

<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>

2014.10.28

企画局

金融環境の現状評価

（概況）

前回会合（10月6、7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持続していること、
- 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%台半ばのプラスとなっていること、
- ⑤ 企業の資金繰りは良好であること、
- ⑥ マネーストックの前年比は3%程度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。実際の消費者物価の前年比プラス幅が幾分縮小していることや、原油価格をはじめ国際商品市況が低下していることなどから、このところインフレ予想について横ばいを示す指標が多くなっているが、各種の指標をやや長い目でみれば、インフレ予想の上昇傾向は続いているとみられる。

短期的なインフレ予想については、家計のインフレ予想は上昇している。エコノミストのインフレ予想は概ね横ばいとなっている。マーケットの指標は低下している。

- 消費動向調査をみると、家計による1年後の予想インフレ率は、上昇している（7月+2.86%→8月+2.85%→9月+2.93%、図表1下段）。
- ESPフォーキャスト調査をみると、エコノミストによる予想インフレ率は、2014年度、2015年度、2016年度ともに、概ね横ばいとなっている（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、概ね横ばいとなっている（2014年4月+1.7%→7月+1.7%→10月+1.7%、図表3下段左）。
- 短期のインフレーション・スワップ・レートは、低下している（図表4中段）。わが国のインフレーション・スワップ市場は流動性が低いため幅をもってみる必要があるが、最近の動きには、原油価格をはじめとする国際商品市況の低下などを受けて、グローバルなマーケットにおいてBEIやインフレーション・スワップ・レートの低下が生じていることが影響していると考えられる。

中長期的なインフレ予想については、エコノミストのインフレ予想は概ね横ばいとなっている。マーケットの指標は概ね横ばいないし低下となっている。

- 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、概ね横ばいとなっている（2014年4月+1.7%→7月+1.6%→10月+1.6%、図表3下段左）。
- 中長期のインフレーション・スワップ・レートは、2年物と同様の背景から5年物が低下している一方、5年先5年は概ね横ばいとなっている。新物価連動国債のBEI（Break Even Inflation rate）は、グローバルにBEIが低下するもとの、小幅に低下している（図表4中下段）。

2. 短期金利と実体経済

短期金利（オーバーナイト物コールレート）の水準を、CPI上昇率を差し引いた実質ベースで、潜在成長率（均衡利子率の代理変数）と比較してみると、幾分緩和的な水準にある。標準的なテイラー・ルールとの比較では、生産関数アプローチを用いて計算すると、幾分緩和的な水準にある（図表5、6）。

—— 上記のどちらの指標でみても、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8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8下段）。
- CP発行金利、CP発行スプレッドは、低い水準で安定的に推移している（図表7、9中段）。

—— CPの発行市場では、良好な発行環境が続いている。

- 社債発行金利、社債発行スプレッドは、低い水準で推移している（図表7、9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。引き続き、長めの年限での起債や初めての社債発行となる案件がみられている。こうしたもとで、10月の社債の発行レートは、前月対比で小幅に低下している。

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（7月+0.9%→8月+0.9%→9月+1.0%、図表12上段）。

- 民間銀行貸出残高（都銀等・地銀・地銀Ⅱ）の前年比は、2%台半ばのプラスとなっている（7月+2.3%→8月+2.3%→9月+2.4%、図表12下

段)。

— 業態別の前年比をみると、都銀等、地銀・地銀Ⅱともに、伸び率が拡大している（都銀等：7月+1.0%→8月+1.0%→9月+1.2%、地銀・地銀Ⅱ：7月+3.5%→8月+3.5%→9月+3.6%）。

— 資金需要について、10月の主要銀行貸出動向アンケート調査（以下、ローン・サーベイ）の資金需要判断DI（季節調整済）をみると、大企業向け、中小企業向けともに、「増加」超となっている。「増加」超幅は、大企業向け、中小企業向けともに、7月調査で拡大したものの10月調査では縮小している。個人向けは、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動の影響で新規の住宅ローンの実行が減少したことなどから、7月調査では「減少」超となったが、10月調査では「増加」超に復している。もっとも「増加」超幅は、7月調査前の水準と比べると小さい（図表16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。

— 8月の企業向け貸出（国内銀行ベース）の内訳について、規模別の前年比をみると、大企業向け、中小企業向けともに、このところ伸び率は横ばい圏内で推移している（大企業向け：6月+3.1%→7月+2.3%→8月+2.7%、中小企業向け：6月+1.8%→7月+1.7%→8月+1.8%、図表13中段左）。資金使途別の前年比をみると、運転資金向けは伸び率が縮小傾向にあるが、前月対比では幾分拡大している。設備資金向けは伸び率が拡大傾向にあるが、前月対比では横ばいとなっている（運転資金向け：6月+2.1%→7月+1.5%→8月+1.8%、設備資金向け：6月+2.7%→7月+3.1%→8月+3.1%、図表13中段右）。

- CP・社債計の発行残高の前年比は、マイナスとなっている（7月▲2.1%→8月▲1.3%→9月▲0.8%、図表14上段）。内訳をみると、CP残高の前年比はプラス幅が拡大している一方、社債残高の前年比はマイナスが続いている。

— 社債の発行環境は、良好な状態が続いている（図表14下段）。10月の社債発行額は、24日の時点で4,060億円、パイプライン分を含めてもほぼ同額と、前年同月および過去10年間の10月平均を下回る水準となっている（2013年10月:5,414億円、2004～2013年の10月平均:5,037億円）。

10月の社債発行銘柄

10月	AAA格	東海旅客鉄道
	AA格	NTTファイナンス、首都高速道路、トヨタファイナンス、大阪瓦斯、中国電力、成田国際空港、大和ハウス工業、ユナイテッド・アーバン投資法人、九州電力、三菱UFJリース、野村不動産マスターファンド投資法人
	A格	クレディセゾン、横浜ゴム、エヌ・ティ・ティ都市開発、ニチレイ、東燃ゼネラル石油、住友重機械工業、野村不動産ホールディングス、芙蓉総合リース、イオンモール、セントラル硝子、エイチ・アイ・エス
	BBB格	近畿日本鉄道

(注) 対象は国内公募社債。銀行発行分は含まない。起債日ベース。波下線は個人向けを含む。24日まで。

10月のエクイティファイナンス（銀行発行分を除く）は、株式による調達は、サービス業による大きめのIPO案件があったことから、相応の水準となっている。転換社債の発行は低めの水準。J-REIT資本調達は低水準となっている（図表15）。

5. アベイラビリティ

企業からみた金融機関の貸出態度は、改善傾向が続いている。企業の資金繰りは、良好である（図表16、17）。

- 企業からみた金融機関の貸出態度について、日本公庫調査をみると、小企業（7～9月）は、「困難」超幅が概ね横ばいとなっている。
- 金融機関の貸出運営スタンスについて、10月のローン・サーベイをみると、大企業向け、中小企業向けともに、「積極化」超幅が幾分縮小している。もともと、貸出運営スタンスを「慎重化」ないし「やや慎重化」させたと回答した先は、引き続き皆無であった。
- 企業の資金繰りについて、日本公庫調査をみると、小企業（7～9月）は、振れをならしてみれば改善傾向にあるが、前期からは「悪化」超幅が幾分拡大している。商工中金調査をみると、中小企業（10月）は、「悪化」超幅が概ね横ばいとなっている。

6. 企業倒産

9月の倒産件数は、827件と引き続き低水準で推移している（前年比：7月▲14.0%→8月▲11.2%→9月+0.9%、図表18）。

—— 倒産件数は、5か月振りに前年比プラスとなった。

—— 9月の負債総額は、前年を下回っている。

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3割台半ばの伸びとなっている（平残前年比：7月+42.7%→8月+40.5%→9月+35.3%、図表19）。

—— 9月のマネタリーベース（末残）の水準は、253兆円となった（7月243兆円→8月243兆円→9月253兆円、図表20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見ると、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20中段）。

マネースtock (M2)の前年比は、銀行貸出の増加などから3%程度の伸びとなっている（7月+3.0%→8月+3.0%→9月+3.0%、図表20下段）。

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）で見ると、8月も前年比プラスが続いている（6月+6.4%→7月+6.9%→8月+7.4%、図表22下段）。

以 上

2014.10.28

企画局

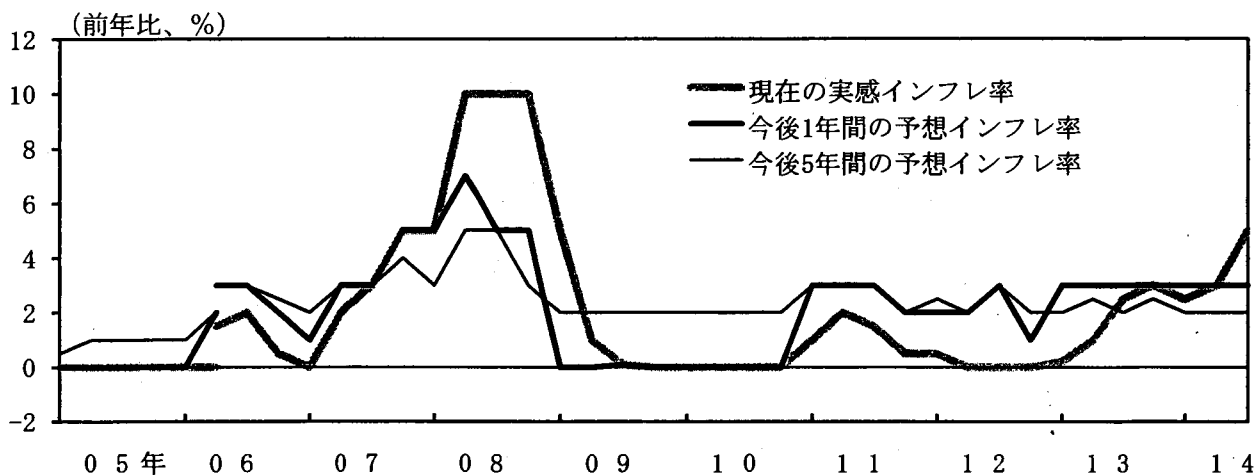
「金融環境の現状評価」参考計表

1. インフレ予想
 - （図表1）家計のインフレ予想
 - （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）
3. 資金調達コスト
 - （図表7）資金調達コスト関連指標
 - （図表8）総資金調達コスト・貸出金利
 - （図表9）貸出・CP・社債のスプレッド
 - （図表10）企業の資金調達コストと収益性
4. 資金調達量
 - （図表11）資金調達量関連指標
 - （図表12）民間部門総資金調達
 - （図表13）民間銀行貸出の内訳
 - （図表14）CP・社債発行残高
 - （図表15）エクイティファイナンス
5. アベイラビリティー
 - （図表16）企業金融関連指標
 - （図表17）金融機関の貸出態度・企業の資金繰り
6. 企業倒産
 - （図表18）企業倒産
7. その他の金融指標
 - （図表19）マネー関連指標
 - （図表20）マネタリーベースとマネーストック
 - （図表21）M2のバランスシート分解
 - （図表22）資産価格
 - （図表23）ファイナンシャル・インバランス関連指標

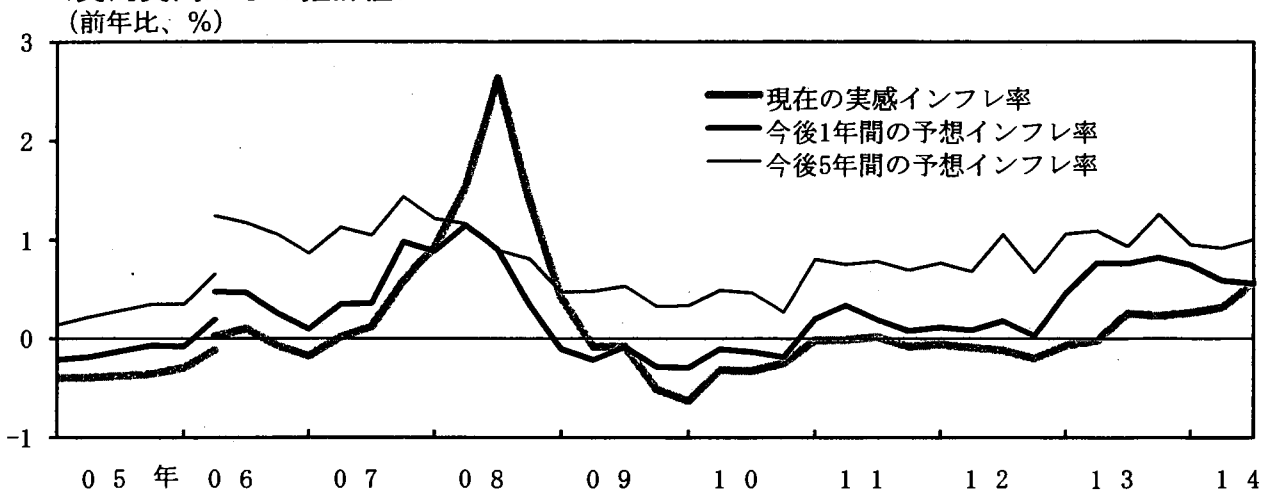
家計のインフレ予想

(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＞

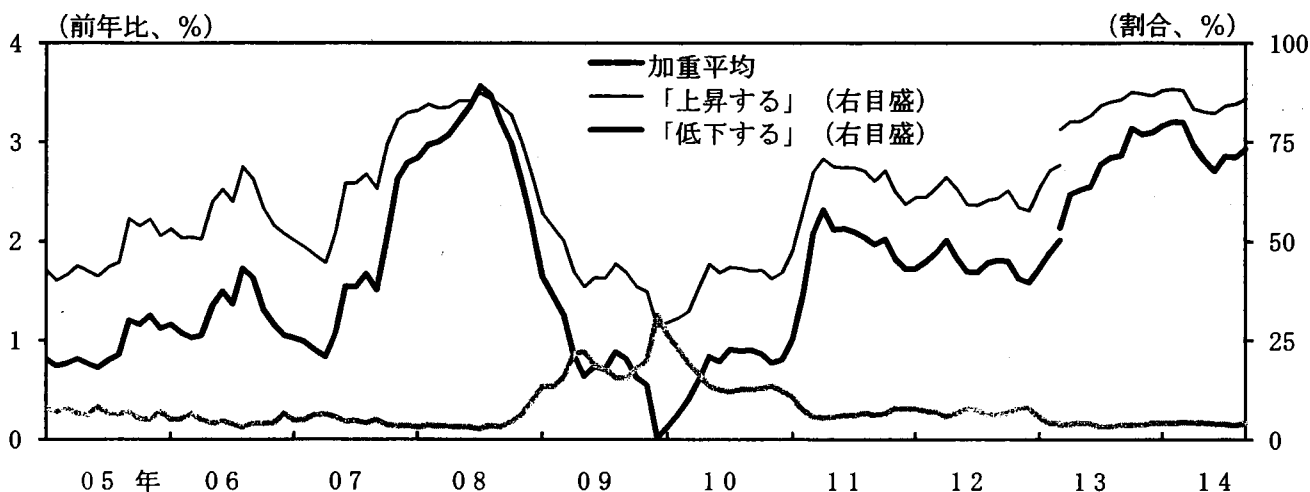


＜質的質問からの推計値＞



- (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。
 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。

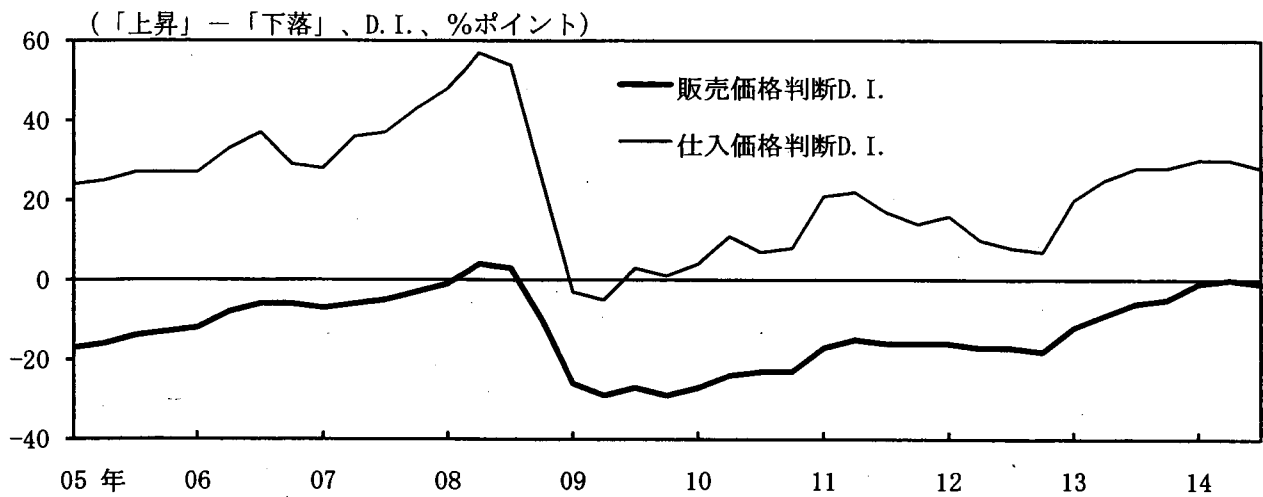
(2) 消費動向調査（内閣府）＜1年後の予想インフレ率（総世帯）＞



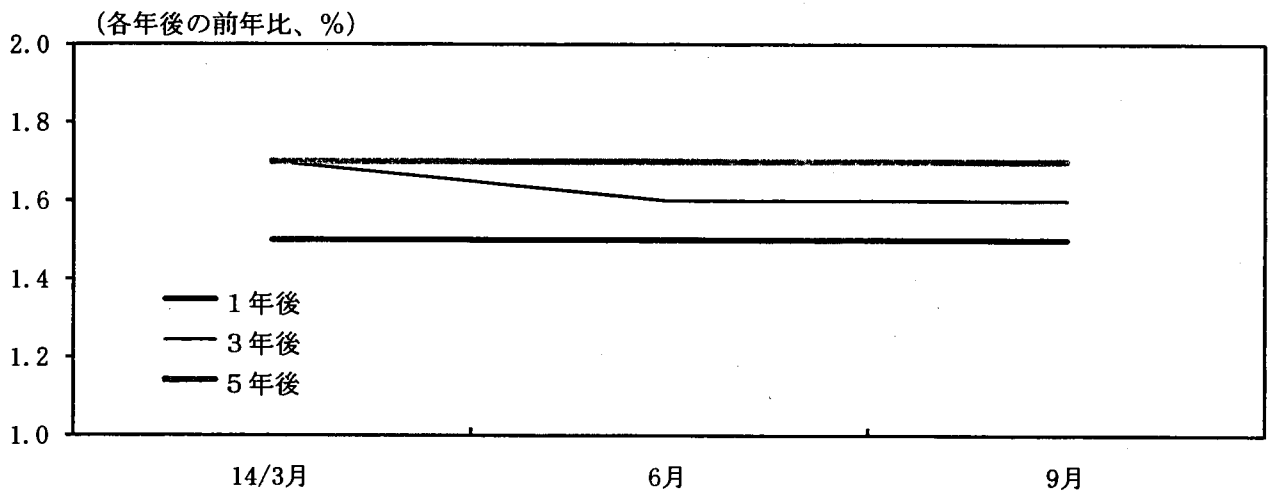
- (注) 1. 加重平均は、「-5%以上低下」は-5%、「-5%~-2%低下」は-3.5%、「-2%未満低下」は-1%、「+2%未満上昇」は+1%、「+2%~+5%上昇」は+3.5%、「+5%以上上昇」は+5%、のインフレ率をそれぞれ予想していると仮定して計算したもの。
 2. 13/4月より調査方法が変更されたため、それ以前の計数と不連続が生じている。なお、調査方法変更後の13/3月は試験調査による参考値。

企業のインフレ予想 (短観)

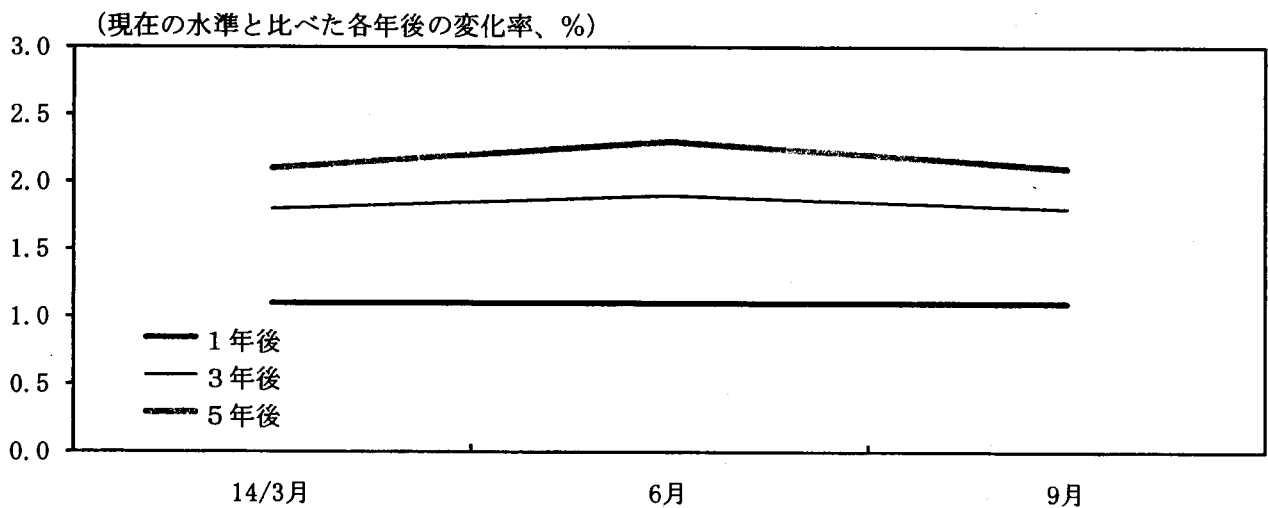
(1) 企業の価格判断



(2) 物価全般の見通し (平均値)



(3) 販売価格の見通し (平均値)



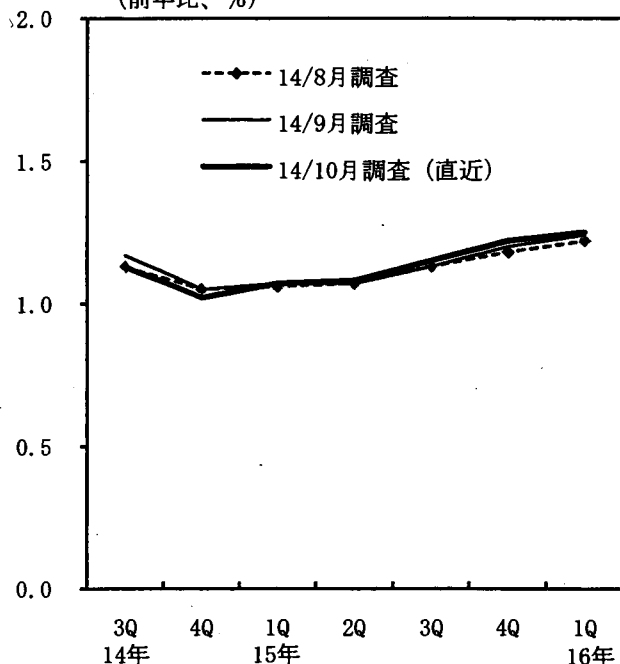
(注) 全産業・全規模。(2)、(3)は、消費税率引き上げの影響を除くベース。

(図表3)

エコノミストのインフレ予想

(1) ESPフォーキャスト調査
〈四半期〉

(前年比、%)



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

(2) ESPフォーキャスト調査
〈年度〉

(%)

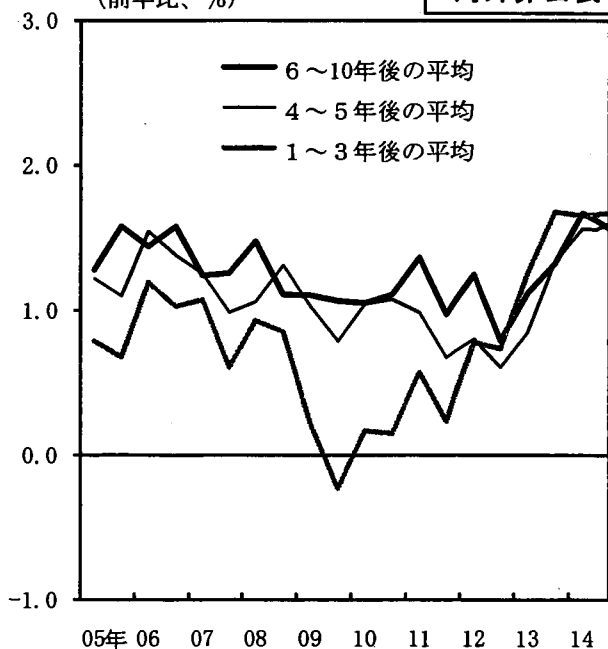
	2014年度	2015年度	2016年度
14/5月調査	2.99 <0.99>	1.70 <1.05>	—
6月調査	3.08 <1.08>	1.78 <1.10>	2.00 <1.32>
7月調査	3.12 <1.11>	1.79 <1.12>	2.01 <1.30>
8月調査	3.15 <1.14>	1.82 <1.16>	2.00 <1.29>
9月調査	3.17 <1.17>	1.82 <1.16>	1.94 <1.28>
10月調査	3.17 <1.16>	1.83 <1.18>	1.94 <1.27>

(注) <>内は消費税率引き上げの影響を除くベース。

(3) コンセンサス・フォーキャスト

(前年比、%)

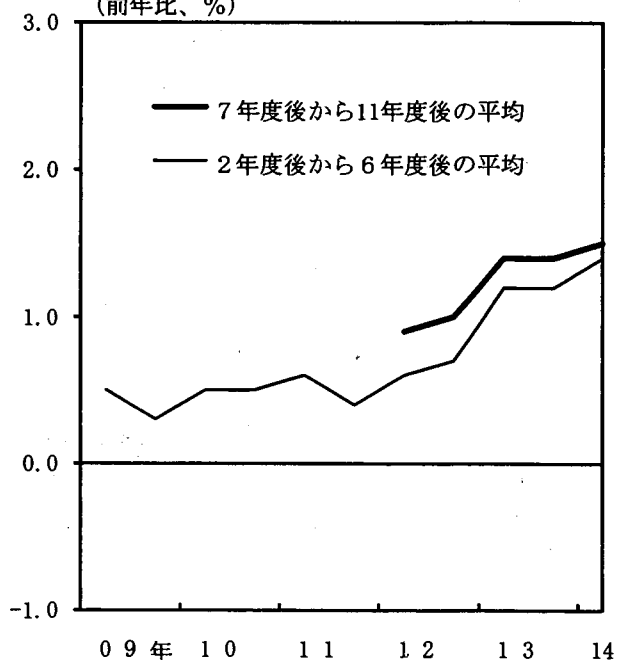
対外非公表



(注) 調査時点は毎年1、4、7、10月。
ただし、14/4月以前については毎年4、10月。

(4) ESPフォーキャスト長期予想

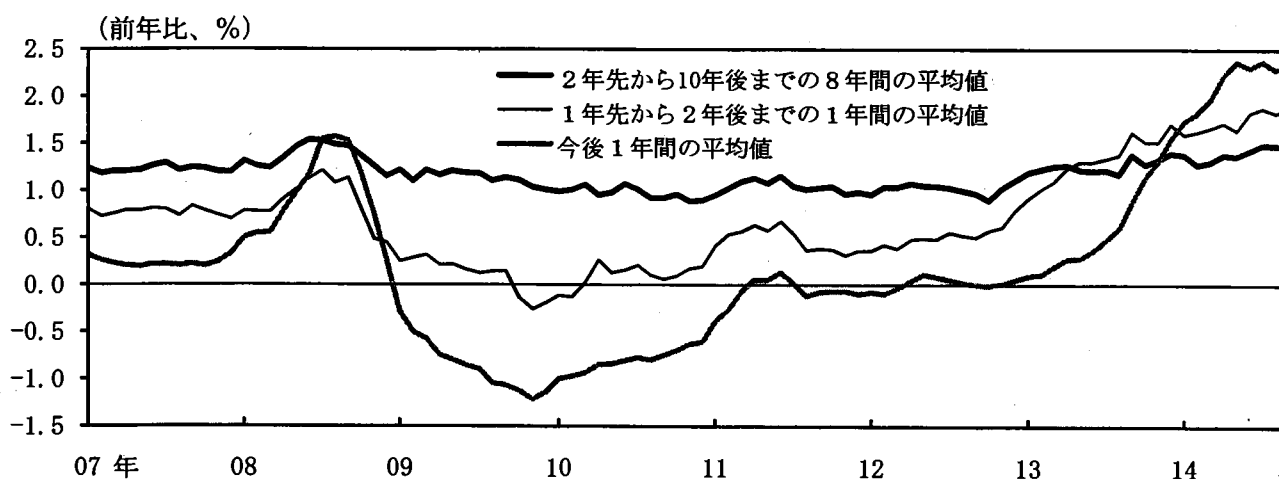
(前年比、%)



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

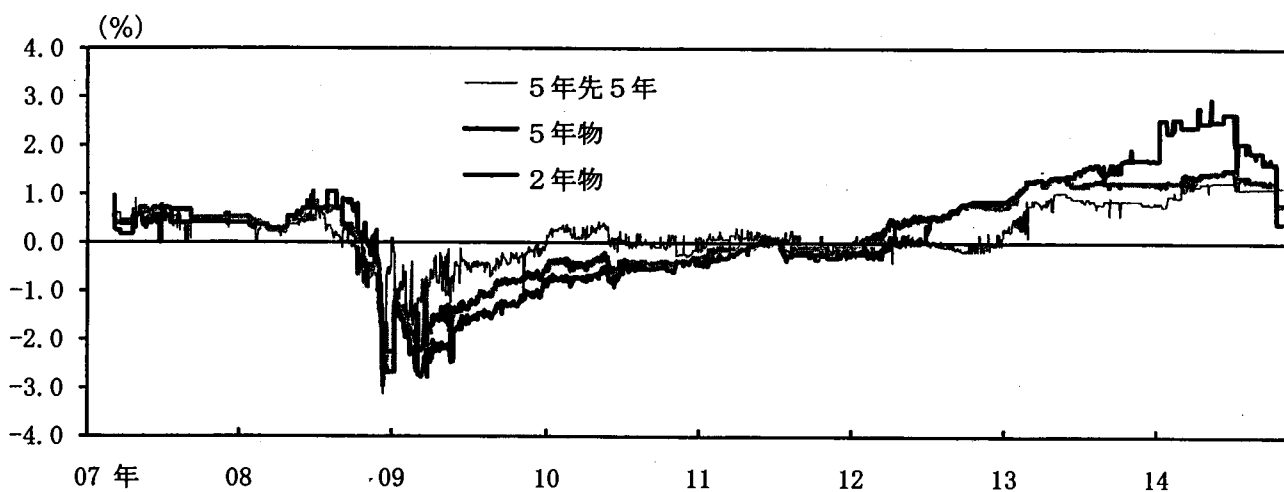
市場のインフレ予想

(1) QUICK月次調査 (債券)



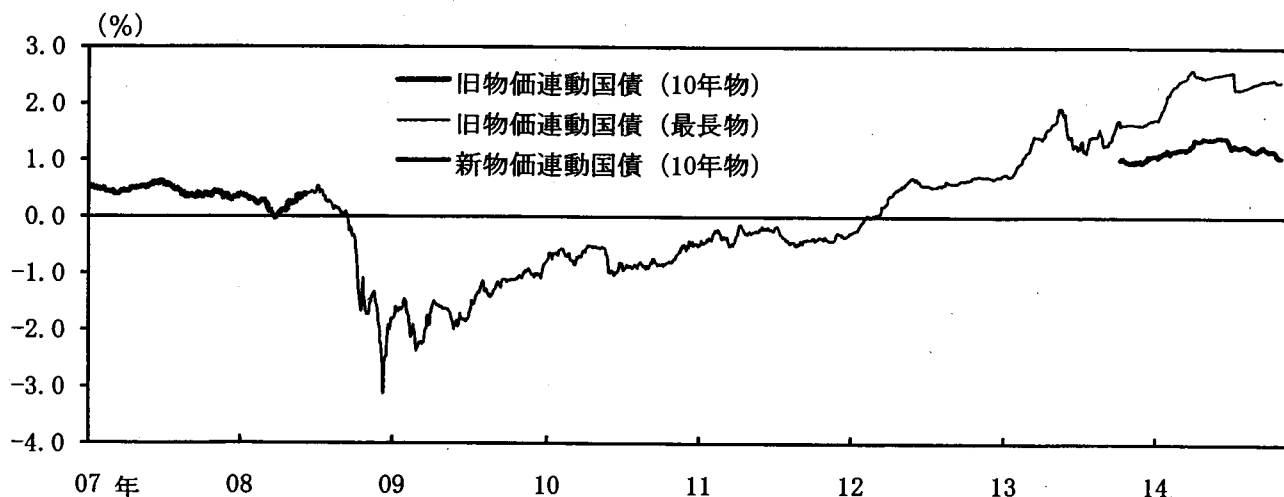
(注) 証券会社および機関投資家の債券担当者約150名の予想の平均をもとに算出。2013/9月調査から、消費税率引き上げの影響を含む計数を回答するよう質問項目に明記。

(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。

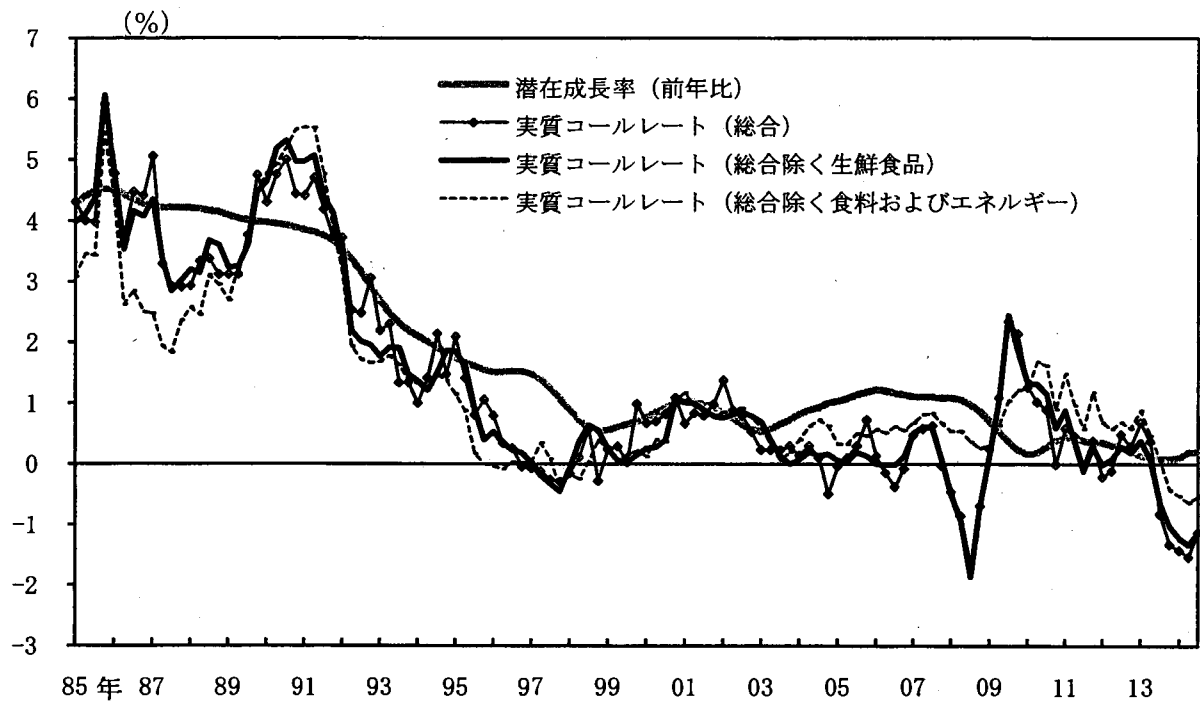
(3) 物価連動国債のBEI



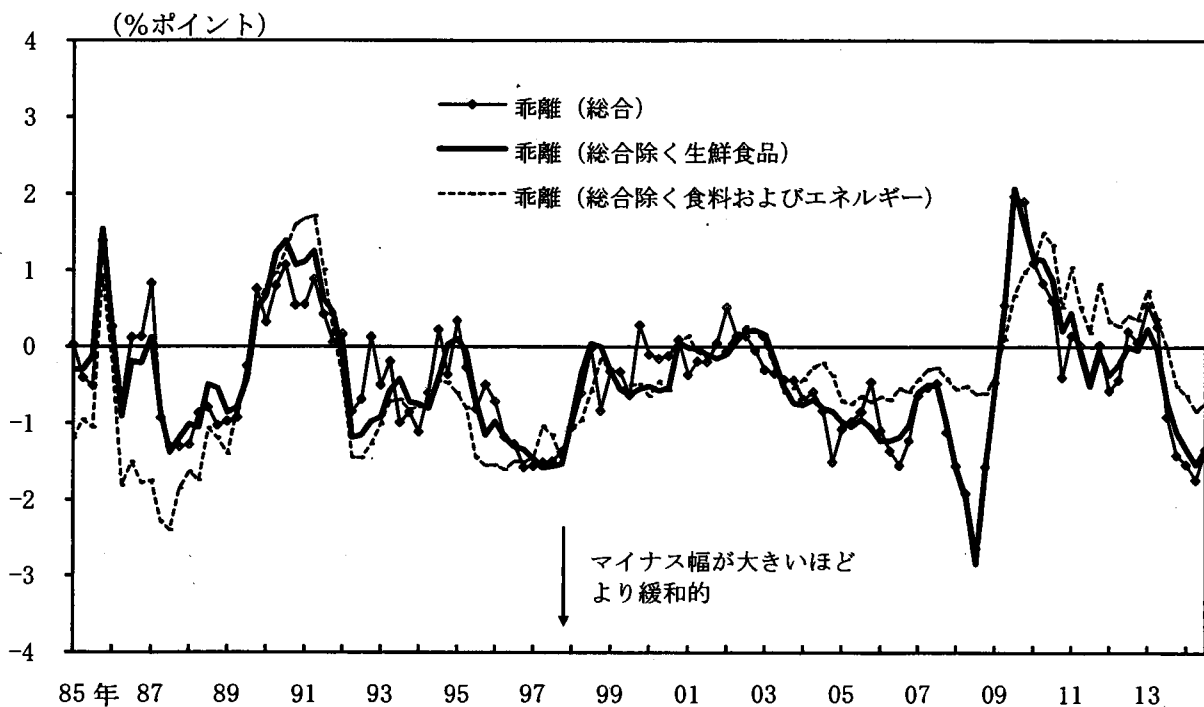
(注) BEIは、固定利付国債利回り－物価連動国債利回り。物価連動国債のうち、2013/10月以降に発行されたものを新物価連動国債、それ以外を旧物価連動国債と呼称。旧物価連動国債の最長物は、16回債(2018/6月償還の銘柄)の利回りをを用いて算出。

短期金利と実体経済 (1)

(1) 実質コールレートと潜在成長率 (生産関数アプローチによる推計値)



(2) 実質コールレートと潜在成長率の乖離

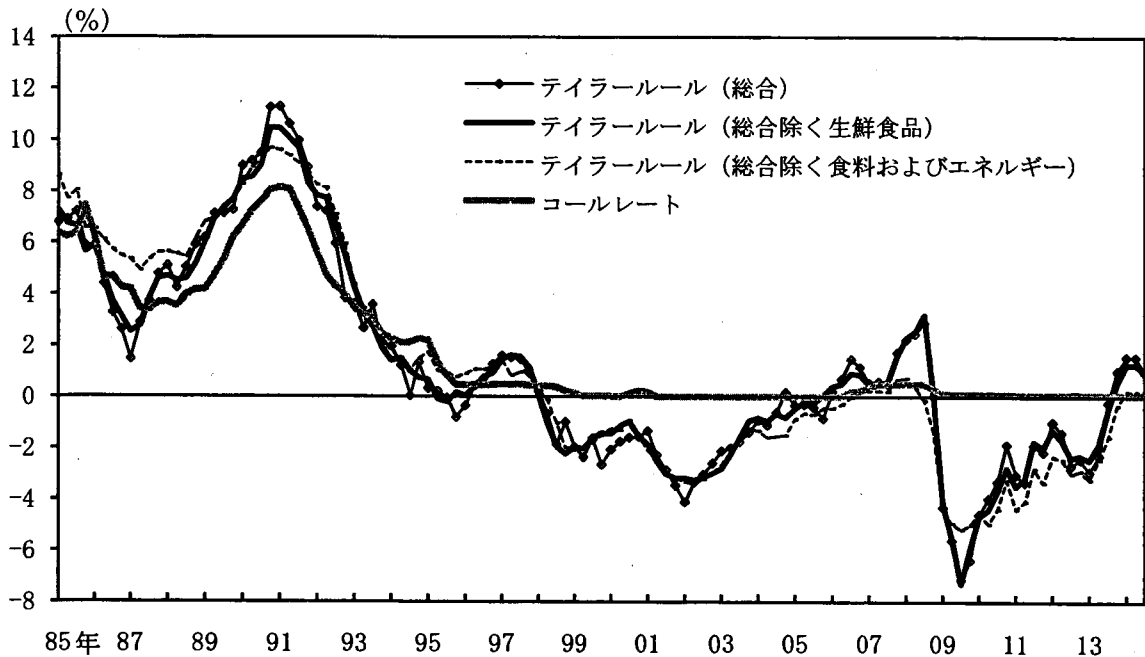


- (注) 1. 実質コールレートは、無担0/NからCPI前年比を差し引いて算出。括弧内は、コールレートの実質化に用いたCPIの系列（消費税調整済み）。「食料」は「酒類」を除く。また、「エネルギー」は「電気代」、「都市ガス代」、「プロパンガス」、「灯油」、「ガソリン」からなる。潜在成長率は、生産関数アプローチによる推計値（調査統計局の試算値）。
2. 14/3Qの潜在成長率は14/2Qから横ばいと仮定。
14/3QのCPI前年比は7～8月の前年比を使用。

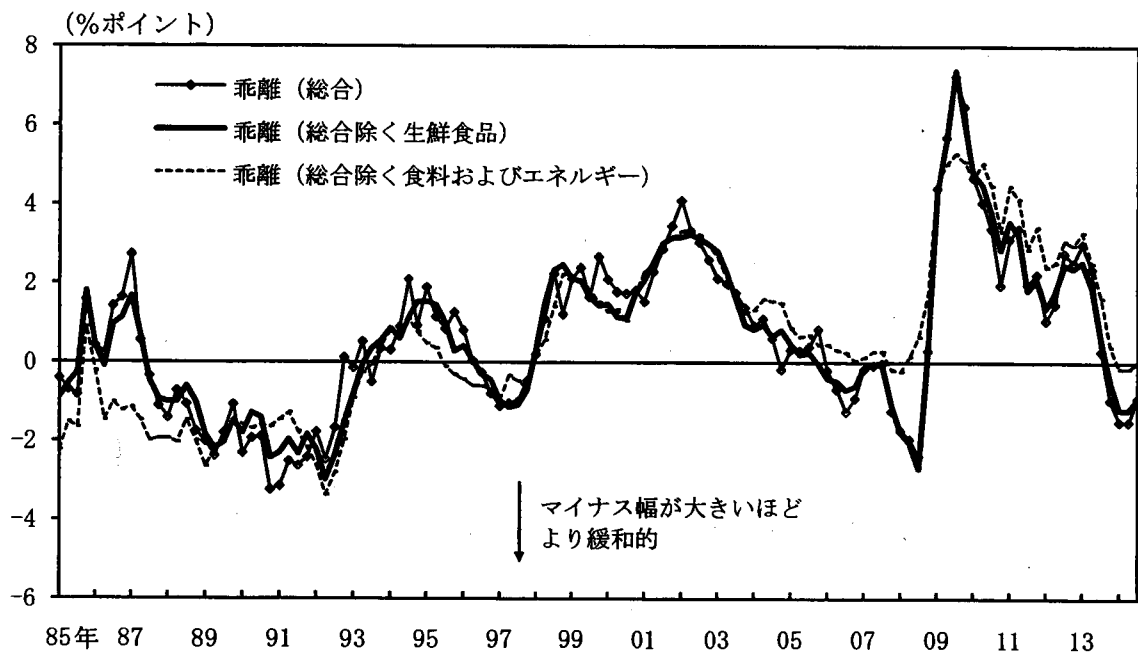
短期金利と実体経済(2)

対外非公表

(1) テイラー・ルール(生産関数アプローチによる推計値に基づく)



(2) コールレートとテイラー・ルールの乖離



(注)1. 以下のような標準的なテイラー・ルールを用いた。なお、目標インフレ率は2%で計算。

テイラー・ルールが示唆する短期金利 = 潜在成長率 + 目標インフレ率

+ 1.5 × (インフレ率 - 目標インフレ率) + 0.5 × GDPギャップ

2. 括弧内は、テイラー・ルールの計算に用いたCPIの系列(消費税調整済み)。「食料」は「酒類」を除く。また、「エネルギー」は「電気代」、「都市ガス代」、「プロパンガス」、「灯油」、「ガソリン」からなる。潜在成長率とGDPギャップは、生産関数アプローチによる推計値(調査統計局の試算値)。

3. 14/3Qの潜在成長率およびGDPギャップは、14/2Qから横ばいと仮定。
14/3QのCPI前年比は7~8月の前年比を使用。

(図表7)

資金調達コスト関連指標

対外非公表

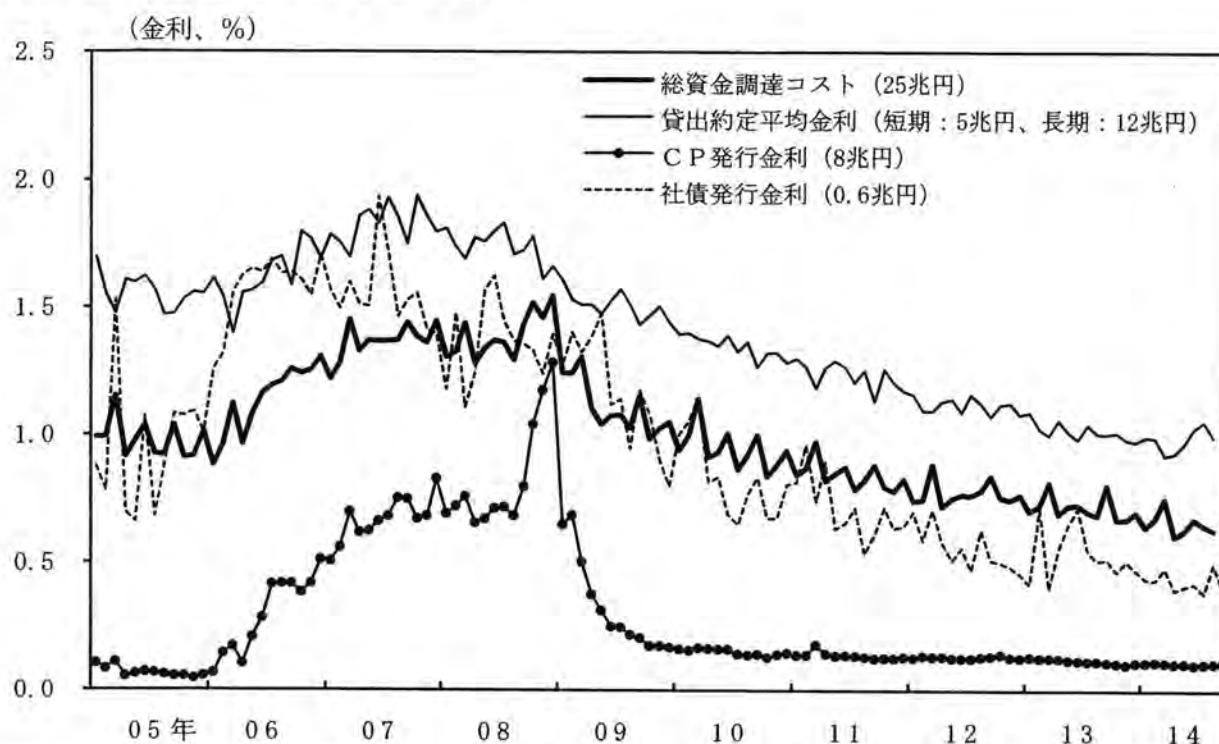
		13/ 10~12月	14/ 1~3	4~6	7~9	14/8月	9	10
短期プライムレート(末値)		1.475	1.475	1.475	1.475	1.475	1.475	—
長期プライムレート(末値)		1.20	1.20	1.20	1.15	1.15	1.15	—
貸出約定平均金利								
新規	短期	0.901	0.831	0.883	—	0.639	—	—
	除く交付税特会向け	1.274	1.282	1.240	—	1.277	—	—
	長期	0.879	0.862	0.860	—	0.875	—	—
	総合	0.885	0.847	0.865	—	0.767	—	—
	除く交付税特会向け	0.991	0.970	0.976	—	0.995	—	—
ストック	短期	0.873	0.865	0.831	—	0.838	—	—
	長期	1.305	1.280	1.251	—	1.231	—	—
	総合	1.269	1.246	1.228	—	1.214	—	—
スプレッド貸出の スプレッド(都銀等)	短期	0.41	0.38	0.37	—	0.36	—	—
	長期	0.67	0.66	0.63	—	0.66	—	—
CP発行レート (3ヶ月物、a-1格)		0.11	0.12	0.11	0.11	0.11	0.12	0.11
スプレッド	a-1+格	+0.02	+0.04	+0.04	+0.07	+0.06	+0.09	+0.10
	a-1格	+0.04	+0.06	+0.06	+0.09	+0.08	+0.11	+0.13
	a-2格以下	+0.15	+0.18	+0.17	+0.18	+0.17	+0.19	+0.26
社債発行レート (AA格)		0.45	0.42	0.38	0.36	0.35	0.37	0.32
スプレッド	AAA格	+0.13	—	—	—	—	—	—
	AA格	+0.24	+0.22	+0.19	+0.20	+0.20	+0.20	+0.17
	A格	+0.28	+0.27	+0.23	+0.28	+0.38	+0.22	+0.24

- (注) 1. 短プラ、長プラの直近(10/28日)の値は、短プラは1.475%、長プラは1.15%。
 2. CPと社債の発行レートとスプレッドの定義は図表9を参照。
 3. 14/10月は、CPが第4週まで、社債が24日までの値。

総資金調達コスト・貸出金利

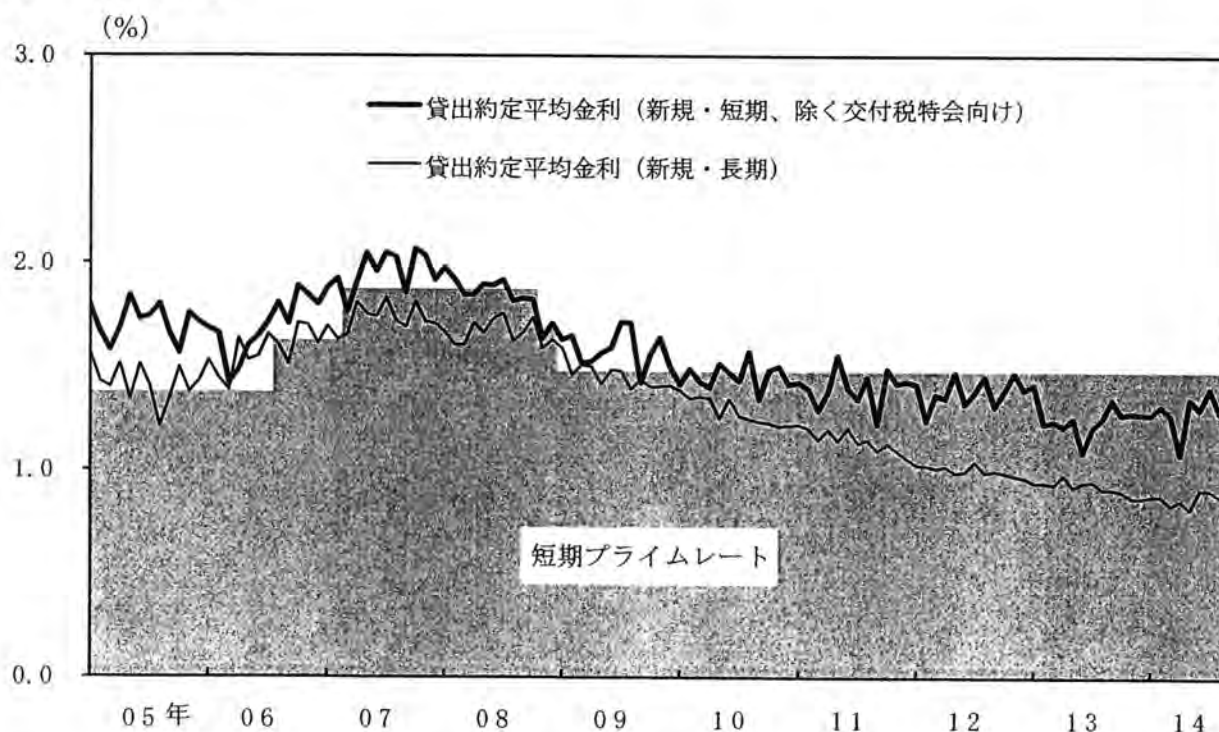
対外非公表

(1) 総資金調達コストの推移



- (注) 1. 総資金調達コストは、貸出約定平均金利（新規・総合、除く交付税特会向け）、社債発行金利、CP発行金利を加重平均して算出。
 2. ウェイトには、各月の新規貸出実行額（除く交付税特会向け）、社債発行額、CP発行額を用いた。一部は推計値。括弧内は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

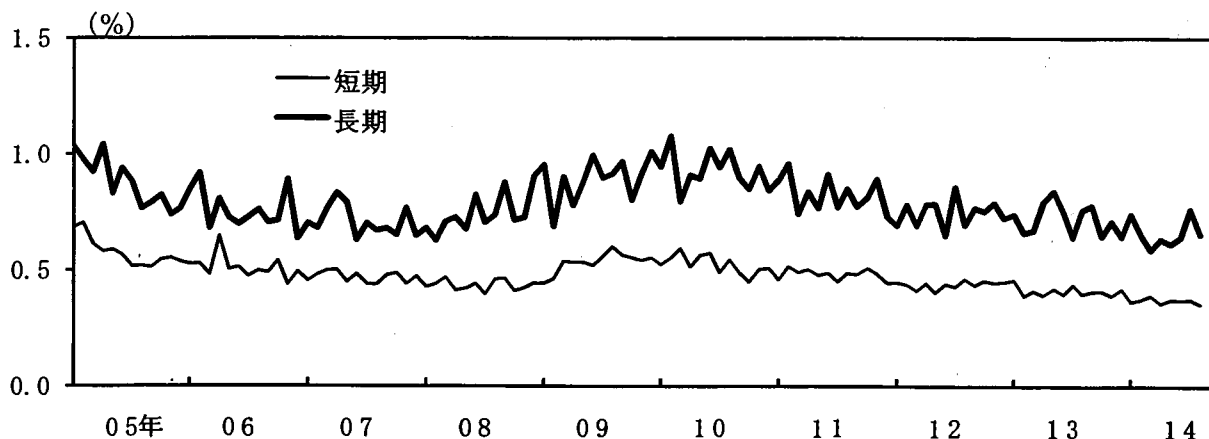


- (注) 貸出約定平均金利は、国内銀行ベース。短期プライムレートは月末時点。

貸出・CP・社債の спреッド

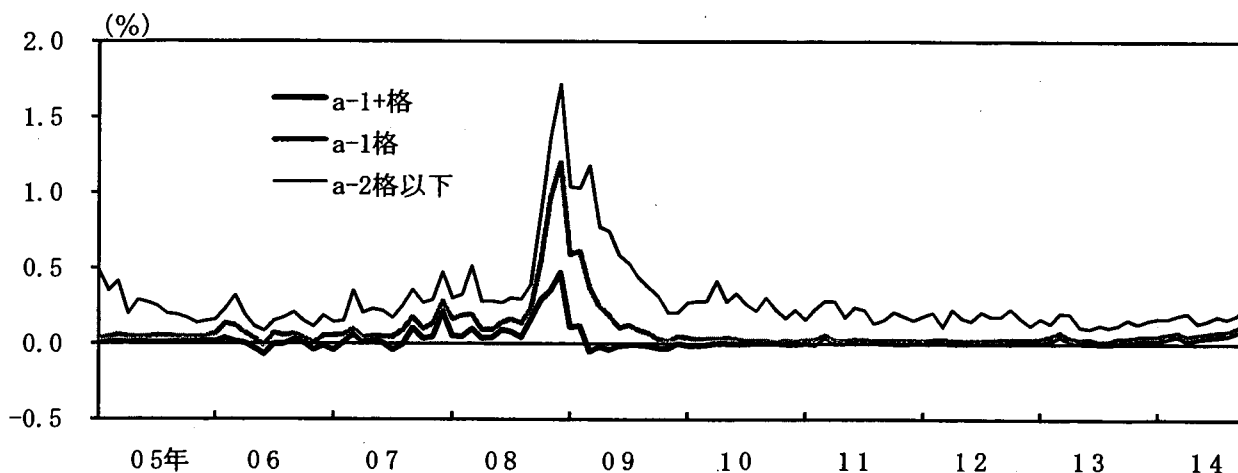
対外非公表

(1) スプレッド貸出の спреッド



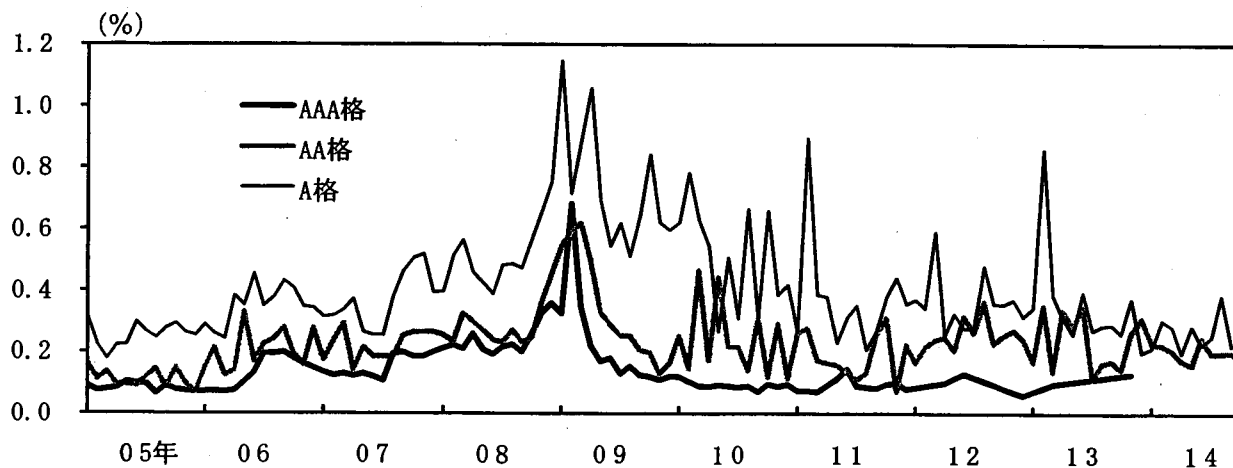
(注) 計数は都銀等ベース。

(2) CP発行スプレッド



- (注) 1. 発行スプレッドは、発行金利－短国3か月物利回り。発行金利は、証券保管振替機構が公表しているターム別の月中平均レートの単純平均。銀行・証券会社等発行分、およびABCPは含まない。
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. 14/10月は第4週までの平均値。

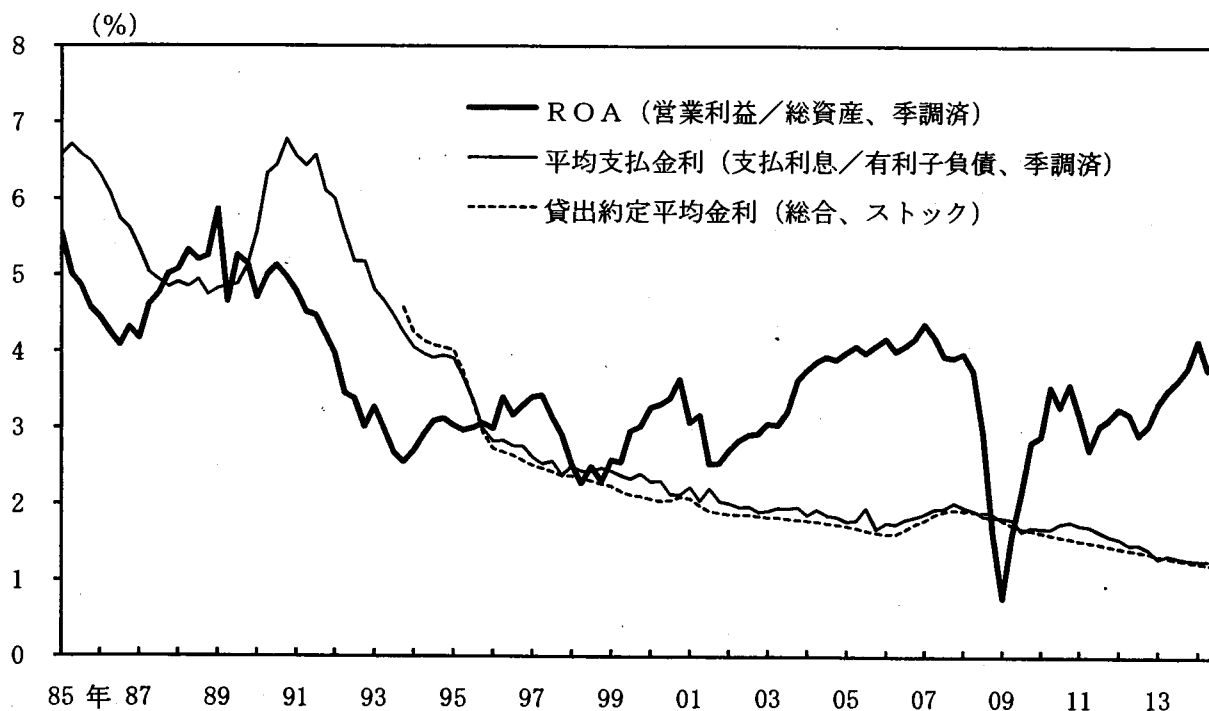
(3) 社債発行スプレッド



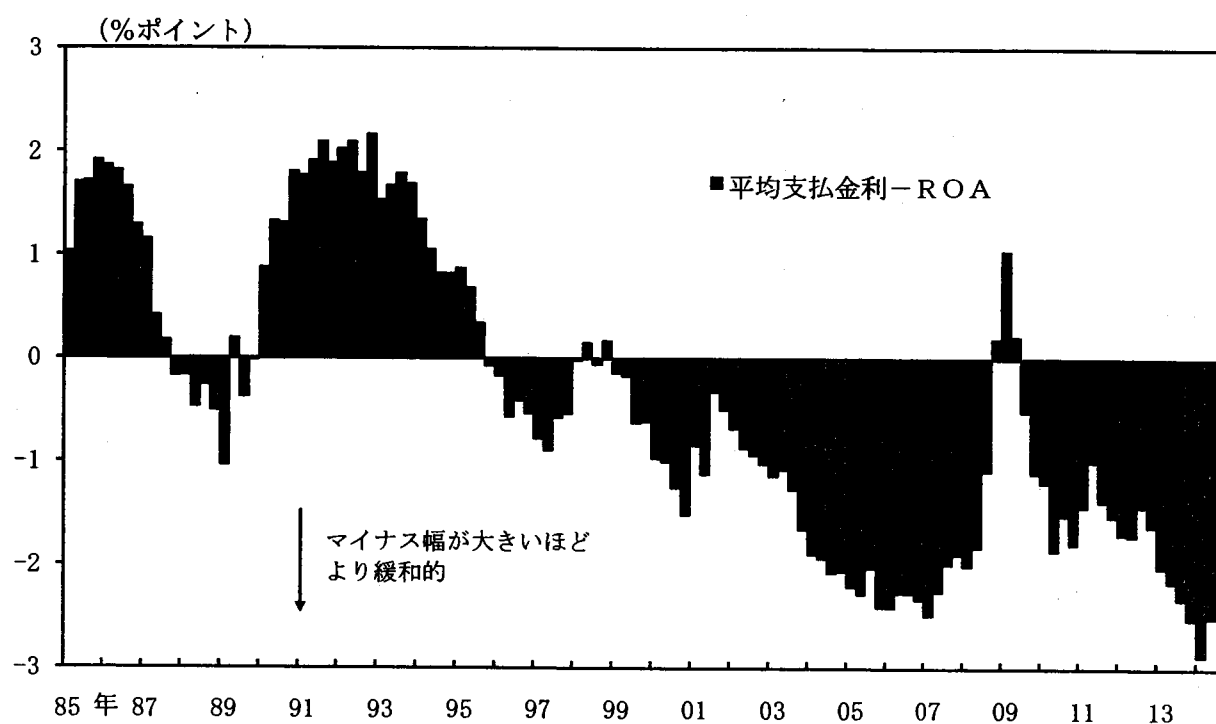
- (注) 1. 社債発行スプレッドは、起債日ベースで、社債発行金利－同年限の国債流通利回り。対象は国内公募社債で、銀行や証券会社、発行金利が相対的に高いノンバンクの発行分、劣後債、当初発行期間が15年以上の社債等は除いている。計数は単純平均値。
2. 発行が無い月は前後の月の値で線形補間。
3. 13/12～14/10月は対象となるAAA格の発行は無い。14/10月は24日までの値。

企業の資金調達コストと収益性

(1) 企業のROAと平均支払金利（法人季報、全規模・全産業）



(2) 平均支払金利とROAの乖離



(注) 14/3Qの貸出約定平均金利は7~8月の平均値。

資金調達量関連指標

民間部門総資金調達の
計数は対外非公表

<民間部門総資金調達の内訳>

—— 平残前年比%、前年比寄与度%ポイント(調整後) ; 残高、兆円

	2013年	14/ 1~3月	4~6	7~9	14/8月	9	10	2013年 平残	
民間部門総資金調達	0.7	1.1	1.1	0.9	0.9	1.0 p	—	611	
寄 与 度	銀行・信金・外銀計	1.0	1.5	1.6	1.5	1.5	1.5 p	—	443
	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	-0.4	—	55
	旧3公庫	0.0	-0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	—	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	0.0	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	—	88
	CP	-0.1	-0.1	-0.1	-0.0	-0.0	0.0	—	12
	社債	0.2	0.1	-0.0	-0.2	-0.2	-0.2	—	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、CP・社債の発行残高>

—— 前年比%([]内のみ調整後) ; 残高、兆円

	2013年	14/ 1~3月	4~6	7~9	14/8月	9	10	2013年 平残
銀行計(平残)	2.1	2.4	2.4	2.3	2.3	2.4	—	405
	[1.8]	[2.3]	[2.4]	—	[2.3]	—	—	—
都銀等	1.6	1.6	1.3	1.1	1.0	1.2	—	199
地銀・地銀Ⅱ計	2.7	3.2	3.4	3.5	3.5	3.6	—	207
地銀	3.2	3.4	3.6	3.7	3.7	3.7	—	163
地銀Ⅱ	0.9	2.4	2.5	2.9	2.9	3.0	—	44
CP・社債計(末残)	-0.3	-1.1	-1.9	-0.8	-1.3	-0.8	—	—
CP	-8.0	-8.8	-6.7	3.4	1.7	3.4	—	—
社債	1.1	-0.0	-1.1	-1.3	-1.8	-1.3	—	—

(注) 計数の定義は図表12(2)、14(1)を参照。

<国内公募社債、エクイティ・ファイナンス>

—— 1か月当り、億円

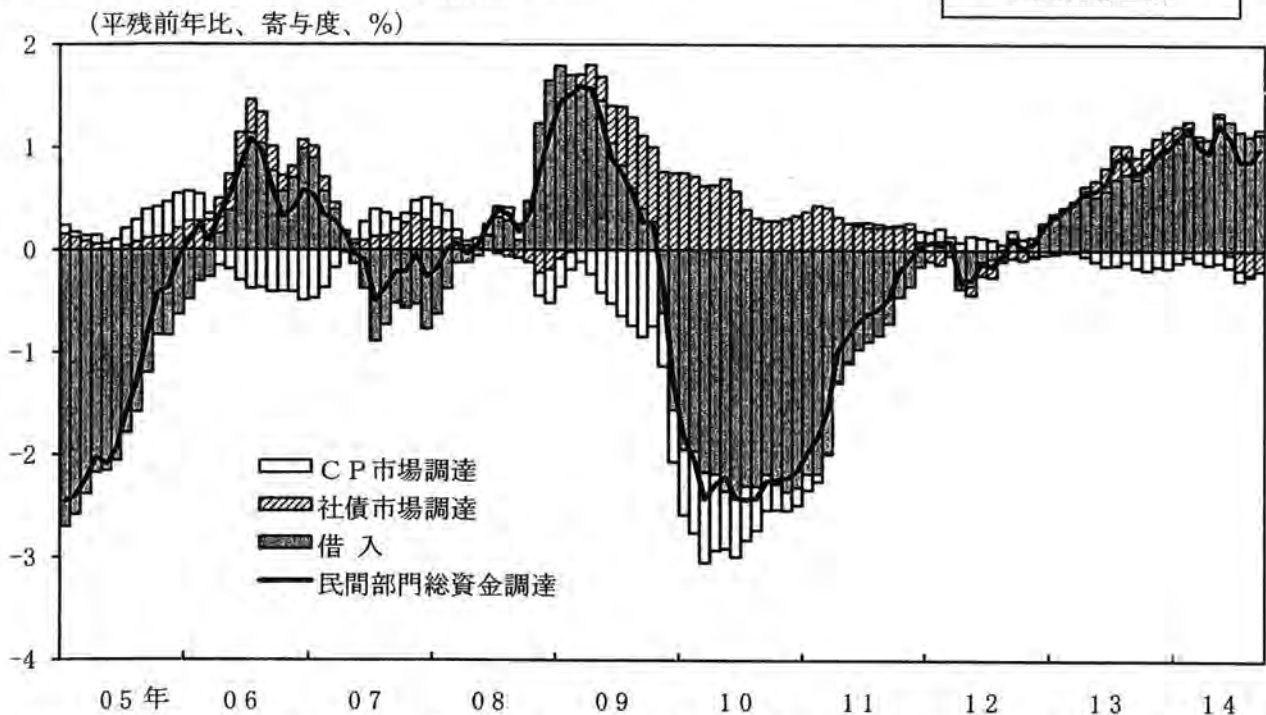
	2013年	14/ 1~3月	4~6	7~9	14/8月	9	10	2013年 平残
国内公募社債計	6,343	4,275	7,955	6,751	6,740	6,371	4,060	—
うちBBB格	347	83	250	410	200	530	200	—
(シェア)	(5.5)	(1.9)	(3.1)	(6.1)	(3.0)	(8.3)	(4.9)	—
転換社債発行額	487	607	989	219	201	255	300	—
株式調達額	1,443	2,089	1,378	2,154	1,225	1,446	1,206	—
J-REIT資本調達額	921	610	572	677	343	1,261	97	—

(注) 計数の定義は図表14(2)、15を参照。14/10月は24日までの値。

民間部門総資金調達

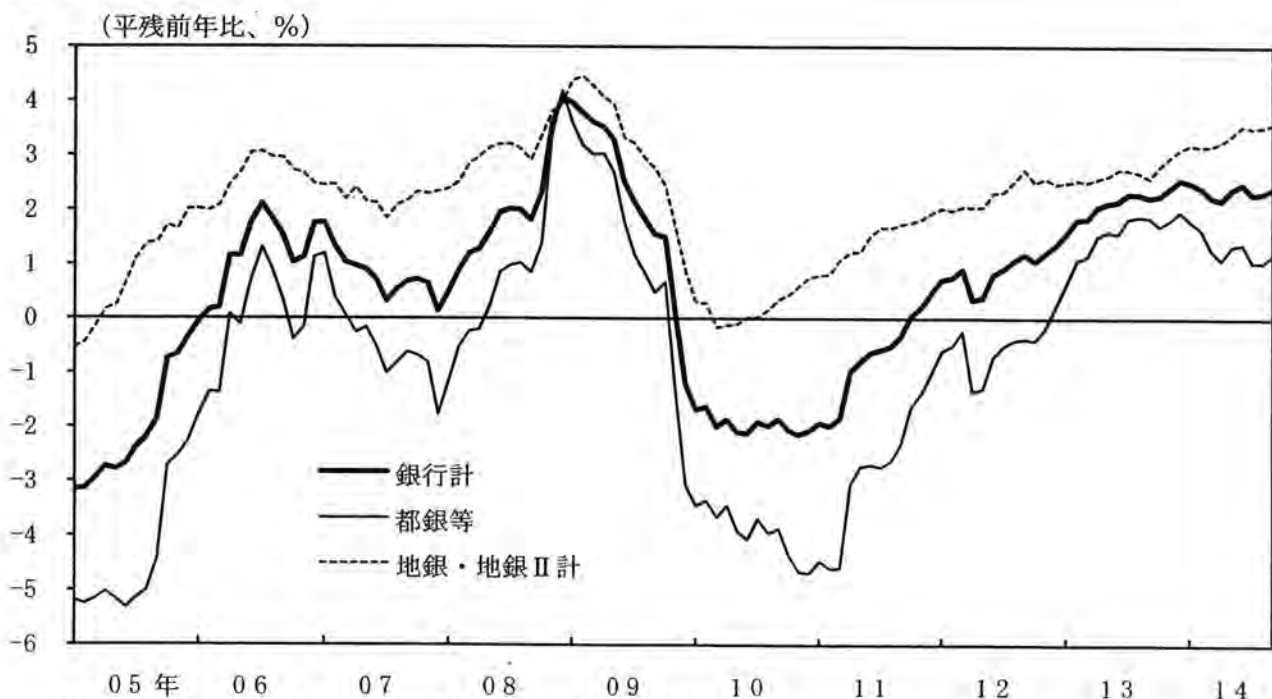
(1) 民間部門総資金調達の推移

民間部門総資金調達は対外非公表



- (注) 1. 特殊要因調整後。貸出の実勢をみるため、①貸出債権の流動化による変動分、②為替相場変動による外貨建貸出の円換算額の変動分、③貸出債権の償却による変動分、④旧国鉄清算事業団向け貸出の一般会計への承継分、および⑤旧住宅金融債権管理機構向け貸出の整理回収機構への承継分を調整したもの。あくまでも種々の前提に基づく試算であり、幅を持ってみる必要がある。
2. 借入のうち、銀行・信金・外銀計は、都銀等、地銀、地銀Ⅱ、信金、外銀の合計。ただし、①銀行の地公体向け分、および②外銀の中央政府・金融機関向け分(08/5月以降)を除いている。
3. CP、社債残高の定義は図表14(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

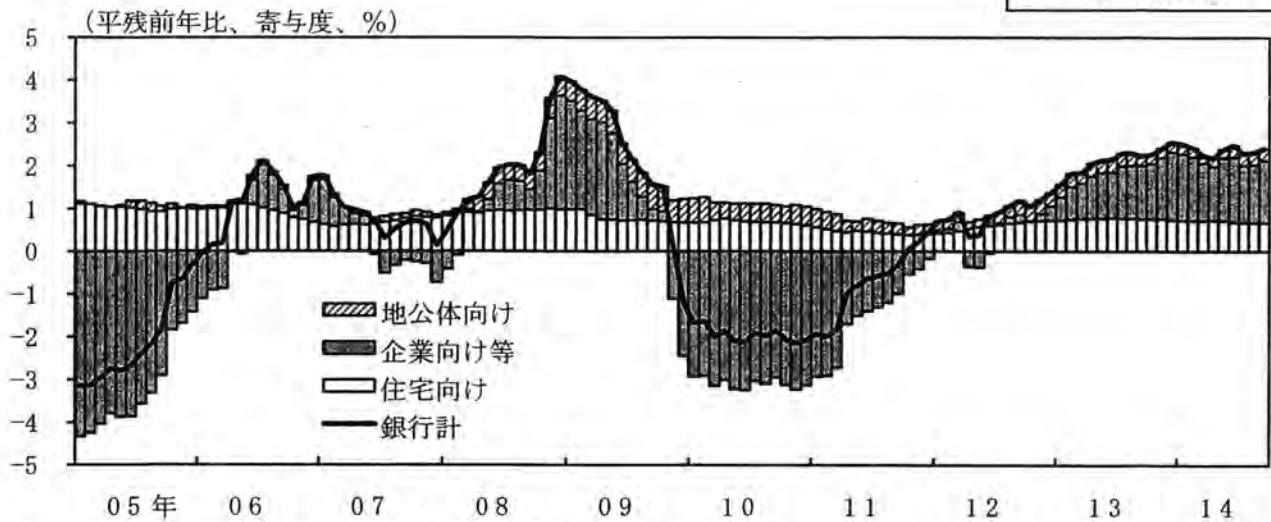


(注) 総貸出ベース。銀行計は都銀等、地銀、地銀Ⅱの合計。

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。
14/9月は速報値。

(2) 企業向け貸出の内訳

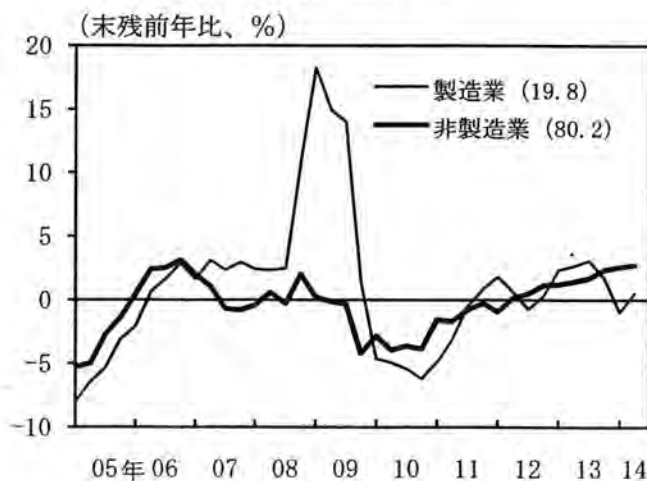
<企業規模別、月次>



<資金用途別、月次>



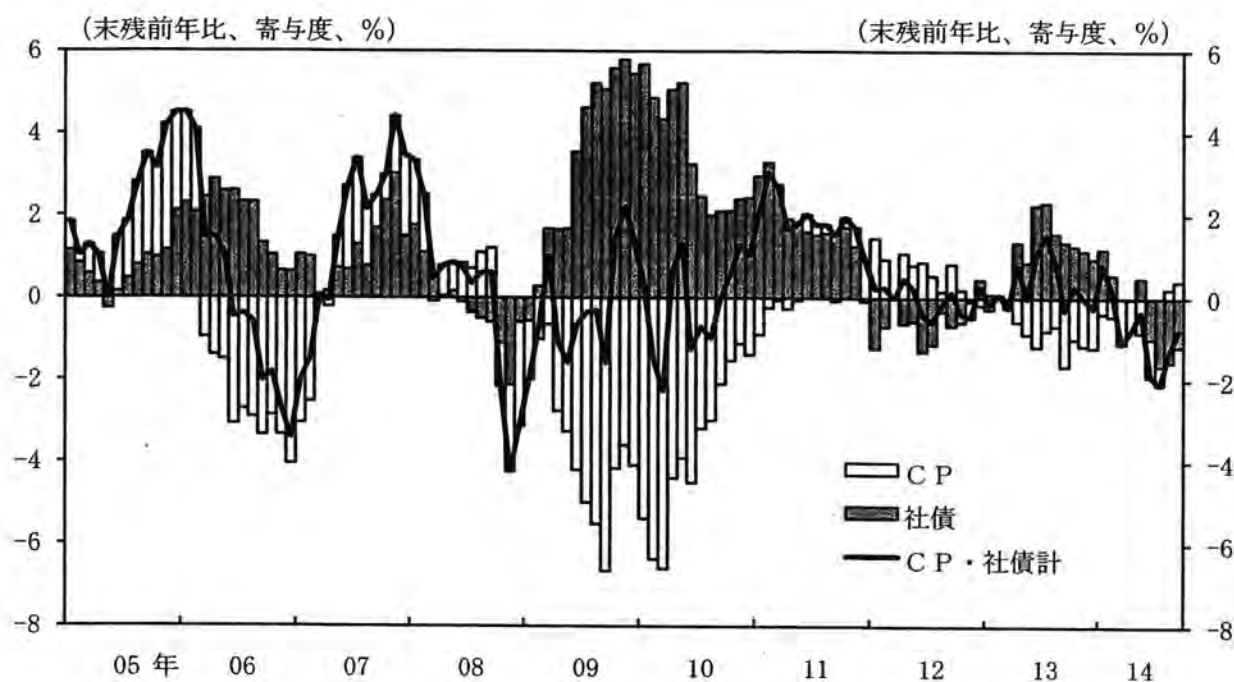
<業種別、四半期>



(注) 1. 計数は国内銀行ベース。
2. ()内は企業向け貸出残高に占めるウェイト。企業規模別・資金用途別は14/8月、業種別は14/2Qの値。

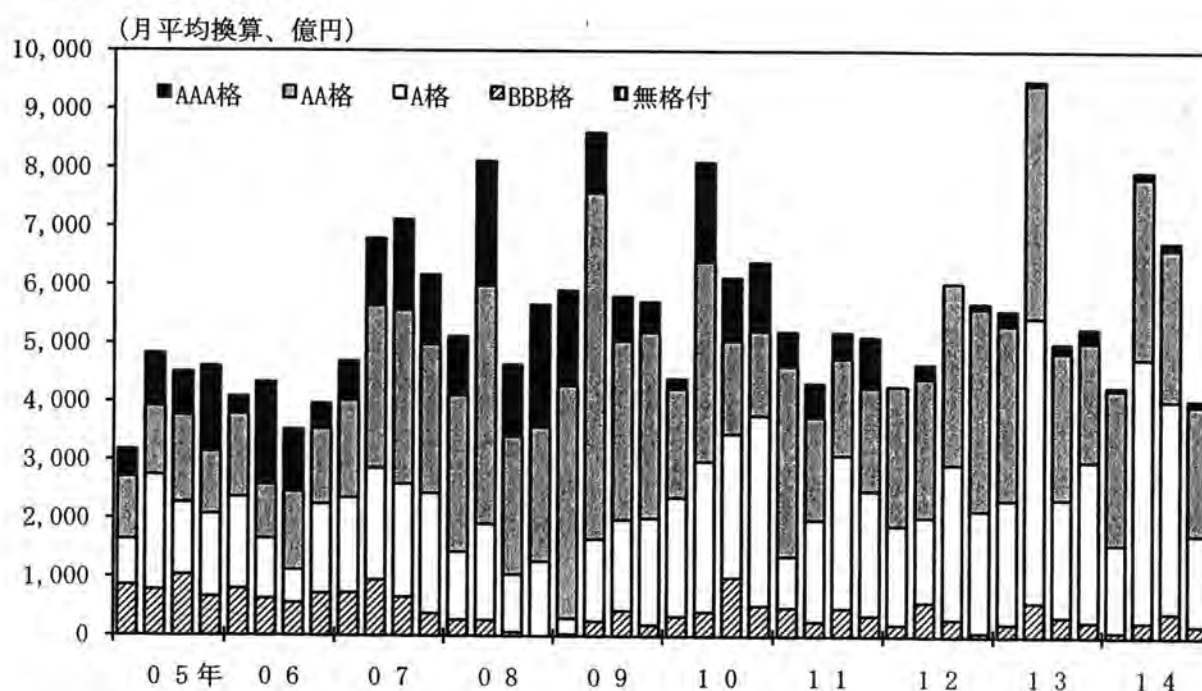
CP・社債発行残高

(1) CP・社債発行残高



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

(2) 社債発行額

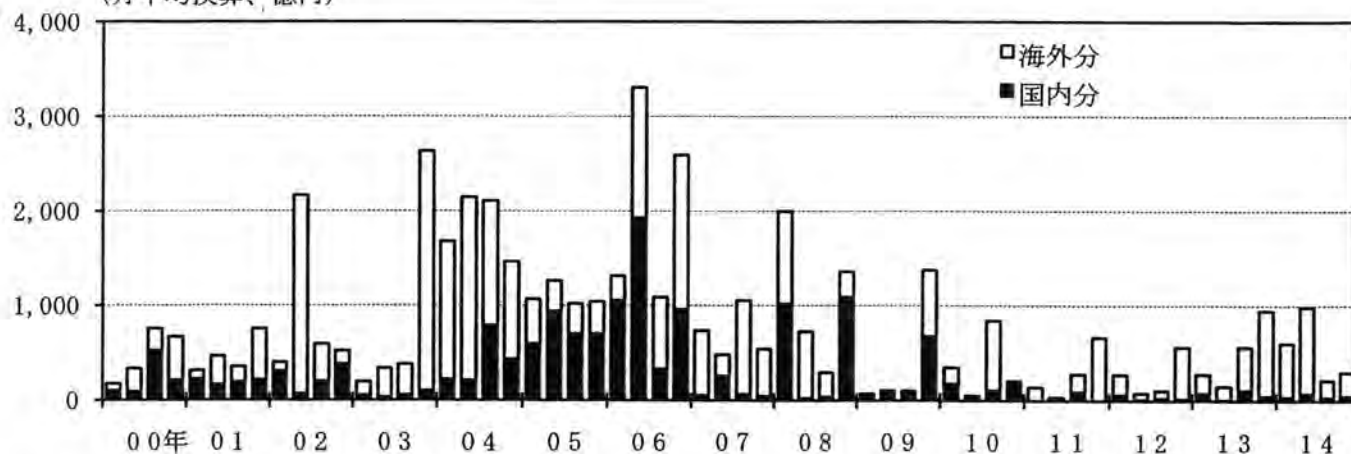


- (注) 対象は国内公募社債。銀行発行分を含まず、起債日ベース。
14/4Qは10/24日までの値。

エクイティファイナンス

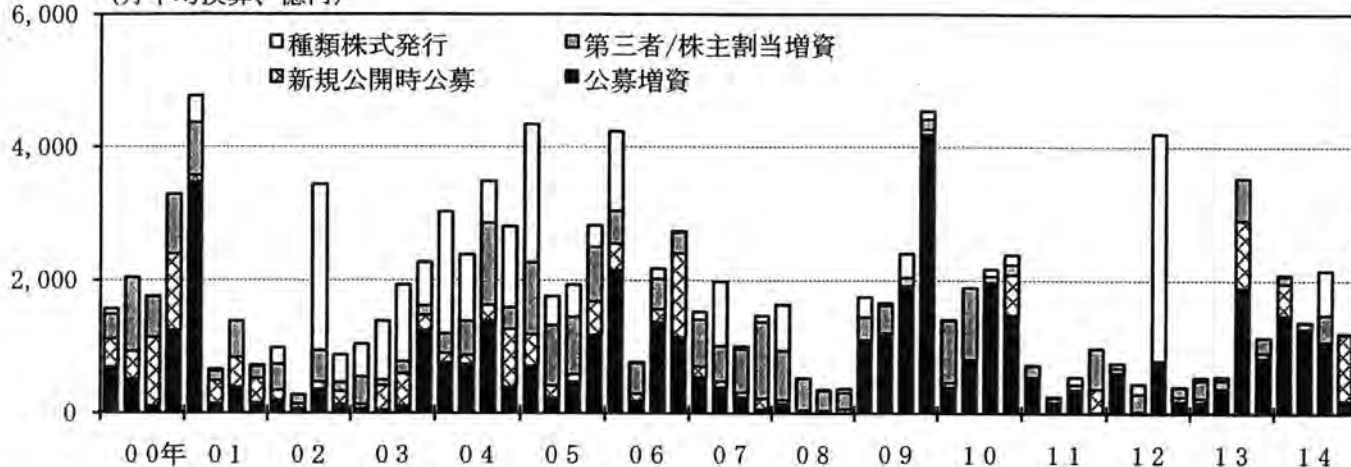
(1) 転換社債発行額

(月平均換算、億円)



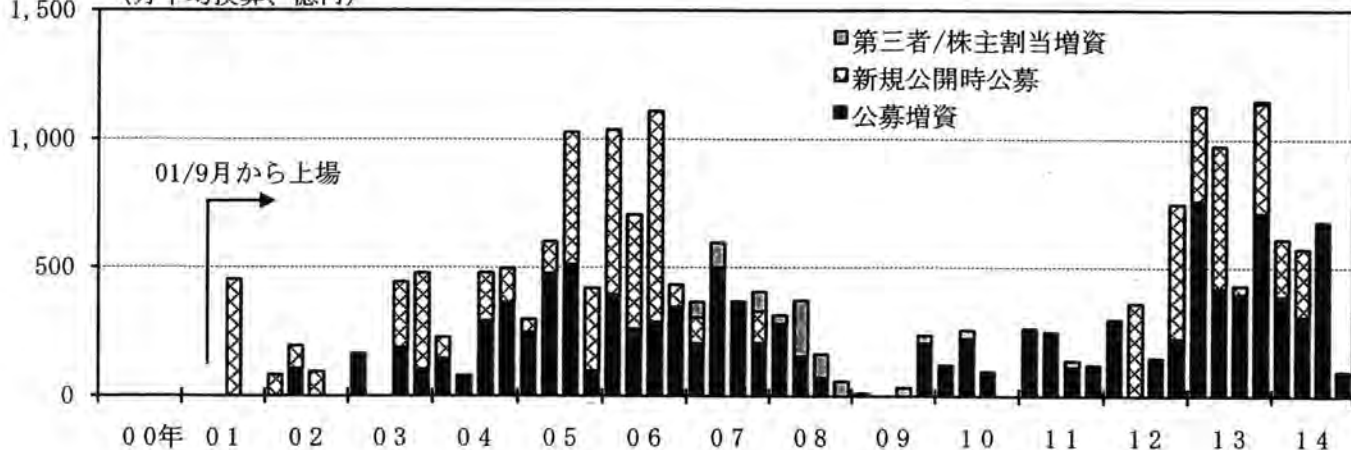
(2) 株式調達額

(月平均換算、億円)



(3) J-REIT資本調達額

(月平均換算、億円)



- (注) 1. 計数はアイ・エヌ情報センターによる。
 2. 転換社債発行額は、発行・効力発生日ベースで、銀行発行分を含まない。
 3. 株式調達額は、国内外市場の合計。発行・効力発生日、募集価格総額ベースで、銀行発行分を含まない。12/3Qの種類株式発行の急増は、東京電力によるもの(7月、合計約1兆円)。
 4. J-REIT(上場不動産投資法人)による資本調達額は、国内外市場の合計。発行・効力発生日、募集価格総額ベース。
 5. 14/4Qは10/24日までの値。

(図表16)

企業金融関連指標

<金融機関からみた資金需要>

		13/7~9月					14/1~3			14/8月		
		10~12	4~6	7~9	9	10	— %ポイント					
資金需要D. I. (主要銀行貸出動向アンケート調査)												
企業向け (季調値)		4	8	5	5	5						
大企業向け (季調値)		(4)	(7)	(0)	(10)	(5)						
中小企業向け (季調値)	(「増加」+ 0.5×「やや増加」 -「減少」+ 0.5×「やや減少」)	1	3	7	6	1						
		(2)	(4)	(5)	(7)	(2)						
		3	7	5	4	4						
個人向け (季調値)		(3)	(7)	(1)	(8)	(4)						
		16	11	20	-10	6						
		(16)	(12)	(19)	(-10)	(6)						

<金融機関の貸出態度>

		13/7~9月					14/1~3			14/8月		
		10~12	4~6	7~9	9	10	— %ポイント					
貸出態度判断D. I.												
全国短観 (全産業)		12	13	15	15	17						
大企業	「緩い」 - 「厳しい」	19	20	21	23	24						
中小企業		7	8	9	11	12						
中小企業 (日本公庫)	「緩和」 - 「厳しい」	34.6	36.1	39.0	38.0	37.8	38.2	38.2	—			
小企業 (日本公庫)	「(前期比)容易」 -「(前期比)困難」	-11.0	-12.3	-11.8	-9.9	-10.7						
貸出運営スタンス (主要銀行貸出動向アンケート調査)												
大企業向け	(「積極化」+0.5×「やや積極化」)-「慎重化」 +0.5×「やや慎重化」)	11	13	12	10	9						
中小企業向け		18	24	21	21	17						

(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. >

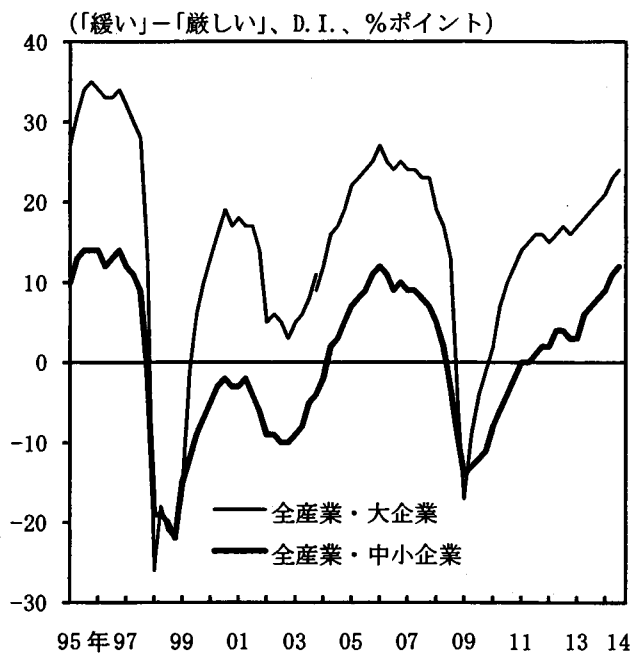
		13/7~9月					14/1~3			14/8月		
		10~12	4~6	7~9	9	10	— %ポイント					
全国短観 (全産業)		7	8	8	10	10						
大企業	「楽である」 -「苦しい」	17	17	18	21	20						
中小企業		-2	1	1	3	2						
中小企業 (日本公庫)	「余裕」 - 「窮屈」	0.9	-0.5	0.2	2.5	0.0	-0.1	1.2	—			
中小企業 (商工中金)	「(前月比)好転」 -「(前月比)悪化」	-1.8	-1.0	-1.8	-1.5	-1.9	-1.5	-2.5	-2.4			
小企業 (日本公庫)	「(前期比)好転」 -「(前期比)悪化」	-23.0	-19.5	-24.9	-18.7	-23.3						

(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。

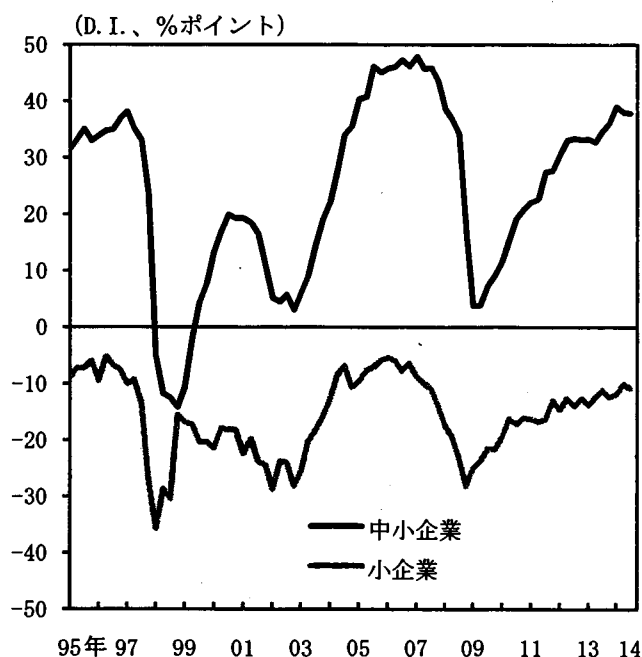
金融機関の貸出態度・企業の資金繰り

(1) 企業からみた金融機関の貸出態度

<短観>

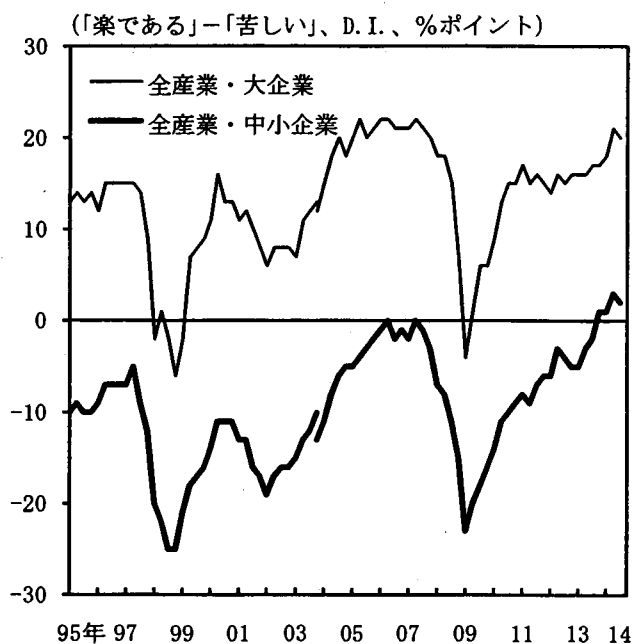


<日本公庫>

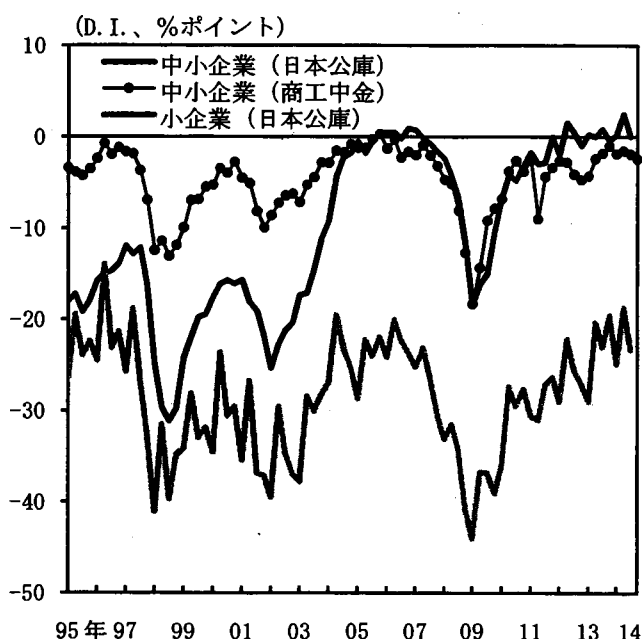


(2) 企業の資金繰り

<短観>



<日本公庫・商工中金>



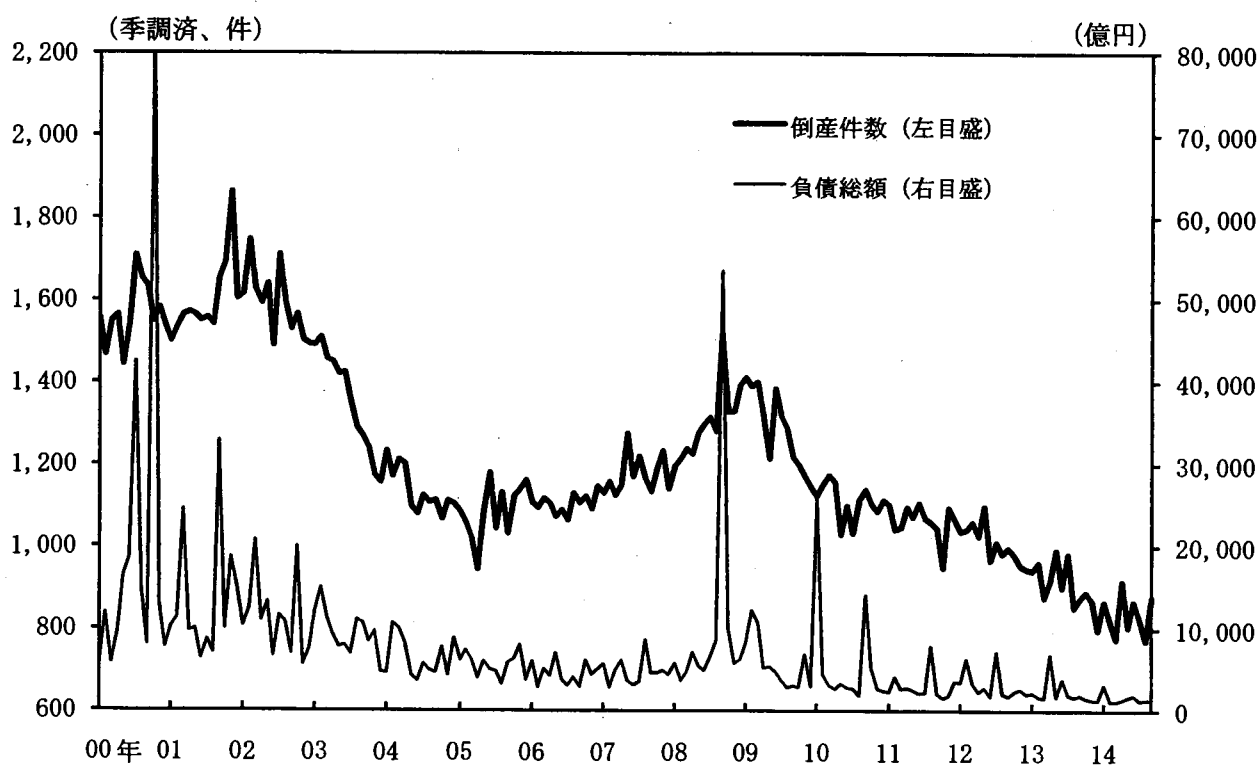
- (注) 1. 短観は04/3月調査より見直しを実施。旧ベースは03/12月調査まで、新ベースは03/12月調査から。
2. D.I.の定義は、(1)の日本公庫の中小企業は「緩和」-「厳しい」、小企業は「容易になった」-「難しくなった」。(2)の日本公庫の中小企業は「余裕」-「窮屈」、小企業と商工中金は「好転」-「悪化」。
3. 調査対象は、それぞれの取引先。すなわち、日本公庫の中小企業は原則資本金3億円以下または従業員300人以下の企業、小企業は8~9割程度が従業員9人以下の企業。商工中金は出資団体に属する企業(規模は日本公庫の中小企業と概ね同じ)。
4. 計数は、日本公庫の中小企業が「中小企業景況調査」、小企業が「全国中小企業動向調査結果(小企業編)」、商工中金は「中小企業月次景況観測」による。なお、日本公庫の中小企業、商工中金の計数は四半期平均値であり、14/4Qの商工中金は10月の値。

(図表18)

企業倒産

— 件・億円/月、()内は前年比、%

	2013年	14/ 1~3月	4~6	7~9	14/7月	8	9
倒産件数	905	820	871	812	882	727	827
	(-10.5)	(-11.5)	(-8.0)	(-8.6)	(-14.0)	(-11.2)	(0.9)
<季調値>	—	820	863	826	827	772	878
負債総額	2,319	1,828	1,686	1,340	1,295	1,358	1,368
	(-27.4)	(-1.3)	(-59.3)	(-27.7)	(-35.1)	(-18.3)	(-28.1)
1件あたり負債額	2.6	2.2	1.9	1.7	1.5	1.9	1.7



(注) 東京商工リサーチ調べ。

マネー関連指標

<マネタリーベース>

— 前年比、% ; () 内は残高、兆円

	2013年	14/ 1~3月	4~6	7~9	14/7月	8	9	2013年 残高
マネタリーベース (平残)	34.4	54.1	45.5	39.4	42.7	40.5	35.3	—
	—	(203.4)	(226.6)	(243.7)	(243.1)	(242.3)	(245.8)	(163)
日本銀行券発行高	3.3	3.9	3.4	3.5	3.4	3.5	3.5	(84)
貨幣流通高	0.9	1.1	1.1	0.9	1.0	0.9	0.9	(5)
日銀当座預金	108.8	153.4	99.6	76.0	84.8	79.3	65.2	(75)
(参考)金融機関保有現金	4.0	5.4	3.1	1.6	1.9	1.7	1.2	(8)
マネタリーベース (末残)	45.8	50.6	40.6	36.1	40.3	37.6	36.1	—
	—	(219.9)	(243.4)	(252.6)	(243.2)	(243.5)	(252.6)	(202)

<マネーストック>

— 平残前年比、% ; 残高、兆円

	2013年	14/ 1~3月	4~6	7~9	14/7月	8	9	2013年 平残
M2	3.6	4.0	3.3	3.0	3.0	3.0	3.0	846
M3	2.9	3.2	2.6	2.5	2.5	2.5	2.5	1,155
M1	4.8	5.4	4.7	4.1	4.0	4.2	4.2	560
現金通貨	3.1	3.6	3.3	3.5	3.4	3.5	3.6	80
預金通貨	5.1	5.8	4.9	4.2	4.1	4.3	4.3	481
準通貨	1.0	0.8	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	561
CD	3.8	4.8	4.4	9.1	9.9	8.6	8.8	34
広義流動性	3.2	3.9	3.1	3.1	3.0	3.1	3.2	1,508

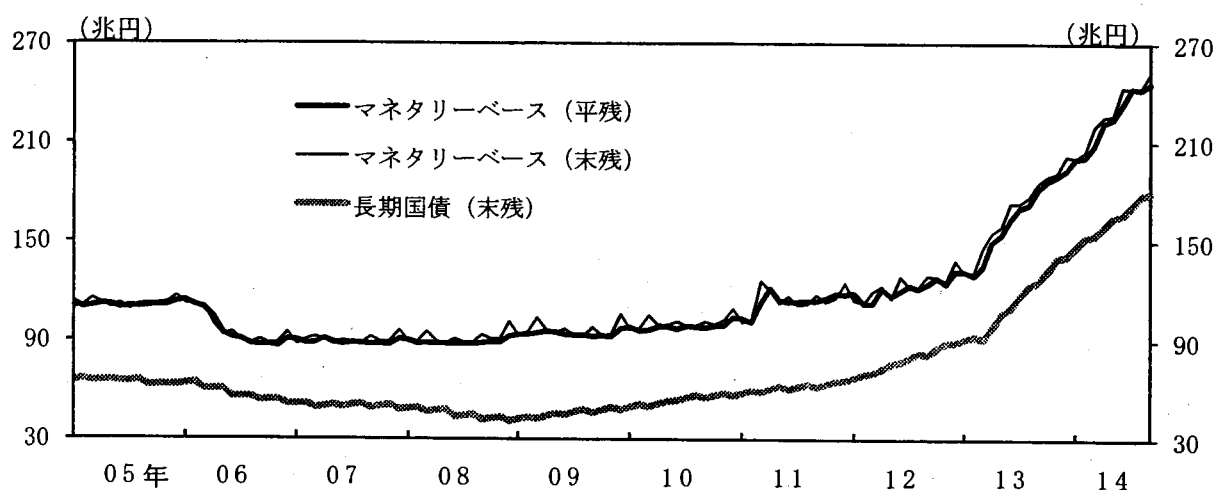
<主要金融商品の内訳 (広義流動性ベース) >

— 平残前年比、% ; 残高、兆円

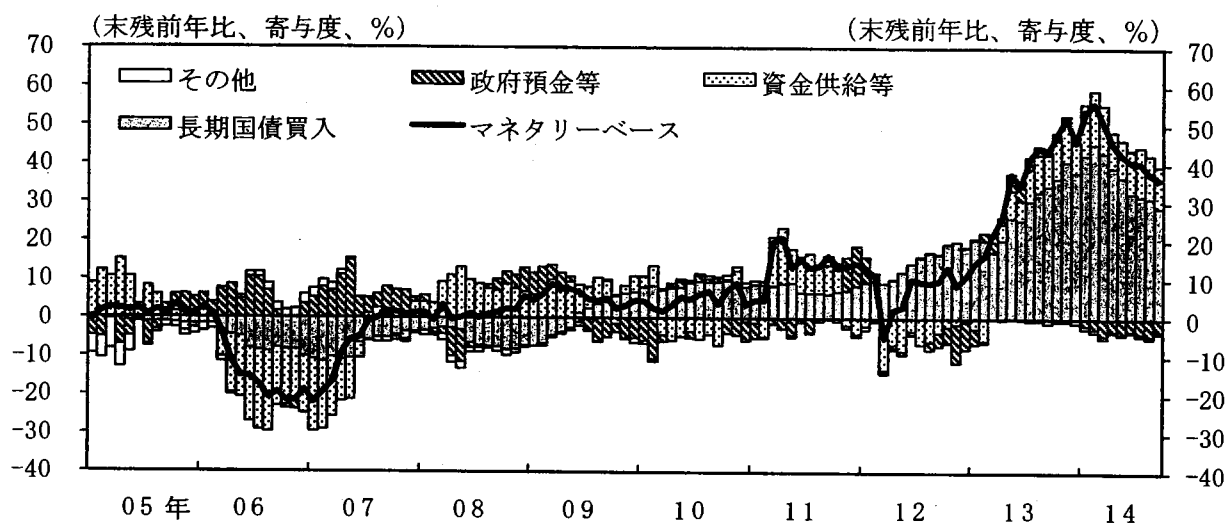
	2013年	14/ 1~3月	4~6	7~9	14/7月	8	9	2013年 平残
金銭の信託	6.5	8.4	5.5	5.2	5.3	5.0	5.3	198
投資信託	6.0	11.8	7.8	6.4	5.9	6.7	6.8	78
金融債	-15.1	-14.3	-8.4	-3.1	-2.8	-2.9	-3.6	3
国債	-7.4	-4.8	-5.1	-6.1	-5.8	-6.4	-6.2	32
外債	1.6	-1.9	3.2	10.9	8.1	10.9	13.7	39

マネタリーベースとマネーストック

(1) マネタリーベースと長期国債買入残高

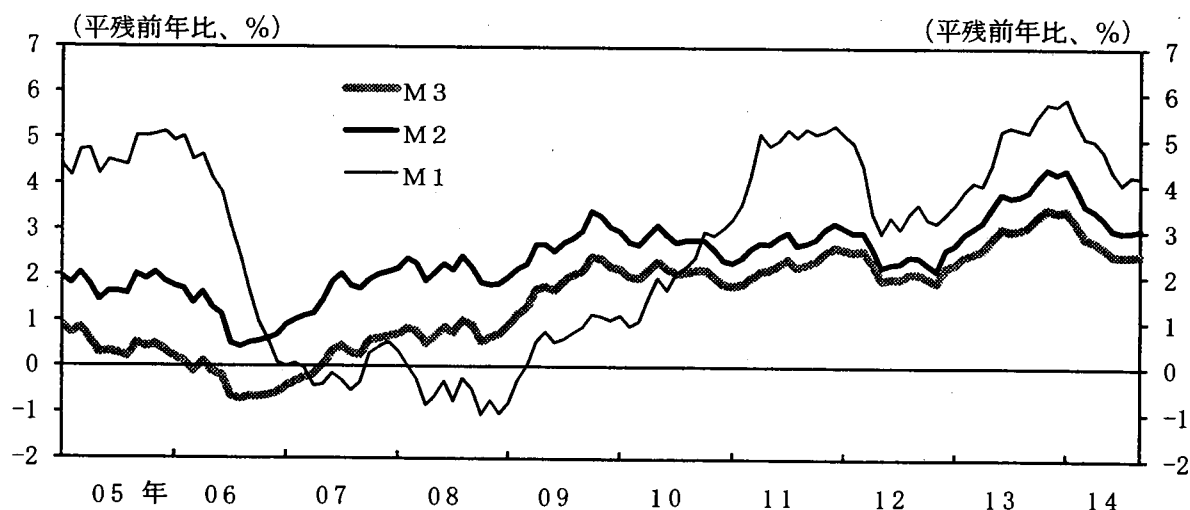


(2) マネタリーベースの前年比



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

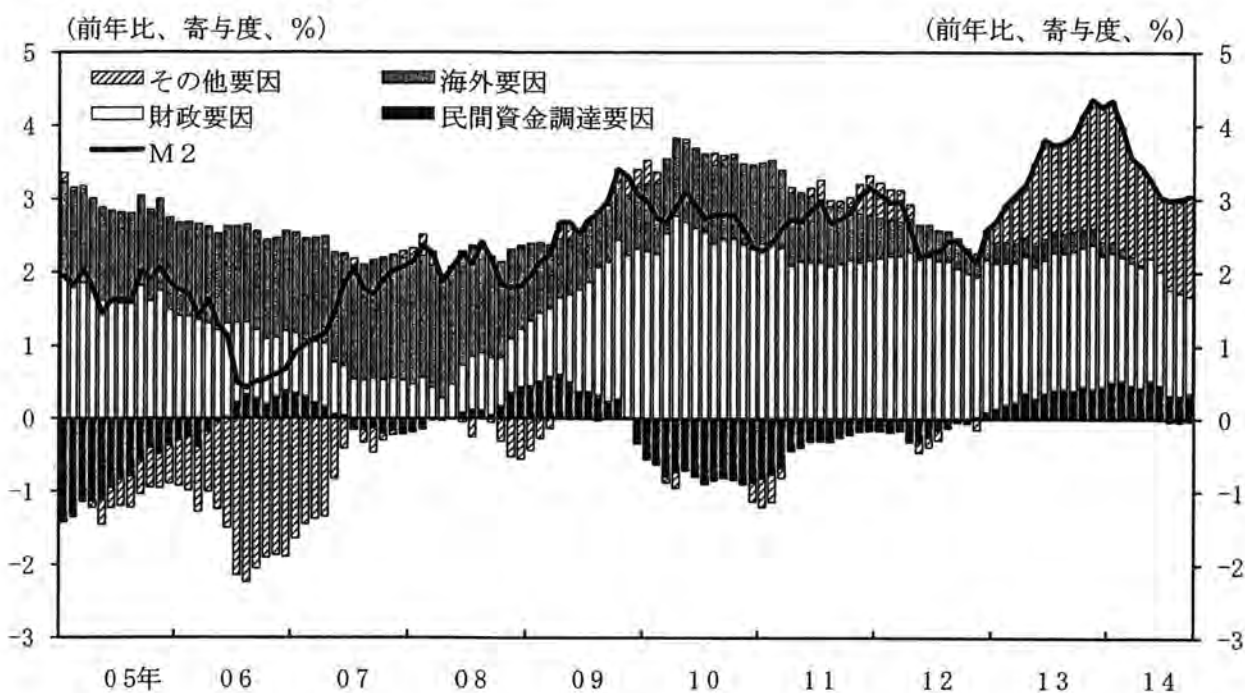
(3) マネーストック



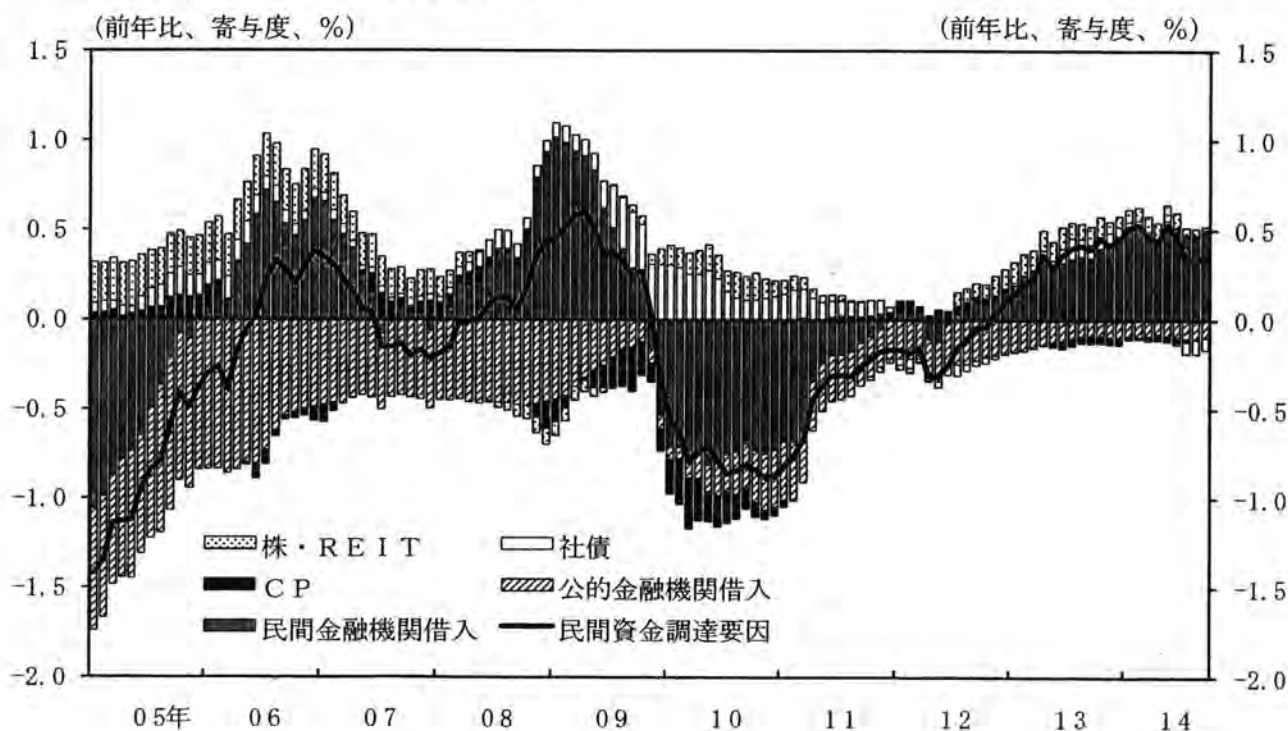
M2のバランスシート分解

— 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



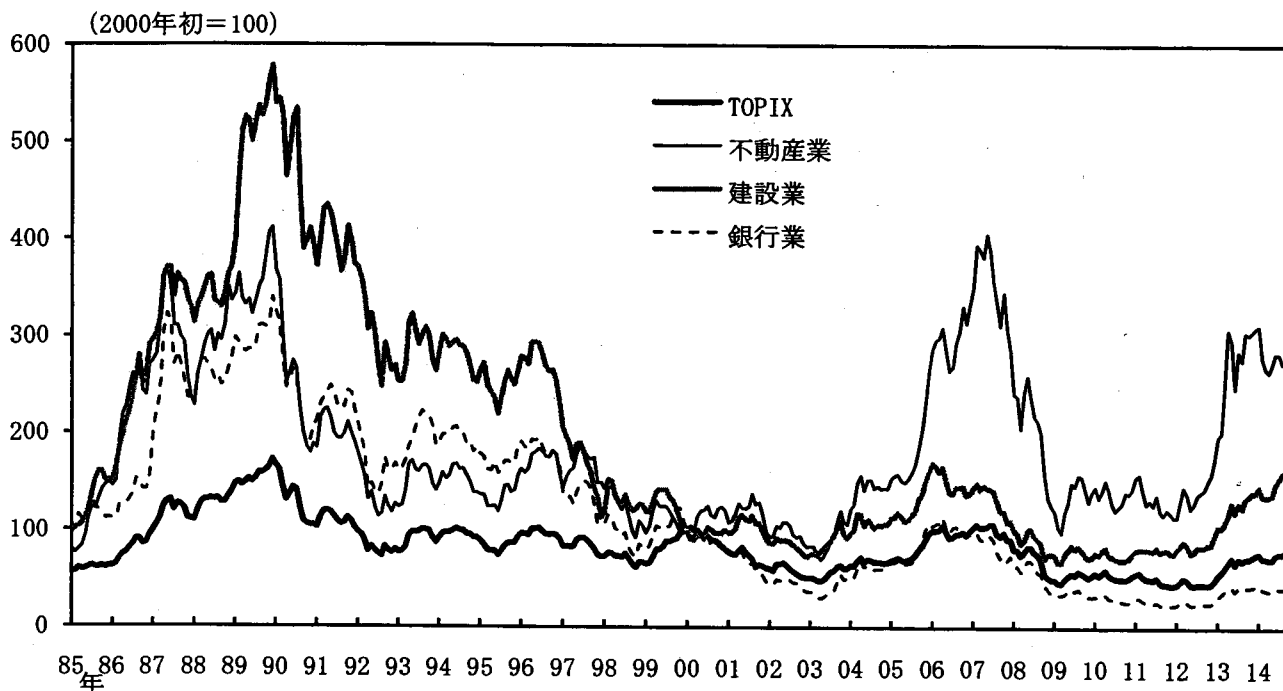
(2) 民間資金調達要因の内訳



(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。

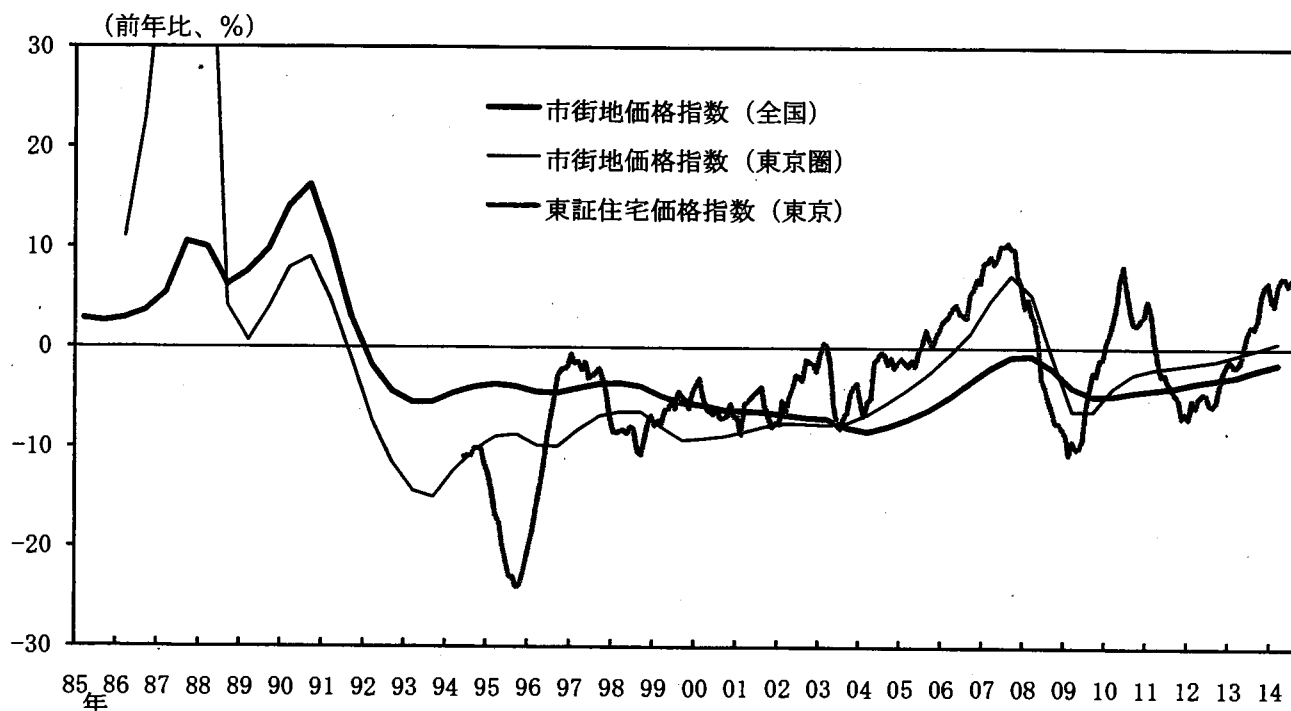
資産価格

(1) 株価



(注) 株価は月平均。14/10月は28日までの値。

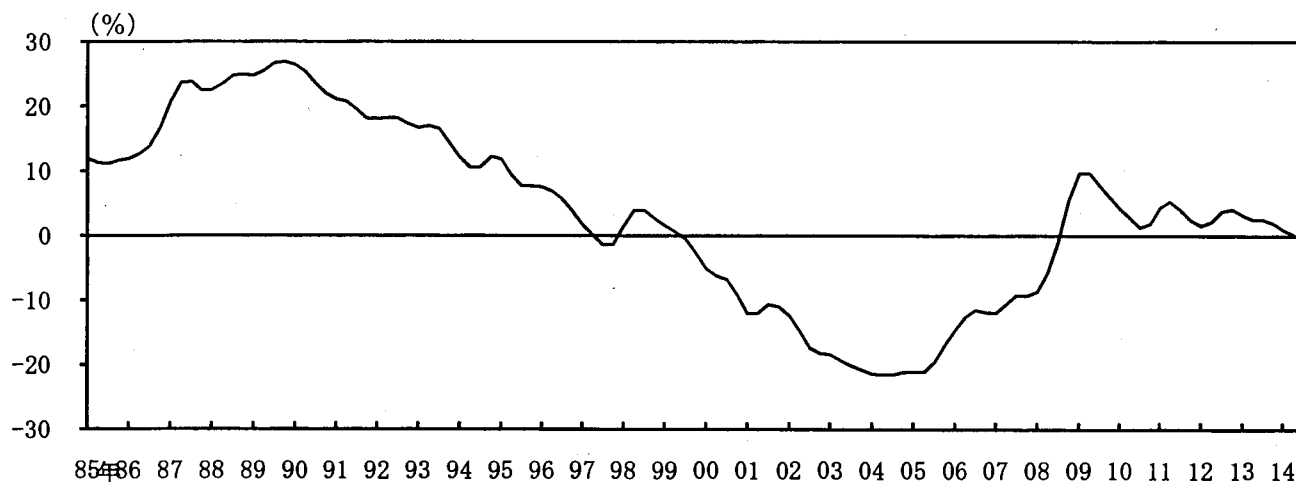
(2) 地価・住宅価格



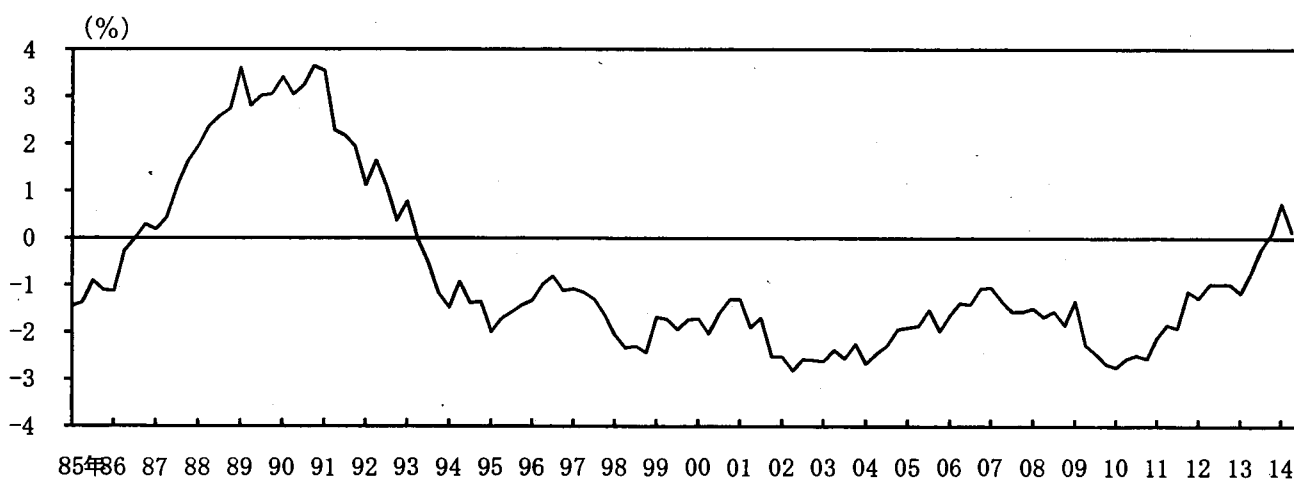
(注) 1. 市街地価格指数は、全用途。東京圏は、東京、神奈川、埼玉、千葉が対象。
2. 東証住宅価格指数 (東京) は、東京都における既存マンション価格水準の動向を表したものの。

ファイナンス・インバランス関連指標

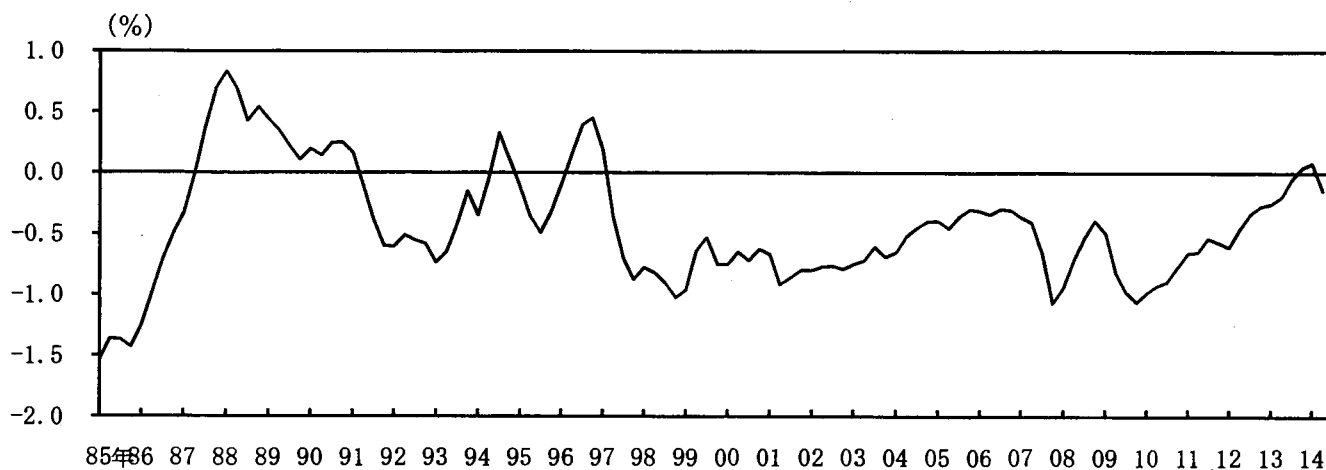
(1) 信用ギャップ



(2) 総投資ギャップ



(3) 住宅投資ギャップ



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

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10月31日
日 本 銀 行

経済・物価情勢の展望（2014年10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、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要とその反動の影響を受けつつも、基調的には潜在成長率を上回る成長を続けると予想される²。
- 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、・・・。一方、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³。金融政策運営については、・・・。

¹ 10月31日開催の政策委員会・金融政策決定会合で決定されたものである。

² 消費税率については、これまでの展望レポートと同様、本年4月の8%への引き上げに続き、2015年10月には10%に引き上げられることを前提としている。

³ 「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、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動などの影響から生産面を中心に弱めの動きがみられているが、基調的には緩やかな回復を続けている。4～6月における成長率は、自動車などの耐久消費財を中心に駆け込み需要の反動の影響が大きかったことや輸出が弱めの動きとなったことなどから、大きなマイナスとなった。また、夏場には天候不順も、個人消費の一時的な下押し要因として作用した。もともと、駆け込み需要とその反動といった振れを均してみれば、潜在成長率を上回る成長が続いている⁴。また、今回の景気回復は、雇用誘発効果の大きい国内需要に主導されていることもあって、雇用の増加と労働需給の引き締まりは、着実に進んでいる。

先行きを展望すると、国内需要が堅調さを維持する中で、輸出も緩やかな増加に向かっていくと見込まれ、家計部門、企業部門ともに所得から支出への前向きな循環メカニズムは持続すると考えられる。このため、わが国経済は、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。

こうした見通しの背景にある前提は、以下のとおりである。

第1に、日本銀行が「量的・質的金融緩和」を着実に推進していく中で、金融環境の緩和度合いは一段と強まっていくと考えられる⁵。すなわち、「量

⁴ 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%台前半ないし半ば程度」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。

⁵ 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、これは、展望レポートに比べて低い市場参加者の物価見通しを反映している。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

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、実質金利は低下している。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する中で、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、家計支出を起点とする前向きな循環に支えられながら、徐々に成長率を高め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が残り、物価上昇率の低下傾向もみられるものの、個人消費の底堅さや輸出の増加などに支えられ、緩やかな回復を続けると考えられる。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、概ね安定した成長を続けると想定している。その他の新興国・資源国経済については、国・地域によるばらつきはあるが、先進国の景気回復の波及と、緩和的な金融環境を受けた内需の持ち直しから、成長率を緩やかに高めていくと見込んでいる。

第3に、公共投資は、経済対策の押し上げ効果から高水準で推移してきたが、本年度下期中には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や潜在成長率は、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年度下期については、個人消費は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反

想定している。

動の影響がしばらくは残るものの次第に減衰し、雇用・所得環境の着実な改善が続くもとで、底堅く推移すると見込まれる⁶。設備投資は、企業収益の改善や金融緩和効果が引き続き押し上げに働くもとで、長年の投資抑制による設備老朽化に対応した更新投資や、労働需給の引き締まりを受けた省力化投資、為替相場の動きも踏まえた国内拠点の再構築などの投資ニーズの高まりがみられることから、しっかりと増加するとみられる。この間、輸出は、海外経済が回復するもとで、為替相場の動きも下支えとなり、緩やかな増加に向かっていくと考えられる。こうしたもとで、鉱工業生産は、在庫調整の進捗もあって、緩やかな増加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海外経済の成長による輸出の増加に支えられて、前向きな循環メカニズムは維持され、潜在成長率を上回る成長が続くと見込まれる。

2016年度までの成長率の見通しを、7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、このところ概ね【P】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、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、雇用誘発効果の大きい国内需要の堅調さが雇用の増加をもたらすもとで、労働面を中心に着実に改

⁶ 本年4月の消費税率引き上げに伴ってみられた駆け込み需要の大きさや実質所得を通じた影響も踏まえながら、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+0.4%ポイント程度、2014年度-0.9%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。

善傾向を続けている⁷。すなわち、失業率は3%台半ばとみられる構造的失業率近傍で推移しているほか、現在職探しをしていないが求職意欲を持つ人々なども含めた広義の失業率も低下傾向を続けるなど、労働需給は着実に引き締まり傾向が強まっている⁸。企業は、駆け込み需要の反動による需要の落ち込みを一時的とみているとみられ、前向きな雇用スタンスを維持している。こうしたもとの、所定内給与がはっきりとした増加に転じるなど、賃金の改善も続いている。また、非製造業を中心に設備の不足感も強まってきている。このため、マクロ的な需給バランスは、本年度後半にプラス（需要超過）基調が定着し、それ以降、プラス幅が一段と拡大していくと考えられる。そうしたもとの、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、やや長い目でみれば、全体として上昇しているとみられる。こうした予想物価上昇率の動きは、実際の賃金・物価形成にも影響を及ぼしていると考えられる。例えば、労使間の賃金交渉において、企業業績などに加え、物価上昇率の高まりも意識され、ベースアップが久方ぶりに多くの企業で実施された。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ている。先行きも、日本銀行が「量的・質

⁷ 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。

⁸ 労働市場では、求人と求職の間にある程度 mismatches 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 mismatches 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。ただし、構造的失業率の推計値は、時間の経過に伴って変化する性格のものである点には留意が必要である。また、広義の失業率は、職探しを止めているため非労働力人口とされているが潜在的には求職意欲を持つ労働者や、パート労働者のうち現状より長い時間の労働を希望している者も失業者として計算している。

的金融緩和」を推進し、実際の物価上昇率が高まっていくもとの、中長期的な予想物価上昇率も上昇傾向をたどり、「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、輸入物価についてみると、このところの為替相場の動きは、消費者物価の押し上げ要因として作用する一方、原油価格をはじめとする国際商品市況の下落は、当面物価の下押し圧力となる。

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、・・・⁹。2016年度までの消費者物価の見通しを7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。輸出の伸び悩みが続いている背景には、新興国経済を中心とする海外経済のもたつきや世界的な投資活動の弱さに加え、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影響している。先行きの海外経済を巡るリスク要因としては、米国経済の回復ペースやそれが国際金融資本市場に及ぼす影響、欧州における債務問題の展開や低インフレ長期化のリスク、新興国経済における構造調整の進展度合い、地政学的リスクなどが挙げられる。また、わが国企業の先行きの内外生産ウエイトについても、為替相場の影響や生産移管のペースなどに伴う不確実性は高い。なお、海外生産の拡大は、輸出を抑制する要因であるが、子会社からの配当など、企業収益の押し上げを通じて成長に寄与する面もある。

⁹ 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。

第2は、消費税率引き上げの影響である。1回目の消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動減や実質所得減少の影響はなお残存しており、引き続き見極めていく必要がある。また、2回目の消費税率引き上げがどのような影響を及ぼすかについても、その時点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。

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、実際の物価と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、その上昇ペースには、実際の物価の動きやそれが予想物価に及ぼす影響の度合いなどを巡って不確実性がある。この点では、来年度に向けた労使交渉において、過年度の物価動向や先行きの物価見通しが賃金にどのように織り込まれていくかが重要である。

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や最近みられているパート労働の正規雇用化が、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。とくに、通常の失業率に加え広義の失業率も低水準となっているだけに、人手不足感が一段と強まる可能性がある。

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め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留意する必要がある。この点、消費税率引き上げ以降の消費動向が、先行きの企業の価格設定行動にどのような影響を及ぼすか不確実性が高い。

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や、その国内価格への波及の状況によっても、上振れ・下振れ双方の可能性はある。

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¹⁰。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、漸減傾向が続いているが、なお高水準である点には留意する必要がある。

¹⁰ 詳しくは「金融システムレポート」（日本銀行2014年10月）を参照。

金融政策運営については、・・・。

(参考)

▽2014～2016 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
2014 年度	+～+ <+>	+～+ <+>	+～+ <+>
7月時点の見通し	+0.6～+1.3 <+1.0>	+3.2～+3.5 <+3.3>	+1.2～+1.5 <+1.3>
2015 年度	+～+ <+>	+～+ <+>	+～+ <+>
7月時点の見通し	+1.2～+1.6 <+1.5>	+1.9～+2.8 <+2.6>	+1.2～+2.1 <+1.9>
2016 年度	+～+ <+>	+～+ <+>	+～+ <+>
7月時点の見通し	+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
2014 年度	+～+	+～+	+～+
7月時点の見通し	+0.5～+1.3	+3.0～+3.7	+1.0～+1.7
2015 年度	+～+	+～+	+～+
7月時点の見通し	+0.9～+1.7	+1.7～+2.8	+1.0～+2.1
2016 年度	+～+	+～+	+～+
7月時点の見通し	+0.7～+1.6	+1.6～+3.0	+0.9～+2.3

▽政策委員の見通し分布チャート

【背景説明】

1. 2014年度前半の経済・物価情勢

(経済動向)

2014年度前半の日本経済を振り返ると(図表1(1))、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動減などの影響がみられ、生産面の弱めの動きがやや長引くこととなったものの、家計部門、企業部門ともに所得から支出へという前向きな循環メカニズムが維持されるもとの、景気は基調として緩やかな回復を続けた¹⁾。

やや詳しくみると、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ている(図表2(1)(2))。主要国・地域別にみると、米国経済は、民間需要を中心とした着実な回復が続いている。欧州経済は、基調として緩やかな回復を続けているが、製造業部門を中心に前向きなモメンタムはやや鈍化している。中国経済は、構造調整に伴う下押し圧力がみられるものの、外需の改善や景気下支え策もあって総じて安定した成長を維持している。中国以外の新興国・資源国経済は、ばらつきを伴いつつも全体として勢いを欠く状態が続いている。そのうち、わが国経済との関係が深い東アジアについてみると、NIEsは、国ごとのばらつきが残っているものの、米国向け輸出の増加を背景にやや上向いている。一方、ASEANは、輸出や個人消費で改善の動きがみられているが、全体では成長モメンタムの鈍化した状態が続いている。

¹⁾ 実質GDPは、消費税率引き上げ前の駆け込み需要の影響から1～3月に前期比年率+6.0%と高い伸びとなったあと、4～6月はその反動などから同-7.1%と大きめのマイナスとなった。消費税率引き上げに伴う振れを均すため、暦年半期の実質GDPをみると、2014年1～6月は2013年7～12月対比で年率+1.0%の成長となっており、昨年からのペースを鈍化させつつも、「0%台前半ないし半ば」とみられる潜在成長率を上回る成長を維持した(図表1(2))。

こうしたもとで、輸出は、ASEAN向けの弱さが続いたことや、中国向けが過剰設備や不動産市場の調整を背景に伸び悩んだこと、米国向けでも自動車メーカーを中心に現地生産拡大による下押しの影響が現われたことから、全体として弱めの動きとなった(図表3)。一方、公共投資は、2013年度補正予算の効果や2014年度当初予算の早期執行の影響から高水準を維持し、景気の下支えに作用した(図表4(1))。

家計部門についてみると、労働需給の引き締め傾向が続くもとで、所定内給与はベアを反映して持ち直し、夏季賞与もしっかりと増加するなど、雇用・所得環境は着実に改善した(図表5、6)。そのことが個人消費の基調的な底堅さを支える中で、駆け込み需要の反動などの影響も、4～6月にはっきりと現われたが、その後はばらつきを伴いつつも全体として和らいでいった(図表7、8)。仔細にみると、非耐久財や半耐久財が中心の小売店販売は、4月に落ち込んだあとは、天候不順の影響を受けつつも、持ち直し傾向をたどった(図表8(3)(4))。一方、自動車や家電などの耐久財では、最近では持ち直しに向けた動きもみられるが、駆け込み需要の反動減などの影響がやや長引くこととなった(図表8(1)(2))。住宅投資は、持家を中心に、駆け込み需要の反動減が続いた(図表4(2)、8(5))。そうしたもとで、鉱工業生産は、4～6月に大幅に減少し、その後も耐久消費財や建設財を中心とした在庫調整の動きもあって、弱めの動きとなった(図表9)。

企業部門についてみると、収益は、国内における駆け込み需要の反動減の影響を好調な海外部門が補ったこともあって、全体として改善傾向を続けた(図表10)。企業の業況感についても、消費税率引き上げなどの影響がみられたが、総じてみれば良好な水準を維持した(図表11)。そうしたもとで、企業は、4月以降の経済活動の落ち込みを一時的とみてい

るとみられ、前向きな支出スタンスを維持した。設備投資は振れを伴いつつも緩やかな増加基調を続けた（図表 12）。また、雇用についても、企業が前向きな採用意欲を維持するもとの、有効求人倍率は改善傾向を続け、失業率も足もと 3%台半ばとみられる構造失業率の近傍で推移した（前掲図表 5）。

以上のような景気展開のもとで、労働と設備の稼働状況を捉えるマクロ的な需給ギャップは、駆け込み需要とその反動による振れを伴いつつも改善傾向を続け、ゼロ近傍での動きとなった（図表 13）。

（物価動向）

物価面について、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースで見ると、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の、緩やかな上昇を続けた（図表 14(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%台後半までプラス幅を拡大した（前掲図表 14(1)）。消費者物価（除く生鮮食品）については（図表 15(1)）、国際商品市況と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縮小する一方で、エネルギー以外の幅広い品目で、需給ギャップ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価格上昇の動きが続いたことから（図表 15(2)）、全体の前年比は概ね【P】1%台前半で推移した。この間、除く食料・エネルギーの前年比は0%台後半で推移し、基調的な動きを捉える指標の一つである刈込平均値もプラス幅

の緩やかな拡大傾向を続けた（図表 16(1)）¹²。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（図表 16(2)）、昨年 12 月以降 10 か月連続で【P】上昇品目数が全体の 5 割を超えるなど、改善傾向を続けた。GDPデフレーターや内需デフレーターも、需給ギャップの改善などを背景に、緩やかな改善傾向をたどった（図表 14(2)）¹³。

地価は、全体では小幅の下落となっているが、下落幅は徐々に縮小してきている。2014 年の都道府県地価調査（7 月 1 日時点）で地価の前年比をみると（図表 17）、東京、大阪、名古屋の三大都市圏では、商業地の上昇幅が拡大したほか、住宅地も上昇に転じている。また、地方圏においては、商業地・住宅地ともに、下落幅が縮小している。

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、3 割台から 4 割台の高い伸びを続けている（図表 18）。

企業の資金調達コストは、低水準で推移している。CP・社債の発行スプレッドは、堅調な投資家の需要を背景に、CP・社債市場において良好な発行環境が続くもとで、低い水準で推移している（図表 19）。新規

¹² 刈込平均値とは、大きな相対価格変動を除去するために、品目別価格変動分布の両端の一定割合を機械的に控除した値。

¹³ 図表 14(2)は消費税率引き上げの影響を含むベース。

の貸出金利をみると、短期、長期ともに既往ボトム圏の低い水準で推移している（図表 20(1)）。こうしたもとで、企業の支払金利は、収益力に比べて十分低い水準で推移している（図表 20(2)）。

企業の資金調達の容易さという観点から、企業からみた金融機関の貸出態度をみると、大企業、中小企業ともに、改善傾向が続いている（図表 21(1)）。各種のD Iは2000年以降の平均をはっきりと上回る水準となっており、短観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。また、企業の資金繰りは、大企業、中小企業ともに、良好である（図表 21(2)）。各種のD I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。

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 22(1)）。企業規模別にみると、長い間マイナスが続いていた中小企業向け貸出も前年比プラスが続いているなど（図表 22(2)）、貸出の増加に業種・地域や企業規模の面で拮抗がみられている。CP・社債合計の発行残高の前年比は、マイナスとなっている（図表 22(3)）。商品別にみると、CP残高の前年比はマイナスが続いていたが、このところプラスとなっている。一方、社債残高の前年比は、本年度前半の社債償還額が高水準であったことから、マイナスとなっている。

マネースtock (M2) の前年比は、銀行貸出の増加などを背景に、3%台の伸びが続いている（図表 23(1)）。対名目GDP比率をみると、緩やかな上昇傾向にあるが、このところ名目GDPの伸び率が高まるもとで、上昇ペースが幾分鈍化している（図表 23(2)）。

(金融市場動向)

国際金融資本市場では、緩和的な金融環境が続くもとで、長期金利の低下傾向が続く一方、株価は堅調に推移するなど、総じて落ち着いた動きが続いた。もっとも、秋口以降は、世界経済の下振れリスクなどが意識されるもとで、やや振れの大きい展開となっている。

各市場の動向をみると、世界的に株価は、緩和的な金融環境が景気や企業業績の下支えとなる中で、総じて堅調に推移した(図表 24(1))。もっとも、秋口以降は、高値警戒感や世界経済の下振れリスクへの懸念などを背景に一旦調整し、その後再び上昇に転じるなど、振れの大きい展開となっている。

米独の長期金利は、緩和的な金融環境が維持される中で、総じて低下傾向が続いている(図表 25(1))。秋口にかけて、FRBによる資産買入れの終了および先行きの金融政策の正常化が意識されるもとで、米国長期金利が幾分上昇し、ドイツの長期金利もこれに連れて上昇する場面もみられた。もっとも、秋口以降は、米独の長期金利は再び大きめに低下している。この間、外貨資金の調達環境は落ち着いた状況が続いている。米ドルおよびユーロのLIBOR-OISスプレッドをみると、歴史的にみて低い水準で推移している(図表 26(2))。

わが国の金融資本市場をみると、短期金利は、日本銀行による潤沢な資金供給が続くもとで、長めのターム物を含めて低位に抑制されており、短期国債の利回りは、このところマイナスとなるケースが目立っている(図表 26(1))。銀行間取引にかかる信用スプレッドも、わが国の金融機関のバランスシートの健全性が保たれているもとで、安定的に推移している(前掲図表 26(2))。

長期金利は、日本銀行による長期国債買入れが続いている中で、米独

の長期金利も低下傾向を続けたことから、幾分低下しており、最近は、0.4%台後半で推移している（前掲図表 25）。

株価は、米国株価が堅調に推移するもとで円安が進行したこともあって上昇を続けてきたが、秋口以降のグローバルな株安や10月入り後の円相場の反転などを受けて、10月前半にはやや大きめに下落した。もっとも、その後は海外株価の持ち直しなどを受けて、再び上昇に転じている（前掲図表 24(1)）。不動産投資信託（J-REIT）市場では、活発な公募増資や新規上場が需給緩和の方向に作用しつつも、オフィスビルの賃料が上昇基調にあるなど、不動産ファンダメンタルズの改善が続いていることを背景に、J-REIT価格は上昇基調をたどっている（図表 24(2)）。

為替市場をみると、円の対ドル相場は、夏頃まで横ばい圏内で推移したあと、米国経済の着実な回復が続き、FRBによる資産買入れの終了および先行きの金融政策の正常化が意識されるもとで、円安方向の動きとなり、一時リーマン・ショック前の水準となる110円台をつけた（図表 27）。もっとも、その後は、投資家のリスク回避姿勢の強まりから、円が買い戻される局面もみられた。円の対ユーロ相場は、ECBが相次いで追加の金融緩和策を導入する中で、ユーロ安方向の動きとなっている。

3. 2014年度後半～2016年度の経済・物価の見通し

（経済・物価見通し）

今回の見通しでは、輸出について海外生産拡大などの構造的な抑制要因を従来以上に織り込むとともに、駆け込み需要とその反動が従来の想定よりも幾分大きかったとみられることなどから¹⁴、消費税率引き上げ後

¹⁴ 消費税率については、これまでの展望レポートと同様、本年4月の8%への引き上げ

の家計支出の落ち込みがやや長引いている点を勘案し、……。もっとも、国内民間需要が成長期待の高まりと金融緩和効果などに支えられてしっかりとした動きを続け、輸出も海外経済の回復と円安効果を背景に緩やかながらも増加していくことから、前向きの循環メカニズムは働き続ける、という基本的な考え方は従来から不変である。このため、わが国経済は、消費税率引き上げの影響による振れを伴いつつも、基調としては潜在成長率を上回る成長を続けると予想している。

2014年度下期については、公共投資は、高めの水準を維持しつつも、次第に減少に転じていくと見込まれる。個人消費は、駆け込み需要の反動減の影響がしばらくは残るものの次第に減衰し、労働需給の引き締まりを背景とした雇用・所得環境の着実な改善が続くもとの、基調として底堅く推移するとみられる。設備投資は、企業収益の改善と成長期待の高まり、金融緩和効果に支えられて、しっかりと増加すると予想される。輸出も、これまでの想定と比べペースは緩やかとなるものの、米国を牽引役とする海外経済の回復などを背景に、増加に向かうと見込まれる。そうしたもとの、本年度下期には高めのプラス成長が実現し、需給ギャップのプラス基調も次第に定着していくと考えられる。

2015年度については、2度目の消費税率引き上げに伴う振れは予想されるものの、均してみれば潜在成長率を上回る成長が続き、需給ギャ

に続き、2015年10月には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定量的な影響については、前回の展望レポートでは、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%ポイント程度と試算した。今回の展望レポートでは、駆け込み需要とその反動が従来の想定対比で幾分大きかったとみられることなどを踏まえ、暫定的ではあるが、2013年度の押し上げ幅と2014年度の押し下げ幅を若干大きめに見積もることとした（2013年度+0.4%ポイント程度、2014年度-0.9%ポイント程度）。ただし、こうした評価は今後蓄積されていくデータに左右される性格のものであるため、相当な幅をもつてみておく必要がある。

ップのプラス幅も緩やかに拡大するとみられる。すなわち、公共投資は減少を続けるものの、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と予想される。そうしたもとで、国内でも、成長期待の高まりと金融緩和効果が相俟って、国内民間需要の自律回復を後押ししていくと考えられる。

2016年度については、資本ストックの蓄積に伴い、設備投資が循環的に景気を押し上げる力は減衰していくため、その面からは成長率に低下圧力が働くと予想される。もともと、海外経済が長期平均並みの成長を続けるもとで、輸出が引き続き緩やかに増加するうえ、成長期待の高まりや金融緩和効果が国内民間需要を支え続けることから、潜在成長率を幾分上回る成長は維持されると考えられる。

以上の見通しを年度ベースの実質GDP成長率で示すと、2014年度はX、2015年度はX、2016年度はXと、振れを伴いつつも、基調としては潜在成長率を上回って推移すると想定される。こうした見通しを7月の中間評価時点と比較すると、……。こうした成長率……は、先行きの需給ギャップ……。

物価情勢の先行きについて、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースで展望すると¹⁵、消費者物価の前年比は、……。需給ギャップの先行きも踏まえたうえで、こうした物価見通しを7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。

¹⁵ 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。

(政府支出)

公共投資は、2013年度補正予算の効果や2014年度当初予算の早期執行の影響から、高水準で横ばい圏内の動きを続けたあと、本年度下期には、そうした押し上げ効果が減衰するに伴って、次第に減少傾向に転じていく可能性が高い(前掲図表4(1)、図表28(1))。ただし、社会インフラの維持更新ニーズの高まりなどを背景に、見通し期間を通じて、相応の水準が維持されると想定している(図表28(2))。

この間、政府債務残高の対名目GDP比率については、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も、引き続き上昇していくことが予想される(図表28(3)(4))。

(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想定している。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(図表29)¹⁶。

主要国・地域別にみると、米国経済については、家計部門の堅調さが企業部門にも波及するもとの、回復ペースは徐々に高まっていくと見込

¹⁶ IMFが10月に発表した各国・地域の成長率の見通しをわが国の通関輸出ウエイトで加重平均したものをみると(図表29)、2014年の成長率は+3.6%と2012年や2013年と同程度にとどまるが、2015年は+4.1%、2016年は+4.2%と、過去の長期平均並み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、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。

まれる。欧州経済については、債務問題に伴う調整圧力が残り、物価上昇率の低下傾向もみられるものの、消費の底堅さや輸出の増加に支えられて基調としては緩やかな回復を続けると考えられる。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、成長ペースを幾分鈍化させながらも、総じて安定した成長を維持すると想定している。その他の新興国・資源国経済については、当面、国・地域によるばらつきは残るものの、先進国の景気回復の波及と、緩和的な金融環境を受けた内需の持ち直しから、徐々に成長率を高めていくと予想している。

ただし、先行きの海外経済については、以下のようなリスク要因が存在する。中国経済については、素材部門を中心に過剰設備問題が根強く残るとみられるほか、不動産市場の調整が長引くリスクにも注意が必要である。その他の新興国・資源国経済についても、成長に勢いを欠く展開が続く可能性がある。欧州経済については、ロシア経済の減速の影響などからマインドが一段と慎重化するリスク、債務問題の帰趨や金融システム健全化に向けた動き、低インフレが長期化する可能性を意識しておく必要がある。一方、米国経済については、成長期待の高まりや緩和的な金融環境などを背景に、企業部門の支出行動がより積極化する可能性も考えられる。

(輸出入)

輸出の先行きについては、上述の海外経済の回復を前提とすれば、為替円安の効果にも支えられて、緩やかな増加に向かうと予想される。ただし、持ち直しのタイミングは遅れており、わが国企業による海外生産拡大や世界的な貿易活動の伸び悩みといった構造的な抑制要因を踏まえると、増加のペースについても、見通し期間を通じて、従来の想定と比

べさらに緩やかなものにとどまると考えられる。以下では、こうした輸出の先行きについて、①世界的な貿易（輸出）量と、②それに占める日本のシェアの2つの要素に分解したうえで、それぞれについて、近年の構造変化を踏まえた基本的な考え方を説明する。

まず、世界的な貿易量についてみると、2000年代中頃までは世界経済の成長率を上回るペースで増加していたが、リーマン・ショック以降はつきりと伸び悩んでおり、近年は概ね世界経済の成長と同程度のペースで増加している（図表 30(1)）¹⁷。このため、先行きについても、リーマン・ショック以降に生じている構造変化を勘案すれば、世界の貿易量は世界経済の成長率並みのペースで緩やかに増加していく可能性が高い。

次に、世界輸出に占めるわが国のシェア（実質ベース）をみると、リーマン・ショック以降、それ以前の6%程度から5%程度に低下している（図表 30(2)）。こうした近年の動きの背景として、①わが国が比較優位を持つ資本財の需要停滞（図表 31(1)）、②自動車を中心とした現地調達拡大を伴う海外生産の加速（図表 32(1)）、③急激な円高進行の影響も受けた情報関連分野などにおけるわが国の輸出競争力の低下（図表 32(2)）、などが影響してきたと考えられる。

先行きの輸出シェアについては、現状程度の水準で下げ止まったあと、見通し期間の終盤にかけて、ごく緩やかに持ち直していくと想定している。その理由としては、第1に、海外経済全体の回復に伴い、世界的な投資活動も先進国中心に次第に持ち直していけば、わが国が比較優位を有している資本財等の分野での輸出増加が見込まれることが挙げられる

¹⁷ 最近の世界貿易の伸び悩みの背景としては、①金融危機の後遺症や趨勢的な原油高に伴う輸送コストの上昇などによるグローバル・バリュー・チェーンの巻き戻し、②新興国の技術力向上に伴う製品内製化、などが指摘されている。

(前掲図表 31(1))。この点、世界経済の牽引役である米国において、家計部門の堅調さがここにきて企業部門にも及んできており、同国の資本財受注がこのところ伸びを高めている点などを踏まえると、わが国の資本財輸出は米国向けを中心に増加に向かう公算が大きい(図表 31(2))。第2に、リーマン・ショック後の円高局面で移管が決定された現地生産拠点の集中的な立ち上がり局面はピークアウトしつつあるとみられ、現状程度の為替相場水準を前提とすれば、やや長い目でみて海外生産の拡大ペースも多少和らいでいくと考えられる(図表 31(3))。第3に、現状程度の為替相場水準が続けば、わが国の輸出品目の価格競争力を高める効果も期待できる。例えば電子部品・デバイスでは、近年の為替円安のもとで、高機能スマートフォン向けや自動車向けの販路を拡大することなどによって、世界シェアを幾分回復する動きも窺われる(前掲図表 32(2))。また、最近の為替円安は、訪日外国人数の大幅な増加に伴い、サービス輸出に含まれる旅行収支の受取を大きく押し上げているが、これは日本の観光産業の競争力の高まりと評価することもできる(後掲図表 48(3))。

以上をまとめると、先行きの輸出については、世界貿易量が世界成長率並みの伸びを続けるのもとで、わが国輸出シェアのごく緩やかな持ち直しを反映して、全体では緩やかに増加していく姿を想定している。

輸入の先行きについては、内需の動きを反映して、緩やかな増加基調を続けると予想されるが、当面の増加ペースは、最近の輸出の伸び悩みや為替円安の影響などを踏まえると、緩やかなものにとどまるとみられる。

(対外収支と貯蓄投資バランス)

貿易収支をみると(図表 33(1))、2011年度に1979年度以来の赤字と

なったあと、2013年度まで赤字幅の拡大傾向が続いたが、2014年度入り後は、駆け込み需要の反動に伴う輸入の減少から、赤字幅は縮小している。その動きを反映して、経常収支の黒字幅は、昨年度まで縮小傾向をたどったあと、本年度入り後は小幅拡大している。先行きについては、基調的にみて、国内需要の伸び率が昨年度に比べ幾分低めとなる一方、海外経済の成長率は次第に高まっていくため、内外成長率格差は貿易収支の赤字幅を縮小させる方向に作用すると考えられる。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。これらの動きを反映して、経常収支の黒字幅は、緩やかながら拡大していく可能性が高い¹⁸。

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 33(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な拡大傾向をたどると考えられる。

（企業の収益環境・設備投資）

企業部門についてみると、海外部門の収益力の高まりもあって良好な業績を維持し、緩やかに成長期待を高めている。この点、製造業では、近年の海外展開が奏功し、連結ベースの利益率は単体ベースよりも高めとなっており（図表 34(1)）、好調な海外子会社等からの配当・利息の受取は、為替円安の影響とも相俟って、国内利益の下支えにもなっている（図表 34(2)）。こうした海外収益力の高まりは、消費税率引き上げに伴

¹⁸ 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、資本は高い収益率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。

う駆け込み需要の反動などの影響がみられる中であっても、企業マインドが良好な水準を維持している一因にもなっている（図表 34(3)）。そうしたもとで企業は、積極的な雇用・投資計画を堅持している。

企業収益の先行きについては、2014 年度は、輸出のもたつきや駆け込み需要の反動などが下押しに作用し、為替円安が部門によって異なる影響を及ぼしつつも、企業部門全体としてみれば、原油価格反落による交易条件の改善や、前述した海外部門からの配当・利息の受取増加にも支えられて、増益傾向を維持すると見込まれる（前掲図表 10）。その後も、増益を続けるとみられるが、見通し期間の終盤にかけては、景気が循環的には減速方向に向かう中で、人件費の増加など家計への分配がより進むため、収益の伸び率は徐々に鈍化していくと考えられる。

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たどると予想される。すなわち、緩和的な金融環境のもとで非製造業の設備投資が堅調に推移し、これまで出遅れ気味であった製造業についても、為替相場の動きもあって国内投資がしっかりと増加することから、当面の設備投資の増加モメンタムは幾分高まっていくと考えられる（図表 35(1)）。ただし、見通し期間の終盤にかけては、資本ストックの蓄積に伴って、設備投資の循環的な増加テンポは次第に鈍化していくと想定している。

こうした見通しについて、「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」との考え方のもと、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（図表 35(2)）、昨年度まで設備投資は資本ストックの減耗分をわずかに上回る水準に抑制されてきたため、当面の期待成長率がゼロ%台半ば程度にとどまるとしても、当面の設備投資の増加余地はなお大きいと考え

られる。その後も、「量的・質的金融緩和」のもとで、実質金利が低下し、金融機関の貸出姿勢も積極化するなど、金利面、アベイラビリティ面ともに極めて緩和的な金融環境が維持されることが（図表 36）、成長期待の高まりと相俟って、設備投資を後押ししていく姿を想定している。

各種アンケート調査によると、製造業の 2014 年度設備投資は、輸出がもたつく中であっても、しっかりと増加する計画となっているが（前掲図表 35(1)、37(1)）、これには、以下のような事情が相互に関連しつつ、影響しているものと考えられる。第 1 に、長期間にわたる投資抑制によって設備の老朽化がかなり進んでおり、維持・補修投資をこれ以上後ずれさせることの機会費用が高まってきているとみられる（図表 37(2)）。第 2 に、グローバルな収益機会の拡大に伴って、企業の成長期待が緩やかに高まるもとの、国内本社を研究開発やマザー工場の拠点として再構築しつつ、新製品などの戦略分野では能力増強投資に踏み切る動きもみられ始めている。第 3 に、2012 年頃までの趨勢的な円高傾向もあって、昨年度までは、海外投資を増加させる動きが急速に広がっていたが、2012 年末以降の円安方向への動きもあって、今年度からは国内投資のウエイトを高める計画がみられている（図表 37(1)(3)）¹⁹。このほか、非製造業を中心に、人手不足に伴って賃金が上昇する一方で、設備投資資金を調達する際の借入金利が低水準であることを踏まえ、追加的に人を雇う代わりに省力化投資を進める動きがみられている。

（雇用・所得環境）

労働需給は、雇用誘発効果の大きい内需が基調としてしっかりした動

¹⁹ このほか、企業は国内の研究開発投資にも注力している。研究開発投資の大部分は現行の SNA 統計の枠組みの中では設備投資に計上されないが、こうした分野での支出行動の積極化も、雇用の増加や将来の国際競争力の向上などにプラスの効果を持つ。

きを続けるもとの、改善を続けている。足もとの労働需要に変調が窺われないことからすると、企業は消費税率引き上げ後の国内需要の落ち込みを一時的とみなしている可能性が高い（前掲図表5）。これまでのところ、経済活動に必要な労働力は、失業者の減少のほか、女性や高齢者などの労働市場への参入によって確保されており、労働投入量（雇用者数×総労働時間）は、雇用者数の増加を主因に緩やかに増加している（図表39(3)）。

この点、通常の失業率（U3）に加え、現在職探しをしていないが潜在的に労働意欲を持つ人々や、現状より長い時間の労働を希望しているパート労働者の存在も勘案した、より広義の失業率（U4～U6）をみても（図表38）、労働需給の引き締まりの程度に対する評価は変わらない。いずれの指標も前回の回復局面のボトム並みか、これを若干下回る水準まで低下している²⁰。

こうした労働需給の引き締まりを背景に、労働者全体の時間当たり名目賃金は、振れを伴いつつも緩やかに改善している（図表39(1)）。一人当たりでみた賃金も、パート比率上昇による平均賃金の趨勢的な押し下げ効果が縮小するもとの、今春のベースアップ（以下、ベア）を反映した所定内給与の改善と、所定外給与や特別給与（賞与、一時金等）の増加に支えられて、プラスに転じている（前掲図表6(1)、39(2)）。とくに、一般労働者の所定内給与は、前述のベアの影響に加え、公務員給与引き下げの影響の剥落もあって、このところプラス幅がはっきりと拡大している（前掲図表6(2)）。雇用者所得は、以上のような雇用・賃金動向を

²⁰ この点、わが国の状況は、米国で議論されている状況とは大きく異なる。すなわち、米国では、広義の失業率が通常の失業率ほど低下しておらず、潜在的に労働意欲を持つ人々や追加的な就業を希望するパート労働者が多数存在すると指摘されている。

反映して、前年比上昇率を緩やかに高めている（前掲図表 6 (3)）。この間、実質雇用者所得については、消費税率引き上げの影響が前年比の押し下げ要因となっているが、そうした要因を除いてみれば、名目所得の動きを反映して、本年入り後、改善傾向を続けている（後掲図表 41(1)）。

先行きについては、基調として潜在成長率を上回る成長が続くもとで、労働需給の引き締まり傾向は強まり、所定内給与を中心に賃金に明確な上昇圧力がかかっていると予想される（前掲図表 6 (1)、39(2)）。見通し期間終盤にかけては、時間当たり賃金の前年比は、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いたベース）を幾分上回る伸び率まで上昇し（後掲図表 47(2)）、一人当たり賃金については、非正規労働者の正規化の動きや労働時間の増加から、時間当たり賃金を幾分上回る伸び率になると想定している。なお、来年度以降の賃金を占ううえで鍵を握るベアについては、消費者物価の前年比が消費税率引き上げの影響を除いたベースでも次第に伸び率を高める中で、これを前提とした労使間の賃金交渉が行われ、ベアも過年度の物価動向を反映するかたちで伸びを高めていく姿を想定している。ベアは直接的に所定内給与を押し上げるだけでなく、支給額算定のベースの上昇を通じて所定外給与や特別給与の上昇にもつながっていくと考えられる（前掲図表 6 (1)）。

以上のような労働需給および賃金の見通しのもとで、雇用者報酬は、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（前掲図表 6 (3)）。労働分配率については、先行きの景気の改善が続くもとで、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である 2004～2007 年の平均を幾分上回る水準で下げ止まると考え

られる（図表 39(4)）²¹。

（家計の支出行動）

消費税率引き上げ後の個人消費の落ち込みについては、実質所得減少の影響も作用しているとはいえ、基本的には駆け込み需要の反動減という異時点間代替の結果である。それ以外にも、天候不順や需要側統計の振れといった一時的・技術的な影響もあると考えられる。こうした点や、消費の基調を規定する雇用・所得環境の良好さを踏まえると、個人消費は先行きも基調としての底堅さを維持すると考えられる。

今回の消費税率引き上げの影響を総括的に評価するには、もう少しデータの蓄積を待つ必要があるが、GDP統計ベースの実質個人消費の動きを前回（1997年4月）の増税時と比べると、財全般に駆け込み需要の規模が大きかった分、反動減もかなりの規模となっているとみられる（前掲図表7）²²。とりわけ耐久財では、駆け込み需要がトレンド対比かなり盛り上がったため、その後の落ち込みも大きくかつ長引いている²³。また、こうした耐久財の反動減の規模は、企業の事前の予想も上回ったため、自動車や家電などの耐久財や後述する住宅投資関連の建設財を中心に在

²¹ これは、規制緩和もあって派遣労働者を中心とした非正規雇用が大きく拡大し、そのことが賃金の下方圧力として作用していた2004～2007年頃と異なり、現下の局面では、こうした面からの賃下げ圧力は、幾分弱まっていると考えているためである。

²² 図表7(2)で見ると、今回は前回と比べ、駆け込みが同じ程度で、反動が大きいように見える。しかし、今回は、人口減などによって消費の成長トレンドが低くなっているとみられ、そうしたトレンドを除いてみると、今回の方が、駆け込み・反動ともに、前回対比で幾分大きくなっていると考えられる。

²³ 今回の駆け込み需要が大きくなった背景としては、①今回の方が税率の引き上げ幅が大きいこと、②耐久財の価格下落予想の後退や来年の2回目の税率引き上げ予定が、家計による異時点間の代替を促す方向に作用したとみられること、③自動車各社による新車投入が集中したこと、④一部汎用ソフトウェアのサポート期限切れのタイミングが重なったこと、などが指摘できる。

庫調整が発生し、これが生産の弱めの動きにつながっている（前掲図表9）。非耐久財や半耐久財については、駆け込み需要の反動減だけでは説明し切れない弱さがみられるが、これには需要側統計（家計調査等）の振れも大きく影響している可能性が高い（図表40）²⁴。

先行きの個人消費については、耐久財を中心とした駆け込み需要の反動減や夏場の天候不順の影響などから、当面鈍さが残るとみられる。もっとも、これらはいずれも一時的な下押し要因であり、かつ雇用者所得の増加や堅調な株価、高齢者の平均的にみて高い支出意欲など、消費の基調を規定する要因は良好さを維持している状況を踏まえると、個人消費は次第に持ち直しが明確となり、ごく緩やかながらも増加基調を維持していくと考えられる（図表41(1)(2)）。

なお、消費税率引き上げに伴う実質所得の減少は、低所得者層や年金生活者を中心に家計の節約志向をやや強める方向に作用した可能性が高いが、消費者コンフィデンスをみると4月をボトムに全体として改善傾向にある（前掲図表8(6)）。こうした動きの背景としては、マクロ的にみると、ベアの実施や夏季賞与の増加を受けた雇用者所得の増加が、株価の上昇とも相俟って、消費税率引き上げが実質所得に及ぼすマイナスの影響を減殺している可能性を指摘できる。マクロの消費性向についても、高齢化の進行による貯蓄の取り崩しや団塊世代の高い消費意欲にも支えられて、先行き高水準を維持すると考えられる（図表41(3)(4)）。

住宅投資については（前掲図表4(2)、8(5)）、地方を中心に持家の反動減が長引いていることや、分譲についても建設費の上昇などの供給サ

²⁴ このところ家計調査の実収入（名目）は毎月勤労統計の現金給与総額の動きと比べ大きく下方に乖離しており、こうしたサンプル要因が非耐久財や半耐久財の需要側推計値の弱さにつながっているとみられる（図表40(2)）。

イドのボトルネックの悪影響がやや強めに出ていることなどから、当面、弱さが残ると考えられる。その後は、雇用・所得環境の着実な改善や低水準の住宅ローン金利、不動産価格の先高観などが下支えとなり、次第に底堅さを取り戻していくと考えられる。

(物価変動を取り巻く環境)

先行きの物価情勢を展望するにあたり、物価上昇率を規定する主な要因について点検する。第1に、マクロ的な需給ギャップは、労働需給の引き締まりを主因に、緩やかな改善傾向を続けており、足もとでは過去の長期平均並みを示すゼロ近傍となっている（前掲図表 13(1)）。当面、消費税率引き上げ後の経済活動のもたつきがややラグを持って影響を及ぼすことから、労働需給の改善ペースはごく緩やかとなるものの、2014年度下期には、反動減の影響が一巡するもとの改善が明確となり、プラス基調が次第に定着していくと予想される。その後も需給ギャップは、2回目の消費税率引き上げによる振れを伴いつつ、基調としては潜在成長率を上回る成長が続く中、プラス幅を緩やかに拡大していくと予想される。4月の展望レポートや7月の中間評価時点と比べると、・・・。

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、やや長い目でみれば、全体として上昇しているとみられる。エコノミストの予想物価上昇率は上昇しているほか、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緩やかな上昇傾向にある（図表 42(2)(3)）。市場参加者の予想物価上昇率を、固定利付国債と物価連動国債の利回り較差から求められるブレイク・イーブン・インフレ率でみると、このところ横ばいとなっているが、基調的には上昇傾向をたどっている（図表 42(1)）。また、各種サーベイ調査によれば、家計の予想物価上昇率は、やや長い目でみて、

上昇してきているほか、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（図表 43）。こうした予想物価上昇率の高まりは、家計の消費行動や労使間の賃金交渉、企業の価格設定行動などに変化をもたらしていると考えられる。先行きについても、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高まっていくもとの、中長期的な予想物価上昇率も上昇傾向をたどり、「物価安定の目標」である 2%程度に向けて次第に収斂していくと考えられる。この間、景気の持続的な改善が続くとの見通しの拡がりも、予想物価上昇率を高める方向に作用していくとみられる。

第 3 に、輸入物価については、最近の国際商品市況の下落の影響が為替円安の効果を上回り、弱含みとなっていくとみられる（図表 44(1)(2)）。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、当面、前年比でみた寄与はさらに低下していくものと考えられる。一方、それ以外の品目については、為替円安によるコスト高を転嫁する動きが時間をかけて進むため、輸入物価からのパススルーは、消費の基調的な底堅さが維持されるもとの、来年度にかけて、消費者物価の押し上げ要因として作用し続けると考えられる（図表 44(3)）。

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、国際商品市況の動きなどによる振れを伴いつつも、基調的には、世界経済や製品需給の改善を背景に緩やかな上昇傾向をたどるとみられる。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、……。こうした見通しを 7 月の中間評価時点と比較すると、……。

以上の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（前掲図表 15(2)、45）、消費者物価の前年比は、需給ギャップの改善に比較的明確に反応していくとともに、フィ

リップス曲線自体も中長期的な予想インフレ率の高まりを反映して徐々にシフトアップしていくことを想定している。

こうした動きの背後には、日本銀行の「物価安定の目標」の実現に対する強いコミットメントに加え、以下に指摘するような家計の消費行動や企業の価格設定行動の変化も、複合的に作用していくことがあると考えられる。第1に、家計についてみると、全体として低価格志向は和らぎつつあり、高齢者や女性労働者を中心に、これまでよりも地理的利便性や高付加価値商品を好む傾向が強まっているように窺われる（図表46(1)）。第2に、小売業の価格支配力（マークアップ率）が、やや長い目でみた業界再編などを背景に、幾分高まっている可能性が考えられる（図表46(2)(3)）。第3に、そうしたもとの、小売・サービス業の価格設定についても、従来の安値輸入品を梃子とした低価格戦略から、付加価値を高めつつ販売価格を引き上げる戦略に切り替える動きがみられる。これらの点とも関連して、為替相場の動きを含めた投入コストの変化を川下の販売価格に転嫁する動きは、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（前掲図表44(3)）。

この間、物価と名目賃金の関係を確認しておく、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47）。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、賃金上昇と物価上昇の循環が次第に明確となる姿を想定している。すなわち、時間当たり賃金が、労働需給の引き締めや人々のインフレ予想の高まりを反映して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と考えられる。

以 上

(BOX) 為替円安の影響

為替円安が日本経済に及ぼすプラスの影響としては、(1) 実質輸出の増加のほか、(2) 連結ベースでみた企業収益の改善と製造業のウエイトが高い上場企業の株価上昇、を通じる経路が考えられる。一方、マイナスの影響としては、(3) 輸入コストの上昇など交易条件の悪化、を通じる経路が挙げられる。これらの諸効果が定量的にどの程度現れるかは、その時々金融経済情勢に依存するが、2012年末以降の今次円安局面では、以下のような特徴点を指摘できる。

第1に、実質輸出を押し上げる効果は、従来の円安局面と比べると、小さめとなっているように窺われる。今次局面における財の輸出をみると、均してみれば横ばいとなっているが(前掲図表2(3)、3)、これには、海外経済の回復が新興国中心に遅れたこととともに(前掲図表29)、円高局面で意思決定された企業の海外生産拡大が輸出の抑制に作用したことなども影響しているとみられる。こうした財の輸出のもたつきは、2000年代半ばの円安局面において、海外経済の高い成長にも支えられて輸出が大きく増加した姿と対照的となっている。ただし、円安に伴う価格競争力の回復は、財によって輸出の下支えに作用していると考えられる。一方、サービスの輸出についてみると、今次局面では、為替円安が、訪日外国人の増加を通じて旅行収支の受取の増加に大きく貢献している点は注目に値する(図表48(3))²⁵。

第2に、わが国企業が海外収益力を高めるもとの、連結ベースでみた収益の改善や株価の上昇を通じた効果は、しっかりと働いている(図表48(1)(2))。すなわち、製造業が海外生産を一段と拡大し、非製造業でも海外展開を進めてきた中で、今回の円安は、輸出採算の改善効果だけでなく、現地子会社等の円建て収益の増加を通じて、連結ベースの収益改善につながっている。また、今回の円安局面では、過度な円高の是正という面が投資家に意識されたこともあって、株価の反発力は強く働いたと考えられる。こうしたグローバル収益の増加や株価上昇のほか、対外資産の円換算額の増加もあり、マインドの改善や資産効果を通じて、まずは個人消費が増加した。また、国内設備投資や雇用・賃金の増加といった企業の支出行動の積極化にもつながって

²⁵ 今次円安局面では、旅行収支は受取と支払のネットでは1兆円程度改善しており、これは、財輸出の1.5%程度、GDPの0.2%程度に相当する。

いる。

第3に、円安による輸出入物価の変化は、交易条件の変化を通じて、輸出のウエイトが高い製造業部門にプラスの影響を及ぼす一方、非製造業部門の収益や家計部門の実質所得にマイナスの影響を及ぼすこととなり、マクロ的にみても交易条件の悪化方向に作用する。もっとも、今次局面では、原油価格が落ち着いていることもあって、2000年代半ばと比べると、マクロ的にみた交易条件の悪化ペースは緩やかとなっている（図表48(4)）。

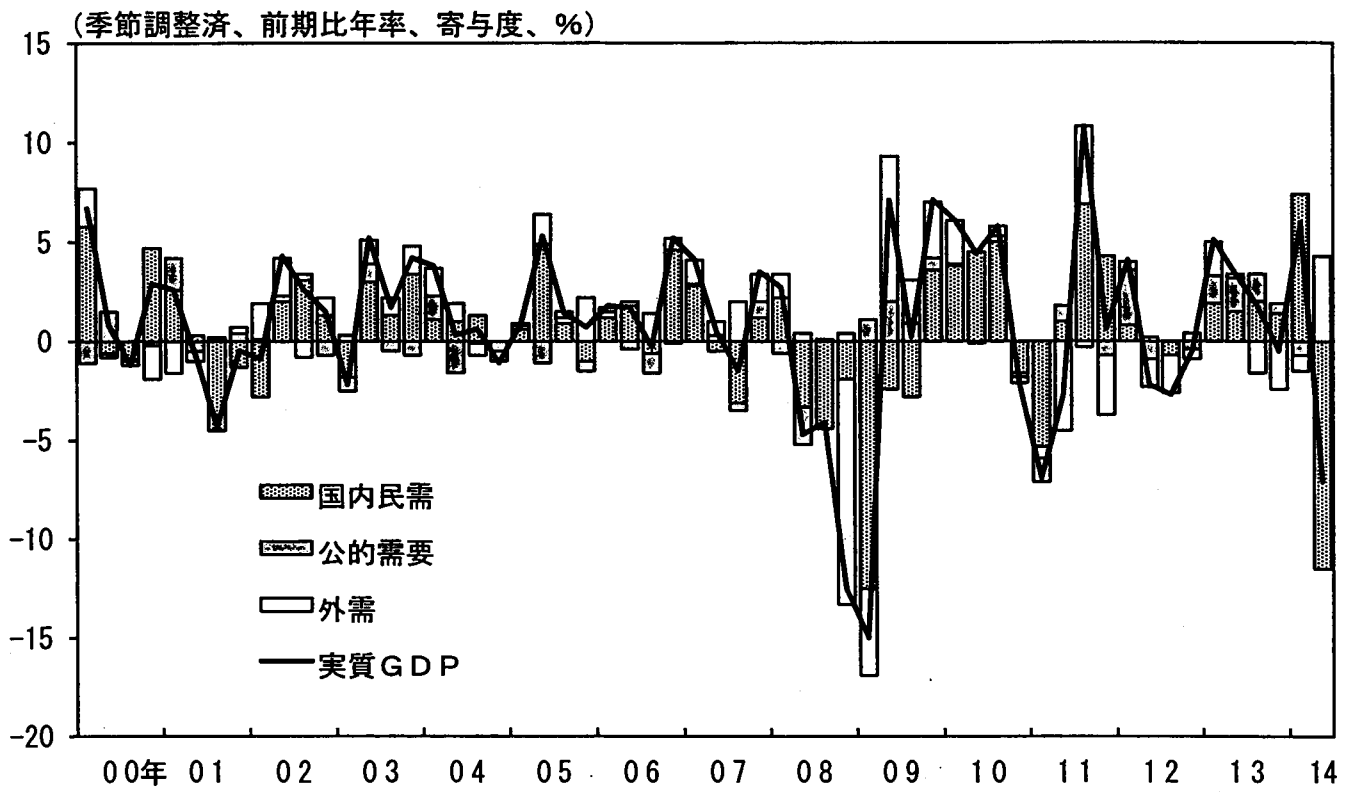
以上をまとめると、今次局面における為替円安の動きは、連結ベースでみた企業収益の改善や株価の上昇、旅行などのサービス分野を含めた輸出の下支えを通じて、マクロ的にみれば景気と物価にプラスに作用している可能性が高い。ただし、効果の出方やそのタイミングが部門によって異なることは、念頭に置いておく必要がある。

経済・物価情勢の展望（2014年10月）参考計表

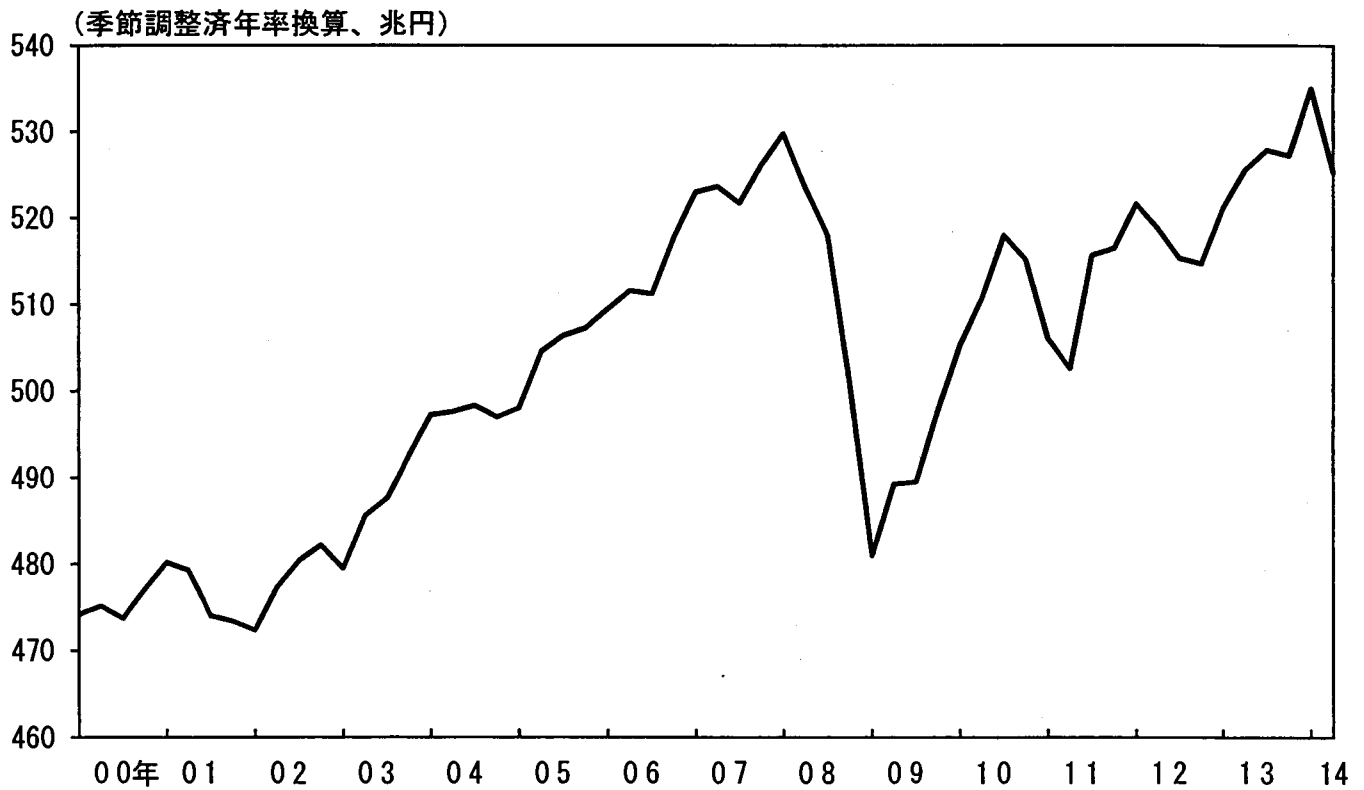
- | | |
|---------------------------|--------------------------------|
| (図表 1) GDP | (図表 28) 政府支出 |
| (図表 2) 世界経済と為替レート | (図表 29) 海外経済見通し |
| (図表 3) 輸出入 | (図表 30) 世界の貿易量と国別のシェア |
| (図表 4) 公共投資と住宅投資 | (図表 31) 資本財輸出と内外設備投資比率 |
| (図表 5) 労働需給 | (図表 32) 海外生産シフトと競争力の影響 |
| (図表 6) 雇用者所得 | (図表 33) 経常収支と貯蓄投資バランス |
| (図表 7) 個人消費 | (図表 34) 企業の収益とマインド |
| (図表 8) 消費税率引き上げ前後の家計支出の動き | (図表 35) 設備投資計画と資本ストック循環 |
| (図表 9) 鉱工業生産 | (図表 36) 金融緩和と設備投資 |
| (図表 10) 企業収益 | (図表 37) 製造業の設備投資 |
| (図表 11) 業況判断 | (図表 38) 各種の失業率 |
| (図表 12) 設備投資 | (図表 39) 賃金と雇用者所得 |
| (図表 13) 需給ギャップと潜在成長率 | (図表 40) 供給側・需要側別にみた個人消費の動向 |
| (図表 14) 物価 | (図表 41) 個人消費を取り巻く環境 |
| (図表 15) 消費者物価（1） | (図表 42) 予想物価上昇率（1） |
| (図表 16) 消費者物価（2） | (図表 43) 予想物価上昇率（2） |
| (図表 17) 地価 | (図表 44) 為替レートと輸入物価 |
| (図表 18) マネタリーベースと長期国債買入れ | (図表 45) 需給ギャップと物価上昇率 |
| (図表 19) CP・社債スプレッド | (図表 46) 家計の消費行動と企業の価格設定行動 |
| (図表 20) 貸出金利 | (図表 47) 物価と賃金 |
| (図表 21) 企業金融 | (図表 48) 為替円安の影響 |
| (図表 22) 貸出残高とCP・社債発行残高 | (参考図表) 地域別の景気の総括判断
(地域経済報告) |
| (図表 23) マネーストック | |
| (図表 24) 株価・REIT価格 | |
| (図表 25) 長期金利 | |
| (図表 26) 短期金利 | |
| (図表 27) 為替相場 | |

GDP

(1) 前期比



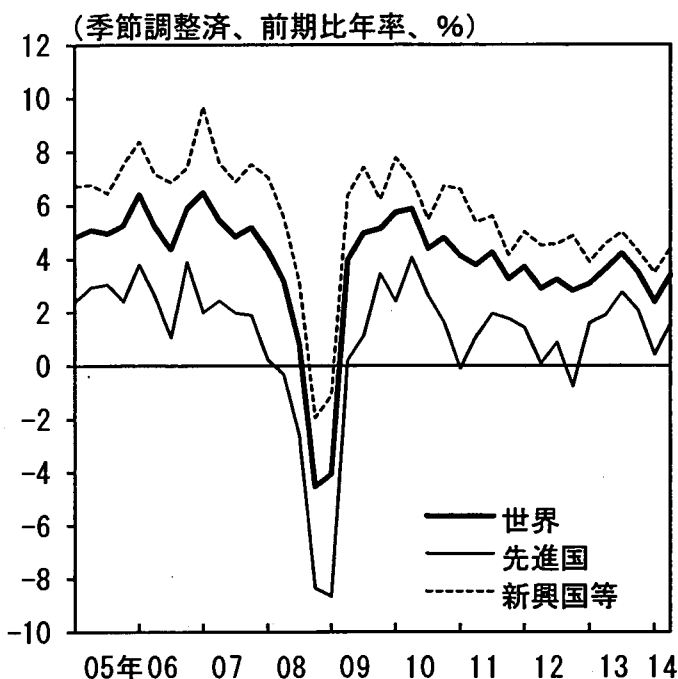
(2) 水準



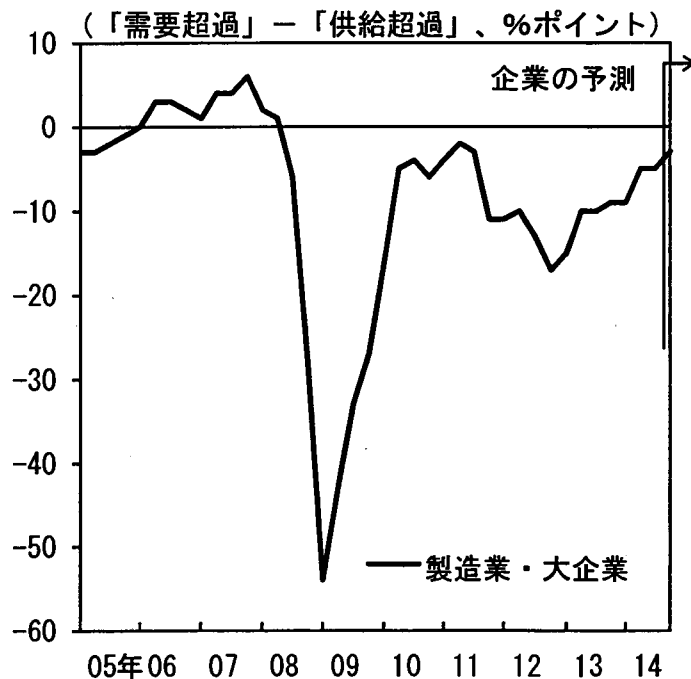
(資料) 内閣府「国民経済計算」

世界経済と為替レート

(1) 世界経済の実質成長率

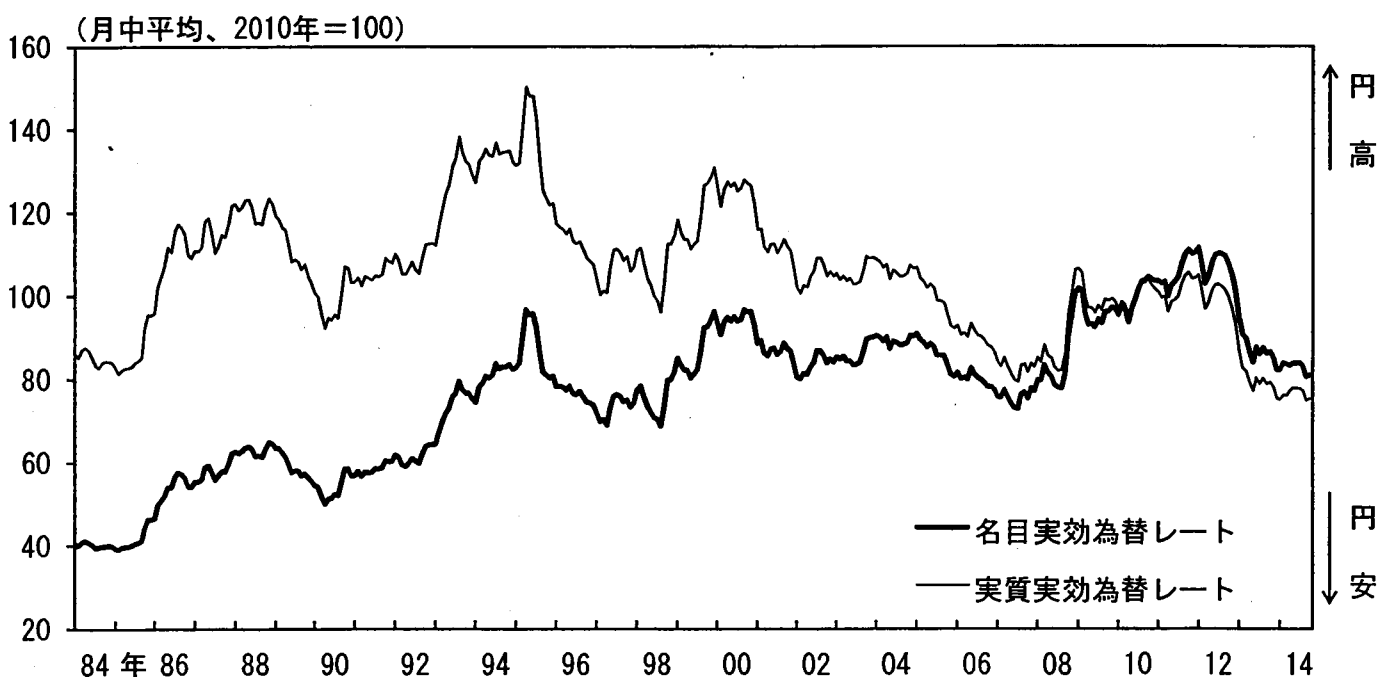


(2) 海外での製商品需給判断D.I.



- (注) 1. (1) は、IMF公表のGDPウエイト(購買力平価基準)を用いて算出。
世界の实質成長率は、189か国ベース。先進国は、日本・米国・ユーロ圏および英国。
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. (2) の2014/4Qは、2014/9月調査時点の企業の予測値。

(3) 円の実効為替レート



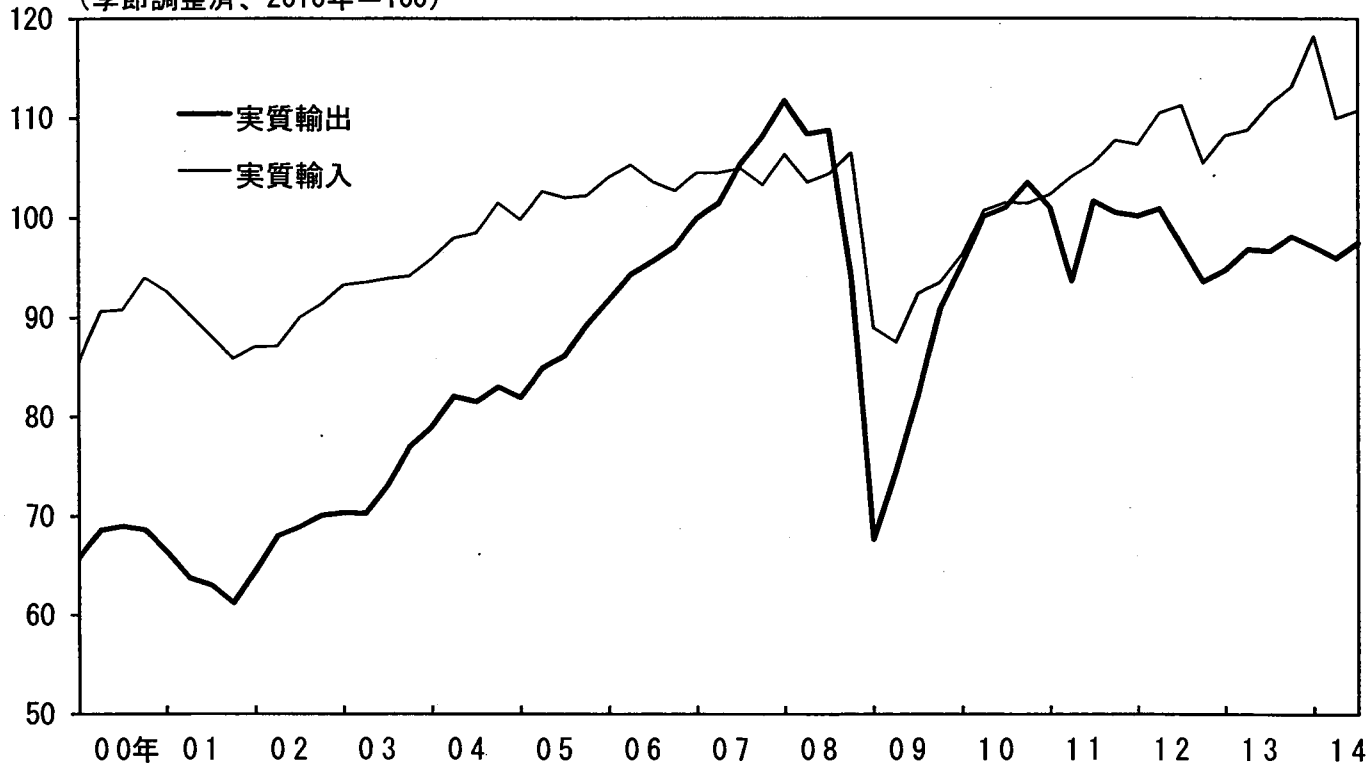
- (注) 1. BISのブロードベース。1993年以前はナローベースを使用して接続。
2. 2014/10月分は、日本銀行の名目実効為替レート(円インデックス)を用いて算出。

(資料) IMF「World Economic Outlook」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、BIS等

輸出入

(1) 実質輸出入

(季節調整済、2010年=100)

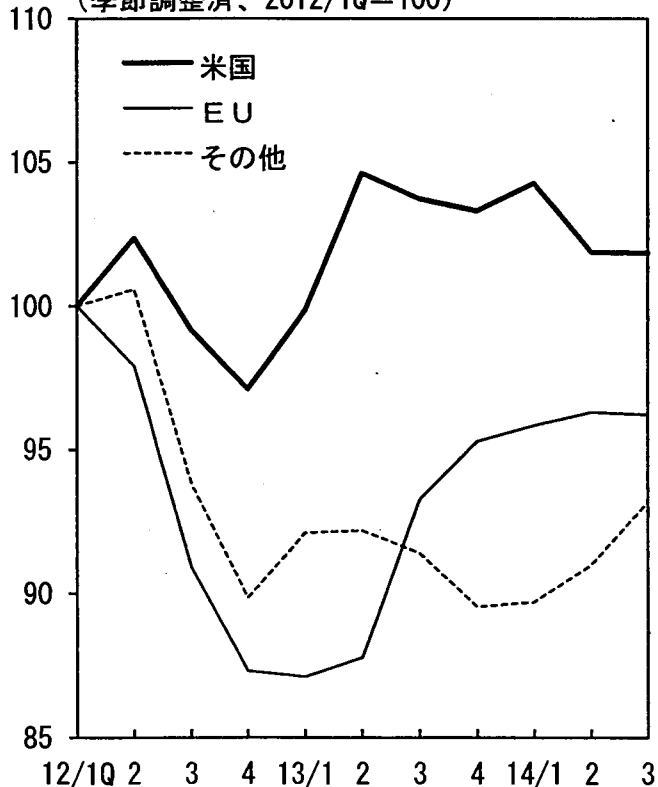


(注) X-12-ARIMAによる季節調整値 (下のいずれの図表も同じ)。

(2) 実質輸出の主要国・地域別内訳

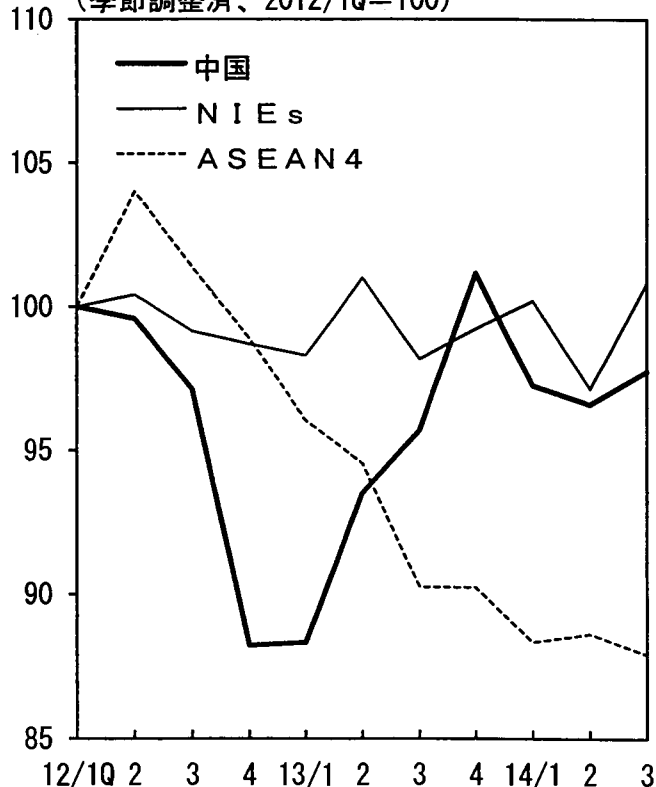
① 米国・EU・その他

(季節調整済、2012/1Q=100)



② 中国・NIEs・ASEAN 4

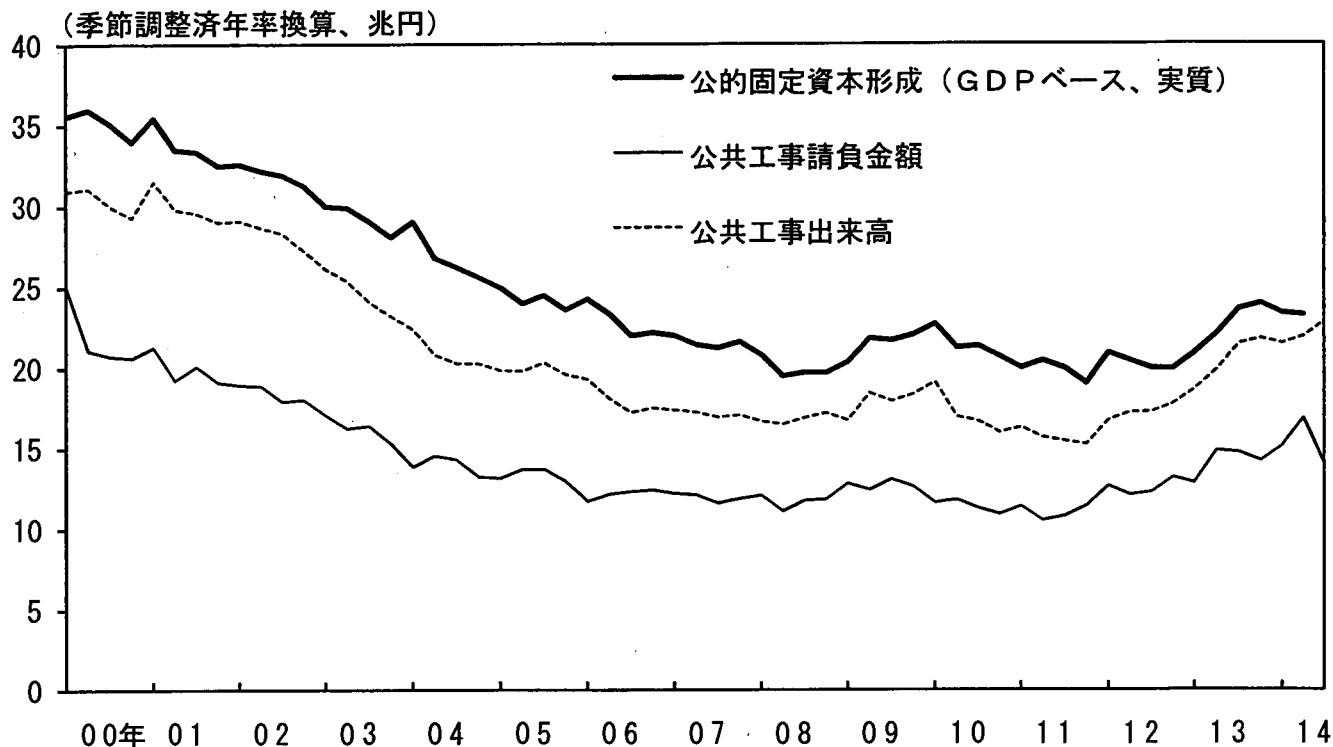
(季節調整済、2012/1Q=100)



(資料) 財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」

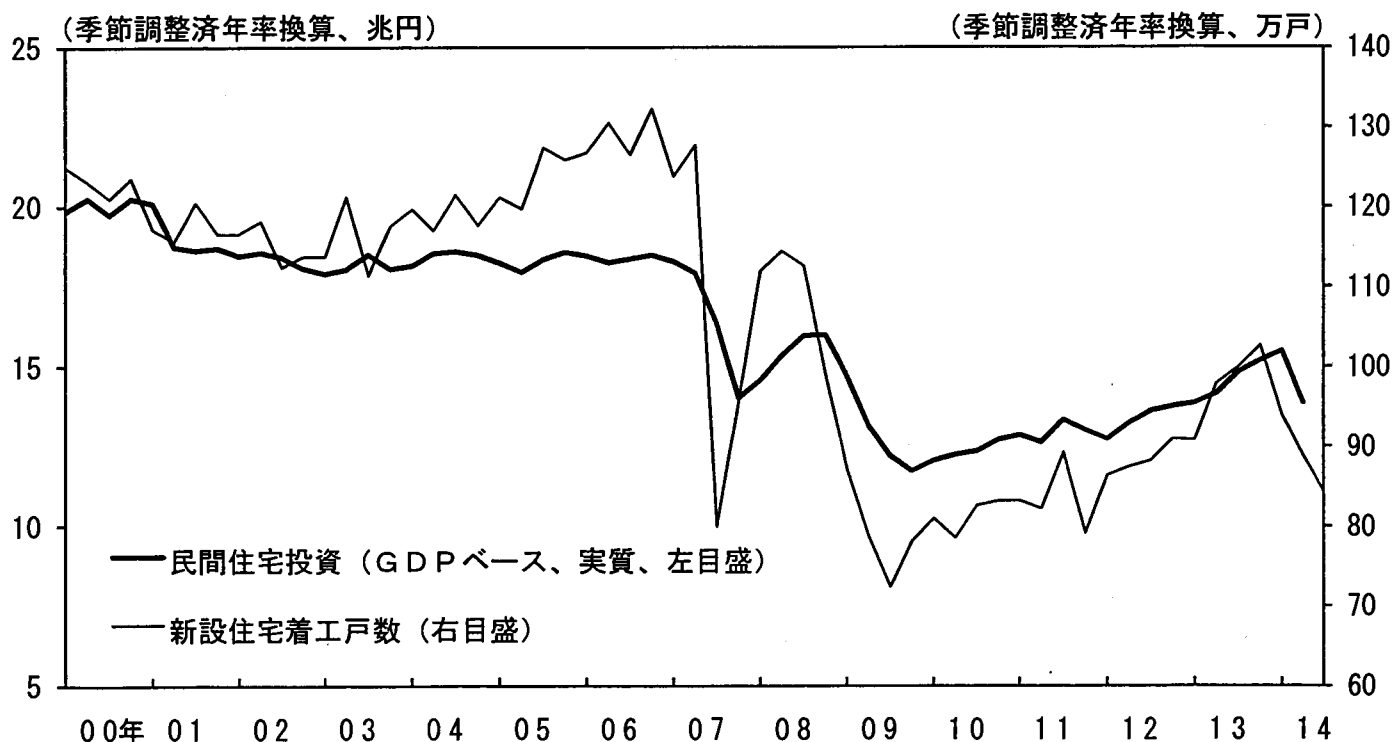
公共投資と住宅投資

(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2014/3Qは、7~8月の値。

(2) 新設住宅着工戸数と民間住宅投資

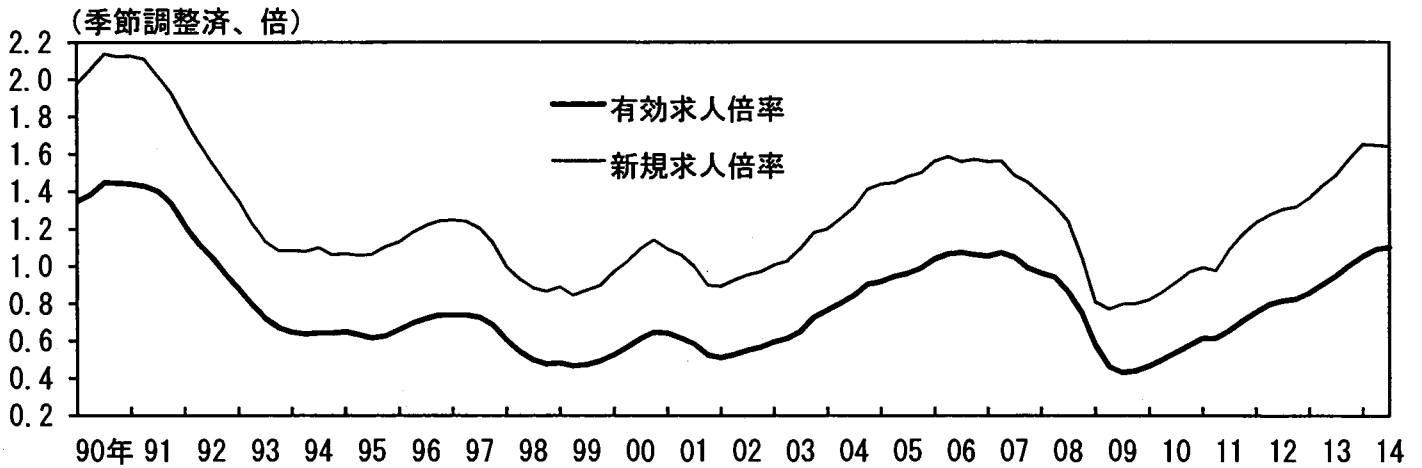


(注) 新設住宅着工戸数の2014/3Qは、7~8月の値。

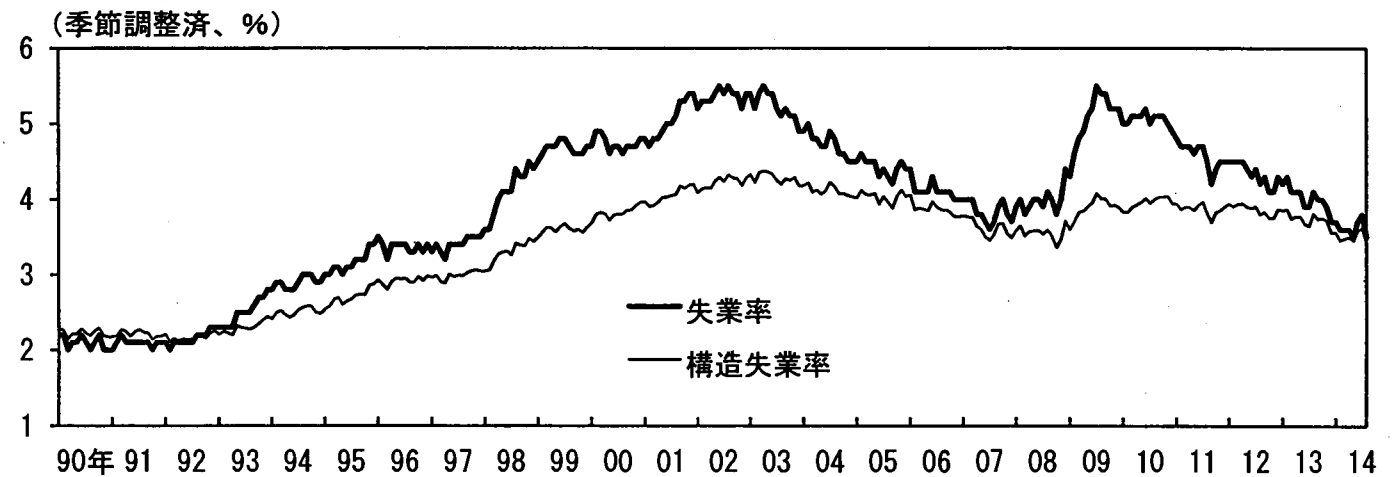
(資料) 内閣府「国民経済計算」、東日本建設業保証株式会社他「公共工事前払金保証統計」、国土交通省「建設総合統計」「建築着工統計」

労働需給

(1) 求人倍率

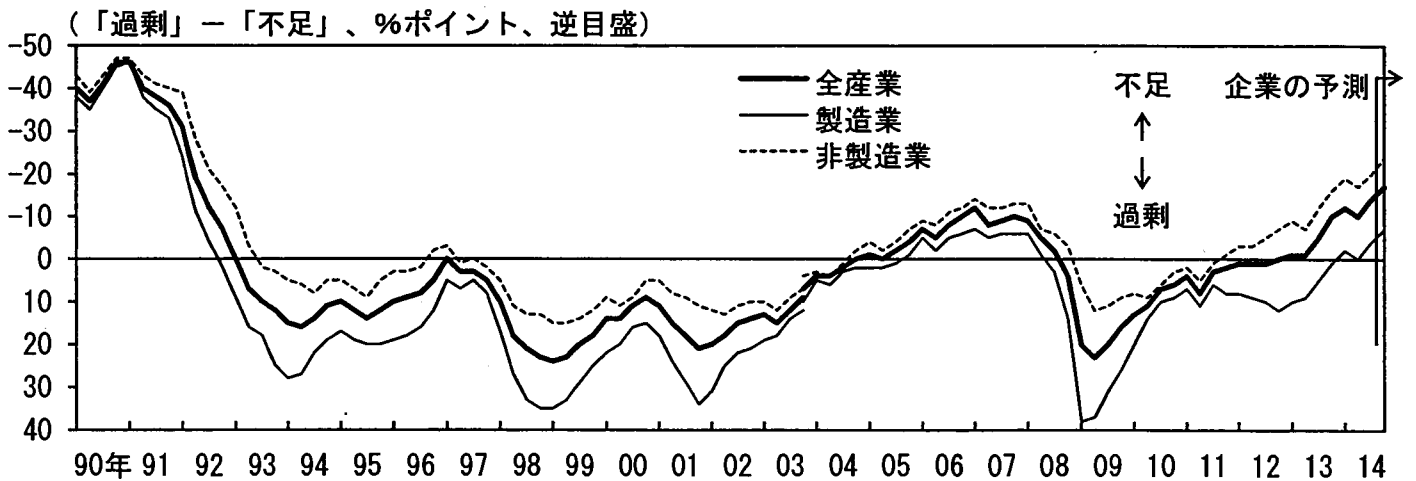


(2) 失業率



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

(3) 雇用人員判断D. I.



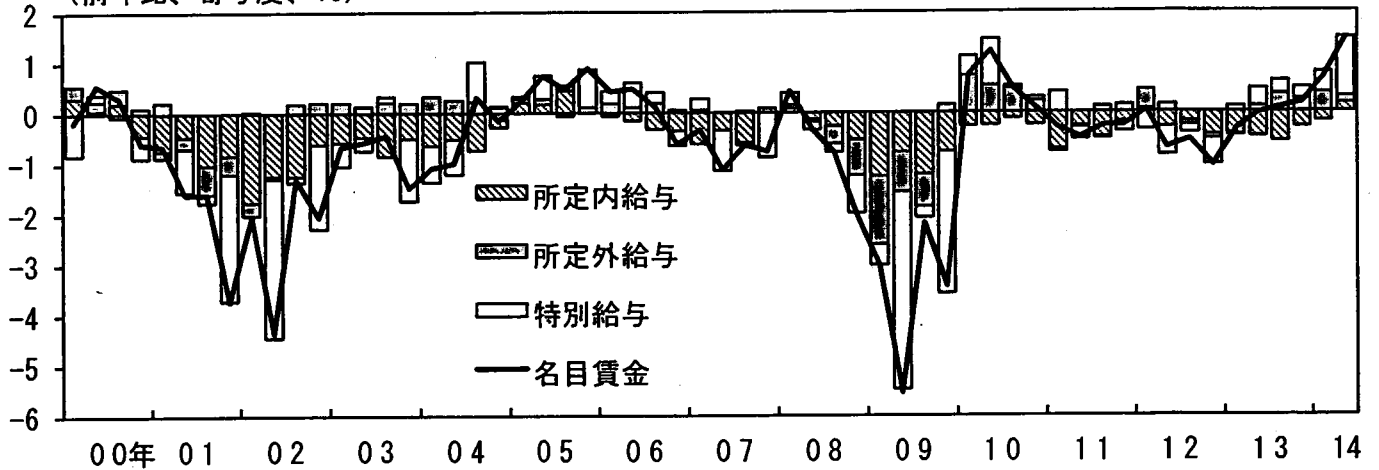
(注) 全規模合計。2004/3月調査より見直しを実施。旧ベースは2003/12月調査まで、新ベースは2003/12月調査から。2014/4Qは、2014/9月調査時点の企業の予測値。

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

雇用者所得

(1) 名目賃金

(前年比、寄与度、%)

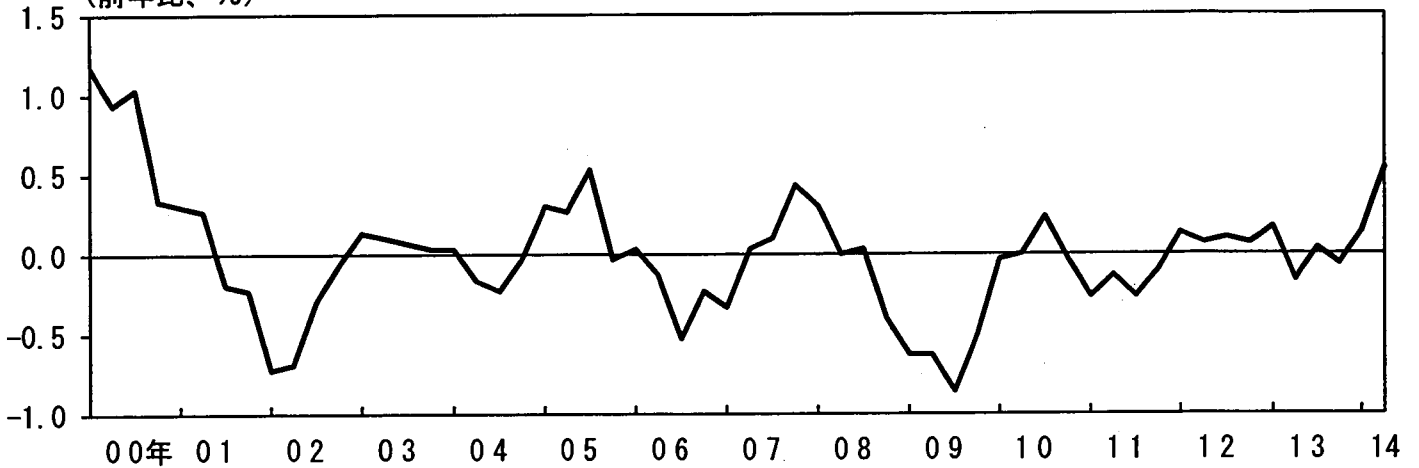


(注) 四半期は次のように組替えている(下のいずれの図表も同じ)。

第1四半期:3~5月、第2:6~8月、第3:9~11月、第4:12~2月。

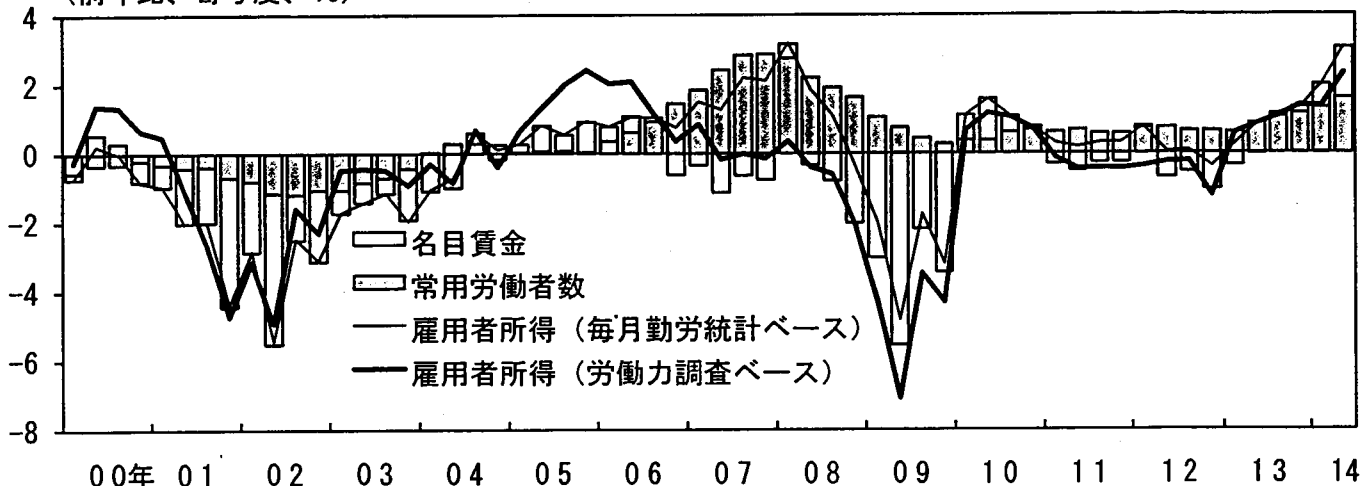
(2) 一般労働者の所定内給与

(前年比、%)



(3) 雇用者所得

(前年比、寄与度、%)



(注) 雇用者所得(毎月勤労統計ベース) = 常用労働者数(毎月勤労統計) × 名目賃金

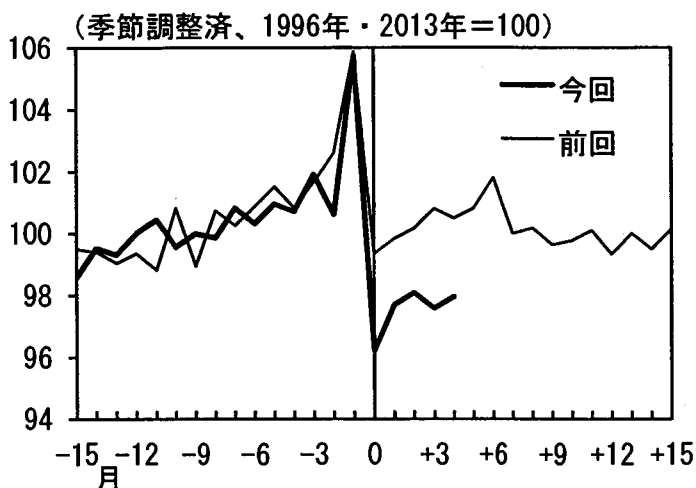
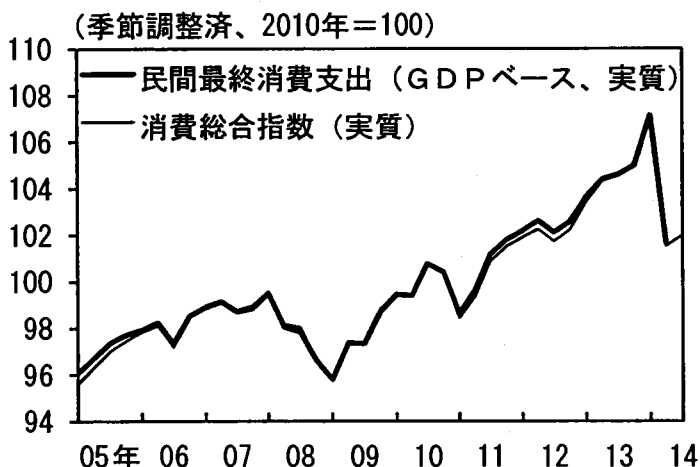
雇用者所得(労働力調査ベース) = 雇用者数(労働力調査) × 名目賃金

(資料) 厚生労働省「毎月勤労統計」、総務省「労働力調査」

個人消費

(1) 民間最終消費支出・消費総合指数

(2) 消費税率引き上げ前後の消費総合指数

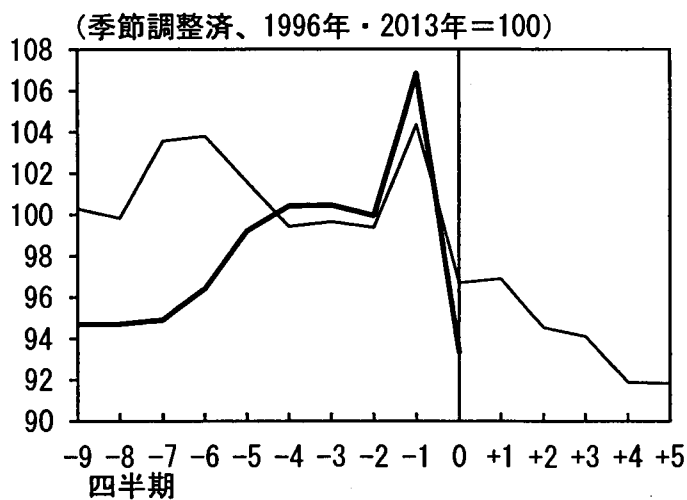
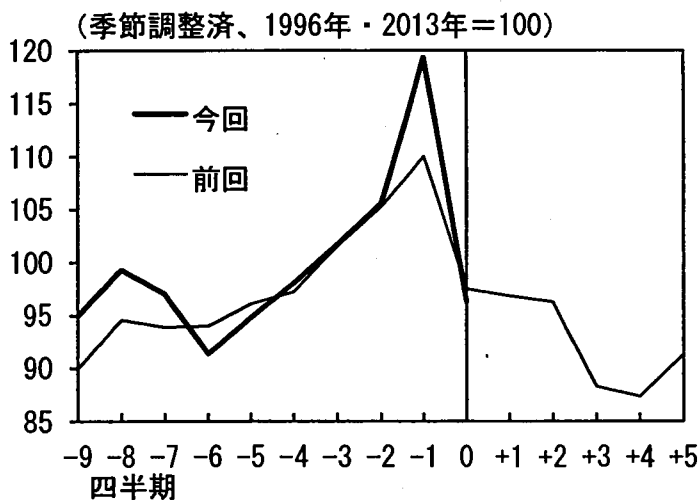


(注) 1. 消費総合指数の2014/3Qは、7~8月の値。
2. (2)の0月は、消費税率引き上げ月(前回:1997/4月、今回:2014/4月)を示す。

(3) 形態別消費 (GDPベース)

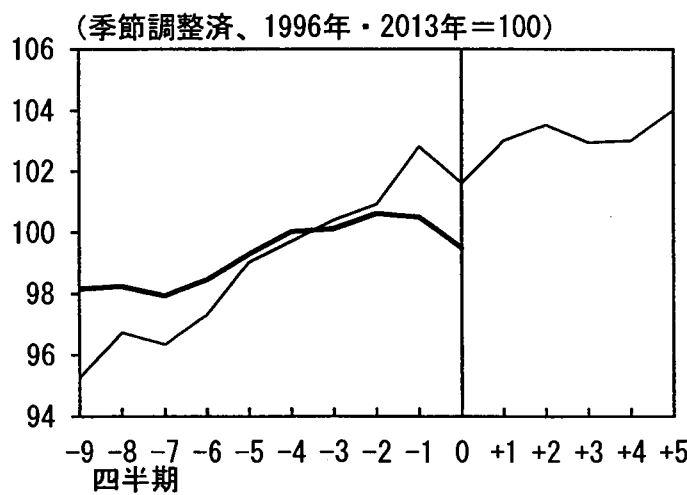
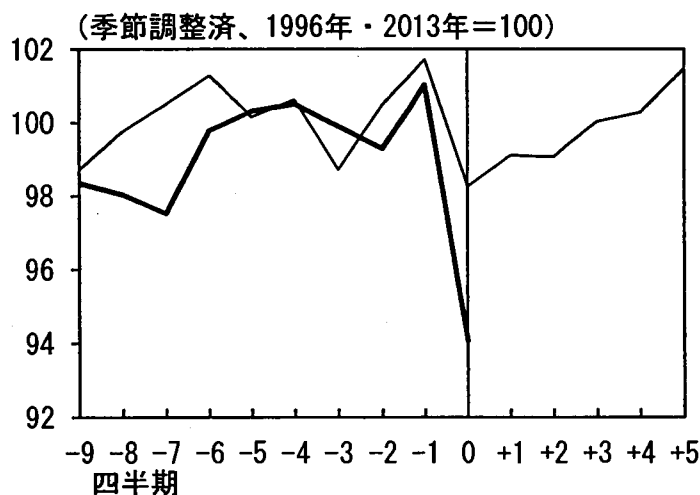
① 耐久財

② 半耐久財



③ 非耐久財

④ サービス



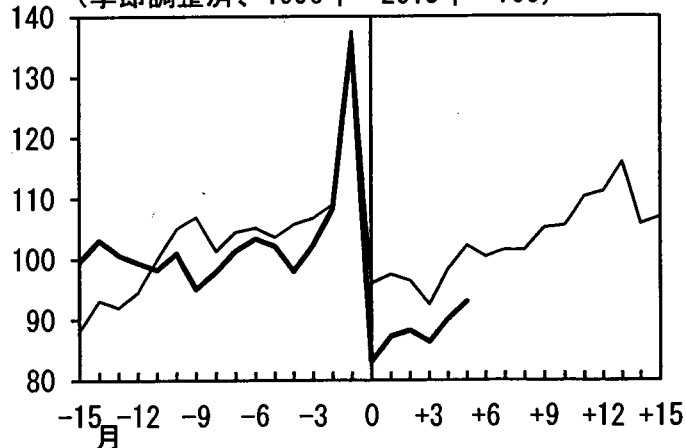
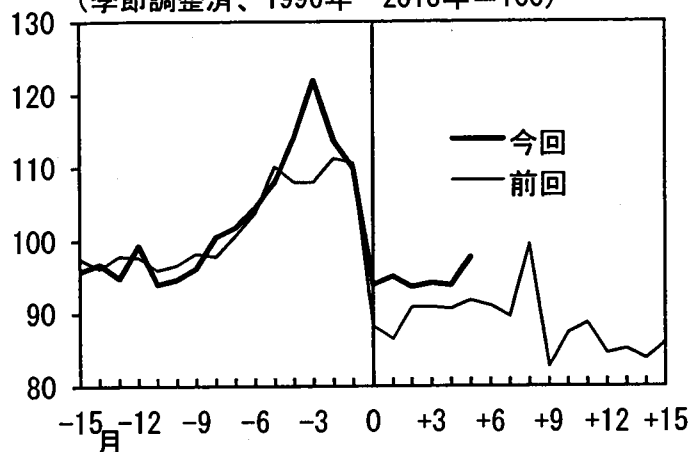
(注) 0四半期は、消費税率引き上げ月(前回:1997/4月、今回:2014/4月)を含む四半期を示す。
(資料) 内閣府「国民経済計算」「消費総合指数」

消費税率引き上げ前後の家計支出の動き

(1) 新車登録台数 (乗用車<含む軽>) (2) 家電販売額 (実質)

(季節調整済、1996年・2013年=100)

(季節調整済、1996年・2013年=100)

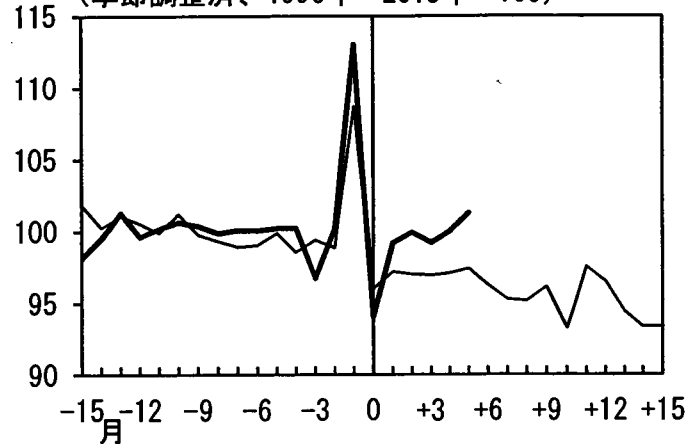
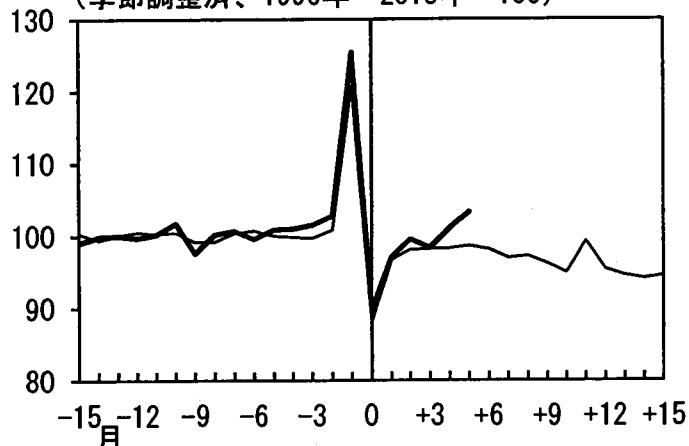


(3) 全国百貨店売上高 (名目)

(季節調整済、1996年・2013年=100)

(4) 全国スーパー売上高 (名目)

(季節調整済、1996年・2013年=100)

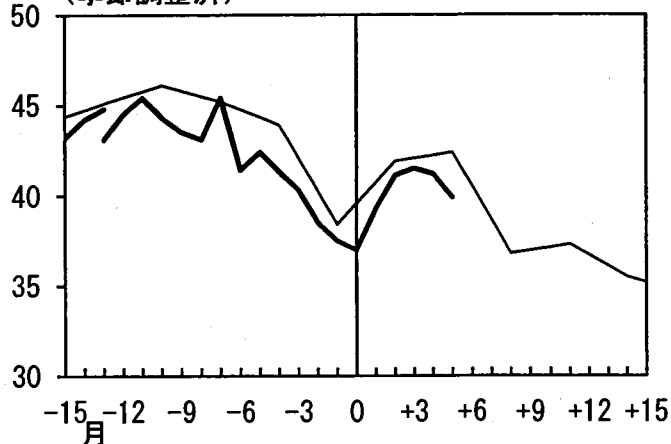
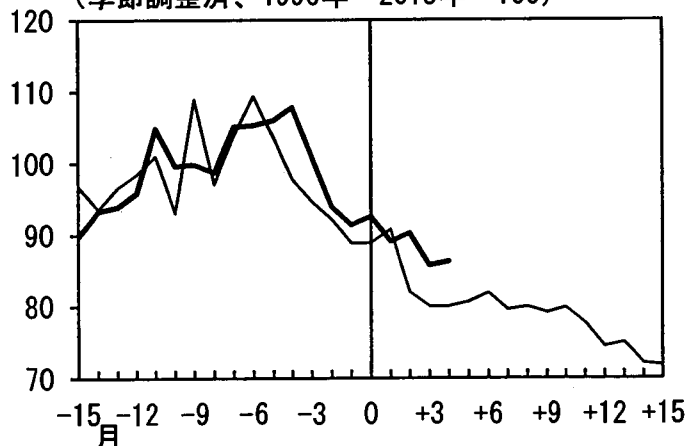


(5) 新設住宅着工戸数

(季節調整済、1996年・2013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。

2. (1) ~ (4) は、X-12-ARIMAによる季節調整値。

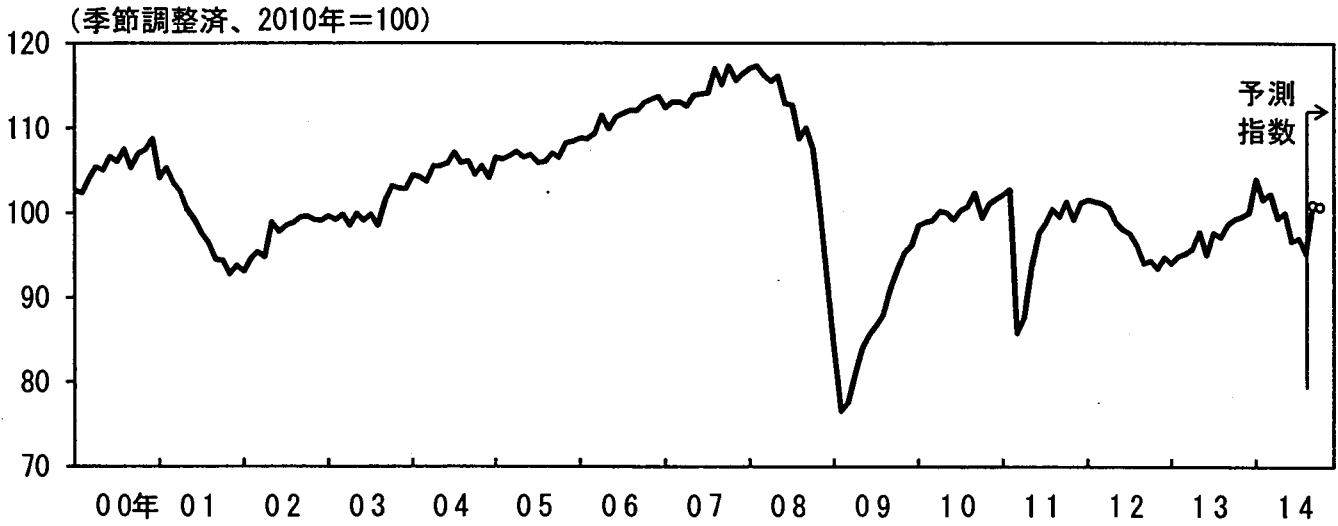
3. (3)、(4) は、店舗調整後ベース。

4. (6) は、前回は四半期末ごとの調査であったため、調査が実施されていない月については線形補間を実施。また、今回の-12月に郵送調査方法への変更等が行われたため、-13月以前の訪問留置調査ベースの計数と不連続が生じている。郵送調査ベースの-13月は試験調査による参考値。

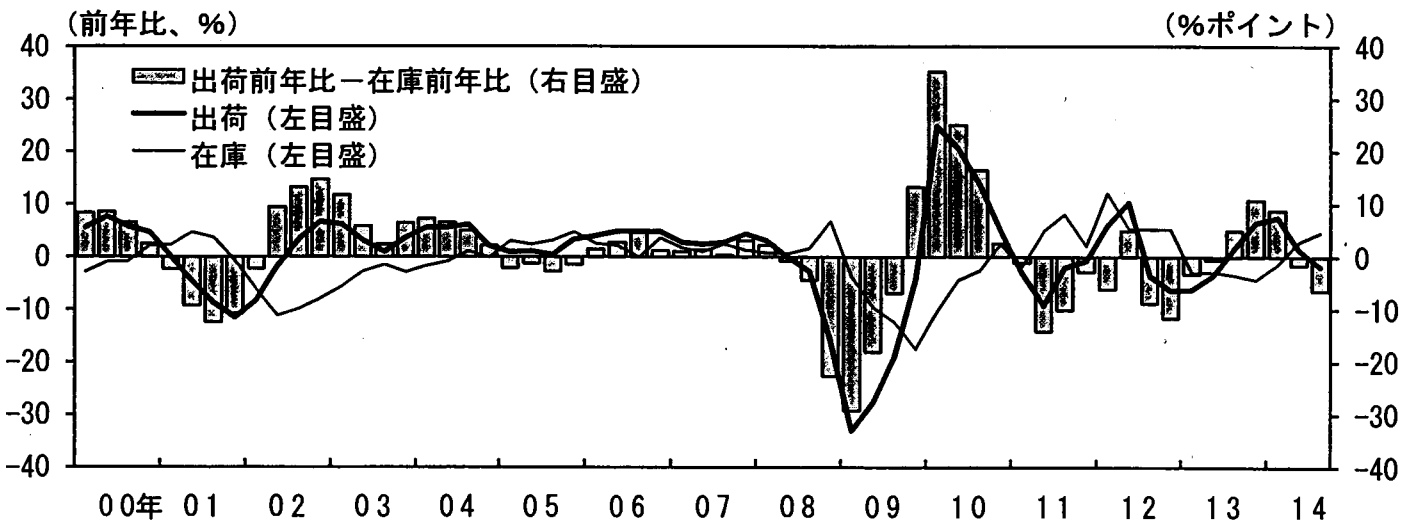
(資料) 日本自動車販売協会連合会「自動車国内販売」、内閣府「消費動向調査」、経済産業省「商業販売統計」、国土交通省「建築着工統計」等

鋳工業生産

(1) 鋳工業生産

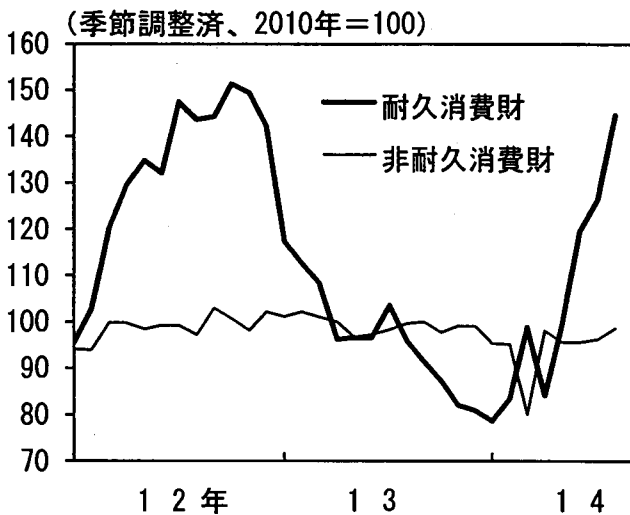


(2) 出荷・在庫バランス (鋳工業)

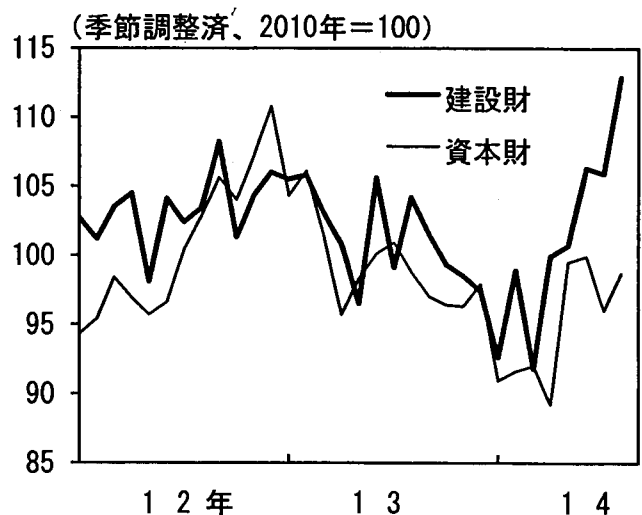


(3) 在庫率

①消費財



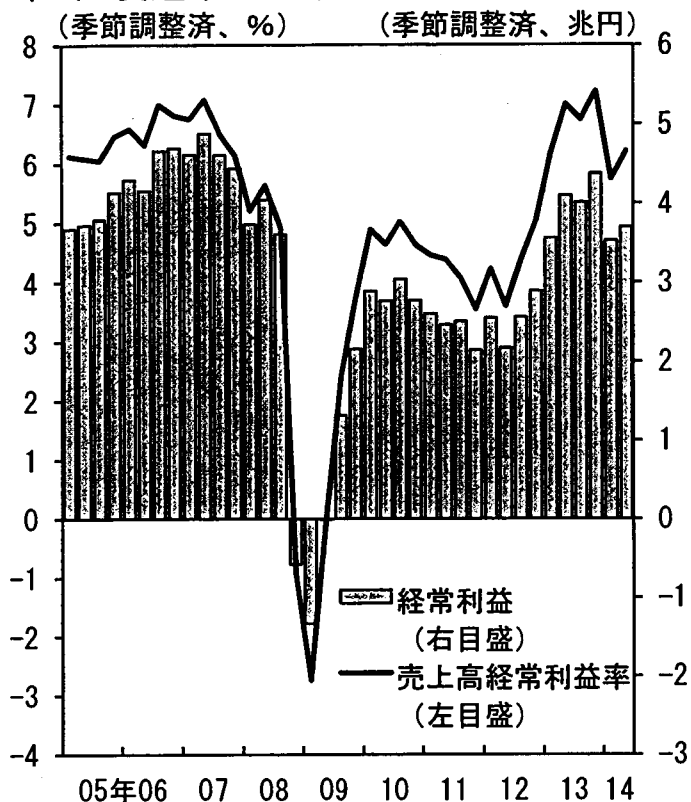
②資本財・建設財



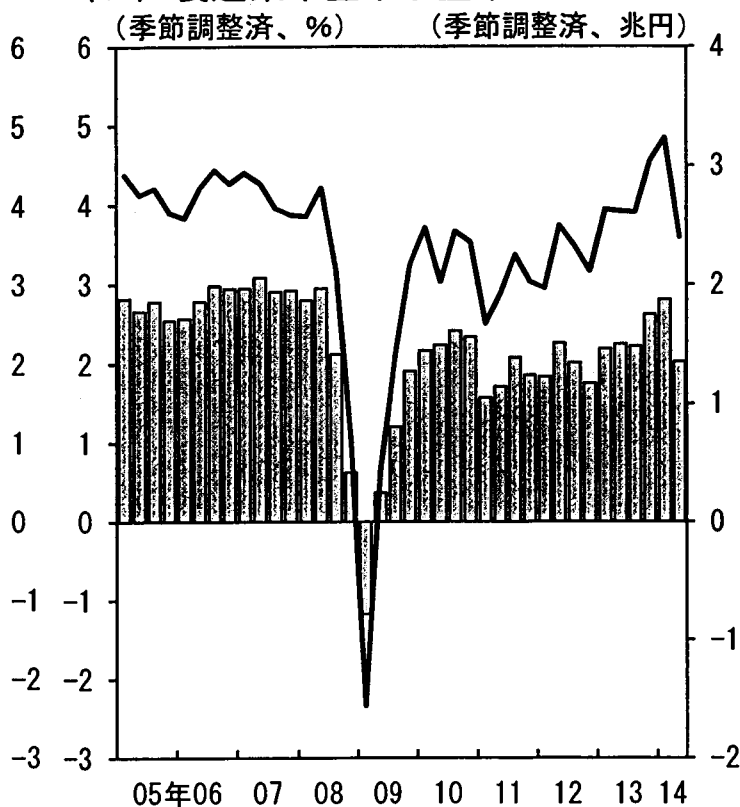
(資料) 経済産業省「鋳工業指数統計」

企業収益

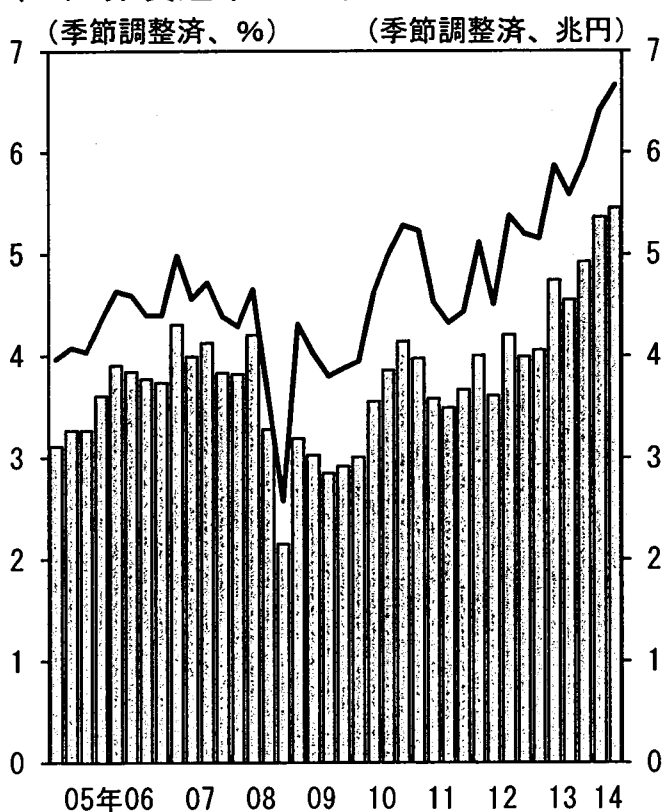
(1) 製造業大企業



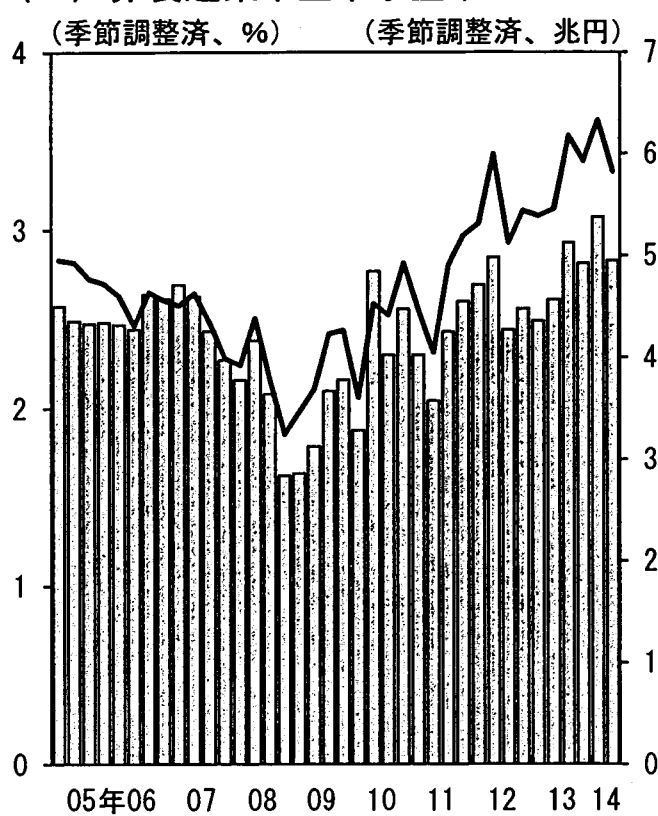
(2) 製造業中堅中小企業



(3) 非製造業大企業



(4) 非製造業中堅中小企業



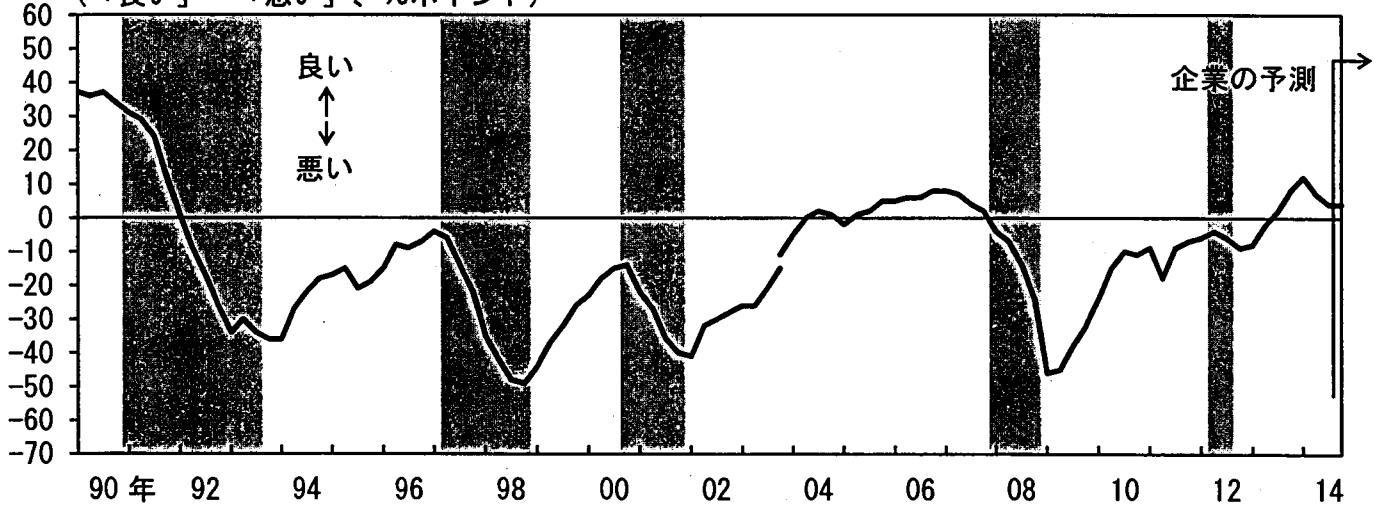
(注) 1. 金融業、保険業を除く。
2. X-12-ARIMAによる季節調整値。

(資料) 財務省「法人企業統計季報」

業況判断

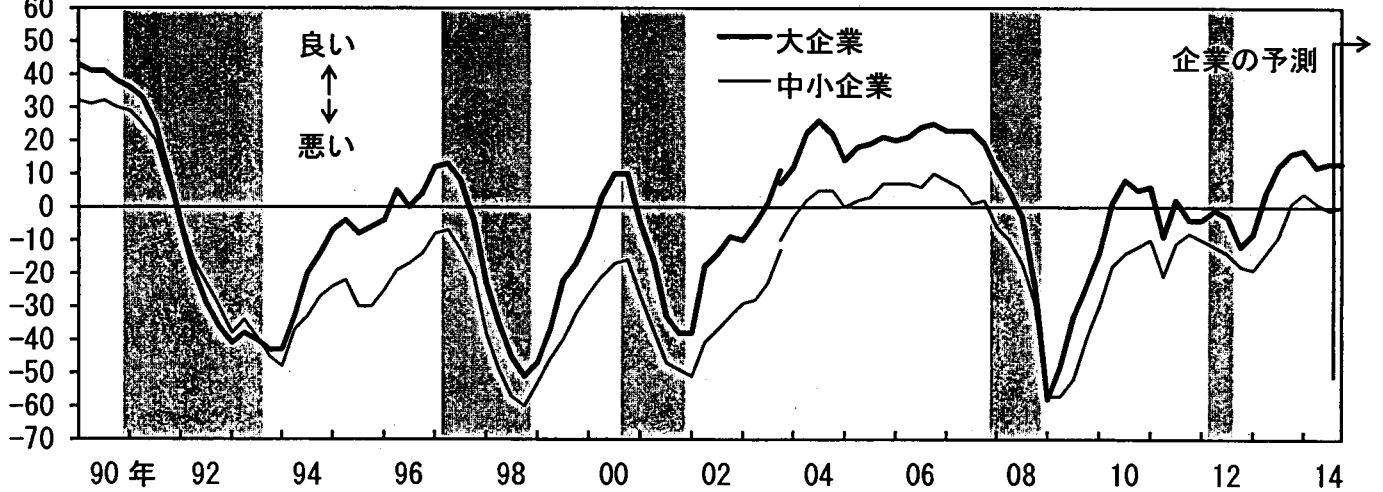
(1) 全産業全規模

(「良い」－「悪い」、%ポイント)



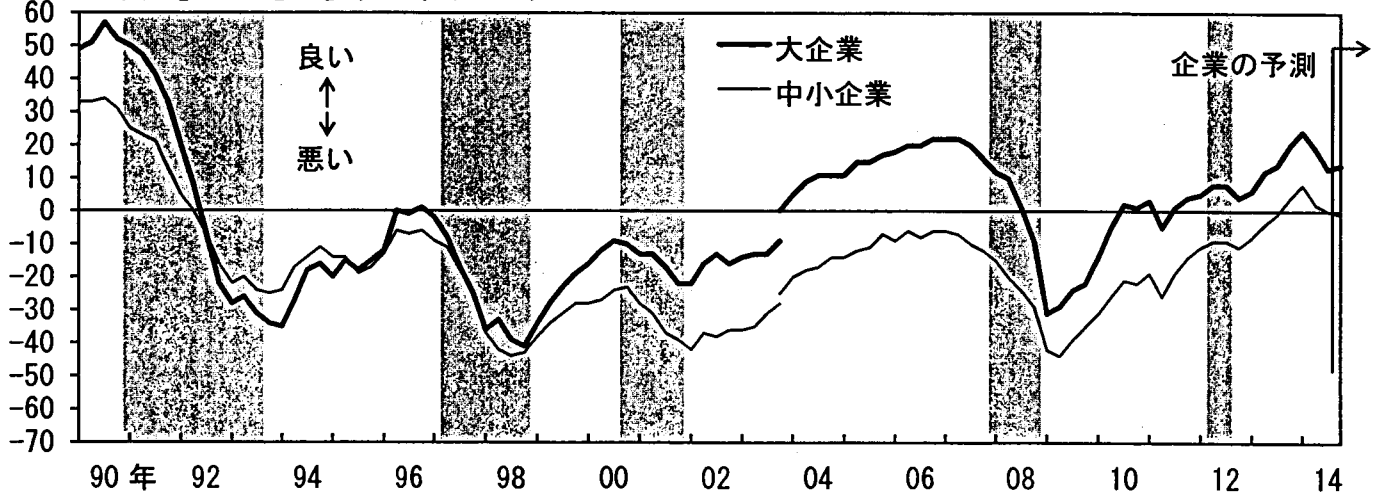
(2) 製造業

(「良い」－「悪い」、%ポイント)



(3) 非製造業

(「良い」－「悪い」、%ポイント)

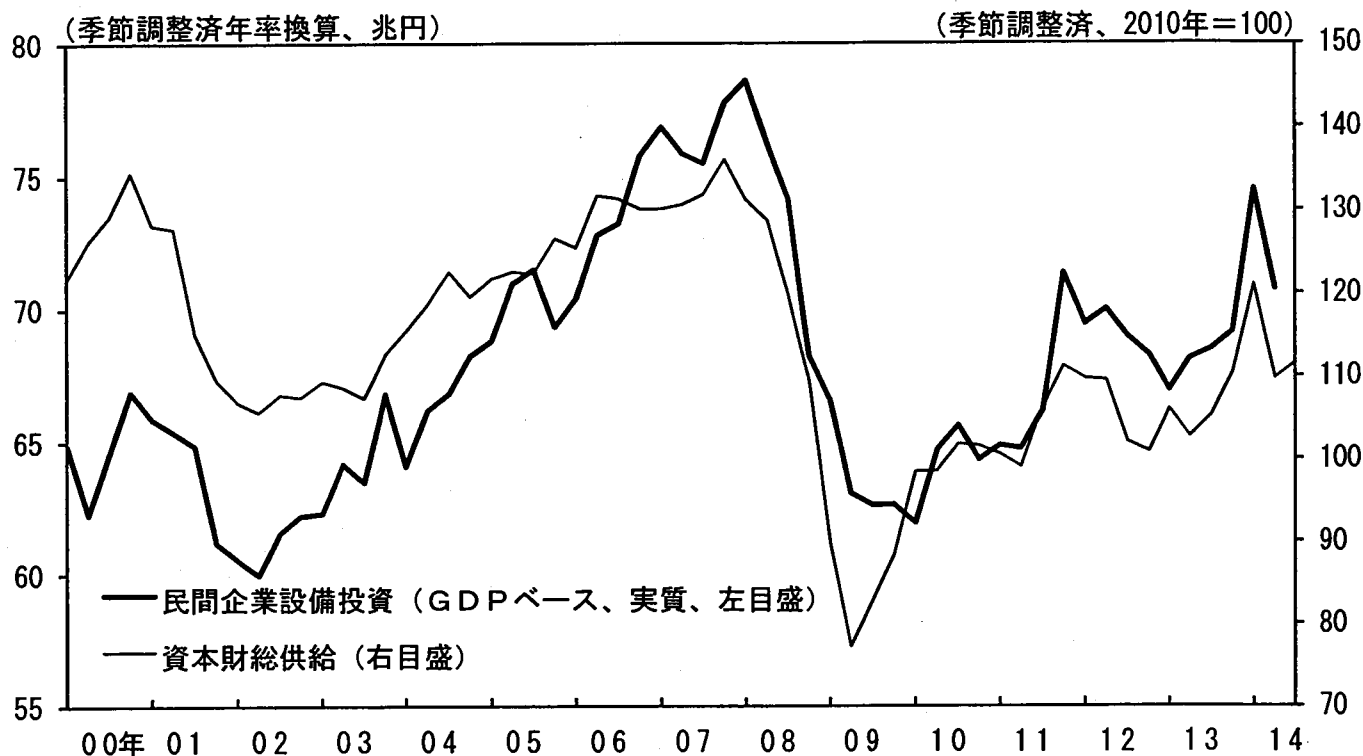


- (注) 1. 2004/3月調査より見直しを実施。旧ベースは2003/12月調査まで、新ベースは2003/12月調査から。2014/4Qは、2014/9月調査時点の企業の予測値。
2. シャドウ一部分は景気後退局面。

(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

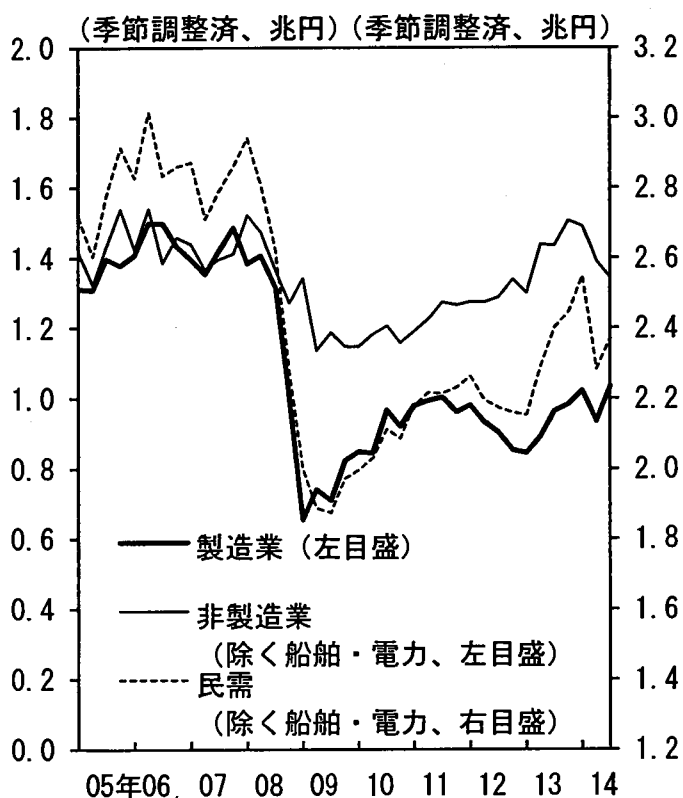
設備投資

(1) 民間企業設備投資と資本財総供給

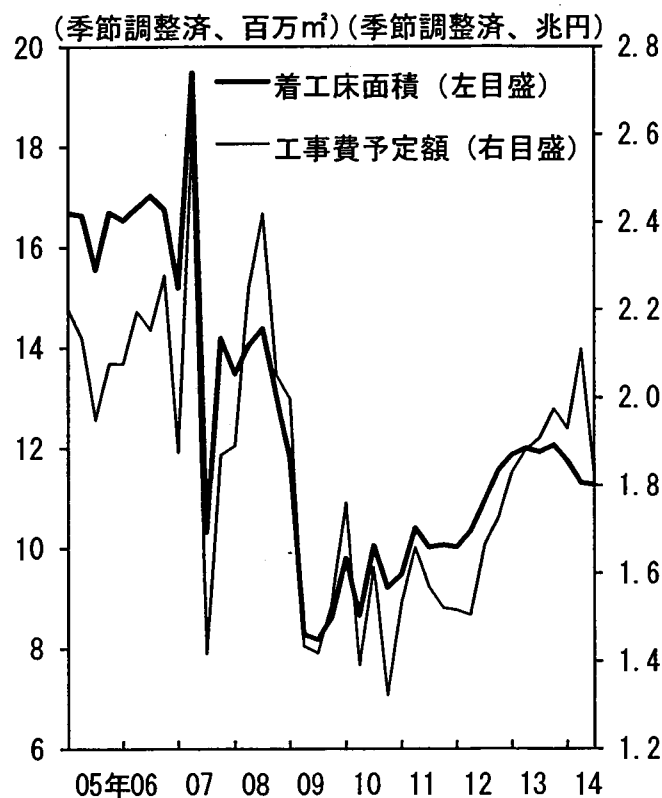


(注) 2014/3Qは、7~8月の値。

(2) 機械受注



(3) 建築着工 (民間非居住用)



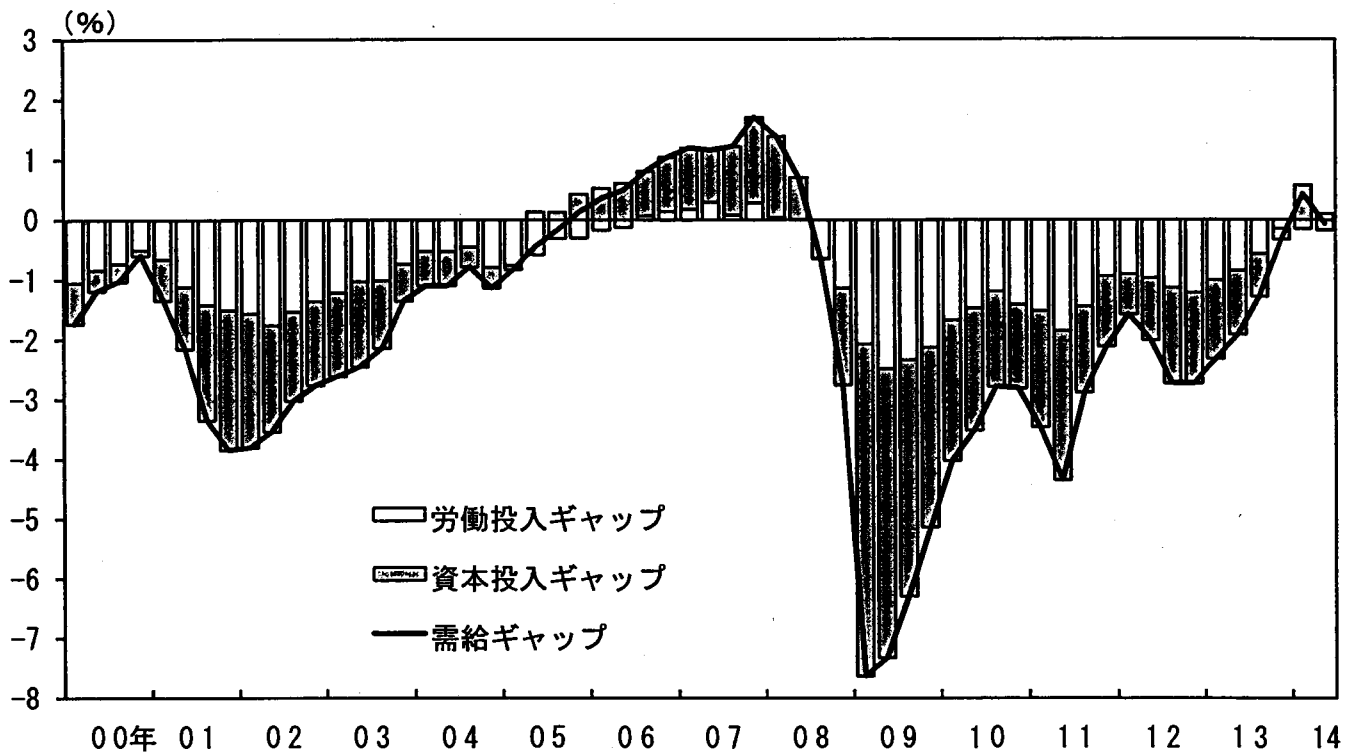
(注) 1. 2014/3Qは、7~8月の四半期換算値。

2. (3) はX-12-ARIMAによる季節調整値。

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

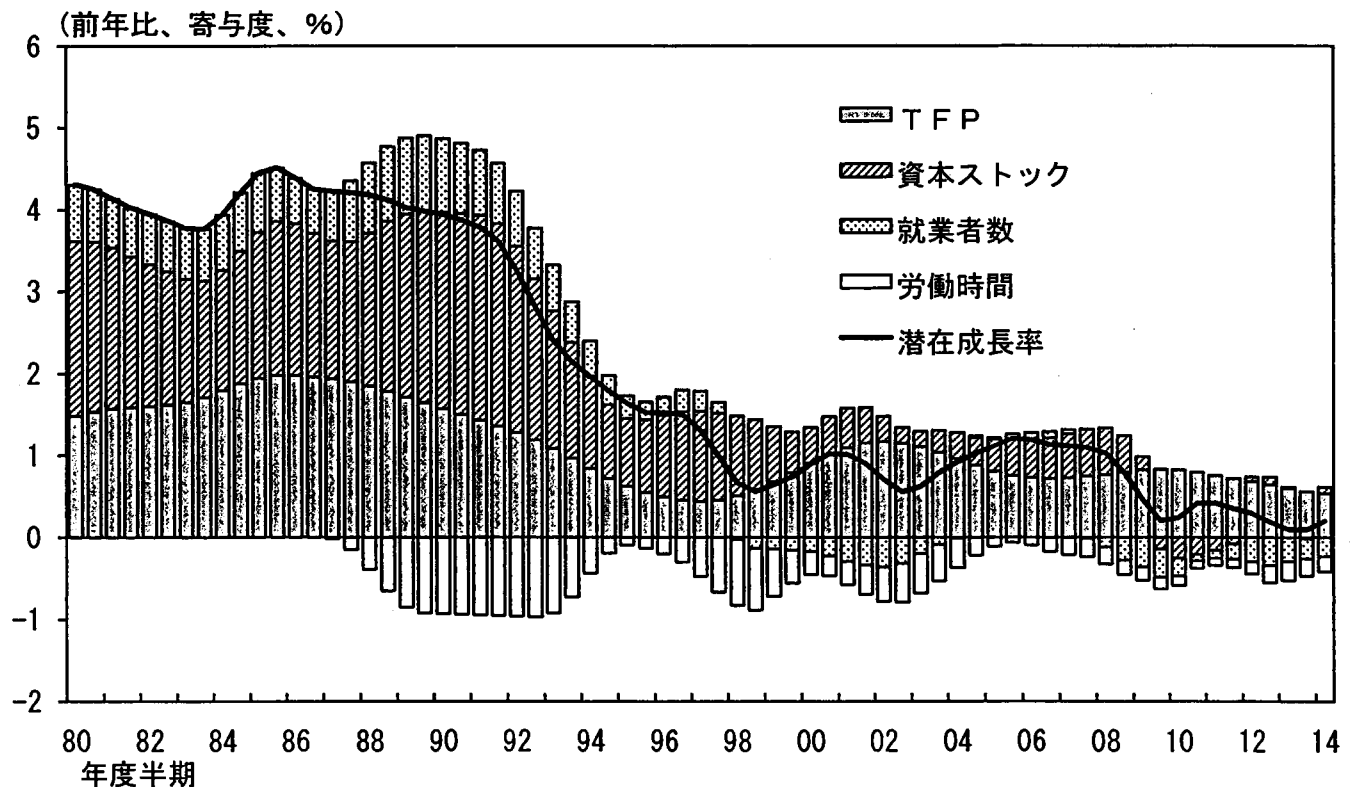
需給ギャップと潜在成長率

(1) 需給ギャップ



(注) 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) 潜在成長率

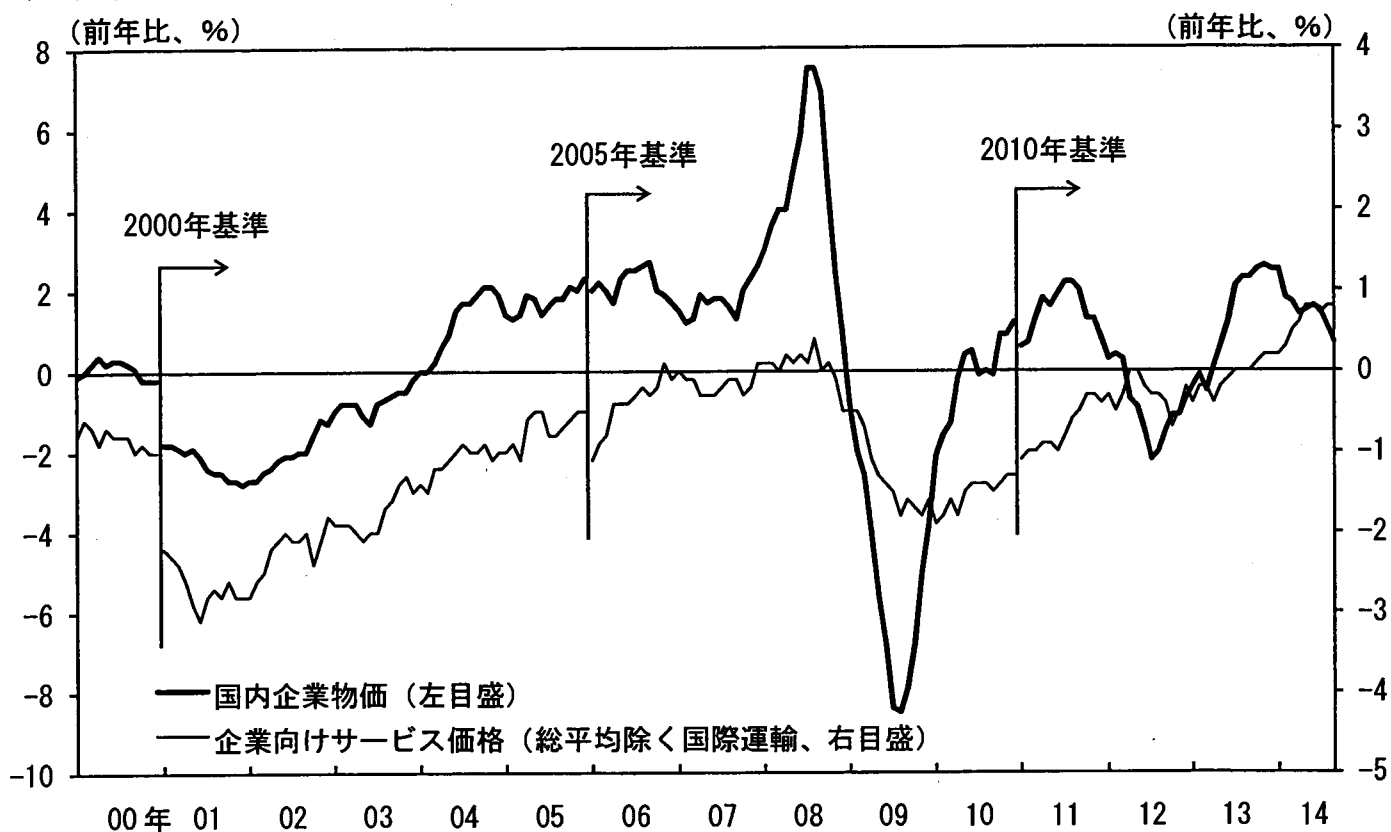


(注) 2014年度上半期は、2014/2Qの値。

(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

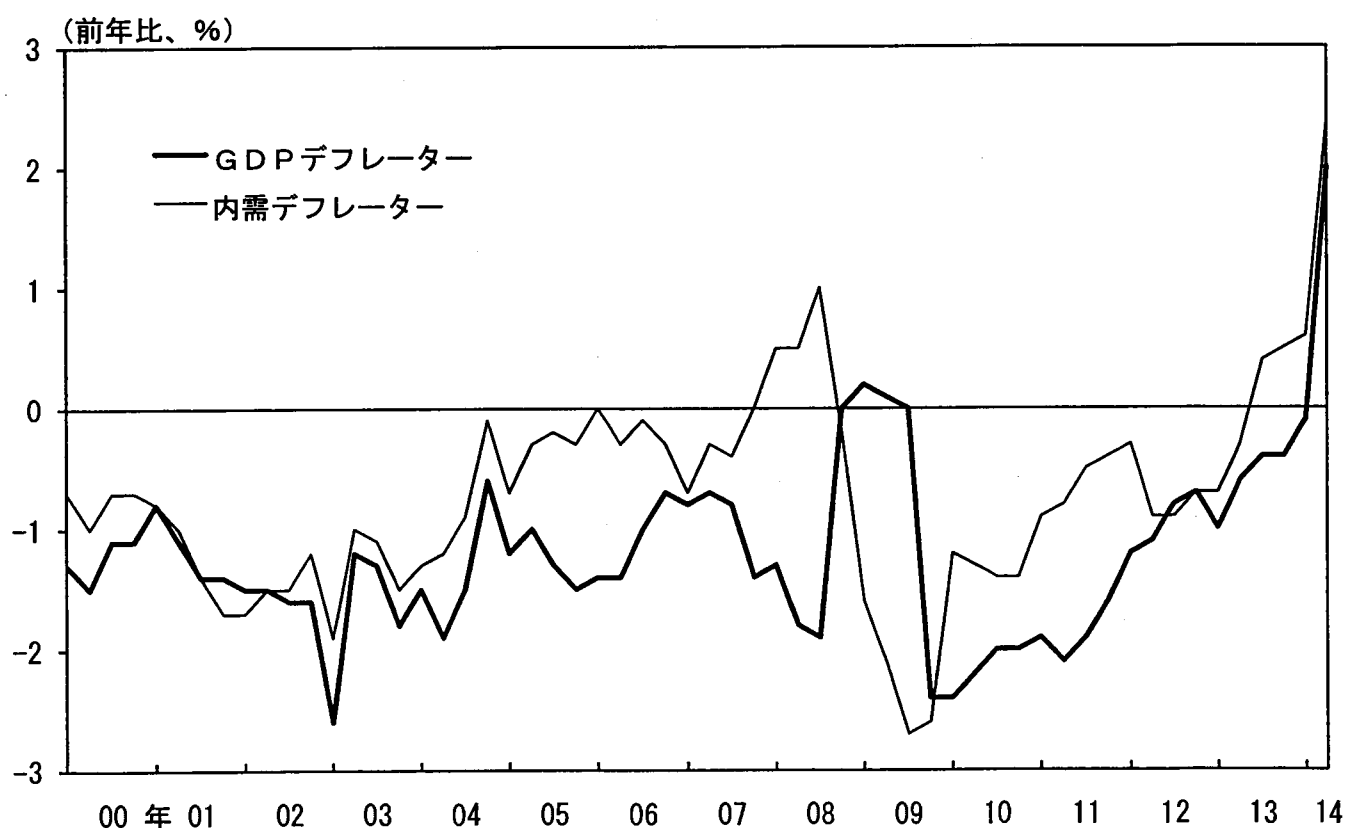
物価

(1) 国内企業物価と企業向けサービス価格



(注) 2014/4月以降は、消費税を除く計数を用いて消費税引き上げの直接的な影響を調整。

(2) GDPデフレーター



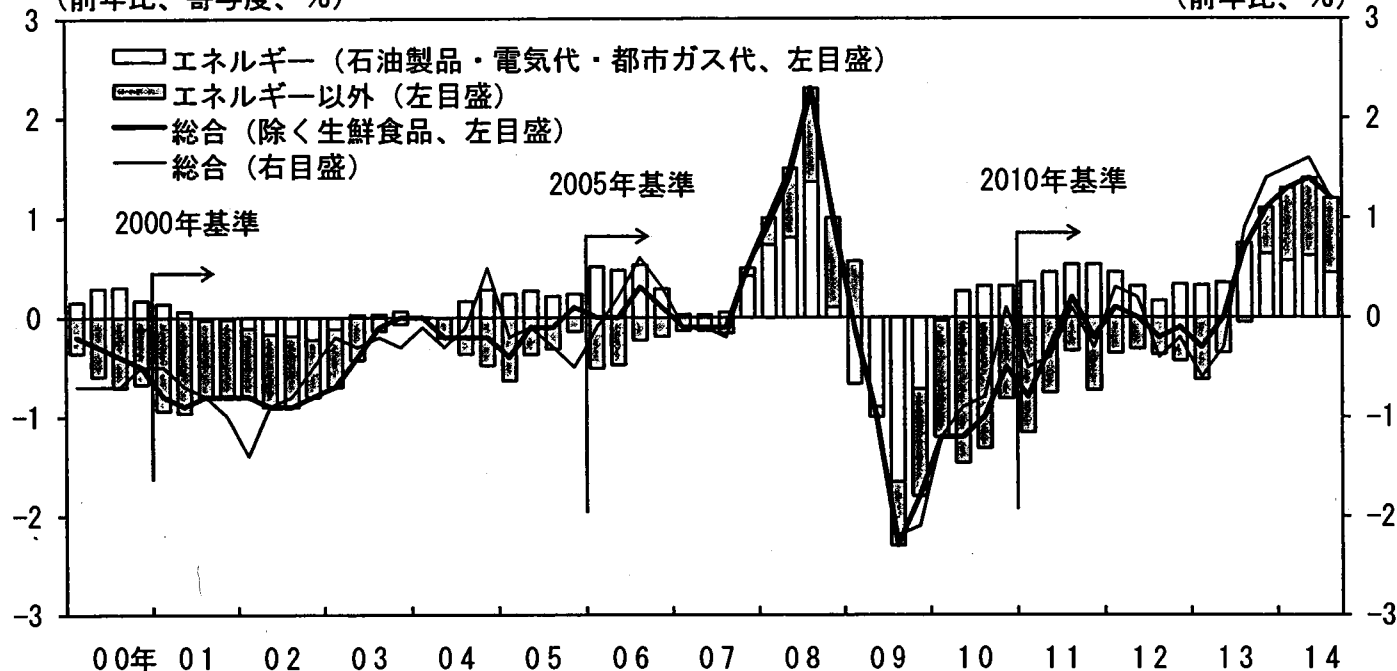
(資料) 日本銀行「企業物価指数」「企業向けサービス価格指数」、内閣府「国民経済計算」等

消費者物価 (1)

(1) 消費者物価

(前年比、寄与度、%)

(前年比、%)

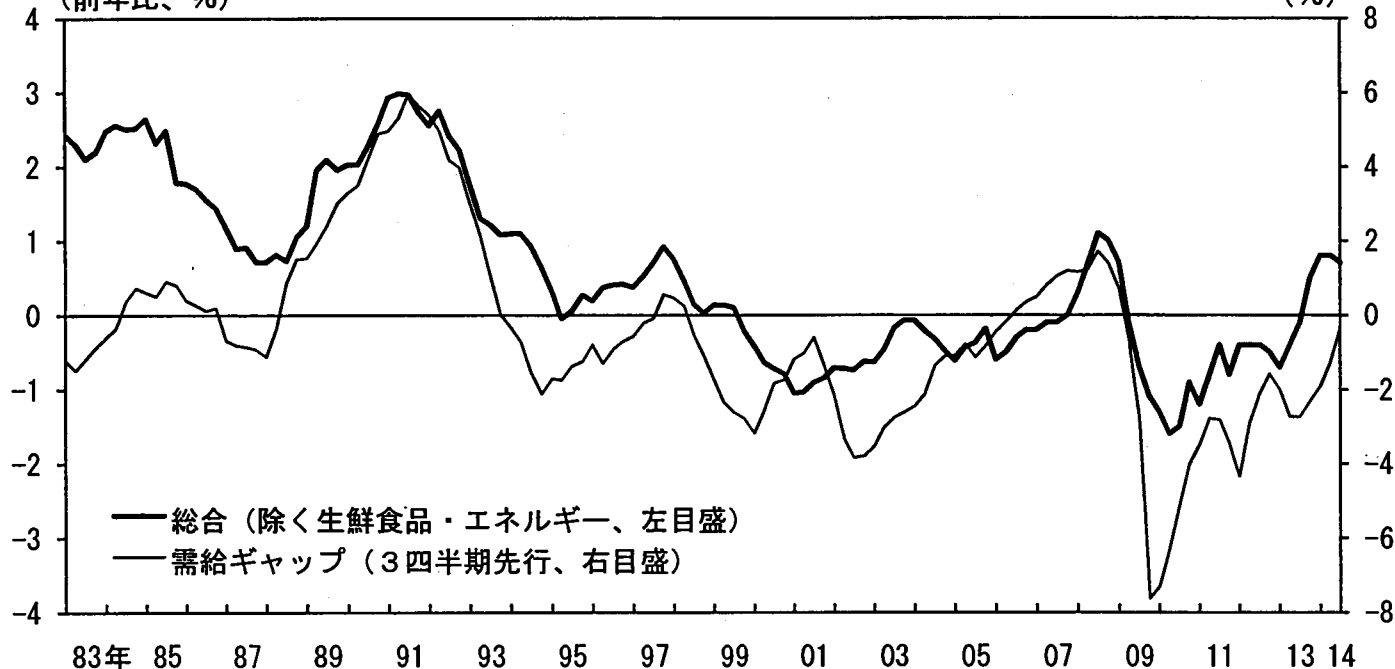


- (注) 1. エネルギー (石油製品・電気代・都市ガス代) およびエネルギー以外の寄与度は、指数から作成。ただし、2005/4Q以前は前年比を加重して作成 ((2) の総合<除く生鮮食品・エネルギー>の前年比も同じ)。
2. 2014/2Q以降は、消費税率引き上げの直接的な影響を調整した試算値。

(2) 需給ギャップとの関係

(前年比、%)

(%)

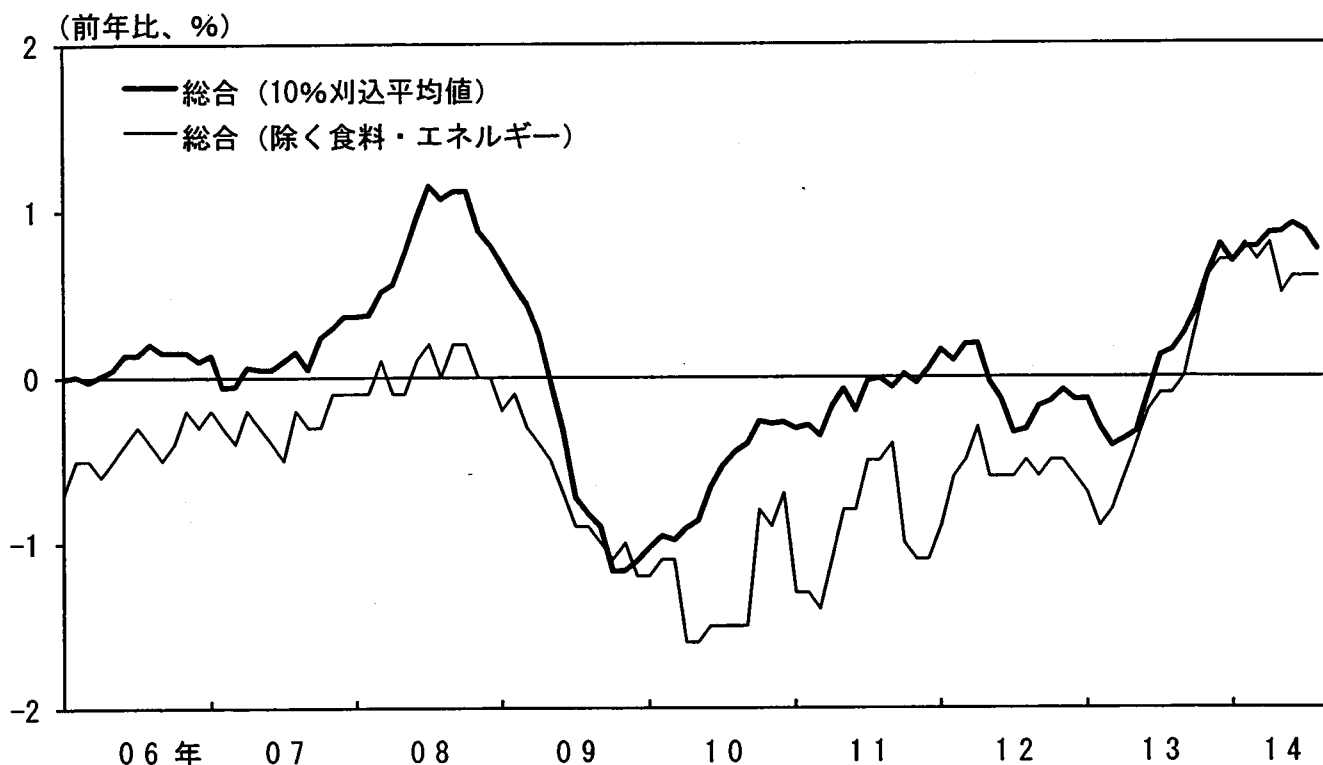


- (注) 1. 総合 (除く生鮮食品・エネルギー) の前年比は、消費税調整済み (試算値)。
2. 需給ギャップは日本銀行調査統計局の試算値。具体的な計測方法については、日銀レビュー「GDPギャップと潜在成長率の新推計」(2006年5月)を参照。
3. 需給ギャップのラグは総合 (除く生鮮食品・エネルギー) との時差相関が最も高くなる時点を選択。

(資料) 総務省「消費者物価指数」、内閣府「国民経済計算」等

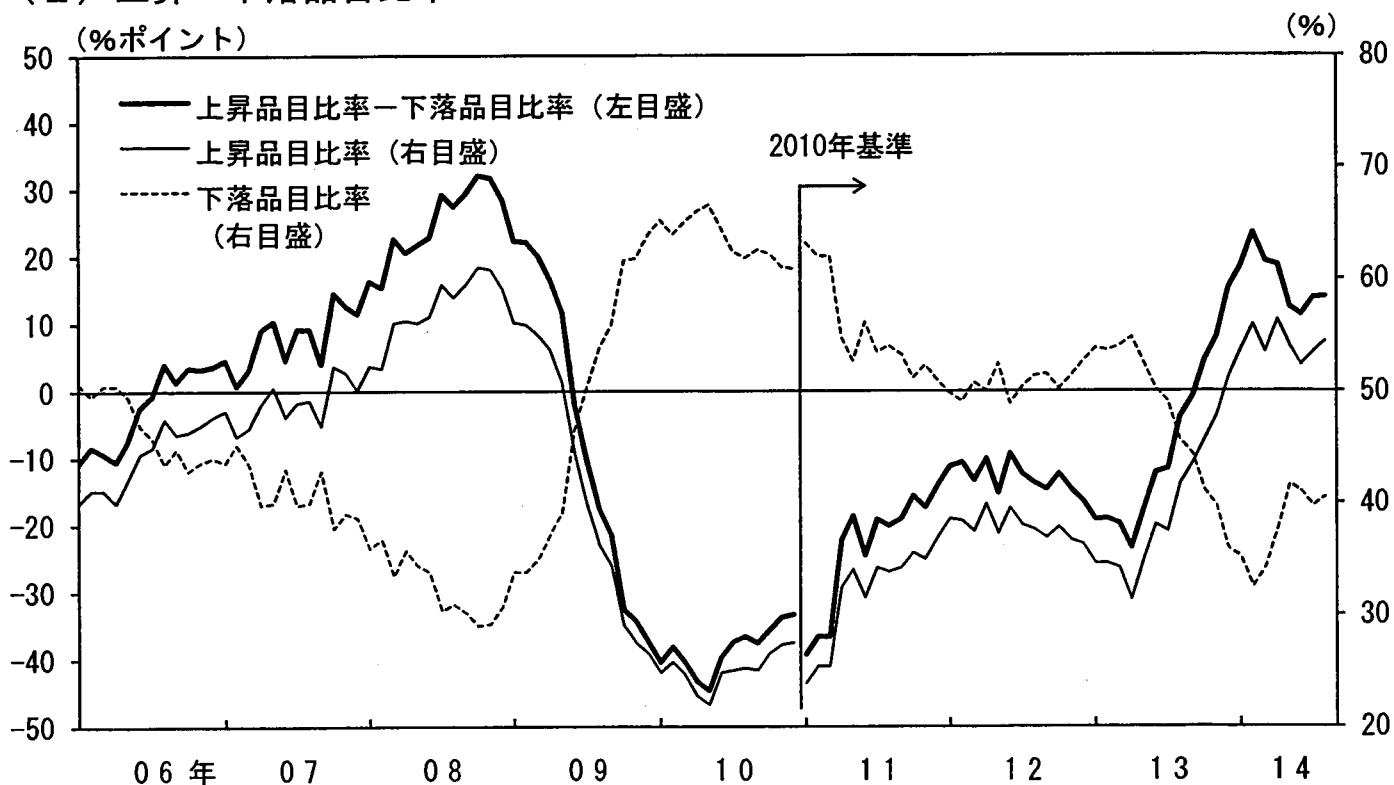
消費者物価(2)

(1) 各種コア指標



- (注) 1. 10%刈込平均値は、個別品目の前年同月比を値の小さな順に並び替え、値の大きい品目と小さい品目をウェイトベースでそれぞれ10%控除して、残った品目の前年同月比を加重平均して算出。
2. 2014/4月以降は、消費税率引き上げの直接的な影響を調整した試算値(下の図表も同じ)。

(2) 上昇・下落品目比率

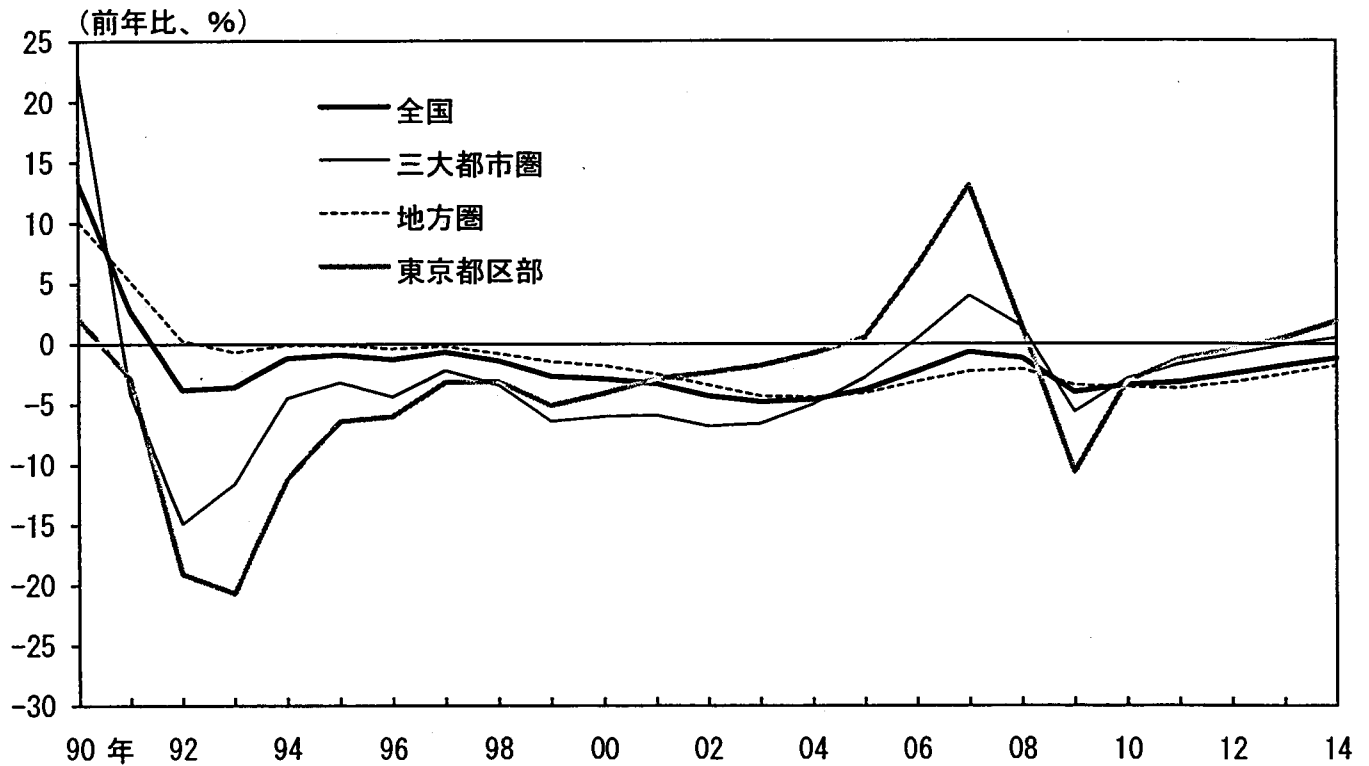


(注) 前年比上昇・下落品目の割合。総合除く生鮮食品。

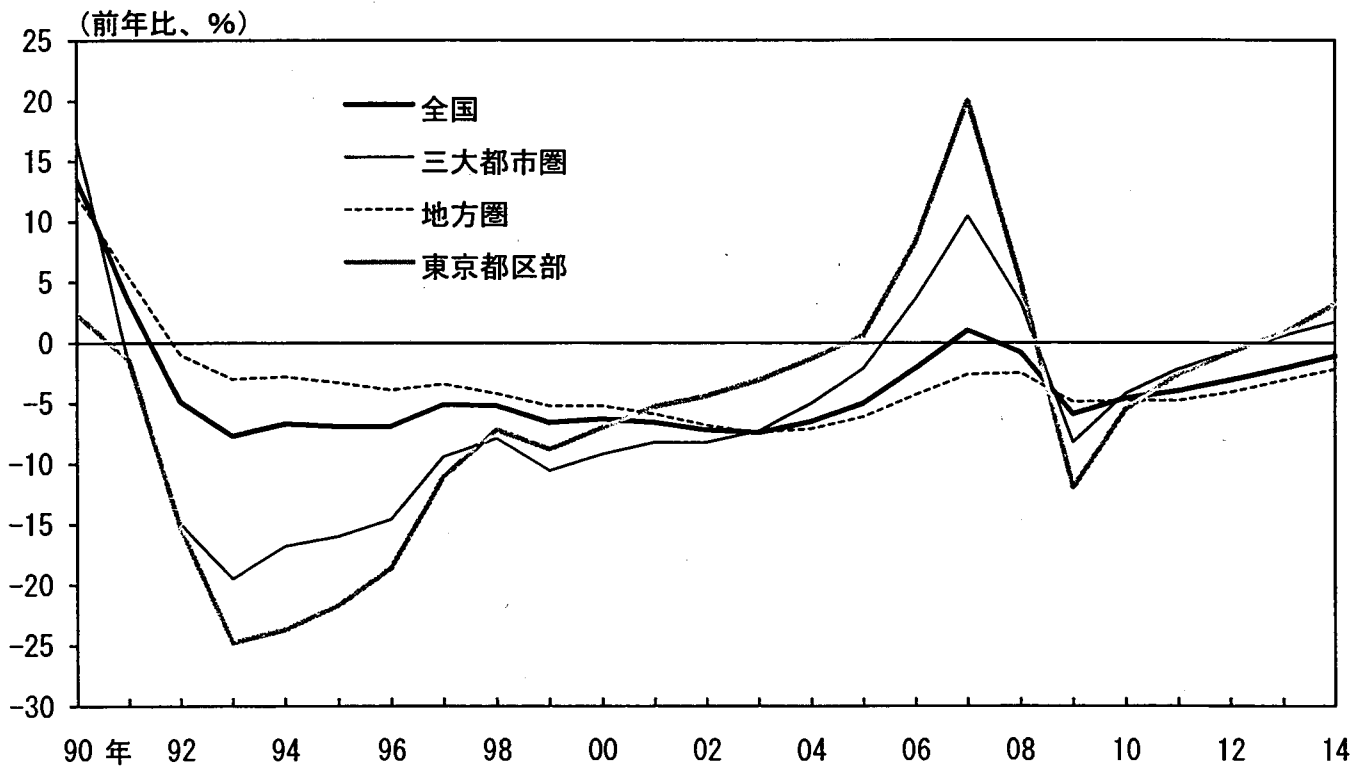
(資料) 総務省「消費者物価指数」

地価

(1) 住宅地



(2) 商業地



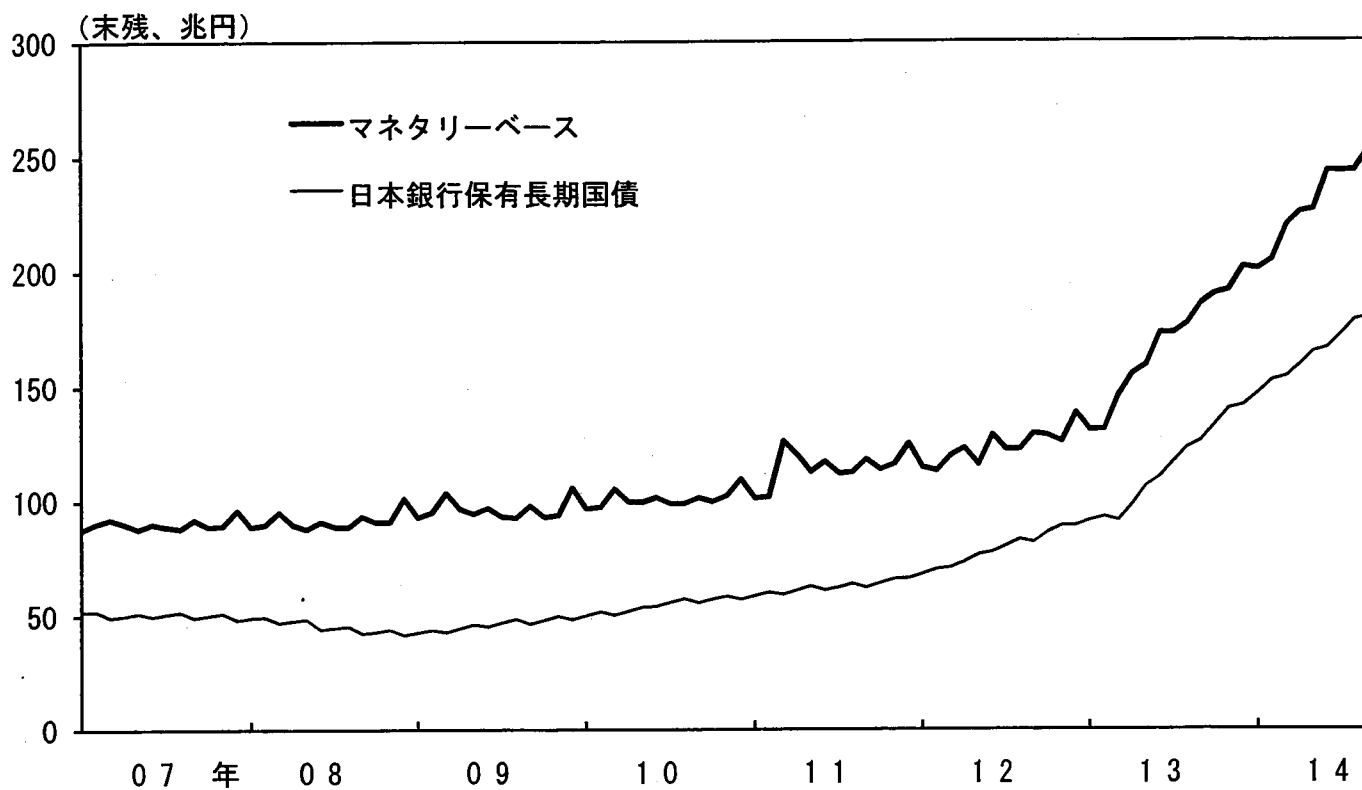
(注) 1. 7月1日時点の地価を調査。

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

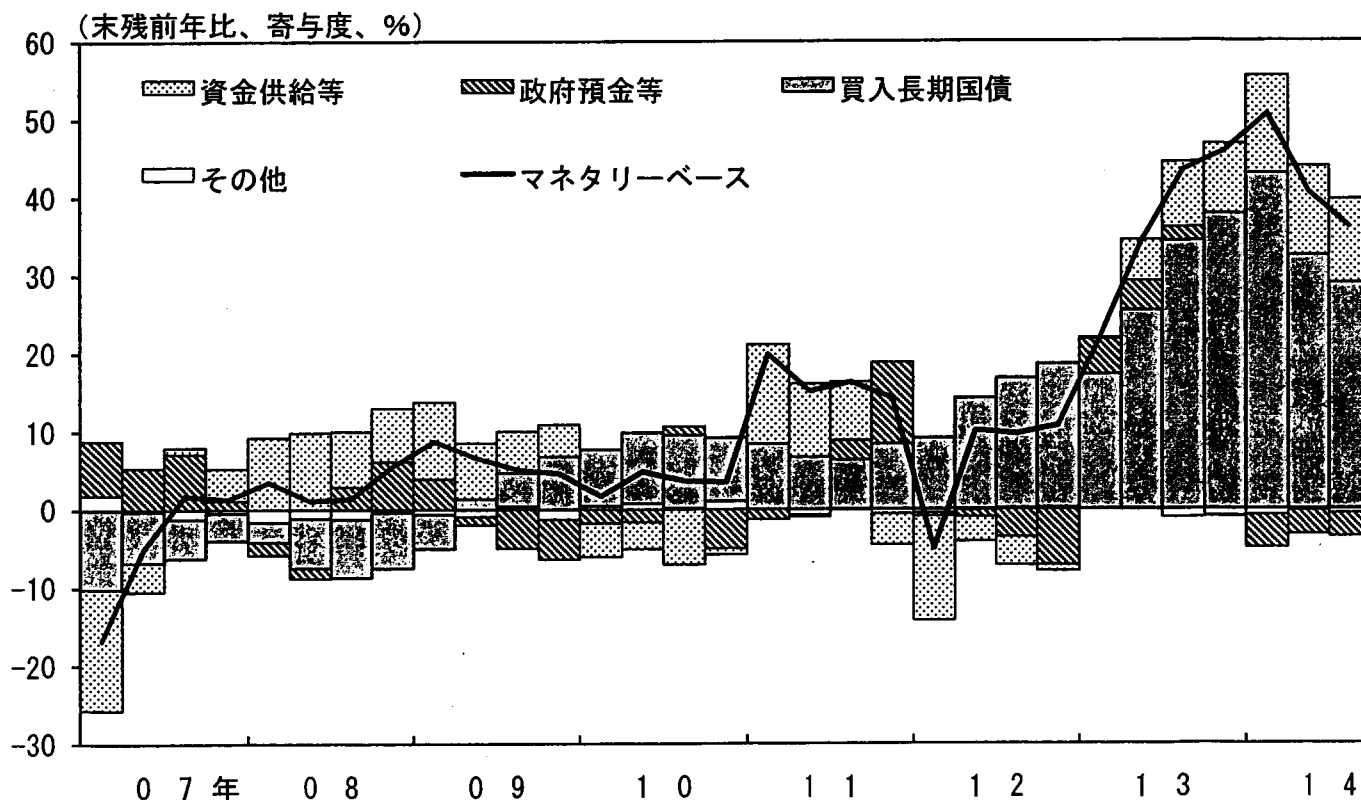
(資料) 国土交通省「都道府県地価調査」

マネタリーベースと長期国債買入れ

(1) マネタリーベースと日本銀行保有長期国債



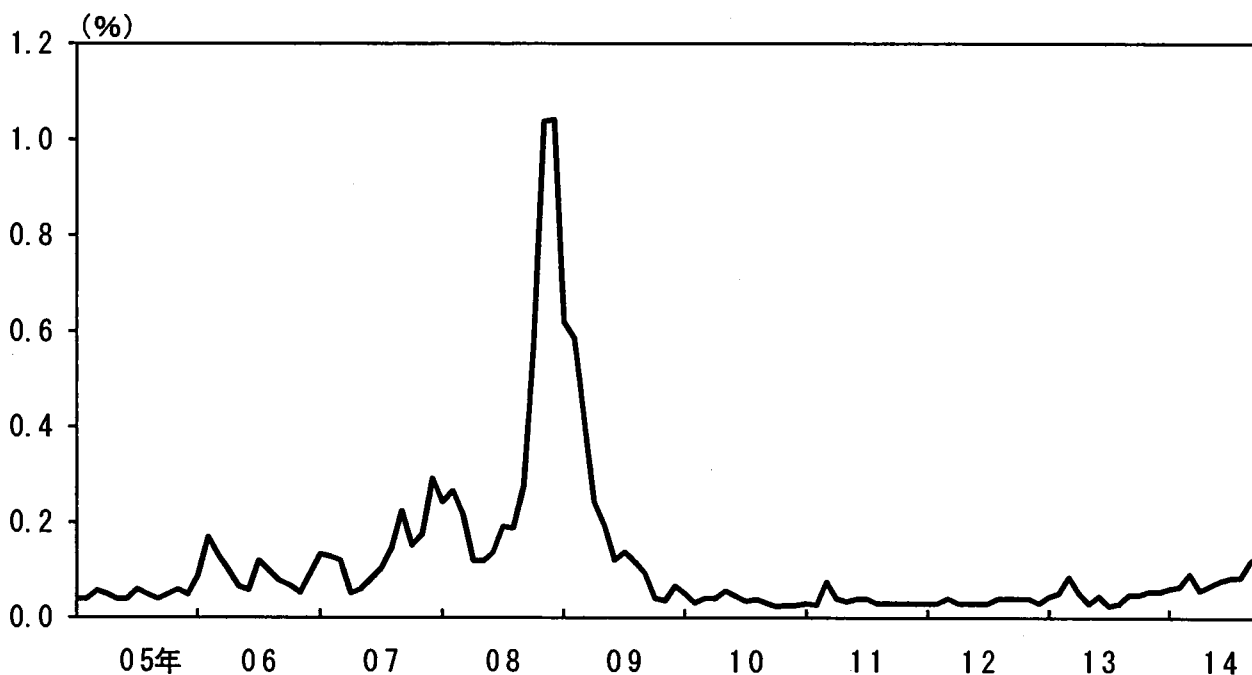
(2) マネタリーベースの前年比



(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長期国債売現先、引受国庫短期証券等を含む。
(資料) 日本銀行「マネタリーベースと日本銀行の取引」「営業毎旬報告」

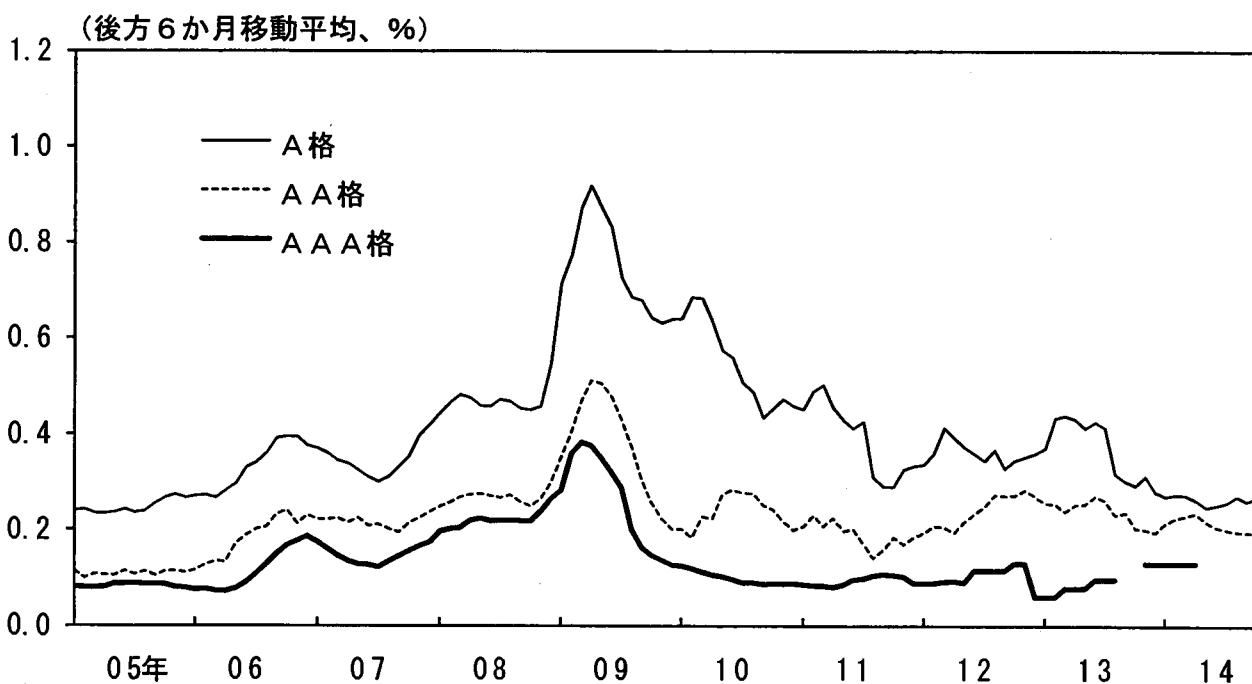
CP・社債スプレッド

(1) CPの発行スプレッド



(注) CPの発行スプレッド=CP発行レート(3か月物)-国庫短期証券流通利回り(3か月物)
 CP発行レートは、2009/9月以前はa-1格以上、2009/10月以降はa-1格。

(2) 社債の発行スプレッド

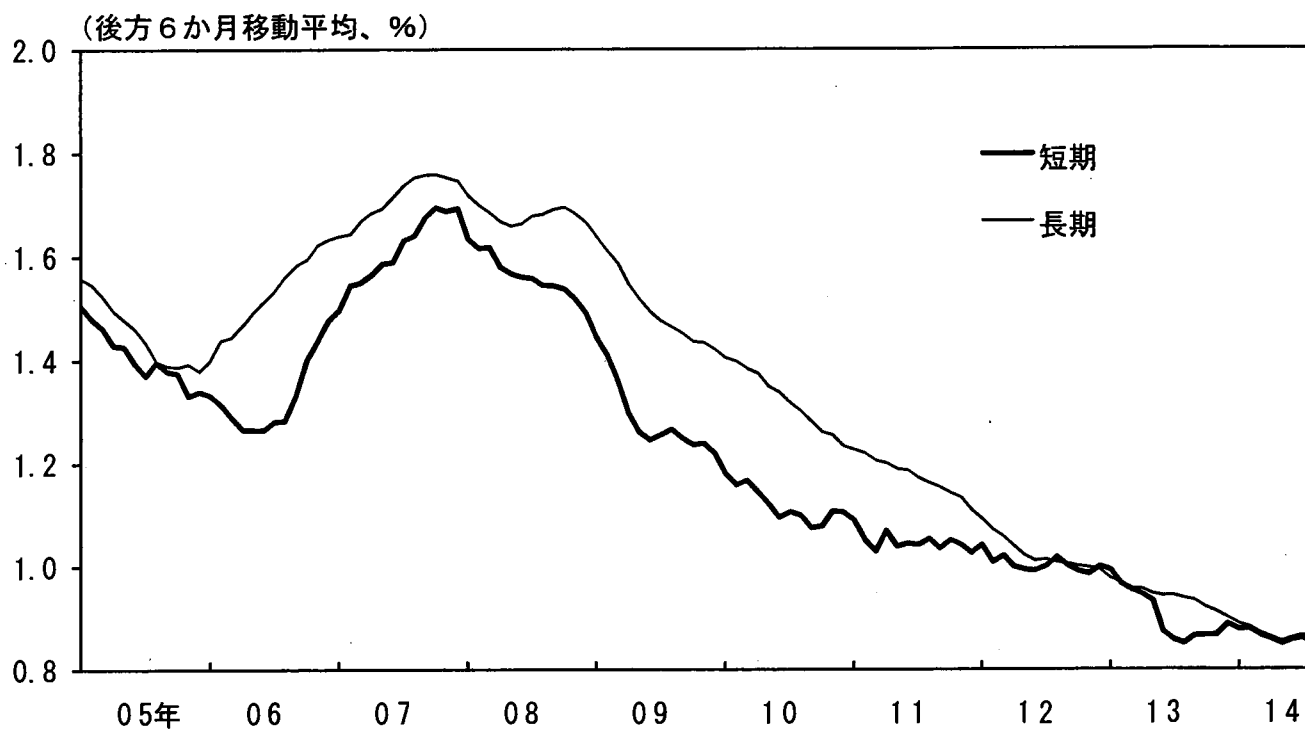


- (注) 1. 社債の発行スプレッド=社債発行金利-同年限の国債流通利回り
 全年限の単純平均値、起債日ベース。対象は国内公募社債で、銀行や証券会社などの発行分は除く。
 2. 格付けは、ムーディーズ、S&P、R&I、JCRの最高格付で分類。
 3. 表示がない期間は、過去6か月以上発行が無い。

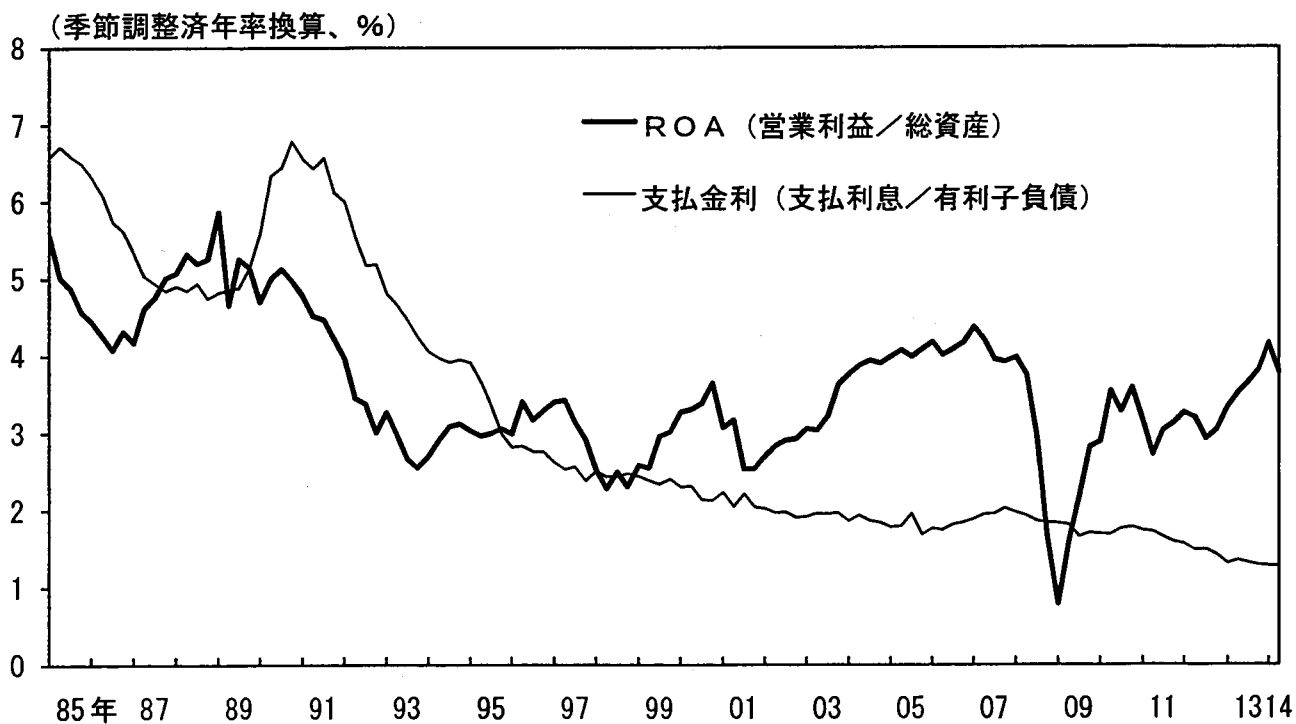
(資料) 日本銀行「国内商業ペーパー発行平均金利」、証券保管振替機構、
 キャピタル・アイ、アイ・エヌ情報センター、Bloomberg

貸出金利

(1) 新規貸出約定平均金利



(2) 企業のROAと支払金利



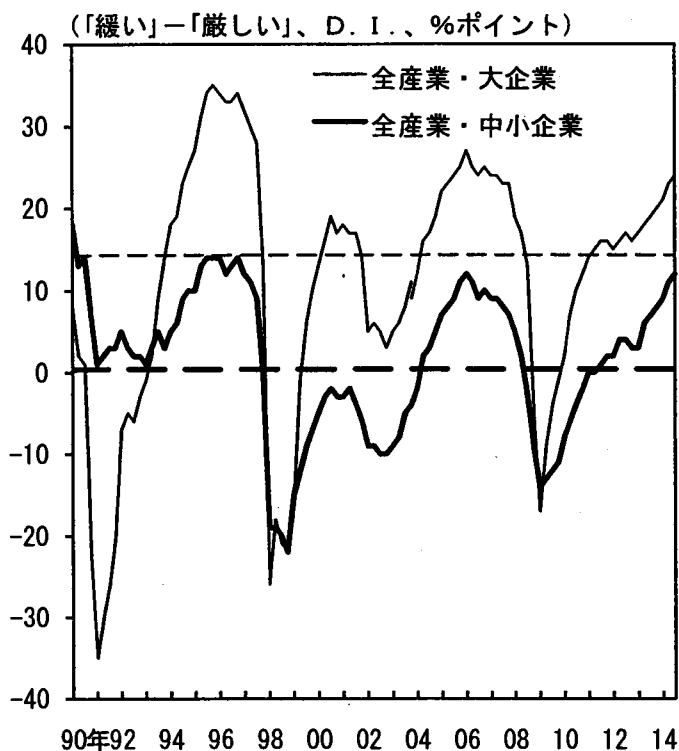
(注) 1. 法人季報ベース。全産業全規模合計。金融業、保険業を除く。
2. 有利子負債は、長短期借入金、社債、受取手形割引残高の合計。

(資料) 日本銀行「貸出約定平均金利」、財務省「法人企業統計季報」

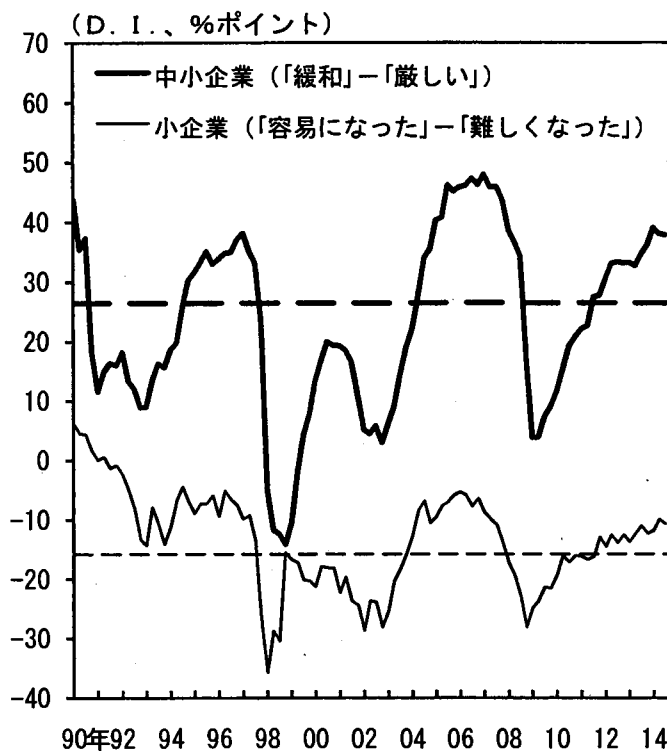
企業金融

(1) 企業からみた金融機関の貸出態度

<短観>



<日本公庫>

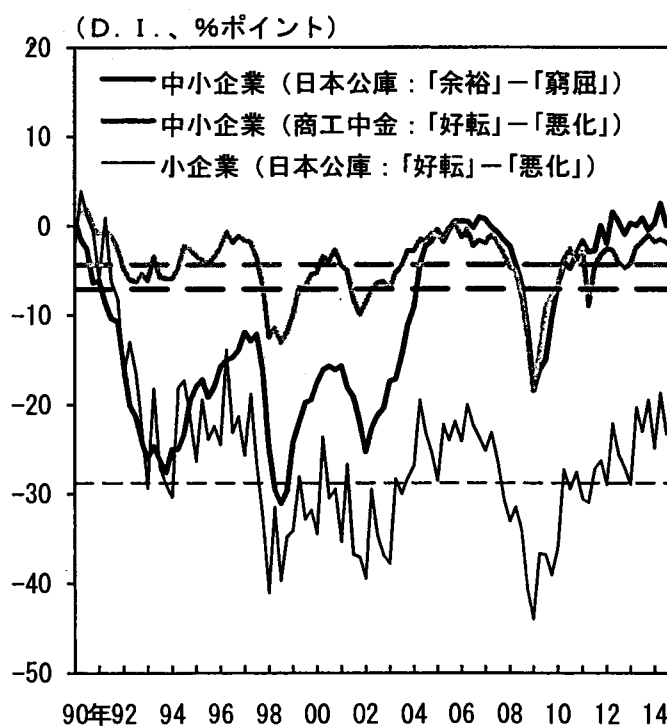


(2) 企業の資金繰り

<短観>



<日本公庫・商工中金>

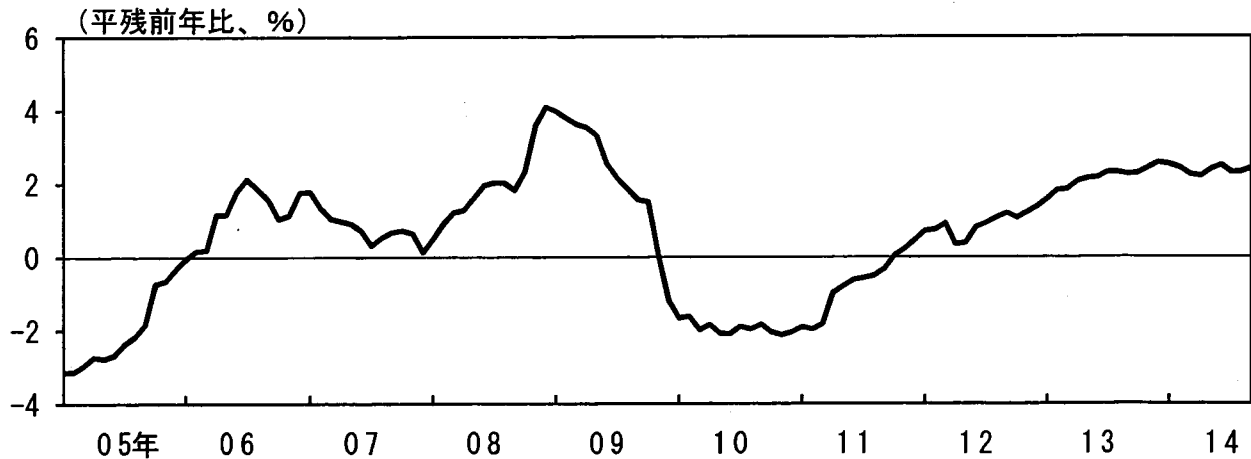


(注) 1. 短観は2004/3月調査より見直しを実施。旧ベースは2003/12月調査まで、新ベースは2003/12月調査から。破線は2000年以降の平均値。
2. 2014/4Qは10月の値。

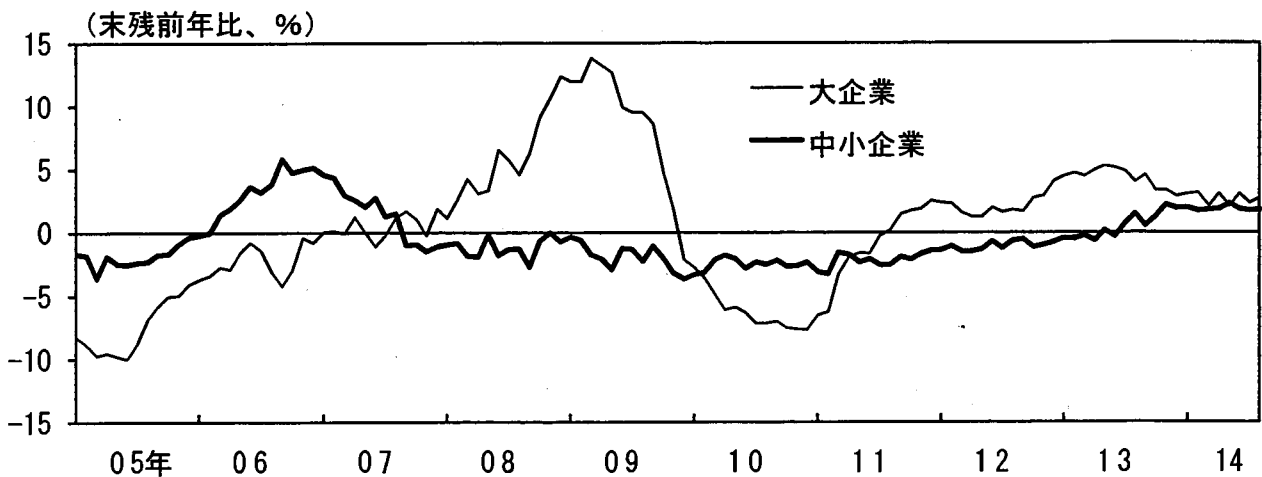
(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、商工中金「中小企業月次景況観測」、日本政策金融公庫「中小企業景況調査」「全国中小企業動向調査結果(小企業編)」

貸出残高とCP・社債発行残高

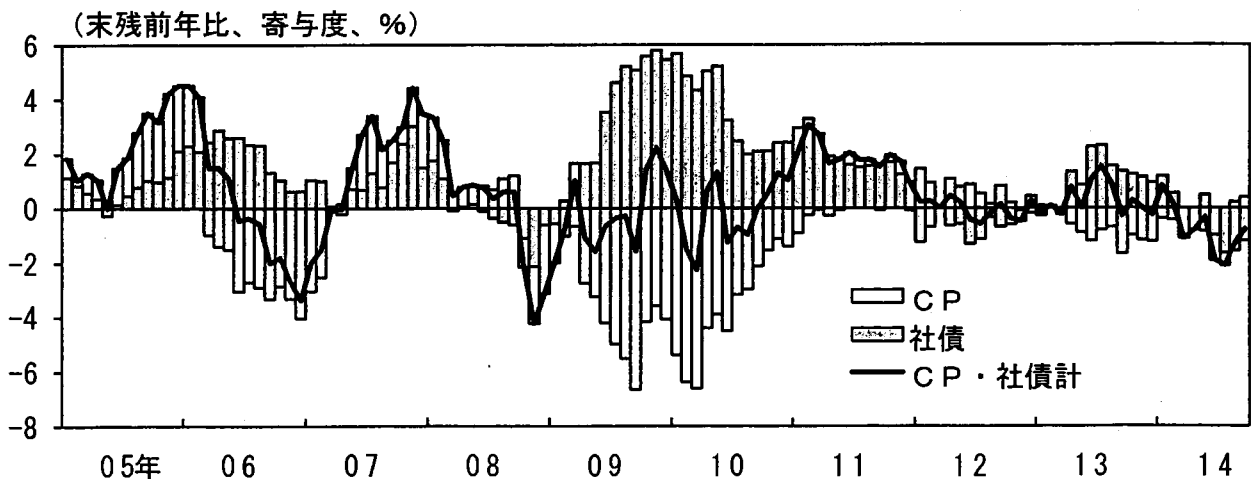
(1) 民間銀行貸出残高 (銀行計)



(2) 企業規模別の銀行貸出残高 (国内銀行)



(3) CP・社債発行残高

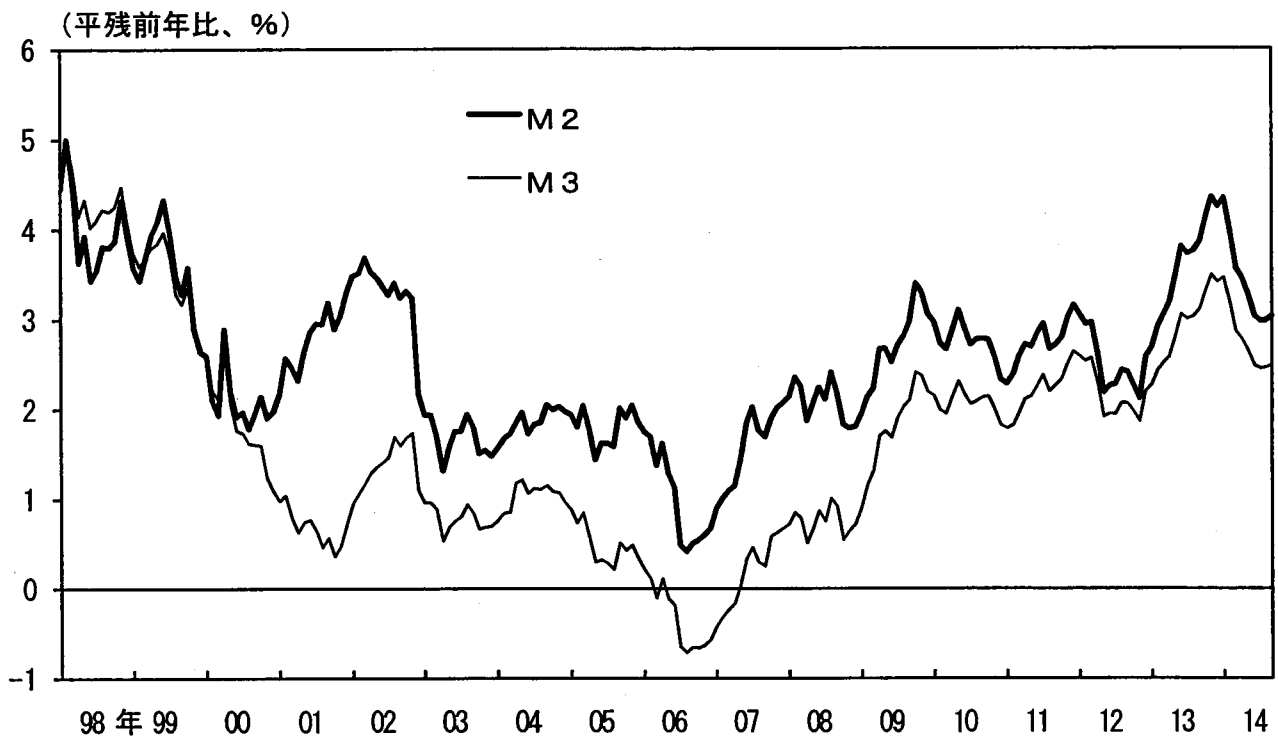


- (注) 1. CPは短期社債(電子CP)の残高。銀行、証券会社および外国会社等による発行分を含まず、ABC CPを含む。なお、2008/3月以前は、日本銀行と当座勘定取引のある銀行・証券会社の引受によるものの残高。
2. 社債は国内、海外で発行された普通社債の合計値。銀行発行分を含む。国内発行分は、振替債の残高。ただし、2008/4月以前については、振替債以外も含む残高合計値を段差修正して接続。

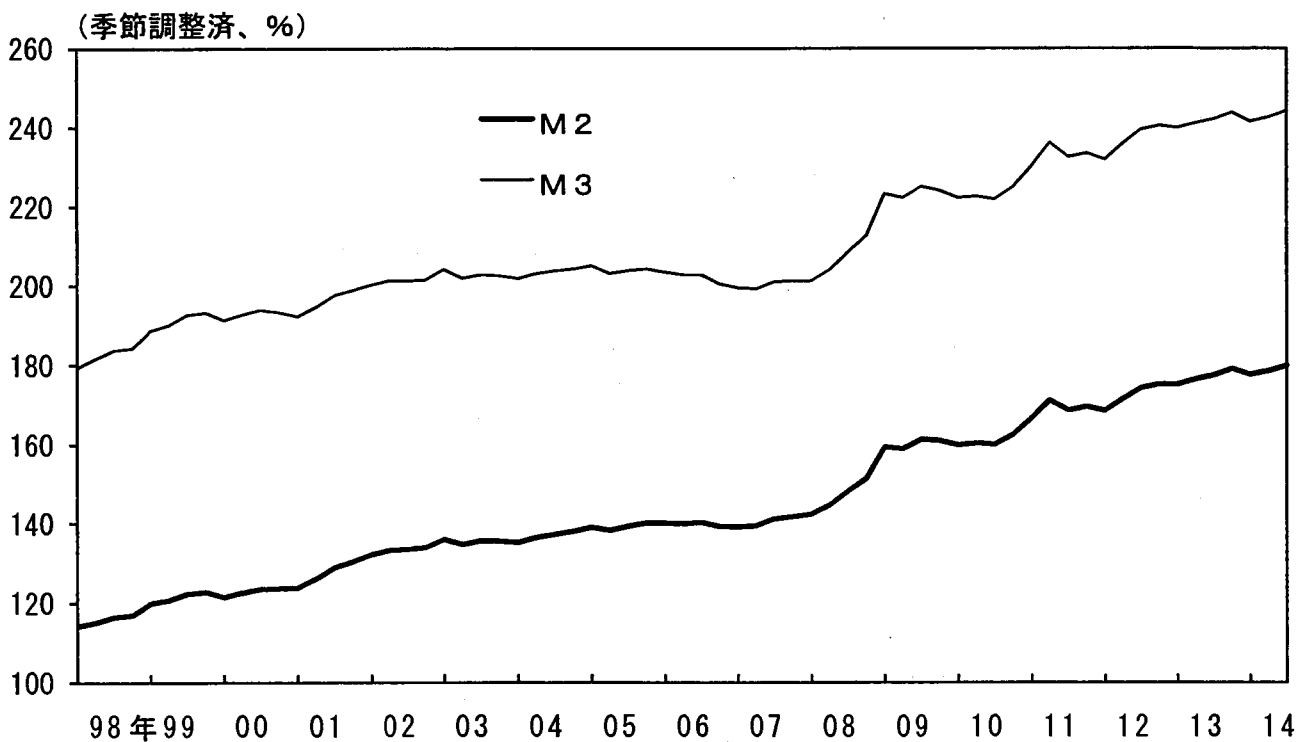
(資料) 日本銀行「貸出・資金吸収動向等」「貸出・預金動向」「預金・現金・貸出金」、証券保管振替機構、日本証券業協会、アイ・エヌ情報センター

マネーストック

(1) 前年比



(2) 対名目GDP比率

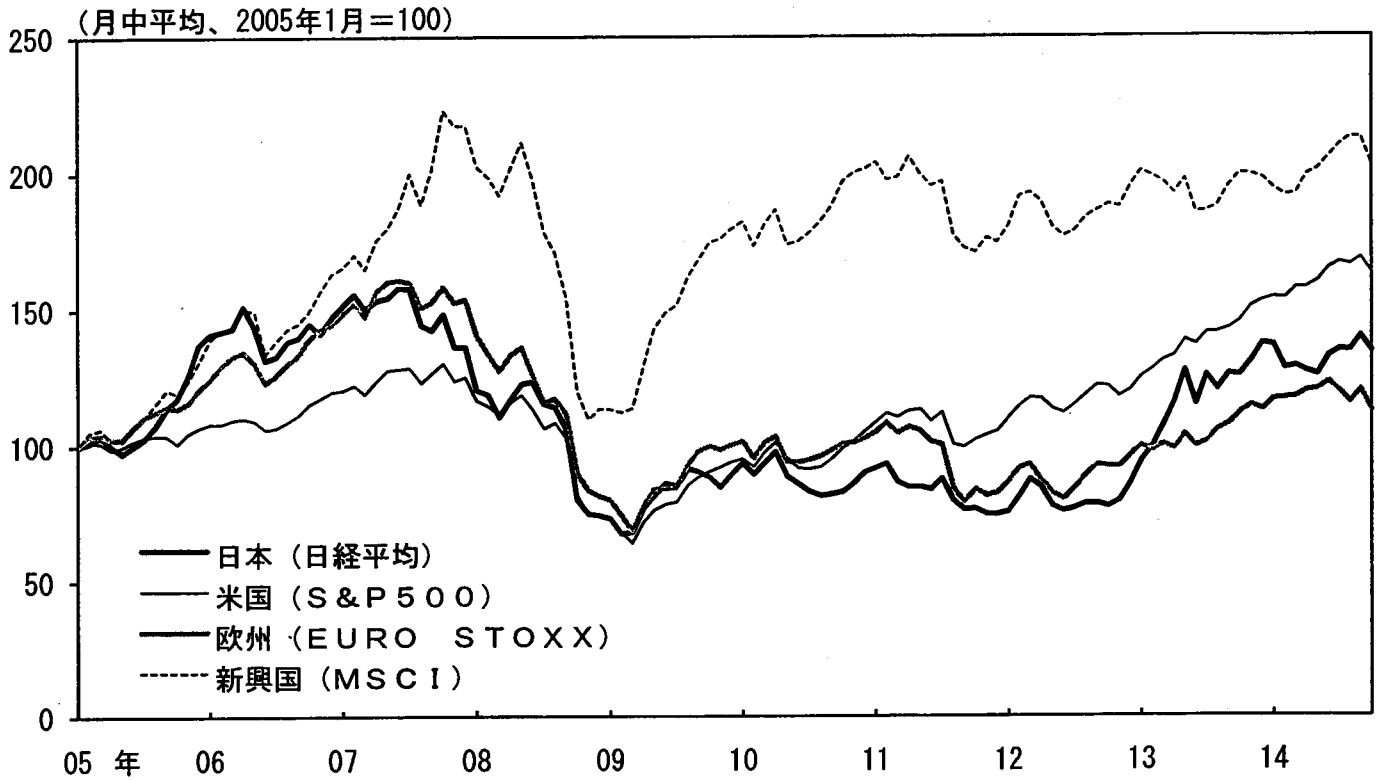


(注) 2003/3月以前のM2、M3は、それぞれマネーサプライ統計の「M2+CD」、
「M3+CD-金銭信託」を利用。2014/3Qの名目GDPは、2014/2Qの値。

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

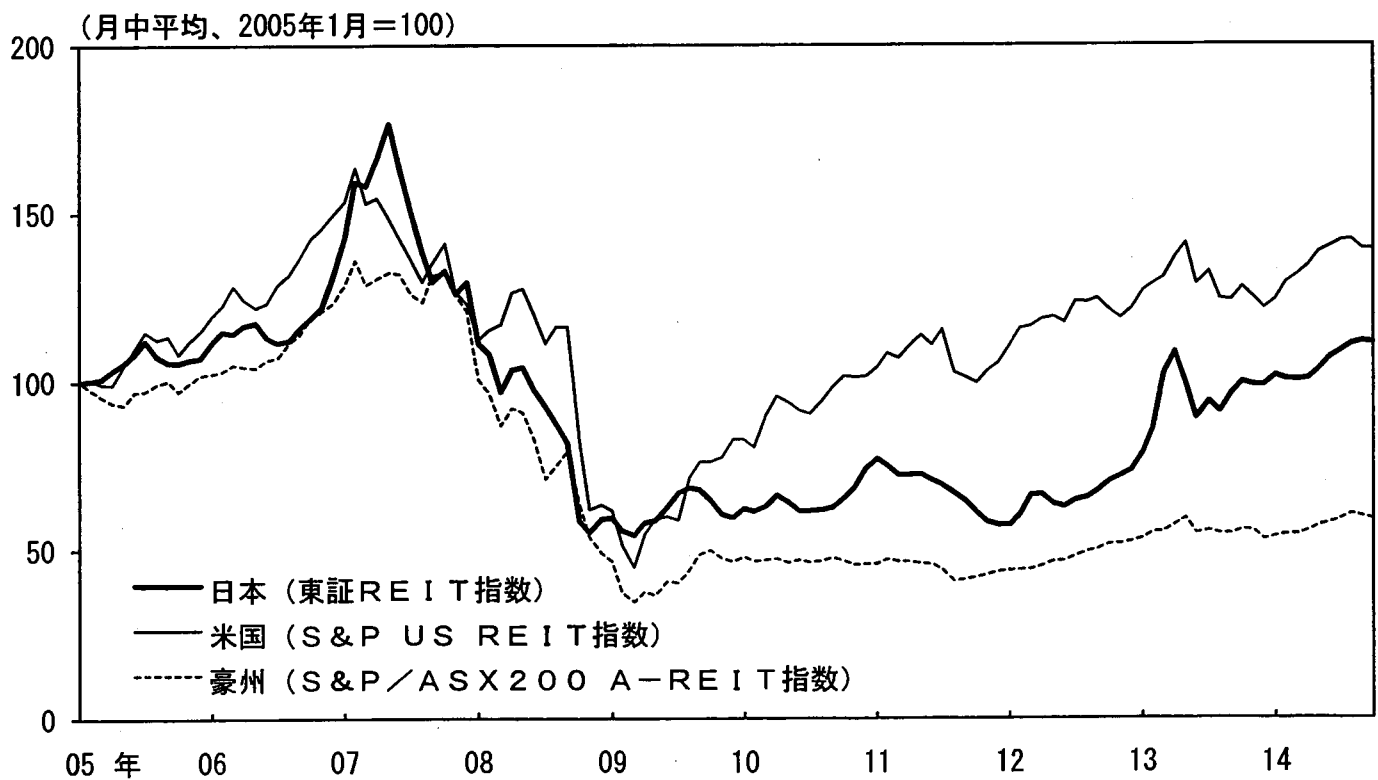
株価・REIT価格

(1) 主要株価指数



(注) 新興国は、MSCIエマージング (現地通貨建て) を利用。

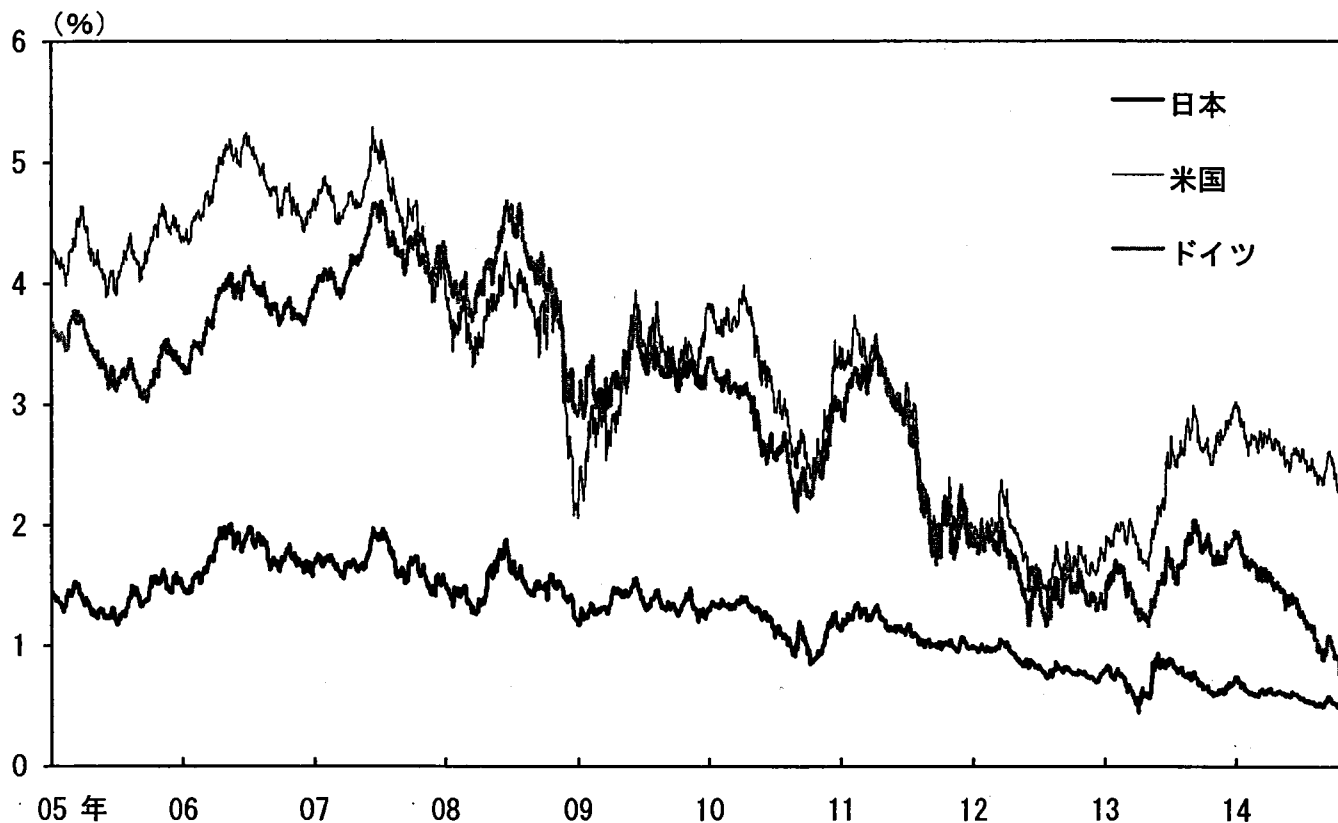
(2) 主要REIT指数



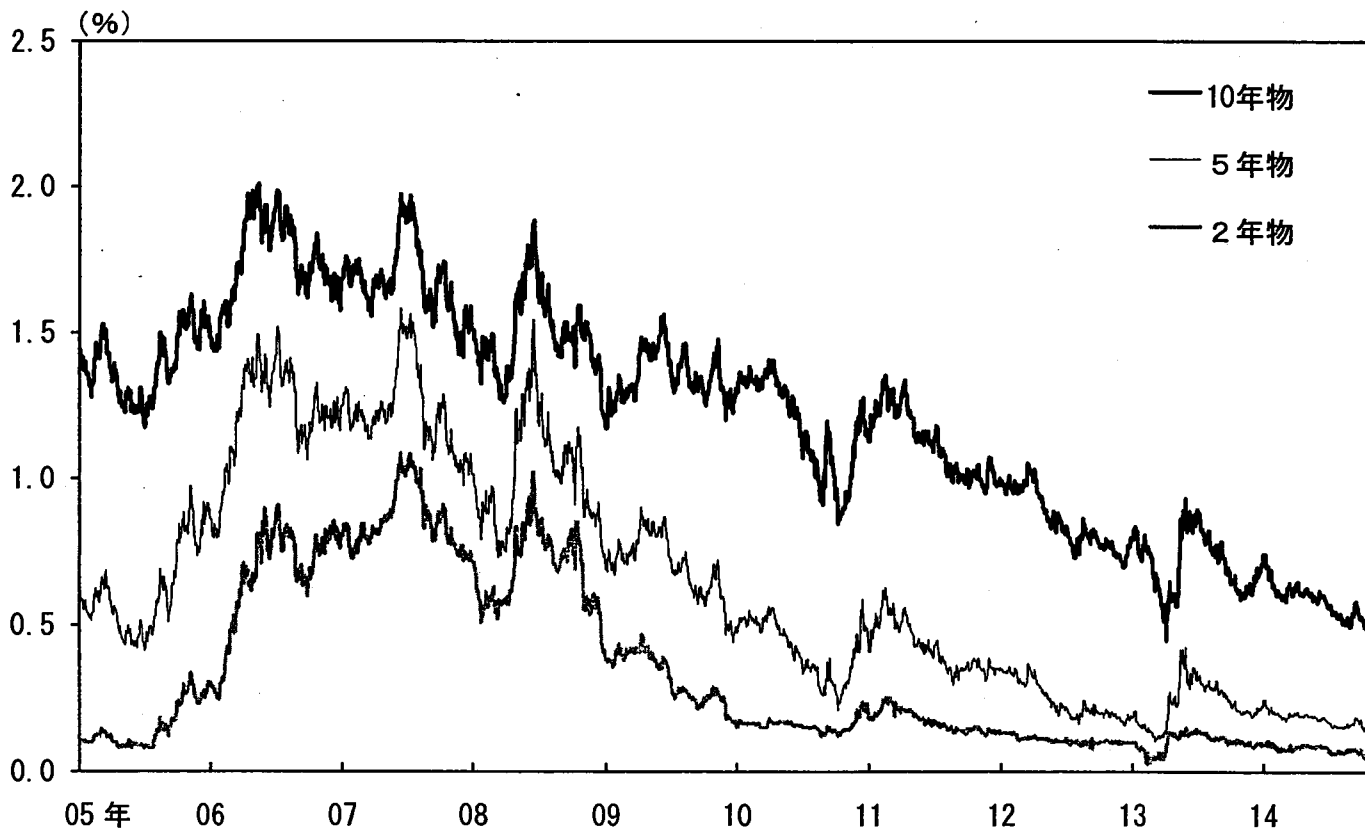
(資料) Bloomberg

長期金利

(1) 主要国の長期金利 (10年物国債利回り)

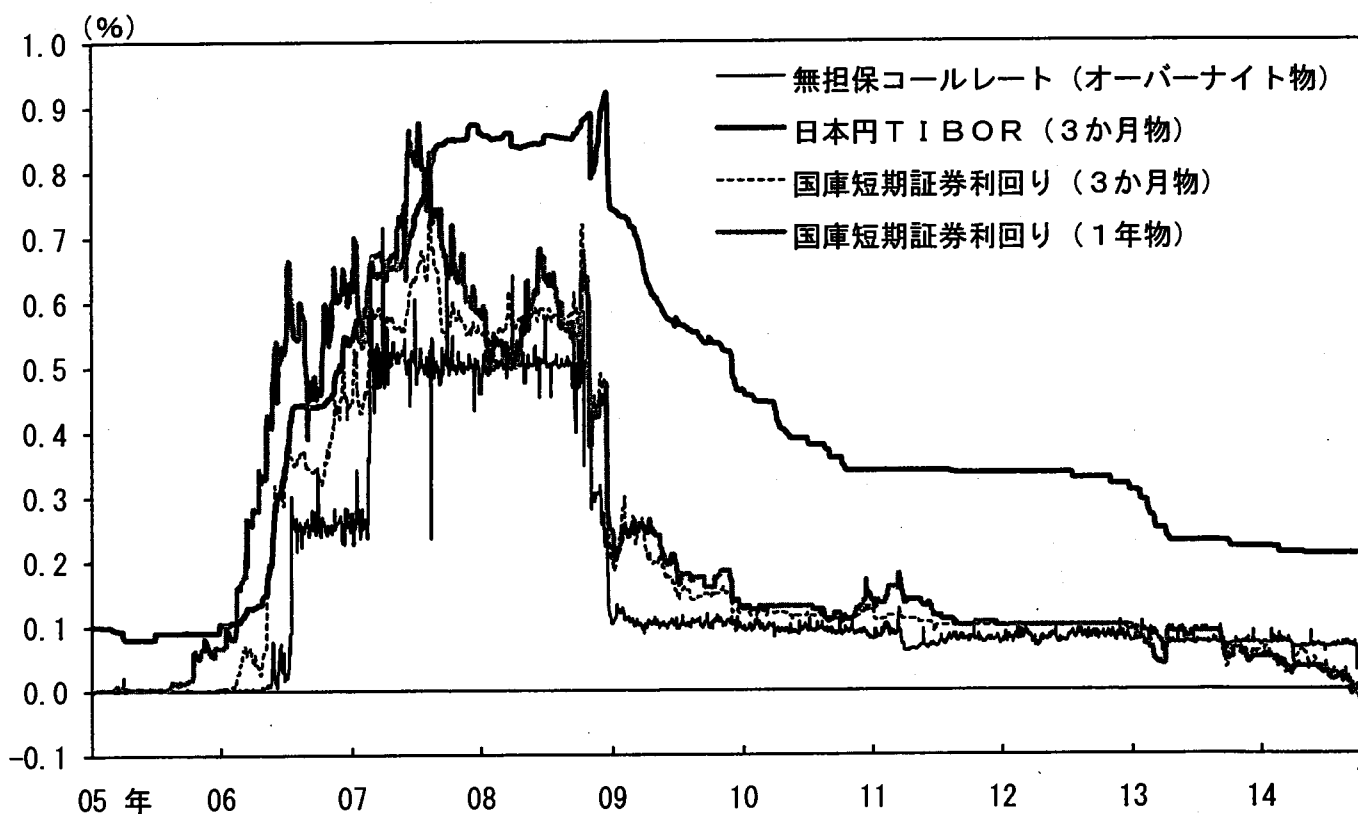


(2) 日本の国債利回り

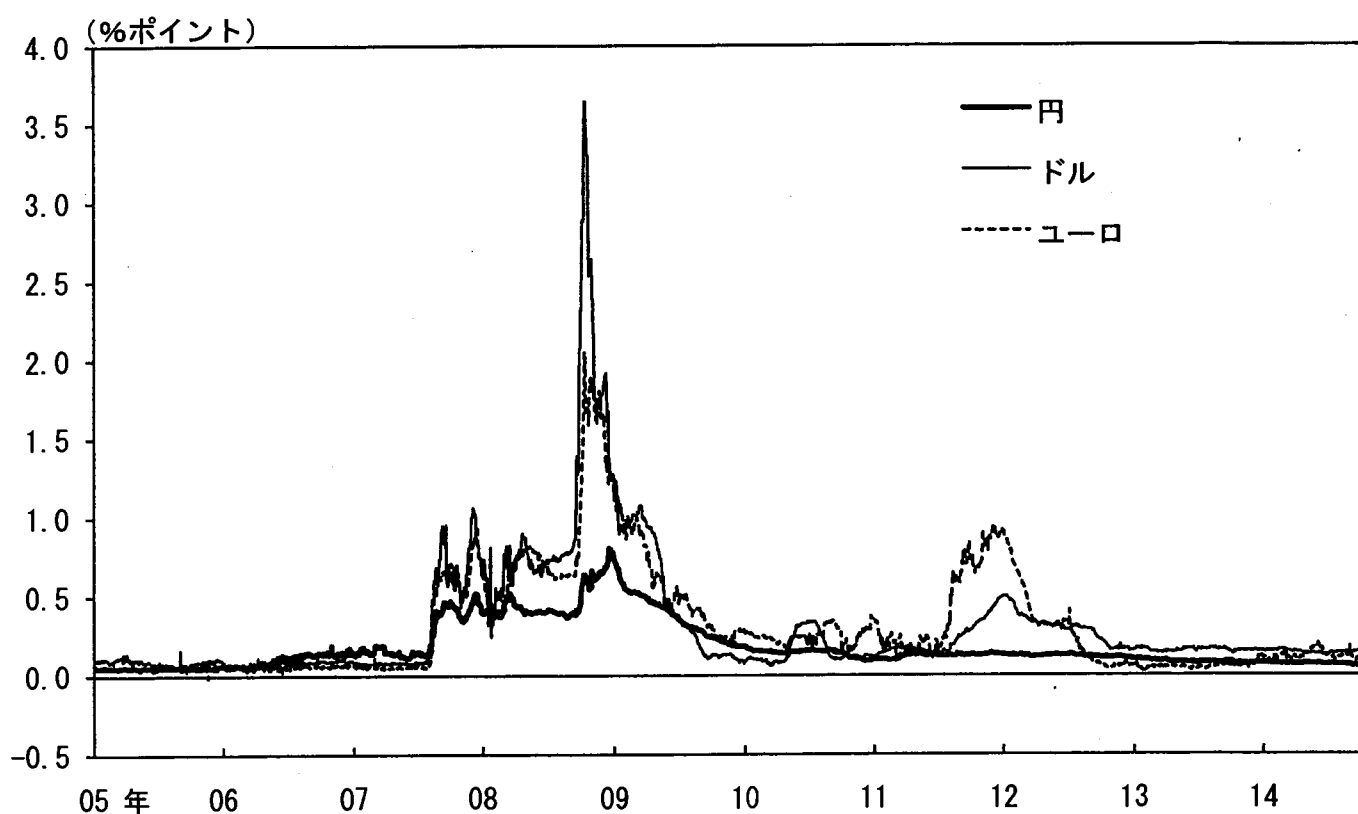


短期金利

(1) 短期金利



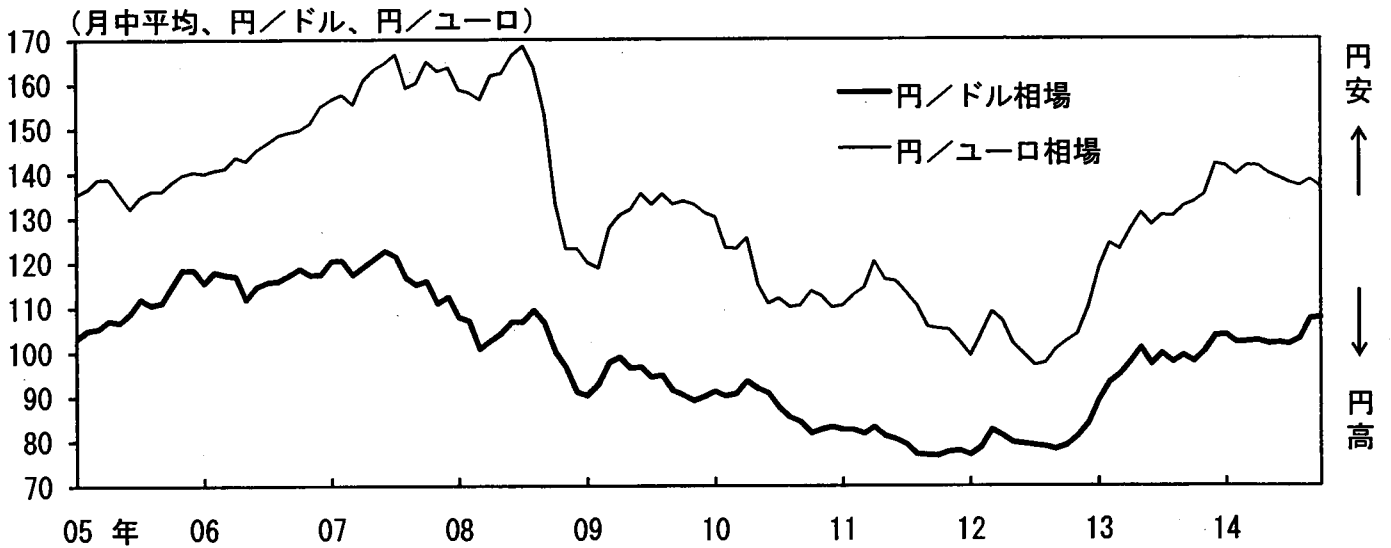
(2) 円、ドル、ユーロのターム物の信用スプレッド



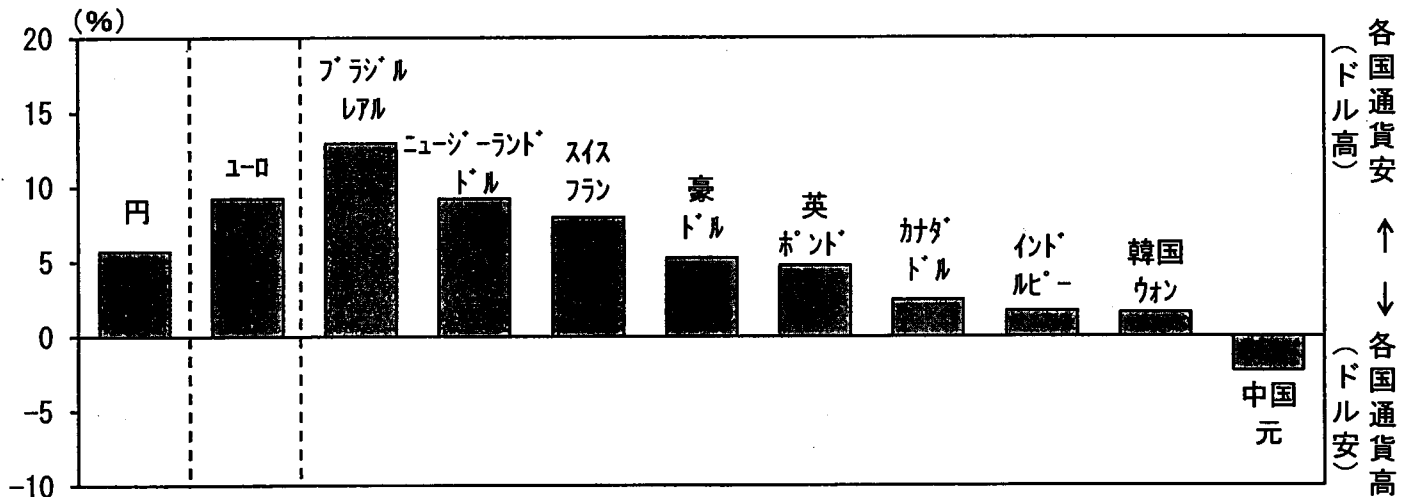
(注) ターム物の信用スプレッド=LIBOR3か月物-OISレート3か月物
(資料) 日本銀行、Bloomberg

為替相場

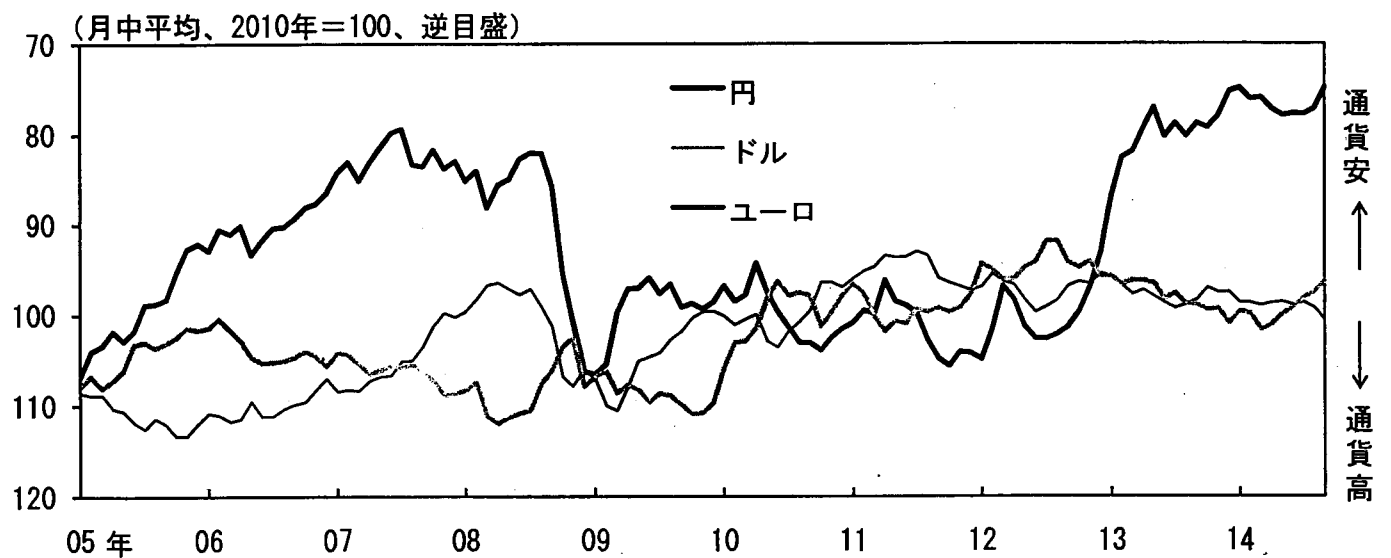
(1) 円ドル・円ユーロ相場



(2) 各国通貨の対ドルレート変化率 (2014年4月末対比)



(3) 実質実効為替レート



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

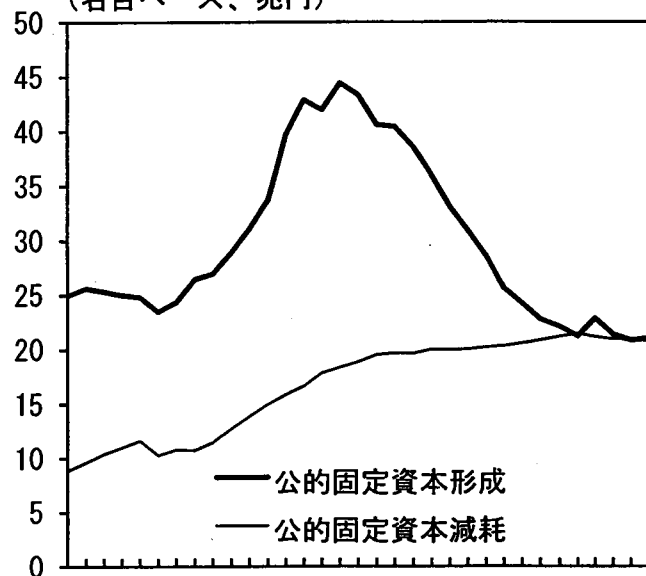
政府支出

(1) 国の公共投資の前倒し執行状況

		実施率		対象 予算額
		6月末	9月末	
13年度 補正 予算	目標	70%程度	90%程度	1.7兆円
	実績	68%	-	
14年度 予算	目標	40%以上	60%以上	9.2兆円
	実績	44%	-	

(2) 社会資本の維持更新投資

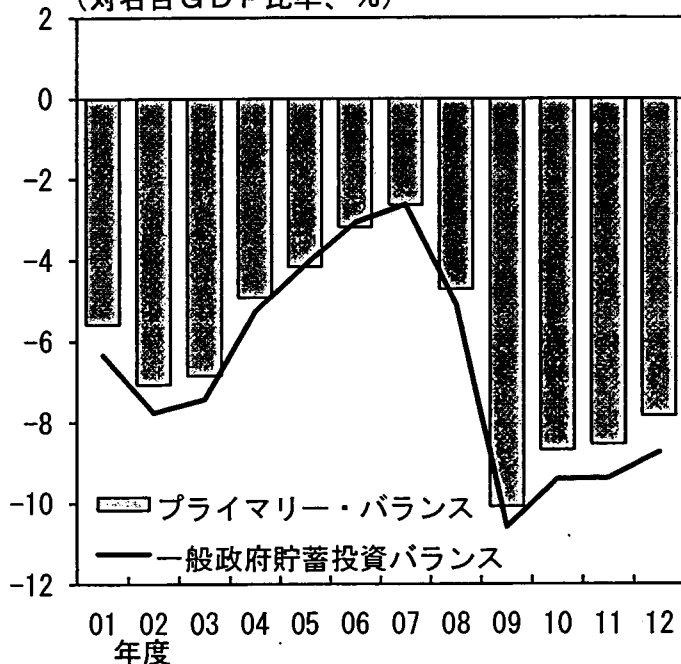
(名目ベース、兆円)

80 82 84 86 88 90 92 94 96 98 00 02 04 06 08 10 12
年度

- (注) 1. (1) の実施率は、対象予算額に占める契約金額の割合。実施率の目標には、公共投資のほか、その他の経費を含む。
2. (2) の1993年度以前は、2000年基準のデータの前年比を用いて接続。

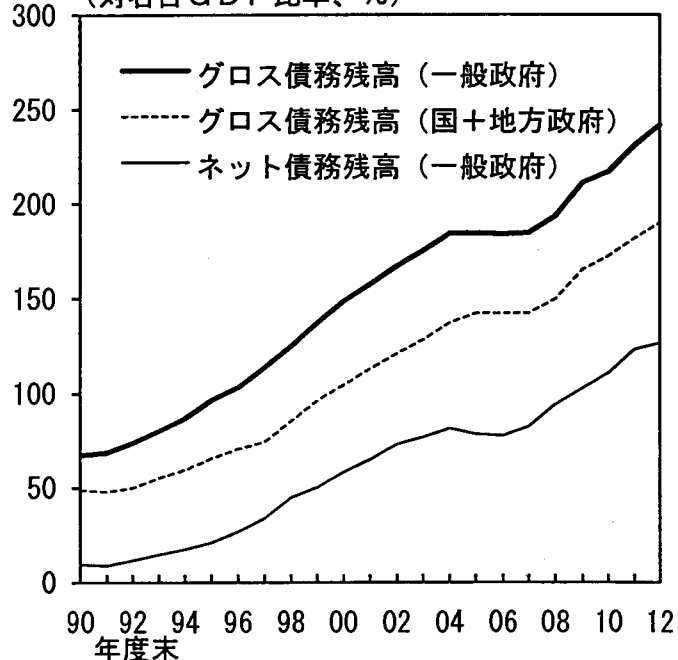
(3) 財政収支

(対名目GDP比率、%)



(4) 政府債務残高

(対名目GDP比率、%)

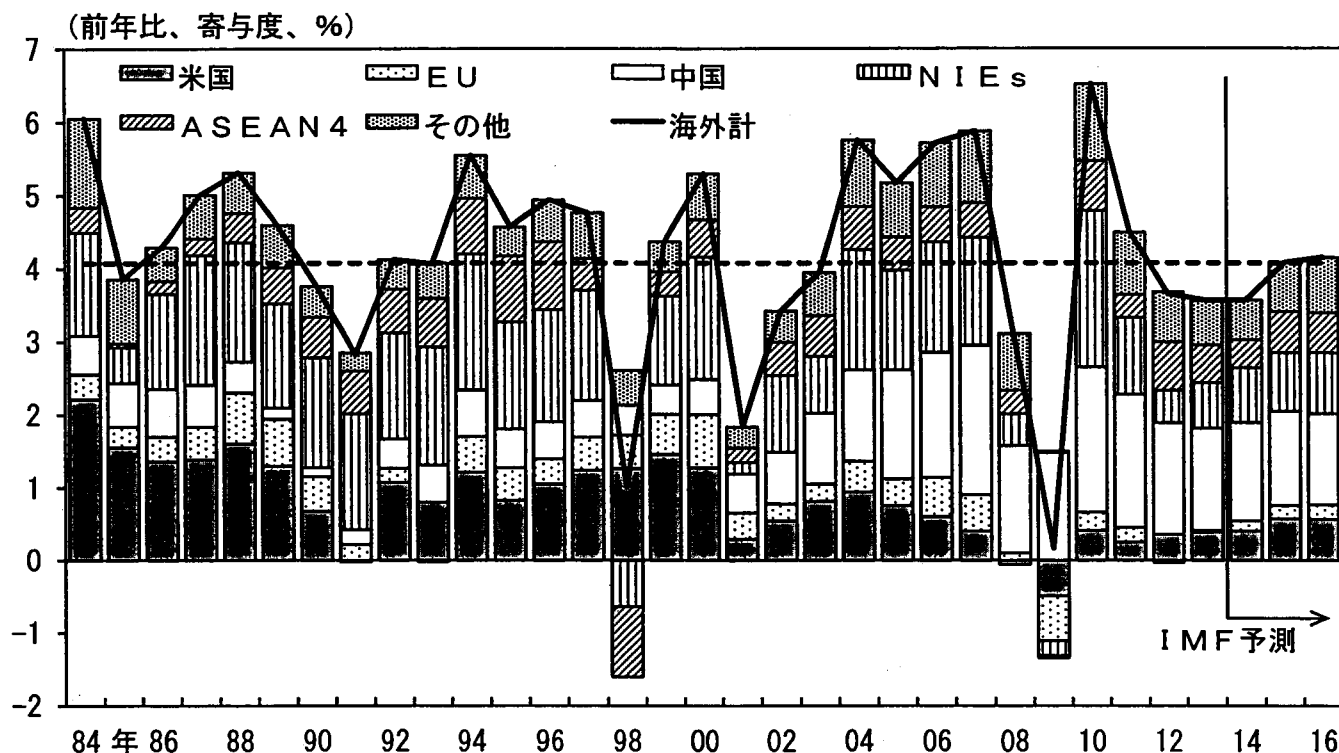


- (注) 1. (3) は各種特別会計から一般会計への繰入れ等に伴う変動を除去した実勢ベース。
2. (4) の一般政府は、国・地方政府・社会保障基金の合計値。
グロス債務残高(国+地方政府)は、内閣府「中長期の経済財政に関する試算(2014/7月)」の公債等残高の値。ネット債務残高は、グロス債務残高から金融資産を差し引いたもの。
3. (4) の1993年度以前は2000年基準、1994年度以降は2005年基準。

(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」等

海外経済見通し

(1) 海外経済の実質成長率の見通し



- (注) 1. IMFによる各国の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(下の図表も同じ)。
2. 破線は1980~2013年の平均値(4.1%)。

(2) 主要国・地域別の成長率の見通し

(実質GDP、前年比、%、()内は2014/7月時点、< >内は2013年通関輸出ウエイト)

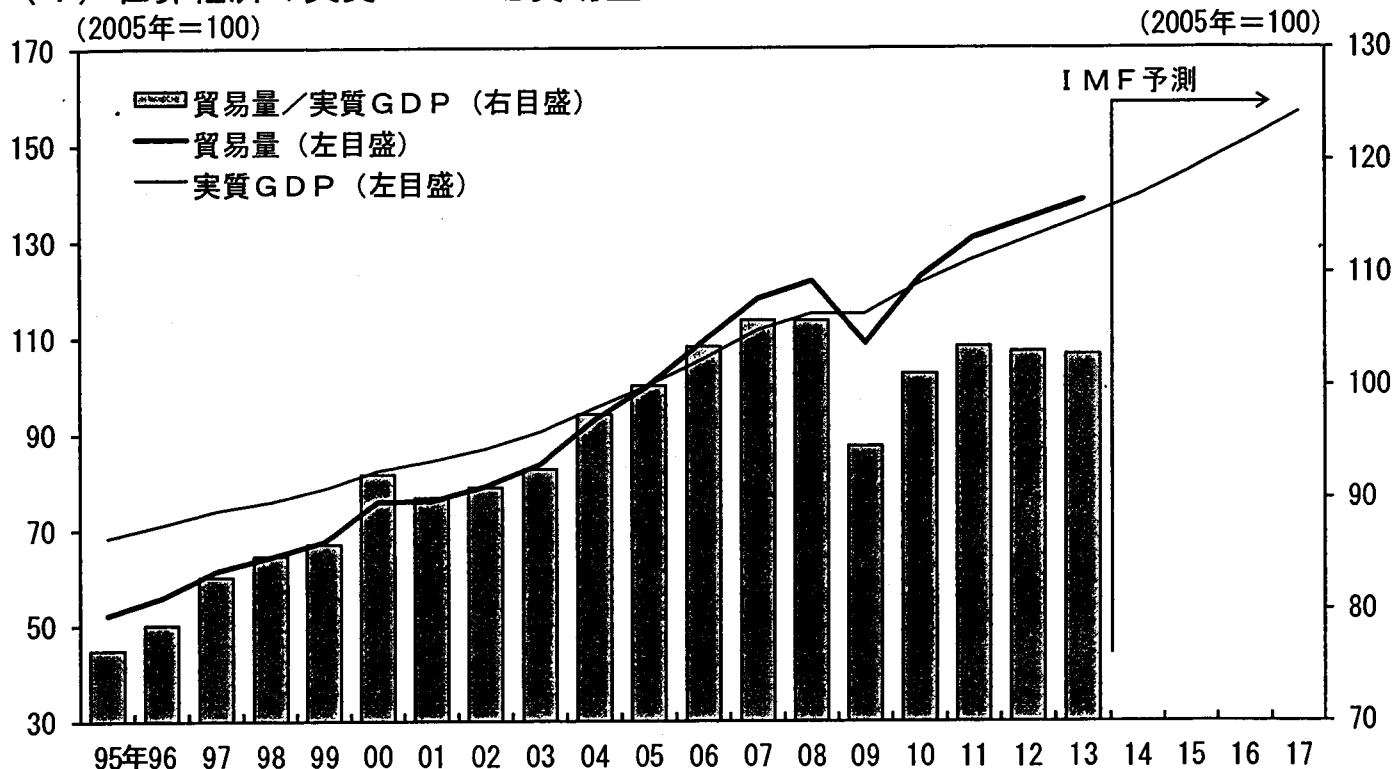
	実績			IMF予測		
	2011年	2012	2013	2014	2015	2016
海外経済	4.5	3.7	3.6	3.6 (3.7)	4.1 (4.1)	4.2
米国 <18.5>	1.6	2.3	2.2	2.2 (1.7)	3.1 (3.0)	3.0
EU <10.0>	1.8	-0.3	0.2	1.4 (1.6)	1.8 (1.9)	2.0
東アジア <50.9>	5.9	4.9	4.9	4.8 (5.0)	5.2 (5.2)	5.1
中国 <18.1>	9.3	7.7	7.7	7.4 (7.4)	7.1 (7.1)	6.8
NIEs <21.9>	4.4	1.9	2.8	3.4 (3.6)	3.6 (3.8)	3.8
ASEAN 4 <10.9>	3.0	6.3	4.4	3.5 (4.1)	5.1 (4.8)	5.0
その他 <20.6>	4.5	3.6	3.0	2.7 (3.0)	3.4 (3.6)	3.8

- (注) 2014/7月時点の予測値の一部には、7月時点で予測値が明らかではなかったため、4月時点の予測値を用いた国・地域を含む。ただし、EUの7月時点の予測値は、10月時点で明らかとなった前回時点からの予測修正幅をもとに算出。

(資料) IMF「World Economic Outlook」、財務省「貿易統計」

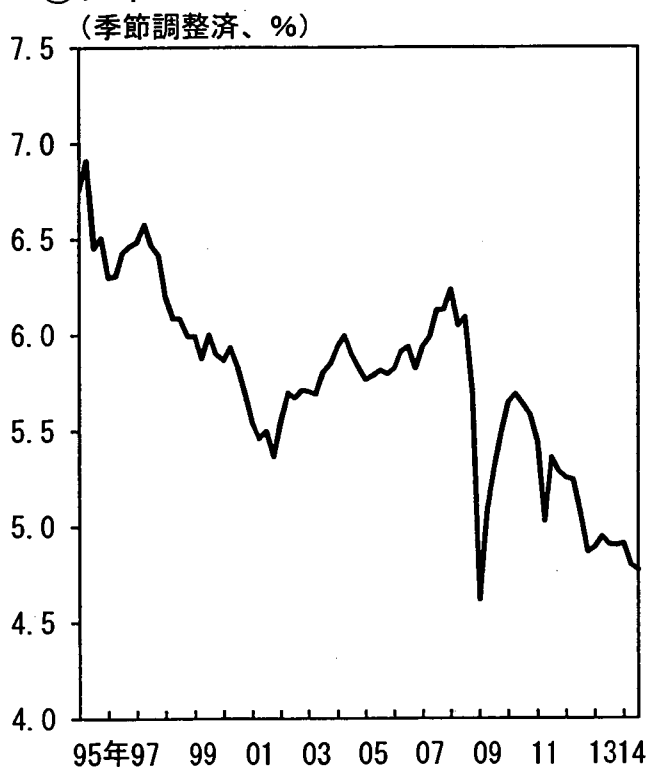
世界の貿易量と国別のシェア

(1) 世界経済の実質GDPと貿易量

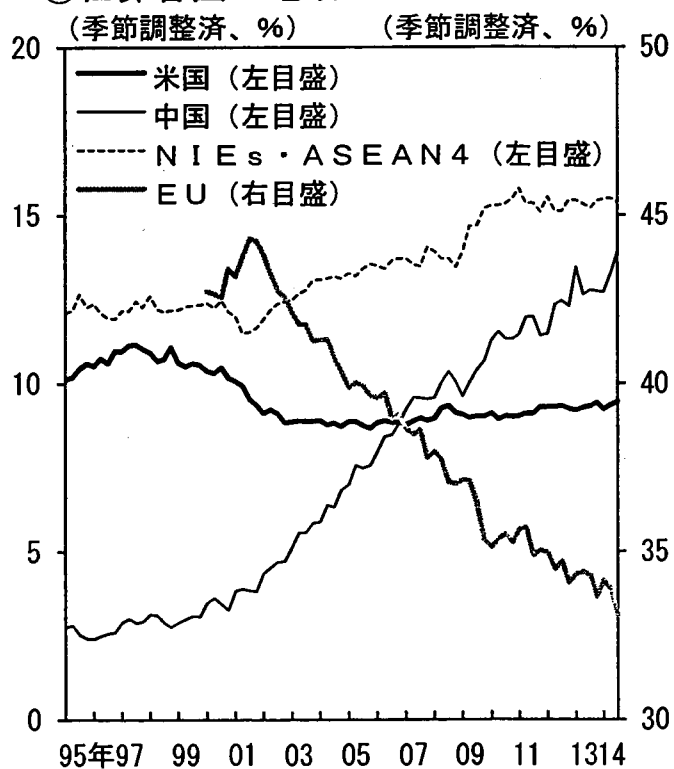


(2) 世界輸出に占める国・地域別シェア

① 日本



② 世界各国・地域

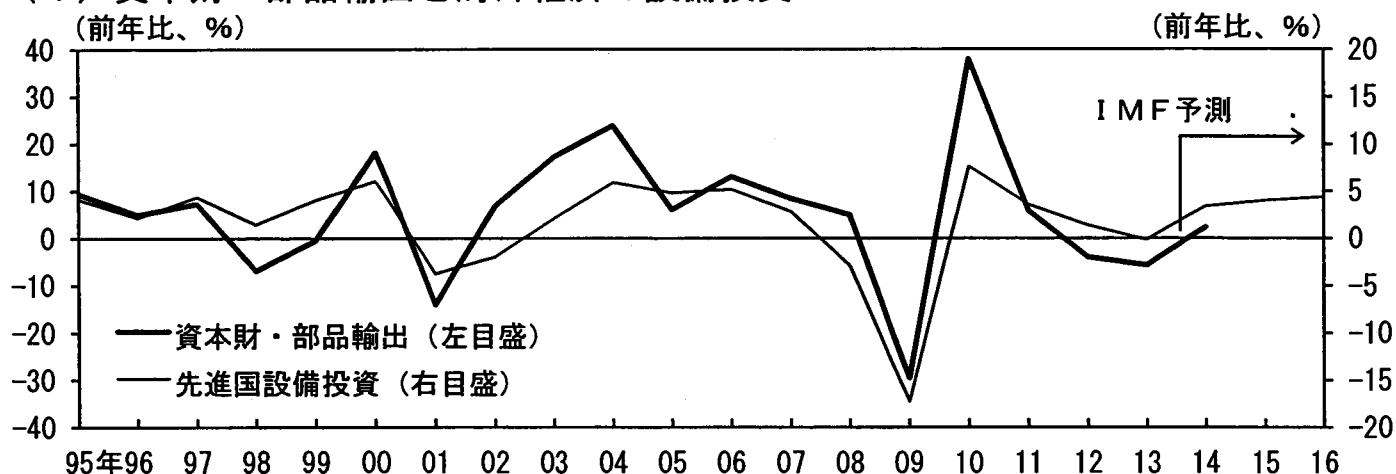


(注) 2014/3Qは、7~8月の値。

(資料) C E I C、Datastream、Eurostat、IMF「World Economic Outlook」、オランダ経済政策分析局、世界銀行

資本財輸出と内外設備投資比率

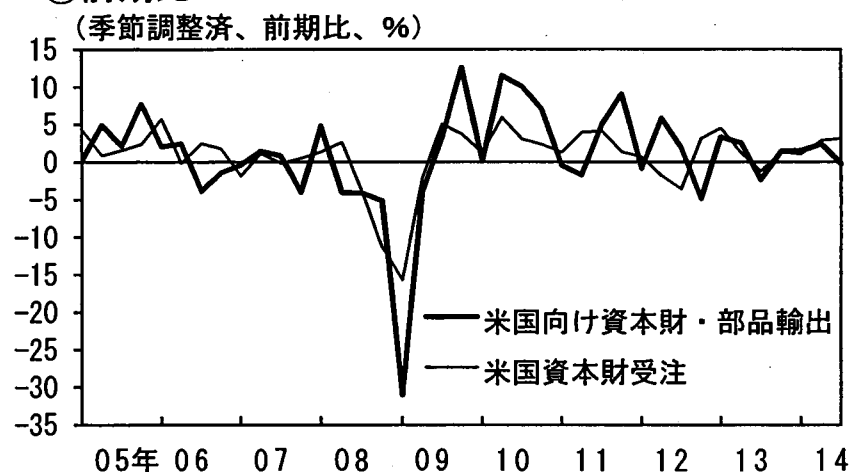
(1) 資本財・部品輸出と海外経済の設備投資



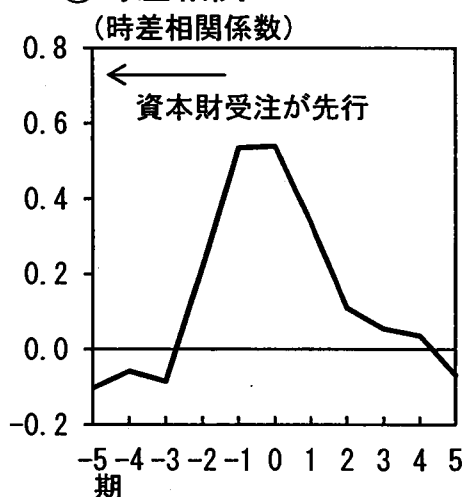
- (注) 1. 先進国設備投資は、IMFによる先進国の実質GDP成長率と投資・GDP比率を用いて算出。
2. 資本財・部品輸出の2014年は、1～9月の前年同期比。

(2) 米国向け資本財・部品輸出と米国資本財受注

①前期比

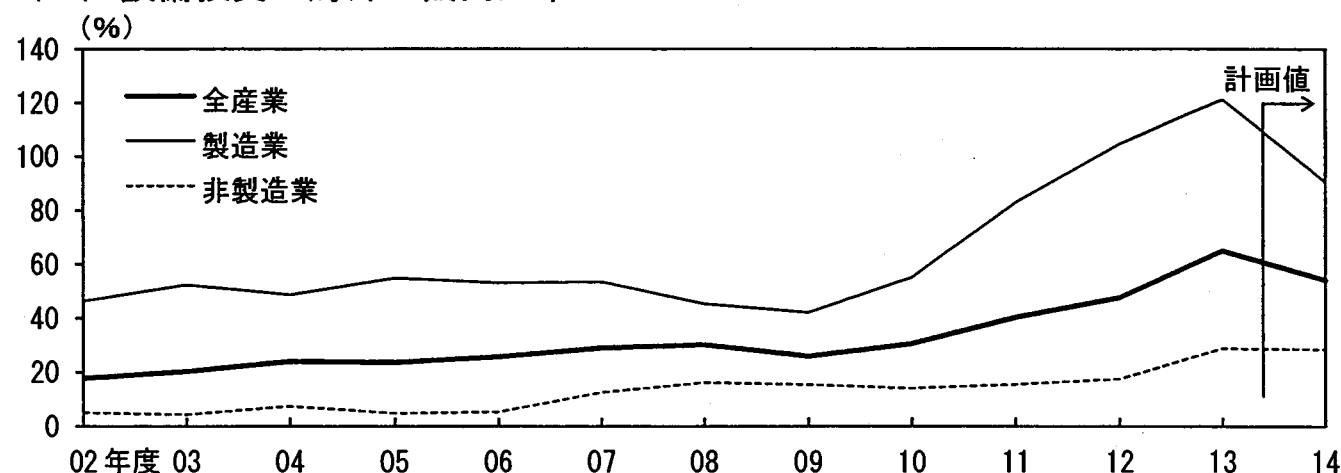


②時差相関



- (注) 1. 米国資本財受注は、国防関連および航空機を除くベース。
2. 時差相関の計測期間は、1992/2Q～2014/3Q。

(3) 設備投資の海外・国内比率



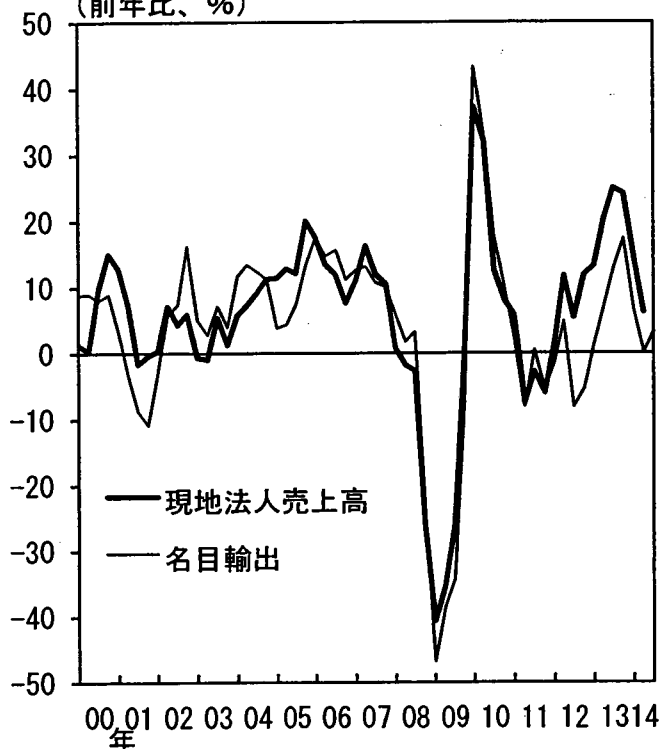
(資料) CEIC、IMF「World Economic Outlook」、財務省「貿易統計」、
日本銀行「企業物価指数」、日本政策投資銀行「設備投資計画調査」

海外生産シフトと競争力の影響

(1) 海外生産シフト

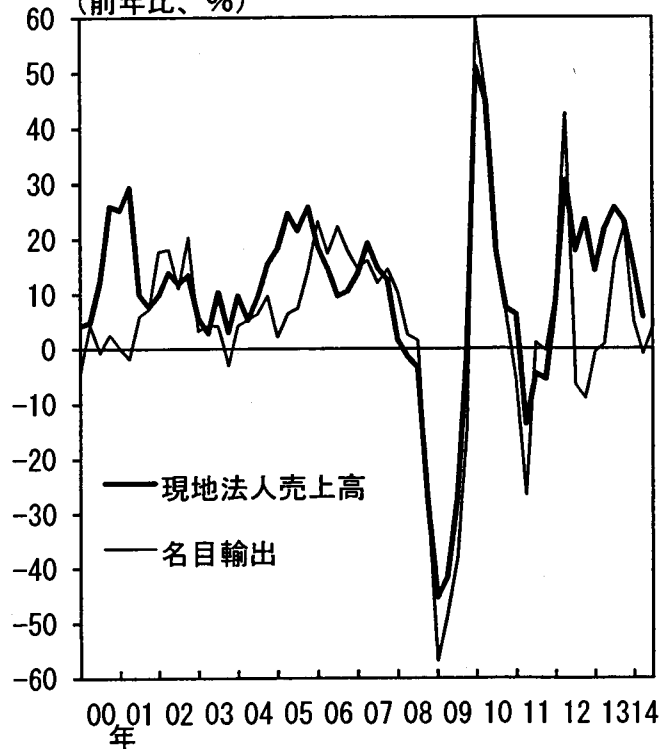
① 製造業

(前年比、%)



② 輸送機械

(前年比、%)

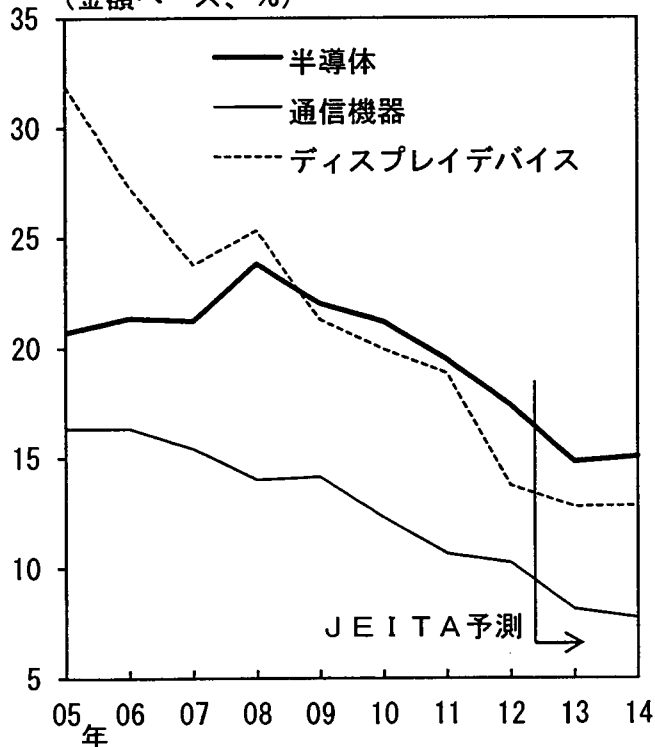


(注) ①の名目輸出は、輸出の合計値。②の名目輸出は、輸送用機器輸出の値。

(2) 日本の製品別シェア

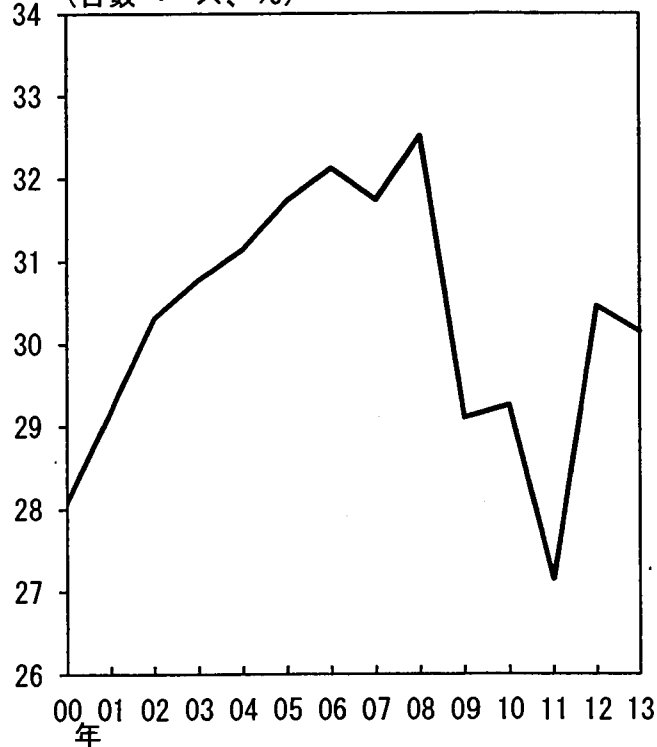
① 情報関連製品

(金額ベース、%)



② 自動車

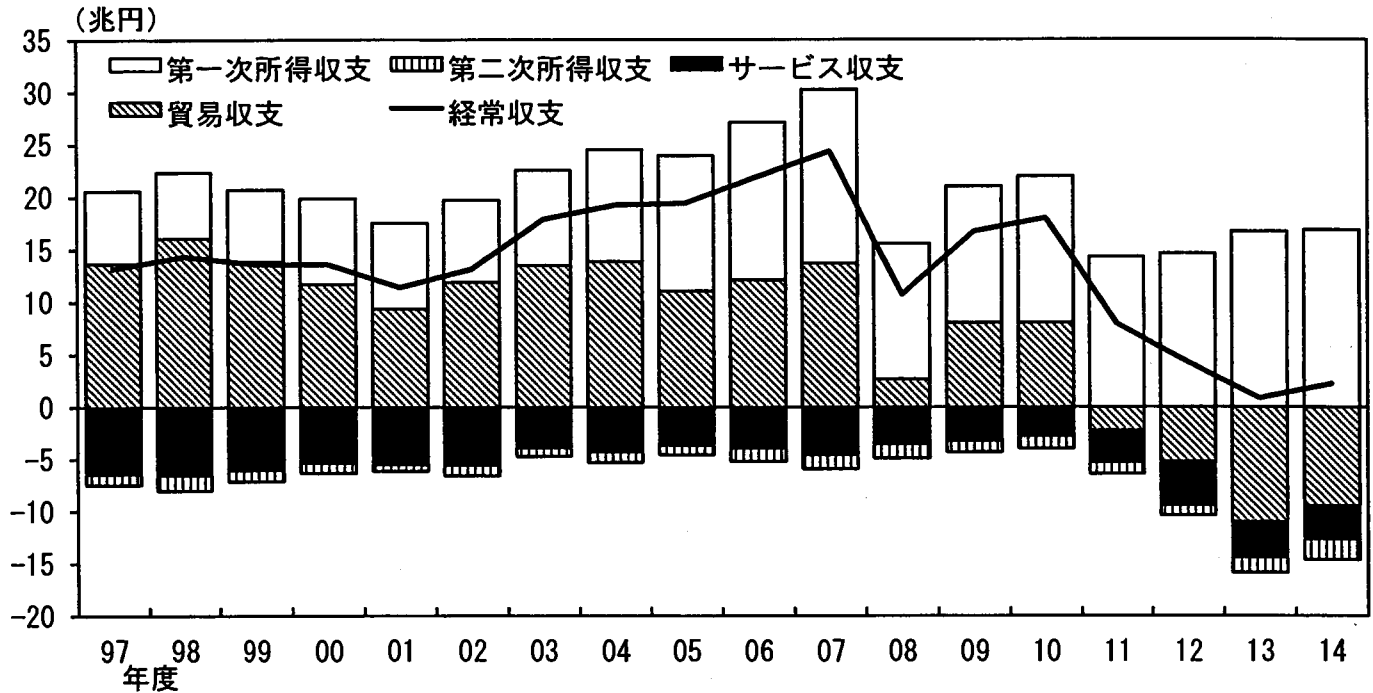
(台数ベース、%)



(資料) 経済産業省「海外現地法人四半期調査」、財務省「貿易統計」、
JEITA「電子情報産業の世界生産見通し」、国際自動車工業連合会、各社開示資料

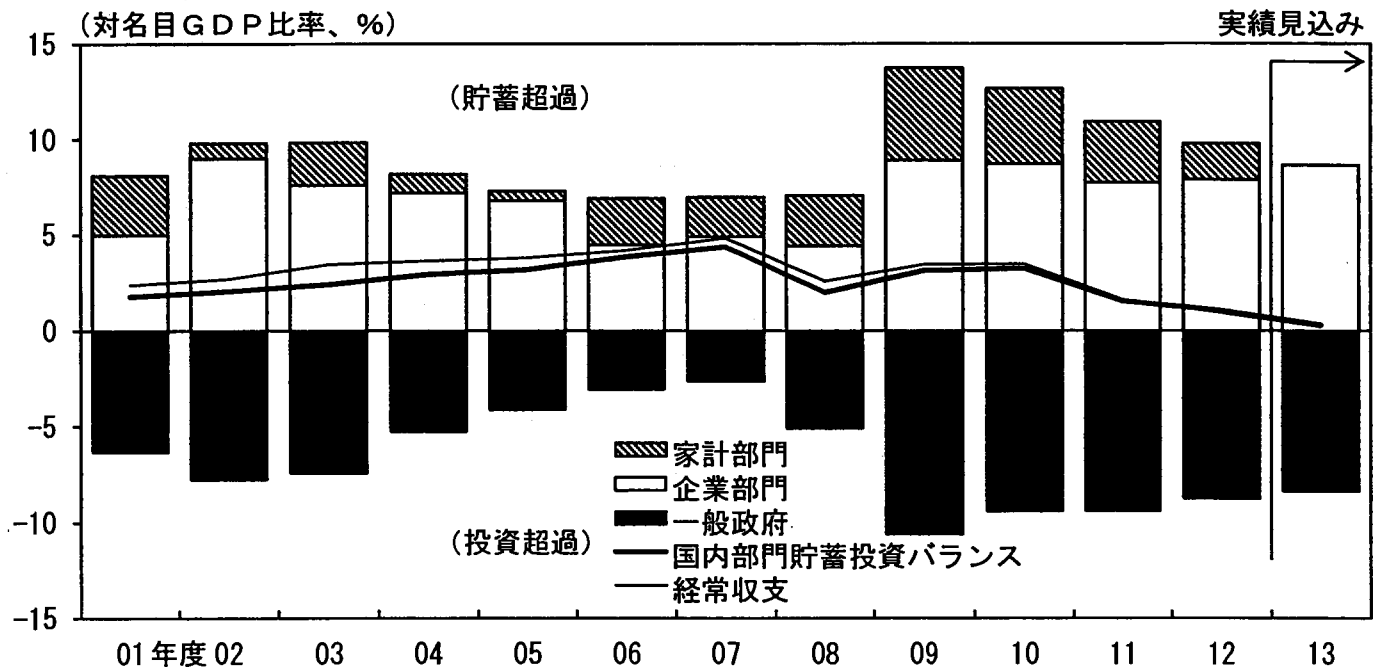
経常収支と貯蓄投資バランス

(1) 経常収支の内訳



(注) 2014年度は、4～8月の年率換算値。

(2) 貯蓄投資バランス

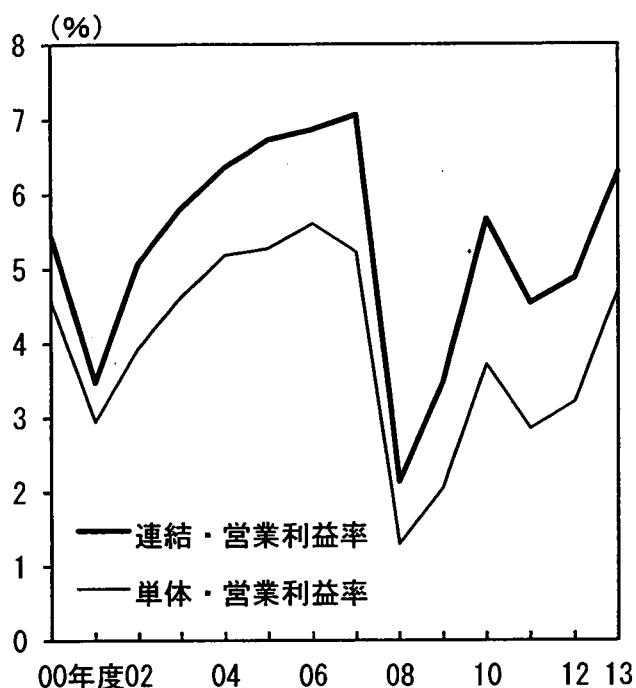


- (注) 1. 全ての計数について、図表28(3)と同じ処理を施した実勢ベース。
 2. 2013年度の一般政府貯蓄投資バランスは、内閣府「中長期の経済財政に関する試算(2014/7月)」に基づく。家計部門貯蓄投資バランスは、図表41(3)の消費性向の計算過程で試算されている名目可処分所得を用い、民間最終消費支出および民間住宅投資を差し引くことにより算出。企業部門貯蓄投資バランスは、国内部門貯蓄投資バランスから先の2部門を差し引くことにより算出。
 3. 2013年度の国内部門貯蓄投資バランスは、経常収支との前年度における乖離(2012年度名目GDP比率-0.1%)を差し引くことにより算出。

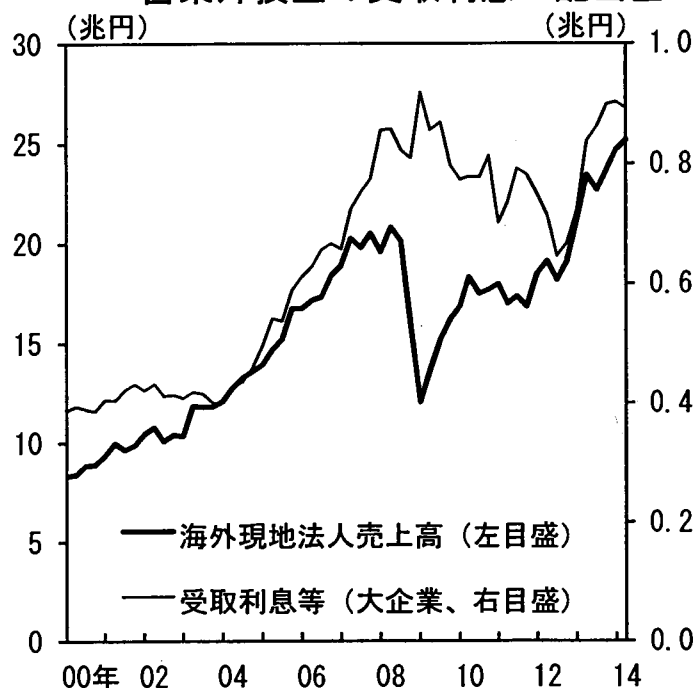
(資料) 内閣府「国民経済計算」「中長期の経済財政に関する試算」、財務省・日本銀行「国際収支状況」

企業の収益とマインド

(1) 製造業収益の動向

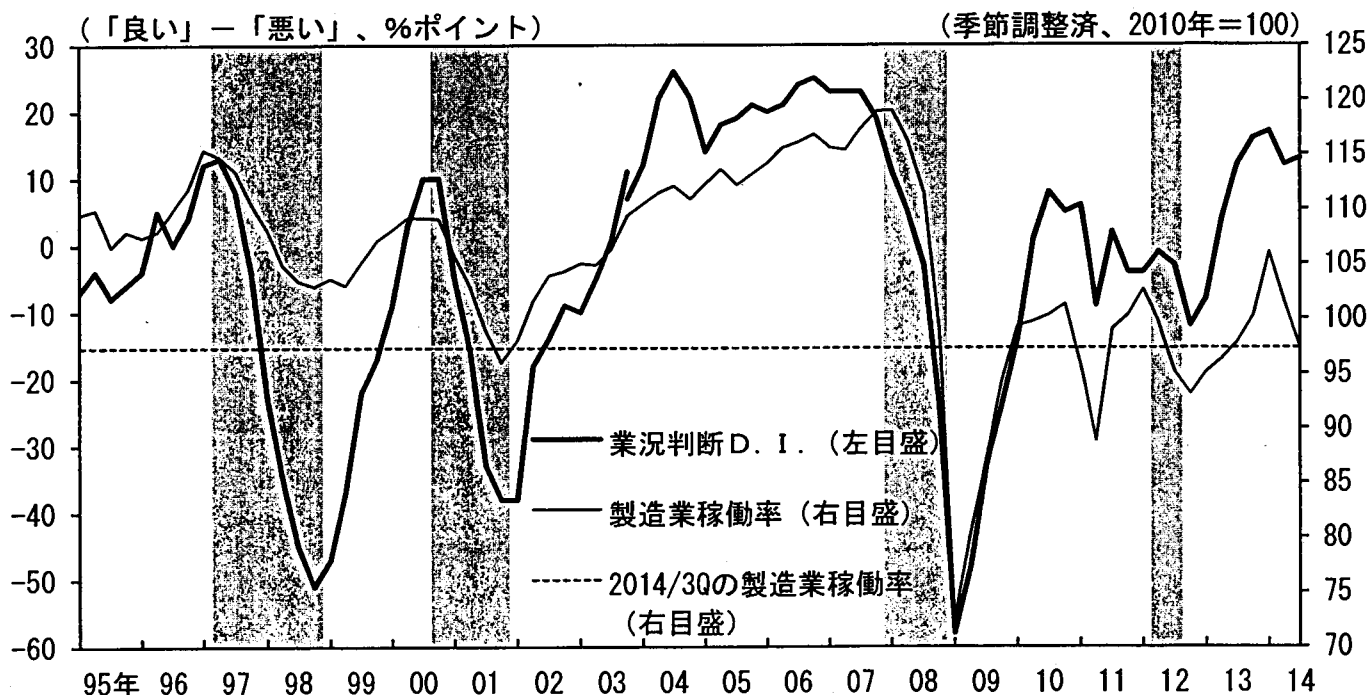


(2) 製造業の海外現地法人売上高と営業外損益の受取利息・配当金



- (注) 1. (1) の連結・営業利益率は上場企業、単体・営業利益率は資本金1億円以上の上場・非上場企業が対象。
 2. (2) の海外現地法人売上高は、日本向けを除く。受取利息等は、受取配当金を含む。後方4四半期移動平均。

(3) 業況判断と稼働率

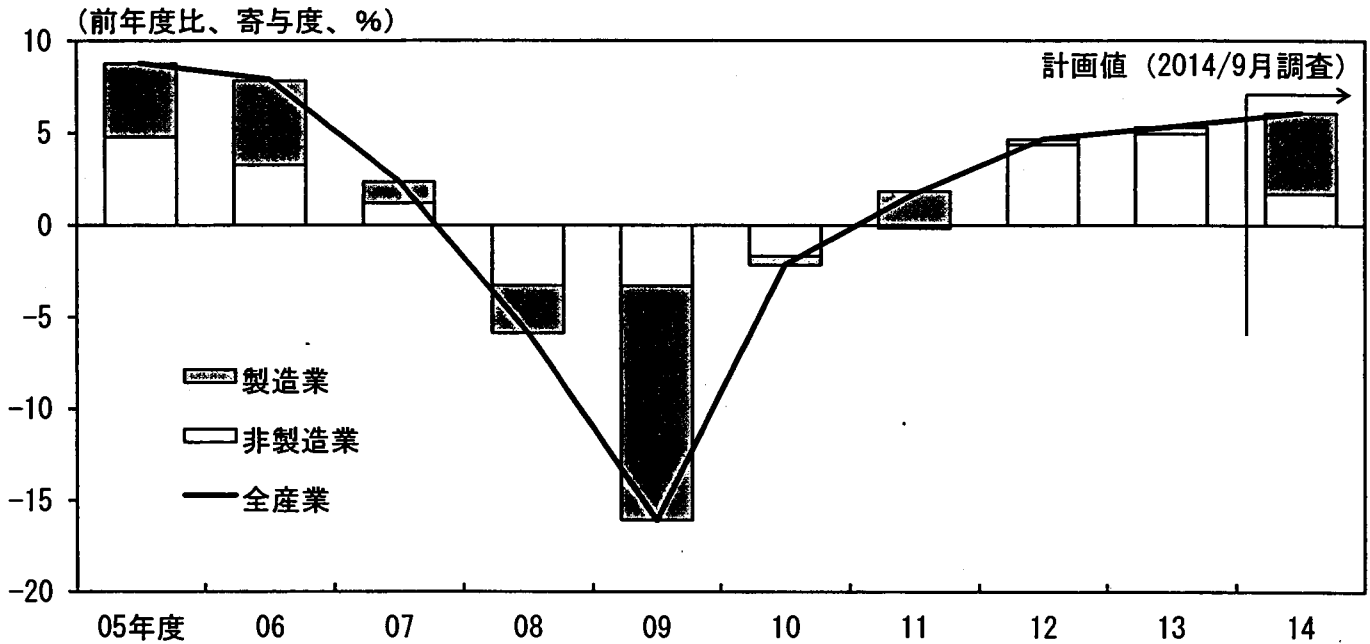


- (注) 1. 業況判断D.I.は製造業大企業。2004/3月調査より見直しを実施。旧ベースは2003/12月調査まで、新ベースは2003/12月調査から。
 2. 製造業稼働率の2014/3Qは、7~8月の値。
 3. シャドー部分は景気後退局面。

(資料) 財務省「法人企業統計季報」、経済産業省「鉱工業指数統計」「海外現地法人四半期調査」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」等

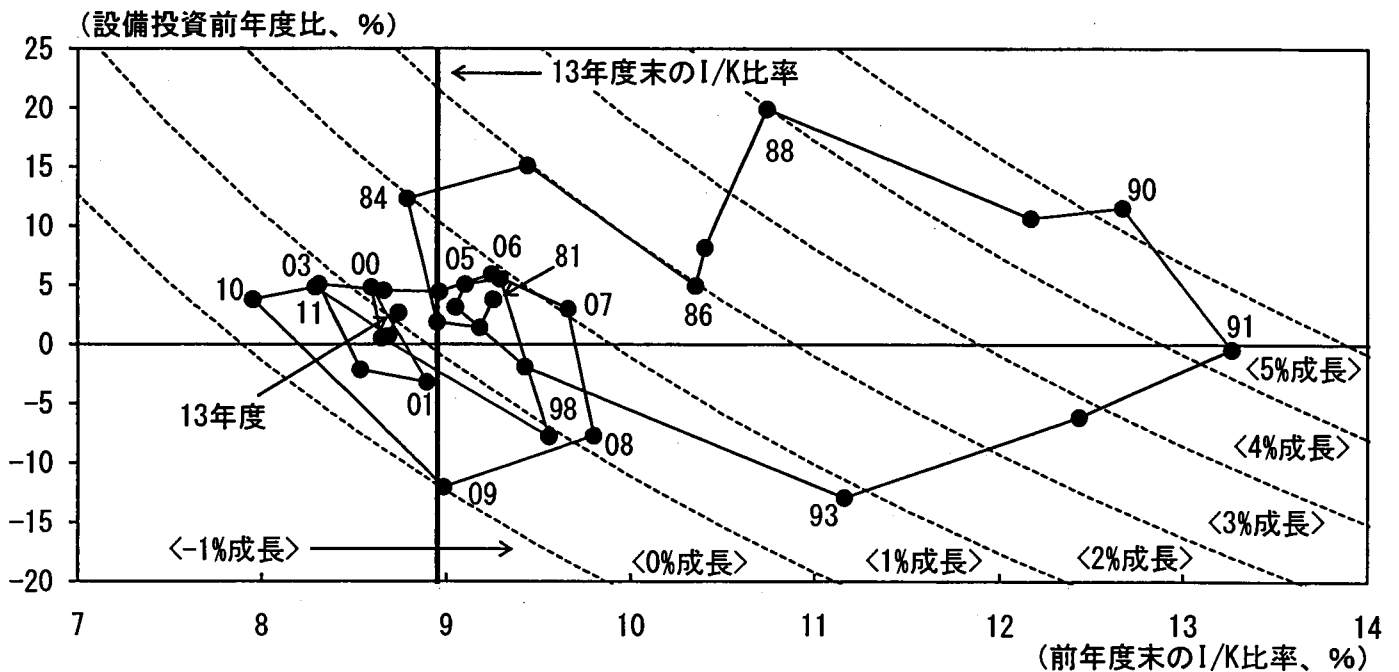
設備投資計画と資本ストック循環

(1) 設備投資動向 (短観・全規模)



(注) 1. ソフトウェア投資額を含み、土地投資額は含まない。
 2. 2008年度まではリース会計対応前ベース、2009年度からはリース会計対応ベース。

(2) 資本ストック循環



・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。

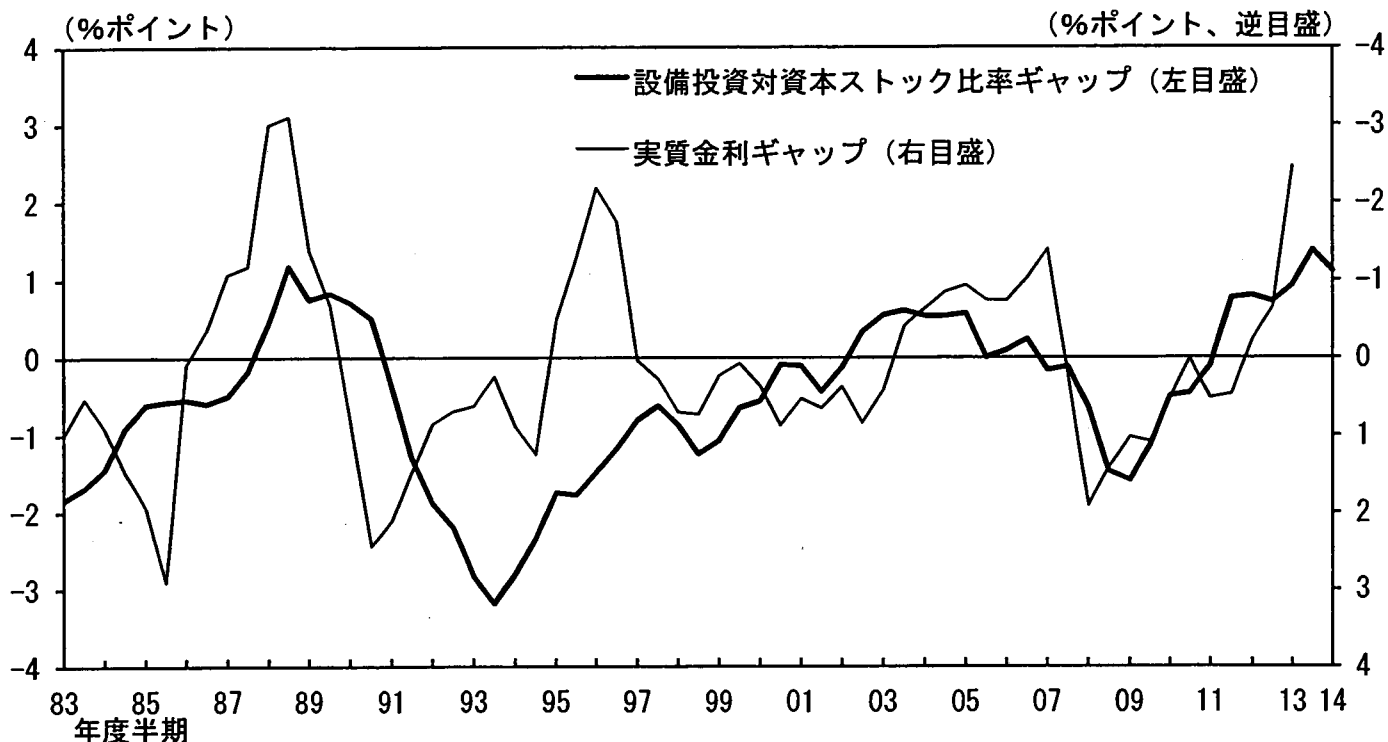
$$\underbrace{\text{設備投資前年度比}}_{\text{縦軸}} \times \underbrace{\text{前年度末のI/K比率}}_{\text{横軸}} = \text{期待成長率} + \text{資本係数のトレンド成長率} + \text{減耗率}$$

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

(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」

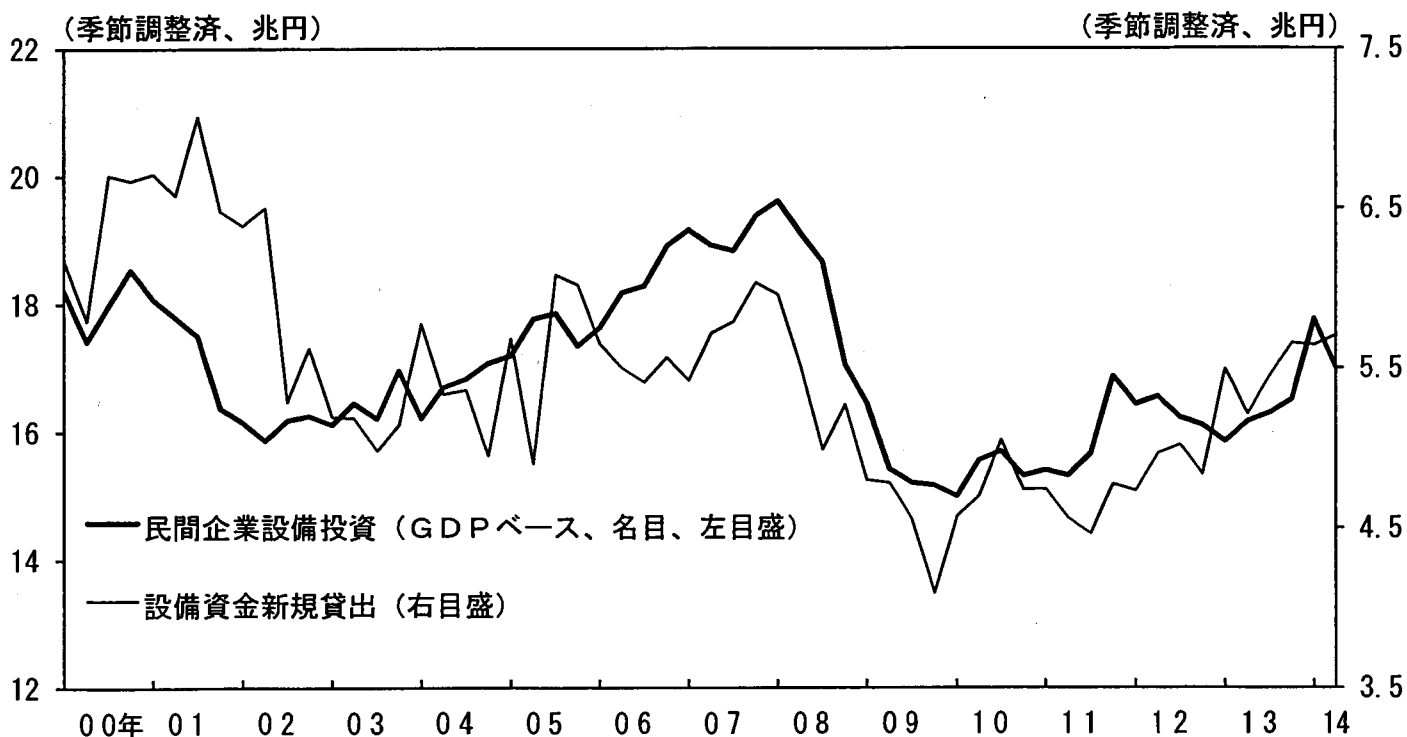
金融緩和と設備投資

(1) 実質金利ギャップと設備投資



- (注) 1. 2014年度上半期は、2014/2Qの値。
2. 設備投資対資本ストック比率ギャップは、実際の比率から、潜在成長率等で求めた長期均衡値を引いたもの。
3. 実質金利ギャップ=コールレート-1年先の内需デフレーター(前年比)-潜在成長率(前年比)
2013年度上半期の実質金利ギャップの計算にあたり、1年先の内需デフレーターは2014/2Qの値を使用。

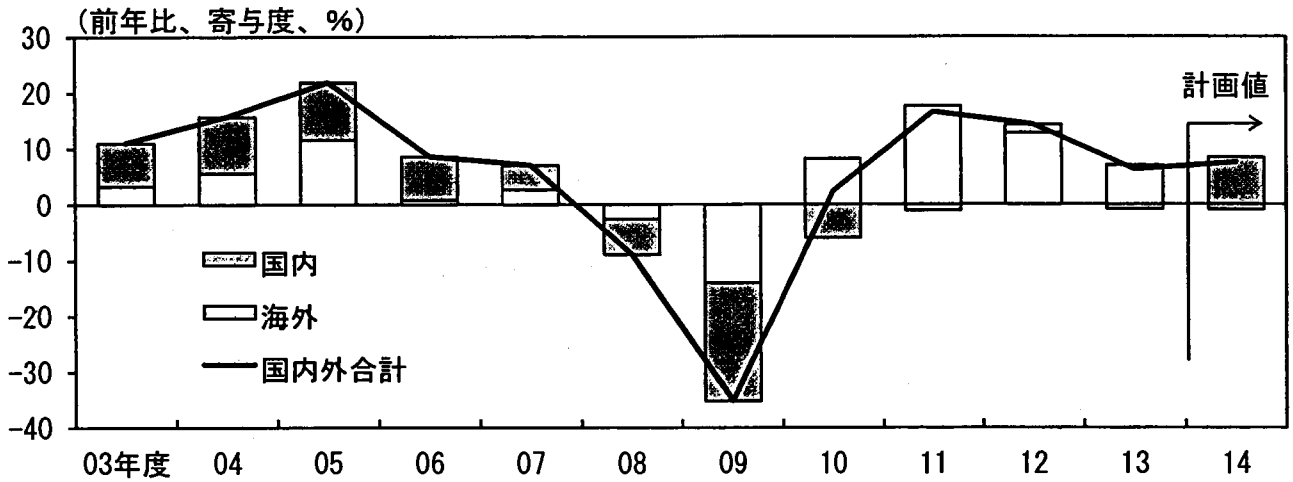
(2) 銀行貸出と設備投資



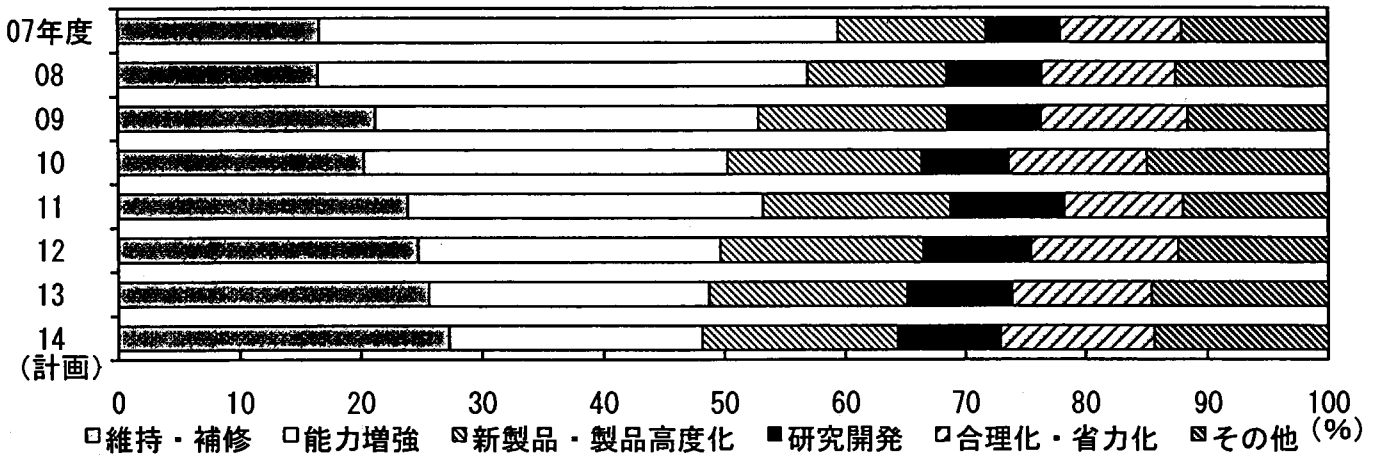
- (注) 設備資金新規貸出は、個人向け、地方公共団体向け等を除くベース。X-12-ARIMAによる季節調整値。
(資料) 内閣府「国民経済計算」、経済産業研究所「日本産業生産性データベース」、日本銀行「貸出先別貸出金」等

製造業の設備投資

(1) 国内・海外別設備投資計画

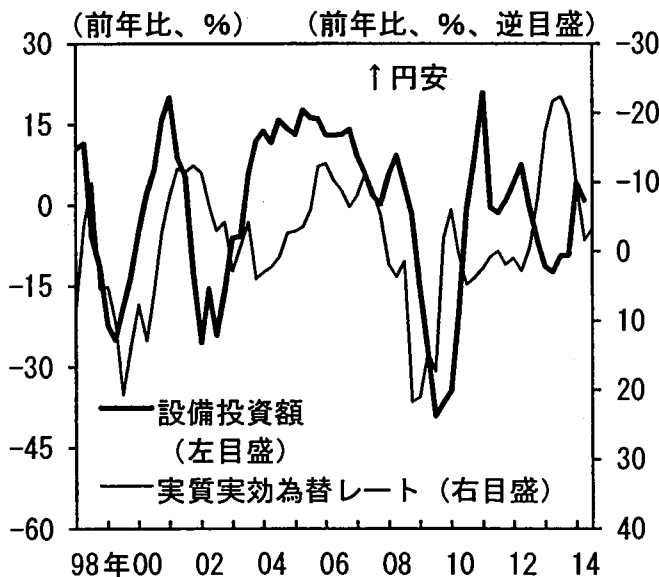


(2) 投資動機

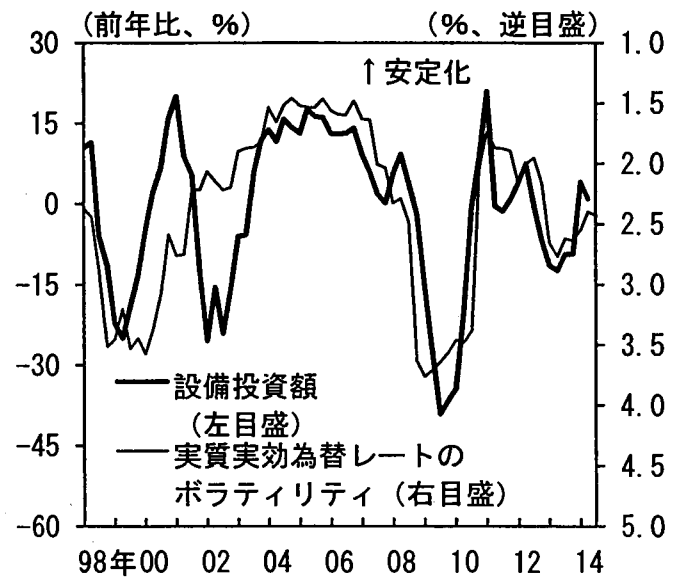


(3) 為替レートと設備投資

① 為替相場水準



② 為替相場のボラティリティ

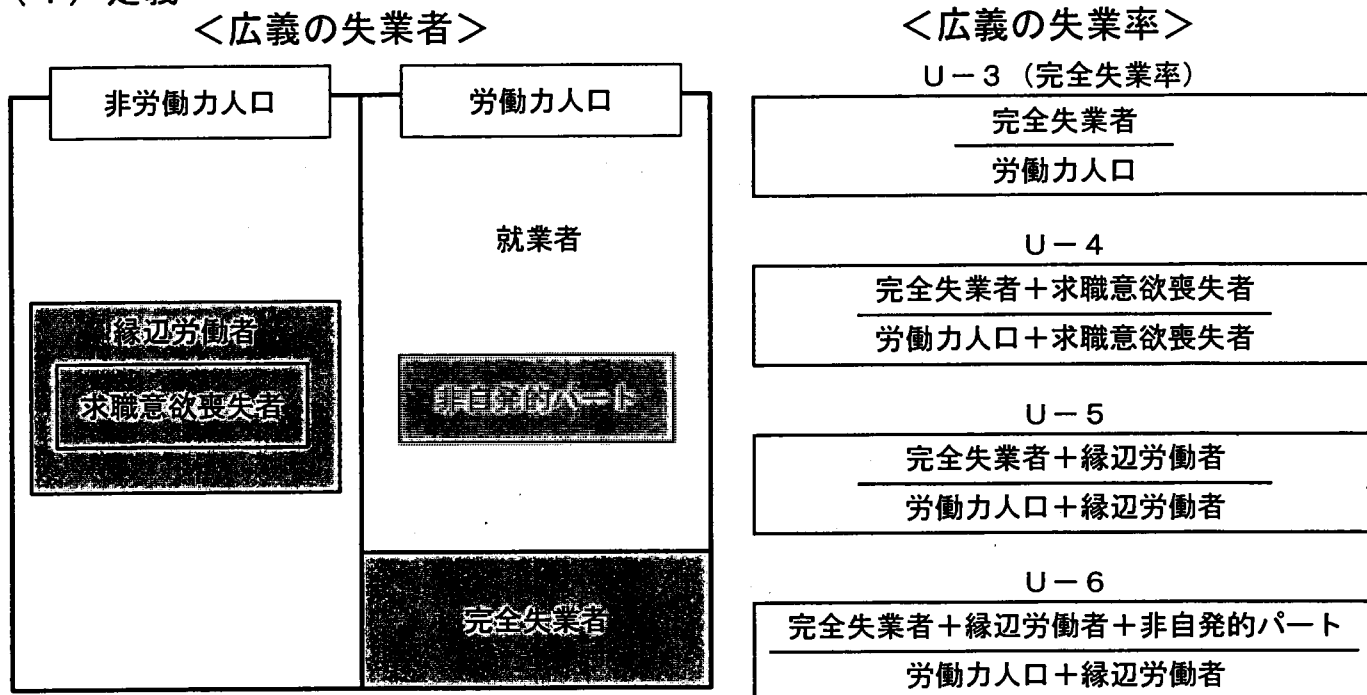


(注) 1. 設備投資額は製造業大企業。ソフトウェアを除くベース。
 2. ②のボラティリティは過去2年間に於ける前月比変化率の標準偏差。

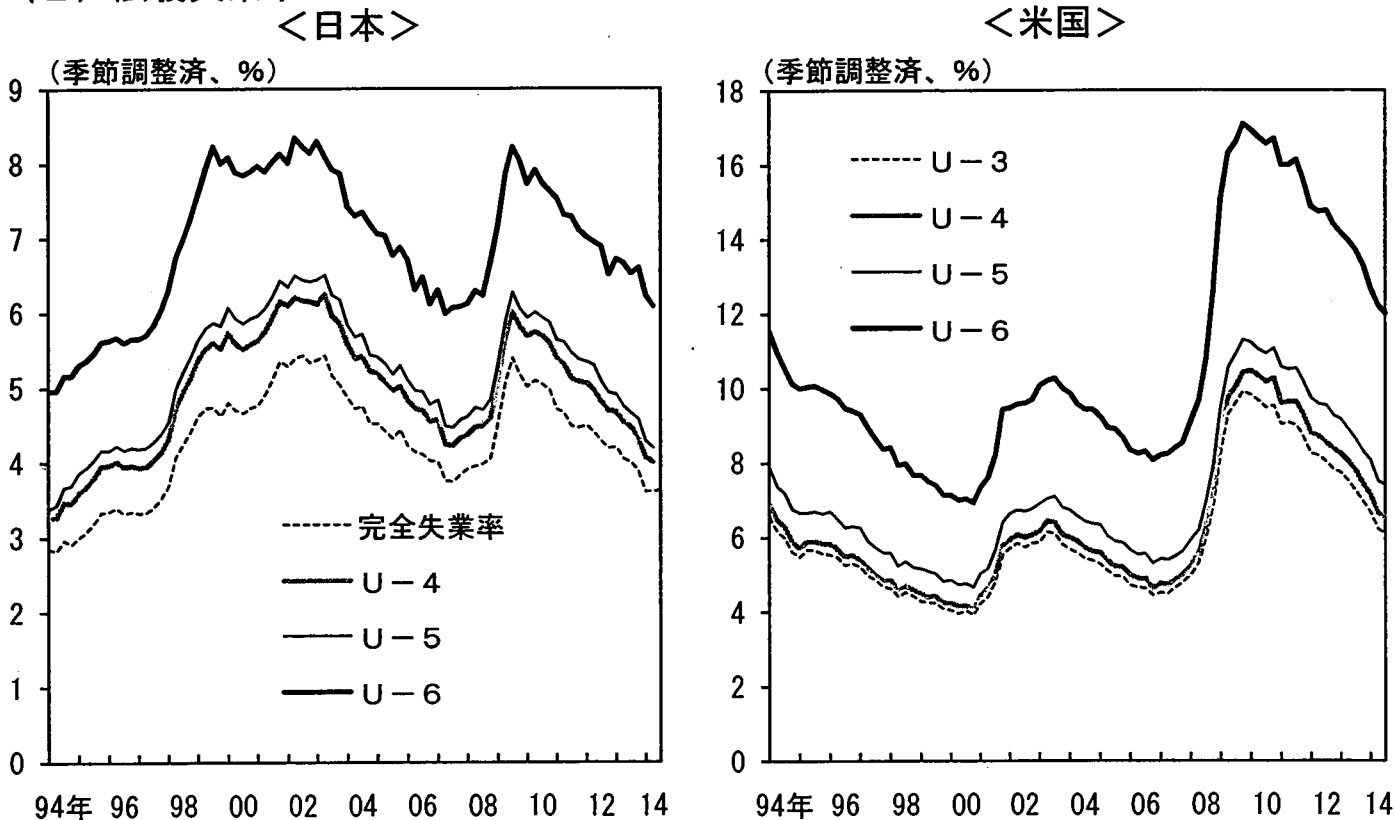
(資料) 日本政策投資銀行「設備投資計画調査」、財務省「法人企業統計季報」、BIS

各種の失業率

(1) 定義



(2) 広義失業率



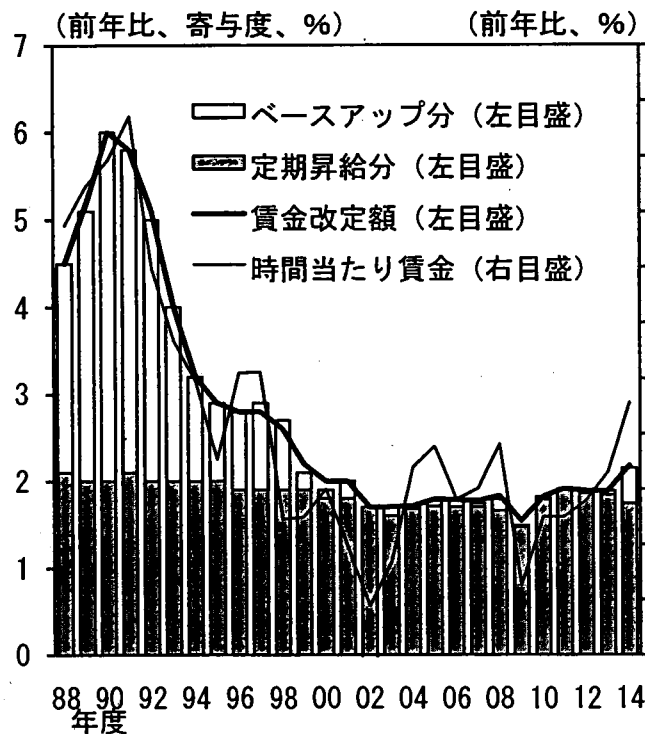
(注) 日本の広義失業者は、以下のように定義し、算出。

縁辺労働者は、非労働力人口のうち就業を希望し、過去1年間(94年のみ過去半年間)に求職活動を行ったことがあり、すぐ仕事につける状態にある者。求職意欲喪失者は、縁辺労働者のうち、適当な仕事がありそうにないことを理由にしている者。非自発的パートは、週35時間未満就業で、追加就業を希望する者。X-12-ARIMAによる季節調整値。1994～1998年は年次、1999～2001年は半期のデータのため、線形補間をして算出。2011/1～3Qは試算値。非自発的パートの2013/1Q～2014/2Qは試算値。

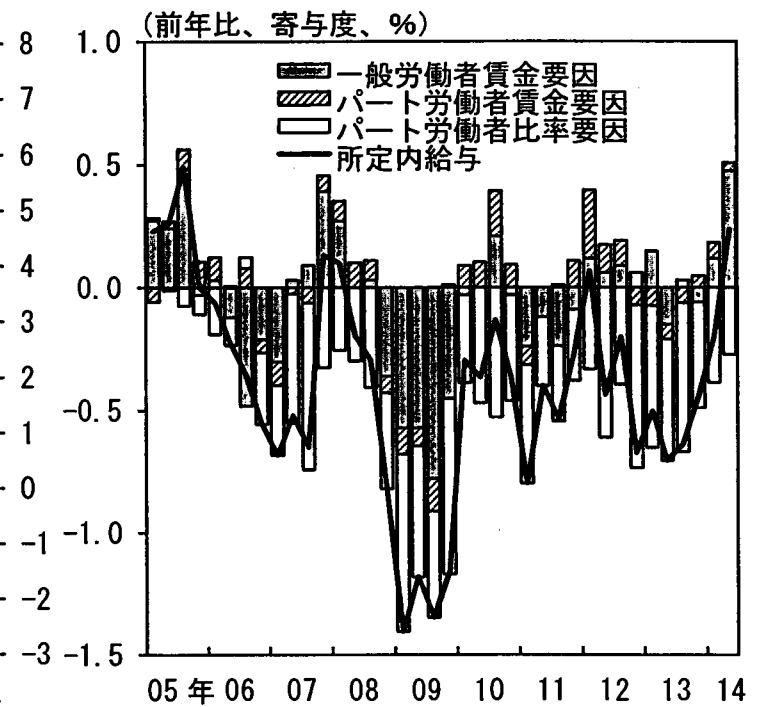
(資料) 総務省「労働力調査」、BLS

賃金と雇用者所得

(1) 時間当たり賃金と定期昇給・ベア

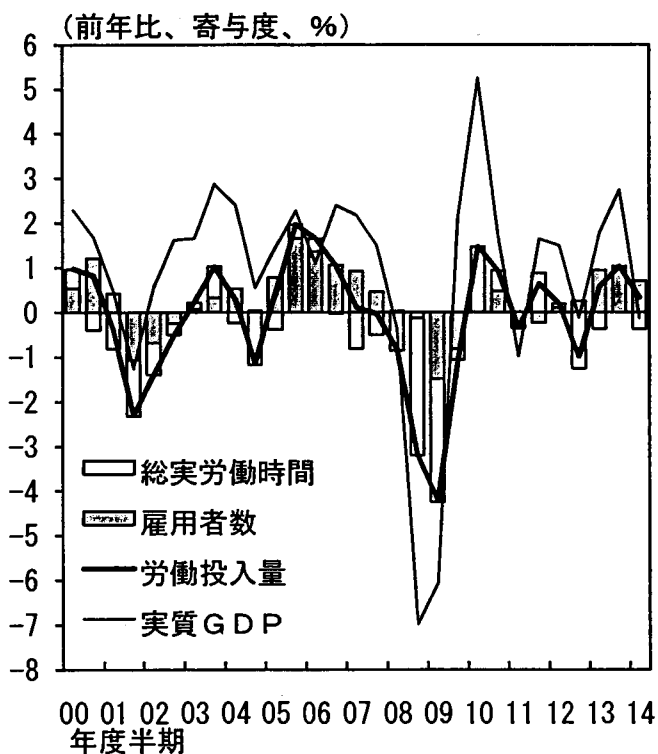


(2) 所定内給与

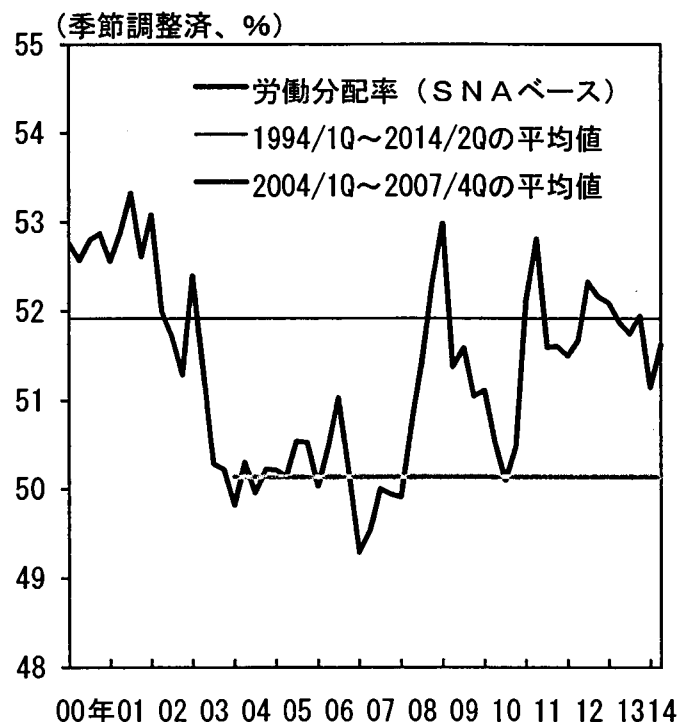


- (注) 1. (1) の賃金改定額は、2013年度までは中央労働委員会、2014年度は日本労働組合総連合会の値。
時間当たり賃金は、1990年度までは事業所規模30人以上の計数、2014年度は2014/4~8月の前年同期比。
2. 四半期は次のように組替えている。第1四半期:3~5月、第2:6~8月、第3:9~11月、第4:12~2月。

(3) 労働投入量



(4) 労働分配率



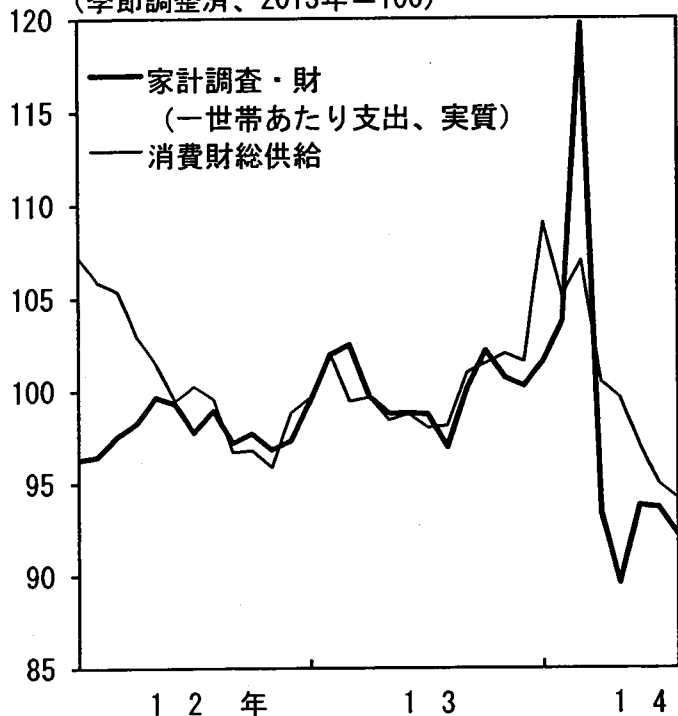
- (注) 1. (3) の2014年度上半期は、実質GDPは2014/2Q、それ以外は2014/4~8月の前年同期比。
労働投入量=雇用者数(労働力調査)×総実労働時間
2. (4) の労働分配率=名目雇用者報酬/名目GDP×100
(資料) 厚生労働省「毎月勤労統計」、総務省「労働力調査」、内閣府「国民経済計算」、中央労働委員会「賃金事情等総合調査」、日本労働組合総連合会「春季生活闘争」

供給側・需要側別にみた個人消費の動向

(1) 供給側統計と需要側統計

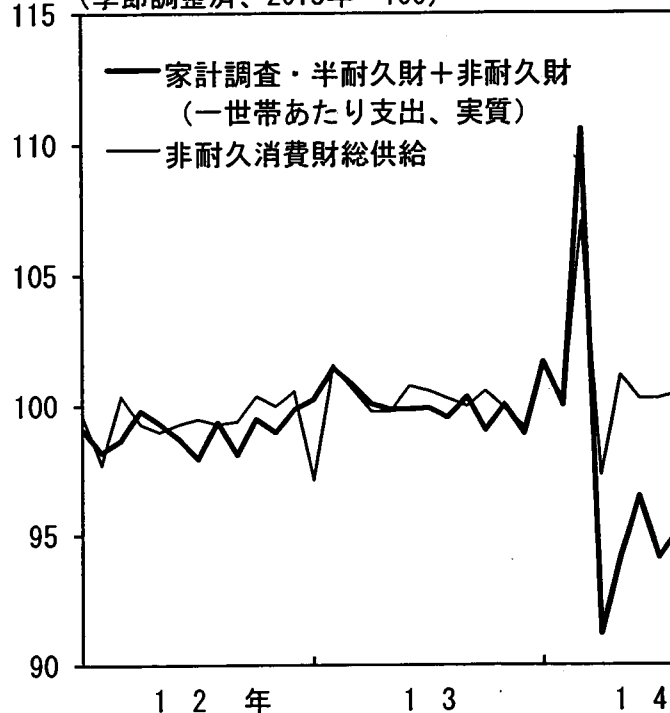
①消費財総供給と家計調査

(季節調整済、2013年=100)



②うち非耐久財と半耐久財

(季節調整済、2013年=100)

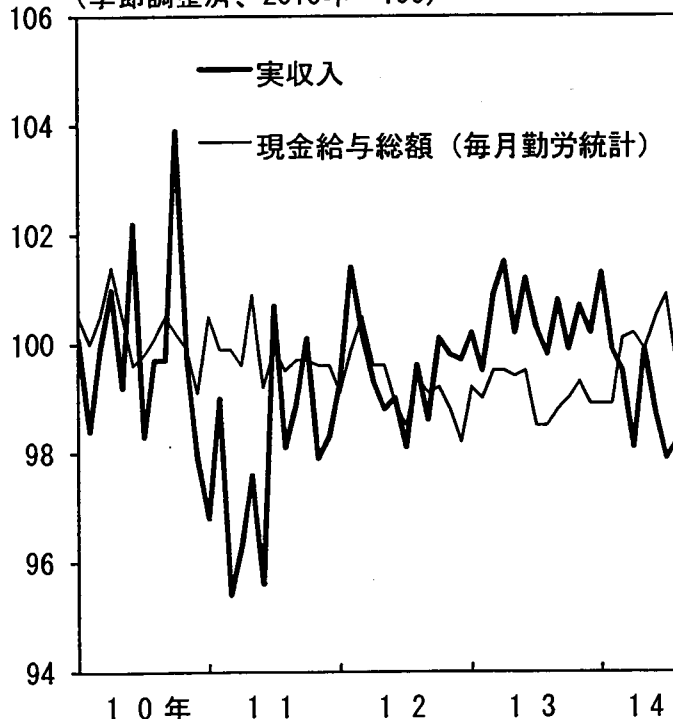


(注) 家計調査は、二人以上の世帯の計数。X-12-ARIMAによる季節調整値。各財について対応する消費者物価指数で実質化。家計調査・財は、品目分類における耐久財、半耐久財、非耐久財の合計。

(2) 家計調査

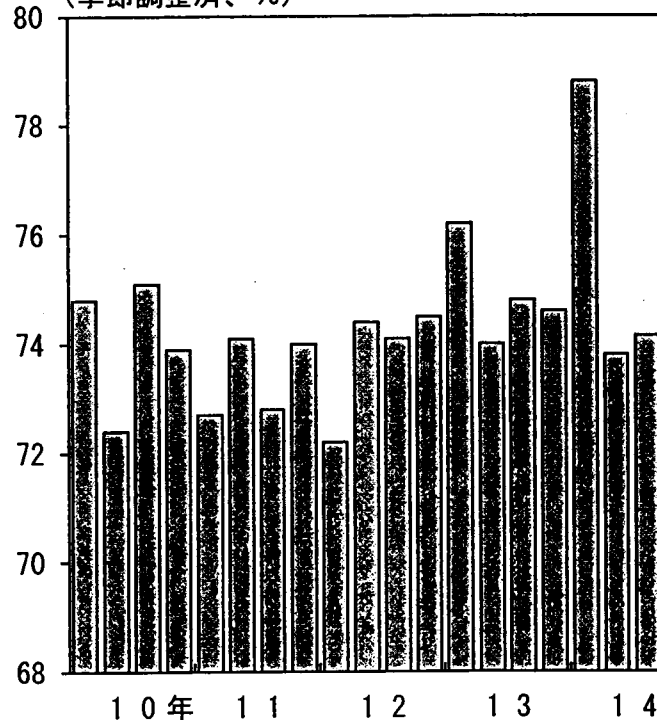
①実収入 (名目)

(季節調整済、2010年=100)



②平均消費性向

(季節調整済、%)

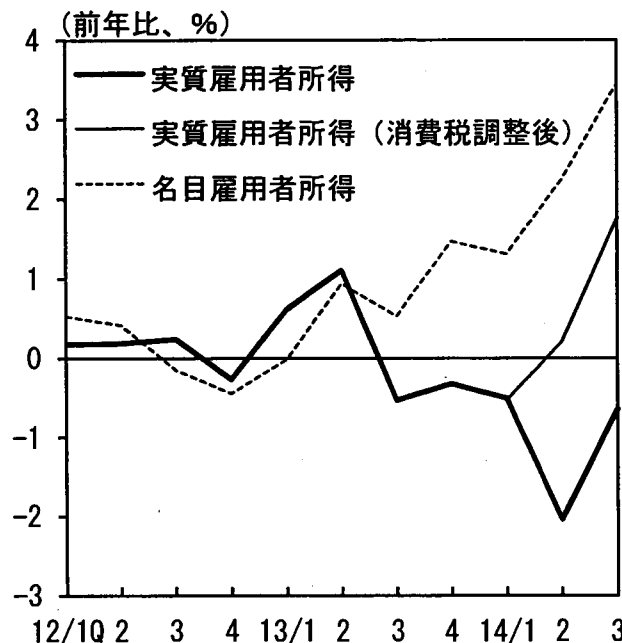


(注) 実収入と平均消費性向は、二人以上の世帯のうち勤労者世帯の計数。

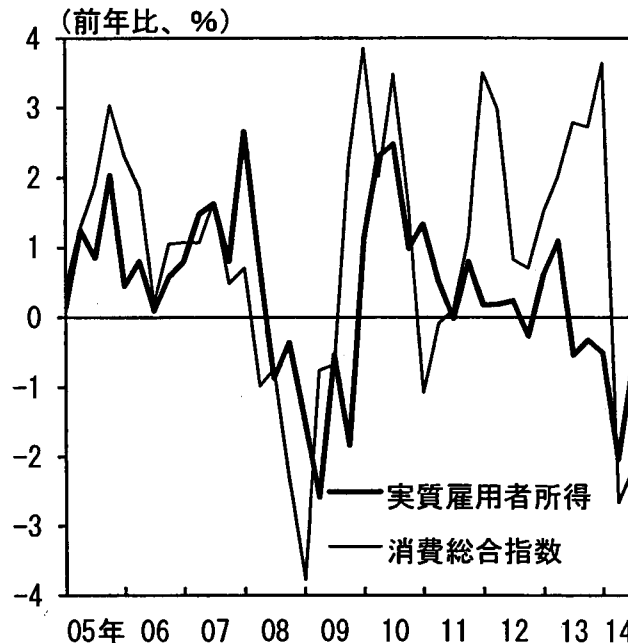
(資料) 経済産業省「鉱工業総供給表」、総務省「家計調査報告」、厚生労働省「毎月勤労統計」等

個人消費を取り巻く環境

(1) 実質雇用者所得

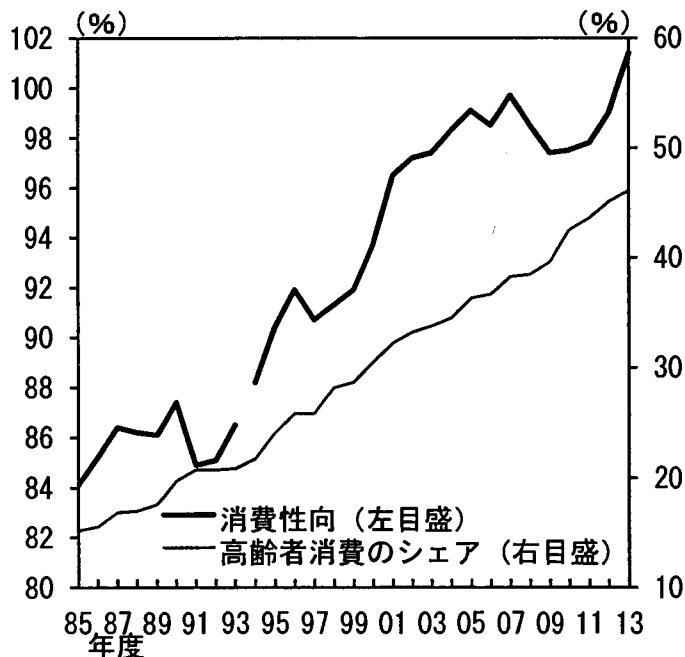


(2) 実質雇用者所得と個人消費

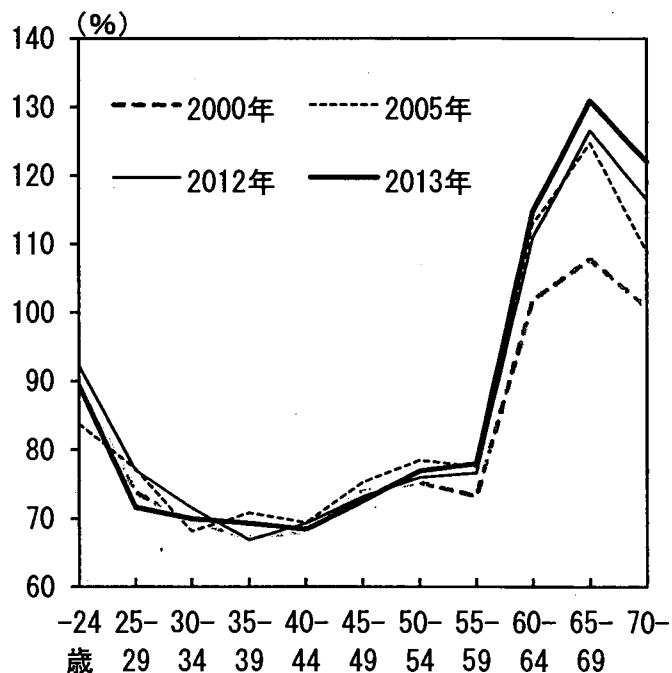


- (注) 1. 名目(実質)雇用者所得=常用労働者数×名目(実質)賃金。2014/3Qは、7~8月の前年同期比。
 2. (1)の実質雇用者所得(消費税調整後)は、消費税率引き上げの直接的な影響を調整した消費者物価指数(総合除く持家の帰属家賃、試算値)を用いて実質化。
 3. (2)の消費総合指数は、季節調整値の前年比。

(3) マクロの消費性向



(4) 年齢階層別の消費性向

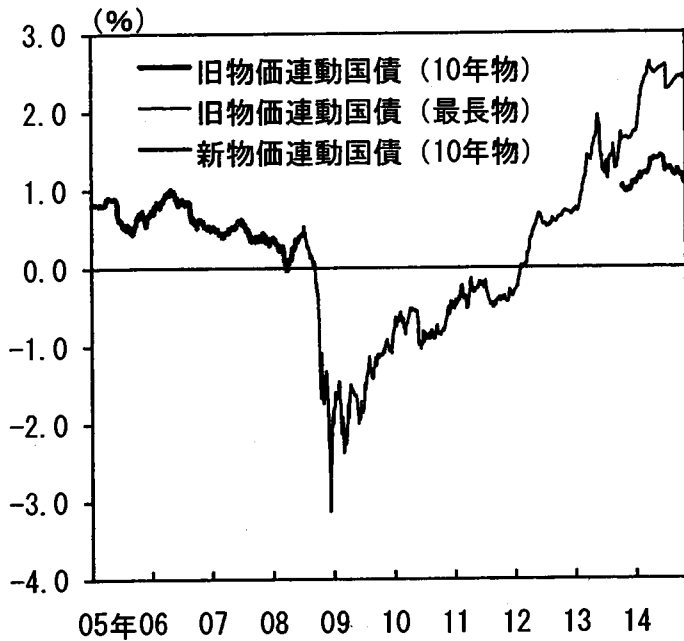


- (注) 1. (3)の消費性向はSNAベース。1993年度以前は2000年基準、1994年度以降は2005年基準。2013年度は、一連の経済対策・施策による、政府から家計への移転所得を加味した、日本銀行調査統計局による試算値。高齢者消費のシェアは、家計調査の二人以上の世帯を用いて算出。1999年以前は農林漁家世帯を除くベース、2000年以降は農林漁家世帯を含むベース。高齢者は、60歳以上。
 2. (4)は家計調査ベース。勤労者世帯と無職世帯で加重平均した消費支出と可処分所得を用いて算出。

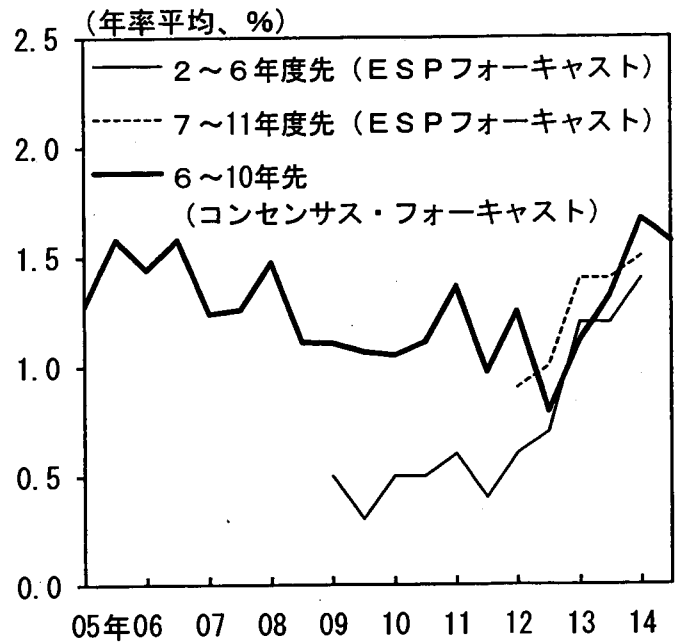
(資料) 厚生労働省「毎月勤労統計」、内閣府「国民経済計算」「消費総合指数」、総務省「家計調査報告」「消費者物価指数」、各年度予算書等

予想物価上昇率 (1)

(1) 市場参加者の予想物価上昇率
(物価連動国債のBEI)



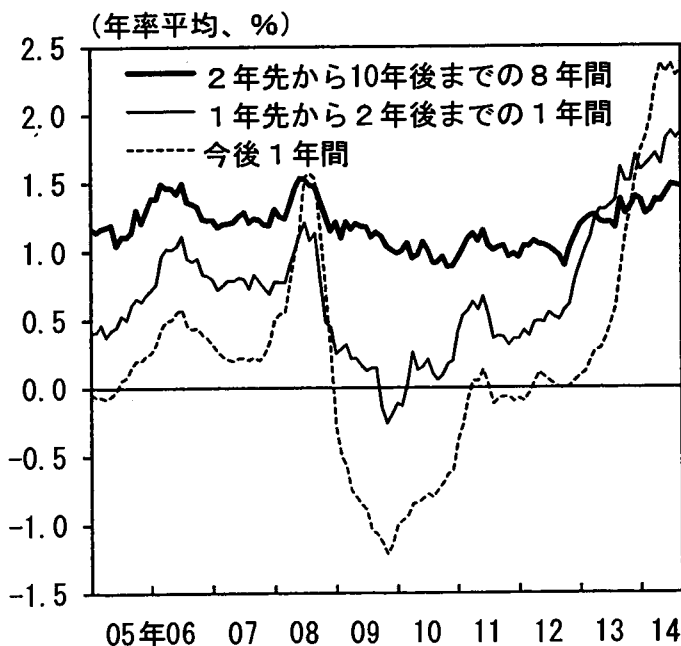
(2) エコノミストの予想物価上昇率



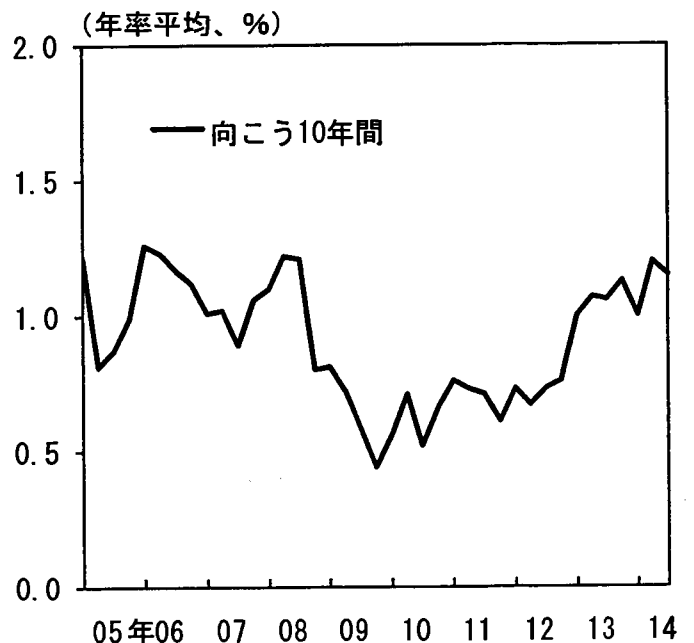
- (注) 1. (1) のBEIは、固定利付国債利回りー物価連動国債利回り。物価連動国債のうち、2013/10月以降に発行されたものを新物価連動国債、それ以外を旧物価連動国債と呼称。旧物価連動国債の最長物は、16回債(2018/6月償還の銘柄)の利回りを用いて算出。
 2. (2) のESPフォーキャストは、消費税率引き上げの影響を除くベース。
 3. (2) の調査時点は、コンセンサス・フォーキャストについては1、4、7、10月(ただし、2014/4月以前は4、10月)。ESPフォーキャストは6、12月。

(3) 市場参加者の予想物価上昇率

①QUICK調査



②みずほ証券調査



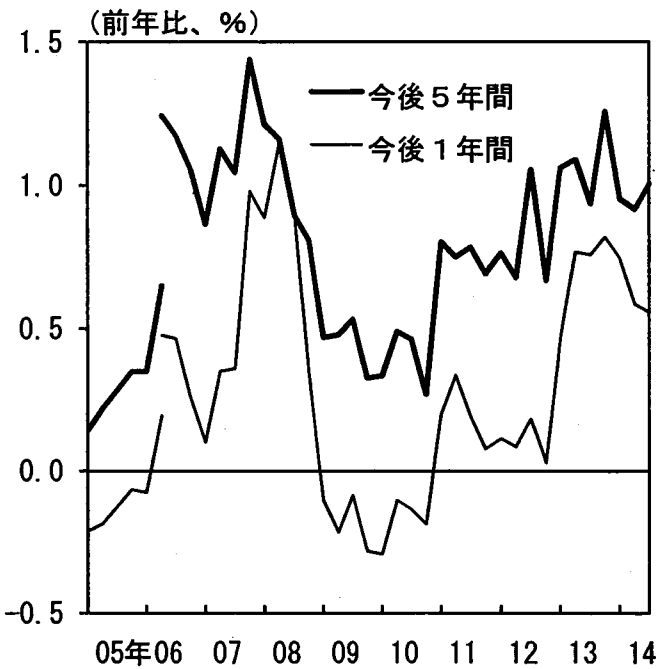
- (注) QUICK調査は、2013/9月調査から、消費税率引き上げの影響を含む計数を回答するよう質問項目に明記。みずほ証券調査は、消費税率引き上げの影響を除くベース。

(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

予想物価上昇率 (2)

(1) 家計の予想物価上昇率

①生活意識に関するアンケート調査



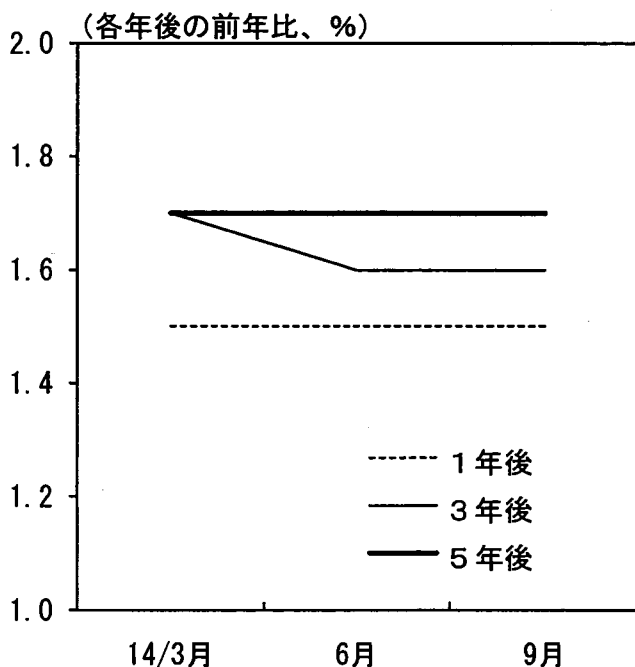
②消費動向調査



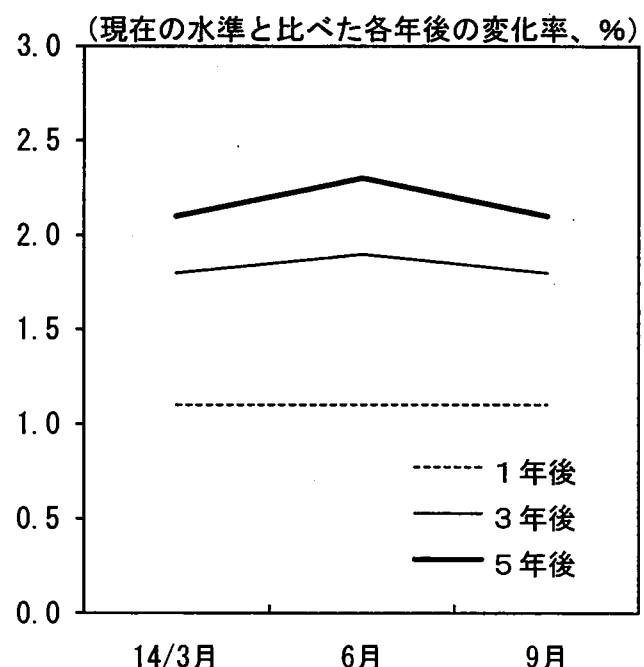
- (注) 1. ①は修正カールソン・パーキン法により推計したもの。推計の詳細については、日銀レビュー「インフレ予想(Inflation Expectations)について」(2008/12月)を参照。2013/6月調査からは、消費税率引き上げの影響を除くベースで回答するよう、質問項目に明記。
2. ②は総世帯ベース。加重平均は、「-5%以上低下」は-5%、「-5%~-2%低下」は-3.5%、「-2%未満低下」は-1%、「2%未満上昇」は+1%、「2%~5%上昇」は+3.5%、「5%以上上昇」は+5%、のインフレ率をそれぞれ予想していると仮定して計算したもの。D. I. は、「上昇する」-「低下する」。

(2) 企業の予想物価上昇率 (短観)

①物価全般の見通し



②販売価格の見通し



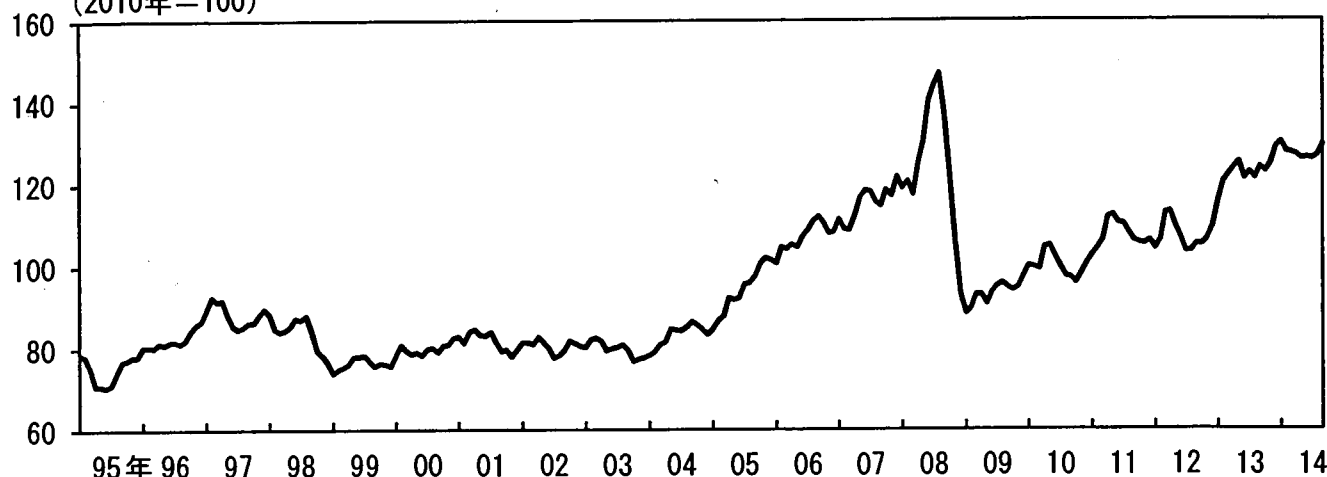
(注) 全産業全規模、平均値。消費税率引き上げの影響を除くベース。

(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」、内閣府「消費動向調査」、総務省「消費者物価指数」

為替レートと輸入物価

(1) 輸入物価 (円ベース)

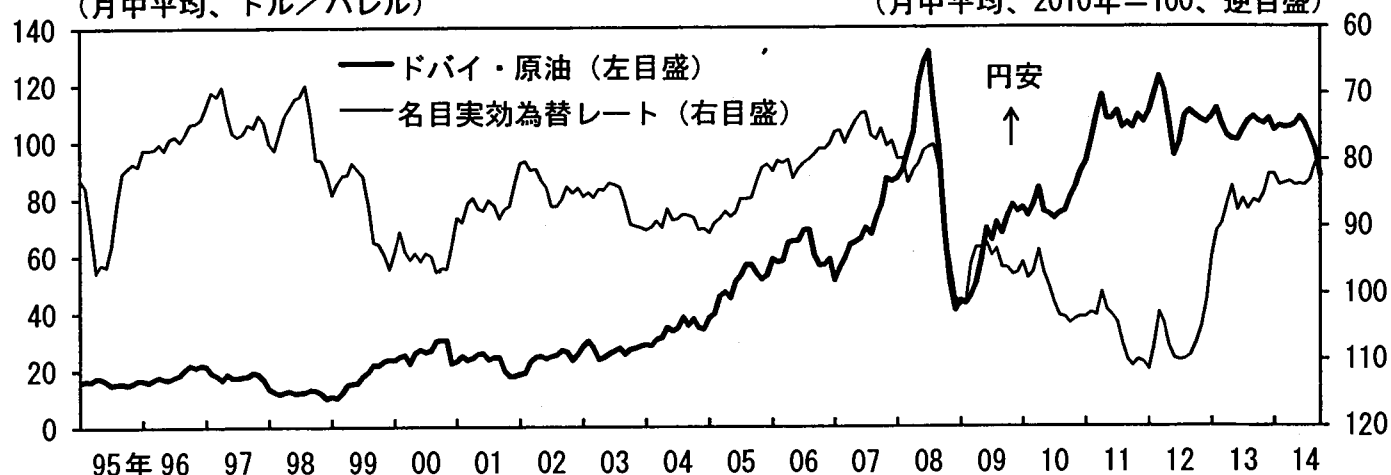
(2010年=100)



(2) 原油価格と為替レート

(月中平均、ドル/バレル)

(月中平均、2010年=100、逆目盛)

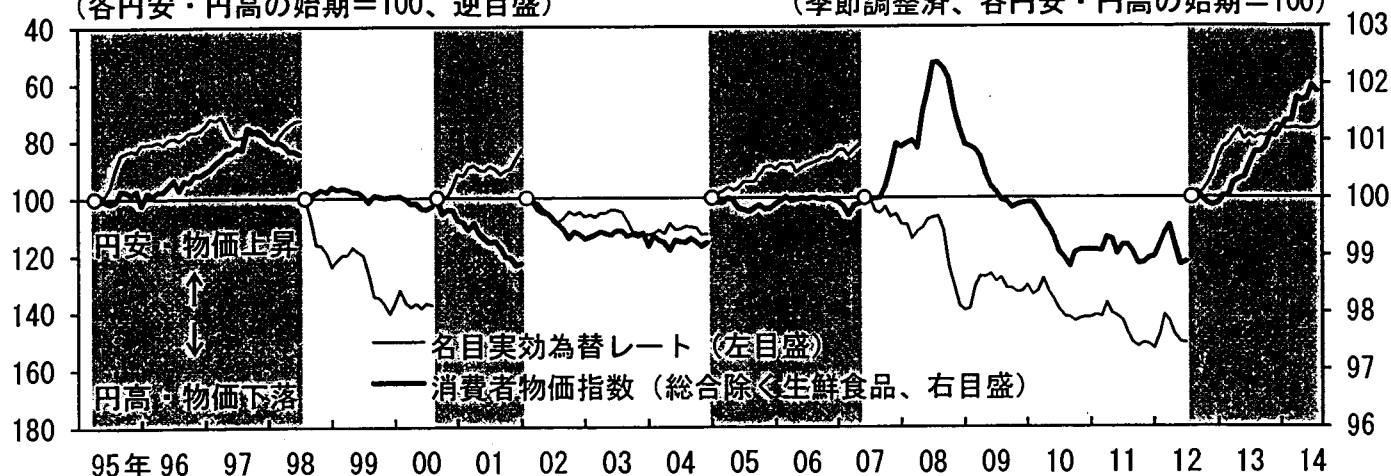


(注) 名目実効為替レートは、BISのブロードベース (下の図表も同じ)。2014/10月分は、日本銀行の名目実効為替レート (円インデックス) を用いて算出。

(3) 為替レートと消費者物価

(各円安・円高の始期=100、逆目盛)

(季節調整済、各円安・円高の始期=100)



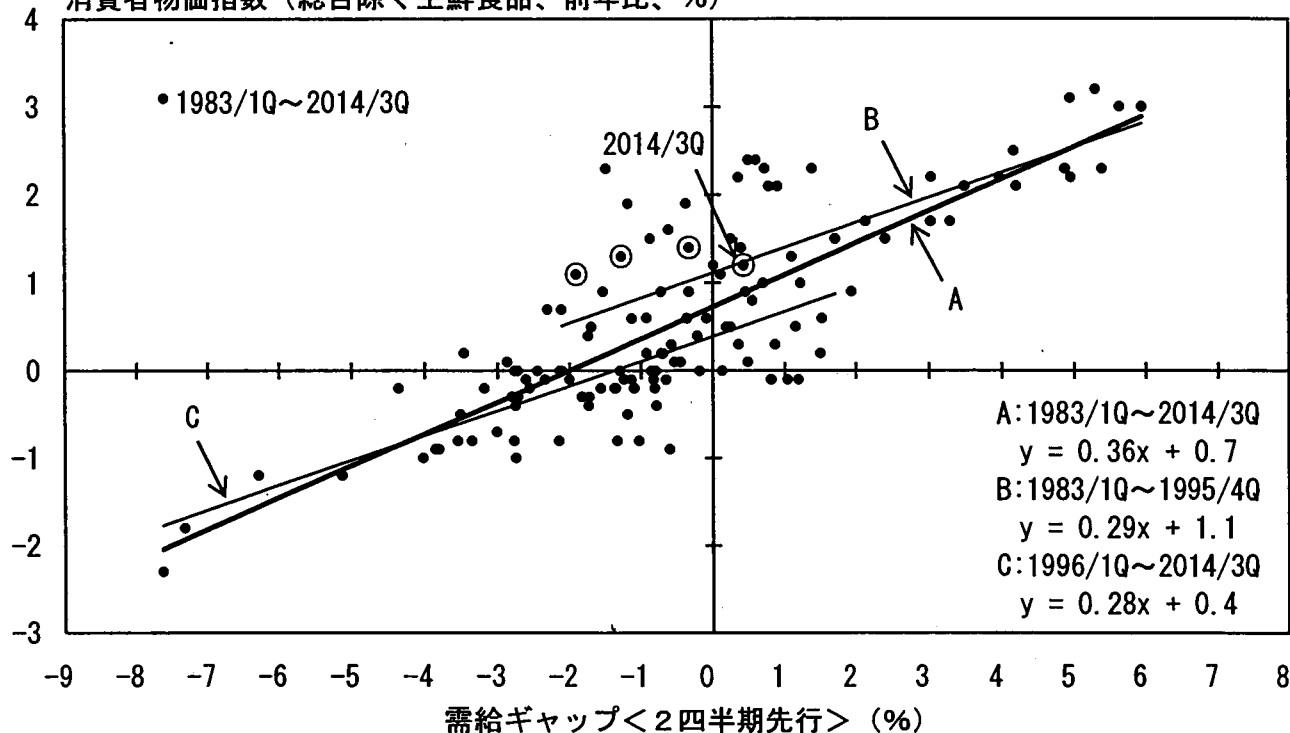
(注) 1. シャドー部分は円安局面、各局面の期間は名目実効為替レート、円/ドル相場をもとに決定。
2. 消費者物価指数は、消費税調整済み (試算値)。

(資料) 日本銀行「企業物価指数」、総務省「消費者物価指数」、日本経済新聞社、BIS等

需給ギャップと物価上昇率

(1) フィリップス曲線 (総合除く生鮮食品)

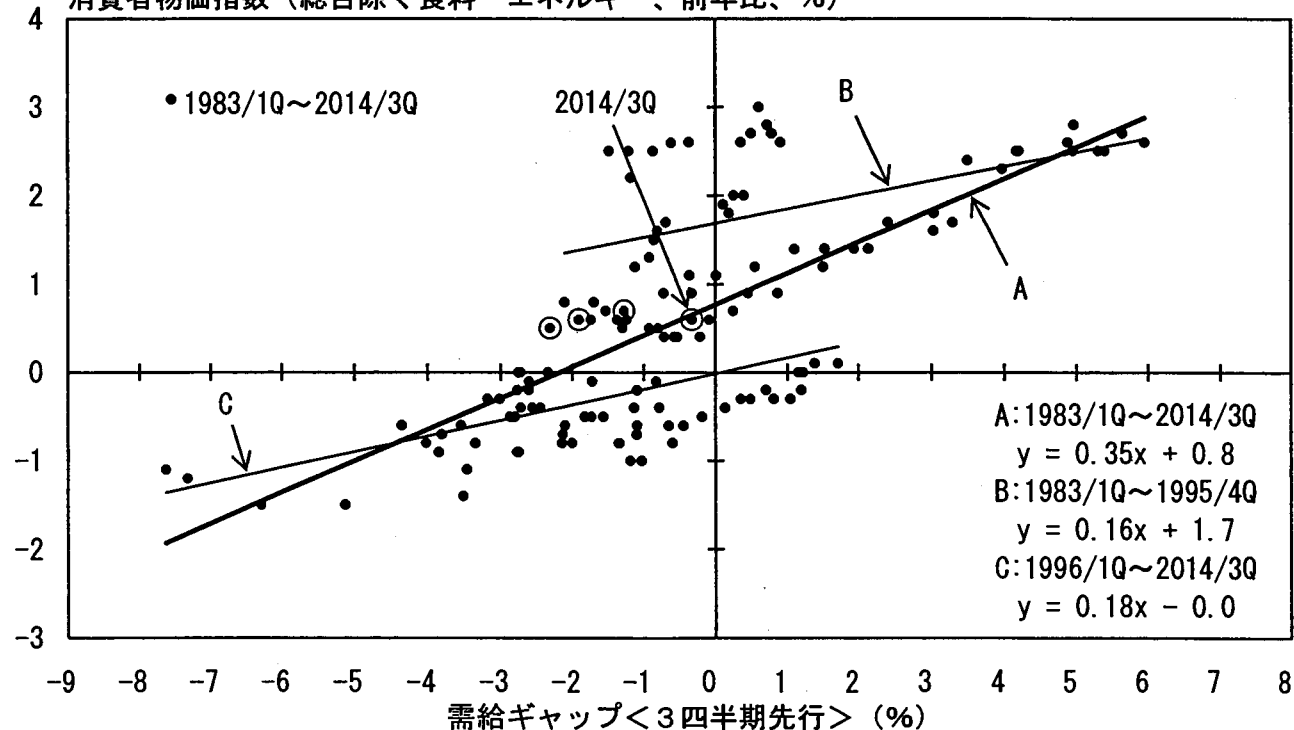
消費者物価指数 (総合除く生鮮食品、前年比、%)



- (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 (試算値、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)

消費者物価指数 (総合除く食料・エネルギー、前年比、%)

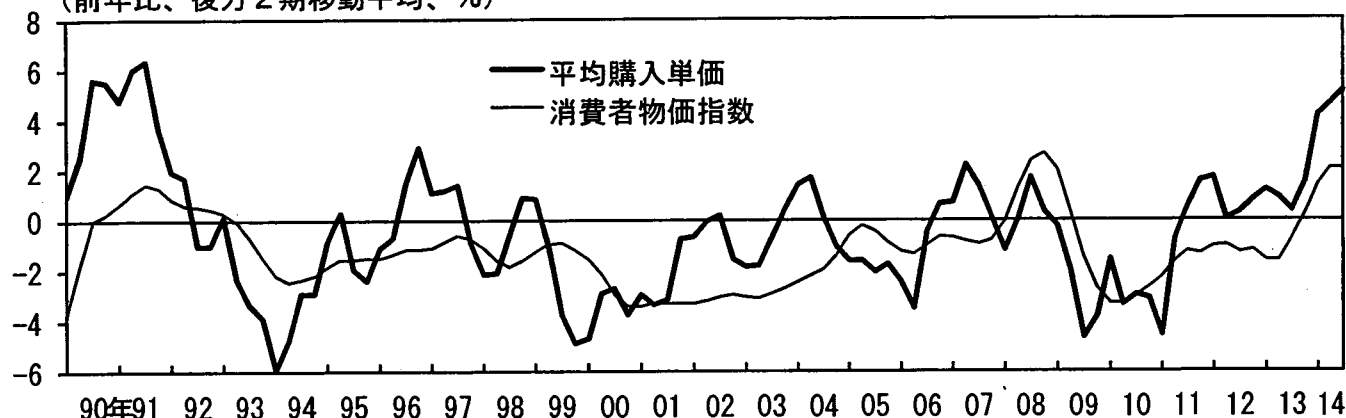


(資料) 総務省「消費者物価指数」、内閣府「国民経済計算」等

家計の消費行動と企業の価格設定行動

(1) 家計調査の購入単価と消費者物価指数

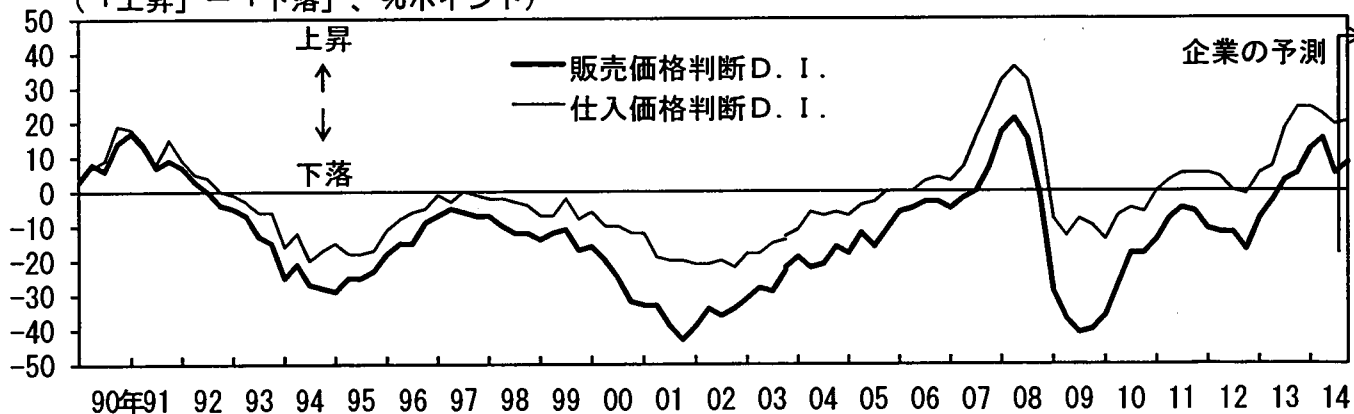
(前年比、後方2期移動平均、%)



- (注) 1. 家計調査と消費者物価指数の両方で継続してデータが存在する品目を抽出。品目は、「財」から「生鮮食品」、「石油製品」、「電気・都市ガス・水道」を除き、食料工業製品、農水畜産物(除く生鮮食品)、被服、耐久消費財などを対象としている(「」内は総務省公表ベース)。
 2. 平均購入単価、消費者物価指数の前年比は、消費税調整済み(試算値)。
 3. 2014/3Qは、7~8月の前年同期比。

(2) 小売業の販売価格判断D. I. と仕入価格判断D. I. (短観・大企業)

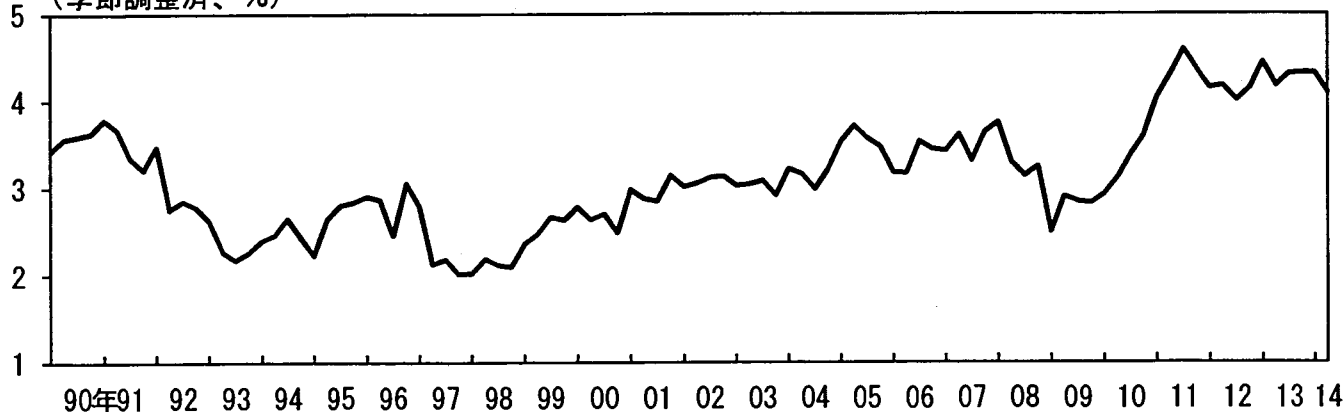
(「上昇」-「下落」、%ポイント)



- (注) 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。2014/4Qは、2014/9月調査時点の企業の予測値。

(3) 小売業の売上高営業利益率(大企業)

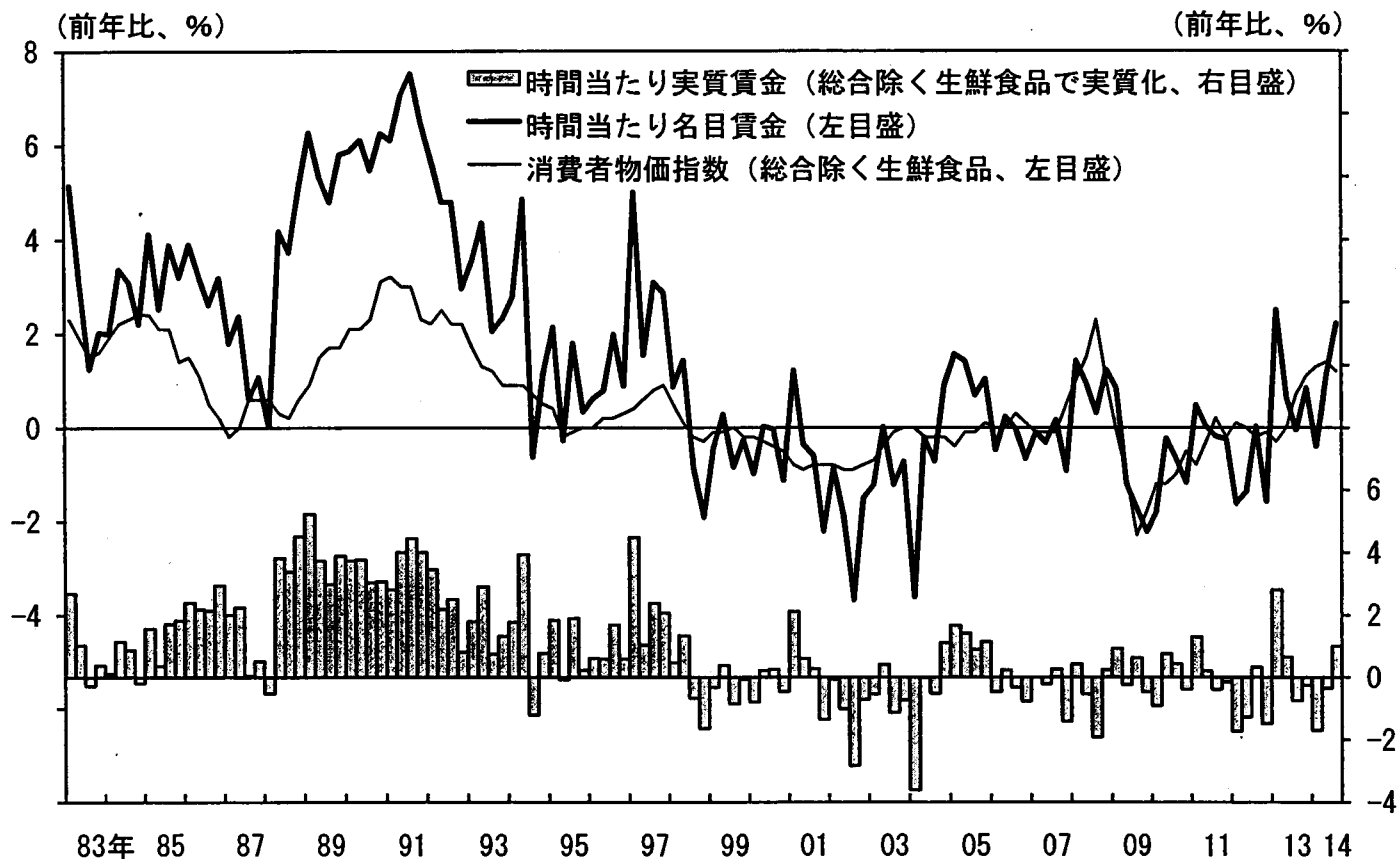
(季節調整済、%)



- (注) 小売業は、飲食業を含む。X-12-ARIMAによる季節調整値。
 (資料) 総務省「家計調査報告」「消費者物価指数」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、財務省「法人企業統計季報」

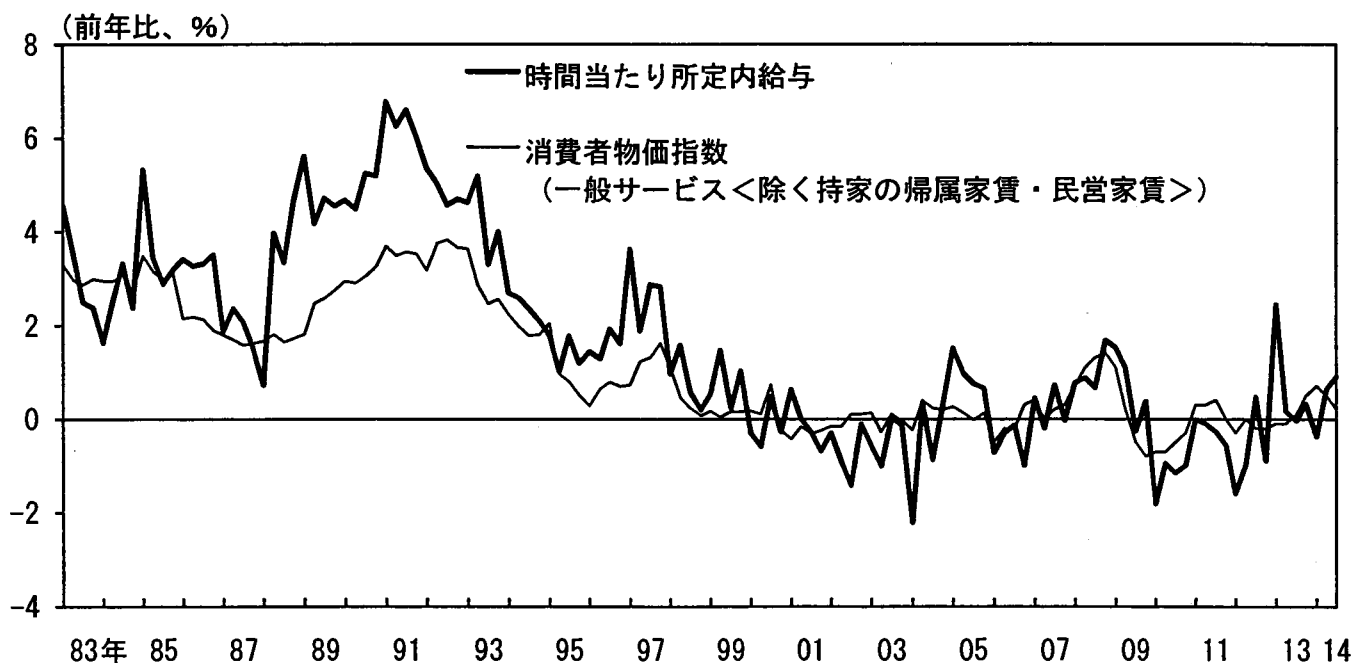
物価と賃金

(1) 消費者物価指数（総合除く生鮮食品）と時間当たり賃金



- (注) 1. 2014/3Qは、7~8月の前年同期比（下の図表も同じ）。
2. 消費者物価指数の前年比は、消費税調整済み（試算値、下の図表も同じ）。
3. 時間あたり賃金の1990/4Qまでは事業所規模30人以上の計数（下の図表も同じ）。

(2) 消費者物価指数（一般サービス）と所定内給与

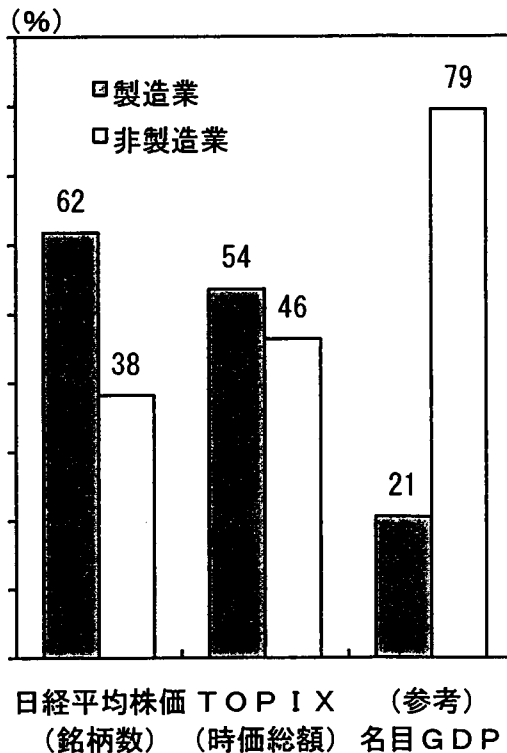
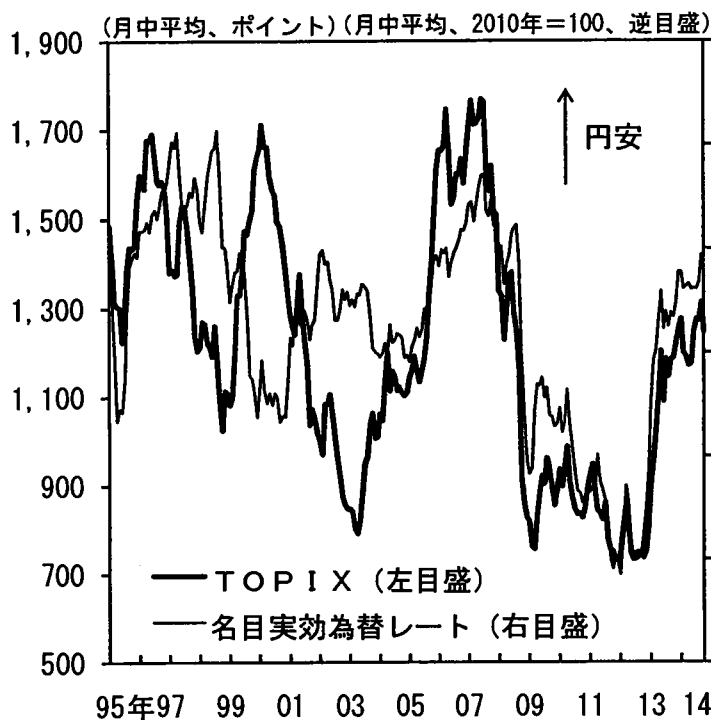


- (注) 消費者物価指数（一般サービス<除く持家の帰属家賃・民営家賃>）の前年比は、指数から作成。
ただし、2005/4Q以前は前年比を加重して作成。
(資料) 総務省「消費者物価指数」、厚生労働省「毎月勤労統計」

為替円安の影響

(1) 為替レートと株価

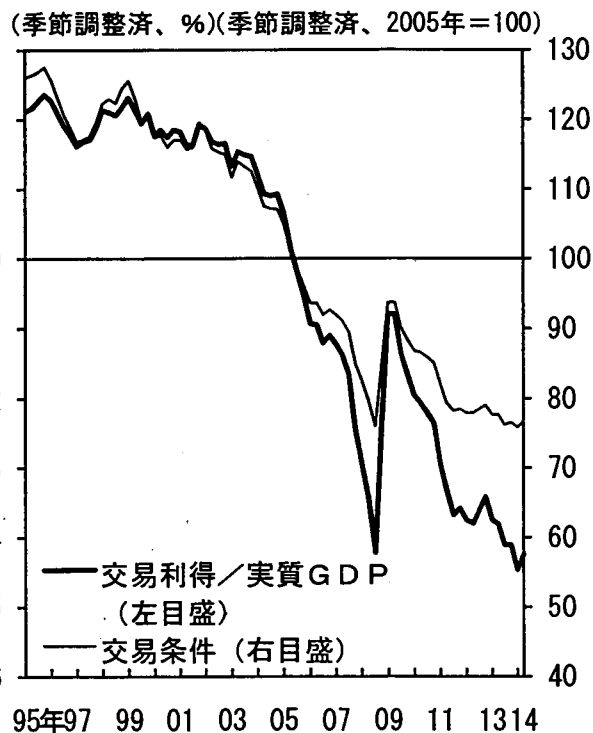
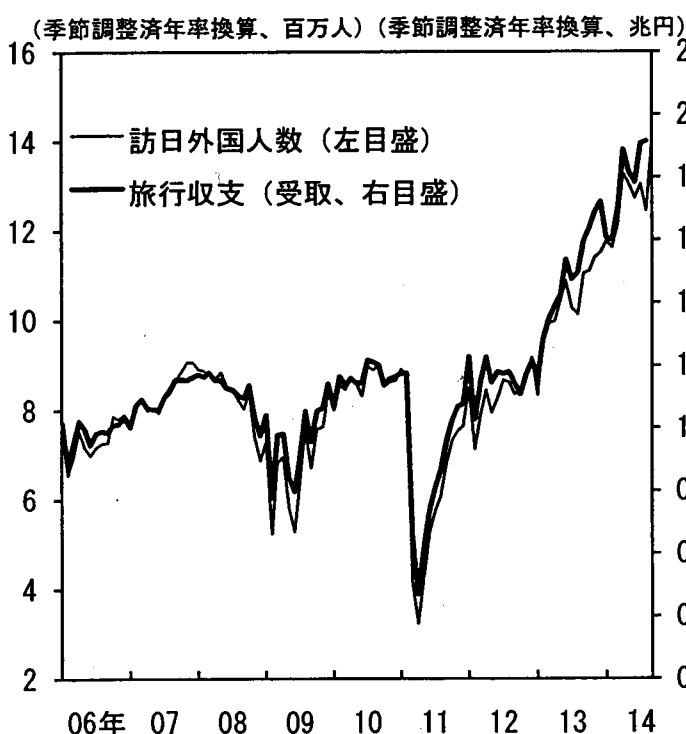
(2) 株式市場における製造業の割合



- (注) 1. (1) の名目実効為替レートは、BISのブロードベース。2014/10月分は、日本銀行の名目実効為替レート(円インデックス)を用いて算出。
2. (2) の日経平均およびTOPIX構成銘柄は、2014/9月末時点。名目GDPは2012年の値。

(3) 訪日外国人数と旅行収支

(4) 交易条件と交易利得



- (注) 1. 訪日外国人数は、X-12-ARIMAによる季節調整値。
2. 交易条件=輸出デフレーター/輸入デフレーター(SNAベース)
3. 交易利得=名目純輸出/輸出・輸入デフレーター加重平均-実質純輸出

(資料) BIS、日本銀行、Bloomberg、内閣府「国民経済計算」、財務省・日本銀行「国際収支状況」、日本政府観光局(JNTO)等

地域別の景気の総括判断（地域経済報告）

	7月判断	前回との比較	10月判断
北海道	消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動が一部にみられているが、基調的には緩やかに回復している	⇒	基調的には緩やかに回復している。この間、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動は、和らいできている
東北	消費税率引き上げの影響による反動がみられるものの、基調的には回復を続けている	⇒	消費税率引き上げの影響による反動がみられるものの、基調的には緩やかに回復している
北陸	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	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、基調的には緩やかな回復を続けている	⇒	消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動などの影響から生産面を中心に弱めの動きがみられているが、基調的には緩やかな回復を続けている
東海	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	⇒	基調としては回復を続けており、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動の影響も、幾分ばらつきを伴いつつ全体として和らいできている
近畿	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	⇒	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	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ものの、基調としては緩やかに回復している	⇒	生産面で幾分増勢の鈍化がみられるものの、基調としては緩やかに回復している。この間、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動の影響は全体として和らぎつつある
四国	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、基調的には緩やかな回復を続けている	⇒	消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動などがみられているが、基調的には緩やかな回復を続けている
九州・沖縄	消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動減がみられているものの、基調的には緩やかに回復している	⇒	基調的には緩やかに回復している。この間、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動減は、徐々に和らいできている

(注) 全文は、<http://www.boj.or.jp/research/brp/rer/rer141020.htm/>を参照。

(資料) 日本銀行「地域経済報告（2014年10月）」

2014年10月31日

日 本 銀 行

経済・物価情勢の展望（2014年10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、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要とその反動の影響を受けつつも、基調的には潜在成長率を上回る成長を続けると予想される²。
- 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、当面現状程度のプラス幅で推移したあと、次第に上昇率を高め、見通し期間の中盤から終盤にかけて2%程度に達する可能性が高い。その後、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、駆け込み需要の反動の影響や輸出の弱めの動きなどから、2014年度について幾分下振れている。物価の見通しは、2015年度については、国際商品市況の下落などから幾分下振れるものの、2016年度については概ね不変である。
- 「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³。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向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う。

¹ 10月31日開催の政策委員会・金融政策決定会合で決定されたものである。

² 消費税率については、これまでの展望レポートと同様、本年4月の8%への引き上げに続き、2015年10月には10%に引き上げられることを前提としている。

³ 「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、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動などの影響から生産面を中心に弱めの動きがみられているが、基調的には緩やかな回復を続けている。4～6月における成長率は、自動車などの耐久消費財を中心に駆け込み需要の反動の影響が大きかったことや輸出が弱めの動きとなったことなどから、大きなマイナスとなった。また、夏場には天候不順も、個人消費の一時的な下押し要因として作用した。もともと、駆け込み需要とその反動といった振れを均してみれば、潜在成長率を上回る成長が続いている⁴。また、今回の景気回復は、雇用誘発効果の大きい国内需要に主導されていることもあって、雇用の増加と労働需給の引き締まりは、着実に進んでいる。

先行きを展望すると、国内需要が堅調さを維持する中で、輸出も緩やかな増加に向かっていくと見込まれ、家計部門、企業部門ともに所得から支出への前向きな循環メカニズムは持続すると考えられる。このため、わが国経済は、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。

こうした見通しの背景にある前提は、以下のとおりである。

第1に、日本銀行が「量的・質的金融緩和」を着実に推進していく中で、金融環境の緩和度合いは一段と強まっていくと考えられる⁵。すなわち、「量

⁴ 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%台前半ないし半ば程度」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。

⁵ 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、これは、展望レポートに比べて低い市場参加者の物価見通しを反映している。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

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、実質金利は低下している。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する中で、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、家計支出を起点とする前向きな循環に支えられながら、徐々に成長率を高め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が残り、物価上昇率の低下傾向もみられるものの、個人消費の底堅さや輸出の増加などに支えられ、緩やかな回復を続けると考えられる。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、概ね安定した成長を続けると想定している。その他の新興国・資源国経済については、国・地域によるばらつきはあるが、先進国の景気回復の波及と、緩和的な金融環境を受けた内需の持ち直しから、成長率を緩やかに高めていくと見込んでいる。

第3に、公共投資は、経済対策の押し上げ効果から高水準で推移してきたが、本年度下期中には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や潜在成長率は、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年度下期については、個人消費は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反

想定している。

動の影響がしばらくは残るものの次第に減衰し、雇用・所得環境の着実な改善が続くもとで、底堅く推移すると見込まれる⁶。設備投資は、企業収益の改善や金融緩和効果が引き続き押し上げに働くもとで、長年の投資抑制による設備老朽化に対応した更新投資や、労働需給の引き締めを受けた省力化投資、為替相場の動きも踏まえた国内拠点の再構築などの投資ニーズの高まりがみられることから、しっかりと増加するとみられる。この間、輸出は、海外経済が回復するもとで、為替相場の動きも下支えとなり、緩やかな増加に向かっていくと考えられる。こうしたもとで、鉱工業生産は、在庫調整の進捗もあって、緩やかな増加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海外経済の成長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、潜在成長率を上回る成長が続くと見込まれる。

2016年度までの成長率の見通しを、7月の中間評価時点と比べると、2014年度については、駆け込み需要の反動の影響や輸出の弱めの動きなどから幾分下振れるものの、2015年度と2016年度については概ね不変である。

(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、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

⁶ 本年4月の消費税率引き上げに伴ってみられた駆け込み需要の大きさや実質所得を通じた影響も踏まえながら、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+0.4%ポイント程度、2014年度-0.9%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。

設備の稼働状況を表すマクロ的な需給バランスは、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、雇用誘発効果の大きい国内需要の堅調さが雇用の増加をもたらすもとで、労働面を中心に着実に改善傾向を続けている⁷。すなわち、失業率は3%台半ばとみられる構造的失業率近傍で推移しているほか、現在職探しをしていないが求職意欲を持つ人々なども含めた広義の失業率も低下傾向を続けるなど、労働需給は着実に引き締まり傾向が強まっている⁸。企業は、駆け込み需要の反動による需要の落ち込みを一時的とみているとみられ、前向きな雇用スタンスを維持している。こうしたもとで、所定内給与がはっきりとした増加に転じるなど、賃金の改善も続いている。また、非製造業を中心に設備の不足感も強まってきている。このため、マクロ的な需給バランスは、本年度後半にプラス（需要超過）基調が定着し、それ以降、プラス幅が一段と拡大していくと考えられる。そうしたもとで、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、やや長い目でみれば、全体として上昇しているとみられる。こうした予想物価上昇率の動きは、実際の賃金・物価形成にも影響を及ぼしていると考えられる。例えば、労使間の賃金交渉において、企業業績などに加え、物価上昇率の高まりも意

⁷ 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。

⁸ 労働市場では、求人と求職の間にある程度 mismatches 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 mismatches 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。ただし、構造的失業率の推計値は、時間の経過に伴って変化する性格のものである点には留意が必要である。また、広義の失業率は、職探しを止めているため非労働力人口とされているが潜在的には求職意欲を持つ労働者や、パート労働者のうち現状より長い時間の労働を希望している者も失業者として計算している。

識され、ベースアップが久方ぶりに多くの企業で実施された。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高まっていくもとの、中長期的な予想物価上昇率も上昇傾向をたどり、「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、輸入物価についてみると、このところの為替相場の動きは、消費者物価の押し上げ要因として作用する一方、原油価格をはじめとする国際商品市況の下落は、当面物価の下押し圧力となる。

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、当面現状程度のプラス幅で推移したあと、次第に上昇率を高め、見通し期間の中盤から終盤にかけて、「物価安定の目標」である2%程度に達する可能性が高い⁹。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の、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。2016年度までの消費者物価の見通しを7月の中間評価時点と比較すると、2015年度については、国際商品市況の下落などから幾分下振れるものの、2016年度については概ね不変である。

2. 上振れ要因・下振れ要因

(1) 経済情勢

上記の中心的な経済の見通しに対する上振れ、下振れ要因としては、第1に、輸出動向に関する不確実性がある。輸出の伸び悩みが続いている背景には、新興国経済を中心とする海外経済のもたつきや世界的な投資活動

⁹ 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。

の弱さに加え、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影響している。先行きの海外経済を巡るリスク要因としては、米国経済の回復ペースやそれが国際金融資本市場に及ぼす影響、欧州における債務問題の展開や低インフレ長期化のリスク、新興国経済における構造調整の進展度合い、地政学的リスクなどが挙げられる。また、わが国企業の先行きの内外生産ウエイトについても、為替相場の影響や生産移管のペースなどに伴う不確実性は高い。なお、海外生産の拡大は、輸出を抑制する要因であるが、子会社からの配当など、企業収益の押し上げを通じて成長に寄与する面もある。

第2は、消費税率引き上げの影響である。1回目の消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動減や実質所得減少の影響はなお残存しており、引き続き見極めていく必要がある。また、2回目の消費税率引き上げがどのような影響を及ぼすかについても、その時点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。

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、実際の物価と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、その上昇ペースには、実際の物価の動きやそれが予想物価に及ぼす影響の度合いなどを巡って不確実性がある。この点では、来年度に向けた労使交渉において、過年度の物価動向や先行きの物価見通しが賃金にどのように織り込まれていくかが重要である。

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や最近みられているパート労働の正規雇用化が、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。とくに、通常の失業率に加え広義の失業率も低水準となっているだけに、人手不足感が一段と強まる可能性がある。

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留意する必要がある。この点、消費税率引き上げ以降の消費動向が、先行きの企業の価格設定行動にどのような影響を及ぼすか不確実性が高い。

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や、その国内価格への波及の状況によっても、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、見通し期間の中盤から終盤にかけて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、輸出の動向や消費税率引き上げの影響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は、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、下振れリスクが大きい。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¹⁰。もともと、政府債務残高が累増する中で、金融機関の国債保有残高は、漸減傾向が続いているが、なお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

¹⁰ 詳しくは「金融システムレポート」（日本銀行2014年10月）を参照。

(参考)

▽2014～2016 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
2014 年度	+0.2～+0.7 <+0.5>	+3.0～+3.3 <+3.2>	+1.0～+1.3 <+1.2>
7月時点の見通し	+0.6～+1.3 <+1.0>	+3.2～+3.5 <+3.3>	+1.2～+1.5 <+1.3>
2015 年度	+1.2～+1.6 <+1.4>	+1.8～+2.4 <+2.3>	+1.1～+1.7 <+1.6>
7月時点の見通し	+1.2～+1.6 <+1.5>	+1.9～+2.8 <+2.6>	+1.2～+2.1 <+1.9>
2016 年度	+1.0～+1.3 <+1.2>	+1.9～+2.9 <+2.7>	+1.2～+2.2 <+2.0>
7月時点の見通し	+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。

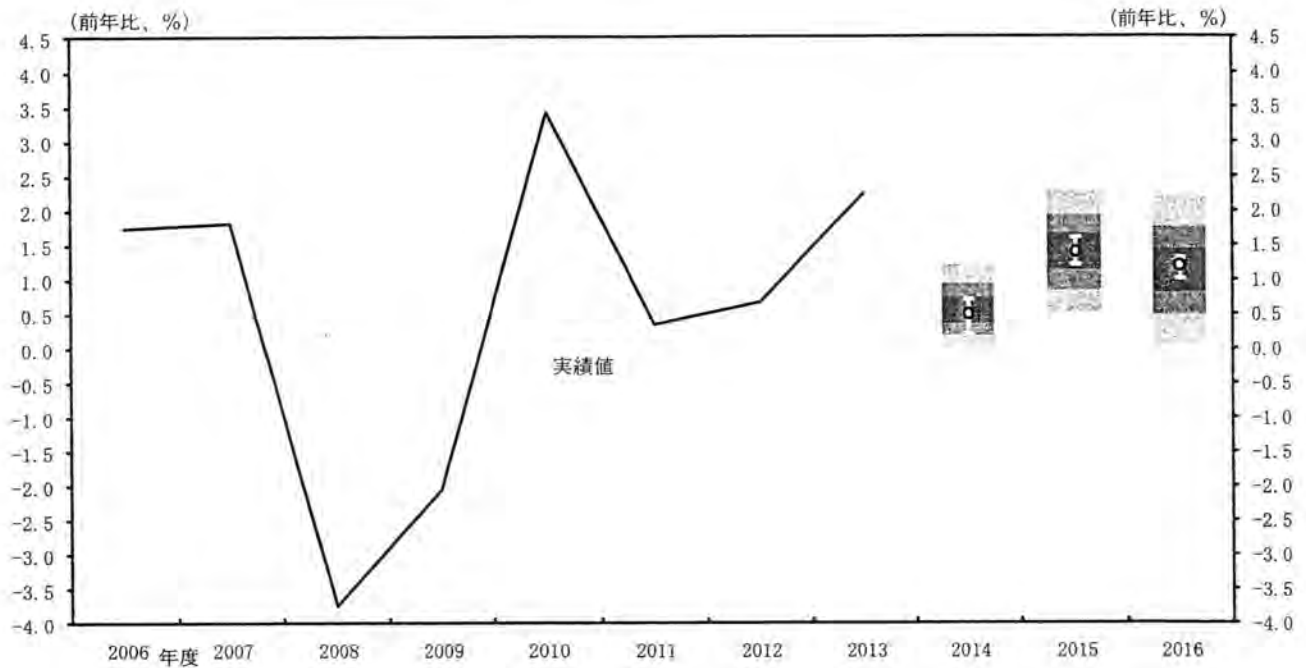
(注5) 政策委員全員の見通しの幅は下表の通りである。

—対前年度比、%。

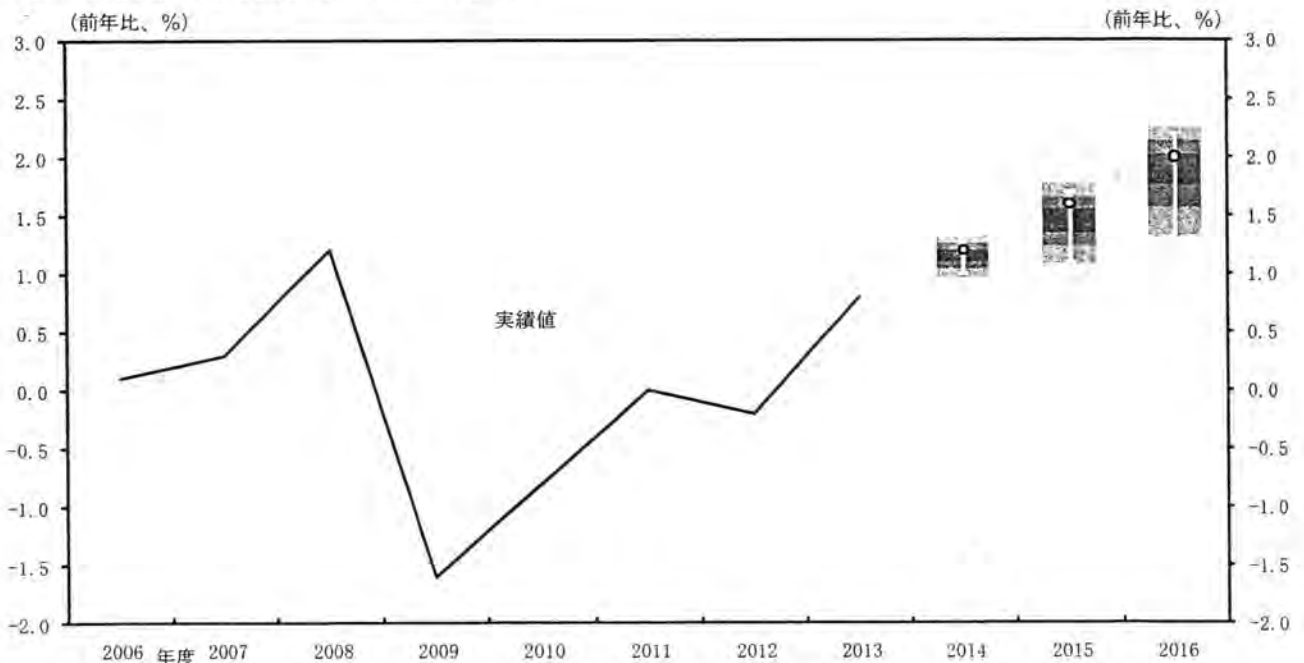
	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	消費税率引き上げの 影響を除くケース
2014 年度	+0.1～+0.9	+3.0～+3.3	+1.0～+1.3
7月時点の見通し	+0.5～+1.3	+3.0～+3.7	+1.0～+1.7
2015 年度	+0.8～+1.6	+1.6～+2.5	+0.9～+1.8
7月時点の見通し	+0.9～+1.7	+1.7～+2.8	+1.0～+2.1
2016 年度	+0.6～+1.5	+1.6～+2.9	+0.9～+2.2
7月時点の見通し	+0.7～+1.6	+1.6～+3.0	+0.9～+2.3

▽政策委員の見通し分布チャート

(1) 実質GDP



(2) 消費者物価指数 (除く生鮮食品)



(注1) 上記の見通し分布は、各政策委員の示した確率分布の集計値(リスク・バランス・チャート)について、①上位10%と下位10%を控除したうえで、②下記の分類に従って色分けしたもの。なお、リスク・バランス・チャートの作成手順については、2008年4月の「経済・物価情勢の展望」BOXを参照。

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

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

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

- ・ マネタリーベースの増加額：年間約 60～70 兆円→年間約 80 兆円
- ・ 長期国債保有残高の増加額：年間約 50 兆円→年間約 80 兆円（ただし、ワールドカーブ全体の低下を促す観点から、金融市場の状況に応じて柔軟に運用する）
- ・ 長期国債買入れの平均残存期間：7 年程度→7～10 年程度（柔軟に運用する）
- ・ E T F 保有残高の増加額：年間約 1 兆円→年間約 3 兆円
- ・ J - R E I T 保有残高の増加額：年間約 300 億円→年間約 900 億円
- ・ J P X 日経 4 0 0 に連動する E T F を買入れ対象に加える。

一覽後廃棄

要 回 収

要 注 意

<不開示情報：有（種類：審議・検討）>
<配付先：金融政策決定会合参加者>

[議 長 案]

金 融 市 場 調 節 方 針 の 決 定 に 関 す る 件

(案 件)

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80兆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。

以 上

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]

資産買入れ額の拡大および長期国債買入れの平均残存年限の長期化に関する件

(案 件)

1. 長期国債の保有残高が年間約80兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行うこと。
2. 長期国債の買入れの平均残存期間を、現状の7年程度から、7年～10年程度に延長すること。
3. ETFおよびJ-REITの保有残高が、それぞれ年間約3兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行うこと。また、これに伴い、別添のとおり、財務大臣および金融庁長官に認可を申請すること。
4. 買入れるETFの対象に、JPX日経インデックス400に連動するETFを加えること。
5. 対外公表文は別途決定すること。

以 上

別 添

指数連動型上場投資信託受益権等買入等の実施に関する
財務大臣および金融庁長官への認可申請に関する件

(案 件)

本日の政策委員会・金融政策決定会合における決定に関し、日本銀行法（平成9年法律第89号）第43条第1項ただし書きおよび同法第61条の2の規定に基づき、別紙1. および別紙2. のとおり財務大臣および金融庁長官に認可を申請すること。

別紙1.

(財務大臣宛認可申請書案)

政第 号

平成26年 月 日

財務大臣 麻生 太郎 殿

日本銀行総裁 黒田 東彦

指数連動型上場投資信託受益権等買入等実施要綱の一部変更に関する件

平成26年10月31日の政策委員会・金融政策決定会合における決定に伴い、平成22年10月28日付財理第4641号・金総第3907号認可、平成23年3月15日付財理第1162号・金総第1060号認可、平成23年8月5日付財理第3654号・金総第3373号認可、平成24年5月1日付財理第2139号・金総第1908号認可、平成24年10月31日付財理第5113号・金総第4773号認可および平成25年4月5日付財理第1723号・金総第1354号認可に基づいて行う指数連動型上場投資信託受益権等の買入れ等の要綱を別紙のとおり一部変更することと致したく、政策委員会の議決を経て、日本銀行法第43条第1項ただし書きの規定に基づき、認可申請致します。

以 上

「指数連動型上場投資信託受益権等買入等実施要綱」中一部変更

○ 5. を横線のとおり改める。

5. 買入限度額等

- (1) 指数連動型上場投資信託受益権の買入れは、本行の保有残高が、年間約 ±3兆円に相当するペースで増加するよう行う。ただし、特定の銘柄への過度の集中排除の観点から本行が銘柄別の上限を別に定める場合には、これを買入限度とする。
- (2) 不動産投資法人投資口の買入れは、本行の保有残高が、年間約 300900億円に相当するペースで増加するよう行う。ただし、銘柄別の買入限度は、当該銘柄の発行済投資口の総数の5%とする。また、発行済投資口の総数の5%を超えない場合であっても、特定の銘柄への過度の集中排除の観点から本行が銘柄別の上限を別に定める場合には、これを買入限度とする。
- (3) 略（不変）

別紙2.

(金融庁長官宛認可申請書案)

政第 号

平成26年 月 日

金融庁長官 細溝 清史 殿

日本銀行総裁 黒田 東彦

指数連動型上場投資信託受益権等買入等実施要綱の一部変更に関する件

平成26年10月31日の政策委員会・金融政策決定会合における決定に伴い、平成22年10月28日付財理第4641号・金総第3907号認可、平成23年3月15日付財理第1162号・金総第1060号認可、平成23年8月5日付財理第3654号・金総第3373号認可、平成24年5月1日付財理第2139号・金総第1908号認可、平成24年10月31日付財理第5113号・金総第4773号認可および平成25年4月5日付財理第1723号・金総第1354号認可に基づいて行う指数連動型上場投資信託受益権等の買入れ等の要綱を別紙のとおり一部変更することと致したく、政策委員会の議決を経て、日本銀行法第43条第1項ただし書きおよび同法第61条の2の規定に基づき、認可申請致します。

以 上

「指数連動型上場投資信託受益権等買入等実施要綱」中一部変更

○ 5. を横線のとおり改める。

5. 買入限度額等

- (1) 指数連動型上場投資信託受益権の買入れは、本行の保有残高が、年間約 ±3兆円に相当するペースで増加するよう行う。ただし、特定の銘柄への過度の集中排除の観点から本行が銘柄別の上限を別に定める場合には、これを買入限度とする。
- (2) 不動産投資法人投資口の買入れは、本行の保有残高が、年間約 300900億円に相当するペースで増加するよう行う。ただし、銘柄別の買入限度は、当該銘柄の発行済投資口の総数の5%とする。また、発行済投資口の総数の5%を超えない場合であっても、特定の銘柄への過度の集中排除の観点から本行が銘柄別の上限を別に定める場合には、これを買入限度とする。
- (3) 略（不変）

2014年10月31日
日 本 銀 行

経済・物価情勢の展望（2014年10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、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要とその反動の影響を受けつつも、基調的には潜在成長率を上回る成長を続けると予想される²。
- 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、**当面現状程度のペースで推移をあと、次第に上昇ペースが鈍化し、見通し期間の中間頃になると2015年度を中心とする期間に成長から停滞にかけて2%程度に落ちる可能性が高い。その後、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、駆け込み需要の反動の影響や輸出の弱体化などを踏まえ、2014年度については多少高まっている。物価の見通しは、2015年度については、国際商品市況の下落などから幾分下振れるものの、2016年度については概ね不変である。
- 「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³。金融政策運営については、**量的・質的金融緩和は中期の物価安定を押し進める上で重要な役割を担う。この「物価安定の目標」の表現は、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。**

¹ 10月31日開催の政策委員会・金融政策決定会合で決定されたものである。

² 消費税率については、これまでの展望レポートと同様、本年4月の8%への引き上げに続き、2015年10月には10%に引き上げられることを前提としている。

³ 「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적인見通し

(1) 経済情勢

わが国の景気は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動などの影響から生産面を中心に弱めの動きがみられているが、基調的には緩やかな回復を続けている。4～6月における成長率は、自動車などの耐久消費財を中心に駆け込み需要の反動の影響が大きかったことや輸出が弱めの動きとなったことなどから、大きなマイナスとなった。また、夏場には天候不順も、個人消費の一時的な下押し要因として作用した。もともと、駆け込み需要とその反動といった振れを均してみれば、潜在成長率を上回る成長が続いている⁴。また、今回の景気回復は、雇用誘発効果の大きい国内需要に主導されていることもあって、雇用の増加と労働需給の引き締めりは、着実に進んでいる。

先行きを展望すると、国内需要が堅調さを維持する中で、輸出も緩やかな増加に向かっていくと見込まれ、家計部門、企業部門ともに所得から支出への前向きな循環メカニズムは持続すると考えられる。このため、わが国経済は、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。

こうした見通しの背景にある前提は、以下のとおりである。

第1に、日本銀行が今般拡大した⁵「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⁶。

⁴ 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%台前半ないし半ば程度」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。

⁵ 「「量的・質的金融緩和」の拡大」(2014年10月31日)。

⁶ 各政策委員は、本日の決定を含め、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

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、実質金利は低下している。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する中で、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、家計支出を起点とする前向きな循環に支えられながら、徐々に成長率を高め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が残り、物価上昇率の低下傾向もみられるものの、個人消費の底堅さや輸出の増加などに支えられ、緩やかな回復を続けると考えられる。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、概ね安定した成長を続けると想定している。その他の新興国・資源国経済については、国・地域によるばらつきはあるが、先進国の景気回復の波及と、緩和的な金融環境を受けた内需の持ち直しから、成長率を緩やかに高めていくと見込んでいる。

第3に、公共投資は、経済対策の押し上げ効果から高水準で推移してきたが、本年度下期中には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や潜在成長率は、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

予想しているが、これは、展望レポートに比べて低い市場参加者の物価見通しを反映している。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。

下期については、個人消費は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動の影響がしばらくは残るものの次第に減衰し、雇用・所得環境の着実な改善が続くもとで、底堅く推移すると見込まれる⁷。設備投資は、企業収益の改善や金融緩和効果が引き続き押し上げに働くもとで、長年の投資抑制による設備老朽化に対応した更新投資や、労働需給の引き締めを受けた省力化投資、為替相場の動きも踏まえた国内拠点の再構築などの投資ニーズの高まりがみられることから、しっかりと増加するとみられる。この間、輸出は、海外経済が回復するもとで、為替相場の動きも下支えとなり、緩やかな増加に向かっていくと考えられる。こうしたもとで、鉱工業生産は、在庫調整の進捗もあって、緩やかな増加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海外経済の成長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、潜在成長率を上回る成長が続くと見込まれる。

2016年度までの成長率の見通しを、7月の中間評価時点と比べると、2014年度については、駆け込み需要の反動の影響や輸出の弱めの動きなどから幾分下振れるものの、2015年度と2016年度については概ね不変である。

(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、このところ1%台前半で推移している。

⁷ 本年4月の消費税率引き上げに伴ってみられた駆け込み需要の大きさや実質所得を通じた影響も踏まえながら、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+0.4%ポイント程度、2014年度-0.9%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。

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、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、雇用誘発効果の大きい国内需要の堅調さが雇用の増加をもたらすもとの、労働面を中心に着実に改善傾向を続けている⁸。すなわち、失業率は3%台半ばとみられる構造的失業率近傍で推移しているほか、現在職探しをしていないが求職意欲を持つ人々なども含めた広義の失業率も低下傾向を続けるなど、労働需給は着実に引き締まり傾向が強まっている⁹。企業は、駆け込み需要の反動による需要の落ち込みを一時的とみているとみられ、前向きな雇用スタンスを維持している。こうしたもとの、所定内給与がはっきりとした増加に転じるなど、賃金の改善も続いている。また、非製造業を中心に設備の不足感も強まってきている。このため、マクロ的な需給バランスは、本年度後半にプラス（需要超過）基調が定着し、それ以降、プラス幅が一段と拡大していくと考えられる。そうしたもとの、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、やや長い目でみれば、全体として上昇しているとみられる。こうした予想物価上昇率の動きは、実際の賃金・物価形成にも影響を及ぼしていると考えられる。例えば、労

⁸ 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。

⁹ 労働市場では、求人と求職の間にある程度 mismatches 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 mismatches 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。ただし、構造的失業率の推計値は、時間の経過に伴って変化する性格のものである点には留意が必要である。また、広義の失業率は、職探しを止めているため非労働力人口とされているが潜在的には求職意欲を持つ労働者や、パート労働者のうち現状より長い時間の労働を希望している者も失業者として計算している。

使間の賃金交渉において、企業業績などに加え、物価上昇率の高まりも意識され、ベースアップが久方ぶりに多くの企業で実施された。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高まっていくもとの、中長期的な予想物価上昇率も上昇傾向をたどり、「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、輸入物価についてみると、このところの為替相場の動きは、消費者物価の押し上げ要因として作用する一方、原油価格をはじめとする国際商品市況の下落は、当面物価の下押し圧力となる。

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、当面現状程度のプラス幅で推移したあと、次第に上昇率を高め、見通し期間の中盤頃、すなわち2015年度を中心とする期間に見通し期間の中盤から終盤にかけて、「物価安定の目標」である2%程度に達する可能性が高い¹⁰。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の、マクロ世界的な需給バランスはプラス幅の拡大を続けることから、強含みで推移すると考えられる。2016年度までの消費者物価の見通しを7月の中間評価時点と比較すると、2015年度については、国際商品市況の下落などから幾分下振れるものの、2016年度については概ね不変である。

2. 上振れ要因・下振れ要因

(1) 経済情勢

上記の中心的な経済の見通しに対する上振れ、下振れ要因としては、第

¹⁰ 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。

1に、輸出動向に関する不確実性がある。輸出の伸び悩みが続いている背景には、新興国経済を中心とする海外経済のもたつきや世界的な投資活動の弱さに加え、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影響している。先行きの海外経済を巡るリスク要因としては、米国経済の回復ペースやそれが国際金融資本市場に及ぼす影響、欧州における債務問題の展開や低インフレ長期化のリスク、新興国経済における構造調整の進展度合い、地政学的リスクなどが挙げられる。また、わが国企業の先行きの内外生産ウエイトについても、為替相場の影響や生産移管のペースなどに伴う不確実性は高い。なお、海外生産の拡大は、輸出を抑制する要因であるが、子会社からの配当など、企業収益の押し上げを通じて成長に寄与する面もある。

第2は、消費税率引き上げの影響である。1回目の消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動減や実質所得減少の影響はなお残存しており、引き続き見極めていく必要がある。また、2回目の消費税率引き上げがどのような影響を及ぼすかについても、その時点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。

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、実際の物価と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、その上昇ペースには、実際の物価の動きやそれが予想物価に及ぼす影響の度合いなどを巡って不確実性がある。この点では、来年度に向けた労使交渉において、過年度の物価動向や先行きの物価見通しが賃金にどのように織り込まれていくかが重要である。また、このところ、消費税率引き上げ後の需要面での弱めの動きや原油価格の大幅な下落が物価の下押し要因として働いているが、この下押し圧力が残存する場合、予想物価上昇率の改善が遅延するリスクがある。

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や最近みられているパート労働の正規雇用化が、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。とくに、通常の失業率に加え広義の失業率も低水準となっているだけに、人手不足感が一段と強まる可能性がある。

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留意する必要がある。この点、消費税率引き上げ以降の消費動向が、先行きの企業の価格設定行動にどのような影響を及ぼすか不確実性が高い。

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や、その国内価格への波及の状況によっても、上振れ・下振れ双方の可能性はある。

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、すなわち2015年度を中心とする期間に中盤から終盤にかけて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、輸出の動向や消費税率引き上げの影響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は、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、下振れリスクが大きい。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¹¹。もともと、政府債務残高が累増する中で、金融機関の国債保有残高は、漸減傾向が続いているが、なお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

¹¹ 詳しくは「金融システムレポート」（日本銀行2014年10月）を参照。

(参考)

▽2014～2016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
2014年度	+0.2～+0.7 <+0.5>	+3.1～+3.4 <+3.2>	+1.1～+1.4 <+1.2>
7月時点の見通し	+0.6～+1.3 <+1.0>	+3.2～+3.5 <+3.3>	+1.2～+1.5 <+1.3>
2015年度	+1.2～+1.7 <+1.5>	+1.8～+2.6 <+2.4>	+1.1～+1.9 <+1.7>
7月時点の見通し	+1.2～+1.6 <+1.5>	+1.9～+2.8 <+2.6>	+1.2～+2.1 <+1.9>
2016年度	+1.0～+1.4 <+1.2>	+1.9～+3.0 <+2.8>	+1.2～+2.3 <+2.1>
7月時点の見通し	+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、本日の決定を含め、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。

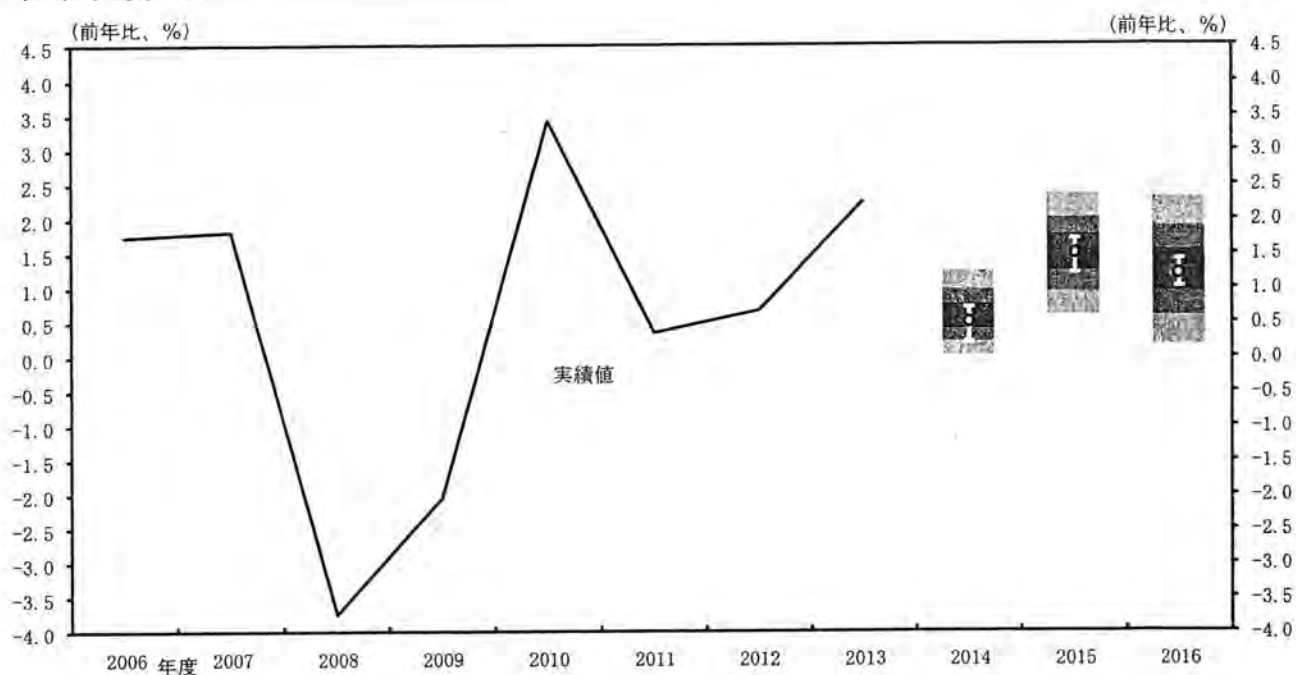
(注5) 政策委員全員の見通しの幅は下表の通りである。

—対前年度比、%。

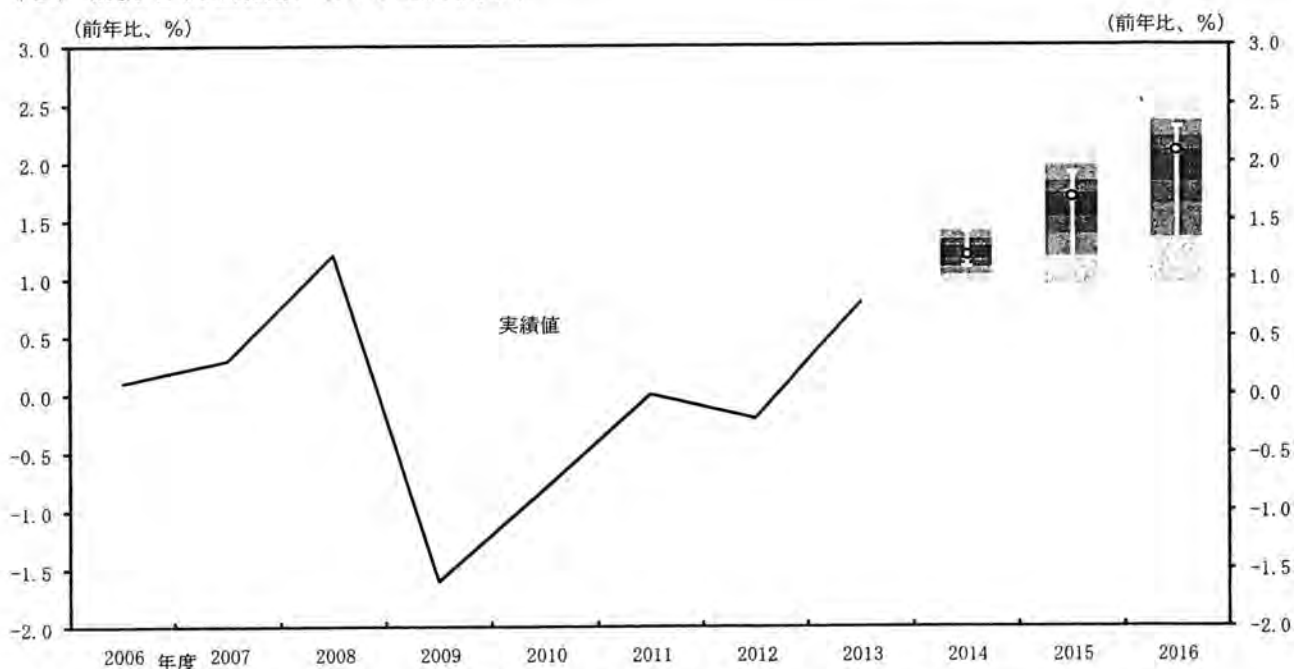
	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	消費税率引き上げの 影響を除くケース
2014年度	+0.1～+1.0	+3.0～+3.4	+1.0～+1.4
7月時点の見通し	+0.5～+1.3	+3.0～+3.7	+1.0～+1.7
2015年度	+0.8～+1.8	+1.6～+2.7	+0.9～+2.0
7月時点の見通し	+0.9～+1.7	+1.7～+2.8	+1.0～+2.1
2016年度	+0.6～+1.6	+1.6～+3.0	+0.9～+2.3
7月時点の見通し	+0.7～+1.6	+1.6～+3.0	+0.9～+2.3

▽政策委員の見通し分布チャート

(1) 実質GDP



(2) 消費者物価指数 (除く生鮮食品)



(注1) 上記の見通し分布は、各政策委員の示した確率分布の集計値(リスク・バランス・チャート)について、①上位10%と下位10%を控除したうえで、②下記の分類に従って色分けしたもの。なお、リスク・バランス・チャートの作成手順については、2008年4月の「経済・物価情勢の展望」BOXを参照。

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

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

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

一覽後廃棄

要 回 収

要 注 意

<不開示情報：有（種類：審議・検討）>

<配付先：金融政策決定会合参加者>

[白井委員案]

「経済・物価情勢の展望（2014年10月）」の基本的見解を決定する件

「経済・物価情勢の展望（基本的見解）」の議長案のうち以下の点を変更したものを決定すること。

<概要>

略（不変）

- 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、当面現状程度のプラス幅で推移したあと、次第に上昇率を高め、見通し期間の終盤までに中盤頃、すなわち2015年度を中心とする期間に2%程度に達する可能性が高い。

略（不変）

1. わが国の経済・物価の中心的な見通し

(1) 略 (不変)

(2) 物価情勢

略 (不変)

以上を踏まえ、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、当面現状程度のプラス幅で推移したあと、次第に上昇率を高め、見通し期間の終盤までに中盤頃、すなわち2015年度を中心とする期間に、「物価安定の目標」である2%程度に達する可能性が高い¹⁰ (略不変)。

略 (不変)

2. 略 (不変)

3. 金融政策運営

略 (不変)

まず、第1の柱、すなわち中心的な見通しについて点検すると、わが国経済は、見通し期間の終盤までに中盤頃、すなわち2015年度を中心とする期間に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 (不変)

以 上

一覽後廃棄

要 回 収

要 注 意

<不開示情報：有（種類：審議・検討）>

<配付先：金融政策決定会合参加者>

[佐藤委員案]

「経済・物価情勢の展望（2014年10月）」の基本的見解を決定する件

「経済・物価情勢の展望（基本的見解）」の議長案のうち以下の点を変更したものを決定すること。

<概要>

略（不変）

- 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、当面現状程度のプラス幅で推移したあと、次第に上昇率を高め、見通し期間の中盤頃、すなわち2015年度を中心とする期間に2%程度を見通せるようになるに達する可能性が高い。

略（不変）

1. わが国の経済・物価の中心的な見通し

(1) 略 (不変)

(2) 物価情勢

略 (不変)

以上を踏まえ、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、当面現状程度のプラス幅で推移したあと、次第に上昇率を高め、見通し期間の中盤頃、すなわち 2015 年度を中心とする期間に、「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¹⁰ (略不変)。

略 (不変)

2. 略 (不変)

3. 金融政策運営

略 (不変)

まず、第1の柱、すなわち中心的な見通しについて点検すると、わが国経済は、見通し期間の中盤頃、すなわち 2015 年度を中心とする期間に 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。

略 (不変)

以 上

一覽後廃棄

要 回 収

要 注 意

<不開示情報：有（種類：審議・検討）>

<配付先：金融政策決定会合参加者>

[木内委員案]

「経済・物価情勢の展望（2014年10月）」の基本的見解を決定する件

「経済・物価情勢の展望（基本的見解）」の議長案のうち以下の点を変更したものを決定すること。

<概要>

略（不変）

- 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とみられる当面現状程度のプラス幅で推移したあと、次第に上昇率を高め、見通し期間の中盤頃、すなわち2015年度を中心とする期間に2%程度に達する可能性が高い。~~その後、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（不変）

- 「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³（略不変）。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。しそのうえで、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。

1. わが国の経済・物価の中心的な見通し

(1) 略（不変）

(2) 物価情勢

略（不変）

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概ね現状程度の水準で安定的に推移する中で高まっていくもとで、中長期的な予想物価上昇率も安定的に推移すると上昇傾向をたどり、「物価安定の目標」である2%程度に向けて次第に収斂していくと考えられる。

略（不変）

以上を踏まえ、消費者物価の前年比（消費税率引き上げの直接的な影響を除くベース）の先行きを展望すると、今後概ね現状程度の水準で安定的に推移するとみられる当面現状程度のプラス幅で推移したあと、次

第に上昇率を高め、見通し期間の中盤頃、すなわち2015年度を中心とする期間に、「物価安定の目標」である2%程度に達する可能性が高い¹⁰（略不変）。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、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（不変）

2. 略（不変）

3. 金融政策運営

略（不変）

まず、第1の柱、すなわち中心的な見通しについて点検すると、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し、持続的成長経路に復する見通し期間の中盤頃、すなわち2015年度を中心とする期間に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（不変）

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。しそのうえで、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

2014年10月31日
日 本 銀 行

「量的・質的金融緩和」の拡大（案）

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、以下の措置を決定した。

(1) マネタリーベース増加額の拡大（賛成5反対4）^(注1)

マネタリーベースが、年間約80兆円（約10～20兆円追加）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) 資産買入れ額の拡大および長期国債買入れの平均残存年限の長期化（賛成5反対4）^(注2)

① 長期国債について、保有残高が年間約80兆円（約30兆円追加）に相当するペースで増加するよう買入れを行う。ただし、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、金融市場の状況に応じて柔軟に運営する。買入れの平均残存期間を7年～10年程度に延長する（最大3年程度延長）。

② ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約3兆円（3倍増）、年間約900億円（3倍増）に相当するペースで増加するよう買入れを行う。新たにJPX日経400に連動するETFを買入れの対象に加える¹。

2. わが国経済は、基調的には緩やかな回復を続けており、先行きも潜在成長率を上回る成長を続けると予想される。ただし、物価面では、このところ、消費税率引き上げ後の需要面での弱めの動きや原油価格の大幅な下落が、物価の下押し要因として働いている。このうち、需要の一時的な弱さはすでに和らぎはじめているほか、原油価格の下落は、やや長い目でみれば経済活動に好影響を与え、物価を押し上げる方向に作用する。しかし、短期的とはいえ、現在の物価下押し圧力が残存する場合、これまで着実に進んできたデフレマインドの転換が遅延するリスクがある。日本銀行としては、こうしたリスクの顕現化を未然に防ぎ、好転している期待形成のモメンタムを維持するため、ここで、「量的・質的金融緩和」を拡大することが適当と判断した。

¹ CP等、社債等については、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する（従来通り）。

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

以 上

(注1) 賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、宮尾委員、白井委員。反対：森本委員、石田委員、佐藤委員、木内委員。反対した委員は、これまでの金融市場調節方針を維持することが適当であるとした。

(注2) 賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、宮尾委員、白井委員。反対：森本委員、石田委員、佐藤委員、木内委員。反対した委員は、これまでの資産買入れ方針を維持することが適当であるとした。

² 「量的・質的金融緩和」は、こうした方針のもとでオープンエンドで実施している。現在の金融市場調節方針および資産買入れ方針を継続した場合の本年末のバランスシートの見込みおよび今後の各項目の年間増加ペースは別紙のとおり。

(別紙)

日本銀行のバランスシートの見通し

(単位：兆円)

	13年末 (実績)	14年末 (見通し)	今後の年間 増加ペース
マネタリーベース	202	275	+約80兆円

(バランスシート項目の内訳)

長期国債	142	200	+約80兆円
CP等	2.2	2.2	残高維持
社債等	3.2	3.2	残高維持
ETF	2.5	3.8	+約3兆円
J-REIT	0.14	0.18	+約900億円
その他とも資産計	224	297	
銀行券	90	93	
当座預金	107	177	
その他とも負債・純資産計	224	297	

一覽後廃棄

要 回 収

要 注 意

< 不開示情報：有（種類：審議・検討） >
< 配付先：金融政策決定会合参加者 >

[木内委員案]

「量的・質的金融緩和」の拡大」の公表に関する件

「量的・質的金融緩和」の拡大」に関する議長案のうち、以下の点を変更したものを公表すること。

1. ～2. 略（不変）

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

以 上

要注意

公表時間

11月6日（木）8時50分

<不開示情報：有（種類：審議・検討）>

<配付先：金融政策決定会合関係者限り>

<作成局における保存期間満了日：2044年12月31日>

2014.11.6

日本銀行

(案)

政策委員会
金融政策決定会合
議事要旨

(2014年10月6、7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10月31日開催の政策委員会・金融政策決定会合で承認されたものである。

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

引用・転載・複製を行う場合は、出所を明記してください。

(開催要領)

1. 開催日時：2014年10月6日(14:00～16:18)
10月7日(9:00～9:54、11:22～13:49)^(注)

(注) 会合は、黒田委員の参議院予算委員会出席のため、
7日9:54～11:22の間、中断した。

2. 場所：日本銀行本店

3. 出席委員：

議長	黒田東彦	(総 裁)
	岩田規久男	(副 総 裁)
	中曾 宏	(〃)
	宮尾龍蔵	(審議委員)
	森本宜久	(〃)
	白井さゆり	(〃)
	石田浩二	(〃)
	佐藤健裕	(〃)
	木内登英	(〃)

4. 政府からの出席者：

財務省	迫田英典	大臣官房総括審議官(6日)
	宮下一郎	財務副大臣(7日)
内閣府	前川 守	政策統括官(経済財政運営担当)(6日)
	西村康稔	内閣府副大臣(7日)

(執行部からの報告者)

理事	雨宮正佳
理事	門間一夫
理事	桑原茂裕
企画局長	内田眞一(6日、7日11:22～13:49)
企画局審議役	高口博英(7日9:00～9:08)
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	長井滋人

(事務局)

政策委員会室長	吉岡伸泰
政策委員会室企画役	福永憲高
企画局企画調整課長	上口洋司(7日9:00～9:08)
企画局企画役	小牧義弘
企画局企画役	飯島浩太
金融市場局市場調節課長	鈴木公一郎(7日9:00～9:08)

I. 金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

1. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合（9月3、4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241～253兆円台で推移した。

2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、金利は、長めのゾーンを含め、低位で推移している。無担保コールレート（オーバーナイト物）、GCレポレートとも、0.1%を下回る水準で推移している。ターム物金利をみると、短期レートは、幾分弱含みで推移しており、小幅のマイナスとなる場面がみられている。銀行間取引金利は、横ばいとなっている。

長期金利（10年債利回り）は、米国長期金利が上昇する局面では小幅に上昇する場面もみられたが、最近では前回会合と概ね同水準の0.5%台前半で推移している。株価（日経平均株価）は、為替の円安方向の動きなどを受けて上昇したが、その後は反落し、最近では15千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、投資家の底堅い需要を背景に、ごく緩やかな縮小傾向が続いている。為替相場をみると、円の対米ドル相場は、日米の金融政策の方向性の違いが意識される中、円安ドル高方向の動きとなり、最近では109円台で推移している。ユーロの対ドル相場は、ユーロ安ドル高方向の動きとなっている。

3. 海外金融経済情勢

海外経済は、一部になお緩慢さを残しつつも、先進国を中心に回復している。

米国経済は、民間需要を中心とした緩やかな回復が着実に続いている。個人消費は、資産価格が上昇を続け、雇用がしっかりと拡大するもとで、引き続き堅調に推移している。住宅投資は、緩やかな持ち直し基調をたどっている。輸出は、増加が続いている。こうした需要動向を受けて、企業マインドや生産活動のモメンタムは引き続きしっかりとしており、このところ設備投資は拡がりを伴いながら回復している。物価面をみると、消費者物価の前年比上昇率は、コアベース、総

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

合ベースともに縮小した。

欧州経済は、緩やかな回復を続けているが、そのモメンタムは鈍化している。個人消費は、厳しい雇用環境が続いているものの、所得が底堅く推移するもとで緩やかな回復基調を続けている。設備投資は、ドイツを中心に持ち直しに向けた動きが続いている。他方、輸出は、米国・中国向けが堅調な一方で、新興国向けが減少しているため、このところ伸び悩んでいる。こうした需要動向や地政学的リスクの高まりを受けて、製造業のモメンタムは鈍化が続いている。一方で、サービス業のマインドや事業活動はしっかりしている。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、総合ベースともに低い伸び率が続いている。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、引き続き構造調整に伴う下押し圧力がかかっているが、外需の改善や景気下支え策もあって、安定成長を続けている。輸出は、欧米やアジア向けを中心に増加を続けている。また、個人消費は、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。一方、固定資産投資は、公共投資が下支えしているものの、不動産を中心に伸び率が鈍化している。生産は、輸出向けが好調な機械類は堅調であるが、素材や電力などの弱さを背景に、全体として伸び率が鈍化している。NIEsは国毎のばらつきが残っているものの、米国向け輸出の増加を背景にやや上向いている。他方、ASEANをみると、輸出や個人消費で改善の動きが続いているが、全体としてみれば、成長のモメンタムが鈍化した状態がなお続いている。インド経済は、輸出や個人消費の持ち直しを背景に底入れしている。

新興国の物価面をみると、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、NIEs、タイ、中東欧では基調として低水準で推移している。一方、ブラジル、ロシア、南アフリカ、トルコでは、既往の通貨安の影響や食料品価格の値上がりなどから、再びインフレ率が上昇している。マレーシアやフィリピンでも、堅調な内需を背景に物価は強含んでいる。

海外の金融資本市場をみると、米国の金融政策の先行きを巡る思惑などから、米欧では株価が弱めとなり、ハイ・イールド債のスプレッドも拡大するなど、幾分リスクオフ方向の動きとなった。こうしたもとで、多くの新興国市場でも、株価や通貨が下落した。国際商品市況をみると、需給の緩和などを背景に、幅広い品目で下落している。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

輸出は、弱めの動きとなっている。実質輸出は、1～3月、4～6月と2四半期連続で前期比小幅のマイナスとなった後、7月は増加したが、8月は再び小幅の減少となった。先行きの輸出は、海外経済の回復などを背景に、緩やかな増加に向かっていくと考えられる。

公共投資は、高水準で横ばい圏内の動きとなっている。先行きについても、当面、高水準で横ばい圏内の動きを続けるとみられる。

設備投資は、企業収益が改善する中で、緩やかに増加している。この間、企業の業況感は、消費税率引き上げの影響などから改善に一服感がみられるが、総じて良好な水準を維持している。9月短観をみると、業況判断DI（全産業全規模）は、6月から小幅悪化した、「良い」超を維持している。先行きの設備投資についても、企業収益が改善傾向を続ける中で、緩やかな増加基調をたどるとみられる。9月短観で2014年度の設備投資計画（全規模全産業、ソフトウェアを除き土地投資額を含むベース）をみると、高水準の収益計画が維持されるもとの、6月短観から上方修正され、前年比+4.2%と増加計画となっている。

雇用・所得環境についてみると、失業率が緩やかな改善傾向をたどるなど、労働需給は着実な改善を続けている。賃金面では、所定外給与や特別給与が増加し、所定内給与も持ち直している中で、一人当たり名目賃金は振れを伴いつつも緩やかに上昇している。こうした雇用・賃金動向を反映して、雇用者所得の前年比上昇率は緩やかに高まっている。

個人消費は、雇用・所得環境が着実に改善するもとの基調的に底堅く推移しており、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動の影響は、ばらつきを伴いつつも全体として和らいできている。小売業販売額（実質）は、1～3月に駆け込み需要から伸びを大きく高めたあと、4～6月はその反動から大幅な減少となったが、7～8月は4～6月対比で増加した。百貨店やスーパーの売上高は5月以降、持ち直し傾向にある。一方、乗用車の新車登録台数は、4～6月に大幅に減少したあと、7～9月もほぼ横ばいとなった。家電販売額（実質）についても、4～6月に大きく減少したあと、7～8月は小幅の増加にとどまった。より最近の企業からの聞き取り調査によると、小売関連業界全体としてみれば、耐久財以外の分野を中心に反動減の影響は徐々に和らいできており、足もとでは天候不順の影響も減衰してきている模

様である。先行きの個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善が続くもとで、引き続き底堅く推移し、駆け込み需要の反動の影響もさらに和らいでいくとみられる。

住宅投資は、駆け込み需要の反動減が続いている。先行きについては、当面、駆け込み需要の反動の影響が残るものの、雇用・所得環境の着実な改善が続くもとで、緩和的な金融環境にも支えられて、次第に底堅さを取り戻していくとみられる。

鉱工業生産は、耐久消費財や建設財などにおける在庫調整の動きもあって、このところ弱めの動きとなっている。生産は、1～3月に高めの伸びとなったあと、その反動から4～6月にはっきりと減少し、7～8月の4～6月対比も引き続き減少した。先行きについては、当面弱めの動きとなったあと、駆け込み需要の反動の影響が次第に和らぐ中で、緩やかな増加に復していくと考えられる。

物価面について、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、国内企業物価の3か月前比は、横ばい圏内の動きとなっている。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、国内企業物価は、当面、横ばい圏内の動き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、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3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%台前半のプラスとなっている。企業の資金繰りは、良好である。この間、マネーストックの前年比は、銀行貸出の増加などから3%程度の伸びとなっている。

(3) 「貸出増加を支援するための資金供給」について

9月17日に実行した「貸出増加を支援するための資金供給」の新

規貸付は 25,865 億円となり、今回の貸付実行後の残高は 159,037 億円となった。

II. 「適格担保取扱基本要領」の一部改正等について

1. 執行部からの提案内容

適格担保の担保掛け目等について、最近の金融市場の情勢等を踏まえた年次レビュー結果に基づきこれを見直すこととし、「適格担保取扱基本要領」の一部改正等を行うこととしたい。

2. 委員会の検討・採決

採決の結果、上記案件について全員一致で決定され、対外公表することとされた。

III. 金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

1. 経済情勢

国際金融資本市場について、委員は、米国の金融政策の先行きを巡る思惑などから、米欧で株価が弱めとなったほか、多くの新興国市場でも株価や通貨が下落するなど、幾分リスクオフ方向の動きがみられたとの認識を共有した。そのうえで、委員は、国際情勢を巡る今後の帰趨や先進国の金融政策の変化、それが国際金融資本市場やグローバル経済に与える影響について、引き続き注視していく必要があるとの認識で一致した。このところ国際商品市況が下落していることについて、何人かの委員は、世界経済の回復のもたつきが影響しているとの認識を示した。このうち複数の委員は、需要要因に加え、供給能力の増大という構造的変化も影響している面があると付け加えた。

海外経済について、委員は、一部になお緩慢さを残しつつも、先進国を中心に回復してい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、緩やかな回復が続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、雇用の改善を背景に個人消費が堅調に推移する中、その前向きな動きが企業部門に波及し、設備投資の回復も明確化するなど、民間需要を中心とした緩やかな景気回復が確かなものになってきているとの認識で一致した。委員は、先行きについても、民間需要を中心に着実な回復を続け、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。

ユーロエリア経済について、委員は、緩やかに回復しているが、足もとでは製造業を中心に改善の動きに一服感がみられるとの見方で一致した。先行きについて、委員は、緩和的な金融環境のもとで回復が続くとみられるが、過剰債務などの構造問題を踏まえると、回復ペースは緩やかなものにとどまる可能性が高いとの認識を共有した。委員は、緩やかなデフレーション基調の継続に引き続き留意が必要であるとの認識で一致した。また、委員は、ロシア・ウクライナ問題がユーロエリア経済に及ぼす影響への懸念を共有した。多くの委員は、最近の追加金融緩和を含めたECBの政策対応やその効果について、注視していきたいと述べた。このうち一人の委員は、ECBの追加緩和にもかかわらず、中長期的な予想物価上昇率が徐々に低下するなど、デフレーション懸念を払拭するには至っていないとの認識を示した。

中国経済について、委員は、足もとでは、製造業部門における過剰設備問題や不動産市場の調整が下押し圧力となり、成長の勢いが鈍化しているが、基調として安定成長が続いているとの認識で一致した。先行きについても、委員は、概ね現状程度の安定成長が続くとの見方を共有した。この間、ある委員は、最近の中国経済の成長の勢い鈍化が世界経済や国際商品市況に及ぼす影響について、注意が必要であると述べた。

NIEs・ASEANを含む新興国経済については、米国などの景気回復の好影響が波及するもとで持ち直している国・地域が徐々に増えているものの、全体としては成長に勢いを欠く状態が続いているとの認識で一致した。そのうえで、委員は、先行きについては、先進国の景気回復傾向が続くことが見込まれるため、徐々に新興国の成長ペースも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、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動などの影響から生産面を中心に弱めの動きがみられているが、家計・企業の両部門において、所得から支出への前向きな循環メカニズムがしっかりと働いており、基調的には緩やかな回復を続けているとの見方で一致した。景気の先行きについても、委員は、緩やかな回復基調を続け、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動などの影響も次第に和らいでいくとの認識を共有した。

輸出について、委員は、弱めの動きが続いているとの認識で一致した。先行きについて、委員は、海外生産移管など構造的な要因を考慮

しても、海外経済の回復などを背景に、緩やかな増加に向かっていくとの見方を共有した。複数の委員は、9月短観で大企業製造業の海外での製商品需給判断DIが先行き改善していることも、こうした見方を裏付けていると指摘した。

設備投資について、委員は、企業収益の改善が続いていることなどを背景に緩やかに増加しており、先行きも、緩やかな増加基調をたどるとの見方を共有した。委員は、9月短観をみると、企業の業況感、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動の影響などから改善に一服感がみられるが、総じて良好な水準を維持しているとの認識で一致した。企業収益について、複数の委員は、過去最高益となった2013年度に続き、2014年度も最高益を更新する可能性が高いと述べた。委員は、こうした業況感や収益動向を背景に、9月短観における2014年度の設備投資計画は上方修正され、しっかりとした増加になっているとの認識で一致した。何人かの委員は、こうした良好な企業マインドや堅調な事業計画は、企業がこのところの景気の弱さを一時的なものとして捉え、前向きな姿勢を維持している証左であるとの認識を示した。ある委員は、こうした前向きな判断の背景として、海外子会社の良好な業績を受けて連結利益が好調であることも指摘できると述べた。別の一人の委員は、人手不足で賃金が上昇する環境下では、企業は省力化のための設備投資等を通じて生産性を高める必要があり、中長期的にはこれが経済全体の生産性を高めていくと考えられると述べた。

雇用・所得環境について、大方の委員は、労働需給が着実な改善を続けるもと、雇用者所得は緩やかに増加しており、先行きも緩やかな増加を続けるとの見方を共有した。多くの委員は、消費税率引き上げ後の反動にもかかわらず、企業の積極的な雇用スタンスが維持されていることを指摘し、人手不足感の強まりや好調な企業業績を踏まえると、先行き雇用・所得環境の改善が続く可能性が高いとの見方を示した。この点に関し、一人の委員は、冬のボーナスや、来春にかけての賃金交渉に対する期待を示した。この間、別の委員は、失業率は引き続き低下傾向にあるが、新規求人は減少しており、経済活動が幾分減速していることを反映していると述べた。さらに別の委員は、ここ数か月の一人当たり名目賃金の上昇は、ベースアップやこれに伴う調整的な一時金などで高めとなっているが、景気のもたつきが長引く場合には、先行き上昇ペースが鈍化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、雇用・所得環境が着実に改善するもとで、基調的に底堅く推移しており、駆け込み需要の反動の影響は、ばらつきを伴いつつも全体として和らいできているとの認識で一致し

た。委員は、家計支出のうち自動車などの耐久財消費や住宅投資については、駆け込み需要が大きかった分、反動減の影響が長引いているが、百貨店やスーパーの売上高は持ち直し傾向にあり、天候不順の影響も減衰してきているとの見方を共有した。先行きの個人消費について、委員は、雇用・所得環境の着実な改善が続くもとの、引き続き底堅く推移し、駆け込み需要の反動の影響もさらに和らいでいくとの認識を共有した。そのうえで、多くの委員は、実質所得の低下が個人消費に与える影響の大きさと、それがどの程度の期間にわたって続くかについては不確実性が大きく、予断を持つことなく点検していく必要があるとの見方を示した。このうち一人の委員は、9月の「生活意識に関するアンケート調査」において、家計の景況感や暮らし向き、収入DIが悪化している点を指摘し、実質所得低下の影響は非正規雇用者や低所得者に強く現われている可能性がある」と述べた。

鉱工業生産について、委員は、自動車などの耐久消費財や建設財を中心とした在庫調整の動きもあって、このところ弱めの動きとなっているとの見方で一致した。何人かの委員は、在庫調整の影響が自動車以外の関連業種にも及んでいることを指摘した。先行きについて、大方の委員は、当面、在庫調整の影響などから弱めの動きとなるものの、短観における売上・収益計画が下方修正されていないことを踏まえると、駆け込み需要の反動の影響が次第に和らぐ中で、緩やかな増加に復していくとの認識を共有した。ただし、何人かの委員は、先行きの回復ペースには不確実性があり、しっかりとした回復の時期は後ずれする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、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、足もと幾分プラス幅が縮小していることを指摘したうえで、暫くの間、+1%台前半で推移するとの見方で一致した。委員は、最近の前年比プラス幅の縮小は、エネルギー関連品目の押し上げ寄与の低下が主因であるとの認識で一致した。この点について、大方の委員は、消費税率引き上げ後の反動にもかかわらず、企業の価格設定スタンスに特段の変化はみられないとの見方を共有した。もっとも、複数の委員は、いわゆるコアコア指数の上昇に一服感がみられることを指摘し、個人消費のもたつきが影響を及ぼしている可能性もあると述べた。先行きについて、何人かの委員は、エネルギー価格の動向によっては、一時的に消費者物価の前年比は1%を割る可能性もあると述べた。ただし、大方の委員は、マクロ的な需給バランスが着実に改善を続け、中長期的な予想物価上昇率も上昇していくもとの、消費者物価は再び上昇傾向をたど

るとの見方を共有した。

予想物価上昇率について、大方の委員は、全体として上昇しているとの認識を共有した。これに対し、一人の委員は、基本的な認識に差異はないものの、消費税率引き上げの影響を除いたブレイク・オープン・インフレ率など中長期の予想物価上昇率を示す指標は8月頃から横ばいしないし低下しているため、「足もとでは横ばいになっている指標が多くなっているものの、やや長い目でみれば上昇傾向は続いている」と表現すべきであるとの認識を示した。別のある委員は、他の経済指標と異なり予想物価上昇率は直接観察できないため、これまでも様々な指標をやや長い目で評価してきていると述べた。また、複数の委員は、予想物価上昇率の評価にあたっては、アンケートや市場の指標だけでなく、実際に人々の経済行動が予想物価上昇率の高まりを前提にしたものに変化してきているかどうかという点が重要であることを指摘した。

この間、円安のわが国経済への影響について、大方の委員は、現時点では、全体としてみるとプラス方向に働いているとの認識を共有した。委員は、円安は株高や対外資産の増加に伴う資産効果を通じて個人消費を押し上げるほか、製造業の収益増加を通じて設備投資や賃金を増加させるとの見方を共有した。複数の委員は、円安が定着すれば、製造業の海外生産移転のペースを抑制し、国内での設備投資が促されるとの見方を示した。また、何人かの委員は、円安に伴う訪日客の増加により、旅行収支も改善していると指摘した。一方、委員は、円安には輸入価格上昇による交易条件の悪化や、それに伴う実質所得の減少といったマイナス面があるとの認識を共有した。複数の委員は、こうしたマイナス面は、中小企業や非製造業、地方経済に現われやすい点に注意が必要であると述べた。この間、複数の委員は、最近の国際商品市況安を踏まえると、今次円安による交易条件の悪化は、2008年にかけての円安局面に比べ限定的であるとの見方を示した。一人の委員は、円安のネットの経済効果は明らかではないが、貿易構造の変化などから、円安のプラス効果は従来よりも低下しているとの認識を示した。

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、企業からみた金融機

関の貸出態度が改善傾向を続けているほか、CP・社債市場では良好な発行環境が続いており、企業の資金繰りは良好であるとの認識で一致した。委員は、資金需要は緩やかに増加しており、銀行貸出残高は中小企業向けも含めて緩やかに増加しているとの見方を共有した。

IV. 当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

以上のような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、②ETF および J-REIT について、保有残高が、それぞれ年間約 1 兆円、年間約 300 億円に相当するペースで増加するよう買入れを行うこと、③CP 等、社債等について、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、「量的・質的金融緩和」は所期の効果を発揮しており、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。複数の委員は、金融政策の前提となる経済・物価情勢について、月々の変動に注目が集まりがちであるが、重要なのは基調的な動きであり、それを情報発信の際に意識する必要が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の見方を示した。

「量的・質的金融緩和」の効果について、委員は、効果は引き続きしっかりと働いており、企業や家計の支出活動を支える金融環境の緩和度合いは、着実に強まっているとの認識を共有した。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との、低位安定しているとの見方で一致した。委員は、こうした「量的・質的金融緩和」の効果は、資産買入れを進めるにつれて、累積的に強まっていくとの認識を共有した。短国レートがマイナスを付けたことについて、何人かの委員は、日本銀行が「量的・質的金融緩和」のもとで強力な金融緩和を行っていることの現われであると述べた。複数の委員は、期末要因が剥落した後も短国レートはマイナスとなっており、市場機能などへの影響を注視していく必要があると述べた。

V. 政府からの出席者の発言

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 9月8日に公表された平成26年4～6月期の実質GDP成長率（2次QE）は、消費税率引き上げ前の駆け込み需要の反動などにより、前期比年率で-7.1%となり、1次QEから下方改定され、2四半期振りのマイナス成長となった。しかし、駆け込み需要と反動減の影響を除き、経済の趨勢をみるため、1～3月期と4～6月期の実質GDPを平均してみると、前年同期を1.3%上回り、直近の昨年10～12月期を0.5%上回っている。このように、総じてみれば、足もとの景気は、天候不順などの影響もあり、一部に弱さもみられるものの、緩やかな回復基調が続いているものと認識している。日本銀行におかれては、引き続き、「量的・質的金融緩和」を着実に推進され、できるだけ早期に2%の「物価安定の目標」を達成することを期待している。
- 9月20、21日に、オーストラリア・ケアンズにて開催されたG20財務大臣・中央銀行総裁会議において、麻生財務大臣から、財政政策について、昨年度補正予算、今年度当初予算の早期実施に努めているとともに、2015年度のプライマリーバランス赤字半減目標に向けて取り組む必要があること、この関連で、8%から10%への消費税率引き上げについては、経済状況などを総合的に勘案して、本年中に適切に判断していくこと、2015年度予算の策定後には、2020年度の基礎的財政収支の黒字化を達成するための新たな

計画を準備する必要があること、など、財政健全化に向けたわが国の取り組みを説明した。こうした取り組みにより、民需主導の経済成長と財政健全化目標の双方の達成を目指していく。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- わが国の景気は、このところ一部に弱さもみられるが、緩やかな回復基調が続いている。消費は持ち直しの動きが続いているものの、このところ足踏みがみられる。この夏の天候不順は、個人消費の押し下げを通じ、7～9月期のGDP成長率を前期比0.2～0.6%低下させるとの暫定試算を10月1日の経済財政諮問会議で報告した。先行きは、当面一部に弱さが残るが、雇用・所得環境の改善が続く中で、各種政策の効果もあり緩やかな回復が期待される。駆け込み需要の反動の長期化や海外景気の下振れリスク、円安やエネルギーコストの上昇が中小企業や地域経済に与える影響にも注視する。
- 政府は、9月29日に、好循環実現に向けた政労使会議を再開した。賃金上昇に向けた取り組みなどのフォローアップを行うとともに、労働生産性の向上を通じた経済の好循環の維持・拡大に向けた諸課題について議論していく。成長戦略については、コーポレートガバナンス強化のための会社法改正、ビザ発給要件の一層の緩和、外国人旅行者向け消費税免税制度の対象拡大などを実施してきた。また、「実現する成長戦略」として、実行実現点検会合において、KPIの進捗状況及び施策の実行状況の点検を進めている。さらに、「進化する成長戦略」として、ワーキンググループで検討を深めていく。国家戦略特区については、兵庫県養父市、福岡市及び関西圏の区域計画が認定された。10月1日には、東京圏の第1回区域会議が開催された。また、9月12日に第1回まち・ひと・しごと創生本部会合を開催し、基本方針を決定した。豊かで明るく元気な地方の創生に向けて、次元の異なる大胆な政策を実施していく。
- 日本銀行には、2%の「物価安定の目標」に向けて引き続き取り組むことを期待している。

VI. 採決

以上の議論を踏まえ、委員は、当面の金融市場調節方針について、「マネタリーベースが、年間約60～70兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う」という現在の金融市場調節方針を維持することが適当である、との考え方を共有した。

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

金融市場調節方針に関する議案（議長案）

1. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。

記

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

2. 対外公表文は別途決定すること。

採決の結果

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

反対：なし

VII. 対外公表文（「当面の金融政策運営について」）の検討

以上の議論を踏まえ、対外公表文が検討され、多数意見が形成された。これに対し、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。

白井委員は、多数意見の対外公表文案における予想物価上昇率の記述について、「足もとでは横ばいになっている指標が多くなっているものの、やや長い目でみれば上昇傾向は続いている」との表現にすべきとの反対意見を表明した。

1. 木内委員案

木内委員からは、多数意見の対外公表文案における先行きの政策運営方針に関する記述について、「日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う。」から、「日本銀行は、中長期的に2%の「物価安定の目標」の実現を目指す。そのうえで、「量的・質的金融緩和」を2年間程度の集中対応措置と位置付け、その後柔軟に見直すこととする。」に変更する内容の議案が

提出され、採決に付された。

採決の結果、反対多数で否決された。

採決の結果

賛成：木内委員

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

2. 議長案

議長からは、対外公表文(「当面の金融政策運営について」<別紙>)が提案され、採決に付された。採決の結果、全員一致で決定され、会合終了後、直ちに公表することとされた。

VIII. 議事要旨の承認

議事要旨(9月3、4日開催分)が全員一致で承認され、10月10日に公表することとされた。

以 上

2014年10月7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、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動などの影響から生産面を中心に弱めの動きがみられているが、基調的には緩やかな回復を続けている。海外経済は、一部になお緩慢さを残しつつも、先進国を中心に回復している。輸出は弱め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、緩やかに増加している。公共投資は高水準で横ばい圏内の動きとなっている。個人消費は、雇用・所得環境が着実に改善するもとで、基調的に底堅く推移しており、駆け込み需要の反動の影響は、ばらつきを伴いつつも全体として和らいできている。住宅投資は、駆け込み需要の反動減が続いている。鉱工業生産は、在庫調整の動きもあって、このところ弱めの動きとなっている。企業の業況感は、消費税率引き上げの影響などから改善に一服感がみられるが、総じて良好な水準を維持している。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、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたペースでみて、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^(注1)。

4. 先行きのわが国経済については、緩やかな回復基調を続け、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動などの影響も次第に和らいでいくとみられる。消費者物価の前年比は、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。
6. 「量的・質的金融緩和」は所期の効果を発揮しており、日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う^(注2)。

以 上

(注1) 白井委員は、予想物価上昇率の記述について、足もとでは横ばいになっている指標が多くなっているものの、やや長い目でみれば上昇傾向は続いている、との表現にすべきであるとして反対した。

(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、中曽委員、宮尾委員、森本委員、白井委員、石田委員、佐藤委員）。