

<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>
<作成局における保存期間満了日：2044年12月31日>

2014.4.24
企画局

金融環境の現状評価

（概況）

前回会合（4月7、8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、金融機関の貸出態度は、改善傾向が続いていること、
- ③ CP・社債市場では、良好な発行環境が続いていること、
- 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 マネーストックの前年比は、3%台半ばの伸びとなっていること、

が確認された。

以上を踏まえると、「わが国の金融環境は、緩和した状態にある」との前回会合での判断を維持することが適当と考えられる。

1. インフレ予想

インフレ予想は、全体として上昇しているとみられる。短期のインフレ予想については上昇を示す指標が多い。中長期のインフレ予想については横ばいを示す指標が多いが、上昇を示す指標もみられる。

短期的なインフレ予想については、家計のインフレ予想は横ばいとなっている。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。

- 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、横ばいとなっている（1月+3.17%→2月+3.21%→3月+3.20%、図表1下段）。
- E S P 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年度および2015年度のいずれも上昇している（2013年度：2月+0.75%→3月+0.79%→4月+0.81%、2014年度：2月+0.92%→3月+0.95%→4月+0.97%<消費税率引き上げの影響を含むベースでは、2月+2.93%→3月+2.95%→4月+2.97%>、2015年度：2月+0.99%→3月+1.01%→4月+1.03%<消費税率引き上げの影響を含むベースでは、2月+1.67%→3月+1.68%→4月+1.69%>、図表3上段右）。
- 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、消費税率引き上げの影響を除いてみれば、上昇している（2013年4月+1.3%→10月+1.7%→2014年4月+1.6%、図表3下段左）¹。
- 短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（図表4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まちまちとなっている。

- 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（2013年4月+1.1%→10月+1.3%→2014年4月+1.7%、図表3下段左）。

¹ 1～3年後の予想インフレ率が、2013年10月から2014年4月にかけて表面上概ね横ばいとなっているのは、消費税率引き上げの影響により物価上昇率が高まる2014年の予想が、2013年10月には含まれる一方、2014年4月には含まれないため。この要因を除いてみれば、1～3年後の予想インフレ率は、2013年10月から2014年4月にかけて上昇している。

—— 中長期のインフレーション・スワップ・レートは、5年物および5年先5年とともに、ごく小幅に上昇している。物価連動国債のB E I (Break Even Inflation rate) は、旧物価連動国債は小幅に低下しており、新物価連動国債は概ね横ばいとなっている（図表4中下段）。このところ、旧物価連動国債と新物価連動国債のB E I の乖離が一頃に比べて大きくなっている。この理由は定かでないが、市場では、その背景として、財務省の買入消却の対象となっている旧物価連動国債は相対的に需給が引き締まりやすいことなどが指摘されており、評価にあたっては、こうした点をある程度割り引いてみる必要がある。

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²。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、C P I 上昇率を差し引いた実質ベースでみると、実質G D P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。標準的なティラー・ルールとの比較では、H P フィルターを用いて計算した場合や生産関数アプローチを用いて計算した場合、幾分緩和的な水準にある（図表5～8）。

—— 上記のいずれの指標でみても、緩和度合いの水準は、量的緩和期の後半と同程度またはその時期よりも緩和的な水準となっている。

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10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10下段）。
- C P発行金利、C P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9、11中段）。

—— C Pの発行市場では、良好な発行環境が続いている。

² ただし、E S P フォーキャスト調査については、消費税率引き上げの影響を除くベースと含むベースの両方を回答させている。

- 社債発行金利、社債発行スプレッドは、低い水準で推移している（図表 9、11 下段）。

—— 社債の発行市場では、投資家の需要は底堅く、良好な発行環境が続いている。こうしたもとで、4月の社債の発行レートおよび発行スプレッドは、不動産投資法人債の発行が少なかったこともあり、前月対比幾分低下している。

4. 資金調達量

資金需要面をみると、運転資金や企業買収関連を中心に、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、1%程度のプラスとなっている（1月+1.1%→2月+1.2%→3月+1.1%、図表 14 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（1月+2.5%→2月+2.4%→3月+2.3%、図表 14 下段）。

—— 業態別の前年比をみると、都銀等は伸び率が縮小している（1月+1.8%→2月+1.6%→3月+1.3%）。一方、地銀・地銀Ⅱは伸び率が横ばいとなっている（1月+3.2%→2月+3.2%→3月+3.2%）。

—— 資金需要について、4月の主要銀行貸出動向アンケート調査（以下、ローン・サーベイ）の資金需要判断DI（季節調整済）をみると、大企業向け、中小企業向けとともに、「増加」超が続いている。「増加」超幅は、大企業向けではほぼ横ばいとなっている一方、中小企業向けでは縮小している。個人向けは10四半期連続で「増加」超となっている（図表 18 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。

- C P・社債計の発行残高の前年比は、マイナスとなっている（1月+0.9%→2月+0.3%→3月▲0.9%、図表 16 上段）。内訳をみると、社債残高の前年比はプラスが続いているが、プラス幅が縮小している。C P残高の前年比はマイナスが続いており、3月はやや大きめのマイナスとなっている。

—— 社債の発行環境は、良好な状態が続いている（図表 16 下段）。4月の社

債発行額は、22日までの合計は5,745億円と、前年同月対比では大きく下回るもの（2013年4月：9,600億円）、概ね過去10年間の4月平均並みとなっている（2004～2013年の4月平均：5,771億円）。

▽ 4月の社債発行銘柄

4月	AAA格	東海旅客鉄道
	AA格	トヨタファイナンス、中国電力、大和ハウス工業、住友商事、アクティビア・プロパティーズ投資法人、東北電力、アドバンス・レジデンス投資法人、東京急行電鉄
	A格	西日本鉄道、東京センチュリーリース、スタンレー電気、クレディセゾン、イビデン、住友化学、日産自動車、ヒューリック、住友不動産、椿本チエイン、名古屋鉄道
	BBB格	相鉄ホールディングス、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。22日まで。

4月のエクイティファイナンス（銀行発行分を除く）は、株式による調達は幾分低めの水準、転換社債の発行は高めの水準となる見込み。この間、J-REIT 資本調達は、4月も相応に活発な状況が続いている（図表17）。

5. アベイラビリティー

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、改善した状態にある（図表18、19）。

- 金融機関の貸出運営スタンスについて、4月のローン・サーベイをみると、大企業向けは「積極化」超幅が概ね横ばいとなり、中小企業向けは「積極化」超幅が幾分縮小している（図表18中段）。貸出運営スタンスを「慎重化」なし「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。
- 企業からみた金融機関の貸出態度および企業の資金繰りについては、3月短観の大企業および中小企業も含め、いずれの指数も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標が、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

3月の企業倒産件数は、814件と引き続き低水準で推移している（前年比：1

月▲7.5%→2月▲14.6%→3月▲12.4%、図表21上段)。

- 倒産件数は、3月としては1991年以来の低水準となった。
- 3月の倒産企業負債総額は、前年を下回った。

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5割台半ばの伸びとなっている(平残前年比：1月+51.9%→2月+55.7%→3月+54.8%、図表22)。

- 3月のマネタリーベース(末残)の水準は、220兆円となった(1月201兆円→2月205兆円→3月220兆円、図表23上段)。
- マネタリーベース(末残)の増減を、日本銀行が供給する通貨の取引からみると、長期国債の買入れ等を通じて、多額の資金供給を行っていることから、マネタリーベースは大幅に増加している(図表23中段)。

マネーストック(M2)の前年比は、銀行貸出の増加などから3%台半ばの伸びとなっている(1月+4.3%→2月+4.0%→3月+3.5%、図表23下段)。

- マネーストックの前年比伸び率が、2月と比べ3月に低下しているのは、民間資金調達の伸びが鈍化したこと、マネーホールダーによる株式の買い越しや個人向け国債の購入によりシフトアウトが生じたこと、また、3月の経常収支が、昨年同月と比べて悪化したとみられること、などによる。

住宅価格の動きを、既存マンション(中古マンション)の価格水準の動向を表わした、東証住宅価格指数(東京)でみると、2月の前年比はプラス幅が幾分縮小している(12月+6.7%→1月+4.8%→2月+4.3%、図表25中段)。

以上

2014.4.24
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) 家計のインフレ予想
- (図表2) 企業のインフレ予想（短観）
- (図表3) エコノミストのインフレ予想
- (図表4) 市場のインフレ予想

2. 短期金利と実体経済

- (図表5) 短期金利と実体経済(1)
- (図表6) 短期金利と実体経済(2)
- (図表7) 短期金利と実体経済(3)
- (図表8) 短期金利と実体経済(4)

3. 資金調達コスト

- (図表9) 資金調達コスト関連指標
- (図表10) 総資金調達コスト・貸出金利
- (図表11) 貸出・CP・社債のスプレッド
- (図表12) 企業の資金調達コストと収益性

4. 資金調達量

- (図表13) 資金調達量関連指標
- (図表14) 民間部門総資金調達
- (図表15) 民間銀行貸出の内訳
- (図表16) CP・社債発行残高
- (図表17) エクイティファイナンス

5. アベイラビリティー

- (図表18) 企業金融関連指標
- (図表19) 金融機関の貸出態度・企業の資金繰り

6. 企業倒産

- (図表20) 企業倒産関連指標
- (図表21) 企業倒産

7. その他の金融指標

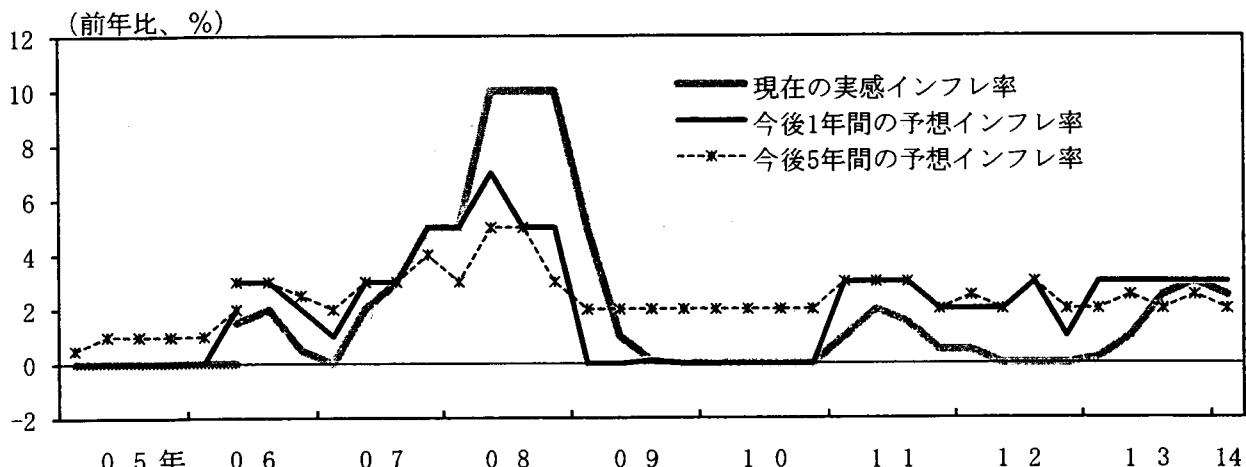
- (図表22) マネー関連指標
- (図表23) マネタリーベースとマネーストック
- (図表24) M2のバランスシート分解
- (図表25) 資産価格と銀行信用
- (図表26) ファイナンシャル・インバランス関連指標

(図表1)

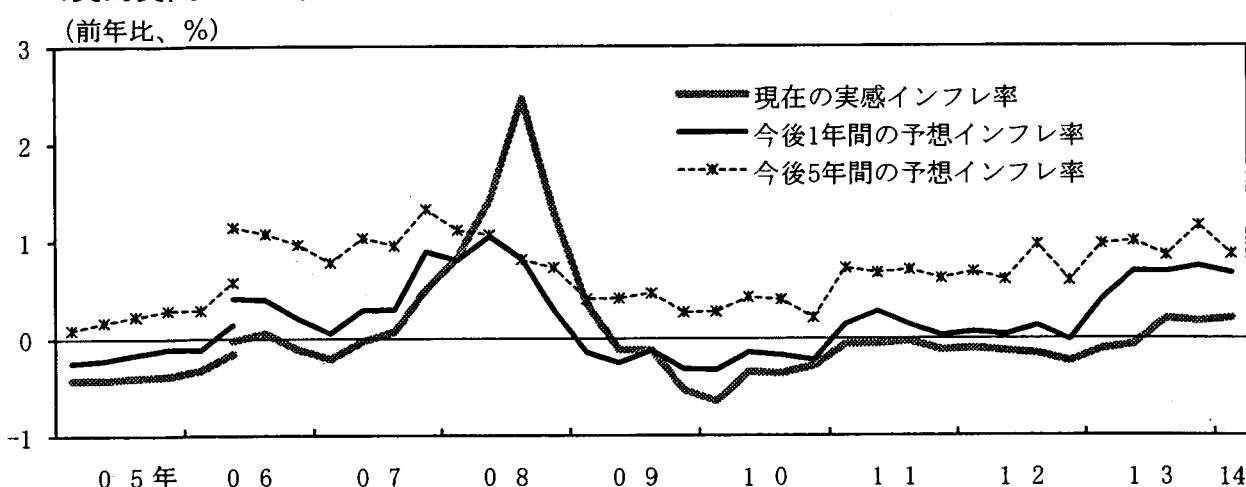
家計のインフレ予想

(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>

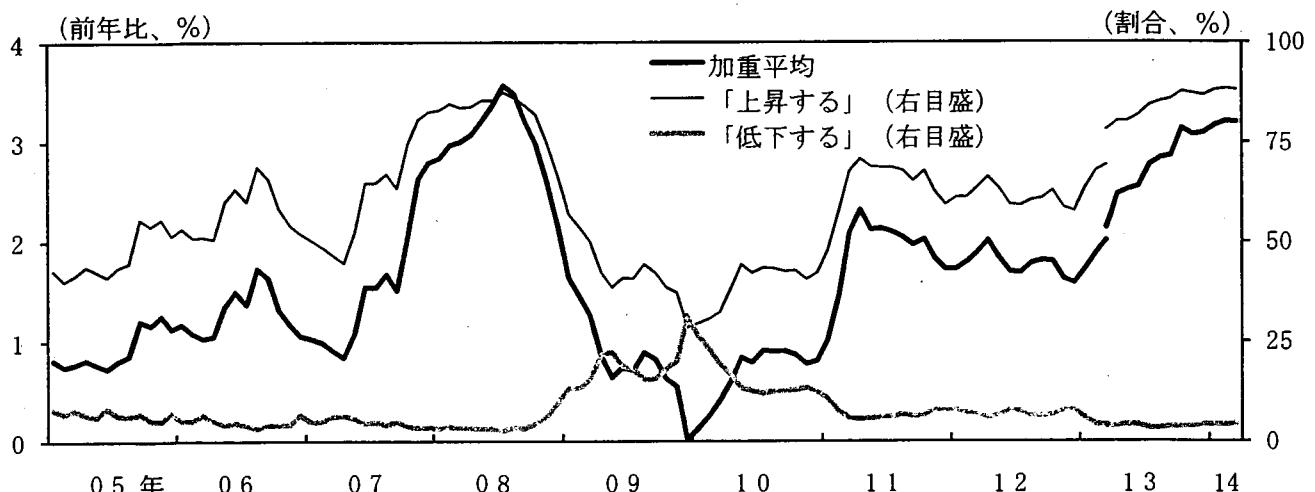


<質的質問からの推計値>



- (注) 1. 量的質問に対する回答は、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. 2013/6月調査からは、消費税率引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。
3. 質的質問からの推計値は、家計の「上がる」、「下がる」の回答シェアから、修正カールソン・パーキン法により推計。

(2) 消費動向調査（内閣府）<1年後の予想インフレ率（総世帯）>

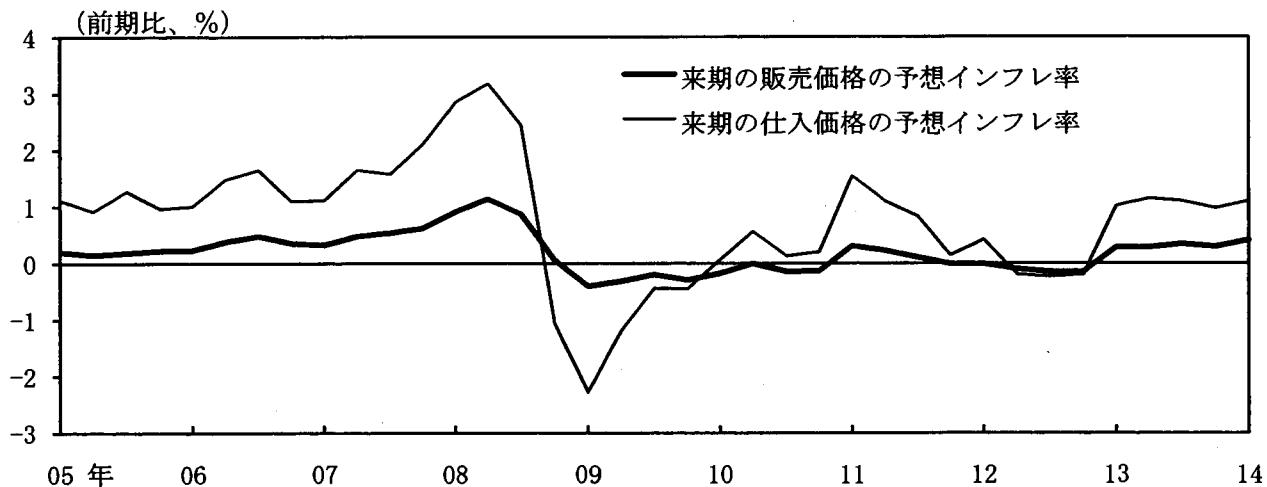


- (注) 1. 加重平均は、「-5%以上低下」は-5%、「-5%～-2%低下」は-3.5%、「-2%未満低下」は-1%、「+2%未満上昇」は+1%、「+2%～+5%上昇」は+3.5%、「+5%以上上昇」は+5%、のインフレ率をそれぞれ予想していると仮定して計算したもの。
2. 13/4月より調査方法が変更されたため、それ以前の計数と不連続が生じている。なお、調査方法変更後の13/3月は試験調査による参考値。

(図表2)

企業のインフレ予想（短観）

(1) 価格判断からの推計



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

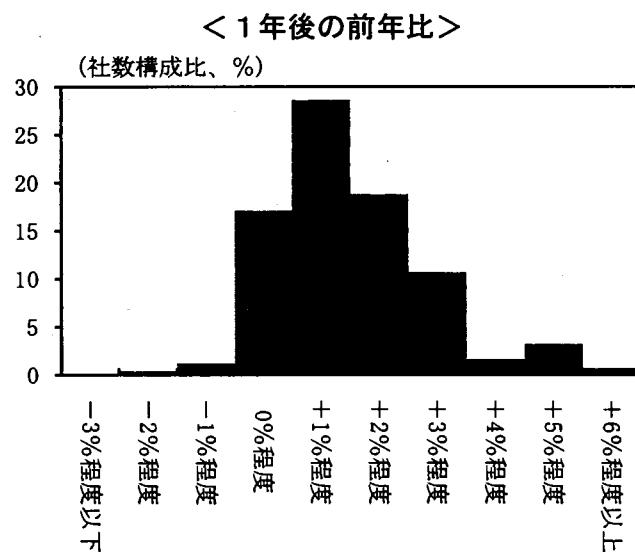
(2) 物価見通し（平均値）

＜物価全般＞

(各年後の前年比、%)

	1年後	3年後	5年後
2014/3月	1.5	1.7	1.7

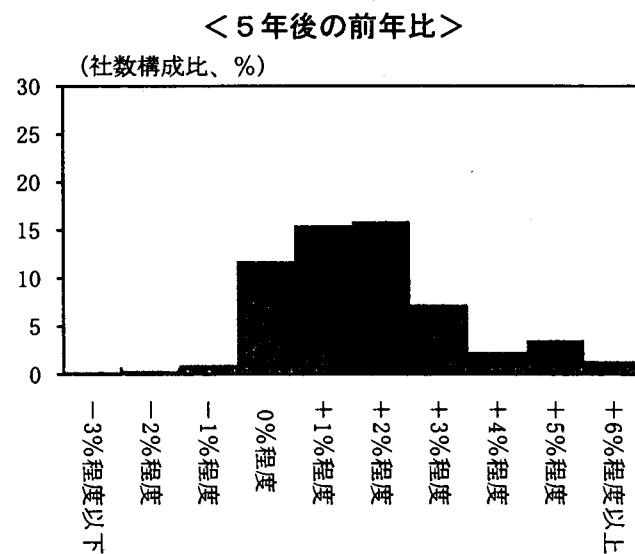
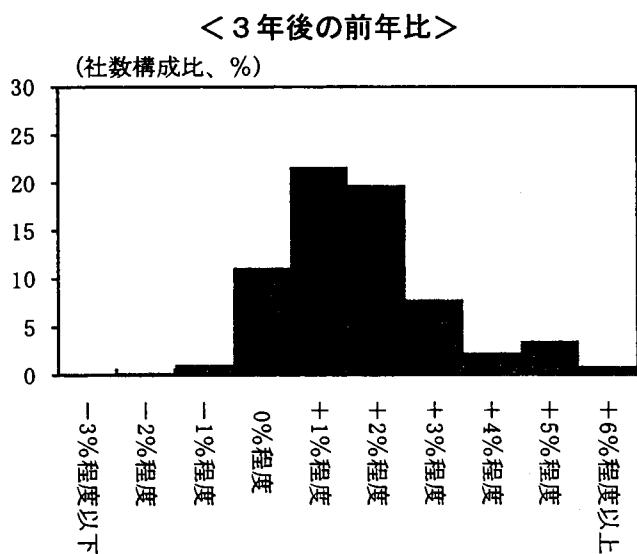
(3) 物価全般の見通し（回答分布）



＜販売価格＞

(現在の水準と比べた各年後の変化率、%)

	1年後	3年後	5年後
2014/3月	1.1	1.8	2.1

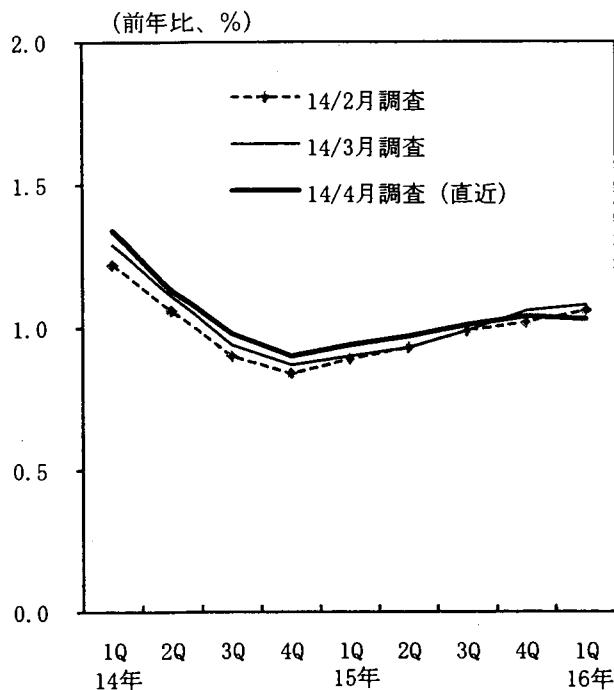


(注) 1. (2)、(3)は、全産業・全規模。消費税率引上げの要因を除くベース。

2. (3)では、「イメージを持っていない」との回答社数構成比は、ヒストグラム上に表示していない。

(図表3)

エコノミストのインフレ予想

(1) E S P フォーキャスト調査
<四半期>

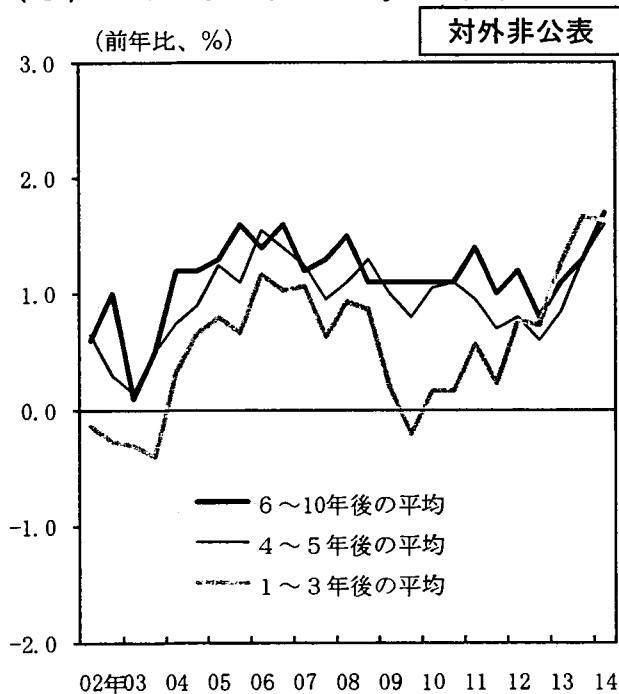
(注) 1. 内外の調査機関・エコノミスト約40先の予想の平均。(2)、(4)も同じ。
2. 消費税率引上げの影響を除くベース。

(2) E S P フォーキャスト調査
<年度>

	2013年度	2014年度	2015年度
13/11月調査	0.61	2.79 <0.75>	1.58 <0.93>
12月調査	0.65	2.82 <0.81>	1.58 <0.96>
14/1月調査	0.72	2.89 <0.88>	1.64 <0.97>
2月調査	0.75	2.93 <0.92>	1.67 <0.99>
3月調査	0.79	2.95 <0.95>	1.68 <1.01>
4月調査	0.81	2.97 <0.97>	1.69 <1.03>

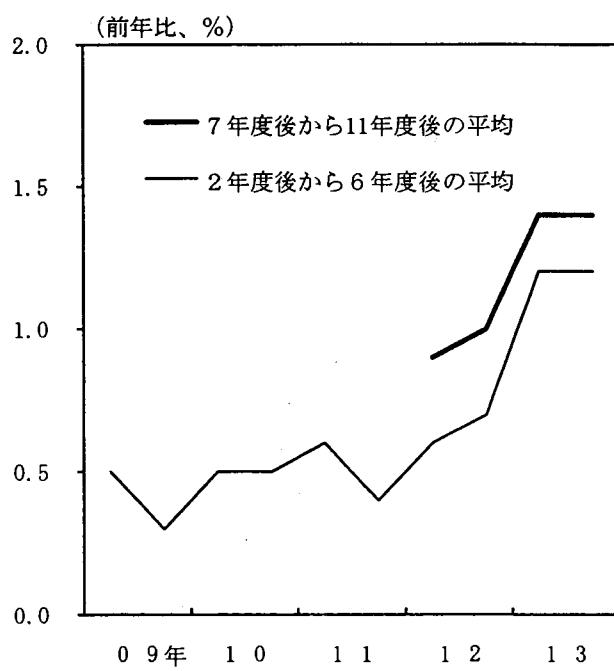
(注) <>内は消費税率引上げの影響を除くベース。

(3) コンセンサスフォーキャスト



(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) E S P フォーキャスト長期予想

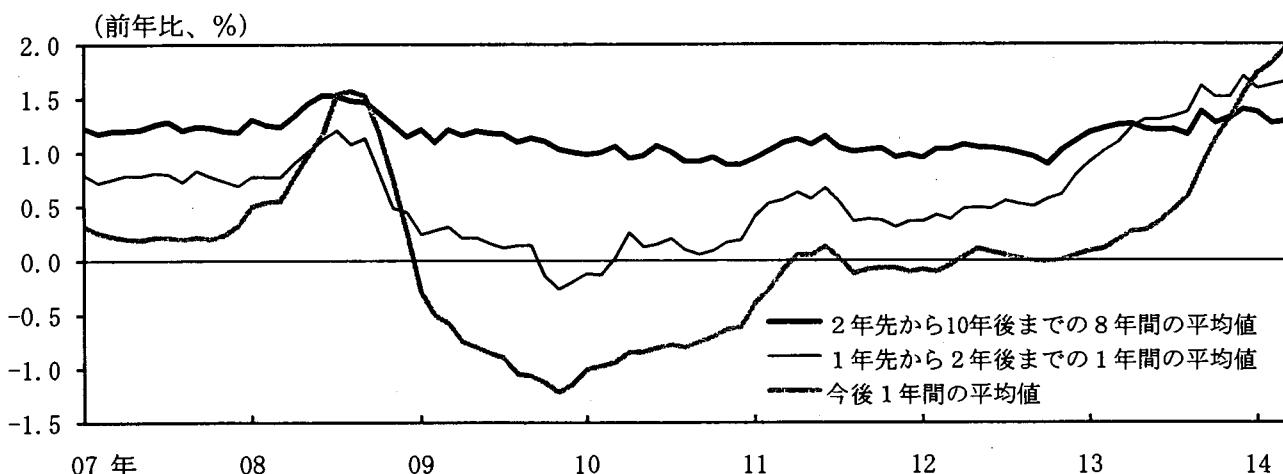


(注) 1. 調査時点は毎年6、12月。
2. 消費税率引上げの影響を除くベース。

(図表4)

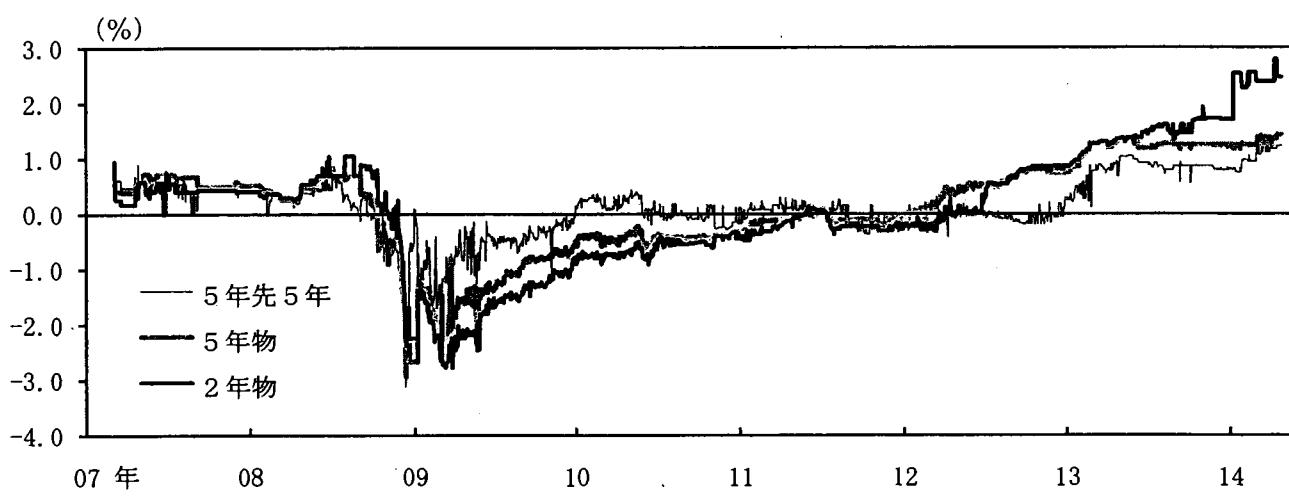
市場のインフレ予想

(1) QSS債券月次調査



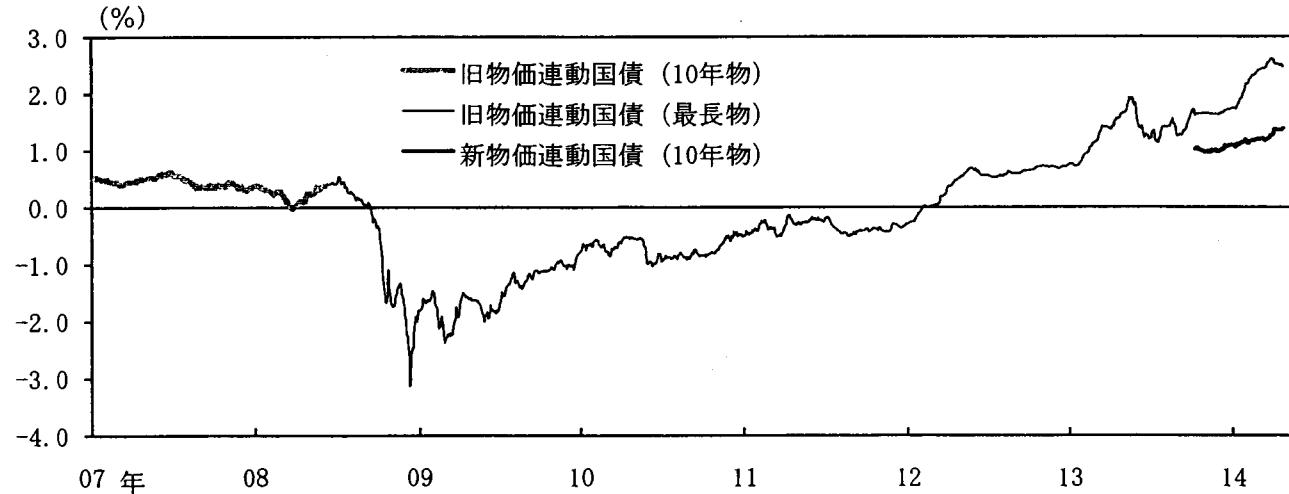
(注) 証券会社および機関投資家の債券担当者約150名の予想の平均をもとに算出。2013/9月調査から、消費税率引き上げの影響を含む計数を回答するよう質問項目に明記。

(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。

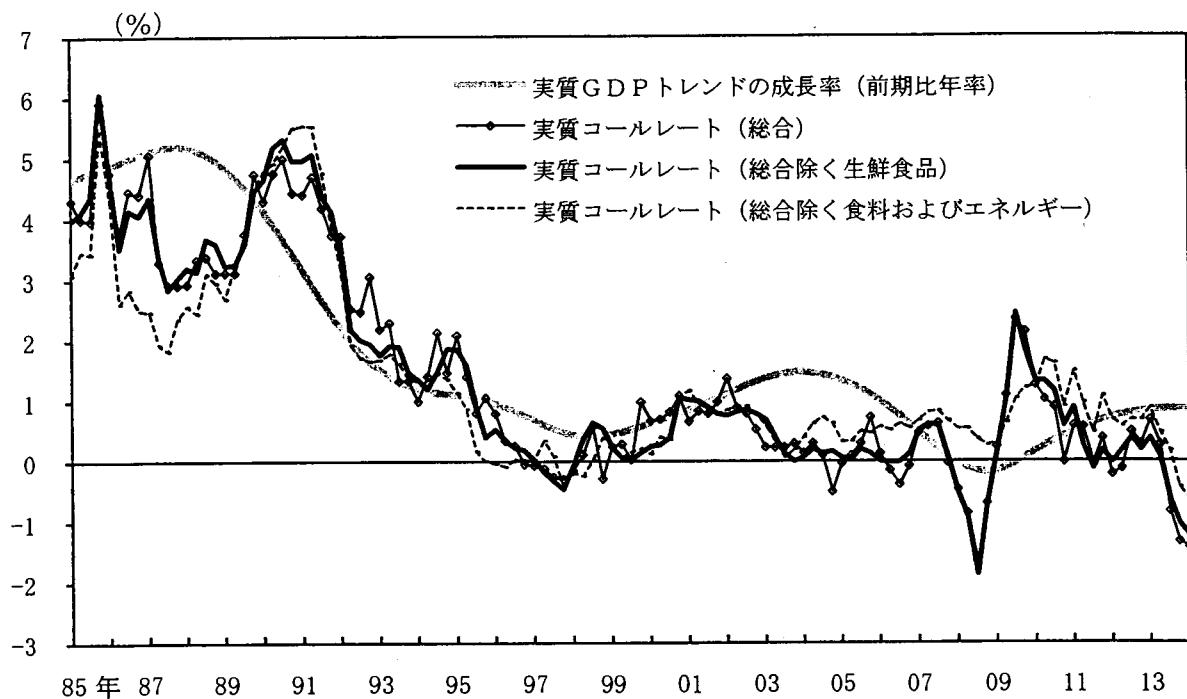
(3) 物価連動国債のBEI



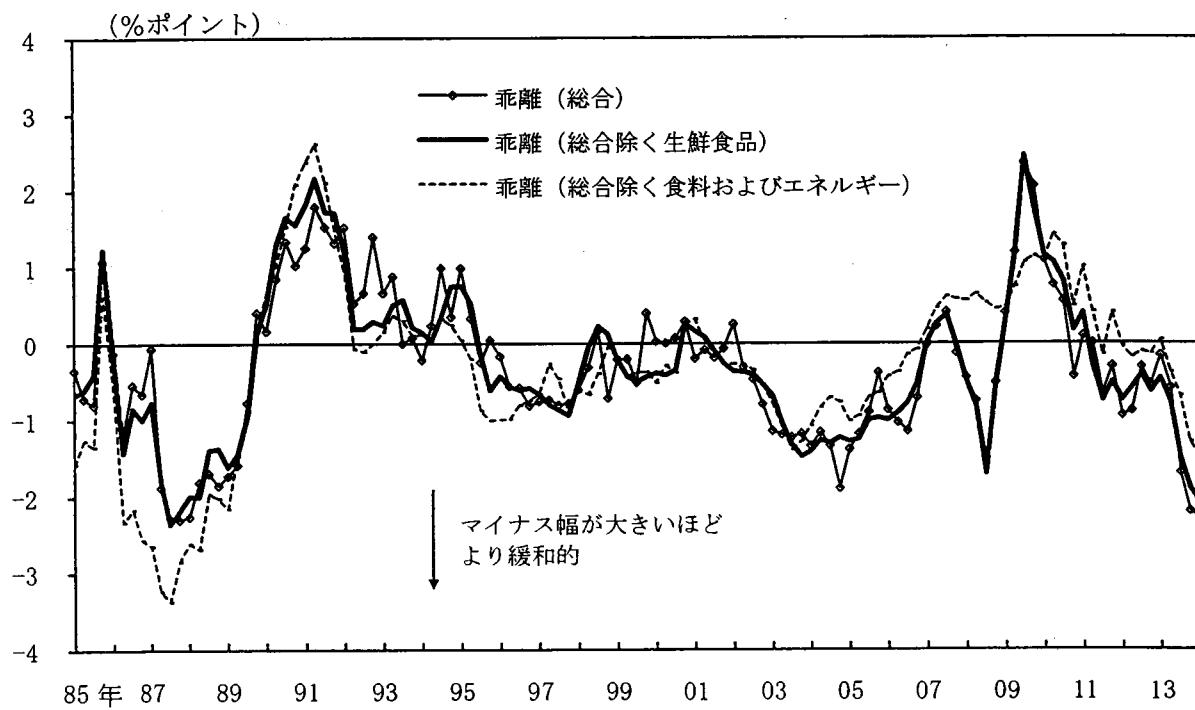
(注) BEIは、固定利付国債利回り－物価連動国債利回り。物価連動国債のうち、2013/10月以降に発行されたものを新物価連動国債、それ以外を旧物価連動国債と呼称。旧物価連動国債の最長物は、16回債（2018/6月償還の銘柄）の利回りを用いて算出。

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

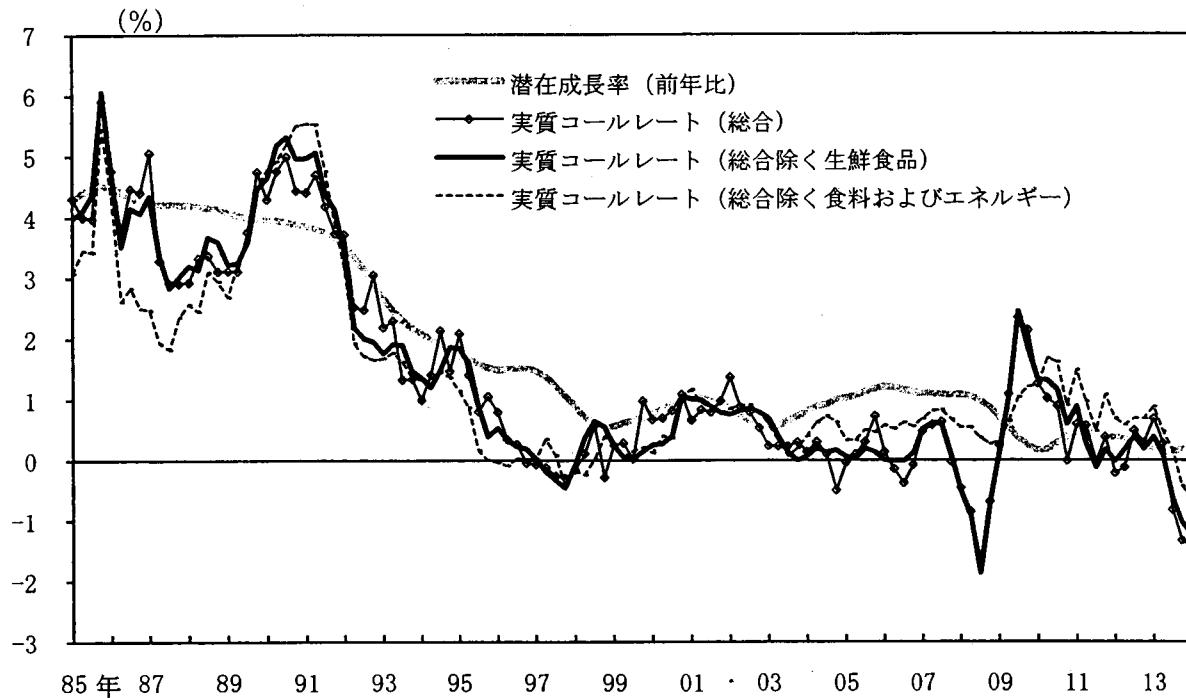


- (注)
1. 実質コールレートは、無担O/NからCPI前年比を差し引いて算出。括弧内は、コールレートの実質化に用いたCPIの系列（消費税調整済み）。「食料」は「酒類」を除く。また、「エネルギー」は「電気代」、「都市ガス代」、「プロパンガス」、「灯油」、「ガソリン」からなる。
実質GDPトレンドは、HPフィルターによる推計値。
 2. 14/1Qの実質GDPトレンド成長率は13/4Qから横ばいと仮定。
14/1QのCPI前年比は1~2月の前年比を使用。

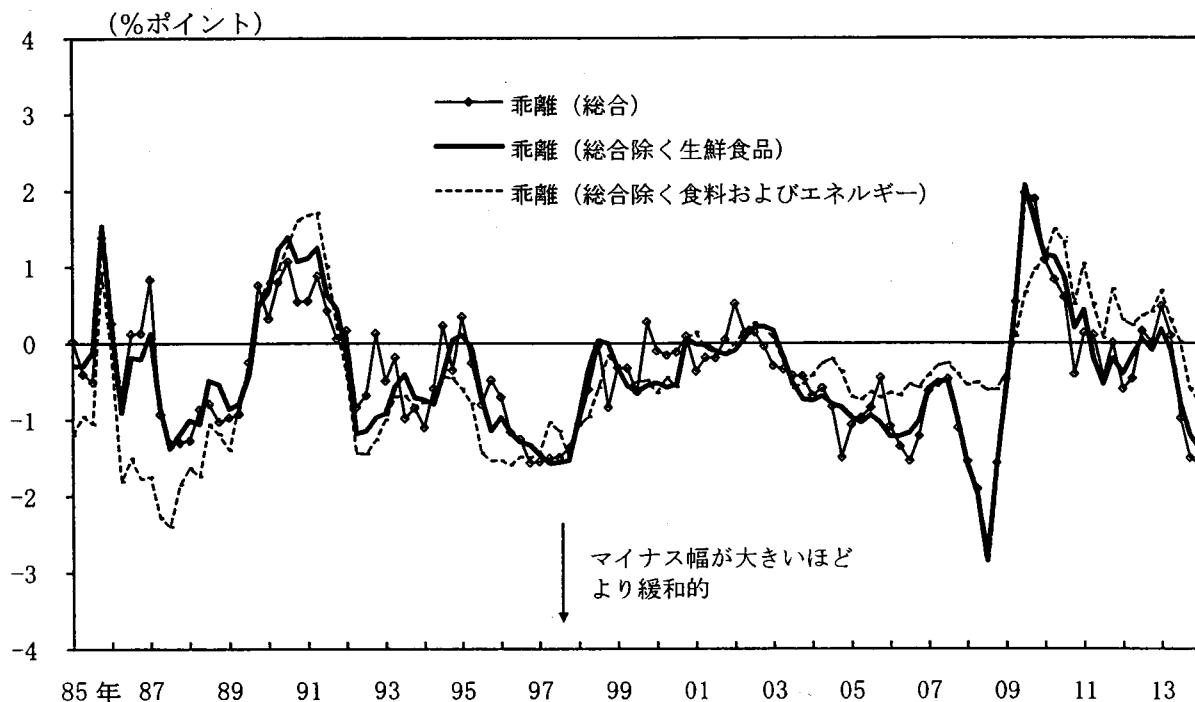
短期金利と実体経済(2)

対外非公表

(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)



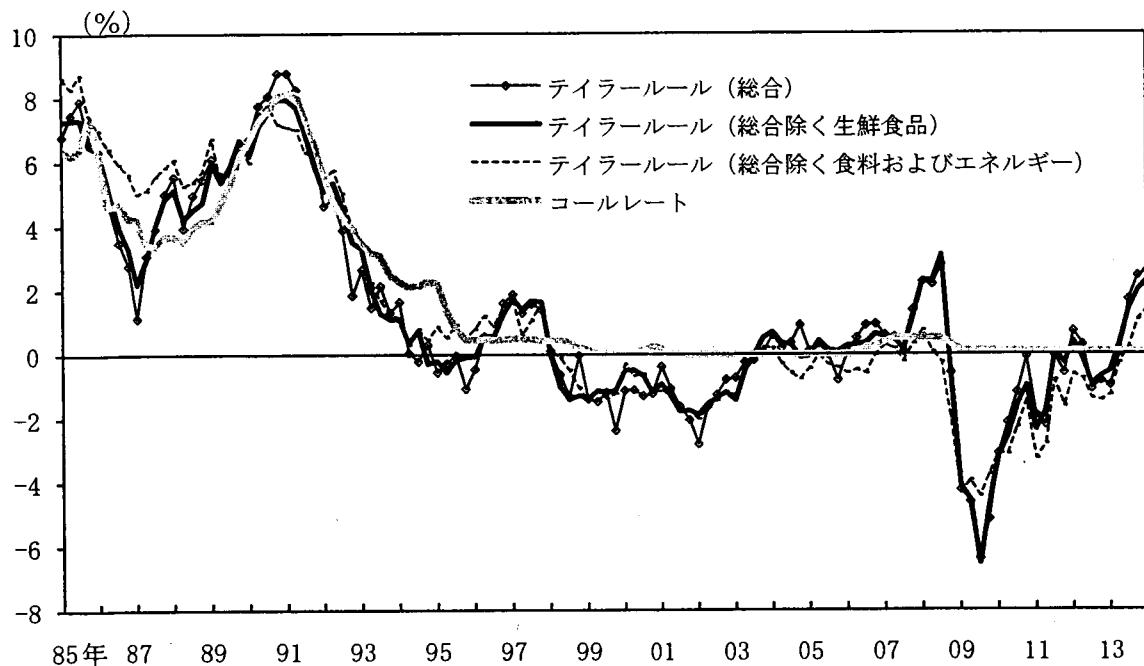
(2) 実質コールレートと潜在成長率の乖離



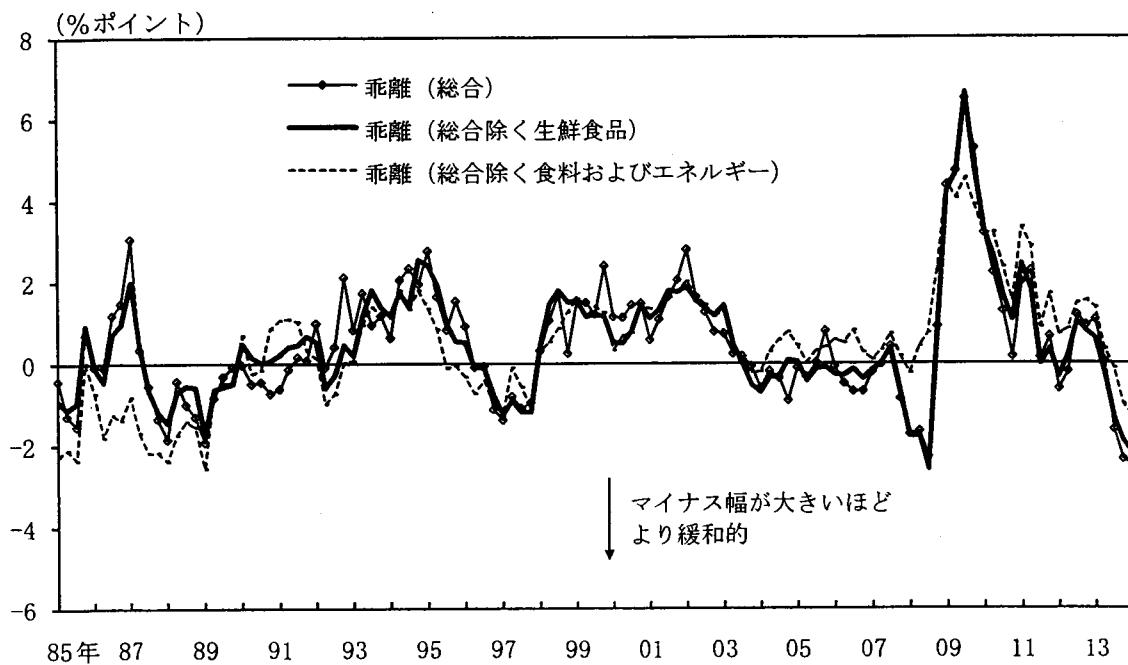
- (注) 1. 実質コールレートは、無担O/NからCPI前年比を差し引いて算出。括弧内は、コールレートの実質化に用いたCPIの系列（消費税調整済み）。「食料」は「酒類」を除く。また、「エネルギー」は「電気代」、「都市ガス代」、「プロパンガス」、「灯油」、「ガソリン」からなる。
潜在成長率は、生産関数アプローチによる推計値（調査統計局の試算値）。
2. 14/1Qの潜在成長率は13/4Qから横ばいと仮定。
14/1QのCPI前年比は1~2月の前年比を使用。

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) コールレートとティラー・ルールの乖離

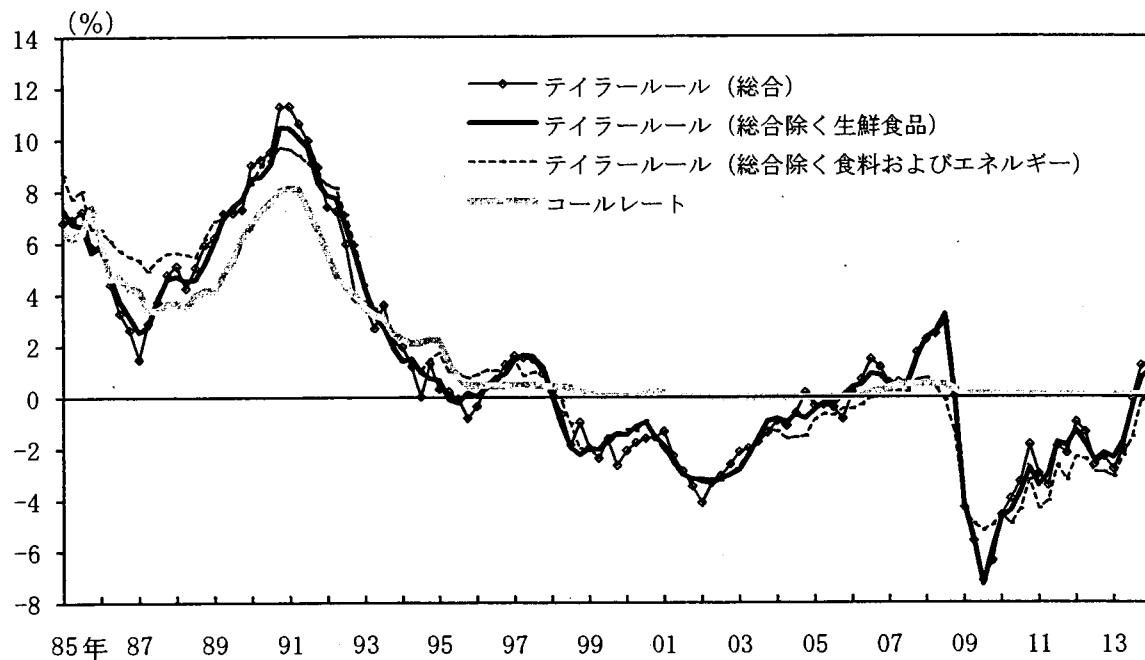


- (注) 1. 以下のような標準的なティラー・ルールを用いた。なお、目標インフレ率は2%で計算。
 ティラー・ルールが示唆する短期金利 = 潜在成長率 + 目標インフレ率
 $+ 1.5 \times (\text{インフレ率} - \text{目標インフレ率}) + 0.5 \times \text{GDPギャップ}$
2. 括弧内は、ティラー・ルールの計算に用いたCPIの系列(消費税調整済み)。「食料」は「酒類」を除く。また、「エネルギー」は「電気代」、「都市ガス代」、「プロパンガス」、「灯油」、「ガソリン」からなる。潜在成長率とGDPギャップは、HPフィルターによる推計値に基づく。
3. 14/1Qの潜在成長率およびGDPギャップは、13/4Qから横ばいと仮定。
 14/1QのCPI前年比は1~2月の前年比を使用。

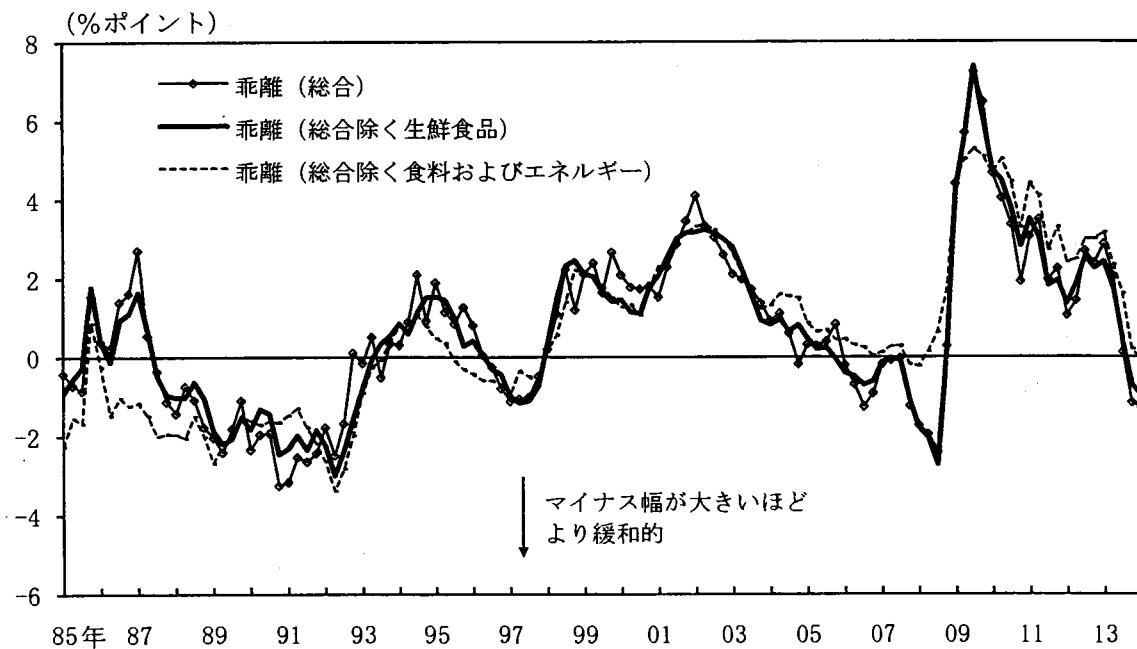
短期金利と実体経済(4)

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) コールレートとティラー・ルールの乖離



- (注) 1. 以下のような標準的なティラー・ルールを用いた。なお、目標インフレ率は2%で計算。
 ティラー・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、ティラー・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. 14/1Qの潜在成長率およびGDPギャップは、13/4Qから横ばいと仮定。
 14/1QのCPI前年比は1~2月の前年比を使用。

(図表9)

資金調達コスト関連指標

対外非公表

		— %						
		13/ 4~6月	7~9	10~12	14/ 1~3	14/2月	3	4
短期プライムレート(未値)		1.475	1.475	1.475	1.475	1.475	1.475	—
長期プライムレート(未値)		1.30	1.30	1.20	1.20	1.20	1.20	—
貸出約定平均金利								
新規	短期	0.854	0.876	0.901	—	0.703	—	—
	除く交付税特会向け	1.183	1.265	1.274	—	1.311	—	—
	長期	0.946	0.922	0.879	—	0.877	—	—
	総合	0.910	0.900	0.885	—	0.808	—	—
ストック	除く交付税特会向け	1.020	1.019	0.991	—	0.991	—	—
	短期	0.920	0.889	0.873	—	0.872	—	—
	長期	1.362	1.331	1.305	—	1.284	—	—
	総合	1.315	1.288	1.269	—	1.250	—	—
スプレッド貸出の スプレッド(都銀等)	短期	0.40	0.42	0.41	—	0.37	—	—
	長期	0.80	0.73	0.67	—	0.65	—	—
C P発行レート (3ヶ月物、a-1格)		0.13	0.12	0.11	0.12	0.11	0.12	0.11
スプレッド	a-1+格	+0.02	+0.01	+0.02	+0.04	+0.04	+0.06	+0.03
	a-1格	+0.03	+0.02	+0.04	+0.06	+0.06	+0.07	+0.05
	a-2格以下	+0.14	+0.12	+0.15	+0.18	+0.17	+0.19	+0.27
社債発行レート(AA格)		0.61	0.43	0.45	0.42	0.41	0.40	0.37
スプレッド	AAA格	—	—	+0.13	—	—	—	—
	AA格	+0.32	+0.15	+0.24	+0.22	+0.22	+0.21	+0.17
	A格	+0.32	+0.28	+0.28	+0.27	+0.30	+0.28	+0.20

(注) 1. 短プラ、長プラの直近(4/24日)の値は、短プラは1.475%、長プラは1.20%。

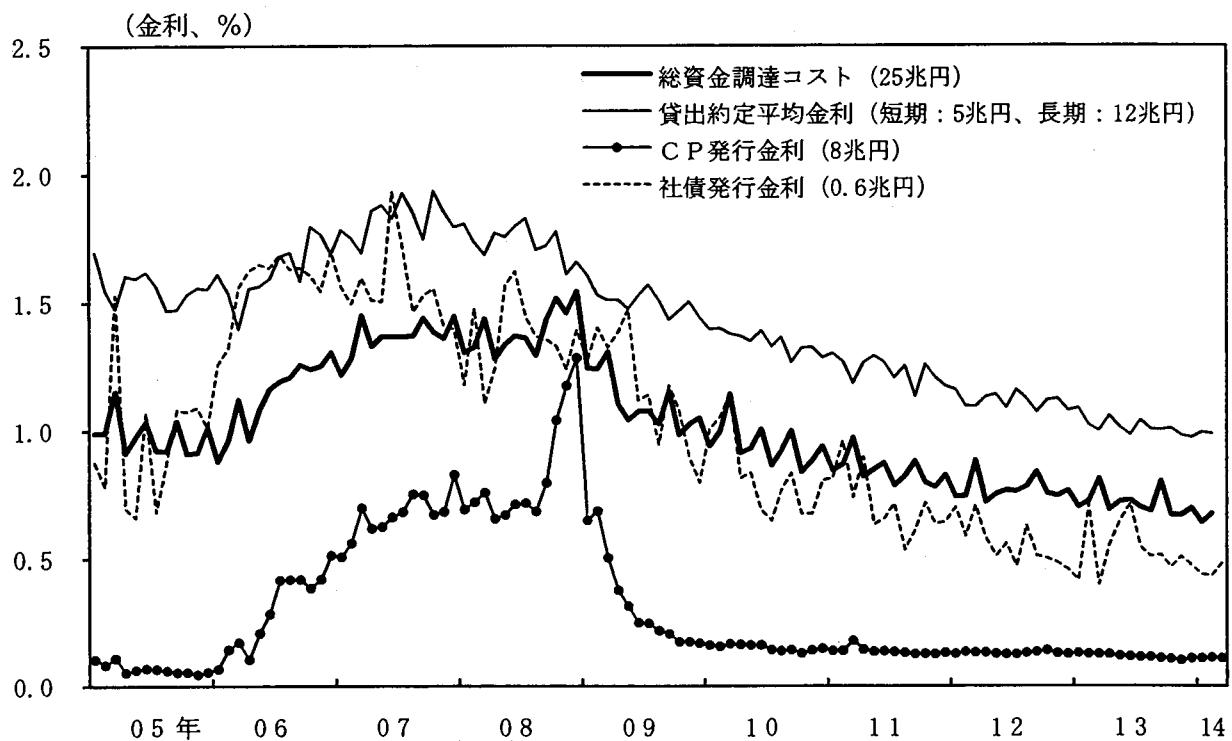
2. CPと社債の発行レートとスプレッドの定義は図表11を参照。

3. 14/4月は、CPが第3週まで、社債が22日までの値。

対外非公表

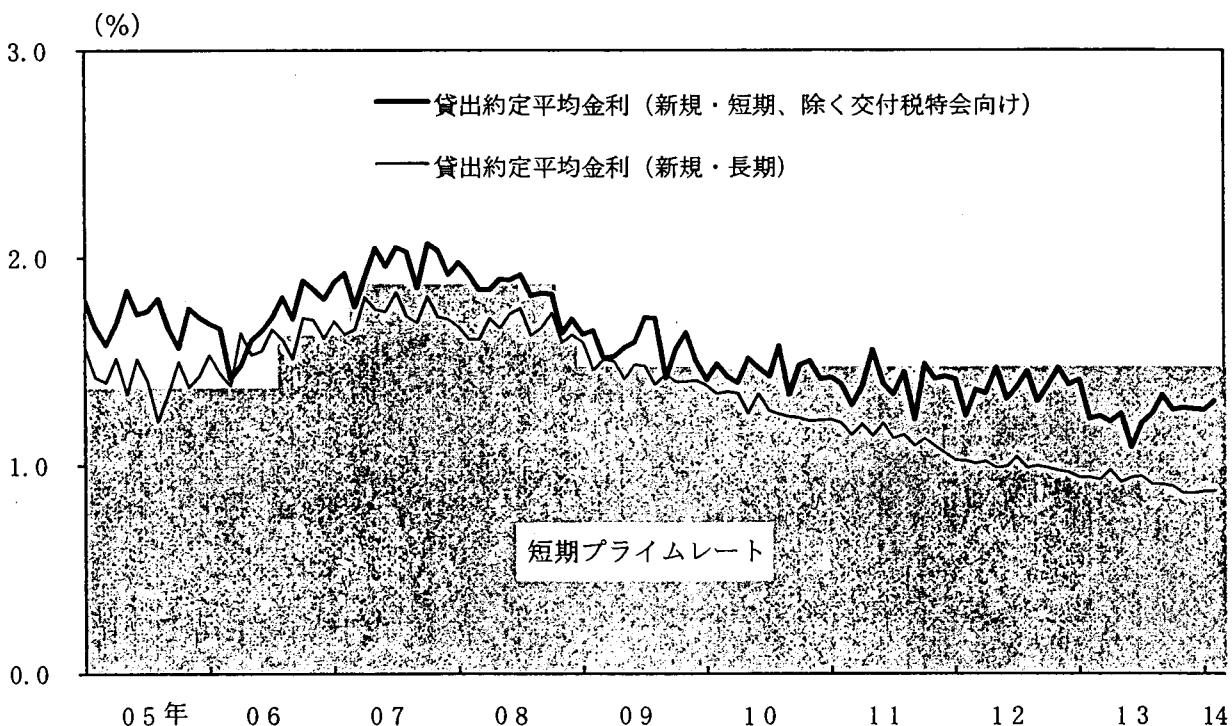
総資金調達コスト・貸出金利

(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. ウエイトには、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13年中の月平均新規貸出実行額または発行額。

(2) 貸出金利

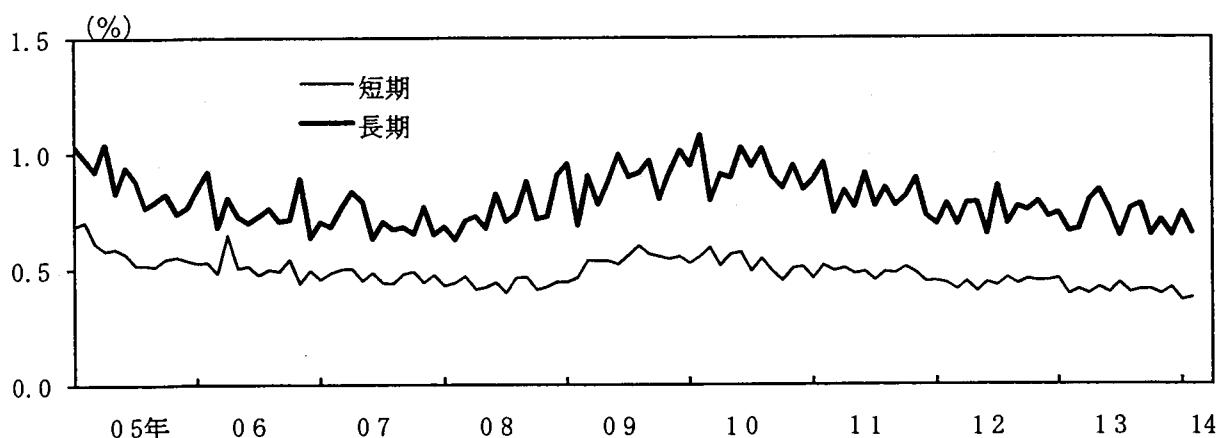


- (注) 貸出約定平均金利は、国内銀行ベース。短期プライムレートは月末時点。

貸出・CP・社債のスプレッド

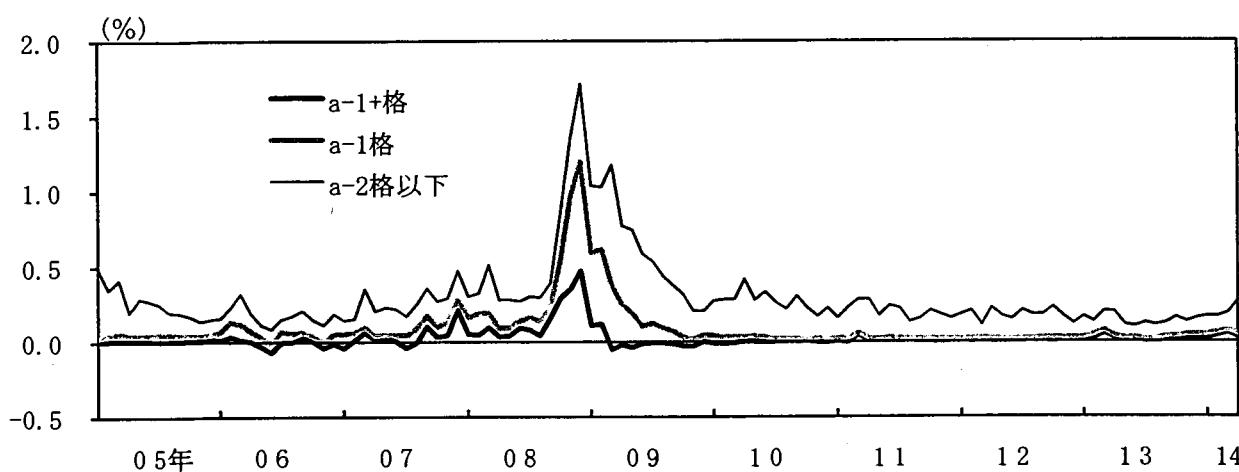
対外非公表

(1) スプレッド貸出のスプレッド



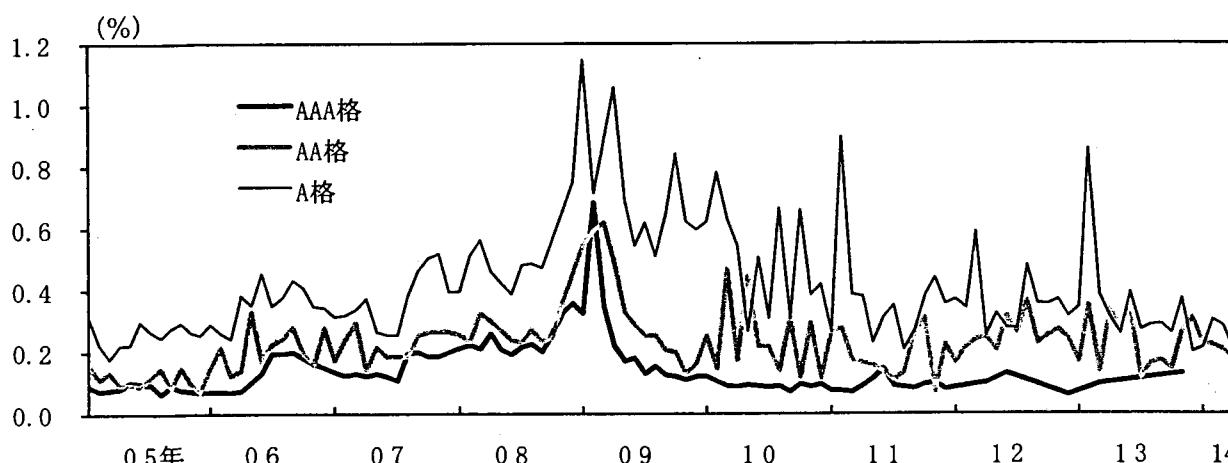
(注) 計数は都銀等ベース。

(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。
2. 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。
3. 14/4月は第3週までの平均値。

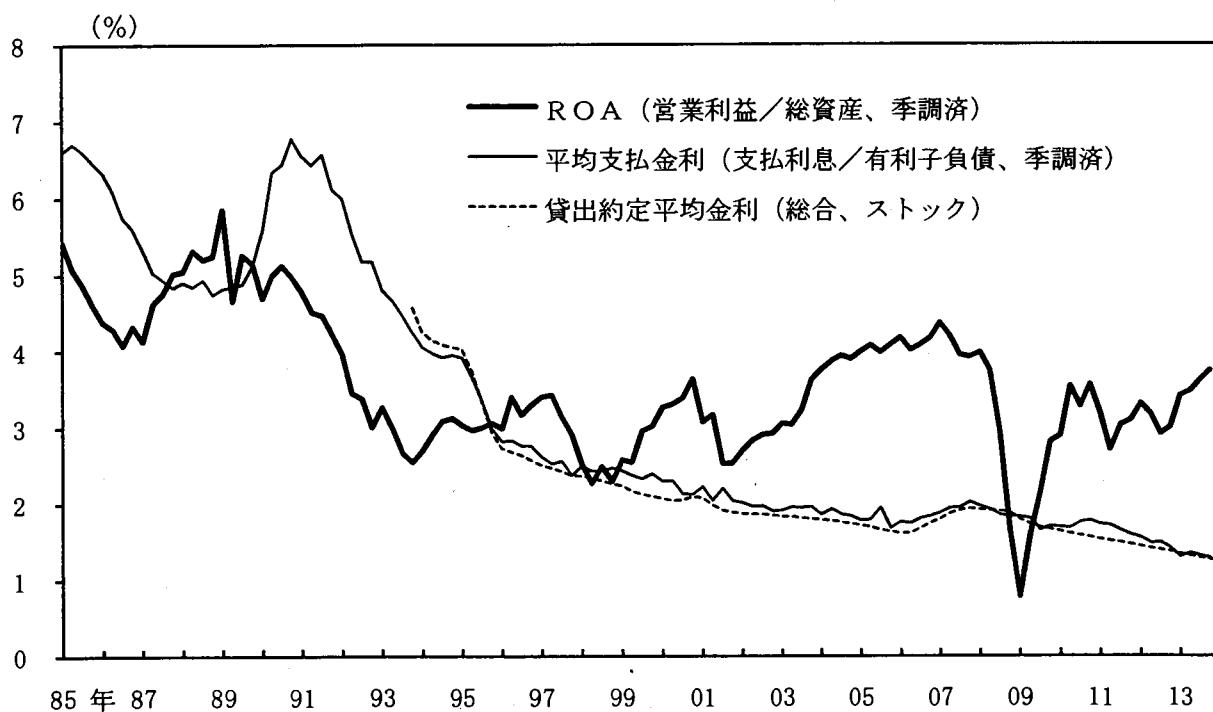
(3) 社債発行スプレッド



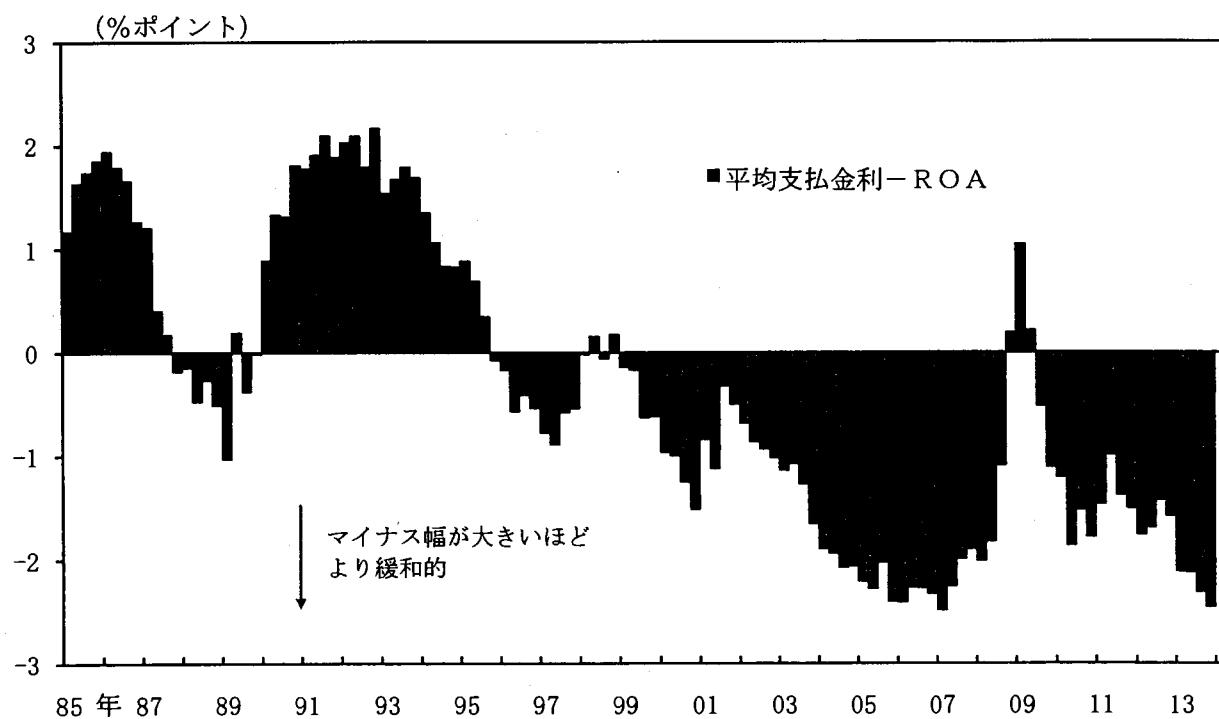
(注) 1. 社債発行スプレッドは、起債日ベースで、社債発行金利－同年限の国債流通利回り。対象は国内公募社債で、銀行や証券会社、発行金利が相対的に高いノンバンクの発行分、劣後債、当初発行期間が15年以上の社債等は除いている。計数は単純平均値。
2. 発行が無い月は前後の月の値で線形補間。
3. 13/12～14/4月は対象となるAAA格の発行は無い。14/4月は22日までの値。

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) 14/1Qの貸出約定平均金利は1~2月の平均値。

資金調達量関連指標

民間部門総資金調達の
計数は対外非公表

<民間部門総資金調達の内訳>

— 平残前年比%、前年比寄与度%ポイント（調整後）；残高、兆円

	2013年	13/ 7~9月	10~12	14/ 1~3	14/2月	3	4	2013年 平残
民間部門総資金調達	0.7	0.9	0.9	1.1	1.2	1.1 p	—	611
寄与度	銀行・信金・外銀計	1.1	1.1	1.3	1.5	1.6	1.5 p	—
	生保	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	24
	政府系	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	55
	旧3公庫	0.0	0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	28
	住宅機構	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	28
	直接市場調達	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	-0.0	88
	C P	-0.1	-0.1	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	12
	社債	0.2	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1	76

(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、C P・社債の発行残高>

— 前年比%（〔 〕内のみ調整後）；残高、兆円

	2013年	13/ 7~9月	10~12	14/ 1~3	14/2月	3	4	2013年 平残
銀行計（平残）	2.1	2.3	2.4	2.4	2.4	2.3	—	405
	[1.8]	[1.9]	[2.1]	—	[2.4]	—	—	—
	都銀等	1.6	1.9	1.8	1.6	1.6	1.3	—
	地銀・地銀II計	2.7	2.7	3.0	3.2	3.2	3.2	207
	地銀	3.2	3.2	3.3	3.4	3.4	3.4	163
	地銀II	0.9	0.7	2.0	2.4	2.4	2.4	44
	C P・社債計（未残）	-0.2	-0.3	-0.2	-0.9	0.3	-0.9	—
	C P	-8.0	-12.2	-8.0	-8.8	-2.9	-8.8	—
	社債	1.2	1.6	1.2	0.3	0.9	0.3	—

(注) 計数の定義は図表14(2)、16(1)を参照。

<国内公募社債、エクイティ・ファイナンス>

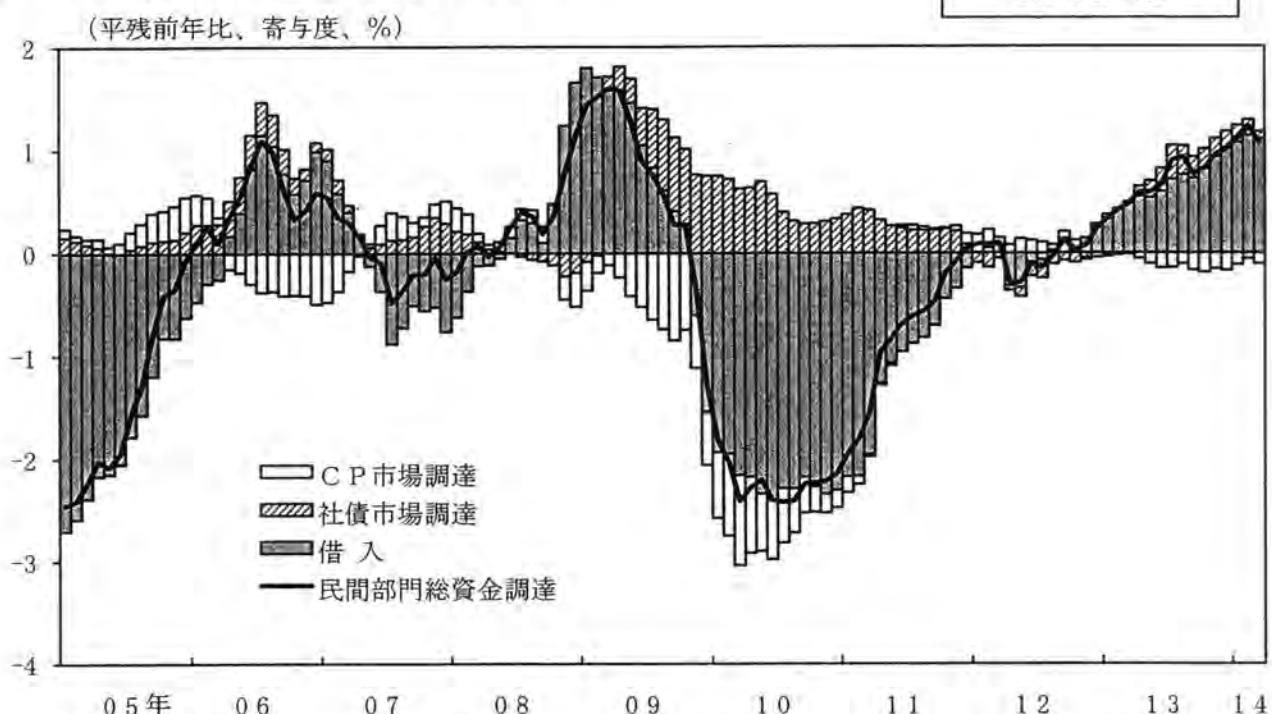
— 1か月当たり、億円

	2013年	13/ 7~9月	10~12	14/ 1~3	14/2月	3	4	2013年 平残
国内公募社債計	6,343	5,016	5,278	4,275	5,840	3,760	5,745	—
	うちBBB格	347	327	255	83	0	250	300
	(シェア)	(5.5)	(6.5)	(4.8)	(1.9)	(0.0)	(6.6)	(5.2)
転換社債発行額	487	564	951	607	56	1,565	74	—
株式調達額	1,443	3,536	1,142	2,089	932	2,788	378	—
J-REIT資本調達額	921	430	1,149	610	1,089	646	758	—

(注) 計数の定義は図表16(2)、17を参照。14/4月の国内公募社債は22日まで、転換社債発行額・株式調達額は23日まで、J-REIT資本調達額は24日までの値。

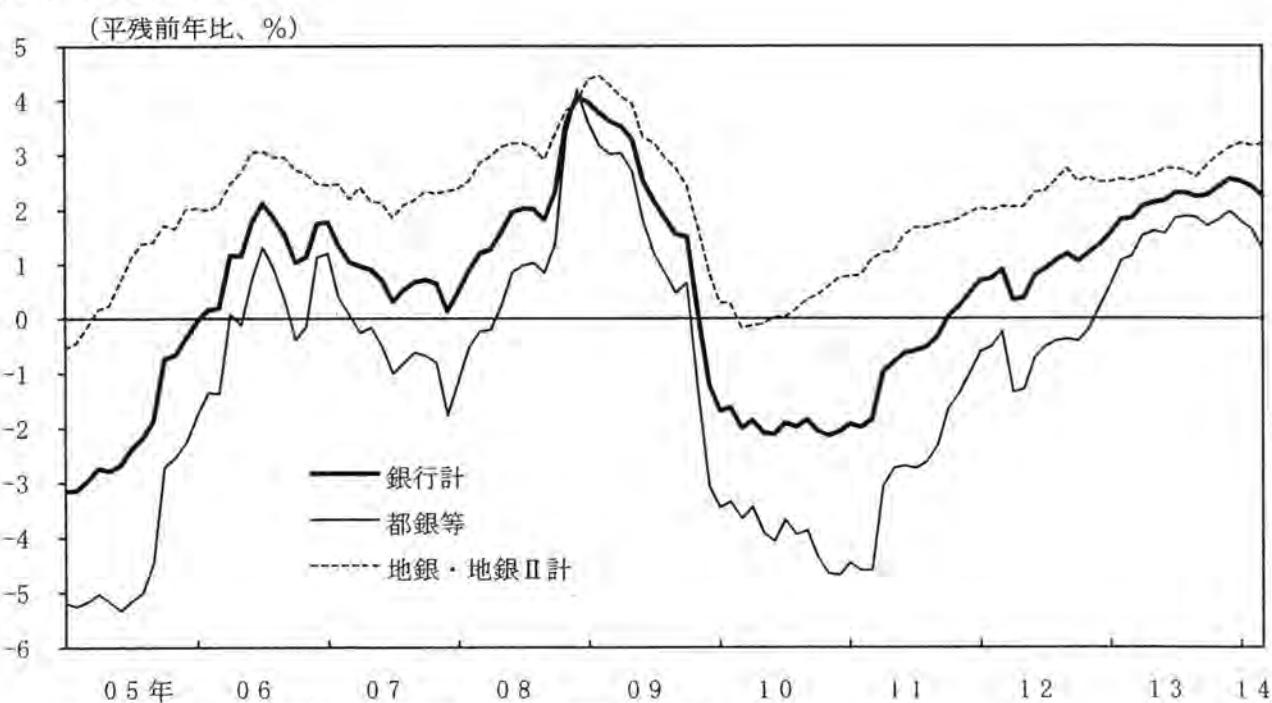
民間部門総資金調達

(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16(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

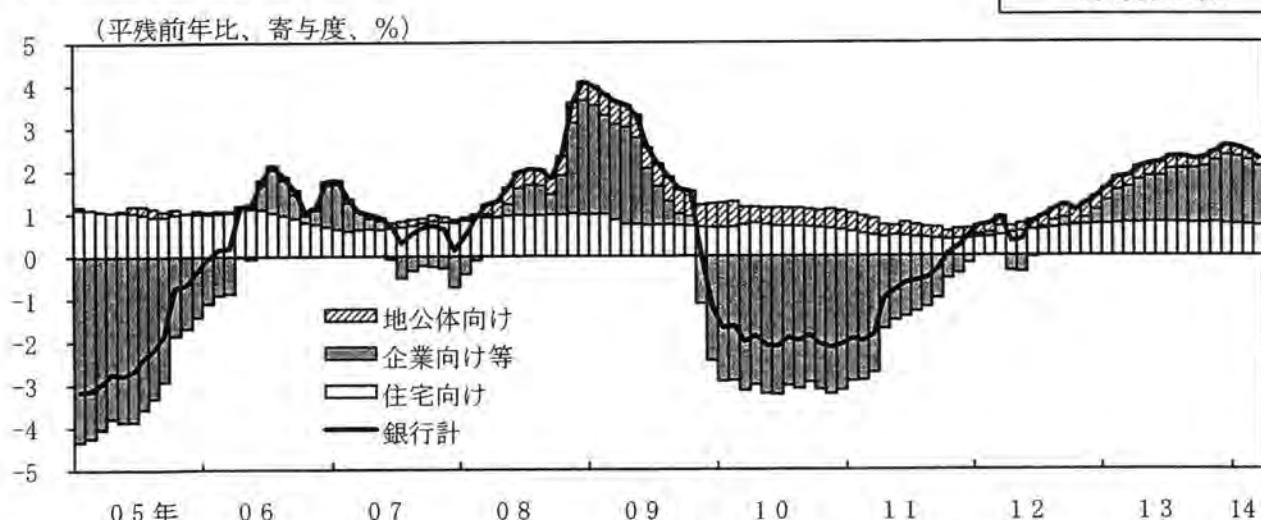


- (注) 総貸出ベース。銀行計は都銀等、地銀、地銀IIの合計。

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。
14/3月は速報値。

(2) 企業向け貸出の内訳

<企業規模別、月次>



<業種別、四半期>



<資金使途別、月次>

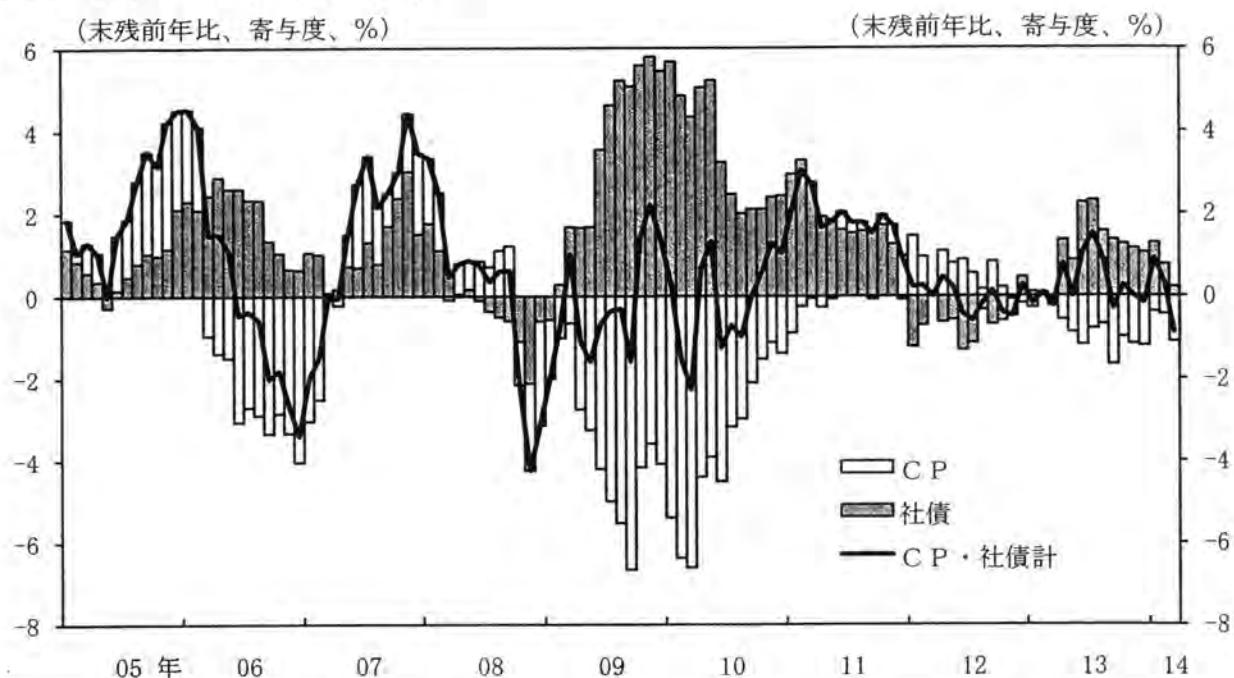


(注) 1. 計数は国内銀行ベース。

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14/2月、業種別は13/4Qの値。

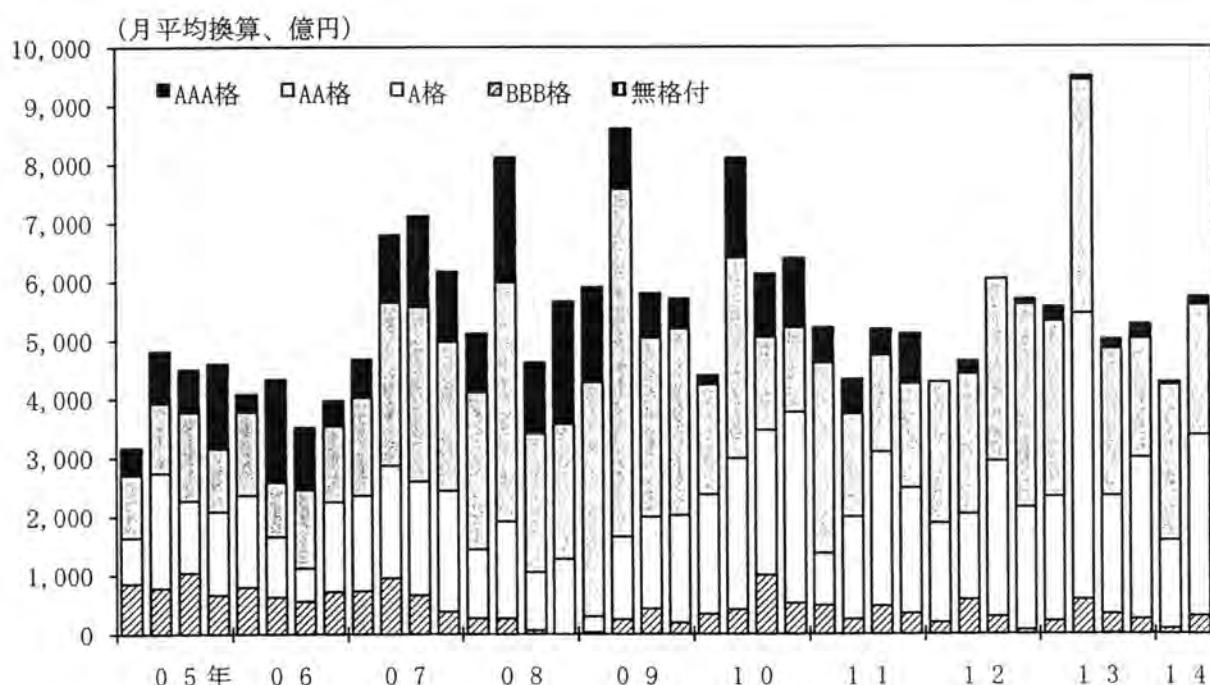
C P・社債発行残高

(1) C P・社債発行残高



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

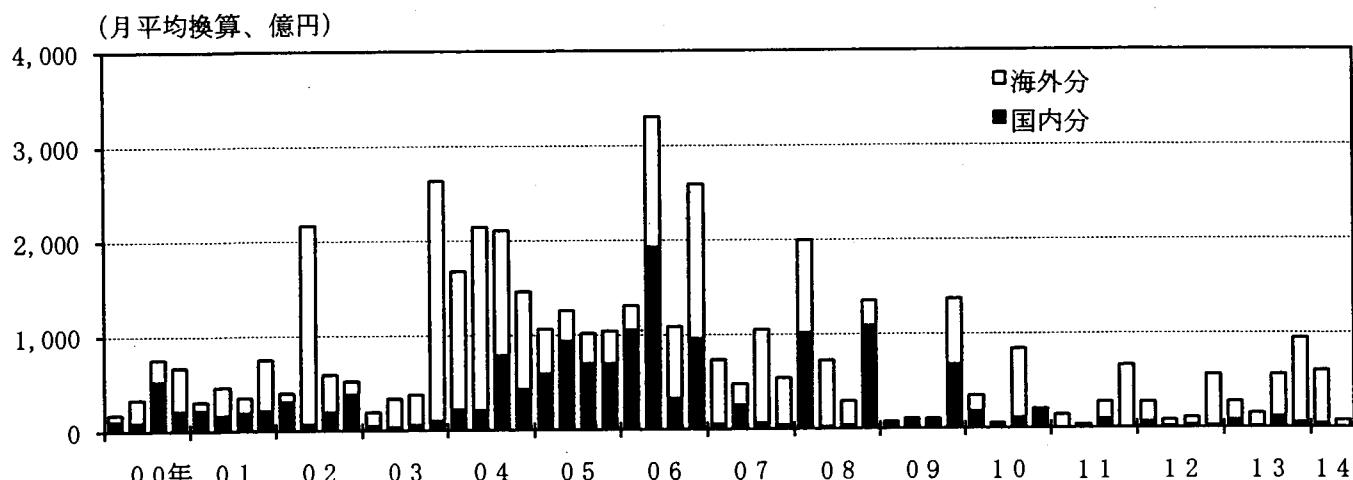
(2) 社債発行額



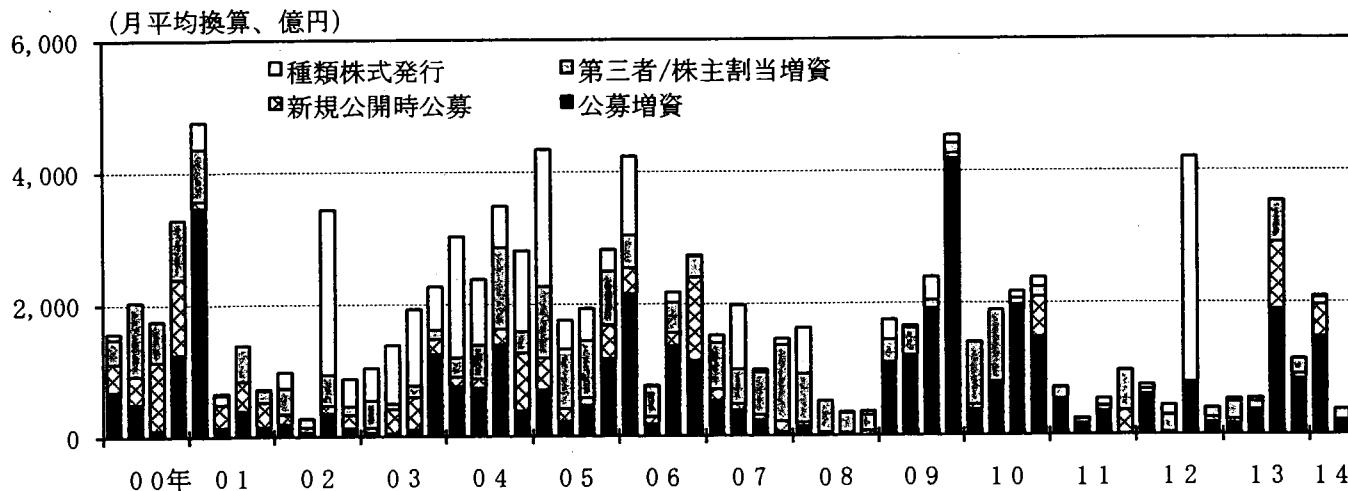
- (注) 対象は国内公募社債。銀行発行分を含まず、起債日ベース。
 14/2Qは4/22日までの値。

エクイティファイナンス

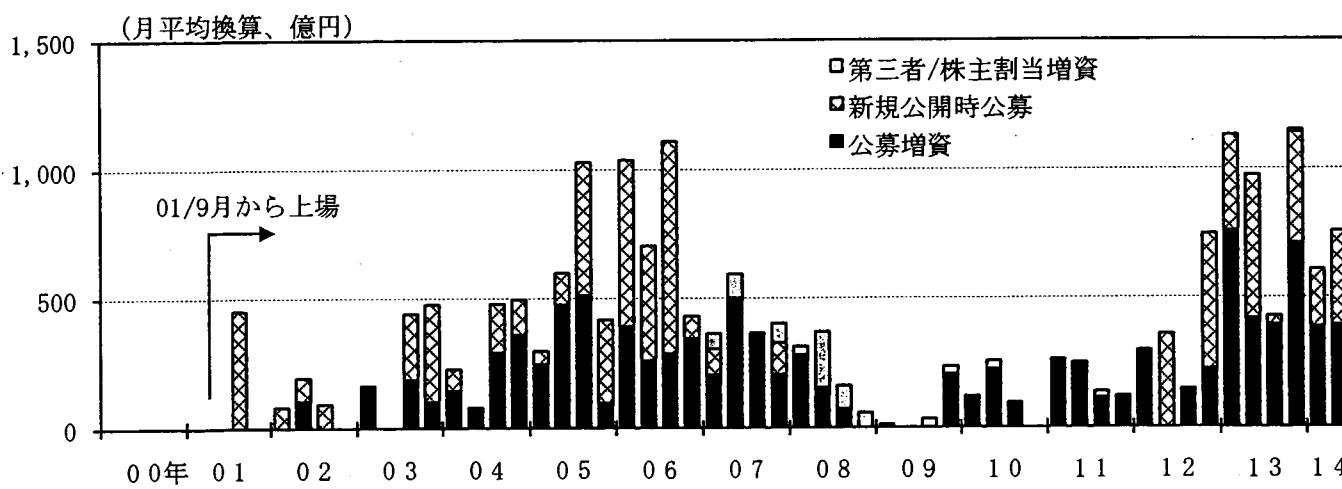
(1) 転換社債発行額



(2) 株式調達額



(3) J-REIT 資本調達額



- (注)
1. 計数はアイ・エヌ情報センターによる。
 2. 転換社債発行額は、発行・効力発生日ベースで、銀行発行分を含まない。
 3. 株式調達額は、国内外市場の合計。発行・効力発生日、募集価格総額ベースで、銀行発行分を含まない。
 4. 12/3Qの種類株式発行の急増は、東京電力によるもの（7月、合計約1兆円）。
 5. 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。
 6. 14/2Qの転換社債発行額・株式調達額は4/23日まで、J-REIT資本調達額は4/24日までの値。

(図表18)

企業金融関連指標

<金融機関からみた資金需要>

—— %ポイント

		13/ 4~6月	7~9	10~12	14/ 1~3	4~6	14/1月	2	3
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		5	-2	4	8	5			
(季調値)		(1)	(4)	(4)	(7)	(1)			
大企業向け		4	1	1	3	7			
(季調値)		(0)	(3)	(2)	(4)	(3)			
中小企業向け		3	-1	3	7	5			
(季調値)		(-1)	(5)	(2)	(6)	(1)			
個人向け		14	15	16	11	20			
(季調値)		(13)	(16)	(16)	(12)	(19)			

(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

		13/ 4~6月	7~9	10~12	14/ 1~3	4~6	14/1月	2	3
貸出態度判断D. I.									
全国短観 (全産業)		11	12	13	15	—			
大企業	「緩い」 - 「厳しい」	18	19	20	21	—			
中小企業		6	7	8	9	—			
中小企業 (日本公庫)	「緩和」 - 「厳しい」	32.7	34.6	36.1	39.0	—	40.3	38.8	37.9
小企業 (日本公庫)	「(前期比) 容易」 - 「(前期比) 困難」	-12.3	-11.0	-12.3	—	—			

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」)	8	11	11	13	12			
中小企業向け		13	17	18	24	21			

(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. >

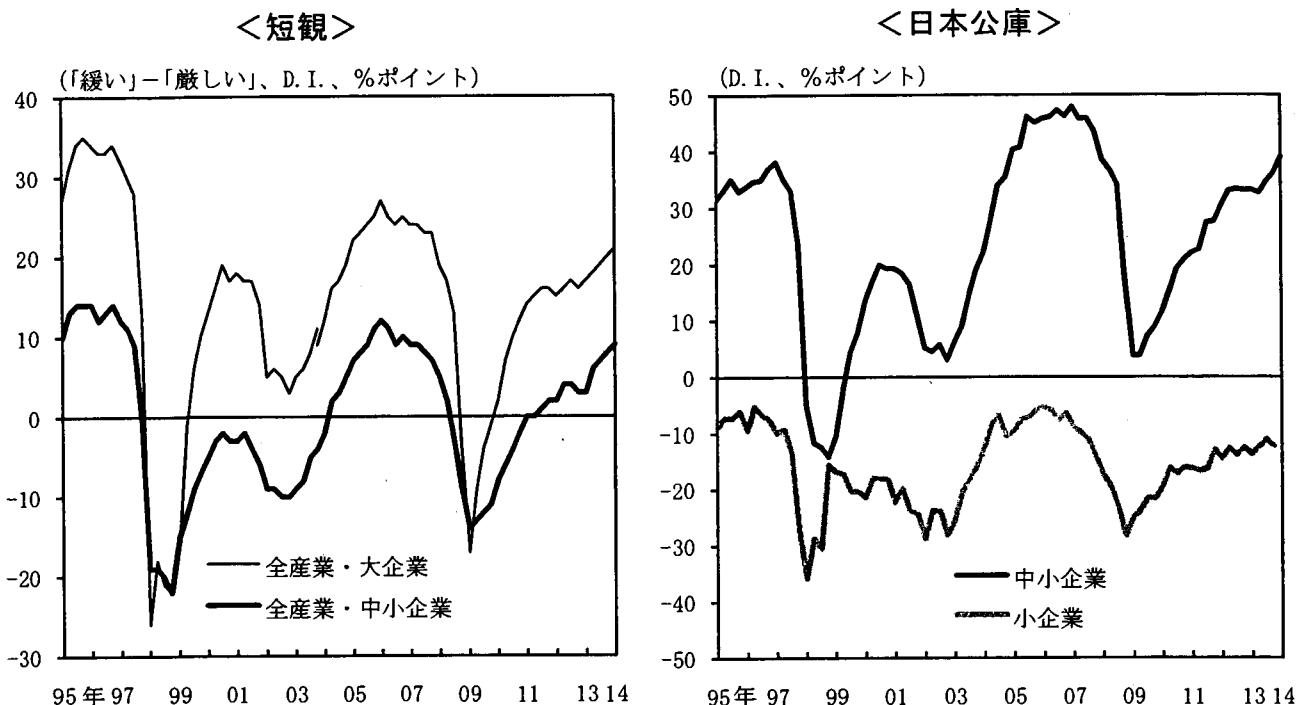
—— %ポイント

		13/ 4~6月	7~9	10~12	14/ 1~3	4~6	14/1月	2	3
全国短観 (全産業)									
大企業	「楽である」 - 「苦しい」	6	7	8	8	—			
中小企業		16	17	17	18	—			
中小企業 (日本公庫)	「余裕」 - 「窮屈」	-3	-2	1	1	—			
中小企業 (商工中金)	「(前月比) 好転」 - 「(前月比) 悪化」	0.0	0.9	-0.5	0.2	—	1.8	-1.1	0.0
小企業 (日本公庫)	「(前期比) 好転」 - 「(前期比) 悪化」	-2.4	-1.8	-1.0	-1.8	—	-1.2	-4.0	-0.3

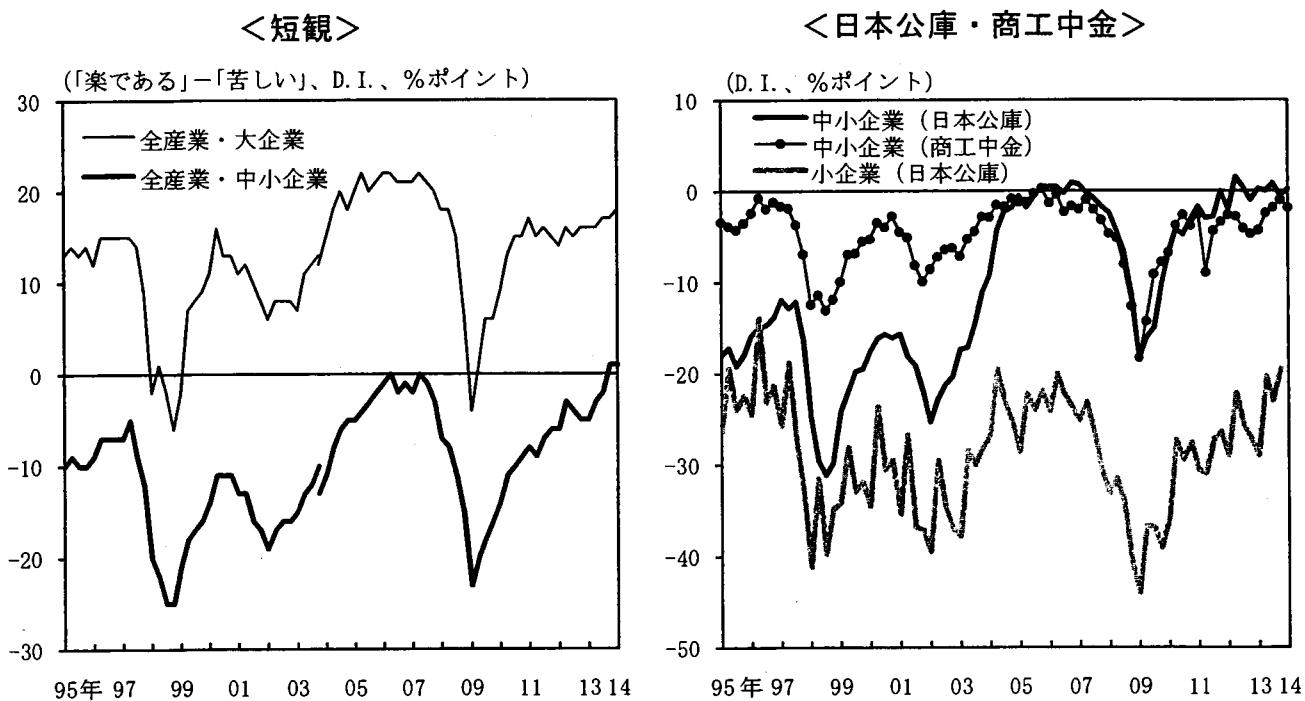
(注) 中小企業 (日本公庫) ・ 中小企業 (商工中金) の四半期計数は、月次計数の平均。

金融機関の貸出態度・企業の資金繰り

(1) 企業からみた金融機関の貸出態度



(2) 企業の資金繰り



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

企業倒産関連指標

<倒産件数・負債総額>

	2013年	— 件・億円／月、() 内は前年比、%					
		13/ 7~9月	10~12	14/ 1~3	14/1月	2	3
倒産件数	905	888	857	820	864	782	814
	(-10.5)	(-8.9)	(-11.0)	(-11.5)	(-7.5)	(-14.6)	(-12.4)
〈季調値〉	—	903	852	820	866	819	776
負債総額	2,319	1,853	1,425	1,828	3,151	1,162	1,170
	(-27.4)	(-50.1)	(-39.9)	(-1.3)	(40.3)	(-32.4)	(-26.5)
1件あたり負債額	2.6	2.1	1.7	2.2	3.6	1.5	1.4

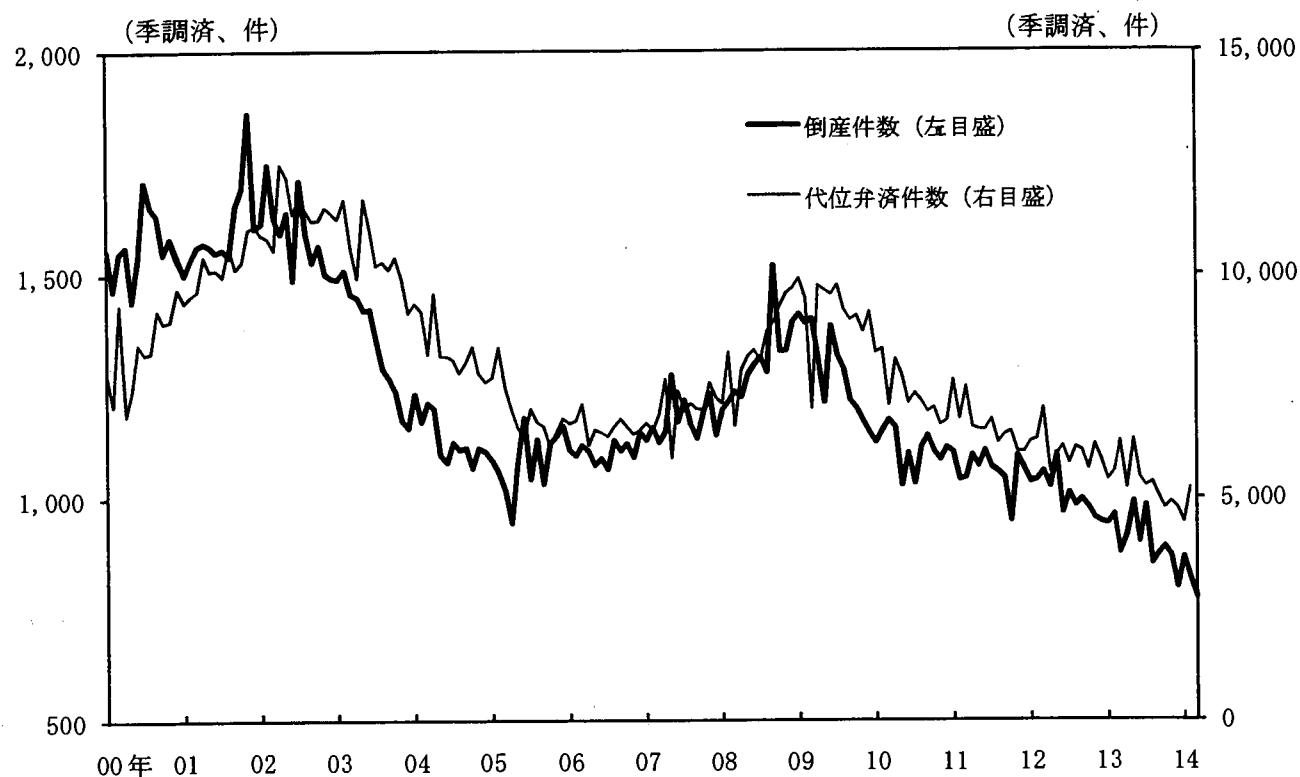
<業種別内訳>

	2013年	— 件／月、() 内は前年比、%					
		13/ 7~9月	10~12	14/ 1~3	14/1月	2	3
建設業	202	194	183	168	186	156	163
	(-19.4)	(-25.4)	(-19.7)	(-21.8)	(-10.6)	(-29.7)	(-24.5)
製造業	141	130	138	126	129	119	131
	(-5.6)	(-11.8)	(-10.8)	(-12.9)	(-8.5)	(-9.2)	(-19.6)
卸売・小売業	247	257	239	219	225	218	213
	(-7.8)	(2.7)	(-5.9)	(-8.0)	(-5.1)	(-6.8)	(-12.0)
金融・保険・不動産業	32	28	32	34	39	29	34
	(-9.6)	(-15.8)	(1.1)	(-4.7)	(-13.3)	(7.4)	(-2.9)
運輸業	36	32	32	30	38	30	22
	(-9.5)	(-16.5)	(-28.4)	(-7.2)	(2.7)	(-6.3)	(-21.4)
サービス業	202	200	190	203	210	191	207
	(-7.2)	(-0.8)	(-5.5)	(-4.7)	(-2.3)	(-12.4)	(1.0)

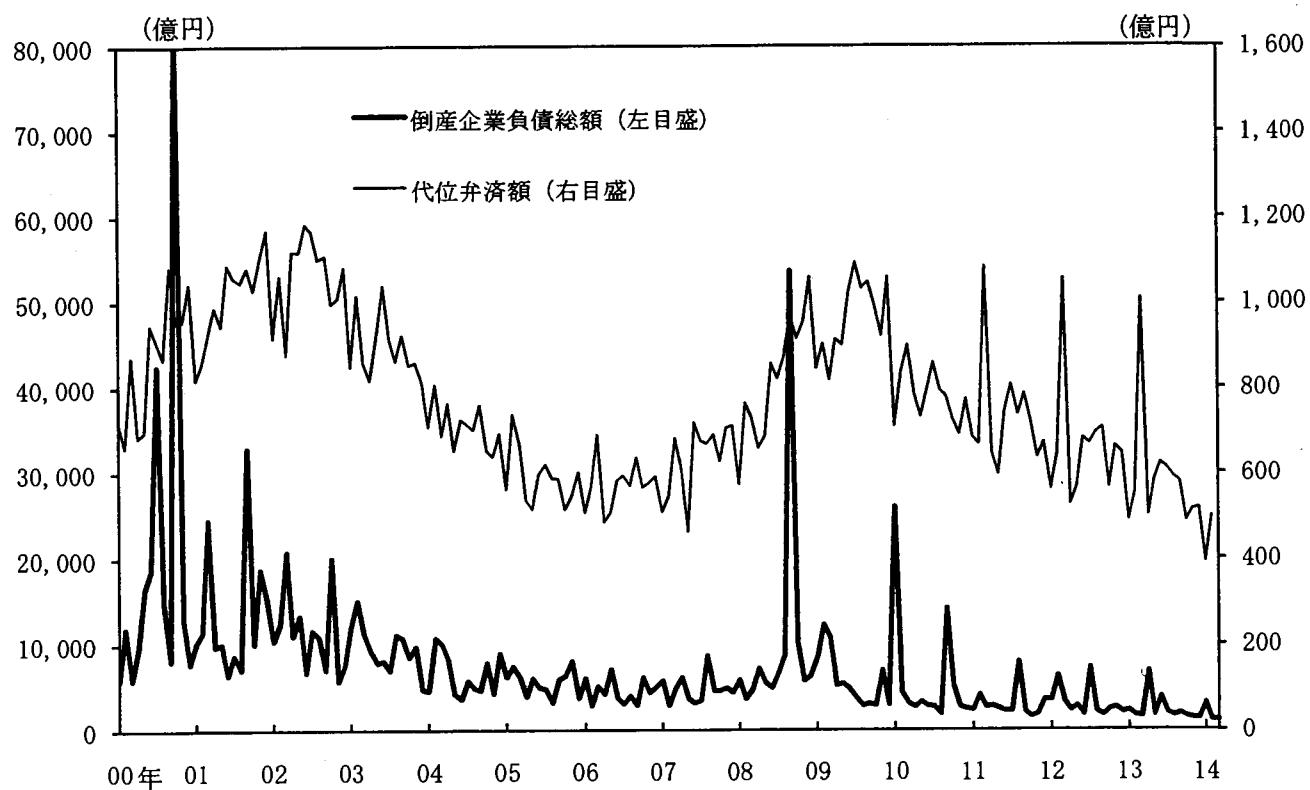
(注) 東京商工リサーチ調べ。

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>

	2013年	13/ 7~9月	10~12	14/ 1~3	14/1月	2	3	前年比、% ; () 内は残高、兆円 2013年 残高
マネタリーベース（平残）	34.4	42.0	48.2	54.1	51.9	55.7	54.8	—
	—	(174.8)	(190.0)	(203.4)	(200.4)	(201.3)	(208.6)	(163)
日本銀行券発行高	3.3	3.3	3.6	3.9	3.9	3.8	4.0	(84)
貨幣流通高	0.9	1.0	1.1	1.1	1.1	1.0	1.1	(5)
日銀当座預金	108.8	129.8	141.0	153.4	149.7	162.3	148.9	(75)
(参考)金融機関保有現金	4.0	4.5	4.7	5.7	6.6	5.4	5.0	(8)
マネタリーベース（末残）	45.8	43.4	45.8	50.6	53.4	55.9	50.6	—
	—	(185.6)	(201.8)	(219.9)	(200.9)	(204.8)	(219.9)	(202)

<マネーストック>

	2013年	13/ 7~9月	10~12	14/ 1~3	14/1月	2	3	平残前年比、% ; 残高、兆円 2013年 平残
M2	3.6	3.8	4.2	4.0	4.3	4.0	3.5	846
M3	2.9	3.1	3.4	3.2	3.5	3.2	2.9	1,155
M1	4.8	5.2	5.7	5.4	5.9	5.4	4.9	560
現金通貨	3.1	3.0	3.3	3.6	3.5	3.5	3.7	80
預金通貨	5.1	5.6	6.1	5.7	6.3	5.7	5.2	481
準通貨	1.0	1.1	1.1	0.9	0.9	0.9	0.8	561
CD	3.8	0.5	4.8	4.8	6.5	4.7	3.3	34
広義流動性	3.0	3.5	4.4	4.1	4.5	4.2	3.7	1,502

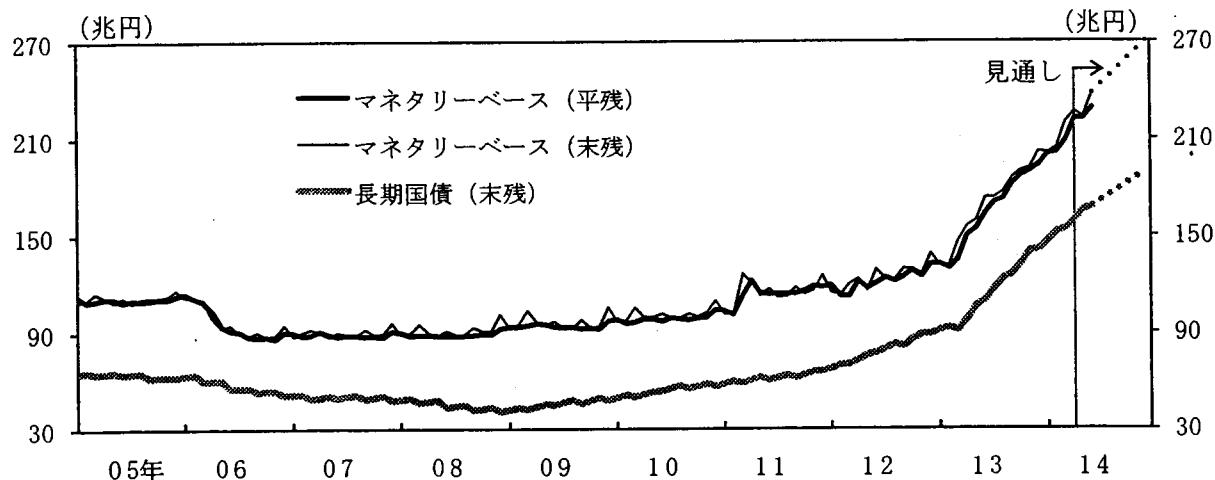
<主要金融商品の内訳（広義流動性ベース）>

	2013年	13/ 7~9月	10~12	14/ 1~3	14/1月	2	3	平残前年比、% ; 残高、兆円 2013年 平残
金銭の信託	6.5	8.7	9.3	7.8	9.1	8.3	6.0	198
投資信託	6.9	9.5	13.2	12.8	13.4	13.7	11.4	80
金融債	-15.1	-18.9	-17.4	-14.4	-15.2	-14.7	-13.3	3
国債	-30.5	-26.9	-17.1	-11.9	-15.5	-13.6	-5.9	22
外債	7.9	7.5	9.4	7.1	8.5	5.9	7.1	42

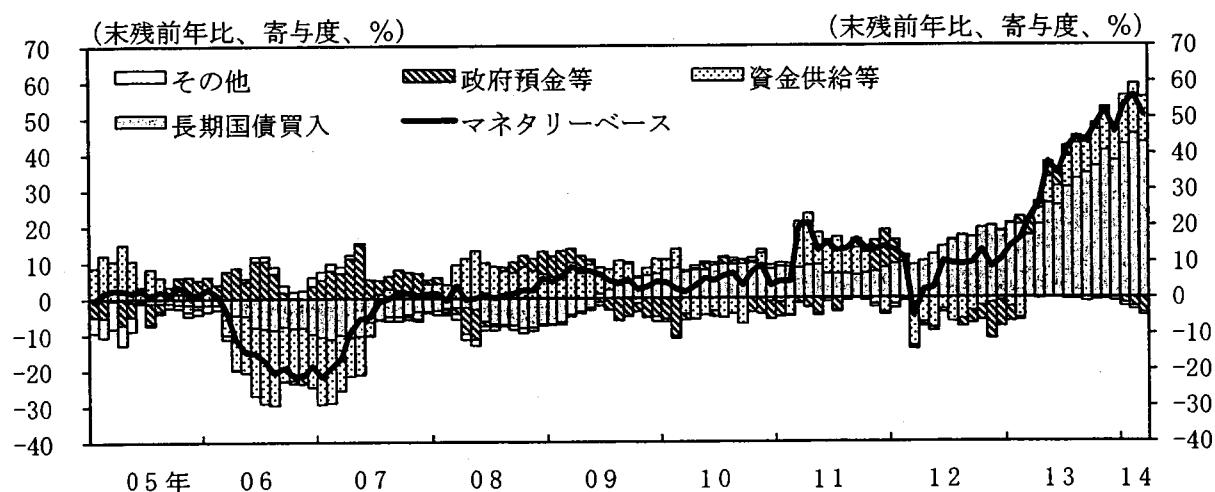
マネタリーベースとマネーストック

(1) マネタリーベースと長期国債買入残高

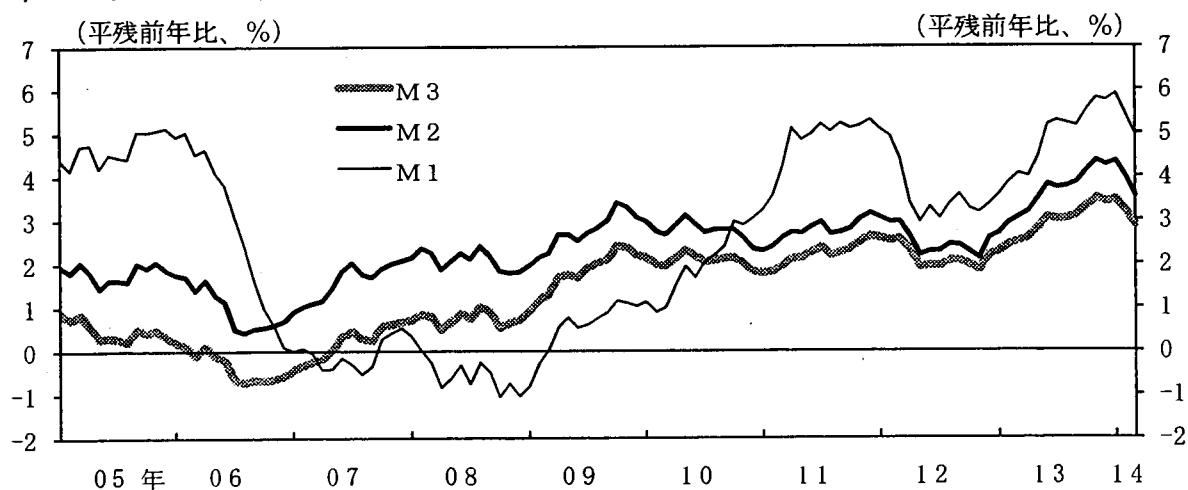
対外非公表



(2) マネタリーベースの前年比



(3) マネーストック

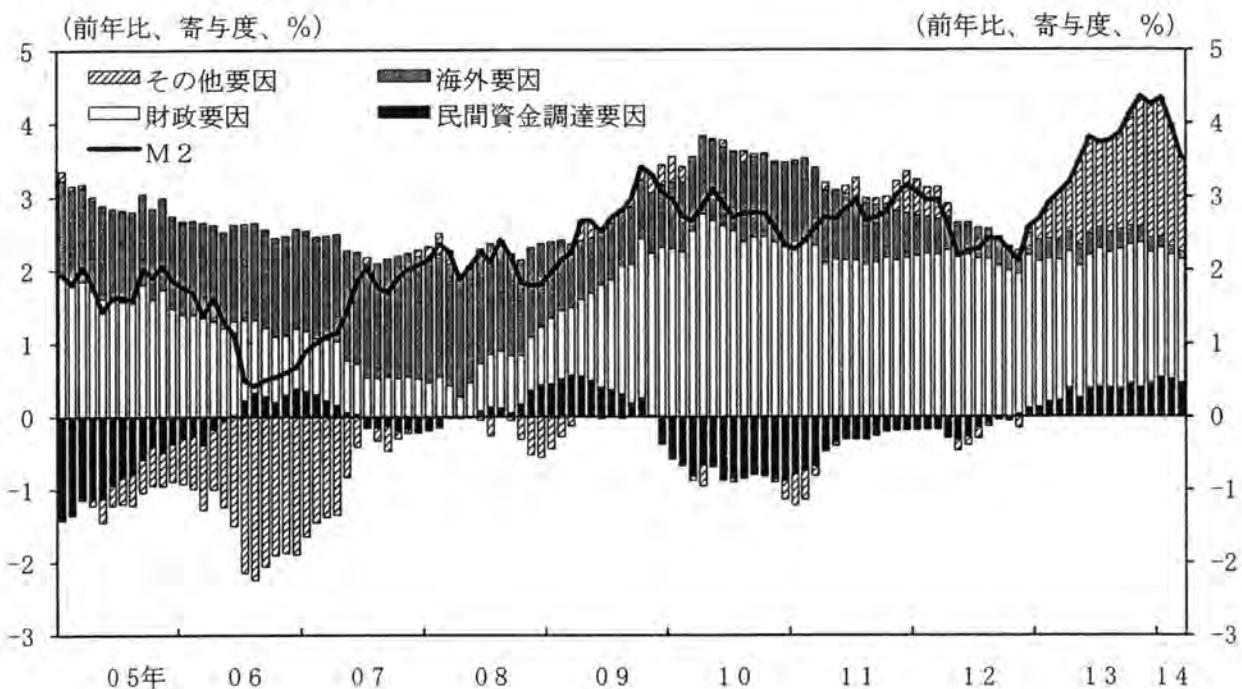


対外非公表

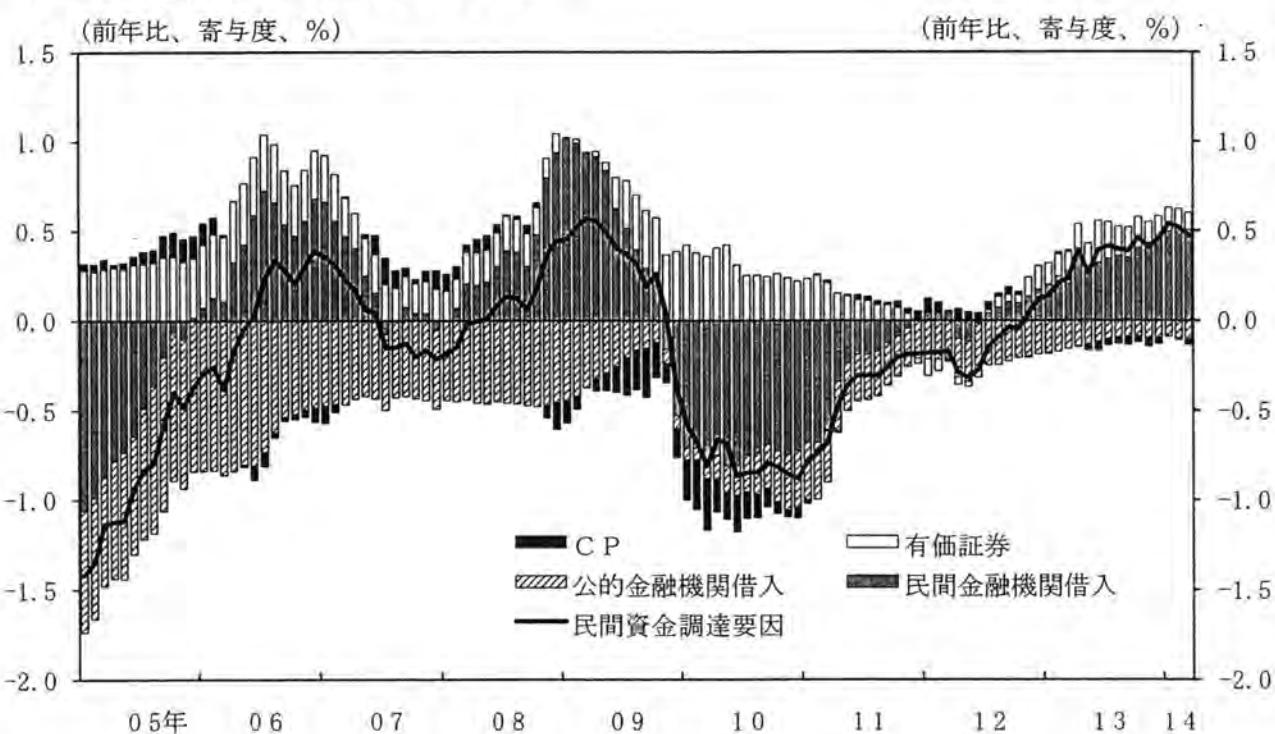
M2のバランスシート分解

マネー保有主体（民間非金融部門・地公体）の
バランスシート・アプローチによる。

(1) M2の要因分解



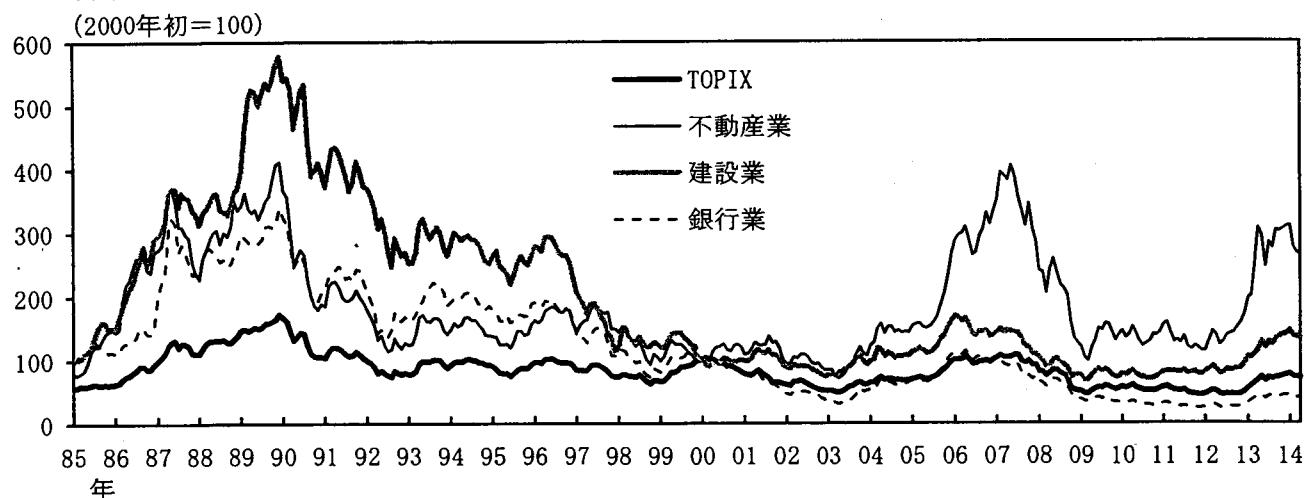
(2) 民間資金調達要因の内訳



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

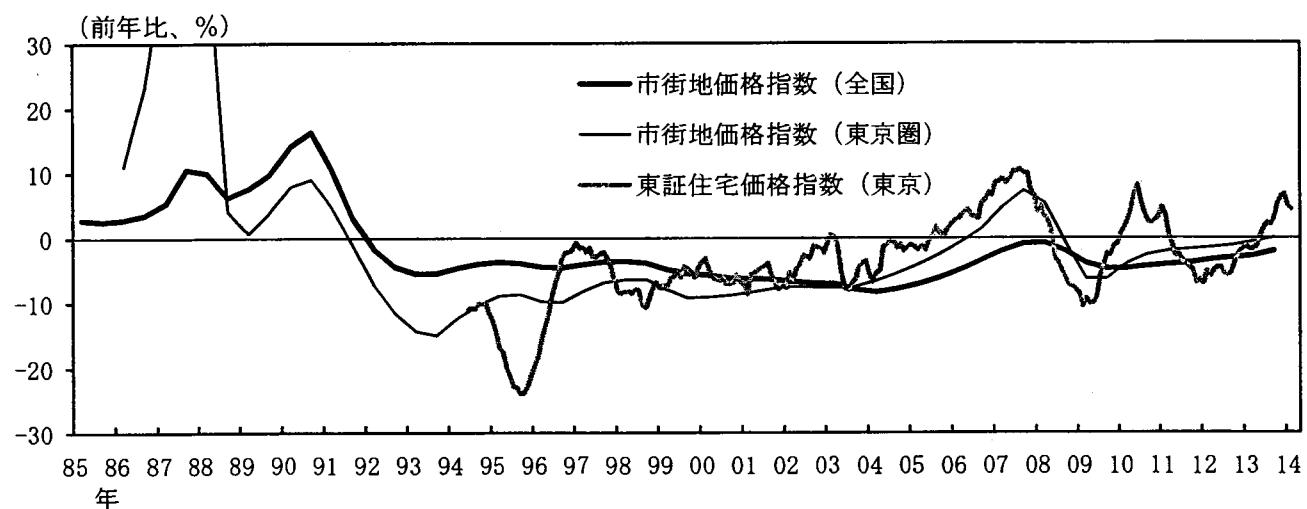
資産価格と銀行信用

(1) 株価



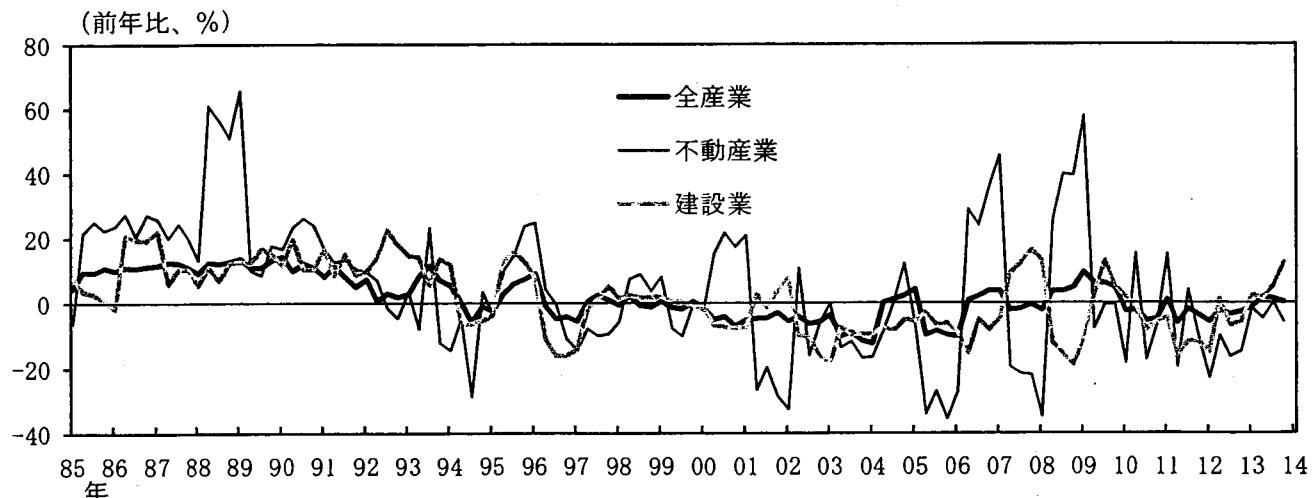
(注) 株価は月平均。14/4月は、24日までの値。

(2) 地価・住宅価格



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

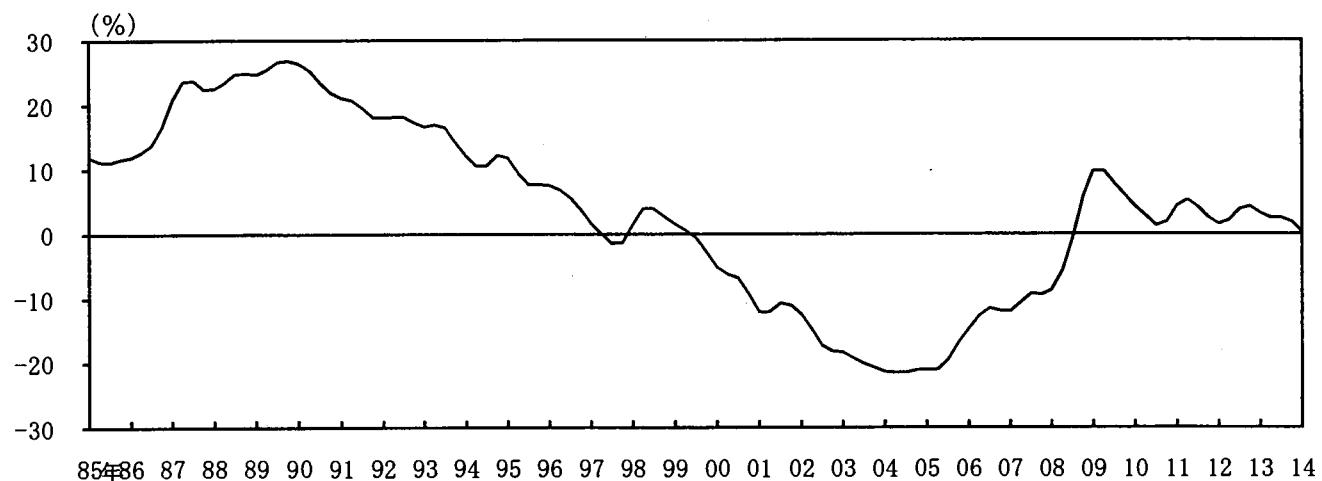
(3) 金融機関借入（法人季報）



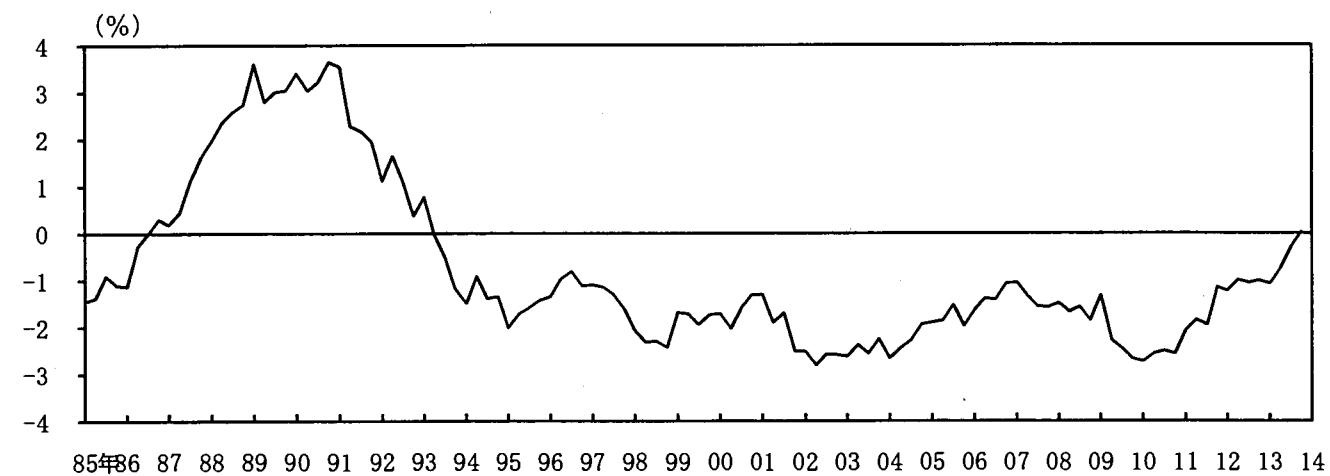
(注) 全規模ベース。

ファイナンシャル・インバランス関連指標

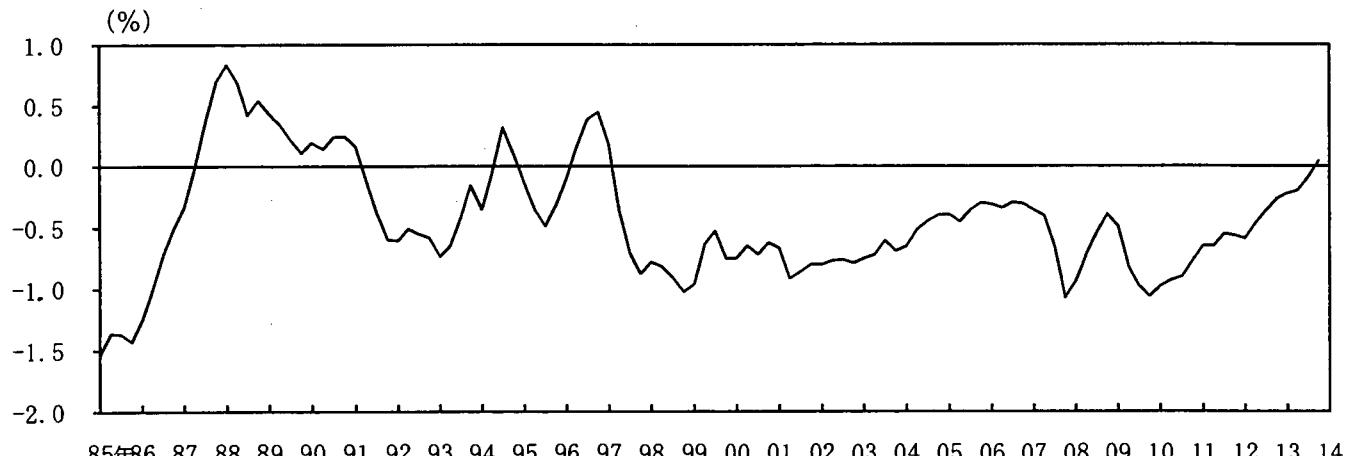
(1) 信用ギャップ



(2) 総投資ギャップ



(3) 住宅投資ギャップ



(注) 信用・総投資・住宅投資ギャップは、それぞれ貸出・総固定資本形成・住宅投資の
対GDP比率の後方8年移動平均からの乖離。

要注意

<不開示情報：有（種類：審議・検討）>
<配付先：金融政策決定会合関係者限り>
<作成局における保存期間満了日：2044年12月31日>

2014年4月30日
日本銀行

経済・物価情勢の展望（2014年4月）【案】

【基本的見解】¹

＜概要＞

- 2014年度から2016年度までの日本経済を展望すると、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、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。
- 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）は、・・・。
- 従来の見通しと比べると、成長率の見通しは、・・・、物価の見通しは、・・・。
- 「物価安定の目標」のもとで、以上の中心的な見通し（第1の柱）と、これに対する上下双方向のリスク要因（第2の柱）を点検した²。金融政策運営については、・・・。

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、消費税率引き上げの影響による振れを伴いつつも、基調的には緩やかな回復を続けている。輸出は弱めとなっているが、国内需要が堅調に推移するもとで、景気の前向きの循環メカニズムはしっかりと作用し続けている。・・・2013年度の成長率・・・。

先行きを展望すると、国内需要が堅調さを維持する中で、輸出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

¹ 4月30日開催の政策委員会・金融政策決定会合で決定されたものである。

² 「物価安定の目標」のもとでの2つの「柱」による点検については、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。

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³。

こうした見通しの背景にある前提是、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⁴。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、実質金利は低下を続けている。銀行貸出残高は、緩やかに増加している。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、先進国が堅調な景気回復を続け、その好影響が新興国にも徐々に波及していく中で、緩やかに成長率を高め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、財政面の下押し圧力が和らぐとともに、雇用・所得環境の改善が明確となることから、回復ペースは徐々に高まっていくと予想される。欧州経済については、債務問題に伴う調整圧力は引き続き残るもの、家計や企業のマインド改善などに支えられ、持ち直しから緩やかな回復に転じていくと考えられる。中国経済については、当局が構造改革と景気下支え策に同時に取り組んでいく中で、僅かに成長ペースを鈍化させながらも、安定した成長

³ わが国の潜在成長率を、一定の手法で推計すると、このところ「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。

⁴ 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、見通しを作成している。具体的には、短期金利について、市場は、見通し期間を通じて、実質的にゼロ金利が継続することを織り込んでいる。長期金利について、市場は、見通し期間を通じて、低位で推移すると予想しているが、これには市場参加者の物価見通しが展望レポートに比べ低いことが影響している。各政策委員は、こうした市場の見方を踏まえ、物価見通しの違いも勘案して、長期金利の先行きを想定している。

を続けると想定している。一方、その他の新興国・資源国経済については、当面、成長に勢いを欠く状態が続くものの、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、先進国の景気回復の好影響から、徐々に成長率を高めていくと見込んでいる。

第3に、公共投資は、2014年度上期にかけて、経済対策の押し上げ効果から高水準で推移したあと、次第に緩やかな減少傾向に転じていくと想定している。

第4に、政府による規制・制度改革などの成長戦略の推進や、そのもとでの女性や高齢者による労働参加の高まり、企業による生産性向上に向けた取り組みと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、2014年度については、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動の影響から、4～6月の成長率は、耐久財などの個人消費を中心に、いったん落ち込むと予想される⁵。もっとも、雇用・所得環境の改善に支えられて、個人消費の基調的な底堅さは維持され、駆け込み需要の反動の影響も夏場以降、減衰していくと考えられる。この間、輸出は、2013年度末にみられた駆け込み需要への対応から国内向け出荷を優先する動きや米国の寒波などの一時的な下押し要因が剥落するもとで、先進国の成長率が高まっていくことから、緩やかながらも増加に転じていくとみられる。設備投資についても、企業収益の改善や設備稼働率の上昇、金融緩和効果などから緩やかな増加基調をたどると見込まれる。以上の内外需要を反映して、わが国経済は夏場以降、潜在成長率を上回る成長経路に復していくと予想される。

⁵ 2回の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、2016年度ゼロ%ポイント程度となる。ただし、これらは、その時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。

2015 年度から 2016 年度にかけては、2回目の消費税率引き上げによる振れは予想されるが、①緩和的な金融環境と成長期待の高まりを受けた国内民間需要の堅調な増加と、②海外経済の改善による輸出の増加に支えられて、前向きの循環メカニズムは維持され、潜在成長率を超える成長が続くと見込まれる。2015 年度までの成長率の見通しを、1月の中間評価時点と比べると、・・・。

(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、プラス幅を拡大しており、このところ 1 %台前半で推移している。

物価上昇率を規定する主たる要因について点検すると、第 1 に、労働や設備の稼働状況を表すマクロ的な需給バランスは⁶、雇用誘発効果の大きい国内需要が堅調に推移していることを反映して、労働面を中心に改善を続けており、最近は過去の長期平均並みであるゼロ近傍に達しているとみられる。すなわち、失業率が 3 %台半ばとみられる構造的失業率に近づきつつあるなど⁷、労働需給は着実に引き締まり傾向が強まっているほか、非製造業を中心に設備の不足感も強まってきている。先行きも、消費税率引き上げの影響による振れを伴いながら、2014 年度下期にプラス（需要超過）基調が定着したあと、プラス幅が一段と拡大していくと考えられる。そうしたもので、需給面からみた賃金と物価の上昇圧力は、着実に強まつて行くと予想される。

⁶ マクロ的な需給バランスの推計については、①潜在 GDP を推計のうえ、実際の GDP との乖離を計測するアプローチと、②生産要素（労働と設備）の稼働状況を直接計測するアプローチがある。展望レポートにおけるマクロ的な需給バランスは、従来から、後者のアプローチを採用しているため、GDP 成長率の変化と需給バランスの拡大・縮小の間に 1 対 1 の対応関係があるわけではない。マクロ的な需給バランスの推計値は、推計方法や使用するデータによって異なり得るため、相当の幅をもってみる必要がある。

⁷ 労働市場では、求人と求職の間にある程度のミスマッチが常に存在するため、好況時であっても、一定の失業者が存在する。こうしたミスマッチに起因する失業の存在を前提として、過剰労働力が解消した状態に対応する失業率を、「構造的失業率」と呼んでいる。

第2に、中長期的な予想物価上昇率については、全体として上昇しており、こうした動きは実際の賃金・物価形成にも影響を及ぼし始めているとみられる。例えば、このところ、労使間の賃金交渉において、物価上昇率の高まりが意識されているほか、企業の間でも、従来の低価格戦略から、付加価値を高めつつ販売価格を引き上げる戦略へと切り替える動きがみられるようになっている。先行きも、日本銀行が「量的・質的金融緩和」を推進し、実際の物価上昇率が1%を上回って上昇する中で、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。

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、エネルギーを中心とした押し上げ効果は本年夏頃にかけて減衰していくと予想される。

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⁸、・・・。2015年度までの消費者物価の見通しを1月の中間評価時点と比較すると、・・・。

2. 上振れ要因・下振れ要因

(1) 経済情勢

上記の中心的な経済の見通しに対する上振れ、下振れ要因としては、第1に、輸出動向に関する不確実性がある。このところの輸出の弱さの背景には、基本的に、わが国経済との結びつきが強いASEANなどの新興国経済のもたつきの影響が大きいが、わが国製造業の海外生産移管の拡大といった構造的な要因も相応に影響している可能性が高い。このため、新興国経済の先行きや、欧州債務問題の今後の展開、米国経済の回復ペースな

⁸ 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年度の消費者物価の前年比は2.0%ポイント、2015年度下期と2016年度上期の消費者物価の前年比は1.3%ポイント押し上げられる。

どの海外経済の動向やわが国企業の内外生産ウエイトの状況次第で、輸出は上下双方向に変動する可能性がある。

第2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ていること、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家計支出への影響は、その時々の消費者マインドや雇用・所得環境、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3に、企業や家計の中長期的な成長期待は、規制・制度改革の今後の展開や企業部門におけるイノベーション、家計部門を取り巻く雇用・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。

第4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

上述のような経済の上振れ、下振れ要因が顕在化した場合、物価にも相応の影響が及ぶとみられる。それ以外に物価の上振れ、下振れをもたらす要因としては、第1に、企業や家計の中長期的な予想物価上昇率の動向が挙げられる。中心的な見通しでは、実際の物価や賃金の上昇率が高まっていく中で、人々の予想物価上昇率も一段と上昇していく姿を想定しているが、どのようなペースで上昇していくかについては注意する必要がある。

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いく必要がある。

第2に、マクロ的な需給バランス、とくに労働需給の動向がある。中心的な見通しでは、労働供給面で、近年の高齢者や女性による労働参加の高まりが、今後もある程度続くことを前提としているが、この点を巡っては不確実性がある。また、同じ成長率であっても、労働集約度の異なる製造業・非製造業間のバランス次第で、経済全体でみた人手不足感は変化する可能性がある。

第3に、物価上昇率のマクロ的な需給バランスに対する感応度、すなわち、企業が需給の引き締まりに応じて価格や賃金をどの程度引き上げていくかについて注意が必要である。

第4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次第では、上振れ・下振れ双方の可能性がある。

3. 金融政策運営

以上の経済・物価情勢について、「物価安定の目標」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。

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、中心的な経済の見通しについては、・・・。物価の中心的な見通しについても、・・・。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⁹。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、このところ減少しつつも引き続き高水準である点には留意する必要がある。

⁹ 詳しくは「金融システムレポート」（日本銀行2014年4月）を参照。

金融政策運営については、・・・。

(参考)

▽2013～2016 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	+～+ <+>	+	+～+ <+>
1月時点の見通し	+2.5～+2.9 <+2.7>	+0.7～+0.9 <+0.7>	
2014 年度	+～+ <+>	+～+ <+>	+～+ <+>
1月時点の見通し	+0.9～+1.5 <+1.4>	+2.9～+3.6 <+3.3>	+0.9～+1.6 <+1.3>
2015 年度	+～+ <+>	+～+ <+>	+～+ <+>
1月時点の見通し	+1.2～+1.8 <+1.5>	+1.7～+2.9 <+2.6>	+1.0～+2.2 <+1.9>
2016 年度	+～+ <+>	+～+ <+>	+～+ <+>

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

(注 2) 各政策委員は、既に決定した政策を前提として、また先行きの政策運営については市場の織り込みを参考にして、上記の見通しを作成している。

(注 3) 今回の見通しでは、消費税率について、既に実施済みの8%への引き上げに加え、2015年10月に10%に引き上げられることを前提としているが、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、2016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	+～+	+	+～+ <+>
1月時点の見通し	+2.5～+3.0	+0.7～+0.9	
2014 年度	+～+	+～+	+～+
1月時点の見通し	+0.6～+1.6	+2.7～+3.7	+0.7～+1.7
2015 年度	+～+	+～+	+～+
1月時点の見通し	+1.2～+2.0	+1.5～+2.9	+0.8～+2.2
2016 年度	+～+	+～+	+～+

▽政策委員の見通し分布チャート

【背景説明】

1. 2013年度後半の経済・物価情勢

(経済動向)

2013年度後半の日本経済を振り返ると(図表1)、輸出は全体として勢いに欠ける状況を続けたものの、国内需要が堅調に推移するもとで、労働需給の着実な改善を伴いながら、景気は緩やかな回復を続けた。年度末にかけては、個人消費や住宅投資において、消費税率引き上げ前の駆け込み需要もみられた。

やや詳しくみると、海外経済は、一部におおきな緩慢さを残しているが、先進国を中心に回復しつつある(図表2、3)。主要地域別にみると、米国経済は、寒波による一時的なマイナスの影響を受けつつも、民間需要を中心に、裾野を広げつつ緩やかな景気回復を続けている。欧州経済についても、持ち直しが明確になってきている。中国経済は、一頃に比べて幾分低めながら、安定的な成長を続けている。一方、中国以外の新興国・資源国経済の一部については、財政赤字や対外バランス面の脆弱性などの構造的な問題を抱えるもとで、弱めの動きが続いている。

輸出については、海外経済が回復しつつあるもとで、為替相場の動きも下支えとなって、秋口までは持ち直し傾向をたどったが、年度末にかけて横ばい圏内の動きとなつた(図表4(1)(2))。この点については、わが国製造業の海外生産移管の拡大といった構造的な要因も相応に影響しているが、わが国経済との結びつきが強いASEAN諸国を中心とした新興国経済のもたつきの影響が大きく(前掲図表2(2))、さらには、駆け込み需要への対応から国内向け出荷を優先する動きや米国の寒波など、一時的な下押し要因も作用したと考えられる。

もっとも、こうした輸出の勢いの鈍さにもかかわらず、国内需要が堅調に推移するもとで（図表5）、景気全体の前向きな循環メカニズムは、しっかりと働き続けた。企業の生産活動の水準をみると（図表6）、過去の局面では輸出の影響を受けやすかった鉱工業生産を含めて、緩やかに増加し、そのもとで企業の収益・業況感は広がりを伴いつつ改善を続けた（図表7、図表8(1)）。また、雇用の誘発効果が大きい内需中心の景気回復が続く中で、失業率が構造的失業率に近付くなど（後掲図表11(3)）、労働需給は引き締まり傾向となった（前掲図表5(2)）。この間、国内需要の堅調さは、輸入の大幅な増加を通じて（前掲図表4(1)(3)）、ネットでみた外需の減少にも影響した（前掲図表1(1)）。

国内需要の動きを仔細にみると、設備投資については、企業収益が改善する中で（前掲図表8(1)）、GDPベースで3四半期連続の前期比増加となるなど、持ち直しが明確となった（図表8(2)）。公共投資については、次第に伸び率が鈍化しつつも、増加を続けた（図表9(1)¹⁰）。個人消費や住宅投資は（図表9(2)、図表10(1)）、基調的には、雇用・所得環境が改善するもとで（図表11）、底堅く推移し、年度末にかけては、消費税率引き上げ前の駆け込み需要もみられた（図表10(2)、後掲図表39）。

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は改善を続け（図表12）、マクロ的な需給ギャップの推計値は、ゼロ%近傍にまで改善した。

（物価動向）

物価面をみると、国内企業物価は、国際商品市況や為替相場の動きを反映して、前年比プラス幅が一頃に比べて幾分縮小したものの、既往の

¹⁰ 公共投資と民間需要の双方で建設関連需要が増加しているため、建設関連労働者の不足感は一段と高まっている（図表9(3)）。

為替相場変動分も含めた輸入コストの上昇を製品価格に転嫁する動きが続くもとで、上昇を続けた（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、企業収益の改善が続く中で、経費支出面でも企業の行動が徐々に前向きになったことを反映して、0%台半ばまでプラス幅を拡大した（図表 13(2)）。消費者物価（除く生鮮食品）については（図表 14(1)）、為替相場の影響を直接的に受けるエネルギー関連の押し上げ幅が頭打ちとなる一方で、エネルギー以外の幅広い品目では、需給バランスの改善などを背景に、既往の為替変動分のコスト転嫁を含めて改善の動きが広がったため（図表 15）、全体の前年比は1%台前半にまで高まった。除く食料・エネルギーの前年比も改善を続け、0%台後半となった（前掲図表 15(1)）。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¹¹やラスパイレス連鎖指数¹²、消費デフレーターをみると、いずれについてもプラス幅の緩やかな拡大傾向が続いた（前掲図表 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（前掲図表 14(3)）、10月以降は上昇品目の割合が下落品目の割合を上回り、12月以降は上昇品目数が全体の5割を超えるなど、改善が明確になった。

¹¹ 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。

¹² 消費者物価指数の参考指標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、個別品目の指標水準を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、前年同月の連鎖指標に掛け合わせることによって繋いだ指標である。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標を作成していることに等しい効果をもつ。

この間、地価は、全体として下落を続けているが、下落幅は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。2014年地価公示（1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、住宅地、商業地ともにプラスに転じている。また、地方圏においては、商業地・住宅地ともに、マイナスとなっているが、その幅は縮小している（図表16）。

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、「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。この結果、マネタリーベースの前年比は、4割台半ばから5割台半ばの高い伸びを続けている（図表17）。

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、低い水準で推移している（図表18(1)）。社債の発行スプレッドも、電力債など拡大していた銘柄のスプレッドが着実に縮小しており、低い水準で推移している（図表18(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19(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19(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、中小企業とともに、改善傾向が続いている。各種のDIは2000年以降の平均を上回る水準となっている（図表20(1)）。企業の資金繰り面では、大企業、中小企業とともに、改善した状態にあり、

各種のD I は2000年以降の平均を上回る水準となっている(図表20(2))。

特に、中小企業については、概ね直近のピークである2006年頃の水準まで改善しているほか、短観は1991年8月以来の「楽である」超となっている。

企業の国内での資金需要面をみると、引き続き、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や企業買収に関連する資金需要の増加がみられている。こうしたもとで、銀行貸出残高の前年比は、2%台のプラスで推移している(図表21(1))。企業規模別にみると、中小企業向けのプラス幅が拡大するなど、貸出の裾野が広がっている(図表21(2))。C P・社債合計の発行残高の前年比は、概ねゼロないし小幅のプラスが続いているが、3月は小幅のマイナスとなっている(図表21(3))。商品別にみると、社債残高の前年比はプラスが続いているが、プラス幅が縮小している。C P残高の前年比はマイナスが続いており、3月はやや大きめのマイナスとなっている。

マネーストック(M2)の前年比は、銀行貸出の増加などを背景に、4%前後の高めの伸びが続いている(図表22(1))。対名目G D P比率をみると、緩やかな上昇傾向にある(図表22(2))。

(金融市场動向)

国際金融資本市場では、昨年末にかけて、米国の財政協議について進展がみられたことやF R Bによる資産買入れの縮小が決定されたことなどから不透明感が後退し、市場参加者の投資姿勢が積極化した。もっとも、年明け後は、新興国市場における神経質な動きやウクライナ情勢に対する懸念などを背景に、投資家のリスク回避姿勢が強まる場面もみられた。

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、上昇基調が続いている。米国株価は緩和的な金融環境も下支えとなって既往最高値圏にある（図表 23(1)）。この間、新興国市場では、本年入り後、経常収支赤字など構造的な脆弱さを抱える一部の国において、通貨がやや大きく下落し、株価も低下するなど、神経質な動きとなる局面がみられた（前掲図表 23(1)、図表 26(3)）。もっとも、このところは落ち着きを取り戻している。

米独の長期金利は、総じてみれば、比較的狭いレンジのなかで推移している（図表 24(1)）。やや仔細にみると、堅調な経済指標などを受け、昨年末にかけて金利は上昇した。その後は、F R B による資産買入れが縮小するもとでも落ち着いて推移し、新興国市場における神経質な動きなどから投資家のリスク回避姿勢が強まったこともある。金利は幾分低下した。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 L I B O R – O I S 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 25(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 25(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 25(2)）。

長期金利は、日本銀行による長期国債買入れオペが続いていることから、米独の長期金利が上昇する局面でも落ち着いた動きとなっており、概ね 0.6% 台での推移を続けている（前掲図表 24）。

株価は、昨年末にかけて、米欧株価の上昇や円安の進行を受けて上昇した（前掲図表 23(1)）。もっとも、本年入り後は、利益確定の動きに加え、新興国市場における神経質な動きなどから投資家のリスク回避姿勢

が強まったこともあり、振れを伴いつつ、横ばい圏内で推移している。不動産投資信託（J－R E I T）市場では、活発な公募増資や新規上場に伴う需給緩和が相場の重石となったものの、オフィス市況の改善期待が続いていることなどを背景に、J－R E I T価格は堅調に推移した（図表 23(2)）。

為替市場をみると、円の対ドル相場は、昨年末にかけて円安方向の動きが続き一時 105 円台をつけた（図表 26）。その後は、投資家のリスク回避姿勢の強まりから幾分円高方向に進む場面もみられたが、102 円前後から 104 円前後のレンジ内で、概ね横ばいで推移している。円の対ユーロ相場も、昨年末にかけて円安方向の動きが続いた後、横ばい圏内で推移している。

3. 2014 年度～2016 年度の経済・物価の見通し

（経済・物価見通し）

2016 年度までのわが国経済の先行きを展望すると、国内需要の堅調さが持続し、輸出も緩やかながら増加していくことから、生産・所得・支出の前向きの循環メカニズムは働き続けると考えられる。このため、わが国経済は、2 回の消費税率引き上げの影響による振れを伴いつつも¹³、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。

2014 年度については、家計支出は、上期を中心に、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動減が相応に見込まれる。また、公共投資は、

¹³ 消費税率については、2014 年 4 月に 8 %に引き上げられたが、前回の展望レポートと同様、2015 年 10 月に 10 %に引き上げられることを前提としている。2 回の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、2016 年度ゼロ % ポイント程度となる。ただし、これらは、その時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。

昨年度補正予算の執行などから引き続き高水準で推移したあと、下期にかけて緩やかな減少に転じていく可能性が高い。このため、年度全体の成長率も、かなり高かった2013年度に比べれば、鈍化すると見込まれる。もっとも、輸出は、海外経済の回復を背景に、為替相場の下支え効果もあって、緩やかな増加に転じていくと考えられる。また、国内民間需要の基調的な動きをみると、設備投資は、企業収益の改善傾向が続く中、金融緩和効果や各種の企業向け減税策の効果が下支えとなり、緩やかに増加していくと予想される。個人消費については、消費税率引き上げ等が実質可処分所得の押し下げに働くもとでも、雇用・所得環境の改善に支えられて、基調的な底堅さが維持されると考えられる。このように、国内民間需要が基調的にはしっかりととした動きを続け、輸出の改善も加わることで、2013年度に続いて前向きの所得形成の力が働き、年度全体の成長率は、引き続き潜在成長率を上回ると考えられる。

2015年度から2016年度にかけても、設備投資には次第に循環的な減速方向の力が作用していくものの、前向きの循環メカニズムは働き続けると考えられる。2015年度については、公共投資が緩やかな減少傾向をたどると考えられる。その一方で、海外経済が長期平均並みの成長ペースに復するもとで輸出が緩やかに増加するほか、国内でも、成長期待の高まりと緩和的な金融環境が、設備投資や住宅投資を下支えすると想定している。また、個人消費についても、雇用・所得環境の改善に支えられた基調的な底堅さが続く中で、駆け込み需要の反動減の影響を受ける2014年度と比べれば、伸び率が高まるとみられる。このため、2回目の消費税率引き上げによる振れを伴いつつも、基調的には引き続き潜在成長率を上回る成長が見込まれる。2016年度については、海外経済が長期平均並みの成長を続けるもとで輸出が増加を続けるうえ、緩和的な金融

環境が成長期待の高まりとも相まって国内民需を支えると考えられるため、なお潜在成長率を幾分上回る成長が続くと予想している。

以上の見通しを年度ベースの実質GDP成長率で示すと、2014年度はX%程度、2015年度はX%程度、2016年度はX%程度と、見通し期間を通じて潜在成長率を上回って推移すると想定される。2015年度までの見通しを1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¹⁴、消費者物価の前年比は、・・・。2015年度までの消費者物価の見通しを1月の中間評価時点と比較すると、・・・。

以下、経済・物価の見通しの前提およびメカニズムについて補足する。

(政府支出)

公共投資は、2014年度上期にかけて、既往の各種経済対策の押し上げ効果が減衰する一方、2013年度補正予算の効果が顕在化することから、高水準で横ばい圏内の動きとなっていくと考えられる。その後は、同補正予算の押し上げ効果が減衰するに伴って、次第に減少に転じていく可能性が高いが、社会インフラの維持更新ニーズの高まりなどを背景に、相応の水準が維持されると想定している。

この間、政府債務残高の対名目GDP比率については(図表27)、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ことが予想される。

¹⁴ 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年度下期と2016年度上期の消費者物価の前年比は1.3%ポイント押し上げられる。

(海外経済)

先行きの海外経済については、先進国が堅調な景気回復を続け、その好影響が新興国にも徐々に波及していく中で、緩やかに成長率を高めていく姿を見込んでいる。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、次第に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)）¹⁵。主要国・地域別にみると、米国経済については、財政面の下押し圧力が和らぐとともに、雇用・所得環境の改善が明確となることから、回復ペースは徐々に高まっていくと予想される。欧州経済については、債務問題に伴う調整圧力は引き続き残るもの、家計や企業のマインド改善などに支えられ、持ち直しから緩やかな回復に転じていくと考えられる。中国経済については、当局が構造改革と景気下支え策に同時に取り組んでいく中で、僅かに成長ペースを鈍化させながらも、安定した成長を続けると想定している。一方、他の新興国・資源国経済については、当面、成長に勢いを欠く状態が続くものの、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、先進国の景気回復の好影響から、徐々に成長率を高めていくと見込んでいる。

もっとも、先行きの海外経済については、上下両方向の不確実性が存在する。中国経済については、リーマン・ショック後の景気刺激策に起

¹⁵ IMFが4月に発表した各国・地域の成長率の見通しをわが国の通関輸出ウエイトで加重平均したものみると（前掲図表3(1)）、2013年+3.5%、2014年+4.0%、2015年+4.2%、2016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高まっ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2013年までの34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。

因する過剰設備の問題が根強いほか、過剰債務や当局が進める構造改革の影響を巡る不確実性も依然として大きい。それ以外の新興国・資源国経済については、対外バランス面の脆弱性やインフレ率の高まりといった問題に対する各国の取り組み、地政学要因も含めた国際金融資本市場の動向など、先行きの展開を注意深くみていく必要がある。欧州経済については、循環的に景気を押し上げる力が想定以上に強い可能性もある一方、最近のディスインフレ傾向や債務問題の帰趨、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。米国経済については、家計のバランスシートの改善が進んでいるもとで、個人消費を起点とした回復メカニズムが強まる可能性がある一方、企業の投資行動に慎重さが残り続けるリスクもある。

(輸出入)

実質輸出は、勢いに欠ける状況が長引いているが、この点については、以下で述べるような様々な要因が影響していると考えられる。第1に、地域別にみてASEAN向けの輸出が不振となるなど（図表28(1)）、わが国経済との関係が深い新興国経済のもたつきの影響が大きいとみられる。第2に、世界的な投資活動の緩慢さなど、マクロ平均の成長率では説明し切れない海外需要の鈍さが、資本財や部品に比較優位を持つわが国の輸出に対して、とりわけ抑制的に作用している面がある（図表28(2)(3)）。この点、中国を中心に新興国では、リーマン・ショック後の景気対策などによって設備投資比率が大幅に高まったことから、過剰設備問題が発生し、投資調整圧力が生じている。欧米でも、信用バブル崩壊の後遺症から企業の投資行動には慎重さが残っている。また、第3に、より構造的な要因として、情報関連分野などにおいて、競合する東アジアなど海外企業の技術面でのキャッチアップに伴って、わが国企業の国

際競争力が一頃に比べて低下していることが、やや長い目でみた輸出の下押しに働いている可能性が高い（前掲図表 28(1)、図表 29(1)(2)）。さらには、第 4 の要因として、現地調達の拡大を伴う海外生産移管の加速も、輸出の抑制につながっていると考えられる（図表 29(3)）。この点、海外生産の意思決定から現地設備・生産の立ち上がりまでには相応のラグを伴うことを考えると（後掲図表 34(2)）、足もとはリーマン・ショック後に円高が進んだ際に決定された海外生産が本格化している局面であり、輸出への下押し効果がとりわけ大きなものとなっていると考えられる。このほか、第 5 に、消費税率引き上げの駆け込み需要への対応から国内向け出荷を優先する動きや米国の寒波が、2013 年度末にかけて、輸出の一時的な下押し要因として作用していたとみられる。これらの要因は、輸入に対しても、第 3、第 4 の要因が構造的な押し上げに、第 5 の駆け込み需要が一時的な押し上げに作用している。

先行きの輸出を展望すると、上記の一時的な下押し要因が剥落し、海外経済が全体として緩やかに回復するにつれて、輸出は次第に増加に転じていくと考えられる。ただし、現在、輸出を下押ししている様々な要因のうち、海外生産移管などの構造的要因が抑制的に作用する面があるため、輸出の伸び率は緩やかなものにとどまると考えられる。この間、為替相場の変動が輸出に与える影響についてみると、元々、企業が現地通貨建ての価格をある程度安定化しようとする行動をとるもとで、為替相場の動きと比べれば外貨建て輸出価格の変動幅はさほど大きくないものの、今次円安局面における外貨建て輸出価格の引き下げ幅が、過去の局面と比べ、目立って小さいわけではない（図表 30(1)）¹⁶。これまでと大

¹⁶ このほか、訪日外国人数が大きく増加していることを背景に、サービスの輸出である旅行収支の受取の増加傾向が顕著となっているが、この点についても、為替円安は、L

差のない輸出価格の引き下げが行われていることは、今後も輸出の下支えに作用していくと考えられる。また、やや長い目でみれば、既往の為替円安は、これまで加速してきた海外生産移管のペースを幾分鈍化させることを通じて、輸出の下押しの程度を和らげる方向に働くと予想される（後掲図表 34(3)）。

一方、実質輸入は、消費税率引き上げに伴う個人消費の振れなどの影響を受けつつも、基調としては、堅調な国内需要を背景に緩やかな増加を続けている。先行きの輸入については、個人消費の反動減などの影響から減少する局面を伴いつつも、基調としては、国内需要の動きなどを反映し、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)）、2011 年度に 1979 年度以来の赤字となつたあと、2013 年度まで赤字幅の拡大傾向が続いている。その影響から、経常収支の黒字幅も縮小している。名目貿易収支の悪化について要因分解を行うと（図表 30(2)）、2013 年度は、外貨建て取引比率の違いを反映して為替円安の価格への影響が輸出面よりも輸入面で大きく働いたことから、輸出入価格要因がマイナス寄与を拡大させたほか、実質輸出入要因（純輸出）のマイナス寄与も拡大気味となった。この実質要因の弱さについては、海外経済が新興国のもたつきなどから過去の平均的な成長率対比で伸び悩む一方、国内需要はかなり強めに推移するという、内外成長率格差が基本的な背景にある（図表 30(3)）。加えて、前述のような、構造的・一時的両面における輸出の増えにくさと輸入の増えやす

CC就航の拡大やビザ発給要件の緩和などの効果と相まって、押し上げ要因として働いてきた可能性が高い。詳細については、日銀レビュー「最近の訪日外国人増加の背景とわが国経済への影響（2013 年 11 月）」を参照。

さも、実質収支の悪化に影響したと考えられる。

先行きについては、基調的にみて、国内需要の伸び率は幾分減速方向となる一方、海外経済の成長率は高まっていくため、内外成長率格差による収支悪化圧力は弱まるほか、駆け込み需要に伴う収支悪化要因も剥落するため、貿易収支の赤字幅は縮小していくと考えられる。また、所得収支についても、直接投資などによる海外資産の蓄積に伴い、黒字幅が拡大していくと考えられる。このため、経常収支の黒字幅は、緩やかながら再び拡大していく可能性が高い¹⁷。

概念的に経常収支と表裏の関係にある国内の貯蓄投資バランスについて考えると（図表 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、国内全体では、貯蓄超過幅は緩やかに拡大するとみられる。

（企業の収益環境・設備投資）

企業収益は、改善を続けている（前掲図表 8(1)）。先行きについても、国内需要が堅調に推移することに加えて、輸出の緩やかな増加や為替相場の動きにも支えられて、改善傾向を続けると予想される。ただし、見通し期間の後半には、賃金の上昇などを通じ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。

この間、為替円安の企業収益を通じた経済全体への影響という観点から、この1年余りの日本経済の動きを振り返ってみると、円安による円換算後の輸出入価格の変化は、製造業の収益を押し上げる一方、非製造

¹⁷ このことを、経常収支の裏側にある資本フローの観点からみると、資本は高い収益性を求めて海外に向かいやすいため、流出超となると見込まれる。

業の収益を押し下げるという部門による違いを伴いつつ、経済全体では交易条件を幾分悪化させる方向に作用してきた（図表 32(1)）。しかし、為替円安は、製造業のウエイトが高い上場企業の株価上昇を通じて、個人消費などの国内需要にもプラスの影響を及ぼした。そうしたもとで、非製造業においては、従来からみられていた高齢者の消費の活発化や公共投資の増加といったポジティブな動きが続いたこと也有って、為替円安による交易条件の悪化の影響は限定的にとどまり、非製造業部門の業況感や利益率はむしろ改善した（図表 32(2)）。また、製造業についても、為替円高の修正を受けて、業況感や利益率は大きく改善し、これが企業の前向きな動きを後押しした。

設備投資については、企業収益が改善を続ける中で、持ち直しが明確になっている。製造業においては、回復の初期段階であるため、老朽化した設備の維持・更新投資や、情報化投資や研究開発投資といった戦略投資が中心になっているとみられる¹⁸。非製造業においても、物流システムの革新や堅調に推移するシニア層の消費の取り込みなどを企図して、能力増強を含め、前向きな投資に踏み切る動きがみられている。先行きについては、見通し期間を通じて、緩やかな増加基調をたどると考えられる（図表 33）。すなわち、当面は、循環的な回復力が大きい中で、収益の改善傾向や稼働率の上昇などに伴って、設備投資は緩やかに増加していくとみられる。その後、資本ストックが充足されるに伴い循環的な押し上げ効果は次第に減衰していくが、成長期待の高まりや、それに伴う金融緩和効果の強まり、さらには各種企業向け減税の効果もあって、緩やかな増加基調が維持されると予想される。こうした設備投資を支える

¹⁸ ただし、研究開発費は、人件費や原材料費などの部分も大きいとみられ、現行のわが国のSNA統計においては、「設備投資」として計上されるのは一部である。

諸要因について確認すると、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、企業収益の改善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34(1)）。また、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段階で水準はなお低めであるため、経済活動の水準がさらに高まり、企業収益の改善傾向が続けば、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。実際、「設備投資は、一定の成長期待のもとで、生産活動に必要とされる資本ストックを実現するよう行われる」との前提のもと、資本ストック循環の観点から設備投資の伸び率を評価すると、対資本ストックでみた設備投資比率は、企業の期待成長率から予想される水準を大きく下回って推移してきた。このため、当面の期待成長率がゼロ%台半ばにとどまるとしても、設備投資の増加余地はなお大きいとみられる（前掲図表33(1)）。設備投資の対名目GDP比率やキャッシュ・フロー比率をみても（図表35(1)(2)）、長期的にみれば低めの水準にある。このところ、改善の遅れていた製造業も含め設備の稼働率が上昇しているうえ、企業の設備過剰感も全体として解消されつつある点も踏まえると（後掲図表48(5)(6)）、設備投資の循環的な回復力はよりはつきりしてきていると考えられる。

第3に、政府の規制・制度改革や企業の事業再構築など、競争力・成長力強化に向けた前向きな取り組みなどもあって、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。こうした成長期待の高まりは、資本ストックの積み上がりに伴う設備投資の減速圧力を和らげる方向に作用すると考えられる。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が徐々に上昇していくもとで¹⁹、設備投資はその動きに沿って水準を次第に切り上げていくと考えられる。

この間、海外設備投資の動きを考えると、海外進出への意思決定から現地設備の立ち上がりまでには相応のラグを伴うことを考えると（図表 34(2)）、過去 1～2 年程度はリーマン・ショック後に円高が進んだ際に決定された海外設備投資が本格化した局面であり、海外設備投資比率の拡大ペースはとりわけ大きなものであった可能性が高い。海外設備投資比率は、今後も増大する海外需要を取り込むために上昇傾向を続けるとみられるが、そのペース自体は、過去も為替相場の影響を受けてきた点を踏まえると、幾分和らいでくると考えられる（図表 34(3)）。

（雇用・所得環境）

雇用・所得環境をみると、労働需給面では、労働需要を誘発しやすい国内需要がしっかりと動きを続けるもとで、弱めとなっていた製造業を含めて労働需要が増加しているため、全体でも着実な改善が続いている（前掲図表 11）。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、緩やかな増加が続いている（図表 36(1)）。このところの労働需給の引き締まり傾向には、もともと高齢化が労働供給の下押しに

¹⁹ わが国の潜在成長率を、生産関数アプローチに基づく一定の手法で推計すると、このところ「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（後掲図表 40(2)）。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。

作用しやすいことも大きく影響しており、必要な労働力は、失業者の減少のほか、女性や高齢者の労働参加の高まりで確保されている（図表 36(2)）。こうして新たに活用される労働力は、これまでのところ、パートなどの短時間労働が中心となっており、結果として総労働時間や後述する一人当たりの平均賃金を押し下げやすい状況となっている。もっとも、短時間労働であっても、労働参加の高まりは、所得増加等を通じた需要面への影響も含めて、経済成長の押し上げにつながっていると考えられる（後掲図表 38(2)(3)）。

労働需給の引き締まりは、賃金にも影響し始めており、労働者全体の時間当たり名目賃金は、振れを伴いつつ緩やかな上昇に転じている（図表 37(3)）。一人当たりでみた賃金については、短時間労働者の増加が下押し要因となっている中でも、全体としてみれば、所定外給与や特別給与の増加に支えられて、概ね下げ止まっている（図表 37(1)(2)）。また、今春の賃金改定交渉では、賞与の引き上げのほか、ベースアップもある程度実現する方向で労使間の議論が進められている（図表 37(4)）。

先行きについても、わが国経済が潜在成長率を上回る成長を続ける中で、企業が正社員を含め採用意欲を高めていることもある（図表 36(3)）、労働需給の引き締まり傾向は強まっていく可能性が高く、失業率は構造失業率並みの水準に向けてさらに低下していくと予想される（前掲図表 11(3)）²⁰。そうしたもとで、賃金にも、はっきりとした上昇圧力がかかっていく可能性が高い。賃金の基調的な動きを労働者全体の時間当たり

²⁰ 前掲図表 11(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。こうした方法によって推計した構造的失業率は、時間を通じて変化する性格のものであり、幅をもって評価する必要があるほか、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がある点にも留意する必要がある。

賃金でみると、まず、失業率との関係（賃金版フィリップス曲線）については、非正規雇用の急速な拡大などを背景に弱めとなっていた2000年代初の動きとは異なり、労働需給の引き締まりの影響がよりはつきり現れていくと考えられる（前掲図表37(3)）。さらには、今後、消費者物価の上昇がより明確になる中で、物価動向がベースアップなどの動きに反映され、賃金全体の上昇につながると想定している（後掲図表46(3)）

こうしたもとで、雇用者所得は、見通し期間を通じて緩やか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(5)）、先行き景気回復が続くもとで、労働生産性が実質賃金にやや先行して上昇することを反映して、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年の平均を幾分上回る水準で下げ止まつていくと考えられる²¹。

（家計の支出行動）

個人消費は、消費税率引き上げの影響による振れを伴いつつも、基調的には、雇用・所得環境が改善するもとで底堅く推移している。この点、勤労世帯の所得をみると、世帯主収入が賞与を含めて増加しているだけでなく、労働需給の改善などを反映して世帯における有業人員割合が上昇し、その結果、世帯主の配偶者や他の世帯構成員収入も増加している。このため、世帯単位での所得の増加が、個人消費を支える要因となっていると考えられる（図表38(2)(3)）。

先行きの個人消費については、最近までのデータで消費税率引き上げ前の駆け込み需要が相応の規模で確認されている点を踏まえると（図表

²¹ これは、規制緩和もあって派遣労働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。

39)、一旦はその反動からはつきりと減少することが見込まれる。ただし、その後は再び持ち直し、全体としてごく緩やかながらも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）両方の要因から、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(5)）。第2に、前述のとおり、雇用者所得の改善が次第にはつ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（図表38(1)）、消費税率引き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。こうしたもので、マクロの消費性向については、高齢化が進むことによって、高水準を維持する可能性が高い（図表38(4)）。

住宅投資は、消費税率引き上げの影響による振れを伴いつつも、基調的には、雇用・所得環境が改善するもとで底堅く推移している（前掲図表9(2)）。先行きについては、駆け込み需要の反動から減少する局面を伴いつつも、基調的には、雇用・所得環境の改善や緩和的な金融環境などに支えられて、底堅く推移するとみられる。

（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な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、足もと需給はほぼ均衡している（図表40(1)）。ここ数四半期の動きをみると、需給ギャップの推計値の改善ペースは、実質GDPの動きとの対比でみて速めとなっているが、この点については、今回の景気回復が雇用を誘発しやすい内需中心で実現してきており、そのもとで短期的には、労働需給のタイト化に結びつきやすかったことが影響して

いると考えられる²²。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、2014 年度下期には需要超過基調が定着し、見通し期間の終盤にかけて、緩やかに需要超過幅を拡大し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。市場参加者の予想をみると、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ーク・イーブン・インフレ率は上昇している（図表 41(1)）²³。債券市場参加者に対するサーベイ調査でも、中長期の予想物価上昇率は、やや長い目でみれば、緩やかな上昇傾向にある（図表 41(3)）。また、エコノミストの予想も、上昇している（図表 41(2)）。家計や企業サイドの動きをみると（図表 42）、各種サーベイ調査からみて、家計の予想物価上昇率は全般に上昇しているほか、企業も、先行きの物価上昇率の高まりを予想しているとみられる。以上のような予想物価上昇率の動きは、実際の賃金や物価形成にも影響を及ぼし始めているとみられる。

先行きについても、「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、中長期的な予想物価上昇率は上昇傾向をたどり、

²² ここでの需給ギャップは、GDP そのものから推計しているのではなく、投入される生産要素（労働・資本）の動きから直接求めている（需給ギャップについて詳しくは B O X を参照）。このところの需給ギャップの改善には、労働と資本の双方が寄与しているが、労働面では、ギャップの寄与が既にプラスに転じているなど、改善がとりわけ目立っている。

²³ わが国の物価連動国債は、昨年 10 月に発行が再開されているが、引き続き市場流動性の低い状態にある。こうした状況は、昨年 10 月よりも前に発行された旧物価連動国債において顕著である。ブレーク・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影響を及ぼしている可能性が高く、解釈にあたっては留意が必要である。

「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。既に、消費者物価指数の前年比でみて 1 % 台前半の物価上昇率が実現していることが、予想物価上昇率の高まりに影響し始めているとみられる。先行きも、景気の持続的な改善が続くとの見通しが拡がるものとで、実際の物価上昇率が次第に高まっていくことが、予想物価上昇率をさらに高める方向に作用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、一頃に比べて上昇ペースは緩やかになっている（図表 43）。このため、消費者物価への波及ラグが短いエネルギー関連については、これまでの押し上げ寄与は、次第に減衰していくものと考えられる。もっとも、それ以外の品目については、為替相場の動きなどによるコスト高を転嫁する動きがより長くゆっくりと進むため、輸入物価からのパススルーは、暫くの間、消費者物価の押し上げ要因として残ると考えられる。見通し期間中の輸入物価については、世界経済の回復に沿って、総じてごく緩やかな上昇傾向をたどると想定している。

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、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みられる。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、・・・。2015 年度までの消費者物価の見通しを 1 月の中間評価時点と比較すると、・・・。

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 44、45(1)）、消費者物価の前年比は、需給バランスの改善に比較的明確に反応していくことに加え、中長期的な予想インフレ率の高まりに沿うかたちでのフィリップス曲線のソフトアップも伴いながら、次第に高まっていく姿を念頭に置いている。

消費者物価の基調的な動きを表す刈込平均値や上昇・下落品目比率の最近の動きを需給ギャップとの対比でみると、前回の景気回復・拡大局面の2000年代半ばと異なり、需給ギャップの動きに沿うかたち、あるいはそれを幾分上回るペースで、物価がはっきりと改善する姿となってい（図表45(2)(3)）。その背景については、輸入品を梃子とした低価格戦略や非正規雇用の大幅な拡大など、2000年代半ばにみられたようなマクロの需給とは別の「負の価格ショック」は発生しておらず、むしろ、最近の企業の価格設定行動は、付加価値を高めて新たな需要を掘り起こしながら販売価格を引き上げる方向に変化しつつあることが考えられる。また、家計部門でも、雇用・所得環境の改善もあって、低価格志向が幾分和らぎつつある可能性が考えられる。この点とも関連して、為替相場の動きを含めたコストの変化を価格に転嫁する動きも、以前の局面に比べて、よりはっきりとみられるようになってきている。このように、今回の局面では、フィリップス曲線を押し下げるような要因がみられないもとで、需給に対する物価の感応度や短期を含めた予想インフレ率が、高まりつつあるかたちで観察されていると考えられる。

この間、物価と名目賃金の関係を確認しておくと、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（図表46(1)(2)）。上記の見通しでは、先行き、賃金交渉において物価面の動きが考慮されることなどを通じて（図表46(3)）、賃金上昇と物価上昇の循環が次第に明確となり、労働需給の引き締まりや人々の予想物価上昇率の上昇を反映して時間当たり賃金が緩やかに上昇していく中で、消費者物価も徐々に上昇率を高めていく姿を想定している。

以上

(BOX) マクロ的な需給バランスの動向

物価上昇率を規定する基本的な要因のひとつは、マクロ的な需給バランスである。マクロ的な需給バランスとは、「潜在的な供給力（＝潜在GDP）」に対して、実際にどれだけの「総需要（＝現実のGDP）」が存在するのかを計測したものであり、需給ギャップ（output gap）とも呼ばれている。

需給ギャップには、様々な推計方法があるが、比較的よく用いられているのは、「時系列アプローチ」と「生産関数アプローチ」である。時系列アプローチとは、先駆的なモデルを仮定せず、時系列分析の手法を用いて、実際のGDPのデータから「トレンド成分」と「循環成分」を抽出し、前者を潜在GDP、後者を需給ギャップとみなす考え方である。このアプローチで最も代表的な手法は、HP（Hodrick-Prescott）フィルターというフィルタリング手法を適用するものである。

生産関数アプローチは、GDPが、労働の投入量、資本設備の投入量、それらの利用効率を表す全要素生産性（TFP）、の3変数で決定されるというマクロ生産関数の考え方に基づく。このアプローチには、①労働と設備の平均的な投入量およびTFPのトレンドから潜在GDPを推計したうえで、これと実際のGDPの乖離を需給ギャップとして計測する方法（内閣府、IMF、OECD）と、②労働と設備の稼働状況に関する指標を用いて直接的に需給ギャップを計測する方法（日本銀行）の2つがある²⁴。前者の方法では、潜在成長率を一定とすれば、実際のGDP成長率の変化と需給ギャップの拡大・縮小の間には、1対1の対応関係がある。これに対し、後者の方法では、こうした対応関係は必ずしも存在せず、需給ギャップの動きは、GDP成長率ではなく、失業率や設備稼働率の変化に沿ったものとなる。

需給ギャップの水準は、以上のような推計方法の違いや、推計に使用するデータ、生産要素の平均投入量やTFPのトレンドの測定の仕方などによって異なり得るため、相当幅を持ってみる必要がある。日本経済の需給ギャップを計測した様々な機関の推計値をみると（図表47）、大まかな循環的な動

²⁴ 日本銀行では、まず、労働と設備の稼働状況に関するデータを用いて需給ギャップを計算し、次に、そのギャップと実際のGDPデータから潜在GDPを算出する、という手法をとっている。このため、GDPの振れなどに伴うTFPの短期的な変動は、需給ギャップの推計値には直接影響しない。推計方法の詳細については、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。

きは似通っているものの、局面によっては水準が異なっている。近年の動きに限ってみても、いずれの推計値もリーマン・ショックによる大幅な落ち込みから緩やかな改善傾向を示しているが、そのペースは区々となっている。

こうした留意点を念頭に置いたうえで、日本銀行による需給ギャップの試算値をみると、国内需要が堅調に推移するもとで、最近は過去の長期平均並みであるゼロ近傍まで改善している。この点についてもう少し詳しく確認するため、日本銀行の需給ギャップの推計に使用している指標も含め、労働と設備の稼働状況を示す各種指標を点検すると（図表 48）、多くの指標はリーマン・ショック前のピーク近傍まで改善しており、生産要素の稼働率は着実に高まってきた。

労働の稼働状況についてみると、高齢化が潜在的な労働供給を減少させる方向に作用する一方で、国内需要の堅調さを背景に労働需要は増加しており、需給は全体として引き締まり傾向が強まっている。こうしたものとで、必要な労働力は、失業者の減少と、女性や高齢者の労働参加の高まりによって確保されている。すなわち、失業率は、リーマン・ショック前のボトム（2007年7月の3.6%）に並ぶ水準まで改善しており、構造失業率との乖離もかなり縮小している。また、女性や高齢者の労働参加を背景に、非労働力人口のうち、いわゆる「求職意欲喪失者（discouraged worker）²⁵」の人数は、歴史的な低水準となっている。この間、有効求人倍率も緩やかな改善傾向を続けており、昨年末に1倍を超えたあと、リーマン・ショック前のピーク（2006年7月の1.08倍）に着実に近づいている。短観の雇用人員判断DIをみると、このところ「不足」超幅がはっきりと拡大しており、3月は全産業・全規模ベースでみてリーマン・ショック前のピーク時と同水準となっている。

資本設備の稼働状況についてみると、製造業の稼働率は、輸出の緩慢さを背景に改善がやや遅れていたが、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の影響もあって、最近ははっきりと上昇している。短観の生産・営業用設備判断DIをみると、製造業では改善しつつもなお「過剰」超が残る一方、非製造業では「不足」超幅が拡大しており、全体では「過剰」超が解消している（2008年3月以来）。

²⁵ 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。

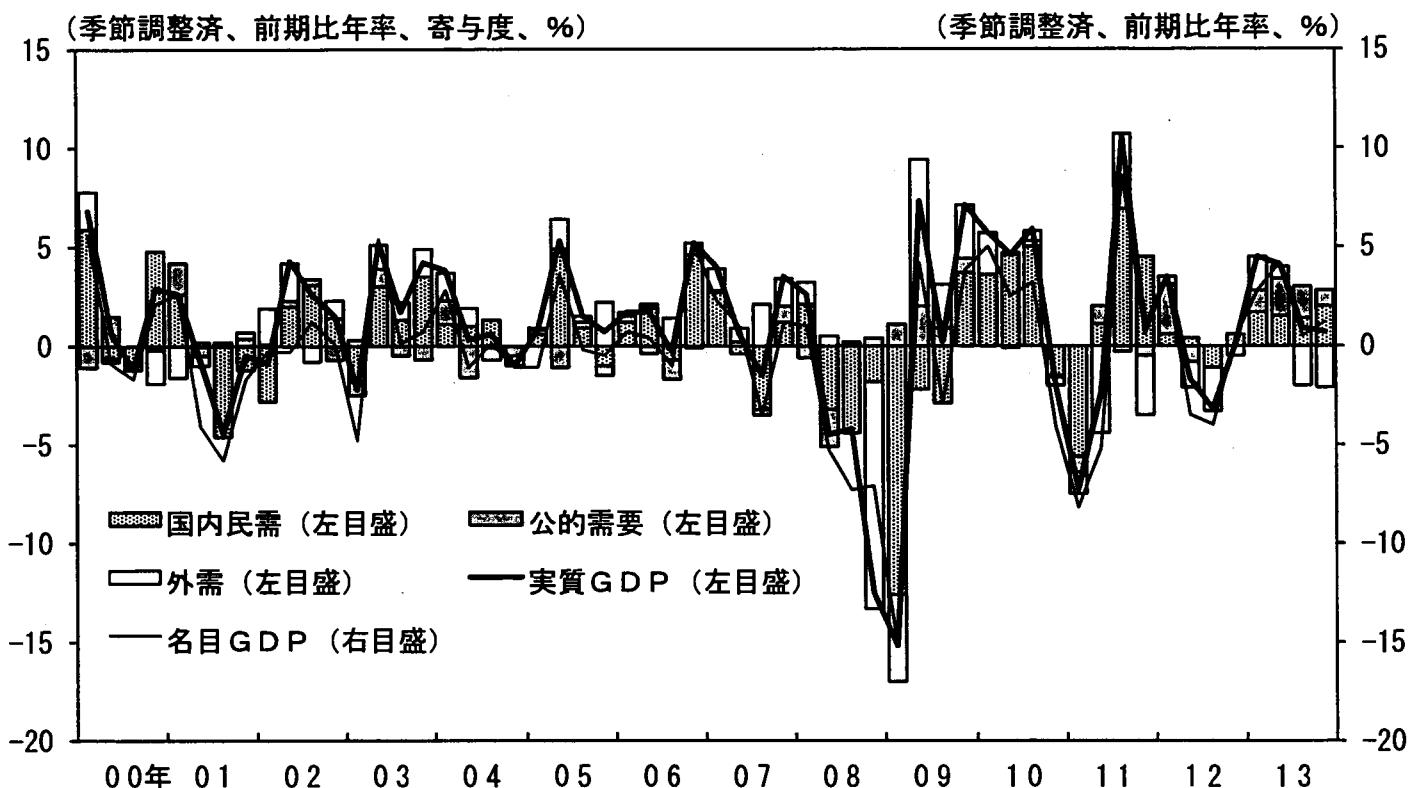
経済・物価情勢の展望（2014年4月）参考計表

- (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) 国内需要
(図表 6) 鉱工業生産・全産業活動指数
(図表 7) 業況判断
(図表 8) 企業収益と設備投資
(図表 9) 公共投資と住宅投資
(図表 10) 個人消費
(図表 11) 雇用・所得環境
(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) 地価
(図表 17) マネタリーベースと長期国債買入れ
(図表 18) CP・社債スプレッド
(図表 19) 貸出金利
(図表 20) 企業金融
(図表 21) 貸出残高とCP・社債発行残高
(図表 22) マネーストック
(図表 23) 株価・REIT価格
(図表 24) 長期金利
(図表 25) 短期金利
(図表 26) 為替相場
(図表 27) 政府債務残高
(図表 28) 輸出と海外経済の動き
(図表 29) 輸出を取り巻く環境
(図表 30) 輸出価格の動きと貿易収支
(図表 31) 経常収支と貯蓄投資バランス
(図表 32) マクロの所得形成と企業収益
(図表 33) 資本ストック循環と設備投資計画
(図表 34) 設備投資を取り巻く環境
(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) 個人消費を巡る環境
(図表 39) 消費税率引き上げ前後の家計支出関連の動き
(図表 40) 需給ギャップと潜在成長率
(図表 41) 予想物価上昇率（1）
(図表 42) 予想物価上昇率（2）
(図表 43) 輸入物価と国際商品市況
(図表 44) 需給ギャップと物価上昇率（1）
(図表 45) 需給ギャップと物価上昇率（2）
(図表 46) 物価と賃金
(図表 47) 各種の需給ギャップ
(図表 48) 労働と設備の稼働状況
(参考図表) 地域別の景気の総括判断
(地域経済報告)

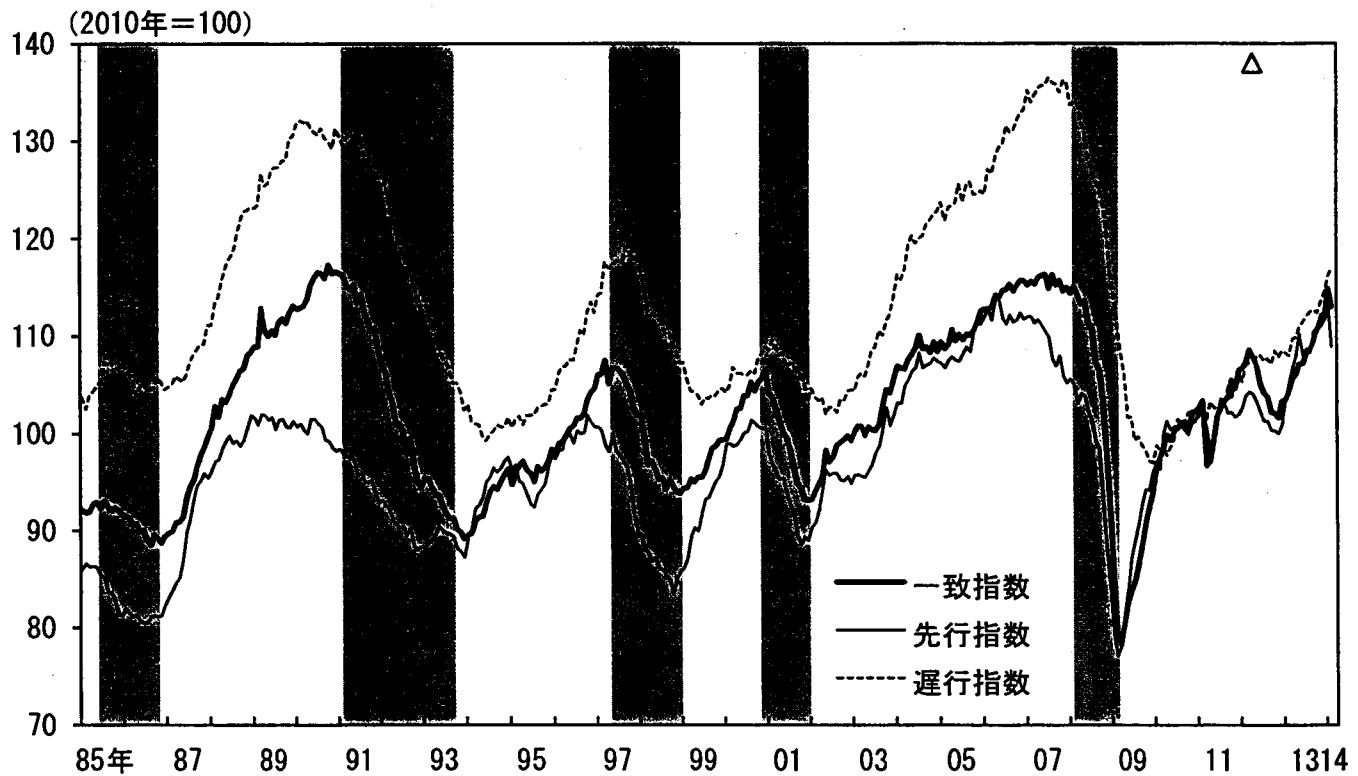
(図表 1)

GDPと景気動向指数

(1) GDP



(2) 景気動向指数 (C I)



(注) シャドー部分は景気後退局面。△は直近の景気の山。

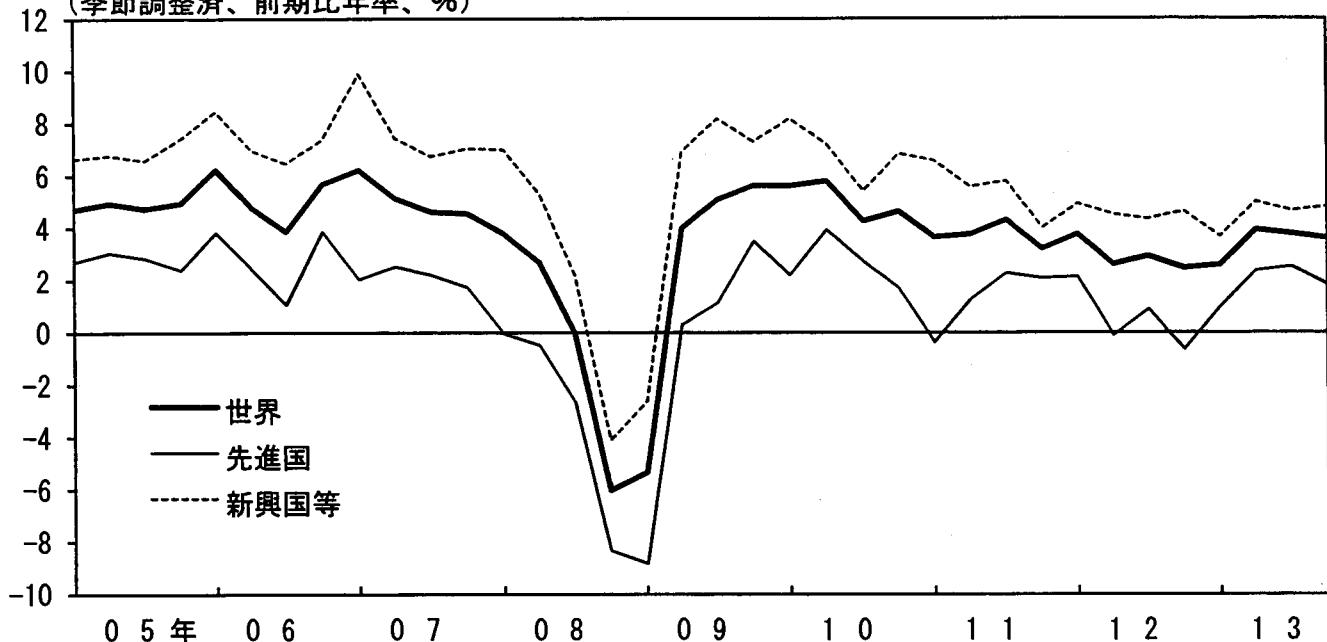
(資料) 内閣府「国民経済計算」「景気動向指数」

(図表 2)

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、%)



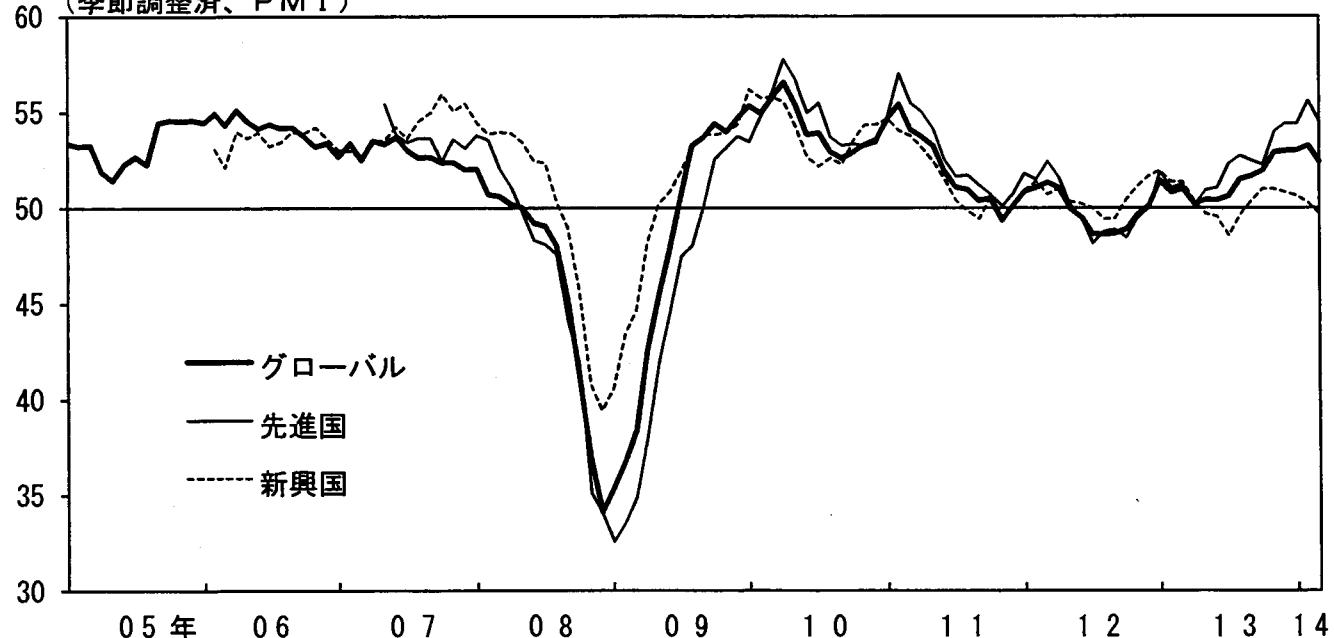
(注) 1. IMF公表のGDPウエイト（購買力平価基準）を用いて算出。

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. 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、15か国・地域（中国、韓国、台湾、シンガポール、インドネシア、ベトナム、インド、オーストラリア、ロシア、トルコ、ポーランド、チェコ、ハンガリー、ブラジル、メキシコ）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。

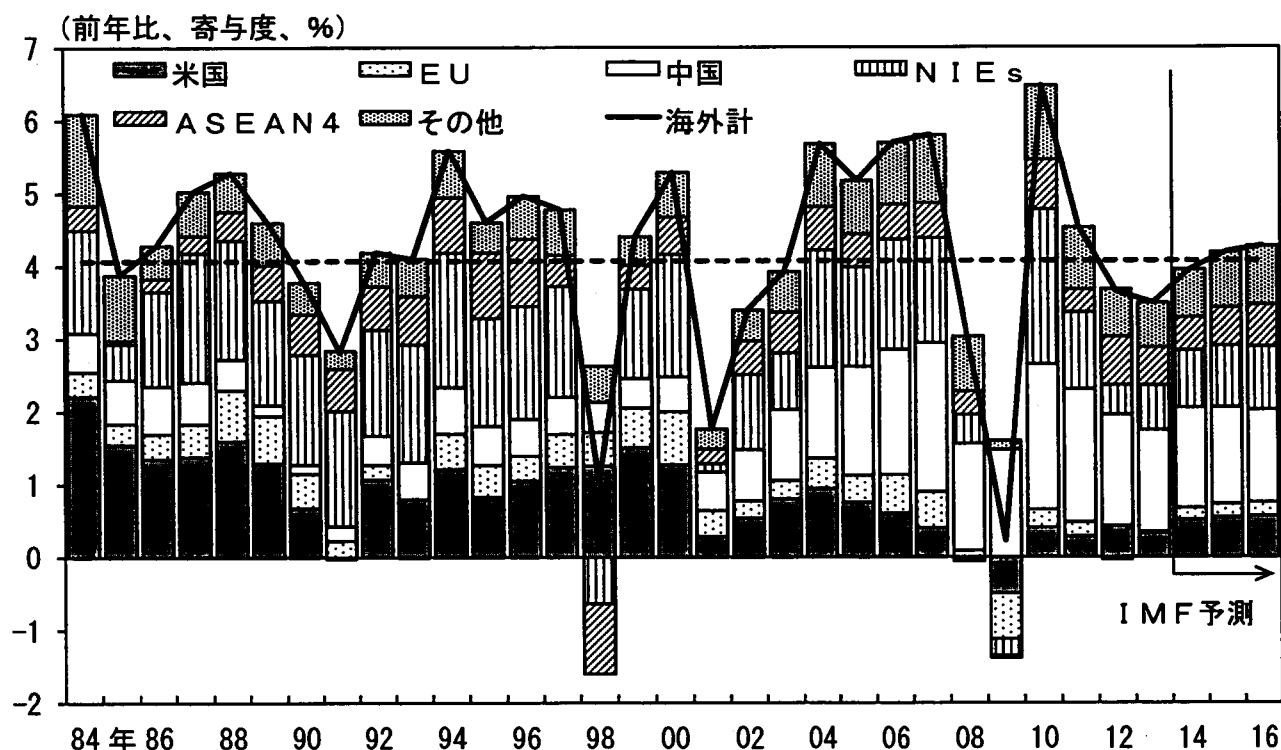
2. 50を上回ると製造業の景気拡大、50を下回ると製造業の景気悪化の目安とされている。

(資料) IMF「World Economic Outlook」、

Markit (© and database right Markit Economics Ltd 2014. All rights reserved.)等

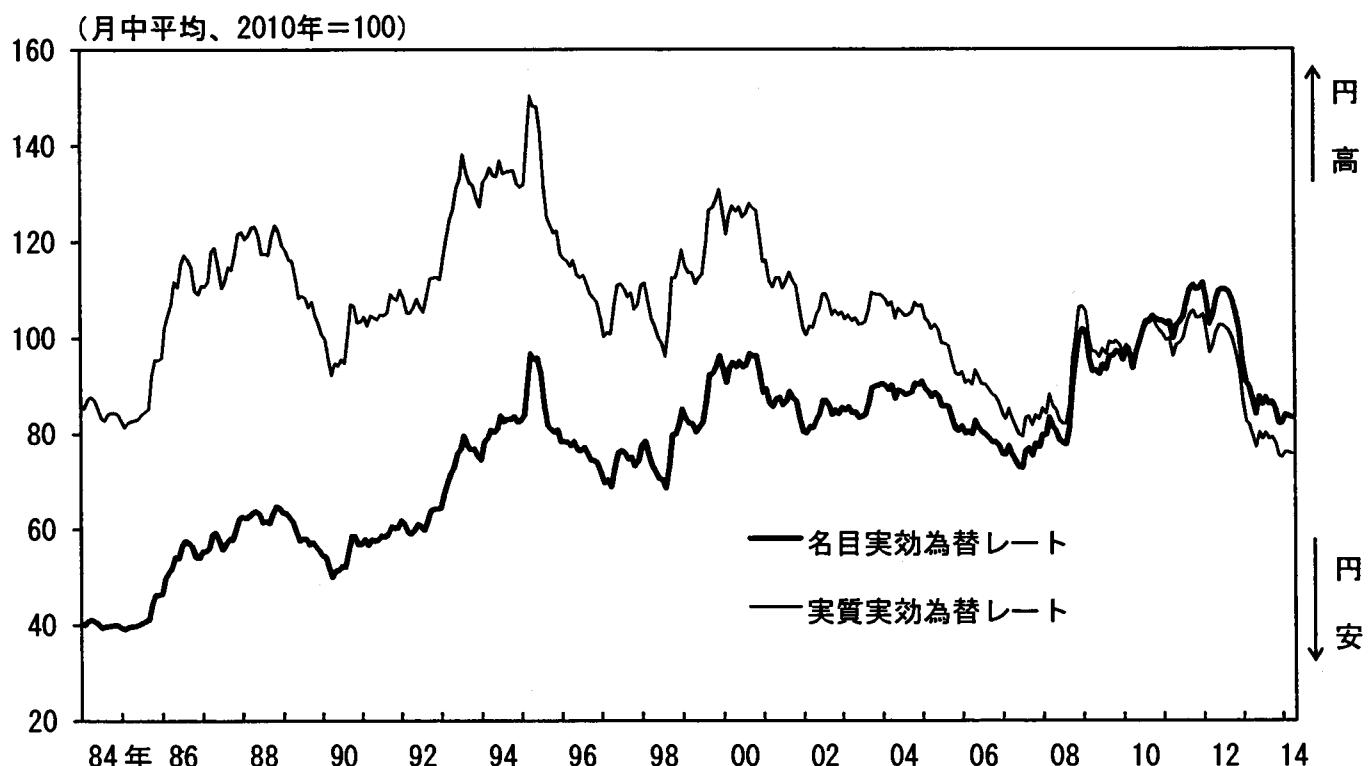
海外経済と為替レート

(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1980～2013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. 2014/4月分は、日本銀行の名目実効為替レート(円インデックス)を用いて算出。

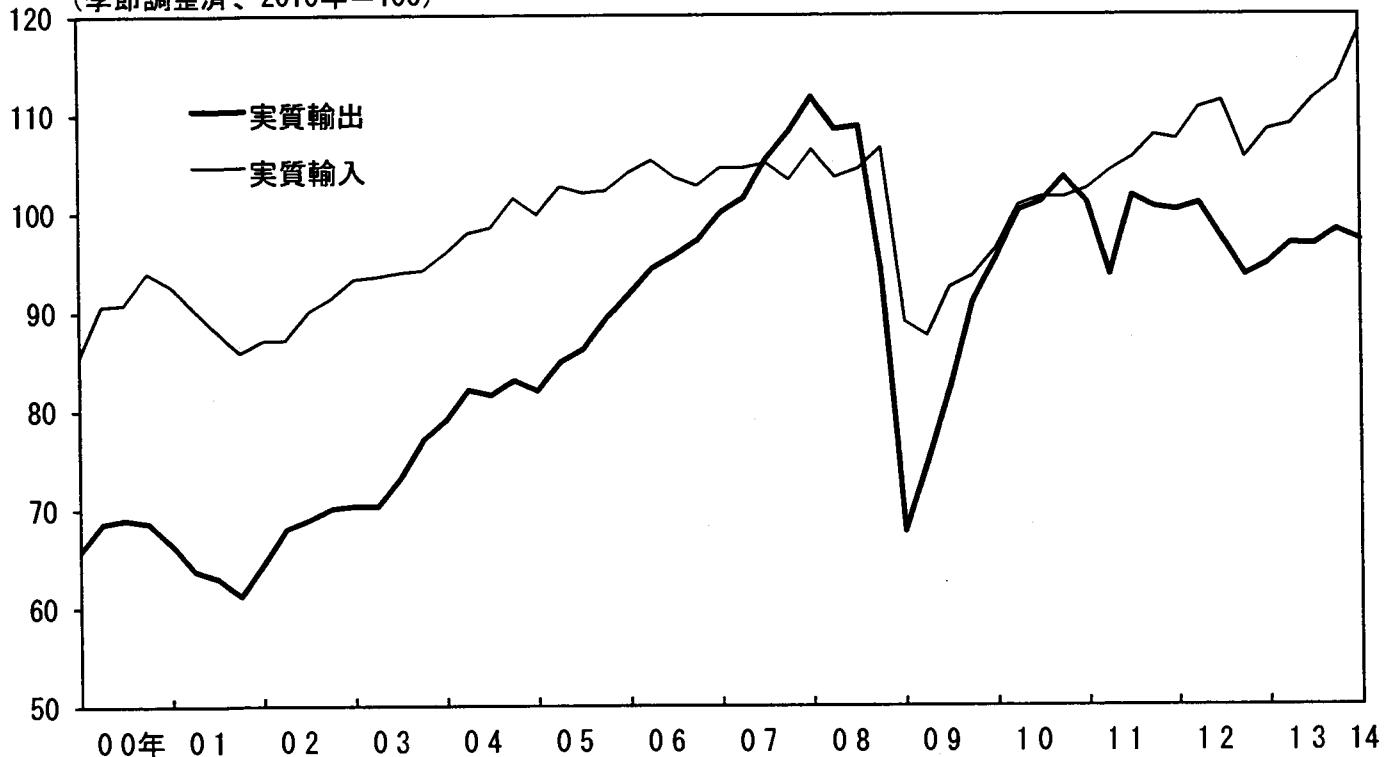
(資料) IMF「World Economic Outlook」、財務省「貿易統計」、BIS、日本銀行

(図表 4)

輸出入

(1) 実質輸出入

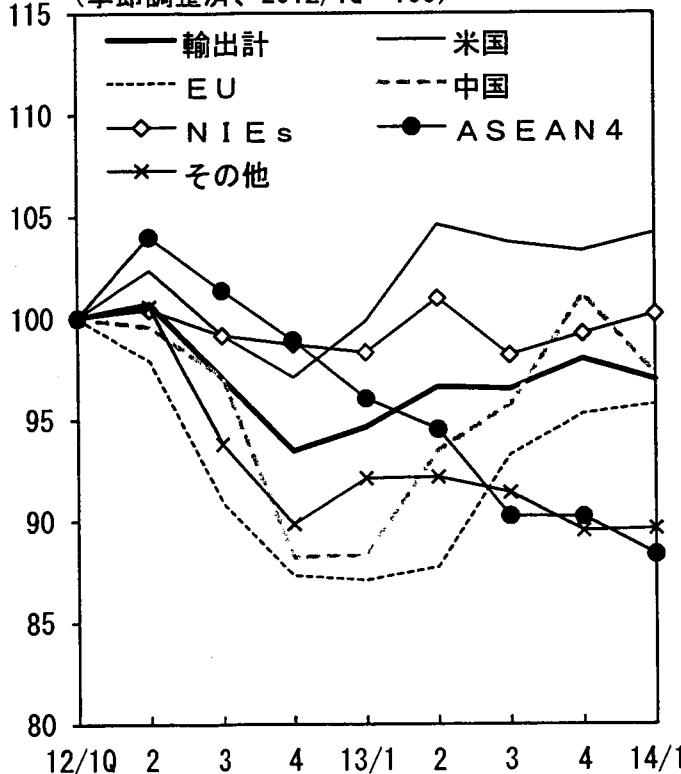
(季節調整済、2010年=100)



(注) X-12-ARIMAによる季節調整値（下のいずれの図表も同じ）。

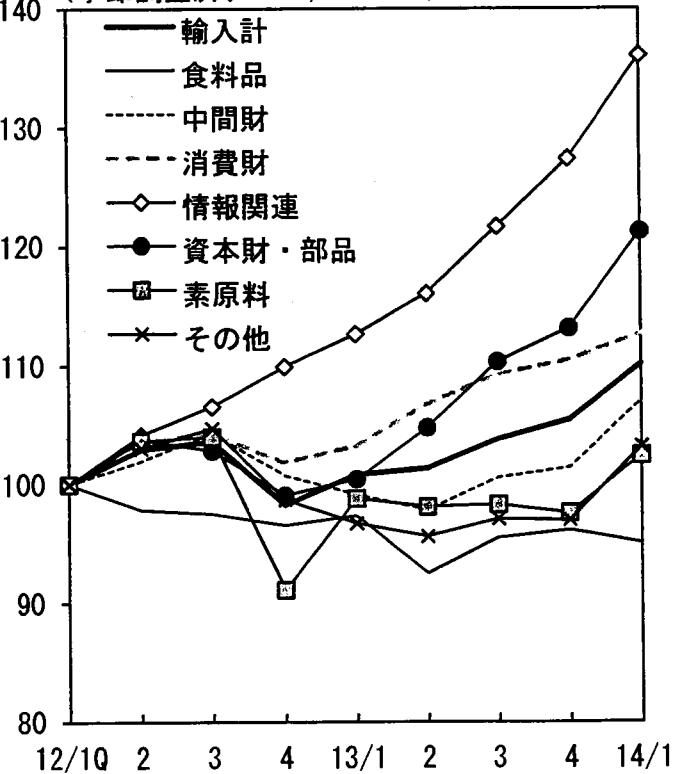
(2) 実質輸出の地域別内訳

(季節調整済、2012/10=100)



(3) 実質輸入の財別内訳

(季節調整済、2012/10=100)

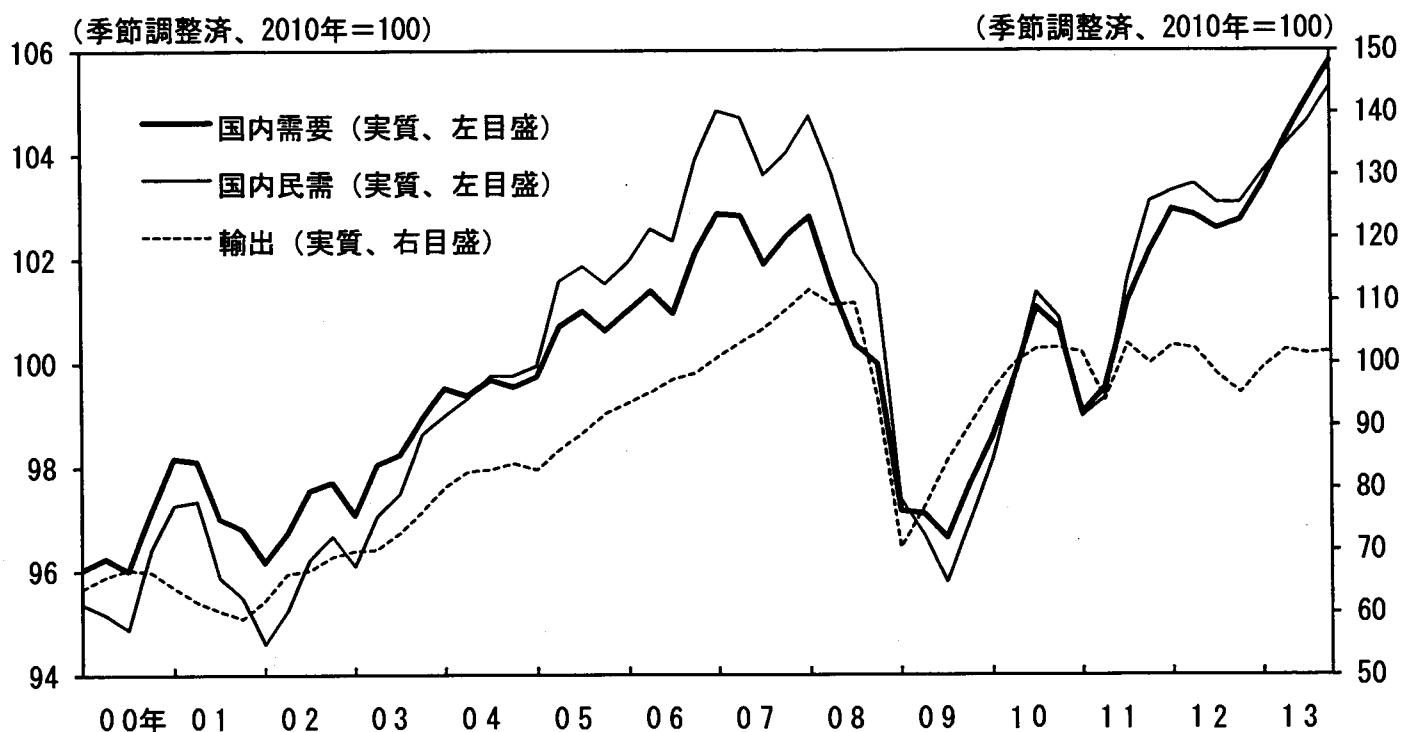


(資料) 財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」

(図表 5)

国内需要

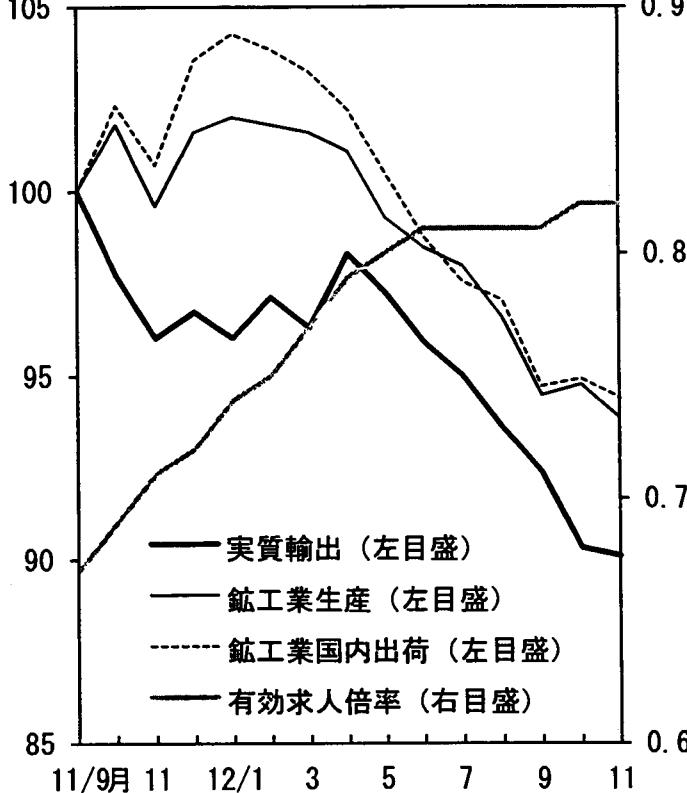
(1) 国内需要の推移



(2) 輸出と内需の局面比較

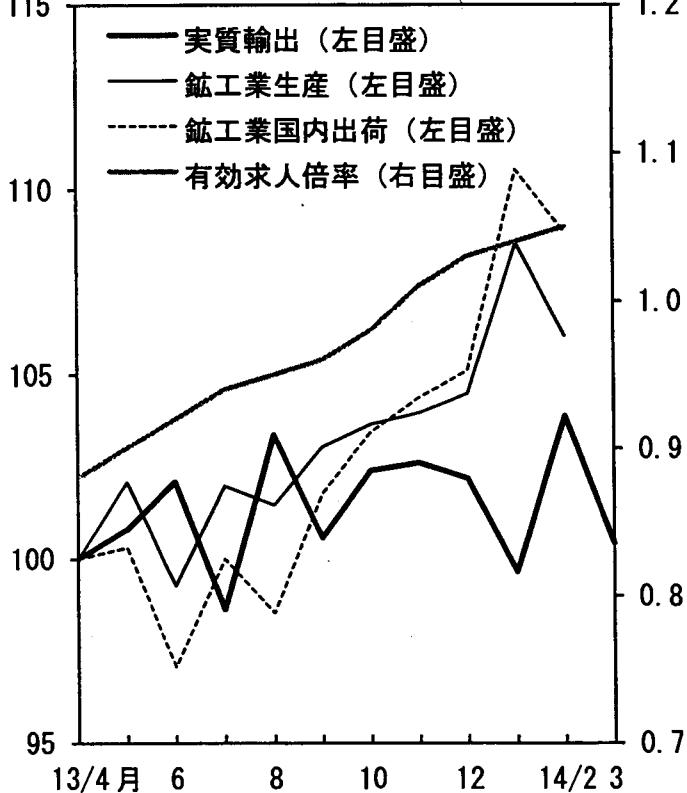
①2011/9月～2012/11月

（季節調整済、2011/9月=100）（季節調整済、倍）



②2013/4月以降

（季節調整済、2013/4月=100）（季節調整済、倍）



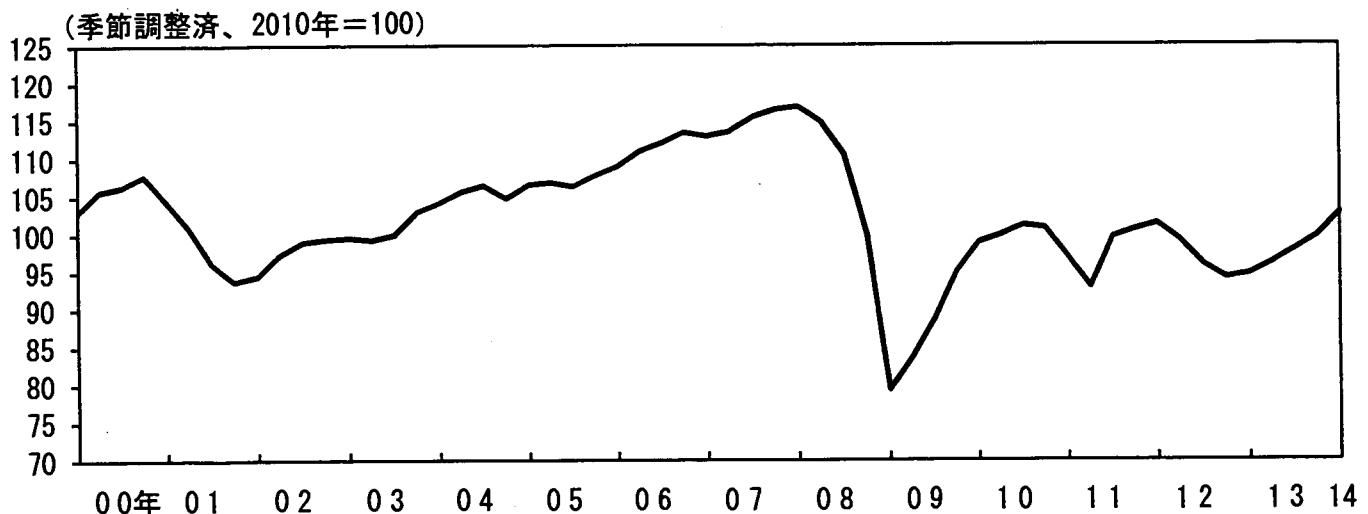
（注）実質輸出は、X-12-ARIMAによる季節調整値。

（資料）内閣府「国民経済計算」、経済産業省「鉱工業指数統計」「鉱工業出荷内訳表」、厚生労働省「職業安定業務統計」、財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」

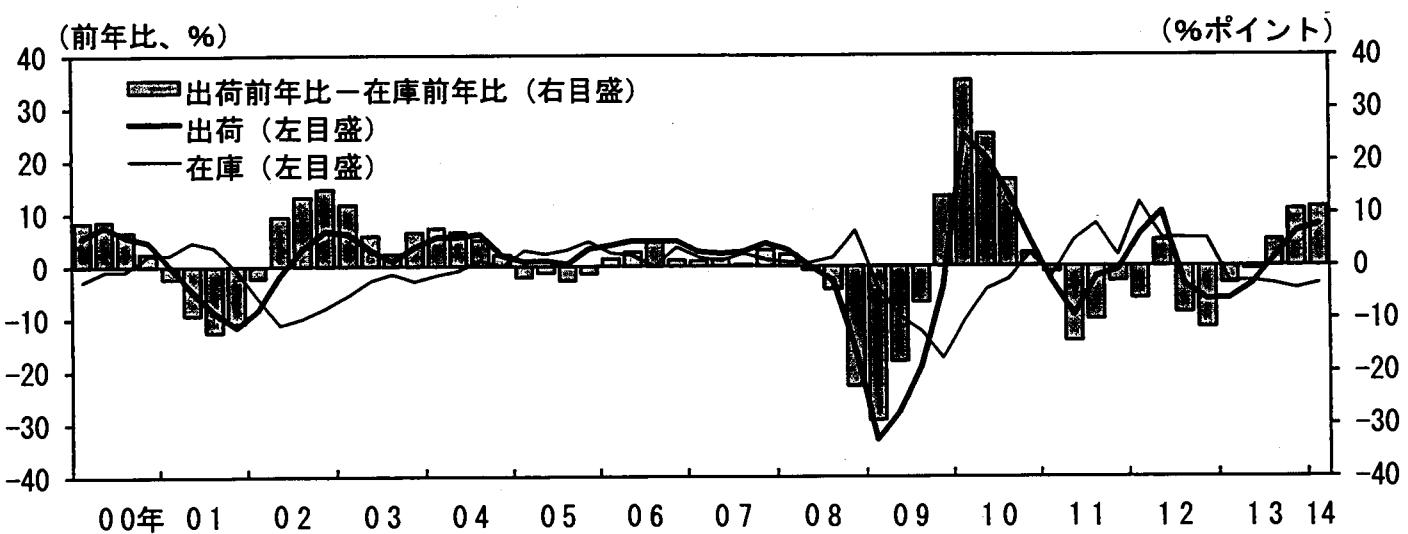
(図表 6)

鉱工業生産・全産業活動指数

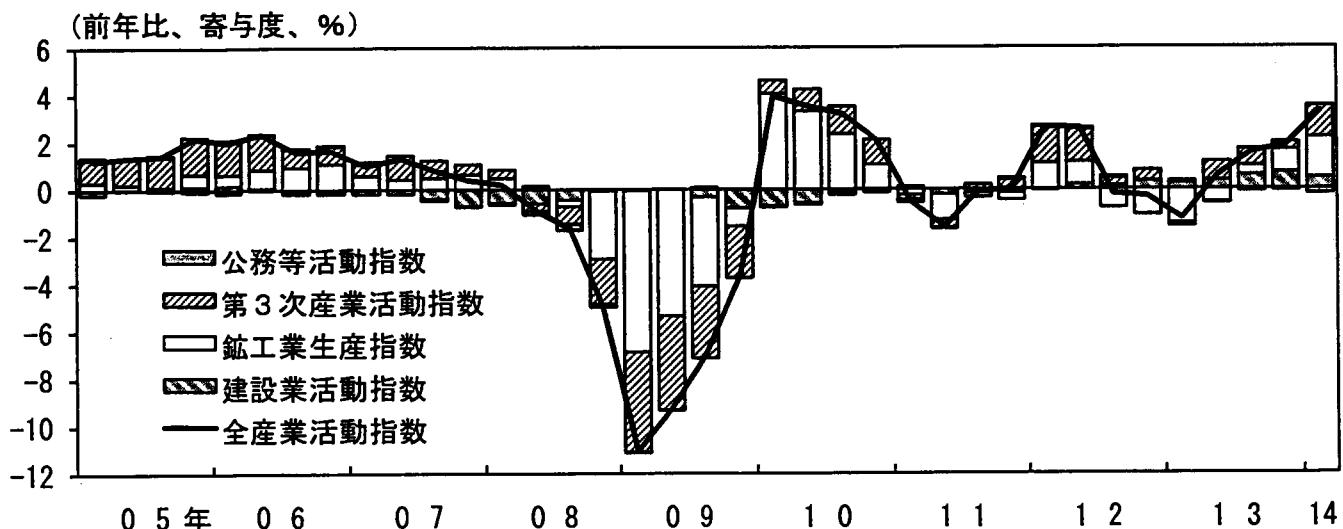
(1) 鉱工業生産



(2) 出荷・在庫バランス (鉱工業)



(3) 全産業活動指数



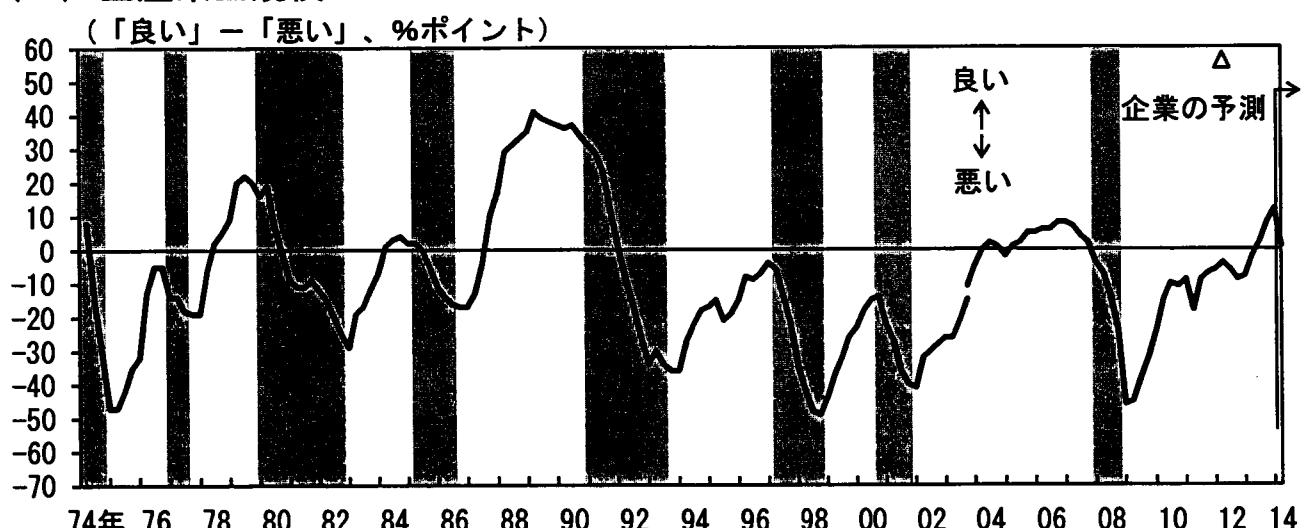
(注) 2014/10は、1~2月の前年同期比。

(資料) 経済産業省「鉱工業指標統計」「全産業活動指」

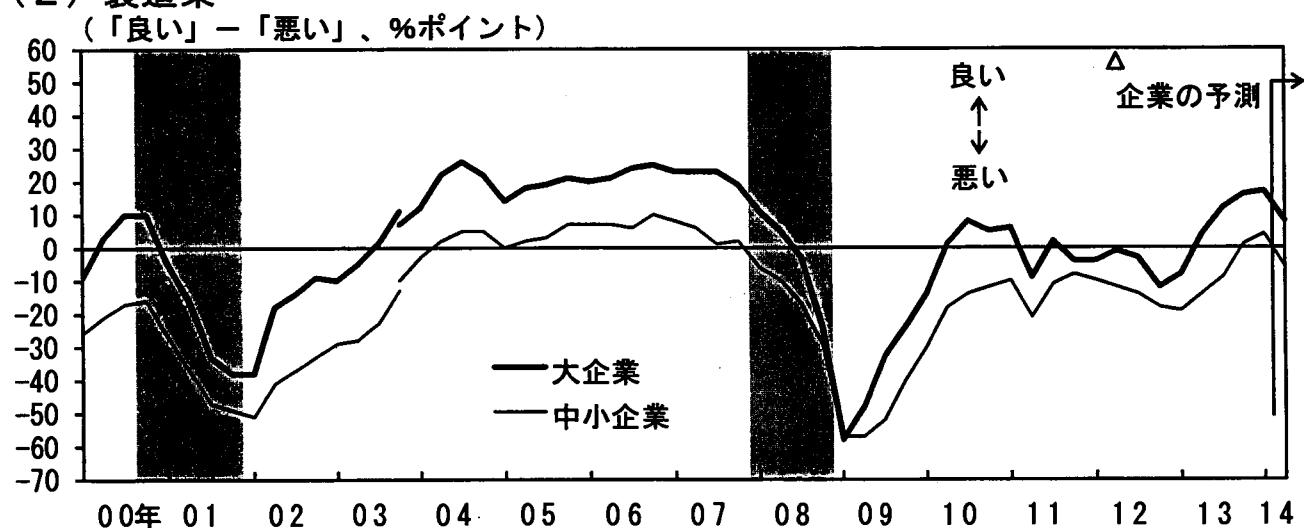
(図表 7)

業況判断

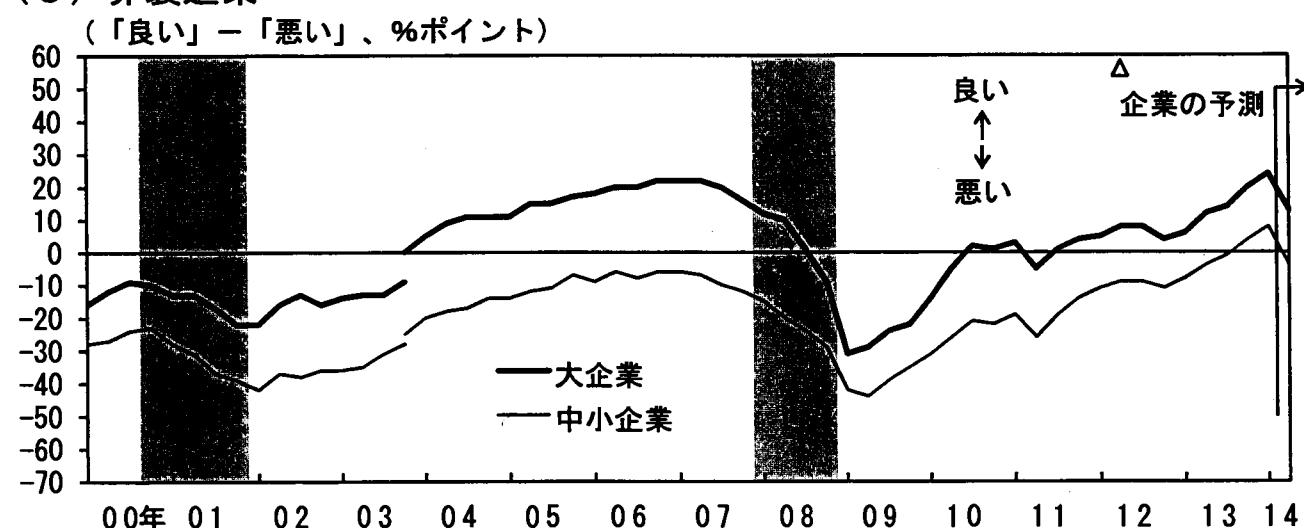
(1) 全産業全規模



(2) 製造業



(3) 非製造業



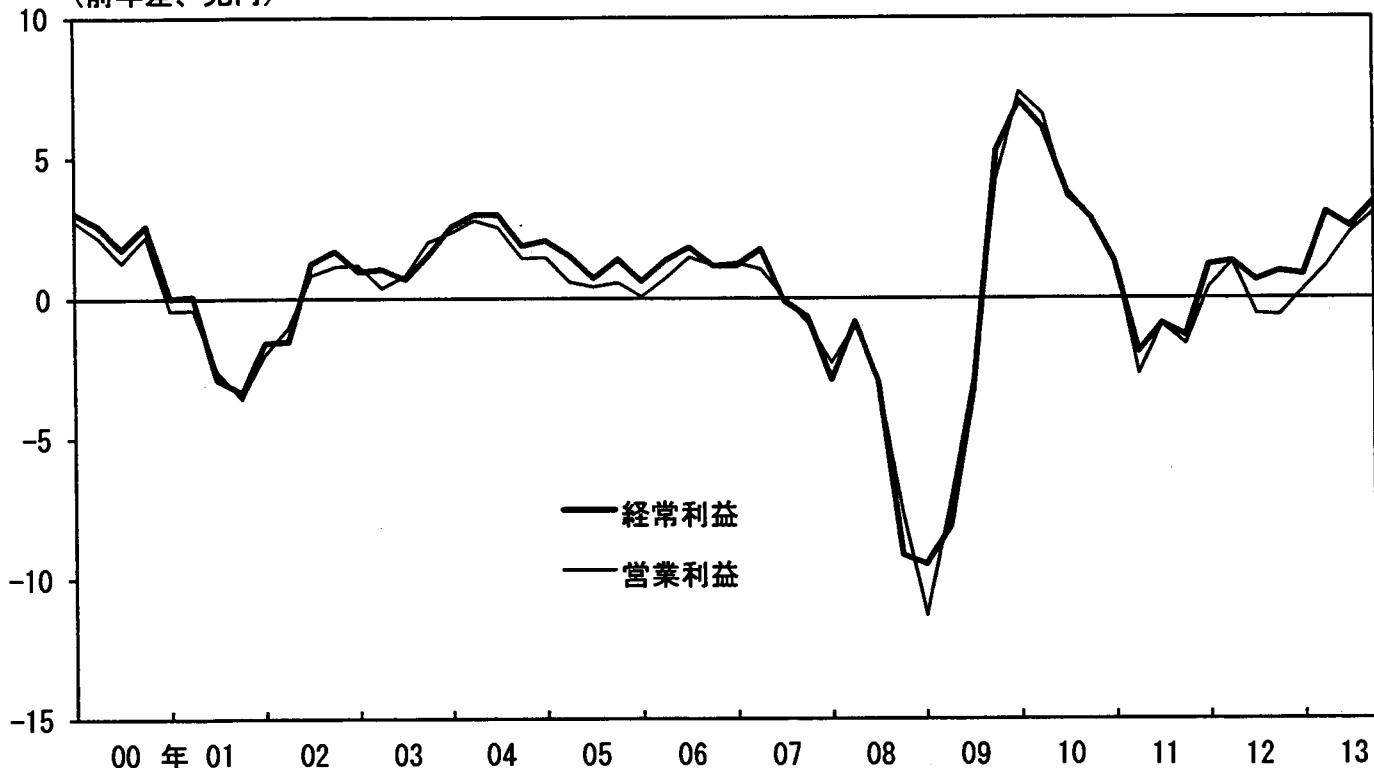
(注) 1. 2004/3月調査より見直しを実施。旧ベースは2003/12月調査まで、新ベースは2003/12月調査から。2014/2Qは、2014/3月調査時点の企業の予測値。
2. シャドー部分は景気後退局面。△は直近の景気の山。

(図表 8)

企業収益と設備投資

(1) 企業収益

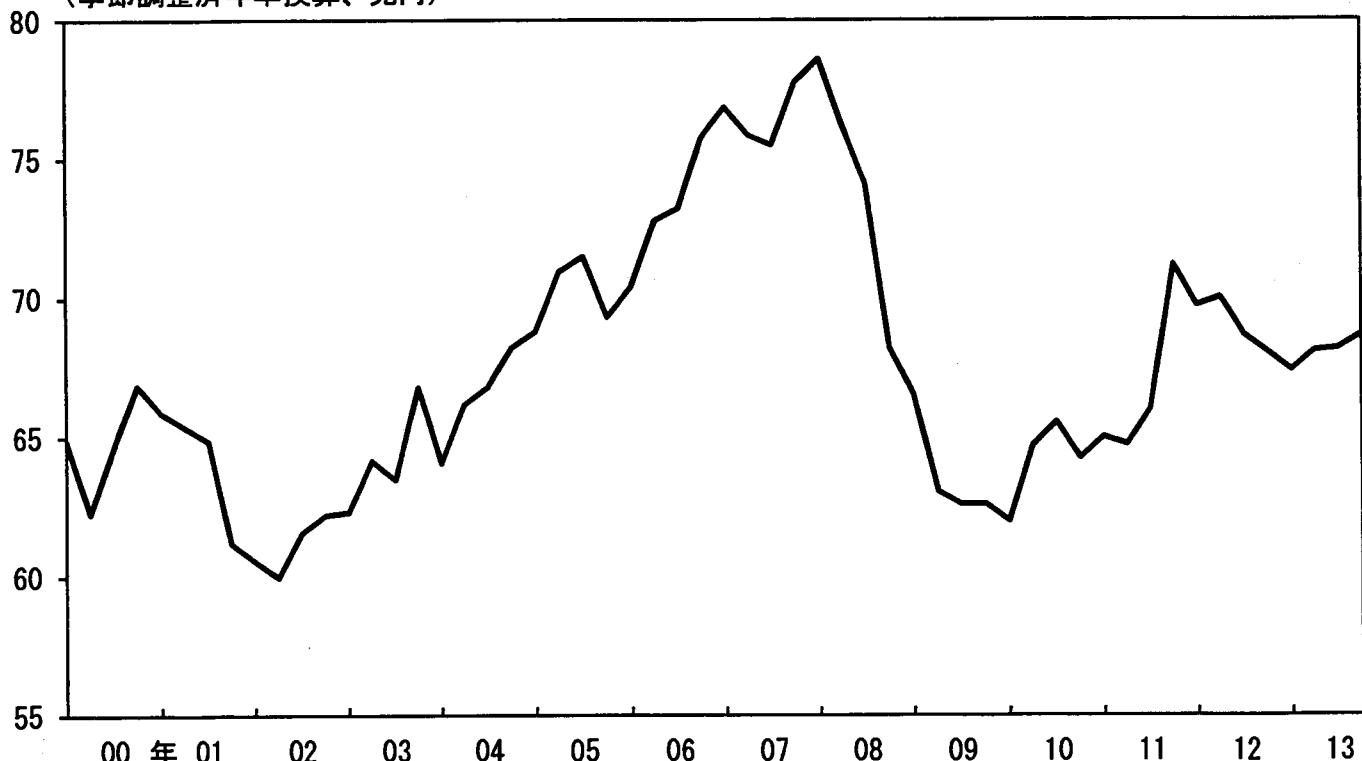
(前年差、兆円)



(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)



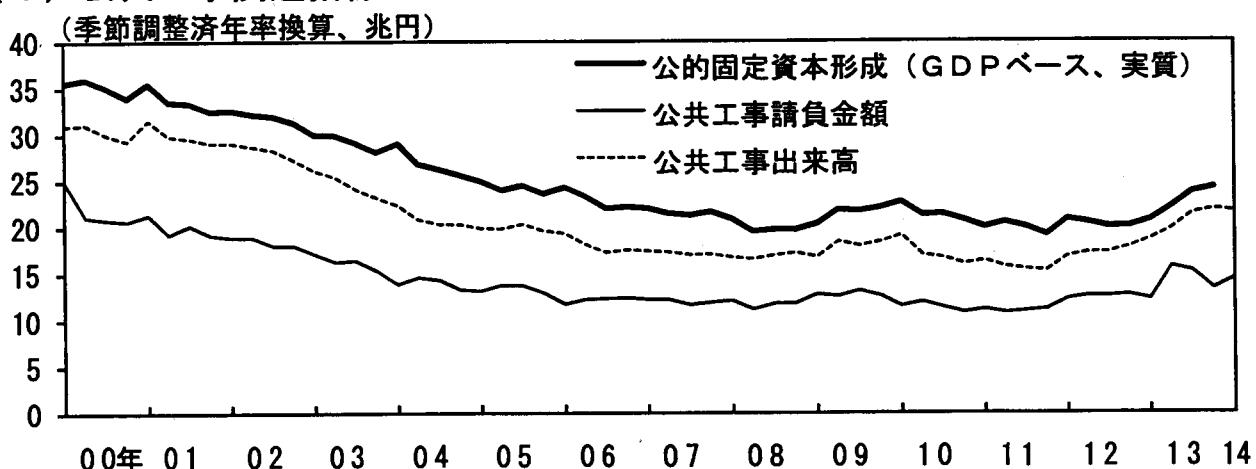
(注) GDPベース。実質民間企業設備投資。

(資料) 財務省「法人企業統計季報」、内閣府「国民経済計算」

(図表 9)

公共投資と住宅投資

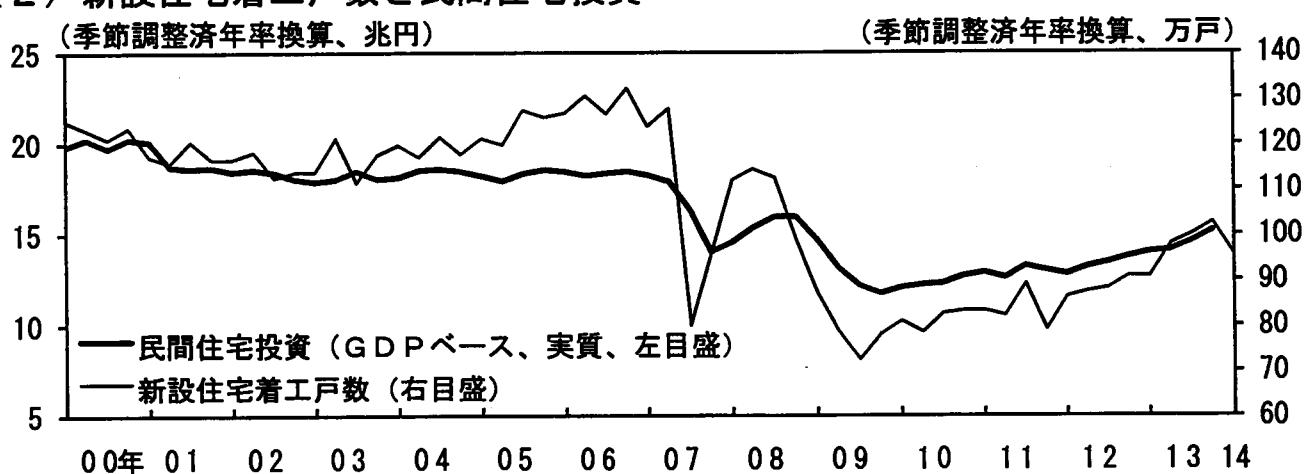
(1) 公共工事関連指標



(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。

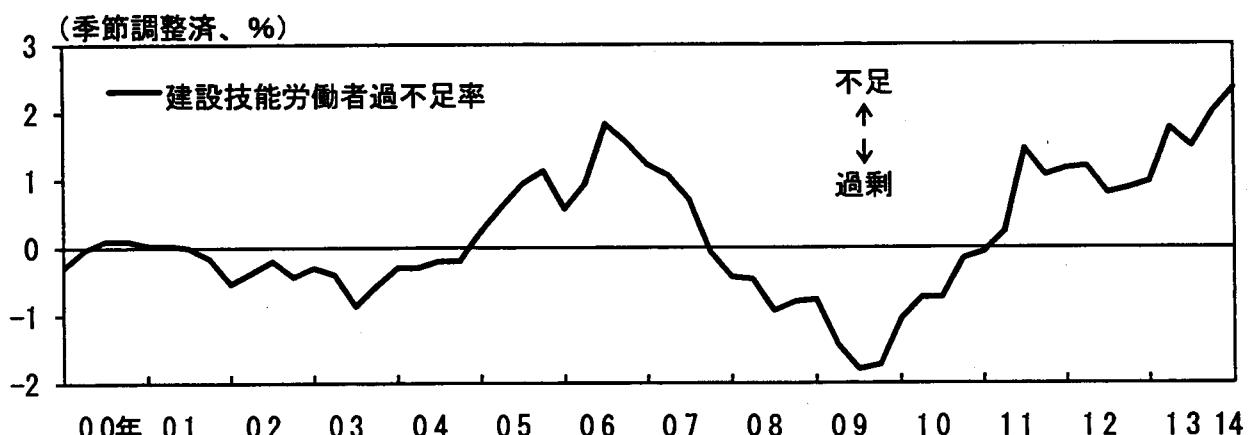
2. 公共工事出来高の2014/1Qは、1~2月の値。

(2) 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2014/1Qは、1~2月の値。

(3) 建設技能労働者の過不足状況



(注) 建設技能労働者過不足率 = (確保したかったが出来なかった労働者数
- 確保したが過剰となった労働者数) / (確保している労働者数
+ 確保したかったが出来なかった労働者数) × 100

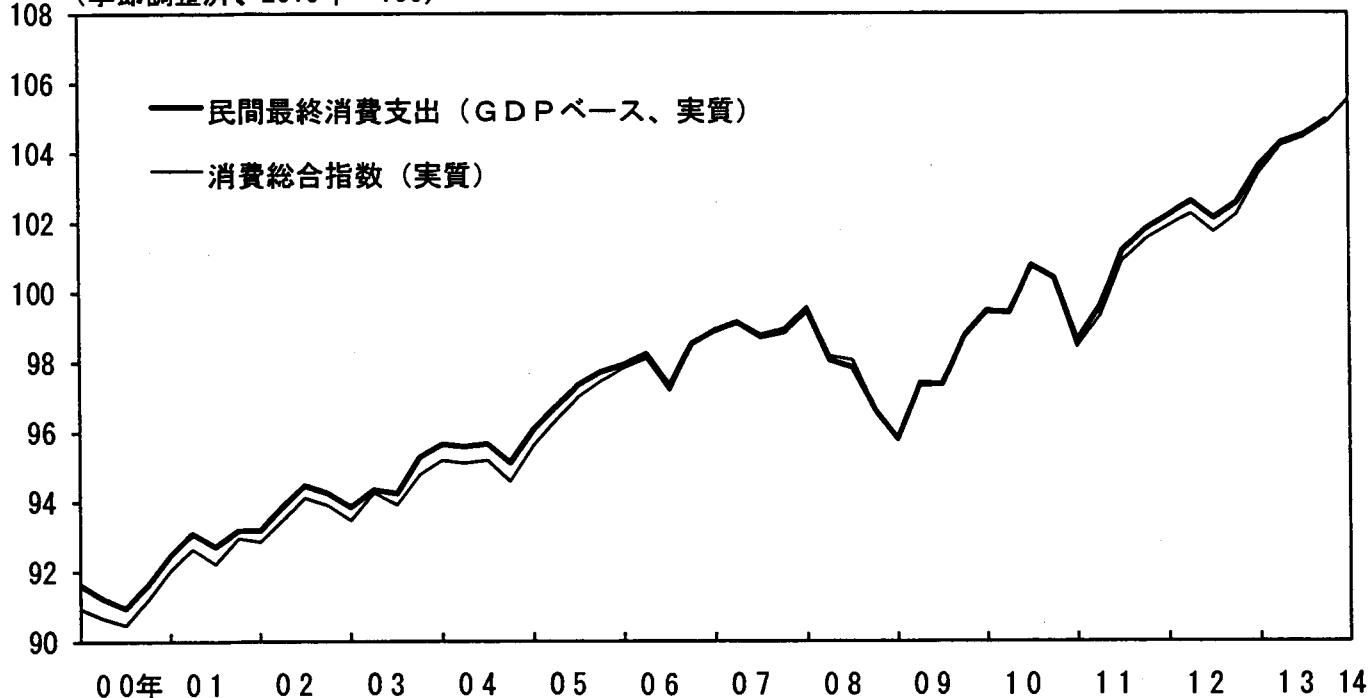
(資料) 内閣府「国民経済計算」、東日本建設業保証株式会社他「公共工事前払金保証統計」、
国土交通省「建設総合統計」「建築着工統計」「建設労働需給調査」

(図表 10)

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)

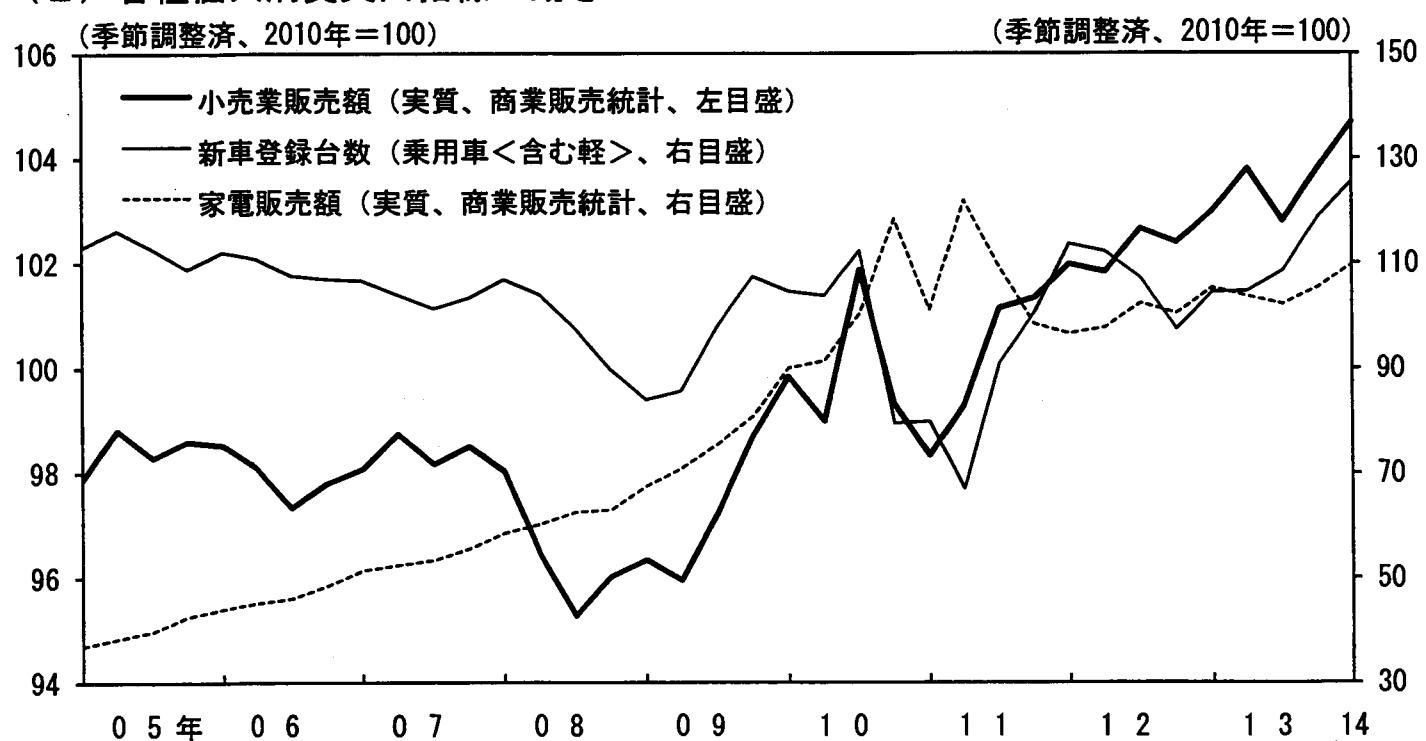


(注) 消費総合指標の2014/1Qは、1~2月の値。

(2) 各種個人消費支出指標の動き

(季節調整済、2010年=100)

(季節調整済、2010年=100)



(注) 1. 小売業販売額、新車登録台数及び家電販売額はX-12-ARIMAによる季節調整値。

2. 小売業販売額は、CPI（「財」から「電気・都市ガス・水道」を除いたもの）で実質化。
家電販売額は、商業販売統計の機械器具小売業販売額指数を、各種家電関連商品のCPI
を幾何平均して算出したデフレーターで実質化。

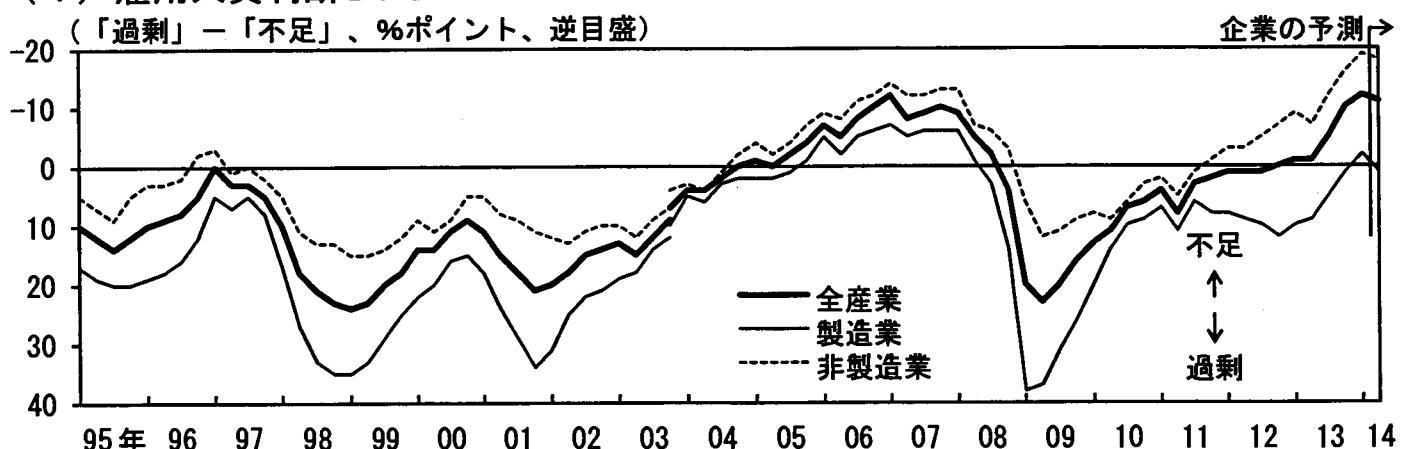
(資料) 内閣府「国民経済計算」「消費総合指標」、経済産業省「商業販売統計」、
総務省「消費者物価指数」、日本自動車販売協会連合会「自動車国内販売」、
全国軽自動車協会連合会「軽自動車新車販売速報」

(図表11)

雇用・所得環境

(1) 雇用人員判断D.I.

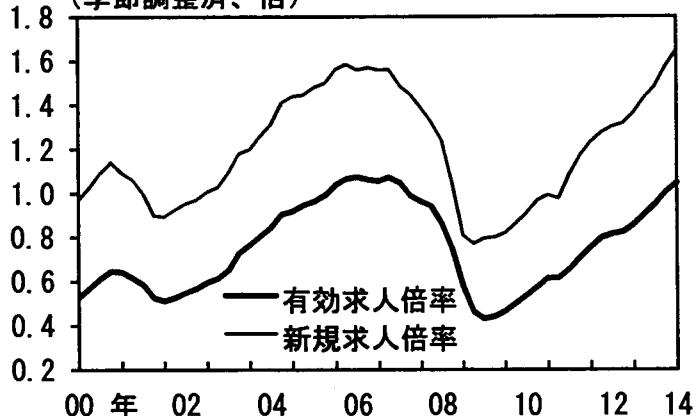
(「過剰」 - 「不足」、%ポイント、逆目盛)



(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。2014/20は、2014/3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、%)

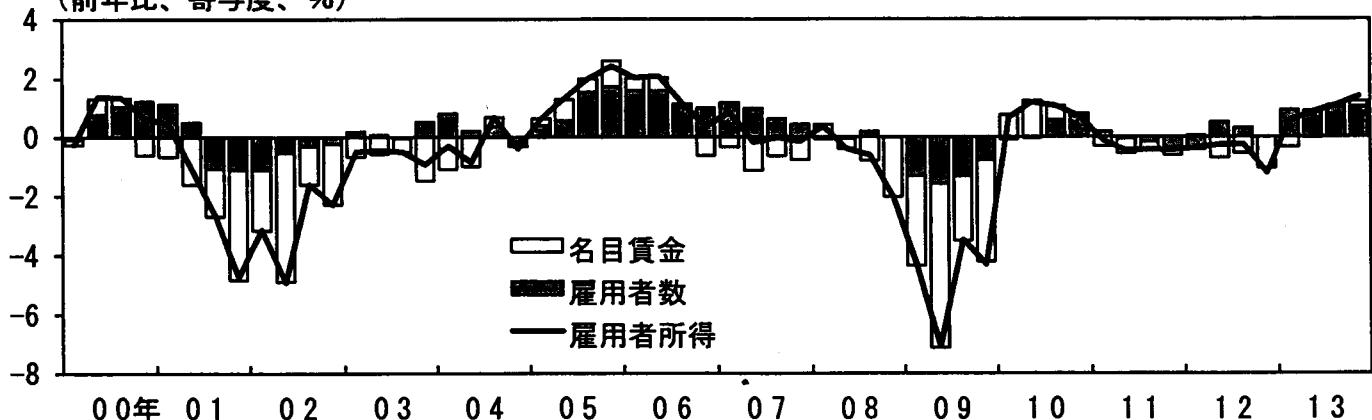


(注) 1. (2) の2014/1Qは、1~2月の値。

2. (3) の構造失業率は、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、%)



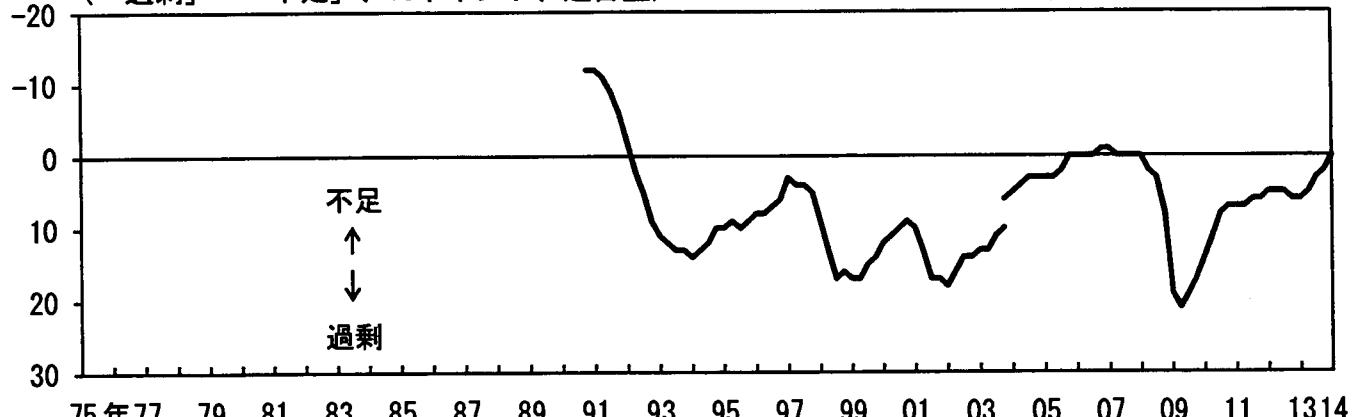
(注) 四半期は次のように組替えている。第1四半期:3~5月、第2:6~8月、第3:9~11月、第4:12~2月。
雇用者所得 = 雇用者数(労働力調査) × 名目賃金

(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」

生産要素の稼働状況

(1) 生産・営業用設備判断D. I.

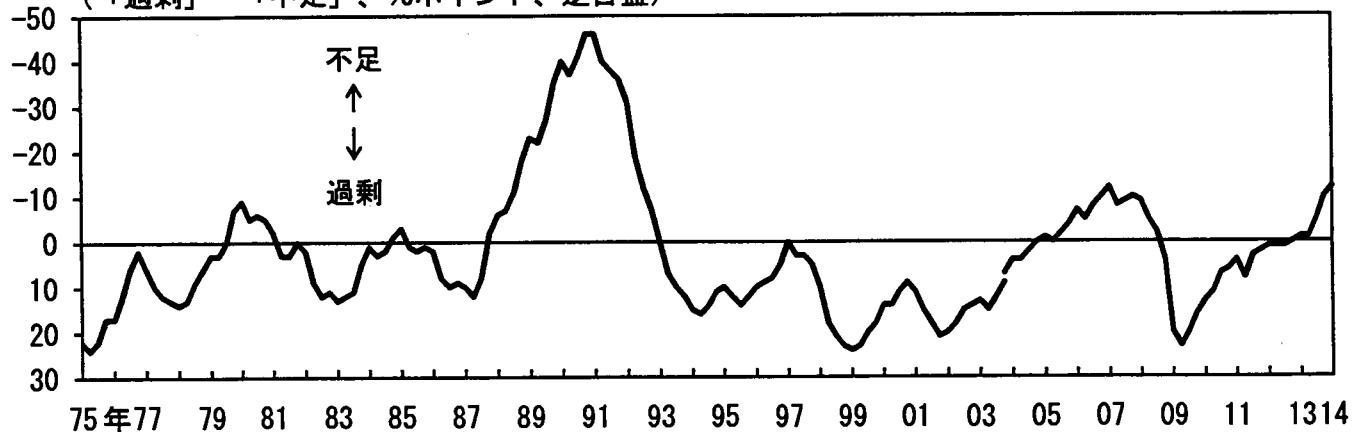
(「過剰」 - 「不足」、%ポイント、逆目盛)



(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)。

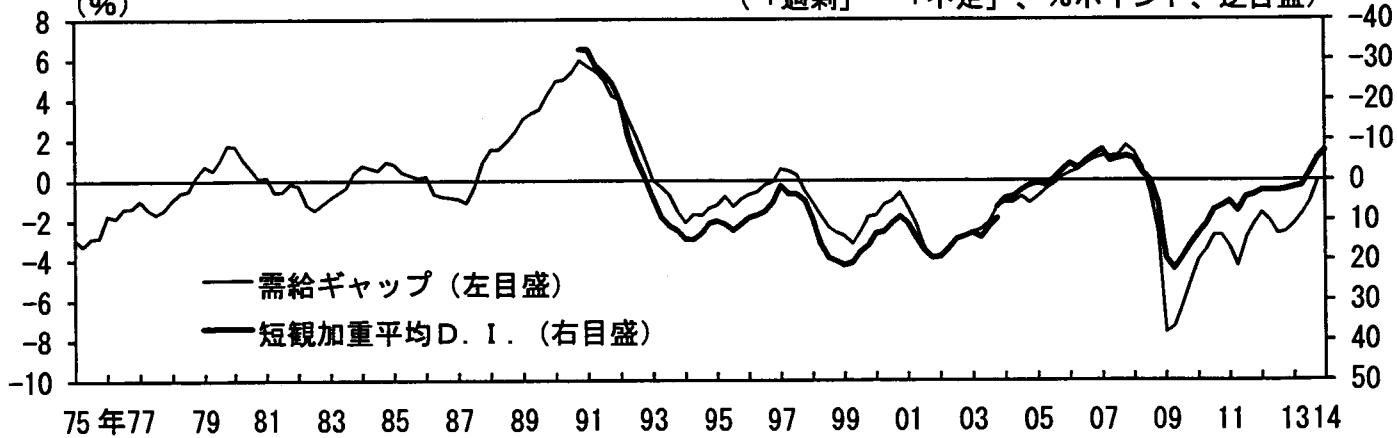
(2) 雇用人員判断D. I.

(「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)



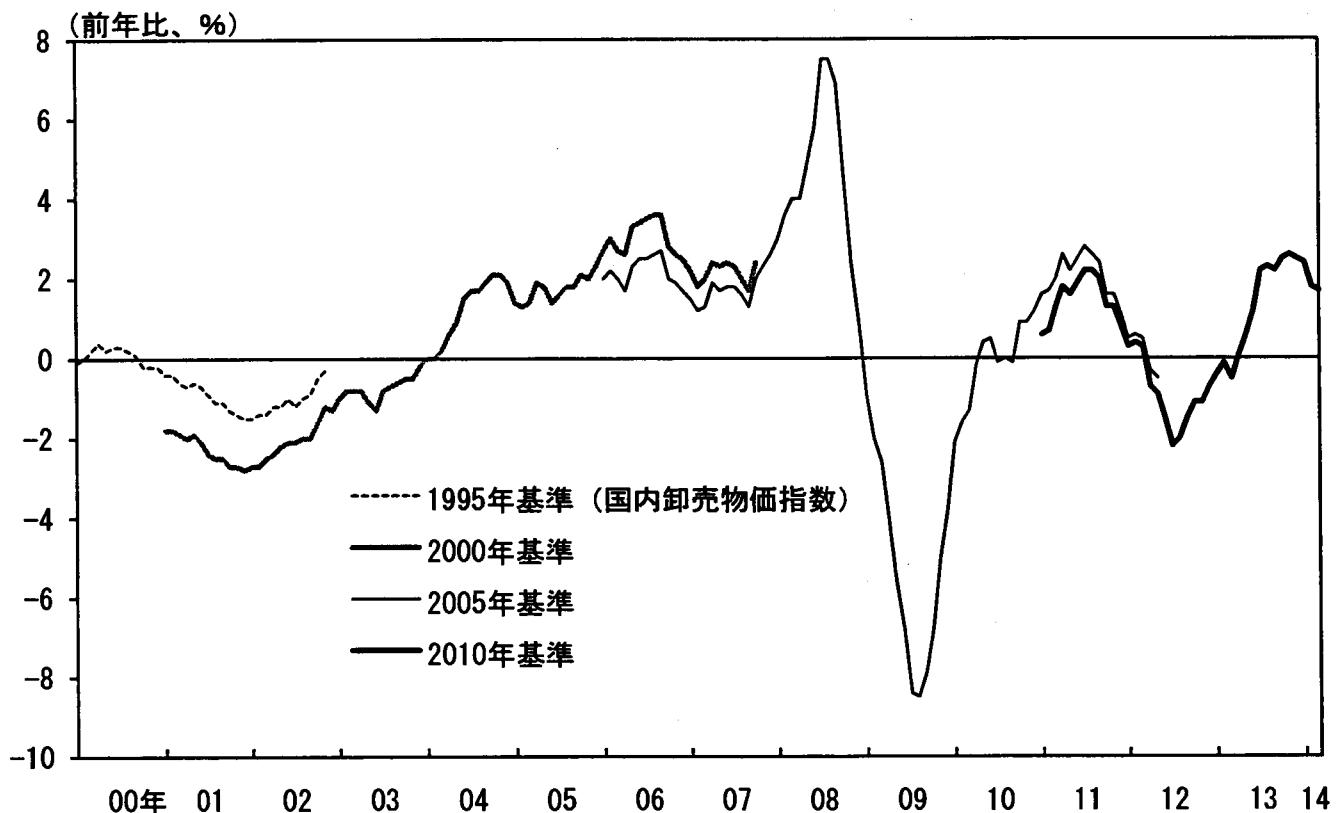
(注) 短観加重平均D. I.は、生産・営業用設備判断D. I.と雇用人員判断D. I.を資本・労働分配率(1990~2012年度平均)で加重平均して算出。需給ギャップは、日本銀行調査統計局の試算値。具体的な計測方法については、日銀レビュー「GDPギャップと潜在成長率の新推計」(2006年5月)を参照。

(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

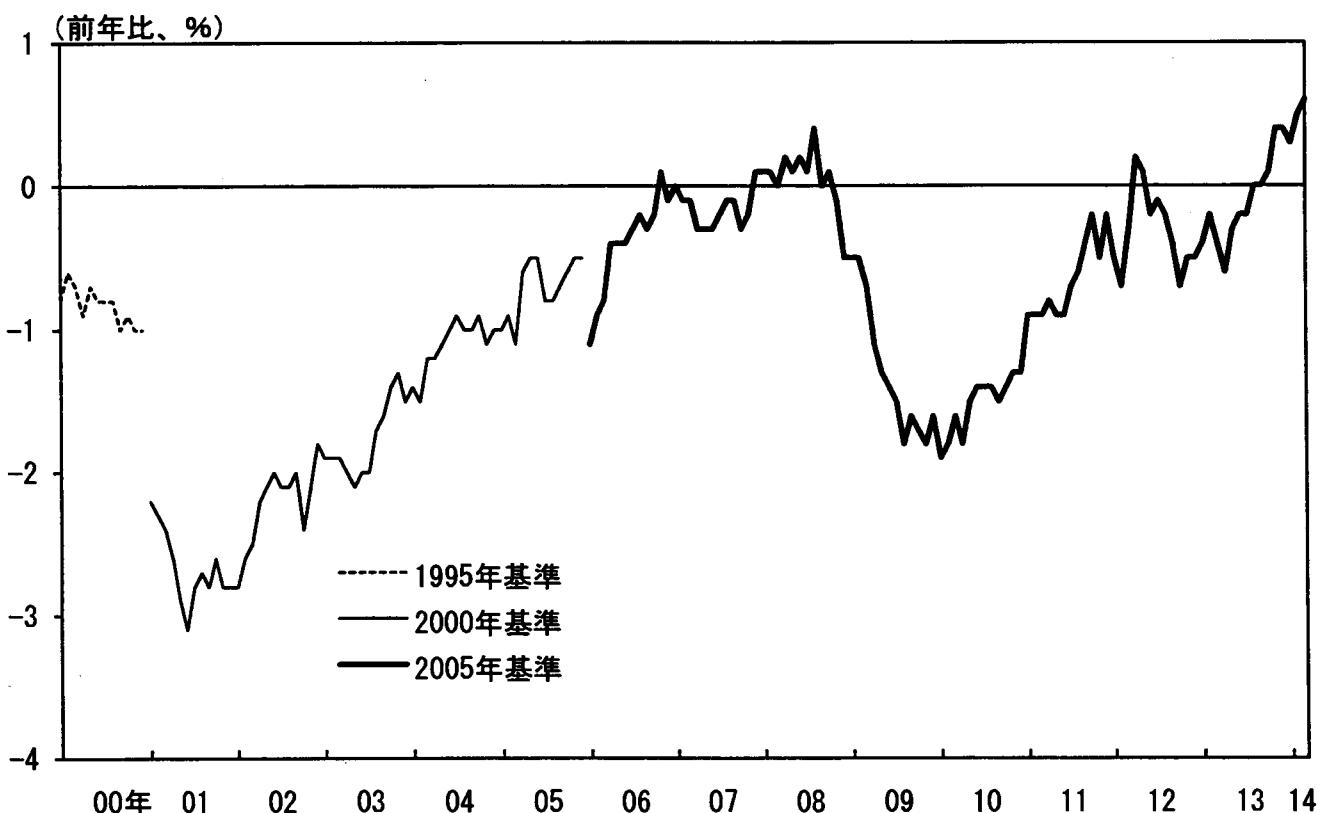
(図表13)

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）



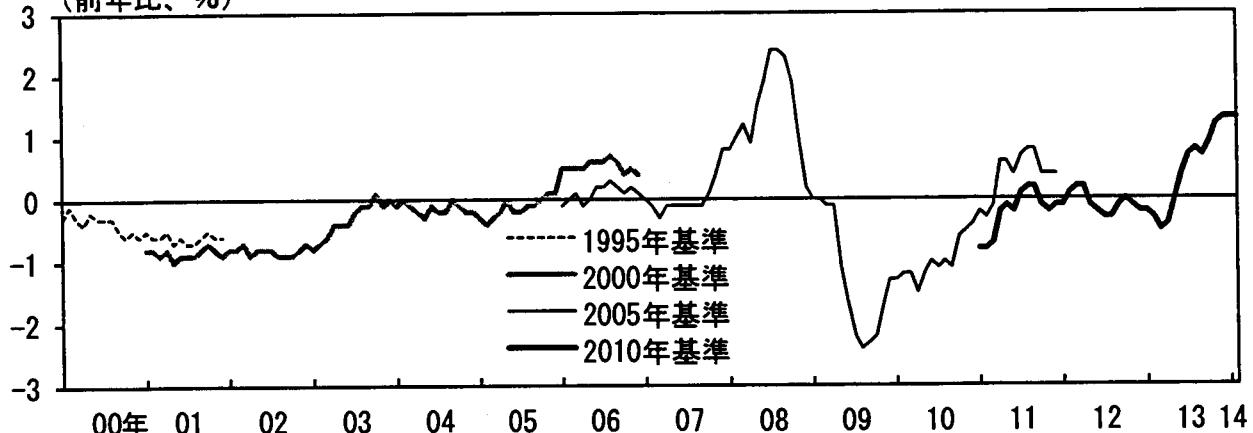
(資料) 日本銀行「企業物価指数」「卸売物価指数」「企業向けサービス価格指数」

(図表14)

消費者物価（1）

(1) 消費者物価指数

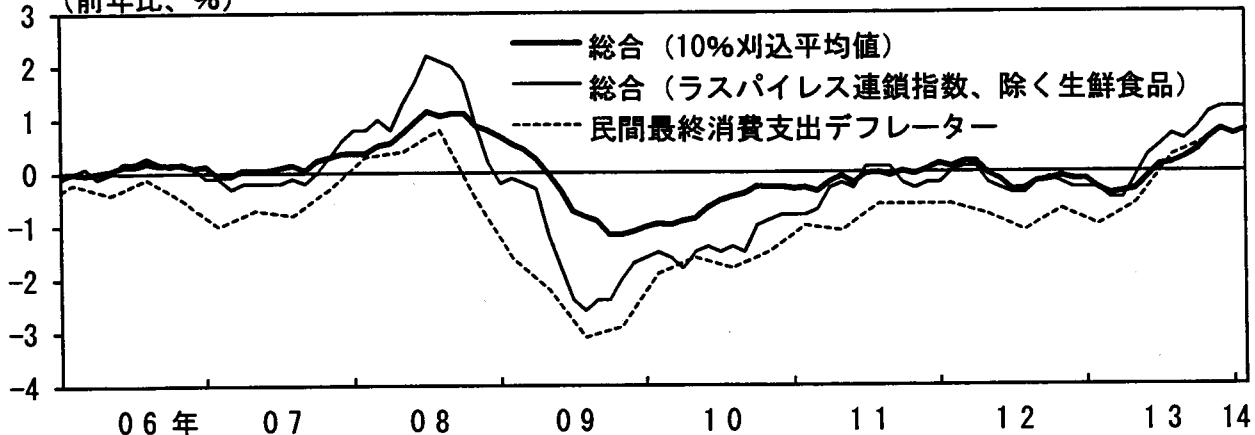
(前年比、%)



(注) 総合除く生鮮食品。

(2) 戻込平均値・ラスパイレス連鎖指標・消費デフレーター

(前年比、%)

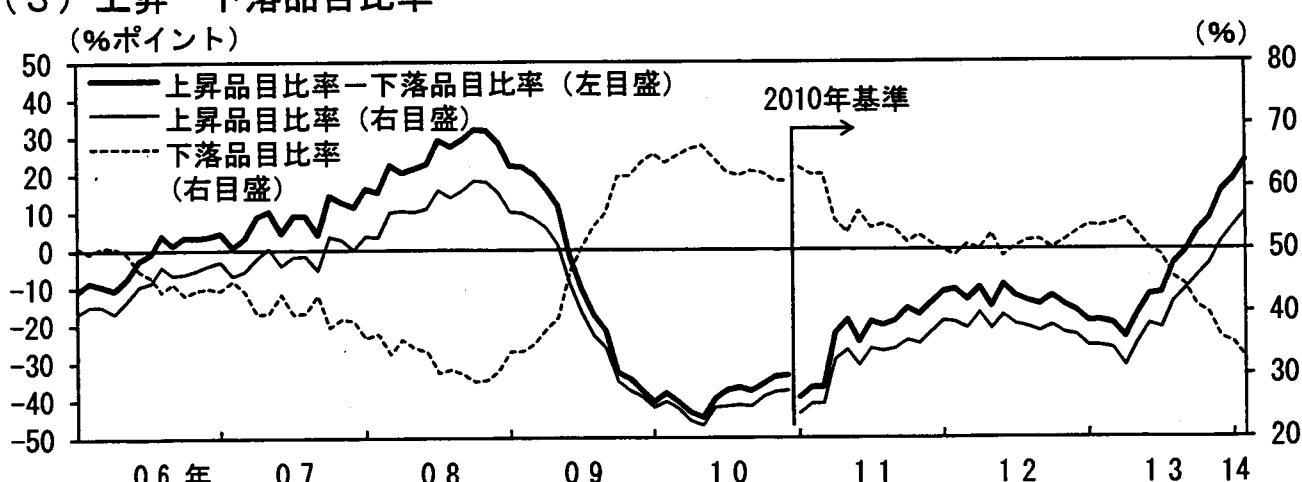


(注) 1. 10% 戻込平均値は、個別品目の前年同月比を値の小さな順に並び替え、値の大きい品目と小さい品目をウエイトベースでそれぞれ10%控除して、残った品目の前年同月比を加重平均して算出。
2. 2006年のラスパイレス連鎖指標は、固定基準年指標の前年同月比。2010年以前のラスパイレス連鎖指標の前年同月比は2005年基準、2011年以降は2010年基準。

(3) 上昇・下落品目比率

(%ポイント)

(%)



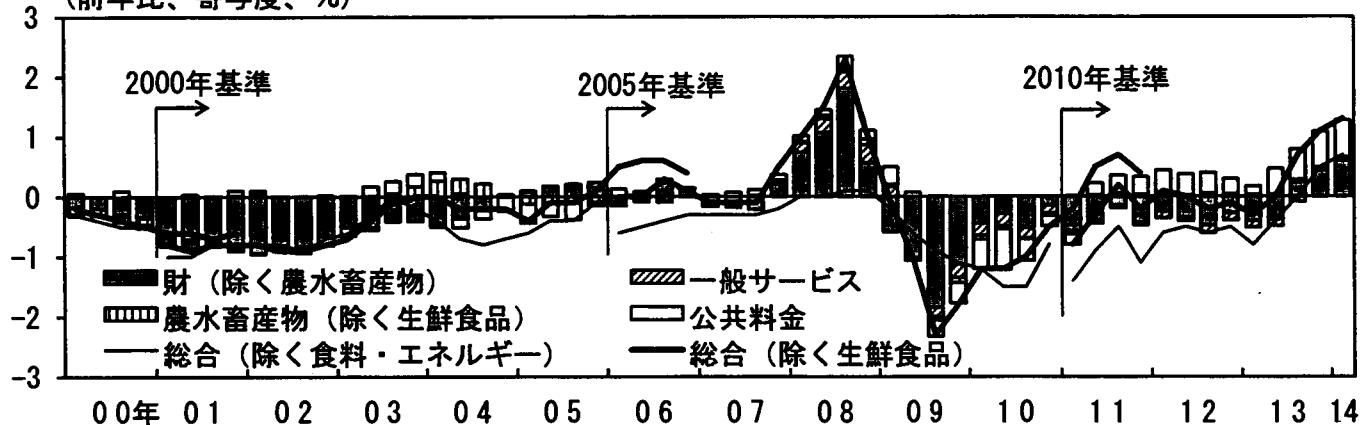
(注) 前年比上昇・下落品目の割合。総合除く生鮮食品。

(資料) 総務省「消費者物価指数」、内閣府「国民経済計算」

消費者物価(2)

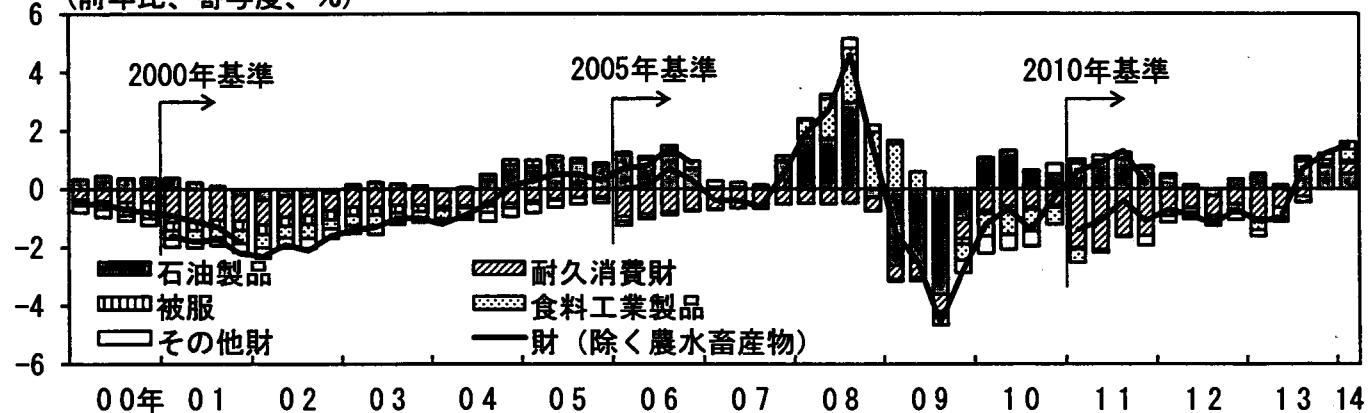
(1) 総合(除く生鮮食品)の要因分解

(前年比、寄与度、%)



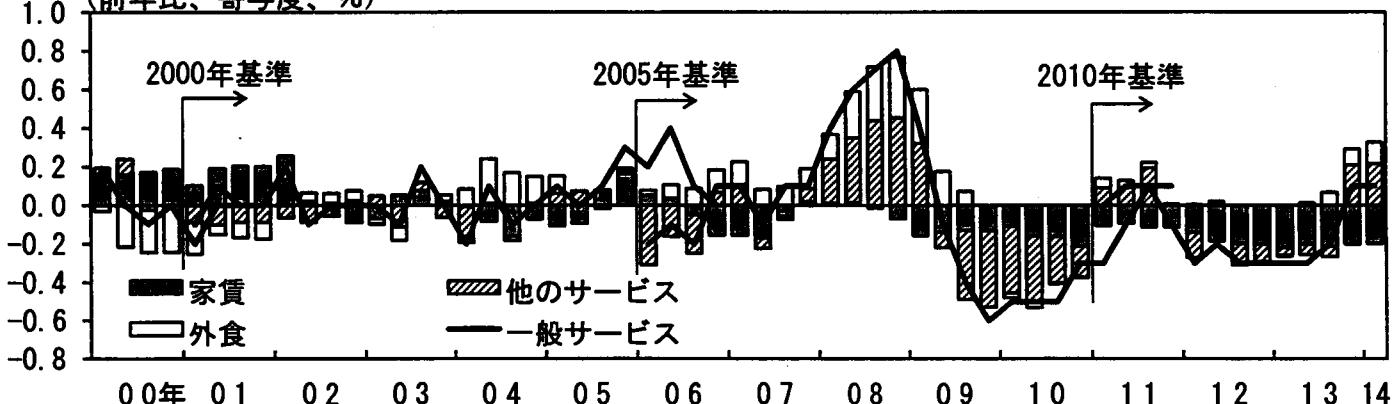
(2) 財(除く農水畜産物)の要因分解

(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. 「食料」は「酒類」を除く。

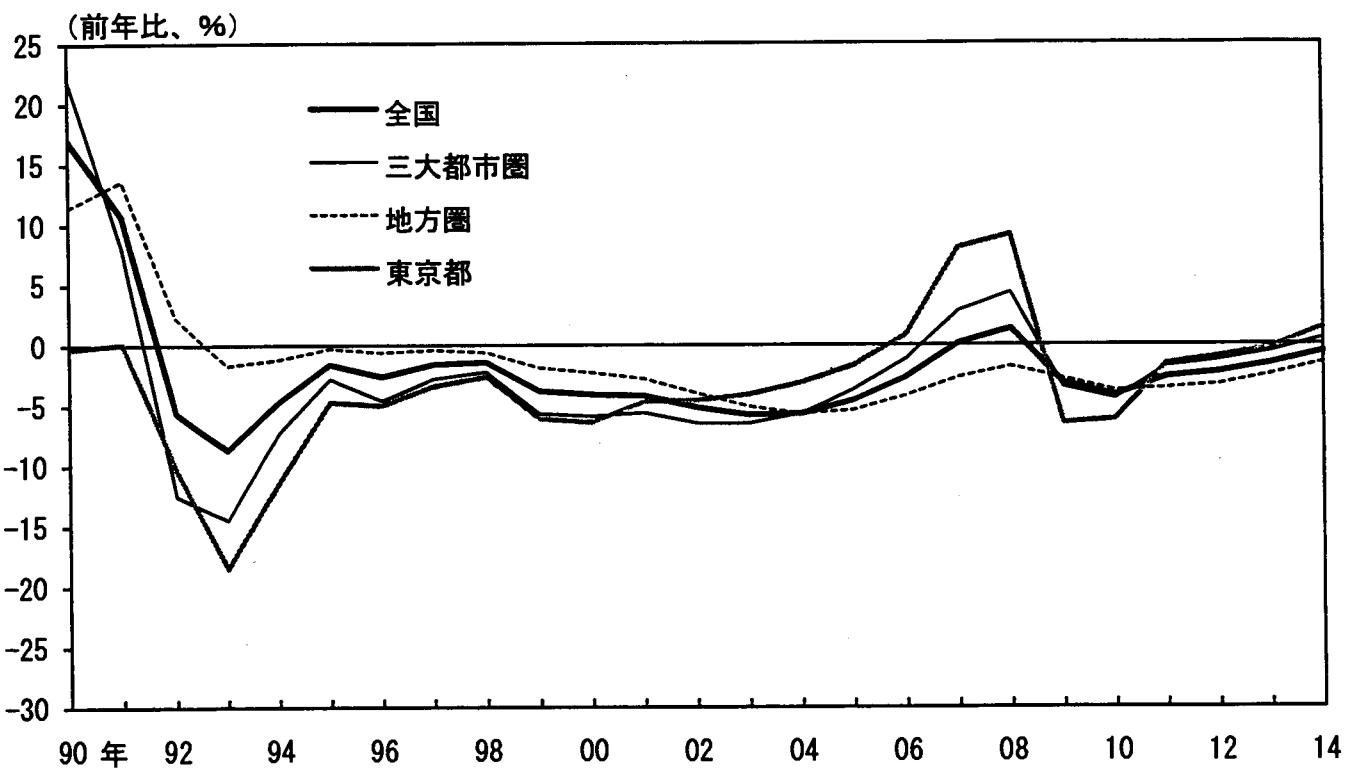
3. 総合(除く生鮮食品)、総合(除く食料・エネルギー)、一般サービスの前年比以外は、指標から作成。

(資料) 総務省「消費者物価指数」

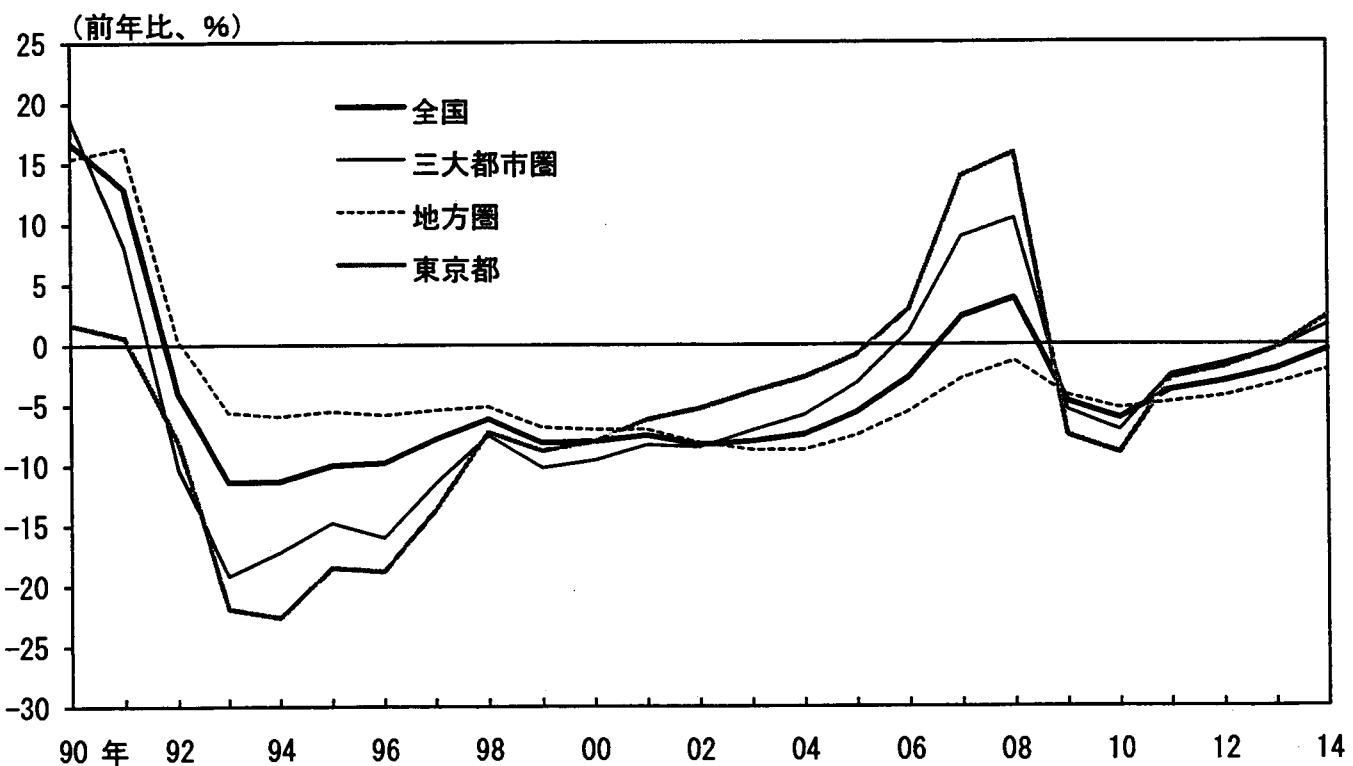
(図表16)

地価

(1) 住宅地



(2) 商業地



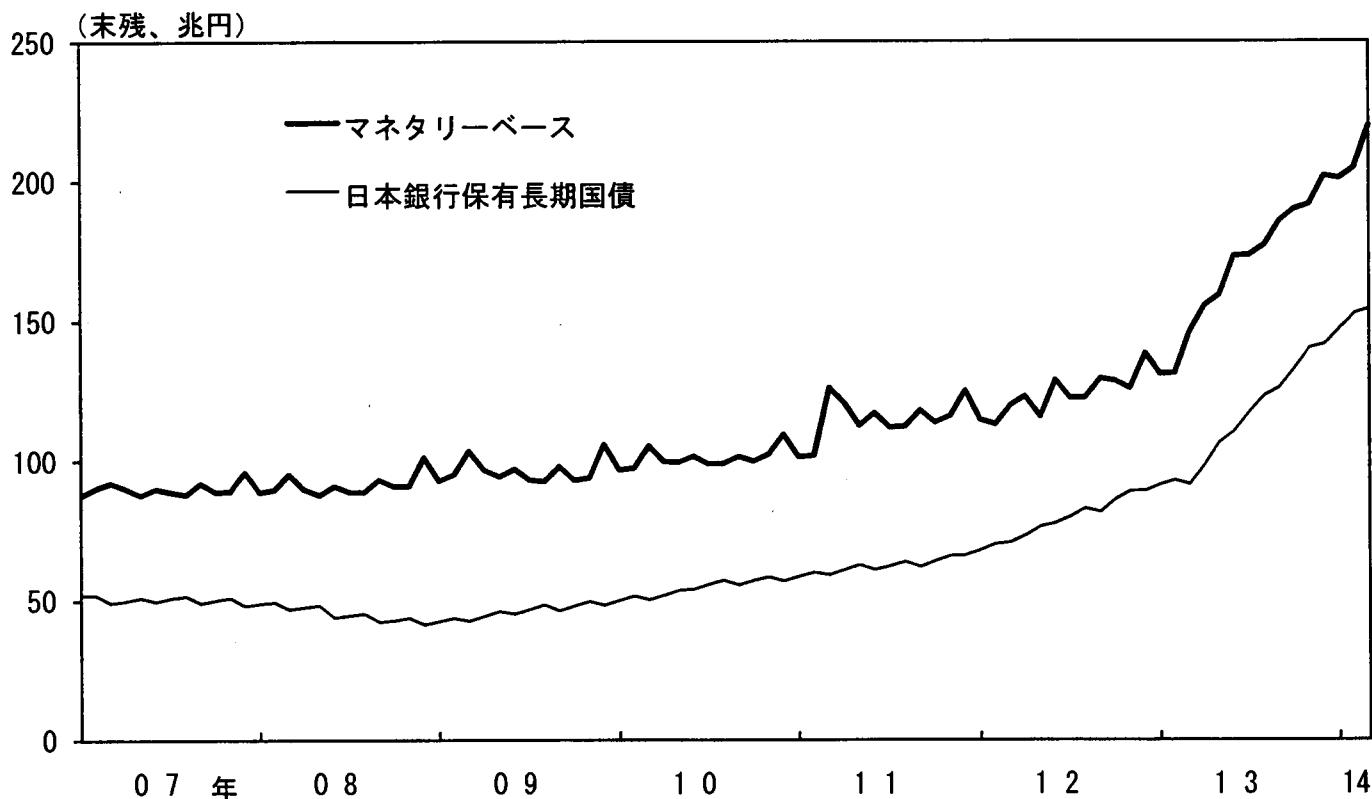
(注) 1. 1月1日時点の地価を調査。

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

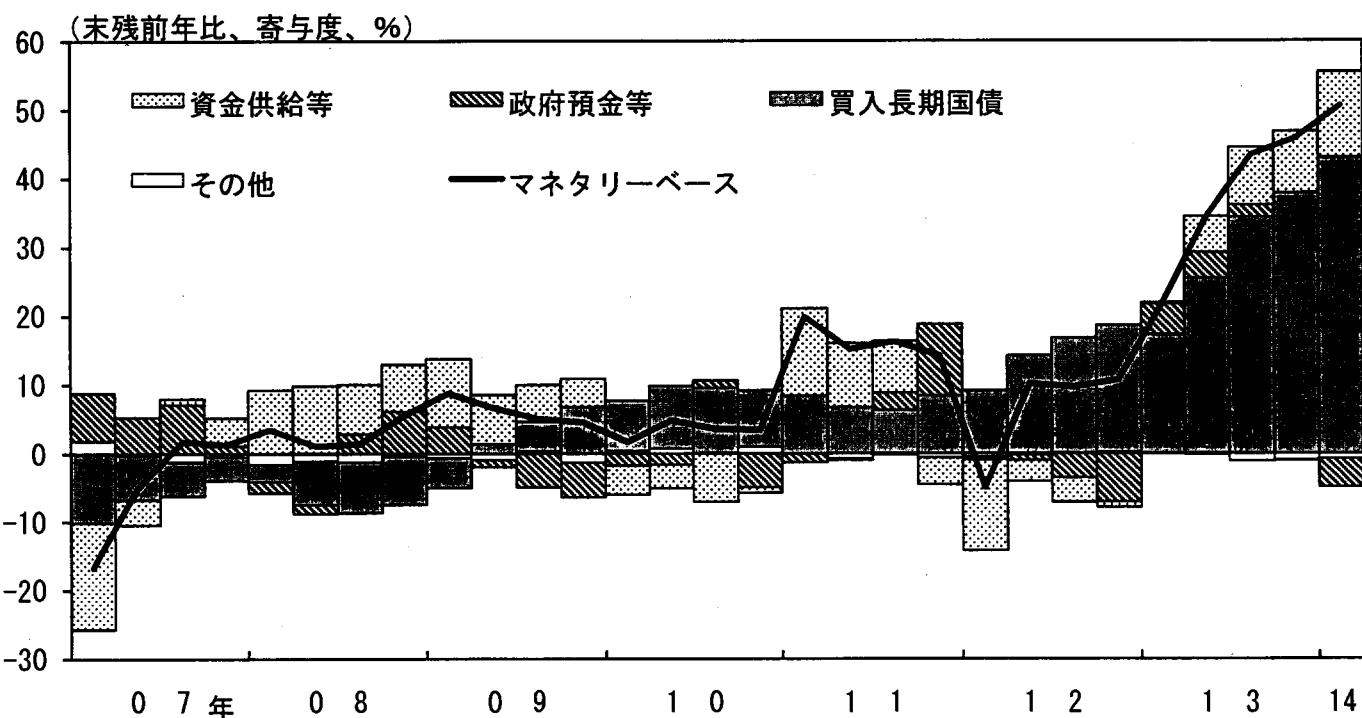
(資料) 国土交通省「地価公示」

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



(2) マネタリーベースの前年比



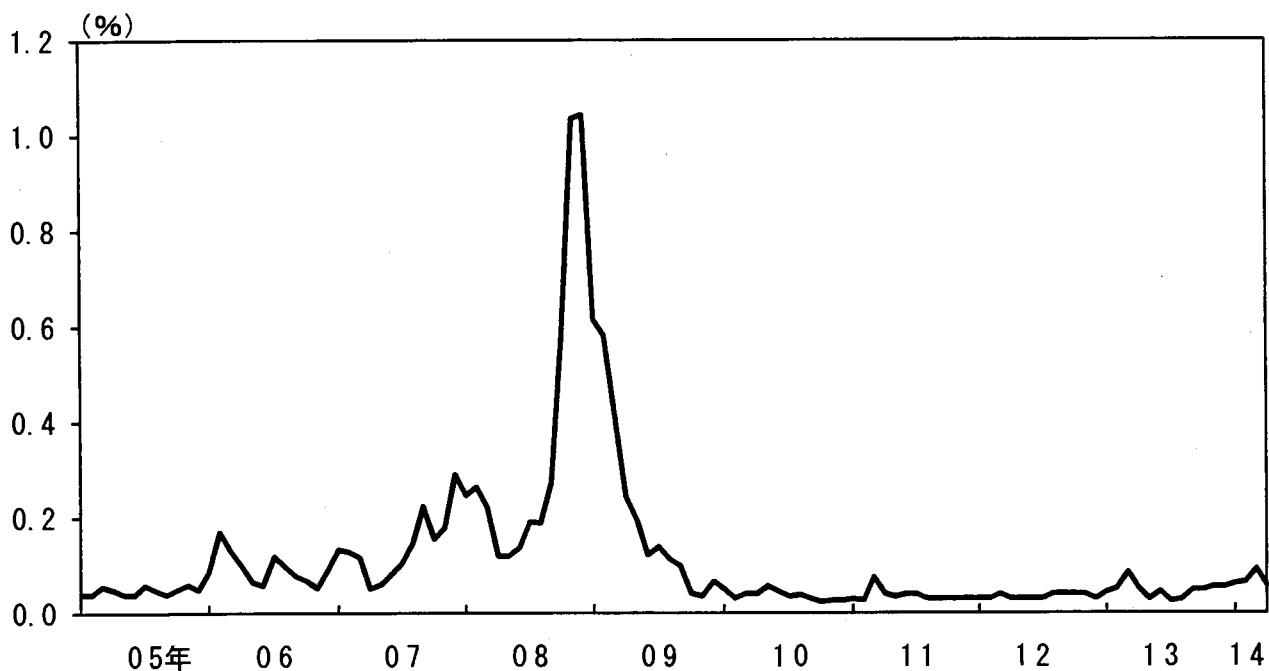
(注) 資金供給等は、金融市場調節による資産の買入れ（長期国債以外）、共通担保オペ、貸出支援基金等の残高。政府預金等には対政府売現先、引受け国庫短期証券等を含む。

(資料) 日本銀行「マネタリーベースと日本銀行の取引」「営業毎旬報告」

(図表 18)

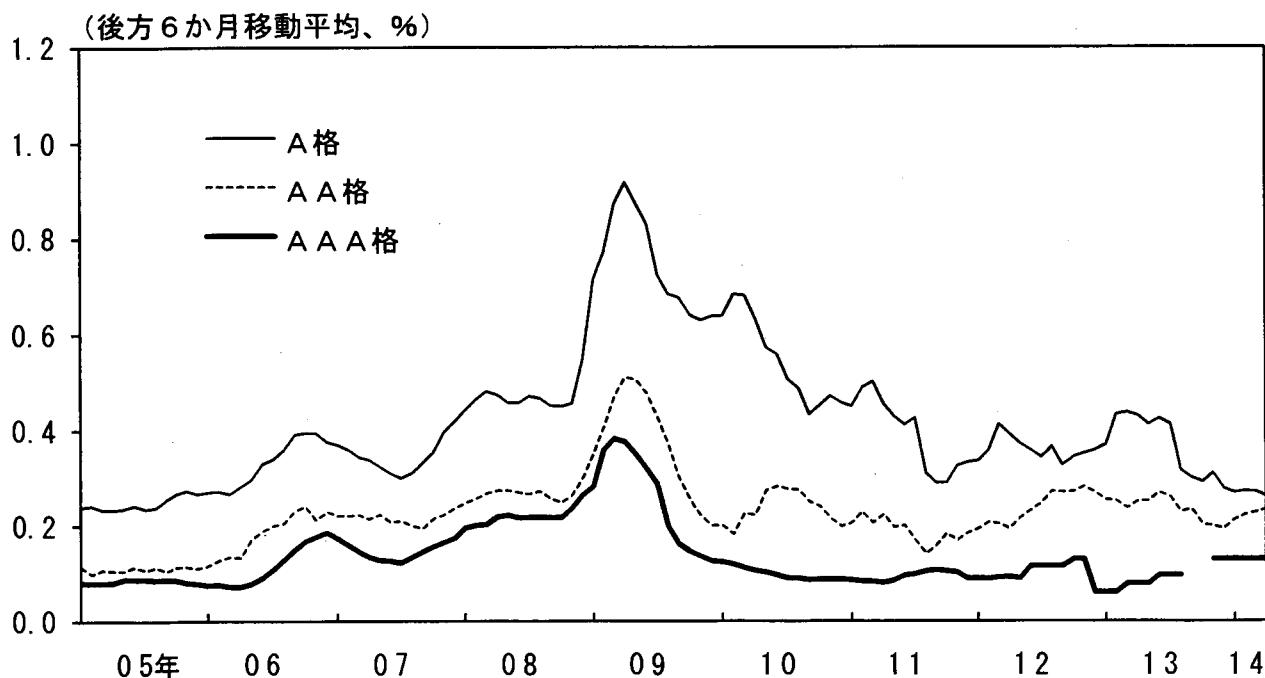
C P・社債スプレッド

(1) C Pの発行スプレッド



(注) C Pの発行スプレッド=C P発行レート(3か月物)-国庫短期証券流通利回り(3か月物)
C P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



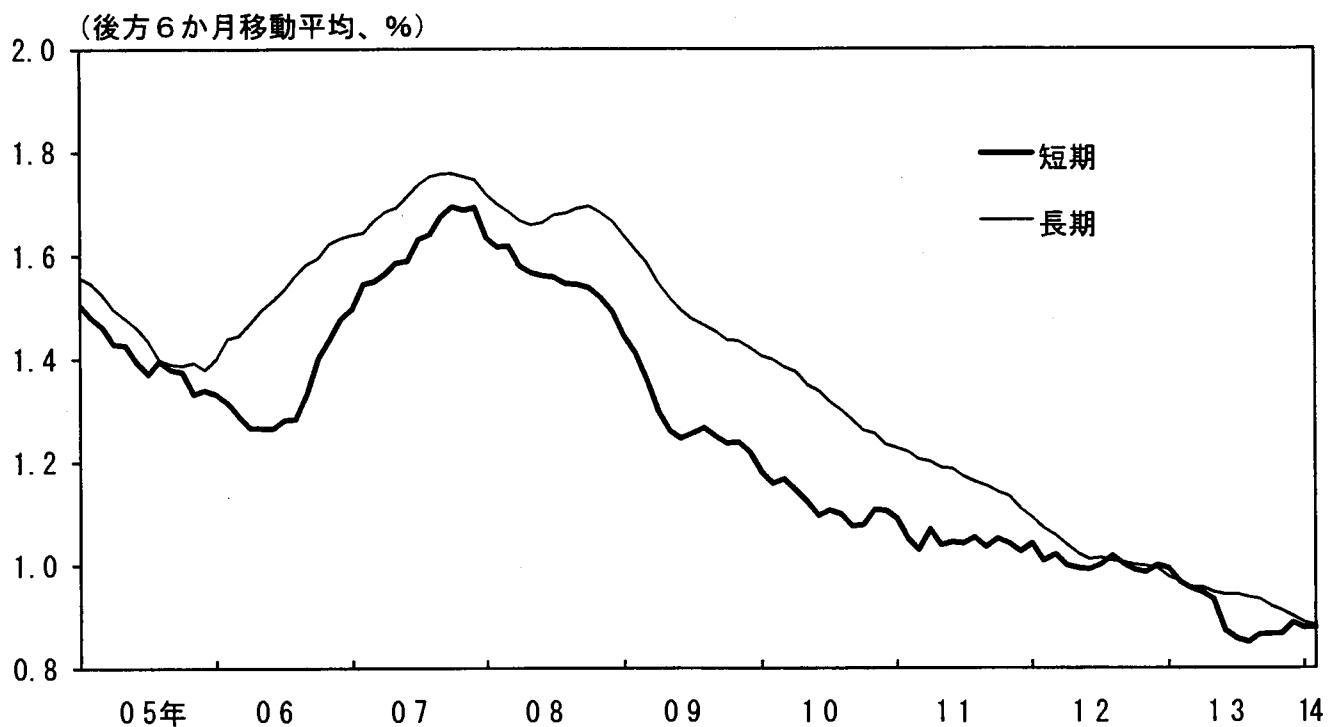
(注) 1. 社債の発行スプレッド=社債発行金利-同年限の国債流通利回り
全年限の単純平均値、起債日ベース。対象は国内公募社債で、銀行や証券会社などの
発行分は除く。
2. 格付けは、ムーディーズ、S & P、R & I、J C Rの最高格付で分類。

(資料) 日本銀行「国内コマーシャルペーパー発行平均金利」、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

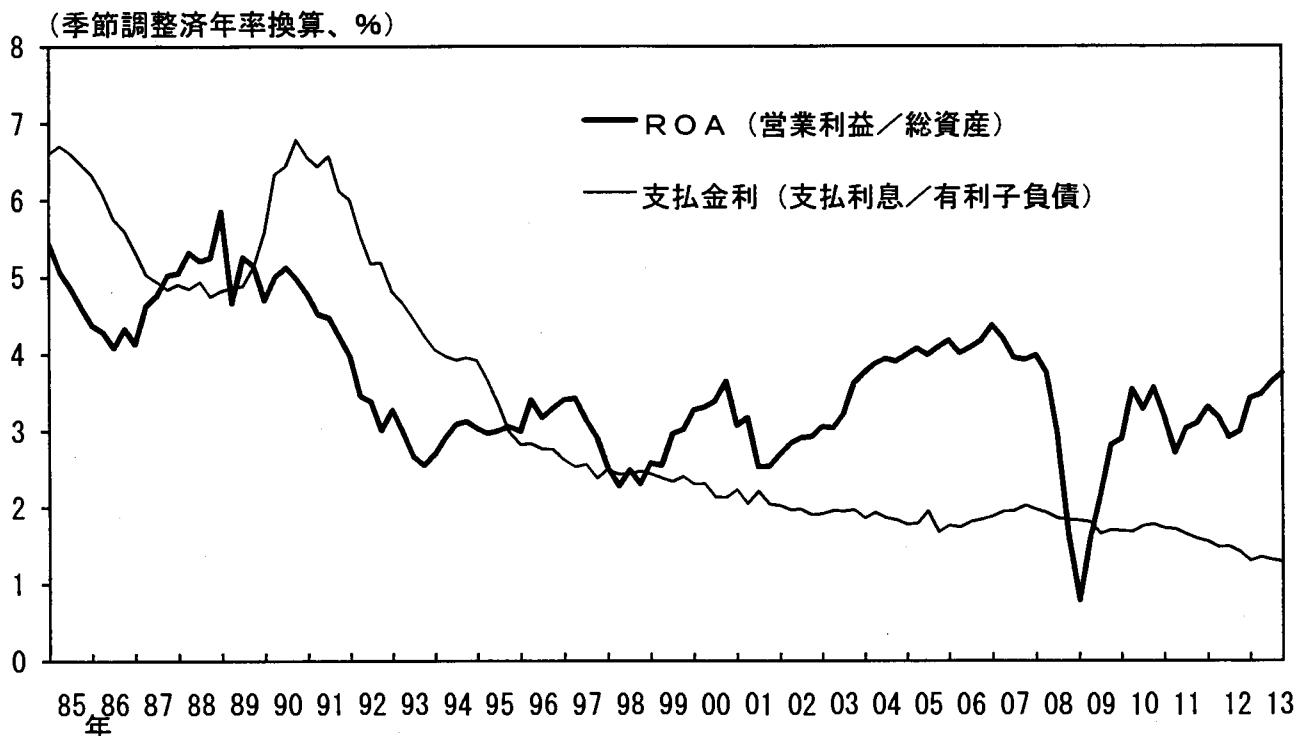
(図表 19)

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



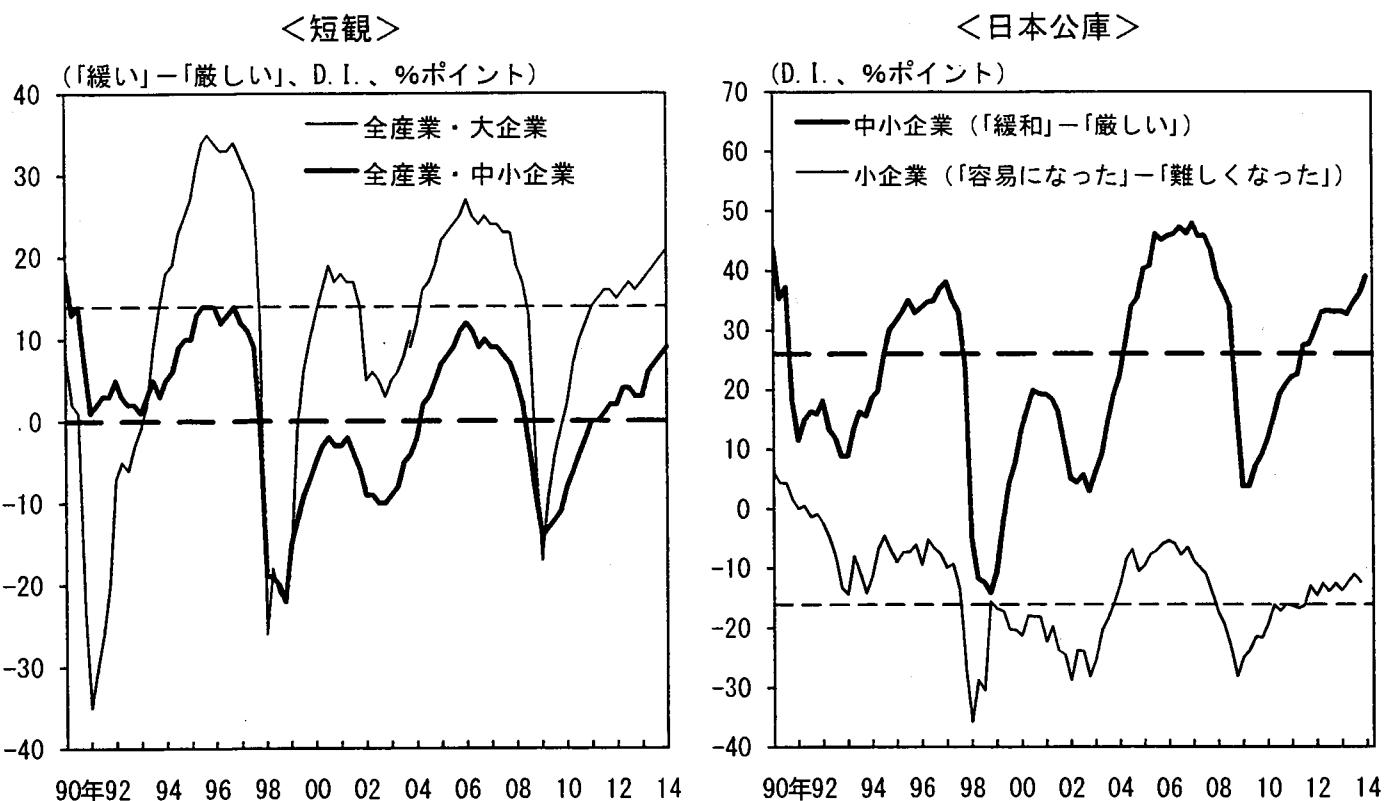
(注) 1. 法人季報ベース。全産業全規模合計。金融業、保険業を除く。
2. 有利子負債は、長短期借入金、社債、受取手形割引残高の合計。

(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」

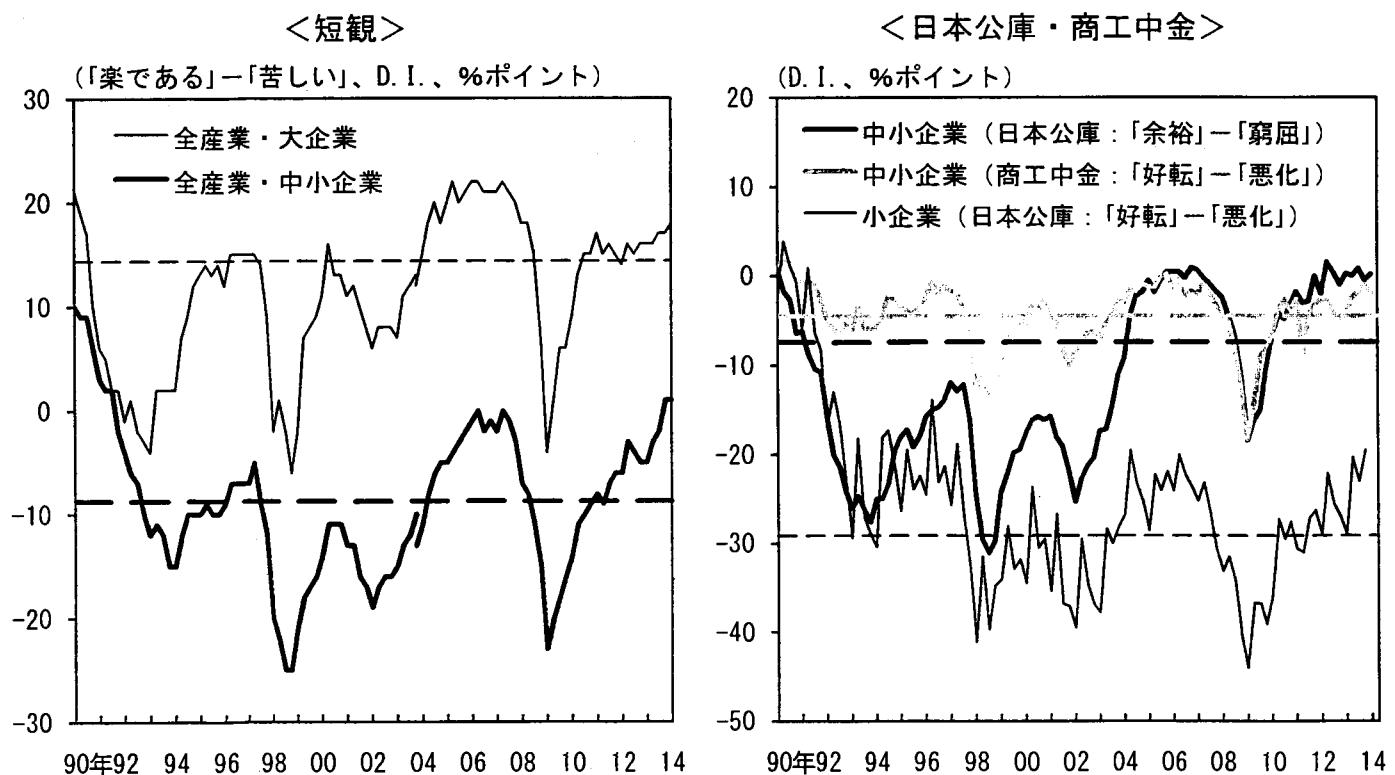
(図表20)

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. 商工中金の2014/2Qは、4月の値。

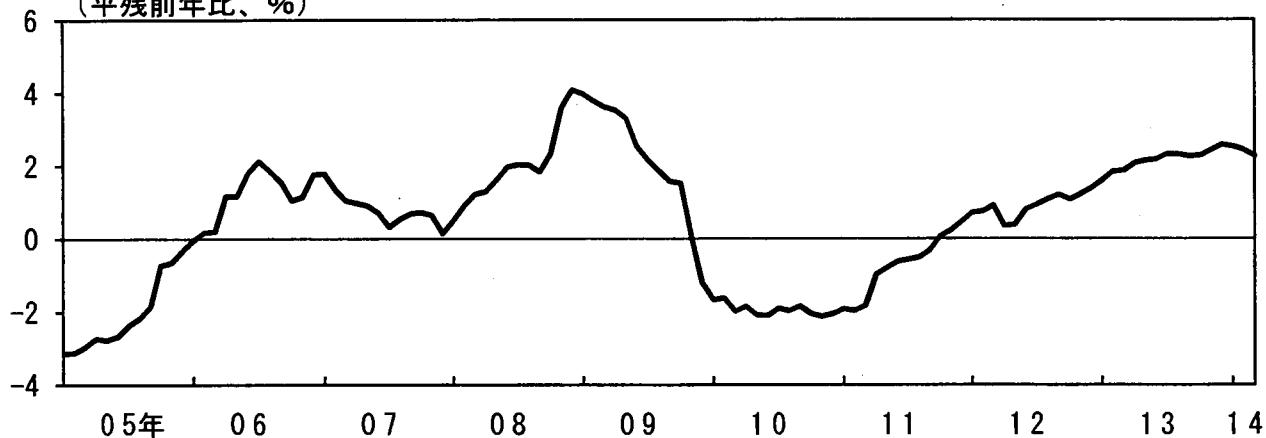
(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、商工中金「中小企業月次景況観測」、
日本政策金融公庫「中小企業景況調査」「全国中小企業動向調査結果（小企業編）」

(図表21)

貸出残高とCP・社債発行残高

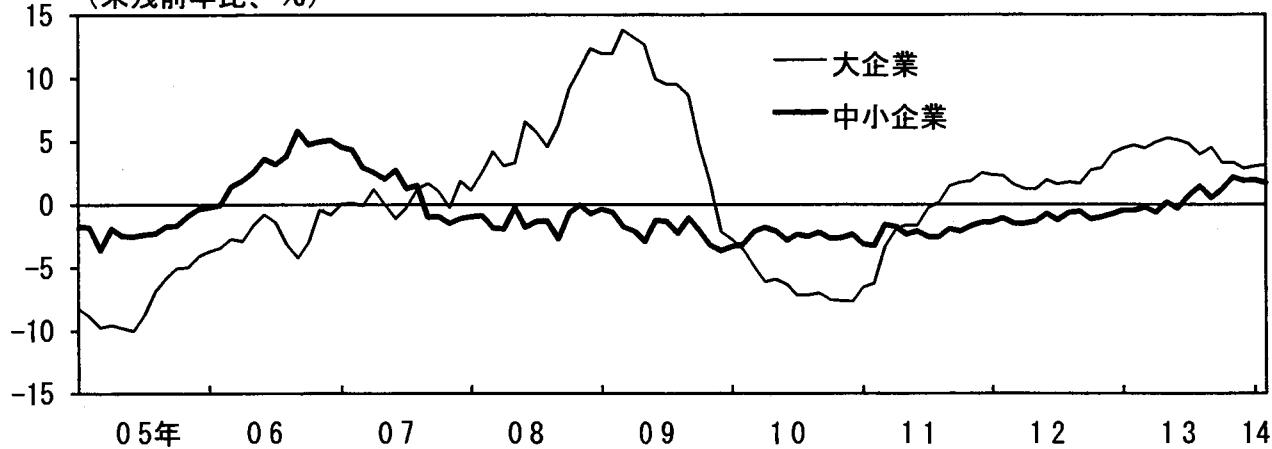
(1) 民間銀行貸出残高（銀行計）

(平残前年比、%)



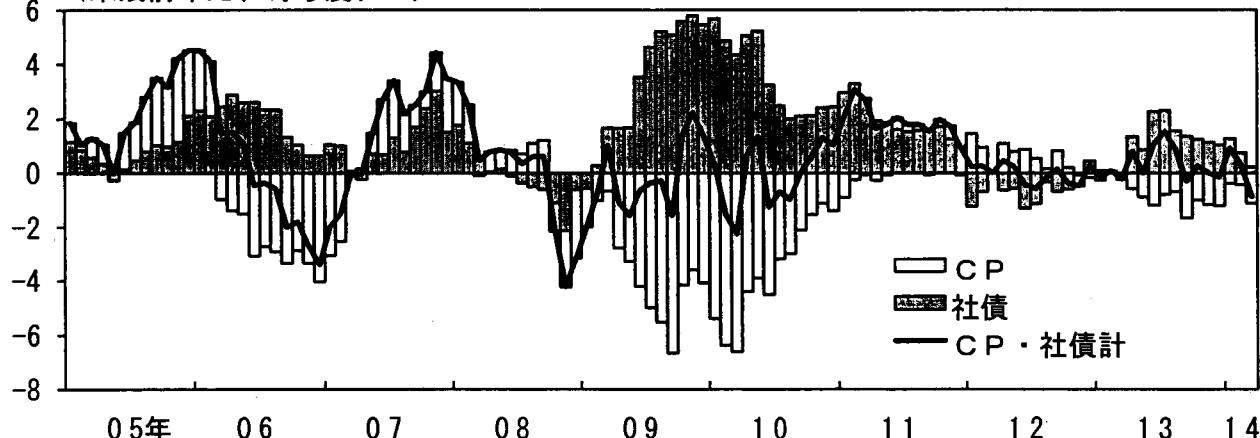
(2) 企業規模別の銀行貸出残高（国内銀行）

(末残前年比、%)



(3) CP・社債発行残高

(末残前年比、寄与度、%)



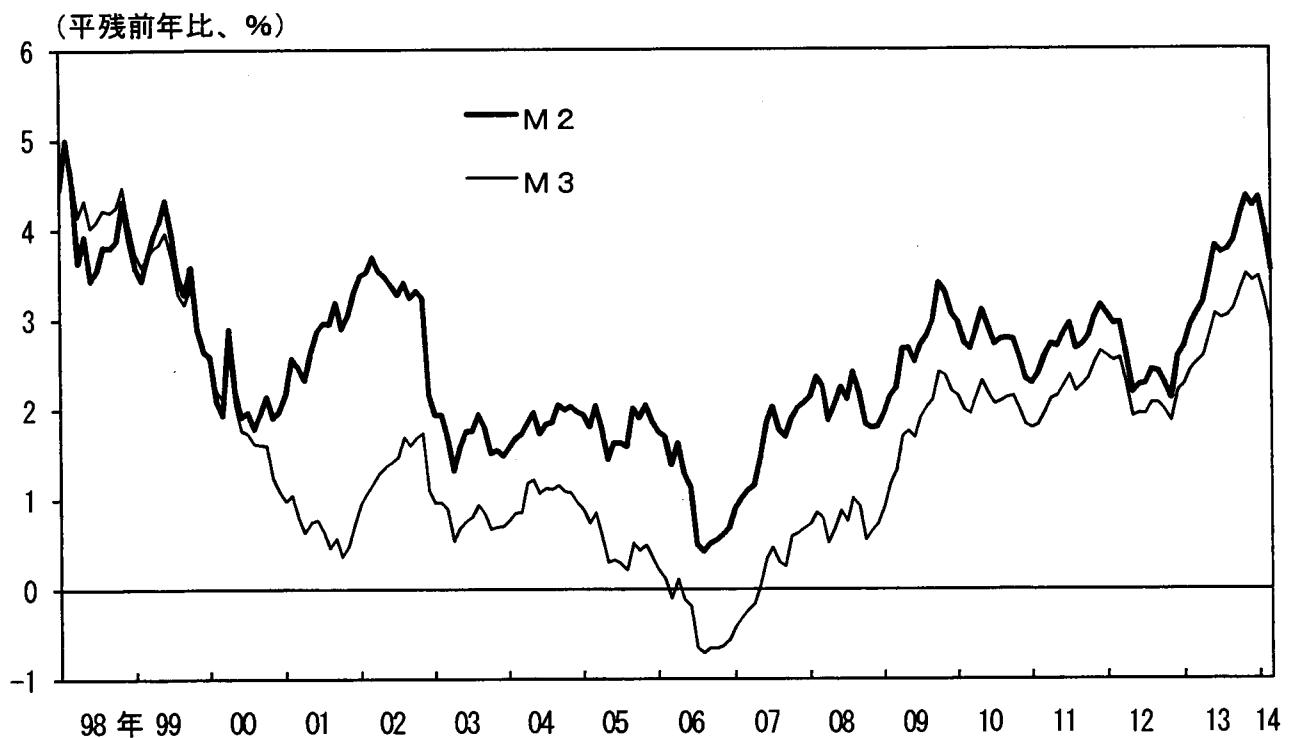
- (注) 1. CPは短期社債（電子CP）の残高。銀行、証券会社および外国会社等による発行分を含まず、ABC-Pを含む。なお、2008/3月以前は、日本銀行と当座勘定取引のある銀行・証券会社の引受によるものの残高。
2. 社債は国内、海外で発行された普通社債の合計値。銀行発行分を含む。国内発行分は、振替債の残高。ただし、2008/4月以前については、振替債以外も含む残高合計値を段差修正して接続。

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

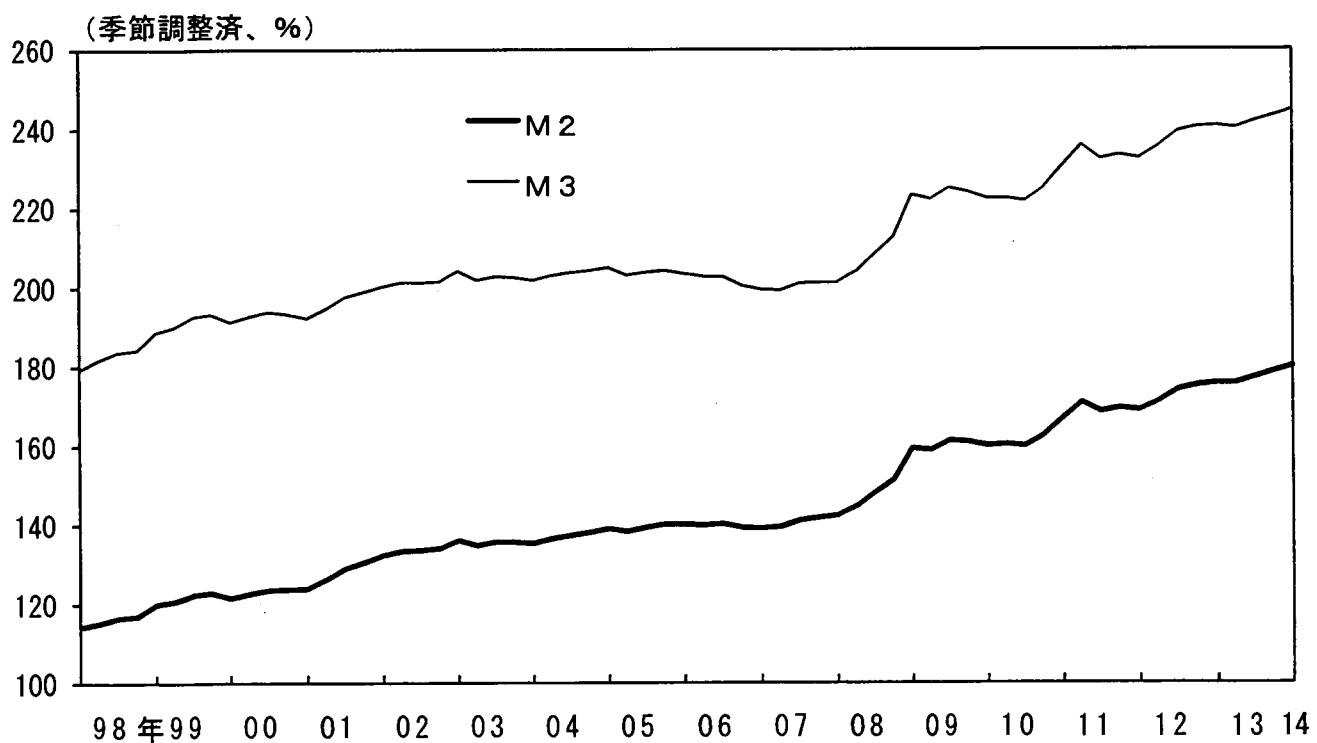
(図表22)

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。2014/1Qの名目GDPは、2013/4Qの値。

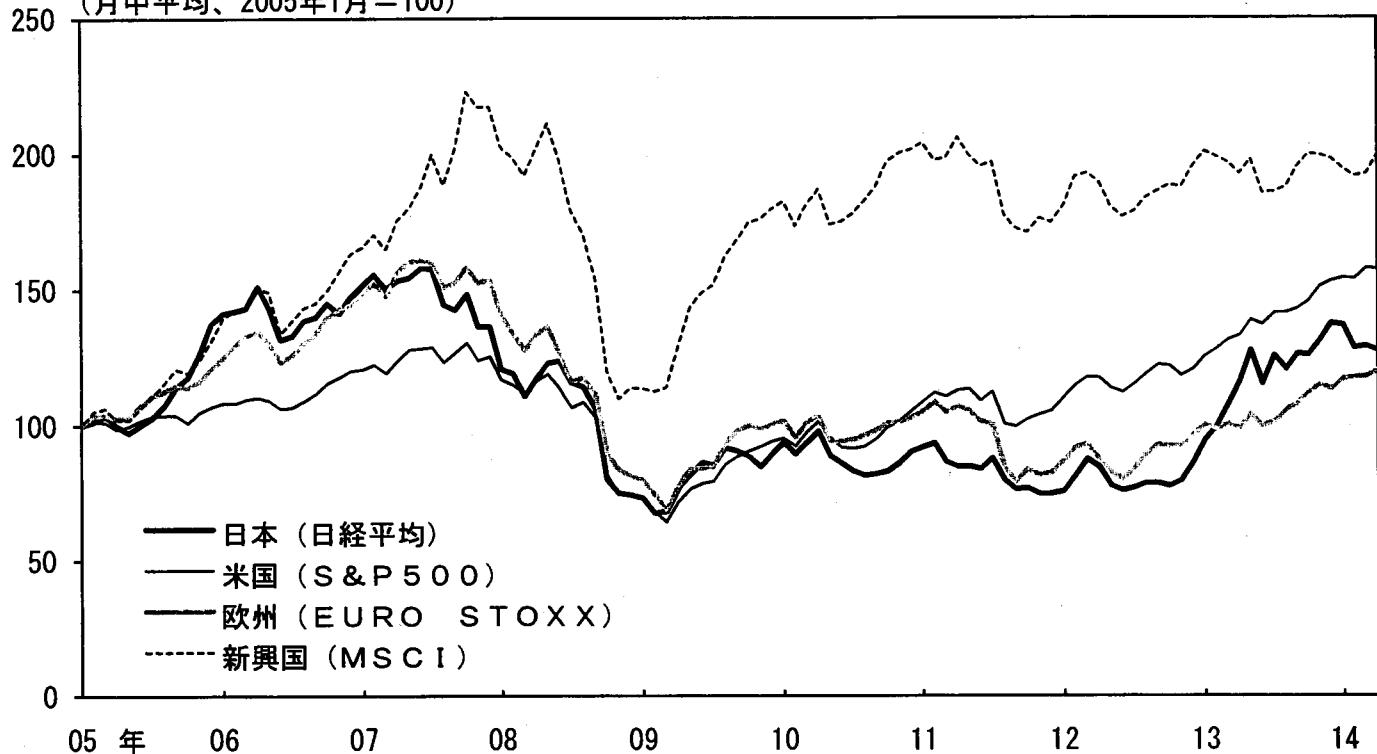
(資料) 日本銀行「マネーストック」「マネーサプライ」、内閣府「国民経済計算」

(図表23)

株価・REIT価格

(1) 主要株価指数

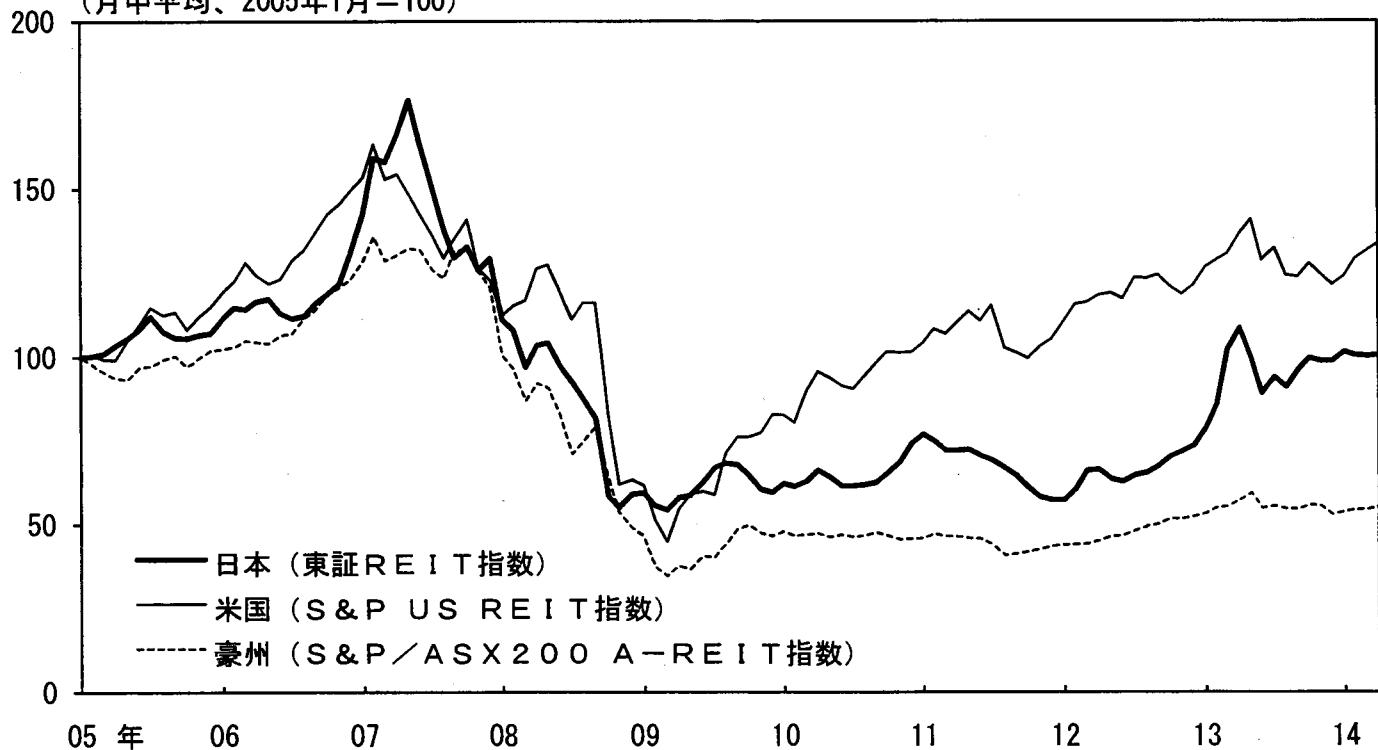
(月中平均、2005年1月=100)



(注) 新興国は、MSCI エマージング（現地通貨建て）を利用。

(2) 主要REIT指数

(月中平均、2005年1月=100)



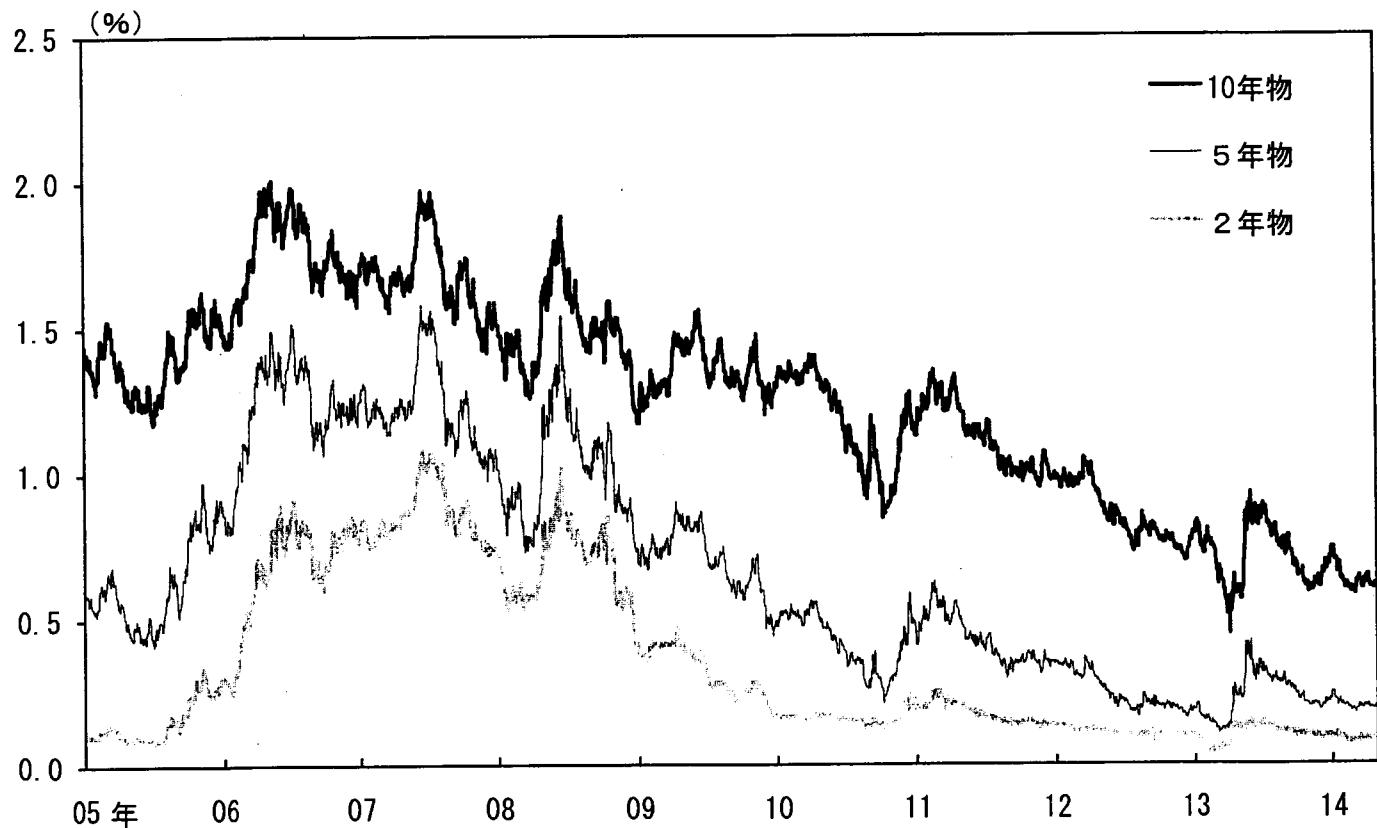
(図表24)

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

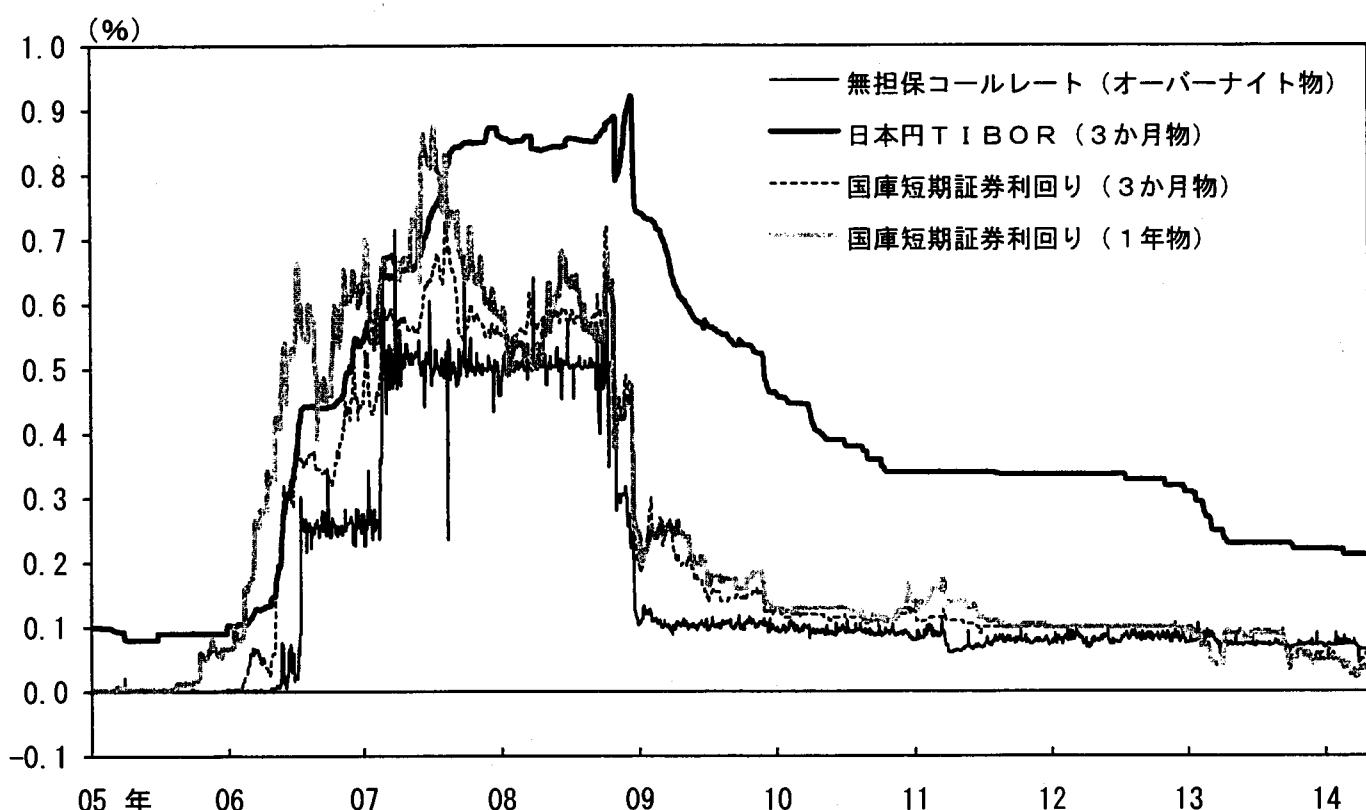


(資料) Bloomberg

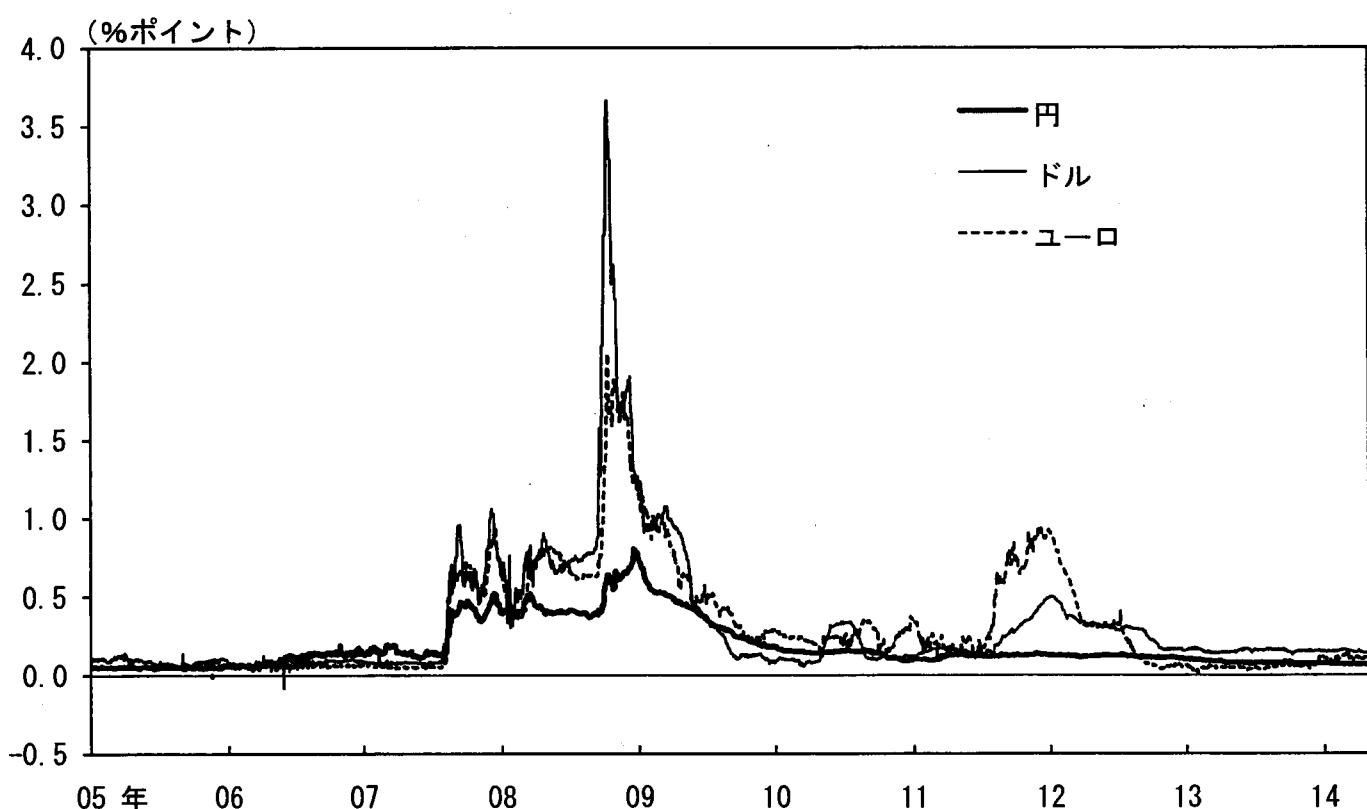
(図表25)

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



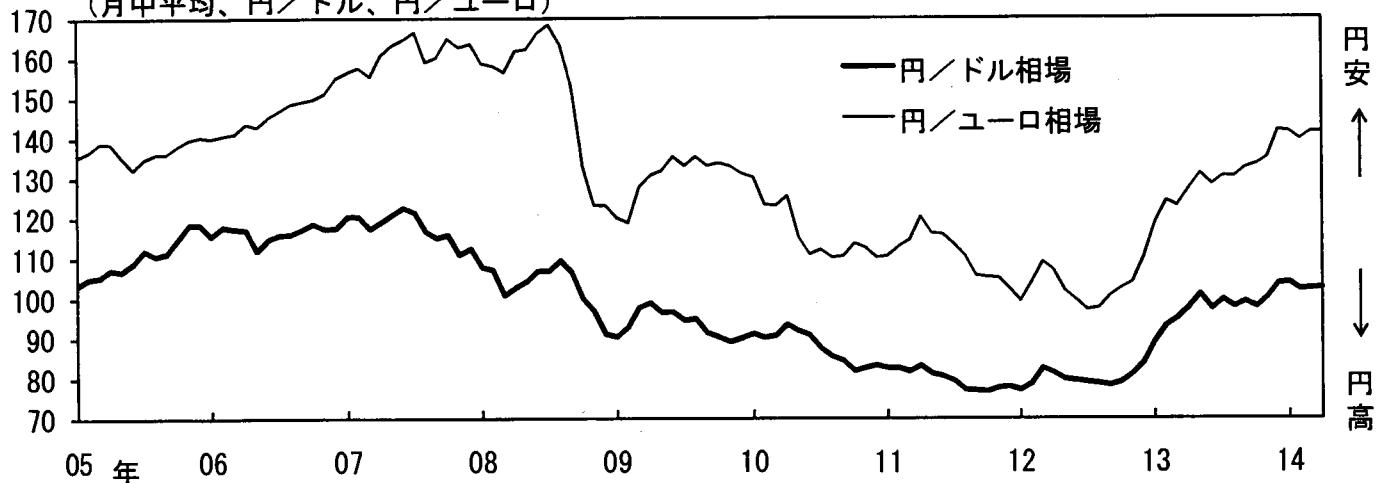
(注) ターム物の信用スプレッド = L I B O R 3か月物 - O I S レート 3か月物
 (資料) 日本銀行、Bloomberg

(図表26)

為替相場

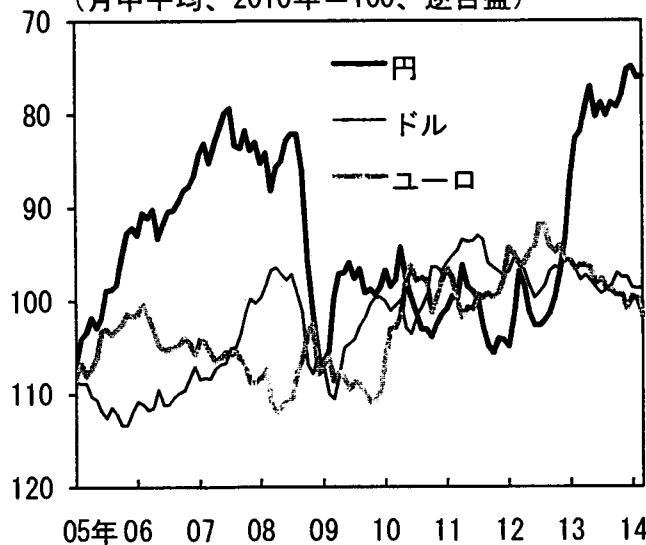
(1) 円ドル・円ユーロ相場

(月中平均、円／ドル、円／ユーロ)



(2) 実質実効為替レート

(月中平均、2010年=100、逆目盛)



(3) 新興国通貨

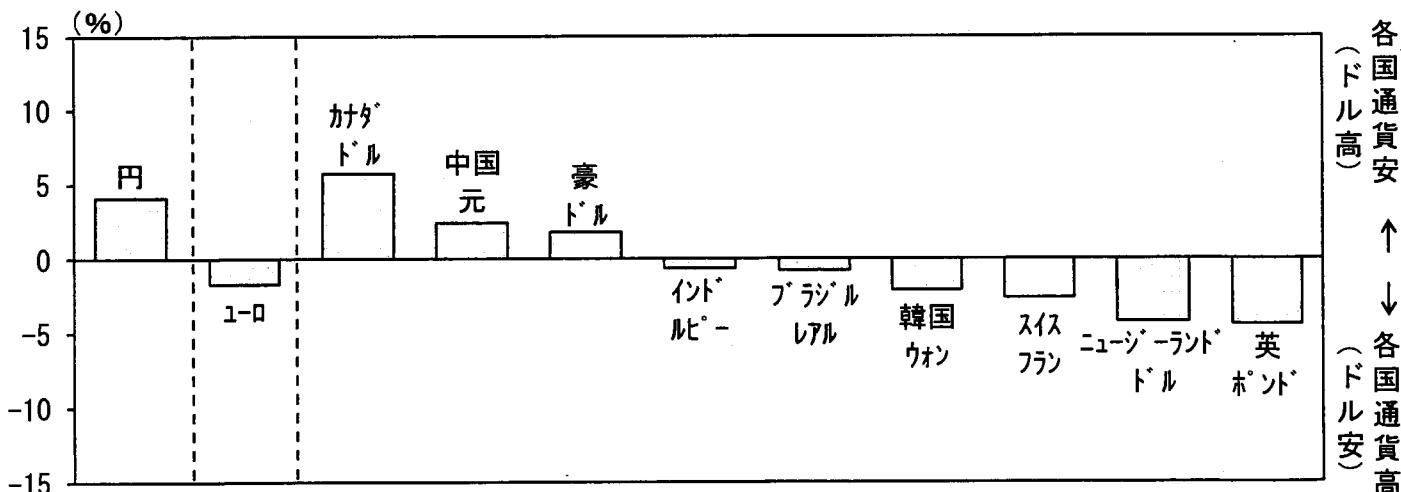
(2013年5月22日=100、逆目盛)



(注) 1. (2) の実質実効為替レートはB I Sのブロードベース。

2. (3) の新興国通貨はJP Morganによる指標。

(4) 各国通貨の対ドルレート変化率 (2013年10月末対比)

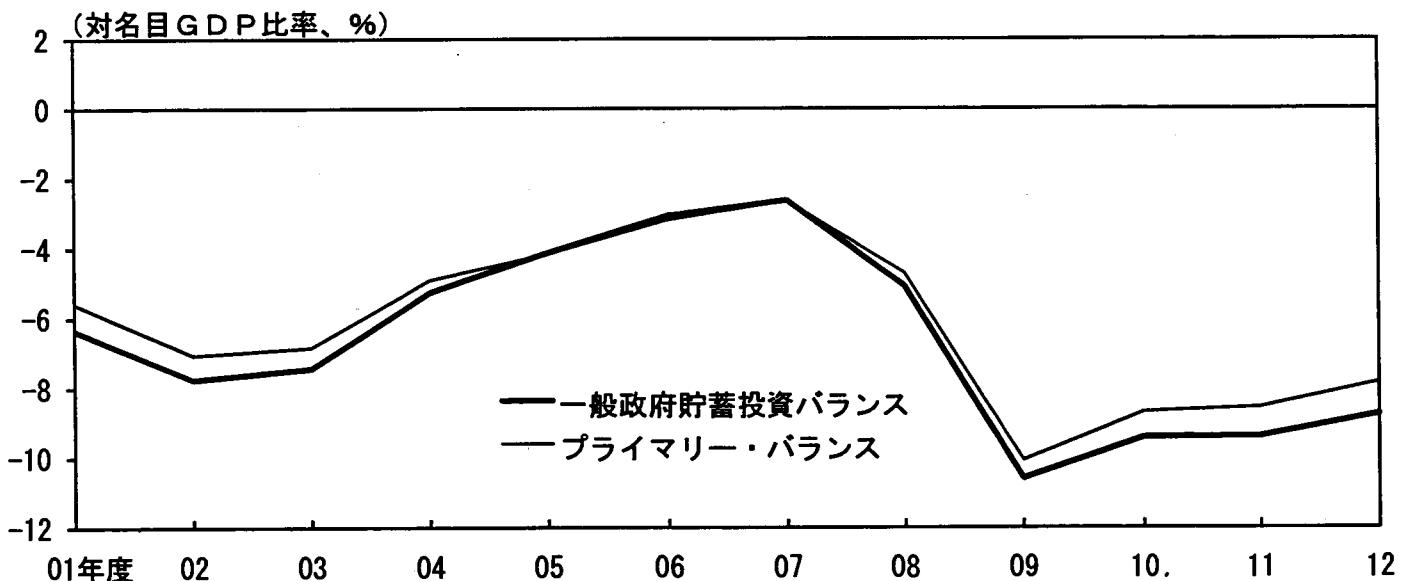


(資料) B I S、Bloomberg

(図表27)

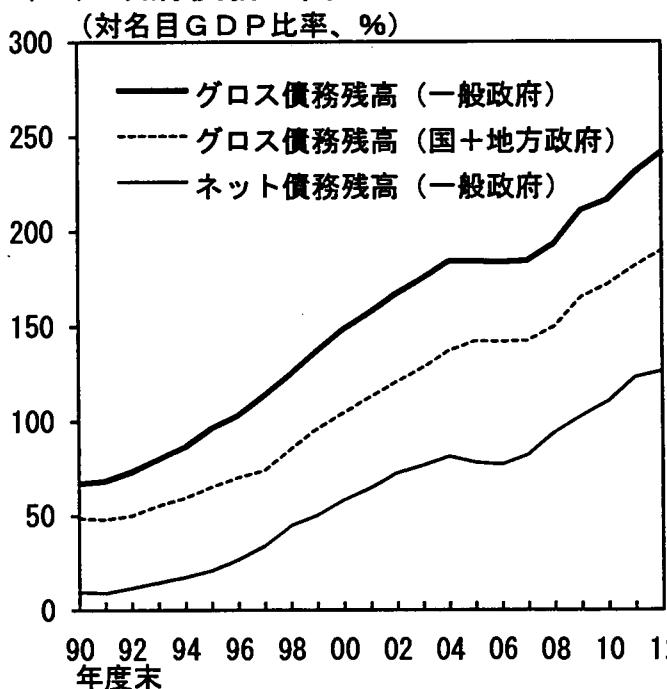
政府債務残高

(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、日本高速道路保有・債務返済機構の資産・負債の一般会計への継承(2008年度)、財政投融資特別会計(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)、財政投融資特別会計から一般会計への繰入れ(2008~2011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)、日本高速道路保有・債務返済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	-10.0	227.2	144.0
米国	-6.5	104.1	81.8
ドイツ	0.1	86.1	49.0
イギリス	-6.9	107.0	73.9
イタリア	-3.0	145.7	116.7
フランス	-4.2	113.0	73.4
カナダ	-3.0	97.0	42.8

(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(2014/1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1993年度以前は2000年基準、1994年度以降は2005年基準。

3. (3) は一般政府の2013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

(図表28)

輸出と海外経済の動き

(1) 地域別・財別にみた実質輸出の動き

(季節調整済、2014/1Qの2012/4Q対比、実質輸出計に対する寄与度、%)

	合計 <100.0>	中間財 <21.1>	自動車関連 <23.9>	情報関連 <10.6>	資本財・部品 <27.5>	半導体等製造装置 <1.8>	その他 <16.9>	
合計	<100.0>	4.2	0.9	1.0	-0.4	0.8	1.3	1.0
米国	<18.5>	1.4	0.2	0.4	-0.0	0.3	0.1	0.5
EU	<10.0>	1.0	0.1	0.3	0.0	0.6	0.2	0.0
中国	<18.1>	2.1	0.6	1.0	0.0	0.5	0.5	-0.1
N I E s	<21.9>	0.4	-0.3	0.1	-0.3	0.4	0.5	0.4
A S E A N 4	<10.9>	-1.3	-0.1	-0.4	-0.1	-0.5	0.0	-0.2
その他	<20.6>	-0.0	0.2	-0.0	-0.1	-0.5	-0.0	0.4

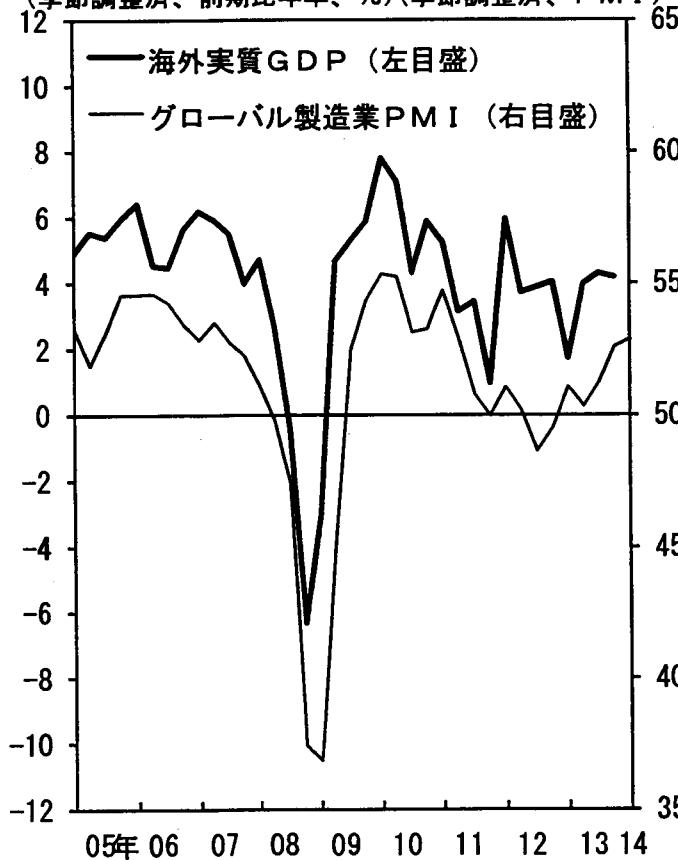
(注) 1. X-12-ARIMAによる季節調整値。シャドー部分は、輸出が減少した項目を表す。

2. <>内は、2013年の通関輸出額に占める各地域・国・財のウエイト。

3. 個別に季節調整を施していることから、合計と内訳の足し上げは一致しない。

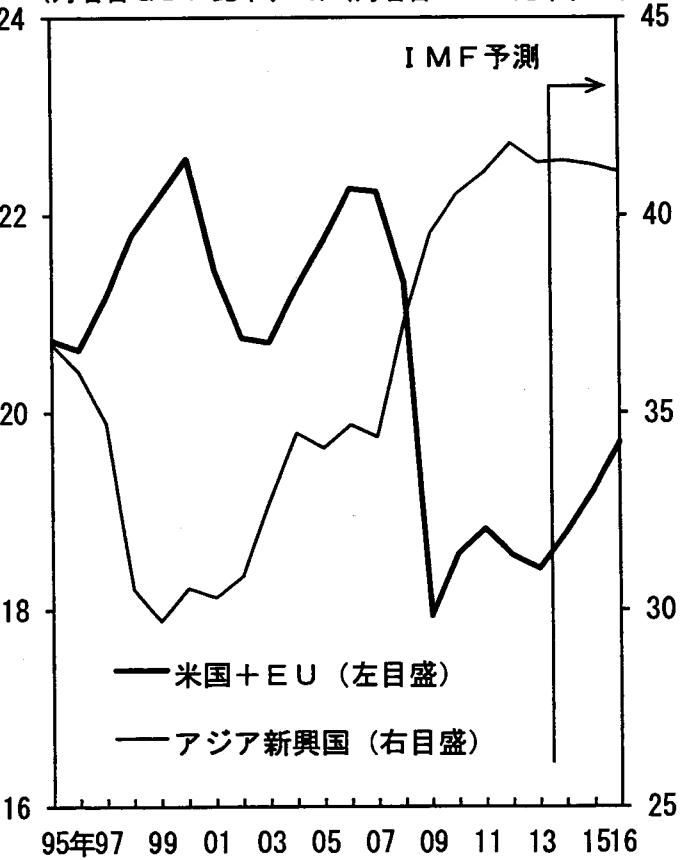
(2) 海外経済とグローバルな生産活動

(季節調整済、前期比年率、%) (季節調整済、PMI)



(3) 海外経済における設備投資比率

(対名目GDP比率、%) (対名目GDP比率、%)



(注) 1. (2) の海外実質GDPは、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。

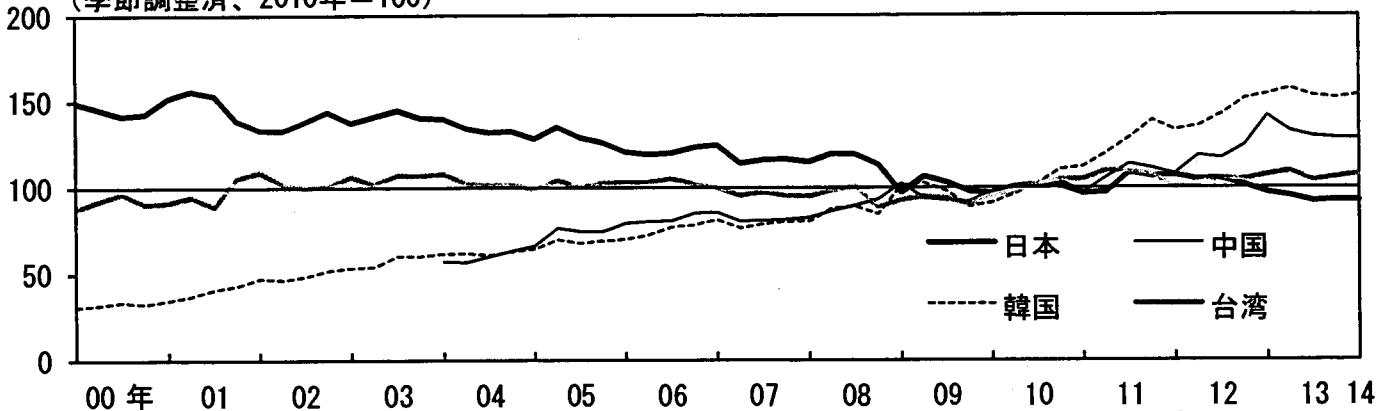
2. (3) のアジア新興国は、中国、N I E s、A S E A N 4。

(資料) 財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」、IMF「World Economic Outlook」、Markit (© and database right Markit Economics Ltd 2014. All rights reserved.) 等

輸出を取り巻く環境

(1) 世界半導体需要対比でみた東アジア各国の情報関連輸出

(季節調整済、2010年=100)

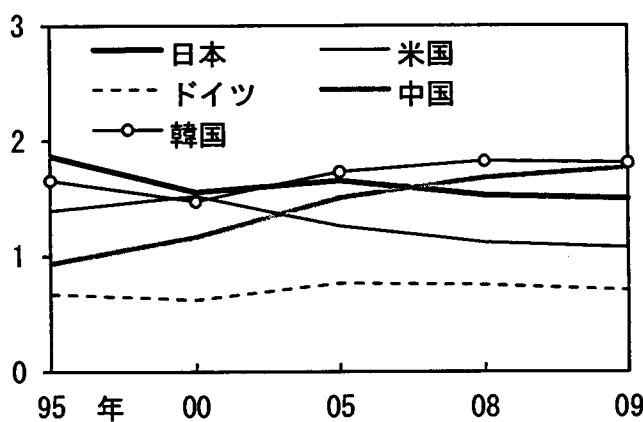


(注) 1. X-12-ARIMAによる季節調整値。2014/1Qは、1~2月の値。

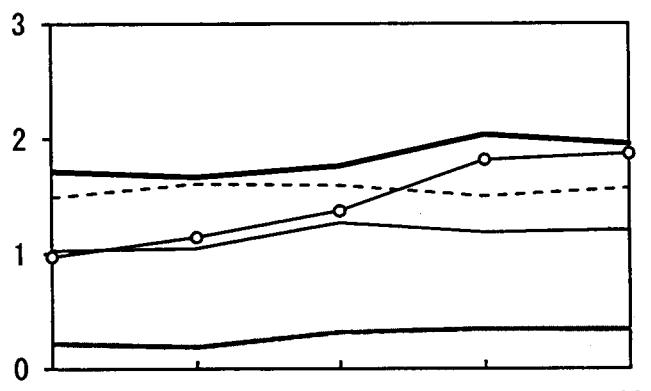
2. 各国の実質情報関連輸出を世界半導体需要 (WSTSによる品目別世界半導体出荷数量と2010年の出荷額ウエイトから算出) で割って算出。日本以外は、重電機器等を含む。

(2) 顯示比較優位 (RCA) 指数

①電気機械



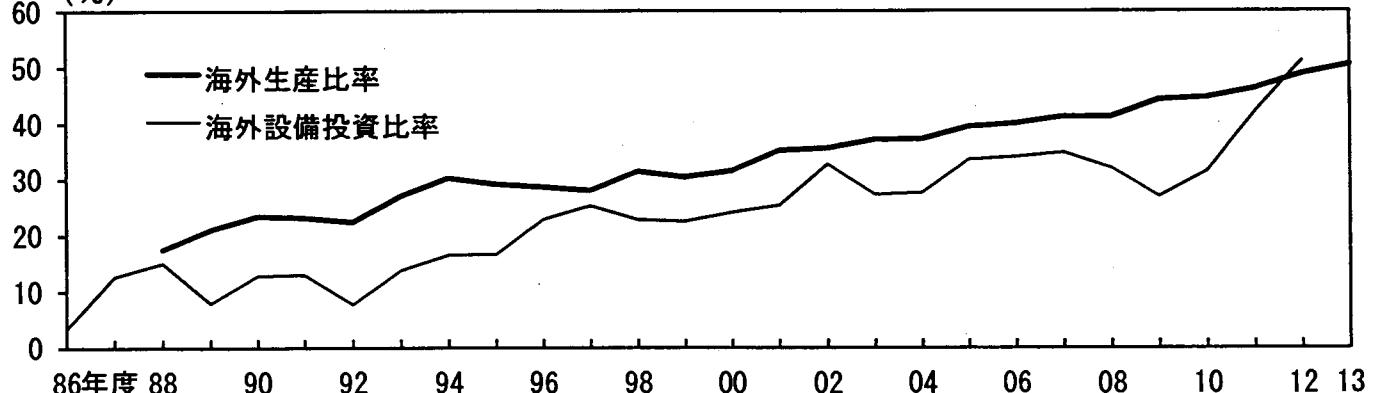
②輸送機械



(注) RCA指数は、1を超えると比較優位にあることを示す。例えば、日本の電気機械のRCA指数は、「(日本の電気機械輸出額) / (日本の輸出総額)」/「(世界の電気機械輸出額) / (世界の輸出総額)」として計算される。付加価値ベース。

(3) 海外生産比率と海外設備投資比率の動き (製造業)

(%)



(注) 1. 海外生産比率は、実質海外現法売上高 / (実質輸出 + 実質海外現法売上高)。実質海外現法売上高は、日本向けの売上げと日本からの仕入れを除く。2013年度は、2013/2~4Qの値。

2. 海外設備投資比率は、海外設備投資額 / 国内設備投資額。

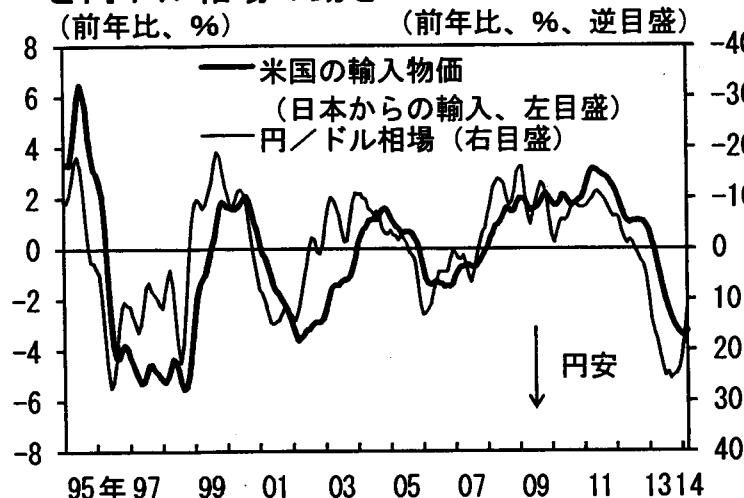
(資料) 経済産業省「海外事業活動基本調査」「海外現地法人四半期調査」、財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」「全国企業短期経済観測調査」、CEIC、WSTS、OECD「OECD-WTO Trade in Value Added (TiVA)」

(図表30)

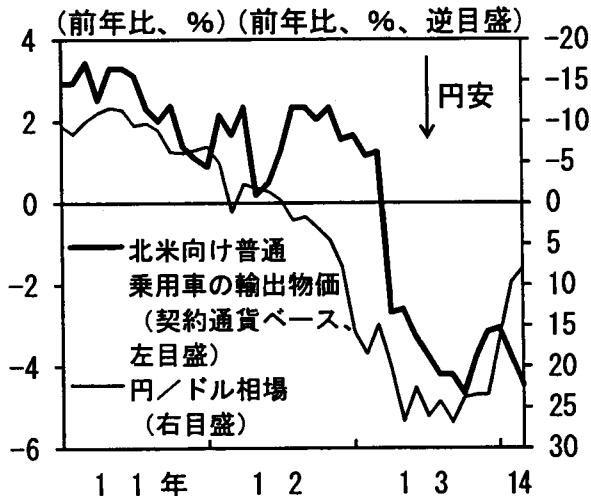
輸出価格の動きと貿易収支

(1) 輸出価格の動き

①米国の輸入価格（日本からの輸入） と円ドル相場の動き



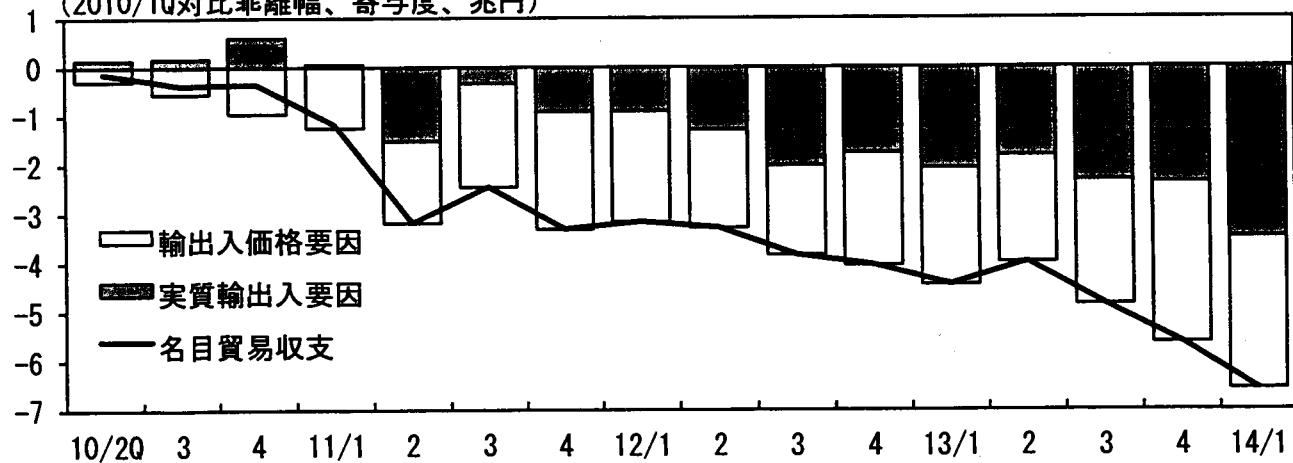
②北米向け普通乗用車の輸出価格



(注) ①は、それぞれの後方3か月移動平均の前年同月比。

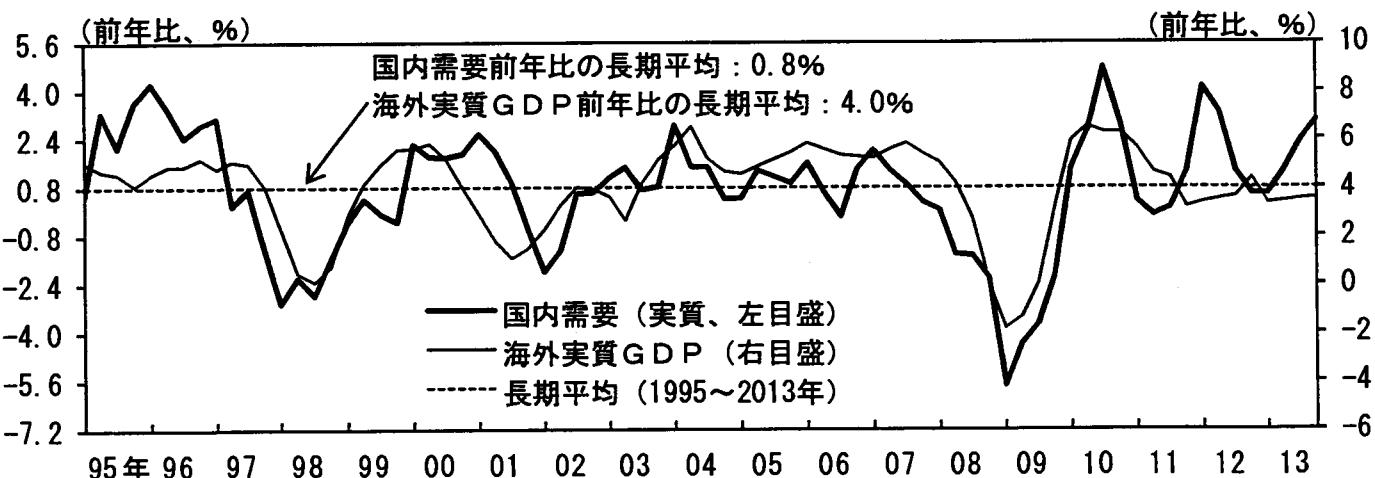
(2) 貿易収支変動の要因分解

(2010/10対比乖離幅、寄与度、兆円)



(注) 貿易統計ベース。実質輸出入と輸出入価格の交差項などは、各要因に案分して計上。

(3) 内外景気格差の推移



(注) 海外実質GDPは、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。

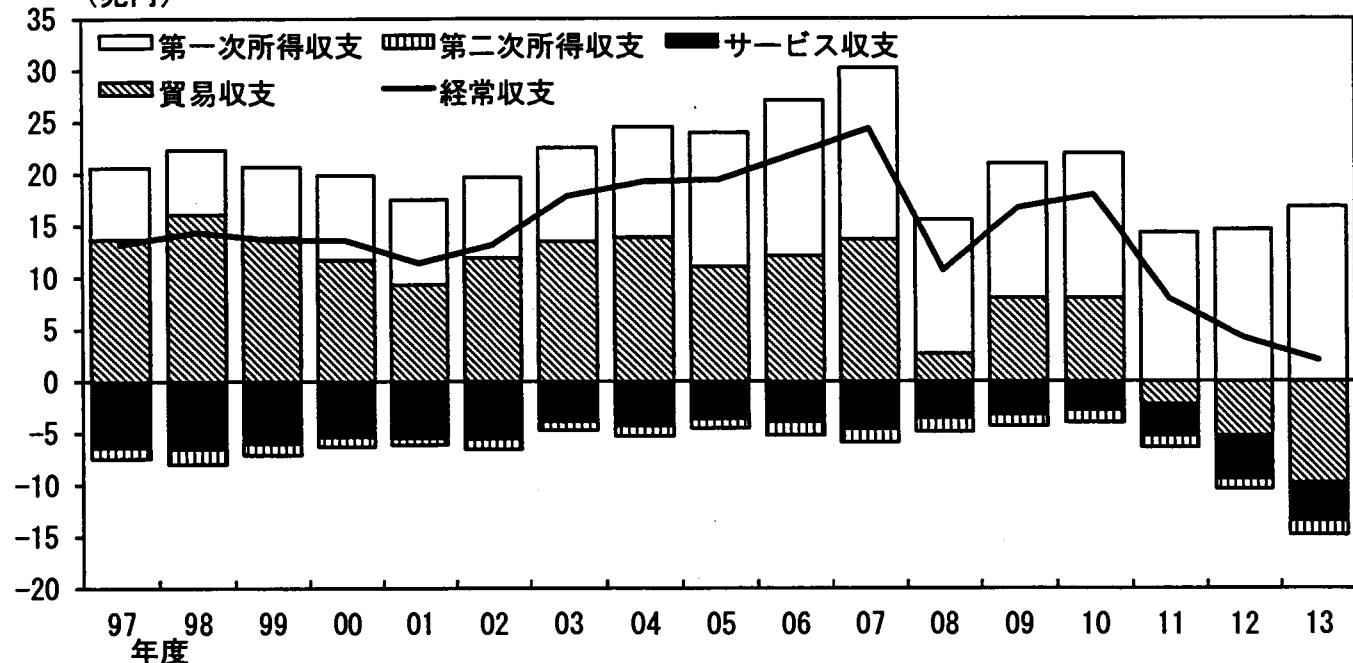
(資料) 財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」、内閣府「国民経済計算」、Bloomberg、C E I C、I M F 「World Economic Outlook」等

(図表31)

経常収支と貯蓄投資バランス

(1) 経常収支の内訳

(兆円)

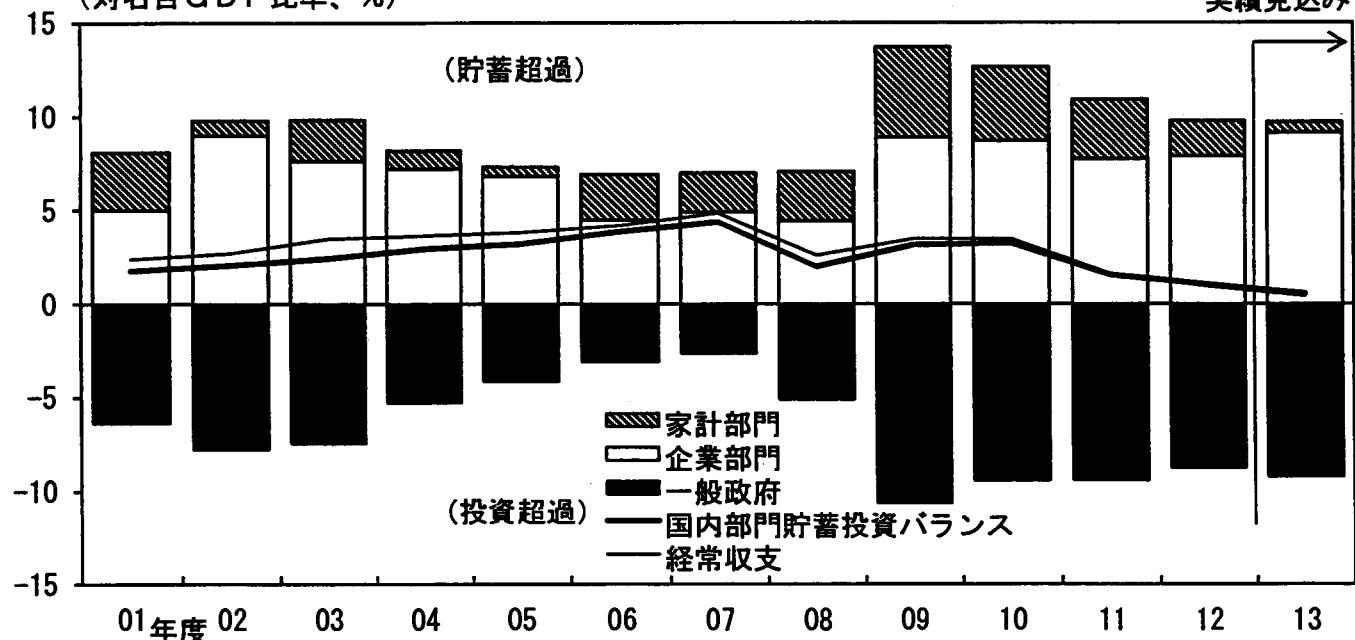


(注) 2013年度は、2013/4～2014/2月の年率換算値。

(2) 貯蓄投資バランス

(対名目GDP比率、%)

実績見込み



- (注) 1. 全ての計数について、図表27(1)と同じ処理を施した実勢ベース。
 2. 2013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（2014/1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. 2013年度の名目GDP、民間最終消費支出および民間住宅投資は、2013/2～4Qの前年比を用いて算出。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（2012年度名目GDP比率 -0.1%）を差し引くことにより算出。

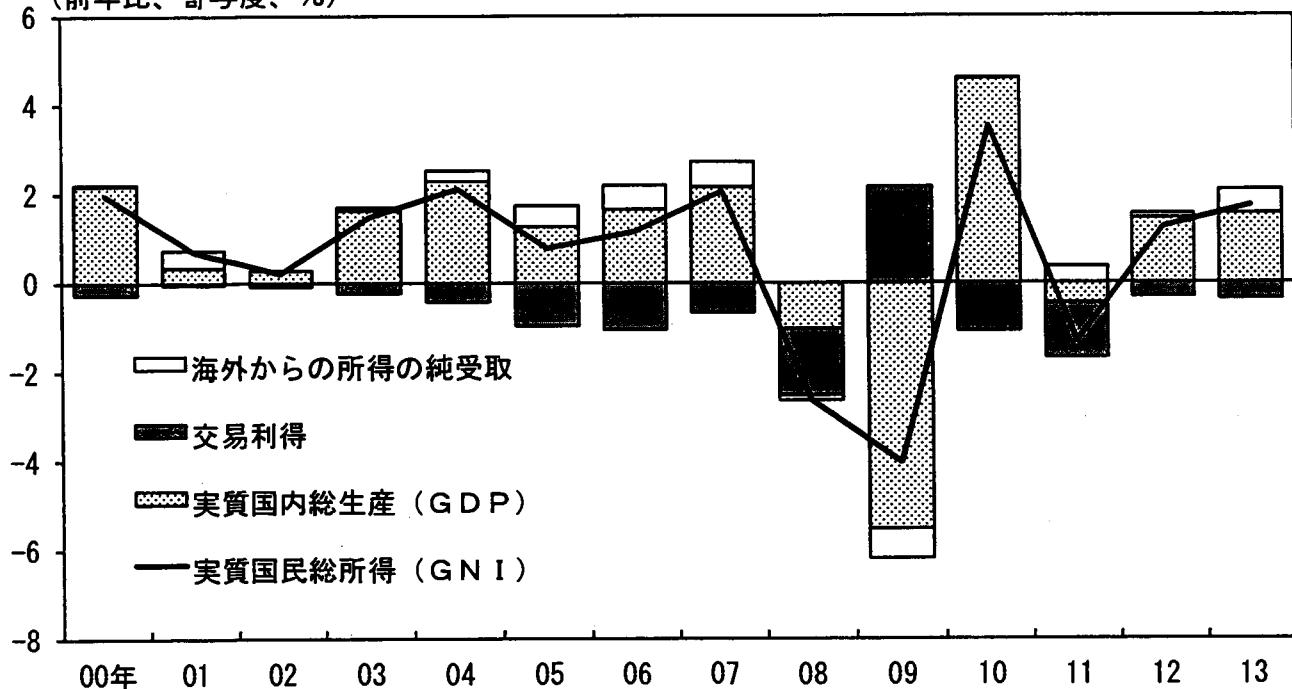
(資料) 内閣府「国民経済計算」「中長期の経済財政に関する試算」、財務省・日本銀行「国際収支状況」

(図表3-2)

マクロの所得形成と企業収益

(1) マクロの所得形成

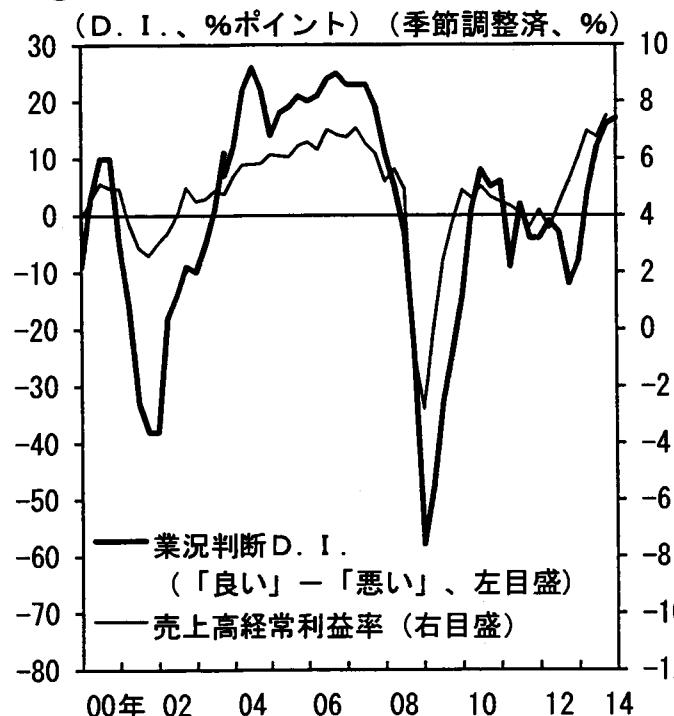
(前年比、寄与度、%)



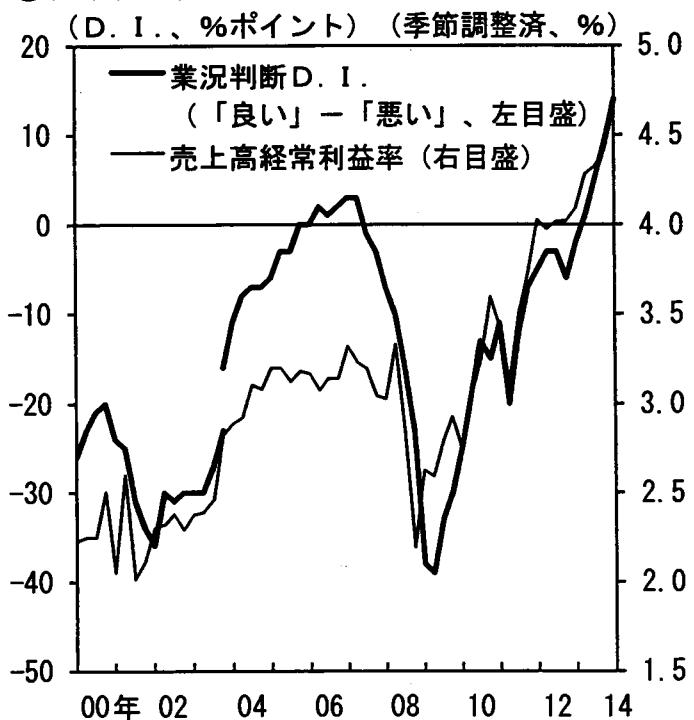
(注) 実質国民総所得 (GNI) = 実質国内総生産 (GDP) + 交易利得 + 海外からの所得の純受取
交易利得 = 名目純輸出／輸出・輸入デフレーターの加重平均 - 実質純輸出

(2) 企業のコンフィデンスと利益率

① 製造業大企業



② 非製造業全規模 (利益率は除く電気業)



(注) 1. 業況判断 D.I. 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。

2. 売上高経常利益率は、X-12-ARIMAによる季節調整値。

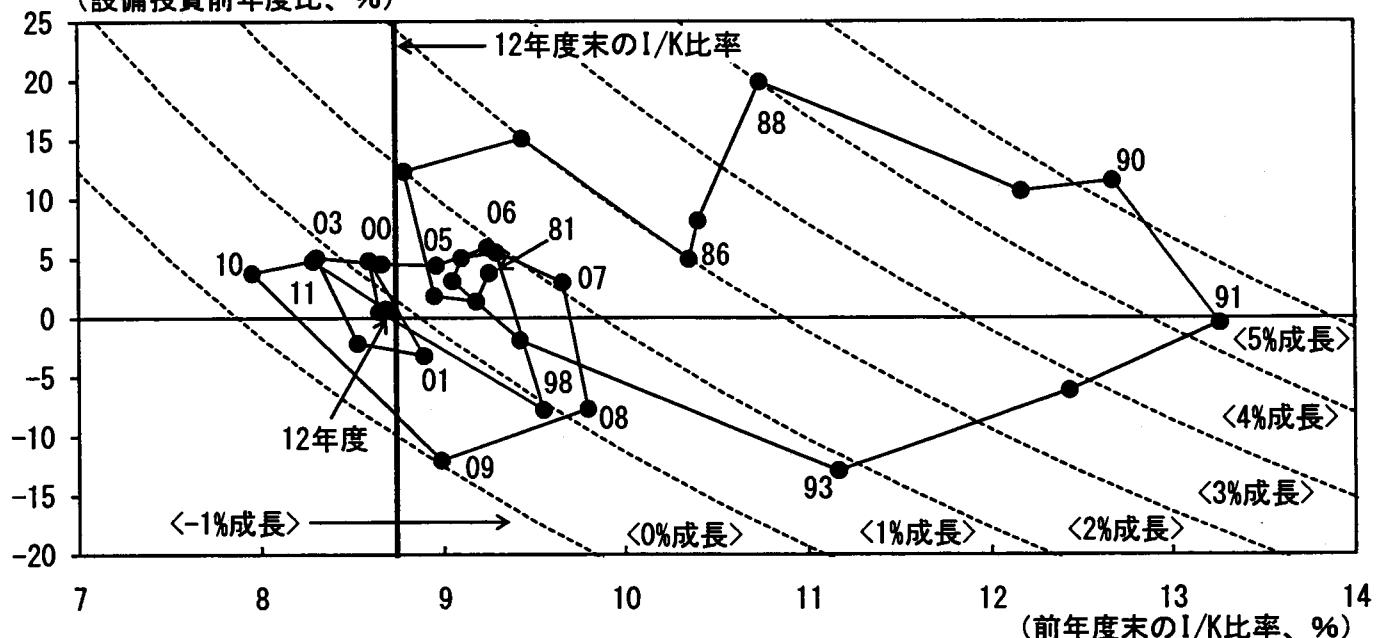
(資料) 内閣府「国民経済計算」、財務省「法人企業統計季報」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

(図表33)

資本ストック循環と設備投資計画

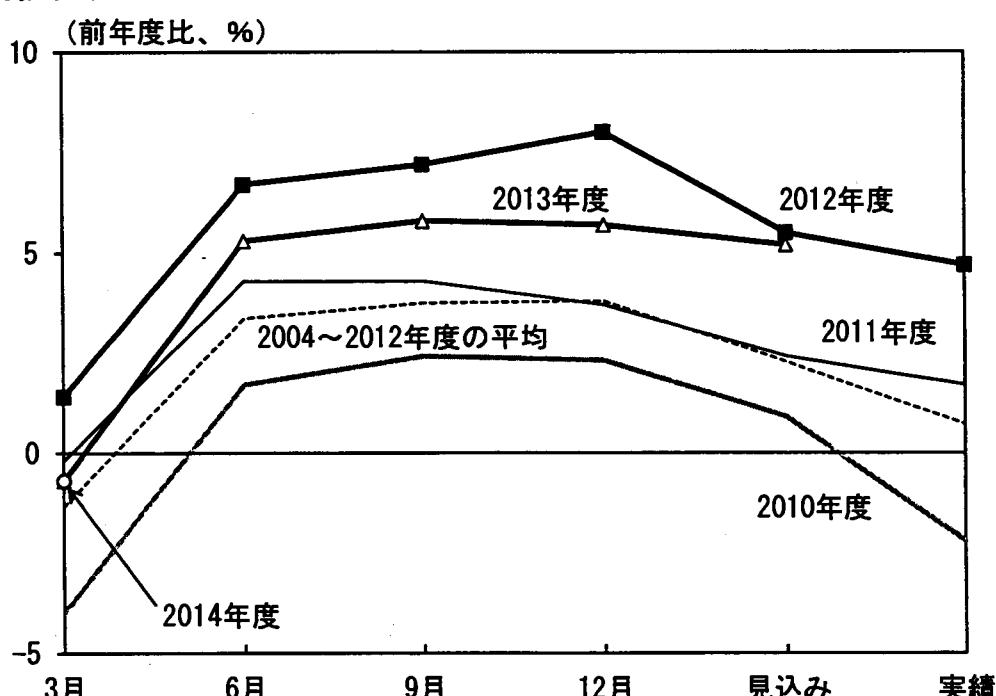
(1) 資本ストック循環

(設備投資前年度比、%)



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



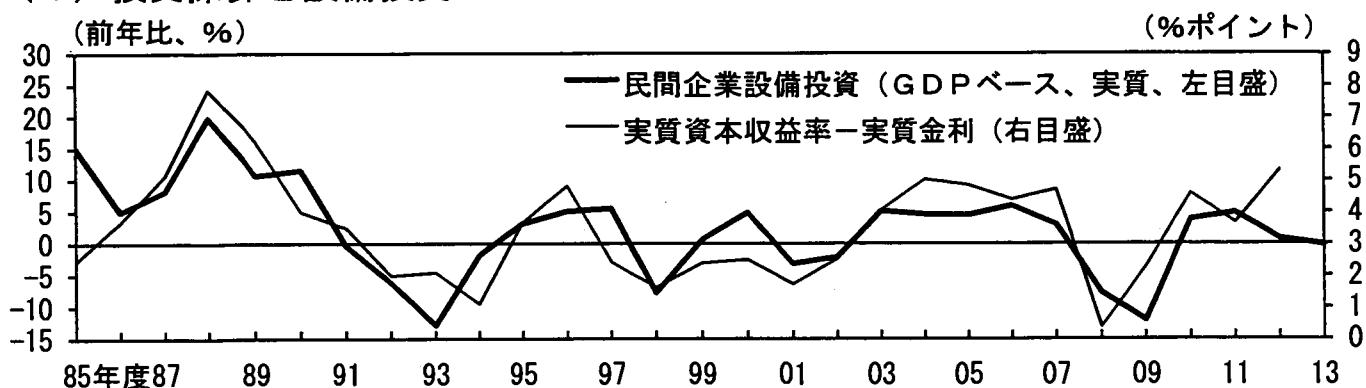
(注) ソフトウェア投資額を含み、土地投資額は含まない。

(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」

(図表34)

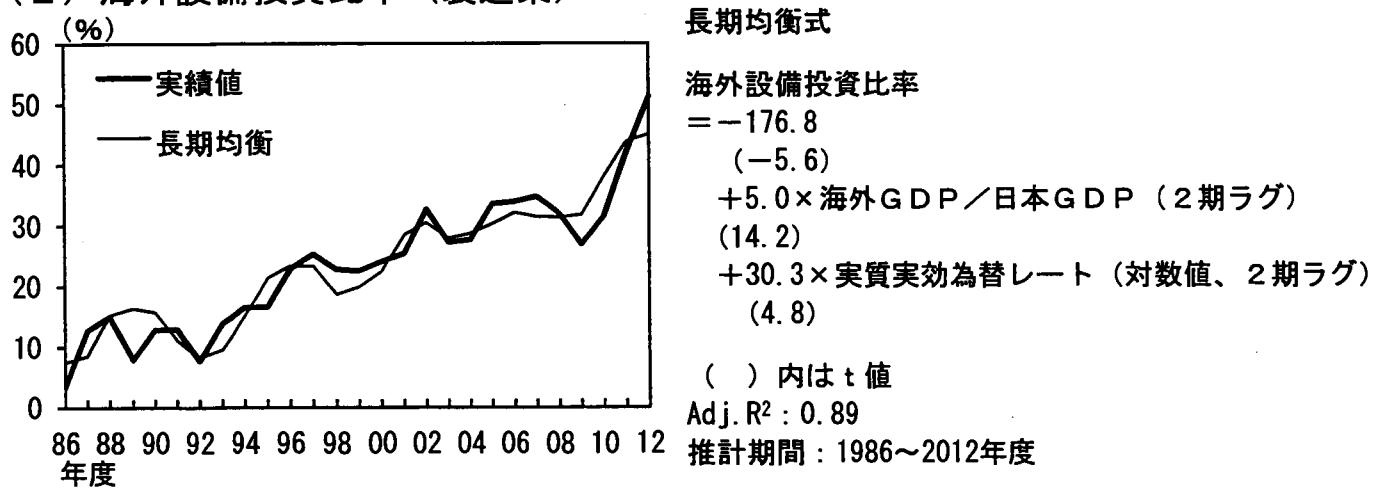
設備投資を取り巻く環境

(1) 投資採算と設備投資



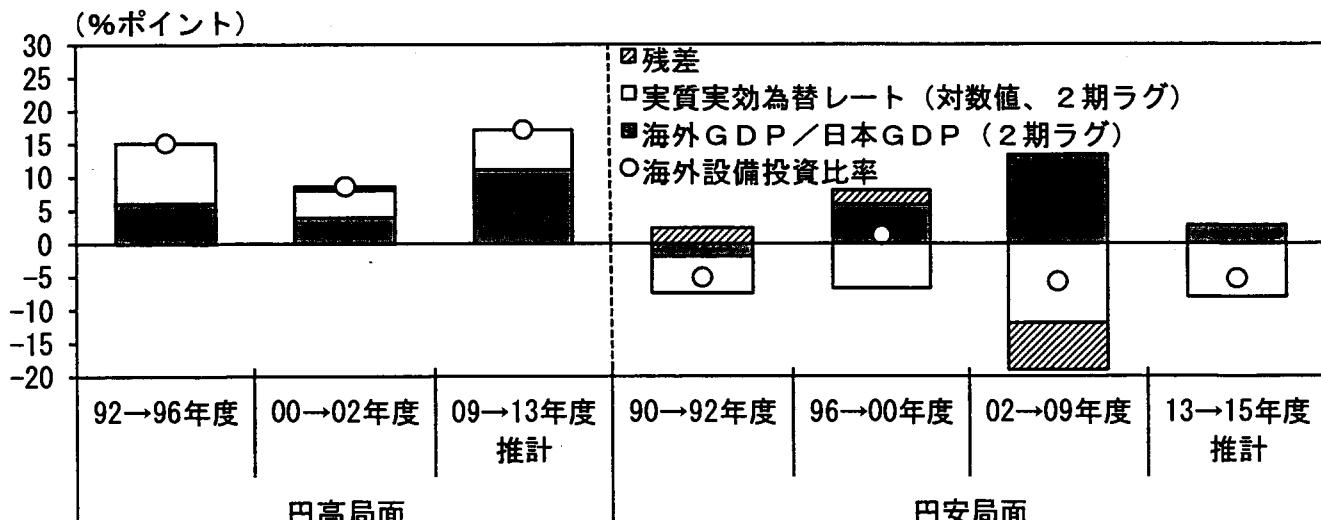
- (注) 1. 2013年度は、2013/2~4Qの値を用いて算出。
 2. 実質資本収益率=実質営業余剰/実質資本ストック×100
 3. 実質金利=長期プライムレート-1年先の内需デフレーター-前年比

(2) 海外設備投資比率 (製造業)



- (注) 海外設備投資比率=海外設備投資額/国内設備投資額
 設備投資額は、国内は短観(除くソフトウェア)、海外は海外事業活動基本調査の計数を使用。
 海外GDP/日本GDPは、IMFベース(暦年値、購買力平価基準)(下の図表も同じ)。

(3) 海外設備投資比率の変化幅の要因分解 (製造業)



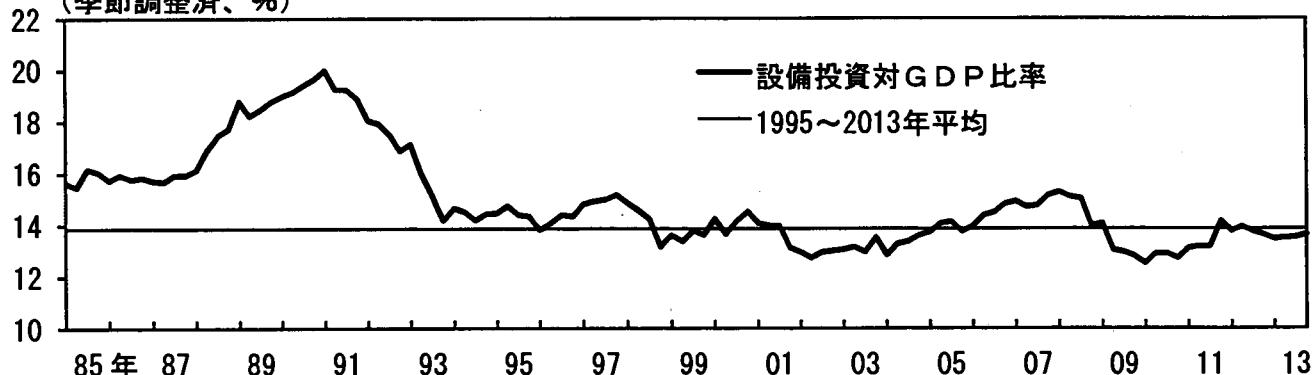
(資料) 内閣府「国民経済計算」、IMF「World Economic Outlook」、BIS、
 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、経済産業省「海外事業活動基本調査」等

(図表35)

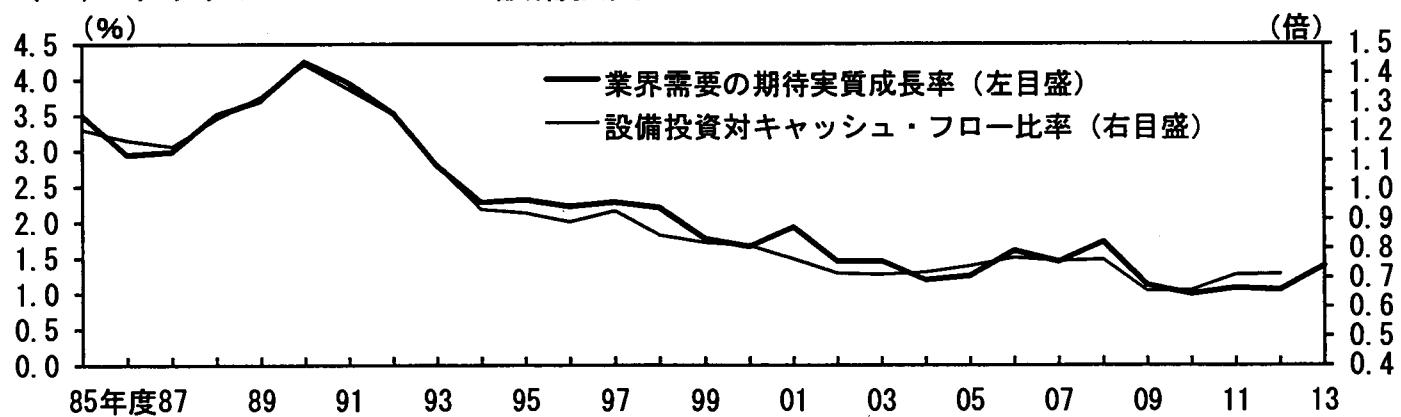
設備投資の水準評価

(1) 設備投資対GDP比率(名目)

(季節調整済、%)

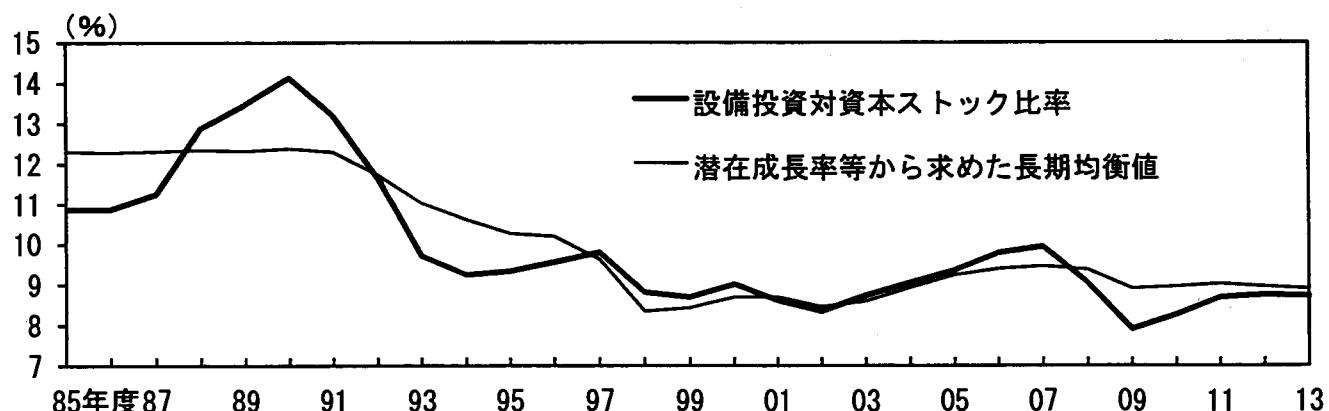


(2) キャッシュ・フローと設備投資



- (注) 1. 業界需要の期待実質成長率は、企業行動に関するアンケート調査の業界需要の実質成長率の見通し（次年度、今後3年間、今後5年間）に基づいて算出した、最終年の期待実質成長率。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})



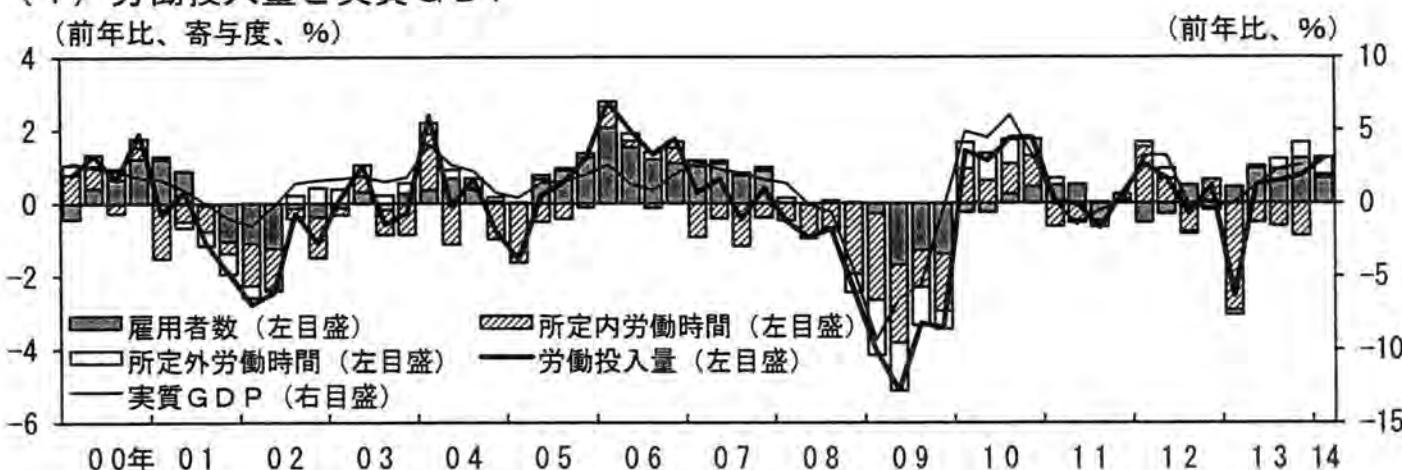
- (注) 1. 2013年度は、2013/2~4Qの値。
 2. $(I_t/I_{t-1}) \cdot (I_t/K_{t-1}) = \text{期待成長率} + \text{資本係数のトレンド成長率} + \text{減耗率}$ の関係（図表33の説明参照）から、潜在成長率と整合的な設備投資対資本ストック比率を求める。
 $I_t/K_{t-1} = \text{潜在成長率} + \text{資本係数のトレンド成長率} + \text{減耗率}$ となる。これを潜在成長率等から求めた長期均衡値としている。

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

(図表36)

労働需給

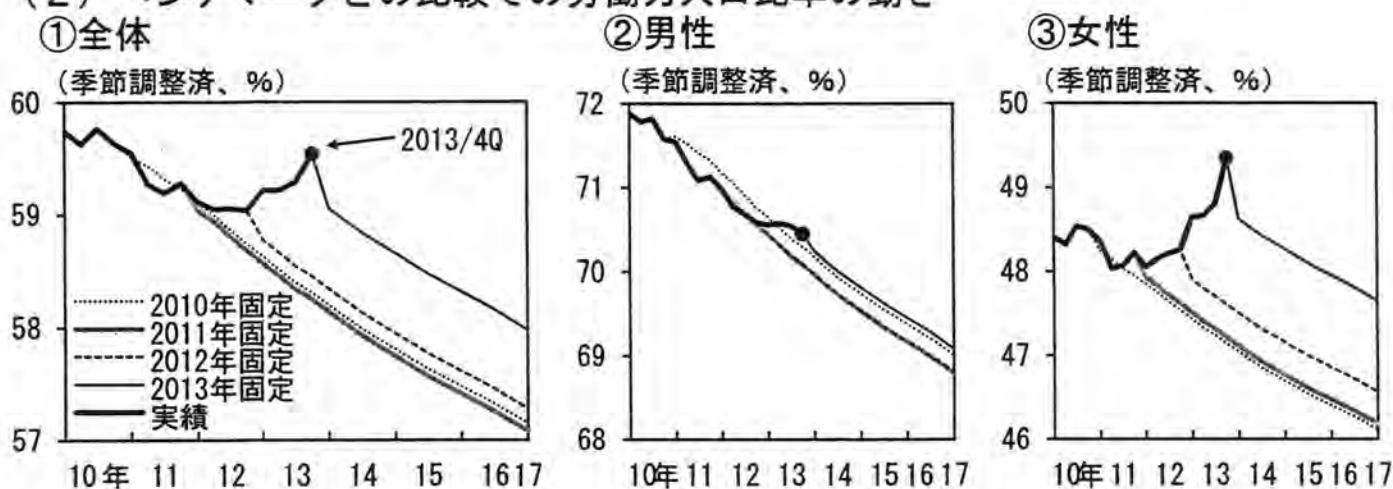
(1) 労働投入量と実質GDP



(注) 1. 2014/1Qは、1~2月の前年同期比。

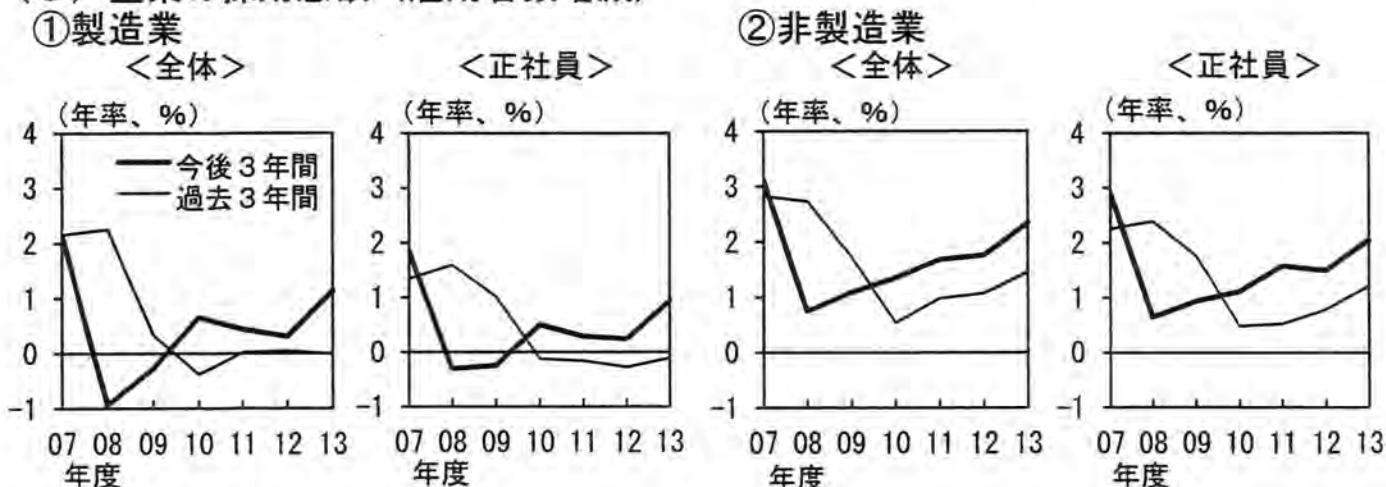
2. 労働投入量=雇用者数(労働力調査)×総実労働時間(所定内労働時間+所定外労働時間)

(2) ベンチマークとの比較での労働力人口比率の動き



(注) 各年固定の値は、男女別各年齢階級(5歳階級)において、労働力人口比率が当該年平均で先行き一定と仮定した時、年齢別人口構成比の変化によって労働力人口比率がどのように推移するかをみたもの。分母の15歳以上人口は、いずれのベンチマークを計算する際も同じデータを使用。

(3) 企業の採用意欲(雇用者数増減)



(注) 過去3年間は當年度を含むが、今後3年間は當年度を含まない。

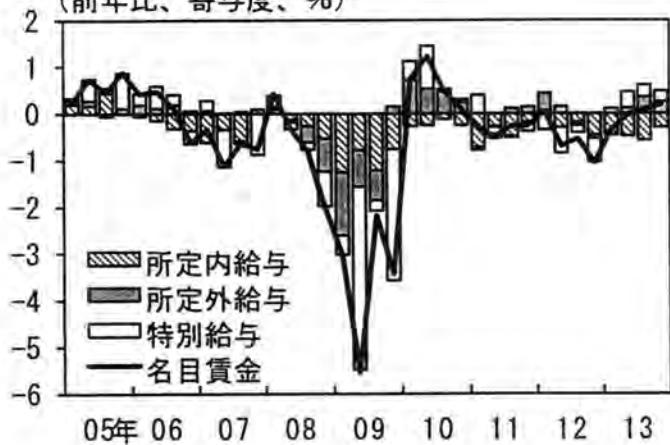
(資料) 内閣府「国民経済計算」「企業行動に関するアンケート調査」、総務省「労働力調査」、厚生労働省「毎月勤労統計」、国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口」

(図表37)

最近の賃金の動き

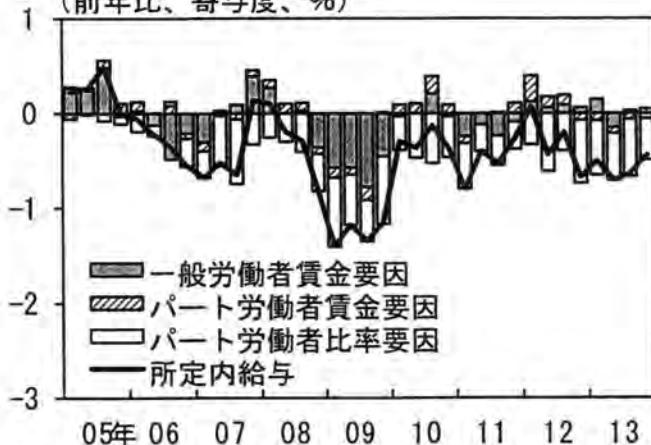
(1) 名目賃金

(前年比、寄与度、%)



(2) 所定内給与

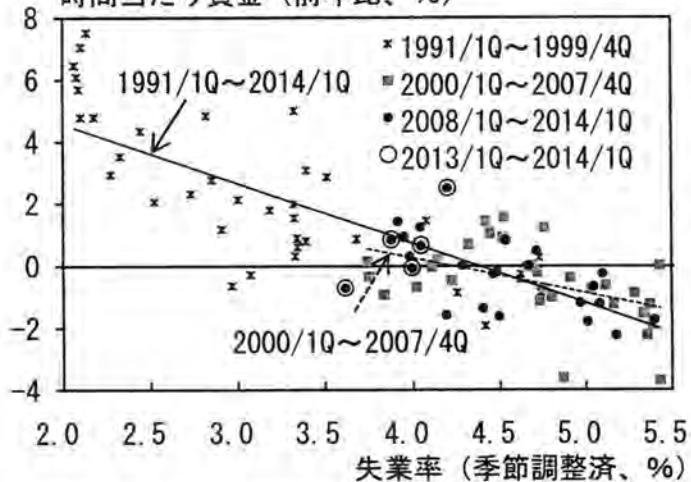
(前年比、寄与度、%)



(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。

(3) 失業率と時間当たり賃金

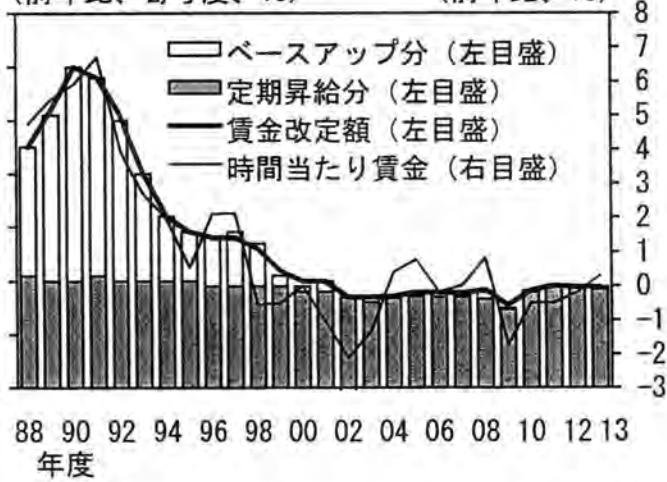
時間当たり賃金 (前年比、%)



(4) 時間当たり賃金と定期昇給・ベア

(前年比、寄与度、%)

(前年比、%)

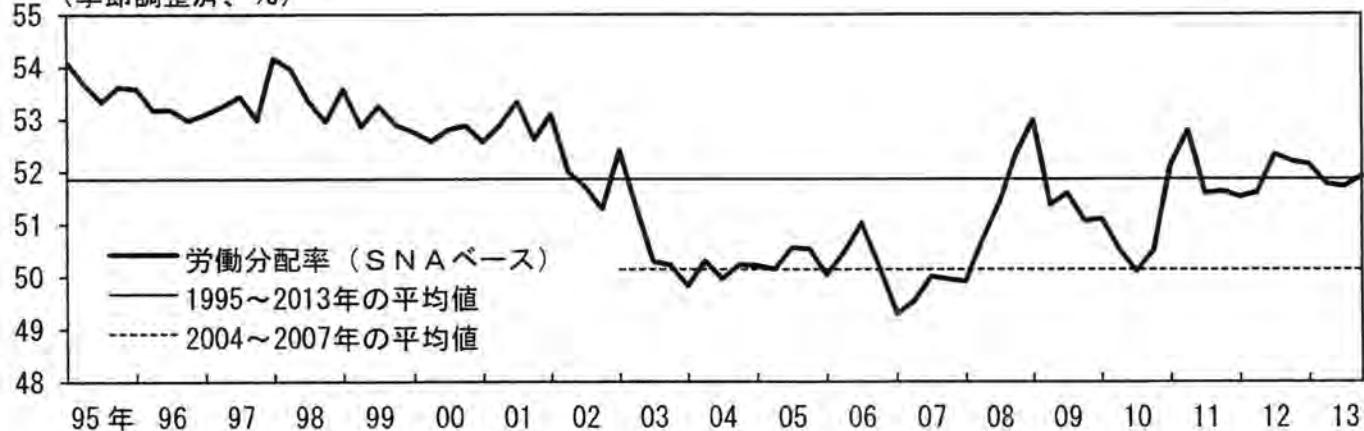


(注) 1. (3) の2014/1Qは、1~2月の値。

2. (4) の賃金改定額は、所定内賃金ベース。時間当たり賃金は、1990年度までは事業所規模30人以上の計数、2013年度は2013/4~2014/2月の前年同期比。

(5) 労働分配率

(季節調整済、%)



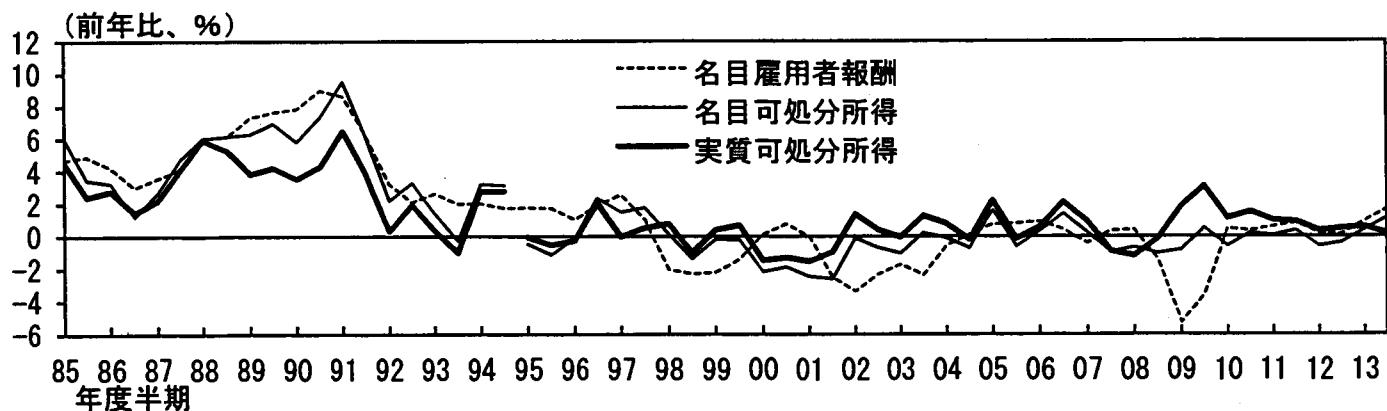
(注) 労働分配率=名目雇用者報酬／名目GDP×100

(資料) 厚生労働省「毎月勤労統計」、総務省「労働力調査」、内閣府「国民経済計算」、中央労働委員会「賃金事情等総合調査」

(図表38)

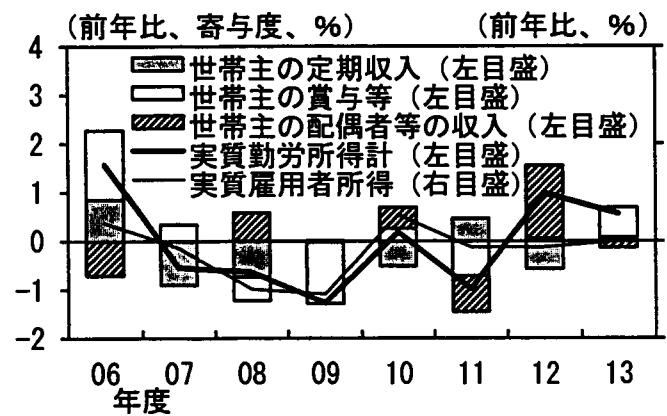
個人消費を巡る環境

(1) 雇用者報酬と可処分所得



- (注) 1. 名目雇用者報酬の2013年度下半期は、2013/4Q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. 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（4）も同じ）。

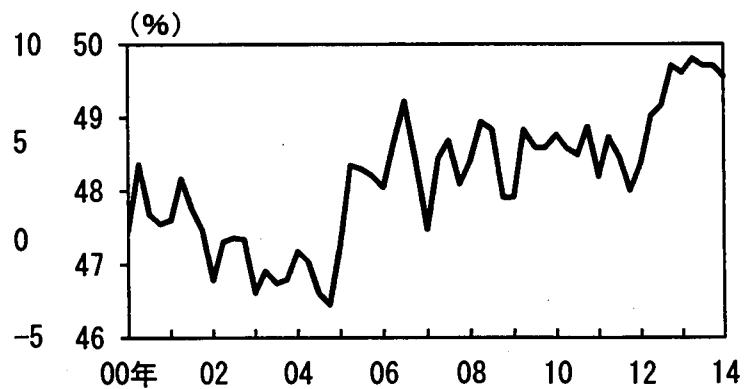
(2) 実質勤労所得の推移



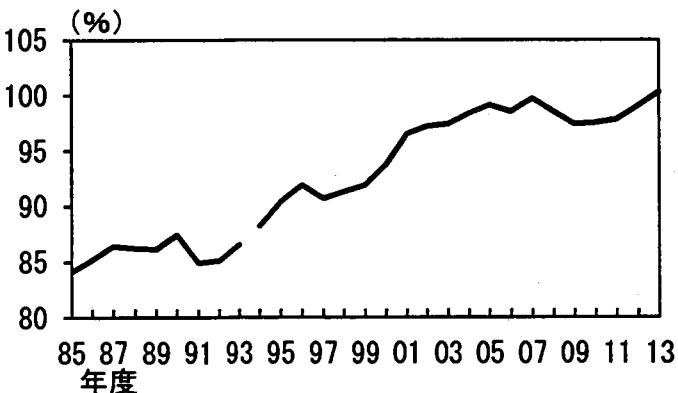
- (注) 1. 実質雇用者所得以外は、二人以上の世帯のうち勤労者世帯（農林漁家世帯を除く）の計数。
 2. (2) の実質勤労所得は、CPI（持家の帰属家賃を除く総合）で実質化。世帯主の賞与等は、
 賞与と臨時収入の合計。世帯主の配偶者等の収入は、配偶者と他の世帯構成員の収入の合計。
 実質雇用者所得＝雇用者数（労働力調査）×実質賃金（毎月勤労統計）
 2013年度は、2013/4～2014/2月の前年同期比。

3. (3) の2014/1Qは、1～2月の値。

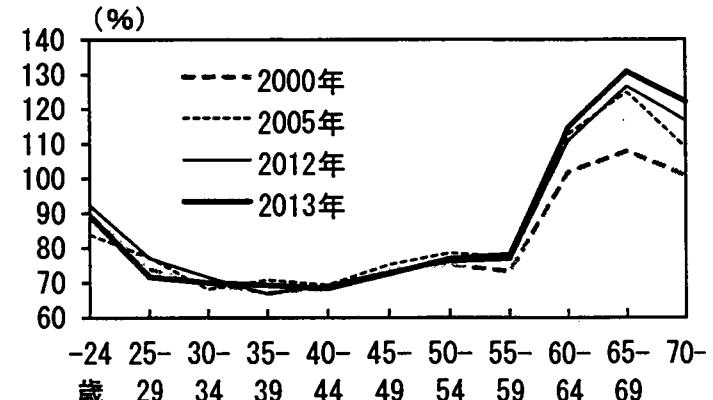
(3) 一世帯当たりの有業人数割合



(4) マクロの消費性向



(5) 年齢階層別の消費性向



- (注) 1. (4) 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. (5) 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。

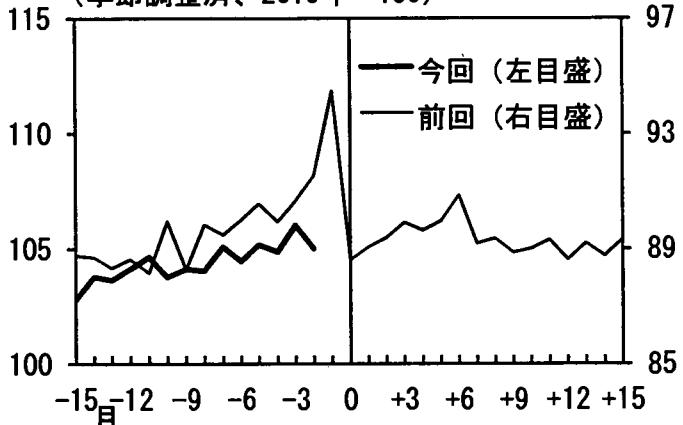
(資料) 内閣府「国民経済計算」、総務省「家計調査報告」「消費者物価指数」、各年度予算書等

(図表39)

消費税率引き上げ前後の家計支出関連の動き

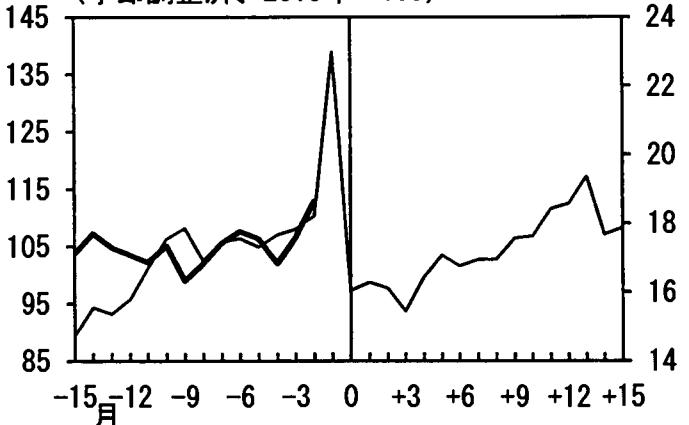
(1) 消費総合指数

(季節調整済、2010年=100)



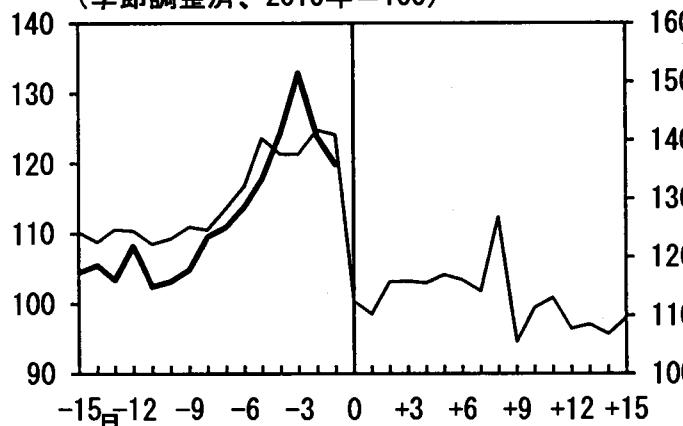
(2) 家電販売額 (実質)

(季節調整済、2010年=100)



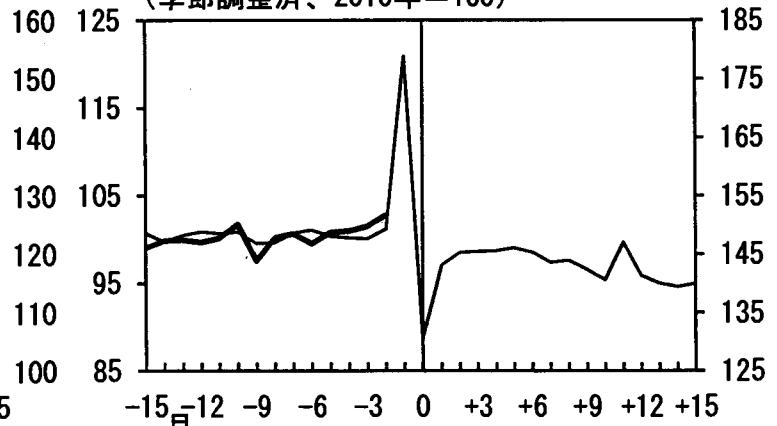
(3) 新車登録台数 (乗用車<含む軽>)

(季節調整済、2010年=100)



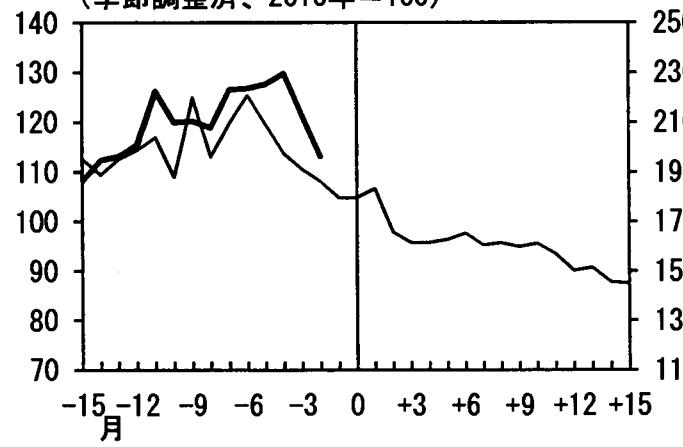
(4) 全国百貨店売上高 (名目)

(季節調整済、2010年=100)



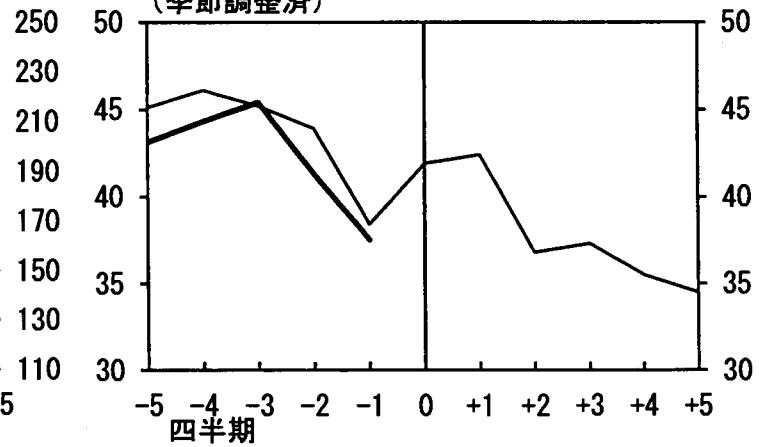
(5) 新設住宅着工戸数

(季節調整済、2010年=100)



(6) マインド (消費動向調査)

(季節調整済)



(注) 1. 0月は、消費税率引き上げ月（前回：1997/4月、今回：2014/4月）を示す。

(6) の0四半期は、消費税率引き上げ月を含む四半期を示す。

2. (2)～(4)は、X-12-ARIMAによる季節調整値。

3. (4)は、店舗調整後ベース。

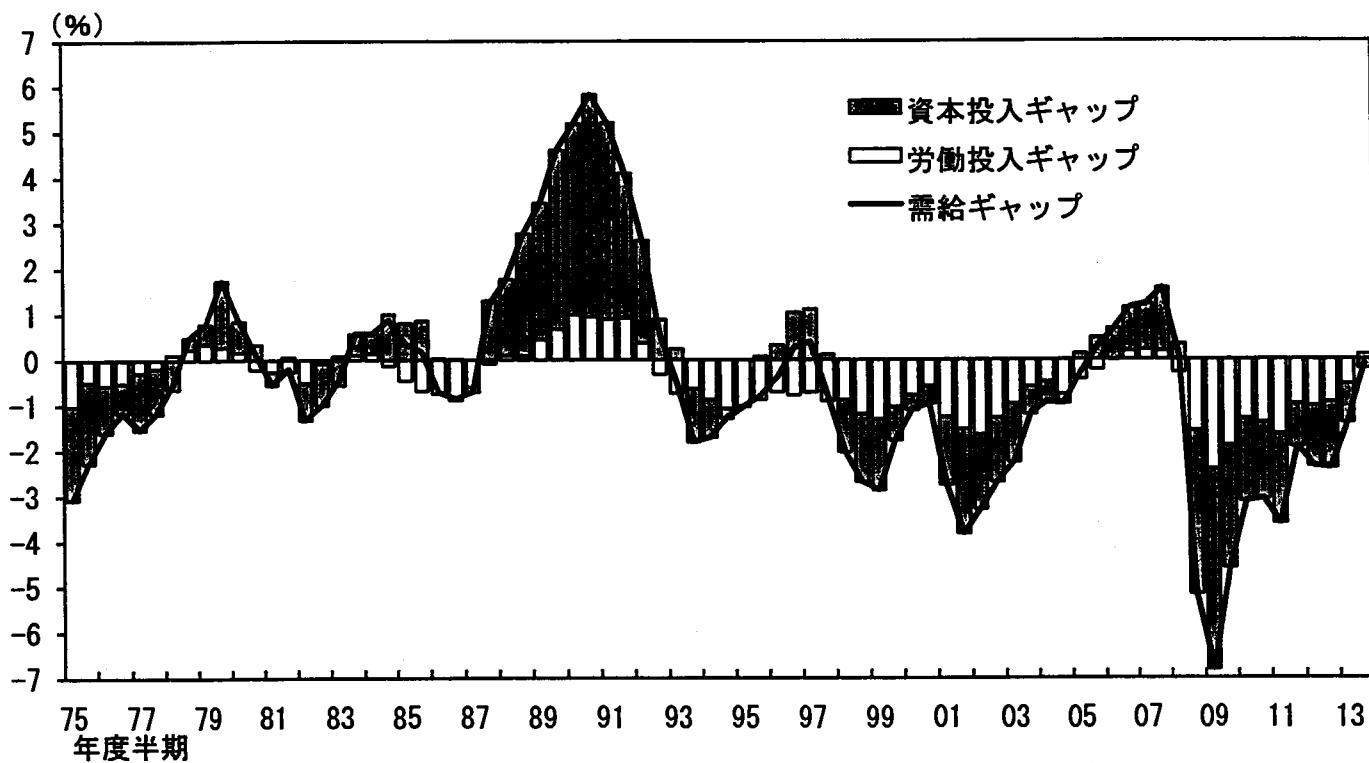
4. (1)～(5)は、消費税率引き上げの前年における今回と前回の平均的な水準の比に合うように、左右の目盛幅の比を調整。

5. (6)は、前回が四半期末ごとの調査であったため、今回（月次調査）も各四半期末月の計数を利用。なお、今回の-5四半期は試験調査による参考値。

(資料) 内閣府「消費総合指数」「消費動向調査」、経済産業省「商業販売統計」、日本自動車販売協会連合会「自動車国内販売」、国土交通省「建築着工統計」等

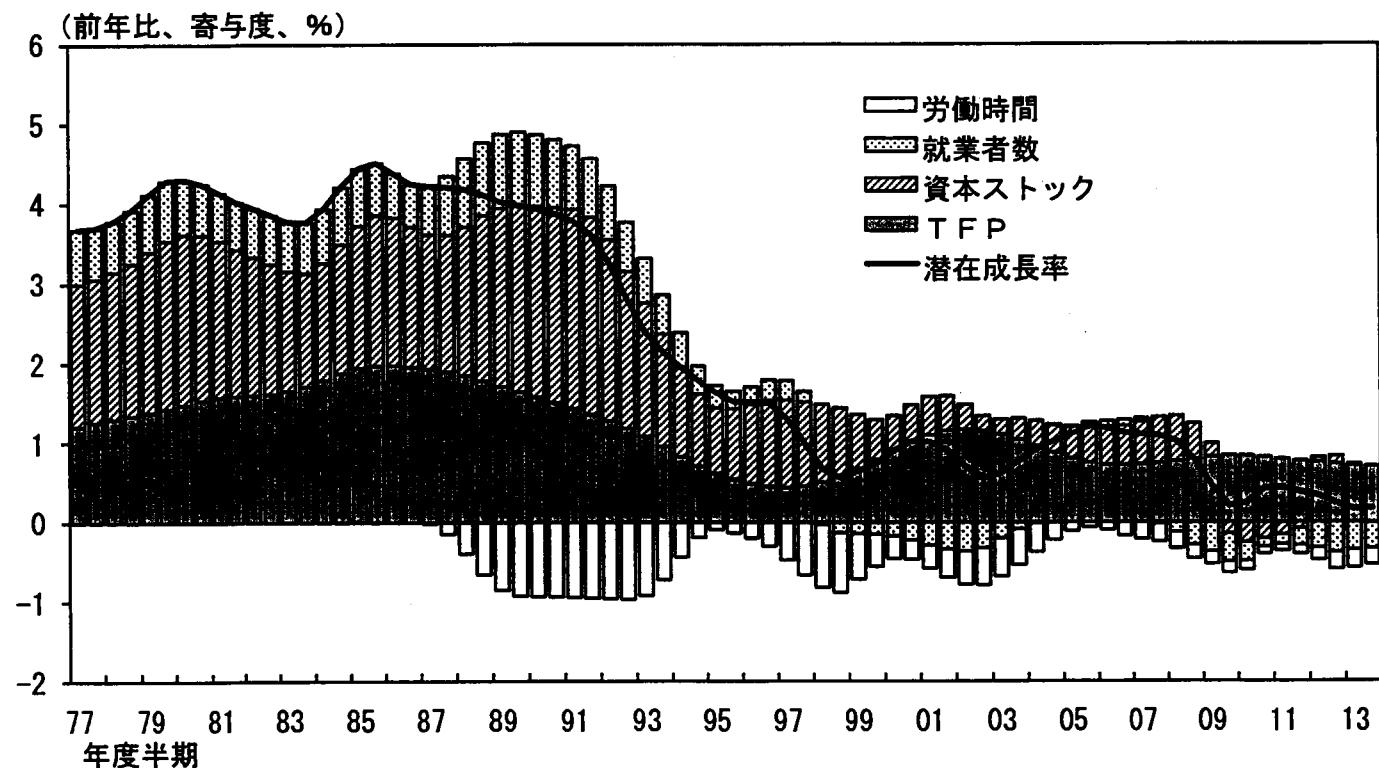
需給ギャップと潜在成長率

(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年度下半期は、2013/4Qの値(下の図表も同じ)。

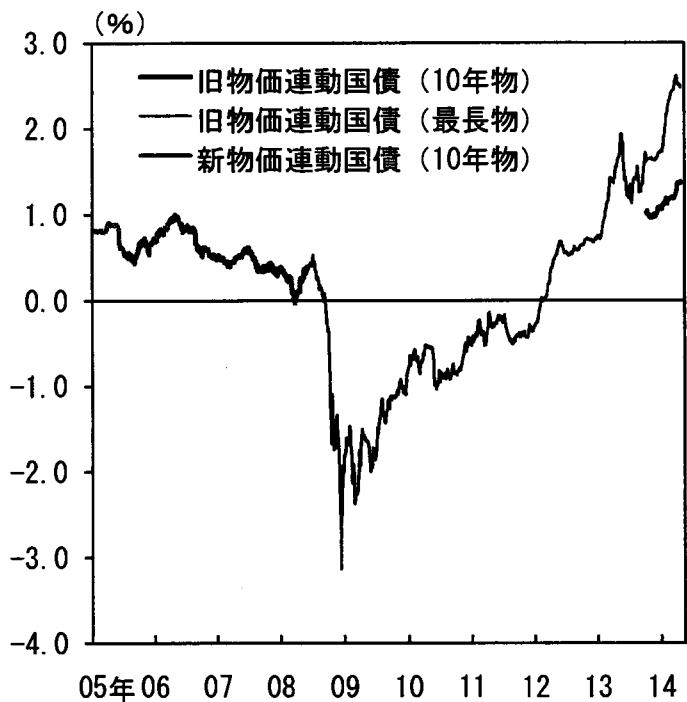
(2) 潜在成長率



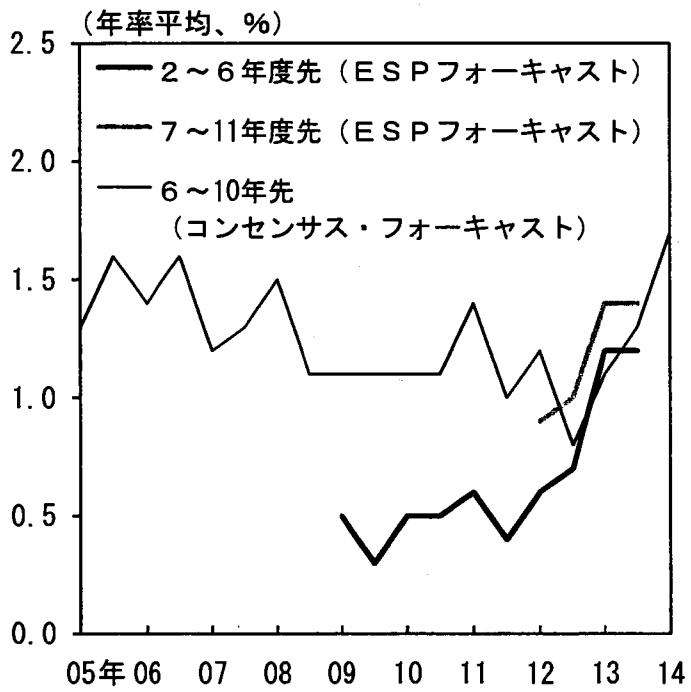
(資料) 内閣府「国民経済計算」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、総務省「労働力調査」、厚生労働省「毎月勤労統計」「職業安定業務統計」、経済産業省「鉱工業指数統計」等

(図表4-1)

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

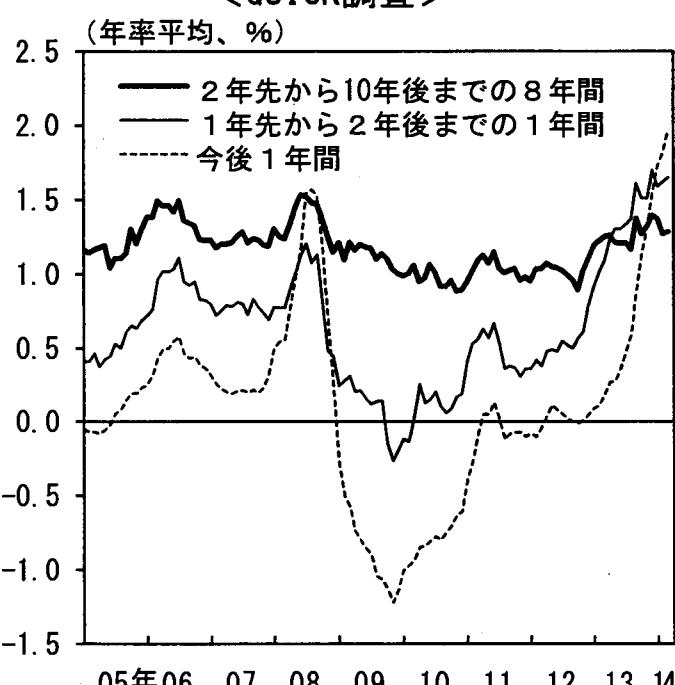


(注) 1. (1) のBEIは、固定利付国債利回り－物価連動国債利回り。物価連動国債のうち、2013/10月以降に発行されたものを新物価連動国債、それ以外を旧物価連動国債と呼称。旧物価連動国債の最長物は、16回債（2018/6月償還の銘柄）の利回りを用いて算出。

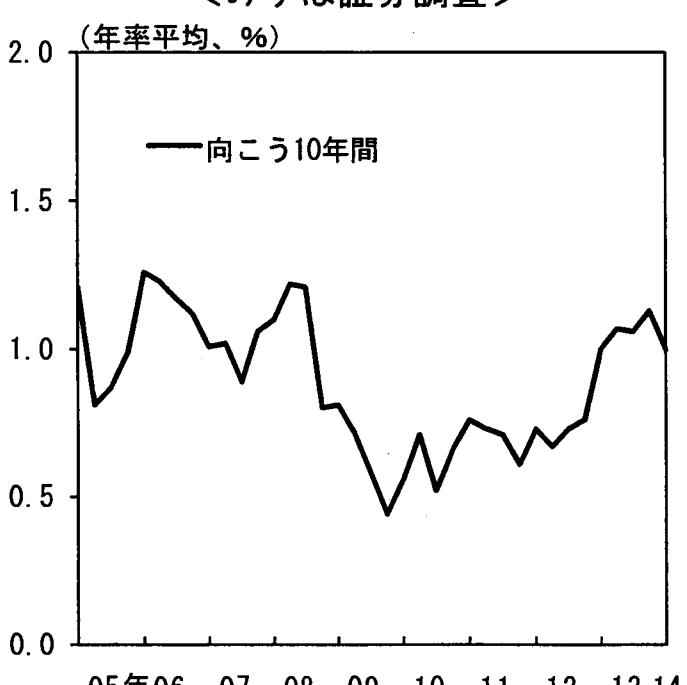
2. (2) のESP フォーキャストは、消費税率引き上げの影響を除くベース。

(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、消費税率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、消費税率引き上げの影響を除くベース。

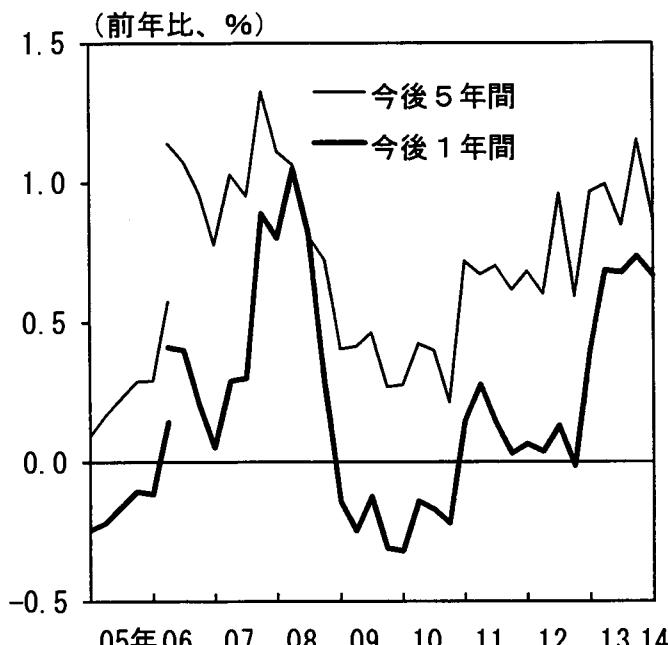
(資料) Consensus Economics「コンセンサス・フォーキャスト」、JCER「ESP フォーキャスト」、QUICK「QUICK月次調査（債券）」、みずほ証券「Investor Survey」、Bloomberg

(図表4-2)

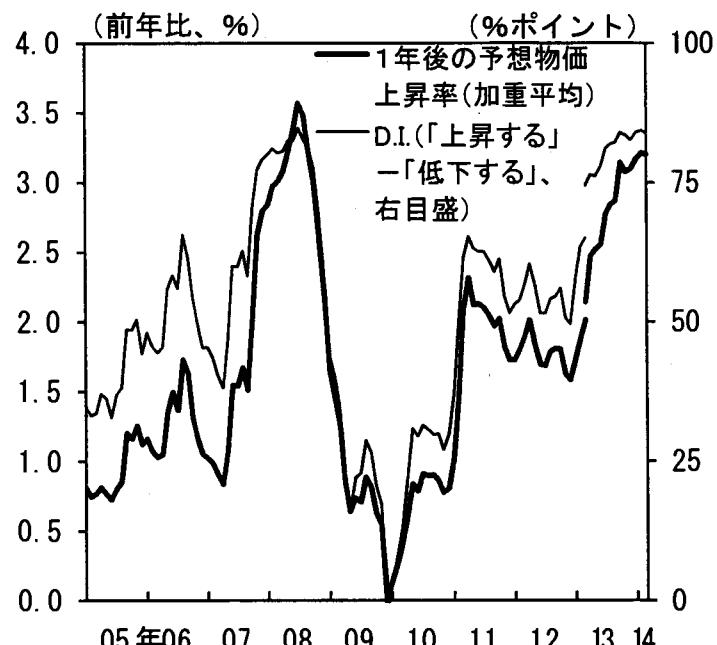
予想物価上昇率(2)

(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>



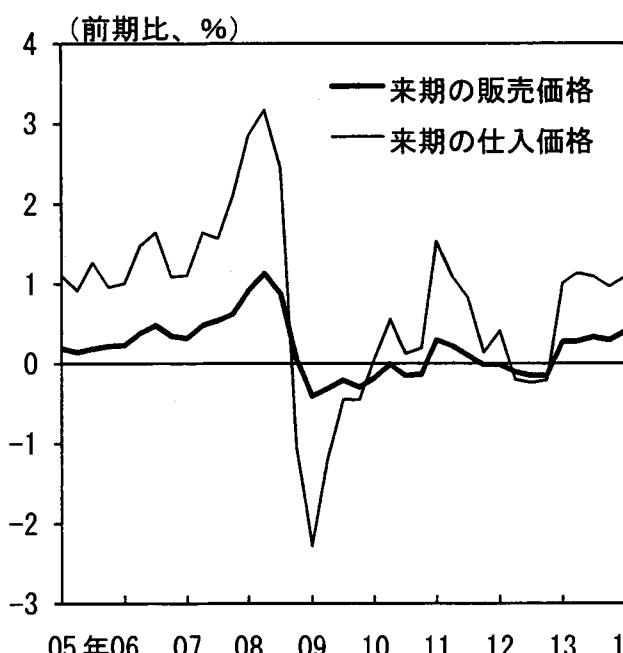
<消費動向調査>



- (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」（2008/12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)

<価格判断(製造業全規模)からの推計> <物価見通し(全産業全規模、平均値)>



物価全般

	1年後	3年後	5年後
2014/3月	1.5	1.7	1.7

販売価格

	1年後	3年後	5年後
2014/3月	1.1	1.8	2.1

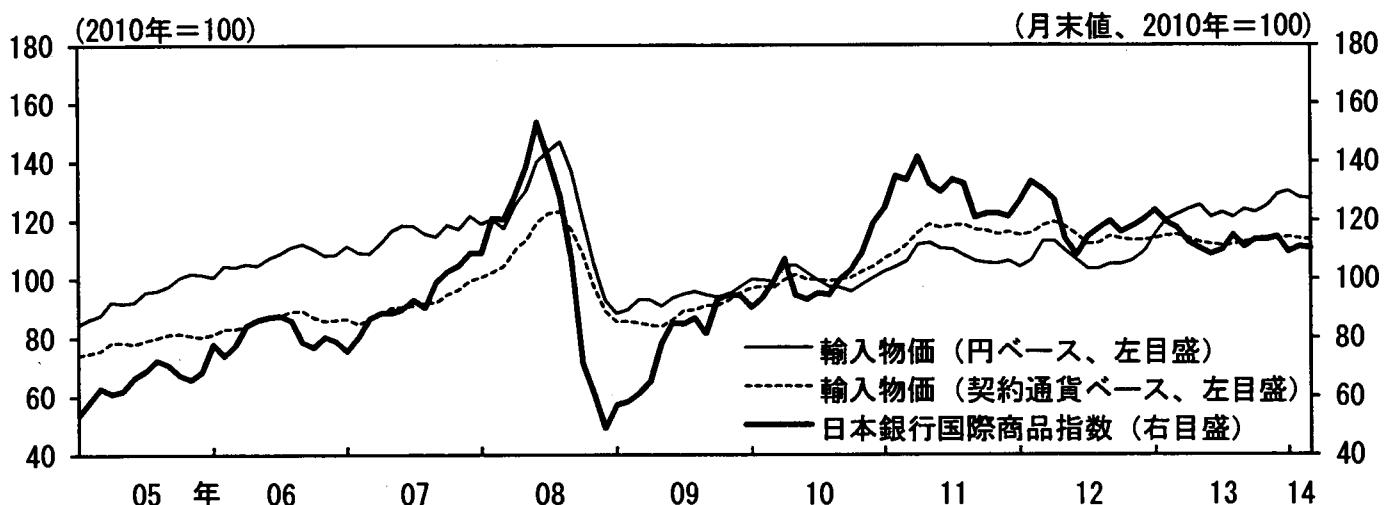
(注) 物価見通しは、消費税率引き上げの影響を除くベース。

(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」

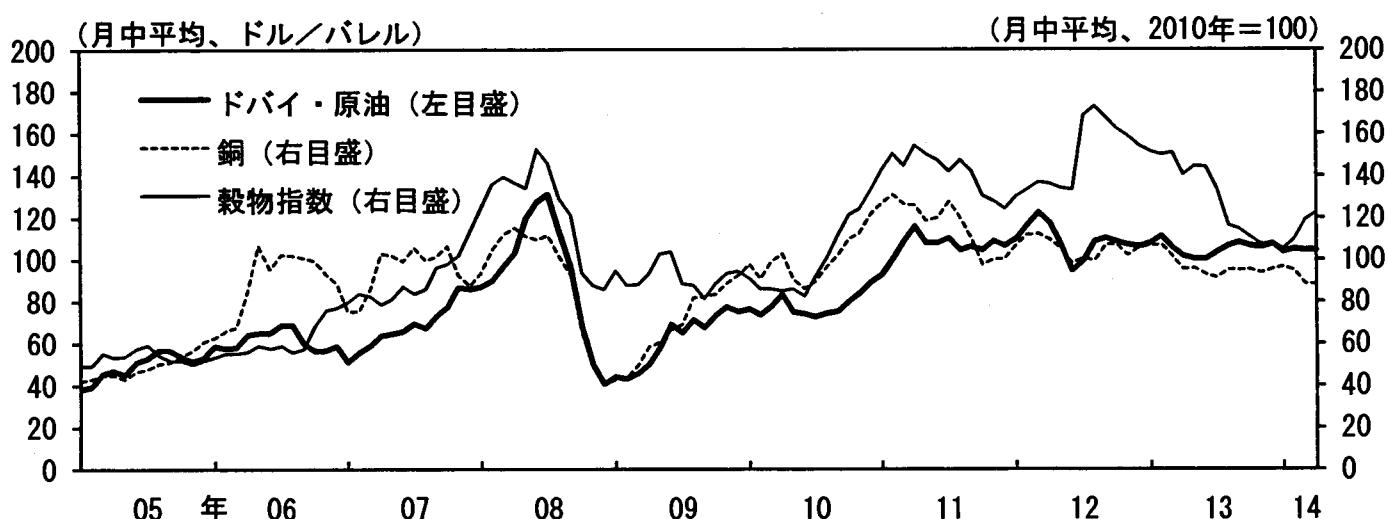
(図表4-3)

輸入物価と国際商品市況

(1) 輸入物価と国際商品指数

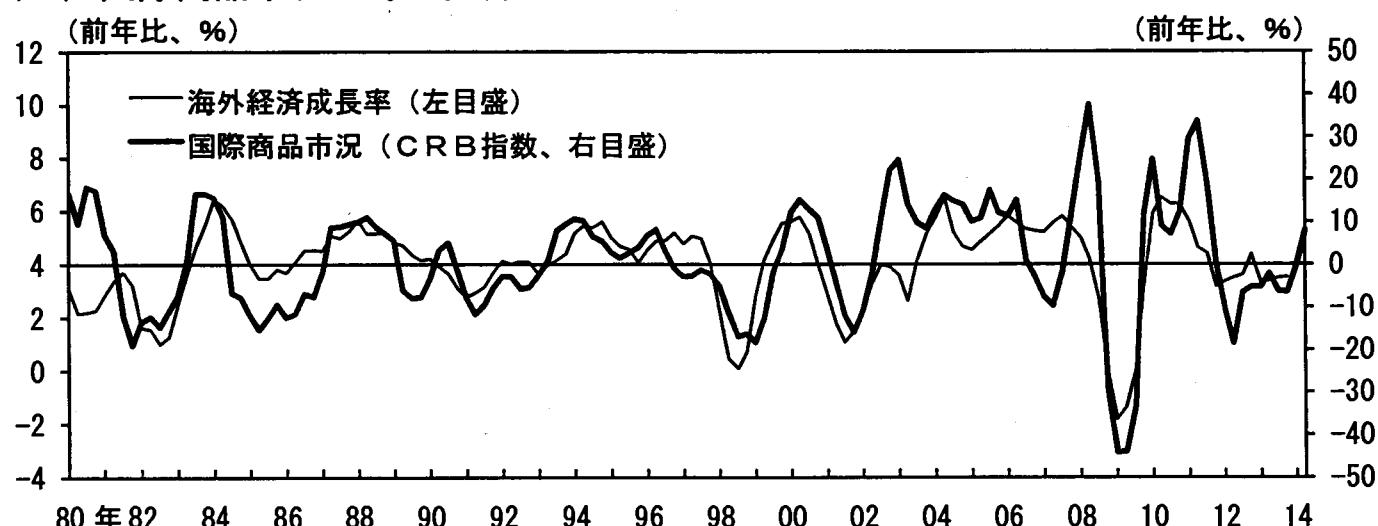


(2) 原油・非鉄金属・穀物価格



(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

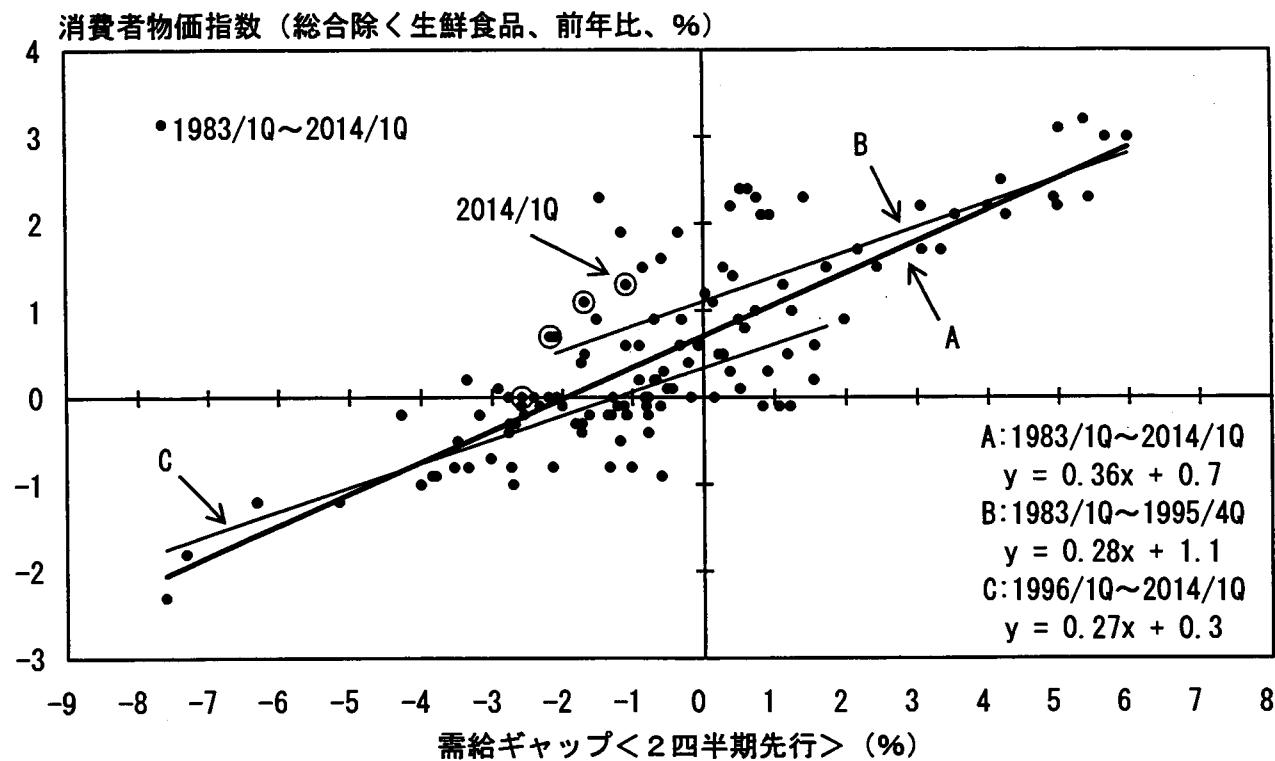


(資料) 日本銀行「企業物価指数」「日本銀行国際商品指数」、IMF「World Economic Outlook」等

(図表44)

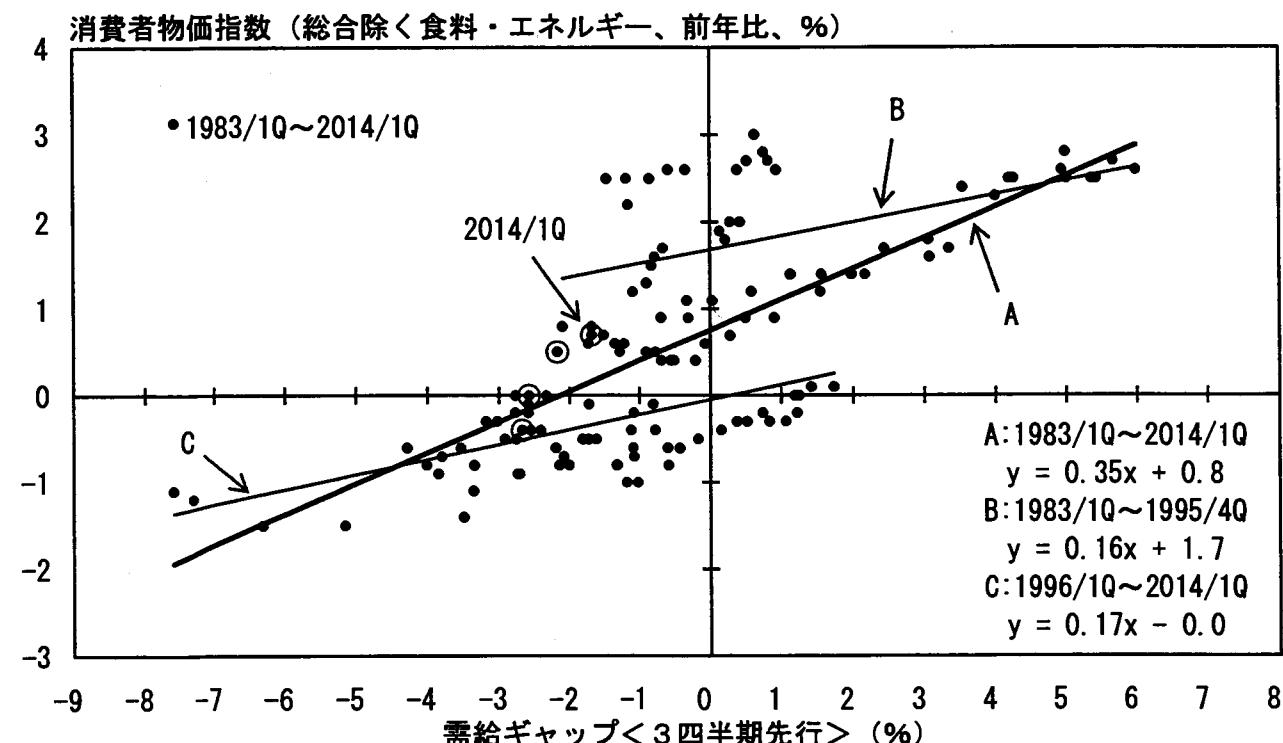
需給ギャップと物価上昇率（1）

(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）

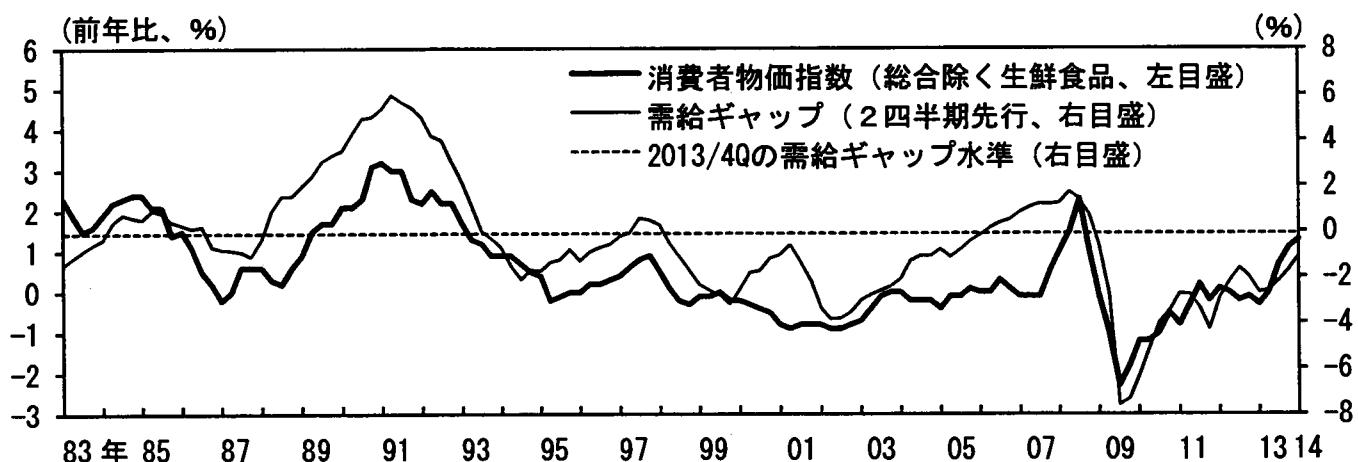


(資料) 総務省「消費者物価指数」、内閣府「国民経済計算」等

(図表45)

需給ギャップと物価上昇率（2）

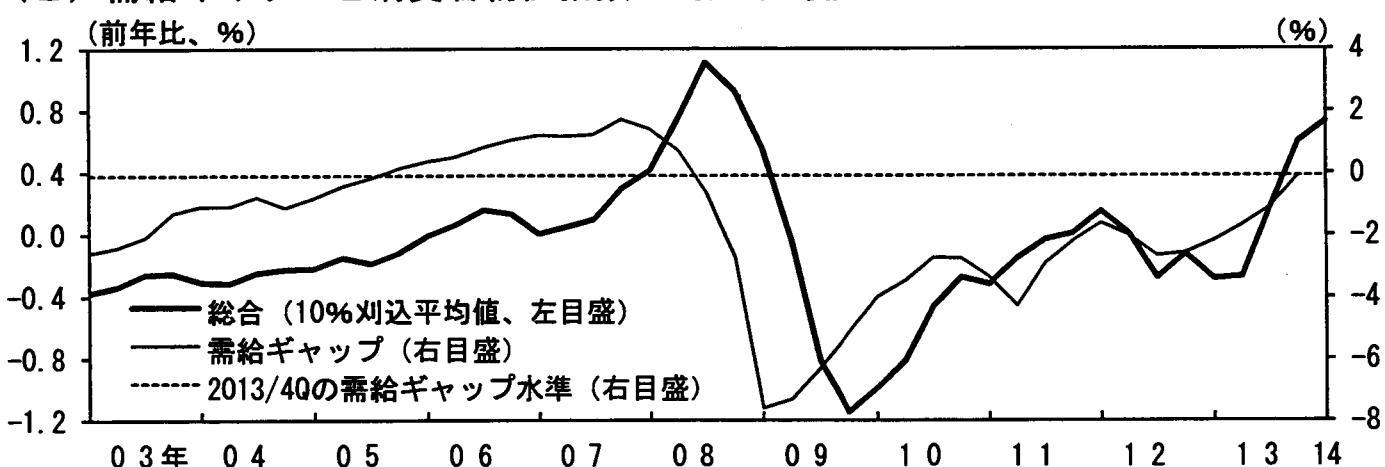
(1) 需給ギャップと消費者物価指数（総合除く生鮮食品）



(注) 1. 消費者物価指数の前年比は、消費税調整済み。

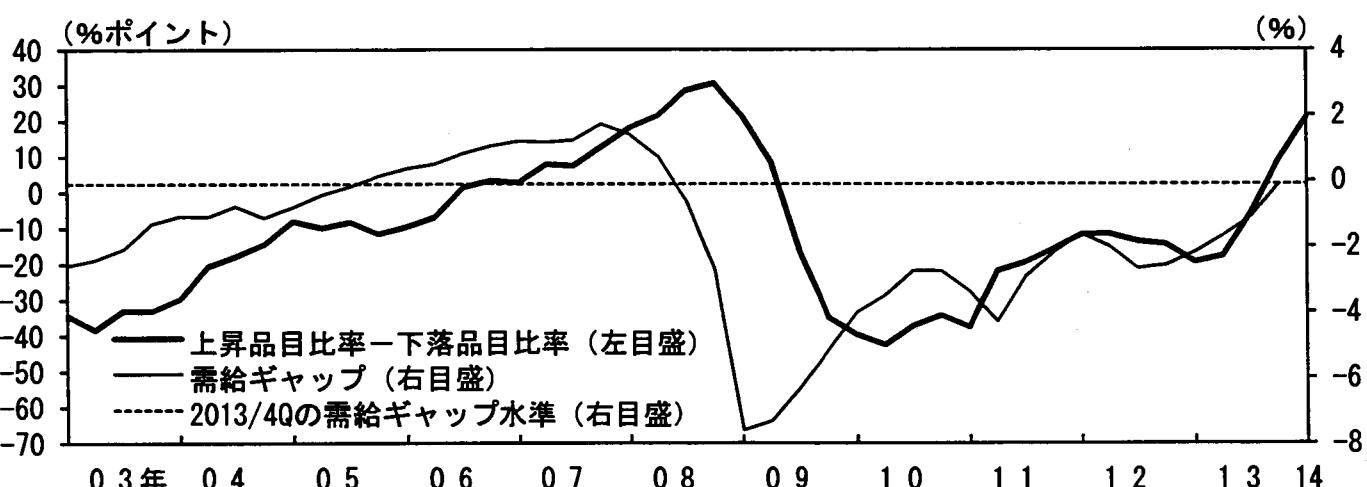
2. 需給ギャップは日本銀行調査統計局の試算値。具体的な計測方法については、日銀レビュー「GDPギャップと潜在成長率の新推計」（2006年5月）を参照（下のいずれの図表も同じ）。

(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



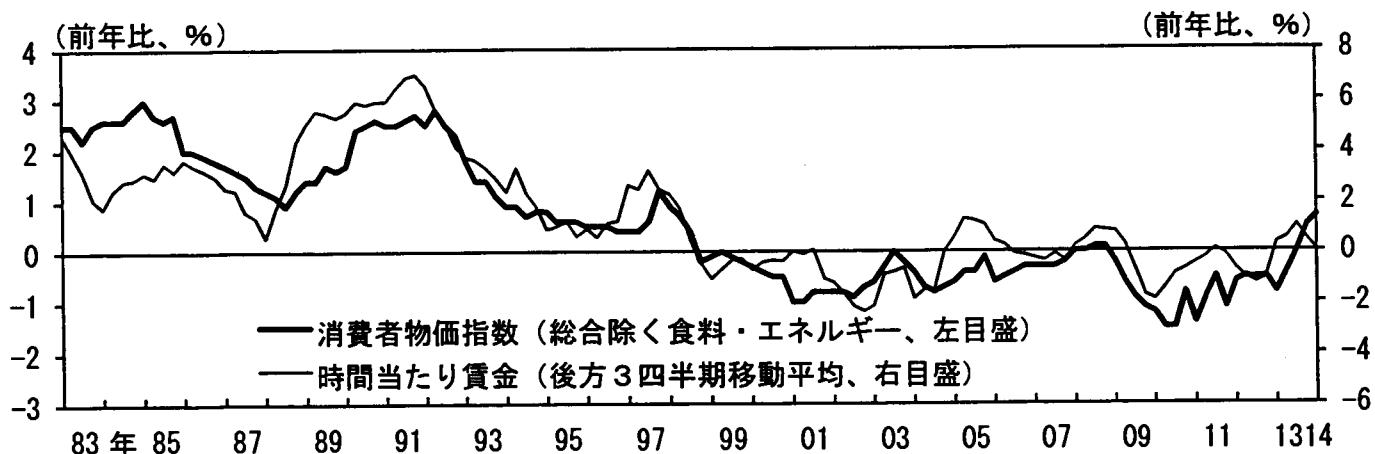
(注) 前年比上昇・下落品目の割合。総合除く生鮮食品。

(資料) 総務省「消費者物価指数」、内閣府「国民経済計算」等

(図表46)

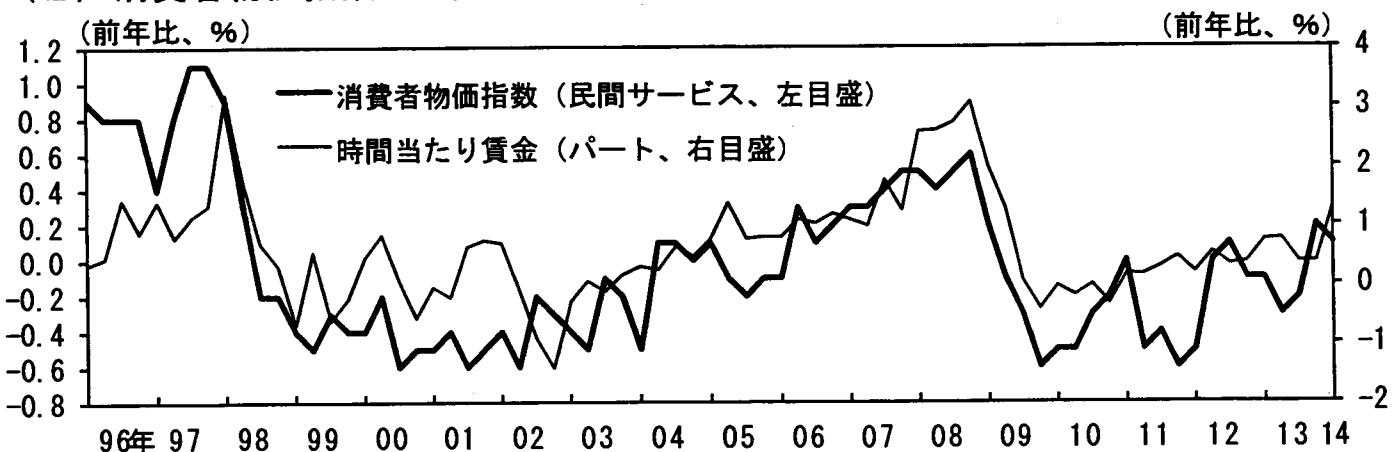
物価と賃金

(1) 消費者物価指数（総合除く食料・エネルギー）と時間当たり賃金



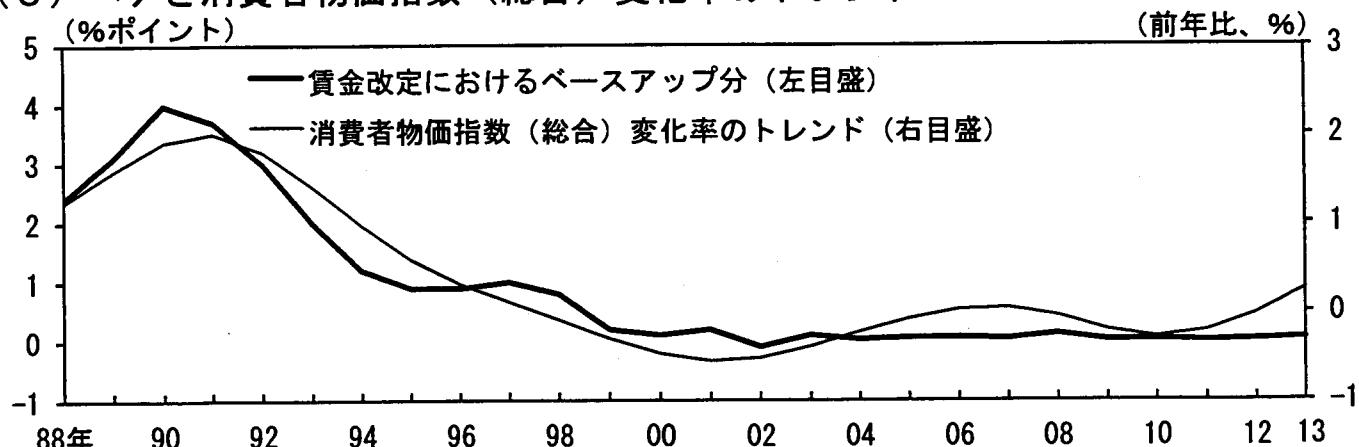
- (注) 1. 2014/1Qは、1~2月の前年同期比（下の（2）も同じ）。
2. 消費者物価指数の前年比は、消費税調整済み（下の（3）も同じ）。
3. 時間当たり賃金の1990/4Qまでは事業所規模30人以上の計数。

(2) 消費者物価指数（民間サービス）とパート労働者の時給



(注) ここで示した消費者物価指数（民間サービス）は、一般サービスのうち家事関連サービス、通信・教養娯楽関連サービス（除く外国パック旅行、携帯電話通信料）、教育関連サービスのうち補習教育を加重平均している。

(3) ベアと消費者物価指数（総合）変化率のトレンド



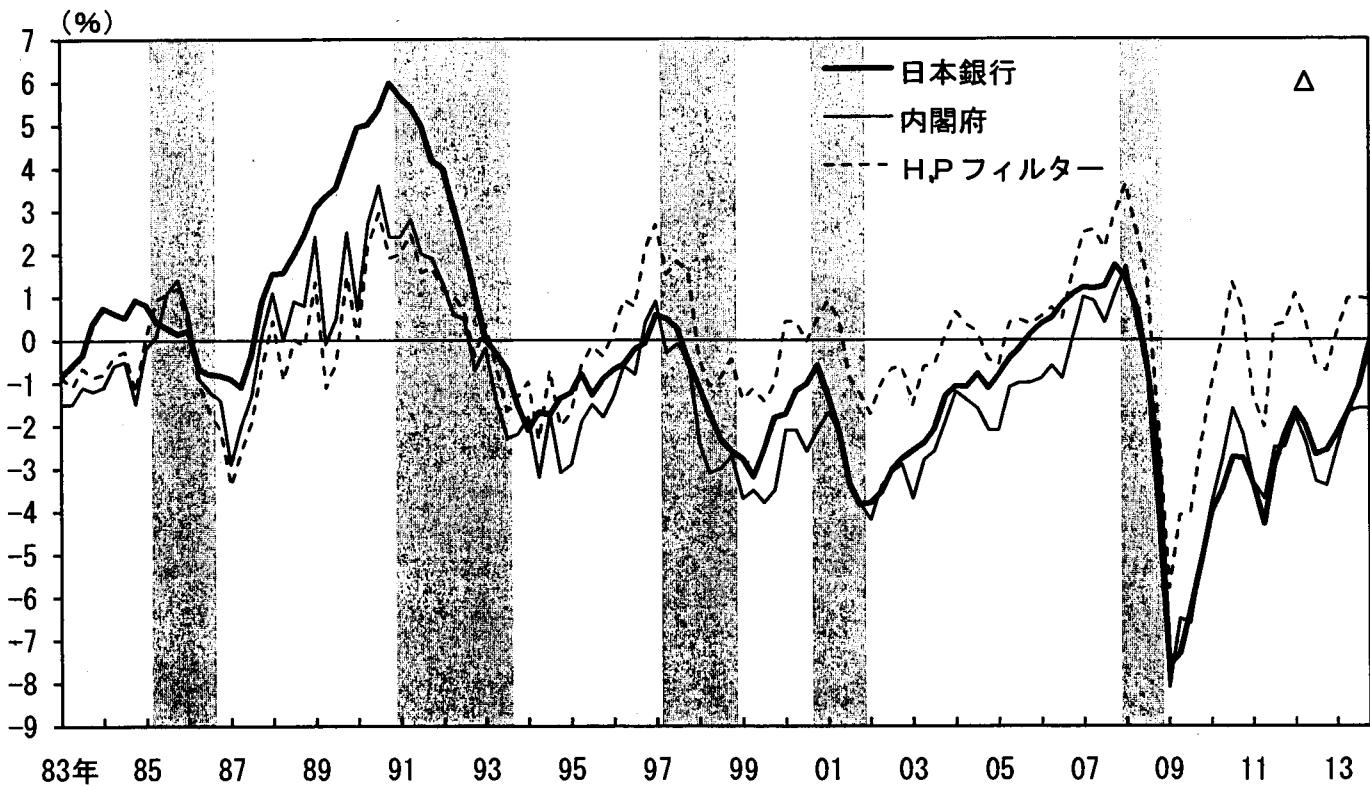
(注) 消費者物価指数（総合）変化率のトレンドは、HPフィルターによる前年比のトレンド成分。

(資料) 総務省「消費者物価指数」、厚生労働省「毎月勤労統計」、中央労働委員会「賃金事情等総合調査」

(図表47)

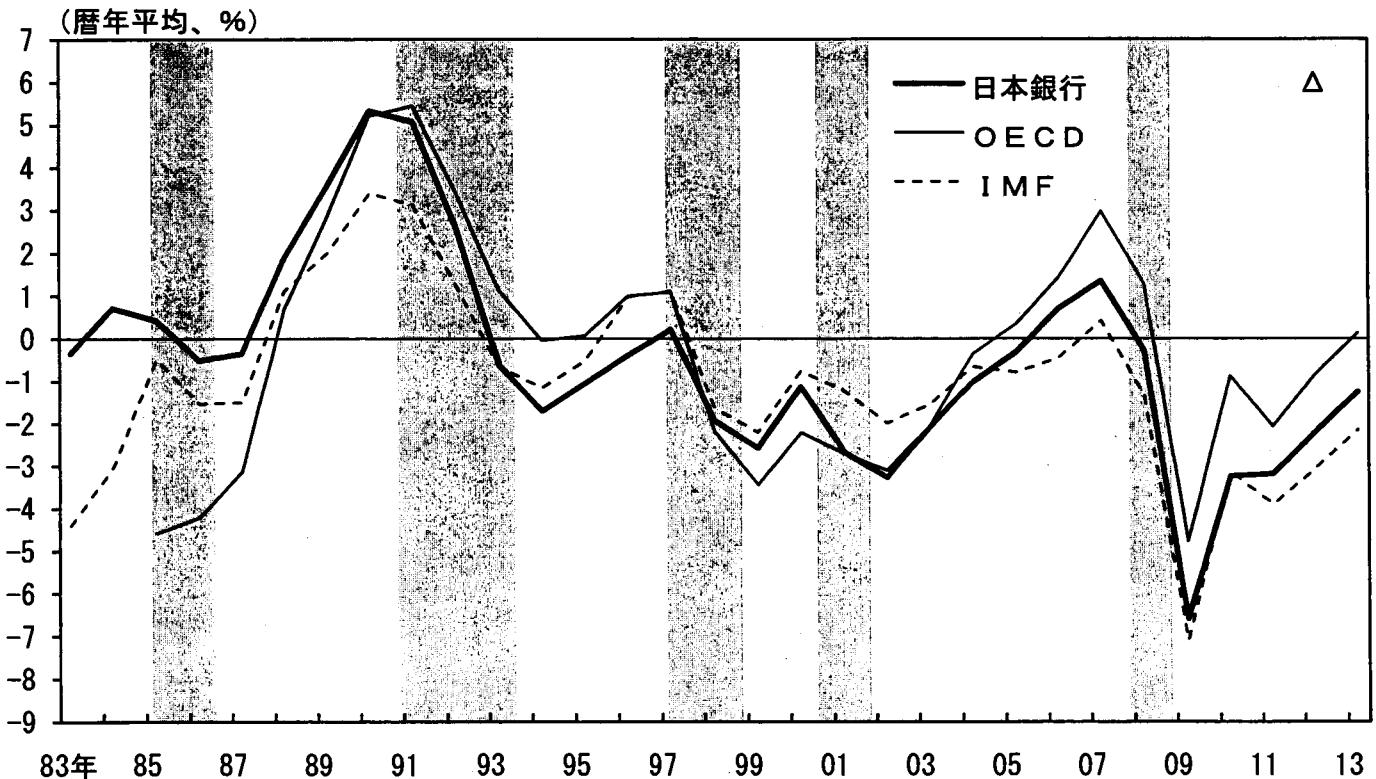
各種の需給ギャップ

(1) 日本銀行と内閣府、HPフィルター



(注) 1. 日本銀行の需給ギャップは、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. シャドー部分は景気後退局面。△は直近の景気の山(下の図表も同じ)。

(2) 日本銀行と国際機関



(注) OECDの2013年は、2013年11月時点における実績見込み。

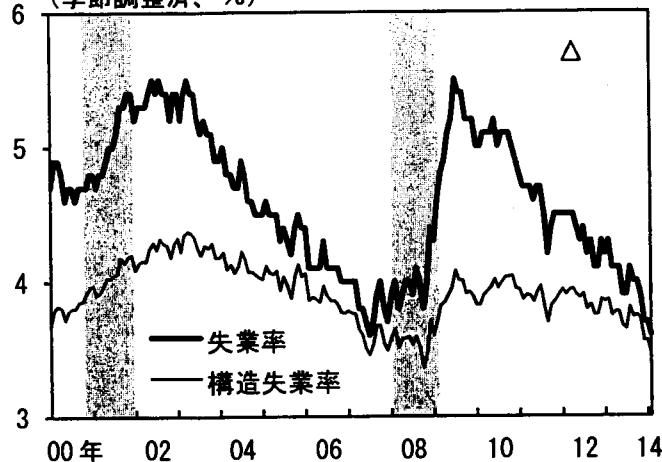
(資料) 内閣府「国民経済計算」、OECD「Economic Outlook」、IMF「World Economic Outlook」等

(図表48)

労働と設備の稼働状況

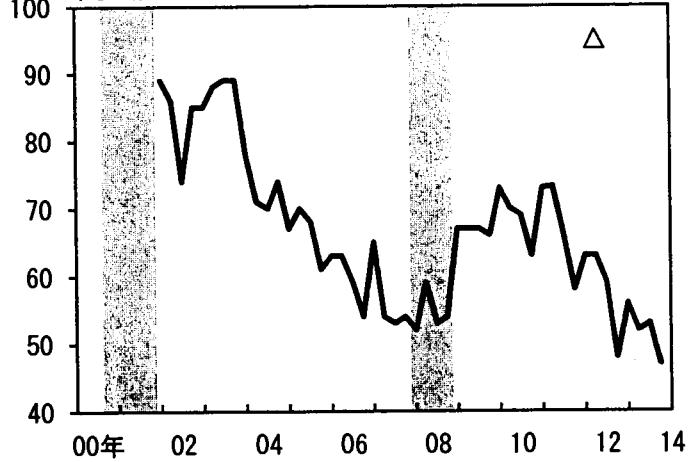
(1) 失業率

(季節調整済、%)



(2) 求職意欲喪失者数

(万人)

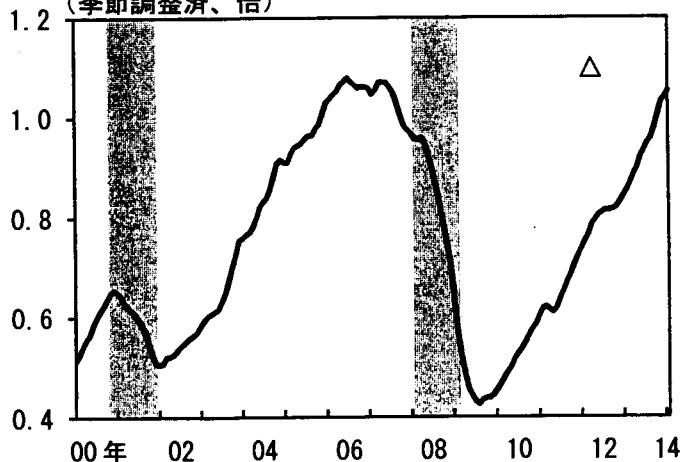


(注) 1. 求職意欲喪失者は、非労働力人口のうち就業を希望し、かつすぐに仕事につける状態にあるが、適当な仕事がないため求職活動を行っていない者。2011/1~30は試算値。

2. シャドー部分は景気後退局面。△は直近の景気の山（他の図表も同じ）。

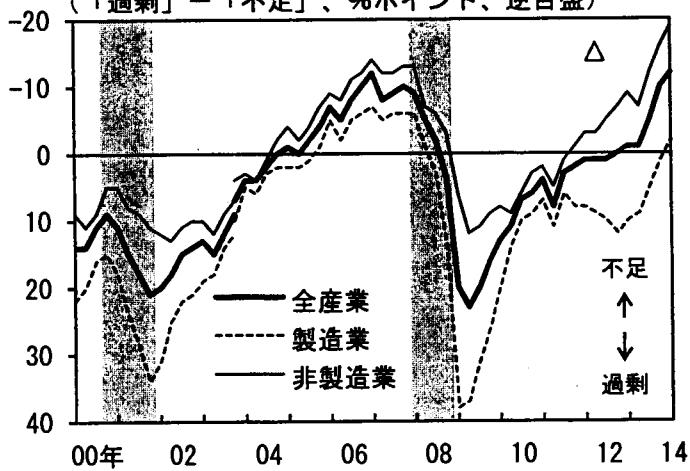
(3) 有効求人倍率

(季節調整済、倍)



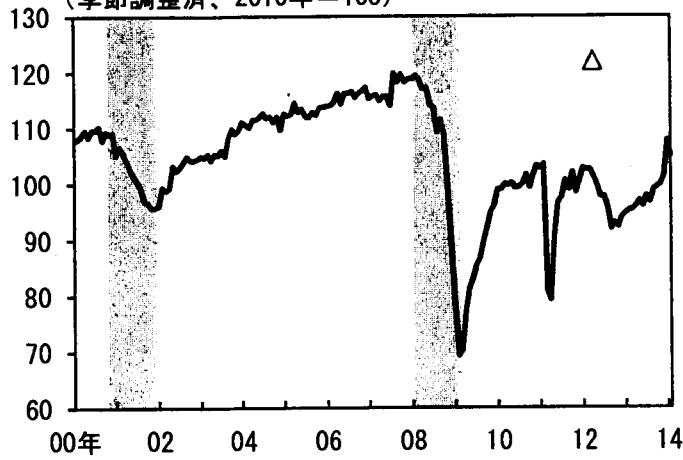
(4) 雇用人員判断D.I.

('過剰' - '不足'、%ポイント、逆目盛)



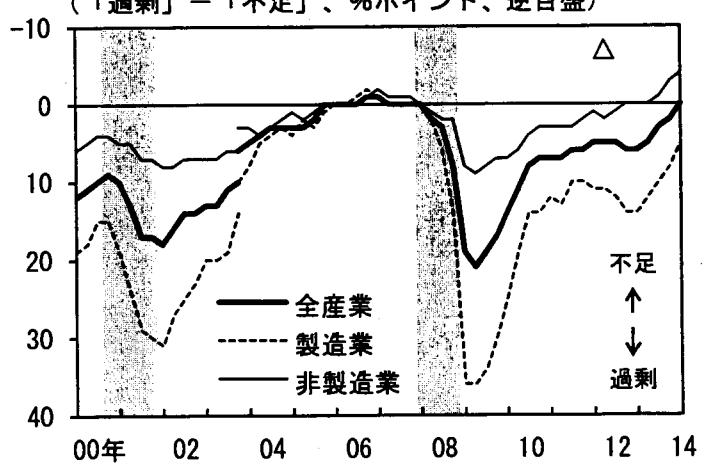
(5) 製造業稼働率

(季節調整済、2010年=100)



(6) 生産・営業用設備判断D.I.

('過剰' - '不足'、%ポイント、逆目盛)



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

地域別の景気の総括判断（地域経済報告）

	1月判断	前回との比較	4月判断
北海道	緩やかに回復している	➡	消費税率引き上げによる影響による振れを伴いつつも、基調的には緩やかに回復している
東北	回復している	➡	消費税率引き上げによる影響による振れを伴いつつも、基調的には回復を続けている
北陸	緩やかに回復しつつある	➡	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、基調的には緩やかに回復している
関東甲信越	緩やかに回復している	➡	消費税率引き上げによる影響による振れを伴いつつも、基調的には緩やかな回復を続けている
東海	回復している	➡	足もと消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動もみられているが、基調としては回復を続けている
近畿	緩やかに回復している	➡	消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動がみられているが、基調としては緩やかに回復している
中国	緩やかに回復している	➡	消費税率引き上げによる影響による振れを伴いつつも、基調としては緩やかに回復している
四国	緩やかに回復している	➡	消費税率引き上げによる影響による振れを伴いつつも、基調的には緩やかな回復を続けている
九州・沖縄	緩やかに回復している	➡	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、基調的には緩やかに回復している

(注) 全文は、<http://www.boj.or.jp/research/brp/rer/rer140417.htm>を参照。

(資料) 日本銀行「地域経済報告（2014年4月）」

2014年4月30日
日本銀行

経済・物価情勢の展望（2014年4月）【案】

【基本的見解】¹

＜概要＞

- 2014年度から2016年度までの日本経済を展望すると、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、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。
- 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）は、暫くの間、1%台前半で推移したあと、本年度後半から再び上昇傾向をたどり、見通し期間の中盤頃に2%程度に達する可能性が高い。その後次第に、これを安定的に持続する成長経路へと移行していくとみられる。
- 従来の見通しと比べると、成長率の見通しは、輸出の回復の後ずれなどから、2014年度について幾分下振れるものの、物価の見通しは、①雇用誘発効果の大きい国内需要が堅調に推移するもとで、労働需給が引き締まっており、この傾向はさらに強まるごとや、②中長期的な予想物価上昇率の高まりが実際の賃金・物価形成に影響を与える始めていふとみられることから、概ね不变である。
- 「物価安定の目標」のもとで、以上の中心的な見通し（第1の柱）と、これに対する上下双方向のリスク要因（第2の柱）を点検した²。金融政策運営については、「量的・質的金融緩和」は所期の効果を発揮しており、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のリスク要因を点検し、必要な調整を行う。

¹ 4月30日開催の政策委員会・金融政策決定会合で決定されたものである。

² 「物価安定の目標」のもとでの2つの「柱」による点検については、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。

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、消費税率引き上げの影響による振れを伴いつつも、基調的には緩やかな回復を続けている。輸出は弱めとなっているが、国内需要が堅調に推移するもとで、景気の前向きの循環メカニズムはしっかりと作用し続けている。国内需要は雇用の誘発効果が大きいため、2013年度の成長率の下振れにもかかわらず、労働需給は概ね想定に沿って引き締まり傾向が強まっている。

先行きを展望すると、国内需要が堅調さを維持する中で、輸出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³。

こうした見通しの背景にある前提是、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⁴。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、実質金利は低下を続けている。銀行貸出残高は、緩やかに増加している。このような緩和的な金

³ わが国の潜在成長率を、一定の手法で推計すると、このところ「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。

⁴ 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、見通しを作成している。具体的には、短期金利について、市場は、見通し期間を通じて、実質的にゼロ金利が継続することを織り込んでいる。長期金利について、市場は、見通し期間を通じて、低位で推移すると予想しているが、これには市場参加者の物価見通しが展望レポートに比べ低いことが影響している。各政策委員は、こうした市場の見方を踏まえ、物価見通しの違いも勘案して、長期金利の先行きを想定している。

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、先進国が堅調な景気回復を続け、その好影響が新興国にも徐々に波及していく中で、緩やかに成長率を高め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、財政面の下押し圧力が和らぐとともに、雇用・所得環境の改善が明確となることから、回復ペースは徐々に高まっていくと予想される。欧州経済については、債務問題に伴う調整圧力は引き続き残るもの、家計や企業のマインド改善などに支えられ、持ち直しから緩やかな回復に転じていくと考えられる。中国経済については、当局が構造改革と景気下支え策に同時に取り組んでいく中で、僅かに成長ペースを鈍化させながらも、安定した成長を続けると想定している。一方、その他の新興国・資源国経済については、当面、成長に勢いを欠く状態が続くものの、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、先進国の景気回復の好影響から、徐々に成長率を高めていくと見込んでいる。

第3に、公共投資は、2014年度上期にかけて、経済対策の押し上げ効果から高水準で推移したあと、次第に緩やかな減少傾向に転じていくと想定している。

第4に、政府による規制・制度改革などの成長戦略の推進や、そのもとの女性や高齢者による労働参加の高まり、企業による生産性向上に向けた取り組みと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、2014年度については、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動の影響から、4～6月の成長率は、耐久財などの個人消費を中心に、いったん落ち込むと

予想される⁵。もっとも、雇用・所得環境の改善に支えられて、個人消費の基調的な底堅さは維持され、駆け込み需要の反動の影響も夏場以降、減衰していくと考えられる。この間、輸出は、2013年度末にみられた駆け込み需要への対応から国内向け出荷を優先する動きや米国の寒波などの一時的な下押し要因が剥落するもとで、先進国の成長率が高まっていくことから、緩やかながらも増加に転じていくとみられる。設備投資についても、企業収益の改善や設備稼働率の上昇、金融緩和効果などから緩やかな増加基調をたどると見込まれる。以上の内外需要を反映して、わが国経済は夏場以降、潜在成長率を上回る成長経路に復していくと予想される。

2015年度から2016年度にかけては、2回目の消費税率引き上げによる振れは予想されるが、①緩和的な金融環境と成長期待の高まりを受けた国内民間需要の堅調な増加と、②海外経済の改善による輸出の増加に支えられて、前向きの循環メカニズムは維持され、潜在成長率を超える成長が続くと見込まれる。2015年度までの成長率の見通しを、1月の中間評価時点と比べると、2014年度は幾分下振れるものの、2015年度は概ね不変である。

(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、プラス幅を拡大しており、このところ1%台前半で推移している。

物価上昇率を規定する主たる要因について点検すると、第1に、労働や設備の稼働状況を表すマクロ的な需給バランスは⁶、雇用誘発効果の大きい

⁵ 2回の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、2016年度ゼロ%ポイント程度となる。ただし、これらは、その時々の所得環境や物価動向にも左右されるなど不確定性が大きく、相当な幅をもってみる必要がある。

⁶ マクロ的な需給バランスの推計については、①潜在GDPを推計のうえ、実際のGDPとの乖離を計測するアプローチと、②生産要素（労働と設備）の稼働状況を直接計測するアプローチがある。展望レポートにおけるマクロ的な需給バランスは、従来から、後者のアプローチを採用しているため、GDP成長率の変化と需給バランスの拡大・縮小の間に1対1の対応関係があるわけではない。マクロ的な需給バランスの推計値は、

国内需要が堅調に推移していることを反映して、労働面を中心に改善を続けており、最近は過去の長期平均並みであるゼロ近傍に達しているとみられる。すなわち、失業率が3%台半ばとみられる構造的失業率に近づきつつあるなど⁷、労働需給は着実に引き締まり傾向が強まっているほか、非製造業を中心に設備の不足感も強まってきている。先行きも、消費税率引き上げの影響による振れを伴いながら、2014年度下期にプラス（需要超過）基調が定着したあと、プラス幅が一段と拡大していくと考えられる。そうしたもので、需給面からみた賃金と物価の上昇圧力は、着実に強まっ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、全体として上昇しており、こうした動きは実際の賃金・物価形成にも影響を及ぼし始めているとみられる。例えば、このところ、労使間の賃金交渉において、物価上昇率の高まりが意識されているほか、企業の間でも、従来の低価格戦略から、付加価値を高めつつ販売価格を引き上げる戦略へと切り替える動きがみられるようになっている。先行きも、日本銀行が「量的・質的金融緩和」を推進し、実際の物価上昇率が1%を上回って上昇する中で、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。

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、エネルギーを中心とした押し上げ効果は本年夏頃にかけて減衰していくと予想される。

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

推計方法や使用するデータによって異なり得るため、相当の幅をもってみる必要がある。

⁷ 労働市場では、求人と求職の間にある程度のミスマッチが常に存在するため、好況時であっても、一定の失業者が存在する。こうしたミスマッチに起因する失業の存在を前提として、過剰労働力が解消した状態に対応する失業率を、「構造的失業率」と呼んでいる。

を除くベース）の先行きを展望すると⁸、暫くの間、1%台前半で推移したあと、本年度後半から再び上昇傾向をとり、見通し期間の中盤頃に、「物価安定の目標」である2%程度に達する可能性が高い。その後は、中長期的な予想物価上昇率が2%程度に向けて収斂していくもとで、マクロ的な需給バランスはプラス幅の拡大を続けることから、強含んで推移すると考えられる。2015年度までの消費者物価の見通しを1月の中間評価時点と比較すると、概ね不变である。

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、輸出動向に関する不確実性がある。このところの輸出の弱さの背景には、基本的に、わが国経済との結びつきが強いASEANなどの新興国経済のもたつきの影響が大きいが、わが国製造業の海外生産移管の拡大といった構造的な要因も相応に影響している可能性が高い。このため、新興国経済の先行きや、欧州債務問題の今後の展開、米国経済の回復ペースなどの海外経済の動向やわが国企業の内外生産ウエイトの状況次第で、輸出は上下双方向に変動する可能性がある。

第2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ていること、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ことみられること、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

⁸ 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年度の消費者物価の前年比は2.0%ポイント、2015年度下期と2016年度上期の消費者物価の前年比は1.3%ポイント押し上げられる。

減殺する力も働くと考えられる。消費税率引き上げの家計支出への影響は、その時々の消費者マインドや雇用・所得環境、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3に、企業や家計の中長期的な成長期待は、規制・制度改革の今後の展開や企業部門におけるイノベーション、家計部門を取り巻く雇用・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。

第4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

上述のような経済の上振れ、下振れ要因が顕在化した場合、物価にも相応の影響が及ぶとみられる。それ以外に物価の上振れ、下振れをもたらす要因としては、第1に、企業や家計の中長期的な予想物価上昇率の動向が挙げられる。中心的な見通しでは、実際の物価や賃金の上昇率が高まっていく中で、人々の予想物価上昇率も一段と上昇していく姿を想定しているが、どのようなペースで上昇していくかについては注意する必要がある。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、とくに労働需給の動向がある。中心的な見通しでは、労働供給面で、近年の高齢者や女性による労働参加の高まりが、今後もある程度続くことを前提としているが、この点を巡っては不確実性がある。また、同じ成長率であっても、労働集約度の異なる製造業・非製造業間のバランス次第で、経済全体でみた人手不足感は変化する可能性がある。

第3に、物価上昇率のマクロ的な需給バランスに対する感応度、すなわち、企業が需給の引き締まりに応じて価格や賃金をどの程度引き上げていくかについて注意が必要である。

第4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次第では、上振れ・下振れ双方の可能性がある。

3. 金融政策運営

以上の経済・物価情勢について、「物価安定の目標」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。

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、わが国経済は、見通し期間の中盤頃に、2%程度の物価上昇率を実現し、その後次第に、これを安定的に持続する成長経路へと移行していく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、輸出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など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⁹。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、このところ減少しつつも引き続き高水準である点には留意する必要がある。

金融政策運営については、「量的・質的金融緩和」は所期の効果を発揮しており、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

⁹ 詳しくは「金融システムレポート」（日本銀行2014年4月）を参照。

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

(参考)

▽2013～2016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	+2.2～+2.3 <+2.2>	+0.8	
1月時点の見通し	+2.5～+2.9 <+2.7>	+0.7～+0.9 <+0.7>	
2014 年度	+0.8～+1.3 <+1.1>	+3.0～+3.5 <+3.3>	+1.0～+1.5 <+1.3>
1月時点の見通し	+0.9～+1.5 <+1.4>	+2.9～+3.6 <+3.3>	+0.9～+1.6 <+1.3>
2015 年度	+1.2～+1.5 <+1.5>	+1.9～+2.8 <+2.6>	+1.2～+2.1 <+1.9>
1月時点の見通し	+1.2～+1.8 <+1.5>	+1.7～+2.9 <+2.6>	+1.0～+2.2 <+1.9>
2016 年度	+1.0～+1.5 <+1.3>	+2.0～+3.0 <+2.8>	+1.3～+2.3 <+2.1>

(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、消費税率について、既に実施済みの8%への引き上げに加え、2015年10月に10%に引き上げられることを前提としているが、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、2016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。

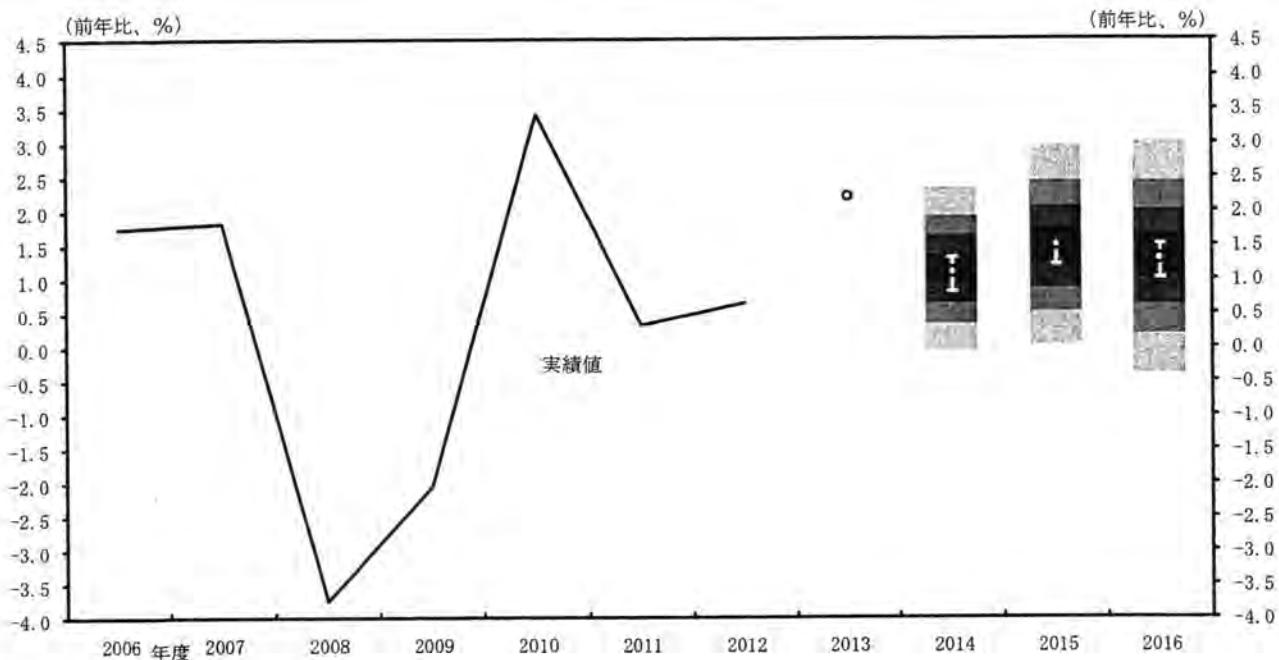
(注5) 政策委員全員の見通しの幅は下表の通りである。

——対前年度比、%。

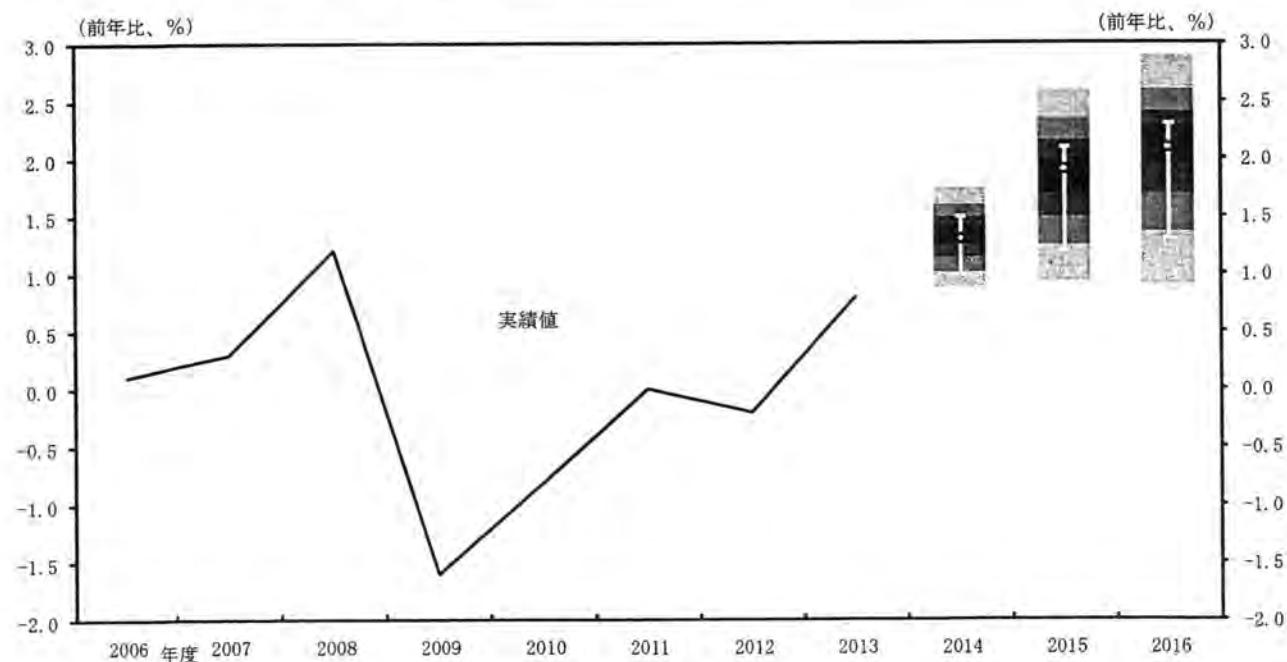
	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	消費税率引き上げの 影響を除くケース
2013 年度	+2.2～+2.5	+0.8	
1月時点の見通し	+2.5～+3.0	+0.7～+0.9	
2014 年度	+0.5～+1.4	+2.9～+3.7	+0.9～+1.7
1月時点の見通し	+0.6～+1.6	+2.7～+3.7	+0.7～+1.7
2015 年度	+1.0～+1.8	+1.5～+2.8	+0.8～+2.1
1月時点の見通し	+1.2～+2.0	+1.5～+2.9	+0.8～+2.2
2016 年度	+0.8～+1.6	+1.4～+3.0	+0.7～+2.3

▽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%	上位20%～30%	上位10%～20%
下位30%～40%	下位20%～30%	下位10%～20%	下位10%～20%

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

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

一覧後廃棄

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

2014年4月30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／賛成〇反対〇）。

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

一覧後廃棄

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（2014年4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作成すること。

<概要>

略（不变）

- 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）は、暫くの間、1%台前半で推移したあと、本年度後半から再び上昇傾向をたどり、見通し期間の終盤にかけて、2%に達している中盤頃に2%程度に達する可能性が高い。

略（不变）

1. わが国の経済・物価の中心的な見通し

(1) 略 (不变)

(2) 物価情勢

略 (不变)

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⁸（略不变）、暫くの間、1%台前半で推移したあと、本年度後半から再び上昇傾向をたどり、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」を継続するもとで、見通し期間の終盤にかけて2%に達している見通し期間の中盤頃に、「物価安定の目標」である2%程度に達する可能性が高い。その後次第に、これを安定的に持続する成長経路へと移行していくとみられるは、中長期的な予想物価上昇率が2%程度に向けて収斂していくもとで、マクロ的な需給バランスはプラス幅の拡大を続けることから、強含んで推移すると考えられる。

略 (不变)

2. 略 (不变)

3. 金融政策運営

略 (不变)

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、わが国経済は、見通し期間の終盤にかけて中盤頃に、2%程度の物価上昇率を実

現し、その後次第に、これを安定的に持続する成長経路へと移行していく可能性が高いと判断される。

略（不变）

以上

一覧後廃棄

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（2014年4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作成すること。

<概要>

略（不变）

- 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）は、暫くの間、1%台前半で推移したあと、本年度後半から再び上昇傾向をたどり、見通し期間の中盤頃に2%程度を見通せるようになるに達する可能性が高い。

略（不变）

1. わが国の経済・物価の中心的な見通し

(1) 略 (不变)

(2) 物価情勢

略 (不变)

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^{8(略不变)}、暫くの間、1%台前半で推移したあと、本年度後半から再び上昇傾向をたどり、見通し期間の中盤頃に、「物価安定の目標」である2%程度を見通せるようになるに達する可能性が高い。

略 (不变)

2. 略 (不变)

3. 金融政策運営

略 (不变)

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、わが国経済は、見通し期間の中盤頃に、2%程度の物価上昇率を目指し実現し、その後次第に、これを安定的に持続する成長経路へと移行していく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、輸出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などを巡って不確実性は大き~~く~~^いものの、リスクは下方にやや厚い~~上下に概ね~~^上バランスしていると考えられる。

略（不变）

以上

一覧後廃棄

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（2014年4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。

<概要>

略（不变）

- 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）は、
今後も概ね現状程度の水準で安定的に推移する暫くの間、1%台前半で推移したあと、本年度後半から再び上昇傾向をたどり、見通し期間の中盤頃に2%程度に達する可能性が高い。その後次第に、これを安定的に持続する成長経路へと移行していくとみられる。

略（不变）

- 「物価安定の目標」のもとで、以上の中心的な見通し（第1の柱）と、これに対する上下双方向のリスク要因（第2の柱）を点検した²（略不变）。金融

政策運営については、「量的・質的金融緩和」は所期の効果を發揮しており、今後とも、日本銀行は、中長期的に2%の「物価安定の目標」の実現を目指すし、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。そのうえで際、「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経済・物価情勢について上下双方のリスク要因を点検し、必要な調整を行う。

略（不变）

1. わが国の経済・物価の中心的な見通し

(1) 略（不变）

(2) 物価情勢

略（不变）

先行きはも、日本銀行が「量的・質的金融緩和」を推進し、実際の物価上昇率が概ね現状程度の水準で安定的に推移1%を上回って上昇する中で、中長期的な予想物価上昇率も安定的に推移する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。

略（不变）

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⁸（略不变）、今後も概ね現状程度の水準で安定的に推移するとみられる暫くの間、1%台前半で推移したあと、

~~本年度後半から再び上昇傾向をたどり、見通し期間の中盤頃に、「物価安定の目標」である2%程度に達する可能性が高い。その後は、中長期的な予想物価上昇率が2%程度に向けて収斂していくもとで、マクロ的な需給バランスはプラス幅の拡大を続けることから、強含んで推移すると考えられる。~~

略（不变）

2. 略（不变）

3. 金融政策運営

略（不变）

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、わが国経済は、今後も概ね現状程度の物価上昇率で安定的に推移見通し期間の中盤頃に、2%程度の物価上昇率を実現し、持続的成長経路に復するその後次第に、これを安定的に持続する成長経路へと移行していく可能性が高いと判断される。

略（不变）

金融政策運営については、「量的・質的金融緩和」は所期の効果を発揮しており、今後とも、日本銀行は、中長期的に2%の「物価安定の目標」の実現を目指すし、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。そのうえで際、「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
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

要注意

公表時間

5月7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>
<作成局における保存期間満了日：2044年12月31日>

2014.5.7

日本銀行

(案)

政策委員会 金融政策決定会合

議事要旨

(2014年4月7、8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、2014年4月30日開催の政策委員会・金融政策決定会合で承認されたものである。

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

引用・転載・複製を行う場合は、出所を明記してください。

(開催要領)

1. 開催日時：2014年4月7日(14:00～16:08)
4月8日(9:00～11:45)

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 (〃)
宮尾龍藏 (審議委員)
森本宜久 (〃)
白井さゆり (〃)
石田浩二 (〃)
佐藤健裕 (〃)
木内登英 (〃)

4. 政府からの出席者：

財務省 佐藤慎一 大臣官房長(7日)
古川禎久 財務副大臣(8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	内田眞一
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
企画局企画役	小牧義弘
企画局企画役	服部良太

I. 金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

1. 最近の金融市场調節の運営実績

金融市场調節は、前回会合（3月10、11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200～221兆円台で推移した。

2. 金融・為替市場動向

短期金融市场では、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、年度末にはマイナスの水準まで低下したが、その後は戻している。ターム物金利をみると、短国レートは、幾分強含んでいる。長めのターム物の銀行間取引金利は、横ばいの動きとなっている。

長期金利（10年債利回り）をみると、本邦株価が下落した場面で小幅低下したものとの、その後は戻しており、最近では前回会合時点と同じ0.6%台前半で推移している。株価（日経平均株価）は、ウクライナ情勢を巡る不透明感などが意識されて下落したが、その後は米国株価の上昇などを受けて反発し、最近では14千円台後半で推移している。社債流通利回りの対国債スプレッドは、一部の銘柄では拡大した状態にあるものの、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、ウクライナ情勢を巡る不透明感などを背景に円高ドル安方向の動きとなった後、米国F R Bの利上げ時期の前倒しが意識されたことなどから円安ドル高方向に動いており、最近では103円前後で推移している。

3. 海外金融経済情勢

海外経済は、一部になお緩慢さを残しているが、先進国を中心に回復しつつある。

米国経済は、寒波の影響がなお残っているものの、緩やかな回復を続けており、その裾野には徐々に拡がりがみられている。住宅投資は、テンポを緩めつつも、基調として持ち直しを続けている。個人消費は、資産効果に加え、雇用情勢が改善基調を続いていることを背景に、堅

(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场調節を行う。」

調に推移している。輸出も、増加基調を続けている。こうした需要動向を受けて、企業マインドや生産は改善基調を辿っており、設備投資も、緩やかながら持ち直している。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、エネルギー価格の前年比がマイナスに転化したことを主因に、低下している。

欧州経済は、持ち直しが明確になってきている。個人消費は、厳しい雇用・所得環境が続いているものの、消費者マインドの改善が続くもとで、緩やかな持ち直しが続いている。設備投資も、ドイツを中心に、持ち直しに向けた動きがみられる。また、輸出も持ち直しつつある。こうした需要動向を受けて、生産は緩やかに持ち直している。物価面をみると、財や労働市場における緩和的な需給環境などが物価を抑制する方向に働いており、消費者物価の前年比は、コアベース、総合ベースとともにディスインフレ基調が続いている。この間、英国経済は、内需を中心とする回復が続いている。

アジア経済をみると、中国経済は、成長のモメンタムを幾分鈍化させつつも、堅調な内需を背景に、安定した成長が続いている。固定資産投資は、引き続き堅調に推移しているものの、やや伸びを低めているほか、生産は、素材関連を中心とする在庫調整の影響もあり、伸びが鈍化している。もっとも、輸出は、欧米向けを中心に持ち直しが続いている。また、個人消費も、良好な雇用・所得環境を背景に、安定した伸びが続いている。NIEs・ASEAN経済は、NIEsが外需の回復を背景にやや上向きな一方で、ASEANでは内需を中心に成長のモメンタムが鈍化した状態が続いている。インド経済は、内需を中心に減速した状態が続いている。物価面をみると、国・地域毎に区々の動きとなっている。すなわち、消費者物価の前年比は、中国やNIEs、タイでは基調として低めに推移している一方、インドネシアやインドでは統制価格の引き上げ等を背景に、高めの状態が続いている。

海外の金融資本市場をみると、ウクライナ情勢を巡る不透明感などからやや神経質な動きとなる局面もあったが、投資家のリスクテイク姿勢は、先進国を中心とする景気回復期待を背景に、緩やかに改善している。新興国市場も、経常収支赤字や高インフレの是正に向けて利上げなどの対応がとられてきたこともあり、一部の国では引き続き神経質な動きがみられているが、全体として落ち着きを取り戻している。国際商品市況をみると、新興国経済が成長に勢いを欠く中で、やや長い目でみて軟調な地合いが続いていること、このところ幾分弱含んでいる。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

輸出は、このところ横ばい圏内の動きとなっている。本年入り後の実質輸出をみると、東アジア向けが春節の影響を受けることもあって、1月に減少した後、2月は反動増となるなど、月々の振れが大きい展開となっているが、均してみると、1～2月の10～12月対比は小幅のマイナスとなっている。これには、消費税率引き上げ前の駆け込み需要に伴う供給制約や米国の寒波といった一時的な下押し要因も影響しているとみられる。先行きについては、海外経済の回復などを背景に、緩やかに増加していくと考えられる。一方、輸入は、消費税率引き上げに伴う個人消費の振れなどの影響を受けつつも、基調としては、堅調な国内需要を背景に緩やかな増加を続けており、先行きも緩やかに増加していくと予想される。

公共投資は、増加を続けている。先行きについては、高水準で横ばい圏内の動きとなっていくとみられる。

設備投資は、企業収益が改善する中で、持ち直しが明確になっている。機械投資の一致指標である資本財総供給（除く輸送機械）がしっかりと動きを続けているほか、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）や建設投資の先行指標である建築着工床面積（民間非居住用）は、月々の振れを伴いながらも、基調として増加を続けている。企業の業況感は、引き続き改善しているが、先行きについては慎重な見方もみられている。3月短観をみると、業況判断DI（全産業全規模）は5期連続で改善し、前回景気拡大局面のピーク時を上回った。先行きについては、駆け込み需要の反動減に対する見方などから悪化が見込まれているが、それでも小幅の「良い」超となるなど、総じてみれば良好な水準が維持されている。先行きの設備投資は、企業収益が改善傾向を続ける中で、緩やかな増加基調を辿ると予想される。3月短観で2014年度の設備投資計画をみると、過去の平均的な動きとの対比でみて、やや強めとなっている。

雇用・所得環境についてみると、求人倍率の上昇が続き、失業率が低下傾向となるなど、労働需給は着実な改善を続けている。賃金面では、所定内給与の前年比はなお小幅のマイナスとなっているものの、所定外給与や特別給与は増加している。こうしたもとで、雇用者所得は、このところ前年比プラスが続くなど、緩やかに持ち直している。

個人消費は、消費税率引き上げの影響による振れを伴いつつも、基調的には、雇用・所得環境が改善するもとで底堅く推移している。耐

久財の消費動向をみると、乗用車の新車登録台数および家電販売額は、駆け込み需要の影響などから、強めの動きとなった。衣料品や雑貨などの耐久財以外の消費についても、企業からの聞き取り調査などを踏まえると、3月にかけて駆け込みが発生したとみられる。先行きの個人消費は、駆け込み需要の反動から減少する局面を伴いつつも、基調的には、雇用・所得環境の改善などに支えられて、底堅く推移するとみられる。

住宅投資は、消費税率引き上げの影響による振れを伴いつつも、基調的には、雇用・所得環境が改善するもとで底堅く推移している。先行きについては、駆け込み需要の反動から減少する局面を伴いつつも、基調的には、雇用・所得環境の改善や緩和的な金融環境などに支えられて、底堅く推移するとみられる。

鉱工業生産は、消費税率引き上げの影響による振れを伴いつつも、緩やかな増加基調を辿っている。在庫は、駆け込み需要の影響もあって、減少している。先行きの鉱工業生産は、駆け込み需要の反動減の影響を受けつつも、基調としては、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。

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などを背景に、緩やかに上昇している。消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、+1%台前半となっている。先行きについて、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみると、国内企業物価は、当面、横ばい圏内の動きになるとみられる。消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、暫くの間、+1%台前半で推移するとみられる。この間、予想物価上昇率については、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5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・社債市場では、良好な発行環境が続いている。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%台半ばのプラスとなっている。CP・社債の発行残高の

前年比は、マイナスとなっている。企業の資金繰りは、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4%程度の伸びとなっている。

II. 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、ウクライナ情勢などを背景に神経質な動きとなる場面もみられたものの、最近では幾分落ち着きを取り戻しているとの認識を共有した。複数の委員は、新興国市場は、各国による経済・構造問題への取り組みもあって、全体として落ち着いてきていると付け加えた。ウクライナ情勢について、ある委員は、今後の展開次第では、商品市場や金融経済面での結びつきの深い欧州経済を通じ、影響がグローバルに及ぶ可能性があるとの見方を示した。こうした議論を経て、委員は、地政学リスクも含めて、引き続き市場の動向を注視していく必要があるとの認識で一致した。

海外経済について、委員は、新興国の一部にお緩慢さを残しているが、先進国を中心に回復しつつあるとの見方で一致した。先行きについても、委員は、先進国を中心に、緩やかに回復していくとの認識を共有した。

地域毎にみると、米国経済について、委員は、一部の経済指標にお寒波の影響がみられるが、緩やかな回復を続けており、景気回復の裾野には徐々に拡がりがみられているとの認識で一致した。先行きについて、委員は、財政面の下押し圧力が弱まると見込まれることから、家計から企業部門へと裾野を拡げながら、景気の回復ペースは徐々に高まっていくとの見方を共有した。多くの委員は、最近の経済指標をみると、寒波の影響は徐々に剥落してきていると付け加えた。複数の委員は、非農業部門雇用者数が安定的に増加するなど、雇用環境の改善が続いていることが、今後の回復を支えていくとの見方を示した。

ユーロエリア経済について、委員は、持ち直しが明確になってきているとの認識を共有した。何人かの委員は、家計や企業のマインドが一段と改善するもとで、個人消費や企業の生産活動が緩やかに持ち直しているとの見方を示した。先行きについて、委員は、マインドの改善を背景とする内需の持ち直しが続き、輸出も改善すると見込まれるため、緩やかに回復していくとの認識で一致した。ただし、何人かの委員は、周縁国を中心にディスインフレ傾向が続いていることを指摘したうえで、これが長期化した場合、予想物価上昇率の低下や実質債

務負担の増加などにより、経済に悪影響が及ぶリスクには注意が必要であると述べた。

中国経済について、委員は、成長のモメンタムを幾分鈍化させつつも、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。先行きについて、大方の委員は、中国当局が構造調整を進めつつも同時に景気への配慮を続ける方針にあり、最近も幾つかの具体策を含め景気下支えに動く構えを打ち出しているほか、外需の緩やかな改善も続くと見込まれることなどから、概ね現状程度の安定成長が続くとの見方を示した。やや長い目でみた中国経済の先行きについて、何人かの委員は、政府の景気刺激策に依存せずに現状程度の成長率を維持することが難しくなる可能性があるとの認識を示した。これに対し、ある委員は、現在進められている構造改革により国有企业の生産性を上昇させれば、安定した成長を続けていけるのではないかと指摘した。

N I E s ・ A S E A N 経済について、委員は、N I E s が持ち直している一方で、A S E A N では成長のモメンタムが鈍化した状態が続いているとの認識で一致した。先行きのN I E s ・ A S E A N 経済について、委員は、当面、A S E A N 中心に調整局面が続き、やや低めの成長にとどまるものの、その後は、先進国経済の成長ペースが次第に高まっていく中で、成長ペースは再び高まっていくとの見方を共有した。

以上のような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、生産から所得、支出へという前向きの循環メカニズムが働く中で、消費税率引き上げの影響による振れを伴いつつも、基調的には緩やかな回復を続け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、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動の影響を受けつつも、基調的には緩やかな回復を続けていくとの認識を共有した。委員は、駆け込み需要の反動の大きさについてリアルタイムで把握することは難しいが、企業からの聞き取り調査なども活用しながら、情勢の把握に努めていく必要があるとの見方で一致した。

輸出について、委員は、A S E A N など一部新興国向けに弱さが残る中で、米国の寒波の影響や消費税率引き上げ前の駆け込み需要への対応に伴う国内出荷優先の動きなどの一時的な要因もあって、横ばい圏内の動きとなっているとの認識を共有した。先行きについて、委員

は、一時的な下押し要因の剥落や、海外経済の回復などを背景に、緩やかに増加していくとの見方で一致した。ある委員は、今後輸出が増加していくれば、駆け込み需要の反動による国内需要の落ち込みの影響を緩和できると付け加えた。

設備投資について、委員は、企業収益が改善する中で、持ち直しが明確になっており、先行きも、緩やかな増加基調を辿るとの見方で一致した。複数の委員は、資本財総供給が伸びを高めているほか、機械受注も増加を続けるなど、持ち直しの動きがはっきりしていると指摘した。3月短観の結果について、委員は、企業の業況感は幅広い業種で引き続き改善しているが、先行きについては慎重な見方もみられているとの認識を共有した。委員は、先行きの業況判断D I の低下には、駆け込み需要の反動に対する企業の警戒感が示されているとの見方で一致した。もっとも、多くの委員は、それでも、先行きの業況判断D I の水準はなお高めであるほか、2014年度の設備投資計画が例年を幾分上回っており、企業の前向きな姿勢は維持されていると付け加えた。

雇用・所得環境について、委員は、労働需給は着実な改善を続けており、雇用者所得も緩やかに持ち直しているとの認識を共有した。先行きの雇用者所得について、委員は、経済活動や企業業績の回復について、持ち直しがさらに明確になっていくとの見方で一致した。何人かの委員は、失業率が3.6%まで低下していることや、短観の雇用人員判断D I の「不足」超幅が引き続き拡大していることなどを踏まえると、今後も労働需給のタイト化は続き、賃金上昇圧力が一段と強まっていくとの認識を示した。今春の賃金改定交渉について、何人かの委員は、労働需給のタイト化や企業業績の改善を背景に、ベースアップも含めた賃金上昇の動きが拡がっていると指摘した。このうちのある委員は、これまでの連合の集計結果をみると、中小企業においても、賃金上昇の動きが拡がることが期待できると付け加えた。別の一人の委員は、ベースアップが復活したことにより、今後、物価上昇が賃金上昇に反映されやすくなる可能性があると指摘した。この間、ある委員は、企業の増益率が低下する可能性などを踏まえると、来春の賃金改定交渉では、むしろ賃金引き上げのモメンタムが低下する可能性があるとの見方を示した。

個人消費について、委員は、消費税率引き上げの影響による振れを伴いつつも、基調的には、雇用・所得環境が改善するもとで底堅く推移しているとの認識を共有した。ある委員は、企業からのヒアリング情報などを踏まえると、駆け込み需要は1997年の税率引き上げ時に

比べて大きいとの見方を示したうえで、その背景として、税率の引き上げ幅が大きいことや、雇用・所得環境の改善から家計の購買意欲が強いことを指摘した。先行きの個人消費について、委員は、駆け込み需要の反動から減少する局面を伴いつつも、基調的には、雇用・所得環境の改善などに支えられて、底堅く推移するとの見方で一致した。ある委員は、4～6月も輸出の増加や公共投資の前倒し執行に経済全体が下支えされる姿が確認されれば、このところ弱めの動きとなっている消費者コンフィデンスも持ち直していくとの認識を示した。別の委員は、消費の堅調が持続するためには中長期的な成長期待が高まることが重要だが、「生活意識に関するアンケート調査」の経済成長力DIはここ半年ほど改善しておらず、構造改革など今後の政府の取り組みに期待していると述べた。

鉱工業生産について、委員は、以上の内外需要を反映して、緩やかな増加基調を辿っており、先行きも、基調として緩やかな増加を続けるとの認識で一致した。複数の委員は、4月の生産予測指数は小幅の減少にとどまっていると指摘した。このうちの一人の委員は、3月短観で先行きの業況判断DIが大幅に低下した輸送用機械においても、4月の生産は小幅減との予測であり、輸出向けや在庫復元のための生産が国内向けの落ち込みを緩和させる方向に働く可能性があるとの見方を示した。

物価面について、委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、+1%台前半となっており、先行きも、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみて、暫くの間、+1%台前半で推移するとの見方を共有した。多くの委員は、2月の消費者物価（除く食料・エネルギー）の前年比が+0.8%となるなど、エネルギー関連だけでなく、幅広い品目において改善がみられていると述べた。ある委員は、消費税率引き上げを契機に過去のコスト上昇分を転嫁する可能性もあるため、4月以降、消費税率引き上げの影響を除くベースの物価上昇率はむしろ高まる可能性もあるとの認識を示した。複数の委員は、短観の販売価格判断DIは、非製造業を中心に改善していると指摘した。この間、ある委員は、デジタル家電製品などを中心に輸入品の浸透度が上昇していることを背景に、かつてに比べて物価が為替相場の影響を受けやすくなっていると、為替円安の一巡が物価に与える影響を注視する必要があるとの見方を示した。予想物価上昇率について、委員は、マーケットの指標や各種の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との認識を共有した。3月短観における企業の物価全般の見通しについて、多くの委員は、初回調査でありその結果は幅

を持って評価する必要があるものの、市場関係者やエコノミストの見通しに比べて高めとなっているほか、短期に比べて中長期の物価見通しが高くなっている。企業は先行きの物価上昇率が高まっていくとみているとの見方を示した。このうちの一人の委員は、こうした傾向は、価格へのコスト転嫁が難しいといわれる中小企業において、むしろ強いという結果になっていると指摘した。この間、ある委員は、販売価格の見通しをみると、前年比伸び率が次第に低下しており、自社製品・サービスの販売価格については引き上げが難しいと判断している可能性があると述べた。

成長率と物価の関係について、委員は、1月時点の見通し対比で成長率が下振れる可能性が高まる一方、消費者物価が幾分強めとなっていることをどう考えるか、という観点から議論を行った。多くの委員は、今回の景気回復は雇用誘発効果の大きい非製造業を中心としているため、労働需給がタイト化しやすく、労働市場の面からは物価が上がりやすくなっているとの見方を示した。このうちの何人かの委員は、成長率自体は下振れているが、労働や設備といった生産要素の稼働状況から需給ギャップを計測すると、最近はゼロ近傍までギャップが縮小しており、成長率以上に賃金や物価に対する上昇圧力が強まっていると付け加えた。複数の委員は、わが国の産業構造は非製造業を中心に変化しつつあり、賃金の動向が物価全体に及ぼす影響の度合いが強まる傾向にあるとの認識を示した。一方、ある委員は、供給制約による賃金や物価の上昇は、持続的でない可能性があると述べた。企業の価格設定行動について、多くの委員は、需給環境の改善や円安による競争緩和、予想物価上昇率の上昇などから、これまで抑制してきた価格引き上げに前向きになってきている可能性があるとの見方を示した。一人の委員は、労働需給がタイト化する中で、必要な人材を確保するために企業が積極的に賃金を引き上げ、それに伴う労務コストの上昇をサービス価格に転嫁する動きが拡がっていくと付け加えた。この間、ある委員は、ヘッドラインの成長率は下振れているが、これには内需堅調を反映した輸入の予想外の強さによる押し下げが大きく、その影響を除けば、2013年後半も年率3%程度の成長率が維持されていると指摘した。

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、3月短観をみても企

業からみた金融機関の貸出態度は改善傾向を続けており、銀行貸出残高が中小企業向けも含めて緩やかに増加するもとで、マネーストックも高めの伸びとなっているとの認識で一致した。

III. 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、2013 年 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、②E T F および J - R E I T 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、③C P 等、社債等について、それぞれ約 2.2 兆円、約 3.2 兆円の残高を維持すること、などを確認した。

金融政策運営の考え方について、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、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。委員は、わが国の経済・物価が、概ね見通しに沿った動きとなっており、現在の方針のもとで、「量的・質的金融緩和」をしっかりと推進していくことが適当であるとの認識を示した。

一方、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。

「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。長めの金利へ

の働きかけについて、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のとて、低位安定しているとの見方で一致した。委員は、名目金利が安定的に推移するものとて、予想物価上昇率の高まりを背景に、実質金利は低下しているとの認識を共有した。ある委員は、現在、金融システムは健全で、企業の収益力や家計の雇用・所得環境などファンダメンタルズも大きく改善しているため、緩和効果が高まりやすい状況にあると述べた。

IV. 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。

- 黒田総裁をはじめとする現執行部が発足して早々の昨年4月、「量的・質的金融緩和」を導入し、着実に推進してきたことは、政府として高く評価している。この1年間、日本銀行が大胆な金融緩和を着実に推進する中で、日本経済は、デフレ脱却・経済再生に向けて着実に前進していると認識している。日本銀行には、引き続き「量的・質的金融緩和」を着実に推進し、できるだけ早期に2%の物価安定目標を達成することを期待している。
- 消費税率の引き上げに当たり、景気の下振れリスクを回避し、足もとの景気回復を持続的な経済成長に繋げていくことが大切である。このため、先般成立した平成26年度予算について、本年度前半に適切に経済効果を発揮すべく、公共工事等及び早期の経済効果の発揮に繋がる経費については、政府全体で、本年6月末までに4割以上、9月末までに6割以上を実施するという目標を設定した。平成25年度補正予算と併せて、早期実施に取り組み、景気下振れリスク等に適切に対応していく。
- 春闘の回答状況をみると、平均賃上げ額が過去10年の同時期の集計に比べて最高の水準になるなど、近年にはない規模の賃上げが実現しつつある。成長戦略については、今国会に30本以上の関連法案を提出することとしているが、既に多くの関連法案が国会に提出され、審議が進められている。さらに、成長戦略の改訂に向けて、「成長戦略進化のための今後の検討方針」を踏まえ、政府全体として、エネルギーコストの抑制や雇用・人材、医療・介護及び農業分野における改革等、さらなる構造改革に取り組んでいく。こうした一連の施策により、民需主導の自律的・持続的な経済成長と財政健全化の好循環を実現すべく、不断の取組みを強力に進めていく。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 「量的・質的金融緩和」の導入後1年が経つが、昨年の今頃はマイナスであった消費者物価が、最近では幅広い品目で上向き、全体として緩やかに上昇するなど、着実な成果が上がっているものと認識している。こうした中、わが国の景気は、緩やかに回復している。
- 4月1日に消費税率が8%に引き上げられた。政府は、「好循環実現のための経済対策」を具体化する平成25年度補正予算、平成26年度予算について実施率目標を設定し、年度前半の早期執行に努め、景気下振れリスクに対応する。また、個人消費を中心に、週次データやヒアリング情報をもとに、丁寧に景気動向をみていく。
- 政府は、経済の好循環実現のため、思い切った税制措置を講ずるとともに、政労使会議の共通認識を取り纏めるなどの取組みを進めてきた。こうした取組みを踏まえ、労使が真摯な議論を重ねた結果、今年の春闘では近年にない賃上げの動きが力強く広がっている。
- このほか、国家戦略特区の指定区域を指定し、各区域の改革の方針を示した。今後それぞれの具体的な事業計画を、国・自治体・民間が一体となって纏めていく。また、経済財政諮問会議・産業競争力会議の合同会議を開催し、内なるグローバル化について議論を行った。外国人材の活用については、技能実習制度修了者が引き続き建設業務に従事できるよう、在留資格の付与が先日の閣僚会議で決定された。対日直接投資残高の倍増に向けては、対日直接投資推進会議を立ち上げ、取組みを促進していく。さらに、デフレ脱却・経済再生と財政健全化に向けた取組みを着実に推進する。まずは、来年度のプライマリーバランス半減目標達成が重要であり、今後経済財政諮問会議で議論を進めていく。日本銀行には、引き続き、2%の物価安定目標の実現に向けて取り組むことを期待する。

V. 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

VI. 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、木内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。

なお、白井委員からは、多数意見の対外公表文案におけるリスク要因に関する記述について、国内の雇用・所得環境の改善ペースにも言及すべきであるとの反対意見が表明された。この理由として、白井委員は、先行き国内需要が堅調さを維持していくうえで雇用・所得環境の改善が持続することが重要であるが、実質所得の低下が長期化すると見込まれる中で、家計の将来の所得増加期待が高まるか不透明なため、当面のリスク要因としてもこの点に触れるべきであると述べた。

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。

VII. 議事要旨の承認

議事要旨（3月10、11日開催分）が全員一致で承認され、4月11日に公表することとされた。

以 上

2014年4月8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、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する。

3. わが国の景気は、消費税率引き上げの影響による振れを伴いつつも、基調的には緩やかな回復を続けている。海外経済は、一部におお緩慢さを残しているが、先進国を中心に回復しつつある。輸出は、このところ横ばい圏内の動きとなっている。設備投資は、企業収益が改善するなかで、持ち直しが明確になっている。公共投資は増加を続けている。個人消費や住宅投資は、消費税率引き上げの影響による振れを伴いつつも、基調的には、雇用・所得環境が改善するもとで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な増加基調をたどっている。企業の業況感は、引き続き改善しているが、先行きについては慎重な見方もみられている。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、1%台前半となっている。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、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動の影響を受けつつも、基調的に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、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみて、暫くの間、1%台前半で推移するとみられる。

5. リスク要因としては、新興国・資源国経済の動向、欧州債務問題の今後の展開、米国経済の回復ペースなどが挙げられる^(注1)。

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は必要な時点まで、「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2)。

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1) 白井委員は、国内の雇用・所得環境の改善ペースにも言及すべきであるとして、5. の記述に反対した。

(注2) 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）。