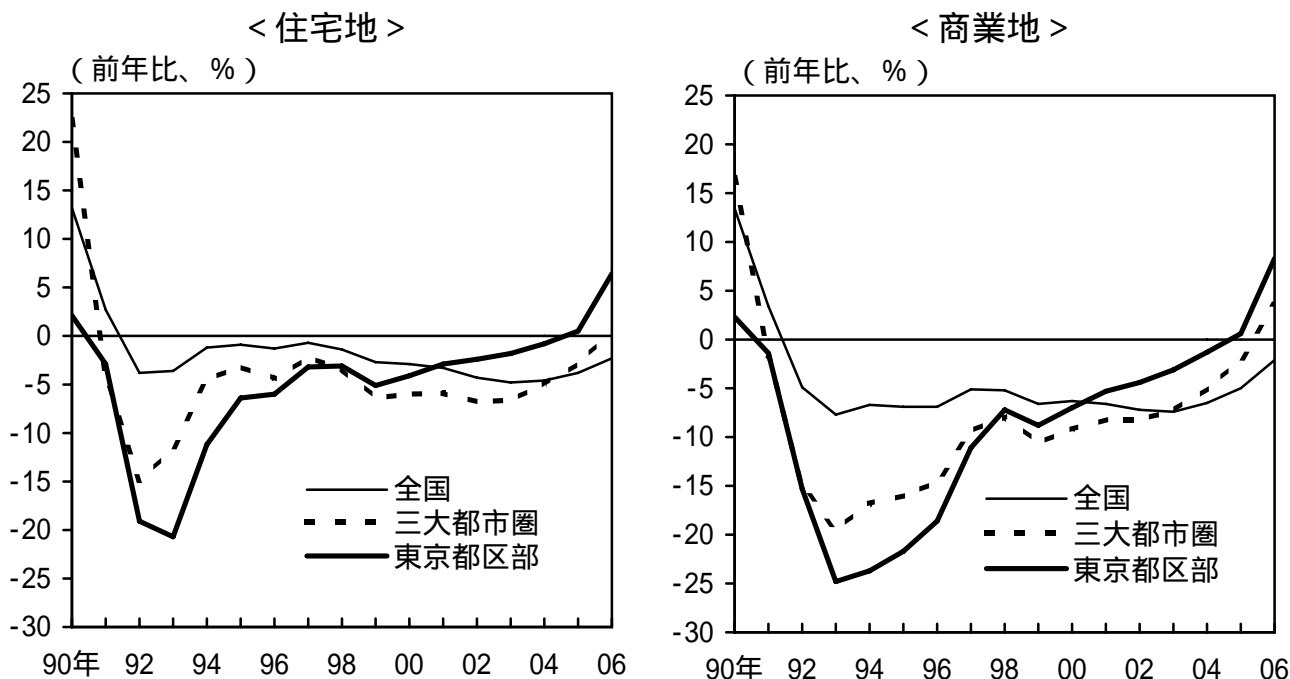
地 価

(1) 地価公示 (1 / 1 日時点)



(注) 公表計数は、各調査地点における変化率の単純平均。加重平均地価は、各調査地点における公示地価の変化率を調査地点の前年の 1 m² 当たり公示地価水準で加重平均したもの。これは、各調査地点の地価を合計した変化率と同じであるが、公示地価はサンプル調査のため、必ずしも土地の時価総額の変化を示すものではないことに注意する必要がある。

(2) 都道府県地価調査 (7 / 1 日時点)



(注) 三大都市圏は、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) の単純平均。

(資料) 国土交通省「地価公示」「都道府県地価調査」

(参考図表)

地域別の景気の総括判断（地域経済報告）

	1月判断	判断の 変化	4月判断
北海道	緩やかに持ち直している	⇒	緩やかに持ち直している
東北	緩やかな回復を続けている	⇒	緩やかな回復を続けている
北陸	着実に回復している	⇒	回復を続けている
関東甲信越	緩やかに拡大している	⇒	緩やかに拡大している
東海	拡大している	⇒	拡大している
近畿	拡大を続けている	⇒	拡大を続けている
中国	全体として回復を続けている	⇒	全体として回復を続けている
四国	緩やかながら持ち直しの動きが 続いている	⇒	緩やかながら持ち直しの動き が続いている
九州・沖縄	回復を続けている	⇒	回復を続けている

(注) 全文は、http://www.boj.or.jp/type/ronbun/chiiki_rep/chiiki0704.htm を参照。

(資料) 日本銀行「地域経済報告(2007年4月)」