

<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>

2013.10.28

企 画 局

金融環境の現状評価

（概 況）

前回会合（10月3、4日）以降、利用可能になった指標をみると、

- ① 企業の資金調達コストは低水準で推移していること、
- ② 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、
- ③ CP市場では、良好な発行環境が続いており、社債市場の発行環境についても、総じてみれば、良好な状態が続いていること、
- ④ 資金需要面をみると、運転資金や企業買収関連を中心に、緩やかに増加しており、銀行貸出残高の前年比は2%台前半のプラスとなっていること、
- ⑤ 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切と考えられる。

1. インフレ予想

インフレ予想は、全体として上昇しているとみられる。

短期的なインフレ予想については、家計およびエコノミストのインフレ予想は上昇している。マーケットの指標も幾分上昇している。

—— 消費動向調査をみると、家計による1年後の予想インフレ率は、上昇が続いている（7月+2.78%→8月+2.84%→9月+2.87%、図表1下段左）。

—— ESPフォーキャスト調査をみると、エコノミストによる予想インフレ率は、2013年度、2014年度ともに、上昇が続いている（2013年度：8月+0.43%→9月+0.52%→10月+0.59%、2014年度：8月+2.73%→9月+2.75%→10月+2.78%＜消費税率引き上げの影響を除くベースでは、10月+0.76%＞）。2015年度については幾分低下している（2015年度：8月+0.97%→9月+1.03%→10月+0.91%＜消費税率引き上げの影響を含むベースでは、10月+1.60%＞、図表2上段右）¹。

—— コンセンサスフォーキャスト調査をみると、エコノミストによる1～3年後の平均の予想インフレ率は、上昇している（2012年10月+0.7%→2013年4月+1.3%→10月+1.7%）。

—— 短期のインフレーション・スワップ・レートは、幾分上昇している（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上昇している。マーケットの指標は横ばい圏内で推移している。

—— コンセンサスフォーキャスト調査をみると、エコノミストによる6～10年後の平均の予想インフレ率は、上昇している（2012年10月+0.8%→2013年4月+1.1%→10月+1.3%）。

—— 中長期のインフレーション・スワップ・レートは、横ばい圏内で推移している。物価連動国債のBEI（Break Even Inflation rate）は、横ばい圏内で

¹ ESPフォーキャスト調査では、2014年度の予想インフレ率について、これまで消費税率引き上げの影響を含むベースの計数だけを公表していたが、10月調査より、消費税率引き上げの影響を除くベースの計数の公表も開始。また、2015年度の予想インフレ率について、これまで消費税率引き上げの影響を除くベースの計数だけを公表していたが、10月調査より、消費税率引き上げの影響を含むベースの計数の公表も開始。

推移している（図表3中下段）²。

インフレ予想に関する上記の指標には、定量的に評価することは難しいものの、消費税率引き上げの影響が織り込まれているとみられる。ただし、この影響を控除したとしても、インフレ予想についての上記の評価は変わらないと考えられる。

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、幾分緩和的な水準にある。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幾分緩和的な水準ながら、生産関数アプローチを用いて計算した場合は概ね中立的な水準にある（図表4～7）。

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、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、良好な発行環境が続いている。

- 社債発行金利、社債発行スプレッドは、総じて低い水準で推移している（図表8、10下段）。

—— 社債の発行市場では、投資家の需要は底堅く、発行環境は、総じてみれば、良好な状態が続いている。10月は、発行スプレッドは前月と概ね同じ水準となったが、発行金利は、ベースレートの低下から前月対比幾分低

² 10月8日（入札日）に元本保証付きの新しい物価連動国債の発行が開始された。BEIの水準が、旧物価連動国債と新物価連動国債で異なっている背景としては、①残存期間の違い（旧物価連動国債は5年弱、新物価連動国債は10年）により1年当りの消費税率引き上げの影響が異なると考えられること、②買入消却の対象である旧物価連動国債とそうではない新物価連動国債では流動性プレミアムが異なる可能性があることなどが指摘できる。

下した。

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、緩やかに増加している。

民間総資金調達（特殊要因調整後）の前年比は、0%台後半のプラスとなっている（7月+0.9%→8月+0.9%→9月+0.8%、図表13上段）。

- 民間銀行貸出残高（都銀等・地銀・地銀Ⅱ）の前年比は、2%台前半のプラスとなっている（7月+2.3%→8月+2.3%→9月+2.3%、図表13下段）。

—— 業態別の前年比をみると、都銀等は伸び率が横ばいとなっている一方、地銀・地銀Ⅱは伸び率が幾分縮小している（都銀等：7月+1.8%→8月+1.9%→9月+1.9%、地銀・地銀Ⅱ：7月+2.8%→8月+2.7%→9月+2.6%）。

—— 資金需要について、10月の主要銀行貸出動向アンケート調査（以下、ローン・サーベイ）の資金需要判断D I（季節調整済）をみると、大企業向け、中小企業向けともに、前四半期に続き「増加」超となった。個人向けは8四半期連続で「増加」超となった（図表17上段）。

—— 企業の資金需要は、運転資金や企業買収関連、不動産向けを中心に、緩やかに増加しているとみられる。

- CP・社債計の発行残高の前年比は、小幅のマイナスとなっている（7月+1.5%→8月+0.8%→9月▲0.5%、図表15上段）。内訳をみると、CP残高の前年比はマイナス、社債残高の前年比はプラスとなっている。

—— CPの発行残高は、9月はABC Pを中心に前年比マイナス幅が大きめに拡大した。

—— 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）。社債の発行額は、本年度入り後高水準が続いていたが、8月はほぼ例年並み、9月は例年対比少なめとなったあと、10月については、24日までの合計は4,250億円だが、パイプライン分も含めると5,400億円強と、概ね前年同月および例年並みの水準となる見込み（2012年10月：5,760億円、2003～2012年の10月平均：5,219億円）。

▽ 10月の社債発行銘柄

10月	AA格	阪神高速道路、NTTファイナンス、トヨタファイナンス、東日本旅客鉄道、大阪瓦斯、中国電力、ホンダファイナンス、北陸電力、住友商事
	A格	クレディセゾン、阪急阪神ホールディングス、富士通、東武鉄道、堀場製作所、住友不動産、横浜ゴム、芙蓉総合リース
	BBB格	阪和興業、双日

(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。24日まで。

10月のエクイティファイナンス（銀行発行分を除く）は、株式による調達は、大口案件から高めの水準となった。転換社債の発行も多めとなった。J-REIT資本調達額も、10月は高水準となった（図表16）。

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）。

- 企業からみた金融機関の貸出態度について、日本公庫調査をみると、小企業（7～9月）は、「困難」超幅が幾分縮小した（図表18上段右）。
- 金融機関の貸出運営スタンスについて、10月のローン・サーベイをみると、大企業向けは「積極化」超幅が横ばい、中小企業向けは「積極化」超幅が小幅に拡大した（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、日本公庫調査をみると、小企業は、「悪化」超幅の縮小傾向が続いているが、7～9月は「悪化」超幅が小幅に拡大した（図表18下段右）。
- 9月短観の大企業および中小企業も含め、いずれの指数についても2000年以降の平均を上回る水準まで改善している。このうち、企業の資金繰りについては、短観の中小企業、日本公庫調査の中小企業・小企業、商工中金調査の中小企業の指数が、直近のピークである2006年頃の水準まで改善している。

6. 企業倒産

9月の企業倒産件数は、820件と引き続き低水準で推移している（前年比：7月▲0.1%→8月▲15.3%→9月▲11.9%、図表20上段）。

- 倒産件数は、9月としては1990年以来の低水準となった。
- 本年3月に終了し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の件数は、なお低い水準にとどまっている（7月45件→8月23件→9月38件）。円滑化法終了後も、金融機関が引き続き円滑な資金供給に努めていることもあって、終了前後での変化は窺われていない。
- 9月の倒産企業負債総額は、負債100億円以上の倒産が5件あったことから、前年を上回った。

7. その他の金融指標

マネタリーベースは、日本銀行による資産買入れが進捗するなか、大幅に増加しており、前年比は4割台半ばの伸びとなっている（平残前年比：7月+38.0%→8月+42.0%→9月+46.1%、図表21）。

マネースtock (M2)の前年比は、銀行貸出の増加などから3%台後半の伸びとなっている（7月+3.7%→8月+3.8%→9月+3.8%、図表22下段）。

以 上

2013.10.28

企 画 局

「金融環境の現状評価」参考計表

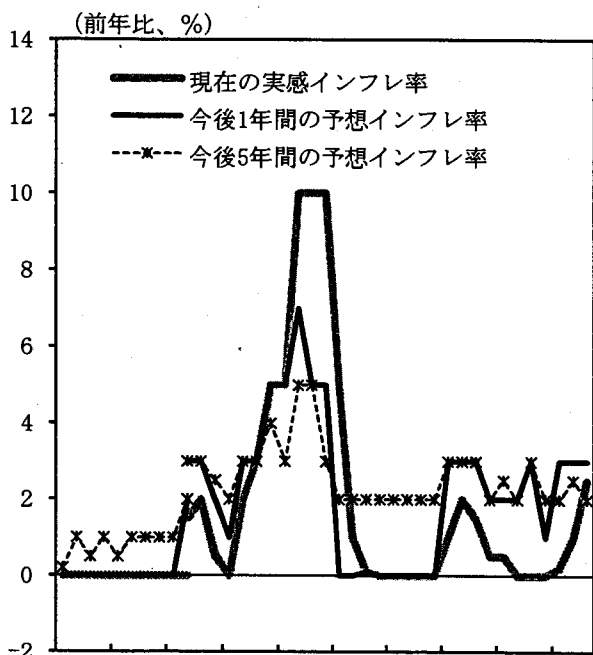
1. インフレ予想
 - （図表1）家計・企業のインフレ予想
 - （図表2）エコノミストのインフレ予想
 - （図表3）市場のインフレ予想
2. 短期金利と実体経済
 - （図表4）短期金利と実体経済（1）
 - （図表5）短期金利と実体経済（2）
 - （図表6）短期金利と実体経済（3）
 - （図表7）短期金利と実体経済（4）
3. 資金調達コスト
 - （図表8）資金調達コスト関連指標
 - （図表9）総資金調達コスト・貸出金利
 - （図表10）貸出・CP・社債のスプレッド
 - （図表11）企業の資金調達コストと収益性
4. 資金調達量
 - （図表12）資金調達量関連指標
 - （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

(図表 1)

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

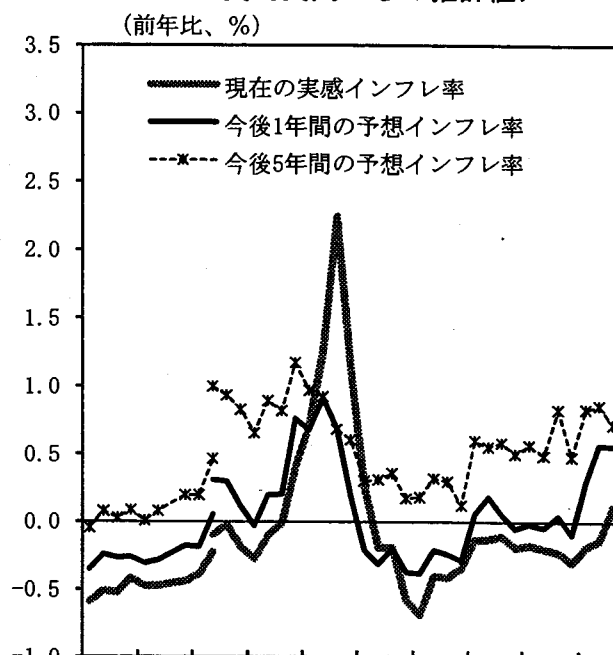
<量的質問に対する回答>



04年 05 06 07 08 09 10 11 12 13

- (注) 1. 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。
2. 2013年6月調査以降は、消費税率上げの影響を除くベース。

<質的質問からの推計値>

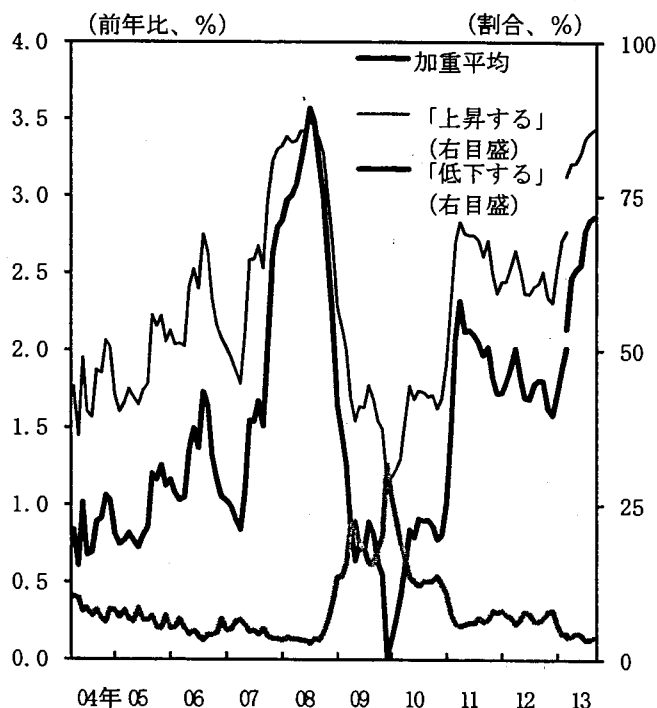


04年 05 06 07 08 09 10 11 12 13

- (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)>

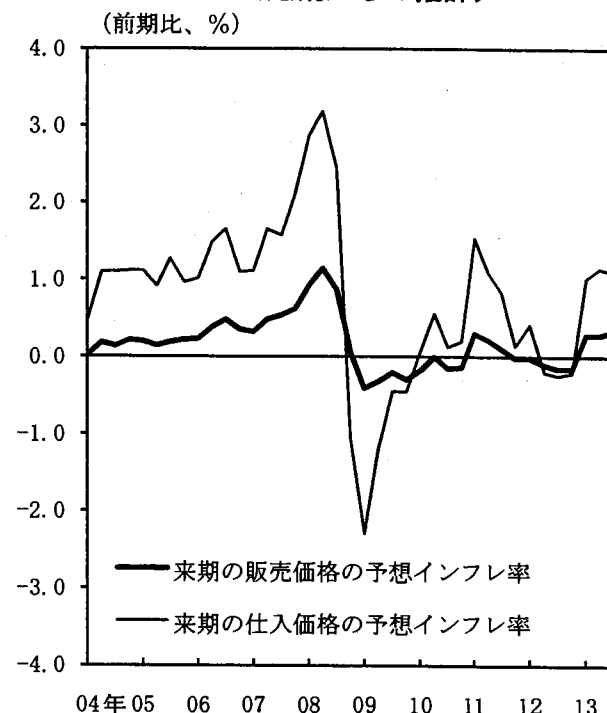


04年 05 06 07 08 09 10 11 12 13

- (注) 1. 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. 13/4月より調査方法が変更されたため、それ以前の計数と不連続が生じている。なお、調査方法変更後の13/3月は試験調査による参考値。

(3) 企業のインフレ予想

<短観からの推計>



04年 05 06 07 08 09 10 11 12 13

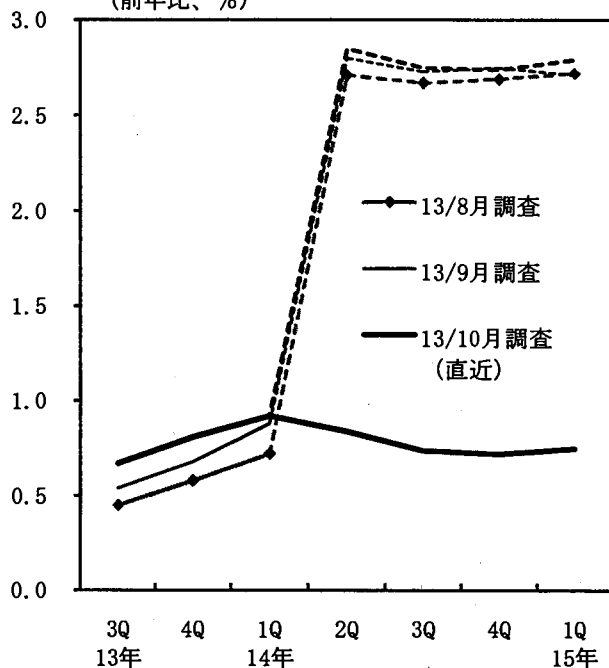
- (注) 企業（製造業、全規模）の「上がる」、「下がる」の回答シェアから修正カールソン・パーキン法により推計。

(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〉

(前年比、%)



(注) 1. 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. 点線は消費税率引上げの影響を含むベース。

(2) ESPフォーキャスト調査
〈年度〉

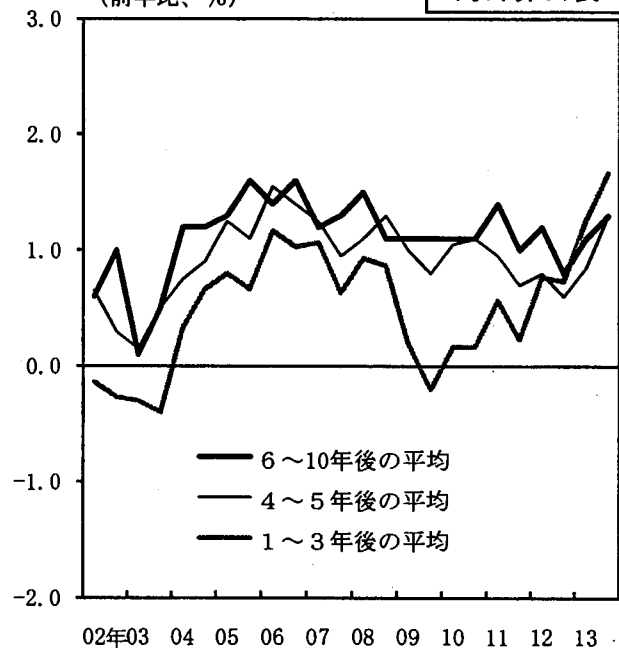
	2013年度	2014年度	2015年度
13/4月調査	0.27	2.47	—
5月調査	0.32	2.61	—
6月調査	0.33	2.70	<1.00>
7月調査	0.36	2.71	<0.95>
8月調査	0.43	2.73	<0.97>
9月調査	0.52	2.75	<1.03>
10月調査	0.59	2.78 <0.76>	1.60 <0.91>

(注) <>内は消費税率引上げの影響を除くベース。

(3) コンセンサスフォーキャスト

(前年比、%)

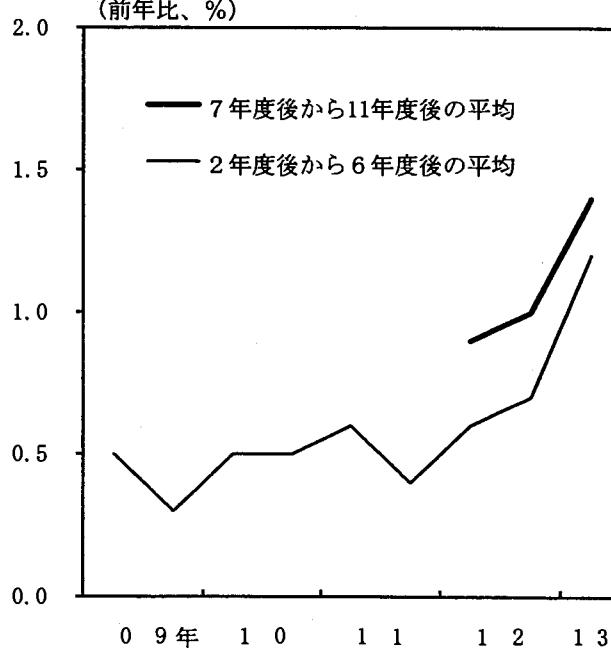
対外非公表



(注) 内外の調査機関約20先の予想の平均。調査時点は毎年4、10月。

(4) ESPフォーキャスト長期予想

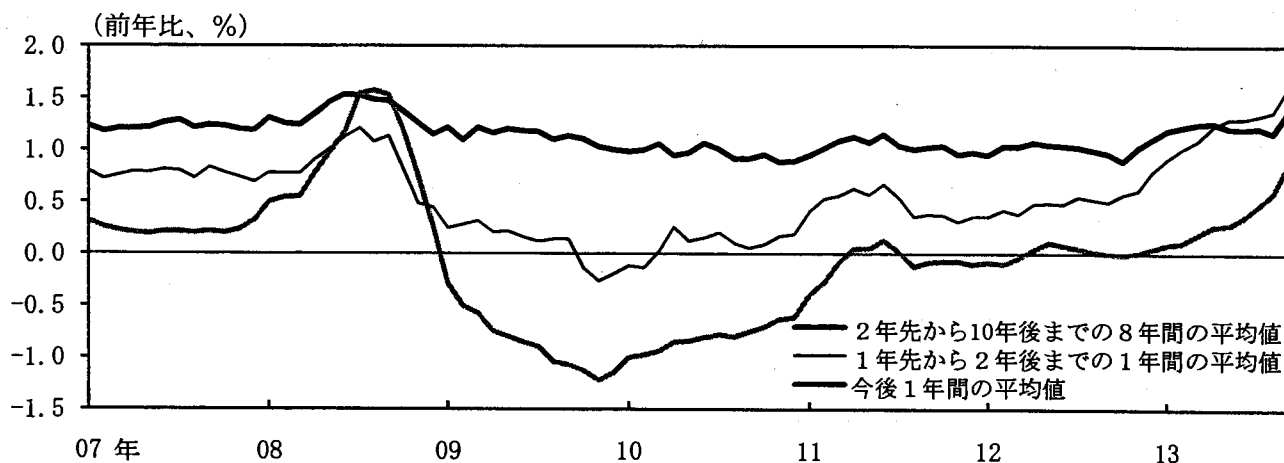
(前年比、%)



(注) 1. 調査時点は毎年6、12月。
2. 消費税率引上げの影響を除くベース。

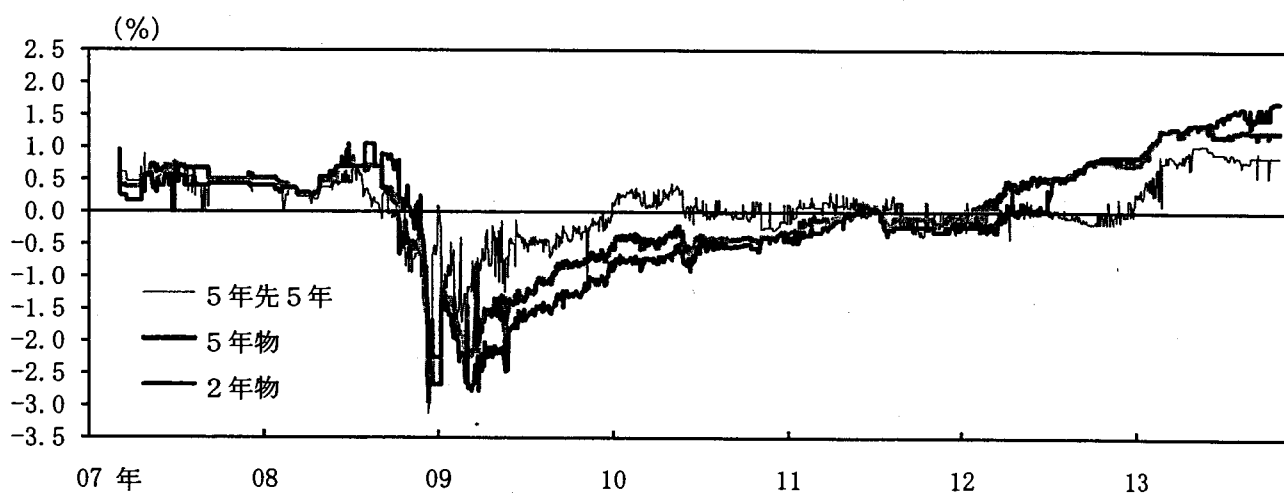
市場のインフレ予想

(1) QSS債券月次調査



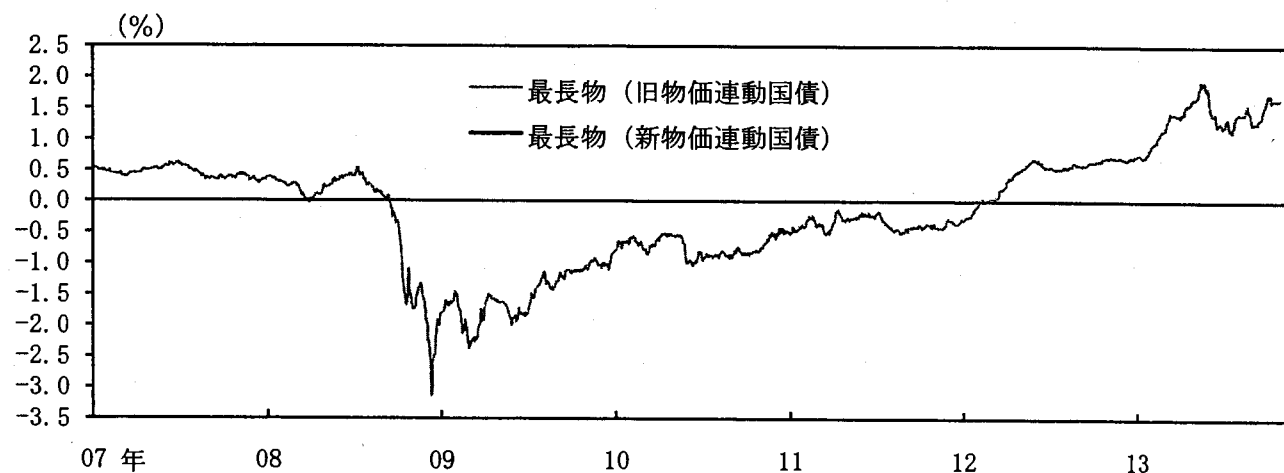
(注) 証券会社および機関投資家の債券担当者約150名の予想の平均をもとに算出。

(2) インフレーション・スワップ・レート



(注) ゼロクーポン・インフレーション・スワップにおける固定金利。

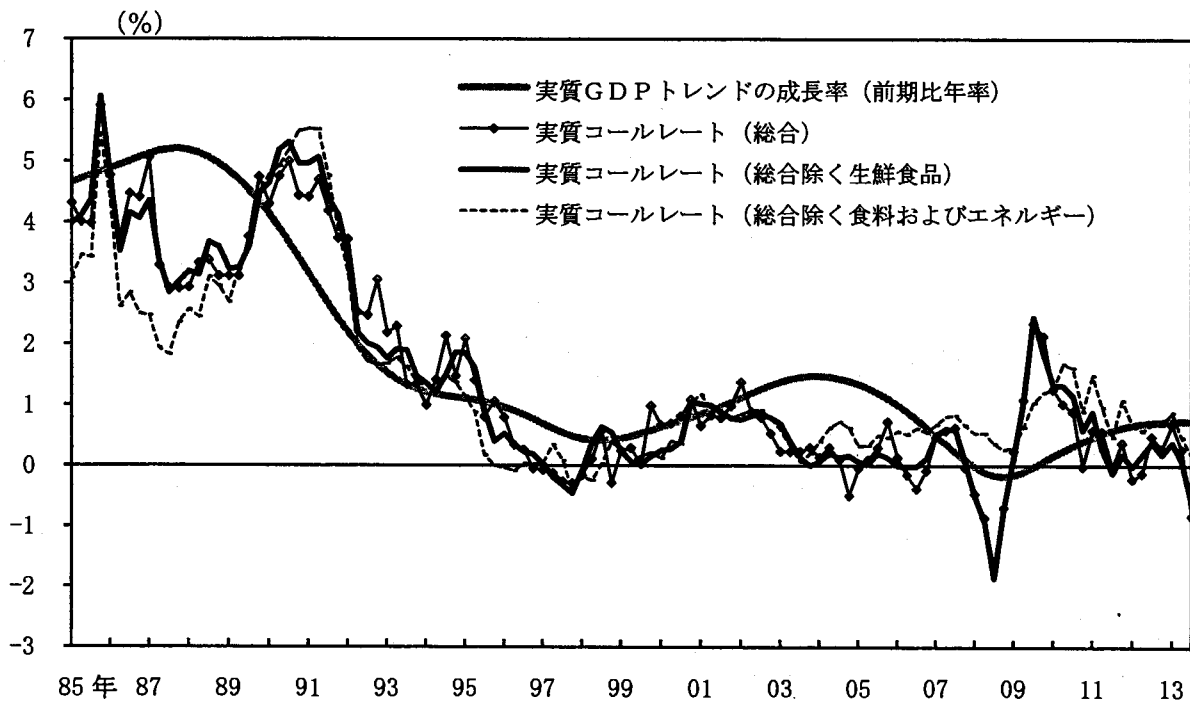
(3) 物価連動国債のBEI



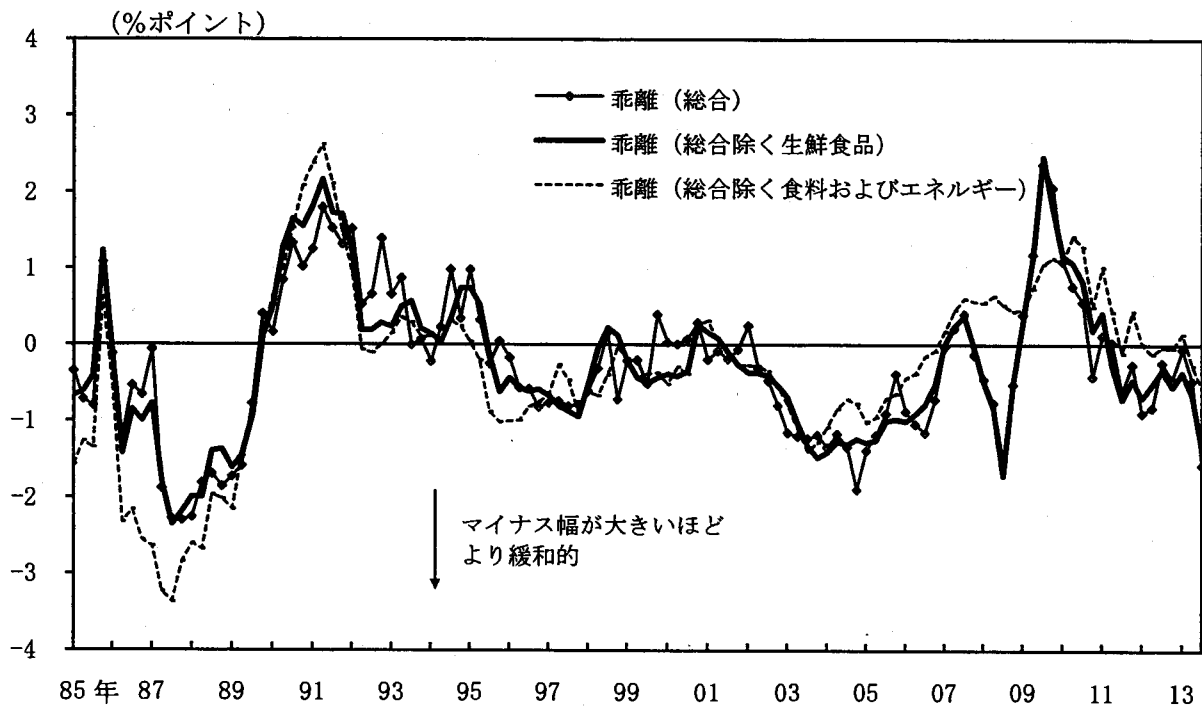
(注) BEIは、固定利付国債利回りー物価連動国債利回り。物価連動国債のうち、2013/10月以降に発行されたものを新物価連動国債、それ以外を旧物価連動国債と呼称。最長物は、それぞれの時点で残存期間が最も長い物価連動国債(足もとは旧物価連動国債が2018/6月償還の銘柄、新物価連動国債が2023/9月償還の銘柄)の利回りを用いて算出。

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)



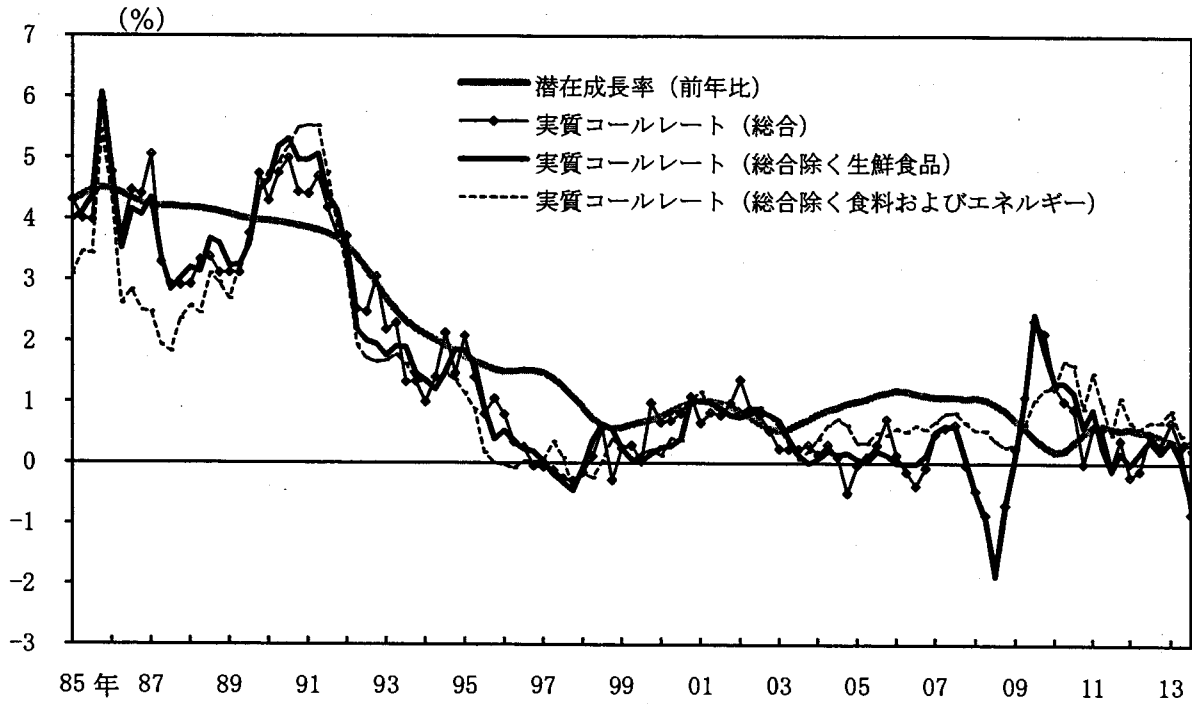
(2) 実質コールレートと実質GDPトレンドの成長率の乖離



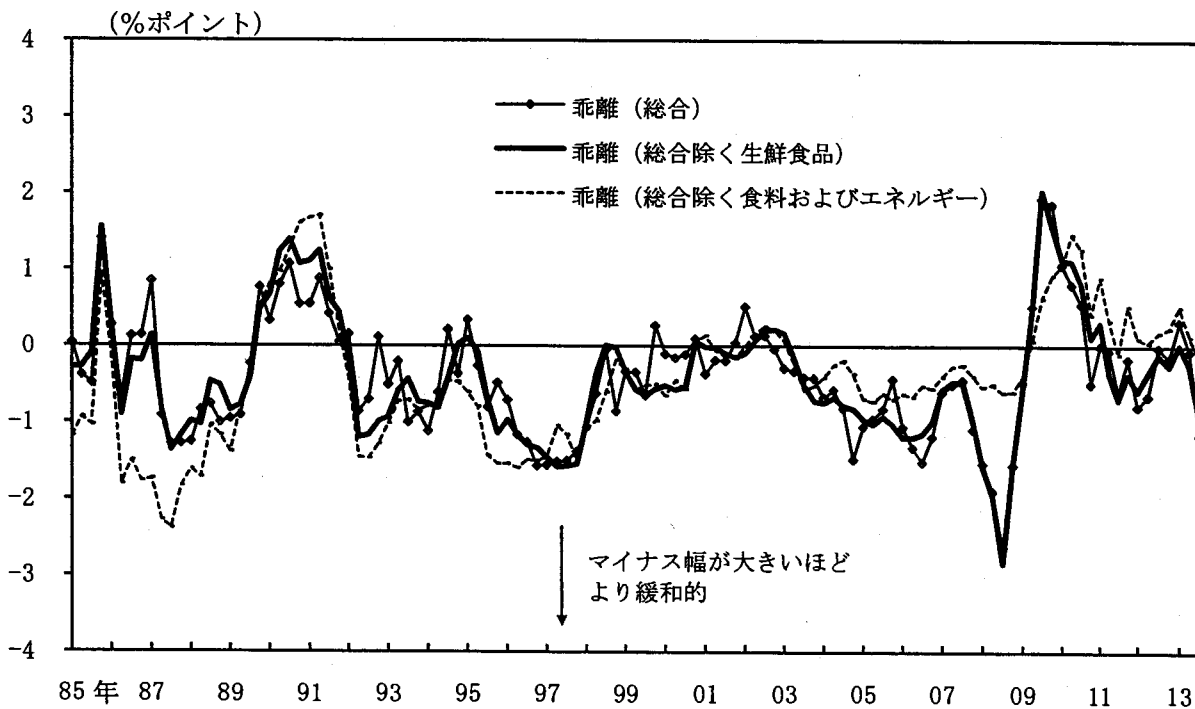
- (注) 1. 実質コールレートは、無担0/NからCPI前年比を差し引いて算出。括弧内は、コールレートの実質化に用いたCPIの系列 (消費税調整済み)。「食料」は「酒類」を除く。また、「エネルギー」は「電気代」、「都市ガス代」、「プロパンガス」、「灯油」、「ガソリン」からなる。実質GDPトレンドは、HPフィルターによる推計値。
2. 13/3Qの実質GDPトレンド成長率は13/2Qから横ばいと仮定。

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)



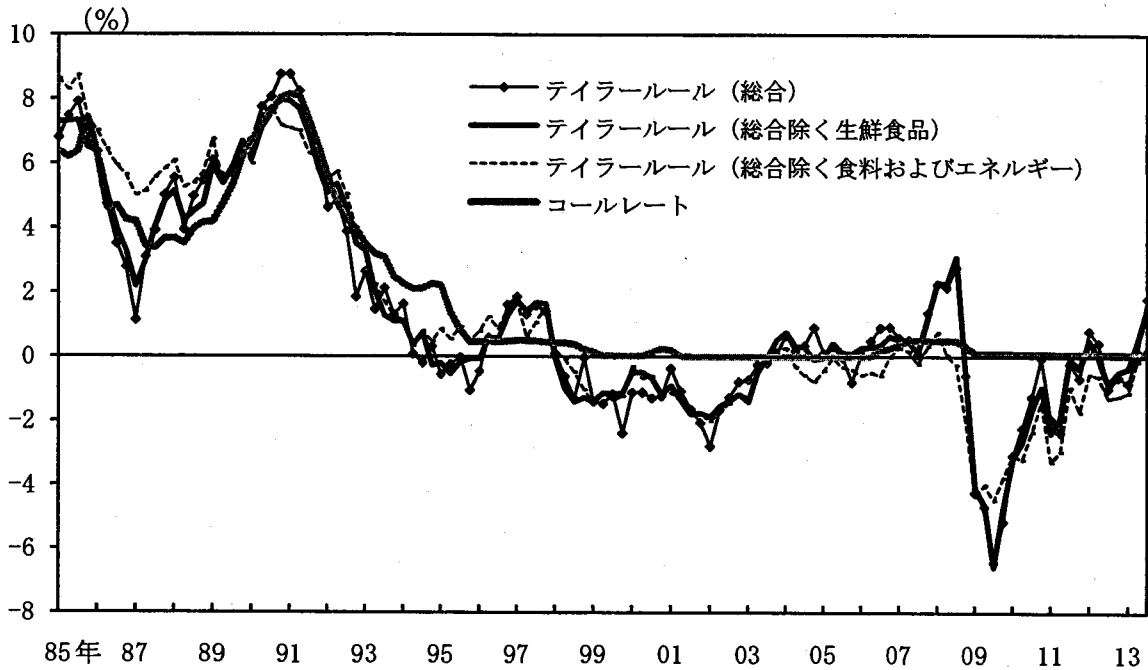
(2) 実質コールレートと潜在成長率の乖離



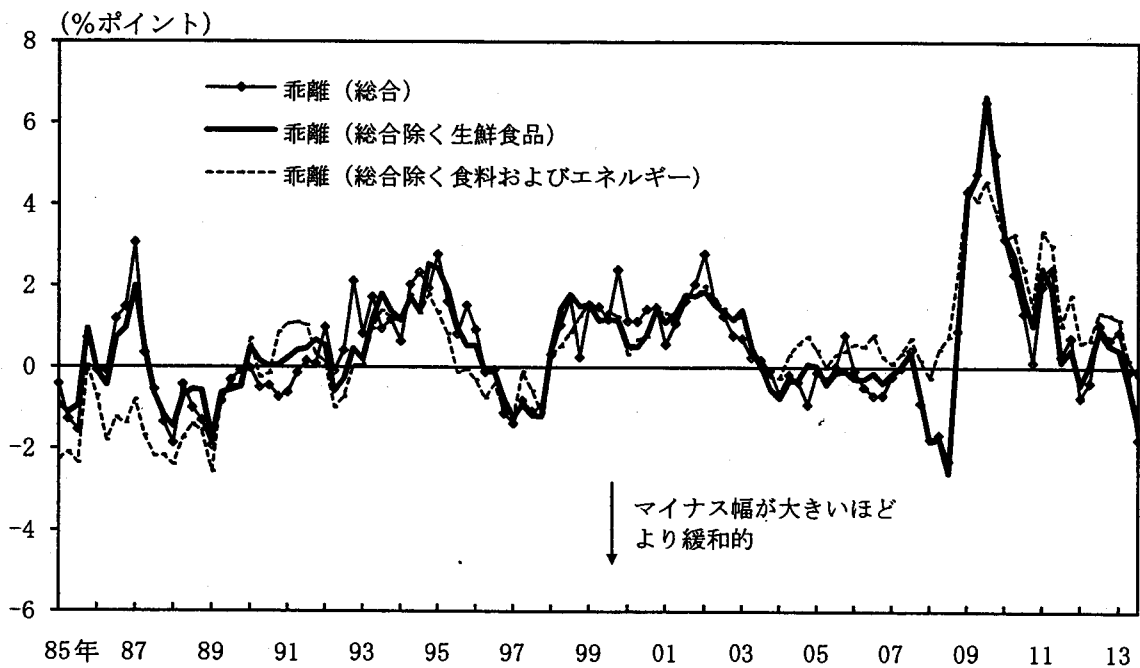
(注) 1. 実質コールレートは、無担0/NからCPI前年比を差し引いて算出。括弧内は、コールレートの実質化に用いたCPIの系列 (消費税調整済み)。「食料」は「酒類」を除く。また、「エネルギー」は「電気代」、「都市ガス代」、「プロパンガス」、「灯油」、「ガソリン」からなる。潜在成長率は、生産関数アプローチによる推計値 (調査統計局の試算値)。
 2. 13/3Qの潜在成長率は13/2Qから横ばいと仮定。

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

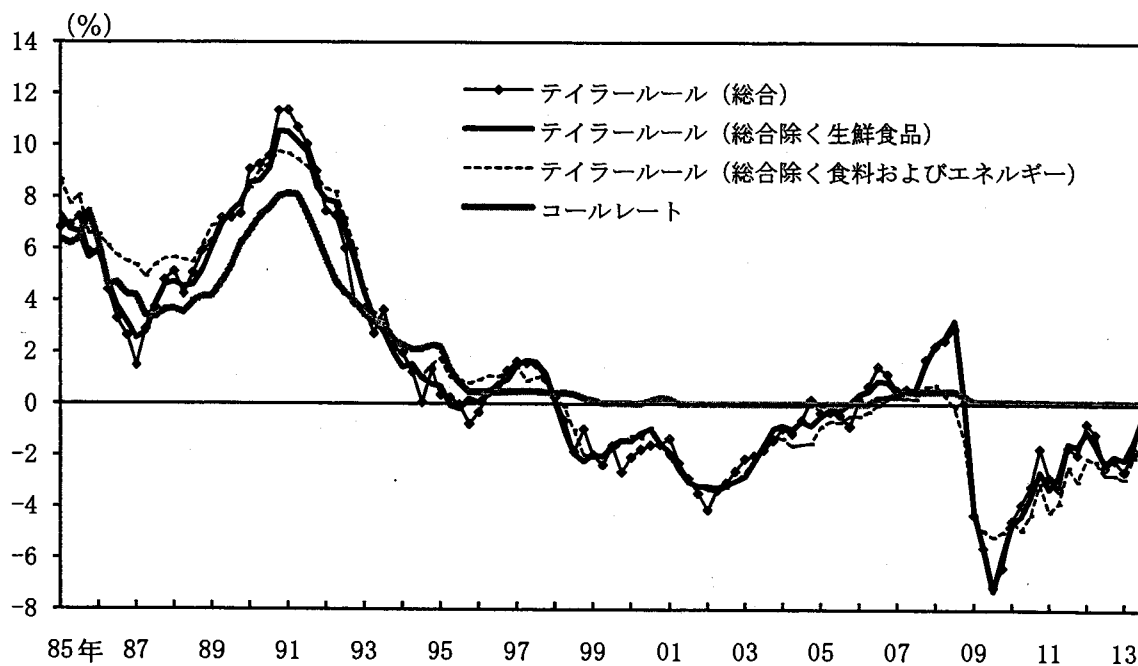


- (注) 1. 以下のような標準的なテイラー・ルールを用いた。なお、目標インフレ率は2%で計算。
 テイラー・ルールが示唆する短期金利 = 潜在成長率 + 目標インフレ率
 $+ 1.5 \times (\text{インフレ率} - \text{目標インフレ率}) + 0.5 \times \text{GDPギャップ}$
2. 括弧内は、テイラー・ルールの計算に用いたCPIの系列(消費税調整済み)。「食料」は「酒類」を除く。また、「エネルギー」は「電気代」、「都市ガス代」、「プロパンガス」、「灯油」、「ガソリン」からなる。潜在成長率とGDPギャップは、HPフィルターによる推計値に基づく。
3.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

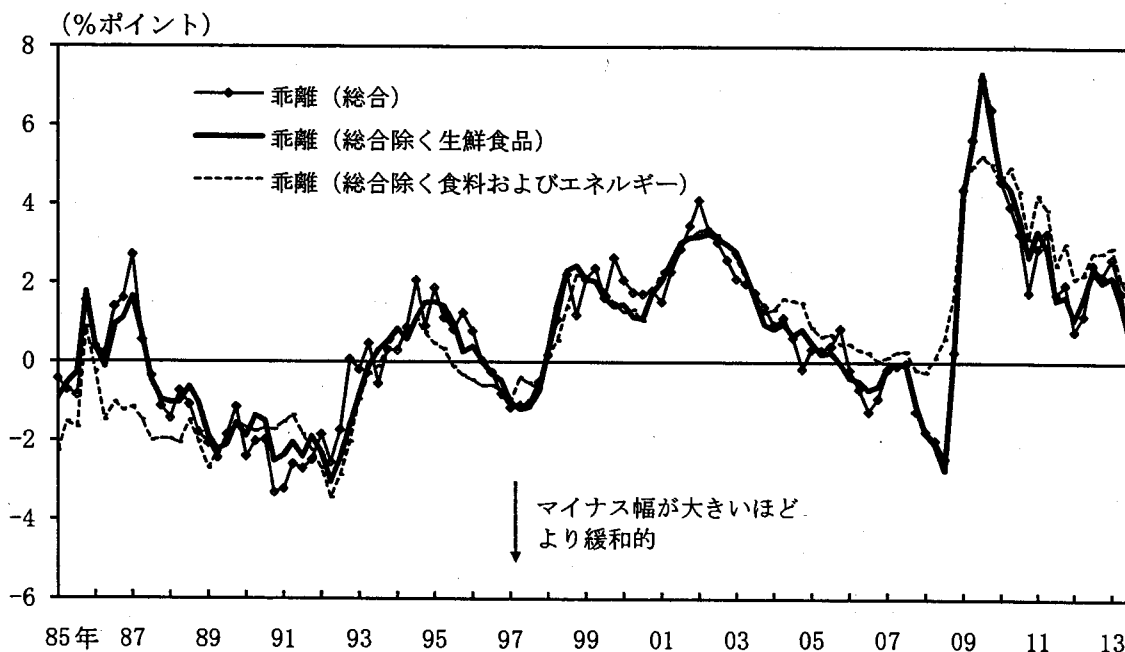
短期金利と実体経済 (4)

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 × (インフレ率 - 目標インフレ率) + 0.5 × 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. 13/3Qの潜在成長率およびGDPギャップは、13/2Qから横ばいと仮定。

(図表8)

資金調達コスト関連指標

対外非公表

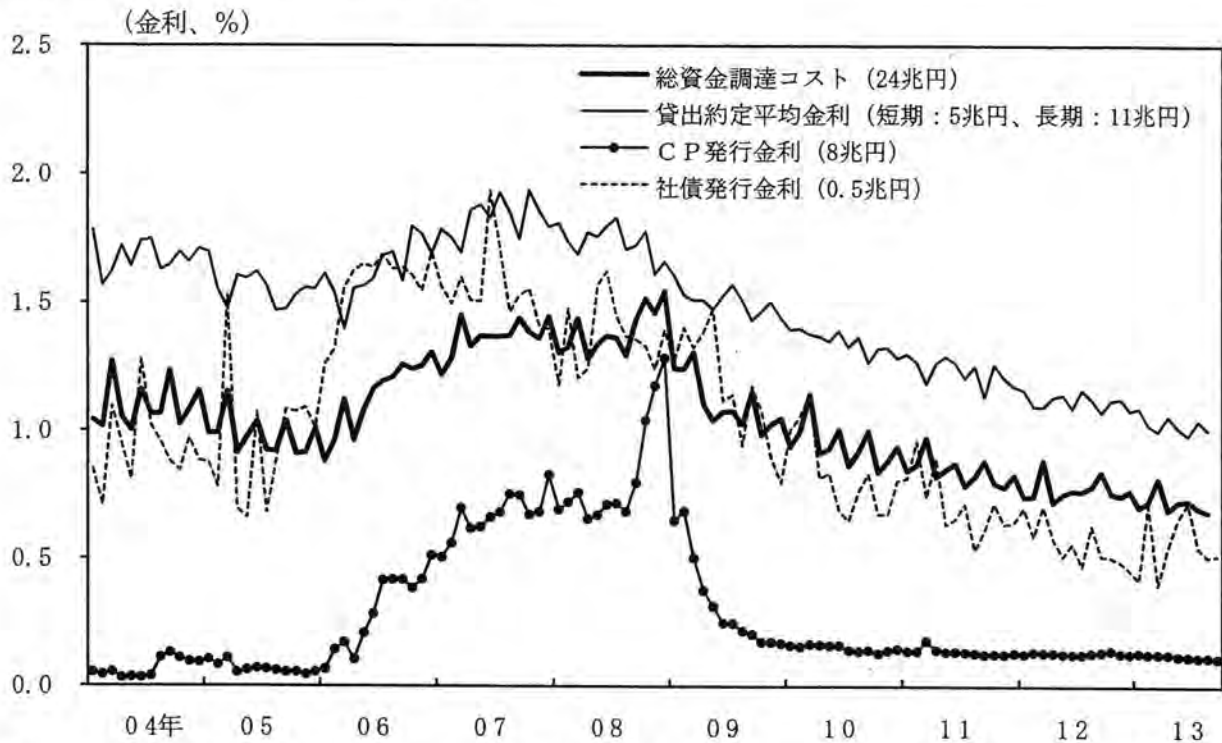
		12/ 10~12月	13/ 1~3	4~6	7~9	13/8月	9	10
短期プライムレート(末値)		1.475	1.475	1.475	1.475	1.475	1.475	—
長期プライムレート(末値)		1.20	1.15	1.30	1.30	1.30	1.30	—
貸出約定平均金利								
新 規	短期	1.017	0.892	0.854	—	0.699	—	—
	除く交付税特会向け	1.415	1.292	1.183	—	1.250	—	—
	長期	0.977	0.939	0.946	—	0.909	—	—
	総合	0.988	0.921	0.910	—	0.821	—	—
ス ト ック	除く交付税特会向け	1.110	1.040	1.020	—	1.008	—	—
	短期	1.023	0.987	0.920	—	0.894	—	—
	長期	1.433	1.400	1.362	—	1.333	—	—
スプレッド貸出の スプレッド(都銀等)	短期	0.45	0.42	0.40	—	0.39	—	—
	長期	0.76	0.69	0.80	—	0.76	—	—
CP発行レート (3ヶ月物、a-1格)		0.14	0.13	0.13	0.12	0.12	0.12	0.11
スプレッド	a-1+格	+0.01	+0.03	+0.02	+0.01	+0.00	+0.01	+0.03
	a-1格	+0.03	+0.05	+0.03	+0.02	+0.02	+0.03	+0.04
	a-2格以下	+0.17	+0.17	+0.14	+0.12	+0.11	+0.13	+0.18
社債発行レート (AA格)		0.44	0.36	0.60	0.43	0.45	0.43	0.37
スプレッド	AAA格	+0.06	+0.10	—	—	—	—	—
	AA格	+0.26	+0.22	+0.31	+0.15	+0.16	+0.17	+0.15
	A格	+0.35	+0.53	+0.34	+0.28	+0.29	+0.29	+0.26

- (注) 1. 短プラ、長プラの直近(10/28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. 13/10月は、CPが第4週まで、社債が24日までの値。

総資金調達コスト・貸出金利

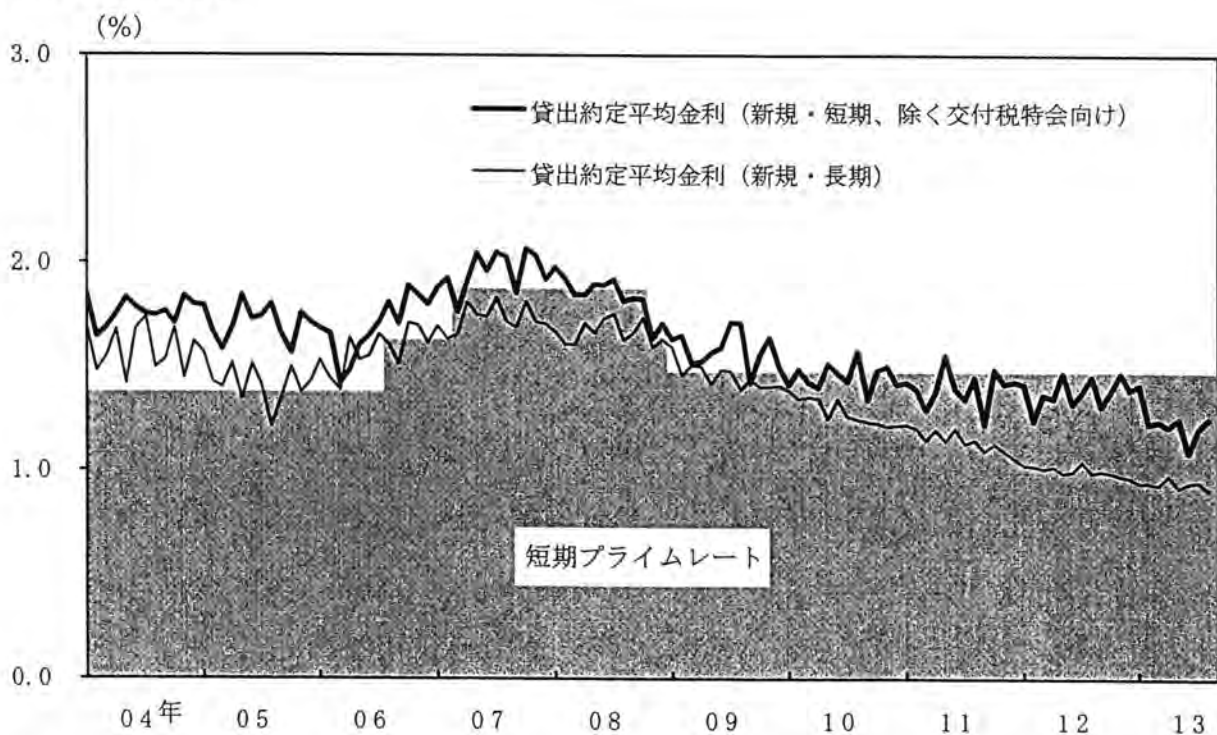
対外非公表

(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

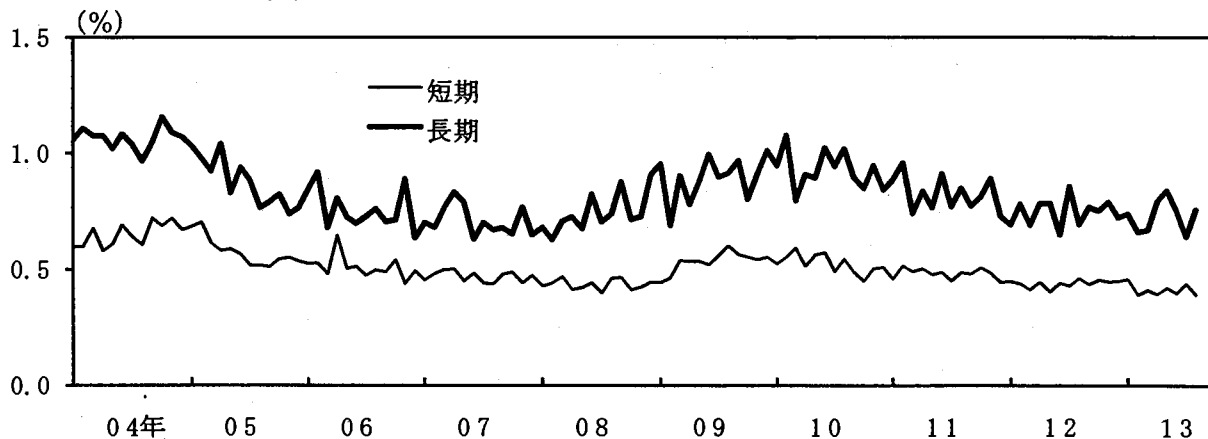


- (注) 貸出約定平均金利は、国内銀行ベース。短期プライムレートは月末時点。

貸出・CP・社債の спреッド

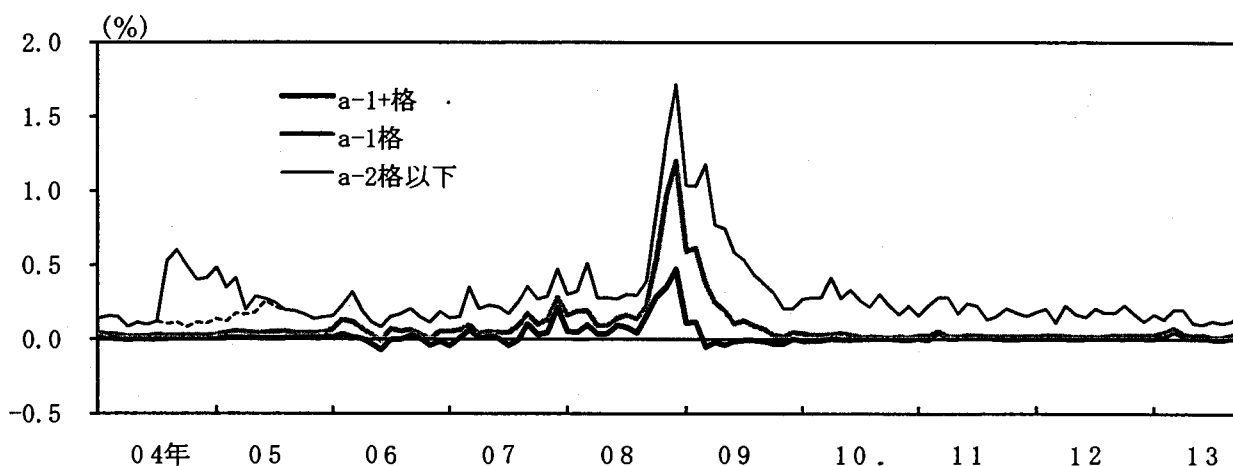
対外非公表

(1) スプレッド貸出の спреッド



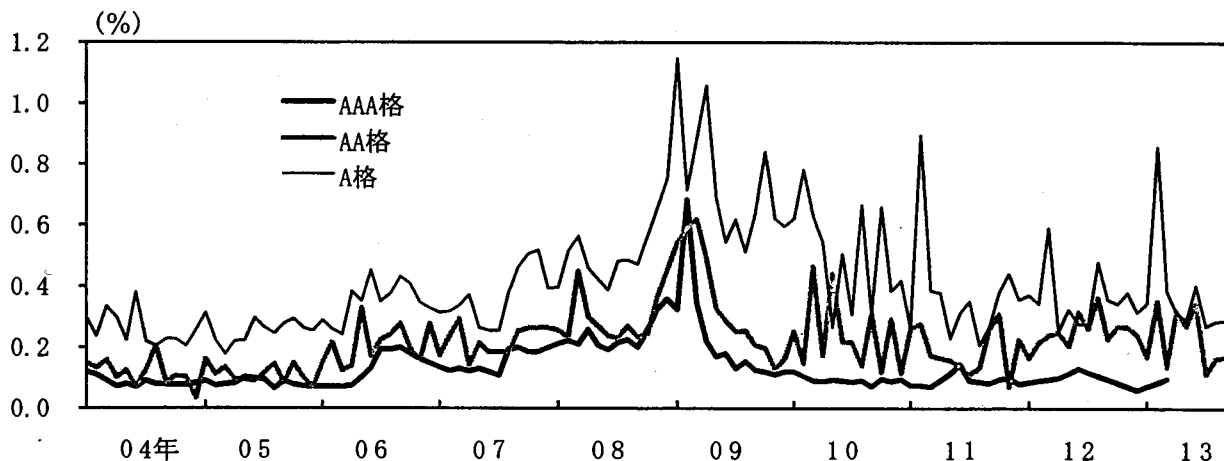
(注) 計数は都銀等ベース。

(2) CP発行スプレッド



- (注) 1. 発行スプレッドは、発行金利－短国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. 13/10月は第4週までの平均値。

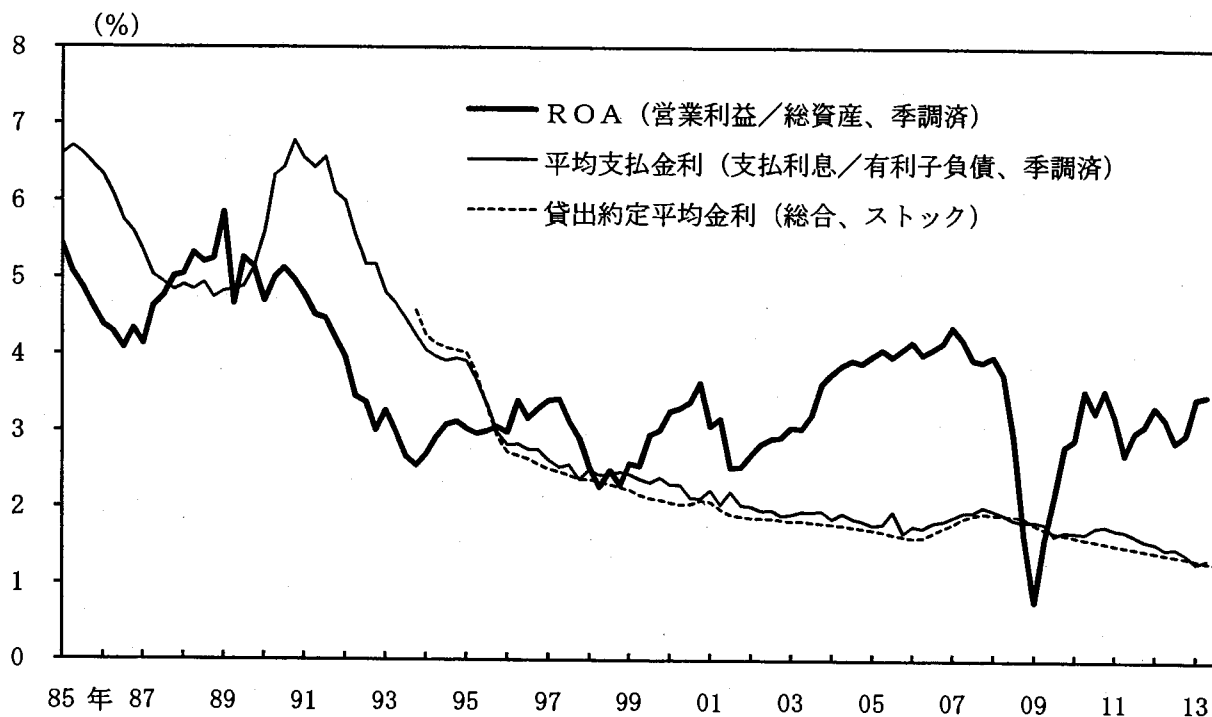
(3) 社債発行スプレッド



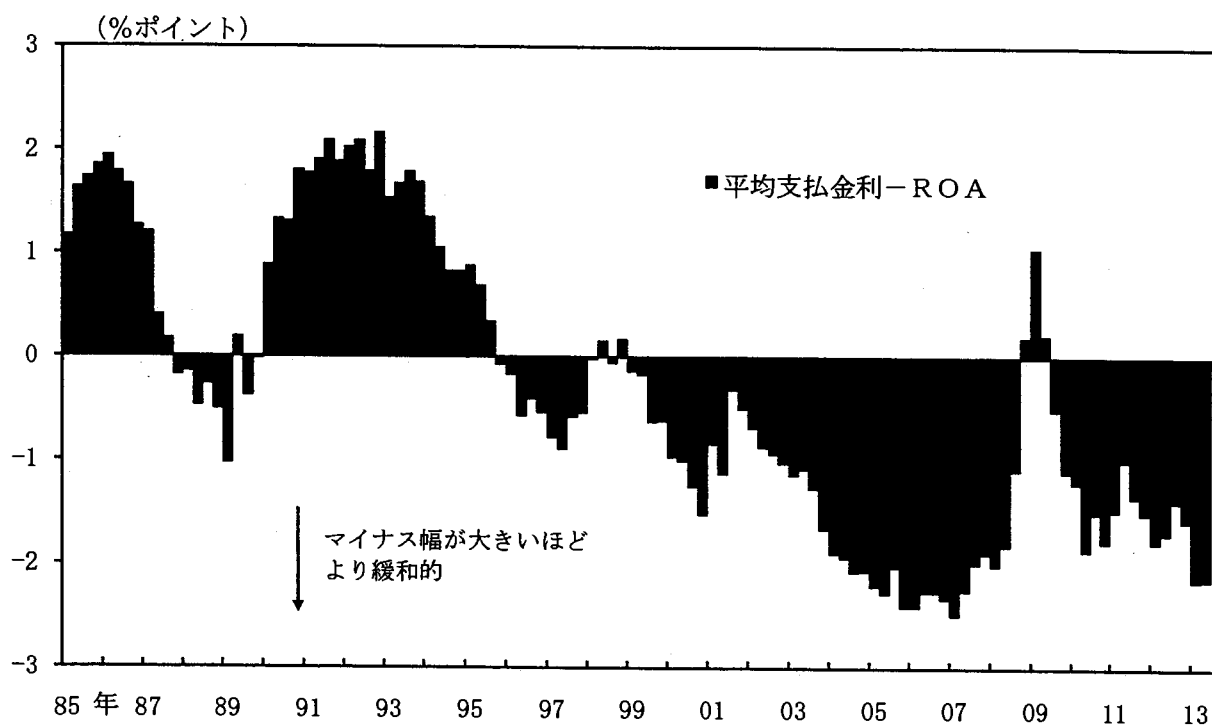
- (注) 1. 社債発行スプレッドは、起債日ベースで、社債発行金利－同年限の国債流通利回り。対象は国内公募社債で、銀行や証券会社、発行金利が相対的に高いノンバンクの発行分、劣後債、当初発行期間が15年以上の社債等は除いている。計数は単純平均値。
2. 発行が無い月は前後の月の値で線形補間。
3. 13/4～10月は対象となるAAA格の発行は無い。13/10月は24日までの値。

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) 13/3Qの貸出約定平均金利は7~8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(調整後) ; 残高、兆円

	2012年	13/ 1~3月	4~6	7~9	13/8月	9	10	2012年 平残
民間部門総資金調達	-0.0	0.4	0.6	0.9	0.9	0.8 p	—	605
寄 与 度	銀行・信金・外銀計	0.4	0.8	1.0	1.1	1.1	1.1 p	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	0.0	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	0.1	0.1	0.2	0.0	87
	CP	0.1	-0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2	13
	社債	-0.1	0.0	0.2	0.3	0.3	0.2	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%([]内のみ調整後) ; 残高、兆円

	2012年	13/ 1~3月	4~6	7~9	13/8月	9	10	2012年 平残
銀行計(平残)	0.9	1.8	2.1	2.3	2.3	2.3	—	397
	[1.0]	[1.6]	[1.8]	—	[2.0]	—	—	—
都銀等	-0.5	1.0	1.6	1.9	1.9	1.9	—	196
地銀・地銀Ⅱ計	2.3	2.5	2.7	2.7	2.7	2.6	—	201
地銀	2.7	3.1	3.2	3.3	3.3	3.1	—	158
地銀Ⅱ	1.0	0.4	0.6	0.7	0.6	0.9	—	43
CP・社債計(末残)	0.3	-0.2	1.1	-0.5	0.8	-0.5	—	—
CP	-1.1	-1.5	-8.0	-12.2	-4.7	-12.2	—	—
社債	0.5	-0.1	2.7	1.4	1.7	1.4	—	—

(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>

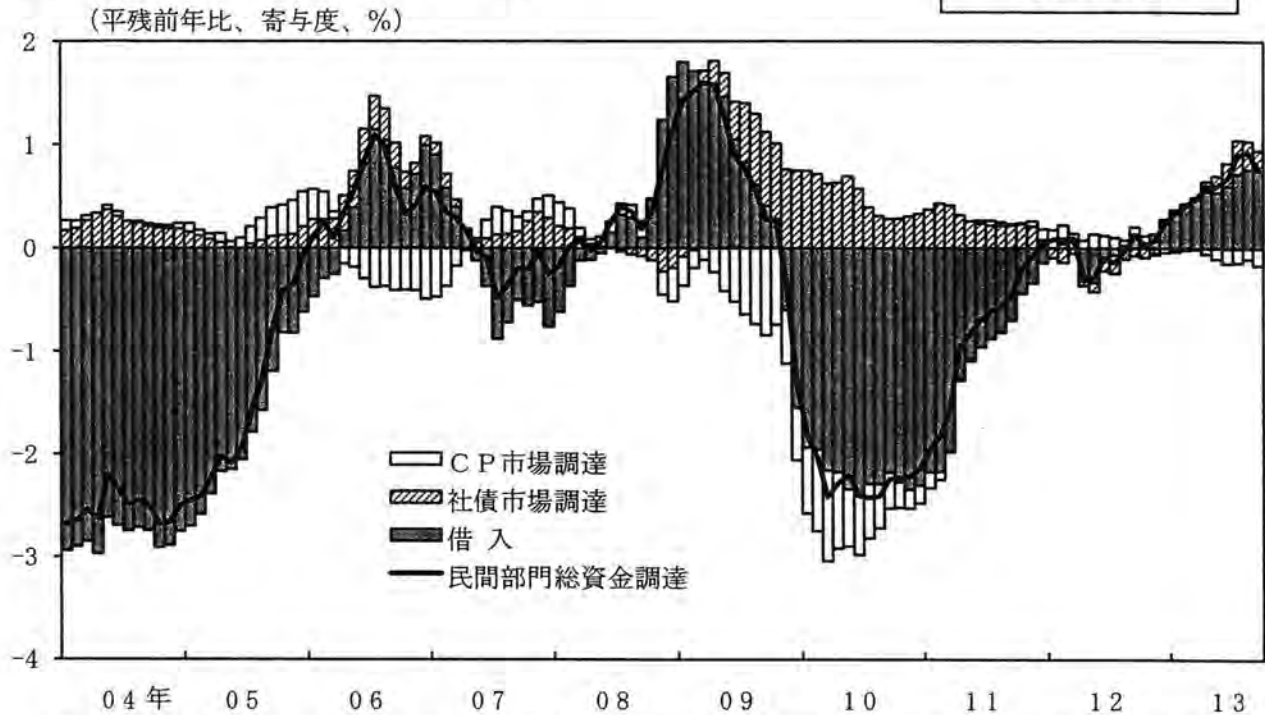
— 1か月当り、億円

	2012年	13/ 1~3月	4~6	7~9	13/8月	9	10	2012年 平残
国内公募社債計	5,168	5,577	9,500	5,016	3,350	4,123	4,250	—
うちBBB格	286	220	585	327	0	230	200	—
(シェア)	(5.5)	(3.9)	(6.2)	(6.5)	(0.0)	(5.6)	(4.7)	—
転換社債発行額	257	280	152	564	236	900	568	—
株式調達額	1,452	542	554	3,536	330	3,214	1,773	—
J-REIT資本調達額	389	1,130	975	430	518	342	1,099	—

(注) 計数の定義は図表15(2)、16を参照。13/10月は24日までの値。

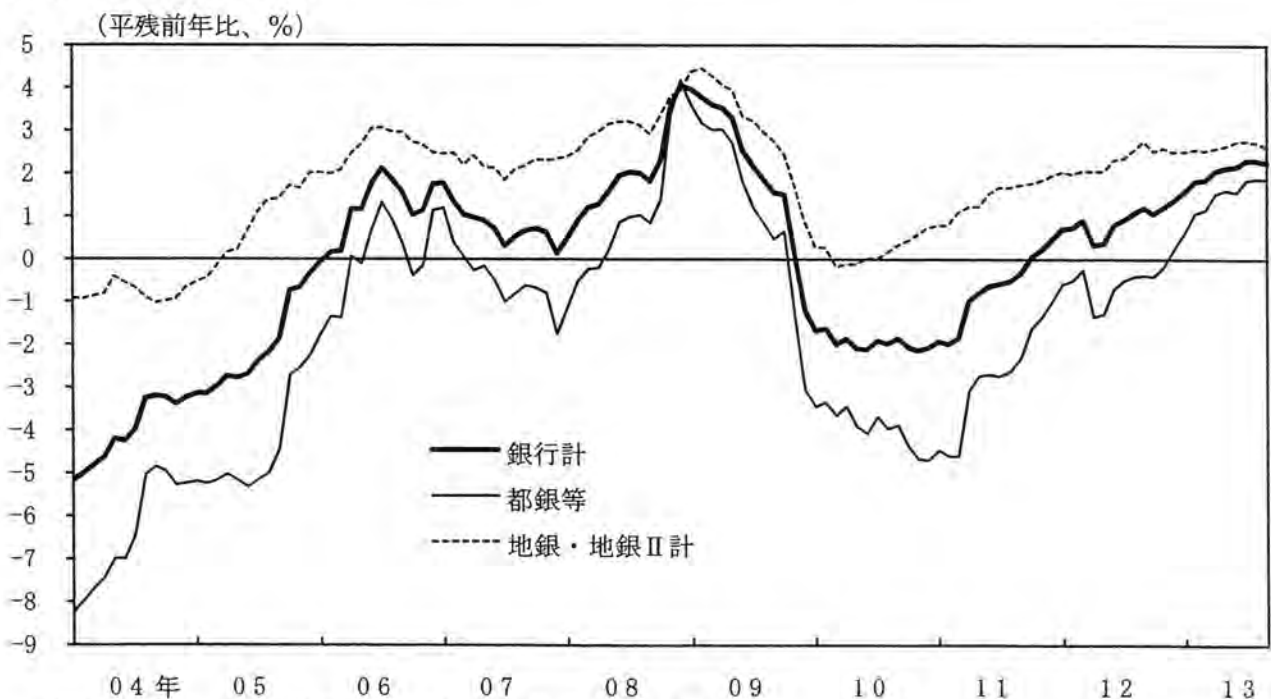
民間部門総資金調達

(1) 民間部門総資金調達の推移

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、幅を持ってみる必要がある。
2. 借入のうち、銀行・信金・外銀計は、都銀等、地銀、地銀Ⅱ、信金、外銀の合計。ただし、①銀行の地公体向け分、および②外銀の中央政府・金融機関向け分(08/5月以降)を除いている。
3. CP、社債残高の定義は図表15(1)を参照。
4. 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。
5. 当月の計数を把握できない場合には推計値。

(2) 民間銀行貸出

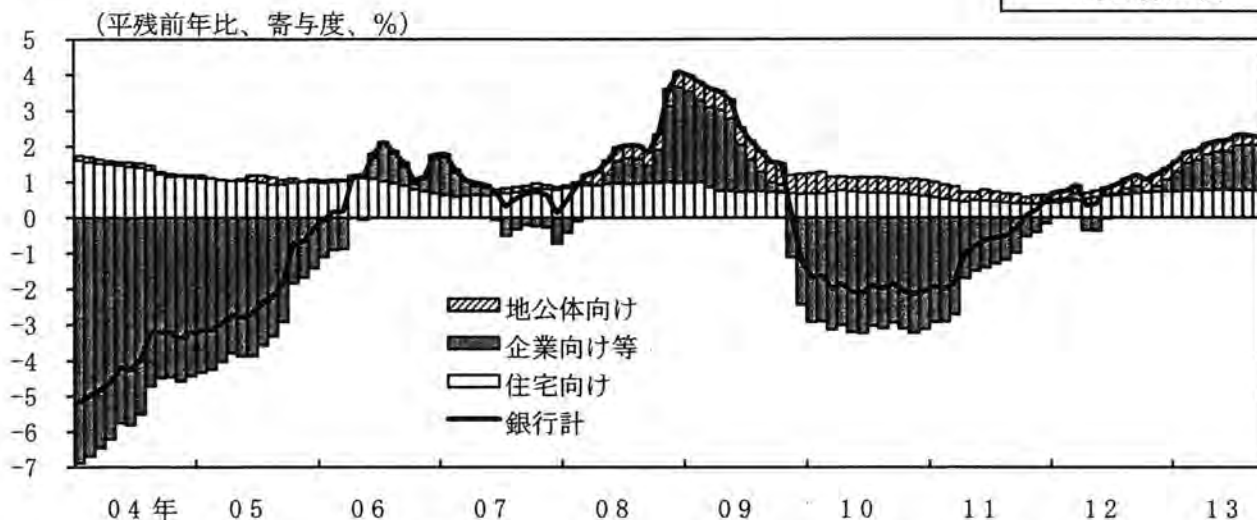


(注) 総貸出ベース。銀行計は都銀等、地銀、地銀Ⅱの合計。

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



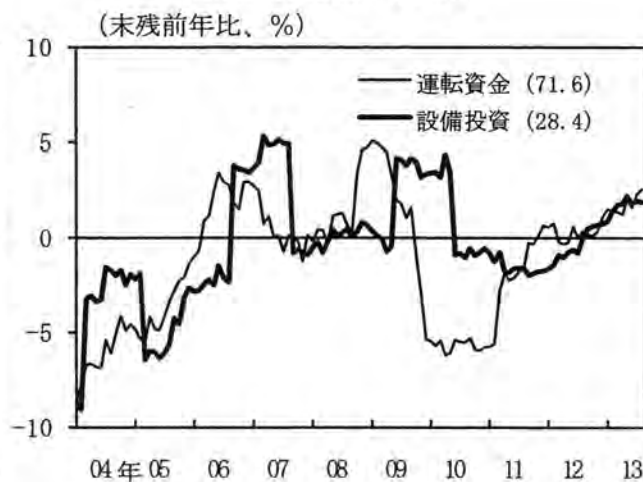
(注) 計数は都銀等、地銀、地銀Ⅱの合計。住宅ローン以外の個人向けは企業向け等に含まれる。13/9月は速報値。

(2) 企業向け貸出の内訳

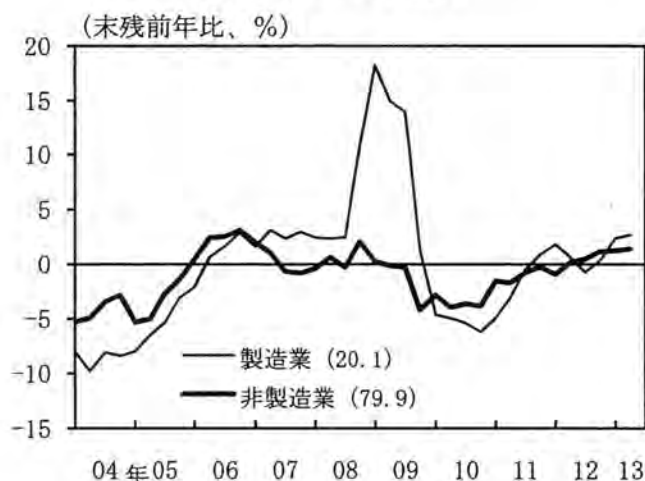
<企業規模別、月次>



<資金使途別、月次>



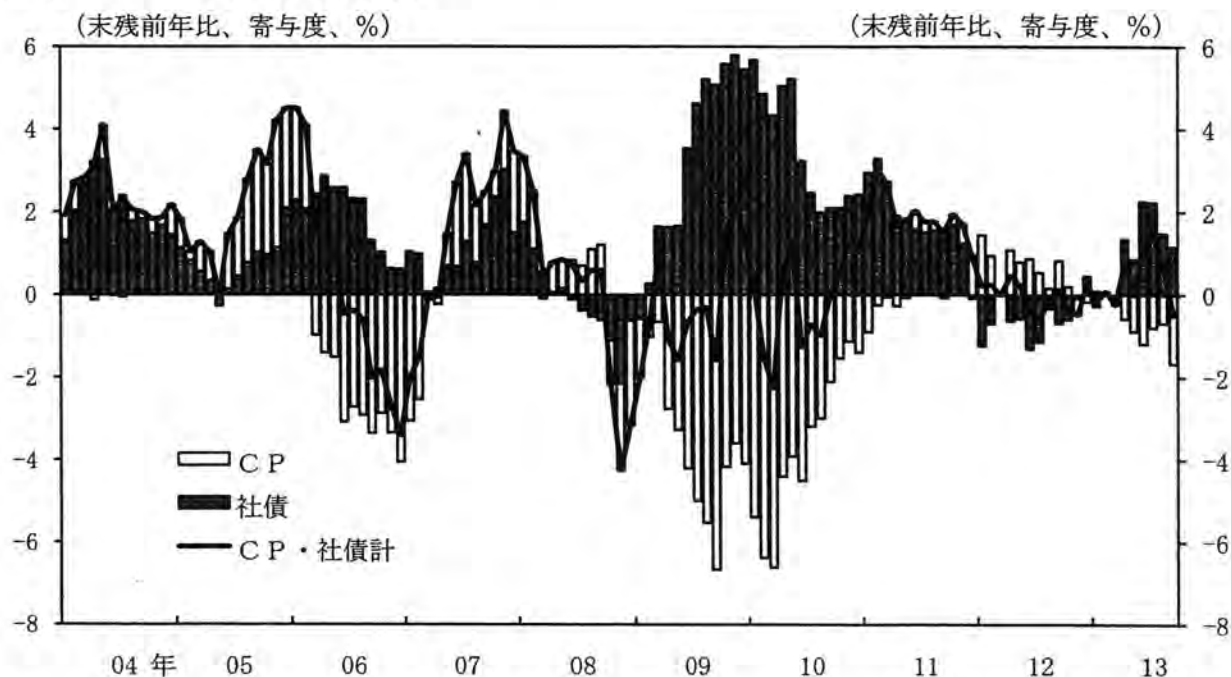
<業種別、四半期>



(注) 1. 計数は国内銀行ベース。
2. ()内は企業向け貸出残高に占めるウェイト。企業規模別・資金使途別は13/8月、業種別は13/2Qの値。

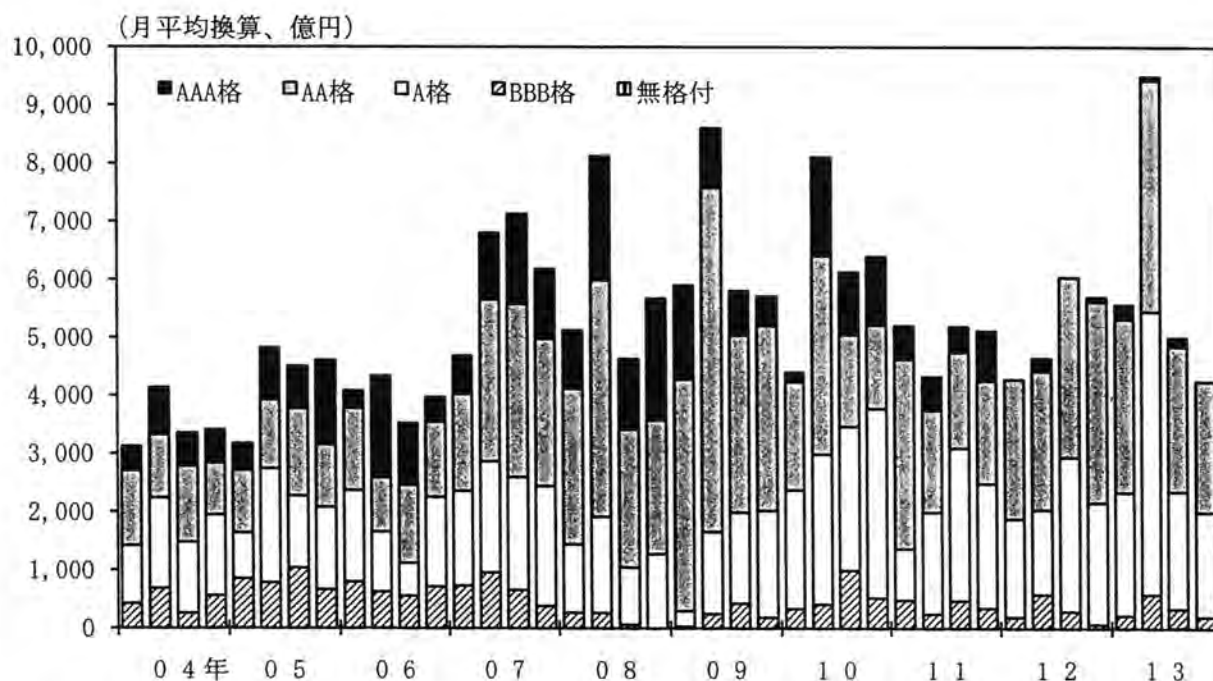
C P・社債発行残高

(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

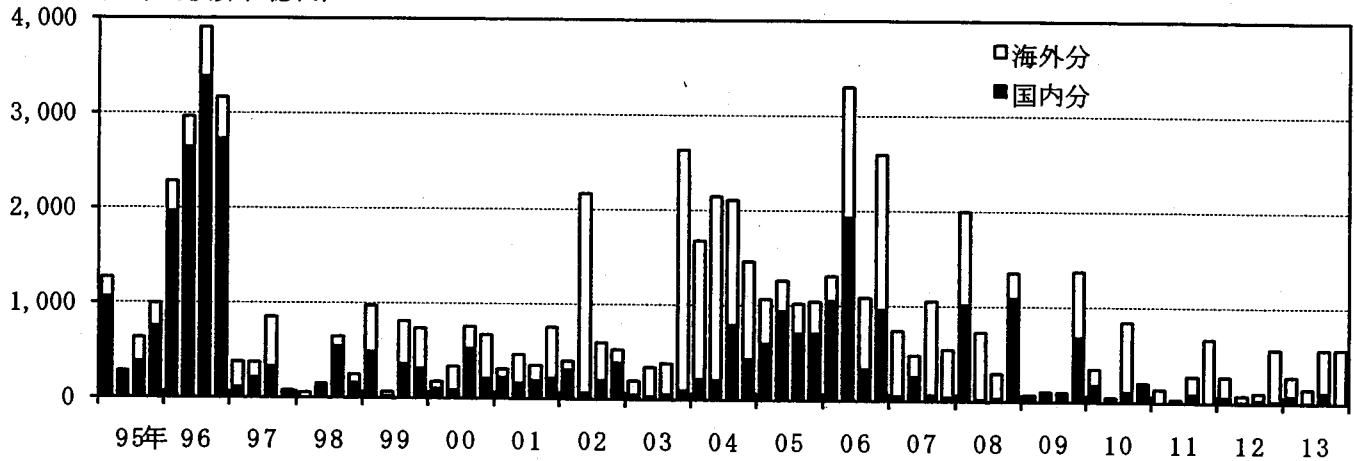


- (注) 対象は国内公募社債。銀行発行分を含まず、起債日ベース。
13/4Qは10/24日までの値。

エクイティファイナンス

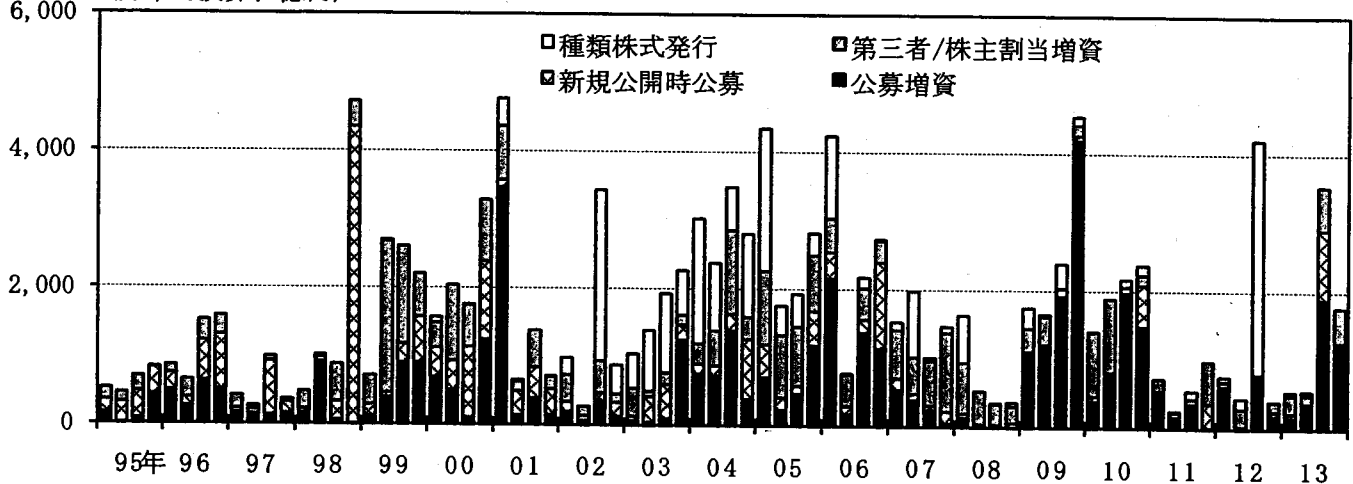
(1) 転換社債発行額

(月平均換算、億円)



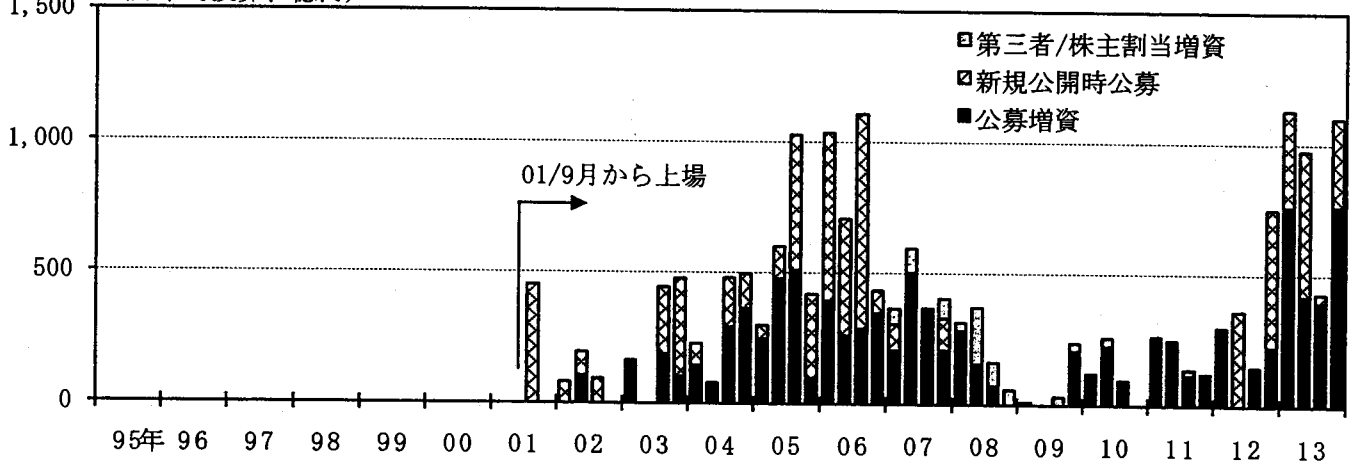
(2) 株式調達額

(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. 13/4Qは10/24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/ 10~12月	13/ 1~3	4~6	7~9	10~12	13/7月	8	9
資金需要D. I. (主要銀行貸出動向アンケート調査)									
企業向け (季調値)	「増加」+ 0.5×「やや増加」 -「減少」+ 0.5×「やや減少」	5	4	5	-2	4			
大企業向け (季調値)		(4)	(4)	(-0)	(4)	(3)			
中小企業向け (季調値)		6	5	4	1	1			
個人向け (季調値)		(6)	(6)	(1)	(3)	(1)			
		1	0	3	-1	3			
		(-0)	(0)	(-3)	(5)	(2)			
		10	11	14	15	16			
		(10)	(12)	(13)	(16)	(16)			

(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/ 10~12月	13/ 1~3	4~6	7~9	10~12	13/7月	8	9
貸出態度判断D. I.									
全国短観 (全産業)	「緩い」-「厳しい」	9	10	11	12	—			
大企業		16	17	18	19	—			
中小企業		3	3	6	7	—			
中小企業 (日本公庫)	「緩和」-「厳しい」	33.1	33.2	32.7	34.6	—	34.1	34.7	35.0
小企業 (日本公庫)	「(前期比)容易」 -「(前期比)困難」	-12.5	-13.7	-12.3	-11.0	—			
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	8	11	11			
中小企業向け		15	13	13	17	18			

(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. >

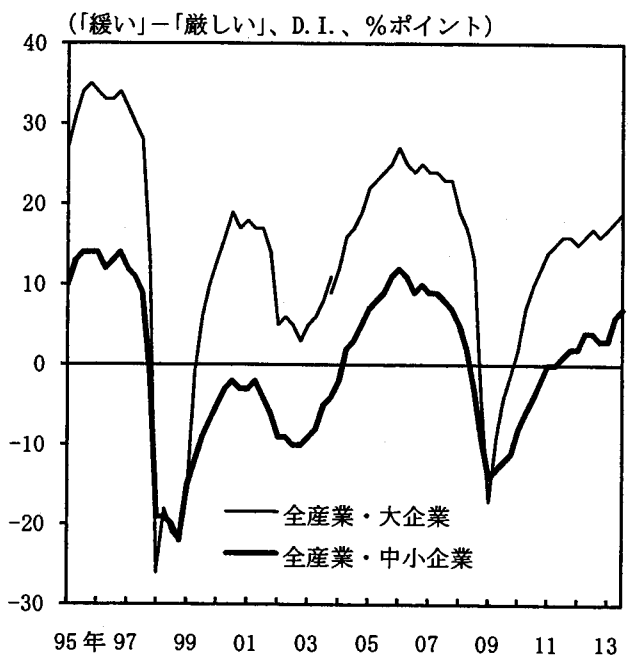
		— %ポイント							
		12/ 10~12月	13/ 1~3	4~6	7~9	10~12	13/7月	8	9
全国短観 (全産業)	「楽である」 -「苦しい」	4	4	6	7	—			
大企業		16	16	16	17	—			
中小企業		-5	-5	-3	-2	—			
中小企業 (日本公庫)	「余裕」-「窮屈」	-1.3	0.5	-0.5	1.5	—	2.1	1.7	0.7
中小企業 (商工中金)	「(前月比)好転」 -「(前月比)悪化」	-4.7	-4.3	-2.4	-1.8	—	-2.5	-1.4	-1.5
小企業 (日本公庫)	「(前期比)好転」 -「(前期比)悪化」	-27.1	-29.0	-20.3	-23.0	—			

(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。

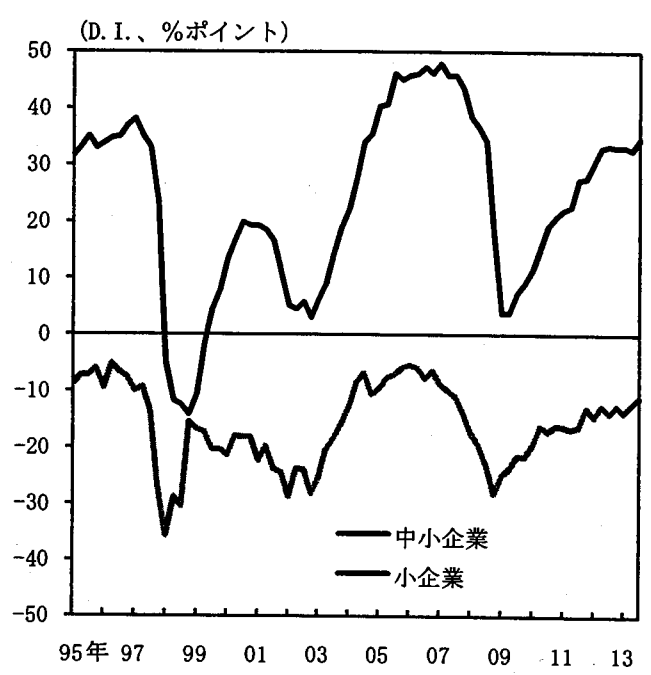
金融機関の貸出態度・企業の資金繰り

(1) 企業からみた金融機関の貸出態度

<短観>

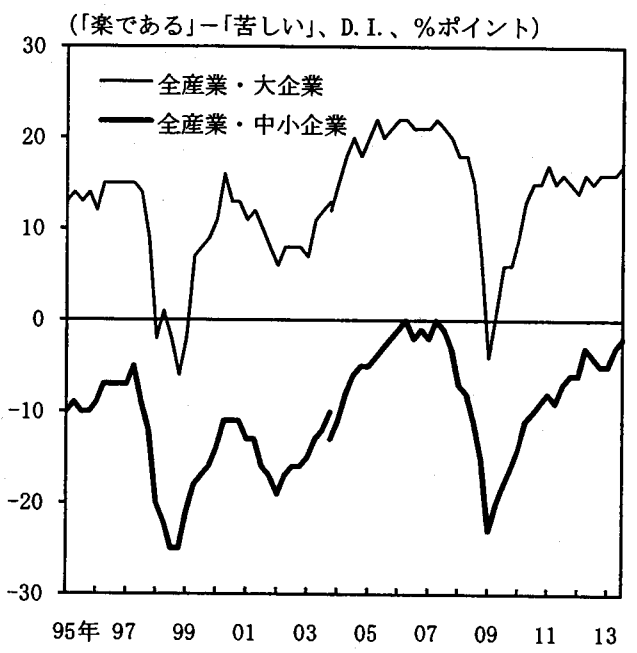


<日本公庫>

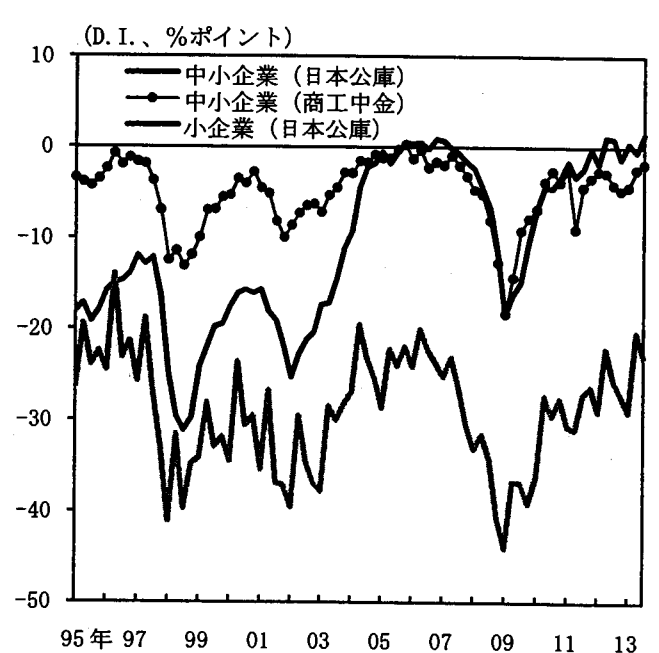


(2) 企業の資金繰り

<短観>



<日本公庫・商工中金>



(注) 1. 短観は04/3月調査より見直しを実施。旧ベースは03/12月調査まで、新ベースは03/12月調査から。
 2. D.I.の定義は、(1)の日本公庫の中小企業は「緩和」-「厳しい」、小企業は「容易になった」-「難しくなった」。
 (2)の日本公庫の中小企業は「余裕」-「窮屈」、小企業と商工中金は「好転」-「悪化」。
 3. 調査対象は、それぞれの取引先。すなわち、日本公庫の中小企業は原則資本金3億円以下または従業員300人以下の企業、小企業は8~9割程度が従業員9人以下の企業。商工中金は出資団体に属する企業(規模は日本公庫の中小企業と概ね同じ)。
 4. 計数は、日本公庫の中小企業が「中小企業景況調査」、小企業が「全国中小企業動向調査結果(小企業編)」、商工中金は「中小企業月次景況観測」による。なお、日本公庫の中小企業、商工中金の計数は四半期平均値。

企業倒産関連指標

＜倒産件数・負債総額＞

— 件・億円/月、()内は前年比、%

	2012年	13/ 1~3月	4~6	7~9	13/7月	8	9
倒産件数	1,010 (-4.8)	926 (-12.7)	947 (-9.1)	888 (-8.9)	1,025 (-0.1)	819 (-15.3)	820 (-11.9)
＜季調値＞	—	921	940	904	1,016	839	858
負債総額	3,195 (6.7)	1,852 (-57.7)	4,143 (79.3)	1,853 (-50.1)	1,996 (-72.4)	1,663 (-23.3)	1,902 (8.9)
1件あたり負債額	3.2	2.0	4.4	2.1	1.9	2.0	2.3

＜業種別内訳＞

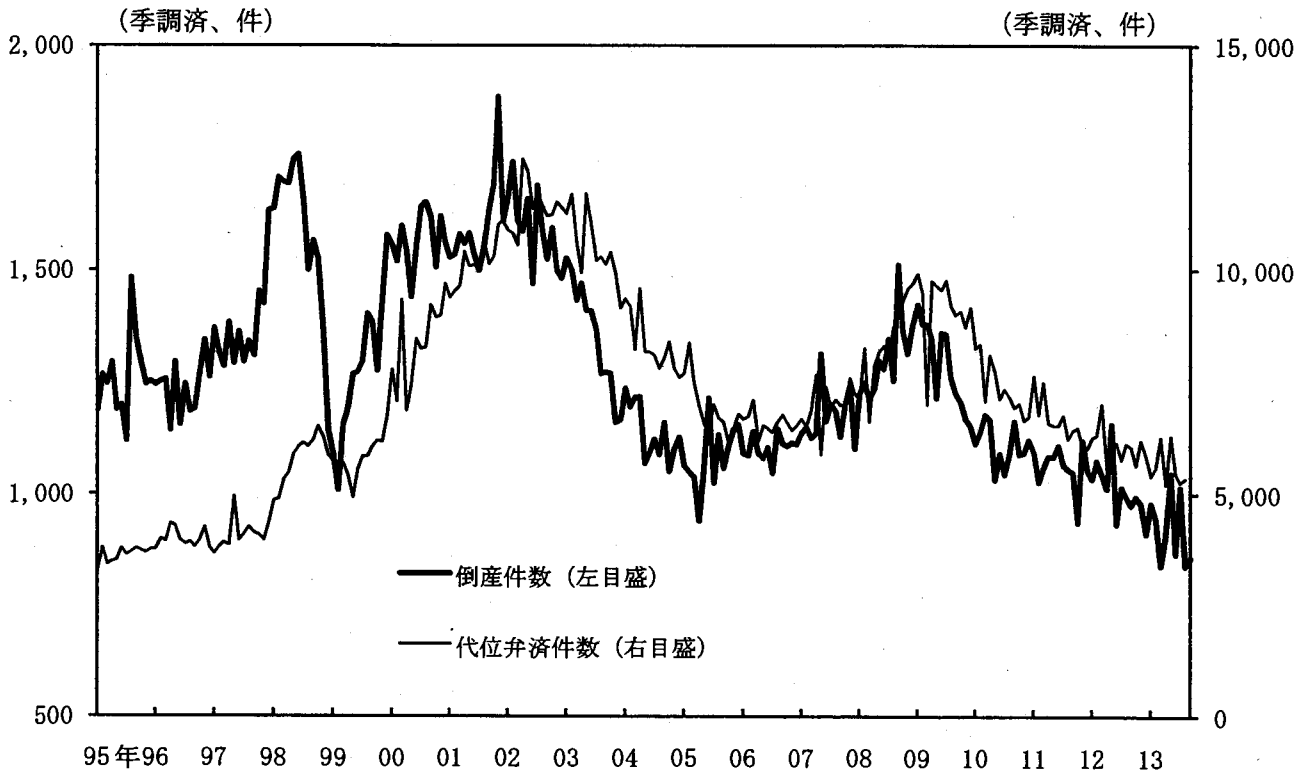
— 件/月、()内は前年比、%

	2012年	13/ 1~3月	4~6	7~9	13/7月	8	9
建設業	250 (-11.5)	215 (-17.3)	214 (-15.0)	194 (-25.4)	234 (-9.7)	177 (-36.6)	172 (-29.2)
製造業	149 (-5.8)	145 (0.2)	151 (0.2)	130 (-11.8)	145 (0.0)	112 (-21.1)	132 (-14.3)
卸売・小売業	268 (2.9)	238 (-13.9)	255 (-12.8)	257 (2.7)	306 (15.0)	234 (-3.3)	232 (-4.9)
金融・保険・不動産業	35 (-10.3)	36 (8.1)	32 (-26.0)	28 (-15.8)	25 (-40.5)	30 (25.0)	30 (-14.3)
運輸業	39 (14.3)	32 (-12.6)	46 (23.0)	32 (-16.5)	35 (-20.5)	35 (-2.8)	26 (-25.7)
サービス業	217 (-7.3)	213 (-16.3)	203 (-4.1)	200 (-0.8)	232 (0.4)	190 (-3.1)	179 (0.0)

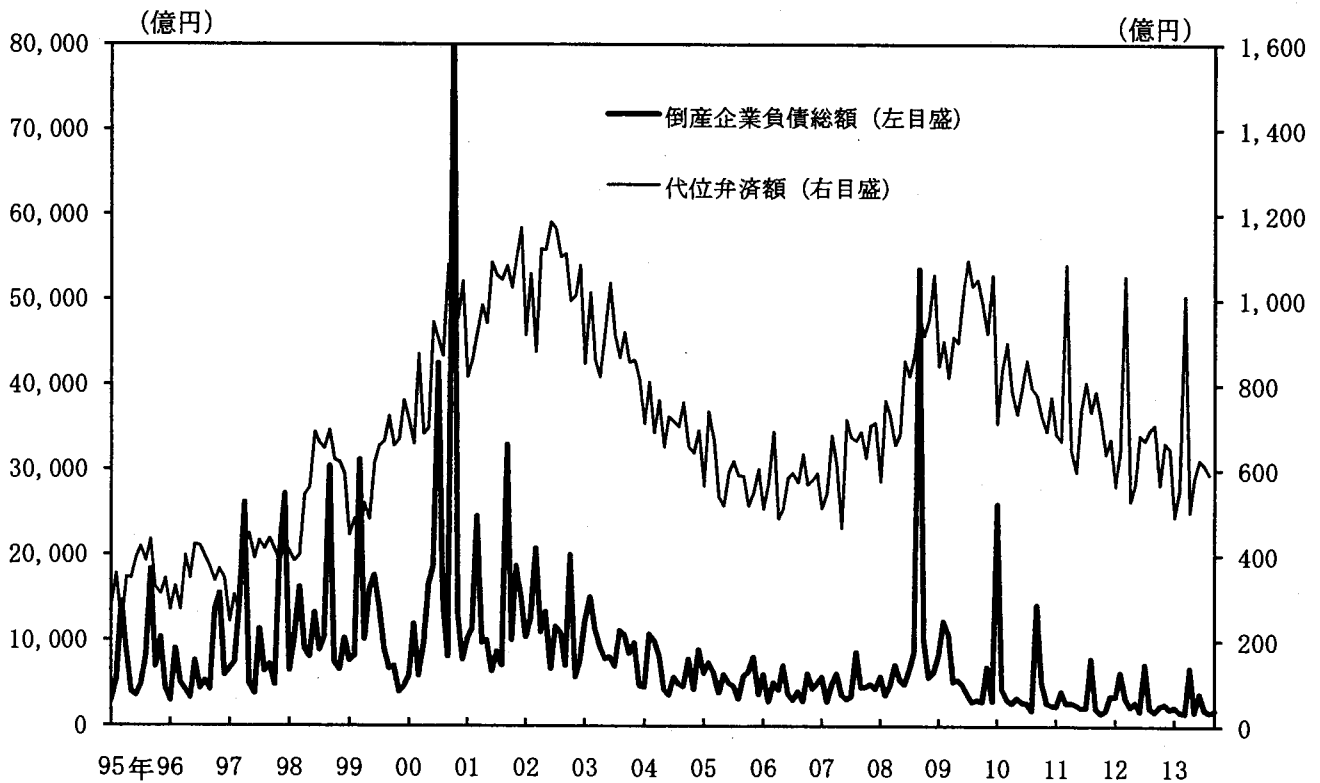
(注) 東京商工リサーチ調べ。

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。

マネー関連指標

<マネタリーベース>

— 前年比、%；()内は残高、兆円

	2012年	13/ 1~3月	4~6	7~9	13/7月	8	9	2012年 残高
マネタリーベース (平残)	7.0	15.2	30.2	42.0	38.0	42.0	46.1	—
	—	(132.0)	(155.8)	(174.8)	(170.4)	(172.4)	(181.7)	(121)
日本銀行券発行高	2.1	3.1	3.1	3.3	3.1	3.3	3.4	(81)
貨幣流通高	0.2	0.7	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0	(5)
日銀当座預金	21.2	50.2	97.1	129.8	116.4	133.8	139.2	(36)
(参考)金融機関保有現金	-1.9	2.9	3.8	4.6	3.9	4.5	5.5	(8)
マネタリーベース (末残)	10.7	21.9	34.4	43.4	41.5	44.4	43.4	—
	—	(146.0)	(173.1)	(185.6)	(173.3)	(177.0)	(185.6)	(138)

<マネーストック>

— 平残前年比、%；残高、兆円

	2012年	13/ 1~3月	4~6	7~9	13/7月	8	9	2012年 平残
M2	2.5	2.9	3.5	3.8	3.7	3.8	3.8	817
M3	2.2	2.4	2.8	3.0	3.0	3.0	3.1	1,123
M1	3.6	3.8	4.5	5.2	5.3	5.2	5.1	535
現金通貨	2.4	3.0	2.9	3.0	2.9	3.1	3.1	77
預金通貨	3.8	4.0	4.8	5.6	5.7	5.6	5.4	457
準通貨	0.6	0.8	1.1	1.1	1.1	1.2	1.1	556
CD	5.7	6.6	3.5	0.5	-1.9	-0.3	3.9	33
広義流動性	0.3	1.3	2.6	3.5	3.3	3.6	3.7	1,459

<主要金融商品の内訳 (広義流動性ベース) >

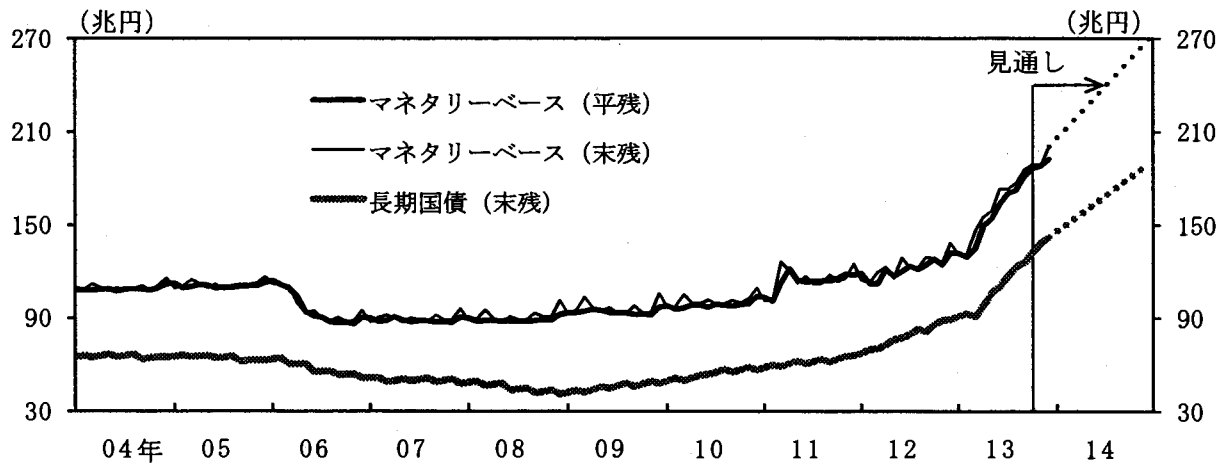
— 平残前年比、%；残高、兆円

	2012年	13/ 1~3月	4~6	7~9	13/7月	8	9	2012年 平残
金銭の信託	-1.5	1.5	6.7	8.7	8.7	8.7	8.8	186
投資信託	-2.2	-0.4	5.3	9.2	7.2	9.5	11.0	75
金融債	-22.2	-9.1	-15.0	-18.7	-17.3	-18.7	-20.1	4
国債	-30.7	-37.1	-36.9	-26.6	-30.1	-24.7	-24.8	32
外債	-0.7	7.3	7.6	7.5	7.7	7.4	7.2	39

マネタリーベースとマネーストック

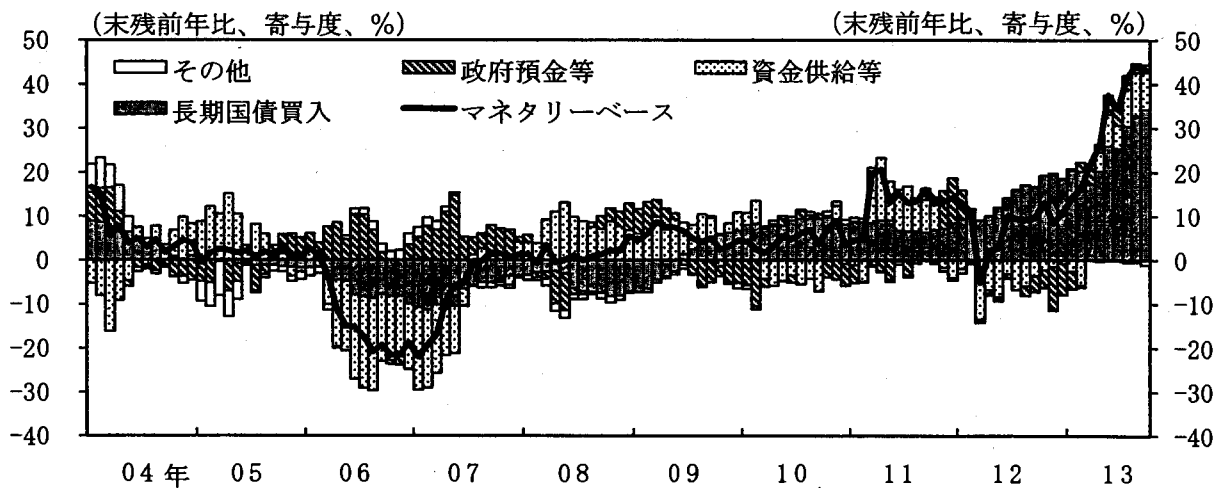
(1) マネタリーベースと長期国債買入残高

対外非公表



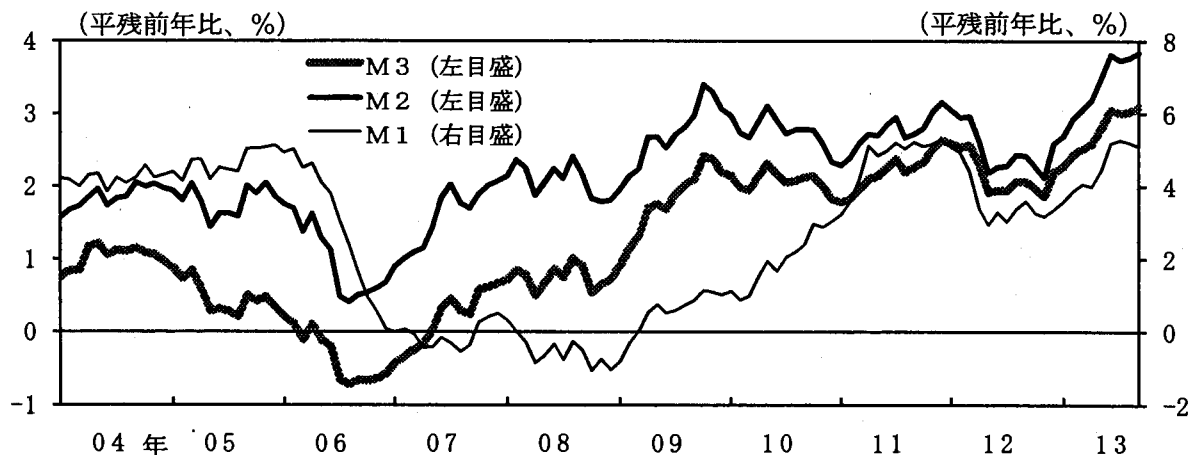
(注) マネタリーベースの見通し(13/12月まで)は、財政収支見通しと現行の国債買入ペースを前提とした試算。

(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

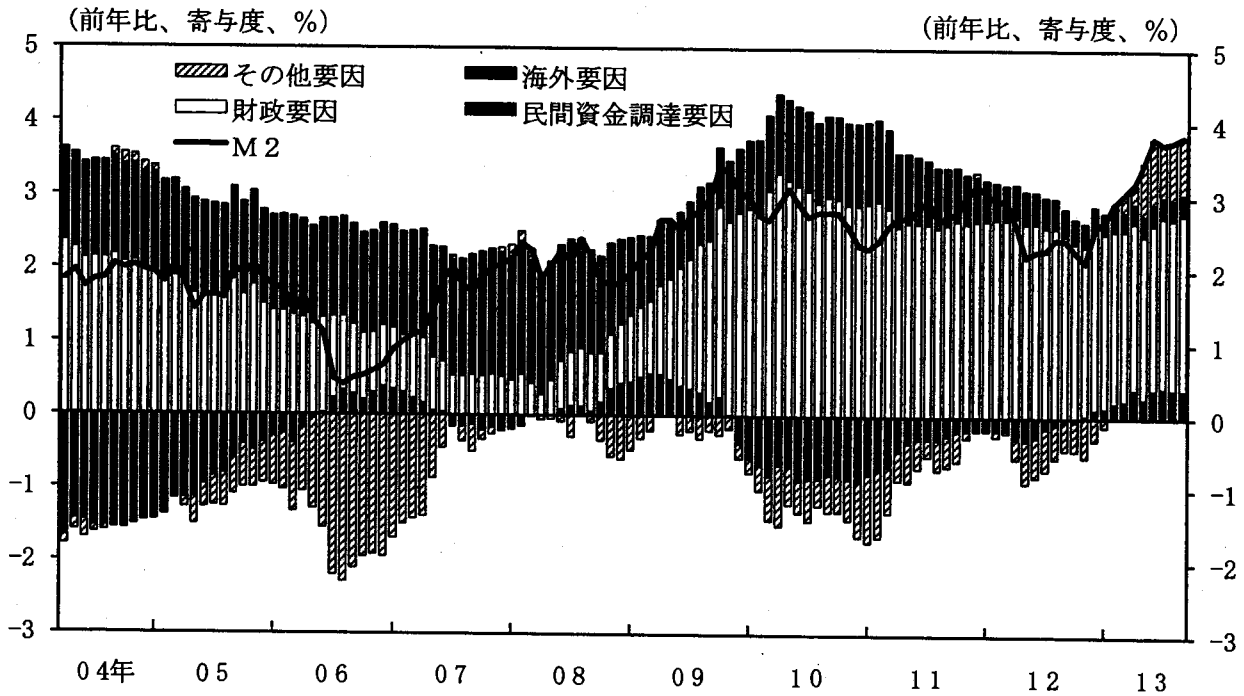


(注) 04/3月以前のM1、M2、M3は、マネーサプライ統計の「M1」、「M2+CD」、「M3+CD-金銭信託」。

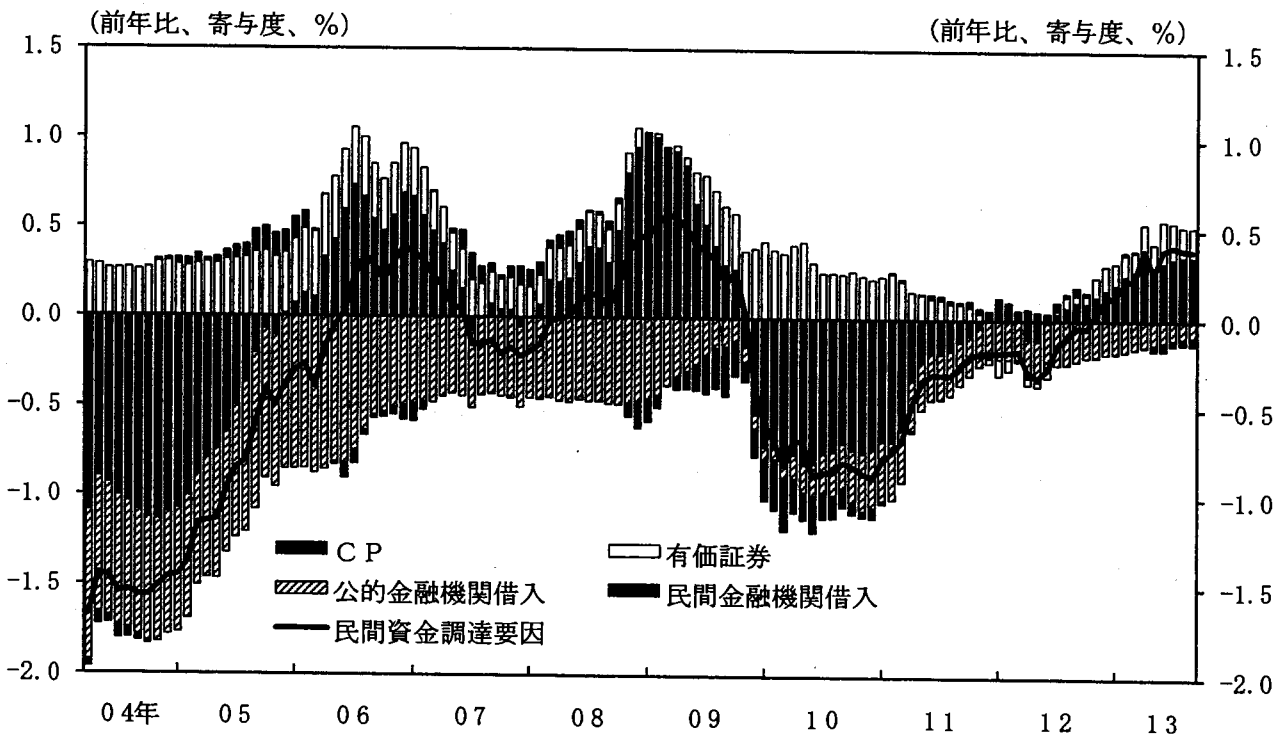
M2のバランスシート分解

— 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

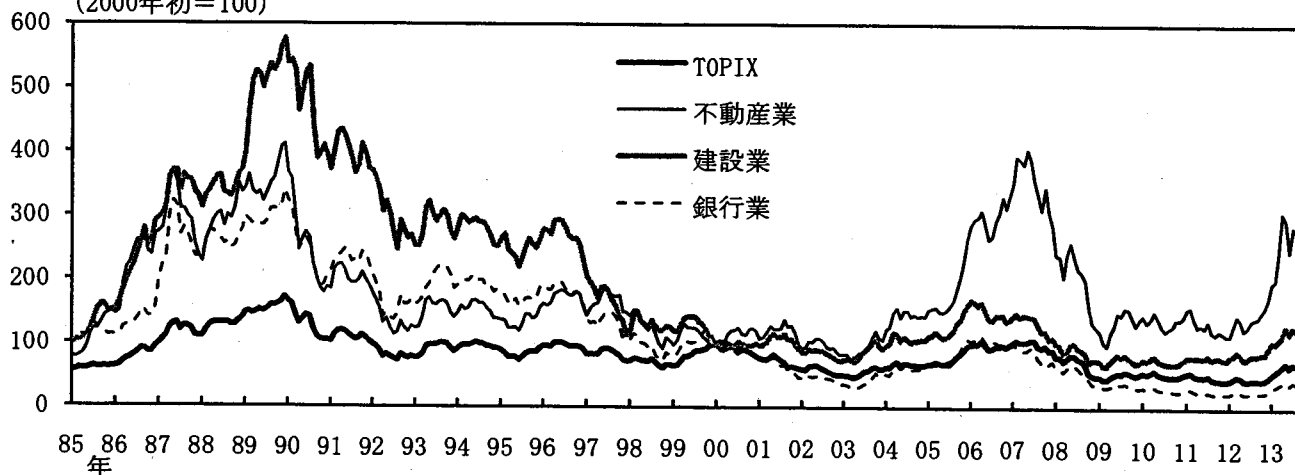


(注) 1. 財政資金対民間収支、国際収支統計等から推計。一部に暫定値を含む。
 2. (1)の「その他」は、金融資産間の資金シフト要因と残差。

資産価格と銀行信用

(1) 株価

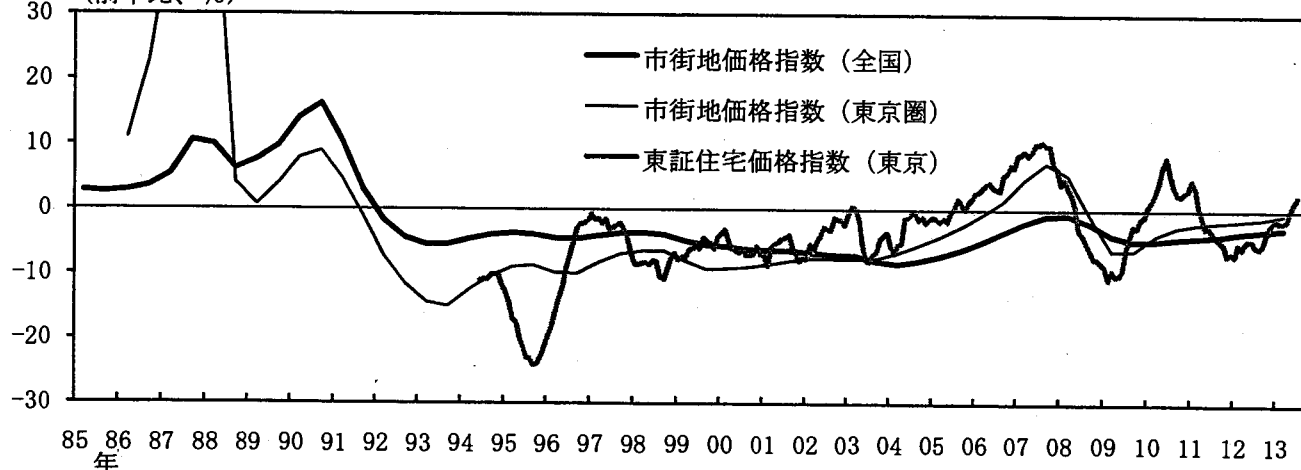
(2000年初=100)



(注) 株価は月平均。13/10月は、28日までの値。

(2) 地価・住宅価格

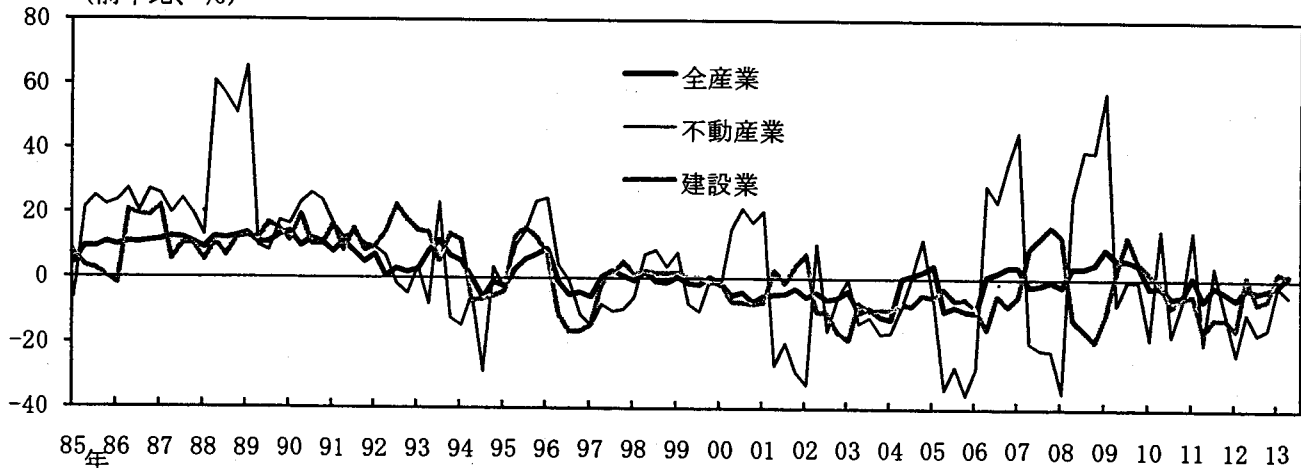
(前年比、%)



(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)

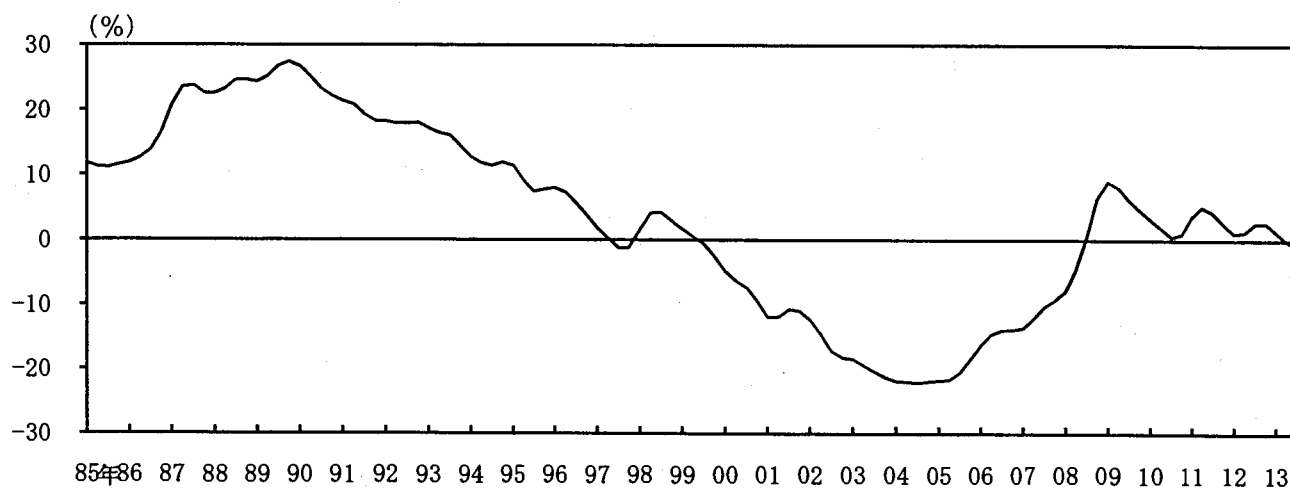
(前年比、%)



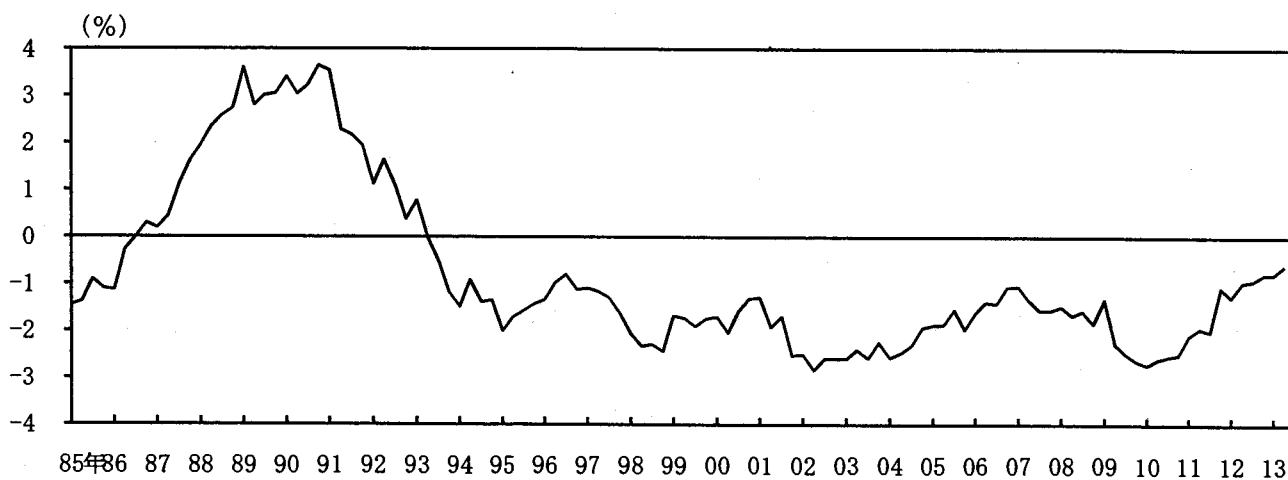
(注) 全規模ベース。

ファイナンス・インバランス関連指標

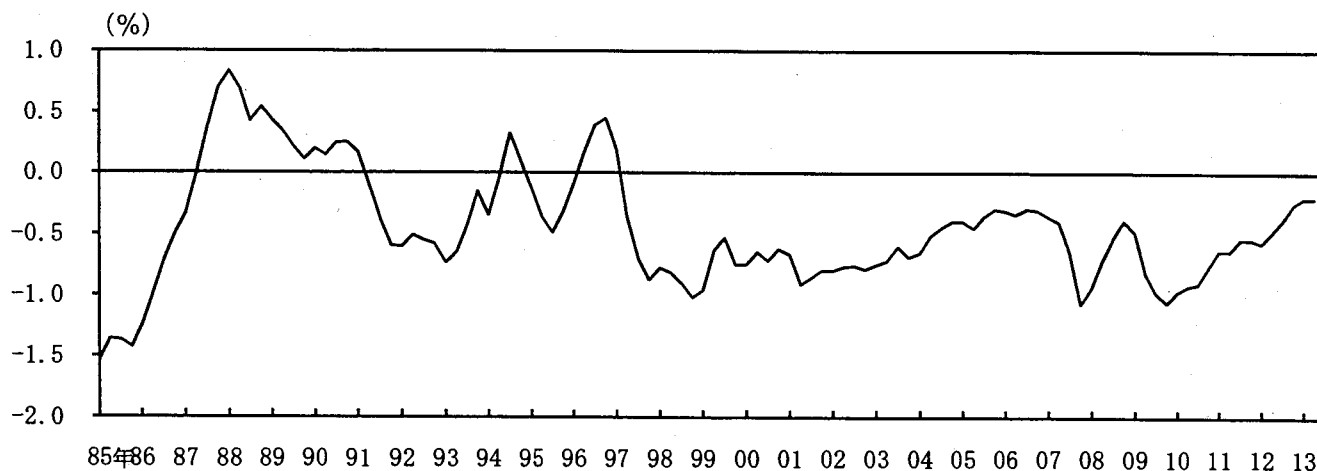
(1) 信用ギャップ



(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。

<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>

2013.10.31

企 画 局

金 融 市 場 局

国 際 局

5 中央銀行との間で締結している為替スワップ取極 および外貨資金供給オペレーションの期限等の見直し

（説明資料）

<頁>

- 5 中央銀行との間で締結している為替スワップ取極および
外貨資金供給オペレーションの期限等の見直し 1

（政策委員会付議文）

- 「米ドル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 8

5 中央銀行との間で締結している為替スワップ取極 および外貨資金供給オペレーションの期限等の見直し

1. 為替スワップ取極等の期限等の見直し

- 5 中央銀行^(注)との間で締結している為替スワップ取極および同取極に基づき調達した外貨を原資として本行が行う資金供給オペレーションについては、従来、期限を付した時限措置として実施してきた（現行の期限は 2014 年 2 月 1 日）。

(注) カナダ銀行、イングランド銀行、欧州中央銀行、米国連邦準備制度およびスイス国民銀行。

- 本行および 5 中央銀行では、現行の期限到来後の為替スワップ取極の取扱いについて、検討してきた。

同取極は、金融市場の緊張を緩和し、金融市場の緊張が経済に及ぼす影響を軽減することに貢献してきた。こうした同取極の意義を踏まえるとともに、その期限の更新を巡り金融市場に生じ得る不確実性を低減させる観点から、同取極を常設化し、別途の通知を行うまで存続させる取扱いとすることが適当と考えられる。

こうした認識は、5 中央銀行との間でも共有されている。したがって、本為替スワップ取極を常設化することとしたい。

—— 為替スワップ取極の解約については、各中央銀行が 6 か月前までに事前通知することにより行い得ることとする。

—— 外貨資金供給オペレーションについては、期限の取扱いを為替スワップ取極に合わせ、「当分の間、資金供給を実施し得る」扱いとすることが考えられる。

- また、米国連邦準備制度から本行および他の 4 中央銀行に対し、為替スワップ取極における米ドル提供の適用利率について、上記期限見直しを踏まえ先行きの柔軟性を確保する観点から、米ドル以外の通貨と同様の簡素な定めに見直したい、との要請があった。

—— 現行の米ドルの為替スワップ取極では、適用利率について、具体的な定め（米ドル OIS 金利+50bps を下限）を置いている。これを踏まえ、本行の米ドル資金供給オペレーション基本要領でも、貸付利率として、「米ドル OIS 市場における実勢金利」を参照する定めとしている。

他方、米ドル以外の通貨については、現状、通貨提供元中央銀行による指定を前提として、実行時に当事者となる2中央銀行が確認した金利を、為替スワップ適用利率＝資金供給の貸付利率とする扱いとしている。

—— なお、今回の為替スワップ取極における定めの見直しは、先行きの柔軟性を確保する観点から行うものであり、現行の米ドルの適用利率（米ドルOIS金利+50bps<固定金利方式>）を見直すものではない。

- 本行としては、通貨提供元中央銀行である米国連邦準備制度からの要請に応ずることとし、これに合わせ、米ドル資金供給オペレーションについても、「ニューヨーク連邦準備銀行が指定する利率」により貸付ける規定に見直すこととしたい。

2. 関連する基本要領等の一部改正

- 上記1.のとおり対応するため、「米ドル資金供給オペレーション基本要領」等の一部改正を行い、本日実施することとしたい。

3. 協調策の対外公表

- 本行および5中央銀行の協調策について、他の中央銀行と同時に、本日15時に対外公表することとしたい。

—— 対外公表文案は別紙のとおり。なお、基本要領等の一部改正については、執行部より適宜の方法で対外公表することとしたい。

以 上

2013年10月31日
日 本 銀 行

中央銀行間スワップ取極の常設化について

カナダ銀行、イングランド銀行、日本銀行、欧州中央銀行、米国連邦準備制度およびスイス国民銀行は、本日、現行の時限的な中央銀行間の流動性スワップ取極を常設化することを公表した。これらのスワップ取極は、今後、別途の通知があるまで存続することになる。

常設化された取極は、上記の6つの中央銀行において、2つの中央銀行間スワップ取極のネットワークとして構成されており、各中央銀行が自国・地域において、いずれの他通貨によっても、流動性を供給することを可能とするものである。こうした流動性供給は、対象となる通貨に係るスワップ取極の当事者である2つの中央銀行が、市場の状況によって必要と判断した場合に行うことが可能である。

現行の時限的なスワップ取極は、金融市場の緊張を緩和し、金融市場の緊張が経済に及ぼす影響を軽減することに貢献してきた。常設化された取極は、引き続き、流動性の安全弁として機能することになる。

各国中央銀行の措置

各国中央銀行の措置については、下記ウェブサイト参照。

カナダ銀行 <http://www.bankofcanada.ca>

イングランド銀行 <http://www.bankofengland.co.uk>

欧州中央銀行 <http://www.ecb.int>

米国連邦準備制度 <http://www.federalreserve.gov>

スイス国民銀行 <http://www.snb.ch>

以 上

外貨資金供給オペレーション等の概要

1. 現行の枠組み

(1) 外貨資金供給オペレーション

	米ドル	カナダドル、英ポンド、ユーロ、スイスフラン
①法形式	<ul style="list-style-type: none"> ・ 共通担保を見合い（担保）とした貸付け — 日本銀行法上は「手形、国債その他の有価証券又は電子記録債権を担保とする貸付け」（第33条第1項第2号）に該当 	
②対象先	<ul style="list-style-type: none"> ・ 共通担保オペ等の対象先から随時公募 — 米ドルでは、邦銀、邦証、外国銀行等、64先 — 米ドル以外は、現状では、選定していない 	
③貸付期間	<ul style="list-style-type: none"> ・ 3か月以内 — 現状、米ドルについてのみ、3か月物・1週間物を実施 	
④貸付方式	<ul style="list-style-type: none"> ・ 固定金利方式および金利入札方式 — 現状、適格担保の範囲内で供給総額に制限を設けずに固定金利方式で実施 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 固定金利方式
⑤貸付利率	<ul style="list-style-type: none"> ・ 固定金利方式：ニューヨーク連邦準備銀行が貸付期間に応じた米ドルOIS市場における実勢金利を勧案して指定する利率 ・ 金利入札方式：上記金利を下限として入札により決定される利率 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 固定金利方式：通貨提供元の中央銀行が指定する利率
⑥為替変動リスクへの対応	<ul style="list-style-type: none"> ・ 円建ての共通担保を見合い（担保）に外貨を貸付けることを踏まえ、為替変動リスクを勧案した外貨貸付金額の円貨換算率を設定 	
⑦決済	<ul style="list-style-type: none"> ・ 相手先中央銀行にある口座を使用（オペ先は委託先を通じた受渡も可能） — ユーロについては、ユーロシステムを構成する欧州中央銀行および各国中央銀行の口座のいずれも使用可能。 	
⑧期限	<ul style="list-style-type: none"> ・ 2014年2月1日 	

(2) 外貨調達のための為替スワップ取極

①法形式	<ul style="list-style-type: none"> ・ 外国為替の売買 — 日本銀行法上は、「必要に応じ自ら行う外国為替の売買」(第40条第1項)に該当
②取極の主体	<ul style="list-style-type: none"> ・ 本行と5中央銀行 — 米国はニューヨーク連邦準備銀行
③対象取引	<ul style="list-style-type: none"> ・ 本行による外貨資金供給オペの実施に必要な外貨の引出し — 本行は、見合いとなる円貨を相手先中央銀行に提供
④期限	<ul style="list-style-type: none"> ・ 2014年2月1日
⑤引出限度額	<ul style="list-style-type: none"> ・ 設定しない

(3) 円資金提供のための為替スワップ取極

①法形式	<ul style="list-style-type: none"> ・ 外国為替の売買 — 日本銀行法上は、「必要に応じ自ら行う外国為替の売買」(第40条第1項)に該当
②取極の主体	<ul style="list-style-type: none"> ・ 本行と5中央銀行 — 米国はニューヨーク連邦準備銀行
③対象取引	<ul style="list-style-type: none"> ・ 5中央銀行による円貨資金供給オペの実施に必要な円貨の引出し — 相手先中央銀行は、見合いとなる外貨を本行に提供
④期限	<ul style="list-style-type: none"> ・ 2014年2月1日
⑤引出限度額	<ul style="list-style-type: none"> ・ 設定しない
⑥取引期間	<ul style="list-style-type: none"> ・ 最長88日間(ただし、双方合意に基づき更新可)
⑦適用為替相場	<ul style="list-style-type: none"> ・ 約定日の市場実勢レート
⑧円資金の提供に伴う適用金利	<ul style="list-style-type: none"> ・ 日本銀行が指定する金利
⑨決済	<ul style="list-style-type: none"> ・ 円資金は相手先中央銀行が本行に有する口座、外貨資金は本行が相手先中央銀行に有する口座

2. これまでの経緯

2008年	9/18日	<ul style="list-style-type: none"> 米ドル資金供給オペおよび米ドル・スワップ取極を導入（米ドル引出限度額は600億ドル、期限は2009年1月30日）
	9/29日	<ul style="list-style-type: none"> 引出限度額を600億ドルから1,200億ドルに増額するとともに、期限を2009年1月30日から同年4月30日まで延長
	10/14日	<ul style="list-style-type: none"> 米ドル資金供給オペについて、適格担保の範囲内で供給総額に制限を設けずに固定金利で実施する方式を導入
	12/19日	<ul style="list-style-type: none"> 米ドル・スワップ取極等の有効期限を取引終了期限から引出可能期限に変更
2009年	2/19日	<ul style="list-style-type: none"> 期限を2009年4月30日から同年10月30日まで延長
	7/15日	<ul style="list-style-type: none"> 期限を2009年10月30日から2010年2月1日まで延長
2010年	2/1日	<ul style="list-style-type: none"> 米ドル資金供給オペ等を終了
	5/10日	<ul style="list-style-type: none"> 米ドル資金供給オペ等を再開（期限は2011年1月31日）
	12/21日	<ul style="list-style-type: none"> 期限を2011年1月31日から同年8月1日まで延長
2011年	7/12日	<ul style="list-style-type: none"> 期限を2011年8月1日から2012年8月1日まで延長
	11/30日	<ul style="list-style-type: none"> 米ドル資金供給オペおよび米ドル・スワップ取極の適用金利を50bps引き下げ（「OIS+100bps」→「OIS+50bps」） 期限を2012年8月1日から2013年2月1日まで延長 本行および5中央銀行間での米ドル以外のスワップ取極の締結の合意を公表
	12/21日	<ul style="list-style-type: none"> 本行によるカナダドル、英ポンド、ユーロ、スイスフランの資金調達のための為替スワップ取極およびこれら通貨の資金供給オペ、円資金提供のための5中央銀行との為替スワップ取極を導入（期限は2013年2月1日）
2012年	12/20日	<ul style="list-style-type: none"> 期限を2013年2月1日から2014年2月1日まで延長

2010年5月再開後における米ドル資金供給オペレーションの実施状況

- 米ドル資金供給オペについては、2010年5月の再開後、オファーを177回行い、応札が51回あった(10/30日時点の残高は、なし)。

(百万米ドル)			(百万米ドル)			(百万米ドル)			(百万米ドル)		
オファー日	期間	実行額	オファー日	期間	実行額	オファー日	期間	実行額	オファー日	期間	実行額
2010年			2012年			2012年			2013年		
5/18日	3M	210	1/24日	1W	2,043	9/11日	1W	1	3/19日	1W	2
6/15日	3M	3	1/31日	1W	1,572	9/18日	1W	2	3/26日	—	0
7/13日	3M	1	2/7日	1W	693	9/18日	3M	0	~4/2日	—	—
8/10日	—	0	2/7日	3M	810	9/25日	—	0	4/9日	1W	1
~12/28日	—	—	2/14日	1W	0	~10/30日	—	—	4/16日	1W	1
2011年			2/22日	1W	1	11/6日	1W	1	4/23日	—	0
1/25日	—	0	2/28日	1W	0	11/14日	1W	0	~5/7日	—	—
~10/25日	—	—	3/6日	1W	12	11/14日	3M	0	5/14日	1W	1
11/2日	1W	2	3/6日	3M	100	11/27日	1W	3	5/21日	—	0
11/2日	3M	100	3/13日	1W	10	12/4日	1W	0	~6/4日	—	—
11/8日	1W	1	3/21日	1W	0	12/11日	1W	1	6/11日	1W	1
11/15日	1W	0	3/27日	1W	0	12/11日	3M	0	6/18日	1W	1
11/22日	1W	1	4/3日	1W	0	12/18日	1W	1	6/25日	—	0
11/29日	1W	1	4/3日	3M	50	2013年			~7/9日	—	—
11/29日	3M	100	4/10日	—	0	1/8日	1W	0	7/16日	1W	1
(適用金利を▲50bps引下げ)			~5/8日	—	0	1/8日	3M	0	7/23日	—	0
12/6日	1W	25	5/15日	1W	1	1/15日	1W	1	~8/13日	—	—
12/13日	1W	13	5/22日	—	0	1/23日	1W	0	8/20日	1W	4
12/13日	3M	4,756	~5/30日	—	—	1/29日	1W	0	8/20日	3M	0
12/20日	1W	9,035	6/5日	1W	2	2/5日	1W	1	8/27日	1W	0
2012年			6/12日	—	0	2/5日	3M	0	9/4日	1W	3
1/4日	1W	3,281	~8/14日	—	—	2/12日	1W	0	9/10日	1W	1
1/10日	1W	2,961	8/21日	1W	2	2/20日	1W	2	9/17日	1W	2
1/10日	3M	12,556	8/21日	3M	0	2/26日	—	0	9/17日	3M	0
1/18日	1W	2,696	8/28日	1W	0	~3/5日	—	—	9/24日	—	0
			9/5日	1W	1	3/12日	1W	2	~10/22日	—	—

(他中銀による米ドル資金供給オペの実施状況)

	2010年5月の再開後の実施状況	2013年10月30日時点の残高 (単位：百万米ドル)
ECB	・全206回のオファー中、142回の応札。	271.8
SNB	・全204回のオファー中、4回の応札。	0
BOE	・全205回のオファー中、応札なし。	0
BOC	・未実施	—

(政策委員会付議文)

「米ドル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

(案 件)

金融調節の円滑化を図るとともに、金融市場の円滑な機能の維持および安定性の確保に資するため、外貨資金供給オペレーションおよび5中央銀行との間で締結している為替スワップ取極の期限等の見直しについて下記の諸措置を講ずること。

記

1. 「米ドル資金供給オペレーション基本要領」(平成22年5月10日付政委第38号別紙1.)を別紙1.のとおりに一部改正すること。
2. 「米ドル資金供給オペレーションにおける貸付対象先選定基本要領」(平成22年5月10日付政委第38号別紙2.)を別紙2.のとおりに一部改正すること。
3. 「ニューヨーク連邦準備銀行との間の為替スワップ取極要綱」(平成22年5月10日付政委第38号別紙3.)を別紙3.のとおりに一部改正すること。
4. 「ニューヨーク連邦準備銀行との間の円資金提供のための為替スワップ取極要綱」(平成23年12月21日付政委第104号別紙17.)を別紙4.のとおりに一部改正すること。
5. 「カナダドル資金供給オペレーション基本要領」(平成23年12月

- 21日付政委第104号別紙1.)を別紙5.のとおりに一部改正すること。
6. 「カナダドル資金供給オペレーションにおける貸付対象先選定基本要領」(平成23年12月21日付政委第104号別紙2.)を別紙6.のとおりに一部改正すること。
 7. 「カナダ銀行との間の為替スワップ取極要綱」(平成23年12月21日付政委第104号別紙3.)を別紙7.のとおりに一部改正すること。
 8. 「カナダ銀行との間の円資金提供のための為替スワップ取極要綱」(平成23年12月21日付政委第104号別紙4.)を別紙8.のとおりに一部改正すること。
 9. 「英ポンド資金供給オペレーション基本要領」(平成23年12月21日付政委第104号別紙5.)を別紙9.のとおりに一部改正すること。
 10. 「英ポンド資金供給オペレーションにおける貸付対象先選定基本要領」(平成23年12月21日付政委第104号別紙6.)を別紙10.のとおりに一部改正すること。
 11. 「イングランド銀行との間の為替スワップ取極要綱」(平成23年12月21日付政委第104号別紙7.)を別紙11.のとおりに一部改正すること。
 12. 「イングランド銀行との間の円資金提供のための為替スワップ取極要綱」(平成23年12月21日付政委第104号別紙8.)を別紙12.のとおりに一部改正すること。
 13. 「ユーロ資金供給オペレーション基本要領」(平成23年12月21日付政委第104号別紙9.)を別紙13.のとおりに一部改正すること。
 14. 「ユーロ資金供給オペレーションにおける貸付対象先選定基本要領」(平成23年12月21日付政委第104号別紙10.)を別紙14.のとおりに一部改正すること。
 15. 「欧州中央銀行との間の為替スワップ取極要綱」(平成23年12

月21日付政委第104号別紙11.)を別紙15.のとおり一部改正すること。

16. 「欧州中央銀行との間の円資金提供のための為替スワップ取極要綱」(平成23年12月21日付政委第104号別紙12.)を別紙16.のとおり一部改正すること。
17. 「スイスフラン資金供給オペレーション基本要領」(平成23年12月21日付政委第104号別紙13.)を別紙17.のとおり一部改正すること。
18. 「スイスフラン資金供給オペレーションにおける貸付対象先選定基本要領」(平成23年12月21日付政委第104号別紙14.)を別紙18.のとおり一部改正すること。
19. 「スイス国民銀行との間での為替スワップ取極要綱」(平成23年12月21日付政委第104号別紙15.)を別紙19.のとおり一部改正すること。
20. 「スイス国民銀行との間の円資金提供のための為替スワップ取極要綱」(平成23年12月21日付政委第104号別紙16.)を別紙20.のとおり一部改正すること。

以 上

「米ドル資金供給オペレーション基本要領」中一部改正（案）

○ 1. を横線のとおり改める。

1. 趣旨

(1) この基本要領は、最近における国際金融資本市場の状況と、これが円市場の流動性に及ぼし得る影響に鑑み、金融調節の一層の円滑化を図るとともに、金融市場の円滑な機能の維持および安定性の確保に資する趣旨から、米ドル資金供給オペレーション（適格担保を根担保として行う公開市場操作としての米ドル建て貸付けをいう。）を行うために必要な基本的事項を定めるものとする。

(2) この基本要領に基づく資金供給は、当分の間、これを行い得るものとする。

○ 6. (1) を横線のとおり改める。

(1) 貸付利率

~~次のいずれかの方式による。~~

~~イ. 金利入札方式~~

~~貸付利率を入札に付してコンベンショナル方式により決定する方式。ただし、ニューヨーク連邦準備銀行が指定する貸付期間に応じたドル・オーバーナイト・インデックス・スワップ市場における実勢金利をその下限とする。~~

ロ. ~~固定金利方式~~

~~ニューヨーク連邦準備銀行が貸付期間に応じたドル・オーバーナイト・インデックス・スワップ市場における実勢金利を勘案して指定する利率を貸付利率とする方式。~~

○ 附則を横線のとおり改める。

(附則)

~~この基本要領は、本日より実施し、平成26年2月1日をもって廃止するから実施する。ただし、同日以前の日を貸付日とする貸付けの取扱いについては、なお従前の例による。~~

(附則)

この一部改正は、本日から実施する。

「米ドル資金供給オペレーションにおける貸付対象先選定基本要領」中
一部改正（案）

- 附則を横線のとおり改める。

（附則）

~~この基本要領は、本日より実施し、平成26年2月1日をもって廃止するから実施する。ただし、同日以前に選定された対象先の取扱いについては、なお従前の例による。~~

（附則）

この一部改正は、本日から実施する。

「ニューヨーク連邦準備銀行との間の為替スワップ取極要綱」中
一部改正（案）

○ 4. を横線のとおり改める。

4. 為替スワップ取極の有効期限（引出可能期限）

平成26年2月1日設定しない

（附則）

この一部改正は、本日から実施する。

「ニューヨーク連邦準備銀行との間の円資金提供のための為替
スワップ取極要綱」中一部改正（案）

○ 4. を横線のとおり改める。

4. 為替スワップ取極の有効期限（引出可能期限）

平成26年2月1日設定しない

（附則）

この一部改正は、本日から実施する。

「カナダドル資金供給オペレーション基本要領」中一部改正（案）

- 1. を横線のとおり改める。

1. 趣旨

- (1) この基本要領は、最近における国際金融資本市場の状況と、これが円の金融市場の流動性に及ぼし得る影響に鑑み、金融調節の一層の円滑化を図るとともに、金融市場の円滑な機能の維持および安定性の確保に資する趣旨から、カナダドル資金供給オペレーション（適格担保を担保として行う公開市場操作としてのカナダドル建て貸付けをいう。）を行うために必要な基本的事項を定めるものとする。
- (2) この基本要領に基づく資金供給は、当分の間、これを行い得るものとする。

- 附則を横線のとおり改める。

(附則)

~~この基本要領は、本日より実施し、平成26年2月1日をもって廃止するから実施する。ただし、同日以前の目を貸付目とする貸付けの取扱いについては、なお従前の例による。~~

(附則)

この一部改正は、本日から実施する。

「カナダドル資金供給オペレーションにおける貸付対象先選定基本要領」中
一部改正（案）

- 附則を横線のとおり改める。

（附則）

~~この基本要領は、本日より実施し、平成26年2月1日をもって廃止するから実施する。ただし、同日以前に選定された対象先の取扱いについては、なお従前の例による。~~

（附則）

この一部改正は、本日から実施する。

「カナダ銀行との間の為替スワップ取極要綱」中一部改正（案）

○ 4. を横線のとおり改める。

4. 為替スワップ取極の有効期限（引出可能期限）

平成26年2月1日設定しない

（附則）.

この一部改正は、本日から実施する。

「カナダ銀行との間の円資金提供のための為替スワップ取極要綱」中
一部改正（案）

○ 4. を横線のとおり改める。

4. 為替スワップ取極の有効期限（引出可能期限）

平成26年2月1日設定しない

（附則）

この一部改正は、本日から実施する。

「英ポンド資金供給オペレーション基本要領」中一部改正（案）

- 1. を横線のとおり改める。

1. 趣旨

(1) この基本要領は、最近における国際金融資本市場の状況と、これが円の金融市場の流動性に及ぼし得る影響に鑑み、金融調節の一層の円滑化を図るとともに、金融市場の円滑な機能の維持および安定性の確保に資する趣旨から、英ポンド資金供給オペレーション（適格担保を担保として行う公開市場操作としての英ポンド建て貸付けをいう。）を行うために必要な基本的事項を定めるものとする。

(2) この基本要領に基づく資金供給は、当分の間、これを行い得るものとする。

- 附則を横線のとおり改める。

(附則)

~~この基本要領は、本日より実施し、平成26年2月1日をもって廃止するから実施する。ただし、同日以前の日を貸付日とする貸付けの取扱いについては、なお従前の例による。~~

(附則)

この一部改正は、本日から実施する。

「英ポンド資金供給オペレーションにおける貸付対象先選定基本要領」中
一部改正（案）

- 附則を横線のとおり改める。

（附則）

~~この基本要領は、本日より実施し、平成26年2月1日をもって廃止するから実施する。ただし、同日以前に選定された対象先の取扱いについては、なお従前の例による。~~

（附則）

この一部改正は、本日から実施する。

「イングランド銀行との間の為替スワップ取極要綱」中一部改正（案）

○ 4. を横線のとおり改める。

4. 為替スワップ取極の有効期限（引出可能期限）

平成26年2月1日設定しない

（附則）

この一部改正は、本日から実施する。

「イングランド銀行との間の円資金提供のための為替スワップ取極要綱」中
一部改正（案）

○ 4. を横線のとおり改める。

4. 為替スワップ取極の有効期限（引出可能期限）

平成26年2月1日設定しない

（附則）

この一部改正は、本日から実施する。

「ユーロ資金供給オペレーション基本要領」中一部改正（案）

○ 1. を横線のとおり改める。

1. 趣旨

(1) この基本要領は、最近における国際金融資本市場の状況と、これが円の金融市場の流動性に及ぼし得る影響に鑑み、金融調節の一層の円滑化を図るとともに、金融市場の円滑な機能の維持および安定性の確保に資する趣旨から、ユーロ資金供給オペレーション（適格担保を担保として行う公開市場操作としてのユーロ建て貸付けをいう。）を行うために必要な基本的事項を定めるものとする。

(2) この基本要領に基づく資金供給は、当分の間、これを行い得るものとする。

○ 附則を横線のとおり改める。

(附則)

~~この基本要領は、本日より実施し、平成26年2月1日をもって廃止するから実施する。ただし、同日以前の日を貸付日とする貸付けの取扱いについては、なお従前の例による。~~

(附則)

この一部改正は、本日から実施する。

「ユーロ資金供給オペレーションにおける貸付対象先選定基本要領」中
一部改正（案）

○ 附則を横線のとおり改める。

（附則）

~~この基本要領は、本日より実施し、平成26年2月1日をもって廃止するから実施する。ただし、同日以前に選定された対象先の取扱いについては、なお従前の例による。~~

（附則）

この一部改正は、本日から実施する。

「欧州中央銀行との間の為替スワップ取極要綱」中一部改正（案）

○ 4. を横線のとおり改める。

4. 為替スワップ取極の有効期限（引出可能期限）

平成26年2月1日設定しない

（附則）

この一部改正は、本日から実施する。

「欧州中央銀行との間の円資金提供のための為替スワップ取極要綱」中
一部改正（案）

○ 4. を横線のとおり改める。

4. 為替スワップ取極の有効期限（引出可能期限）

平成26年2月1日設定しない

（附則）

この一部改正は、本日から実施する。

「スイスフラン資金供給オペレーション基本要領」中一部改正（案）

- 1. を横線のとおり改める。

1. 趣旨

- (1) この基本要領は、最近における国際金融資本市場の状況と、これが円の金融市場の流動性に及ぼし得る影響に鑑み、金融調節の一層の円滑化を図るとともに、金融市場の円滑な機能の維持および安定性の確保に資する趣旨から、スイスフラン資金供給オペレーション（適格担保を担保として行う公開市場操作としてのスイスフラン建て貸付けをいう。）を行うために必要な基本的事項を定めるものとする。
- (2) この基本要領に基づく資金供給は、当分の間、これを行い得るものとする。

- 附則を横線のとおり改める。

(附則)

~~この基本要領は、本日より実施し、平成26年2月1日をもって廃止するから実施する。ただし、同日以前の日を貸付日とする貸付けの取扱いについては、なお従前の例による。~~

(附則)

この一部改正は、本日から実施する。

「スイスフラン資金供給オペレーションにおける貸付対象先選定
基本要領」中一部改正（案）

- 附則を横線のとおり改める。

(附則)

~~この基本要領は、本日より実施し、平成26年2月1日をもって廃止するから実施する。ただし、同日以前に選定された対象先の取扱いについては、なお従前の例による。~~

(附則)

この一部改正は、本日から実施する。

「スイス国民銀行との間の為替スワップ取極要綱」中一部改正（案）

○ 4. を横線のとおり改める。

4. 為替スワップ取極の有効期限（引出可能期限）

平成26年2月1日設定しない

（附則）

この一部改正は、本日から実施する。

「スイス国民銀行との間の円資金提供のための為替スワップ取極要綱」中
一部改正（案）

○ 4. を横線のとおり改める。

4. 為替スワップ取極の有効期限（引出可能期限）

平成26年2月1日設定しない

（附則）

この一部改正は、本日から実施する。

経済・物価情勢の展望（2013年10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

（1）経済情勢

わが国の景気は、緩やかに回復している。需要面をみると、輸出は持ち直しつつもやや勢いに欠ける一方、個人消費をはじめ国内需要は堅調に推移している。こうした内外需要を反映して、生産面では、鉱工業生産の増加ペースが緩やかにとどまる一方で、サービスや建設など非製造業の活動は強めに推移している。

先行きは、内需が堅調さを維持する中で、外需も緩やかながら増加していくと見込まれ、生産・所得・支出の好循環は持続すると考えられる。このため、わが国経済は、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、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²。

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、日本銀行が「量的・質的金融緩和」を着実に推進していく中で、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、「量的・質的金融緩和」のもとで、名目長期金利の上昇圧力は抑制されている一方、予想物価上昇率は全体として上昇しており、実質金利は低下方向に

¹ 10月31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 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。

ある。銀行貸出残高の前年比は、緩やかにプラス幅を拡大している。このような緩和的な金融環境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2に、海外経済については、4月の展望レポート時点の想定と比べると幾分弱めに推移しているが、国際金融資本市場が総じて落ち着いて推移するとの前提のもとで、先進国を中心に、次第に持ち直していく姿を見込んでいる。主要国・地域別にみると、米国経済については、緩和的な金融環境が維持され、財政面の下押し圧力も次第に和らいでいくことなどを背景に、回復テンポは徐々に増していくと予想される。欧州経済についても、債務問題に伴う調整圧力は残るものの、家計や企業のマインド好転などに支えられ、次第に持ち直していくと考えられる。中国経済については、当局が構造調整を進めつつも、同時に景気下支え策を講じていく中で、現状程度の安定成長が続くとみられる。一方、その他の新興国・資源国経済については、金融環境の引き締め傾向もあって、当面、成長に勢いを欠く状態が続く可能性が高い。

第3に、公共投資は、既往の各種経済対策の効果に加え、新たに策定される予定の経済対策による追加の押し上げ効果も予想されることから、2014年度上期にかけて高水準で推移するとみられる。

第4に、政府による規制・制度改革や今後見込まれる各種の企業向け減税措置、企業による内外需要の掘り起こしなどもあって、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、見通し期間の景気展開をやや詳しく述べると、2013年度下期については、海外経済が持ち直しに向かう中で、これまでの為替相場の動きもラグを伴いつつ下支えとなり、輸出や鉱工業生産は緩やかながらも増加していくと見込まれる。そうしたもとで、企業収益の改善に伴い設備投資は持ち直しがより明確となるとともに、個人消費も雇用・所得環境

の改善に支えられて底堅く推移するとみられる。加えて、個人消費や住宅投資では消費税率引き上げ前の駆け込み需要が発生するため、2013年度下期の成長率はかなり高めになると予想される³。2014年度の成長率については、上期を中心に駆け込み需要の反動が出ることから、前年度に比べればかなり鈍化するとみられる。ただし、海外経済の持ち直しが明確となる中で輸出が伸びを高めるほか、金融緩和や各種企業減税の効果などから設備投資もしっかりとした増加を続けるため、潜在成長率を上回る成長は維持されると考えられる。2015年度についても、2回目の消費税率引き上げによる振れは予想されるが、生産・所得・支出の好循環は維持され、潜在成長率を超える成長が続くと見込まれる。以上の見通しを7月の中間評価と比べると、・・・。

(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、このところプラス幅を拡大しており、最近ではゼロ%台後半となっている。

物価上昇率を規定する主たる要因について先行きを展望すると、第1に、マクロ的な需給バランスは、消費税率引き上げの影響による振れを伴いつつも、緩やかな改善傾向をたどり、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、労働需給の引き締め傾向は明確となり、名目賃金にも次第に上昇圧力がかかっていくとみられる。第2に、中長期的な予想物価上昇率については、「量的・質的金融緩和」のもとで、実際の物価上昇率の高まりもあって上昇傾向をたどり、「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。こうした予想物価上昇率の高まりは、企業や家計を含めた価格・賃金形成に徐々に浸透

³ 消費税率の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る必要がある。

していくとみられる。第3に、輸入物価については、国際商品市況や為替相場の動きを反映して、当面は上昇要因として作用すると見込まれる。

以上を踏まえ、消費者物価の前年比（消費税率引き上げの直接的な影響を除くベース）の先行きを展望すると⁴、……。こうした見通しを7月の中間評価と比較すると、……。

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、海外経済の動向に関する不確実性がある。米国経済については、新型エネルギーの影響や財政問題の帰趨などによって、回復ペースが上下双方向に変化する可能性がある。欧州経済については、当面は弱さが残る中で、債務問題の今後の展開を含め引き続き注意が必要である。中国経済については、過剰設備や過剰債務といった構造問題の影響を巡って不確実性が高い。それ以外の新興国・資源国については、一部の国が経常収支赤字など構造的な課題を抱えており、国際金融資本市場の動向と併せて、注視していく必要がある。

第2に、家計の雇用・所得動向がある。前述のとおり、これまでの景気回復は、個人消費を中心とした堅調な国内需要が主導してきた。先行きも国内需要が堅調さを維持していくためには、雇用・所得環境の改善が消費を支えるという前向きな循環が持続することが重要である。この点、企業収益が改善する一方、企業を取り巻く競争環境が引き続き厳しい中であって、労働需給の引き締めや予想物価上昇率の高まりに伴って、賃金が上昇していくかどうか注視していく必要がある。

⁴ 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。

第3は、消費税率引き上げの影響である。消費税は、消費一般に広く課税する間接税であり、税率の引き上げは家計の実質可処分所得にマイナスの影響を及ぼす。一方、①政府において各種の経済対策等が講じられる予定であること、②消費税率引き上げは家計部門で以前から相応に織り込まれているとみられること、③財政や社会保障制度に関する家計の将来不安を和らげる効果も期待されることなどから、消費へのマイナスの影響をある程度減殺する力も働くと考えられる。消費税率引き上げの影響は、駆け込み需要とその反動の規模も含め、その時々^の所得環境や物価の動向によって変化し得るため注意が必要である。

第4に、企業や家計の中長期的な成長期待は、規制・制度改革や税制改正の今後の展開、企業部門におけるイノベーション、家計部門の所得環境などによって、上下双方向に変化する可能性がある。また、やや長い目でみれば、2020年夏の東京オリンピック開催による押し上げ効果も期待される。

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恐れがある。一方、財政再建の道筋に対する信認が高まり、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。人々のインフレ予想が、過去にみられた物価や賃金の緩やかな下落を反映して、なかなか高まらない可能性がある一方、実際の物価や賃金の上昇率が高まっていく過程で、予想物価上昇率が比較的早期に上昇する可能性もある。加えて、消費税率引き上げに伴う幅広い品目の一斉の価格上昇が、人々のインフレ予

想に与える影響についても注意してみていく必要がある。

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、財・サービスや労働の需給の引き締まりに応じて、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も、引き続き不確実性が高い。

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」のもとで、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⁵。

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引き続き高水準である点には留意する必要がある⁶。

金融政策運営については、……。

⁵ 日本銀行「金融政策運営の枠組みのもとでの「物価安定の目標」について」（2013年1月22日）参照。

⁶ 詳しくは「金融システムレポート」（日本銀行2013年10月）を参照。

(参考)

▽2013～2015 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
2013 年度	～ <>	～ <>	/
7月時点の見通し	+2.5～+3.0 <+2.8>	+0.5～+0.8 <+0.6>	
2014 年度	～ <>	～ <>	～ <>
7月時点の見通し	+0.8～+1.5 <+1.3>	+2.7～+3.6 <+3.3>	+0.7～+1.6 <+1.3>
2015 年度	～ <>	～ <>	～ <>
7月時点の見通し	+1.3～+1.9 <+1.5>	+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
2013 年度	～	～	/
7月時点の見通し	+2.3～+3.0	+0.4～+1.0	
2014 年度	～	～	～
7月時点の見通し	+0.4～+1.5	+2.6～+3.7	+0.6～+1.7
2015 年度	～	～	～
7月時点の見通し	+1.2～+2.1	+1.4～+3.0	+0.7～+2.3

▽政策委員の見通し分布チャート

【背景説明】

1. 2013年度前半の経済・物価情勢

(経済動向)

最近までの日本経済を振り返ると（図表1）、本年入り後に下げ止まったあと、金融緩和や各種経済対策の効果もあって国内需要が底堅く推移し、海外経済も徐々に持ち直しに向かうもとの、年央頃には緩やかな回復経路に復した。

やや詳しくみると、海外経済については、一部に緩慢な動きもみられているが、全体としては徐々に持ち直しに向かっている（図表2、3）。米国では、堅調な民間需要を背景に、景気は緩やかに回復している。欧州の景気は、緩やかな後退を続けてきたが、最近は下げ止まっており、持ち直しに向けた動きもみられる。中国経済は、一頃に比べて幾分低めの成長率で安定してきている。この間、中国以外の新興国・資源国経済の一部には、弱めの動きがみられている。

こうした海外経済の持ち直しに向けた動きに加えて、為替相場動向も下支えとなって、輸出は持ち直し傾向にある（図表4）。設備投資は、企業の収益や業況感が改善する中で、これまで底堅く推移してきた非製造業に加えて、製造業についても前向きな動きがみられ始めており、全体として持ち直している（図表5、6）。公共投資は、各種経済対策の押し上げ効果が本格化するもとの、増加を続けている（図表7(1)(2)）。住宅投資も、先行指標である新設住宅着工戸数の水準が春以降切り上がっており、このところ工事進捗ベースでも増加している（図表7(3)）。個人消費は、やや長い目でみて消費者マインドが改善傾向にあることや（図表8(2)）、最近では雇用・所得環境にも改善の動きがみられるもとの（図

表9)、引き続き底堅く推移している(図表8(1))。以上のような内外需要の動きを反映して、鉱工業生産は緩やかに増加している(図表10(1)(2))。

最近の景気展開の特徴を、GDPの需要項目に即してみると(図表11)、海外経済の成長率のはっきりとは高まらないもとで、輸出は持ち直しつつも勢いをやや欠く動きとなっている。設備投資についても、全体として持ち直しているが、製造業では回復の動きはなお緩慢である。一方、個人消費や政府支出は、しっかりした増加を示しており、景気全体の回復をけん引している。こうした状況を反映して、サービスや建設など非製造業の活動は、製造業の生産に比べて、改善の姿がより明確となっている(図表10(3))。

以上のような景気展開のもとで、労働や設備の稼働状況を捉える指標をみると、短観の生産・営業用設備判断DIと雇用人員判断DIの加重平均や、マクロ的な需給ギャップの推計値は、緩やかな改善を続けている(図表12)。

(物価動向)

物価面をみると、国内企業物価の前年比は、国際商品市況や為替相場の動きを背景に、年度初にプラスに転じ、その後はプラス幅を緩やかに拡大している(図表13(1))。企業向けサービス価格(除く国際運輸)の前年比は、企業収益の改善などを背景にマイナス幅が縮小傾向を続け、最近は概ねゼロ%となっている(図表13(2))。消費者物価(除く生鮮食品)の前年比の推移をみると(図表14(1))、年度初は昨年エネルギー関連や耐久消費財の動きの反動から、一旦マイナスとなった。その後は、原油市況や為替相場を反映して、エネルギー関連(石油製品・電気代)が再び上昇している。また、個人消費が底堅く推移するもとで、コスト

高を転嫁する動きがみられたこともあって、財（除く農水畜産物）に分類される耐久消費財、食料工業製品やその他財、一般サービスの内訳である外食などで、徐々に改善の動きが広がった（図表 15）。このため、除く生鮮食品全体の前年比もプラスに転じ、最近は0%台後半となっている。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⁷やラスパイレス連鎖指数⁸、消費デフレーターをみると、昨年央以降、改善が一服していたが、このところ再び改善している（図表 14(2)）。また、消費者物価（除く生鮮食品）を構成する各品目の前年比について、上昇品目の割合から下落品目の割合を差し引いた指標をみても、このところ比較的はっきりと改善している（図表 16(1)）。家計調査における単価の動きをみても、前年比の上昇傾向が続いている（図表 16(2)）。

この間、地価は、下落幅が徐々に縮小してきている。都市部では、小幅ながら上昇に転じている一方、地方圏では、下落を続けている。2013年の都道府県地価調査（7月1日時点）で地価の前年比をみると、東京、大阪、名古屋の三大都市圏では、商業地がプラスに転じたほか、住宅地は概ね下げ止まった。また、地方圏においては、商業地・住宅地ともに、マイナスとなったが、マイナス幅は縮小している（図表 17）。

⁷ 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。

⁸ 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によって繋いだ指数である。品目改廃やモデル式の見直しといった要因を除けば、実質的に毎年基準年を更新した指数を作成していることに等しい効果をもつ。

2. 金融情勢

(金融環境)

わが国の金融環境は、緩和した状態にある。

日本銀行は、4月に導入した「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、長期国債買入れなどを進めている。こうしたなか、マネタリーベースは大幅に増加しており、前年比の伸び率も拡大を続けている(図表18)。日本銀行は、今後も、「量的・質的金融緩和」のもとで、マネタリーベースが上記のペースで増加するよう金融市場調節を行っていく⁹。

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、一頃幾分拡大していた一部の銘柄についても、業況が改善に向かったことで縮小した状態となっており、低い水準で推移している(図表19(1))。社債の発行スプレッドは、電力債などの高めの発行金利での起債もみられているものの、総じてみれば低い水準で推移している(図表19(2))。新規の貸出金利をみると、短期、長期ともに既往ボトム圏の低い水準で推移している(図表20(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20(2))。

企業の資金調達の容易さという観点から、企業からみた金融機関の貸出態度をみると、大企業、中小企業ともに、改善傾向が続いており、各種のDIは2000年以降の平均を上回る水準となっている(図表21(1))。企業の資金繰り面では、大企業、中小企業ともに、総じて改善した状態にある。各種のDIは2000年以降の平均を上回る水準となっているほか、中小企業では、概ね2006年頃の水準まで改善している(図表21(2))。

⁹ この方針のもとで、マネタリーベースは、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。

企業の国内での資金需要面をみると、引き続き、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、医療・福祉といった高成長が見込まれる分野での資金需要や、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、緩やかにプラス幅を拡大しており、このところ2%台前半のプラスとなっている(図表 22(1))。CP・社債合計の発行残高の前年比は、プラスが続いていたが、9月は小幅のマイナスとなっている(図表 22(2))。商品別にみると、前年の社債からCPへの振り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。

マネースtock (M2) の前年比は、銀行貸出の増加などを背景に、プラス幅を拡大しており、このところ3%台後半の伸びとなっている(図表 23(1))。対名目GDP比率をみると、緩やかな上昇傾向にある(図表 23(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) などの既存のバックストップに加え、銀行監督一元化でも進展がみられたこともあって、欧州債務問題が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・リスクは低減した状態が続いている。この間、米国の金融政策に関して、雇用情勢が改善を続けるもとで、FRBによる資産買入れの縮小観測が台頭するなど、投資家の間で様々な思惑が巡らされた。FRBによる資産買入れの縮小観測が強まる局面では、米欧の長期金利が上昇し、新興国からの資本流出が進むなど、国際金融資本市場は、米国の金融政策を巡る思惑に影響されやすい展開となった。

各市場の動向をみると、米欧株価は、米欧経済が改善傾向にあるもとで、緩やかな上昇基調を続けている（図表 24(1)）。一方、新興国では、FRBによる資産買入れの縮小観測などを背景に、経常収支赤字国を中心に為替の対ドル相場が下落し、株価も低下する局面がみられたが、最近はそうした観測が一頃より後退したことなどから、為替の対ドル相場、株価とも反発している（前掲図表 24(1)、図表 27(2)）。米独の長期金利については、経済情勢が改善傾向にあるもとで、FRBによる資産買入れの縮小が意識されたことから、大幅に上昇したが、最近は資産買入れの縮小観測が一頃より後退するなか、金利上昇の動きは幾分巻き戻されている（図表 25(1)）。この間、外貨資金の調達環境は落ち着いた状況が続いている。米ドルおよびユーロのLIBOR-OISスプレッドをみると、低い水準で安定的に推移している（図表 26(2)）。

わが国の金融資本市場をみると、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 26(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（前掲図表 26(2)）。

長期金利は、ボラティリティの高まりを受けた市場参加者の投資姿勢の慎重化や米長期金利の上昇を背景に上昇する局面もみられたが、日本銀行による長期国債買入れオペが進捗するもとで、同オペの弾力的な運営もあって、米独の長期金利が大幅に上昇するなかでも安定的に推移しており、このところ0.6%台となっている（前掲図表 25(1)）。

株価は、昨年末から5月にかけて大幅に上昇した後、投資家による利益確定売りを受けて一旦調整する局面もみられたが、基調的には、企業収益の改善期待などを背景に、上昇傾向を辿っている（前掲図表 24(1)）。

不動産投資信託（J-REIT）市場では、J-REIT価格が、昨年末以降オフィス市況の改善期待などから大幅に上昇した後、本年度入り後は、大型の新規上場案件の公表を受けた需給悪化懸念や海外のREIT価格下落の影響もあって下落した。もっとも、最近では幾分持ち直している（図表 24(2)）。

為替市場をみると、円の対ドル相場は、本年度初にかけて円安方向の動きが続いたが、その後は90円台後半から100円台前半のレンジ圏内で、概ね横ばいの動きとなっている（図表 27）。円の対ユーロ相場は、欧州情勢の不透明感が後退するもとの、緩やかながらユーロ高方向の動きが続いている。

3. 2013年度後半～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、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¹⁰、前向きな循環メカニズムが働くもとの、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年度下期には、内需が堅調に推移するもとの、外需の改善も次第に明確になっていくと考えられる。まず、公共投資は、当面、増加傾向で推移したあとは、高水準で横ばい圏内の動きとなると見込まれる。輸出や鉱工業生産は、海外経済が持ち直すにつれて、緩やかに増加していくと予想される。そうしたもとの、企業収益が改善を続けることに伴い、これまで先送りされていた維持更新の動きが広がることもあって、企業の設備投資の持ち直

¹⁰ 前回（2013年4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前提としている。

しがより明確となるほか、雇用・所得環境の改善に支えられるかたちで個人消費の底堅さが続くなど、企業、家計双方の部門において、前向きの循環メカニズムがよりはっきりと働いていくと考えられる。加えて、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、下期の成長率は上期からさらに幾分高まり、年度全体の成長率もかなり高めになると考えられる¹¹。

2014年度から2015年度にかけても、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。2014年度については、今後予定されている総額5兆円規模の経済対策の実施を前提とすると、公共投資は、上期中、引き続き高水準で推移したあと、次第に減少傾向となると見込まれる。輸出は、海外経済の持ち直しが次第にはっきりするもとの、伸び率を高めると考えられる。さらに、国内民間需要は、基調的な動きとしては、前向きの所得形成が続き、各経済主体による成長力強化への取り組みの効果もあって成長期待が次第に高まるもとの、金融緩和効果も強まっていくため、設備投資を中心にしっかりした動きを続ける可能性が高い。経済政策パッケージの一環として実施が予定されている各種企業減税策も、設備投資にプラスに作用して

¹¹ 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て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、相当な幅をもってみる必要がある。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。

いくと考えられる。この間、個人消費については、各種の税負担が実質可処分所得の押し下げに働くなか、上期を中心に、消費税率引き上げ前の駆け込みの反動も相応に生じるとみられるが、基調的には、雇用・所得環境の改善に支えられて、底堅さが維持されると考えられる。

2015年度については、公共投資が減少傾向をたどるほか、設備投資も、資本ストックの充足に伴い、循環的にみれば次第に減速方向となる。ただし、海外経済が長期平均並みの成長ペースに復すること、国内面では、成長期待がさらに幾分高まるもとの、金融緩和効果や各種企業減税の効果も強まっていくこと、などを背景に、潜在成長率を超える成長が続くと予想される。

以上の見通しを年度ベースの実質GDP成長率で示すと、・・・と予想される。こうした見通しを7月の中間評価と比較すると、・・・。

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¹²、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、・・・。こうした見通しを7月の中間評価と比較すると、・・・。

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、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が本格化するもとの、増加を続けている（前掲図表7(1)(2)）。先行きについては、緊急経済対策などの押し上げ効果が既に相当程度顕在化

¹² 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BOX 5を参照。

していることを踏まえると、当面、増加基調で推移したあとは、高水準で横ばい圏内の動きとなると見込まれる。2014年度入り後については、今後予定されている新たな経済対策の効果が年度初から顕在化することを前提とすると、暫くは高水準が続くと考えられる。その後、見通し期間の後半にかけては、減少に転じていくとみられるが、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比率は（図表28）、既に高い水準にあるが、先行きは、高齢化に伴う社会保障関連支出の増加などから、消費税率の引き上げや景気回復に伴う税収の増加を織り込んで、引き続き上昇していくと予想される。

（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、先進国を中心に、次第に持ち直し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れば低めにとどまるものの、見通し期間後半にかけて、過去の長期平均並みの水準に復していくと予想される（前掲図表3(1)）¹³。主要国・地域別にみると、米国経済については、財政面からの景気下押し圧力が次第に和らいでいくとみられることもあって、民需を中心に徐々に回復テンポが増していくと予想される。欧州経済については、経済主体のマインドの改善や輸

¹³ IMFが10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をみると（前掲図表3(1)）、2013年+3.4%、2014年+4.1%、2015年+4.3%と、海外経済の成長率は過去の長期平均並みの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+5.3%である。

出の回復を背景に、次第に持ち直しに転じていくと考えられる。中国経済については、一頃に比べて伸び率はやや低めとなりつつも、内需が引き続き堅調に推移するなかで、安定した成長が維持されるとみられる。一部に弱さが窺われる中国以外の新興国・資源国経済についても、当面は成長に勢いを欠く状態が続くが、やや長い目でみれば、米国をはじめとする先進国経済の改善などに伴って、成長率は再び持ち直していくと見込まれる。

もっとも、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。欧州経済は次第に持ち直しに向かうとみられるが、そのテンポはごく緩やかなものにとどまると予想されるほか、債務問題の帰趨や金融システム健全化に向けた動きには引き続き注意を要する。中国経済については、政府の景気下支え策もあって、現状程度の安定成長が続くと見込まれるが、製造業部門を中心とした過剰設備問題や、過剰債務の影響を巡る不確実性は依然として大きい。また、米国経済の回復ペースについては、新型エネルギーの影響などから上振れる可能性がある一方、財政問題の帰趨次第では、金融市場や経済主体のマインドへの悪影響から下振れる可能性もある。このほか、中国以外の新興国・資源国についても、構造改革への取り組みやそれに対する国際金融資本市場の反応など、先行きの展開には不確実性が大きい。

(輸出入)

輸出は、海外経済が徐々に持ち直しに向かう中で、これまでの為替相場の動きもラグを伴いつつ下支えとなって、持ち直し傾向にある。

実質輸出の動きを地域別にみると（前掲図表4(2)）、米国向けは、米国景気が緩やかに回復するもとの、昨年末以降の為替相場動向の影響もあって、自動車関連を中心に増加基調をたどっている。昨年度は減少が

続いたEU向けも、今年度入り後は、欧州景気の動向を反映して、下げ止まりから持ち直しに向かう動きがみられている。東アジア向けについても、中国向けは、自動車関連中心に日中関係の影響が薄れているほか、情報関連の一部でも改善の動きがみられており、全体として持ち直しつつある。NIEs向けも、情報関連分野における在庫調整の終了やスマートフォンの新商品向けの部品需要などを背景に、一部に持ち直しの動きもみられている。一方、ASEAN向けは減少を続けている。財別にみると（前掲図表4(3)）、自動車関連が増加を続けているほか、資本財・部品や情報関連なども、次第に下げ止まりから緩やかな持ち直しに向かっている。

このように輸出は、全体として持ち直し傾向にはあるが、勢いをやや欠く動きとなっている。これには、わが国が比較優位を維持している資本財・部品の持ち直しがなお鈍いことも影響している（図表29(1)①）。資本財・部品の輸出は昨年後半に大きく落ち込んだが、その背景には、①欧州債務問題や米国の「財政の崖」などに起因した不確実性の高まりが、世界的な投資抑制に繋がったこと、②アジア、とりわけ中国の過剰設備を背景に需給緩和が鮮明となったこと、などがあつたと考えられる。2013年度入り後、最近までの動きをみると、①の要因に伴う下押し圧力は、半導体製造装置の回復（図表29(1)②）、米国における企業マインドの改善や資本財受注の持ち直しなどにみられるように（図表29(2)①）、ある程度は改善している。その一方で、②の要因については、中国のビジネスサーベイにおける稼働率の低さなどを踏まえると（図表29(2)②）、さほど改善していないように見受けられる。

先行きの輸出は、海外経済の持ち直しなどを背景に、緩やかに増加していくと考えられる。この間、為替相場をみると（前掲図表3(2)）、円相場はリーマン・ショック以前の水準にまで減価した状態が続いており、

こうした動きも、引き続き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上述のような中国を中心とした新興国における過剰設備問題による投資調整圧力に加えて、②信用バブル崩壊の後遺症による世界的な投資活動や耐久財消費の回復力の緩慢さ、③海外生産シフト拡大の影響、といった輸出を抑制する要因が残存すると考えられるため、海外経済全体の成長ペースや為替相場の水準と比べると、幾分抑制されたものとなる可能性が高い。リーマン・ショック以前の局面におけるわが国の輸出は、比較優位を持つ資本財・部品や自動車関連を中心に、大幅に増加していた（前掲図表4(1)）。これらについては、信用バブルのもと、先進国中心に過去のトレンドを大きく上回っていたことから、その後反動が大きくでており、最近でも需要はリーマン・ショック以前をはっきりと下回っている（図表30(1)(2)）。また、輸送機械を含めた製造業全体として、新興国中心に海外生産比率が趨勢的に拡大するもとの、現地調達比率も拡大していることも（図表30(3)）、輸出の伸びを抑制する方向に働くと考えられる¹⁴。

一方、実質輸入は、再び増加に向かう動きがみられている（前掲図表4(1)）。先行きについても、一部では為替相場の動向が抑制要因として作用するものの、国内需要が堅調に推移するもとの、鉱工業生産の動きにあわせて、緩やかに増加していくと予想される。

（対外収支と貯蓄投資バランス）

貿易収支をみると（図表31(1)）、2012年度にかけて赤字幅が拡大したあと、2013年度も同程度の赤字が続いている。これには、輸出の持ち直

¹⁴ ただし、為替相場が一頃に比べて円安になっていることを踏まえると、海外生産や現地調達の拡大トレンドに基本的な変化はなくとも、そのペースはこれまでに比べて幾分緩やかになっていく可能性がある。

しが緩やかなものにとどまっていることに加え、輸入についても、底堅い国内需要や原発停止の継続に伴う燃料輸入、さらには為替相場などを反映した輸入価格上昇によって、名目ベースで引き続き高水準となっていることが影響している¹⁵。ただし、サービス収支については、訪日外国人の増加を背景に旅行収支の受取が増加傾向にあることなどから、このところ赤字幅は縮小している。所得収支についても、対外資産の蓄積を背景に、昨年末以降の為替相場の動きを受けた円換算値の上振れもあって、黒字幅が一段と拡大している。このため、経常収支全体では、黒字基調が維持されている。先行きは、海外経済の持ち直しなどに伴う輸出の増加などを背景に、貿易収支の赤字幅は縮小基調をたどり、サービス収支についても、赤字幅の縮小傾向が続くとみられる。加えて、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ながら拡大していくと想定される。

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みると（図表 31(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。このため、国内全体の貯蓄超過幅は、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）

企業収益は、製造業、非製造業とも改善している（図表 32）。先行きに

¹⁵ 為替が円安になる局面においては、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悪化し、その後、改善に向かうといういわゆるJカーブ効果が働く。足もとまでの大きな貿易赤字には、そうした効果も影響していると考えられる。

についても、電力料金の値上げなどが下押し要因として作用するものの、国内需要が堅調に推移するもとで、輸出の緩やかな増加や為替相場の動きにも支えられ¹⁶、改善を続けると予想される。ただし、見通し期間の終盤にかけては、賃金の上昇など家計への分配がより進むため、企業収益の伸び率は徐々に鈍化していくと考えられる。

設備投資は、全体として持ち直しており（前掲図表6(2)）、出遅れていた製造業にも改善に向かう動きがみられている。先行きについては、企業収益の改善や金融緩和効果などを背景に、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と、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33(1)）。また、経済政策パッケージの一環として予定されている各種企業減税の効果も、資本コストの低下、キャッシュフローの上振れといったルートを通じて、設備投資を支えていくと考えられる。

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、経済活動の水準がさらに高まり、企業収益の改善が続けば、循環的にペント・アップ需要が顕在化しやすいと考えられる。これまでの投資抑制姿勢を反映して、製

¹⁶ 企業収益の動きをみると（前掲図表6(1)）、経常利益の増加が営業利益の増加をはっきりと上回る状態が続いている。この点については、為替相場の動きもあって、海外子会社からの配当受け取りなどの増加が影響していると考えられる。

造業を中心に、資本ストックが全体として減少しているほか(図表 33(2))、残存する設備の老朽化が進行していることもあって(図表 33(3))、維持更新投資に対する潜在需要は大きいと考えられる。この点、資本ストック循環の観点から設備投資を評価すると、期待成長率が0%台半ばにとどまるとしても、当面は、高めの伸び率が期待できる(図表 34(1))。また、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 35(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。このため、輸出や鉱工業生産が増加し、設備の稼働率の水準が回復していくにつれて(図表 33(4))、設備投資は緩やかな増加に向かう可能性が高いと考えられる。実際、短観では、2013年度について、しっかりとした設備投資計画が示されている(図表 34(2))。

第3に、政府の規制・制度改革や今後見込まれる各種の企業向け減税措置、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などもあって、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。前述した景気循環的な押し上げ効果は、見通し期間の終盤にかけて、資本ストックが充足されるに伴い次第に緩やかになると考えられるが、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。設備投資の対資本ストック比率の観点から考えても(図表 35(3))、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¹⁷、設備投資は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。

(雇用・所得環境)

雇用・所得環境をみると、労働需給面では、底堅い内需を受けて非製

¹⁷ 潜在成長率の動きについては、後述の注 20 を参照。

造業の労働需要が増加を続けていることに加え、輸出や鉱工業生産の持ち直しを背景に製造業にも漸く前向きの動きがみられ始めていることから、全体でも緩やかながら着実な改善が続いている（前掲図表9）。労働投入量（雇用者数×総労働時間）も、雇用者数の伸びを主因に、このところ緩やかに増加している（図表36(1)）。この間、労働力人口比率の動きをみると（図表36(2)）、高齢化に伴う人口動態の変動が趨勢的な押し下げ要因として働いているが、このところ女性や高齢者の労働参加の増加によって幾分上昇するなど、これまでの低下トレンドには歯止めがかかっている。非労働力人口の中で、「就業を希望し、かつすぐに仕事につける状態にあるが、適当な仕事がないため求職活動を行っていない人（求職意欲喪失者）」の割合が歴史的な低水準となるなど（図表36(3)）、潜在的な労働供給余力が低下しているとみられるなか、経済活動の高まりに伴って企業側の雇用不足感が高まるもとの（前掲図表9(1)）、女性や高齢者の労働力活用が一段と進んでいると考えられる。

こうした労働需給の改善は、名目賃金にも影響し始めている。すなわち、一般労働者の一人当たり名目賃金の前年比は、所定外賃金の増加や夏季賞与の3年振りのプラス転化に伴い、小幅のプラスとなってきており、パートの時間当たり名目賃金もごく緩やかに前年比プラス幅を拡大している（図表37(2)）。そうしたなかで、労働者全体でみた一人当たりの所定内給与が未だ前年比マイナスとなっている点については、パート比率の趨勢的な上昇に加え、最近では、前述した通り女性や高齢者の一層の活用に伴い、パートの労働時間がさらに短時間化していることも作用している（図表37(1)）。こうした平均賃金の動きは、前述した労働需給の改善や雇用者数の増加と同時並行的に進んでいる現象であり、雇用者数と一人当たり賃金を乗じた雇用者所得をみれば、前年比でプラスに

転じてきているなど（前掲図表 9 (4)）、所得環境は全体として改善しつつある。

先行きについては、労働需給の改善傾向が続き、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（前掲図表 9 (3)）¹⁸。そうしたもとで、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 37(3)）。とりわけ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もあって、ベースアップも含めた所定内給与の上昇を伴いながら、賃金の上昇傾向がはっきりしてくると想定している。

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。労働分配率については（図表 37(4)）、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¹⁹。

（家計の支出行動）

個人消費については、引き続き底堅く推移している。その背景には、団塊の世代をはじめとした高齢者層の活発な消費行動が下支え要因として底流に作用するもとで、年初以来、消費者マインドの改善、株価上昇や為替相場動向を反映した金融資産の価値増加による資産効果が（図表

¹⁸ 前掲図表 9 (3)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。

¹⁹ 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。

38(4))、個人消費の押し上げに働いてきたことがあると考えられる。最近、年初来の押し上げ効果が持続しつつも徐々に緩やかとなる一方で、個人消費の底堅さを支える要因として、前述した雇用・所得環境の改善の重要性が増しつつある。

見通し期間を通してみた個人消費は、消費税率引き上げによる振れを伴いつつも、全体として緩やかな増加基調が維持されると予想される。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、前述のとおり、雇用者所得の改善が次第にはっきりしていくことが、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抑制する方向に働くと予想される（図表 38(1)）。こうしたもとで、前述の通り高齢者の消費が堅調に推移することもあって、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、増加している（前掲図表 7(3)）。これには消費税率引き上げ前の駆け込みのみならず、不動産価格や金利の先高観、さらには雇用・所得環境の改善もあって、リーマン・ショック後に大きく抑制されていた需要のペント・アップが顕在化していることも影響していると考えられる。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、底堅く推移すると考えられる。

(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は、緩やかな改善を続けている(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²⁰、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。

第2に、中長期的な予想物価上昇率については、マーケットの指標や各種アンケート調査などを踏まえると、全体として上昇しているとみられる。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、予想物価上昇率は高まりつつある。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・インフレ率についても、やや長い目で見た上昇傾向を維持している^{21 22}。エコノミストに対するサーベ

²⁰ 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、相当の幅をもってみる必要がある。

²¹ ただし、わが国の物価連動国債については、直近の市場規模が3兆円台半ばで、国債発行残高全体に占める比率も1%を下回るなど、市場流動性の低い状態が続いている。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。

²² 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。

イ調査をみても、中長期の予想物価上昇率は上昇している（図表 40）。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上昇している（図表 41）。先行きについても、「量的・質的金融緩和」のも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られる。景気の持続的な改善が続くとの見通しのもとで、実際の物価上昇率が高まっていくとみられることも、こうした動きに寄与していくと考えられる。

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、一頃に比べ上昇している（図表 42）。先行きについては、世界経済の持ち直しに沿って、総じてごく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展望すると、国内企業物価は、当面、昨年末以降の為替相場動向の影響を主因に、前年比プラス幅を拡大し、その後も、世界経済や製品需給の改善を背景に、緩やかな上昇を続けると見込まれる。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、・・・²³。

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。この点、刈込平均値や上昇・下落品目比率など消費者物価の基調的な変動を捉える指標の動きをみると（図表 44）、

²³ 前述（注 8）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、ウェイトが 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、先行き比較的小さなものにとどまると考えられる。

前回の景気回復局面（2003～2007年頃）では、需給ギャップ対比で抑制的な動きとなっていたが、最近はそうした乖離はみられていない。当時は、労働派遣の規制緩和や輸入品を活用した低価格戦略など、マクロの需給とは別の「負の価格ショック」が物価の押し下げ要因となっていたと考えられる。一方、今次局面では、新興国における賃金上昇や為替相場の動向、労働規制面の動き、さらには企業の価格設定行動の変化等を踏まえ、当時のような「負の価格ショック」は発生しないと想定している。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45）、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、労働需給の引き締め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。

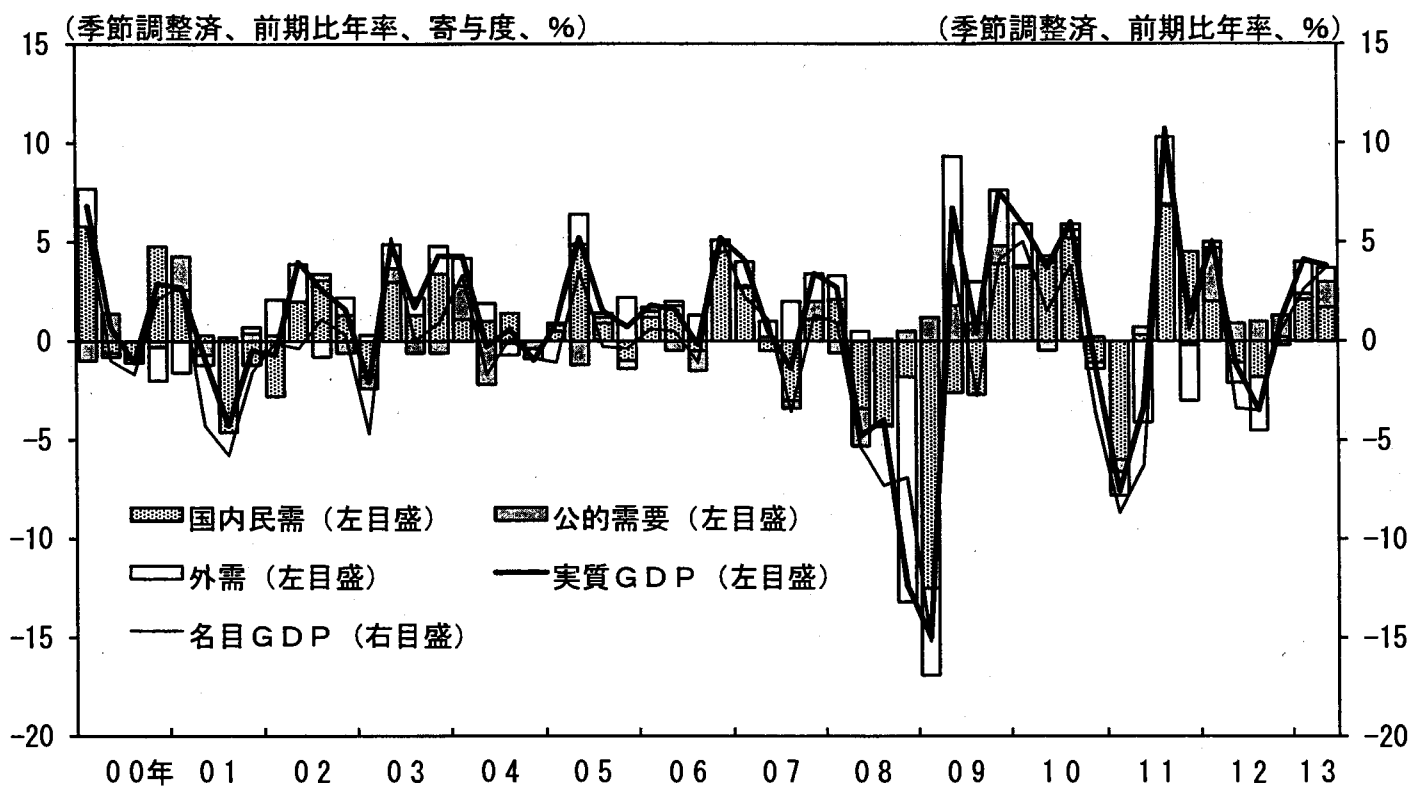
以 上

経済・物価情勢の展望（2013年10月）参考計表

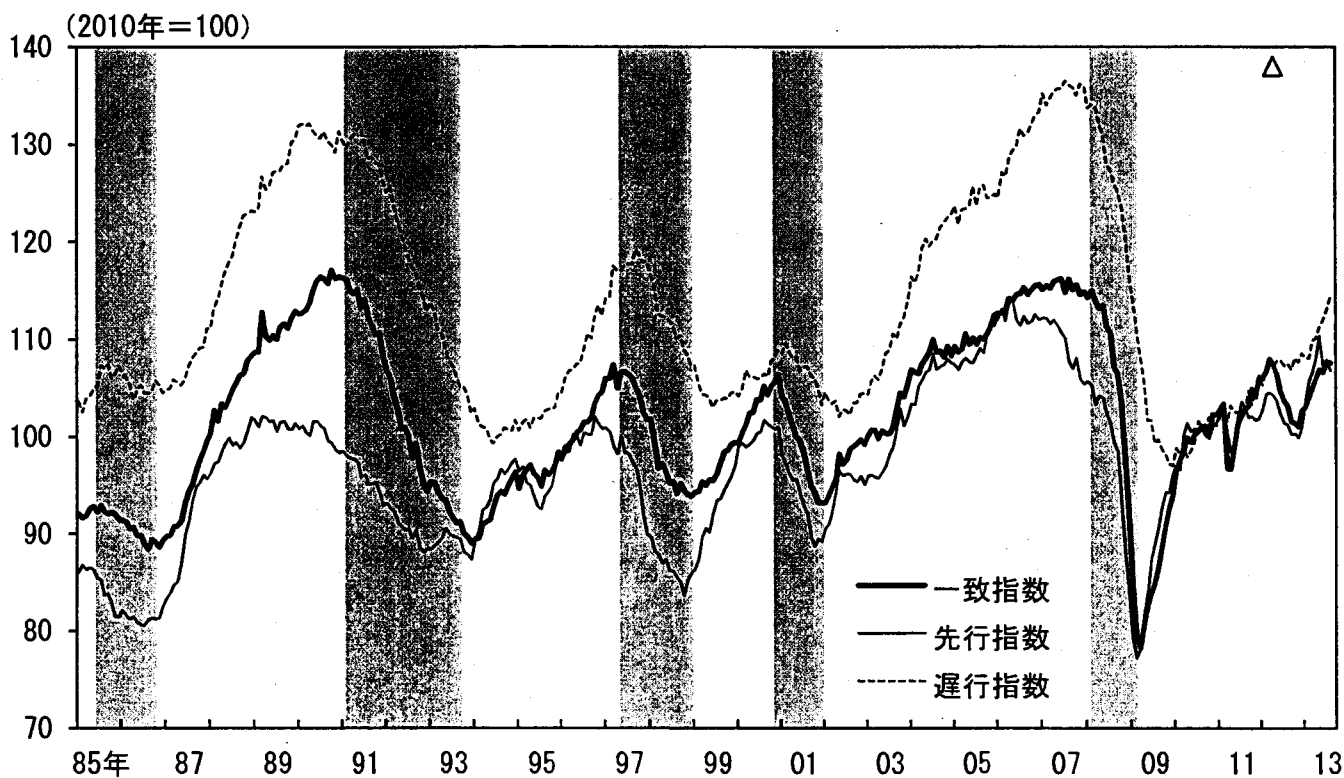
- (図表 1) GDPと景気動向指数
- (図表 2) 世界経済
- (図表 3) 海外経済と為替レート
- (図表 4) 輸出入
- (図表 5) 業況判断
- (図表 6) 企業収益と設備投資
- (図表 7) 公共投資と住宅投資
- (図表 8) 個人消費
- (図表 9) 雇用・所得環境
- (図表 10) 鉱工業生産・全産業活動指数
- (図表 11) コンポーネント別にみた実質GDP
- (図表 12) 生産要素の稼働状況
- (図表 13) 国内企業物価と企業向けサービス価格
- (図表 14) 消費者物価（1）
- (図表 15) 消費者物価（2）
- (図表 16) 消費者物価（3）
- (図表 17) 地価
- (図表 18) マネタリーベースと長期国債買入れ
- (図表 19) CP・社債スプレッド
- (図表 20) 貸出金利
- (図表 21) 企業金融
- (図表 22) 貸出残高とCP・社債発行残高
- (図表 23) マネーストック
- (図表 24) 株価・REIT価格
- (図表 25) 長期金利
- (図表 26) 短期金利
- (図表 27) 為替相場
- (図表 28) 政府債務残高
- (図表 29) 資本財輸出
- (図表 30) 輸出を取り巻く環境
- (図表 31) 経常収支と貯蓄投資バランス
- (図表 32) 企業収益
- (図表 33) 設備投資を支える要因
- (図表 34) 資本ストック循環と設備投資計画
- (図表 35) 設備投資の水準評価
- (図表 36) 労働需給
- (図表 37) 最近の賃金の動き
- (図表 38) 個人消費を取り巻く環境
- (図表 39) 需給ギャップと潜在成長率
- (図表 40) 予想物価上昇率（1）
- (図表 41) 予想物価上昇率（2）
- (図表 42) 輸入物価と国際商品市況
- (図表 43) 需給ギャップと物価上昇率（1）
- (図表 44) 需給ギャップと物価上昇率（2）
- (図表 45) 物価と賃金
- (参考図表) 地域別の景気の総括判断
(地域経済報告)

GDPと景気動向指数

(1) GDP



(2) 景気動向指数 (CI)



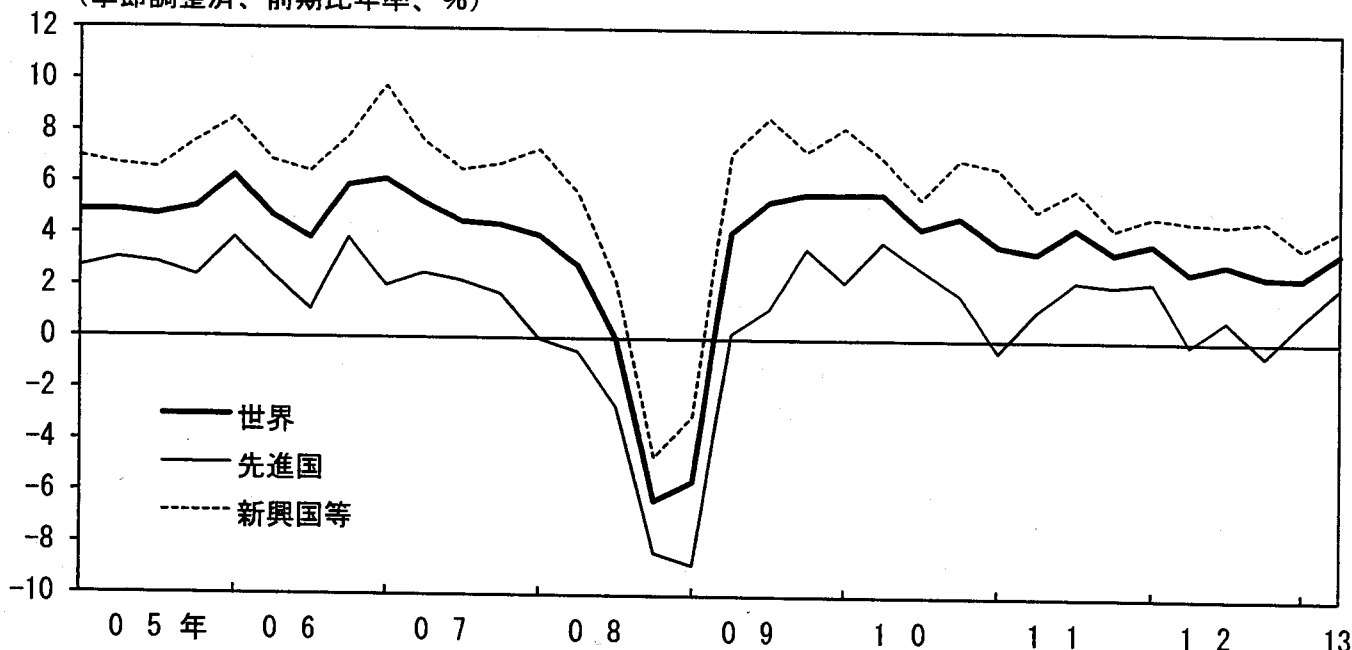
(注) シャド一部分は景気後退局面。△は直近の景気の山。

(資料) 内閣府「国民経済計算」「景気動向指数」

世界経済

(1) 世界経済の実質成長率

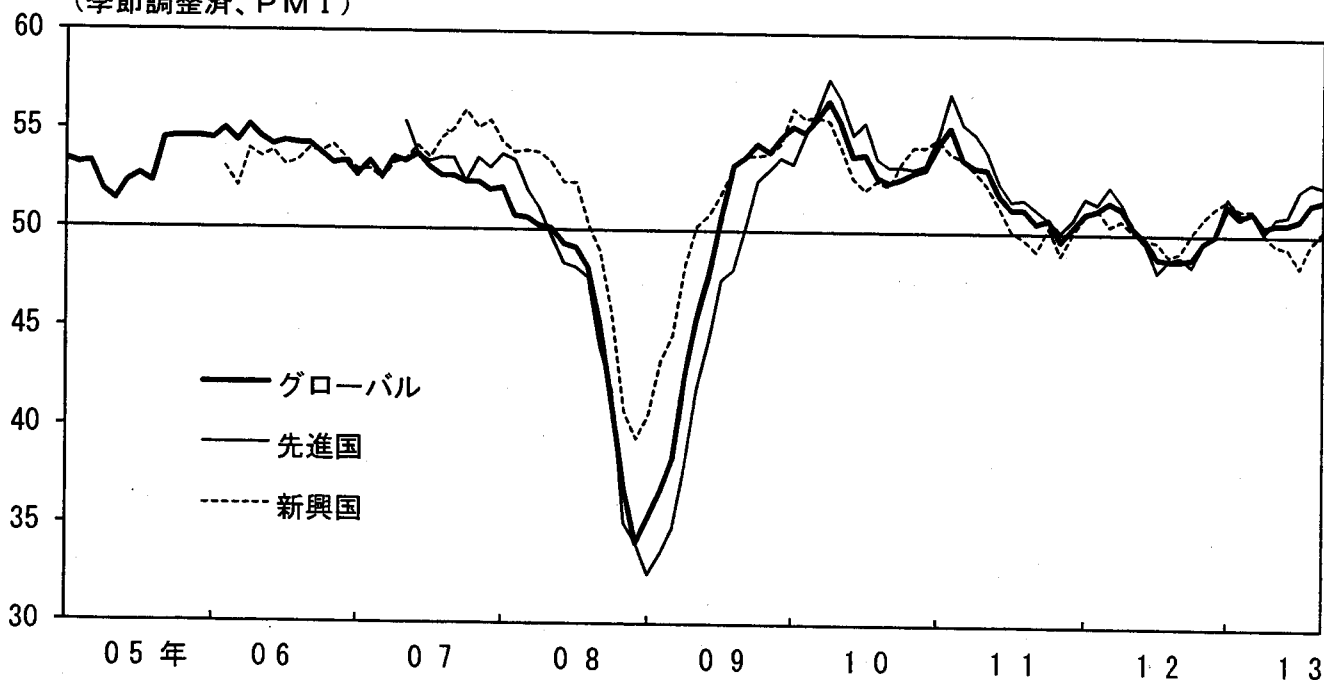
(季節調整済、前期比年率、%)



- (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、189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）

(季節調整済、PMI)

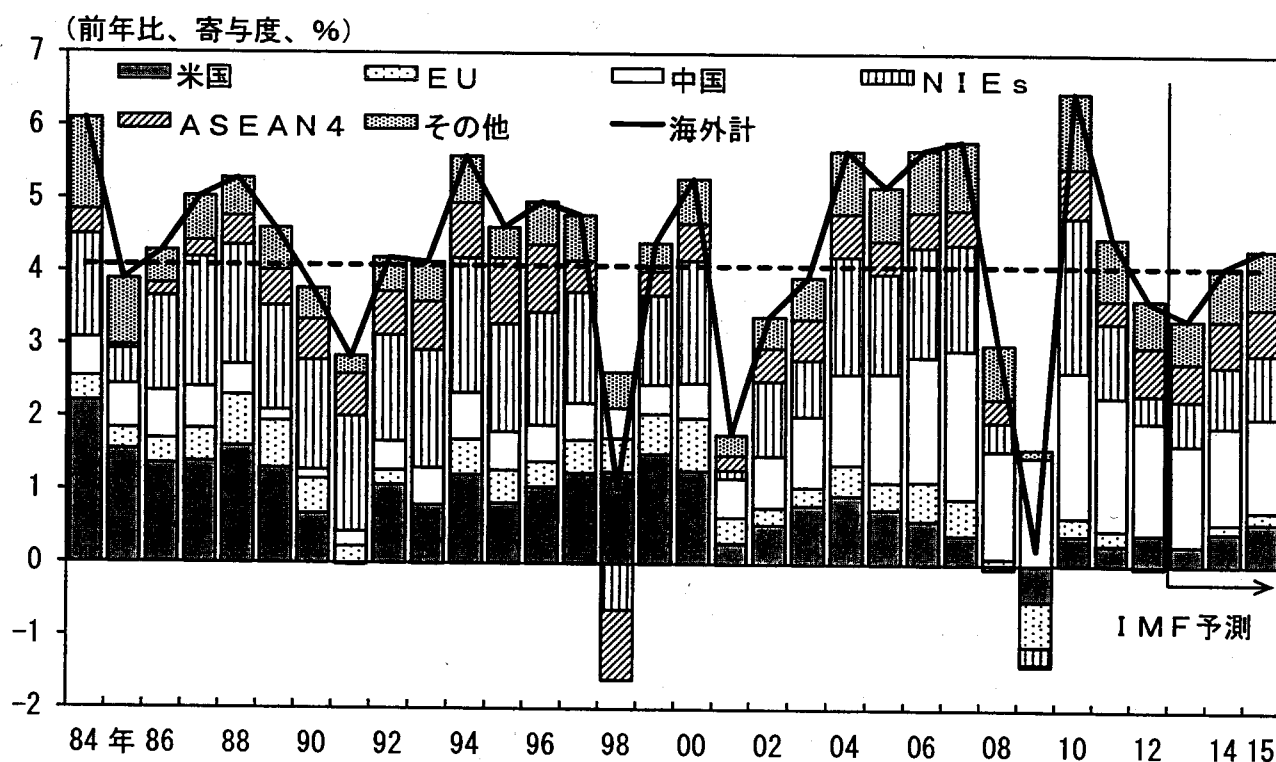


- (注) 1. PMI（購買担当者指数）のうち、グローバルはMarkitの公表値。先進国は、4か国・地域（米国、ユーロ圏、英国、日本）のMarkit公表値を、新興国は、11か国・地域（中国、韓国、台湾、シンガポール、インド、オーストラリア、ロシア、トルコ、ポーランド、チェコ、ブラジル）のMarkit公表値を、IMF公表のGDPウエイトによって加重平均したもの。
- 2. 50を上回ると製造業の景気拡大、50を下回ると製造業の景気悪化の目安とされている。

(資料) IMF「World Economic Outlook」、Markit (© and database right Markit Economics Ltd 2013. All rights reserved.)等

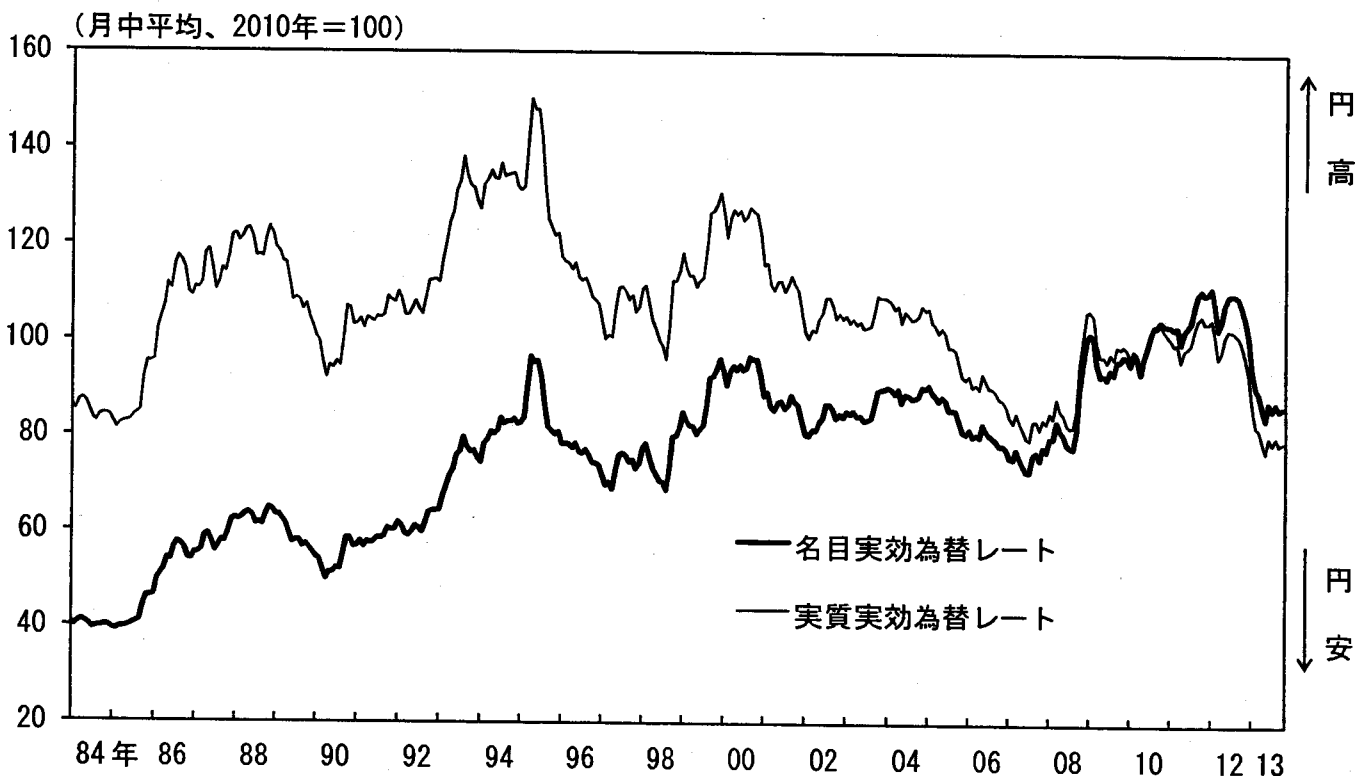
海外経済と為替レート

(1) わが国が直面する海外経済の実質成長率



(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



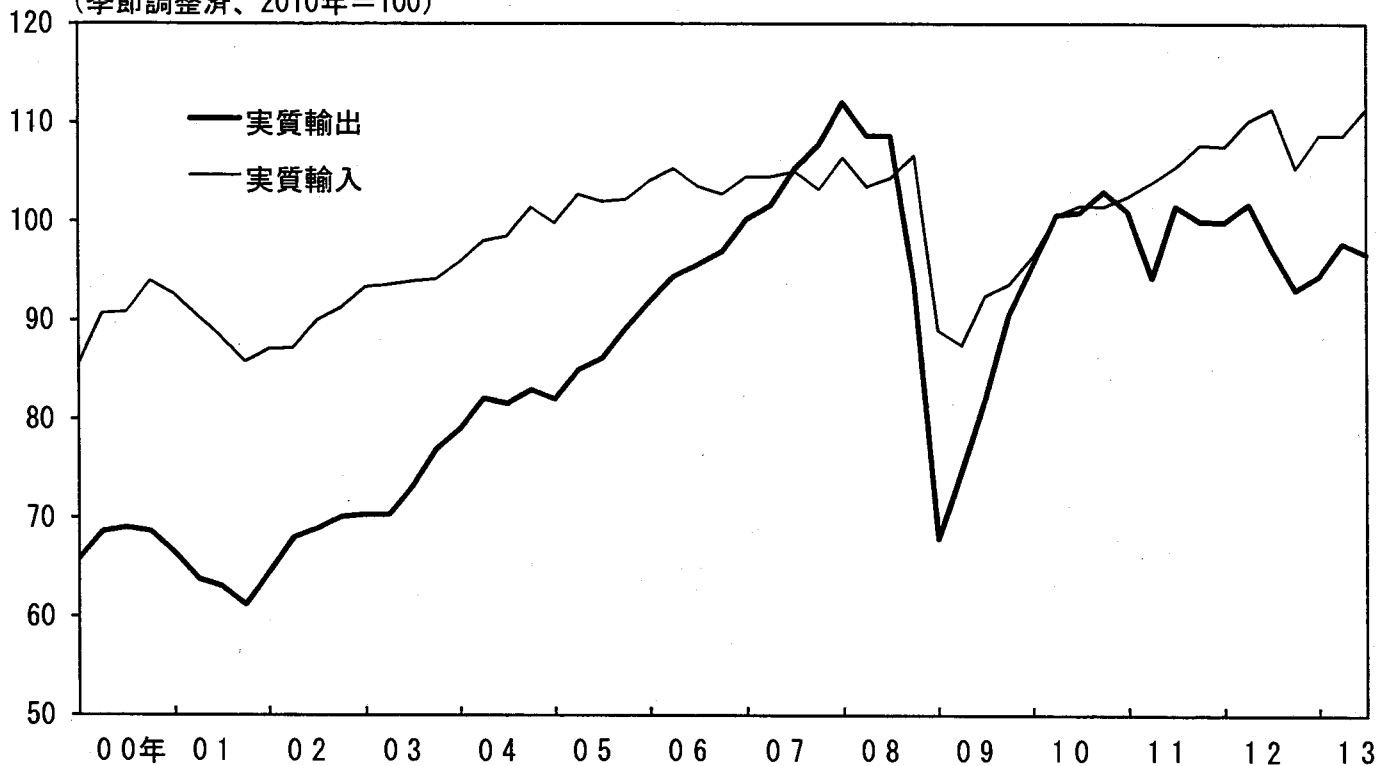
(注) 1. BISのブロードベース。1993年以前はナローベースを使用して接続。
2. 2013/10月分は、日本銀行の名目実効為替レート(円インデックス)を用いて算出。

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

輸出入

(1) 実質輸出入

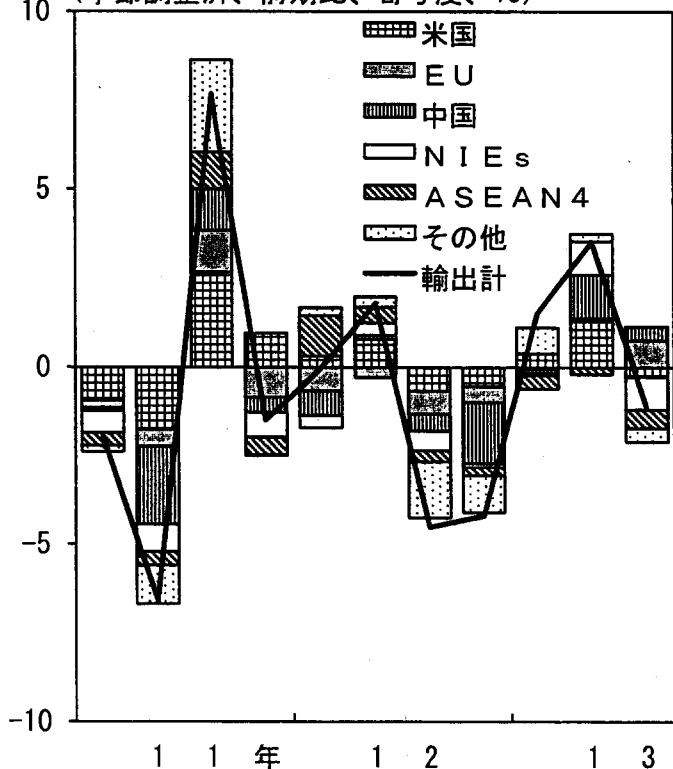
(季節調整済、2010年=100)



(注) X-12-ARIMAによる季節調整値 (下のいずれの図表も同じ)。

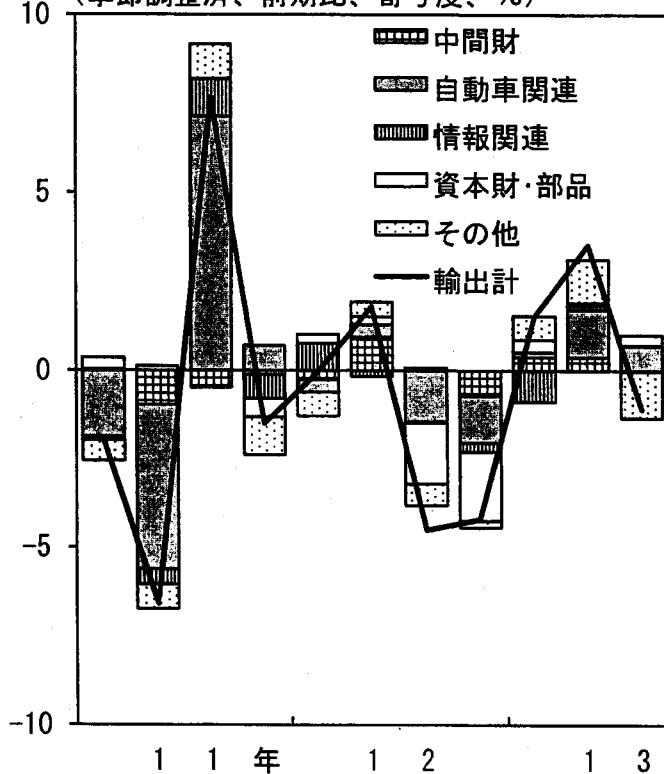
(2) 実質輸出の地域別内訳

(季節調整済、前期比、寄与度、%)



(3) 実質輸出の財別内訳

(季節調整済、前期比、寄与度、%)

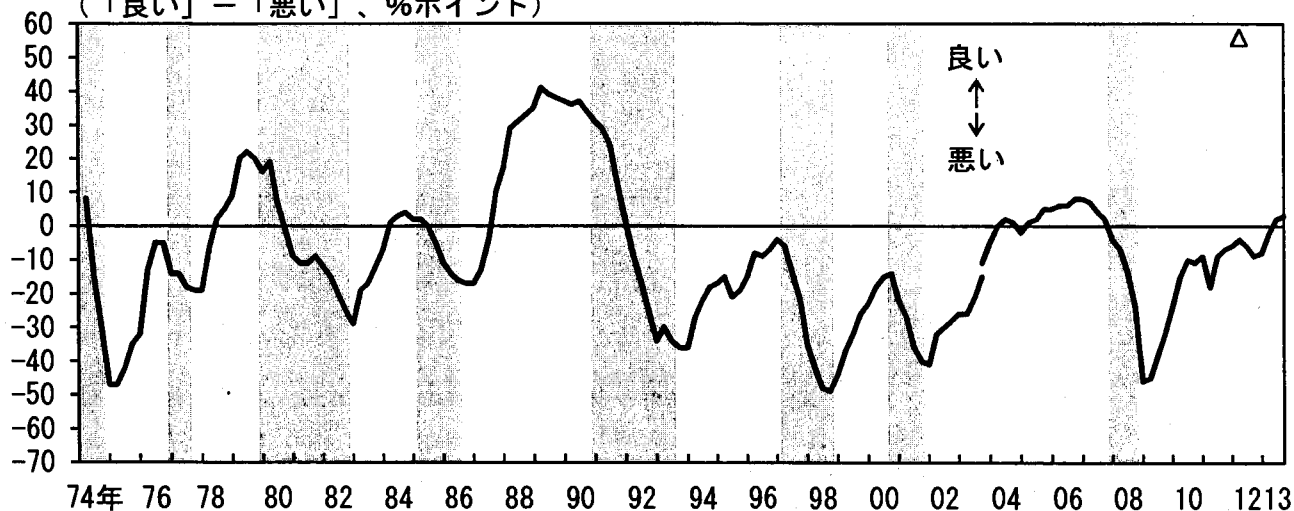


(資料) 財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」

業況判断

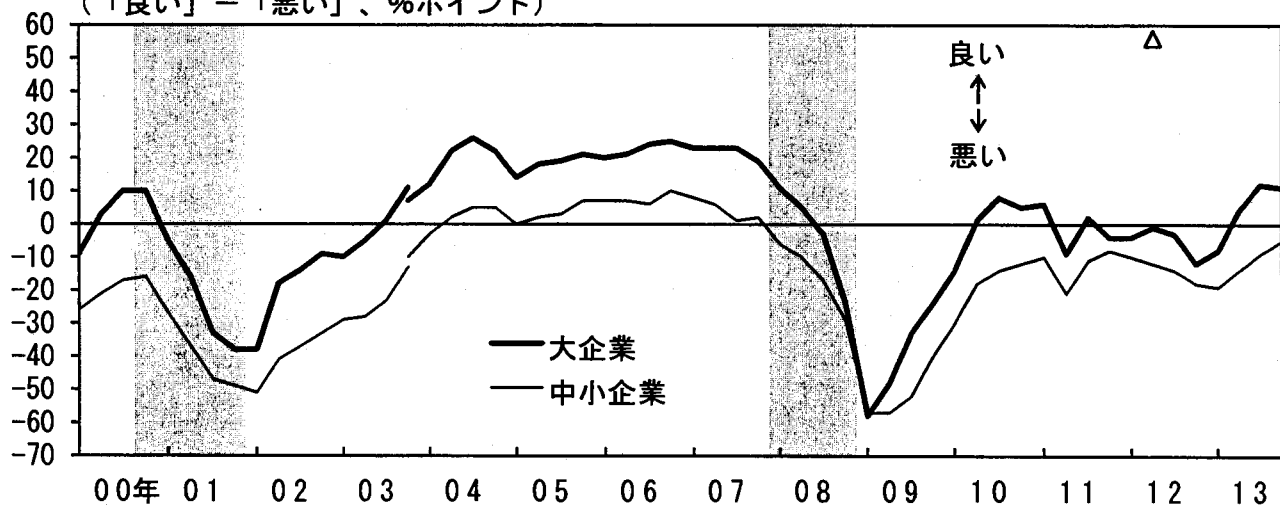
(1) 全産業全規模

(「良い」 - 「悪い」、%ポイント)



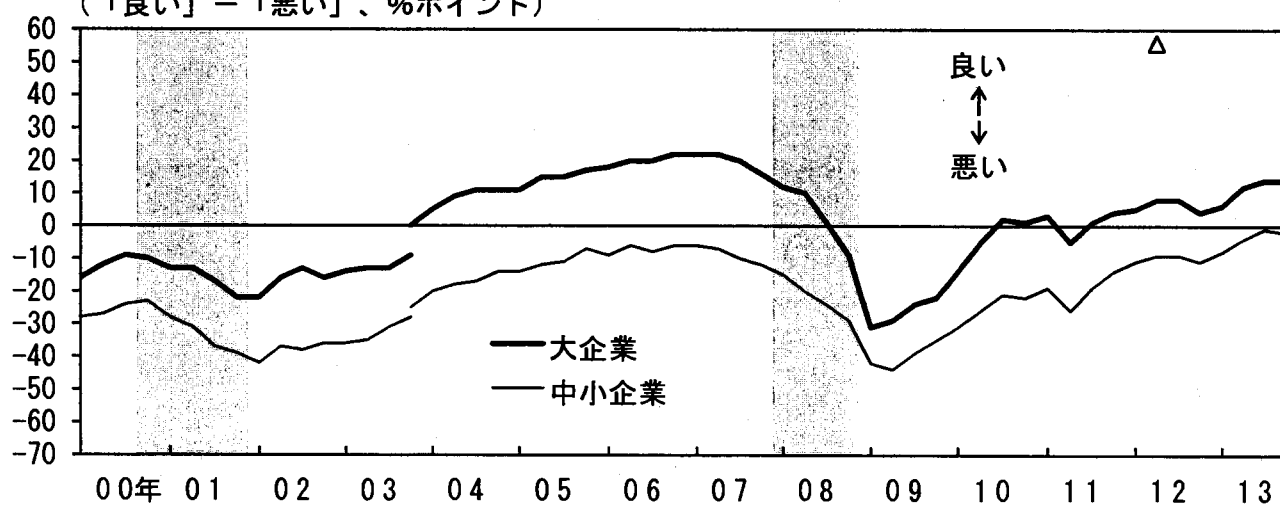
(2) 製造業

(「良い」 - 「悪い」、%ポイント)



(3) 非製造業

(「良い」 - 「悪い」、%ポイント)



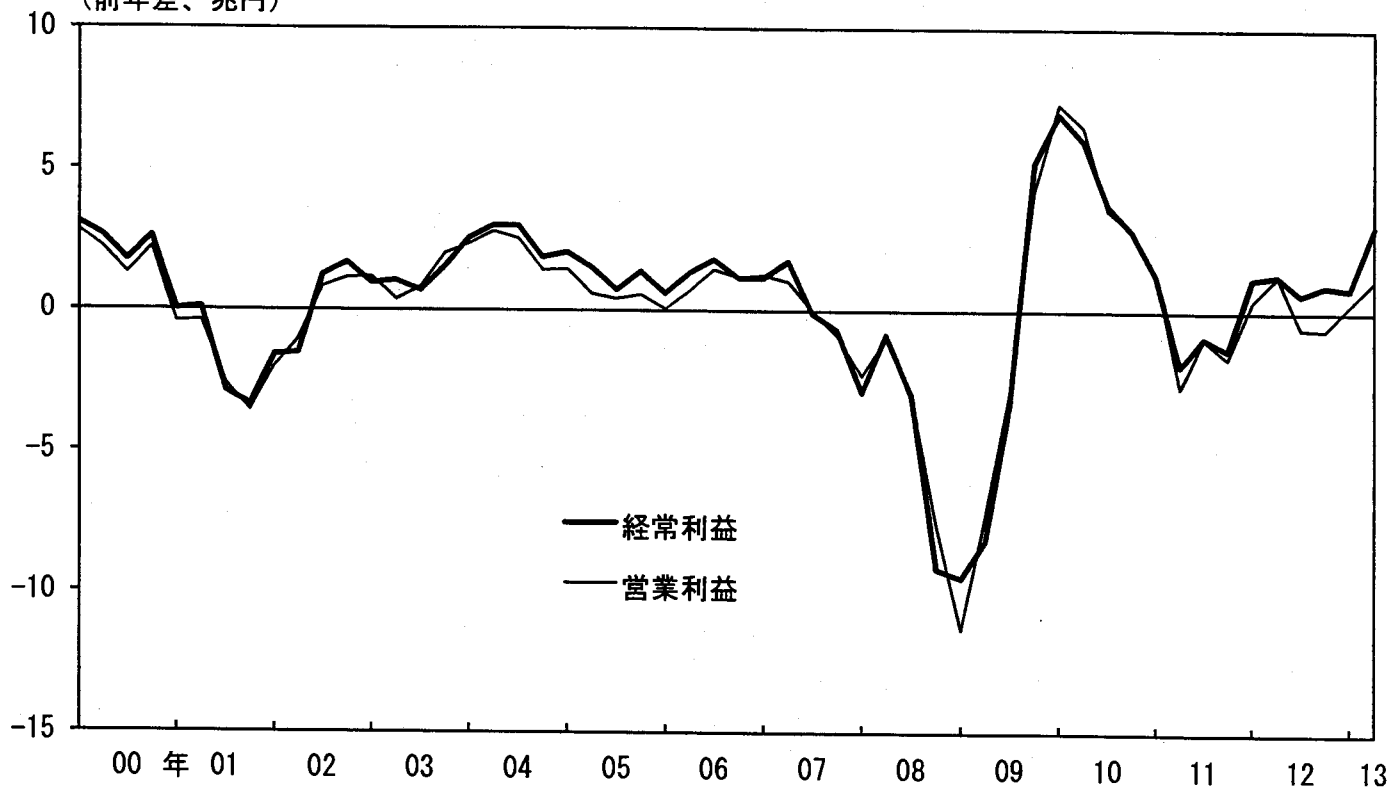
- (注) 1. 2004/3月調査より見直しを実施。旧ベースは2003/12月調査まで、新ベースは2003/12月調査から。2013/4Qは、2013/9月調査時点の企業の予測値。
2. シャド一部分は景気後退局面。△は直近の景気の山。

(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

企業収益と設備投資

(1) 企業収益

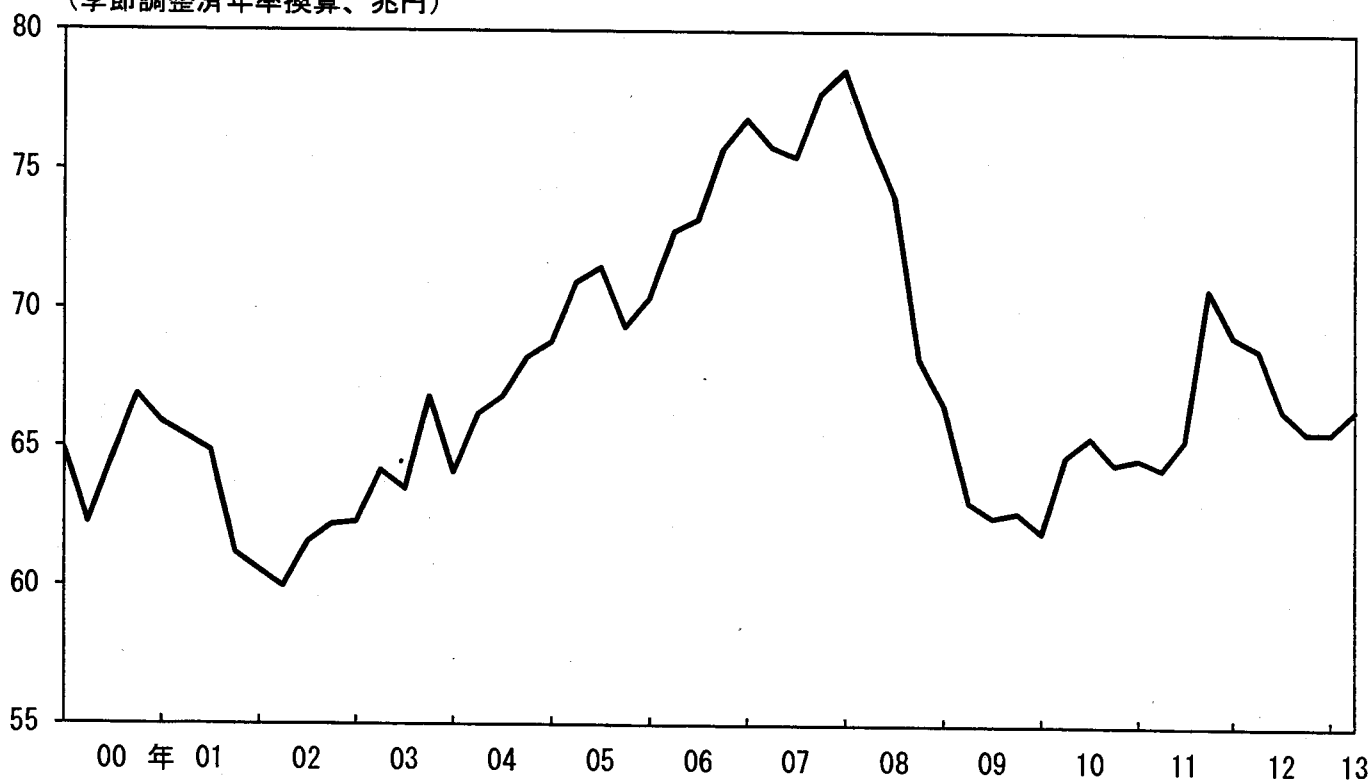
(前年差、兆円)



(注) 法人季報ベース。全産業全規模合計。金融業、保険業を除く。

(2) 設備投資

(季節調整済年率換算、兆円)

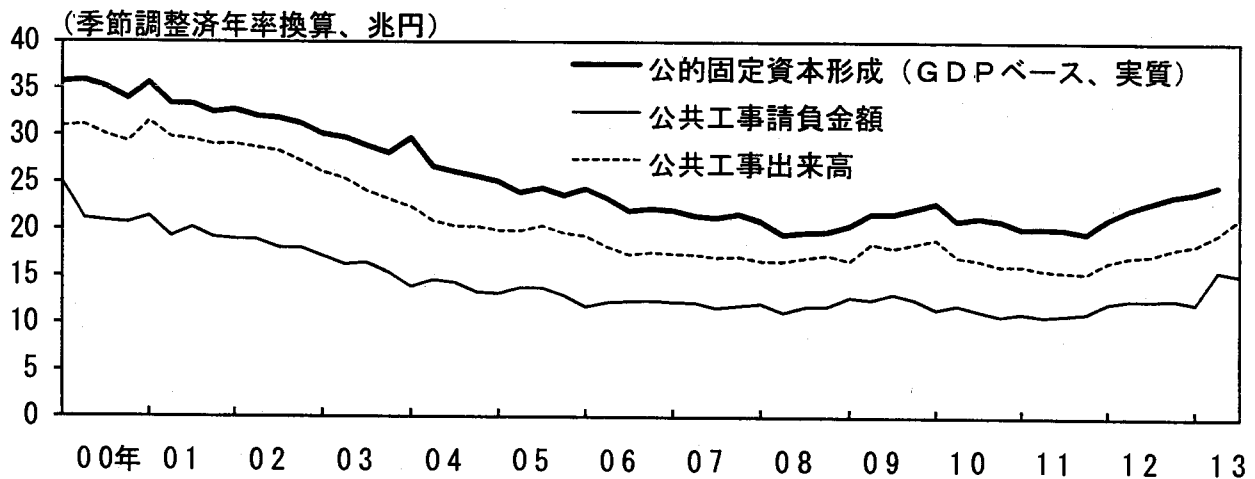


(注) GDPベース。実質民間企業設備投資。

(資料) 財務省「法人企業統計季報」、内閣府「国民経済計算」

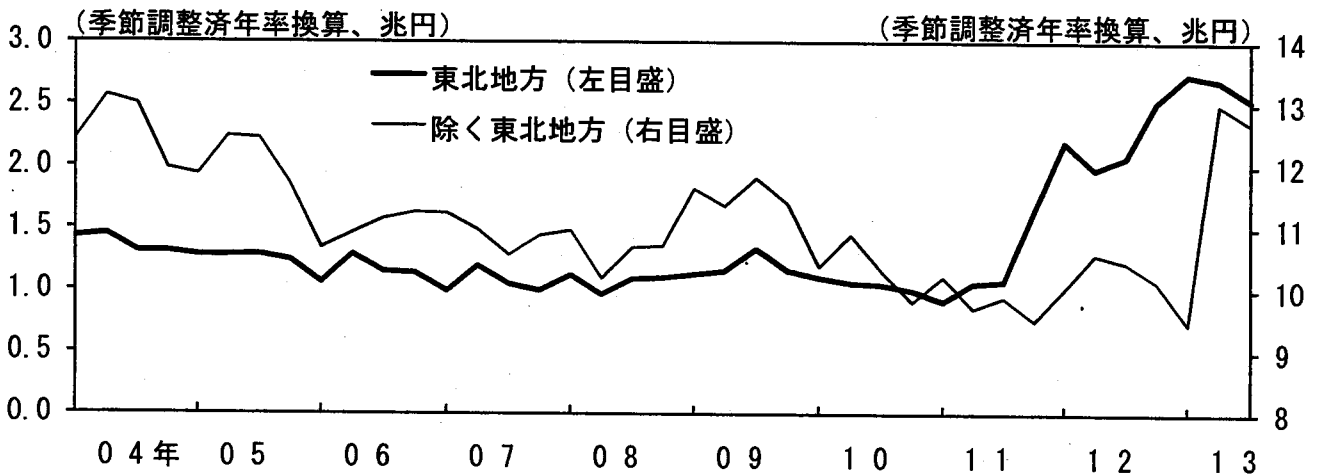
公共投資と住宅投資

(1) 公共工事関連指標



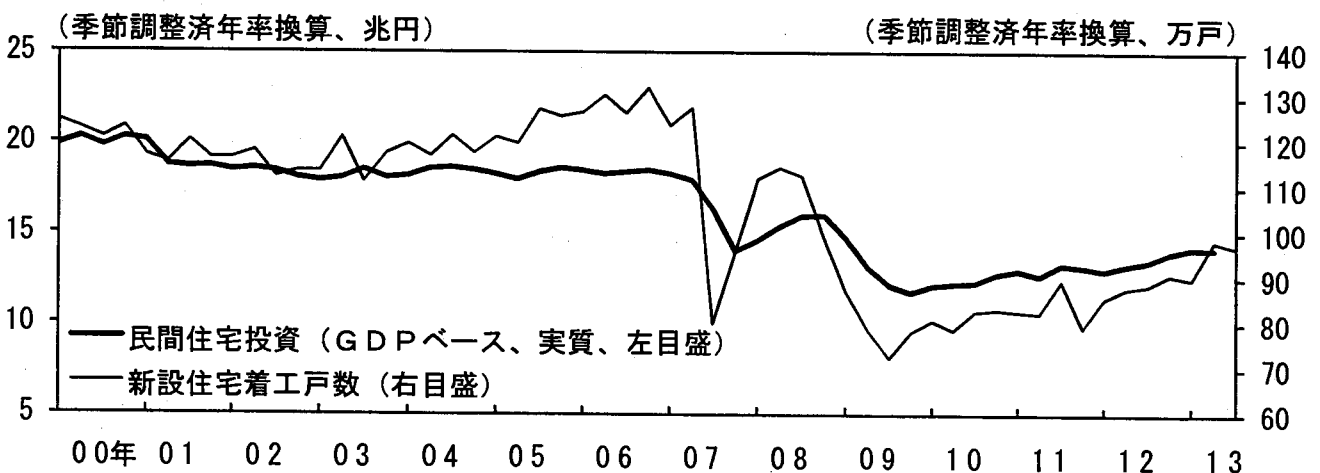
(注) 1. 公共工事請負金額、公共工事出来高は、X-12-ARIMAによる季節調整値。
2. 公共工事出来高の2013/3Qは、7~8月の値。

(2) 地域別にみた公共工事請負



(注) X-12-ARIMAによる季節調整値。除く東北地方は、(1)の公共工事請負金額から、東北地方を差し引いた値。

(3) 新設住宅着工戸数と民間住宅投資



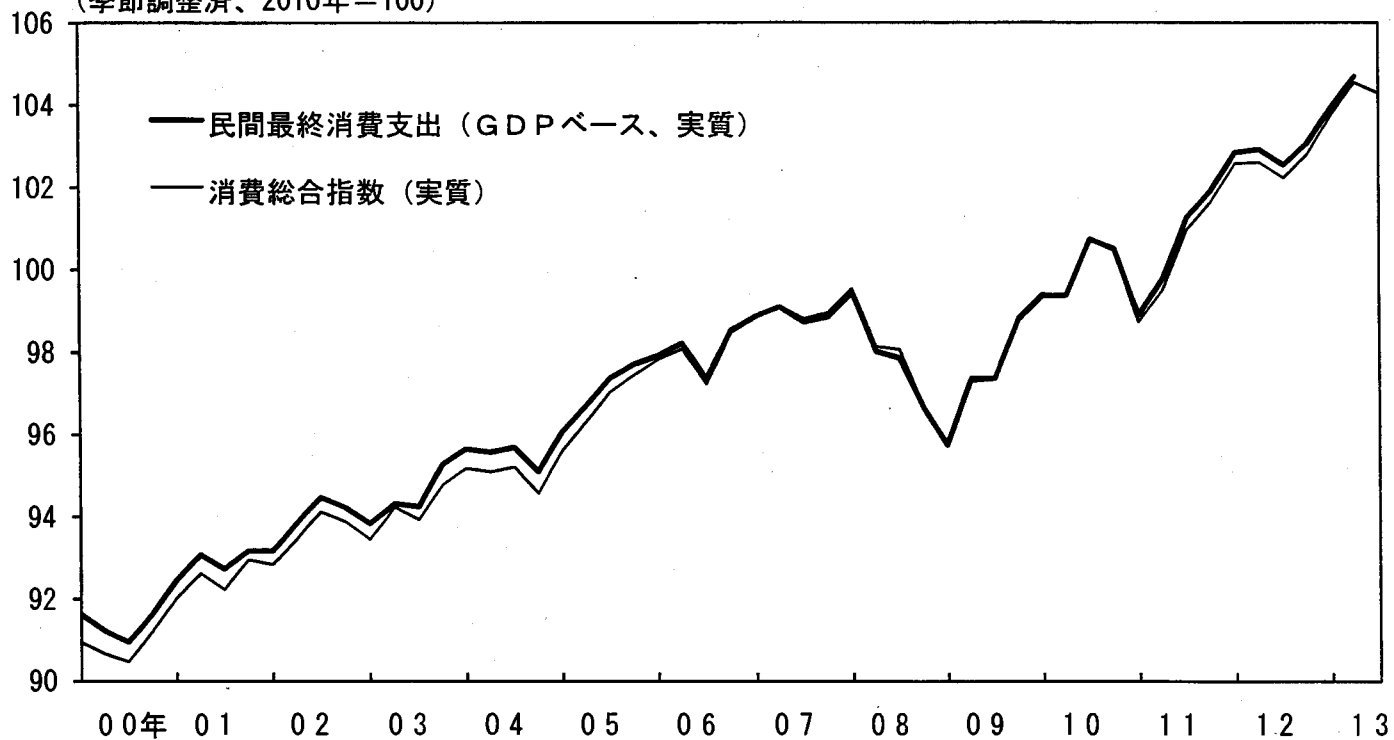
(注) 新設住宅着工戸数の2013/3Qは、7~8月の値。

(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」「建築着工統計」

個人消費

(1) 民間最終消費支出・消費総合指数

(季節調整済、2010年=100)



(注) 消費総合指数の2013/3Qは、7~8月の値。

(2) 消費者態度指数

(季節調整済)



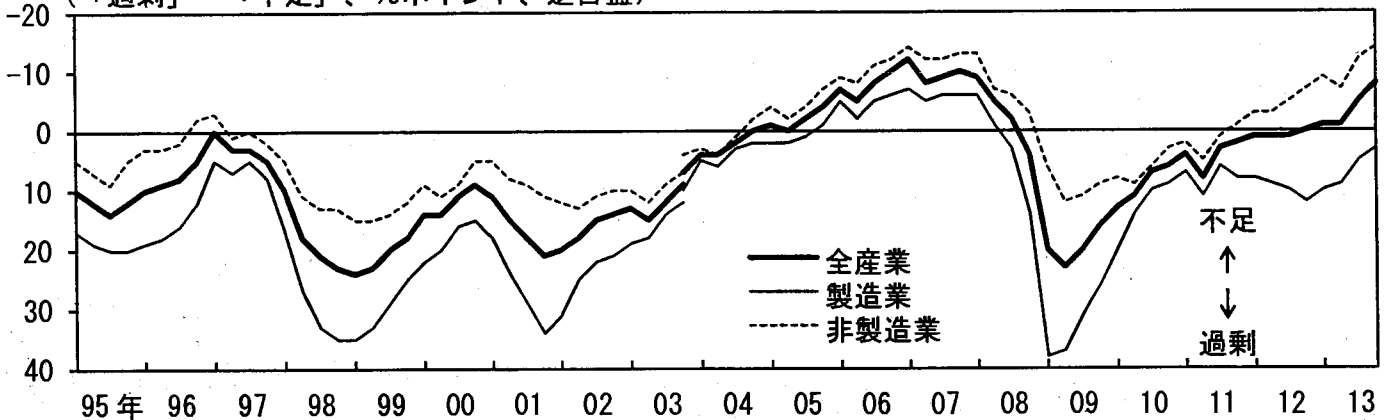
(注) 消費者態度指数は、2013/4月に郵送調査方法への変更等が行われたため、2013/3月以前の訪問留置調査ベースの計数と不連続が生じている。なお、郵送調査ベースの2013/1Qの値は試験調査による参考値を使用。

(資料) 内閣府「国民経済計算」「消費総合指数」「消費動向調査」

雇用・所得環境

(1) 雇用人員判断D. I.

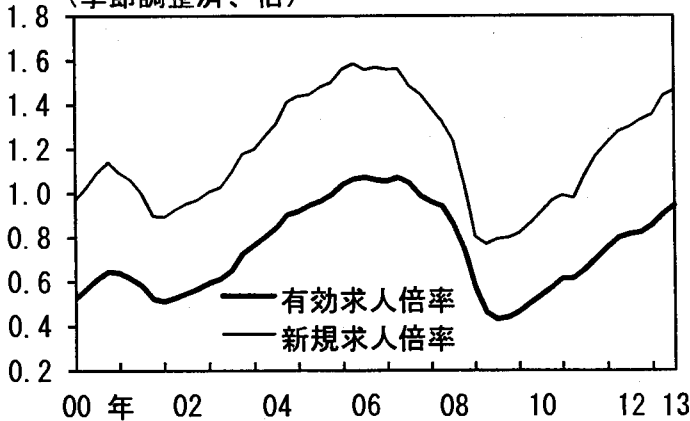
(「過剰」 - 「不足」、%ポイント、逆目盛)



(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。2013/4Qは、2013/9月調査時点の企業の予測値。

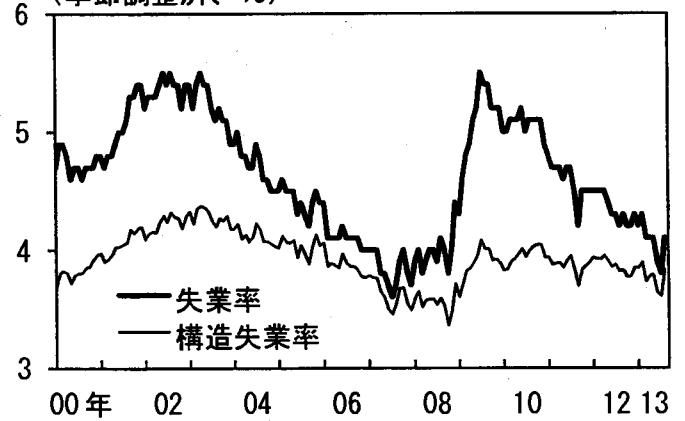
(2) 求人倍率

(季節調整済、倍)



(3) 失業率

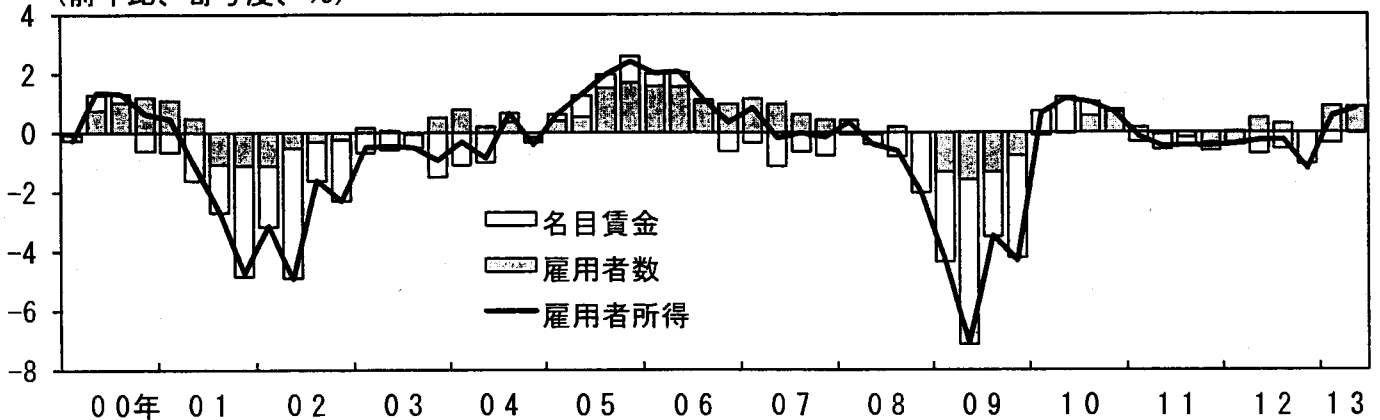
(季節調整済、%)



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

(4) 雇用者所得

(前年比、寄与度、%)



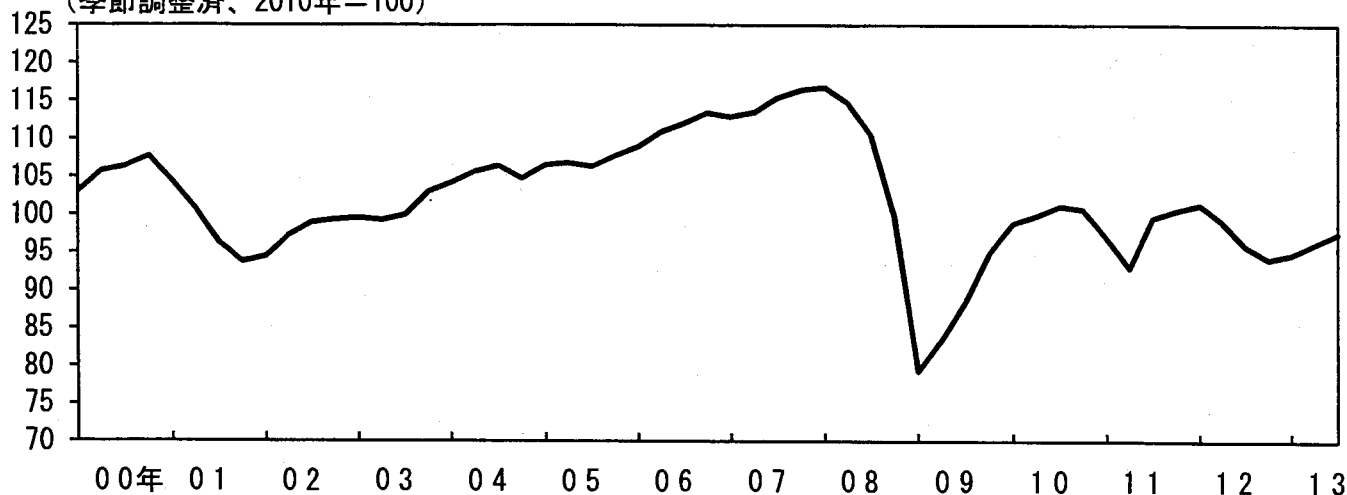
(注) 四半期は次のように組替えている。第1四半期:3~5月、第2:6~8月、第3:9~11月、第4:12~2月。
雇用者所得 = 雇用者数(労働力調査) × 名目賃金

(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」「毎月勤労統計」、総務省「労働力調査」

鉍工業生産・全産業活動指数

(1) 鉍工業生産

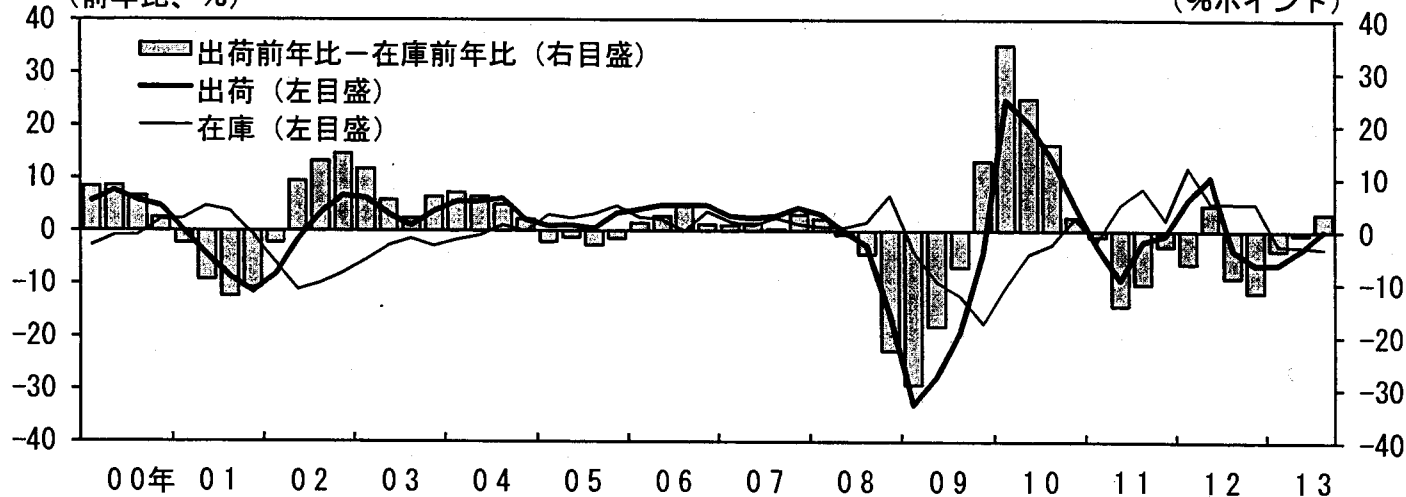
(季節調整済、2010年=100)



(2) 出荷・在庫バランス (鉍工業)

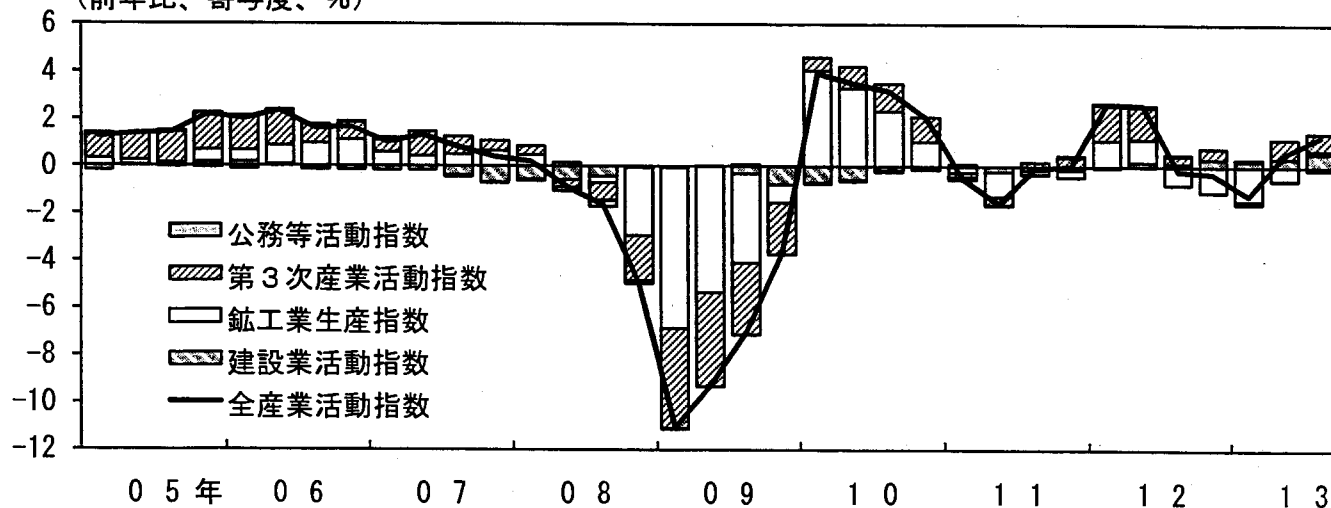
(前年比、%)

(%ポイント)



(3) 全産業活動指数

(前年比、寄与度、%)

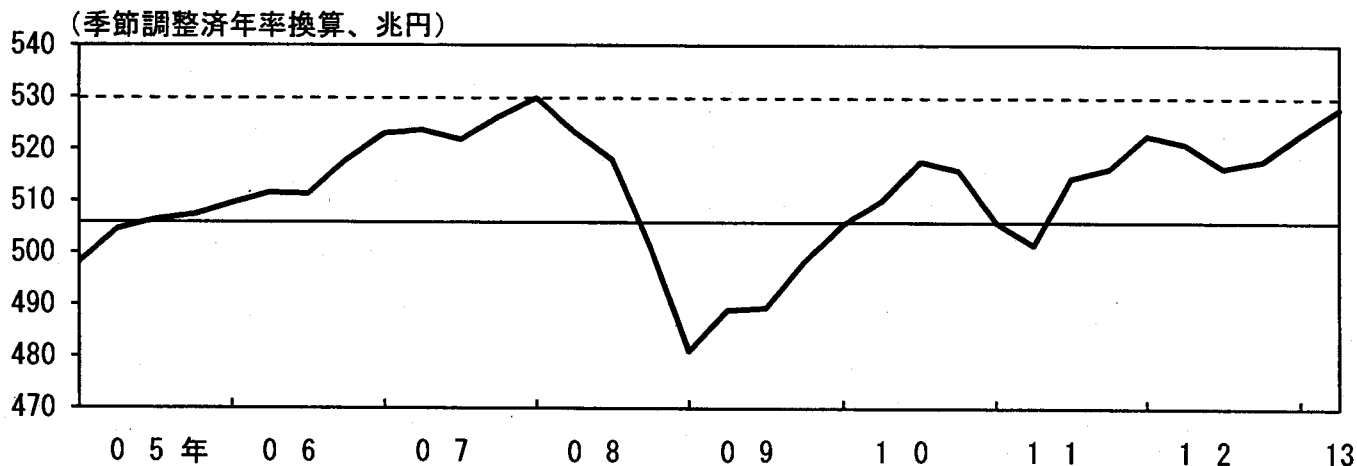


(注) 2013/3Qは、7~8月の前年同期比。

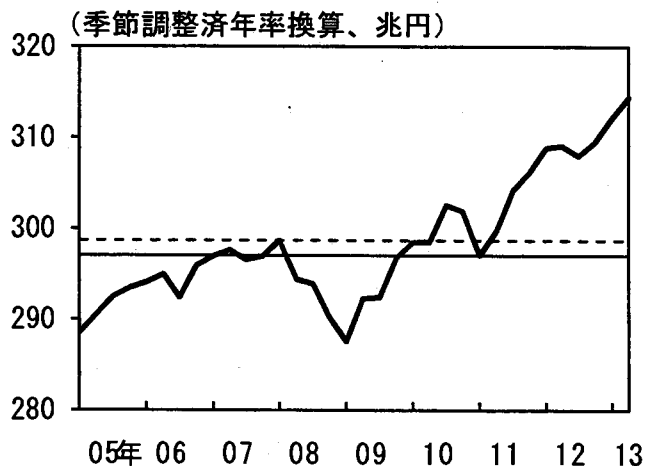
(資料) 経済産業省「鉍工業指数統計」「全産業活動指数」

コンポーネント別にみた実質GDP

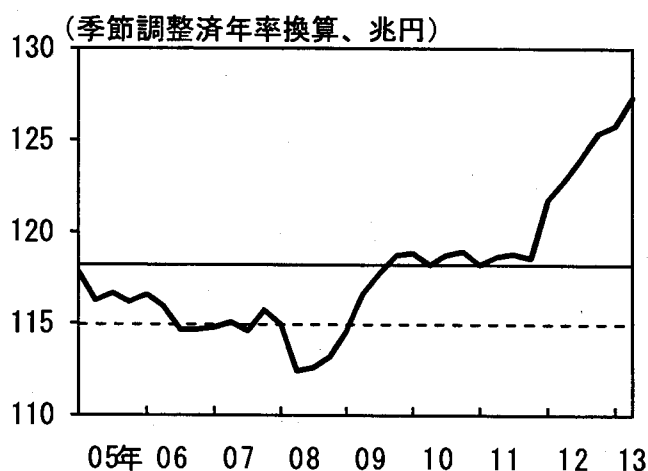
(1) 実質GDP



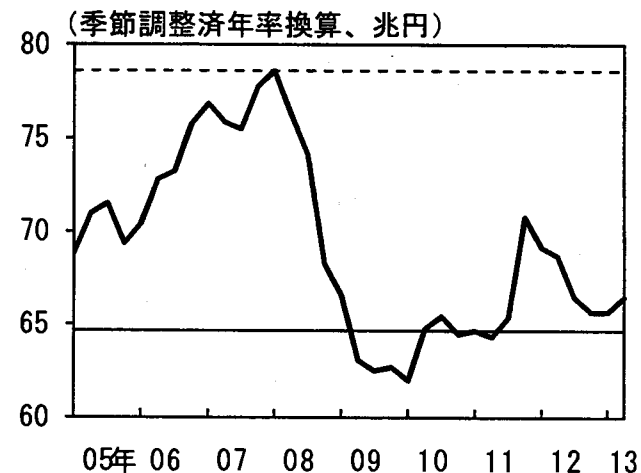
(2) 個人消費



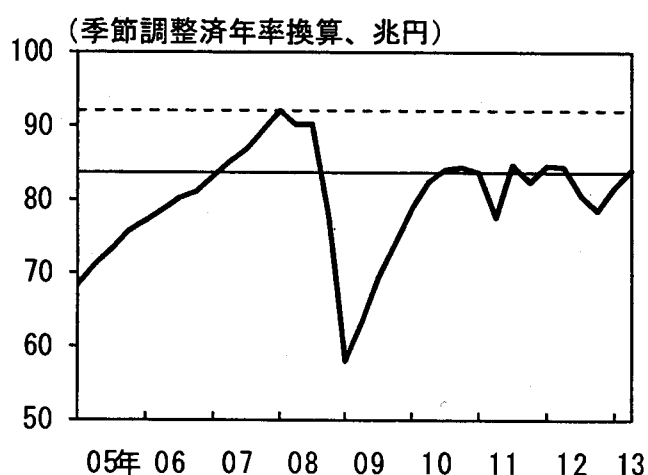
(3) 公的需要



(4) 設備投資



(5) 輸出

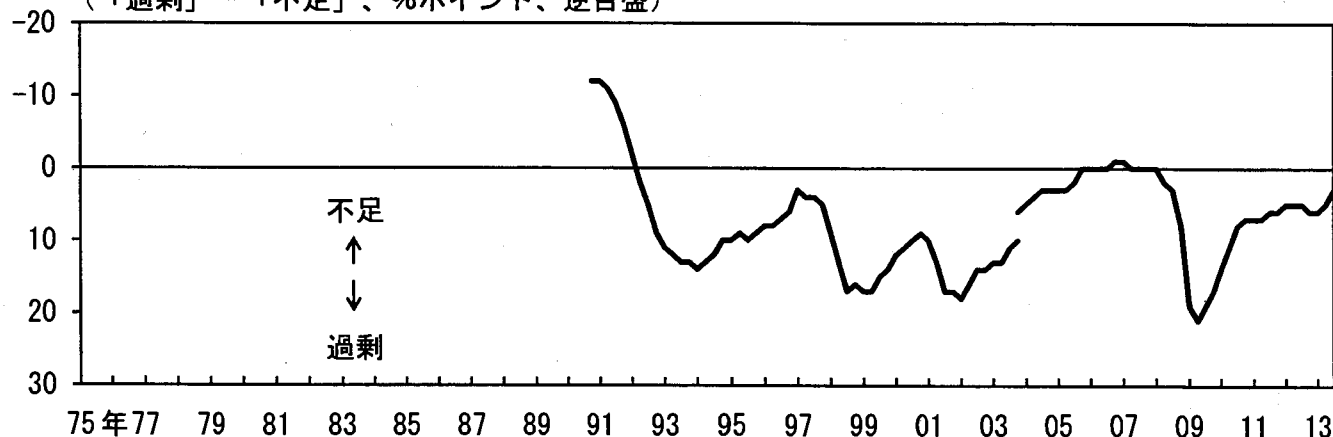


(注) 破線は2008/1Q (リーマン・ショック直前に実質GDPがピークとなった時点)、
細実線は2011/1Q (東日本大震災発生時) の値。

生産要素の稼働状況

(1) 生産・営業用設備判断D. I.

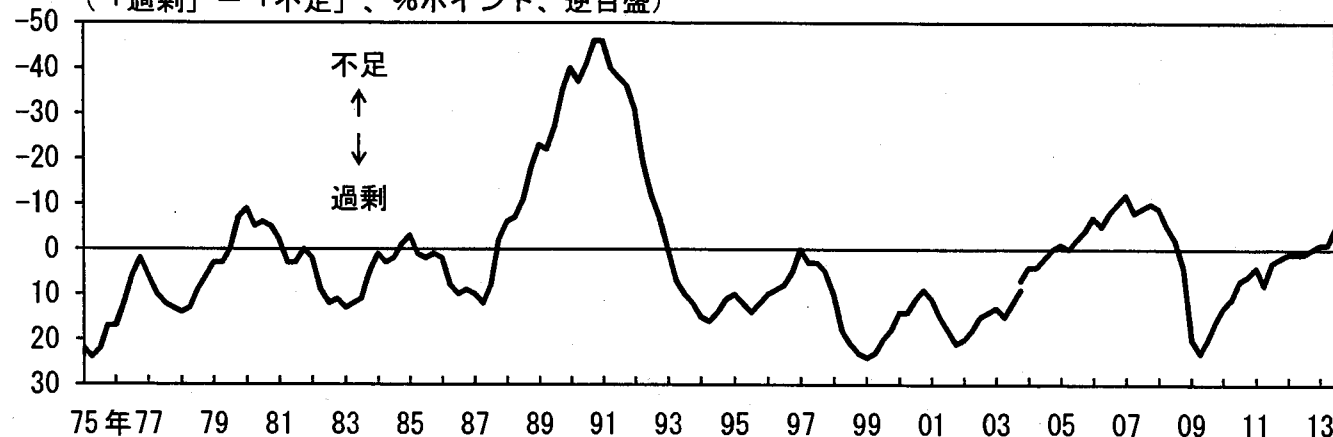
(「過剰」 - 「不足」、%ポイント、逆目盛)



(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.

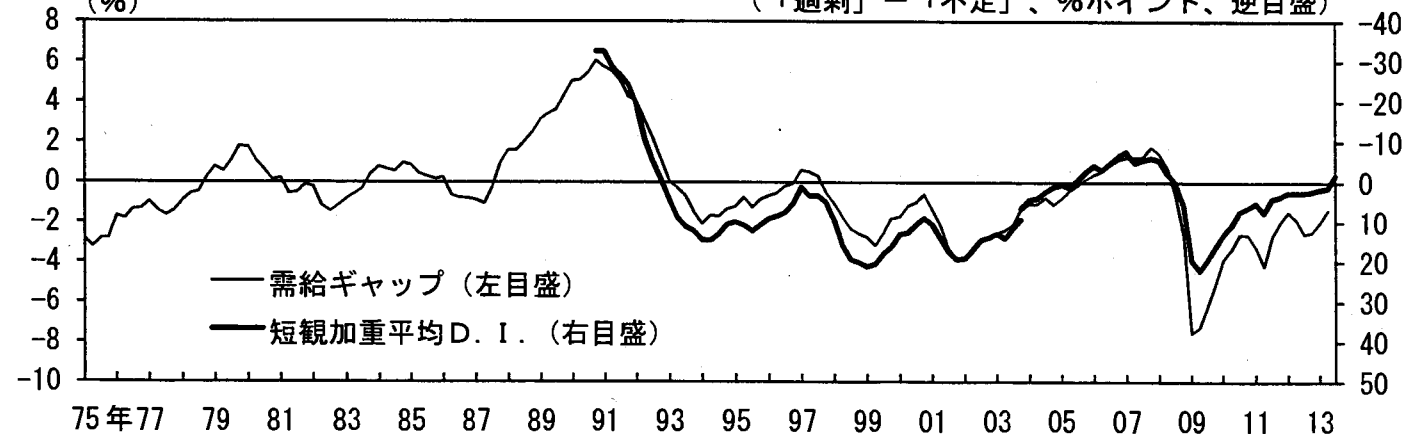
(「過剰」 - 「不足」、%ポイント、逆目盛)



(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)

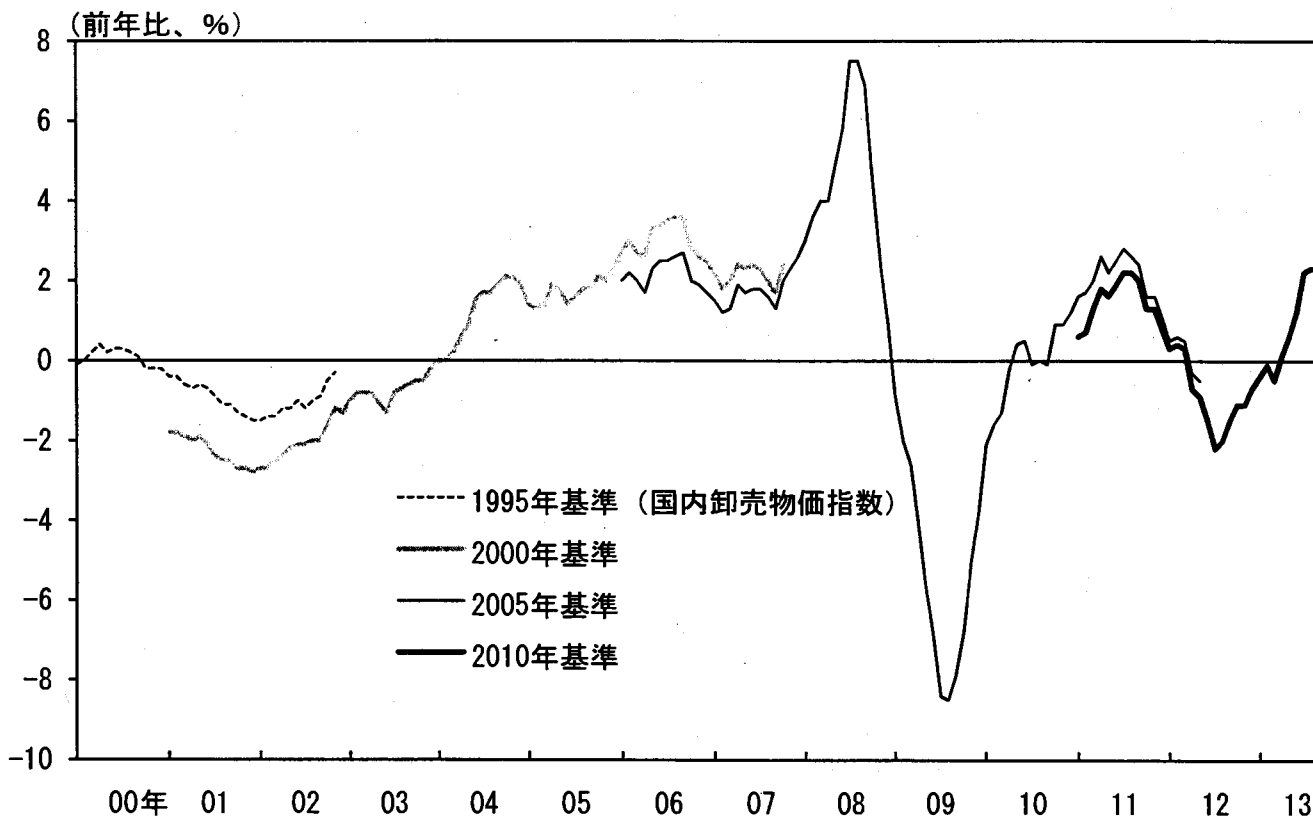


(注) 短観加重平均D. I. は、生産・営業用設備判断D. I. と雇用人員判断D. I. を資本・労働分配率(1990~2011年度平均)で加重平均して算出。需給ギャップは、日本銀行調査統計局の試算値。具体的な計測方法については、日銀レビュー「GDPギャップと潜在成長率の新推計」(2006年5月)を参照。

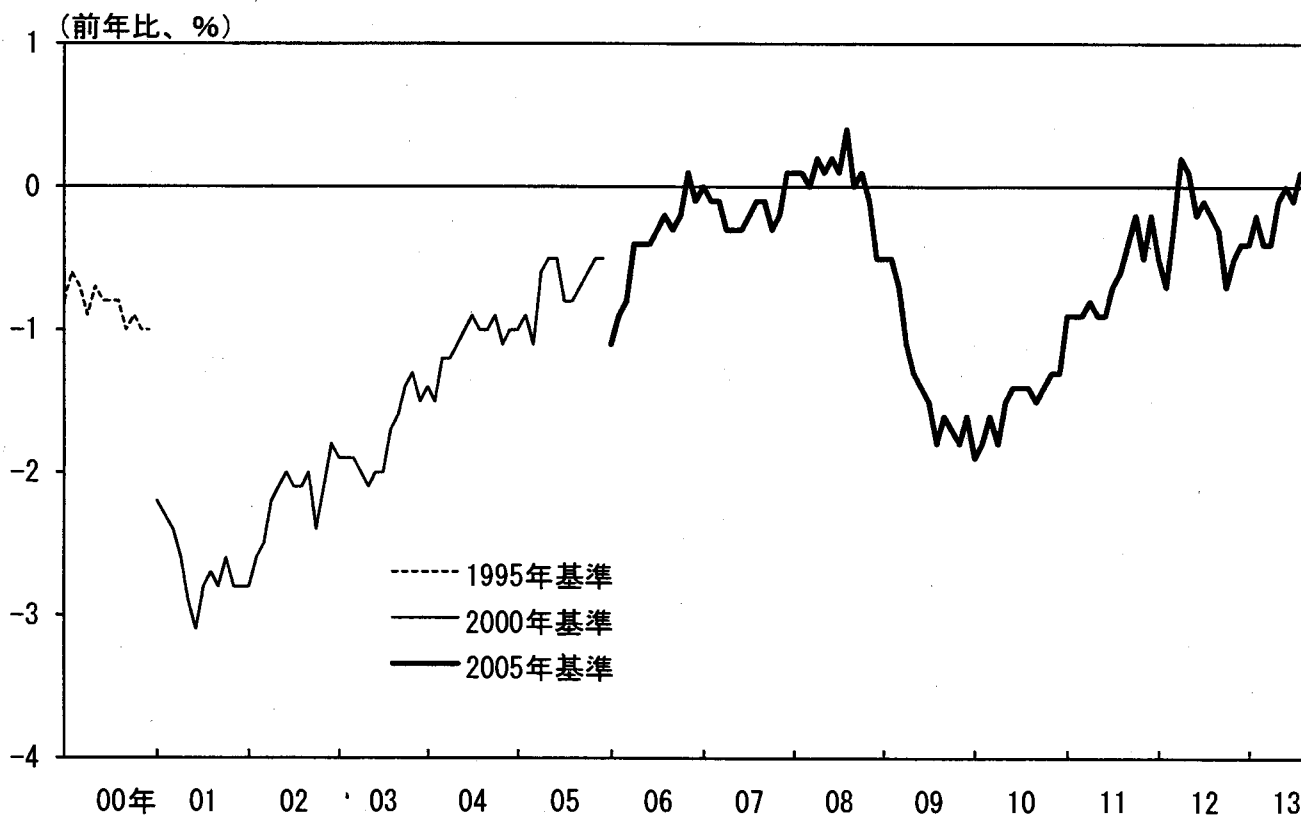
(資料) 内閣府「国民経済計算」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、総務省「労働力調査」、厚生労働省「毎月勤労統計」「職業安定業務統計」、経済産業省「鉱工業指数統計」等

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)

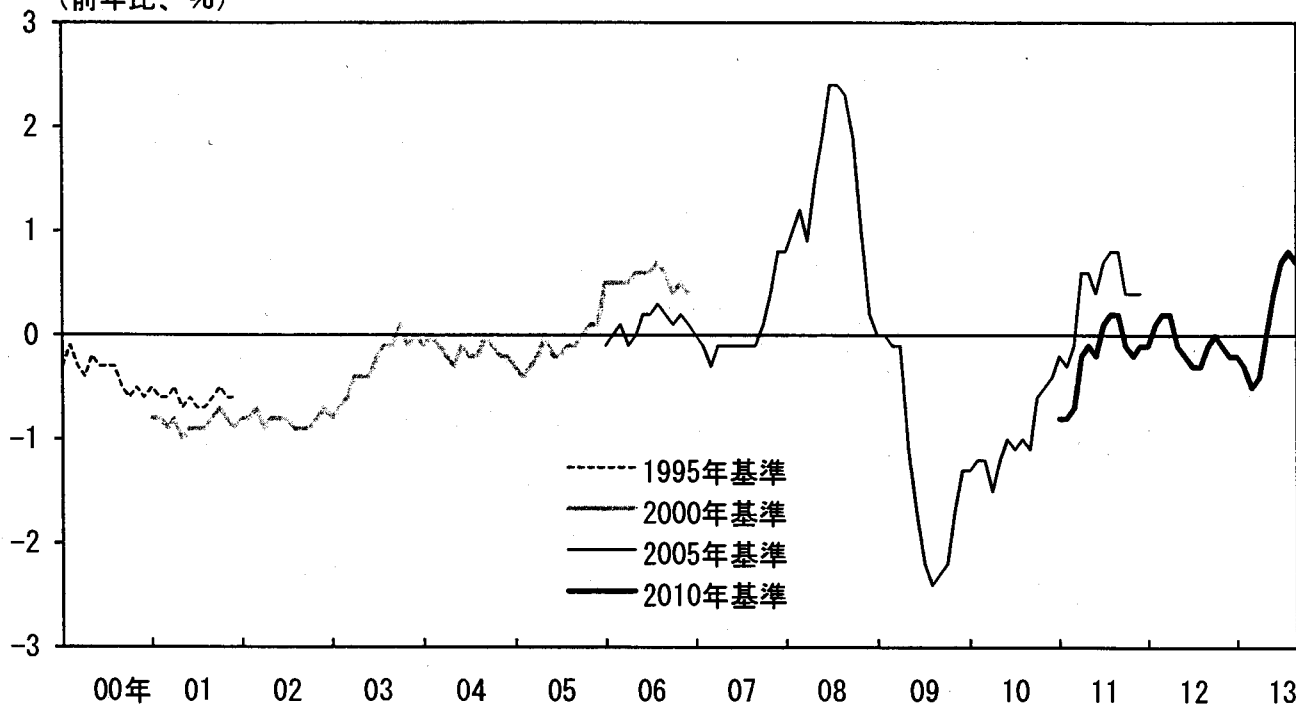


(資料) 日本銀行「企業物価指数」「卸売物価指数」「企業向けサービス価格指数」

消費者物価 (1)

(1) 消費者物価指数

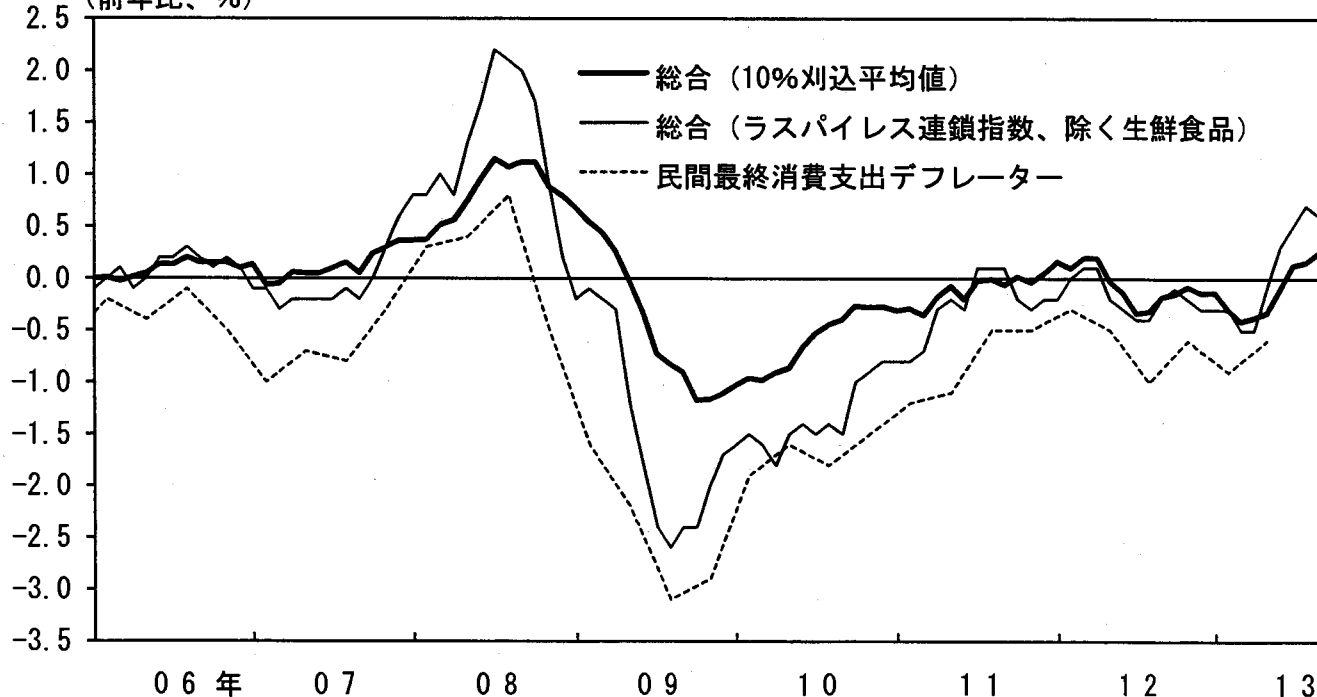
(前年比、%)



(注) 総合除く生鮮食品。

(2) 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。

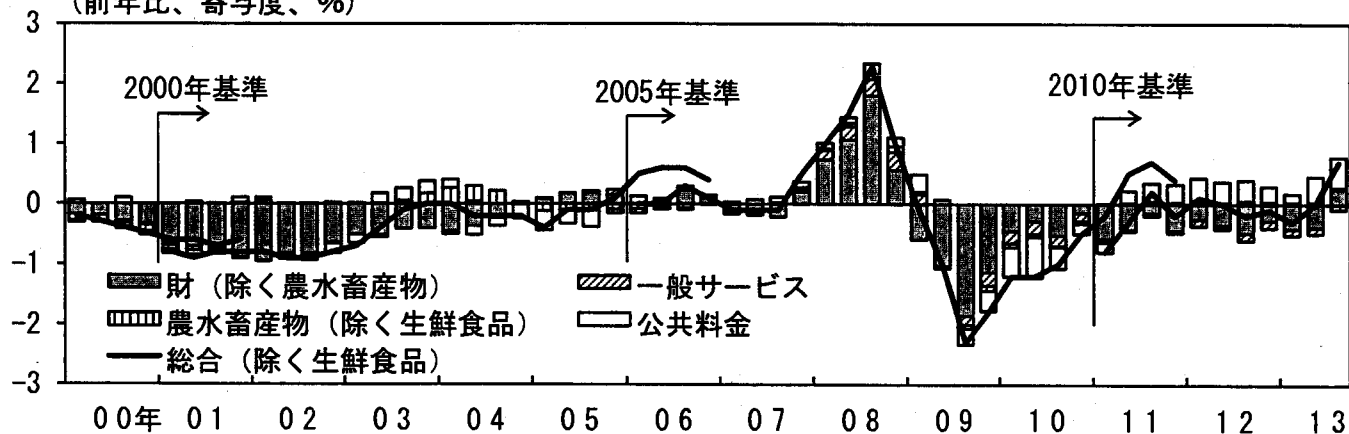
2. 2006年のラスパイレス連鎖指数は、固定基準年指数の前年同月比。2010年以前のラスパイレス連鎖指数の前年同月比は2005年基準、2011年以降は2010年基準。

(資料) 総務省「消費者物価指数」、内閣府「国民経済計算」

消費者物価 (2)

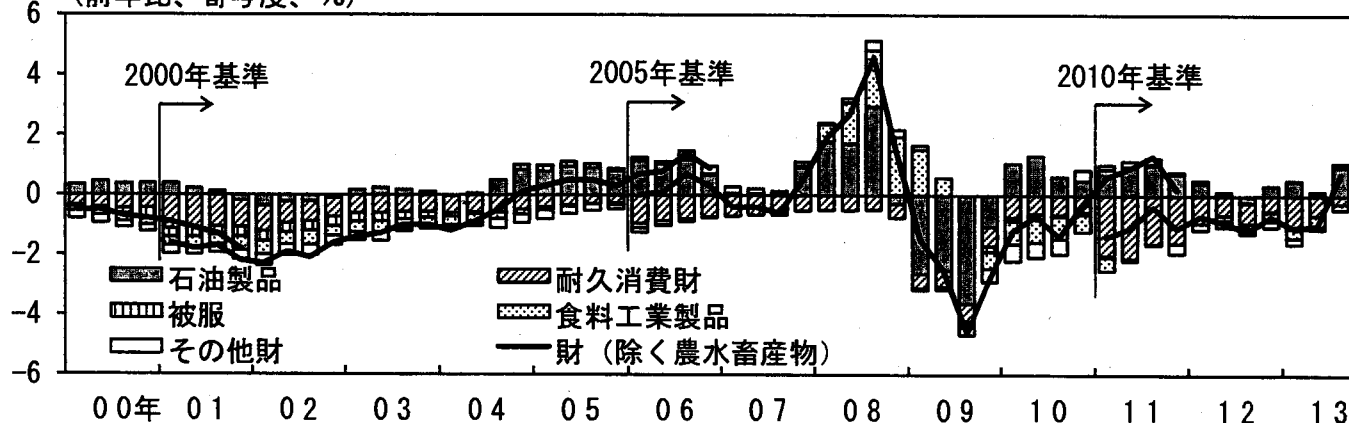
(1) 総合 (除く生鮮食品) の要因分解

(前年比、寄与度、%)



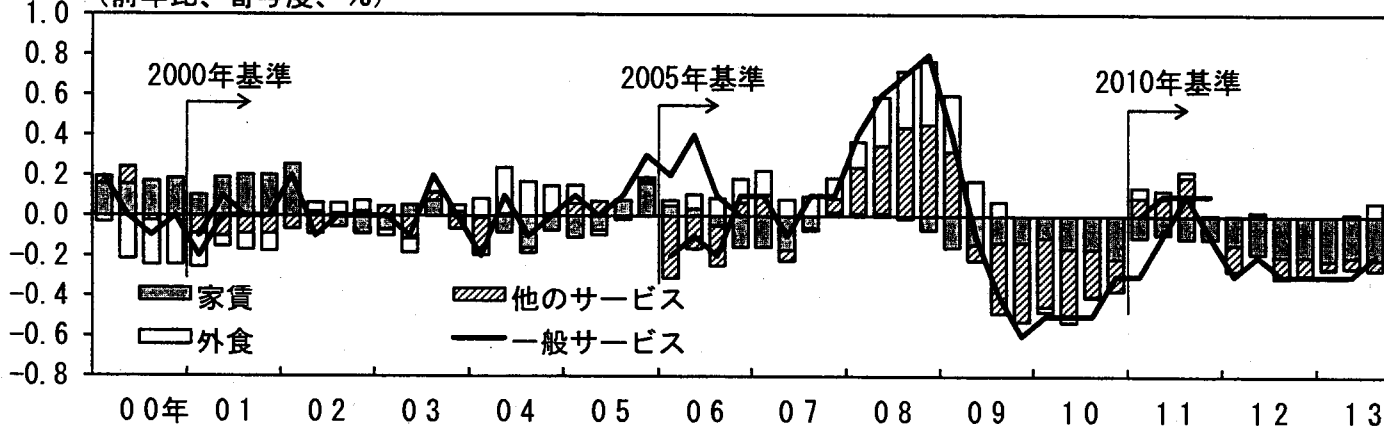
(2) 財 (除く農水畜産物) の要因分解

(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」

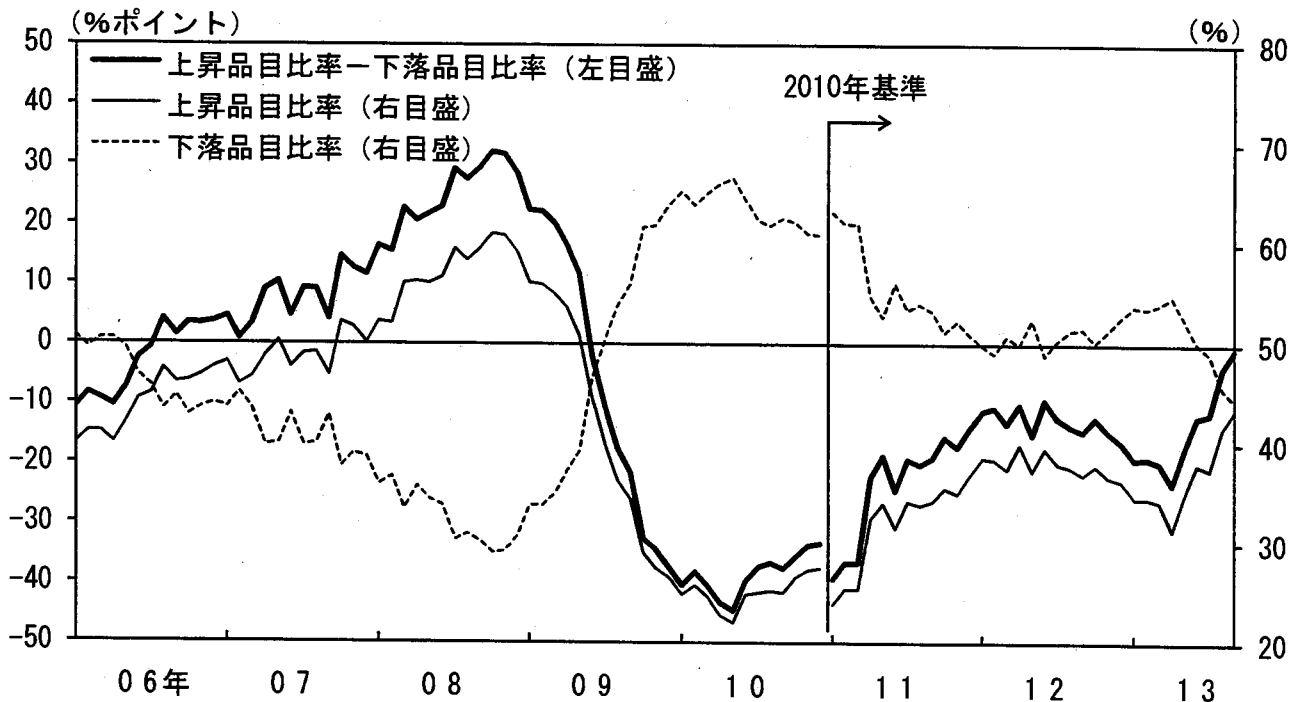
家賃 = 「民営家賃」 + 「持家の帰属家賃」

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」

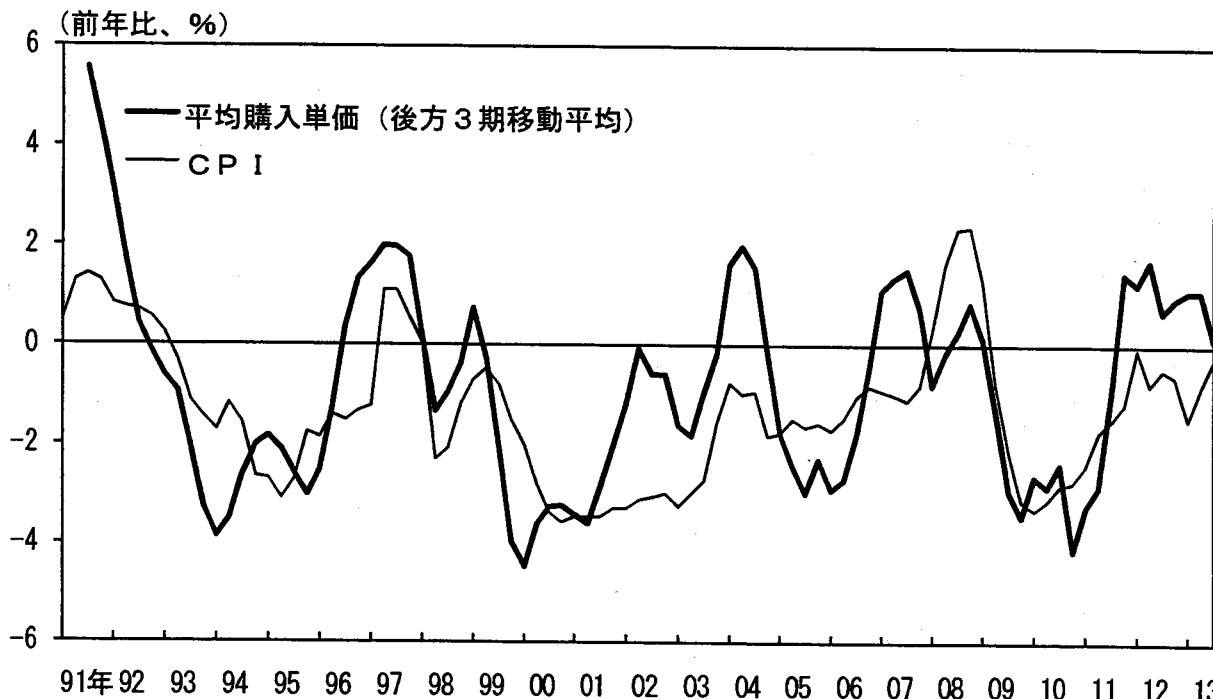
消費者物価 (3)

(1) 上昇・下落品目比率



(注) 前年比上昇・下落品目の割合。総合除く生鮮食品。

(2) 家計調査の購入単価

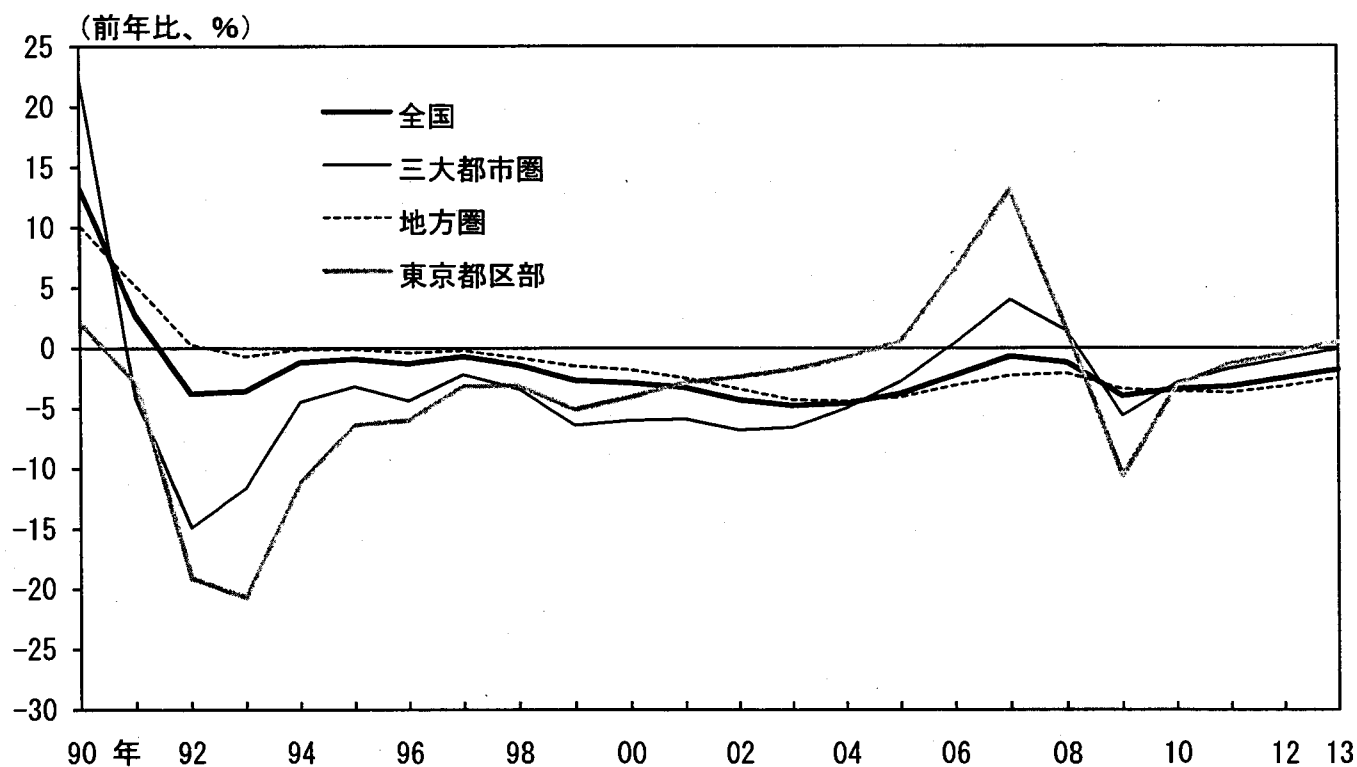


- (注) 1. 家計調査とCPIの両方で継続してデータが存在する品目を抽出し、食料工業製品、農水畜産物(除く生鮮食品)、被服、耐久消費財、その他財について積み上げたもの。
2. その他財は、「財」から被服(=「衣料」+「シャツ・セーター・下着類」)、「食料工業製品」、「農水畜産物」、「耐久消費財」、「石油製品」、「電気・都市ガス・水道」を除いたもの(「」内は総務省公表ベースのCPI分類)。
3. 2013/3Qは、7~8月の前年同期比。

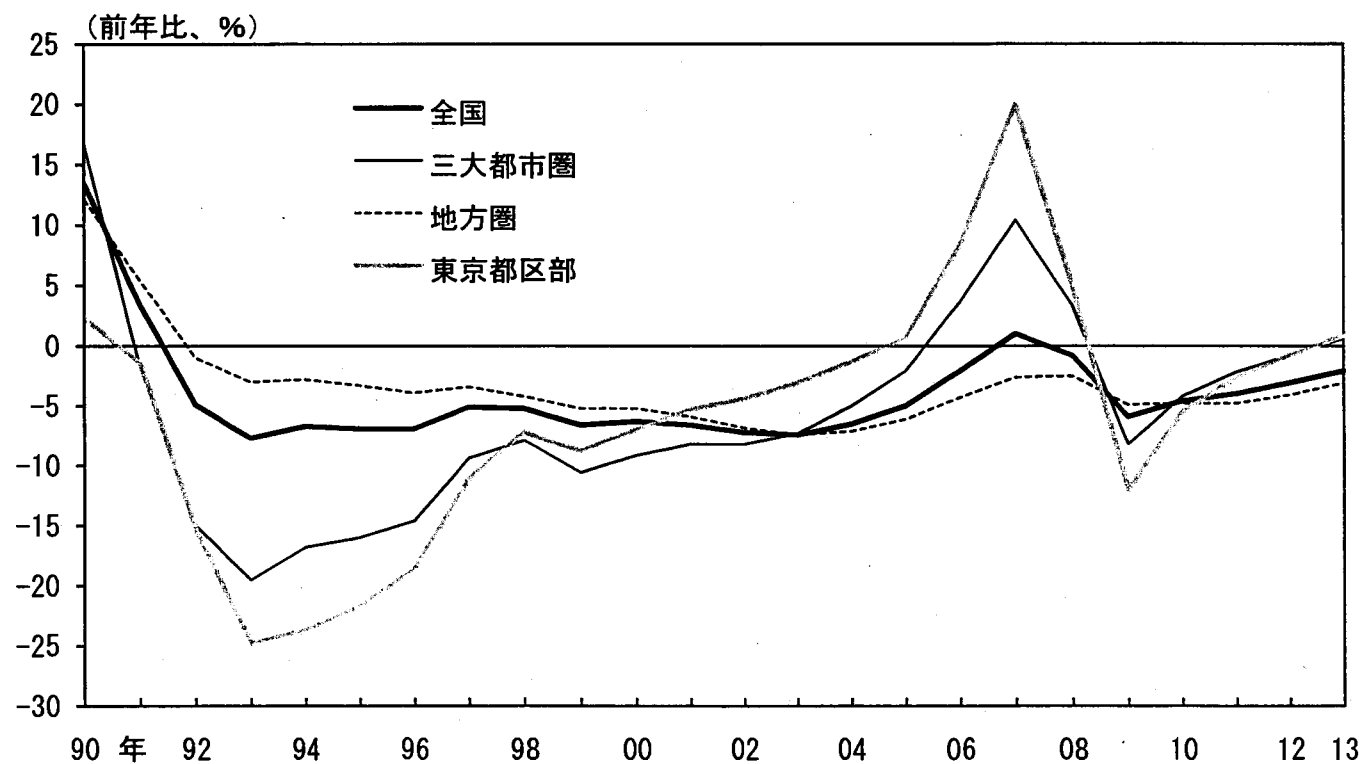
(資料) 総務省「消費者物価指数」「家計調査報告」

地価

(1) 住宅地



(2) 商業地



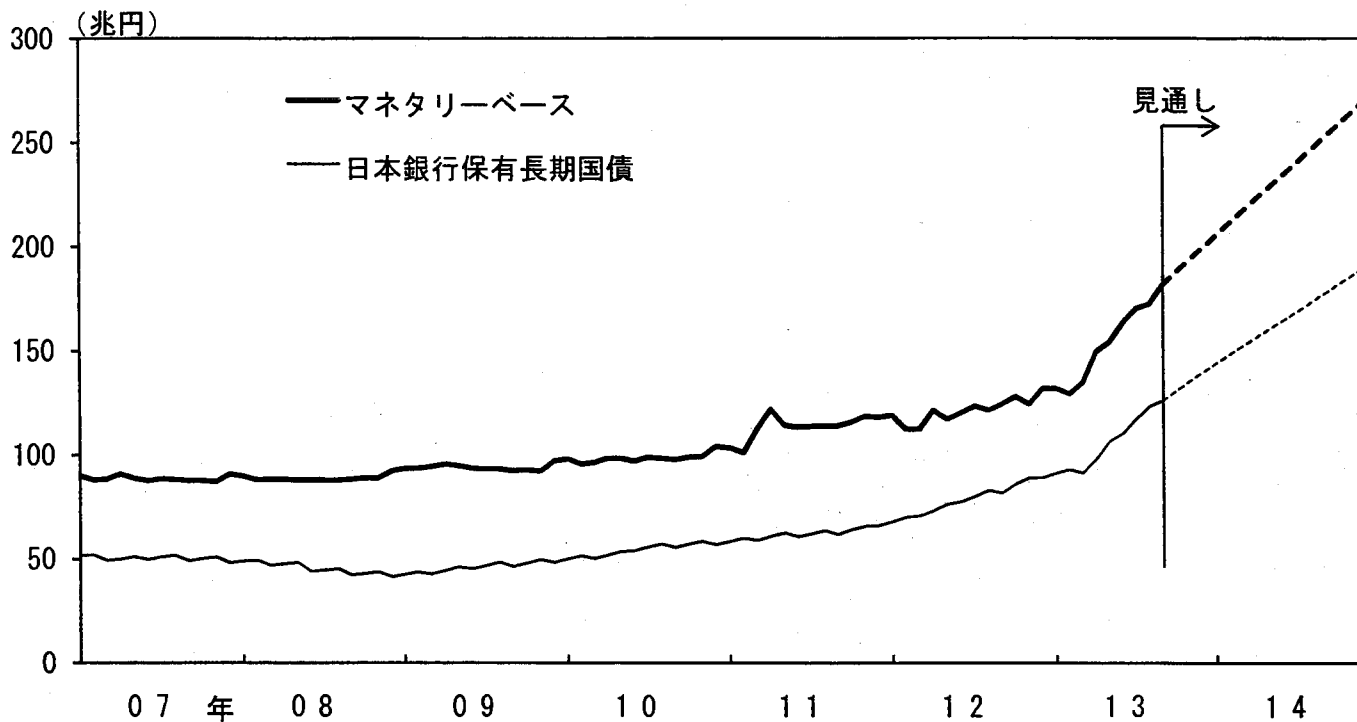
(注) 1. 7月1日時点の地価を調査。

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

(資料) 国土交通省「都道府県地価調査」

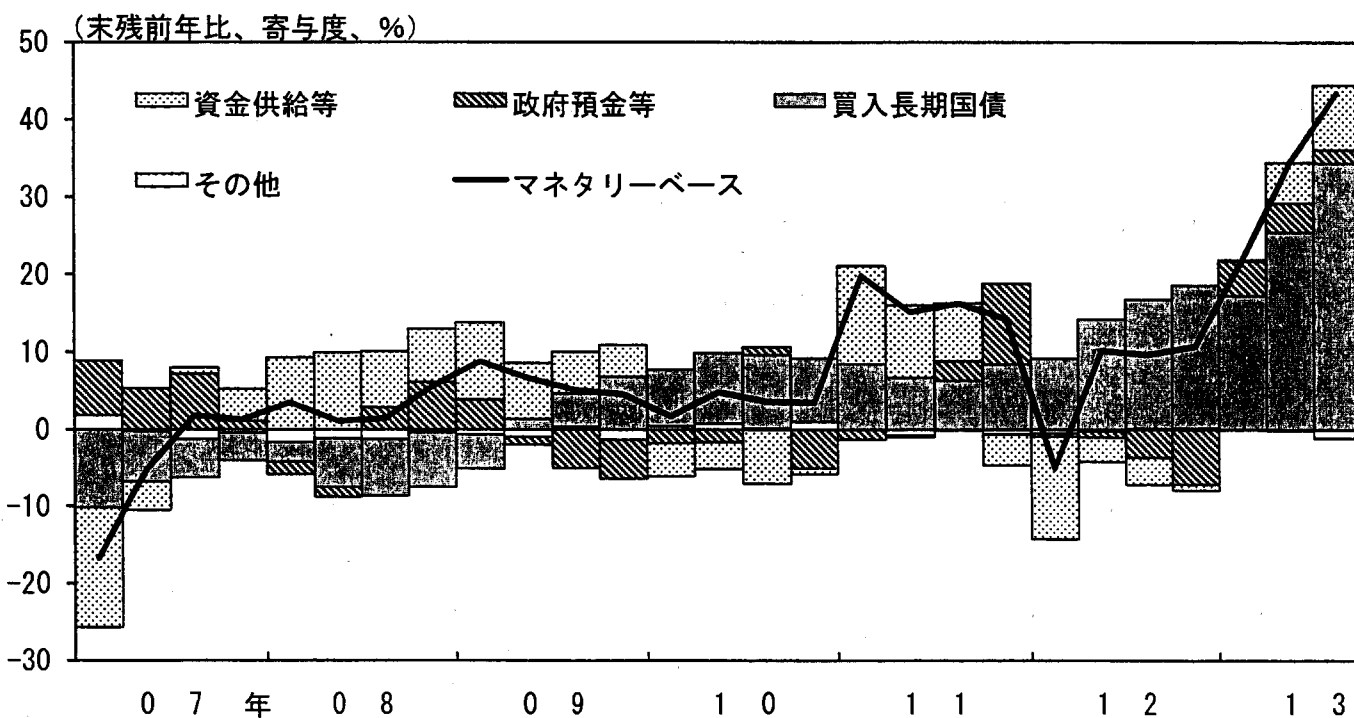
マネタリーベースと長期国債買入れ

(1) マネタリーベースと日本銀行保有長期国債



(注) マネタリーベースの実績値は月中平均値。マネタリーベースの見通し値および日本銀行保有長期国債は月末値。

(2) マネタリーベースの前年比

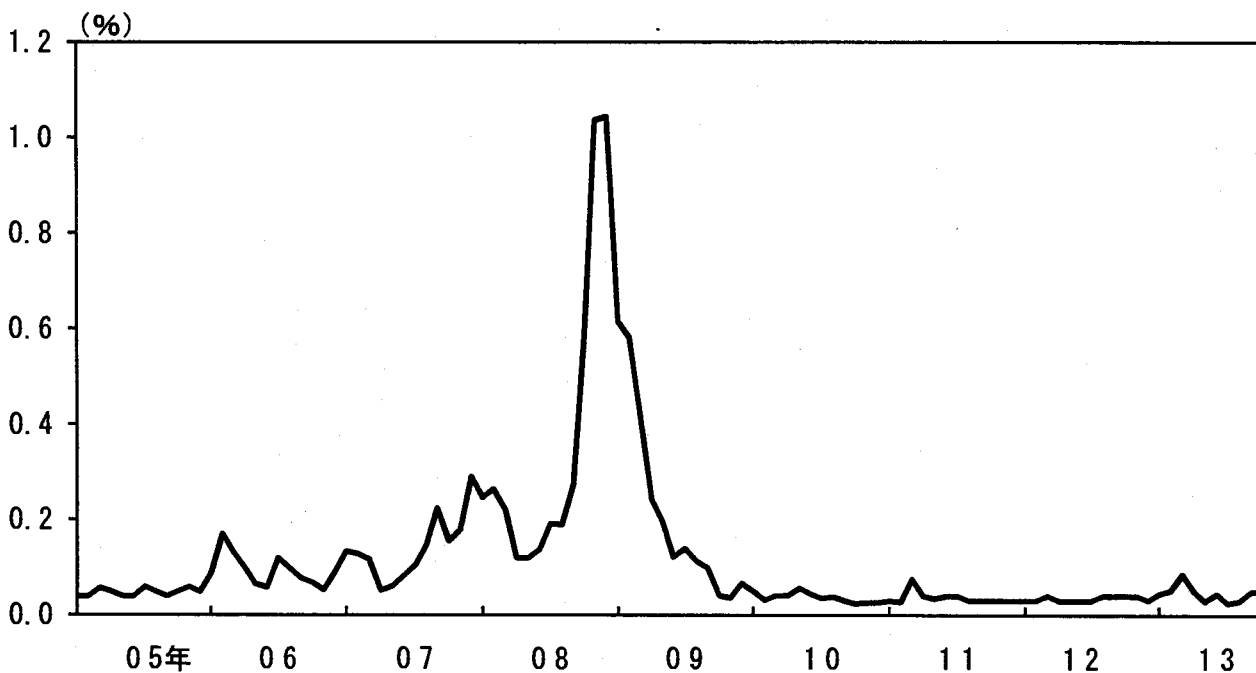


(注) 資金供給等は、金融市場調節による資産の買入れ（長期国債以外）、共通担保オペ、貸出支援基金等の残高。政府預金等には対政府売現先、引受国庫短期証券等を含む。

(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」「営業毎旬報告」

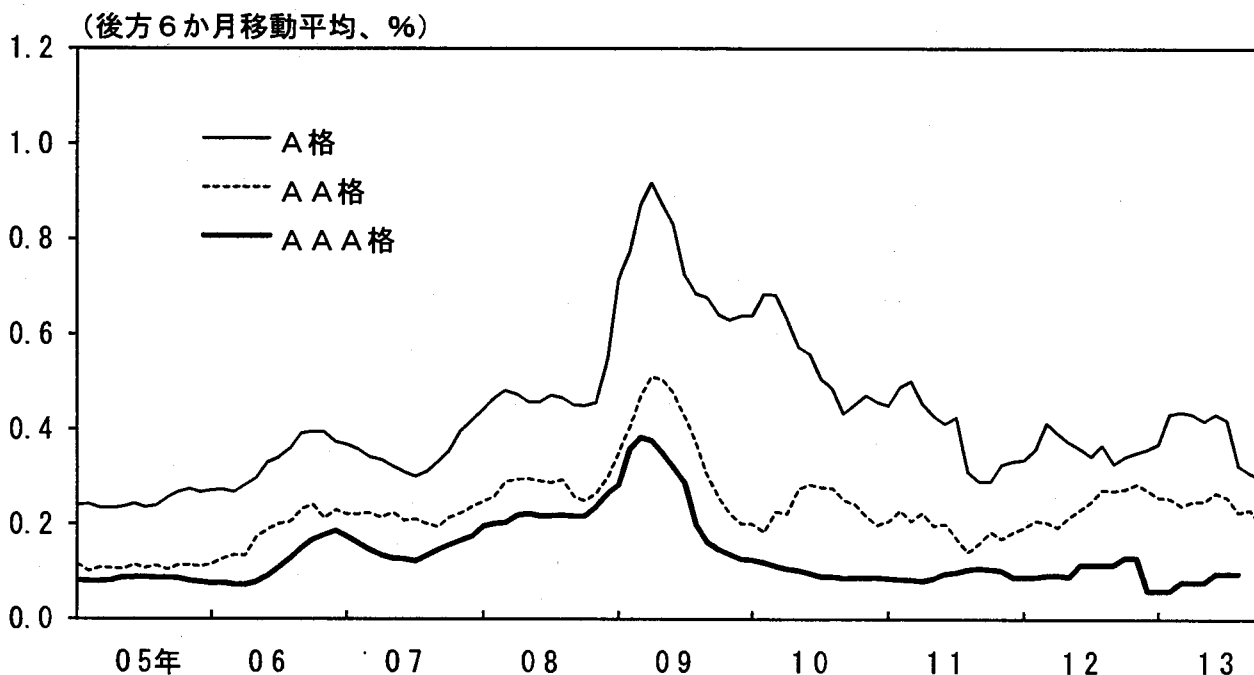
CP・社債スプレッド

(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、2009/9月以前はa-1格以上、2009/10月以降はa-1格。

(2) 社債の発行スプレッド

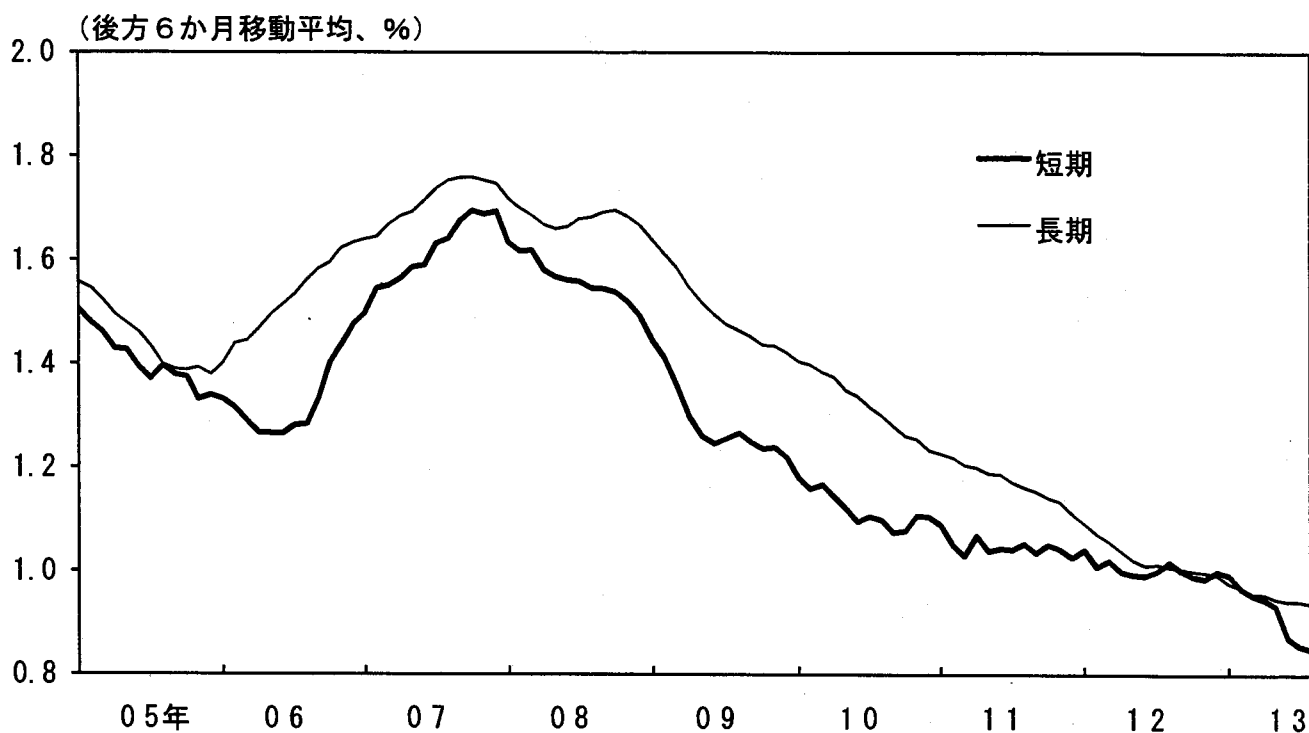


- (注) 1. 社債の発行スプレッド=社債発行金利-同年限の国債流通利回り
全年限の単純平均値、起債日ベース。対象は国内公募社債で、銀行や証券会社などの発行分は除く。
2. 格付けは、ムーディーズ、S&P、R&I、JCRの最高格付で分類。
3. 2013/4~10月は対象となるAAA格の発行は無い。

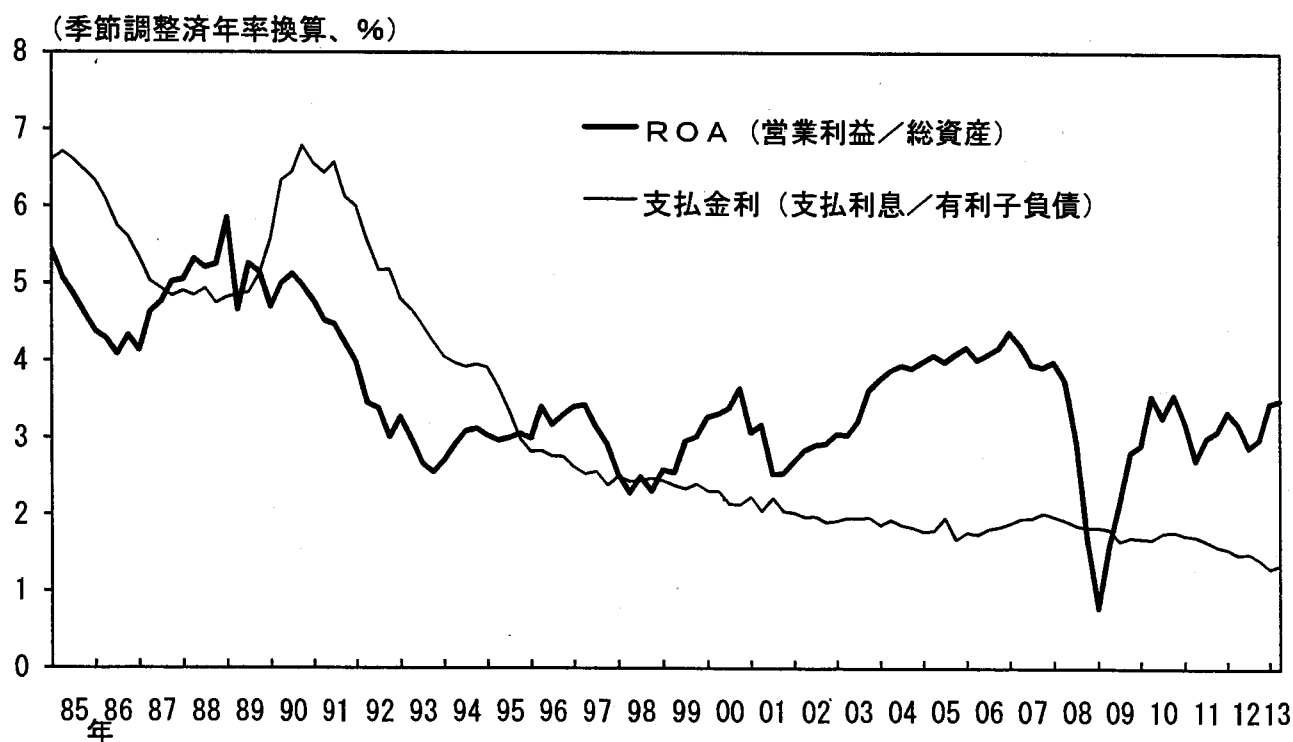
(資料) 日本銀行「国内コマーシャルペーパー発行平均金利」、証券保管振替機構、
キャピタル・アイ、アイ・エヌ情報センター、Bloomberg

貸出金利

(1) 新規貸出約定平均金利



(2) 企業のROAと支払金利

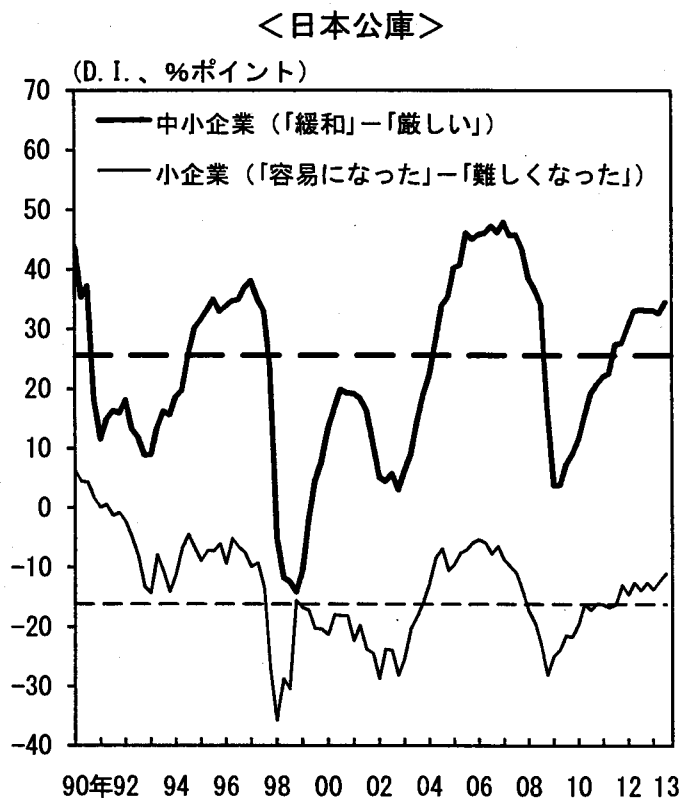
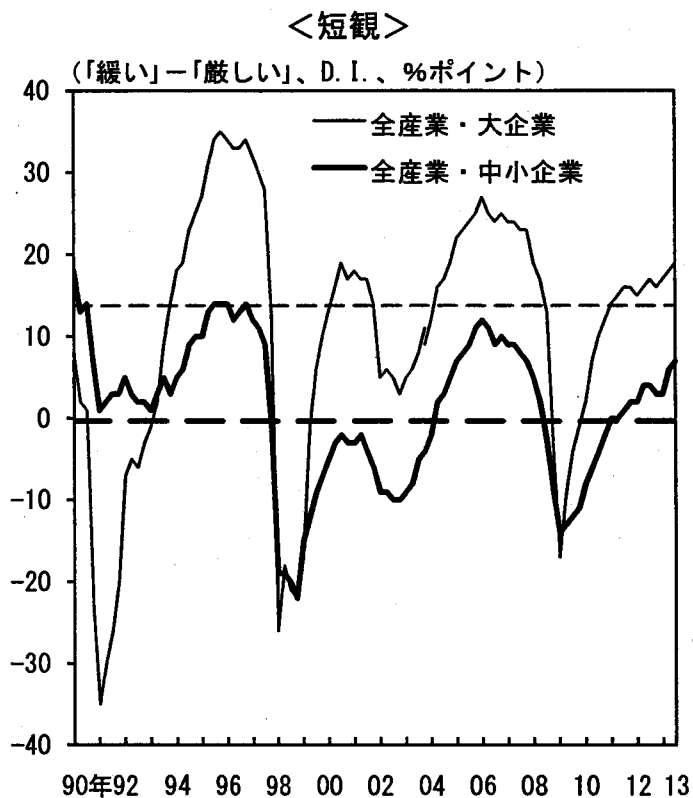


(注) 1. 法人季報ベース。全産業全規模合計。金融業、保険業を除く。
2. 有利子負債は、長短期借入金、社債、受取手形割引残高の合計。

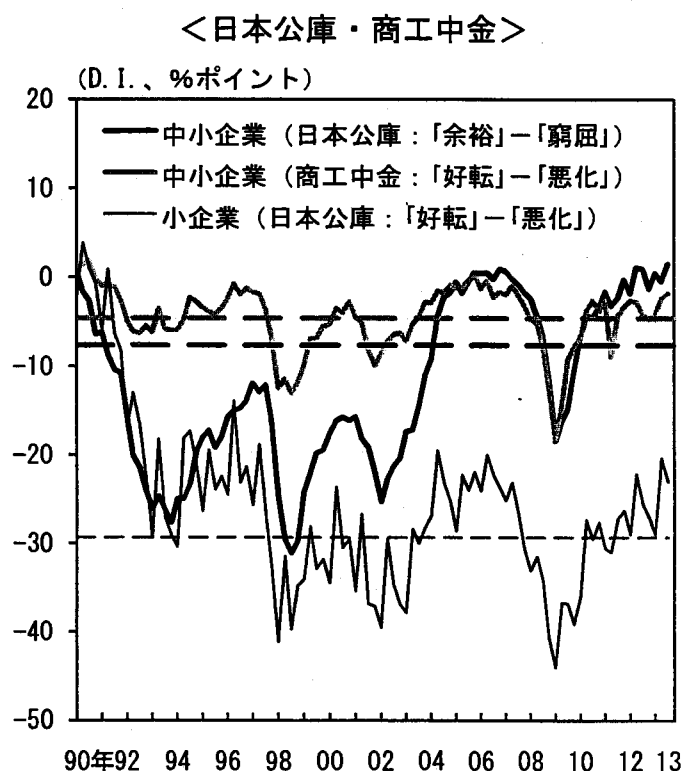
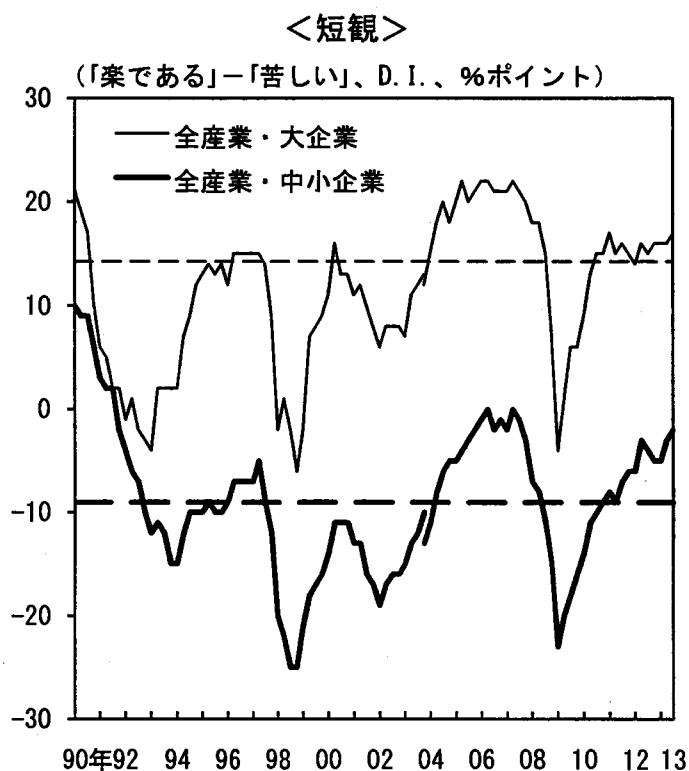
(資料) 日本銀行「貸出約定平均金利」、財務省「法人企業統計季報」

企業金融

(1) 企業からみた金融機関の貸出態度



(2) 企業の資金繰り



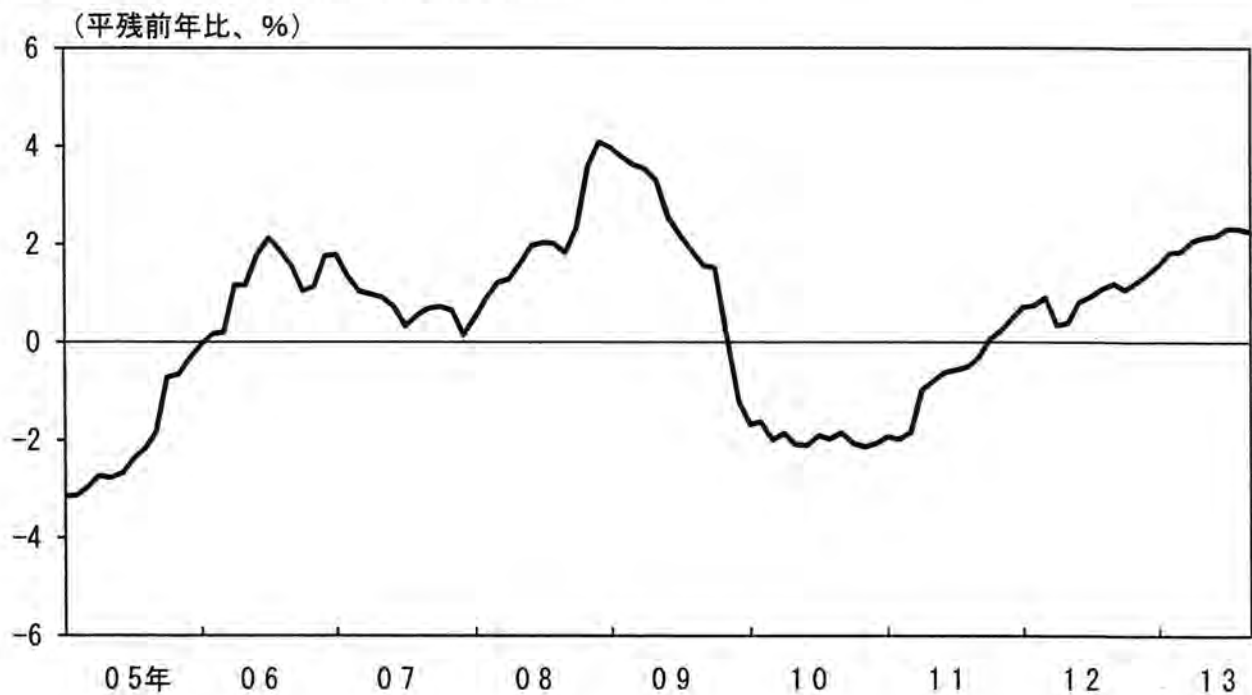
(注) 1. 短観は2004/3月調査より見直しを実施。旧ベースは2003/12月調査まで、新ベースは2003/12月調査から。破線は2000年以降の平均値。

2. 日本公庫 (中小企業) ・商工中金の2013/4Qは、10月の値。

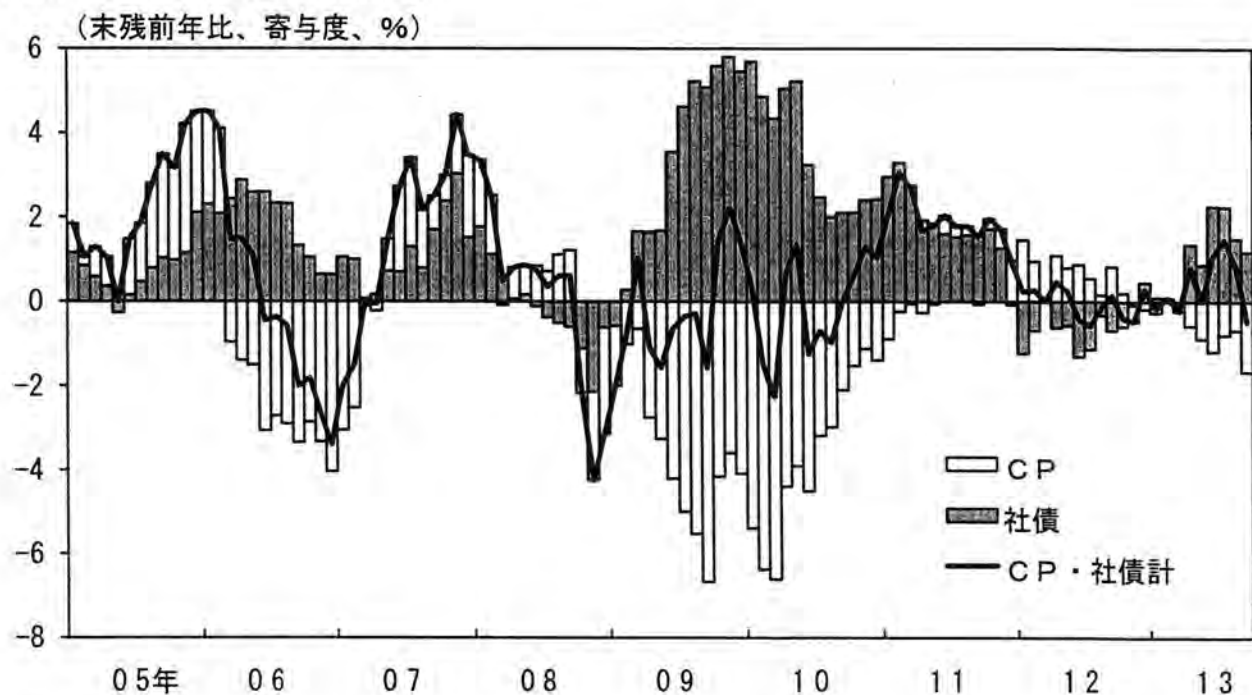
(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、商工中金「中小企業月次景況観測」、日本政策金融公庫「中小企業景況調査」「全国中小企業動向調査結果 (小企業編)」

貸出残高とCP・社債発行残高

(1) 民間銀行貸出残高 (銀行計)



(2) CP・社債発行残高

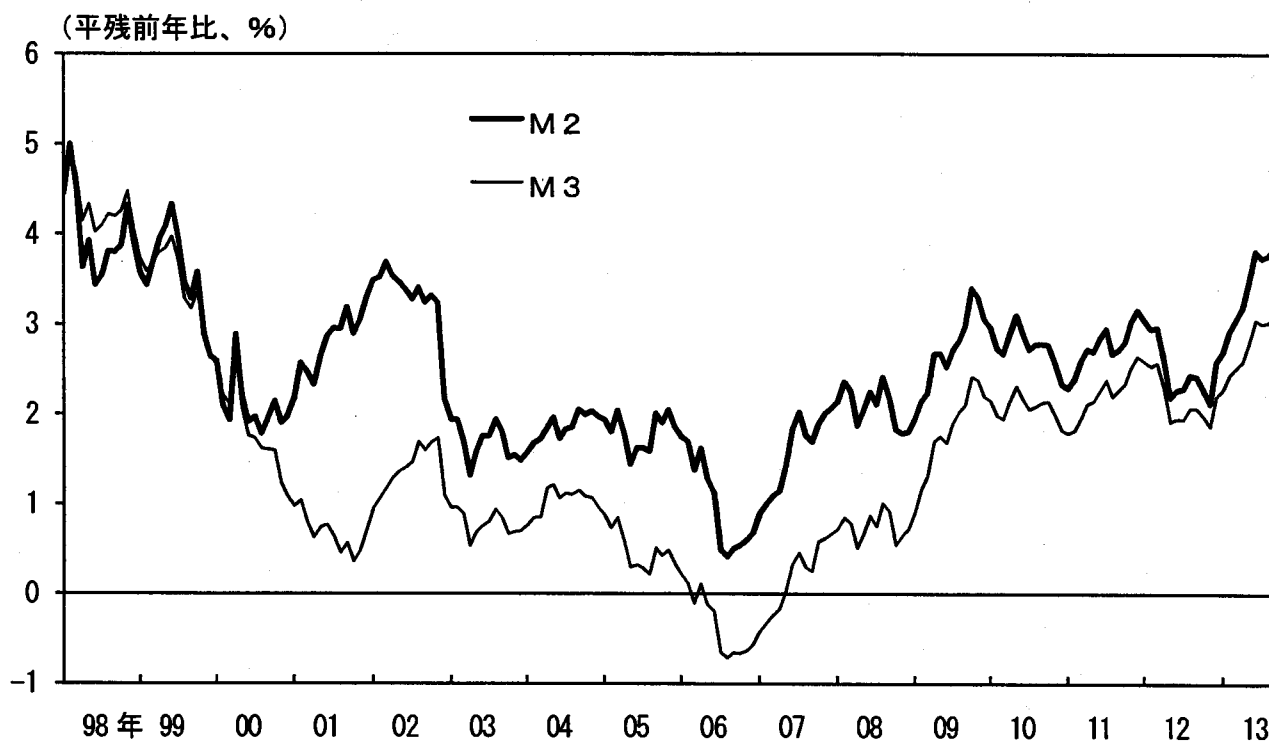


- (注) 1. CPは短期社債(電子CP)の残高。銀行、証券会社および外国会社等による発行分を含まず、ABC CPを含む。なお、2008/3月以前は、日本銀行と当座勘定取引のある銀行・証券会社の引受によるものの残高。
2. 社債は国内、海外で発行された普通社債の合計値。銀行発行分を含む。国内発行分は、振替債の残高。ただし、2008/4月以前については、振替債以外も含む残高合計値を段差修正して接続。

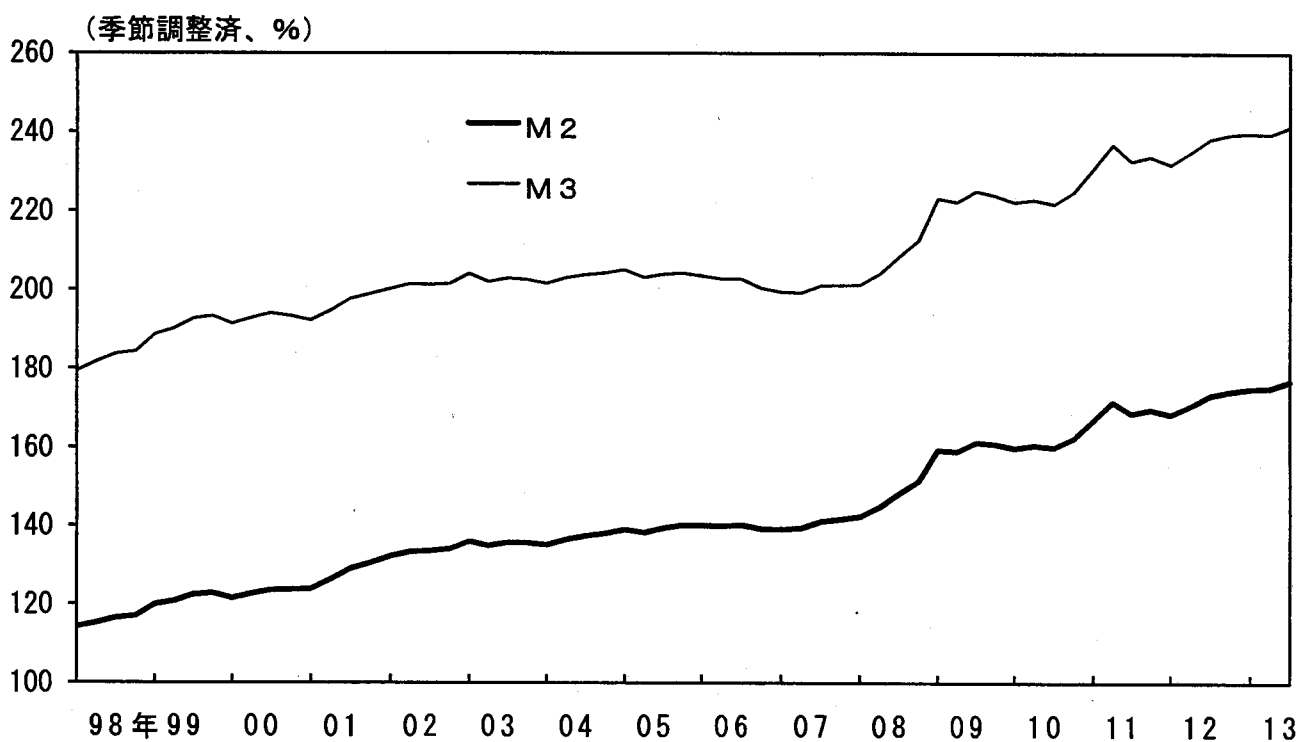
(資料) 日本銀行「貸出・資金吸収動向」「貸出・預金動向」、証券保管振替機構、日本証券業協会、アイ・エヌ情報センター

マネーストック

(1) 前年比



(2) 対名目GDP比率

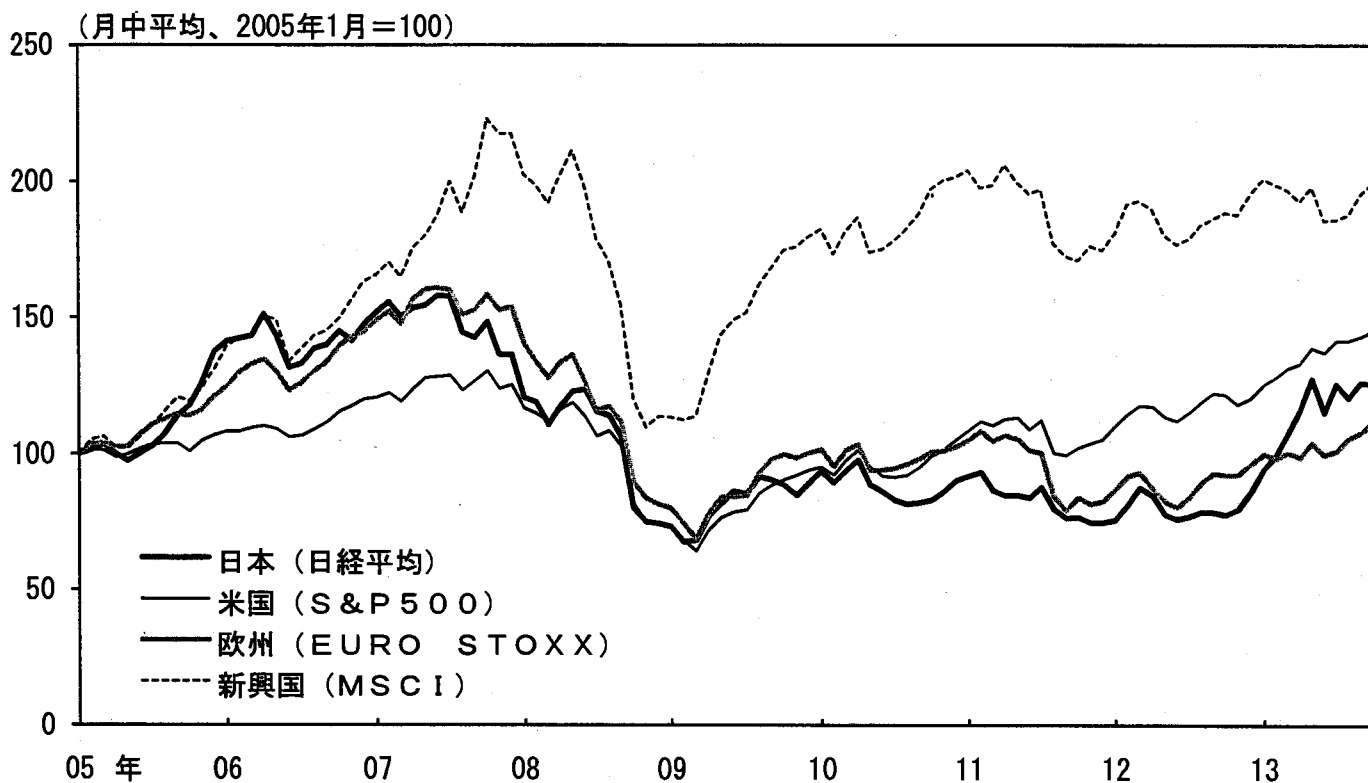


(注) 2003/3月以前のM2、M3は、それぞれマネーサプライ統計の「M2+CD」、
「M3+CD-金銭信託」を利用。2013/3Qの名目GDPは、2013/2Qの値。

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

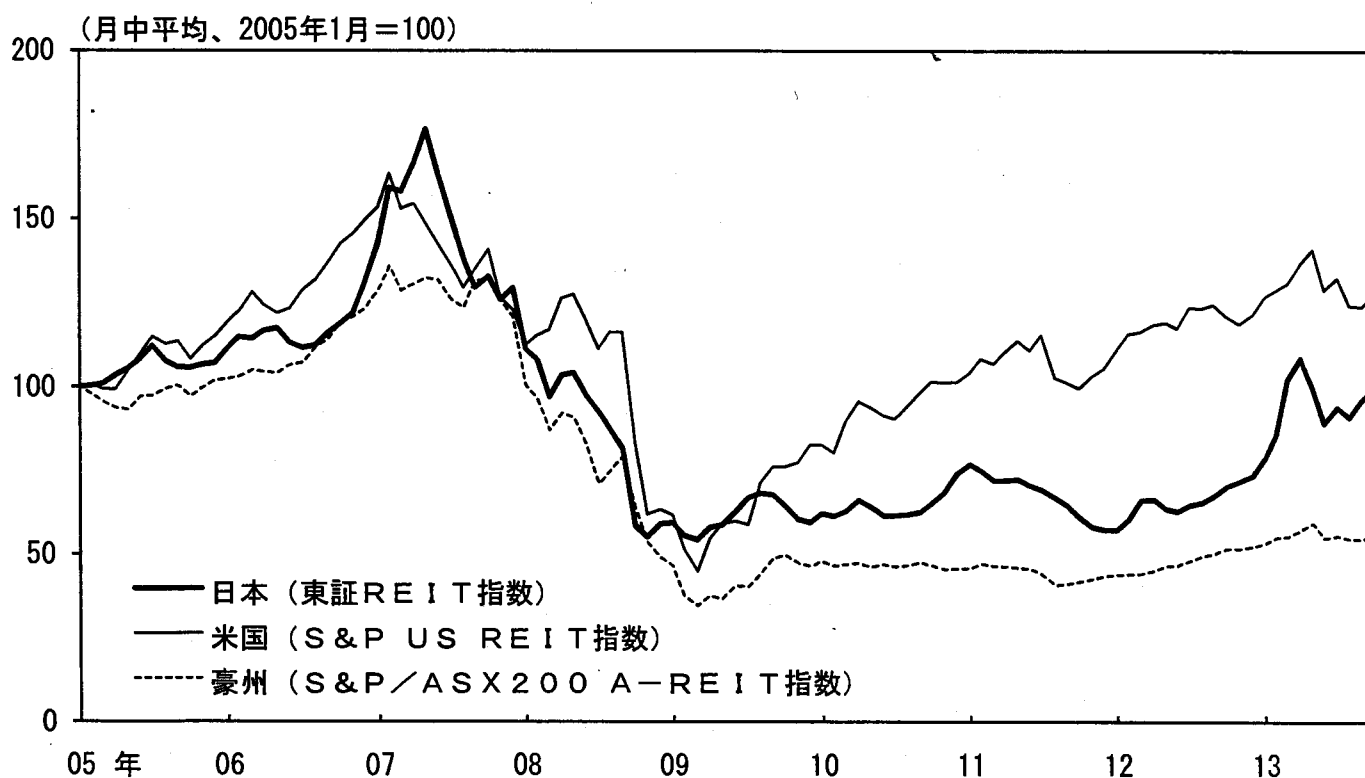
株価・REIT価格

(1) 主要株価指数



(注) 新興国は、MSCIエマージング (現地通貨建て) を利用。

(2) 主要REIT指数

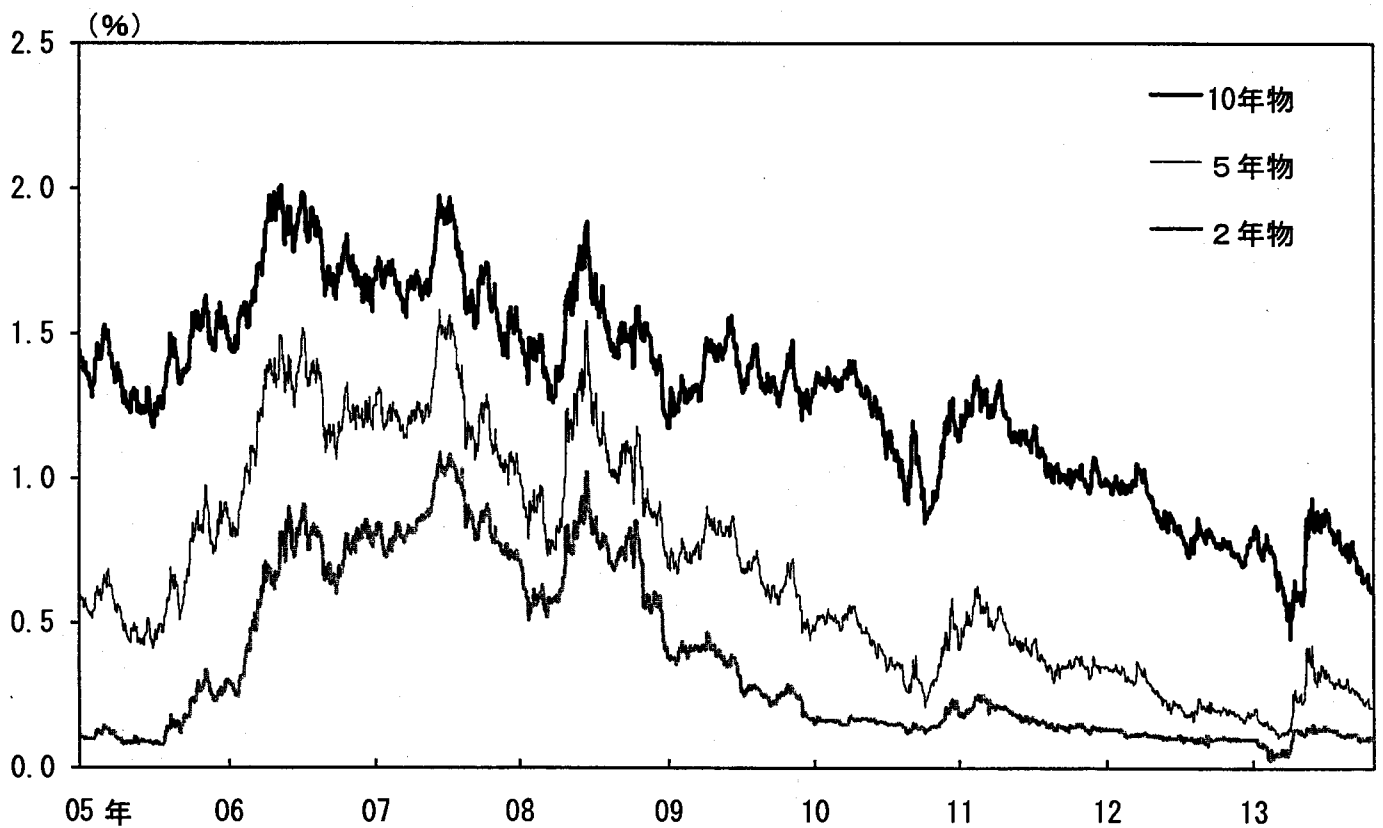


長期金利

(1) 主要国の長期金利 (10年物国債利回り)



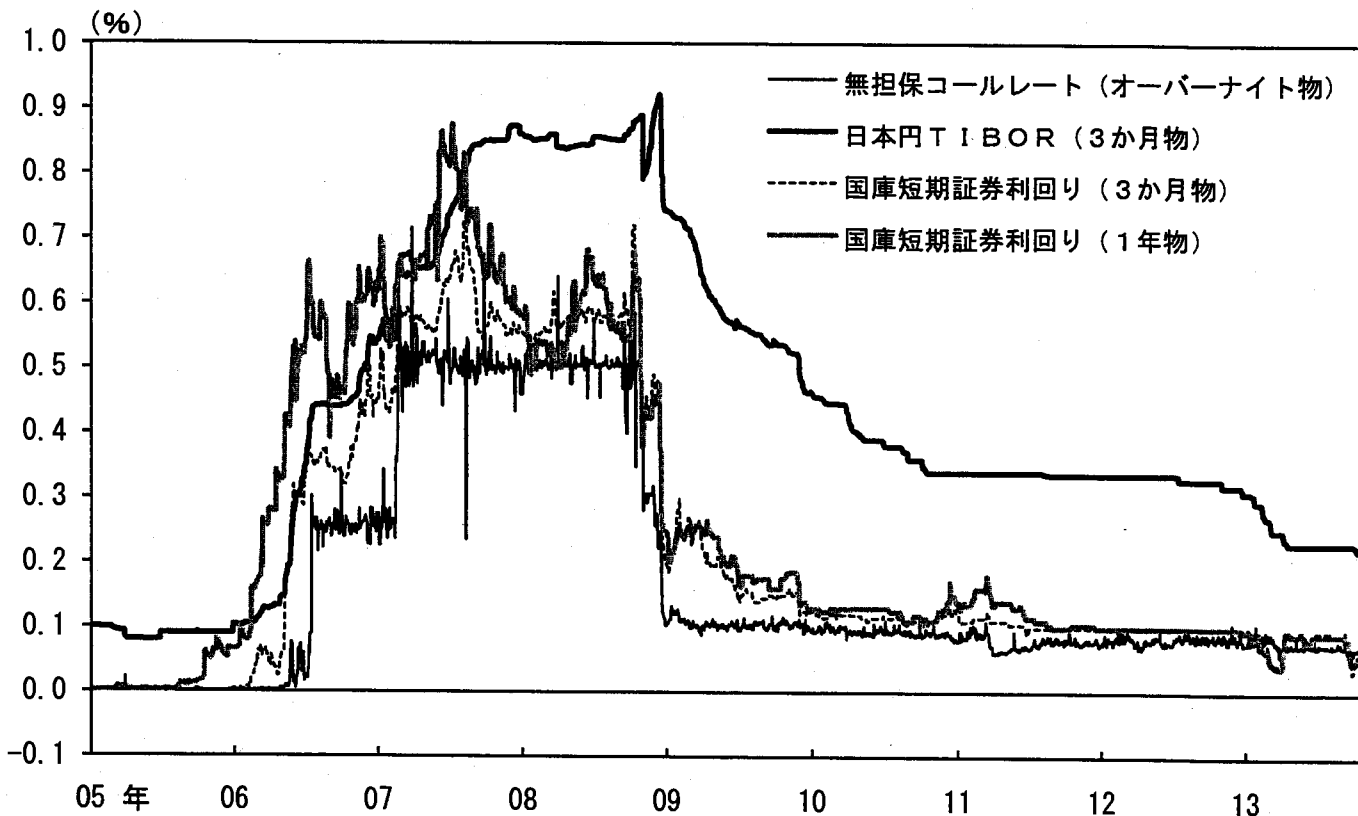
(2) 日本の国債利回り



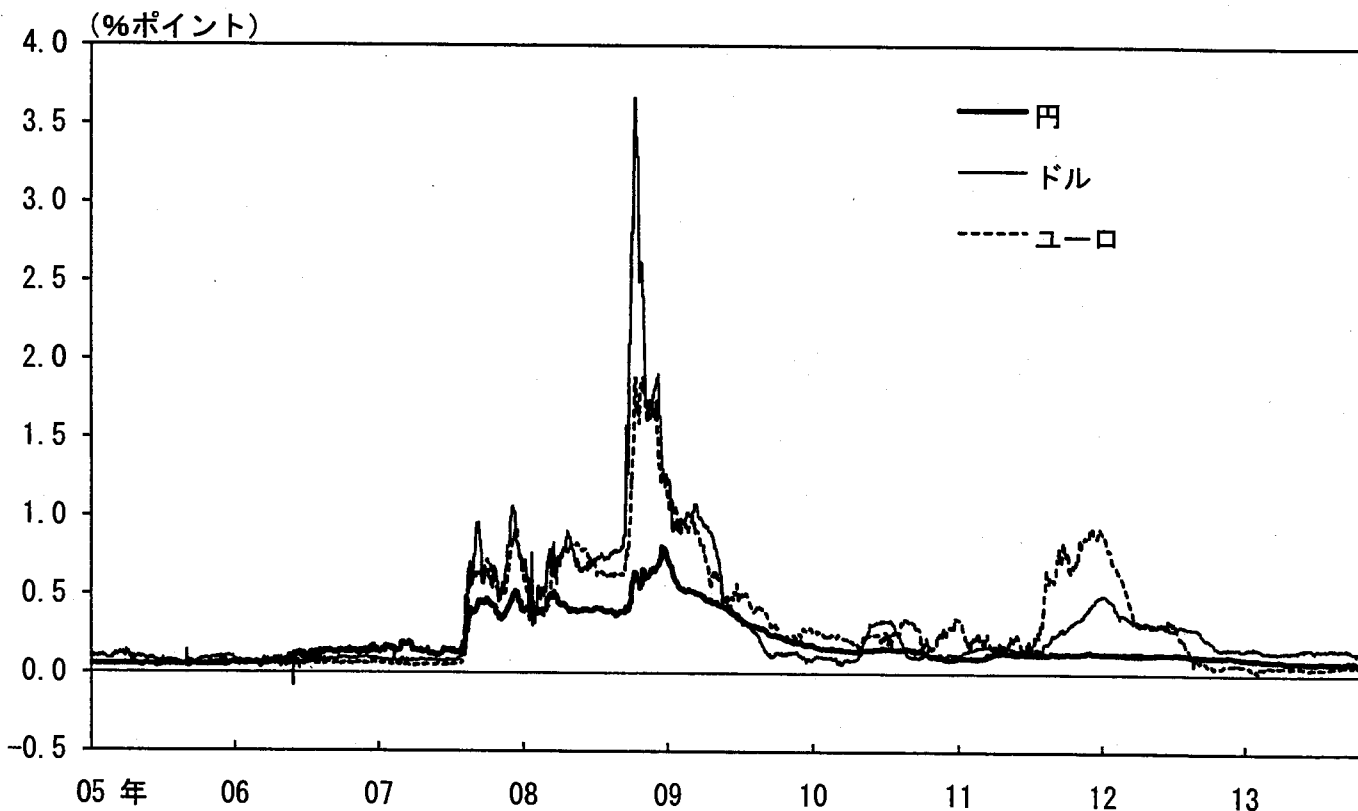
(資料) Bloomberg

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

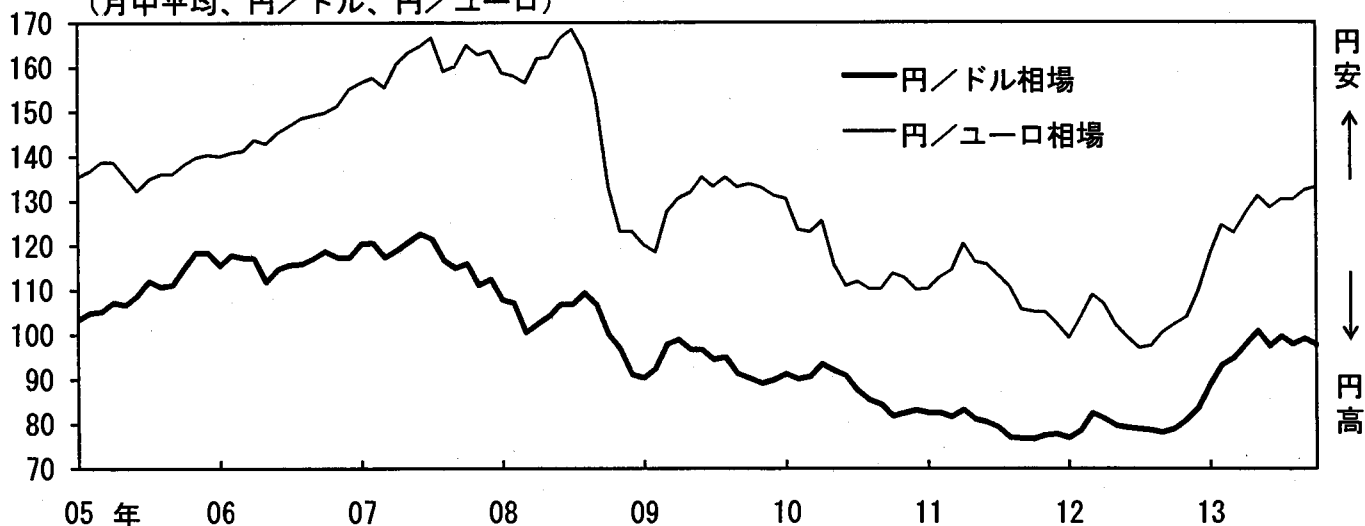


(注) ターム物の信用スプレッド=LIBOR3か月物-OISレート3か月物
(資料) 日本銀行、Bloomberg

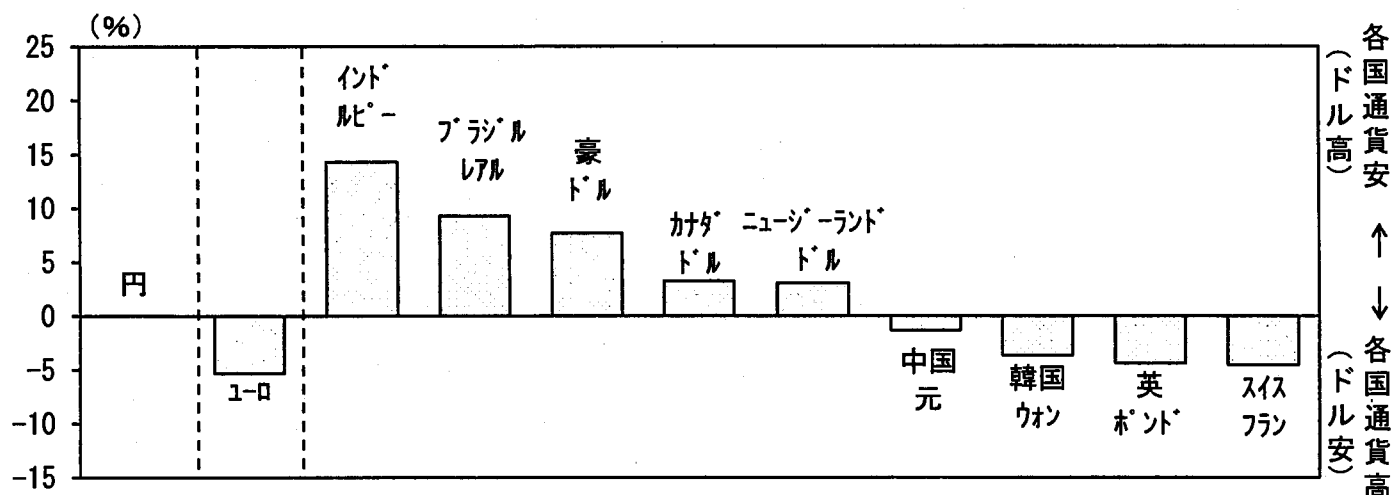
為替相場

(1) 円ドル・円ユーロ相場

(月中平均、円/ドル、円/ユーロ)

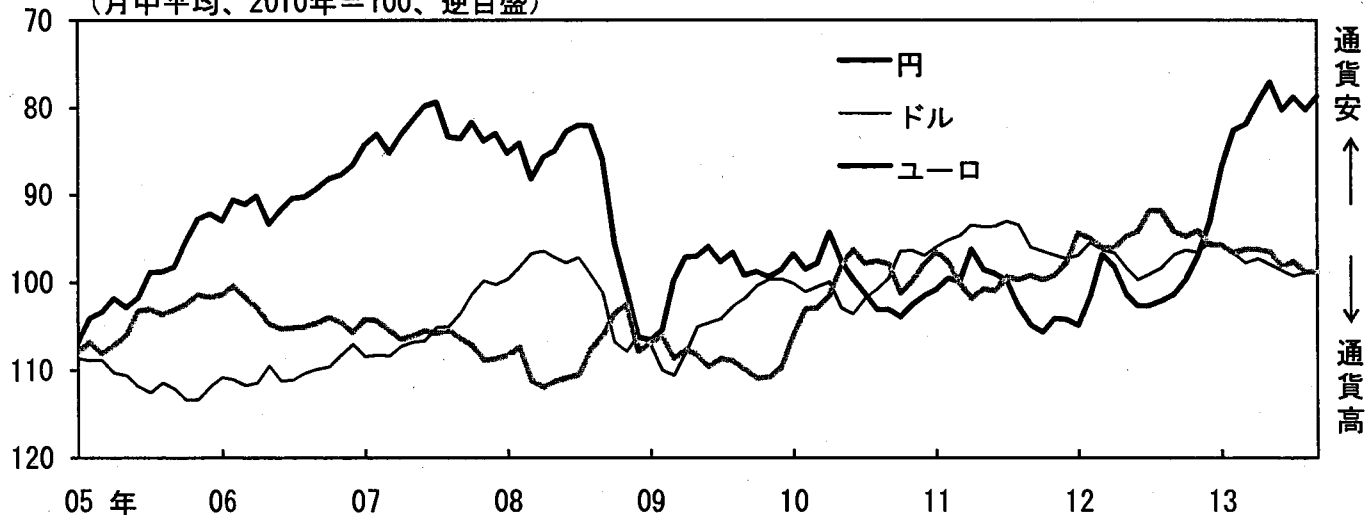


(2) 各国通貨の対ドルレート変化率 (2013年4月末対比)



(3) 実質実効為替レート

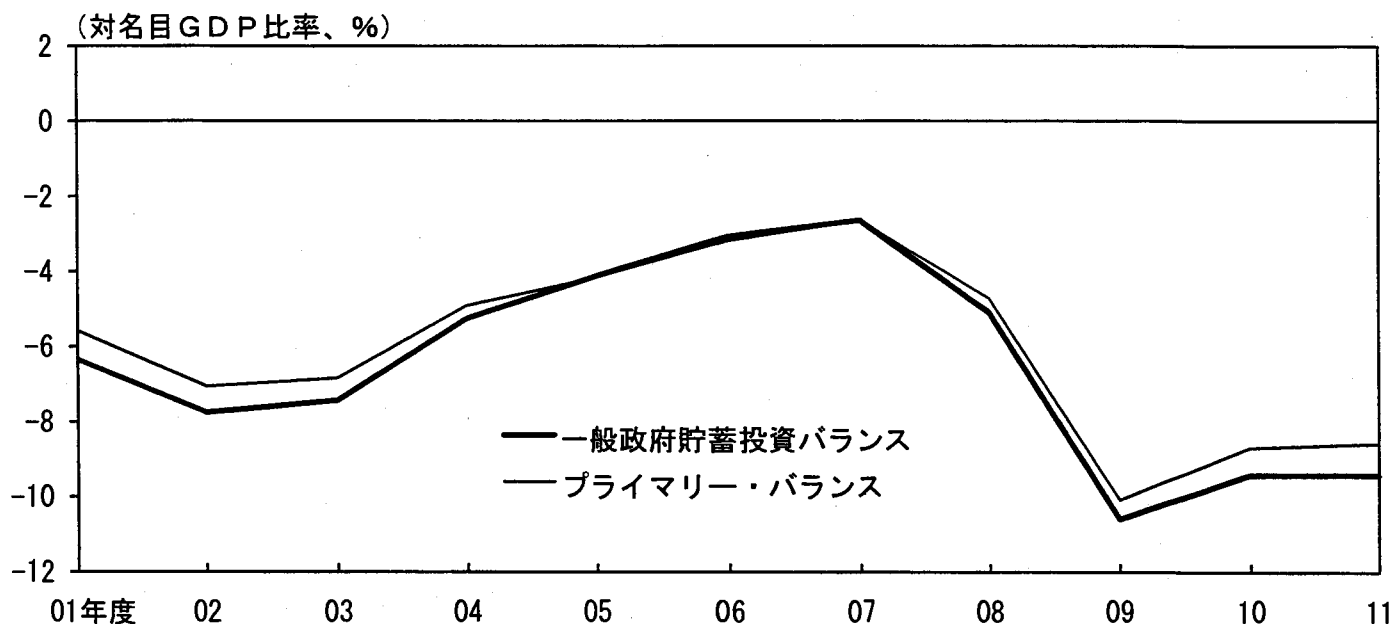
(月中平均、2010年=100、逆目盛)



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

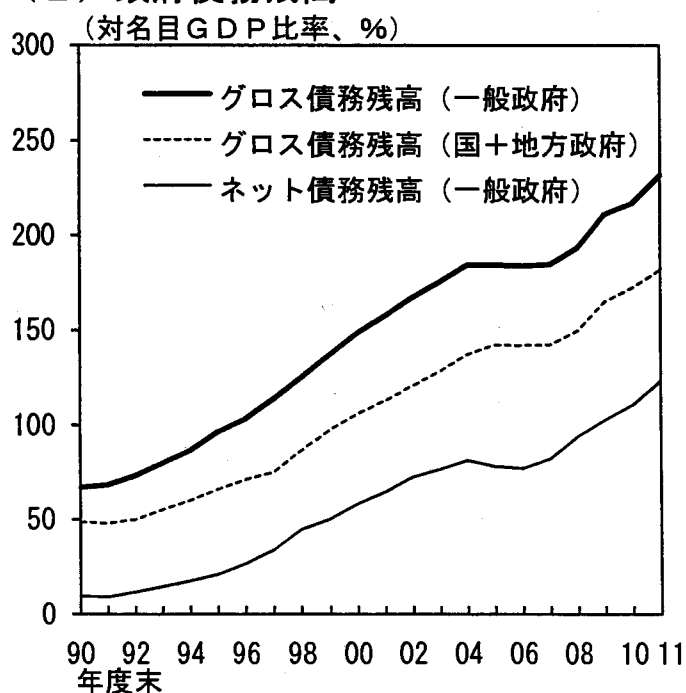
政府債務残高

(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) G7諸国の政府債務残高

(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	-9.9	219.1	135.9
米国	-8.7	106.3	87.1
ドイツ	0.2	89.2	50.9
イギリス	-6.5	103.9	70.9
イタリア	-2.9	140.2	112.9
フランス	-4.9	109.7	70.7
カナダ	-3.2	85.5	34.5

- (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「中長期の経済財政に関する試算(2013/8月)」の公債等残高の値。ネット債務残高は、グロス債務残高から金融資産を差し引いたもの。
2. (2)の一般政府の1993年度以前は2000年基準、1994年度以降は2005年基準。国+地方政府の2000年度以前は2000年基準、2001年度以降は2005年基準。
3. (3)は一般政府の2012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。

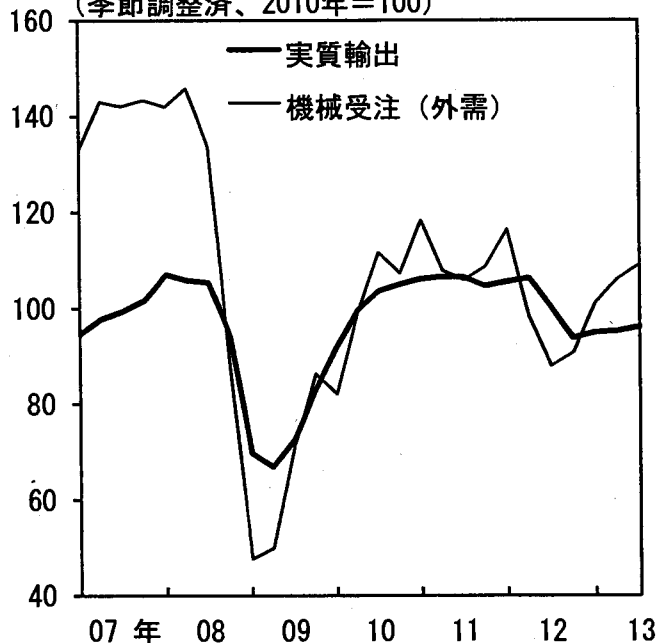
(資料) 内閣府「国民経済計算」「中長期の経済財政に関する試算」、OECD「Economic Outlook」等

資本財輸出

(1) 資本財・部品の輸出と機械受注(外需)

① 資本財・部品の合計

(季節調整済、2010年=100)



② うち半導体製造装置

(季節調整済、2010年=100)

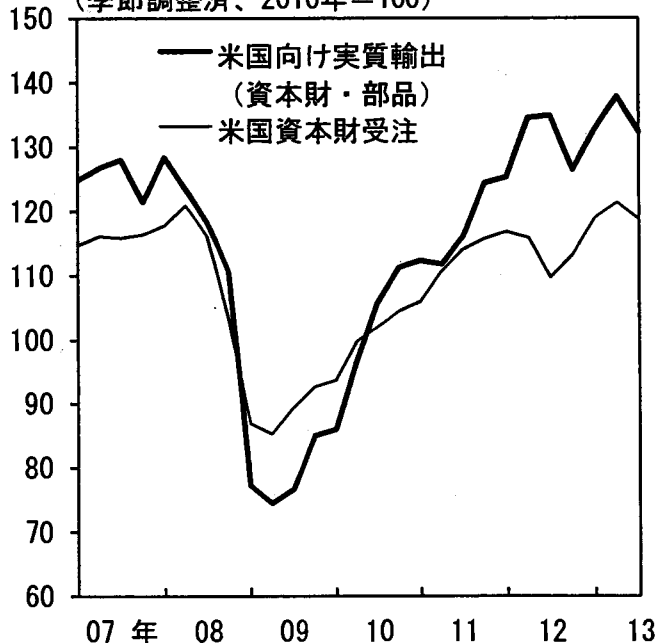


- (注) 1. 実質輸出、②の機械受注(外需)は、X-12-ARIMAによる季節調整値。
- 2. ②の実質輸出は、部分品・付属品等を含む。
- 3. 機械受注(外需)の2013/3Qは、7~8月の値。

(2) 資本財輸出を巡る環境

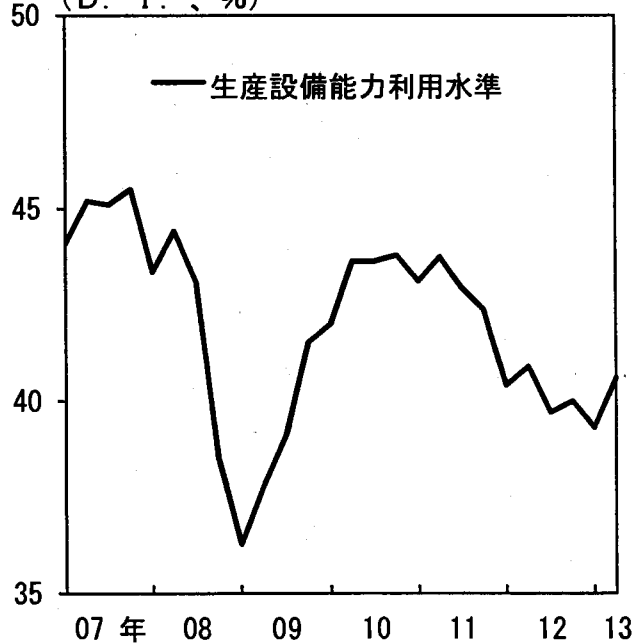
① 米国向け資本財・部品輸出と米国の資本財受注

(季節調整済、2010年=100)



② 中国人民銀行5,000社ビジネスサーベイ

(D. I.、%)

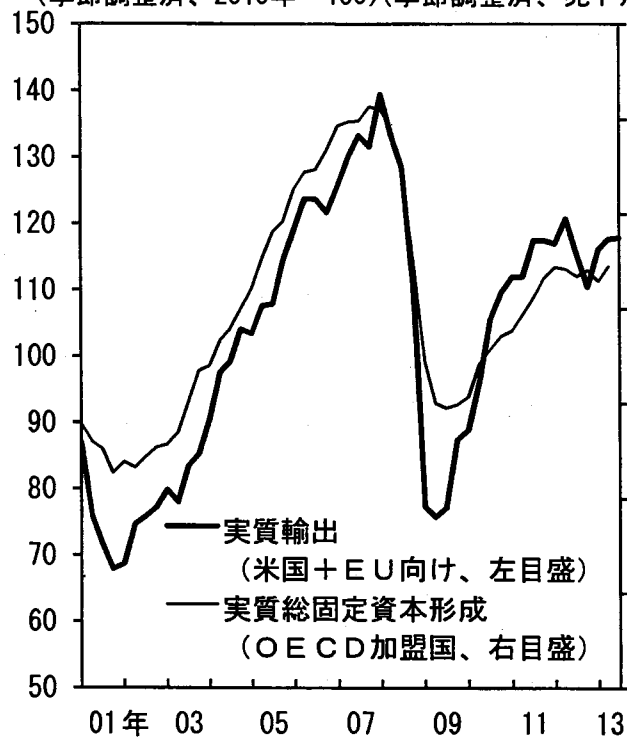


- (注) 1. ①の米国資本財受注は、国防関連及び航空機を除くベース。
- 2. ②は、2つの選択肢(稼働率が「高すぎる」「低すぎる」)の回答比率をもとに算出されるD. I.。D. I.は、0~100%の値をとる。

輸出を取り巻く環境

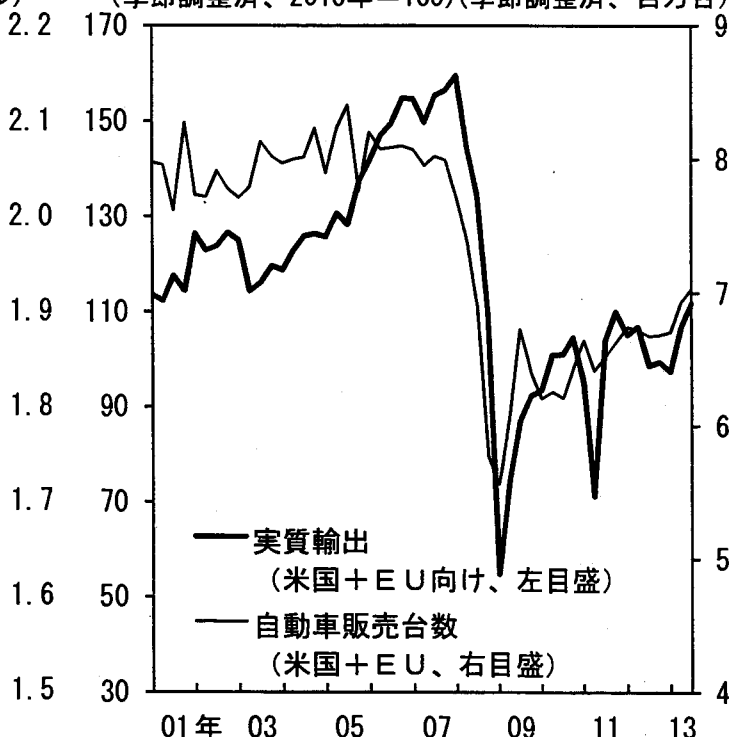
(1) 資本財・部品の輸出とグローバルな設備投資

(季節調整済、2010年=100)(季節調整済、兆ドル)



(2) 自動車関連の輸出と自動車販売

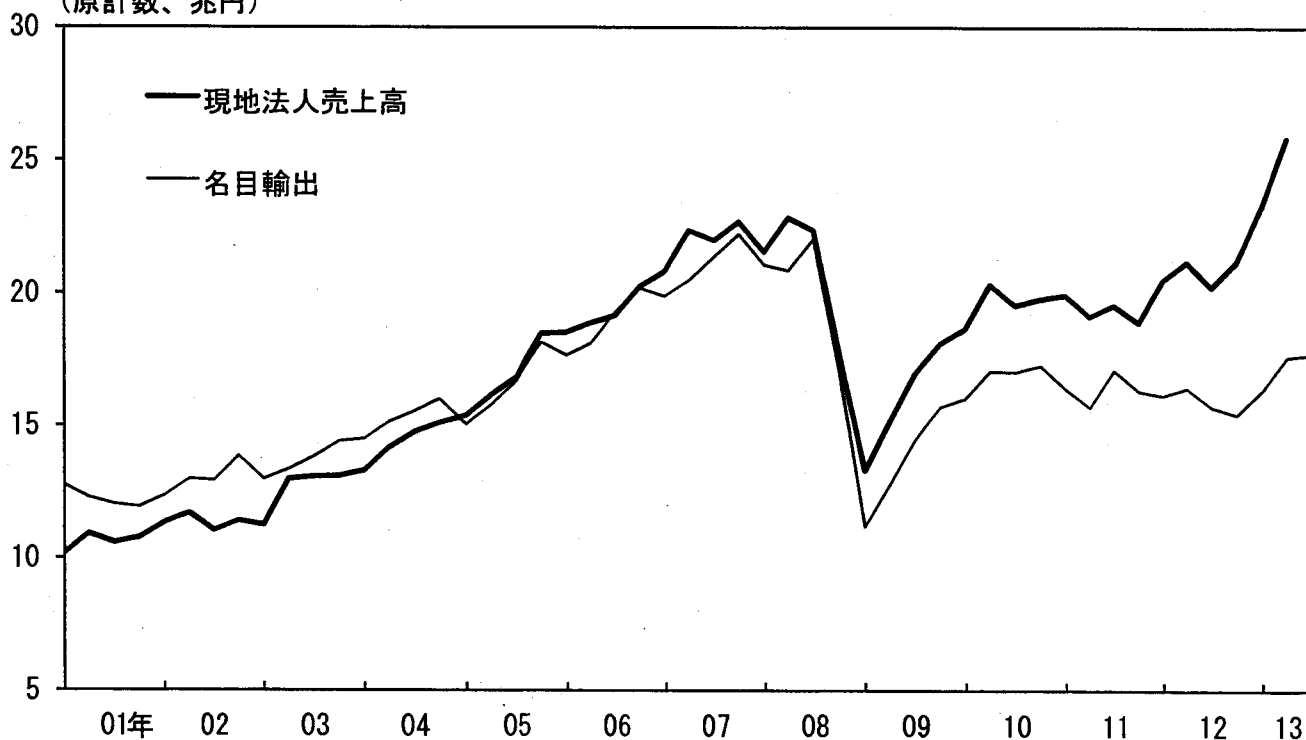
(季節調整済、2010年=100)(季節調整済、百万台)



(注) 実質輸出、(2)の自動車販売台数は、X-12-ARIMAによる季節調整値。

(3) 海外現地法人売上高 (製造業) と輸出

(原計数、兆円)

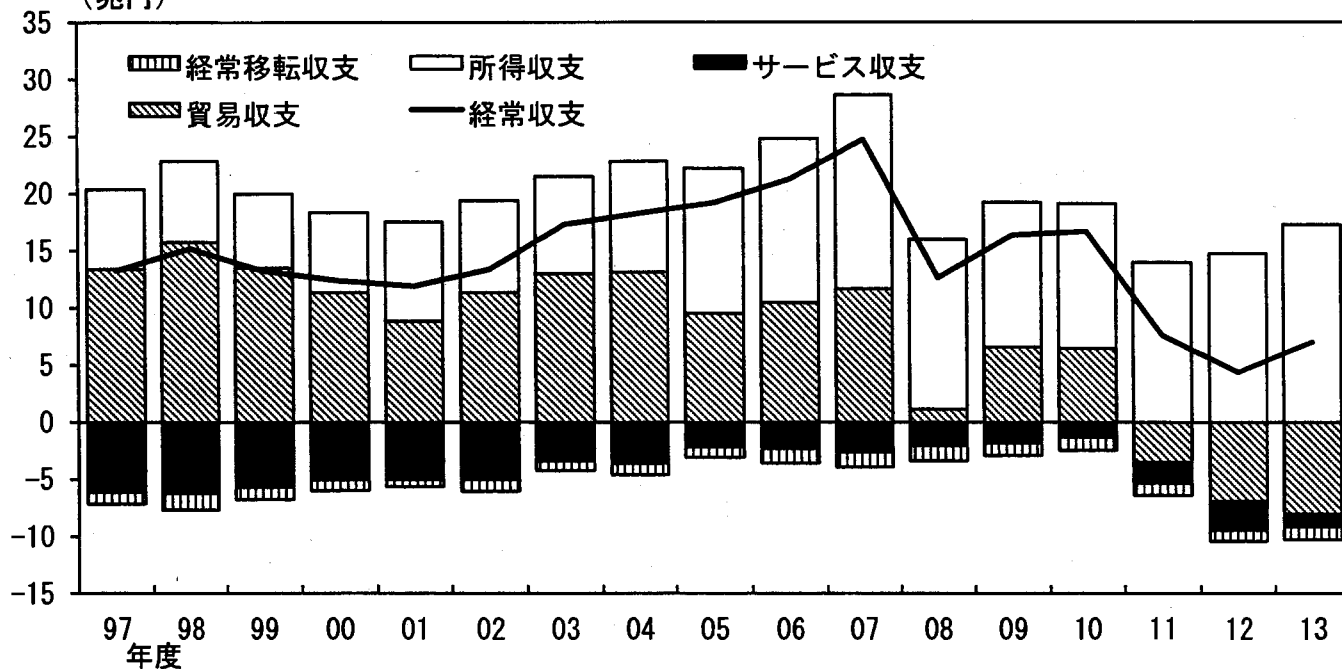


(資料) 財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」、OECD、BEA、ACEA、経済産業省「海外現地法人四半期調査」

経常収支と貯蓄投資バランス

(1) 経常収支の内訳

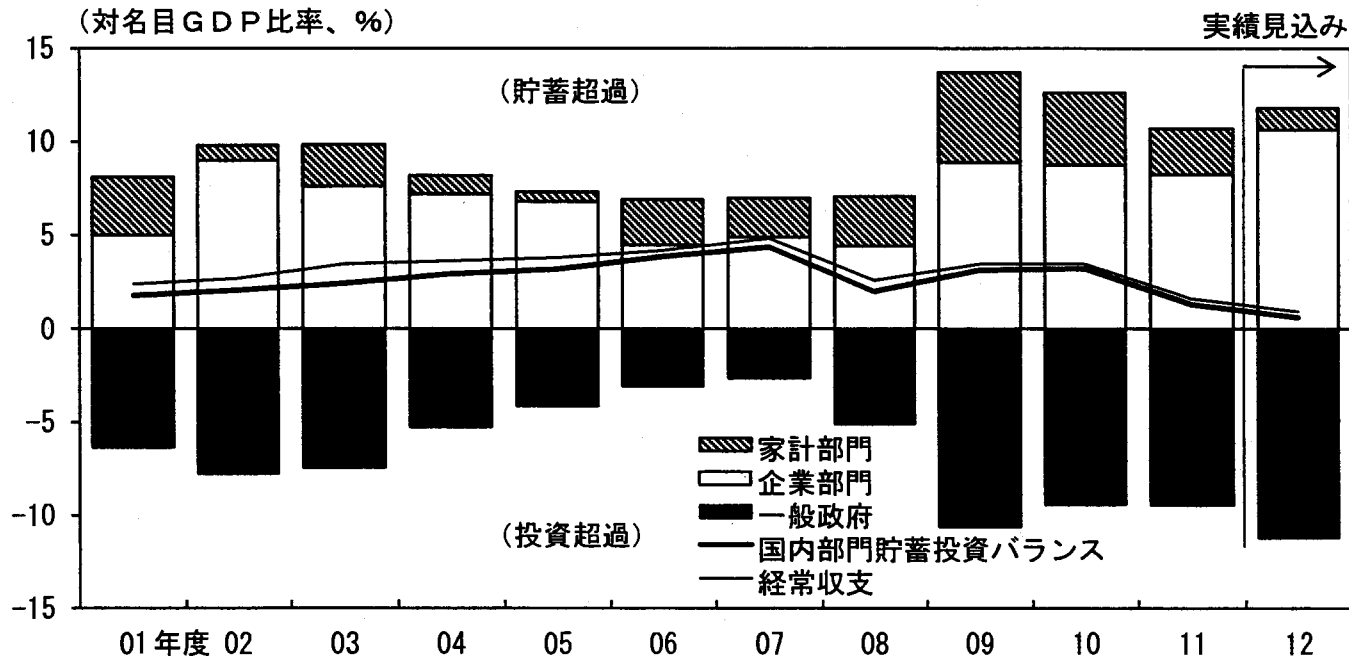
(兆円)



(注) 2013年度は、4~8月の年率換算値。

(2) 貯蓄投資バランス

(対名目GDP比率、%)

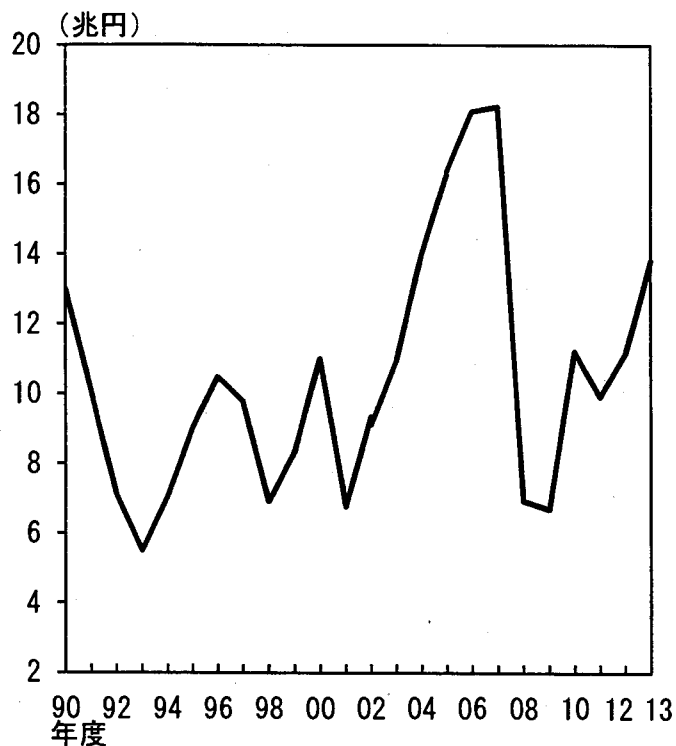


- (注) 1. 全ての計数について、図表28(1)と同じ処理を施した実勢ベース。
 2. 2012年度の一般政府貯蓄投資バランスは、内閣府「中長期の経済財政に関する試算(2013/8月)」に基づく。家計部門貯蓄投資バランスは、図表38(1)で試算されている名目可処分所得を用い、民間最終消費支出および民間住宅投資を差し引くことにより算出。企業部門貯蓄投資バランスは、国内部門貯蓄投資バランスから先の2部門を差し引くことにより算出。
 3. 2012年度の国内部門貯蓄投資バランスは、経常収支との前年度における乖離(2011年度名目GDP比率+0.3%)を差し引くことにより算出。

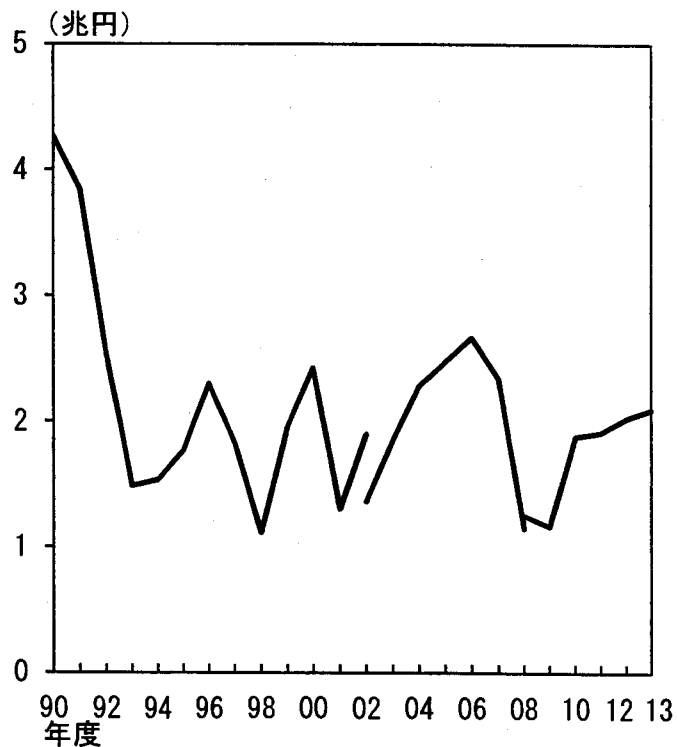
(資料) 内閣府「国民経済計算」「中長期の経済財政に関する試算」、財務省・日本銀行「国際収支状況」

企業収益

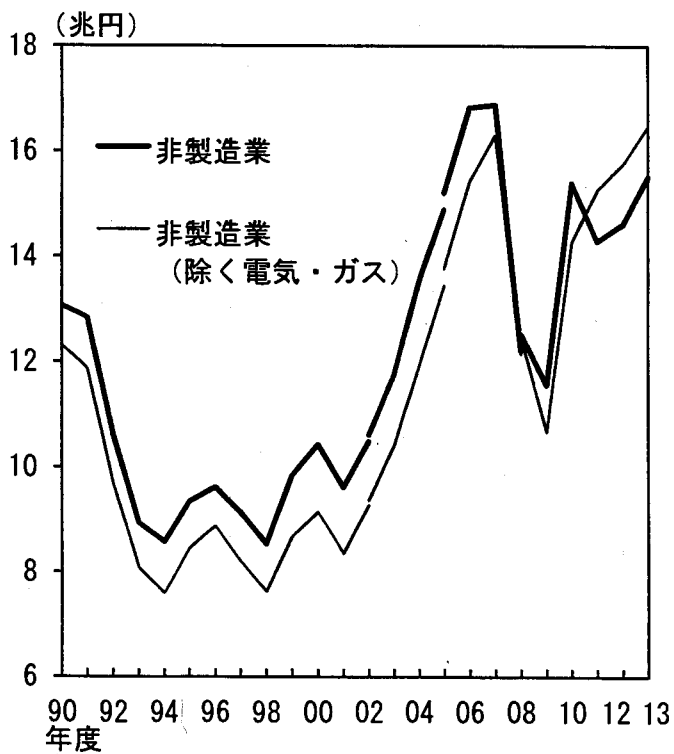
(1) 製造業大企業



(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

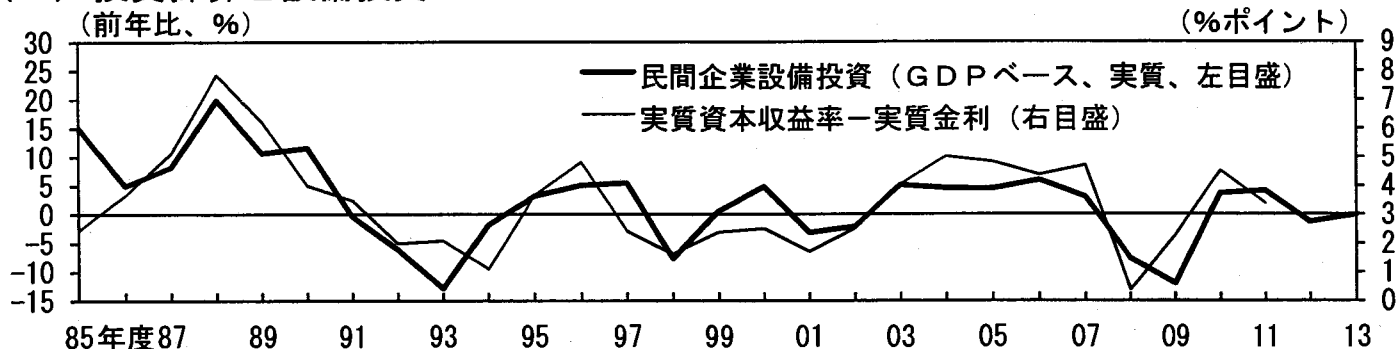


(注) 経常利益ベース。2013年度は、2013/9月調査時点の企業の予測値。
2004/3月調査より、調査対象企業の拡充を含む幅広い見直しを実施した。
また、2007/3月調査と2010/3月調査では、定例の調査対象企業の見直しを行った。
このため、これらのタイミングで、計数には不連続(段差)が生じている。

(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

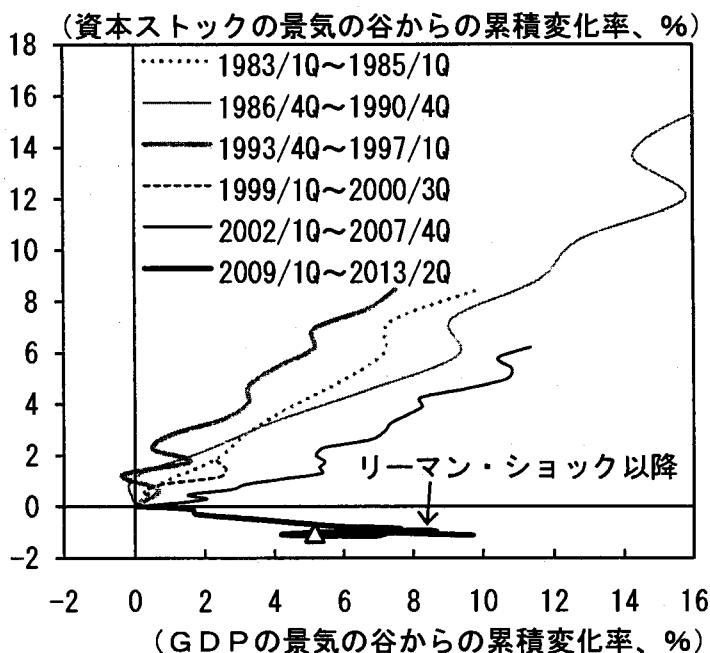
設備投資を支える要因

(1) 投資採算と設備投資

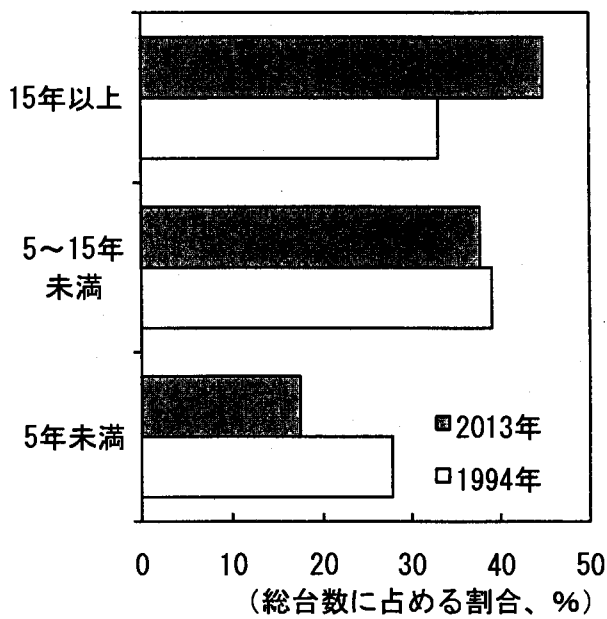


- (注) 1. 2013年度は、2013/2Qの値を用いて算出。
2. 実質資本収益率=実質営業余剰/実質資本ストック×100
3. 実質金利=長期プライムレート-1年先の内需デフレーター-前年比

(2) 景気循環と資本ストック

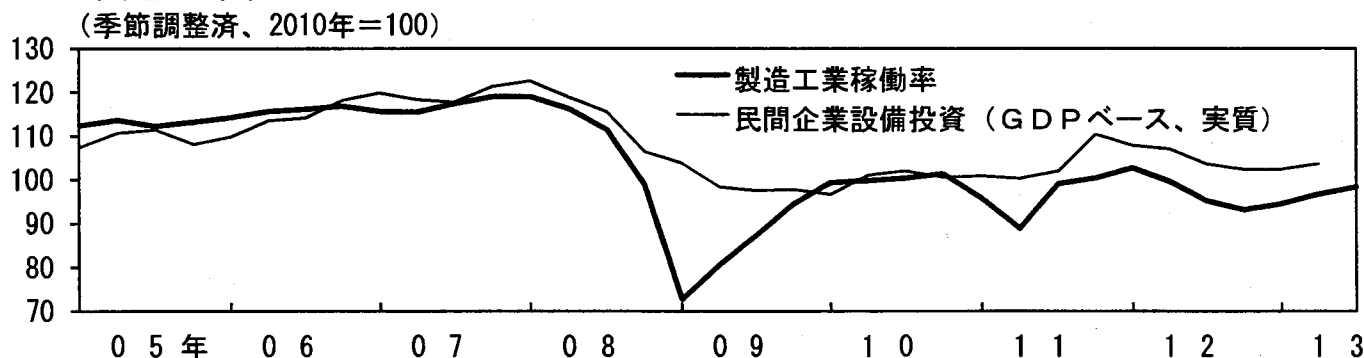


(3) 生産設備保有期間 (製造業)



- (注) (2) の△は、東日本大震災発生。1986/4Q~1990/4Qの景気回復局面では、最終的には、GDPの累積変化率は25%、資本ストックの累積変化率は25%に到達。また、2009/3月からの景気循環の景気の山は、2012/4月と暫定的に設定されている。

(4) 製造工業稼働率と設備投資



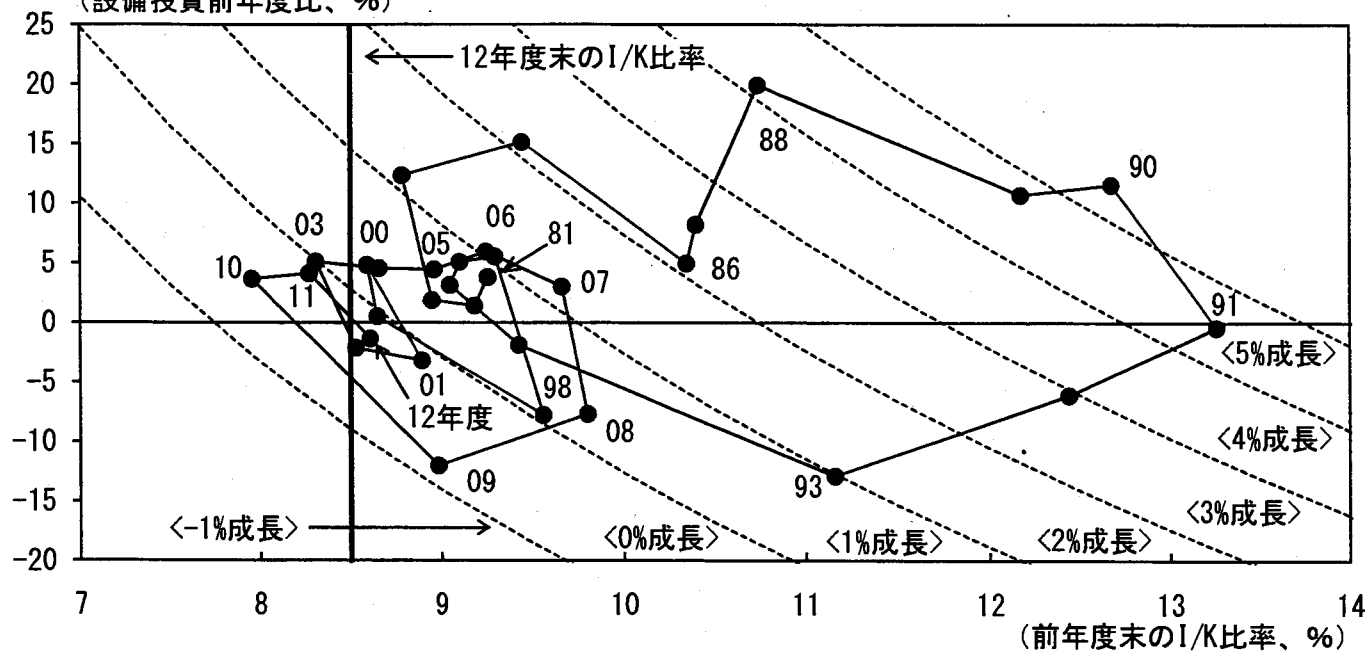
- (注) 2013/3Qは、7~8月の値。

(資料) 内閣府「国民経済計算」、
経済産業省「生産設備保有期間等に関するアンケート調査」「鉱工業指数統計」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

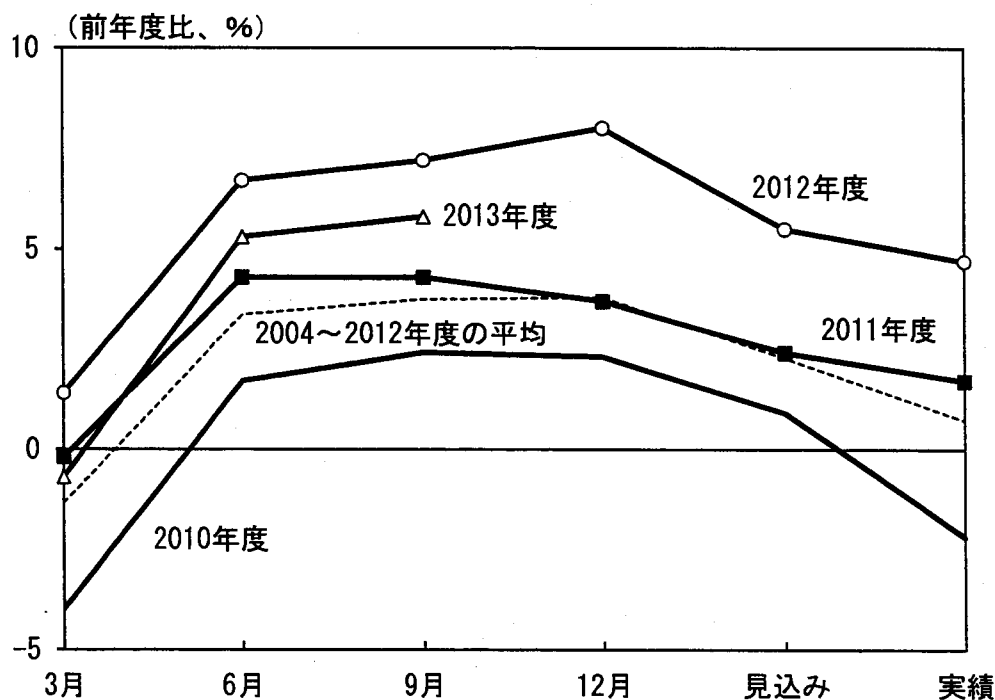
(設備投資前年度比、%)



- ・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。

$$\underbrace{\text{設備投資前年度比}}_{\text{縦軸}} \times \underbrace{\text{前年度末のI/K比率}}_{\text{横軸}} = \text{期待成長率} + \text{資本係数のトレンド成長率} + \text{減耗率}$$
- ・このようにしてプロットされた点と、その時々に見込まれる期待成長率に対応する双曲線との関係を見ることで、設備投資の局面評価をすることができる。

(2) 設備投資計画（短観・全産業全規模）

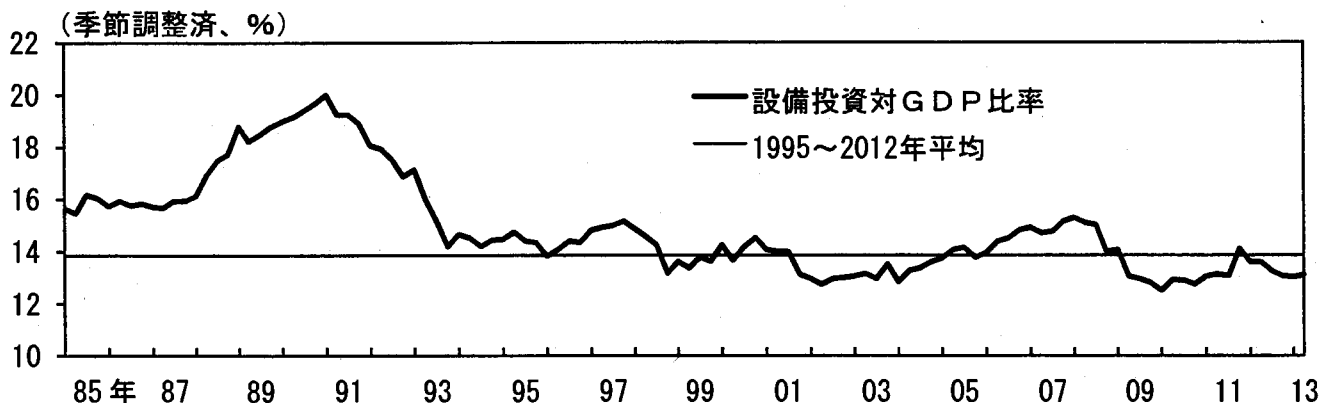


(注) ソフトウェア投資額を含み、土地投資額は含まない。

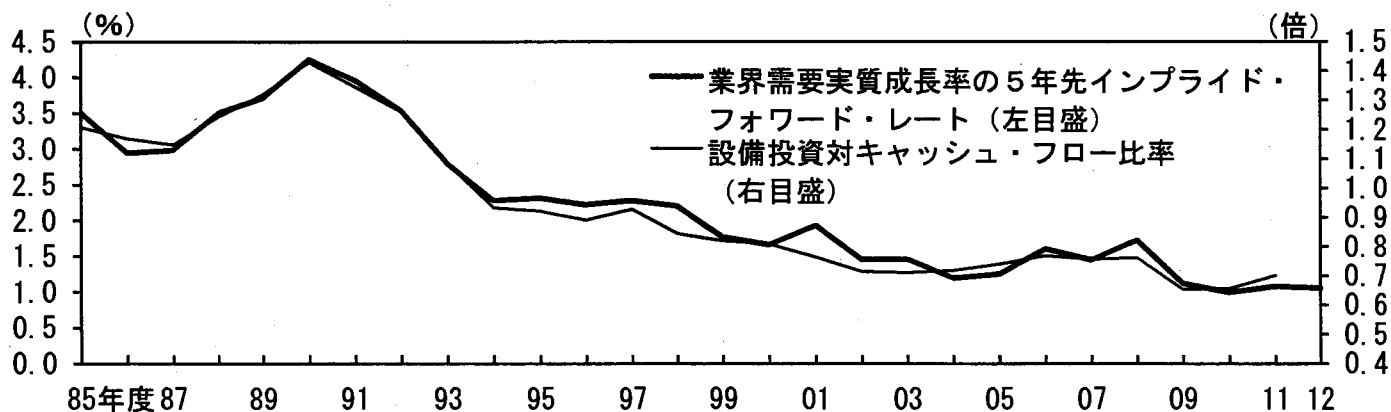
(資料) 内閣府「国民経済計算」、経済産業研究所「日本産業生産性データベース」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

設備投資の水準評価

(1) 設備投資対GDP比率 (名目)

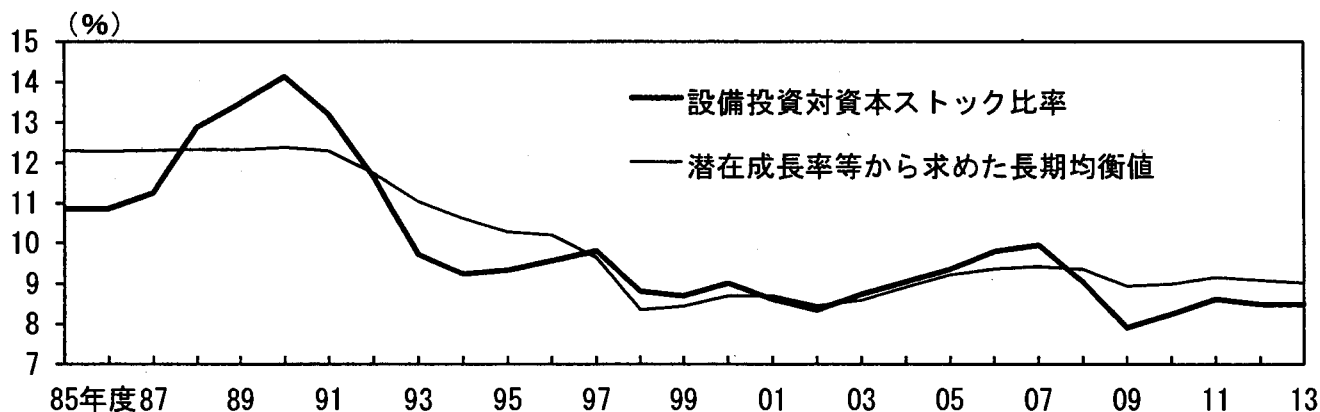


(2) キャッシュ・フローと設備投資



- (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。1993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})

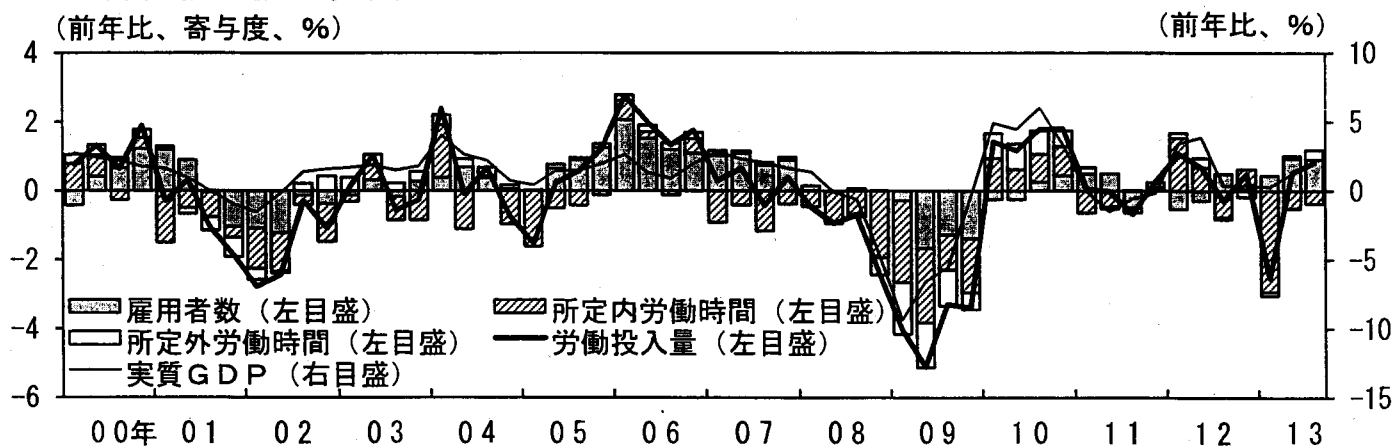


- (注) 1. 2013年度は、2013/2Qの値。
2. $(I_t/I_{t-1}) \cdot (I/K)_{t-1}$ = 期待成長率 + 資本係数のトレンド成長率 + 減耗率の関係 (図表34の説明参照) から、潜在成長率と整合的な設備投資対資本ストック比率を求めると、 I_t/K_{t-1} = 潜在成長率 + 資本係数のトレンド成長率 + 減耗率となる。これを潜在成長率等から求めた長期均衡値としている。

(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

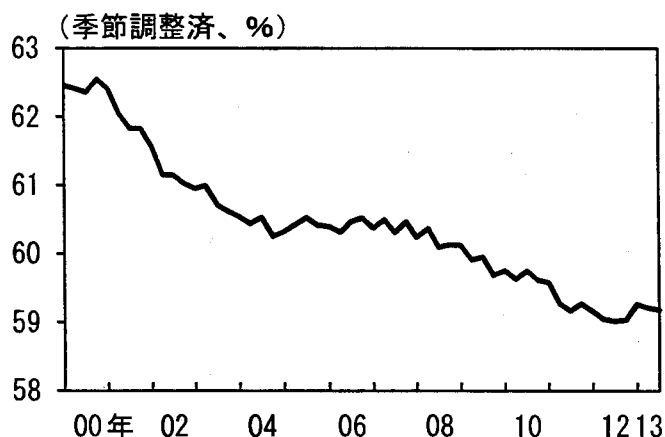
(1) 労働投入量と実質GDP



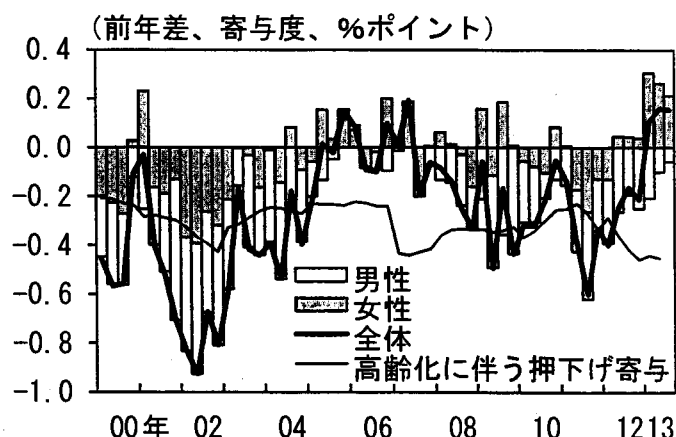
(注) 1. 2013/3Qは、7~8月の前年同期比。
 2. 労働投入量=雇用者数(労働力調査)×総実労働時間(所定内労働時間+所定外労働時間)

(2) 労働力人口比率

①水準

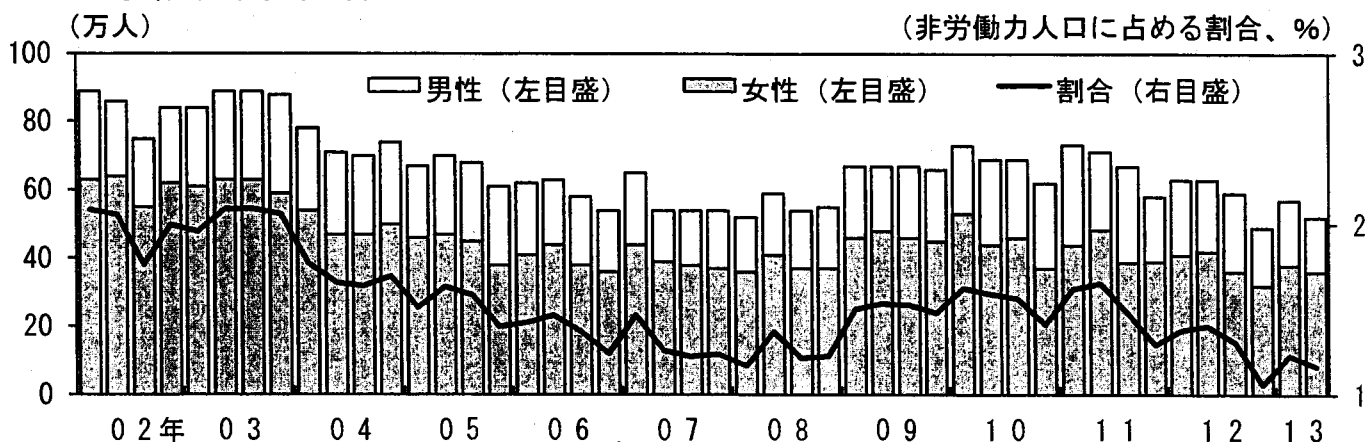


②前年差



(注) 1. 労働力人口比率=労働力人口/15歳以上人口×100。①はX-12-ARIMAによる季節調整値。
 2. ②は男女別の労働力人口比率の前年差を、前年の15歳以上人口の男女比で加重して作成。高齢化に伴う押下げ寄与は、労働市場に参加する割合が低い高齢人口の増加による労働力人口比率の低下幅を表し、年齢階層別労働力人口比率を年齢ダミー等で回帰した結果を用いて推計。

(3) 求職意欲喪失者



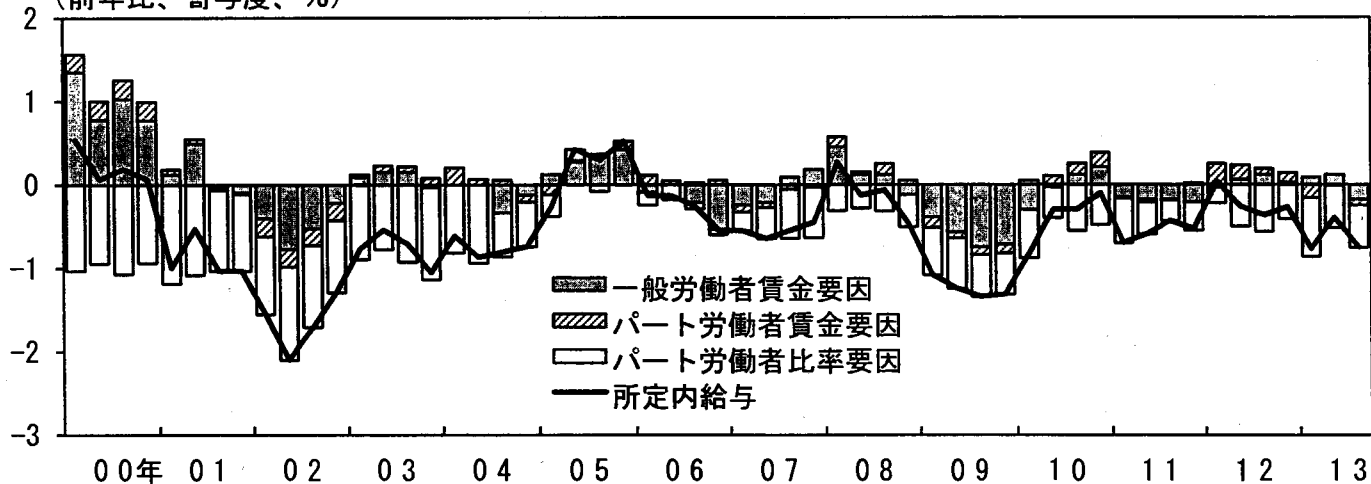
(注) 求職意欲喪失者は、非労働力人口のうち就業を希望し、かつすぐに仕事につける状態にあるが、適当な仕事がないため求職活動を行っていない者。2011/1~3Qは試算値。

(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」

最近の賃金の動き

(1) 所定内給与

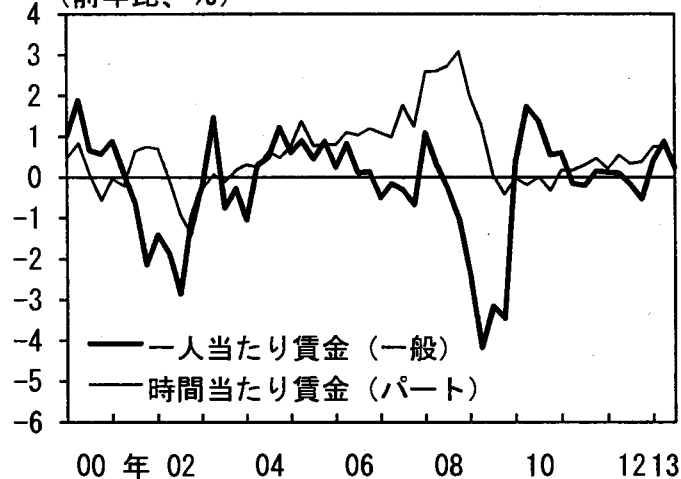
(前年比、寄与度、%)



(注) 2013/3Qは、7~8月の前年同期比 (下の(2)、(3)も同じ)。

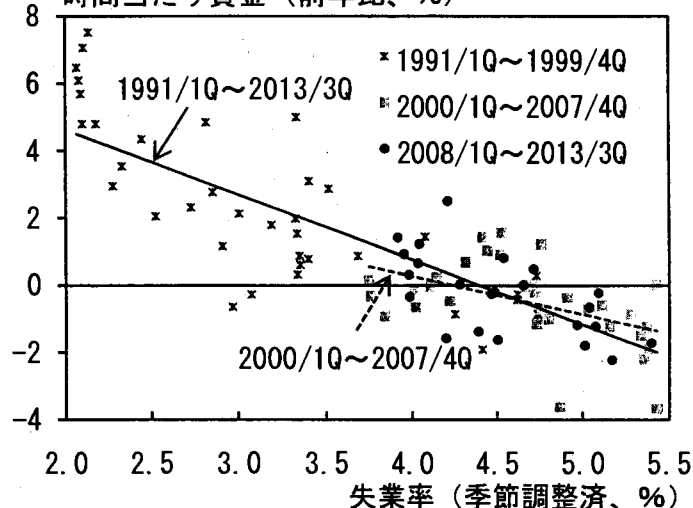
(2) 一般・パート別賃金

(前年比、%)



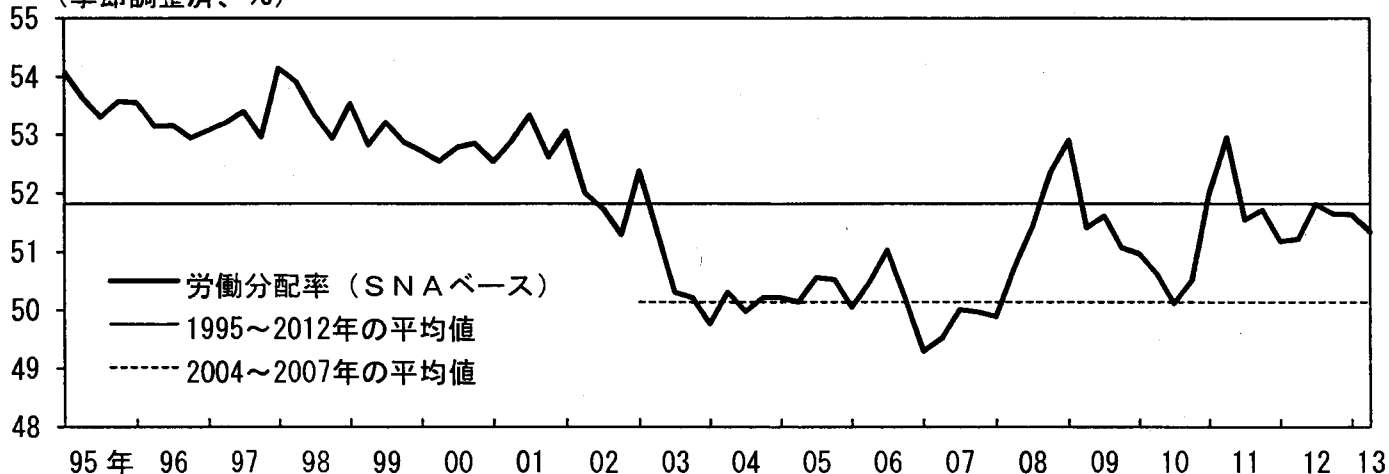
(3) 失業率と時間当たり賃金

時間当たり賃金 (前年比、%)



(4) 労働分配率

(季節調整済、%)

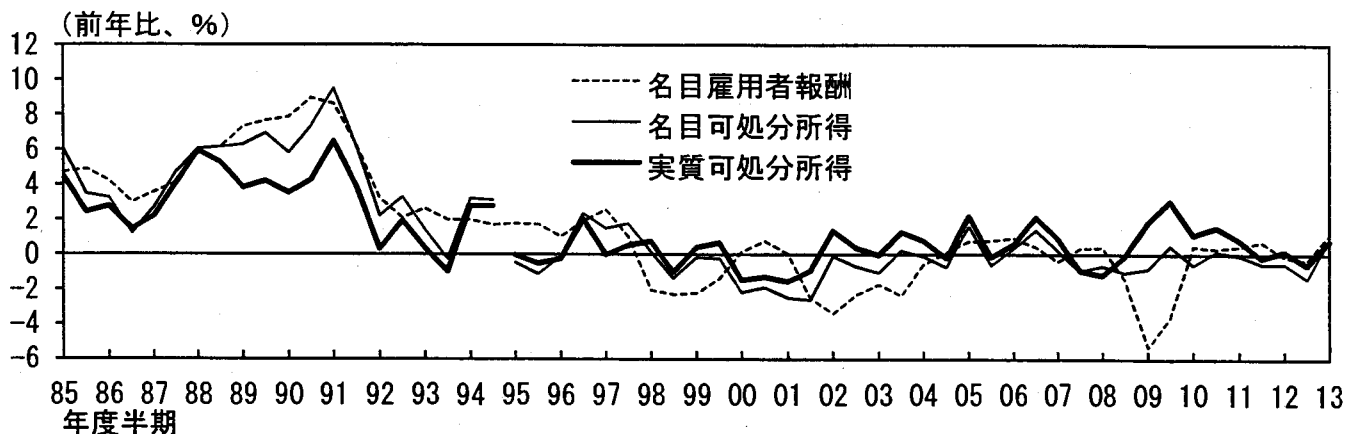


(注) 労働分配率=名目雇用者報酬/名目GDP×100

(資料) 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」

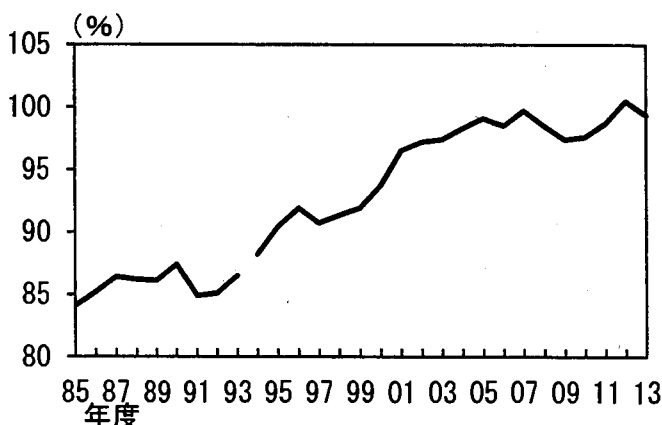
個人消費を取り巻く環境

(1) 雇用者報酬と可処分所得

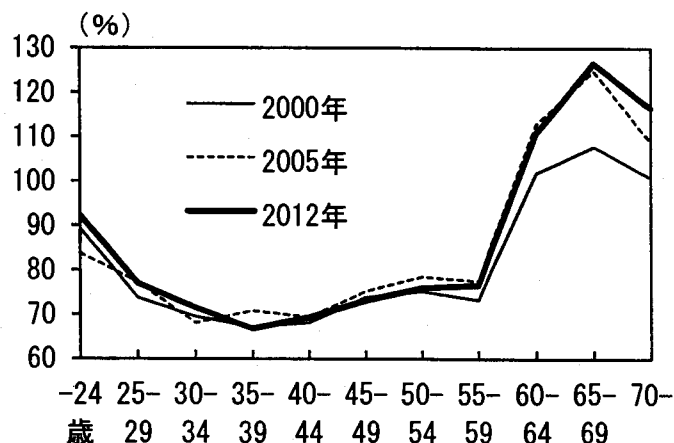


- (注) 1. 名目雇用者報酬の2013年度上半期は、2013/20の前年同期比。
 2. 可処分所得の1994年度以前は2000年基準、1995年度以降は2005年基準。
 3. 2012、2013年度は、一連の経済対策・施策による、政府から家計への移転所得を加味した、日本銀行調査統計局による試算値(下の図表(2)も同じ)。

(2) マクロの消費性向



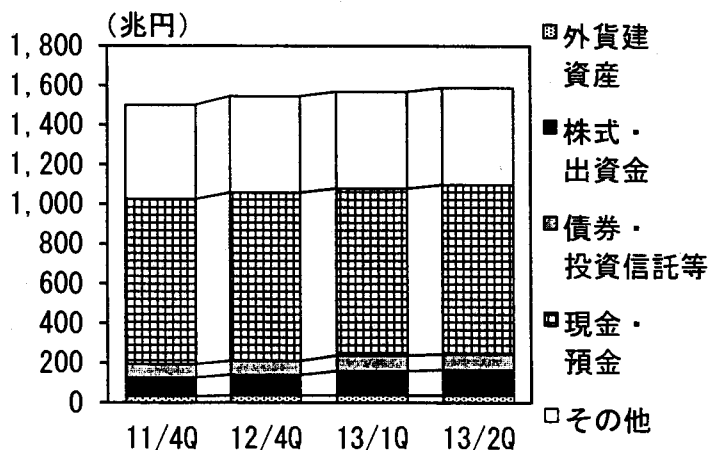
(3) 年齢階層別の消費性向



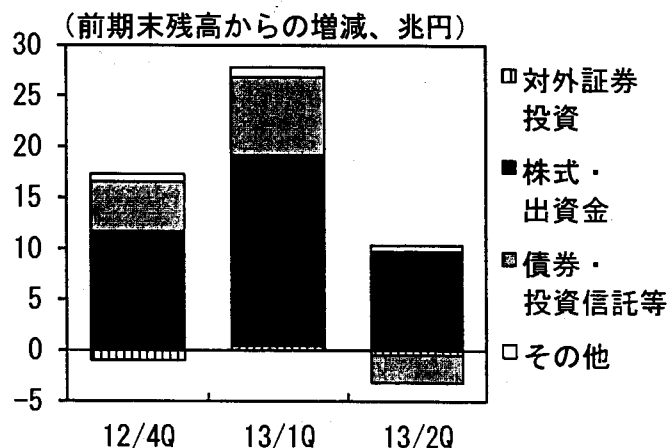
- (注) 1. (2)はSNAベース。1993年度以前は2000年基準、1994年度以降は2005年基準。
 2. (3)は家計調査ベース。勤労者世帯と無職世帯で加重平均した消費支出と可処分所得を用いて算出。

(4) 家計の金融資産

① 残高



② 資産価格変動に伴う残高の増減

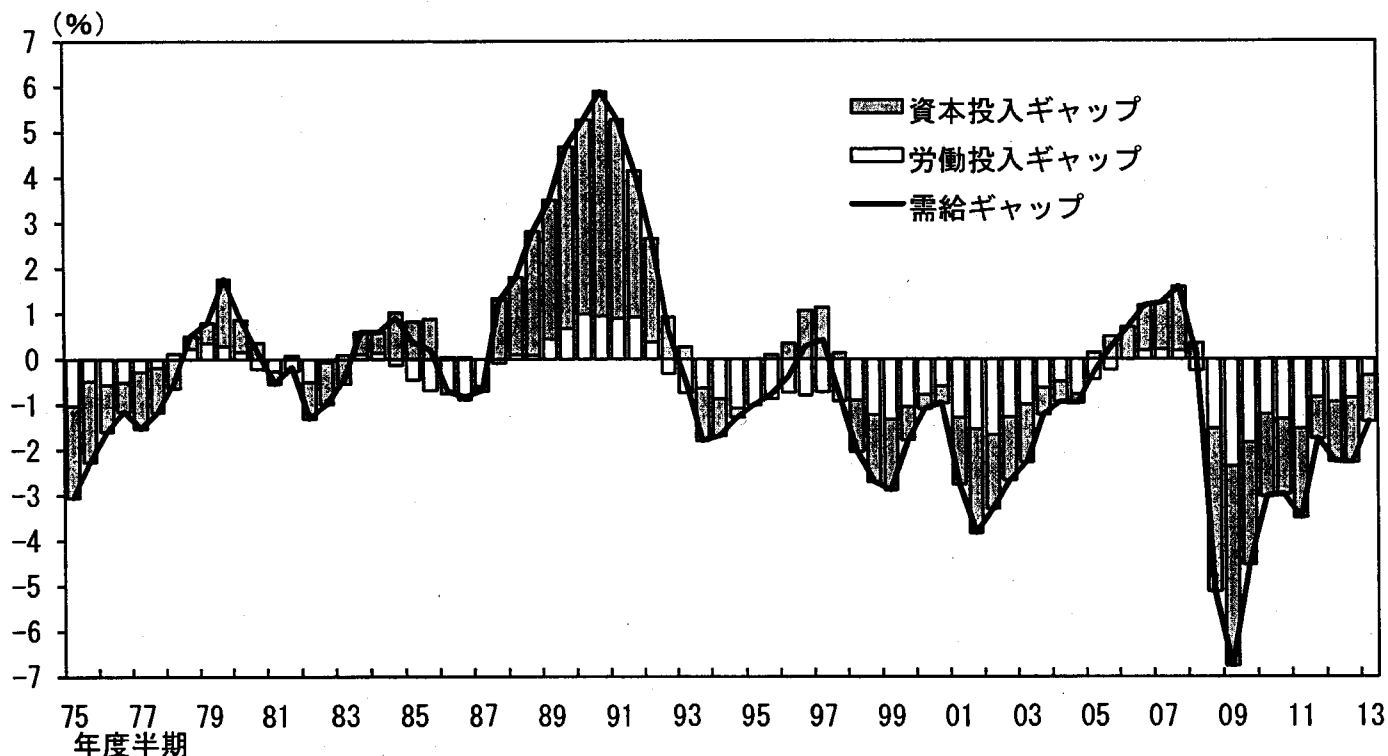


- (注) 1. ①の債券・投資信託等は外貨建投資信託を除き、現金・預金は外貨預金を除く。
 2. ②は資金循環統計の調整表ベース。

(資料) 内閣府「国民経済計算」、総務省「家計調査報告」、日本銀行「資金循環統計」、各年度予算書等

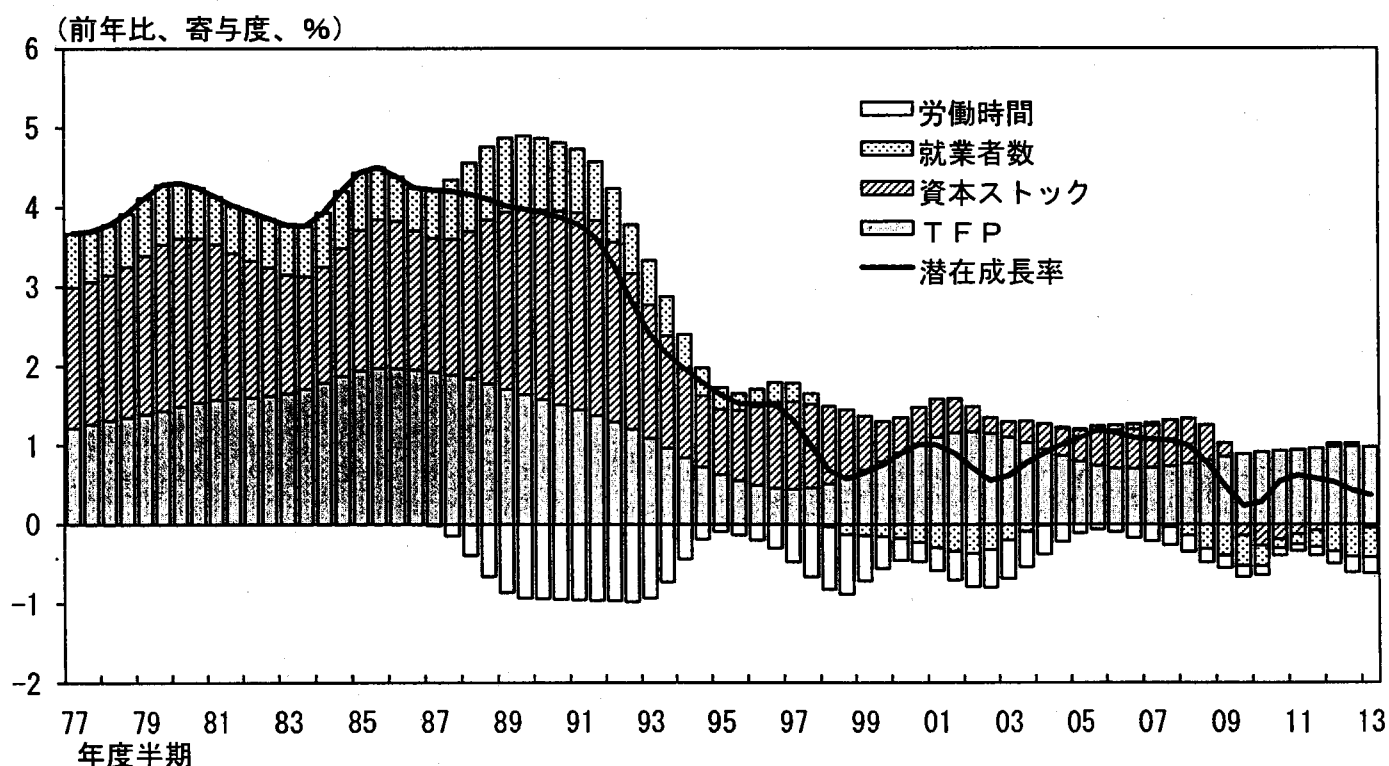
需給ギャップと潜在成長率

(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. 2013年度上半期は、2013/2Qの値(下の図表も同じ)。

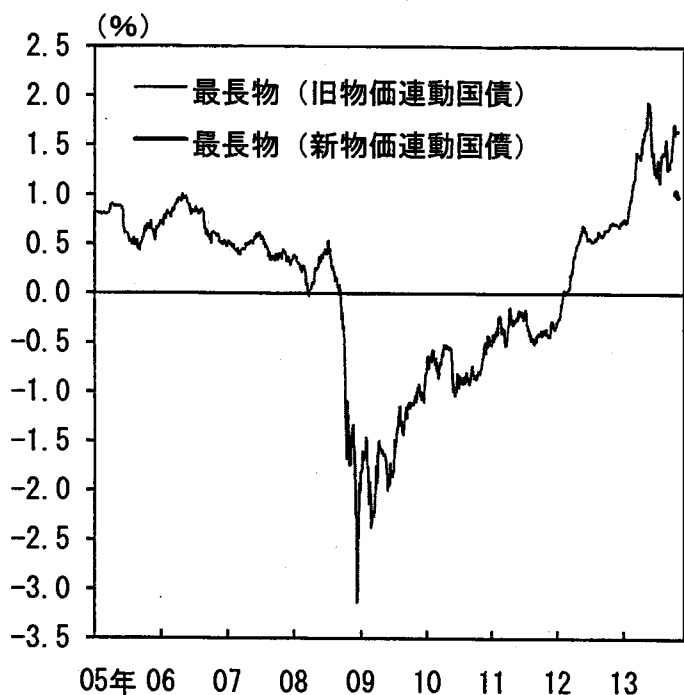
(2) 潜在成長率



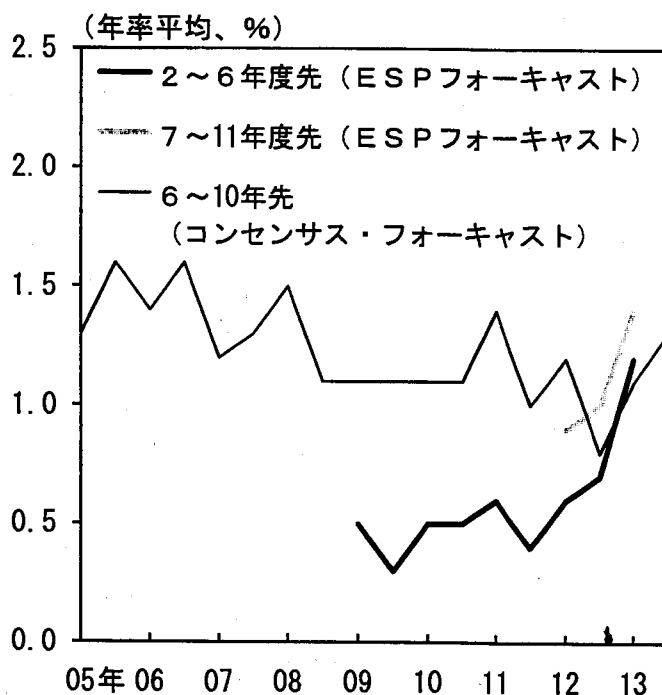
(資料) 内閣府「国民経済計算」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、総務省「労働力調査」、厚生労働省「毎月勤労統計」「職業安定業務統計」、経済産業省「鉱工業指数統計」等

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)

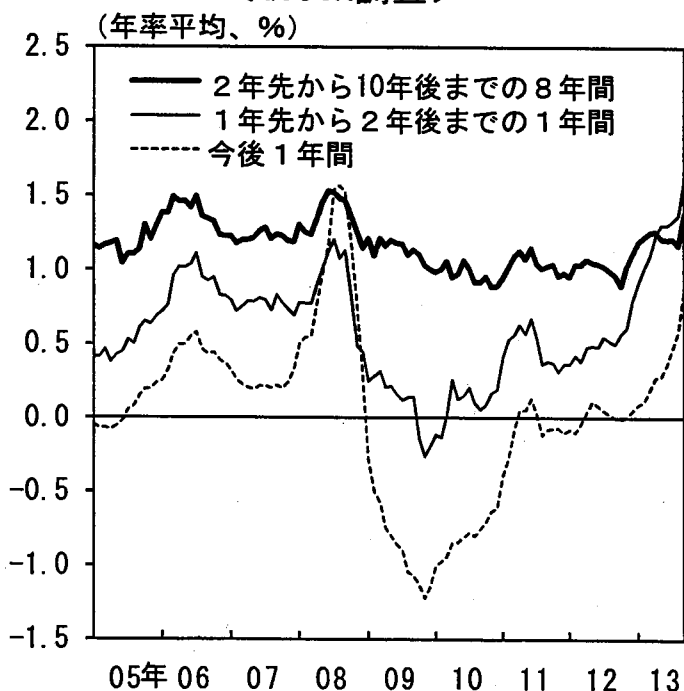


(2) エコノミストの予想物価上昇率

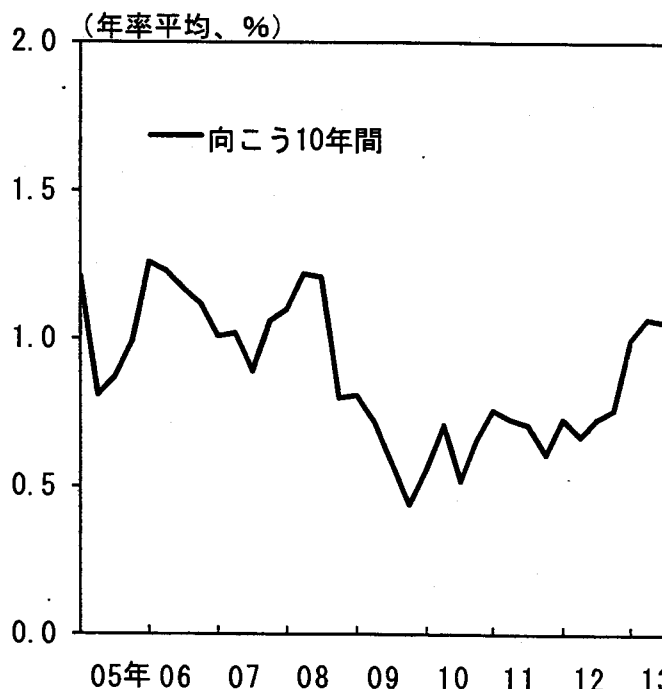


(注) 1. (1) のBEIは、固定利付国債利回りー物価連動国債利回り。物価連動国債のうち、2013/10月以降に発行されたものを新物価連動国債、それ以外を旧物価連動国債と呼称。最長物は、それぞれの時点で残存期間が最も長い物価連動国債(足もとは旧物価連動国債が2018/6月償還の銘柄、新物価連動国債が2023/9月償還の銘柄)の利回りをを用いて算出。
2. (2) のESPフォーキャストは、消費税引き上げの影響を除くベース。

(3) 市場参加者の予想物価上昇率
＜QUICK調査＞



＜みずほ証券調査＞



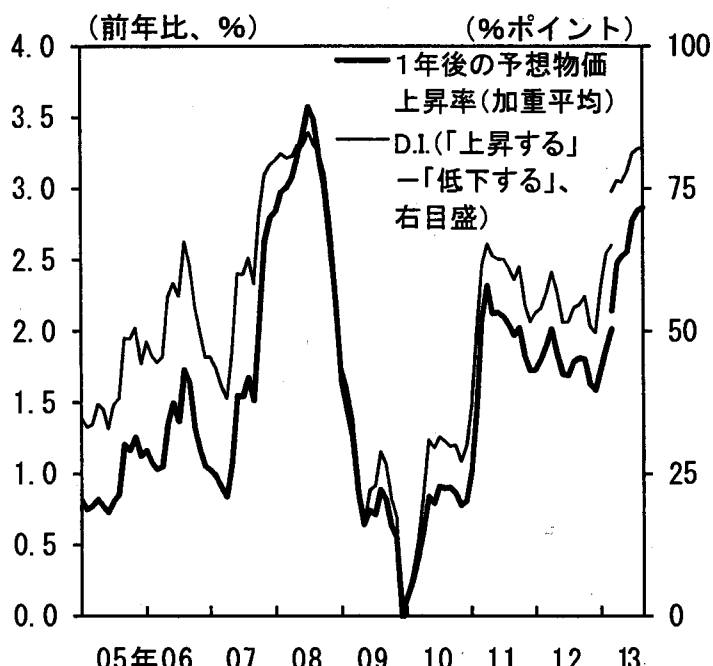
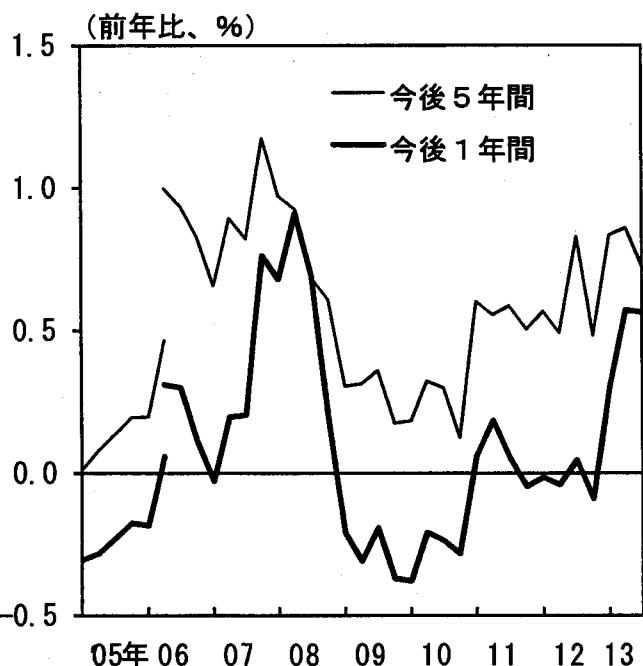
(注) QUICK調査は、2013/9月調査から、消費税引き上げの影響を含む計数を回答するよう質問項目に明記。
みずほ証券調査は、消費税引き上げの影響を除くベース。
(資料) Consensus Economics「コンセンサス・フォーキャスト」、JCER「ESPフォーキャスト」、QUICK「QUICK月次調査(債券)」、みずほ証券「Investor Survey」、Bloomberg

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＞

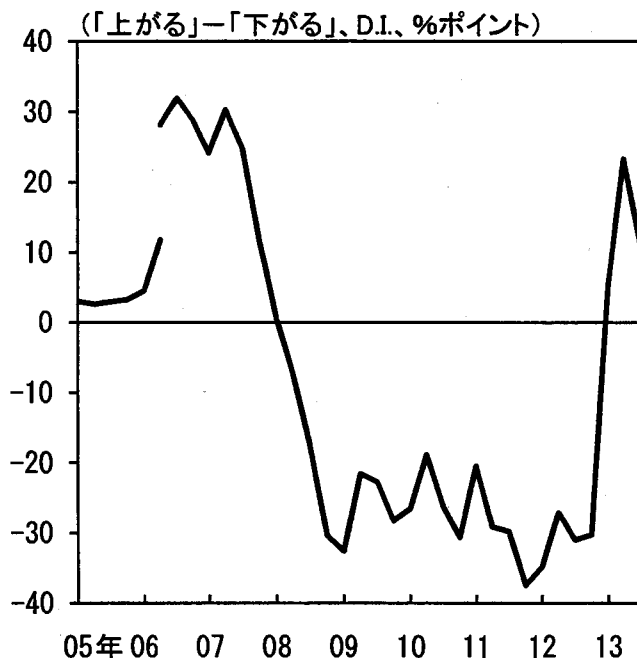
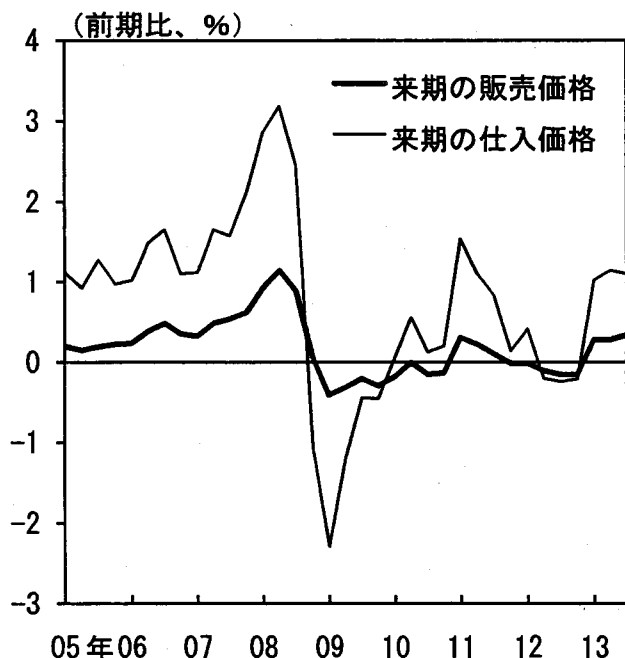
＜消費動向調査＞



- (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。2013/6月調査からは、消費税率引き上げの影響を除くベースで回答するよう、質問項目に明記。
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)

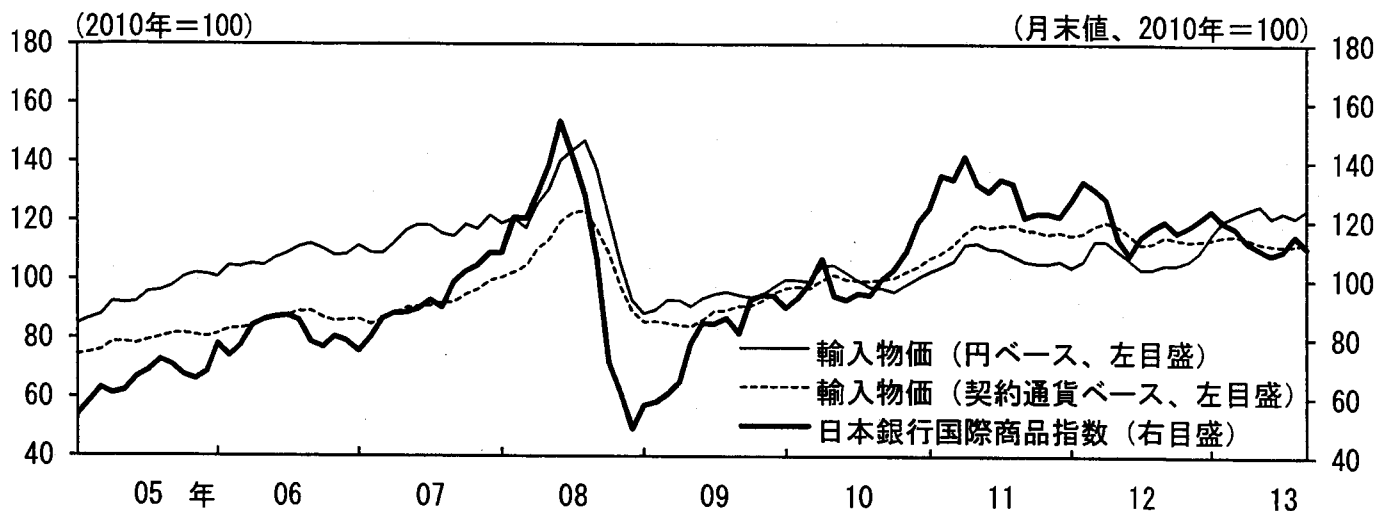
(参考) 家計の地価見通し
(生活意識に関するアンケート調査)



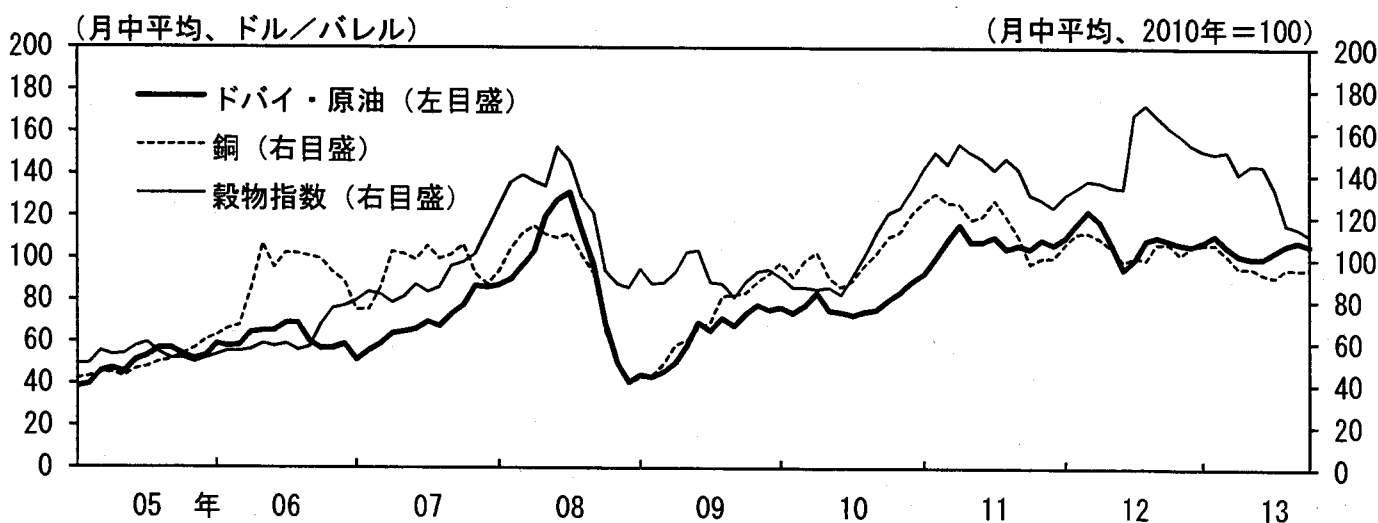
(資料) 日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」「全国企業短期経済観測調査」、
「企業物価指数」、総務省「消費者物価指数」、内閣府「消費動向調査」

輸入物価と国際商品市況

(1) 輸入物価と国際商品指数

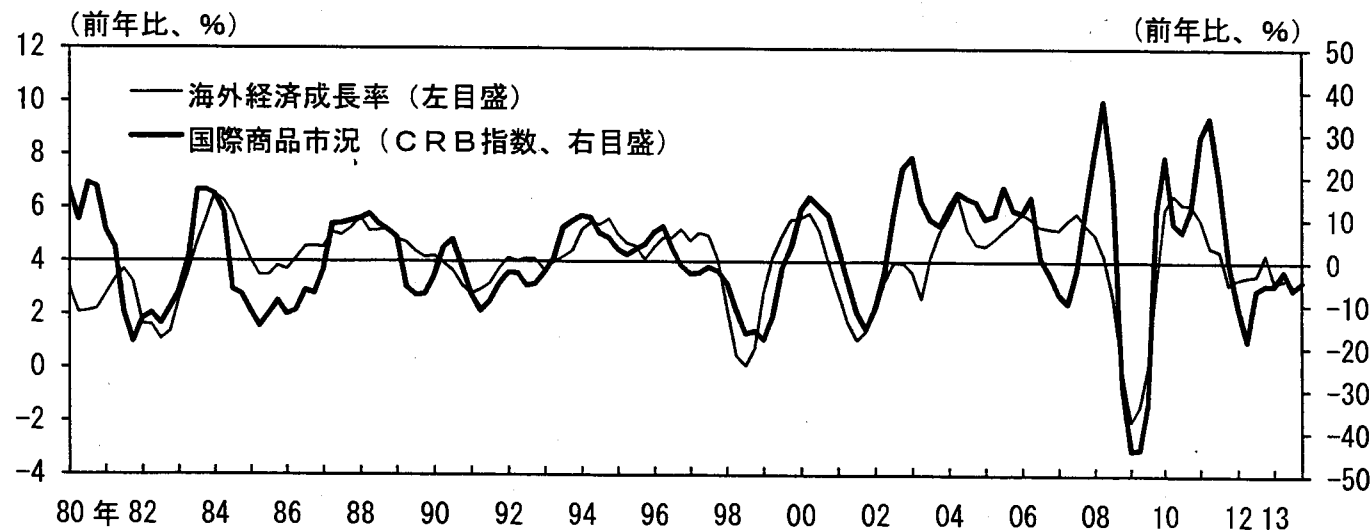


(2) 原油・非鉄金属・穀物価格



(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。

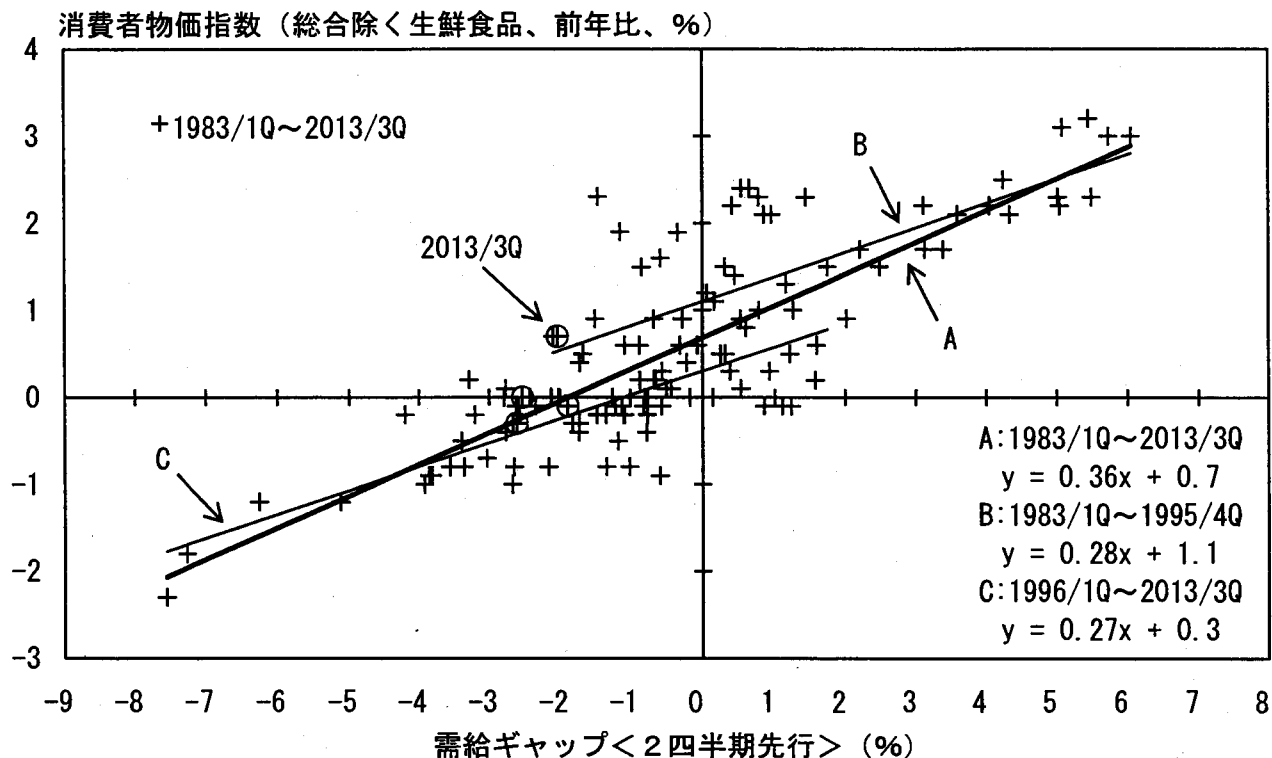
(3) 国際商品市況と海外経済



(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

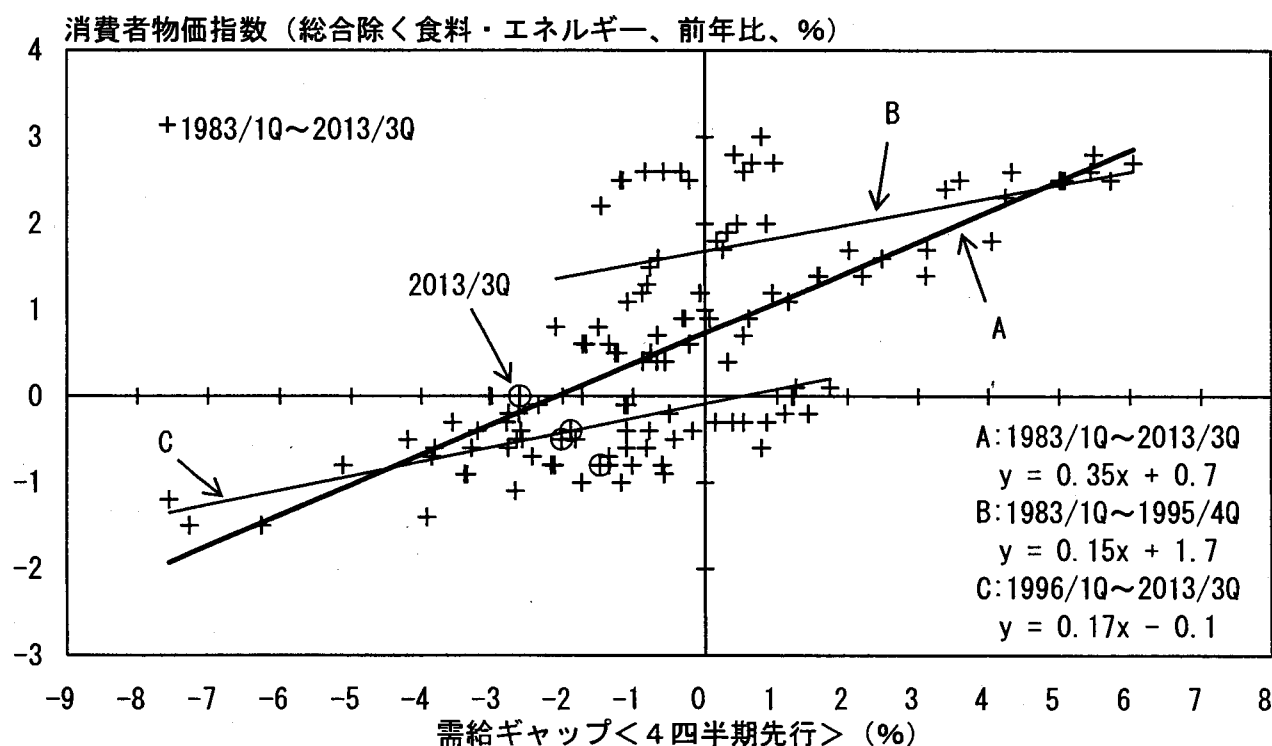
需給ギャップと物価上昇率 (1)

(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)。

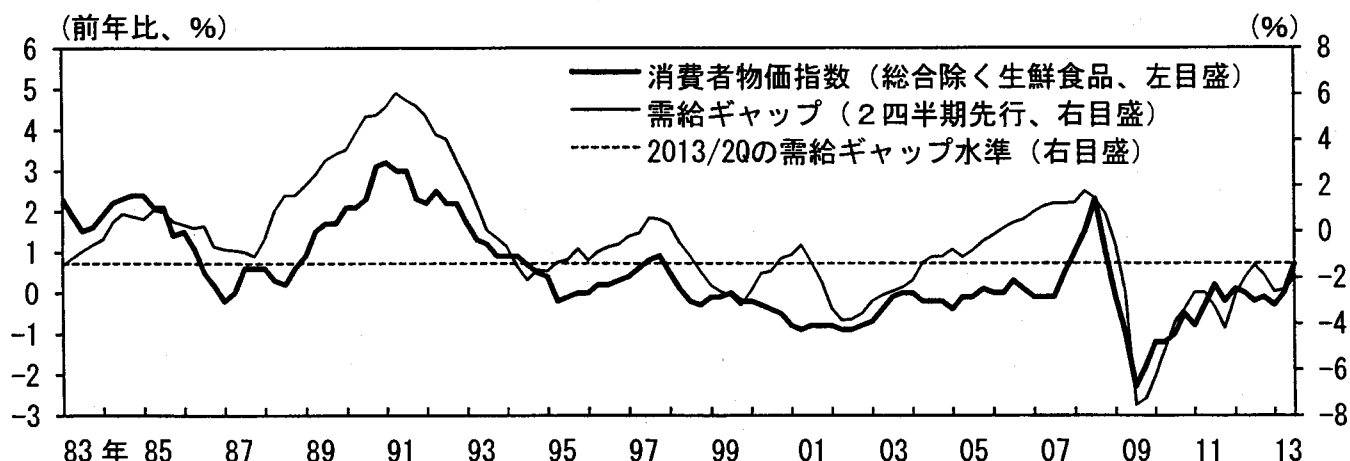
(2) フィリップス曲線 (総合除く食料・エネルギー)



(資料) 総務省「消費者物価指数」、内閣府「国民経済計算」等

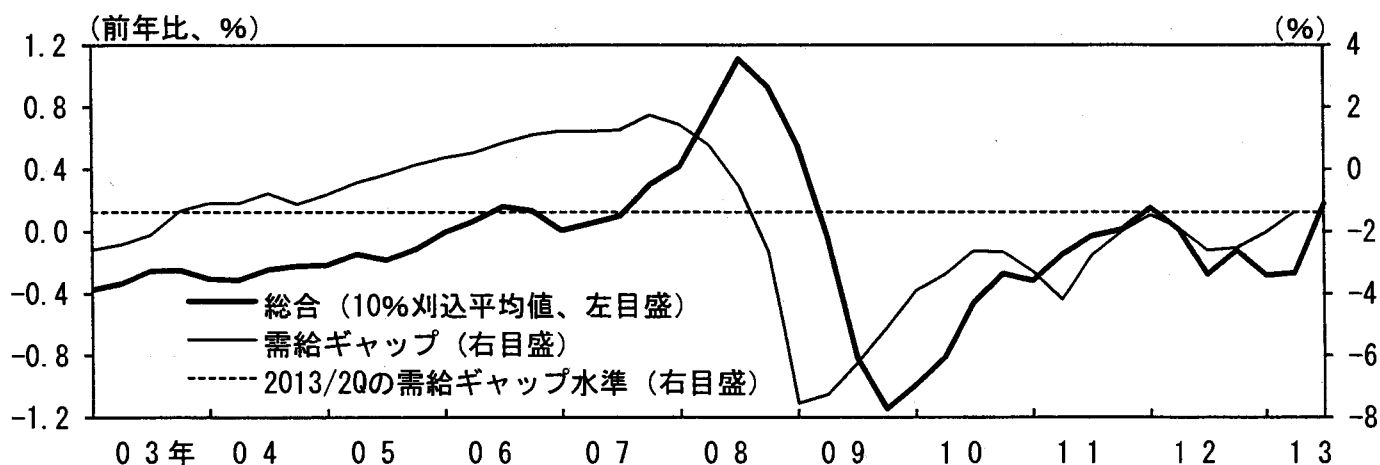
需給ギャップと物価上昇率 (2)

(1) 需給ギャップと消費者物価指数 (総合除く生鮮食品)



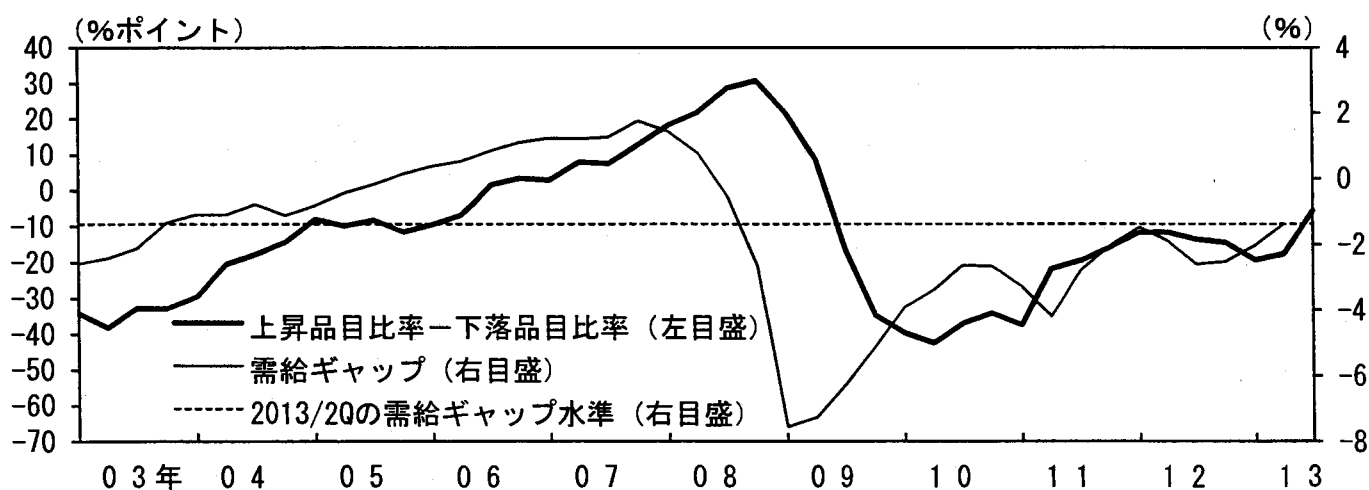
- (注) 1. 消費者物価指数の前年比は、消費税調整済み。
 2. 需給ギャップは日本銀行調査統計局の試算値。具体的な計測方法については、日銀レビュー「GDPギャップと潜在成長率の新推計」（2006年5月）を参照（下のいずれの図表も同じ）。

(2) 需給ギャップと消費者物価指数の刈込平均値



- (注) 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べ替え、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。

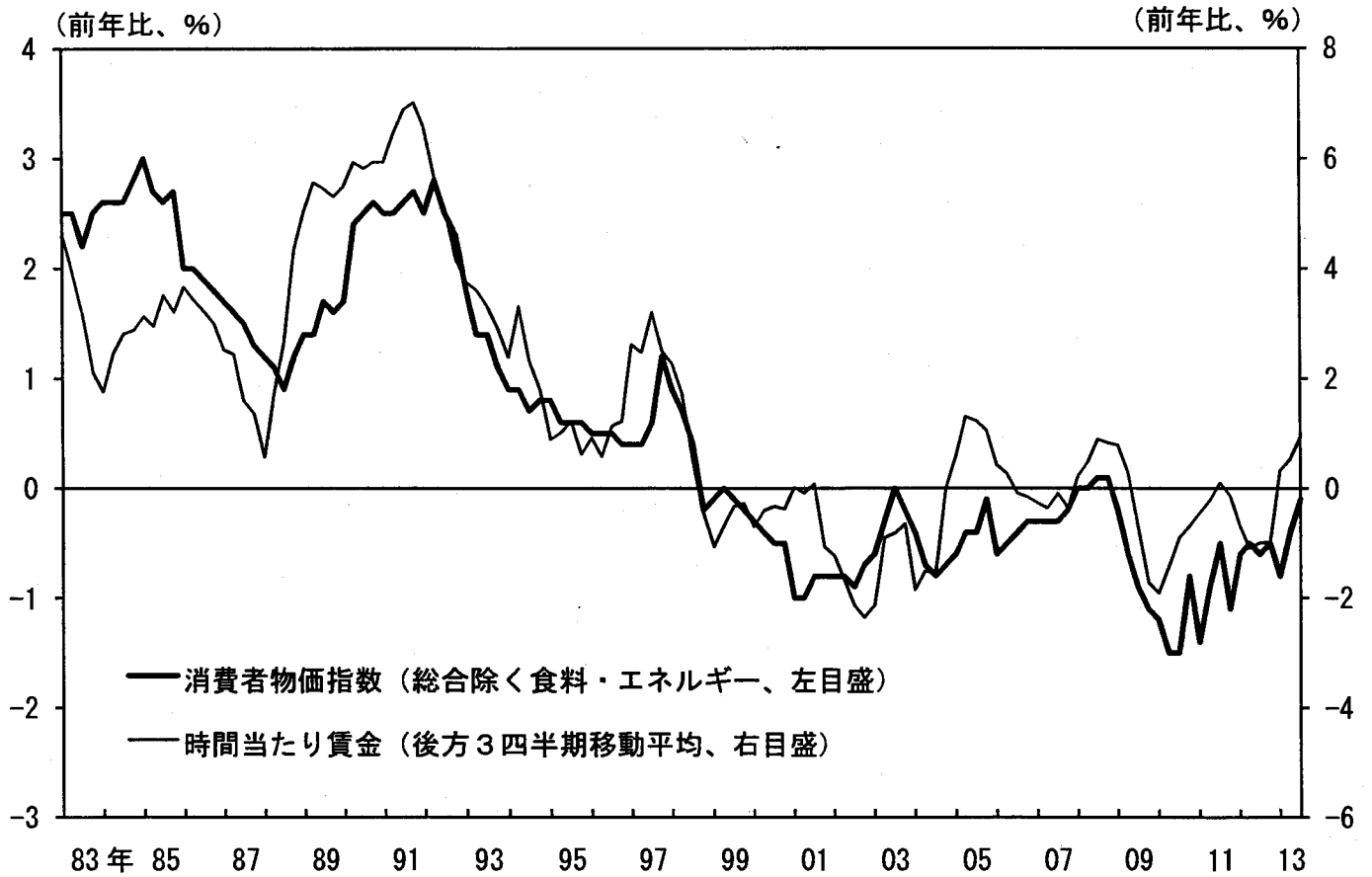
(3) 需給ギャップと消費者物価指数の上昇下落品目



- (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」等










物価と賃金



- (注) 1. 2013/3Qは、7~8月の前年同期比。
2. 消費者物価指数の前年比は、消費税調整済み。
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。

(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）

	7月判断	前回との比較	10月判断
北海道	持ち直している		緩やかに回復しつつある
東北	回復しつつある		回復している
北陸	持ち直している		着実に持ち直している
関東甲信越	持ち直している		緩やかに回復している
東海	持ち直している		緩やかに回復している
近畿	緩やかに持ち直している		緩やかに回復している
中国	全体として緩やかに持ち直している		全体として緩やかに回復している
四国	持ち直しつつある		緩やかに回復しつつある
九州・沖縄	持ち直している		緩やかに回復している

(注) 全文は、<http://www.boj.or.jp/research/brp/rer/rer131021.htm/>を参照。

(資料) 日本銀行「地域経済報告（2013年10月）」

2013年10月31日

日 本 銀 行

経済・物価情勢の展望（2013年10月）【案】

【基本的見解】¹

1. わが国の経済・物価の中心적인見通し

(1) 経済情勢

わが国の景気は、緩やかに回復している。需要面をみると、輸出は持ち直しつつもやや勢いに欠ける一方、個人消費をはじめ国内需要は堅調に推移している。こうした内外需要を反映して、生産面では、鉱工業生産の増加ペースが緩やかにとどまる一方で、サービスや建設など非製造業の活動は強めに推移している。

先行きは、内需が堅調さを維持する中で、外需も緩やかながら増加していくと見込まれ、生産・所得・支出の好循環は持続すると考えられる。このため、わが国経済は、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、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²。

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、日本銀行が「量的・質的金融緩和」を着実に推進していく中で、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、「量的・質的金融緩和」のもとで、名目長期金利の上昇圧力は抑制されている一方、予想物価上昇率は全体として上昇しており、実質金利は低下方向に

¹ 10月31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 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。

ある。銀行貸出残高の前年比は、緩やかにプラス幅を拡大している。このような緩和的な金融環境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2に、海外経済については、4月の展望レポート時点の想定と比べると幾分弱めに推移しているが、国際金融資本市場が総じて落ち着いて推移するとの前提のもとで、先進国を中心に、次第に持ち直していく姿を見込んでいる。主要国・地域別にみると、米国経済については、緩和的な金融環境が維持され、財政面の下押し圧力も次第に和らいでいくことなどを背景に、回復テンポは徐々に増していくと予想される。欧州経済についても、債務問題に伴う調整圧力は残るものの、家計や企業のマインド好転などに支えられ、次第に持ち直していくと考えられる。中国経済については、当局が構造調整を進めつつも、同時に景気下支え策を講じていく中で、現状程度の安定成長が続くとみられる。一方、その他の新興国・資源国経済については、金融環境の引き締め傾向もあって、当面、成長に勢いを欠く状態が続く可能性が高い。

第3に、公共投資は、既往の各種経済対策の効果に加え、新たに策定される予定の経済対策による追加の押し上げ効果も予想されることから、2014年度上期にかけて高水準で推移するとみられる。

第4に、政府による規制・制度改革や今後見込まれる各種の企業向け減税措置、企業による内外需要の掘り起こしなどもあって、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、見通し期間の景気展開をやや詳しく述べると、2013年度下期については、海外経済が持ち直しに向かう中で、これまでの為替相場の動きもラグを伴いつつ下支えとなり、輸出や鉱工業生産は緩やかながらも増加していくと見込まれる。そうしたもとで、企業収益の改善に伴い設備投資は持ち直しがより明確となるとともに、個人消費も雇用・所得環境

の改善に支えられて底堅く推移するとみられる。加えて、個人消費や住宅投資では消費税率引き上げ前の駆け込み需要が発生するため、2013年度下期の成長率はかなり高めになると予想される³。2014年度の成長率については、上期を中心に駆け込み需要の反動が出ることから、前年度に比べればかなり鈍化するとみられる。ただし、海外経済の持ち直しが明確となる中で輸出が伸びを高めるほか、金融緩和や各種企業減税の効果などから設備投資もしっかりとした増加を続けるため、潜在成長率を上回る成長は維持されると考えられる。2015年度についても、2回目の消費税率引き上げによる振れは予想されるが、生産・所得・支出の好循環は維持され、潜在成長率を超える成長が続くと見込まれる。以上の見通しを7月の中間評価と比べると、成長率は概ね安定している。

(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、このところプラス幅を拡大しており、最近ではゼロ%台後半となっている。

物価上昇率を規定する主たる要因について先行きを展望すると、第1に、マクロ的な需給バランスは、消費税率引き上げの影響による振れを伴いつつも、緩やかな改善傾向をたどり、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、労働需給の引き締め傾向は明確となり、名目賃金にも次第に上昇圧力がかかっていくとみられる。第2に、中長期的な予想物価上昇率については、「量的・質的金融緩和」のもとで、実際の物価上昇率の高まりもあって上昇傾向をたどり、「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。こうした予想物価上昇率の高まりは、企業や家計を含めた価格・賃金形成に徐々に浸透

³ 消費税率の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、相当な幅をもってみる必要がある。

していくとみられる。第3に、輸入物価については、国際商品市況や為替相場の動きを反映して、当面は上昇要因として作用すると見込まれる。

以上を踏まえ、消費者物価の前年比（消費税率引き上げの直接的な影響を除くベース）の先行きを展望すると⁴、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。こうした見通しを7月の中間評価と比較すると、概ね不変である。

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、海外経済の動向に関する不確実性がある。米国経済については、新型エネルギーの影響や財政問題の帰趨などによって、回復ペースが上下双方向に変化する可能性がある。欧州経済については、当面は弱さが残る中で、債務問題の今後の展開を含め引き続き注意が必要である。中国経済については、過剰設備や過剰債務といった構造問題の影響を巡って不確実性が高い。それ以外の新興国・資源国については、一部の国が経常収支赤字など構造的な課題を抱えており、国際金融資本市場の動向と併せて、注視していく必要がある。

第2に、家計の雇用・所得動向がある。前述のとおり、これまでの景気回復は、個人消費を中心とした堅調な国内需要が主導してきた。先行きも国内需要が堅調さを維持していくためには、雇用・所得環境の改善が消費を支えるという前向きな循環が持続することが重要である。この点、企業

⁴ 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。

収益が改善する一方、企業を取り巻く競争環境が引き続き厳しい中において、労働需給の引き締めや予想物価上昇率の高まりに伴い賃金が上昇していくかどうか注視していく必要がある。

第3は、消費税率引き上げの影響である。消費税は、消費一般に広く課税する間接税であり、税率の引き上げは家計の実質可処分所得にマイナスの影響を及ぼす。一方、①政府において各種の経済対策等が講じられる予定であること、②消費税率引き上げは家計部門で以前から相応に織り込まれているとみられること、③財政や社会保障制度に関する家計の将来不安を和らげる効果も期待されることなどから、消費へのマイナスの影響をある程度減殺する力も働くと考えられる。消費税率引き上げの影響は、駆け込み需要とその反動の規模も含め、その時々所得環境や物価の動向によって変化し得るため注意が必要である。

第4に、企業や家計の中長期的な成長期待は、規制・制度改革や税制改正の今後の展開、企業部門におけるイノベーション、家計部門の所得環境などによって、上下双方向に変化する可能性がある。また、やや長い目でみれば、2020年夏の東京オリンピック開催による押し上げ効果も期待される。

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、財政再建の道筋に対する信認が高まり、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。人々のインフレ予想が、過去にみられた物価や賃金の緩やかな下落を反映して、なかなか高

まらない可能性がある一方、実際の物価や賃金の上昇率が高まっていく過程で、予想物価上昇率が比較的早期に上昇する可能性もある。加えて、消費税率引き上げに伴う幅広い品目の一斉の価格上昇が、人々のインフレ予想に与える影響についても注意してみていく必要がある。

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、財・サービスや労働の需給の引き締まりに応じて、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も、引き続き不確実性が高い。

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」のもとで、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⁵。

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

⁵ 日本銀行「金融政策運営の枠組みのもとでの「物価安定の目標」について」（2013年1月22日）参照。

の国債保有残高は引き続き高水準である点には留意する必要がある⁶。

金融政策運営については、「量的・質的金融緩和」のもとで、実体経済や金融市場、人々のマインドや期待など、好転の動きが幅広くみられており、わが国経済は2%の「物価安定の目標」の実現に向けた道筋を順調にたどっている。今後とも、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。

以 上

⁶ 詳しくは「金融システムレポート」（日本銀行2013年10月）を参照。

(参考)

▽2013～2015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
2013年度	+2.6～+3.0 <+2.7>	+0.6～+1.0 <+0.7>	/
7月時点の見通し	+2.5～+3.0 <+2.8>	+0.5～+0.8 <+0.6>	
2014年度	+0.9～+1.5 <+1.5>	+2.8～+3.6 <+3.3>	+0.8～+1.6 <+1.3>
7月時点の見通し	+0.8～+1.5 <+1.3>	+2.7～+3.6 <+3.3>	+0.7～+1.6 <+1.3>
2015年度	+1.3～+1.8 <+1.5>	+1.6～+2.9 <+2.6>	+0.9～+2.2 <+1.9>
7月時点の見通し	+1.3～+1.9 <+1.5>	+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。

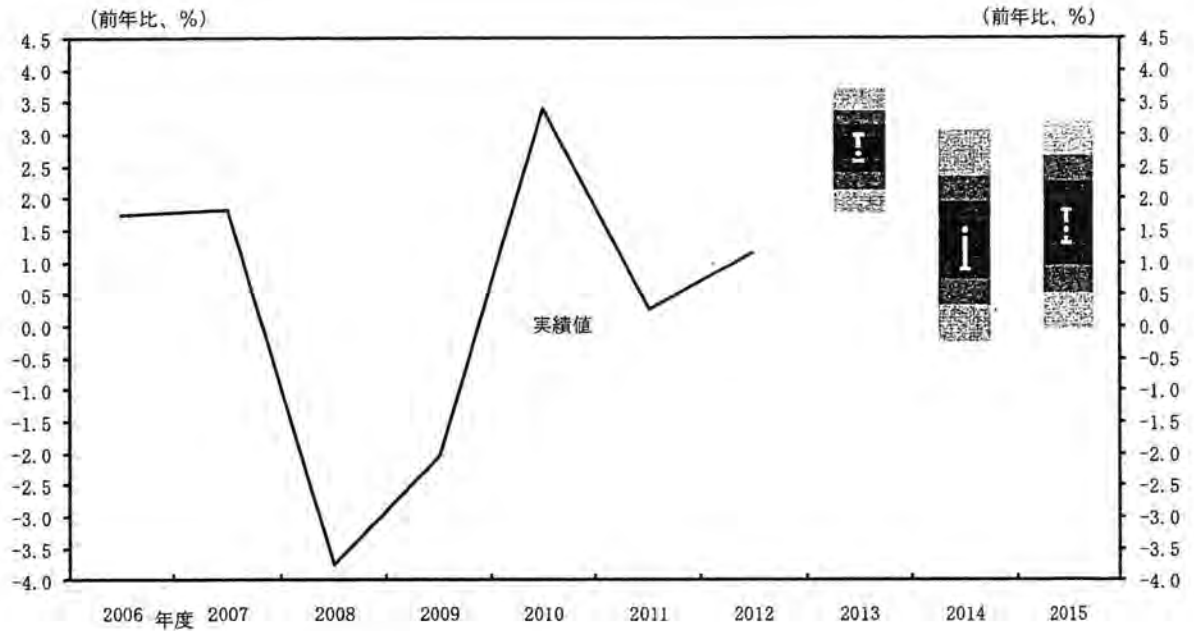
(注5) 政策委員全員の見通しの幅は下表の通りである。

——対前年度比、%。

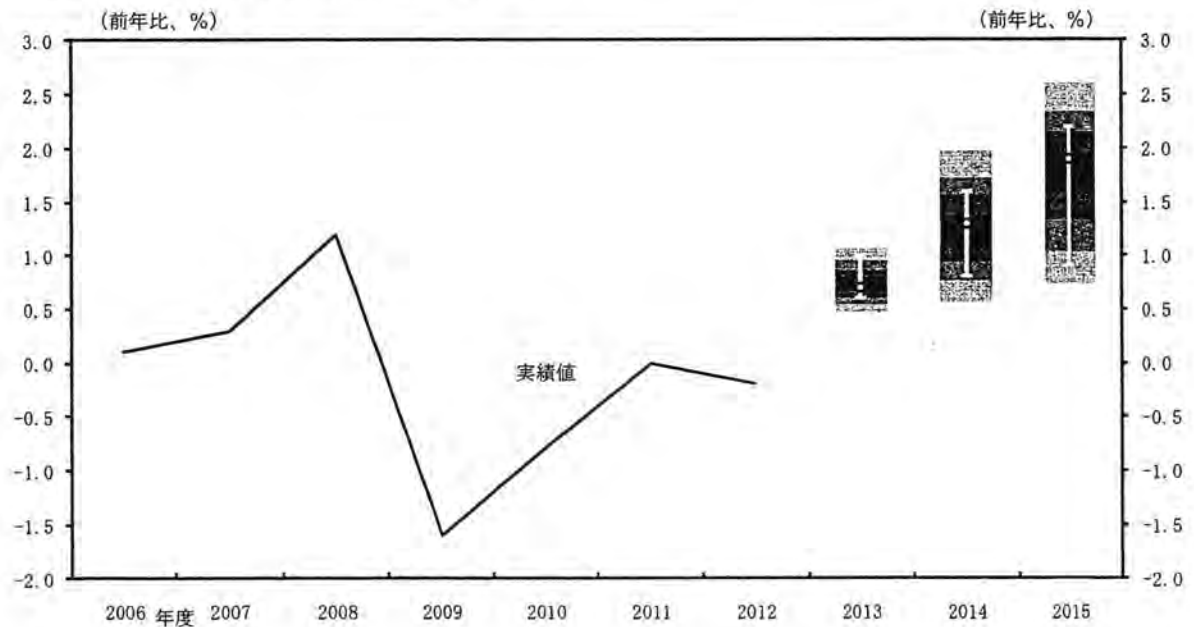
	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	消費税率引き上げの 影響を除くケース
2013年度	+2.6～+3.0	+0.6～+1.0	/
7月時点の見通し	+2.3～+3.0	+0.4～+1.0	
2014年度	+0.5～+1.6	+2.6～+3.7	+0.6～+1.7
7月時点の見通し	+0.4～+1.5	+2.6～+3.7	+0.6～+1.7
2015年度	+1.2～+2.0	+1.4～+2.9	+0.7～+2.2
7月時点の見通し	+1.2～+2.1	+1.4～+3.0	+0.7～+2.3

▽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10月31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 >

[白井委員案]

「経済・物価情勢の展望（2013年10月）」の基本的見解を決定する件

「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。

今回の展望レポートでは、まず、わが国の経済・物価の先行き1年から3年の中心的な見通しについて示し、次いで、そうした中心的な見通しに対する上振れ、下振れ要因を指摘する。最後に、その見通しについて、物価安定のもとでの持続的な成長の経路をたどっているかという観点による点検（第1の柱）、および、より長期的な視点を踏まえつつ、物価安定のもとでの持続的な経済成長を実現するとの観点から、金融政策運営に当たって重視すべき様々なリスクの点検（第2の柱）を行い、先行きの金融政策の考え方を整理する。

1. 略（不変）

2. 上振れ要因・下振れ要因

(1) 経済情勢

略（不変）

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恐れがある。一方、財政再建の道筋に対する信認が高まり、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。

全体としては、海外経済の動向と家計の雇用・所得動向等の不確実性が大きく、下振れリスクを意識する必要がある。

(2) 物価情勢

略（不変）

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も、引き続き不確実性が高い。

全体としては、中長期的な予想物価上昇率の動向とマクロ的な需給バランスに対する物価の感応度等の不確実性が大きく、下振れリスクを意識する必要がある。

3. 金融政策運営

略（不変）

金融政策運営については、「量的・質的金融緩和」のもとで、实体经济

や金融市場、人々のマインドや期待など、好転の動きが幅広くみられており、わが国経済は2%の「物価安定の目標」の実現に向けた道筋を緩やかに順調にたどっている。

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 >

[佐藤委員案]

「経済・物価情勢の展望（2013年10月）」の基本的見解を決定する件

「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적인見通し

(1) 略（不変）

(2) 物価情勢

略（不変）

以上を踏まえ、消費者物価の前年比（消費税率引き上げの直接的な影響を除くベース）の先行きを展望すると、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。こうした見通しを7月の中間評価と比較すると、概ね不変である。

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%程度の物価上昇率を実現しを目指し、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下方にやや厚いと考えられる。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引き続き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10月）」の基本的見解を決定する件

「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적인見通し

(1) 略（不変）

(2) 物価情勢

略（不変）

第2に、中長期的な予想物価上昇率については、~~「量的・質的金融緩和」~~のもとで、~~実際の物価上昇率の高まりもあって~~緩やかな上昇傾向をたどり、~~「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。

略（不変）

以上を踏まえ、消費者物価の前年比（消費税率引き上げの直接的な影響を除くベース）の先行きを展望すると、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。こうした見通しを7月の中間評価と比較すると、概ね不変である。

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）

金融政策運営については、「量的・質的金融緩和」のもとで、实体经济や金融市場、人々のマインドや期待など、好転の動きが幅広くみられており、わが国経済は2%の「物価安定の目標」の実現に向けた道筋を順調にたどっている。今後とも、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

量的・質的金融緩和を継続する。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。

以 上

要注意

公表時間

11月6日 (水) 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>

2013.11.6

日本銀行

(案)

政策委員会 金融政策決定会合

議事要旨

(2013年10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10月31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10月3日(14:00～16:36)
10月4日(9:00～11:44)

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	浅川雅嗣	大臣官房総括審議官 (3日)
	古川禎久	財務副大臣 (4日)
内閣府	梅溪健児	内閣府審議官

(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	内田真一
企画局審議役	野村 充 (4日 9:00～9:25)
企画局政策企画課長	正木一博
金融市場局長	山岡浩巳
調査統計局長	前田栄治
調査統計局経済調査課長	亀田制作
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	上口洋司 (4日 9:00～9:25)
企画局企画役	小牧義弘
企画局企画役	服部良太
金融市場局市場調節課長	鈴木公一郎 (4日 9:00～9:25)

I. 金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

1. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合（9月4、5日）で決定された方針^(注)に従って、長期国債の買入れ等による資金供給を行った。そのもとで、マネタリーベースは175～189兆円台で推移した。

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、低位で推移している。無担保コールレート（オーバーナイト物）は、0.1%を下回る水準での動きとなっている。G Cレポレートは、幾分弱含んでおり、0.1%を下回って推移している。ターム物金利をみると、短国レートは、長めのゾーンを含め、小幅に低下している。長めのターム物の銀行間取引金利は、横ばいとなっている。

長期金利についてみると、米国長期金利の低下や日本銀行による国債買入れを背景に、低下している。株価（日経平均株価）は、2020年オリンピックの東京開催決定などから上昇したあと、円高や米国株価の下落などを受けて、下落に転じている。REIT価格は、海外REIT価格の上昇などを背景に、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、一部に拡大した銘柄がみられるものの、総じてみれば、投資家の底堅い需要を背景に、ごく緩やかながら縮小してきている。為替相場をみると、円の対米ドル相場は、本邦株価の上昇などを受けて円安方向に幾分動く場面がみられたが、その後は、米国の金融政策への思惑や財政協議を巡る不透明感などから円高方向の動きとなっている。

3. 海外金融経済情勢

海外経済は、一部に緩慢な動きもみられているが、全体としては徐々に持ち直しに向かっている。

米国経済は、財政面からの下押し圧力を受けつつも、堅調な民需を背景に、緩やかな回復基調が続いている。政府支出は、なお減少している。一方、個人消費は、雇用情勢が改善傾向を辿り、資産価格が上昇するもとで、緩やかな増加基調が続いている。住宅投資は、基調として持ち直しを続けている。輸出も、緩やかに増加している。こうし

^(注) 「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。」

た需要動向を受けて、企業マインドは引き続き改善基調にあり、生産や設備投資も持ち直しに向かっているが、そのペースはなお緩やかなものにとどまっている。物価面をみると、コアベースの消費者物価の前年比が横ばい圏内の動きとなる中、総合ベースの消費者物価の前年比は、エネルギー価格の下落を主因に、プラス幅が縮小している。

欧州経済は、全体として底入れしている。民間設備投資は減少基調が続いている一方で、輸出は底入れしている。個人消費も、厳しい雇用・所得環境が続いているものの、消費者マインドが引き続き改善するも、下げ止まっている。こうした需要動向を受けて、生産は底入れしている。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、コアベースの消費者物価の前年比は緩やかな低下基調を辿っている。また、総合ベースの消費者物価の前年比は、エネルギー価格がマイナスに転化したことから、低下している。この間、英国経済は、持ち直している。

アジア経済をみると、中国経済は、堅調な内需を背景に、安定した成長が続いている。輸出は、持ち直しの兆しもみられてきているが、なお弱めの動きから脱しきれていない。一方、個人消費は、引き続き質素節約令の影響が一部にみられているものの、良好な雇用・所得環境のもとで、安定した伸びが続いている。固定資産投資をみると、インフラ投資が高い伸びを続ける中で、堅調に推移している。こうした需要動向のもとで、生産は素材を中心に伸びを幾分高めている。物価面をみると、消費者物価の前年比は低めの水準で推移している。NIEs・ASEAN経済は、貿易の停滞に内需の減速が加わって、全体として持ち直しに向けた動きが弱まっている。個人消費は、自動車販売における政策効果の反動や消費者マインドの慎重化などを背景に、ASEANを中心に減速している。また、輸出は、NIEsに持ち直しの兆しもみられてきているが、全体として弱めの動きが続いている。こうした需要動向を受けて、生産の持ち直しに向けた動きも一服しており、設備投資も、機械投資を中心に伸び悩んでいる。物価面をみると、国・地域ごとに差異はあるが、総じてみれば消費者物価の前年比は低めの水準で推移している。この間、インド経済は、内需を中心に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、米国金融政策を巡る思惑や米国における財政協議の難航などを背景に、やや神経質な展開となっている。欧米市場では、9月のFOMC（連邦公開市場委員会）の結果などを受けて国債利回りが低下したほか、株価については、中東情勢に関する不透明感の後退も加わって上昇した。もっとも、最近では、債務上

限問題など財政協議を巡る不確実性の高まりを背景に、米国株価は下落に転じている。一方、新興国市場では、株、債券、通貨のトリプル安が一服し、反発する国もみられている。この間、国際商品市況をみると、新興国の景気回復に力強さが欠ける中で、やや長い目でみて軟調な地合いが続いているが、最近では全体として横ばい圏内で推移している。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

輸出は、持ち直し傾向にある。実質輸出は、1～3月に前期比で3四半期振りの増加に転じ、4～6月も伸びを高めたあと、7～8月の4～6月対比は小幅の減少にとどまっている。月次では、7月に前月比で大きく減少したあと、8月はそれを上回る増加幅となっている。先行きの輸出は、海外経済の持ち直しなどを背景に、緩やかに増加していくと考えられる。

公共投資は、増加を続けている。先行きについても、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。

設備投資は、企業収益が改善する中で、持ち直している。この間、企業の業況感は改善を続けており、9月短観の業況判断DI（全産業全規模）は約6年振りに「良い」超に転じた。機械投資の一致指標である資本財総供給をみると、1～3月に前期比増加に転じたあと、4～6月は一旦減少したが、7～8月の4～6月対比は再び増加した。機械投資の先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）は、1～3月は前期比ほぼ横ばいとなったあと、4～6月は5四半期振りの増加に転じ、7月の4～6月対比も増加を続けた。設備投資の先行きについては、企業収益が改善を続ける中で、緩やかな増加基調を辿ると予想される。9月短観で2013年度の設備投資計画（ソフトウェアを除き土地投資額を含むベース）をみると、全産業全規模では、6月短観と比べて上方修正され、前年比+3.3%となった。

雇用・所得環境については、労働需給が緩やかな改善を続けており、雇用者所得にも持ち直しの動きがみられている。

個人消費は、雇用・所得環境に改善の動きがみられる中で、引き続き底堅く推移している。全国百貨店売上高は、昨年10～12月以降、3四半期連続で前期比増加となったあと、7～8月の4～6月対比は減少した。ただし、月次でみると、7月にセール前倒しの反動などから減少したあと、8月は持ち直しており、基調的には、輸入品や高額

品を中心に引き続き堅調に推移している。コンビニエンスストア売上高は、緩やかな増加傾向を続けている。また、サービス消費をみても、旅行取扱額や外食産業売上高は、全体として底堅く推移している。先行きの個人消費は、雇用・所得環境の改善に支えられて、引き続き底堅く推移するとみられる。

住宅投資は増加している。先行きについても、増加傾向を続けるとみられる。

以上の内外需要を反映して、鉱工業生産は、緩やかに増加している。四半期でみると、1～3月には小幅ながら4四半期振りの前期比増加に転じ、4～6月の前期比および7～8月の4～6月対比とも、緩やかに増加している。先行きの鉱工業生産は、内外需要の動向などを反映して、緩やかな増加を続けると考えられる。企業からの聞き取り調査などを踏まえると、7～9月の生産は、はっきりとした増加となる見込みであり、10～12月についても、不確実性はあるが、増加を続けるとの感触である。

物価面では、国内企業物価を3か月前比でみると、国際商品市況や為替相場の動きを背景に、緩やかに上昇している。先行きについても、当面、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、0%台後半となっており、先行きは、プラス幅を次第に拡大していくとみられる。この間、予想物価上昇率については、家計やエコノミスト、市場参加者に対する調査なども踏まえると、全体として上昇しているとみられる。

(2) 金融環境

わが国の金融環境は、緩和した状態にある。

マネタリーベースは、日本銀行による資産買入れが進捗する中、大幅に増加しており、前年比は4割台半ばの伸びとなっている。

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市場では、良好な発行環境が続いている。社債市場の発行環境についても、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、緩やかに増加している。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、2%台前半のプラスとなっている。CP・社債の発行残高の前年比は、プラスとなっている。企業の資金繰りは、総じてみれば、改善した状態にある。この間、マネーストックの前年比は、銀行貸出

の増加などから3%台後半の伸びとなっている。

(3) 「貸出増加を支援するための資金供給」について

9月17日に実行した「貸出増加を支援するための資金供給」は、8,812億円の新規貸付となった。貸付先別にみると、大手行に対して6,142億円、地域金融機関等に対して2,670億円となっている。貸付期間別にみると、大半が3年となっている。なお、今回の貸付実行後の残高は、40,315億円と4兆円を超える水準となった。

II. 「適格担保取扱基本要領」の一部改正等について

1. 執行部からの提案内容

金融調節の一層の円滑化を図る観点から電子記録債権を適格担保とするとともに、適格担保の担保掛け目等について、最近の金融市場の情勢等を踏まえた年次レビュー結果に基づきこれを見直すこととし、「適格担保取扱基本要領」の一部改正等を行うこととしたい。

2. 委員会の検討・採決

採決の結果、上記案件について全員一致で決定され、対外公表することとされた。

III. 金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

1. 経済情勢

国際金融資本市場について、委員は、米国金融政策を巡る思惑や米国における財政協議の難航などを背景に、やや神経質な展開となっているとの認識を共有した。米国金融政策に関連して、多くの委員は、9月のFOMCの結果を受けて、長期金利が低下したほか、株価は上昇したと指摘した。何人かの委員は、市場は金融政策の予測可能性が低下したと受け止めているようであり、今後、米国金融政策の動向次第では市場が再び大きく変動するリスクに注意が必要であるとの認識を示した。一人の委員は、雇用の改善ペースの鈍さやデフインフレ傾向が続く中で、金融環境が急速にタイト化したことが今回の判断に影響しているとの見方を示した。米国における財政協議の帰趨について、ある委員は、短期間で解決するとの見方も多いが、10月中に償還を迎えるT-Bill（短期国債）の利回りの上昇に表れているように、楽観はできないと述べた。新興国市場について、複数の委員は、

目先はトリプル安の一服など落ち着きを取り戻しているが、今後、米国金融政策を巡る思惑が高まった場合には、再び資金流出やそれに伴う市場の混乱が生じる可能性がある」と指摘した。

海外経済について、委員は、一部に緩慢な動きもみられているが、全体としては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、欧米における財政面からの下押し圧力の弱まりや企業マインドの改善などを背景に、海外経済は次第に持ち直していくとの認識を共有した。多くの委員は、地域や業種ごとに景気の改善ペースにばらつきがあるなど、様々な不確実性があることに注意していかなければならないとの見方を示した。

米国経済について、委員は、財政面からの下押し圧力を受けつつも、個人消費や住宅投資など堅調な民需を背景に、緩やかな回復基調が続いているとの認識で一致した。先行きについて、委員は、財政協議の帰趨などに注意は必要であるが、基調としては、緩和的な金融環境が続き、財政面からの下押し圧力が次第に和らいでいくと見込まれることから、景気の回復ペースは緩やかながらも次第に高まっていくとの見方を共有した。一人の委員は、雇用環境が改善する中、社会保障減税の打ち切りの影響が薄れ、可処分所得が緩やかに増加していることから、今後も個人消費は堅調に推移するとみられると述べた。住宅投資について、ある委員は、このところ弱めの指標もみられているが、家計の住宅購入姿勢は強く、在庫水準も低いことから、金利動向が落ち着くにつれて改善基調に復していくとの認識を示した。この間、一人の委員は、住宅・労働市場に弱さが残る中で、米国金融政策を巡る思惑が再び金利の急速な上昇に繋がった場合の実体経済に与える影響には注意が必要と指摘した。債務上限問題など財政協議の帰趨について、多くの委員は、財政を巡る不透明感が強い状況が長引く場合には、経済主体のマインド悪化や金融市場の不安定化を通じて経済に悪影響を及ぼす可能性があるため、注視していく必要があると述べた。このうちのある委員は、早期に解決できなかった場合には、米国債の信用力低下などの経路を通じて国際金融市場の混乱を招き、世界経済にも大きな影響を与える可能性がある一方、早期に解決できれば、当面の不確実性が除去されるため、景気回復に弾みがつく可能性がある」と付け加えた。

ユーロエリア経済について、委員は、全体として底入れしているとの認識を共有した。先行きについて、委員は、経済主体のマインドの改善や輸出の持ち直しを起点として、次第に持ち直しに転じていくとの見方で一致した。そのうえで、委員は、欧州債務問題の今後の展開

に関する不確実性は依然として大きいとの認識を共有した。

中国経済について、委員は、堅調な内需を背景に、安定した成長が続いているとの認識で一致した。複数の委員は、政府による景気下支え策もあって固定資産投資が高めの伸びを続けているほか、生産も増加していると指摘した。先行きについて、委員は、今後、構造調整を進める過程で内需に下押し圧力が加わる可能性が高いものの、外需が持ち直しに向かうとみられるため、全体としては、現状程度の安定した成長が続くとの見方を共有した。

NIEs・ASEAN経済について、委員は、貿易の停滞に内需の減速が加わって、全体として持ち直しに向けた動きが弱まっているとの認識で一致した。ある委員は、このところわが国からのASEAN向け輸出が減少していると指摘したうえで、その背景として、米国金融政策を巡る思惑の高まりを受けた資金流出が影響している可能性があるとの見方を示した。別の一人の委員は、国によるばらつきはあるものの、全体として持ち直しに向かうとの見方は維持できると述べた。先行きについて、委員は、当面、やや低めの成長にとどまるとみられるが、その後は、先進国経済が持ち直していく中で、成長ペースは徐々に高まっていくとの認識を共有した。一人の委員は、金融市場の落ち着きや政策対応もあり、一部新興国での景気減速がアジア域内に広がるリスクは後退しているとの見方を示した。ただし、何人かの委員は、米国の金融情勢次第で新興国市場が不安定化する可能性には、引き続き注意が必要だと述べた。別のある委員は、当面、既往の金融環境のタイト化や株価下落の影響が現れてくるほか、この間に構造問題が表面化した一部新興国では、今後、経済構造の調整を本格的に進める中で実体経済への下押し圧力が一段と加わる可能性があるとの指摘した。この間、ある委員は、中長期的にみれば、通貨の下落には、輸出の増加や経常赤字の縮小、景気の回復に繋がるというプラスの面もあるとの認識を示した。

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、企業・家計の両部門で所得から支出への前向きな循環メカニズムが働いているとみられることから、緩やかに回復しているとの見方で一致した。

項目別には、輸出について、委員は、海外経済が全体として徐々に持ち直しに向かう中、為替相場の動きも下支えとなっていて、持ち直し傾向にあるとの認識を共有した。何人かの委員は、8月の実質輸出は前

月の減少分を上回るプラスとなり、持ち直し傾向を確認できたとの見方を示した。一人の委員は、海外経済の持ち直しにつれて輸出の増加ペースは強まっていくと述べた。これに対し、別のある委員は、7～8月を均せば実質輸出は4～6月対比ほぼ横ばいにとどまっていると指摘したうえで、これにはわが国製造業の競争力低下などを反映している面もあり、先行きの景気回復ペースを制約する要因となる可能性があるとの認識を示した。設備投資について、委員は、企業収益が改善する中で、持ち直しているとの見方で一致した。4～6月のGDPベースの実質設備投資について、複数の委員は、2次速報値で上方修正されて6四半期振りの前期比プラスに転じ、持ち直しが確認されたとの認識を示した。何人かの委員は、資本財総供給や機械受注も増加していると指摘した。9月短観の結果について、委員は、業況感は製造業・非製造業、大企業・中小企業ともに明確に改善が続いているとの見方を共有した。多くの委員は、事業計画についても、売上高と企業収益を上方修正する中で設備投資をしっかりと増加させる計画となっており、収益の改善が前向きな支出活動に繋がっている姿が確認できたと指摘した。一方、複数の委員は、大企業製造業の設備投資計画の前年比は、過去に比べて低めとなっているとの見方を示した。このうちの一人の委員は、企業は、円安基調に一層確信を持てるようになるまで国内設備投資を手控えており、本格的な回復にはなお時間を要すると付け加えた。個人消費について、委員は、雇用・所得環境に改善の動きがみられる中で、引き続き底堅く推移しているとの認識を共有した。ある委員は、大型小売店ではセール前倒しの反動で7月に減少したあと、8月には再び持ち直すなど、月々の振れはあるが引き続き底堅く推移していると述べた。これに対し、一人の委員は、7～9月には前2四半期の好調さの反動が出るとのやや慎重な見方を示した。雇用・所得環境について、何人かの委員は、8月の完全失業率はやや上昇したが、有効求人倍率や9月短観における雇用人員判断DIの改善などを踏まえると、労働需給は改善が続いているとの見方を示した。このうちの一人の委員は、これまで出遅れていた製造業の新規求人にも明確な伸びがみられると付け加えた。住宅投資について、委員は、増加しているとの認識で一致した。鉱工業生産について、委員は、こうした内外需要を反映して、緩やかに増加しているとの見方を共有した。

景気の先行きについて、委員は、生産・所得・支出の好循環が続くもとで、緩やかな回復を続けていくとの見方を共有した。複数の委員は、景気が持続的に回復していくためには、内需から外需、非製造業から製造業へと回復の動きが広がっていくことが重要だが、これまで

のところ輸出や生産の回復ペースは力強さを欠いていると指摘した。一人の委員は、製造業には海外経済の回復の後ずれなどにより下振れる可能性がある一方、非製造業には高齢化に対応したサービスなどの需要掘り起こしが進むことにより上振れる可能性があるとの認識を示した。委員は、先行きも国内需要が堅調さを維持していくためには、雇用・所得環境の改善が消費を支えるという前向きの循環が持続することが重要であるとの見方を共有した。そのうえで、委員は、雇用者所得について、今後、持ち直しの動きが次第に明確になっていくとの認識で一致した。ある委員は、とくに定例給与の増加が重要であるとの見方を示したうえで、労働市場の流動性が低いわが国では、正社員を繋留するために定例給与を引き上げるインセンティブが経営側に生じにくいと指摘し、賃金引上げに向けた各種取り組みの成果に期待していると述べた。別のある委員は、来年春の定例給与引上げに期待しているが、それまでの間は賞与による押し上げ以外に所得環境が目立った改善は見込みにくいとの認識を示した。消費税率引上げの影響について、一人の委員は、労働生産性の上昇を背景に消費者の恒常的な所得見通しが改善すること、雇用環境が改善するもとで家計の借入制約が弱まり消費を平準化しやすくなること、低所得者層への影響緩和措置が講じられることなどから、個人消費の下振れリスクはある程度抑制される可能性があるとの見方を示した。この点に関連して、ある委員は、わが国の産業構造に占めるサービス産業のウエイトが高まる中で、そうした産業の相対的に低い労働生産性をいかに引き上げるかが賃金上昇の鍵になると指摘した。政府の経済政策パッケージの効果について、複数の委員は、景気が下振れる可能性は低下したと述べた。

景気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や新興国・資源国経済の動向に加え、ここにきて米国における財政協議の帰趨なども意識する必要性が生じるなど、日本経済を巡る不確実性は引き続き大きいとの認識で一致した。

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、0%台後半となっており、先行きはプラス幅を次第に拡大していくとの見方を共有した。多くの委員は、最近の消費者物価の動きには、エネルギー関連の押し上げだけでなく、幅広い品目に改善の動きがみられたことが影響しているとの認識を示した。ある委員は、個人消費の底堅さを背景として、短観の販売価格判断DIに表れているように、企業の価格設定行動に変化がみられつつあり、食料工業製品など幅広い品目で上昇傾向が続くとの見方を示した。ある委員は、9月短観に

おける販売価格判断D Iの改善や仕入価格判断D Iとの差の縮小は、企業が価格転嫁やその結果として賃金引上げを行いやすくなる可能性を示唆していると述べた。これらに対し、複数の委員は、消費者物価の前年比プラス幅は、前年のエネルギー価格下落の反動などが剥落するため、今後、拡大が一服する可能性があるとの認識を示した。このうちの一人の委員は、世界的なディスインフレ傾向に改善の兆しがみられない中で、日本の物価が国内独自の要因で伸び率を高めていくかどうか注視しているとの見方を示した。予想物価上昇率について、委員は、家計やエコノミスト、市場参加者に対する調査なども踏まえると、全体として上昇しているとみられるとの認識を共有した。複数の委員は、物価の先行きをみるうえで、中長期的な予想物価上昇率の動向に注目しているが、現状、その上昇テンポは緩やかであると述べた。

2. 金融面の動向

わが国の金融環境について、委員は、緩和した状態にあるとの認識で一致した。委員は、マネタリーベースは日本銀行による資産買入れの進捗を反映して大幅に増加しており、企業の資金調達コストは低水準で推移しているとの見方を共有した。委員は、企業からみた金融機関の貸出態度は改善傾向を続けているほか、CP市場では、良好な発行環境が続いており、社債市場の発行環境についても、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。資金需要について、委員は、銀行貸出残高の前年比は2%台前半のプラスで推移しているほか、CP・社債の発行残高が前年比プラスとなっているなど、緩やかに増加しているとの見方で一致した。

IV. 当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

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

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、委員は、「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」という現在の方針を継続することが適当であるとの見解で一致した。

資産の買入れについても、委員は、4月の「量的・質的金融緩和」の導入に際し決定した買入れ方針を継続することが適当であるとの認識で一致した。具体的には、①長期国債について、保有残高が年間約50兆円に相当するペースで増加し、平均残存期間が7年程度とな

るよう買入れを行うこと、②ETFおよびJ-REITについて、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こと、③CP等、社債等について、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こと、などを確認した。

先行きの金融政策運営について、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、「量的・質的金融緩和」を継続すること、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、必要な調整を行うとの認識を共有した。これに対し、一人の委員は、「物価安定の目標」を2年程度で達成するのが難しいとみられる中で、「量的・質的金融緩和」が長期間継続される、あるいは極端な追加措置が実施されるという観測が市場で高まれば、金融面での不均衡累積など中長期的な経済の不安定化に繋がる懸念があるため、継続期間を2年程度に限定し、その後柔軟に見直すとの表現に変更することが適当であると述べた。この委員は、2%の「物価安定の目標」の実現のためには、その水準が経済のファンダメンタルズと整合的であるとの認識が、企業、家計、金融市場に共有される必要があると付け加えた。この間、複数の委員は、最近の米国の経験も踏まえつつ、市場とのコミュニケーションの工夫を続けていくことが重要と指摘した。消費税率引上げの決定と金融政策運営との関係について、ある委員は、政策委員の経済・物価見通しは予定通りの税率引上げを前提としており、駆け込み分の反動が出ることは既に織り込んだうえで、政策判断を行ってきていると指摘した。

「量的・質的金融緩和」の効果について、委員は、効果は引き続きしっかりと働いており、企業や家計の支出活動を支える金融環境の緩和度合いは、着実に強まっているとの認識を共有した。委員は、こうしたもとで、実体経済や金融市場には前向きな動きが広がっており、人々の経済・物価に関する期待は好転しているとの見方で一致した。長めの金利への働きかけについて、多くの委員は、わが国の長期金利は、日本銀行による巨額の国債買入れが行われるもとで、低位安定していると指摘した。もっとも、ある委員は、何らかのきっかけで金利の変動が大きくなるリスクには引き続き注意が必要との認識を示した。国債市場の動向に関連して、ある委員は、消費税率引上げの決定により、政府が財政健全化に向けた強い姿勢を示したことを評価したいと述べた。一方、別の一人の委員は、決定に至るまでの議論を通じて、市場の一部では財政健全化に対する政府の取り組み姿勢がむしろ

後退しているとの見方も出ていると指摘した。経済主体の期待の転換を通じた効果について、多くの委員は、名目金利が安定的に推移するもとの見方を示した。このうちのある委員は、市場が大胆な金融緩和を早くから織り込んだことによる資産効果がこれまで景気を押し上げてきたが、今後は、実質金利の低下による実体経済への刺激効果が本格的に現れてくると指摘した。一人の委員は、この間の資産価格上昇は海外投資家を中心とするものだったが、今後は、企業、個人、年金など国内投資家のポートフォリオ・リバランスが着実に進んでいくとの認識を示した。

最近の短国レート低下の影響や短期オペの応札倍率の低下について、多くの委員は、中間期末を控えた短国保有ニーズの高まりという一時的な要因が影響しているとの認識を示した。ある委員は、マネタリーベースの積み上げは予定通り進捗していると指摘した。別の一人の委員は、「量的・質的金融緩和」が効果を発揮するためには、目標に沿って積み上げを進め、経済主体の期待に働きかけ続けていくことが重要であるとの認識を示した。こうした議論を経て、委員は、期明け後の状況を含めて今後の動きを注視しながら、マネタリーベースの着実な積み上げを図っていくことを確認した。

「貸出増加を支援するための資金供給」について、ある委員は、9月実施分の新規貸付金額は6月実施分に比べて大幅に減少したが、季節的に貸出が減少する4～6月が対象期間であったことや、銀行貸出自体は前年比2%台前半の伸び率で順調に増加してきていることを踏まえると、今後は利用の増加が期待できるとの見方を示した。

V. 政府からの出席者の発言

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 足もとの経済状況については、景気は緩やかに回復しつつあり、物価の動向を総合してみると、デフレ状況ではなくなりつつあるなど、政府・日本銀行が一体となって取り組んできた経済政策の効果が着実に現れてきていると考えている。日本銀行におかれては、引き続き、「量的・質的金融緩和」を着実に推進され、できるだけ早期に2%の「物価安定の目標」を達成して頂くことを期待している。
- 財政への信認を維持し、社会保障制度を持続可能なものとして次の世代に引き継いでいくことは、極めて重要な課題である。こうした観点から、日本経済に回復の兆しがみられることも踏まえ、政府

としては、消費税率を平成 26 年 4 月 1 日に 5 % から 8 % へ引き上げることを確認した。

- これに伴い、政府は、消費税率の引上げによる反動減を緩和して景気の下振れリスクに対応するとともに、持続的な経済成長につながるための経済政策パッケージを策定した。具体的には、まず、先日決定した「成長戦略の当面の実行方針」に加え、設備投資減税や研究開発減税などを実施することとしている。また、「経済の好循環実現に向けた政労使会議」での議論や、所得拡大促進税制の拡充等を通じて、足もとの経済成長を、賃金の上昇や雇用・消費の拡大につながる契機としていく。さらに、来年 4 ～ 6 月期に見込まれる反動減を大きく上回る、5 兆円規模の経済対策を策定することとしている。この中では、低所得者等に対する給付措置に加え、競争力強化、高齢者・女性・若者向けの施策等に取り組むこととしており、今後、年末に向けて具体化していく。
- 政府としては、これらの施策を通じて、デフレ脱却・経済再生と財政健全化の両立に向けた道筋を確かなものとしていく。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- わが国の景気は、緩やかに回復しつつある。先行きは、輸出が持ち直し、各種政策の効果が発現する中で、家計所得や投資の増加傾向が続き、景気回復の動きが確かなものとなることが期待される。
- 政府は、経済財政諮問会議等の場で経済状況等を総合的に勘案するための検討を行ったが、10 月 1 日に「消費税率及び地方消費税率の引上げとそれに伴う対応について」を閣議決定し、平成 26 年 4 月 1 日に消費税率を 5 % から 8 % へ引き上げることとした。同時に、消費税率を引き上げても景気を腰折れさせることなく、内閣の最重要課題であるデフレ脱却と経済再生を実現するため、成長戦略の当面の実行方針や新たな経済対策の策定などからなる経済政策パッケージを決定した。また、9 月 20 日に「経済の好循環実現に向けた政労使会議」を立ち上げた。本会議では、企業収益の改善が賃金の上昇と雇用の拡大などを通じた経済の好循環を実現していくための課題と、それぞれが取り組むべき対応について、共通認識を醸成することを目的としている。企業による賃金引上げの取組を強力に促進するため、所得拡大促進税制を拡充するとともに、足もとの経済成長を賃金上昇に繋げることを前提に、復興特別法人税の 1 年前倒しでの廃止について検討し、12 月中に結論を得る。さらに、東京オリンピック・パラリンピックは、長引くデフレ、縮み志向の

経済を払拭する起爆剤となるものと考えており、本大会の成功に向けて、政府として必要な体制整備を進めつつ、最大限支援していく。

- わが国経済は、デフレ状況ではなくなりつつあるが、デフレ脱却は道半ばであり、物価動向や海外景気下振れによる景気下押しリスクを十分注視していく必要がある。日本銀行には、2%の「物価安定の目標」の実現に向けて、引き続き取り組むことを期待する。

VI. 採決

以上の議論を踏まえ、委員は、当面の金融市場調節方針について、「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」という現在の金融市場調節方針を維持することが適当であるとの考え方を共有した。

議長からは、このような見解を取りまとめるかたちで、以下の議案が提出され、採決に付された。

金融市場調節方針に関する議案（議長案）

1. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。

記

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。

2. 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

VII. 対外公表文（「当面の金融政策運営について」）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、一人の委員から議案の提出があり、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、多数意見の対外公表文案における先行きの政策運営方針に関する記述について、「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。」から、「日本銀行は、中長期的に2%の「物価安定の目標」の実現を目指す。そのうえで、「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。」に変更する内容の議案が提出され、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、中曾委員、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（「当面の金融政策運営について」〈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（9月4、5日開催分）が全員一致で承認され、10月9日に公表することとされた。

以 上

2013年10月4日
日本銀行

当面の金融政策運営について

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

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。

2. 資産の買入れについては、以下の方針を継続する。

① 長期国債について、保有残高が年間約50兆円に相当するペースで増加し、平均残存期間が7年程度となるよう買入れを行う。

② ETFおよびJ-REITについて、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。

③ CP等、社債等について、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。

3. わが国の景気は、緩やかに回復している。海外経済は、一部に緩慢な動きもみられているが、全体としては徐々に持ち直しに向かっている。そうしたもとの、輸出は持ち直し傾向にある。設備投資は、企業収益が改善するなかで、持ち直している。公共投資は増加を続けており、住宅投資も増加している。個人消費は、雇用・所得環境に改善の動きがみられるなかで、引き続き底堅く推移している。以上の内外需要を反映して、鉱工業生産は緩やかに増加している。企業の業況感は改善を続けている。この間、わが国の金融環境は、緩和した状態にある。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、0%台後半となっている。予想物価上昇率は、全体として上昇しているとみられる。

4. 先行きのわが国経済については、緩やかな回復を続けていくとみられる。消費者物価の前年比は、プラス幅を次第に拡大していくとみられる。

5. リスク要因をみると、欧州債務問題の今後の展開、新興国・資源国経済の動向、米国経済の回復ペースなど、日本経済を巡る不確実性は引き続き大きい。

6. 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^(注)。

このような金融政策運営は、実体経済や金融市場における前向きな動きを後押しするとともに、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) 木内委員より、2%の「物価安定の目標」の実現は中長期的に目指すとしたうえで、「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、中曾委員、宮尾委員、森本委員、白井委員、石田委員、佐藤委員）。