

<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：2045年12月31日>

2015.4.24
企 画 局

金融環境の現状評価

（概 況）

前回会合（4月7、8日）以降、利用可能になった指標をみると、

- ① 企業の資金調達コストは低水準で推移していること、
- ② 資金供給面では、金融機関の貸出態度は改善傾向が続いていること、
- ③ CP・社債市場では良好な発行環境が持続していること、
- 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%台後半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%台半ばの伸びとなっていること、

が確認された。

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

1. インフレ予想

インフレ予想は、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。前回会合以降の動きをみると、サーベイデータは、横ばいとなっているものが多い。マーケット指標については、概ね横ばいとなっているものが多いが、中長期のインフレ予想の指標では幾分上昇しているものもみられる。こうしたもとで、やや長い目で各種の指標などをみれば、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、エコノミストのインフレ予想、マーケットの指標は、いずれも概ね横ばいとなっている。

- 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、概ね横ばいとなっている（1月+3.01%→2月+2.85%→3月+2.89%、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、2015年度は幾分低下しているが、2016年度は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10月+1.7%→2015年1月+1.6%→4月+1.5%、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、概ね横ばいとなっている（図表4中段）。

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

- コンセンサス・フォーキャスト調査をみると、エコノミストによる6～10年後の平均の予想インフレ率は、概ね横ばいとなっている（2014年10月+1.6%→2015年1月+1.5%→4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、5年物は概ね横ばいとなっているが、5年先5年は幾分上昇している（図表4中段）。新物価連動国債のBEI（Break Even Inflation rate）は、概ね横ばいとなっている（図表4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、概ね中立的な水準にある。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、概ね中立的な水準にある（図表5、6）。

—— 上記のどちらの指標でみても、このところCPI上昇率が低下していることから、一頃に比べて緩和度合いが縮小してきている。

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。4月のAA格の社債発行レートおよびスプレッドは、前月対比で概ね横ばいとなっている。

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%台前半のプラスとなっている（1月+1.1%→2月+1.1%→3月+1.2%、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%台後半のプラスとなっている（1月+2.6%→2月+2.6%→3月+2.7%、図表12下段）。

—— 業態別の前年比をみると、都銀等は、REIT向けや電力向け、企業買収関連の貸出の増加などから伸び率が拡大している（1月+1.4%→2月+1.3%→3月+1.5%）。地銀・地銀Ⅱは、不動産向けや医療・介護向けの貸出の増加などを背景に、引き続き高めの伸びとなっている（1月+3.8%→2月+3.9%→3月+3.9%）。

—— 資金需要について、4月の主要銀行貸出動向アンケート調査（以下、ローン・サーベイ）の資金需要判断DI（季節調整済）をみると、大企業向け、中小企業向けともに、「増加」超幅を縮小させている。もっとも、実際には貸出の増加が続いていることを踏まえると、一時的な振れの可能性もある。個人向けは、引き続き、住宅ローンの伸びに勢いがいいなかで、「増加」超幅が幾分縮小している（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。

- CP・社債計の発行残高の前年比は、プラスとなっている（1月▲0.5%→2月▲0.1%→3月+0.3%、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た一方、社債残高の前年比はマイナス幅が横ばいとなった。

—— 4月の社債発行額は、パイプラインを含めても3,000億円強と、前年同月および過去10年間の同月平均を下回る水準となる見込み（2014年4月：5,995億円、2005～2014年の4月平均：5,842億円、図表14下段）。

4月の社債発行銘柄

4月	AAA格	東海旅客鉄道
	AA格	トヨタファイナンス、積水ハウス、アドバンス・レジデンス投資法人、中国電力、西部瓦斯、アクティビア・プロパティーズ投資法人、東北電力
	A格	オリックス、東京センチュリーリース、日産フィナンシャルサービス、住友不動産、イオンフィナンシャルサービス、名古屋鉄道

（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。22日まで。

4月のエクイティファイナンス（銀行発行分を除く）は、株式による調達、相応の水準となる見込み。一方、転換社債の発行、J-REIT資本調達ともに低めの水準となる見込み（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（1～3月）は、「困難」超幅が幾分縮小している。
- 金融機関の貸出運営スタンスについて、4月のローン・サーベイをみると、大企業向け、中小企業向けともに、「積極化」超幅が概ね横ばいとなっている。なお、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（1～3月）は、振れをならしてみれば改善傾向にある。

6. 企業倒産

3月の倒産件数は、859件と6か月振りに前年同月を上回ったものの、引き続き低水準で推移している（前年比：1月▲16.6%→2月▲11.5%→3月+5.5%、図表 18）。

- ゴルフ場など負債額の大きい倒産が多かったことから、3月の負債総額は、前年を大きく上回っている。

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：1月+37.4%→2月+36.7%→3月+35.2%、図表 19）。

- 3月のマネタリーベース（末残）の水準は、296兆円となった（1月279兆円→2月279兆円→3月296兆円、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みると、長期国債の買入れ等を通じて、多額の資金供給を行っていることから、マネタリーベースは大幅に増加している（図表 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%台半ばの伸びとなっている（1月+3.4%→2月+3.5%→3月+3.6%、図表 20 下段）。

以 上

2015.4.24

企画局

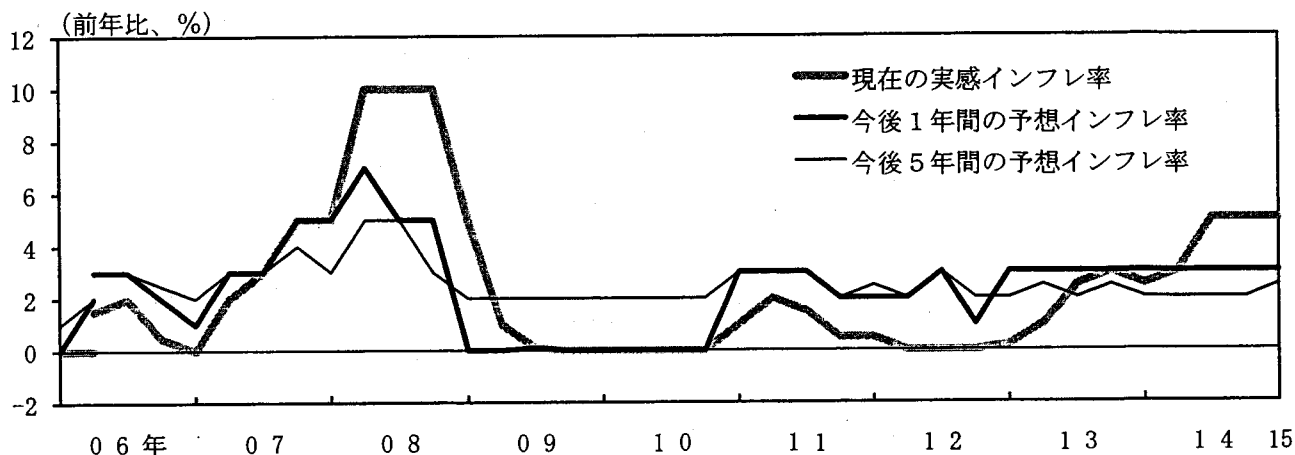
「金融環境の現状評価」参考計表

1. インフレ予想
（図表1）家計のインフレ予想
（図表2）企業のインフレ予想（短観）
（図表3）エコノミストのインフレ予想
（図表4）市場のインフレ予想
2. 短期金利と実体経済
（図表5）短期金利と実体経済（1）
（図表6）短期金利と実体経済（2）
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
（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

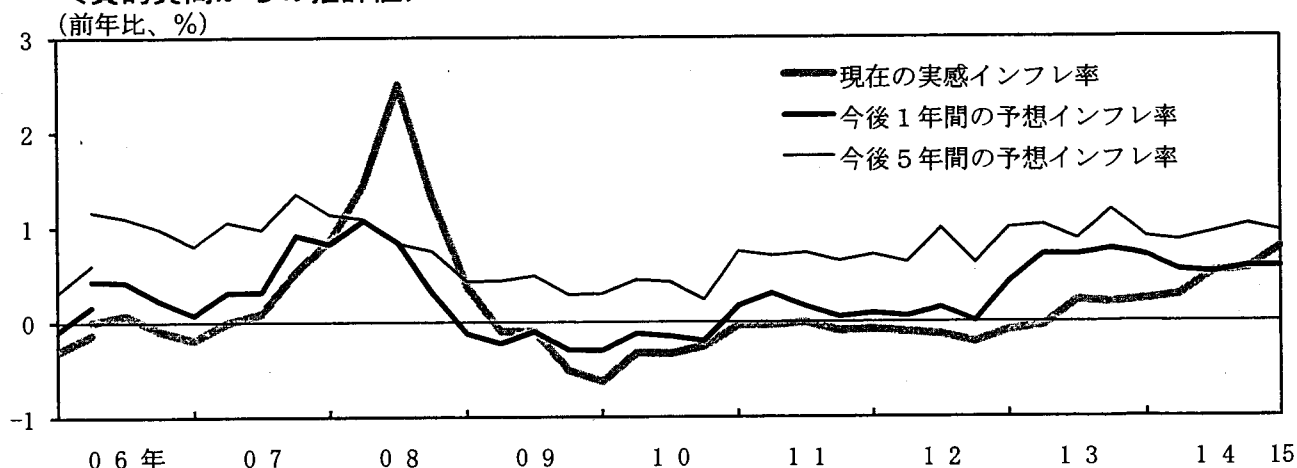
家計のインフレ予想

(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>

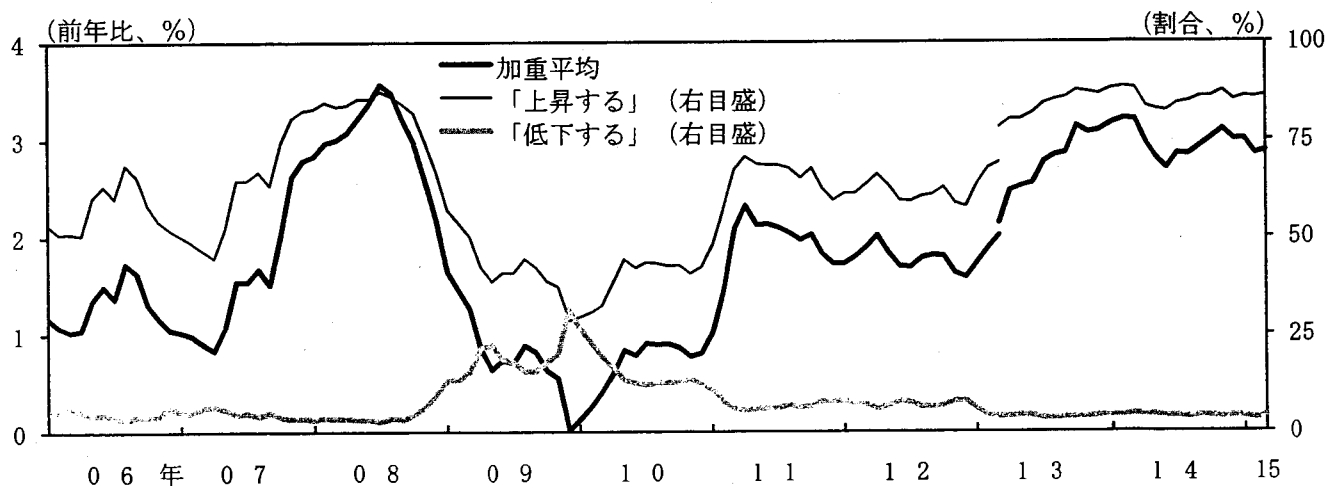


(注) 1. 量的質問に対する回答は、中央値の推移。調査時点は毎年3、6、9、12月。

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)>

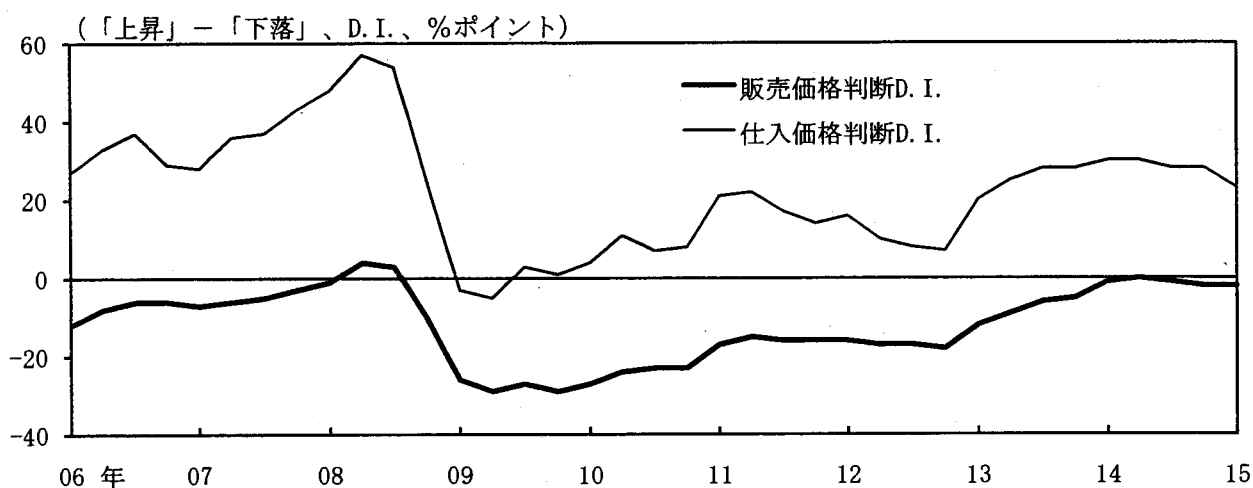


(注) 1. 加重平均は、「-5%以上低下」は-5%、「-5%~-2%低下」は-3.5%、「-2%未満低下」は-1%、「+2%未満上昇」は+1%、「+2%~+5%上昇」は+3.5%、「+5%以上上昇」は+5%、のインフレ率をそれぞれ予想していると仮定して計算したもの。

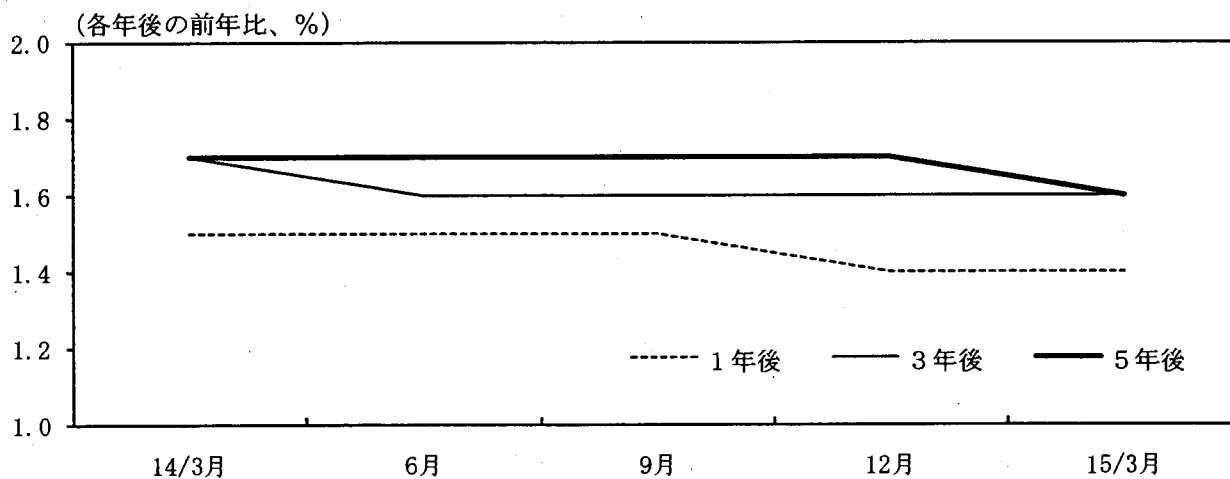
2. 13/4月より調査方法が変更されたため、それ以前の計数と不連続が生じている。なお、調査方法変更後の13/3月は試験調査による参考値。

企業のインフレ予想（短観）

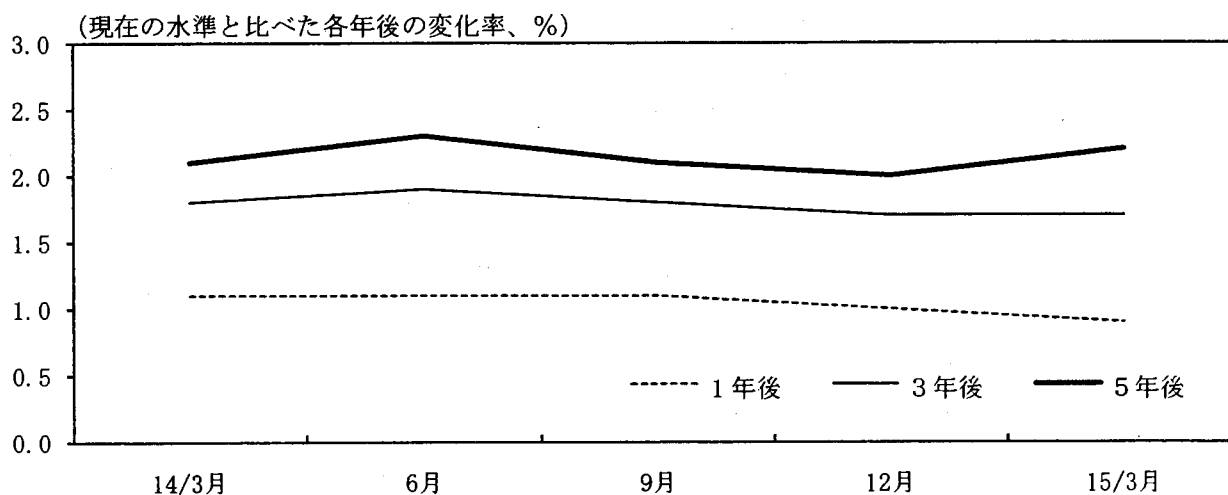
(1) 企業の価格判断



(2) 物価全般の見通し（平均値）

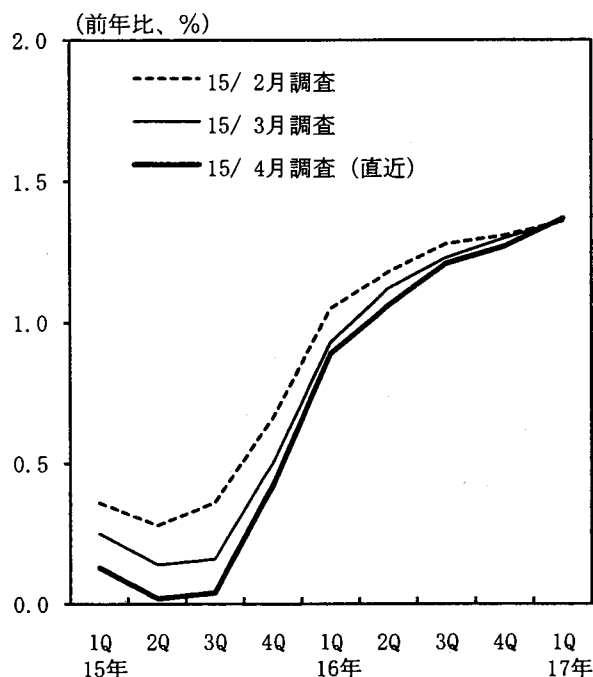


(3) 販売価格の見通し（平均値）



(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。

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＞

(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。

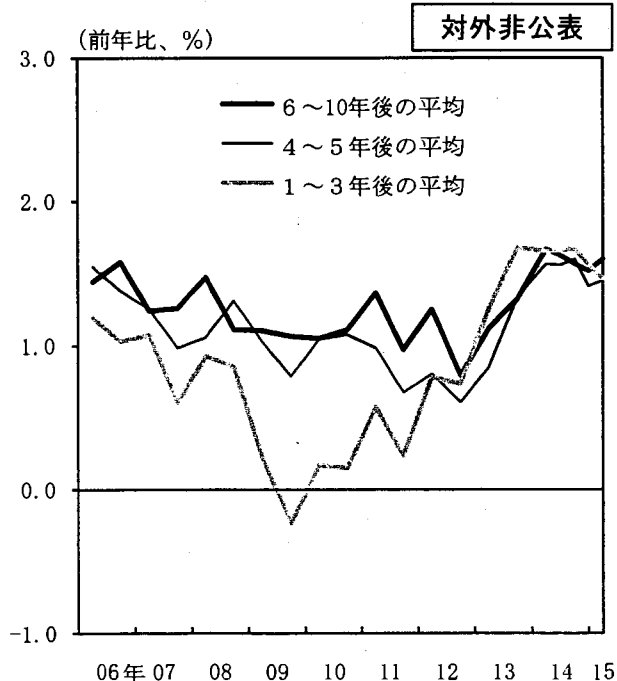
(2) ESPフォーキャスト調査
＜年度＞

(%)

	2014年度	2015年度	2016年度
14/11月調査	3.11 <1.10>	1.77 <1.11>	1.92 <1.27>
12月調査	3.05 <1.05>	1.10 <1.09>	1.36
15/1月調査	2.96 <0.95>	0.84	1.27
2月調査	2.89 <0.92>	0.59	1.28
3月調査	2.86 <0.87>	0.43	1.26
4月調査	2.83 <0.83>	0.35	1.23

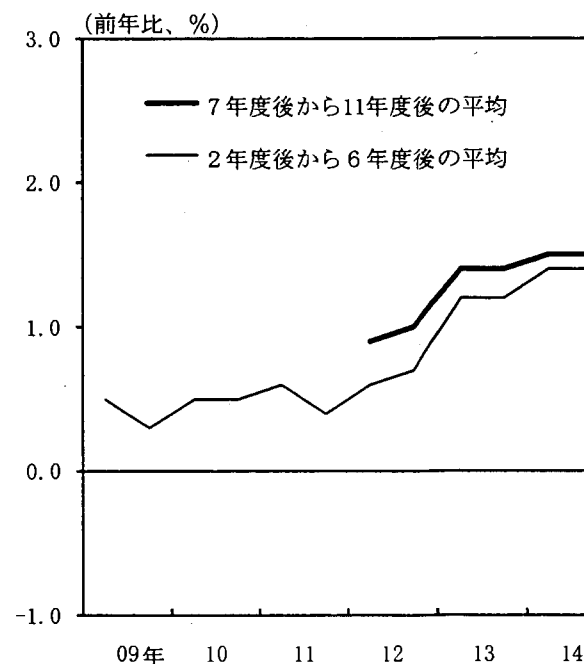
(注) < >内は消費税率引き上げの影響を除くベース。

(3) コンセンサス・フォーキャスト



(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。

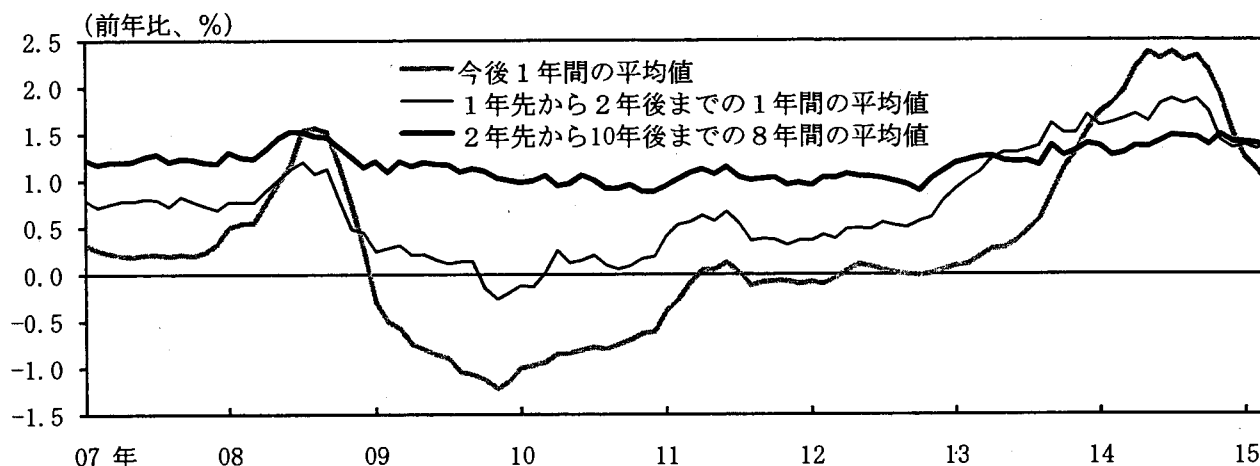
(4) ESPフォーキャスト長期予想



(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。

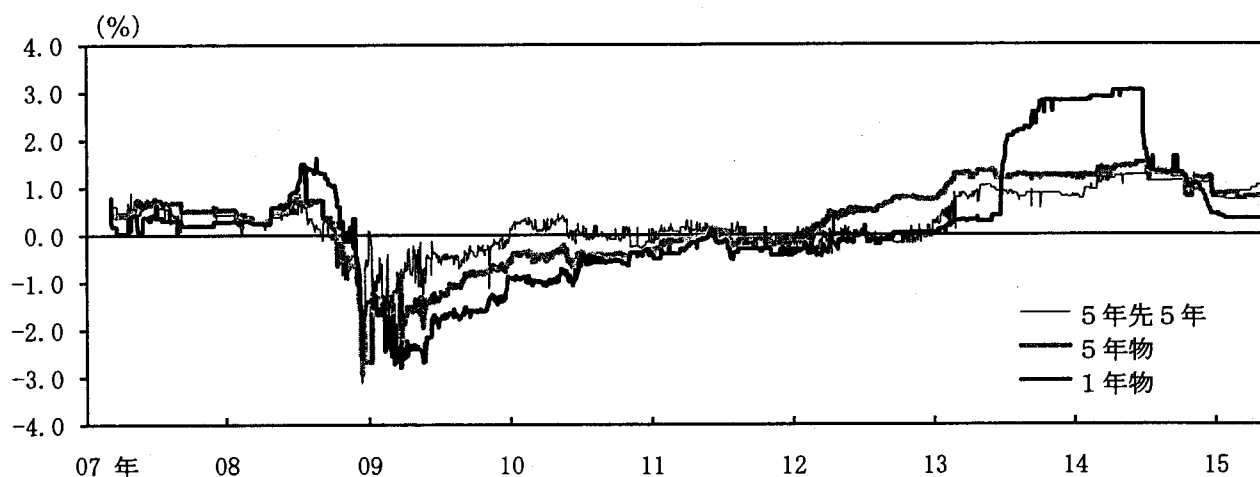
市場のインフレ予想

(1) QUICK月次調査 (債券)



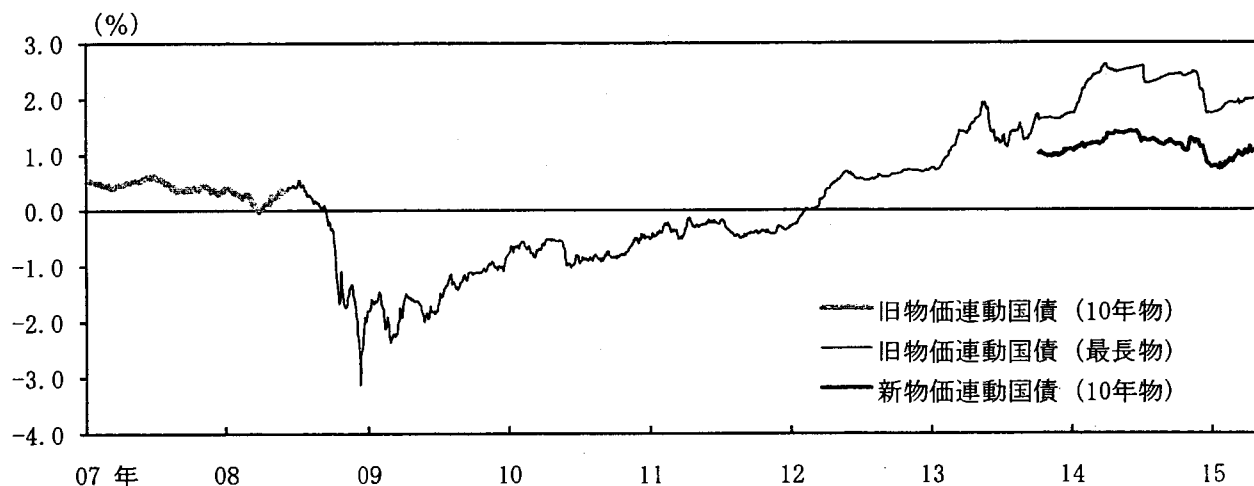
(注) 証券会社および機関投資家の債券担当者約150名の予想の平均をもとに算出。2013/9月調査から、消費税率引き上げの影響を含む計数を回答するよう質問項目に明記。

(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。

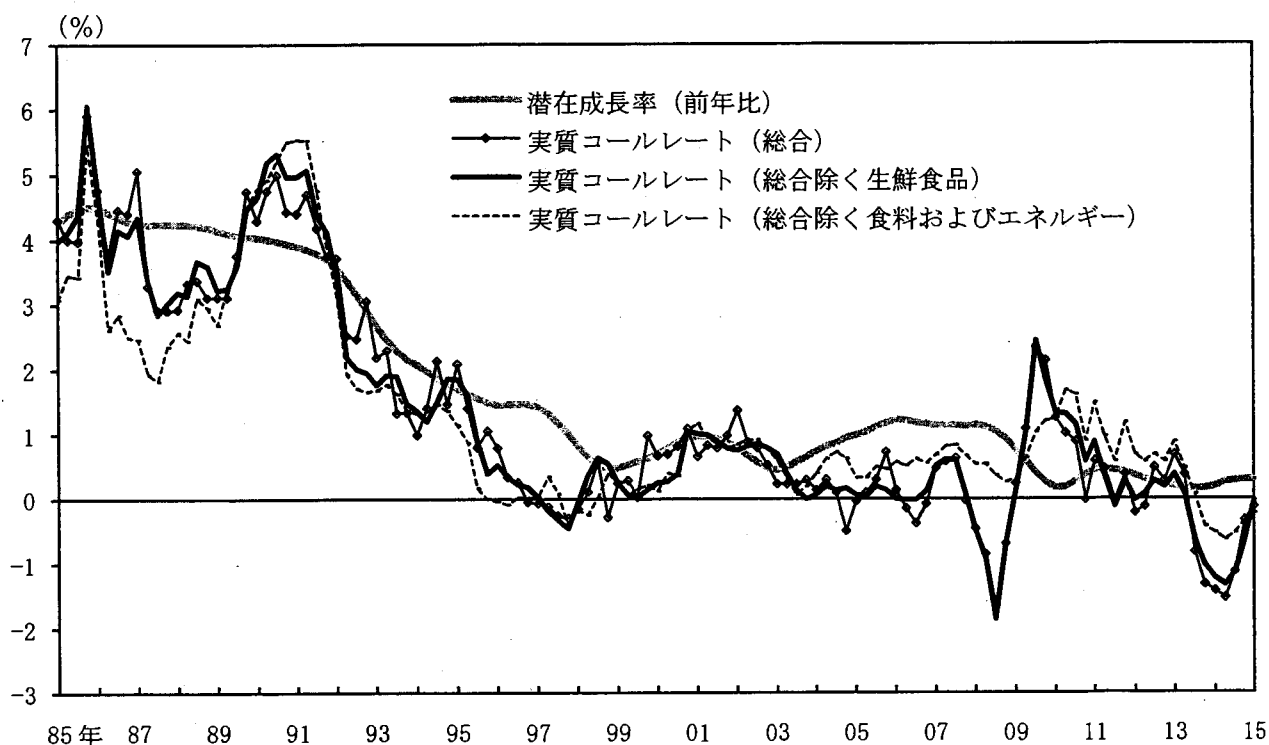
(3) 物価連動国債のBEI



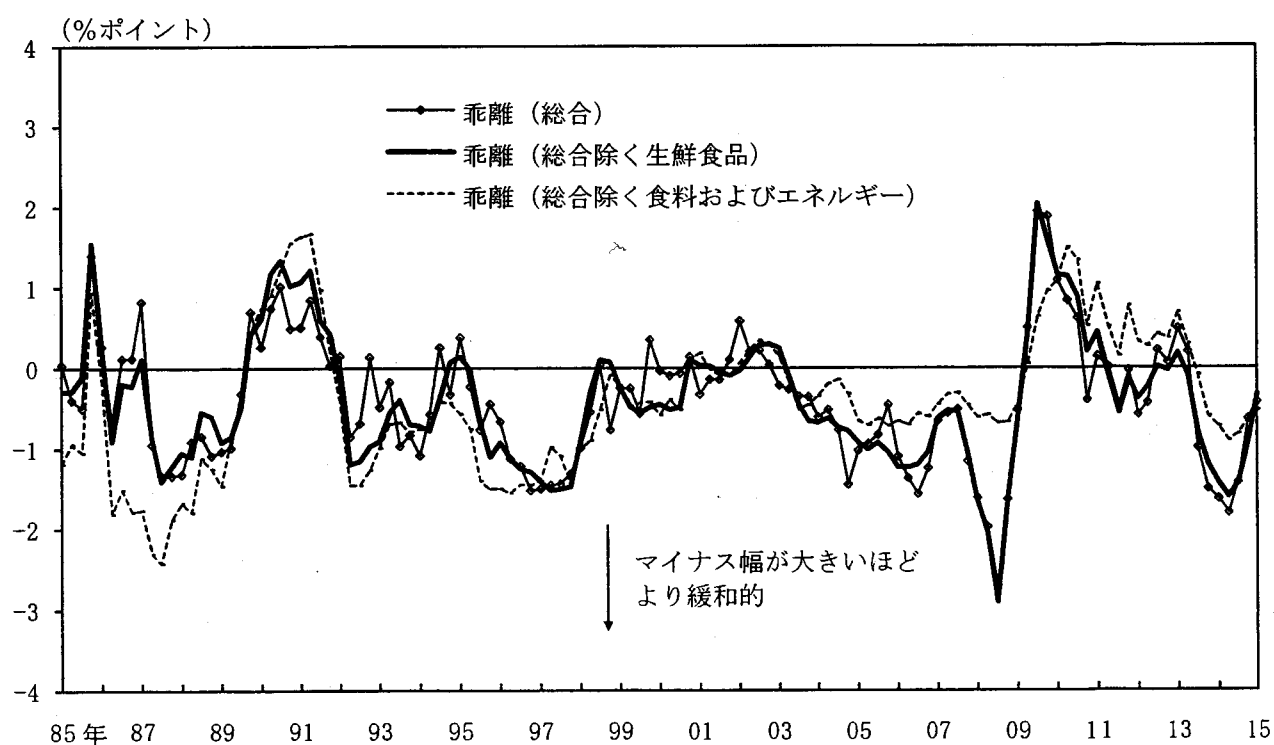
(注) BEIは、固定利付国債利回りー物価連動国債利回り。物価連動国債のうち、2013/10月以降に発行されたものを新物価連動国債、それ以外を旧物価連動国債と呼称。旧物価連動国債の最長物は、16回債(2018/6月償還の銘柄)の利回りをを用いて算出。

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)



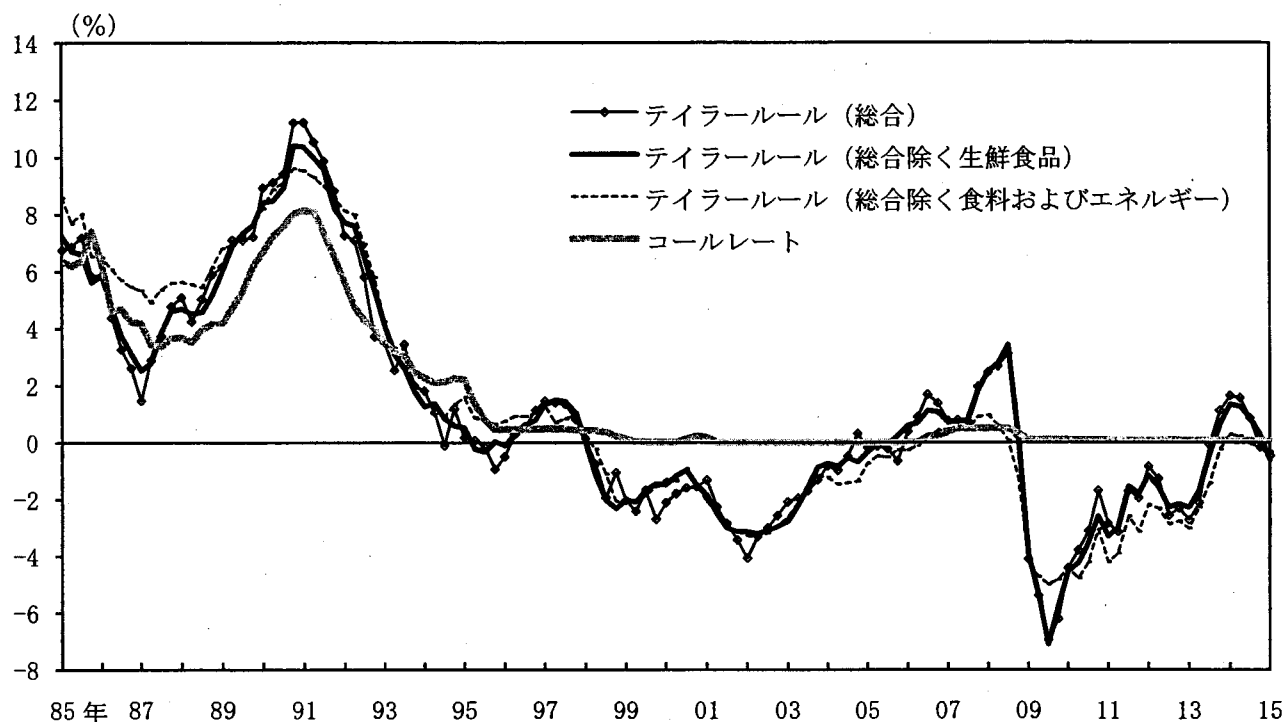
(2) 実質コールレートと潜在成長率の乖離



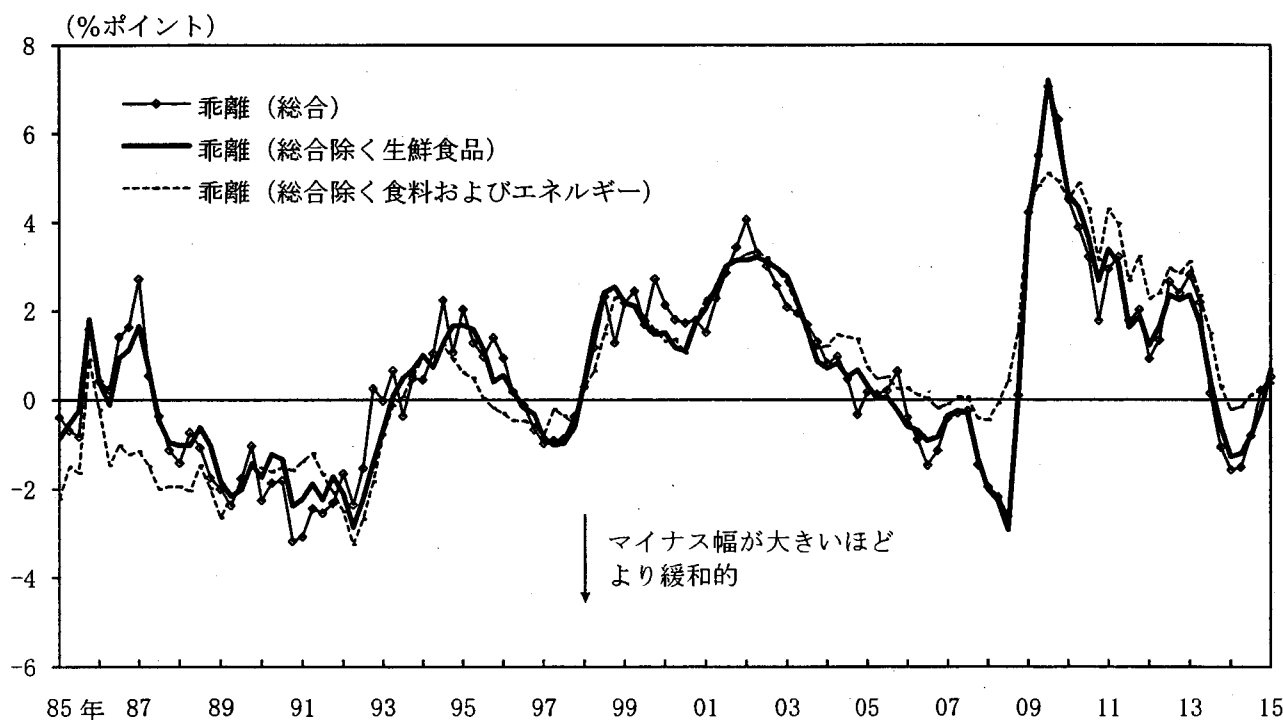
- (注) 1. 実質コールレートは、無担0/NからCPI前年比を差し引いて算出。括弧内は、コールレートの実質化に用いたCPIの系列(消費税調整済み)。「食料」は「酒類」を除く。また、「エネルギー」は「電気代」、「都市ガス代」、「プロパンガス」、「灯油」、「ガソリン」からなる。
潜在成長率は、生産関数アプローチによる推計値(調査統計局の試算値)。
2. 15/1Qの潜在成長率は14/4Qから横ばいと仮定。15/1QのCPI前年比は1~2月の前年比を使用。

短期金利と実体経済 (2)

(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. 15/1Qの潜在成長率およびGDPギャップは、14/4Qから横ばいと仮定。
 15/1QのCPI前年比は1~2月の前年比を使用。

資金調達コスト関連指標

対外非公表

		14/ 4～6月	7～9	10～12	15/ 1～3	15/2月	3	4
		— %						
短期プライムレート(未値)		1.475	1.475	1.475	1.475	1.475	1.475	—
長期プライムレート(未値)		1.20	1.15	1.10	1.15	1.15	1.15	—
貸出約定平均金利								
新 規	短期	0.896	0.870	0.889	—	0.699	—	—
	除く交付税特会向け	1.271	1.376	1.254	—	1.355	—	—
	長期	1.017	0.987	0.958	—	0.906	—	—
	総合	0.957	0.919	0.918	—	0.805	—	—
	除く交付税特会向け	1.110	1.117	1.071	—	1.054	—	—
ス ト ック	短期	0.831	0.843	0.830	—	0.856	—	—
	長期	1.251	1.229	1.203	—	1.177	—	—
	総合	1.228	1.212	1.191	—	1.173	—	—
スプレッド貸出の スプレッド(都銀等)	短期	0.37	0.37	0.36	—	0.36	—	—
	長期	0.63	0.69	0.60	—	0.52	—	—
CP発行レート (3ヶ月物、a-1格)		0.11	0.11	0.11	0.11	0.11	0.11	0.11
スプレッド	a-1+格	+0.04	+0.07	+0.10	+0.10	+0.10	+0.08	+0.08
	a-1格	+0.06	+0.09	+0.12	+0.11	+0.11	+0.10	+0.10
	a-2格以下	+0.17	+0.18	+0.23	+0.19	+0.17	+0.15	+0.25
社債発行レート (AA格)		0.38	0.36	0.37	0.31	0.36	0.29	0.30
スプレッド	AAA格	—	—	—	+0.13	+0.13	—	—
	AA格	+0.19	+0.20	+0.26	+0.23	+0.25	+0.18	+0.21
	A格	+0.23	+0.28	+0.25	+0.36	+0.34	+0.46	+0.29

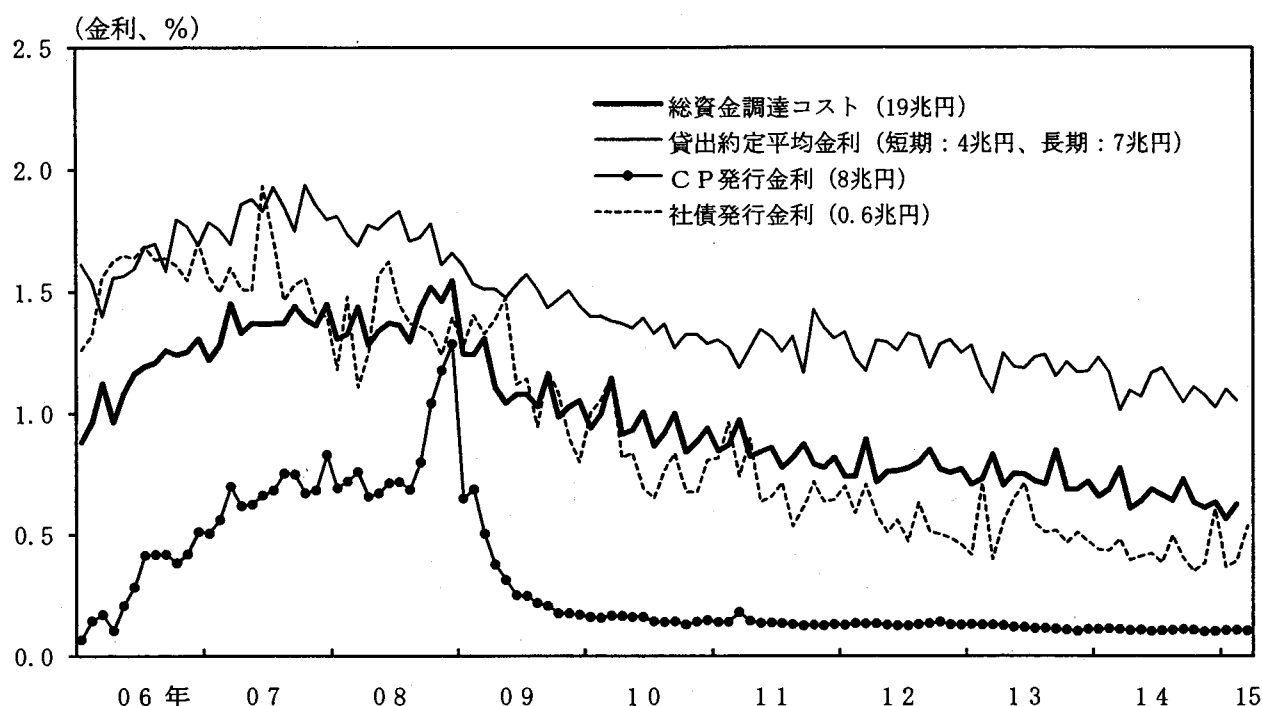
(注) 1. 短プラ、長プラの直近(4/24日)の値は、短プラは1.475%、長プラは1.15%。

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. 15/4月は、CPが第3週まで、社債が22日までの値。

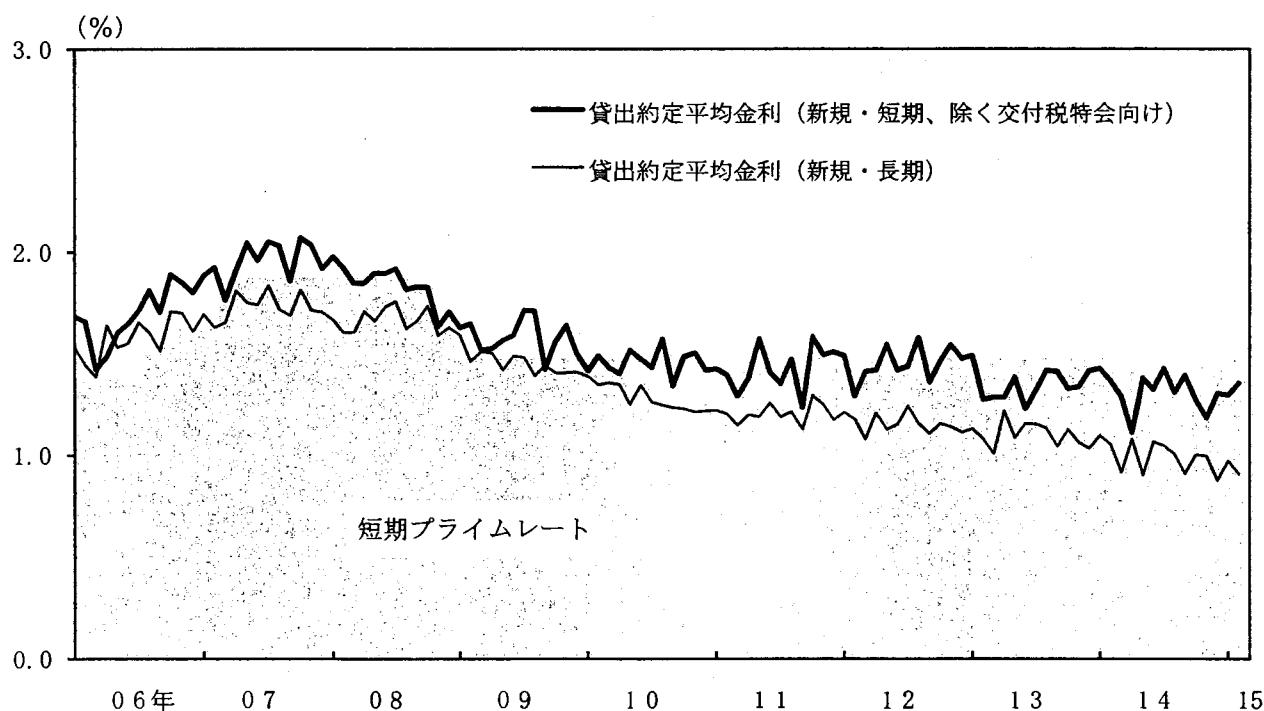
総資金調達コスト・貸出金利

(1) 総資金調達コストの推移



- (注) 1. 総資金調達コストは、貸出約定平均金利（新規・総合、除く交付税特会向け）、社債発行金利、CP発行金利を加重平均して算出。
 2. ウェイトには、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14年中の月平均新規貸出実行額または発行額。

(2) 貸出金利

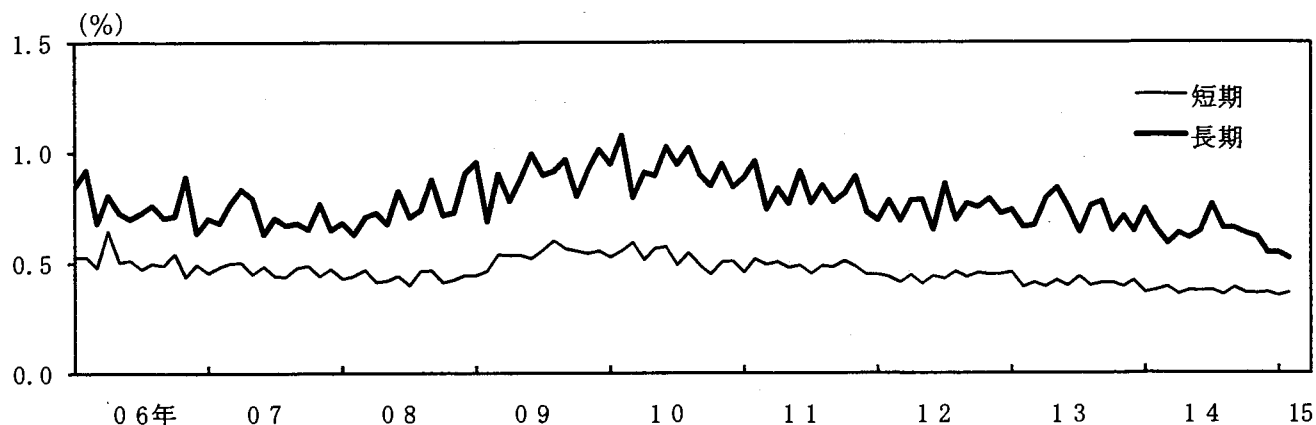


- (注) 貸出約定平均金利は、国内銀行ベース。短期プライムレートは月末時点。

貸出・CP・社債のスプレッド

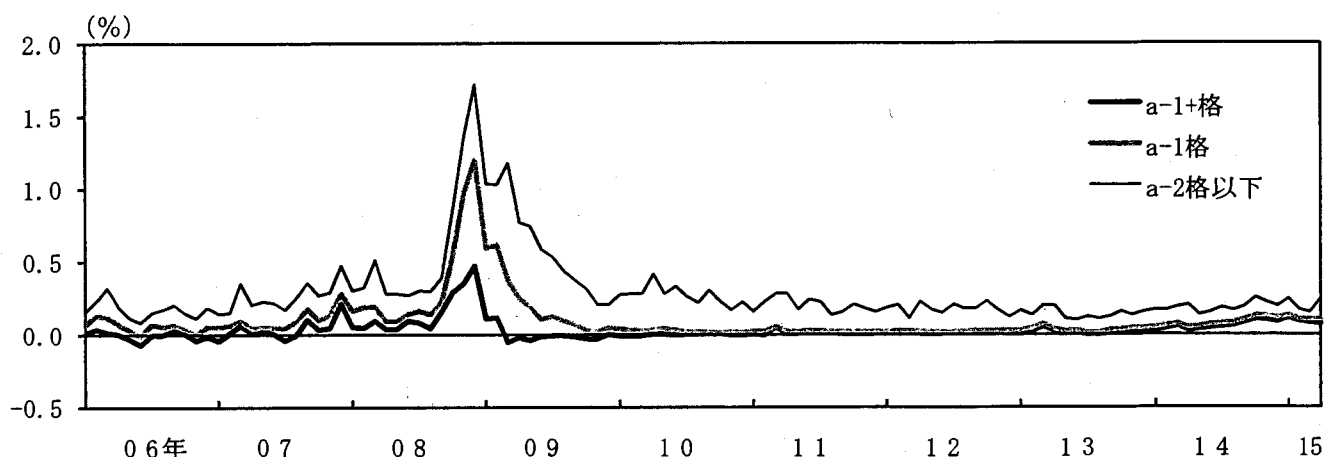
対外非公表

(1) スプレッド貸出のスプレッド



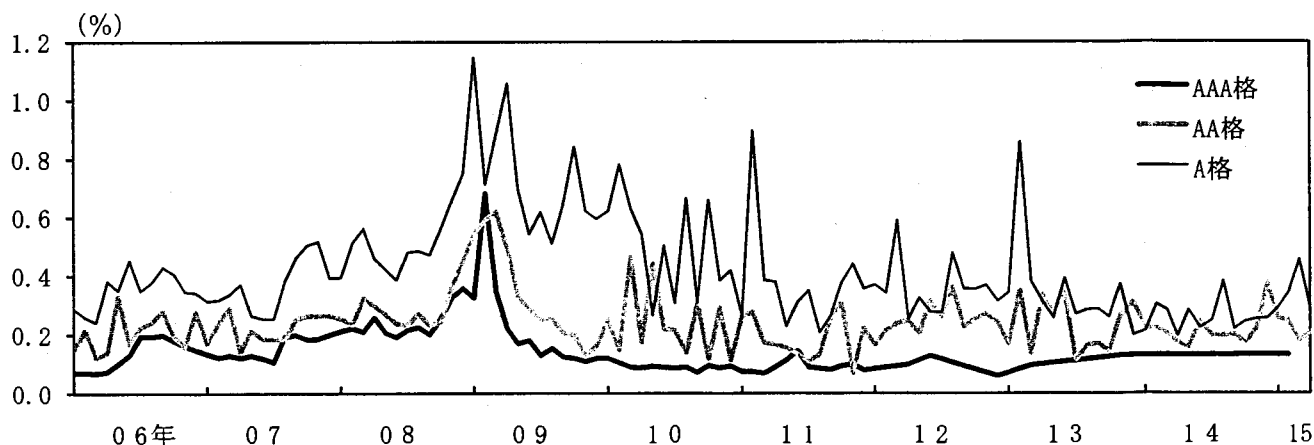
(注) 計数は都銀等ベース。

(2) CP発行スプレッド



- (注) 1. 発行スプレッドは、発行金利－短期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. 15/4月は第3週までの平均値。

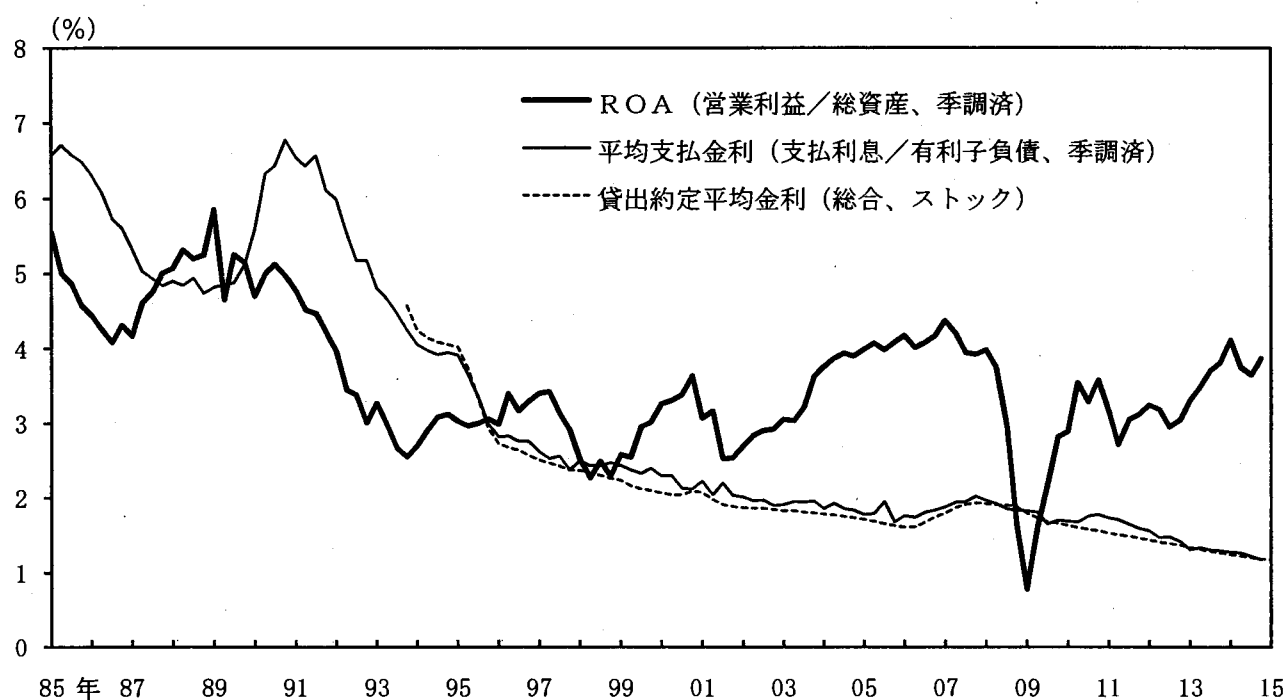
(3) 社債発行スプレッド



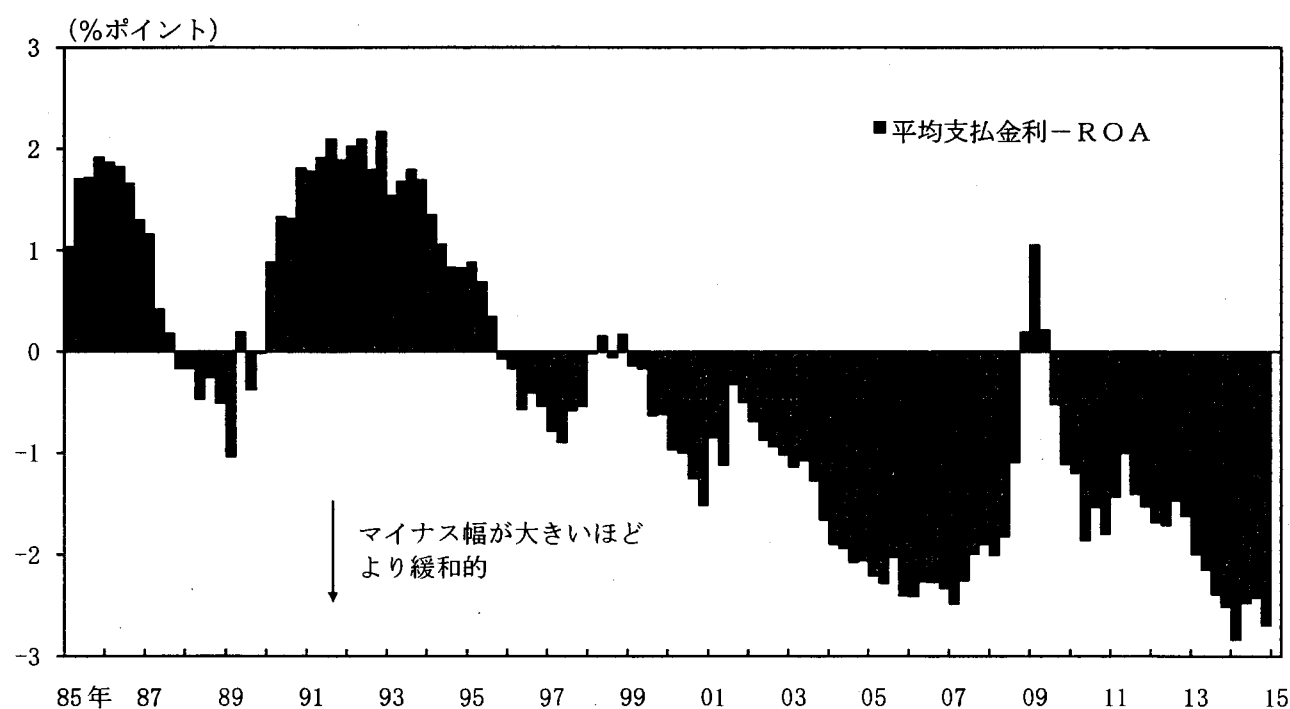
- (注) 1. 社債発行スプレッドは、起債日ベースで、社債発行金利－同年限の国債流通利回り。対象は国内公募社債で、銀行や証券会社、発行金利が相対的に高いノンバンクの発行分、劣後債、当初発行期間が15年以上の社債等は除いている。計数は単純平均値。
2. 発行が無い月は前後の月の値で線形補間。
3. 15/3～4月は対象となるAAA格の発行は無い。15/4月は22日までの値。

企業の資金調達コストと収益性

(1) 企業のROAと平均支払金利（法人季報、全規模・全産業）



(2) 平均支払金利とROAの乖離



(注) 15/1Qの貸出約定平均金利は1～2月の平均値。

資金調達量関連指標

民間部門総資金調達の
計数は対外非公表

<民間部門総資金調達の内訳>

—— 平残前年比%、前年比寄与度%ポイント(調整後) ; 残高、兆円

	2014年	14/ 7~9月	10~12	15/ 1~3	15/2月	3	4	2014年 平残
民間部門総資金調達	1.1	1.0	1.2	1.1	1.1	1.2 p	—	617
寄与度								
銀行・信金・外銀計	1.6	1.5	1.6	1.5	1.5	1.5 p	—	453
生保	-0.1	-0.1	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	—	24
政府系	-0.3	-0.3	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	—	53
旧3公庫	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	—	27
住宅機構	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	—	26
直接市場調達	-0.1	-0.2	-0.0	-0.0	-0.0	0.0	—	87
CP	-0.0	-0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	—	12
社債	-0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	—	76

(注) 旧3公庫は、政投銀と日本公庫(国民生活事業、中小企業事業)の合計。住宅機構には買取債権を含む。

<民間銀行貸出残高、CP・社債の発行残高>

—— 前年比%([]内のみ調整後) ; 残高、兆円

	2014年	14/ 7~9月	10~12	15/ 1~3	15/2月	3	4	2014年 平残
銀行計(平残)	2.4	2.3	2.7	2.6	2.6	2.7	—	415
	[2.6]	[2.3]	[2.4]	—	[2.3]	—	—	—
都銀等	1.4	1.1	1.7	1.4	1.3	1.5	—	202
地銀・地銀Ⅱ計	3.4	3.5	3.7	3.8	3.9	3.9	—	214
地銀	3.6	3.7	3.8	4.0	4.1	4.1	—	169
地銀Ⅱ	2.7	2.9	3.1	3.1	3.2	3.0	—	45
CP・社債計(末残)	0.0	-0.3	0.0	0.3	-0.1	0.3	—	—
CP	5.3	3.4	5.3	6.8	3.2	6.8	—	—
社債	-0.8	-0.8	-0.8	-0.6	-0.6	-0.6	—	—

(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>

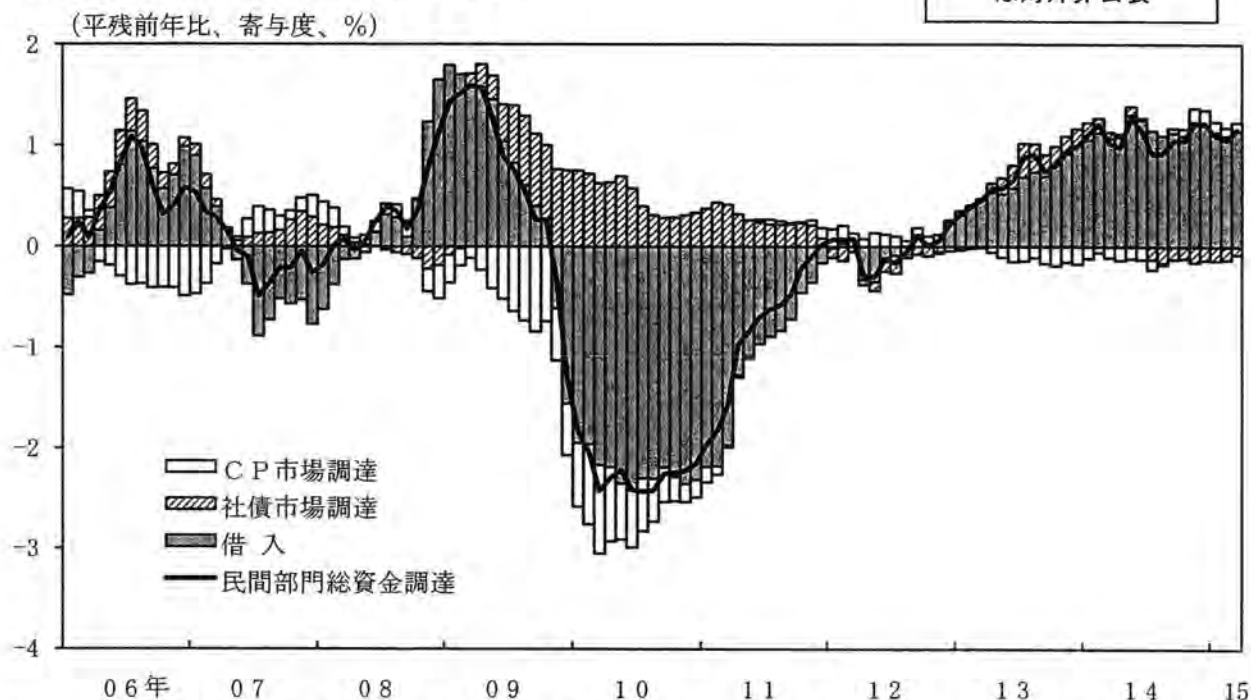
—— 1か月当り、億円

	2014年	14/ 7~9月	10~12	15/ 1~3	15/2月	3	4	2014年 平残
国内公募社債計	6,011	6,751	5,062	5,904	5,271	5,160	2,960	—
うちBBB格	573	410	1,550	1,567	100	0	0	—
(シェア)	(9.5)	(6.1)	(30.6)	(26.5)	(1.9)	(0.0)	(0.0)	—
転換社債発行額	758	219	1,215	927	0	2,779	70	—
株式調達額	1,742	2,154	1,345	772	106	2,133	620	—
J-REIT資本調達額	634	677	677	952	1,678	762	325	—

(注) 計数の定義は図表14(2)、15を参照。15/4月は22日までの値。

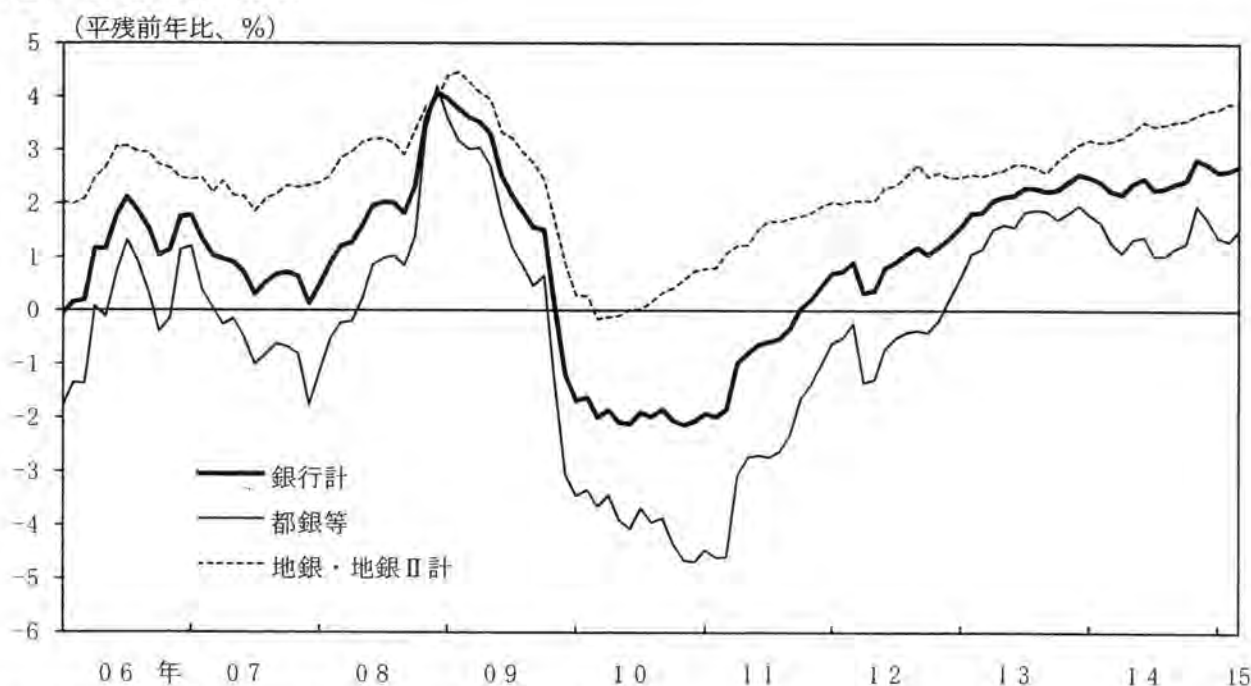
民間部門総資金調達

(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、幅を持つ必要がある。
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

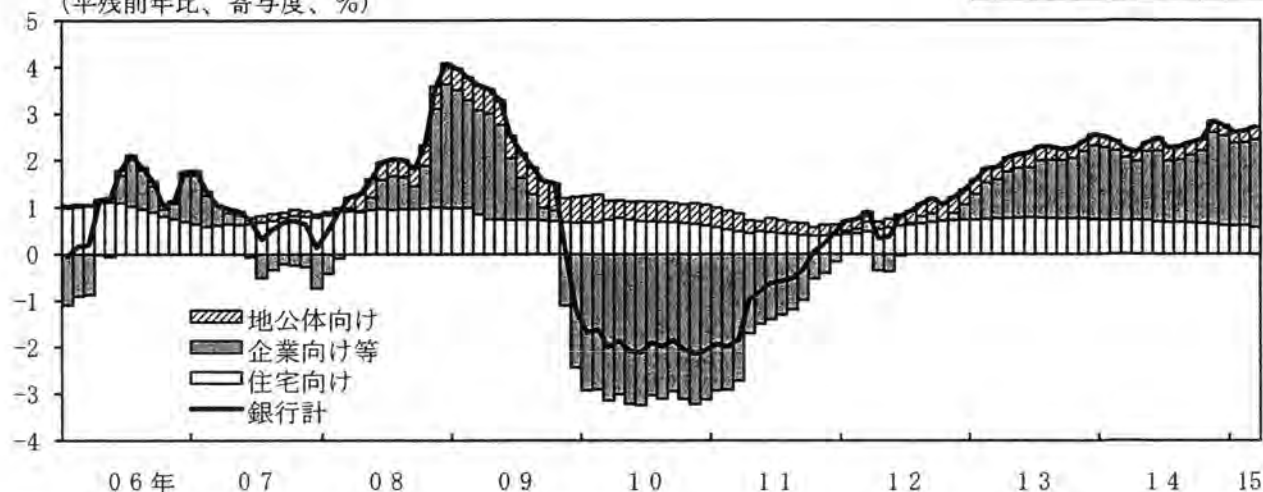


- (注) 総貸出ベース。銀行計は都銀等、地銀、地銀Ⅱの合計。

民間銀行貸出の内訳

(1) 借入主体別

(平残前年比、寄与度、%)

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。
15/3月は速報値。

(2) 企業向け貸出の内訳

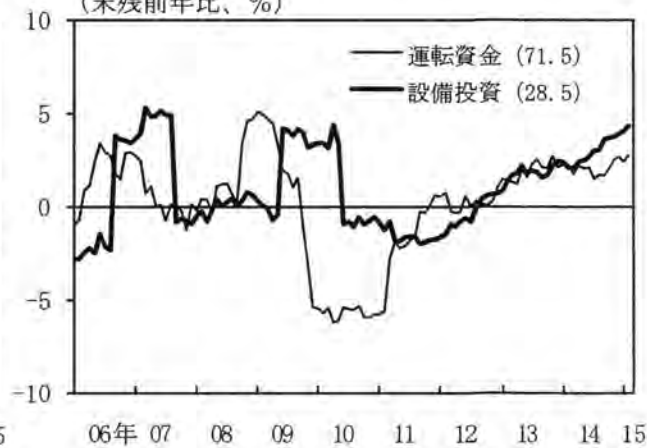
<企業規模別、月次>

(末残前年比、%)



<資金使途別、月次>

(末残前年比、%)



<業種別、四半期>

(末残前年比、%)

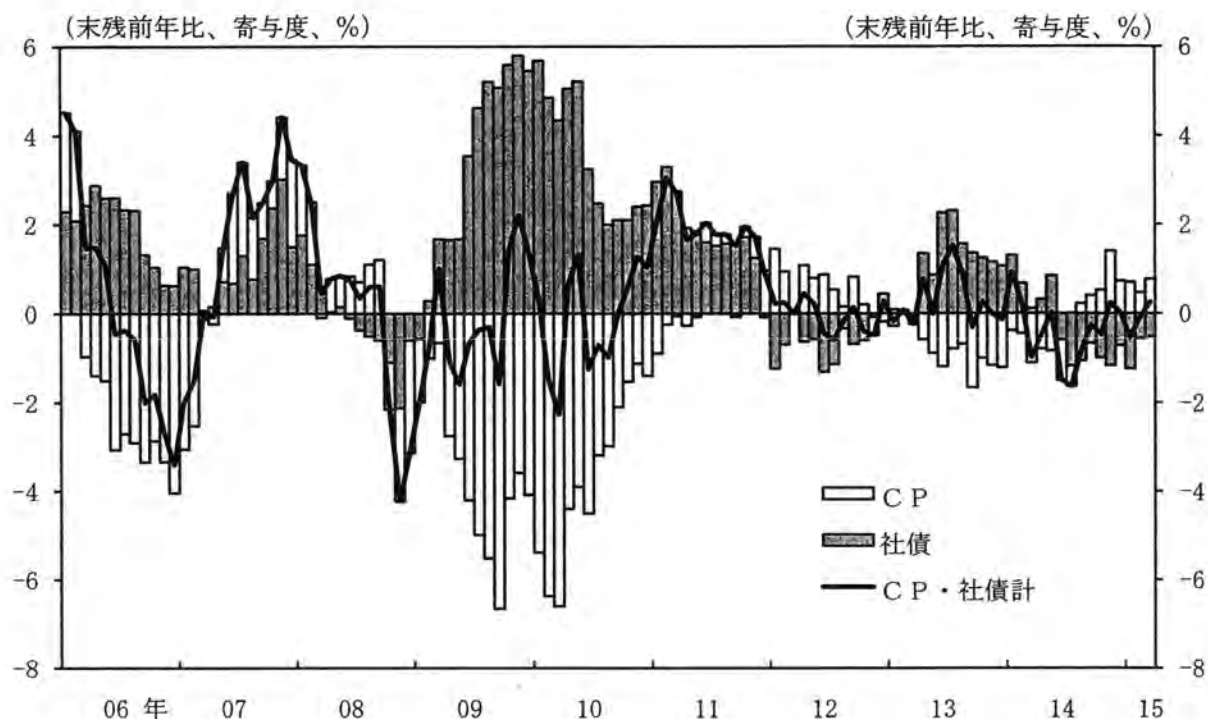


(注) 1. 計数は国内銀行ベース。

2. ()内は企業向け貸出残高に占めるウェイト。企業規模別・資金使途別は15/2月、業種別は14/4Qの値。

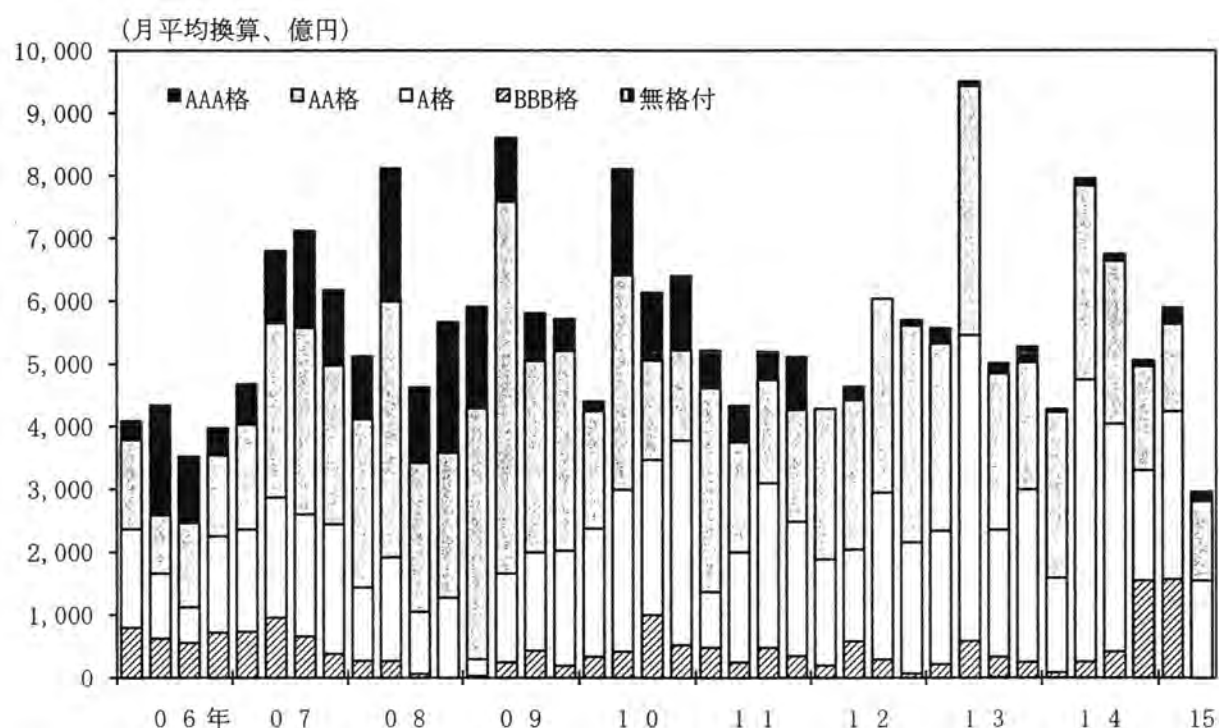
C P・社債発行残高

(1) C P・社債発行残高



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

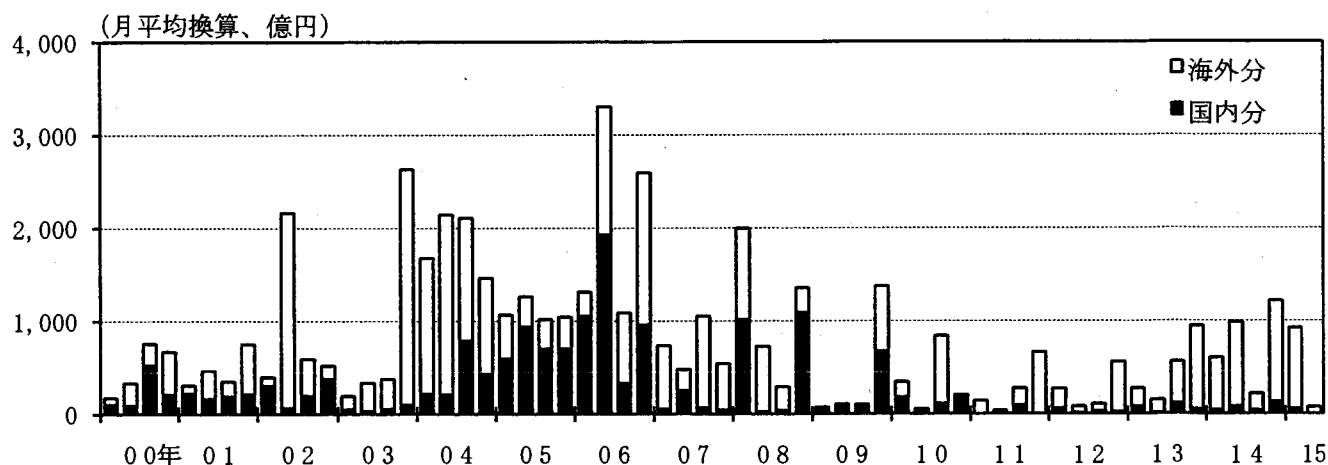
(2) 社債発行額



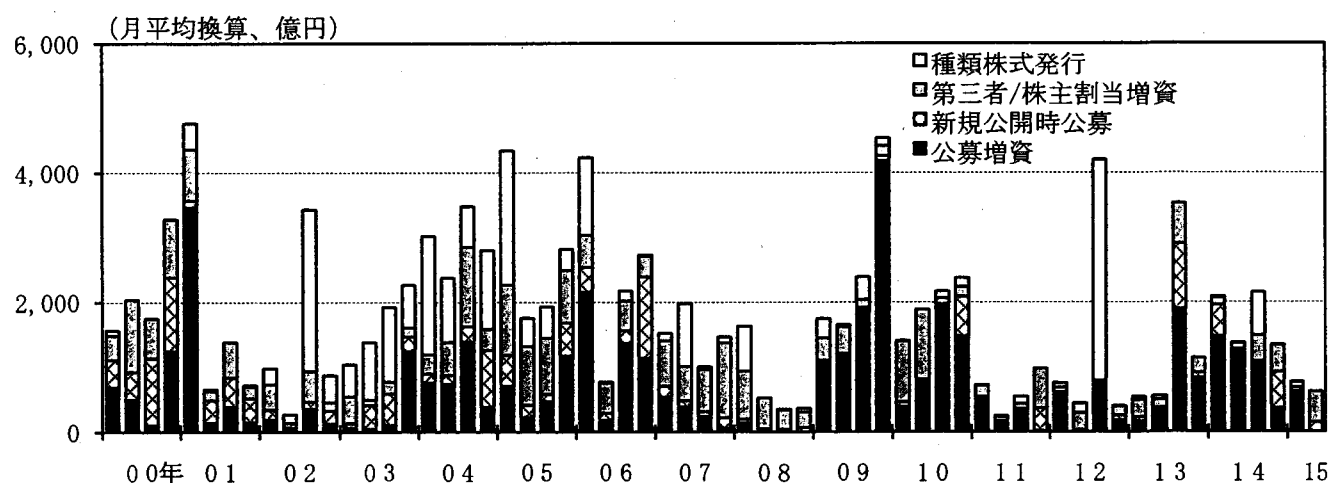
- (注) 対象は国内公募社債。銀行発行分を含まず、起債日ベース。15/2Qは4/22日までの値。

エクイティファイナンス

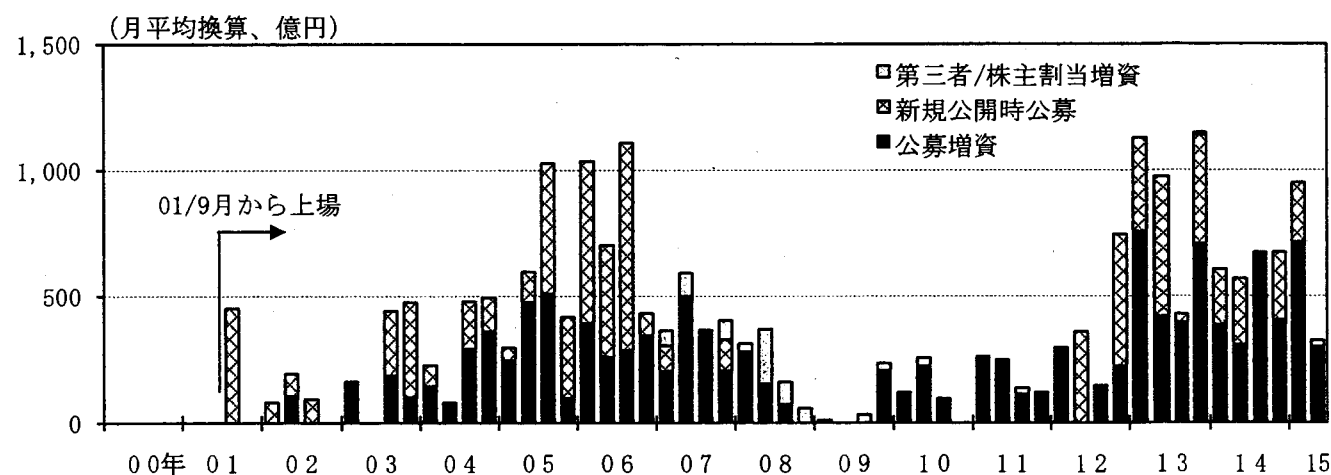
(1) 転換社債発行額



(2) 株式調達額



(3) J-REIT 資本調達額



- (注) 1. 計数はアイ・エヌ情報センターによる。
 2. 転換社債発行額は、発行・効力発生日ベースで、銀行発行分を含まない。
 3. 株式調達額は、国内外市場の合計。発行・効力発生日、募集価格総額ベースで、銀行発行分を含まない。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. 15/2Qは4/22日までの値。

企業金融関連指標

<金融機関からみた資金需要>

							—— %ポイント		
		14/ 1～3月	4～6	7～9	10～12	15/ 1～3	15/1月	2	3
資金需要D. I. (主要銀行貸出動向アンケート調査)									
企業向け (季調値)	(「増加」+ 0.5×「やや増加」) - (「減少」+ 0.5×「やや減少」)	5	5	5	6	1			
大企業向け (季調値)		(3)	(10)	(5)	(4)	(-1)			
中小企業向け (季調値)		7	6	1	4	0			
個人向け (季調値)		(5)	(7)	(2)	(4)	(-2)			
		5	4	4	5	1			
		(3)	(8)	(3)	(3)	(-1)			
		20	-10	6	8	5			
		(20)	(-9)	(6)	(7)	(5)			

<金融機関の貸出態度>

							— %ポイント		
		14/ 1～3月	4～6	7～9	10～12	15/ 1～3	15/1月	2	3
貸出態度判断D. I.									
全国短観（全産業）		15	15	17	17	20			
大企業	「緩い」－「厳しい」	21	23	24	25	27			
中小企業		9	11	12	12	15			
中小企業（日本公庫）	「緩和」－「厳しい」	39.0	38.0	37.8	38.8	43.4	42.2	43.7	44.2
小企業（日本公庫）	「（前期比）容易」 －「（前期比）困難」	-11.8	-9.9	-10.7	-10.3	-9.7			
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」）	12	10	9	3	5			
中小企業向け		21	21	17	14	15			

(注) 中小企業 (日本公庫) の四半期計数は、月次計数の平均。

<資金繰りD. I. >

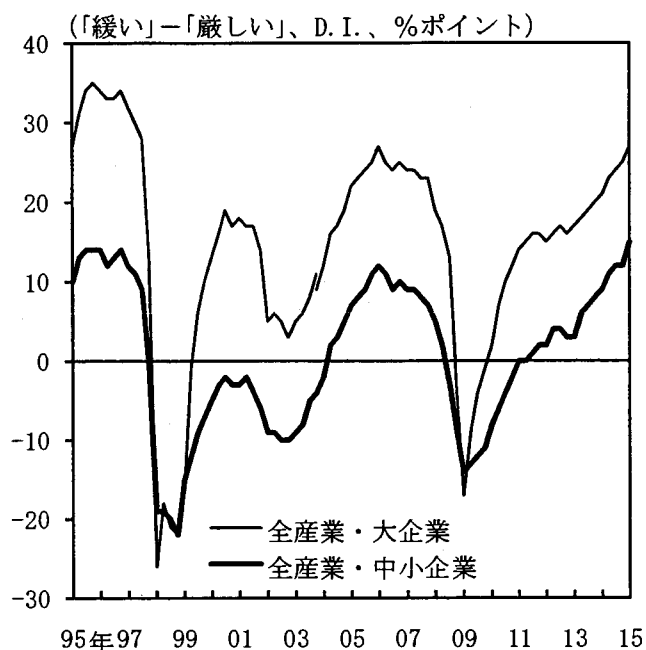
							—— %ポイント		
		14/ 1～3月	4～6	7～9	10～12	15/ 1～3	15/1月	2	3
全国短観 (全産業)	「楽である」 - 「苦しい」	8	10	10	9	12			
大企業		18	21	20	19	22			
中小企業		1	3	2	2	4			
中小企業 (日本公庫)	「余裕」 - 「窮乏」	0.4	2.2	-0.2	0.6	3.1	0.8	4.3	4.2
中小企業 (商工中金)	「(前月比) 好転」 - 「(前月比) 悪化」	-1.8	-1.5	-1.9	-1.9	-1.5	-2.0	-2.7	0.3
小企業 (日本公庫)	「(前期比) 好転」 - 「(前期比) 悪化」	-24.9	-18.7	-23.3	-24.9	-24.1			

(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。

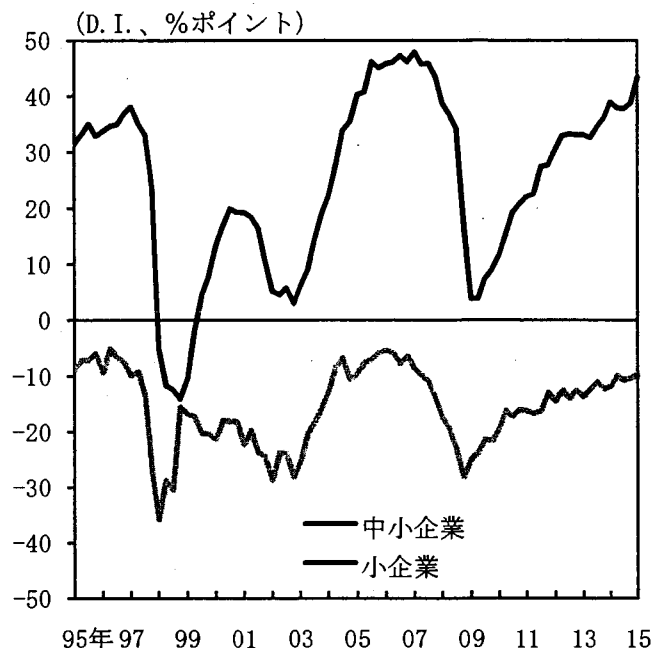
金融機関の貸出態度・企業の資金繰り

(1) 企業からみた金融機関の貸出態度

<短観>

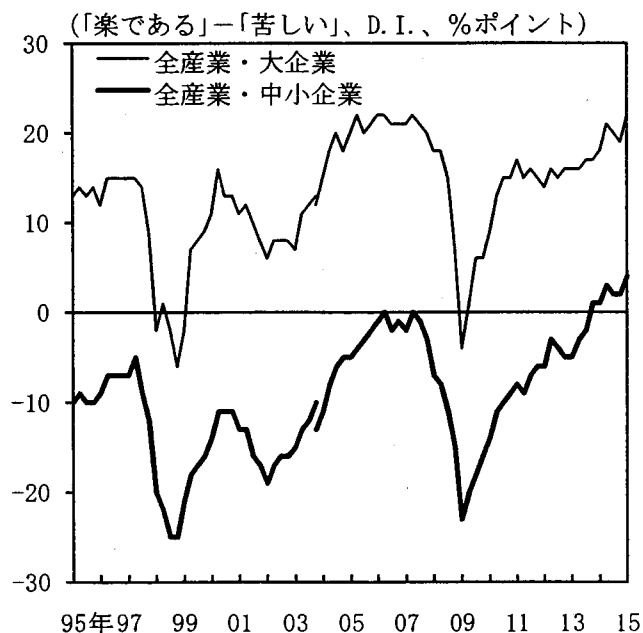


<日本公庫>

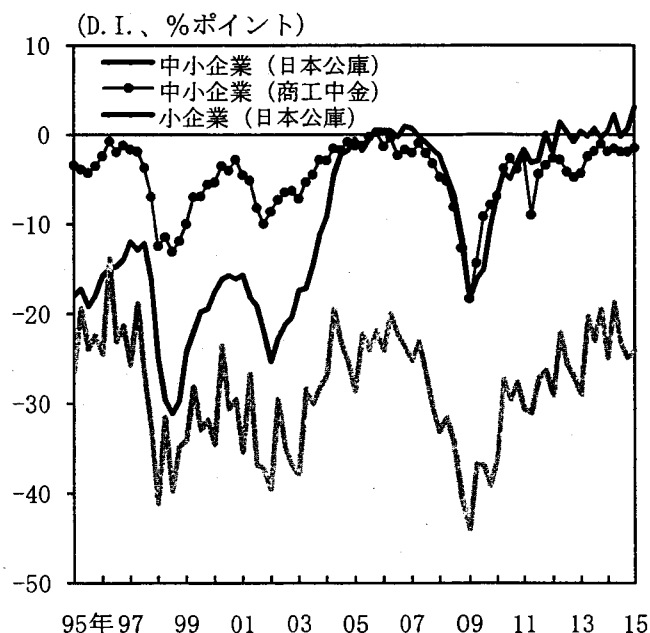


(2) 企業の資金繰り

<短観>



<日本公庫・商工中金>



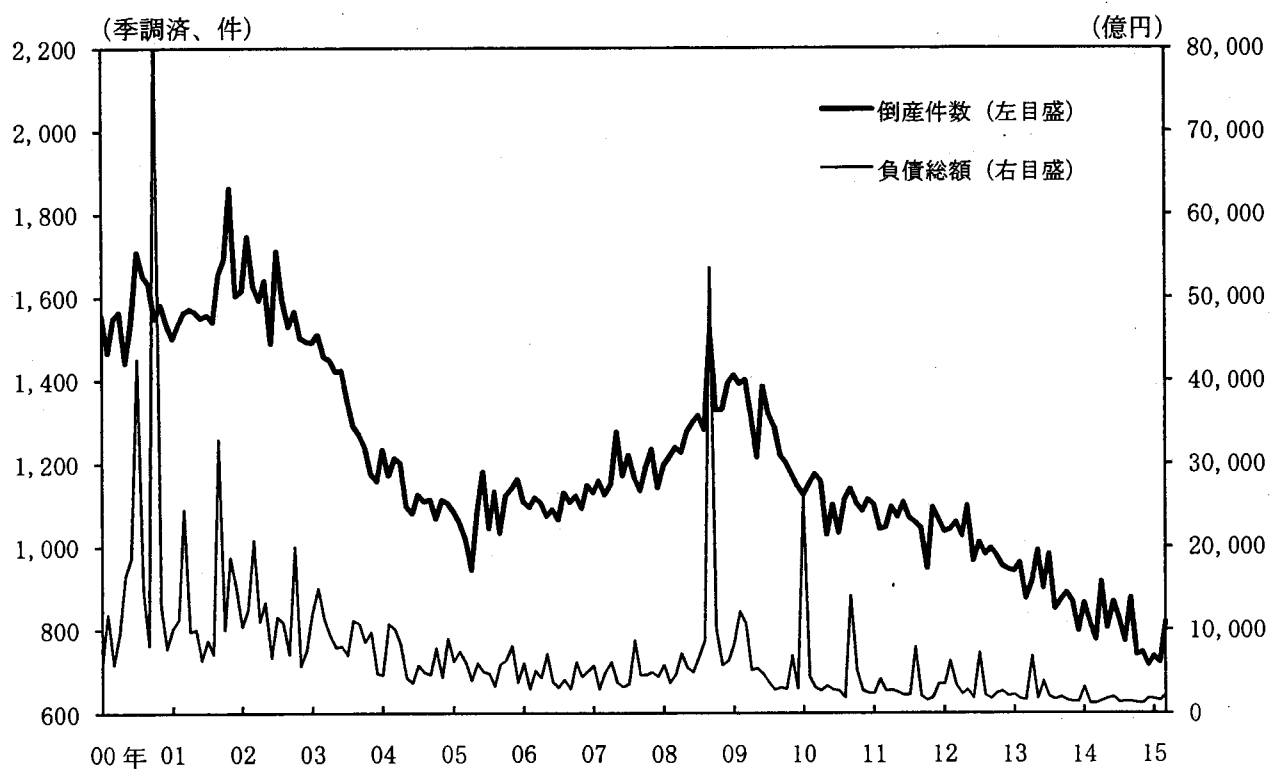
- (注) 1. 短観は04/3月調査より見直しを実施。旧ベースは03/12月調査まで、新ベースは03/12月調査から。
 2. D.I.の定義は、(1)の日本公庫の中小企業は「緩和」-「厳しい」、小企業は「容易になった」-「難しくなった」。
 (2)の日本公庫の中小企業は「余裕」-「窮屈」、小企業と商工中金は「好転」-「悪化」。
 3. 調査対象は、それぞれの取引先。すなわち、日本公庫の中小企業は原則資本金3億円以下または従業員300人以下の企業、小企業は8～9割程度が従業員9人以下の企業。商工中金は出資団体に属する企業(規模は日本公庫の中小企業と概ね同じ)。
 4. 計数は、日本公庫の中小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

(図表18)

企業倒産

— 件・億円／月、() 内は前年比、%

	2014年	14/ 7～9月	10～12	15/ 1～3	15/1月	2	3
倒産件数	811 (-10.4)	812 (-8.6)	741 (-13.6)	757 (-7.6)	721 (-16.6)	692 (-11.5)	859 (5.5)
〈季調値〉	—	826	734	760	736	723	819
負債総額	1,562 (-32.6)	1,340 (-27.7)	1,393 (-2.3)	1,810 (-1.0)	1,681 (-46.7)	1,512 (30.1)	2,236 (91.1)
1件あたり負債額	1.9	1.7	1.9	2.4	2.3	2.2	2.6



(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

	2014年	14/ 7～9月	10～12	15/ 1～3	15/1月	2	3	2014年 残高
マネタリーベース（平残）	43.2	39.4	37.3	36.4	37.4	36.7	35.2	—
	—	(243.7)	(260.8)	(277.6)	(275.4)	(275.3)	(282.1)	(234)
日本銀行券発行高	3.6	3.5	3.6	3.6	3.5	3.7	3.6	(87)
貨幣流通高	1.0	0.9	0.8	0.8	0.7	0.8	0.9	(5)
日銀当座預金	89.9	76.0	67.3	63.0	66.2	63.6	59.7	(142)
(参考)金融機関保有現金	2.9	1.5	1.7	0.9	0.4	1.2	1.1	(9)
マネタリーベース（末残）	36.7	36.1	36.7	34.5	38.7	36.2	34.5	—
	—	(252.6)	(275.9)	(295.9)	(278.6)	(278.9)	(295.9)	(276)

<マネーストック>

—— 平残前年比、%；残高、兆円

	2014年	14/ 7～9月	10～12	15/ 1～3	15/1月	2	3	2014年 平残
M2	3.4	3.0	3.5	3.5	3.4	3.5	3.6	875
M3	2.8	2.5	2.8	2.9	2.8	2.9	3.0	1,187
M1	4.7	4.2	4.6	4.8	4.5	4.9	4.9	587
現金通貨	3.5	3.5	3.7	3.7	3.7	3.8	3.7	83
預金通貨	4.9	4.3	4.8	4.9	4.6	5.1	5.1	504
準通貨	0.6	0.4	0.7	0.8	0.8	0.7	0.9	565
CD	6.7	9.0	8.8	6.6	8.8	5.2	5.7	36
広義流動性	3.4	3.1	3.4	3.4	3.3	3.4	3.3	1,558

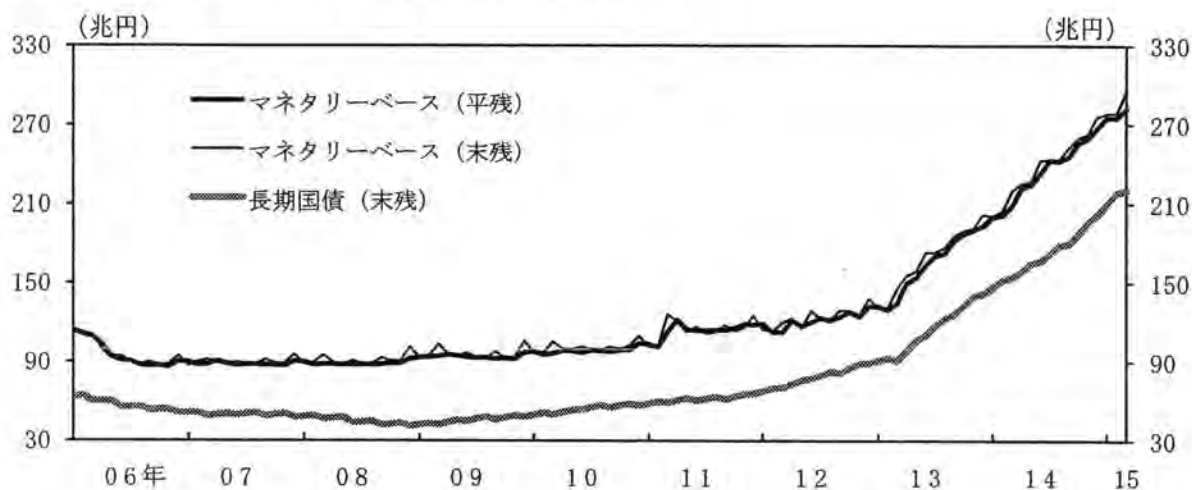
<主要金融商品の内訳（広義流動性ベース）>

—— 平残前年比、%；残高、兆円

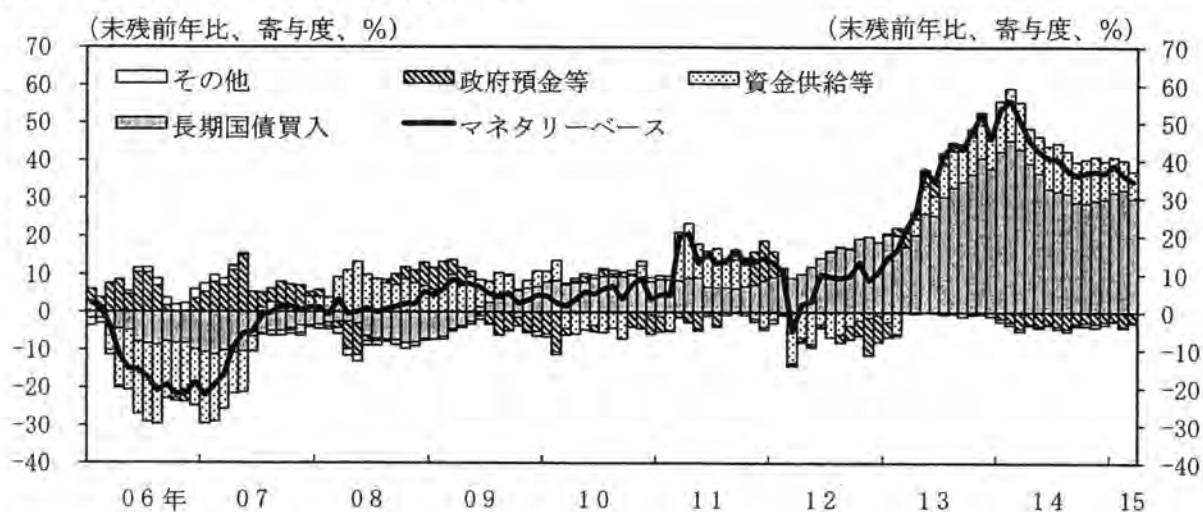
	2014年	14/ 7～9月	10～12	15/ 1～3	15/1月	2	3	2014年 平残
金銭の信託	6.0	5.4	5.0	4.2	4.8	4.7	3.1	210
投資信託	7.9	6.3	5.9	8.5	7.2	8.2	10.1	84
金融債	-8.0	-3.4	-4.8	-5.8	-5.7	-6.2	-5.4	3
国債	-5.9	-5.7	-7.9	-11.0	-9.7	-11.3	-12.0	30
外債	7.0	11.1	16.4	12.2	12.7	12.1	11.7	42

マネタリーベースとマネーストック

(1) マネタリーベースと長期国債買入残高

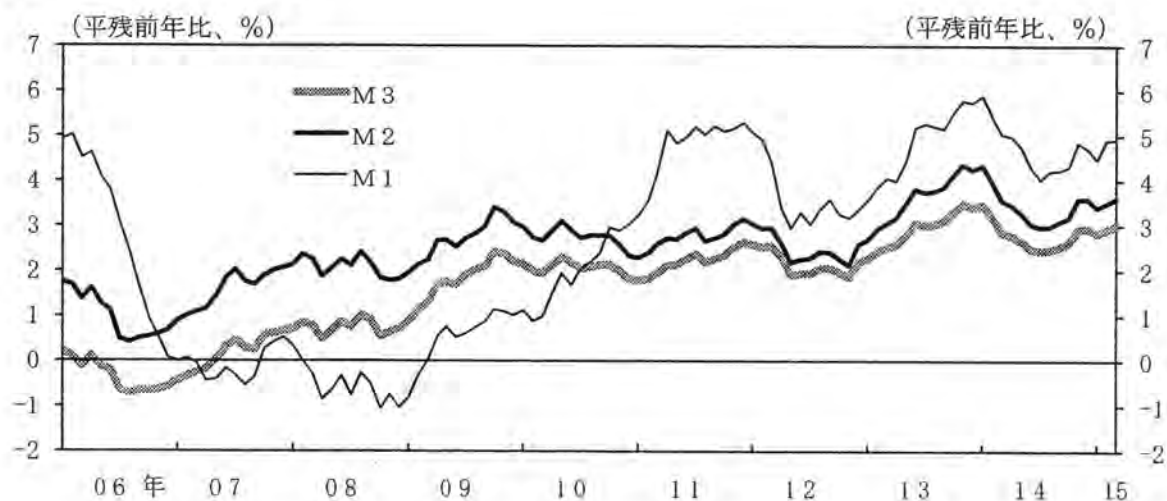


(2) マネタリーベースの前年比



(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。

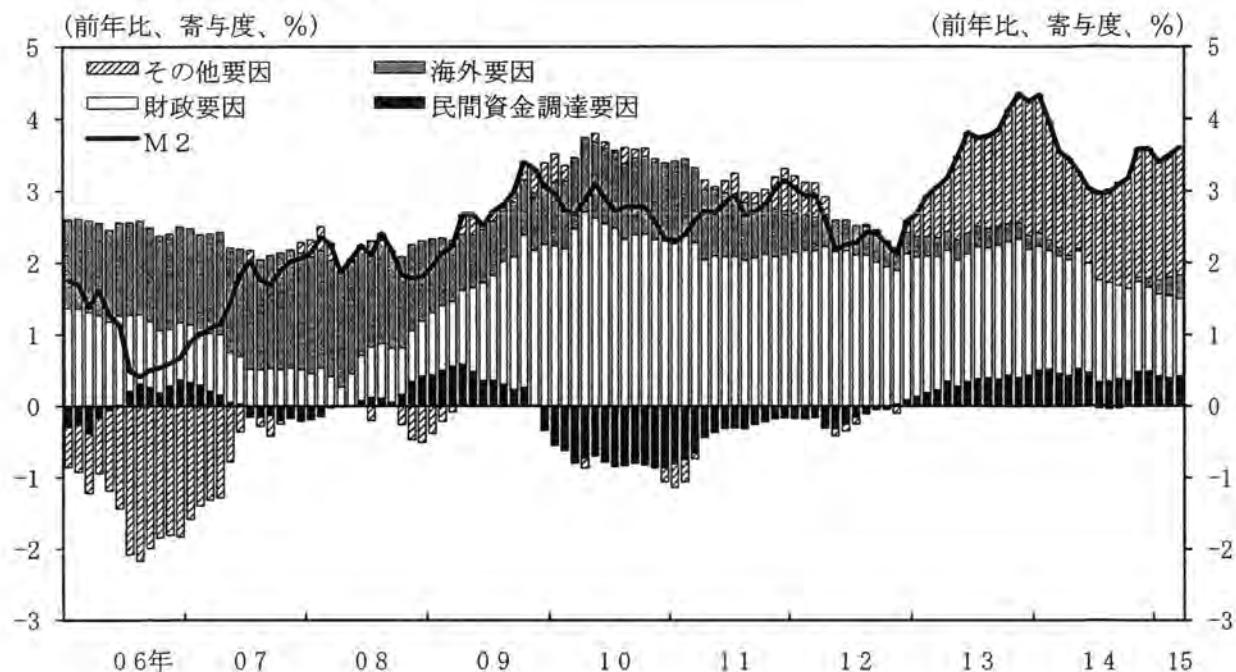
(3) マネーストック



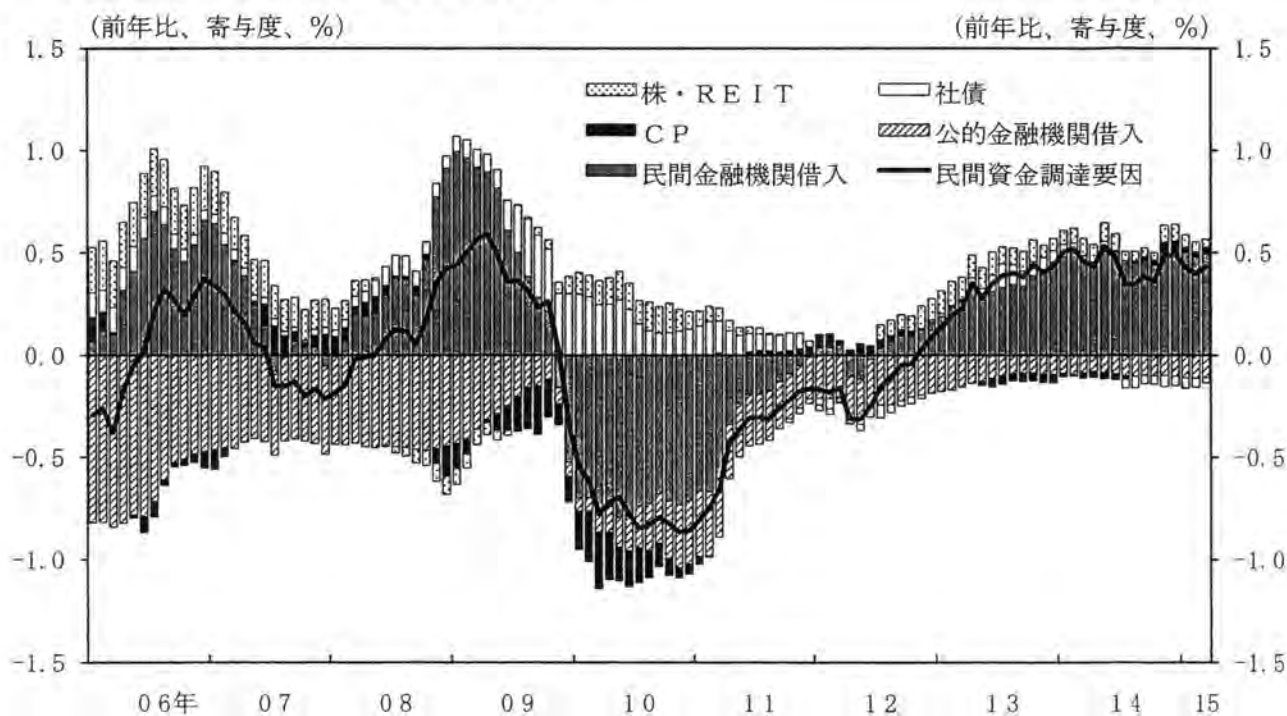
M2のバランスシート分解

—— 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



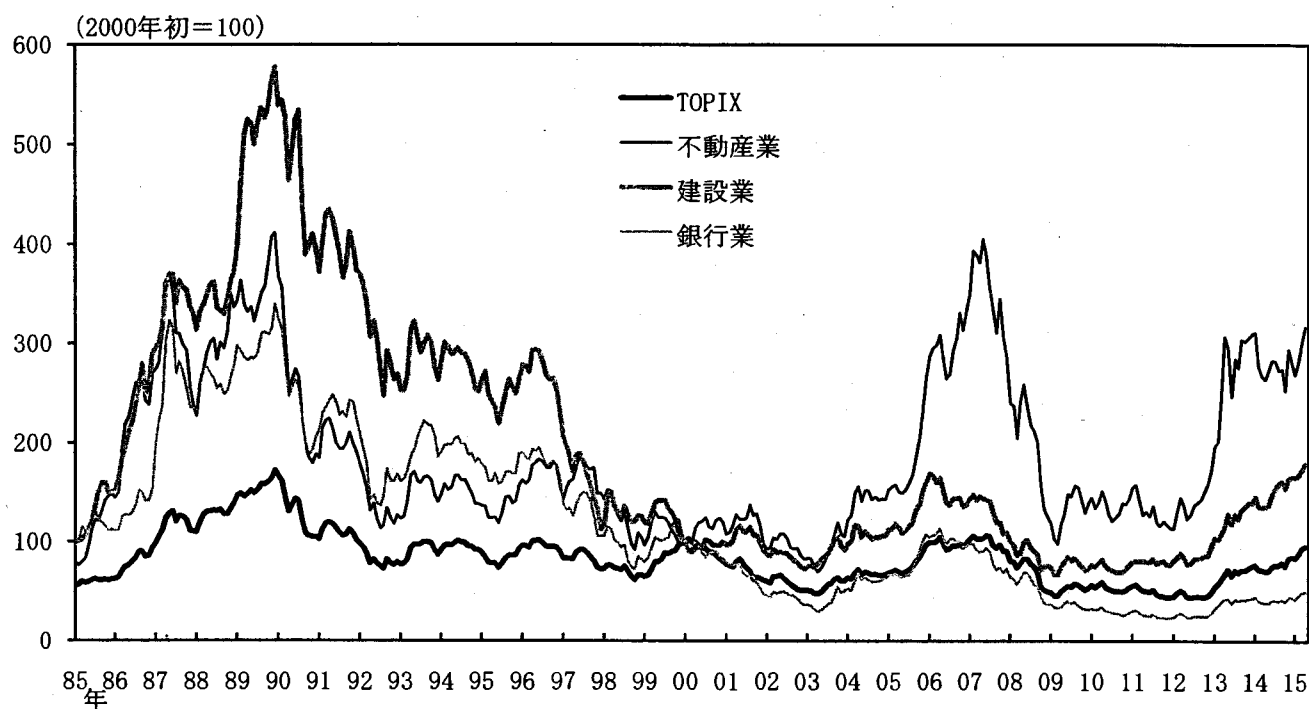
(2) 民間資金調達要因の内訳



(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。

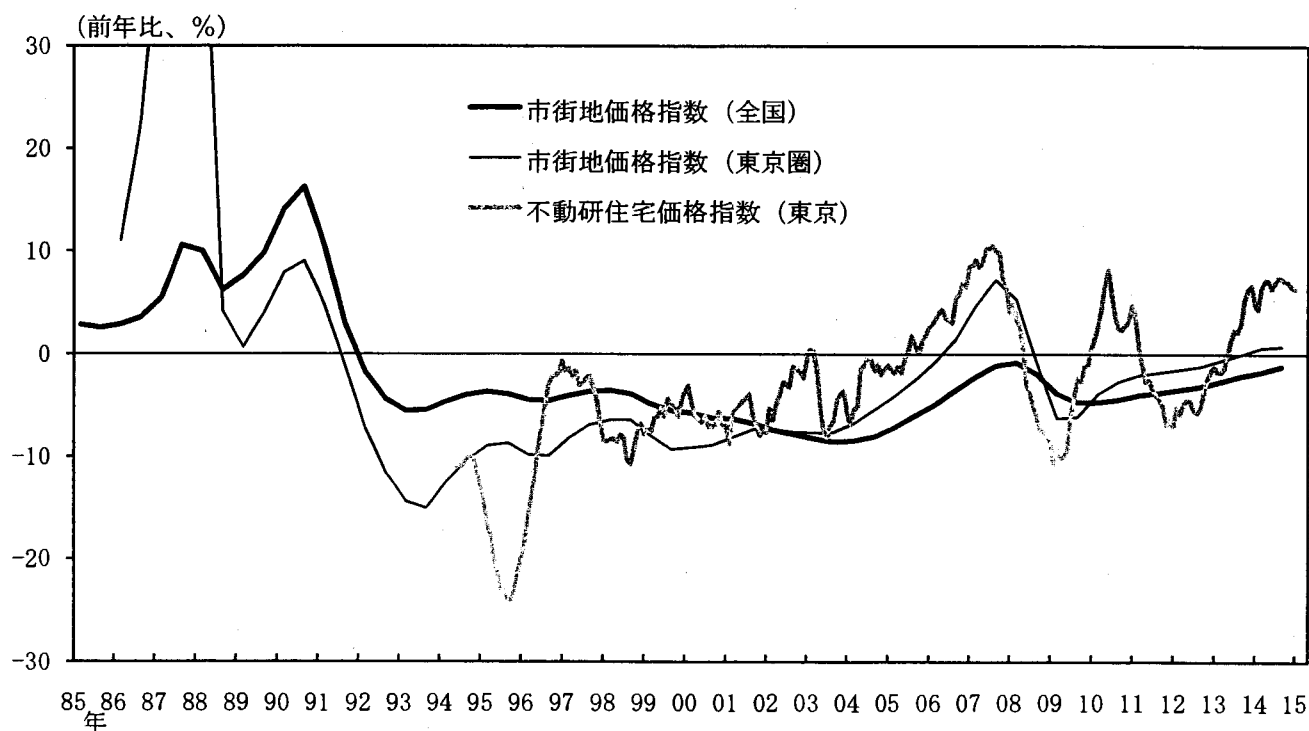
資産価格

(1) 株価



(注) 株価は月平均。15/4月は24日までの値。

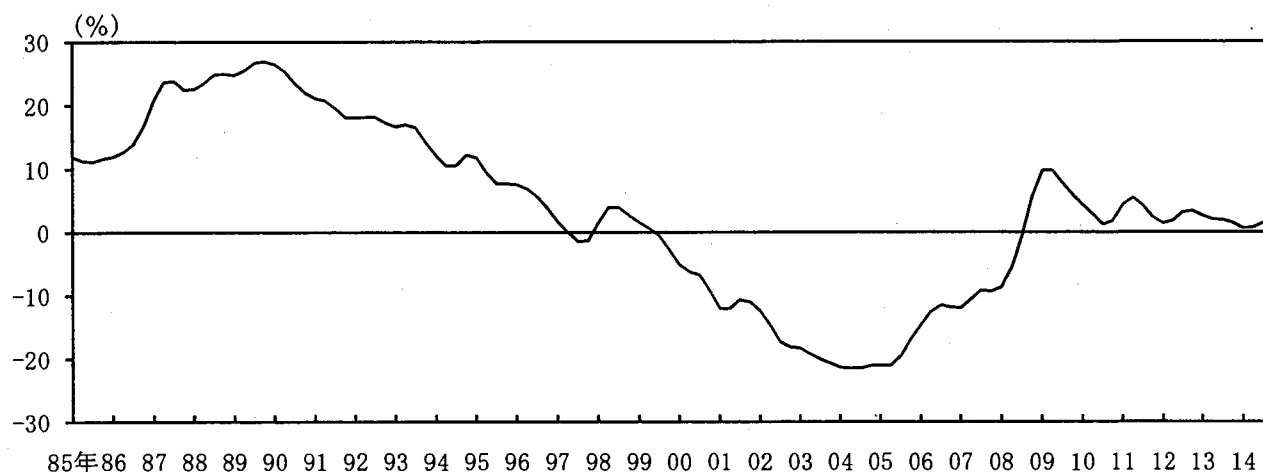
(2) 地価・住宅価格



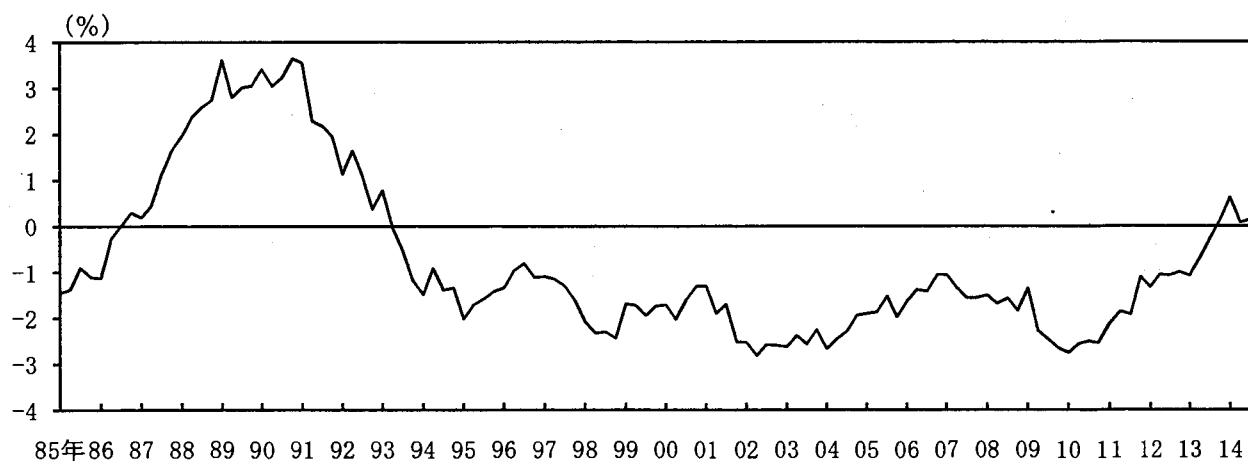
(注) 1. 市街地価格指数は、全用途。東京圏は、東京、神奈川、埼玉、千葉が対象。
 2. 不動産研住宅価格指数 (東京) は、東京都における既存マンション価格水準の動向を表したものの。

ファイナンス・インバランス関連指標

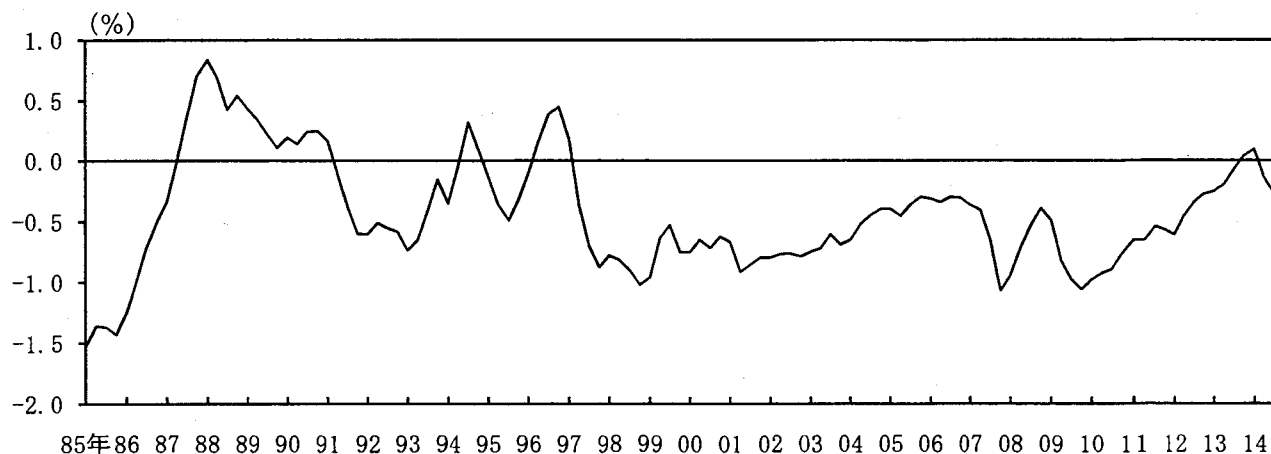
(1) 信用ギャップ



(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：2045 年 12 月 31 日 >

2015 年 4 月 30 日
日 本 銀 行

経済・物価情勢の展望（2015 年 4 月）【案】

【基本的見解】¹

< 概要 >

- 2017 年度までの日本経済を展望すると、2015 年度から 2016 年度にかけて潜在成長率を上回る成長を続けると予想される。2017 年度にかけては、・・・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、・・・³。
- 2016 年度までの見通しを従来の見通しと比べると、・・・。
- 「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⁴。金融政策運営については、・・・。

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

² 消費税率については、1 月の中間評価同様、2017 年 4 月に 10%に引き上げられることを前提としている。

³ 各政策委員は見通し作成にあたって、原油価格の前提を次の通りとした。すなわち、原油価格（ドバイ）は、1 バレル 55 ドルを出発点に、見通し期間の終盤にかけて 70 ドル台前半に緩やかに上昇していくと想定している。その場合の消費者物価（除く生鮮食品）の前年比に対するエネルギー価格の寄与度は、2015 年度で -0.7 ～ -0.8%ポイント程度、2016 年度で +0.1 ～ +0.2%ポイント程度と試算される。また、寄与度は、当面マイナス幅を拡大した後、2015 年度後半にはマイナス幅縮小に転じ、2016 年度前半には概ねゼロになると試算される。

⁴ 「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、緩やかな回復基調を続けている。企業部門では、輸出、生産が持ち直すとともに、収益は過去最高水準まで増加しており、前向きな投資スタンスが維持されている。家計部門については、雇用・所得環境の着実な改善が続き、個人消費も全体としては底堅く推移している。

先行きを展望すると、国内需要が堅調に推移するとともに、輸出も緩やかに増加していくと見込まれ、家計、企業の両部門において所得から支出への前向きの循環メカニズムが持続すると考えられる。そうしたもとで、わが国経済は、2015 年度から 2016 年度にかけて潜在成長率を上回る成長を続けると予想される⁵。2017 年度にかけては、・・・。

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、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」を継続する中で、金融環境は緩和した状態が続き、景気に対し刺激的に作用していくと想定している⁶。

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、民間需要を中心とした成長が続くと予想される。欧州経済については、債務問題に

⁵ 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。

⁶ 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想定している。

伴う調整圧力が残り、暫くの間低インフレが続くとみられるものの、個人消費の回復や輸出の増加などに支えられ、緩やかに回復していくと見込まれる。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、成長ペースを幾分切り下げながらも、概ね安定した成長経路をたどると想定している。

第3に、公共投資は、現在の高めの水準から緩やかな減少傾向をたどった後、見通し期間の終盤にかけては下げ止まっ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が続くとともに、デフレからの脱却が着実に進んでいくにつれて、企業や家計の中長期的な成長期待は、緩やかに高まっていくと想定している。

以上を前提に、見通し期間の景気展開をやや詳しく述べると、2015年度から2016年度にかけては、輸出は、海外経済が回復し、これまでの為替相場の動きも下支えに働くことから、緩やかに増加すると考えられる。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作用する中、国内生産強化の動きなどもあって、しっかりと増加するとみられる。個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善が続き、賃金が増加していくほか、2015年度にはエネルギー価格下落による実質所得の押し上げ効果や駆け込み需要後の落ち込みからの回復も見込まれることから、伸びを高めると予想される⁷。こうした内外需要を反映して、鉱工業生産も、緩やかに増加するとみられる。

2017年度にかけては、2回目の消費税率引き上げ前の駆け込み需要とそ

⁷ 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+0.5%ポイント程度、2014年度-1.2%ポイント程度、2015年度+0.3%ポイント程度、2016年度+0.3%ポイント程度、2017年度-0.8%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。

の反動の影響を受けるとともに、設備投資の増加ペースが資本ストックの蓄積に伴って低下していくとみられる。もっとも、海外経済の成長などを背景に輸出が緩やかな増加を続けるとともに、緩和的な金融環境と成長期待の高まりなどを受けて国内民間需要は底堅く推移すると予想される。この間、潜在成長率は、見通し期間を通じて緩やかな上昇傾向をたどり、中長期的にみた成長ペースを押し上げていくと考えられる。このため、わが国経済は、・・・。

2016年度までの成長率の見通しを1月の中間評価時点と比べると、・・・。

(2) 物価情勢

消費者物価（除く生鮮食品、以下同じ）の前年比は、このところ0%程度で推移している。

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、着実に改善傾向をたどっている⁸。すなわち、失業率が緩やかに低下し3%台半ばになっているなど⁹、労働需給は引き締め傾向が続いている。こうしたもとで、所定内給与が増加するなど、賃金の改善も続いている。また、駆け込み需要の反動の影響が収束してきたことから、設備の稼働率も高まっている。このため、マクロ的な需給バランスは、本年度前半にプラス（需要超過）に転じた後、

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 労働需給の引き締め度合いを測る際のひとつの目安として「構造失業率」がある。労働市場では、求人と求職の間にある程度のミスマッチが常に存在するため、好況時であっても、一定の失業者が存在する。こうしたミスマッチに起因する失業の存在を前提に、過剰労働力が解消した状態に対応する失業率が構造失業率と呼ばれている。構造失業率を一定の手法で推計すると、このところ3%台前半から半ば程度であると計算される。ただし、構造失業率の推計値は、時間の経過など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。

2016 年度にかけてプラス幅が一段と拡大し、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。その後、2017 年度には、マクロ的な需給バランスは、プラスの水準で横ばい圏内の動きになると見込まれる。

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は、企業業績などに加え、物価動向を賃金に反映する動きが広がりつつあり、本年のベースアップを含む賃上げは昨年を上回る伸びとなる見込みである。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で、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みられる。

第 3 に、輸入物価についてみると、これまでの為替相場の動きが、輸入物価を通じた消費者物価の押し上げ要因として作用していく一方、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、・・・¹⁰。2016 年度までの消費者物価の見通しを 1 月の中間評価時点と比較すると、・・・。

2. 上振れ要因・下振れ要因

(1) 経済情勢

上記の中心的な経済の見通しに対する上振れ、下振れ要因としては、第 1 に、海外経済の動向に関する不確実性がある。先行きの海外経済を巡る

¹⁰ 2017 年 4 月に予定される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、2017 年度の消費者物価の前年比は 1.3%ポイント押し上げられる。

リスク要因としては、米国経済の成長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景気・物価のモメンタム、新興国経済における持続的な成長に向けた構造調整の進展度合い、資源価格下落の影響、地政学的リスクなどが挙げられる。

第2は、2017年4月に予定される消費税率引き上げの影響である。駆け込み需要とその反動の影響や実質所得減少の影響は、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、賃金の上昇を伴いながら実際の物価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、「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、エネルギー価格下落の影響から現実の消費者物価の前年比が当面0%程度で推移することが、予想物価上昇率の上昇ペースに影響するリスクがある。

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。

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、企業が財・サービス需給や労働需給の引き締めに応じて、販売価格
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、
労働需給の引き締めを背景として賃金の改善ペースが上振れ、物価にも
影響を及ぼす可能性がある一方、消費者の物価上昇に対する抵抗感が強い
場合や企業の賃上げに対する姿勢が慎重な場合、販売価格や賃金の引き上
げがスムーズに進まない可能性もある。

第4に、原油価格といった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、・・・。

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は、……。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。

¹¹ 詳しくは「金融システムレポート」（日本銀行 2015 年 4 月）を参照。

金融政策運営については、・・・。

(参考)

▽2014～2017 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	+～+ <+>	+2.8	+0.8
1月時点の見通し	-0.6～-0.4 <-0.5>	+2.9～+3.2 <+2.9>	+0.9～+1.2 <+0.9>
2015 年度	+～+ <+>	+～+ <+>	
1月時点の見通し	+1.8～+2.3 <+2.1>	+0.4～+1.3 <+1.0>	
2016 年度	+～+ <+>	+～+ <+>	
1月時点の見通し	+1.5～+1.7 <+1.6>	+1.5～+2.3 <+2.2>	
2017 年度	+～+ <+>	+～+ <+>	+～+ <+>

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

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

(注3) 原油価格(ドバイ)については、1バレル55ドルを出発点に、見通し期間の終盤にかけて70ドル台前半に緩やかに上昇していくと想定している。その場合の消費者物価(除く生鮮食品)の前年比に対するエネルギー価格の寄与度は、2015年度で-0.7～-0.8%ポイント程度、2016年度で+0.1～+0.2%ポイント程度と試算される。また、寄与度は、当面マイナス幅を拡大した後、2015年度後半にはマイナス幅縮小に転じ、2016年度前半には概ねゼロになると試算される。

(注4) 今回の見通しでは、消費税率について、2017年4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。消費税率引き上げの直接的な影響を含む2017年度の消費者物価の見通しは、税率引き上げが現行の課税品目すべてにフル転嫁されることを前提に、物価の押し上げ寄与を機械的に計算したうえで(+1.3%ポイント)、これを政策委員の見通し計数に足し上げたものである。

(注5) 2014年度の消費者物価指数(除く生鮮食品)については、3月の前年比が2月と同じであると仮定して計算しているほか、消費税率引き上げの物価の押し上げ寄与は、上記同様に機械的に計算している(+2.0%ポイント)。

(注6) 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	+～+	+2.8	+0.8
1月時点の見通し	-0.7～-0.3	+2.9～+3.3	+0.9～+1.3
2015 年度	+～+	+～+	
1月時点の見通し	+1.3～+2.3	+0.3～+1.4	
2016 年度	+～+	+～+	
1月時点の見通し	+0.7～+2.0	+0.9～+2.3	
2017 年度	+～+	+～+	+～+

▽政策委員の見通し分布チャート

【背景説明】¹²

1. 2014 年度後半の経済・物価情勢

(経済動向)

2014 年度後半の日本経済を振り返ると（図表 1）、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動の影響が和らぐ中で、輸出の増加も後押しとなり、企業の生産活動は持ち直しに転じた。そうしたもとで、わが国経済は、原油安や為替円安、株高といった外部環境の改善にも支えられ、前向きの所得形成の力を維持しながら、緩やかな回復基調を続けた。

やや詳しくみると、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を続けた（図表 2 (1) (2)）。主要国・地域別にみると、米国経済は、家計部門の堅調さが企業部門に波及するもとで、しっかりと回復を続けた。欧州経済も、昨年夏場にかけてみられた前向きなモメンタムの鈍化には歯止めがかかり、基調として緩やかな回復経路をたどった。中国経済は、総じて安定成長を維持したが、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、成長モメンタムが鈍化した状態が継続した。中国以外の新興国・資源国経済についても、一部の国における資源価格下落に伴う負の影響もあって、全体として勢いを欠く状態を続けた。

こうしたもとで、年度前半に弱めの動きとなっていた輸出は、世界的な IT 関連需要の堅調さと為替円安の効果にも支えられて、米国向けや N I E s 向けを中心に、持ち直しが明確となった（図表 2 (3) (4)、3）。この間、公共投資は、2013 年度補正予算などの押し上げ効果が残る中で、高水準で横ばい圏内の動きを続けた（図表 4 (1)）。

¹² 4 月 30 日開催の政策委員会・金融政策決定会合で決定された「基本的見解」について、その背景を説明するためのものである。

企業部門についてみると、駆け込み需要の反動減に端を発した耐久消費財や建設財の在庫調整が進捗するもとで、輸出の増加も後押しとなり、夏場まで弱めの動きとなっていた生産活動は持ち直しに転じた（図表5）。企業収益は、製造業を中心に増益傾向を続け、一部に慎重な動きがみられていた企業マインドについても、持ち直しの動きがみられるなど、総じて良好な水準を維持した（図表6、7）。そうしたもとで、設備投資は、建設関連がやや勢いに欠けたものの、全体としては緩やかな増加基調をたどった（図表8）。

家計部門についてみると、ひと頃やや緩慢になっていた労働需給の改善が再び明確となり、冬季賞与もしっかりと増加するなど、雇用・所得環境は着実な改善を続けた（図表9、10）。この間、個人消費における駆け込み需要の反動減については、長引いていた乗用車や家電などの耐久財を含め、徐々に和らいだ（図表11(1)(2)、12）。そのもとで、個人消費は、実質所得減少や消費者マインド慎重化の影響などから一部では改善ペースに鈍さがみられたが、全体としては底堅さを維持した。消費者マインドも、年度末にかけてはガソリン価格下落の効果や賃上げに対する期待もあって、持ち直しの動きを示した（図表11(3)(4)）。住宅投資も、駆け込み需要の反動減が続いていたが、年明け後は下げ止まりに向かった（前掲図表4(2)）。

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、年度前半には消費税率引き上げの影響からマイナス幅が幾分拡大したが、年度後半にかけてはゼロ近傍まで改善した（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

みると、国内企業物価の前年比は、国際商品市況の大幅な下落を反映して、昨年11月以降マイナスに転じ、その後もマイナス幅は拡大傾向をたどった（図表14(1)(2)）。企業向けサービス価格（除く国際運輸）の前年比は、国内需要のもたつきの影響を一部に受けつつも、企業収益の改善が続く中で、0%台後半のプラスで推移した（図表14(2)）。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は（図表15(1)）、原油価格下落の影響からエネルギー関連品目の寄与がマイナスに転じたほか、エネルギー以外の品目も、個人消費のもたつきに伴うコスト転嫁の一服などを背景に、プラス幅を幾分縮小させたことから（図表15(2)）、全体でも伸び率は縮小し、年度末にかけては0%程度となった。除く食料・エネルギーの前年比については（図表16(1)）、昨春以降プラス幅が縮小したものの、縮小幅は除く生鮮食品の前年比に比べ小幅にとどまった。この間、基調的な動きを捉える指標の一つである刈込平均値をみると（図表16(1)）¹³、プラス幅は緩やかな縮小傾向にあったが、年度末にかけてはわずかに改善した。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)）、昨春以降横ばい圏内の動きを続けてきたが、年度末にかけては幾分改善した。この間、GDPデフレーターの前年比は、内需デフレーターはプラス寄与が幾分縮小する一方で、外需デフレーターはプラスに転じたことから、全体では+2%程度で横ばい圏内の動きとなった（前掲図表14(3)）¹⁴。

¹³ 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。

¹⁴ 図表14(3)は消費税率引き上げの影響を含むベース。政府経済見通しの試算によれば、2014年4月の消費税率引き上げがGDPデフレーターに及ぼす直接的な影響は、+1.4%ポイント程度とされており、2014年度にはその影響を除いたベースでもプラ

地価は、全体では小幅の下落となっているが、下落幅は縮小している。2015年の地価公示（1月1日時点）をみると（図表17）、商業地が7年振りに下げ止まった。東京、大阪、名古屋の三大都市圏では、商業地・住宅地ともに小幅の上昇が続いている。地方圏では下落が続いているものの、商業地・住宅地ともに下落幅は縮小している。

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。

日本銀行が「量的・質的金融緩和」を進めるもとで、マネタリーベースの前年比は、3割台半ばから後半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）。新規の貸出金利をみると、短期は既往ボトム圏の低い水準で推移しており、長期は既往ボトムを更新しつつ緩やかな低下を続けている（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)）。短観のDIは、直近のピークである2006年頃と概ね同じ水準またはそれを上回る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DIは、直近のピークである2006年頃と概ね同じ水準またはそれを上回る水準まで

スに転じたこととなる。

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、銀行貸出は、業種・地域や企業規模の面で拡がりを伴いつつ増加を続けており、残高の前年比は2%台半ばから後半のプラスで推移している（図表22(1)）。企業規模別にみても、大企業向け・中小企業向けともに前年比プラスが続いている（図表22(2)）。一方、CP・社債合計の発行残高は、概ね前年並みで推移している（図表22(3)）。商品別に前年比をみると、CPは、リース会社や消費者ローン会社などによる資金調達の増加を背景にプラスとなっているが、社債は、昨年度前半の社債償還額が高水準であったこともあり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%台前半から半ばの伸びとなっている（図表23(1)）。対名目GDP比率は緩やかな上昇傾向にある（図表23(2)）。

（金融市場動向）

国際金融資本市場では、緩和的な金融環境が維持される中で、長期金利が総じて低水準で推移する一方、株価は上昇傾向が続くなど、堅調な動きとなっている。

各市場の動向をみると、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、世界的に上昇傾向が続いている（図表24(1)）。

長期金利（10年物国債利回り）は、米国では、原油価格の大幅な下落による予想物価上昇率の低下等を背景に年初にかけてやや大きめに低下した後、金融政策の正常化が意識されたことなどから上昇するなど振れのある展開となったが、総じてみれば2%を中心とする低い水準で推移

している（図表 25(1)）。一方、ドイツでは、E C B が公的資産買入れを開始したこともあり、長期金利は低下を続けている。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 L I B O R－O I S 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いる（図表 26(1)）。短期国債の利回りは、ゼロ近傍ないしマイナス領域での推移が続いている。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（10 年物国債利回り）は、米欧長期金利の低下につれて 0.2% 程度と既往ボトムまで低下した後、米国長期金利の動きなどを受けて幾分上昇するなど、振れを伴いつつも、総じてみれば低水準での推移を続けており、最近では 0.3% 台前半となっている（前掲図表 25）。

株価は、世界的に株高が続くもとで、堅調な本邦企業決算などを背景に上昇傾向を続け、このところ 2000 年以来の高値水準で推移している（前掲図表 24(1)）。不動産投資信託（J－R E I T）市場では、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－R E I T 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、昨年秋から年末にかけて、日米の金融政策の方向性の違いが意識されるもとで、ドル高円安方向の動きとなった後、本年入り後は 120 円を挟むレンジ圏での動きが続いている（図表 27）。円の対ユーロ相場は、E C B が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. 2015 年度～2017 年度の経済・物価の見通し

(経済・物価見通し)

先行きの日本経済を展望するにあたって、まず、2013 年 4 月の「量的・質的金融緩和」導入後の 2 年間の経済・物価情勢を振り返る（図表 28）。

「量的・質的金融緩和」は、2 %の「物価安定の目標」の実現に向けた強く明確なコミットメントを通じて予想物価上昇率を引き上げるとともに、巨額の長期国債買入れによってイールドカーブ全体にわたって名目金利に下押し圧力を加え、実質金利の低下をもたらした。同時に、行き過ぎた為替円高の是正や株価の上昇も生じ、期待成長率の改善を伴いつつ実体経済面における前向きなモメンタムが働き始めた。そうしたもとで、日本経済は、消費税率引き上げの影響を受けつつも、緩やかな回復基調を続け、労働や設備といった生産要素の稼働状況は改善傾向をたどった。所得形成面でも、企業収益や雇用者所得は着実な改善を続け、このことは家計や企業の前向きな支出活動を後押しした。また、賃金・物価といった価格面では、労働市場を中心とした需給の改善などを背景に、基調的な動きは、それ以前の緩やかな下落傾向から緩やかな上昇傾向へと変化した。

先行きについても、2015～2016 年度は、緩和的な金融環境が維持されるもとで、原油安等の押し上げ効果も加わって¹⁵、潜在成長率を上回る成長が続く見通しである。2017 年度については、・・・¹⁶。そうしたもとで、

¹⁵ 原油安の経済・物価への影響については、BOX 1 を参照。

¹⁶ 消費税率については、1 月の中間評価と同様、2017 年 4 月に 10%に引き上げられることを前提としている。消費税率引き上げに伴う駆け込みと反動については、主として家計支出（個人消費と住宅投資）で発生すると考えているが、設備投資でも簡易課税・免税事業者（個人・零細企業が中心）などで一部発生することを念頭に置いている。

1 回目の消費税率引き上げが成長率に及ぼす影響については、2013 年度に駆け込み需要から +0.5%ポイント程度の押し上げ効果があった後、2014 年度には反動減と実質

物価の基調は、・・・。

先行きの経済情勢について仔細にみると、2015 年度は、内外需がバランスよく増加し、潜在成長率をはっきりと上回る成長となる見通しである。この結果、需給ギャップははっきりとしたプラスに転じ、景気は緩やかな拡大基調をたどると見込まれる。需要項目別には、公共投資は緩やかな減少傾向に転じるものの、輸出は、海外経済の回復と既往の円安の効果に支えられて、緩やかな増加を続けると予想される。個人消費は、ベースアップ（以下、ベア）の高まりやエネルギー価格下落などを反映した実質可処分所得の増加に加え、前年度の落ち込みからの反動もあって、しっかりと増加するとみられる。設備投資も、緩和的な金融環境に加え、原油安に伴う企業収益の明確な改善にも支えられて、高めの伸びとなると見込まれる。

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とみられる。もっとも、海外経済の回復と既往の円安の効果に支えられて、輸出が引き続き緩やかに増加するうえ、金融緩和効果や成長期待の高まりが国内民間需要を支え続けると考えられる。さらに、下期には消費税率引き上げ前の駆け込み需要が再び発生するため、前年度から減速しつつも潜在成長率をはっきり上回る成長が続くと予想される。

所得減少双方の影響から－1.2%ポイント程度の下押し効果が発生したと考えられ、2015 年度には反動減の影響の剥落に伴う＋0.3%ポイント程度の押し上げ効果が見込まれる。もっとも、1 回目の消費増税については、①一部ソフトウェアのサポート期限切れや排ガス規制の強化と重なったことや、②消費増税分を含む価格上昇が、実質所得の減少効果以上にマインド慎重化を通じて消費を下押しした可能性が高いことも踏まえると、消費増税の影響だけを定量的に取り出すことはかなり難しく、上記試算値は相当な幅をもってみる必要がある。

そのうえで、2 回目の消費増税の影響については、税率の引き上げ幅の違いを踏まえ、1 回目の 2/3 程度の規模を見積もり、2016 年度＋0.3%ポイント程度、2017 年度－0.8%ポイント程度と想定している。

2017 年度については、資本ストックの蓄積に伴い設備投資への減速圧力が高まる中で、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の減少効果が発生するため、成長率は前年度から大きく鈍化すると見込まれる。ただし、海外経済の成長率の緩やかな上昇を背景に輸出の増加が続くほか、国内民間需要は、金融緩和効果に加え、成長期待の高まりやオリンピック関連投資による下支え効果もあって、基調的な底堅さを維持すると考えられる。このため、・・・。

以上の景気見通しを年度ベースの実質GDP成長率で示すと、2015 年度はX、2016 年度はX、2017 年度はXと想定される。2016 年度までの見通しを1月の中間評価時点と比較すると、・・・。

物価情勢について、原油価格が現状程度の水準から緩やかに上昇していくとの前提にたつて、先行きを展望すると、消費者物価の前年比は、……。2016 年度までの消費者物価の見通しを1月の中間評価時点と比較すると、……。

以下、経済・物価の見通しの前提およびメカニズムについて補足する。

(政府支出)

公共投資は、2014 年度補正予算の執行は一定の下支えに作用するが、高水準となった2014 年度からは、緩やかな減少トレンドをたどる可能性が高い（前掲図表4(1)、図表29(1)）。ただし、各種社会インフラの維持更新ニーズやオリンピック関連投資などを念頭に、減少ペースは2000 年代半ばと比べ緩やかなものとなり、見通し期間の終盤にかけては下げ止まっていくと想定している（図表29(2)）。

この間、政府債務残高の対名目GDP比率については、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、高齢化に伴う社会保障関連支出の増加などから、引き続き高水準で推移すると予想される

(図表 29(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、過去の長期平均である4%程度に向けてごく緩やかに高まっていく姿を想定している(図表 30)

¹⁷。

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波及するもとで、しっかりとした成長を続けると見込まれる。欧州経済については、債務問題に伴う調整圧力が残り、暫くの間低インフレが続くとみられるものの、消費の増加や輸出の持ち直しに支えられて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、概ね安定した成長を続けるが、成長ペースは幾分切り下がっていくと想定している。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、これを起点とし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、以下のような上下双方のリスク要因が存在する。まず、原油安のプラス効果が想定以上に大きく、海外経済が全体として上振れる可能性があるほか、米国については、成長期待の高まりなどを背景に、企業部門の支出行動がより積極化する可能性がある。一方で、欧州経済については、ギリシャ情勢を含む債務問題

¹⁷ IMFが4月に発表した各国・地域の成長率の見通しをわが国の通関輸出ウエイトで加重平均したものをみると(図表 30)、海外経済の成長率は2015年+3.7%、2016年+3.9%、2017年+3.9%とごく緩やかに高まっていくものの、見通し期間終期に至っても、1980年から2014年までの35年間の長期平均である4%を超えない成長にとどまっている。

の帰趨や景気・物価のモメンタムに注意を要するほか、中国経済についても、根強い過剰設備問題などを背景に成長率が鈍化するペースが速まり、それが他のアジア諸国にも波及するリスクがある。また、資源価格の弱さや地政学要因の影響から、資源国経済が下振れるリスクも意識しておく必要がある。

(輸出入)

輸出は、このところ持ち直しが明確となってきた。地域別にみると、昨年前半は寒波や自動車の現地生産立ち上がりの影響から勢いを欠いていた米国向けが、ここにきて増加しているほか、N I E s 向けが、スマートフォンを中心とする堅調な I T 関連需要を背景に、はっきりと持ち直している。

輸出の先行きについて、世界的な貿易（輸出）量と、それに占める日本のシェアの2つの要素に分解して考えると、世界貿易量が世界成長率並みの伸びを続けるもとで、リーマン・ショック後に低下したわが国の輸出シェアが既往の為替円安の下支えもあって緩やかに持ち直していくことから、全体では緩やかに増加していく姿を想定している（図表 31）。

先行きの輸出シェアが持ち直すと考えられる理由としては、第1に、海外経済全体の緩やかな回復に伴い、世界的な投資活動も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。この点、世界経済の牽引役である米国では、家計部門の堅調さが企業部門にも及んでおり、機械投資を中心に設備投資が回復している。そのもとで、わが国が比較優位を有している資本財・部品の輸出が、米国向けを中心に、このところははっきりと増加している（図表 32(3)）。先行きも、世界的な投資活動が回復していく中で、資本財・部品の輸出は緩やかな増加を続ける可能性が高い。第2

に、現状程度の為替相場水準を前提にすれば、わが国の輸出品目の価格競争力の回復も期待できる。この点、わが国の情報関連輸出は、国際的な競争力の低下を背景に、世界半導体出荷が 2011 年末頃をボトムに持ち直す中にあっても、2013 年末頃まで低迷を続けた。もっとも、2014 年半ば以降の情報関連輸出は伸びを取り戻しており、これには、2012 年末以降の円安進行が下支えに作用している可能性が高い(図表 32(1))。また、最近の為替円安は、訪日外国人数の大幅な増加を通じて、サービス輸出に分類される旅行収支の受取を大きく押し上げているが(図表 32(2))、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。第 3 に、近年の円安傾向を眺め、加工業種中心に一部の製造業では、海外生産の拡大ペースを幾分鈍化させる計画にあることも、先行きの輸出下支えに寄与していく可能性が高い(図表 32(4))。

先行きの輸入については、為替相場の動向が抑制要因として作用するものの、国内需要の動きなどを反映して、消費税率引き上げによる振れを伴いつつも、緩やかな増加基調を続けていくと予想される。

(対外収支と貯蓄投資バランス)

名目貿易収支については、実質純輸出の基調的な増加と、原油をはじめとした資源価格の下落による交易条件の改善を背景に¹⁸、消費税率引き上げに伴う駆け込みと反動による振れを伴いつつも、緩やかな改善傾向をたどると考えられる(図表 33(1)(2))。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みら

¹⁸ 原油価格の下落は、液化天然ガスをはじめとする他の鉱物性燃料の価格の下落にもつながる。主な鉱物性燃料価格の原油価格に対する弾性値を推計したうえで、原油価格が 50%程度下落した際の名目輸入への影響を概算すると(輸入数量は横ばいと仮定)、出尽くしベースで 10 兆円強の名目輸入の減少(交易利得)をもたらすイメージとなる(図表 33(3))。

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（図表 34(1)）。

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 34(2)）、見通し期間においては、民間部門の貯蓄超過幅は、消費税率引き上げによる振れを伴いつつも、ごく緩やかな縮小傾向をたどる一方、一般政府の赤字幅は税收の増加もあつてははっきりと縮小すると見込まれる。このため、国内全体では、貯蓄超過幅は見通し期間を通じて拡大傾向をたどると考えられる。

（企業の収益環境）

企業収益の先行きについては、①原油安などによる交易条件の大幅な改善（前掲図表 33(2)）、②内外需要の増加に伴う売上数量（出荷）の回復（前掲図表 5(2)）、③好調な海外部門からの配当・利息の受取増加に支えられて、しっかりとした増益基調を続けると予想される（前掲図表 6）。ただし、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い、2017 年度には、駆け込み需要の反動も予想される中で、人件費の増加など家計への分配がより進んでいくため、収益の伸び率は鈍化していくと考えられる。

原油安と円安は、企業収益の改善、さらには企業の支出活動の積極化を通じて実体経済にプラスの影響を及ぼすが、原油安は幅広い分野にプラスの影響を及ぼす一方で、円安のプラス効果は製造業に偏りやすく、非製造業、とりわけ価格転嫁力の相対的に弱い中小企業にはマイナスに働きやすいなど、部門別にみた差異が大きい。この点、中心的な見通しでは、製造大企業の収益拡大が、国内における研究開発を含めた投資や雇用者所得、さらには取引先からの購入スタンスの変化を通じて、経済全体に対し徐々にプラスの効果を及ぼしていくことを想定している。こ

のところ、製造大企業において、①昨年を上回るベアの回答、②取引先に対する値下げ要請の修正、③国内設備投資の積極化、④株主還元の拡大などがみられているのは、そうした見方を裏付ける動きと評価できる。

(設備投資)

先行きの設備投資は、企業収益が既往の原油安や円安にも支えられて明確な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。企業の中期的な成長期待は、2014年度のマイナス成長見込みにもかかわらず、改善傾向が維持されており(図表 35(1))、株高・低金利・緩和的な貸出スタンスといった資本コスト面で投資刺激的な状況が続くことも、設備投資をしっかりと後押ししていくとみられる。ただし、見通し期間の後半から終盤にかけては、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徐々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))、当面、期待成長率が「0%台前半ないし半ば程度」と推計される潜在成長率と同程度であっても、設備投資の増加余地は相応に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、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、成長期待の緩やかな高まりやオリンピック関連需要の顕在化とも相俟って、設備投資を後押ししていく姿を想定している。

大企業の設備投資対キャッシュフロー比率は(図表 36(2))、国内・単体ベースでみると、リーマン・ショック以降、水準をはっきりと切り下げ、最近でもその傾向に目立った変化はみられないが、海外分を含む連結ベースでみると、リーマン・ショック後のボトムから水準をはっきり

切り上げている。海外需要を含めて考えれば、企業の成長期待は着実に回復しており、そのもとで企業は、基本的には海外に軸足を置いて成長投資などのリスクテイクを行ってきている。もっとも、既往の円安の進行などにより国内投資の採算が回復するにつれて、海外投資の拡大という基本的な方向性は維持しつつも、国内投資のウェイトを高める動きもある程度出てくると考えられる。実際、最近では、2年以上にわたる円安傾向の定着を眺め、国内において、老朽化した既存設備の維持・更新だけでなく、新製品などの一部の戦略分野における能力増強投資も出始めている¹⁹。

(雇用・所得環境)

雇用面についてみると、労働需給の改善傾向は、昨年度前半の経済活動のもたつきを反映して、ひと頃やや緩慢となっていたが、足もとでは再び明確となっている（前掲図表9）。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37、38(1)）。こうした動きを反映し、失業率は、失業期間別に分けてみると（図表37(1)）、このところ短期（1年未満）の失業率の低下が顕著であり、足もとはバブル期並みの水準まで改善している。長期（1年以上）の失業率についても、改善ペースは短期より緩やかとはいえ、低下基調ははっきりしており、足もとはリーマン・ショック前のボトム並みにまで低下している。また、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

¹⁹ 内外成長率格差を勘案したうえで、内外設備投資比率（海外設備投資額／国内設備投資額）と為替相場との関係をみると、為替相場は2年程度のラグを持って、内外の投資の意思決定に相応の影響を及ぼすことが確認できる（図表36(3)）。

非労働力人口や、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（U6）をみても（図表 37(2)）、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。先行きも、2016 年度にかけて、潜在成長率を上回るペースでの経済成長が続くとみられる中で、企業の中期的な採用意欲もさらに強まっていることも踏まえると（図表 38(2)）、引き続き雇用者数は増加し、労働需給の着実な改善が続く可能性が高い。

賃金面をみると、労働者全体の時間当たり名目賃金は、労働需給の引き締まりにつれて、振れを伴いつつも緩やかに改善している（図表 38(3)）。先行きについても、後述のとおりベアが伸びを高め、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。以上のような雇用・賃金の見通しのもとで、雇用者所得の伸びは、緩やかに高まった後、見通し期間の後半には、次第に安定的なプラス幅となっていくとみられる（前掲図表 10(3)）。先行きの労働分配率は、過去の景気回復局面にみられたような明確な低下傾向を示さず、横ばい圏内で推移すると想定している（図表 38(4)）。

先行きの賃金動向を占ううえで鍵のひとつを握るベアについて、今春の動向をみると、最終的な着地には不確実性が残るが、足もとの連合の中間集計では 0.7%程度と、昨春（0.4%）対比で上積みが見られている（図表 39(1)）。来春以降についても、物価上昇も勘案した労使交渉姿勢が定着していけば、景気回復に伴う需給ギャップの改善や中長期的な予想物価上昇率の上昇が次第に明確になっていく中で、ベアは伸びを高めていくと予想される²⁰。

²⁰ 組合のベア要求率と消費者物価の関係をみると、要求率は除く食料・エネルギー（消費税の影響を除くベース）の前年比との相関が他の指標に比べ相対的に高めである（図

(家計の支出行動)

個人消費については、駆け込み需要の反動という面での下押し圧力が概ね収束し、需要側統計のサンプル要因や天候要因の影響も剥落したとみられる昨秋以降も、一部に鈍い動きがみられた。こうした個人消費のもたつきには、実質所得が減少したことだけでなく、2014 年度のマイナス成長見込み、さらには昨秋以降の円安進行も受けた物価上昇に対する抵抗感の若干の強まりを背景として、消費者マインドが年初頃まで慎重な動きを続けたことも、影響している可能性がある（図表 40）。

もっとも、足もとでは、ガソリン安や賃上げ期待などを背景に消費者マインドは持ち直しつつあり、今春以降は、年金支給額の増額や電気代の下落も予想されるため、消費者マインドの改善は明確になっていく可能性が高い。加えて、労働需給の引き締めや昨年以上のベアを背景とする雇用者所得の増加、株高による資産効果も、家計部門にプラスに作用するとみられる（図表 41）²¹。以上を踏まえると、先行きの個人消費は、2015 年度から 2016 年度にかけて底堅く推移し、2016 年度後半には消費税率の再引き上げに伴う駆け込み需要も生じると予想される。一方、2017 年度の個人消費については、駆け込みの反動とともに、実質所得減少の効果が現れることから、2014 年度ほどではないとはいえ、減少に転じると想定される。ただし、その度合いについて不確実性は大きい。

住宅投資については、雇用・所得環境の着実な改善が続くもとで、住宅ローン金利の低下も下支えとなり、次第に底堅さを取り戻していくと

表 39(2)(3))。これは、エネルギー価格の下落等によって消費者物価が一時的に伸びを低下させても、基調的な物価上昇率が景気の改善を反映してしっかりと伸びを高めていけば、それにつれて組合の要求率も相応に高くなっていく可能性を示唆している。

²¹ 一時的な変動要素が大きい所定外給与や特別給与よりも、恒常所得の変化と認識されやすい所定内給与の方が、個人消費に与える影響は明確と考えられる。

予想される（前掲図表 4 (2)、12(6)）。なお、2 回目の消費税率引き上げの影響については、駆け込み需要の一部は既に 1 回目の引き上げ前にある程度前倒しで顕在化していた可能性があるほか、住宅取得資金の贈与に係る贈与税非課税の特例措置もあって、1 回目よりも駆け込みと反動の規模は幾分小さくなると想定しているが、この点でも消費同様、不確実性は大きい。

（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、振れを伴いつつも緩やかな改善傾向にあり、足もとは若干のマイナスとなっているが、先行きは、成長率の高まりに伴ってはっきりと改善していくと予想される。仔細にみると、2015 年度前半には、過去の長期平均並みを示すゼロを超えてプラスに転じ、その後も景気拡大に伴う生産要素の稼働状況の高まりを反映して、プラス幅は拡大していくと予想される。2016 年度にかけては、成長率の減速と潜在成長率の高まりから改善ペースが次第に鈍化し、2017 年度には、消費再増税の影響もあって横ばい圏内の動きとなっていくが、水準としては引き続きプラスで推移し、物価への上昇圧力が働き続ける姿を想定している。

第 2 に、中長期的な予想物価上昇率については、マーケットの指標や各種アンケート調査などを踏まえると、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。原油価格が大幅に下落してきた中であって、エコノミスト、債券市場参加者、家計、企業に対するアンケート調査でみた中長期的な予想物価上昇率は、総じて維持されている（図表 42、43）。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ーク・イーブン・インフレ率でみると、昨年末

にかけてグローバルに低下していたが、原油価格が下げ止まる中で再び上昇に転じている。こうしたやや長い目でみた予想物価上昇率の高まりは、企業の価格設定行動や労使間の賃金交渉、家計の消費行動などに変化をもたらしているとみられる。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で、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、原油価格（ドバイ）は1バレル55ドルを出発点に、見通し期間の終盤にかけて70ドル台前半に緩やかに上昇していくと想定している。そうした前提のもと、当面は、国際商品市況の下落の影響が為替円安の効果を上回るため、輸入物価は前年比で下落が続けるが、2015年度後半には下落幅が縮小すると予想される（図表44(1)）。このため、消費者物価に対する波及ラグが短いエネルギー関連の寄与度については、当面マイナス幅を拡大した後、2015年度後半にはマイナス幅縮小に転じ、2016年度前半には概ねゼロになると考えられる。一方、それ以外の品目を通じた消費者物価へのパススルーについては、消費の基調的な底堅さが維持されるもとで、既往の為替円安によるコスト高を転嫁する動きが徐々に進むため、2015年度の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(2)）。

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、2015年度は原油価格下落の影響から横ばい圏内の動きとなるものの、2016年度以降は、海外経済や製品需給の改善、国際商品市況の上昇を背景に、緩やかな上昇が続けると予想される。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、……。2016年度までの消費者物価の見通しを1月の中間評価時点と比較すると、……。

以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）、2015 年度の消費者物価は、直前に円安が急速に進行した 2013 年度の動きと同様に川下へのコスト転嫁が進捗することや、中長期的な予想物価上昇率が高まることから、需給ギャップの改善ペースをはっきり上回るかたちで上昇率を高めると予想される。2016 年度は、円安の効果が徐々に剥落する一方、中長期的な予想物価上昇率の上昇が続くため、需給ギャップの改善をやや上回るペースでプラス幅の緩やかな拡大を続け、2017 年度になると、消費者物価の前年比は……。このように、中心的な見通しでは、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物価上昇率の高まりを反映して、次第にシフトアップしていくと想定している。

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、長期にわたって続いてきた低価格志向はなお残存しつつも、全体として和らぎつつあり、購入単価の上昇にみられるように、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徐々に強まっているように窺われる（図表 46(1)）。第 2 に、小売業や各種サービス業の価格支配力（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²²。第 3 に、そうしたもとで、小売・サ

²² 例えば、短観の消費関連業種における価格判断 D I の動きをみると（図表 46(2)）、最近では、仕入価格判断 D I が 2007～2008 年頃の直近ピークを下回る中であっても、販売価格判断 D I は直近ピークと同程度かこれを幾分上回る水準となっている。

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(2)）。

この間、物価と名目賃金の関係を確認しておくと、消費者物価と時間当たり賃金との間には、長い目でみれば概ね同時に変動するといった安定的な関係が確認される（図表 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好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予想物価上昇率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。こうした見通しを実現していくうえで重要な鍵となるのは、景気回復の持続性や成長力強化の拡がりとともに、ベアをはじめとする賃金引き上げの動きであると考えられる。すなわち、ベアが伸びを高めることなどにより賃金の持続的な上昇が実感されるに伴って、消費者の物価上昇への抵抗感が和らぐとともに、そうしたもとで、企業も、賃金コストの上昇を販売価格に転嫁できることを前提に行動するなど、賃金上昇と物価上昇の好循環が形成されていくと考えられる。

以 上

(BOX 1) 原油安の経済・物価への影響

原油価格の下落は、エネルギー価格を中心に短期的には物価の押し下げ要因として働くが、そうした直接的な影響は次第に剥落していく。一方、原油輸入国であるわが国経済にとって、原油価格の下落は、交易条件の改善（実質購買力の増加）というプラス効果をもたらすため、やや長い目でみれば、幅広い分野で物価を押し上げる方向に作用する。

この点を実証的に確かめるため、1983年から2014年のデータを用い、①世界鉱工業生産、②実質原油価格、③円の名目実効為替レート、④需給ギャップ、⑤消費者物価（除く生鮮食品）、⑥消費者物価（除く食料・エネルギー）からなる簡単な時系列モデル（構造VAR）を推計したうえで、原油安のショックに対する経済・物価の反応を調べた（図表48）²³。推計結果をみると、50%の原油安ショックに対し、需給ギャップはショック発生以降、半年程度ではっきりと改善し、その後も持続的にプラス基調で推移する。一方、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、ショック発生直後は、エネルギー価格下落の影響から一旦大きくマイナスとなるものの、需給ギャップの改善に反応するかたちで、次第にプラスに転じていく。この間、除く食料・エネルギーの前年比は、ショック発生直後は原油安の直接的な影響をほとんど受けないが、その後は需給ギャップの改善を反映して次第に上昇率を高めていく²⁴。

次に、原油安に関するエピソード分析を行う。円高が進行していたなどの点で現在と環境が異なるが、原油価格がWTIで30ドル程度から10ドル程度へと急落した1986年のいわゆる「逆オイルショック」時の経験を振り返ると（図表49）、交易利得は、原油安の影響から実質GDP比で+2.5%程度の大幅な改善を示した。その結果、円高不況に苦しんでいた製造業も含めて企業収益ははっきりと改善し、需給ギャップは、内需の堅調な増加を背景に、

²³ ここでは、原油価格における固有のショックが発生する場合の反応を計算しており、世界鉱工業生産（世界需要要因）など他の変数では説明できないショック（供給要因や地政学要因など）を想定していることとなる。

²⁴ なお、同じ時系列モデルを用いて、世界鉱工業生産の減少ショック（原油の世界需要を減少させるショック）に対する反応をみると、原油価格が下落するとともに、需給ギャップも輸出の落ち込みなどを反映して悪化する。その結果、消費者物価の前年比は、持続的にマイナス基調で推移する。

ややラグを伴いながらプラス幅を拡大した。そうしたもとで、消費者物価（総合）の前年比は、一旦マイナスとなったものの、需給ギャップの改善に支えられて、原油価格下落の約1年後にはプラスに転じ、その後もプラス幅を拡大した。この間、除く食料・エネルギーの前年比は、為替円高による下押し圧力を受けたものの、需給ギャップの改善に支えられて1%台半ばから2%程度のプラスを維持した。こうした過去の経験も、先に示した時系列モデルの分析結果と概ね整合的なメカニズムを示唆していると考えられる。

(BOX 2) 「量的・質的金融緩和」の効果の検証(1)

2013年4月に「量的・質的金融緩和」を導入してから2年が経過した。ここでは、「量的・質的金融緩和」が経済・物価に与えた効果について検証する²⁵。

(「量的・質的金融緩和」の波及メカニズム)

「量的・質的金融緩和」が想定するメカニズムの起点は、①2%の「物価安定の目標」の実現に向けた強く明確なコミットメントによって予想物価上昇率を引き上げるとともに、②巨額の長期国債買入によってイールドカーブ全体にわたって名目金利に下押し圧力を加え、③実質金利を低下させることである。これらを起点に、④低下した実質金利が民間需要を刺激することで、需給ギャップが改善する、⑤需給ギャップが改善すれば、①による予想物価上昇率の上昇と合わせて、現実の物価上昇率が上昇する、⑥人々が実際に物価上昇を経験すれば、予想物価上昇率はさらに上昇し、一連のプロセスがさらに強まる、といったかたちで、経済の好転を伴いながら「物価安定の目標」に向けて物価上昇率が上昇するという好循環が生まれる(図表50)。

以下では、まず、①～③で述べた実質金利の低下効果について検証を行う。

(実質金利低下効果の定量的検証)

実質金利低下効果の検証については、様々なアプローチが可能である。ここでは、①名目長期金利の低下幅に予想物価上昇率(複数の指標を参照)の上昇幅を加えて、実質金利の低下幅を計算する方法(観察アプローチ)、②日本銀行の国債買入れの実質金利押し下げ効果を、国債保有割合、米国債金利、予想物価上昇率、実質GDP成長率予想を説明変数とする回帰分析を用いて推計する方法(回帰分析アプローチ)、③金利の期間構造モデルから算出した均衡金利と実際の金利の差(=実質金利ギャップ)を年限ごとに計測し、その「量的・質的金融緩和」導入後の変化を実質金利低下効果とみなす方法(均

²⁵ 原則として、2013年1～3月期から2014年10～12月期までの変化を比較した。ただし、一部の指標については、年2回の頻度でしか存在しないため、2012年12月時点の値を利用した。

衡金利アプローチ)で試算した。この結果、「量的・質的金融緩和」による実質金利押し下げ効果(10年物金利換算)は、① $-0.7 \sim -0.8\%$ ポイント²⁶、② -0.8% ポイント、③ -0.9% ポイントであり、大まかにいえば「 -1% ポイント弱」との結果を得た(図表51、52)。

²⁶ 予想物価上昇率の変化幅は、指標によって $+0.0 \sim +4.8\%$ ポイントという大きなばらつきがあるが、エコノミストや市場参加者の調査を用いれば、中長期の予想物価上昇率の変化幅は $+0.4 \sim +0.5\%$ ポイントである。

(BOX 3)「量的・質的金融緩和」の効果の検証(2)

BOX 2で算出した「量的・質的金融緩和」による実質金利の低下(予想物価上昇率の上昇と名目金利の低下)の効果が、経済・物価に与えた影響(波及経路④、⑤)について定量的に検証する(図表 53)。

(経済・物価への影響の試算)

まず、日本銀行のマクロ経済モデルQ-JEMを用いて、BOX 2の計測結果を参考に、中長期的な予想物価上昇率の上昇(+0.5%ポイントと想定)を伴うかたちで、-0.8%ポイントの実質金利の低下が発生したとの前提でシミュレーションを行った。その結果、需給ギャップが+1.1%ポイント、消費者物価(除く生鮮食品)前年比が+0.6%ポイント、それぞれ押し上げられるとの試算となった(試算1)。次に、現実には株高・円安がモデル上実質金利の低下効果で説明できる以上に進んだことを踏まえて、試算1の前提に、株価・為替相場が概ね実績通りに動いたという前提を加えてシミュレーションを行ったところ、需給ギャップは+3.0%ポイント程度改善、消費者物価前年比は+1.0%ポイント上昇との結果となった(試算2)。

現実の円安・株高が、Q-JEMにおける実質金利の低下効果の試算を上回った要因としては、①「量的・質的金融緩和」の効果のうち、実質金利の変化では捉えられない効果が考えられるほか²⁷、②政府の一連の経済政策の効果や、③国際金融資本市場の動向なども寄与したと考えられる。したがって、「量的・質的金融緩和」の効果としては、試算1はやや過小評価、試算2はやや過大評価の可能性がある。

この間、現実の需給ギャップの改善幅は+2.0%ポイント(-2.1%→-0.1%)、消費者物価前年比は+1.0%ポイント(-0.3%→+0.7%)であるので、試算1と試算2の間の結果である。経済・物価は、概ね「量的・質的金融緩和」が想定したメカニズムに沿った動きを示していると評価できる²⁸。

²⁷ 株価・為替の変化に限らず、モデルによる試算は過去のデータをもとにしたものであるため、レジーム転換を伴うような経済主体の期待の変化を捉えきれない面がある。

²⁸ 当然のことながら、現実の日本経済では「量的・質的金融緩和」のほかにも様々な

もつとも、2%の「物価安定の目標」を安定的に実現するためには、予想物価上昇率がさらに上昇し、フィリップス曲線の上方シフトが続くことが必要である（前掲図表 45）。この点、昨年夏場以降、原油価格の急落により、現実の消費者物価上昇率が低下していることが、BOX 2 で示した波及経路⑥との関係で問題となる。予想物価上昇率に関する諸指標をみると、昨年10月の「量的・質的金融緩和」の拡大もあって、低下していない（前掲図表 42、43）。企業の賃金・価格設定行動など他の情報も勘案すれば、予想物価上昇率は、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。もとより、現実の消費者物価上昇率が低下している中でも、予想物価上昇率の上昇傾向が続くかどうか、引き続き確認していく必要がある。

要因が影響している。例えば、①経済の押し上げ要因としては、株価や為替相場（「量的・質的金融緩和」に起因しない部分）のほか、大規模な公共投資などの政府支出、②押し下げ要因としては、消費税率引き上げに伴う個人消費への影響などが指摘できる。また、物価面では、為替相場や原油価格の影響などが挙げられる。これらの諸要因やその他の要因を定量化していない以上はつきりしたことはいえないが、これらが上下に作用した結果、経済・物価は、試算と概ね整合的な結果となったと考えられる。

経済・物価情勢の展望（2015年4月）参考計表

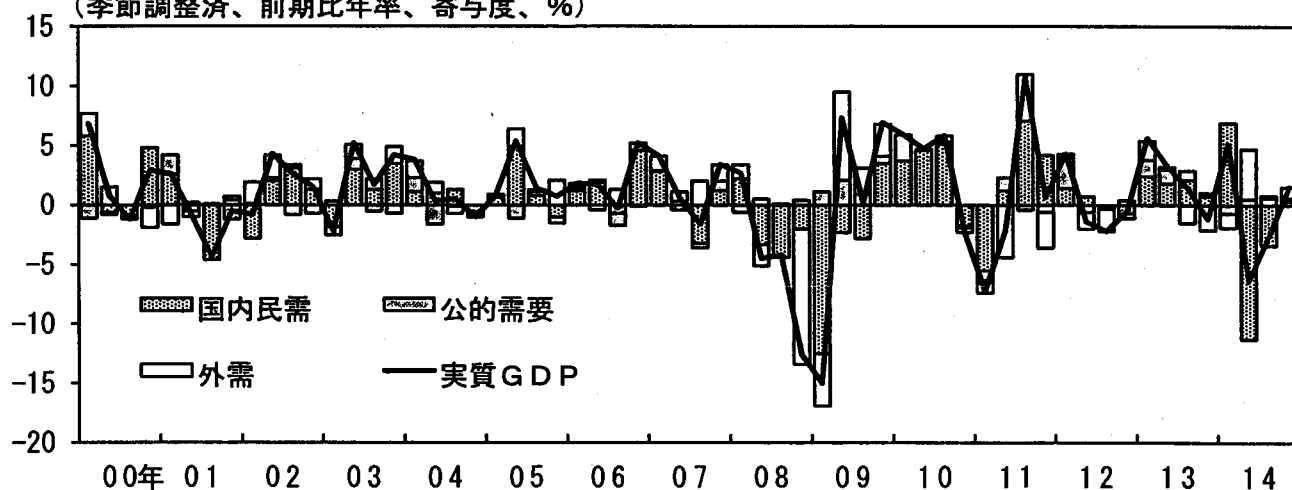
（図表 1） GDPと景気動向指数	（図表 29） 政府支出
（図表 2） 世界経済と為替レート	（図表 30） 海外経済見通し
（図表 3） 輸出入	（図表 31） 世界の貿易量と日本のシェア
（図表 4） 公共投資と住宅投資	（図表 32） 為替円安の効果
（図表 5） 鉱工業生産	（図表 33） 貿易収支
（図表 6） 企業収益	（図表 34） 経常収支と貯蓄投資バランス
（図表 7） 業況判断	（図表 35） 期待成長率と資本ストック循環
（図表 8） 設備投資	（図表 36） 業種別の設備投資
（図表 9） 労働需給	（図表 37） 失業率と労働力率
（図表 10） 雇用者所得	（図表 38） 賃金と雇用者所得
（図表 11） 個人消費	（図表 39） ベースアップの動向
（図表 12） 消費税率引き上げ前後の家計支出の動き	（図表 40） 個人消費の動向
（図表 13） 需給ギャップと潜在成長率	（図表 41） 個人消費を取り巻く環境
（図表 14） 物価	（図表 42） 予想物価上昇率（1）
（図表 15） 消費者物価（1）	（図表 43） 予想物価上昇率（2）
（図表 16） 消費者物価（2）	（図表 44） 為替レートと輸入物価
（図表 17） 地価	（図表 45） 需給ギャップと物価上昇率
（図表 18） マネタリーベースと長期国債買入れ	（図表 46） 家計の消費行動と企業の価格設定行動
（図表 19） CP・社債スプレッド	（図表 47） 物価と賃金
（図表 20） 貸出金利	（図表 48） 原油安の影響
（図表 21） 企業金融	（図表 49） 逆オイルショック
（図表 22） 貸出残高とCP・社債発行残高	（図表 50） 「量的・質的金融緩和」のメカニズム
（図表 23） マネーストック	（図表 51） 「量的・質的金融緩和」による実質金利低下効果（1）
（図表 24） 株価・REIT価格	（図表 52） 「量的・質的金融緩和」による実質金利低下効果（2）
（図表 25） 長期金利	（図表 53） 「量的・質的金融緩和」の波及効果の試算
（図表 26） 短期金利	
（図表 27） 為替相場	
（図表 28） 「量的・質的金融緩和」後の経済・金融情勢	（参考図表） 地域別の景気の総括判断（地域経済報告）

GDPと景気動向指数

(1) GDP

①前期比年率

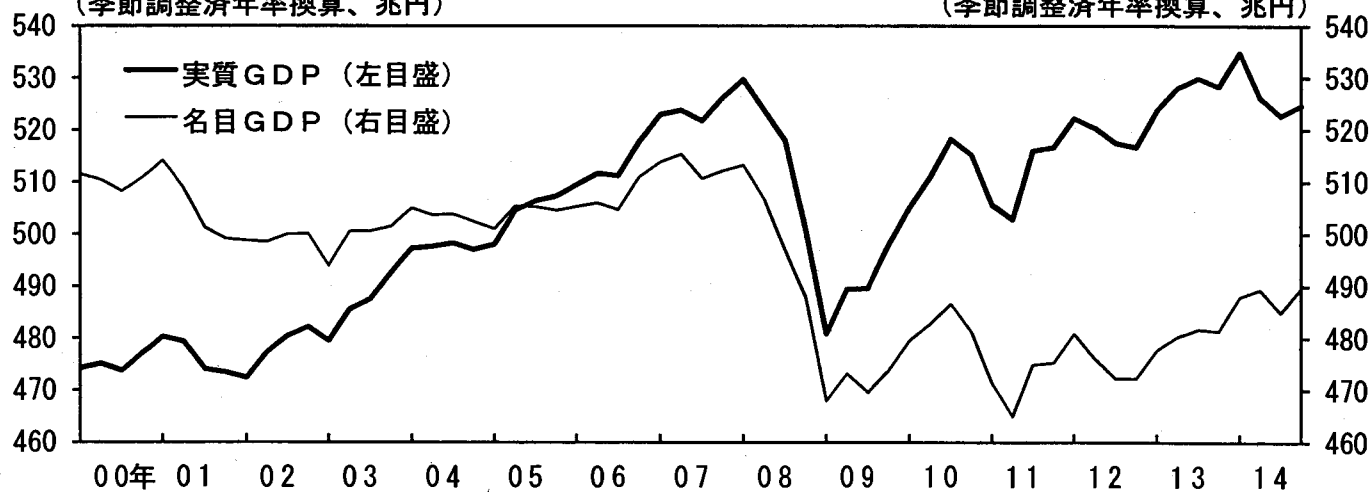
(季節調整済、前期比年率、寄与度、%)



②水準

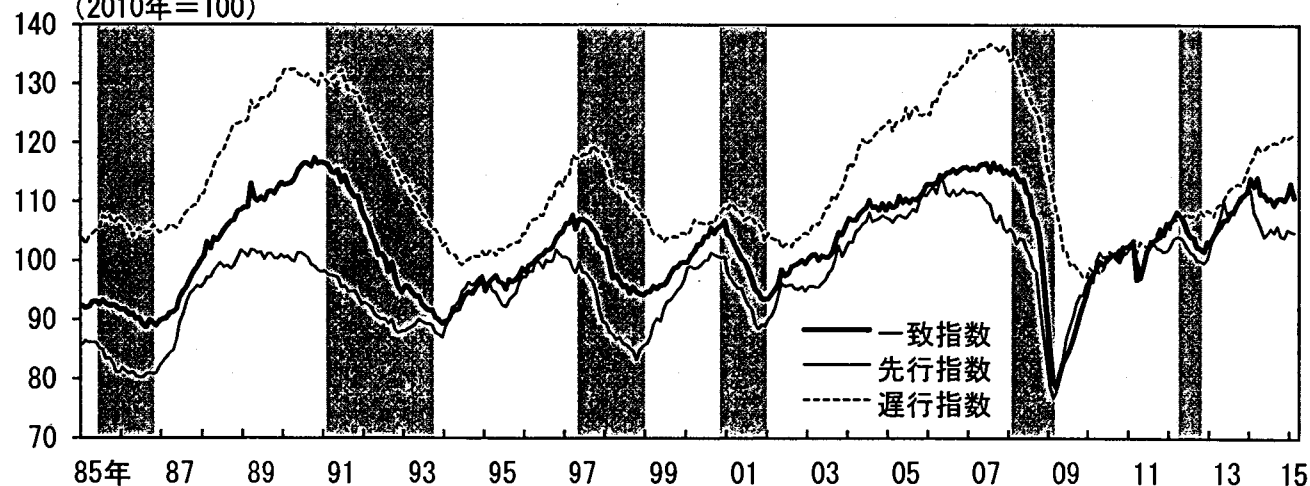
(季節調整済年率換算、兆円)

(季節調整済年率換算、兆円)



(2) 景気動向指数 (C I)

(2010年=100)

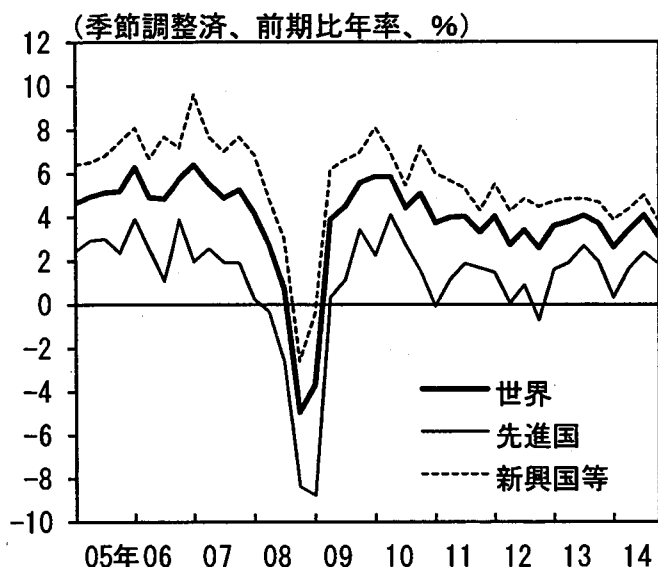


(注) シャドー部分は景気後退局面。

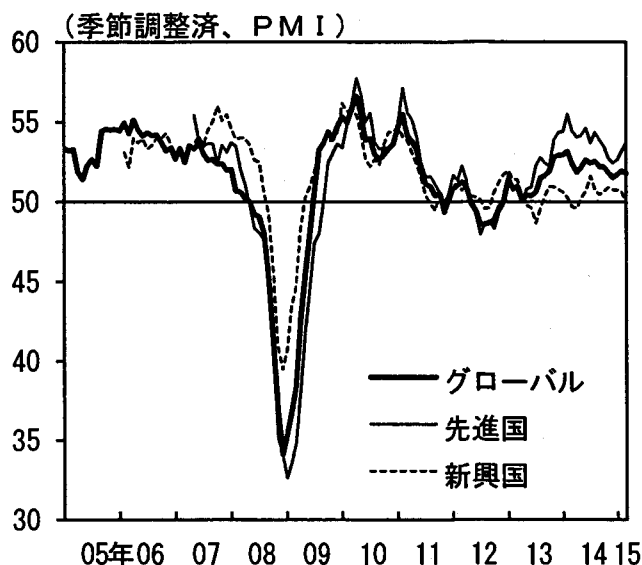
(資料) 内閣府「国民経済計算」「景気動向指数」

世界経済と為替レート

(1) 世界経済の実質成長率

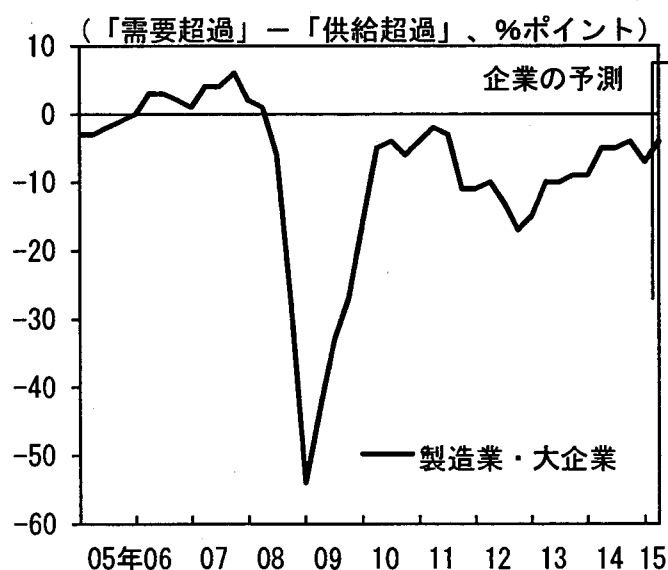


(2) 企業の景況感（製造業）



- (注) 1. (1) は、IMF公表のGDPウェイト（購買力平価基準）を用いて算出。
世界の実質成長率は、189か国ベース。先進国は、日本・米国・ユーロ圏および英国。
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) のグローバルはMarkitの公表値。先進国は、4か国・地域（米国、ユーロ圏、英国、日本）のMarkit公表値を、新興国は、15か国・地域（中国、韓国、台湾、シンガポール、インドネシア、ベトナム、インド、オーストラリア、ロシア、トルコ、ポーランド、チェコ、ハンガリー、ブラジル、メキシコ）のMarkit公表値を、IMF公表のGDPウェイトによって加重平均したもの。50を上回ると製造業の景気拡大、50を下回ると製造業の景気悪化の目安とされている。

(3) 海外での製商品需給判断D.I.



(4) 円の実効為替レート



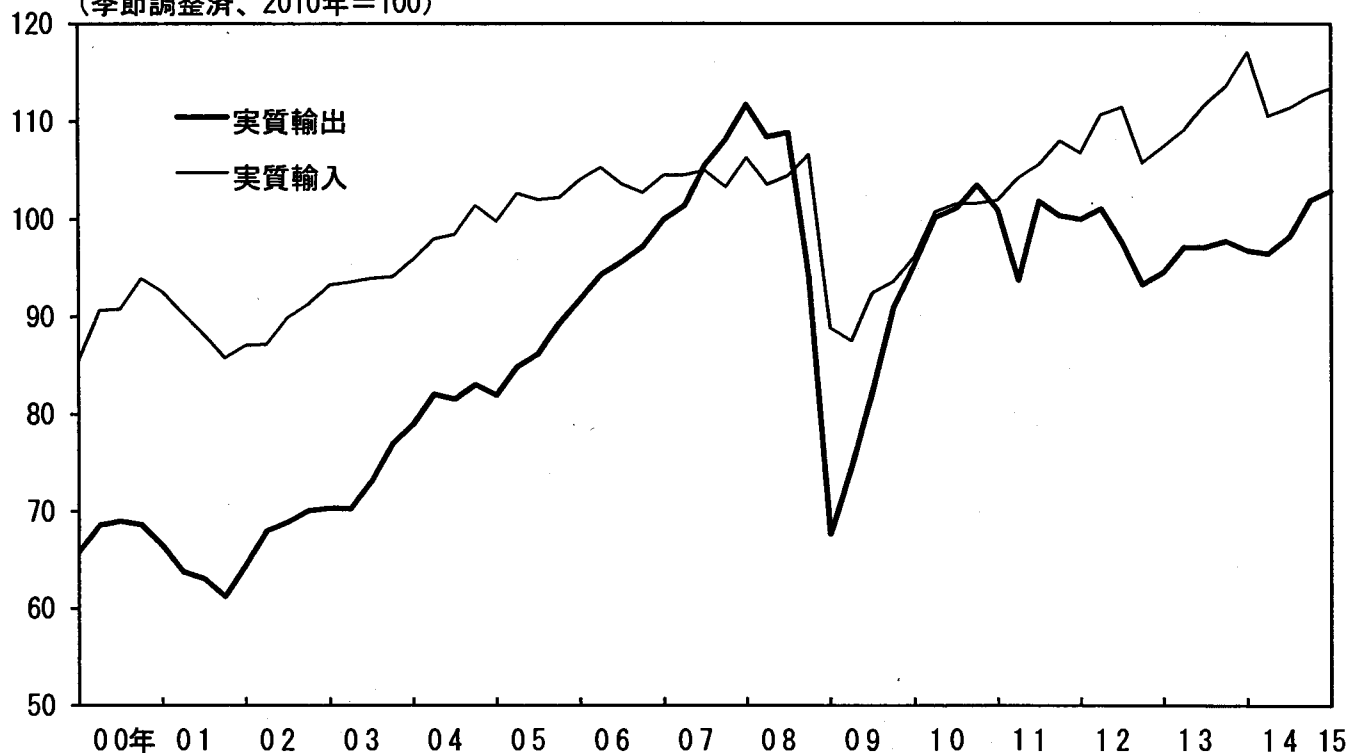
- (注) 1. (3) の2015/2Qは、2015/3月調査時点の企業の予測値。
2. (4) はBISのブロードベース。2015/4月分は、日本銀行の名目実効為替レート（円インデックス）を用いて算出。

(資料) IMF「World Economic Outlook」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、BIS、Markit (© and database right Markit Economics Ltd 2015. All rights reserved.)等

輸出入

(1) 実質輸出入

(季節調整済、2010年=100)

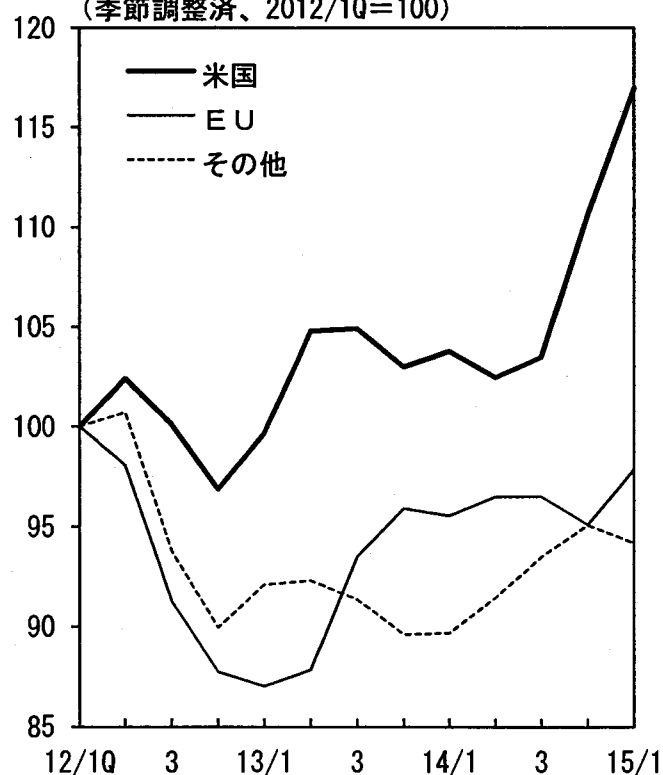


(注) X-12-ARIMAによる季節調整値 (下のいずれの図表も同じ)。

(2) 実質輸出の主要国・地域別内訳

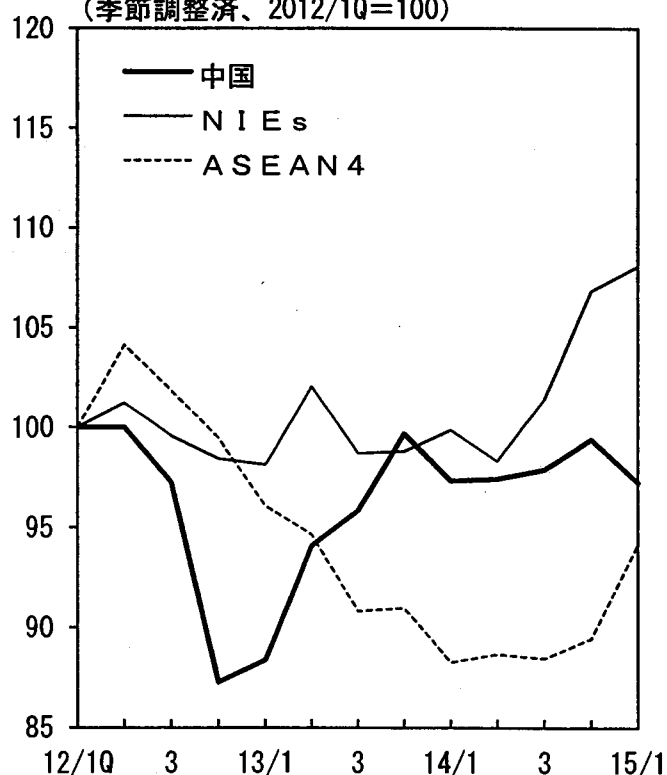
① 米国・EU・その他

(季節調整済、2012/1Q=100)



② 中国・NIEs・ASEAN 4

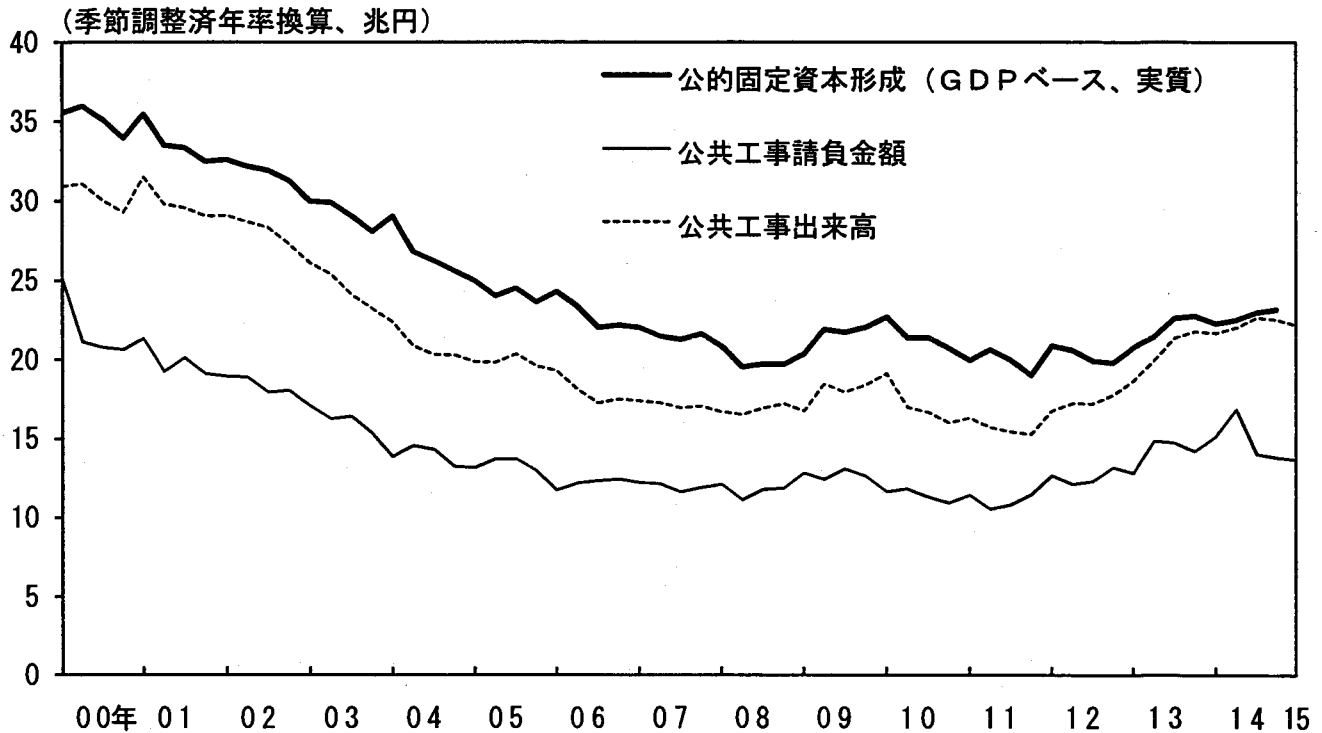
(季節調整済、2012/1Q=100)



(資料) 財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」

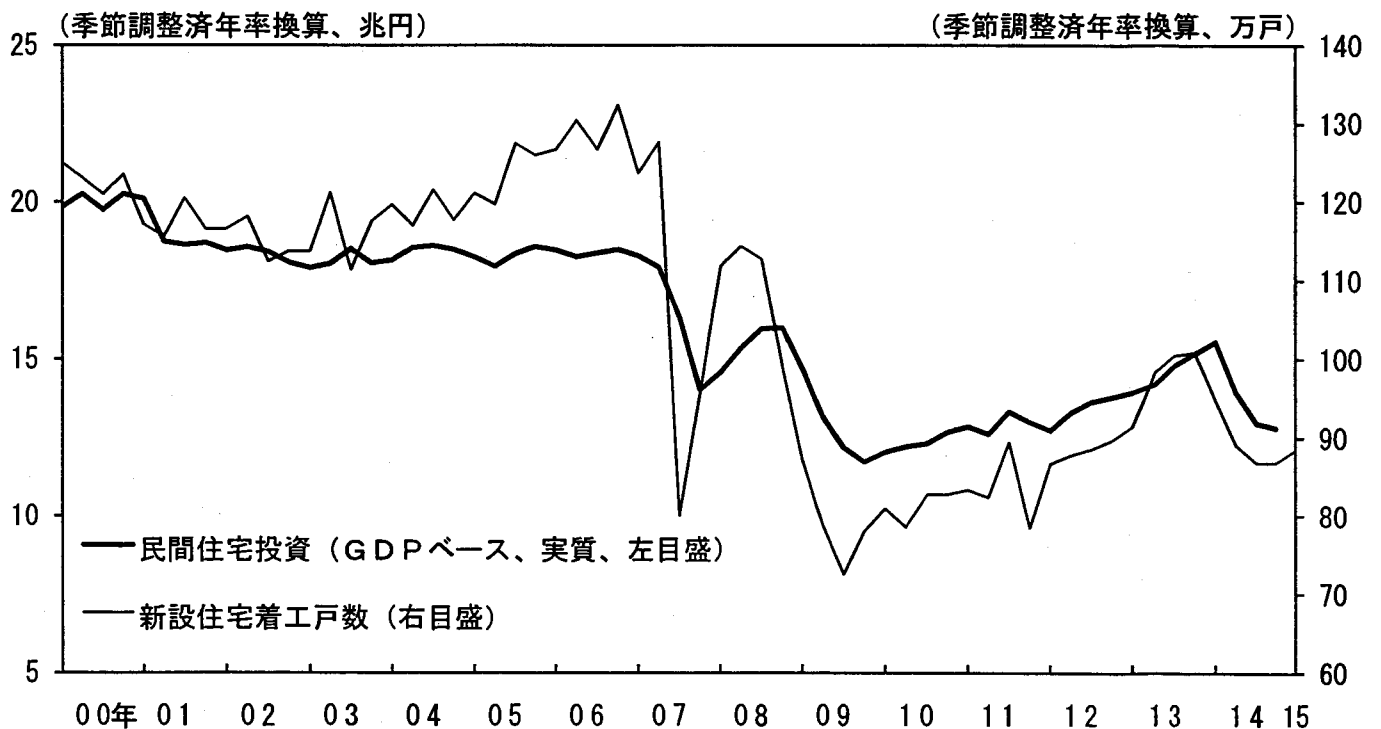
公共投資と住宅投資

(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2015/1Qは、1～2月の値。

(2) 新設住宅着工戸数と民間住宅投資

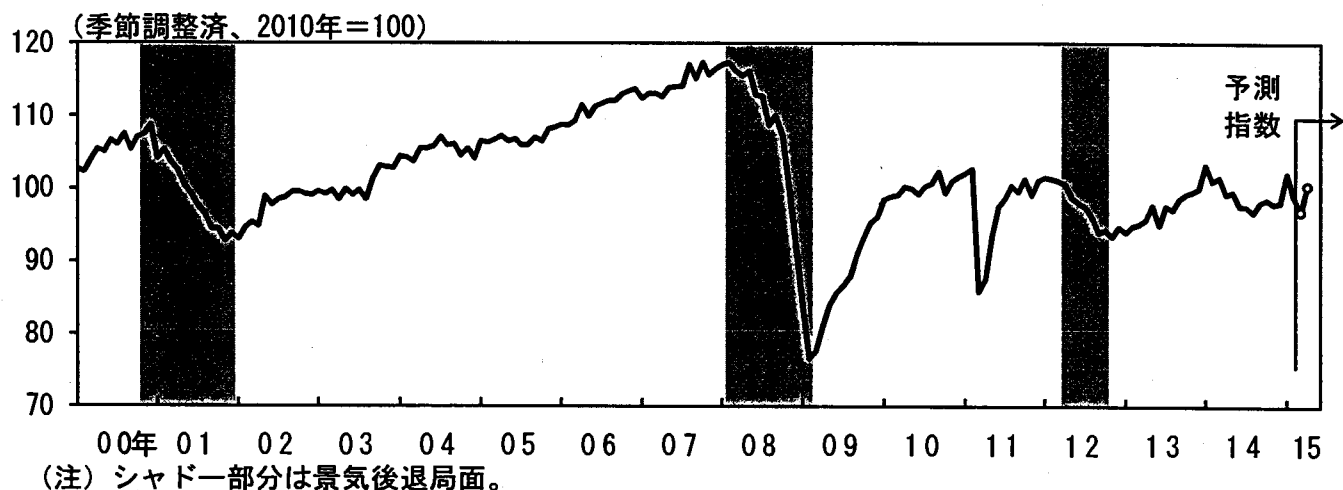


- (注) 新設住宅着工戸数の2015/1Qは、1～2月の値。

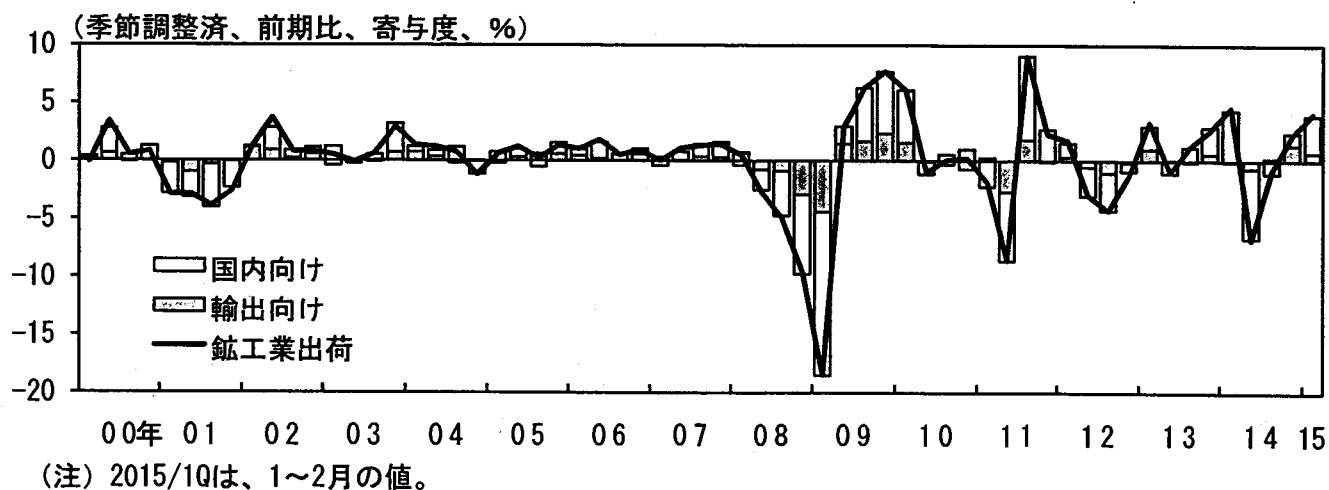
(資料) 内閣府「国民経済計算」、東日本建設業保証株式会社他「公共工事前払金保証統計」、国土交通省「建設総合統計」「建築着工統計」

鋳工業生産

(1) 鋳工業生産

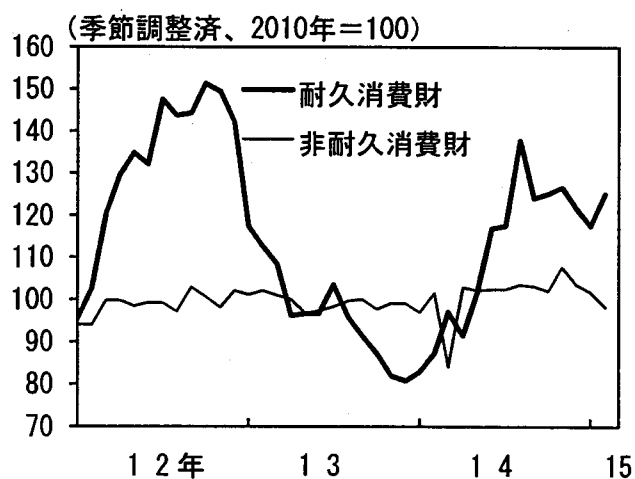


(2) 鋳工業出荷の内訳

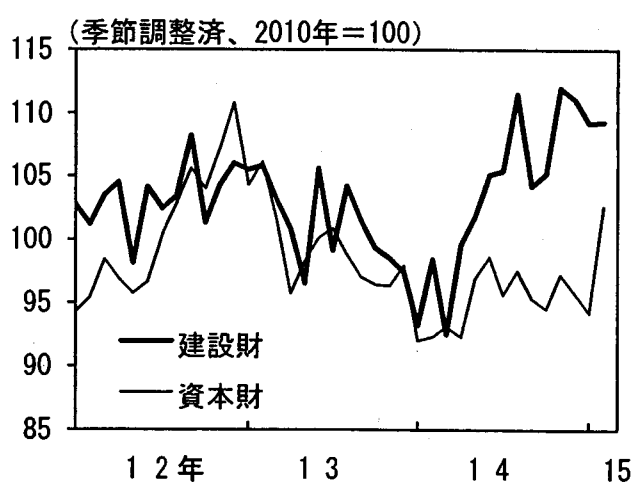


(3) 在庫率

①消費財



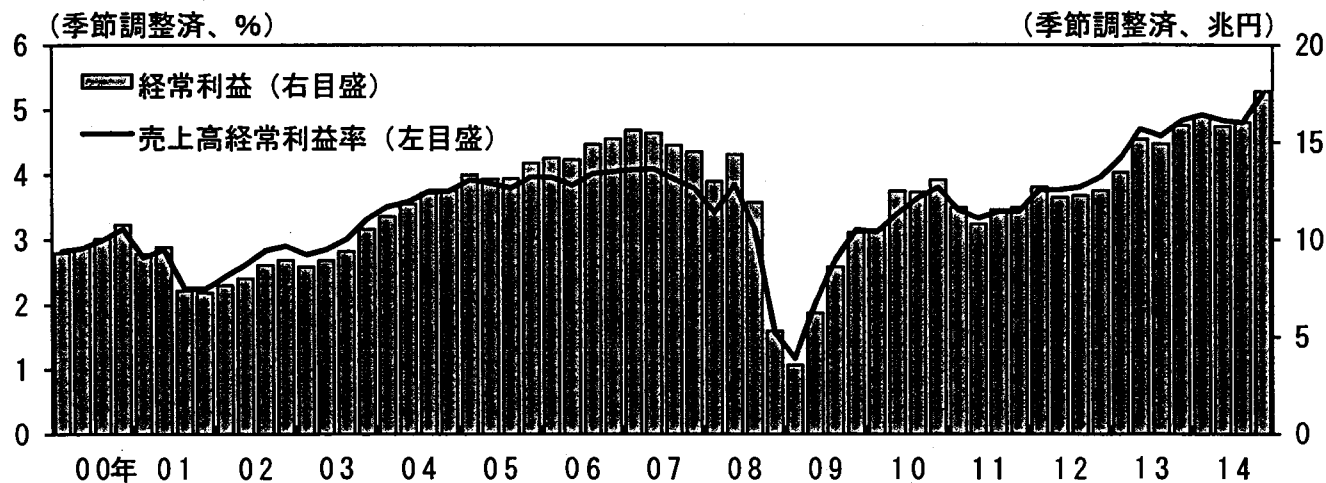
②資本財・建設財



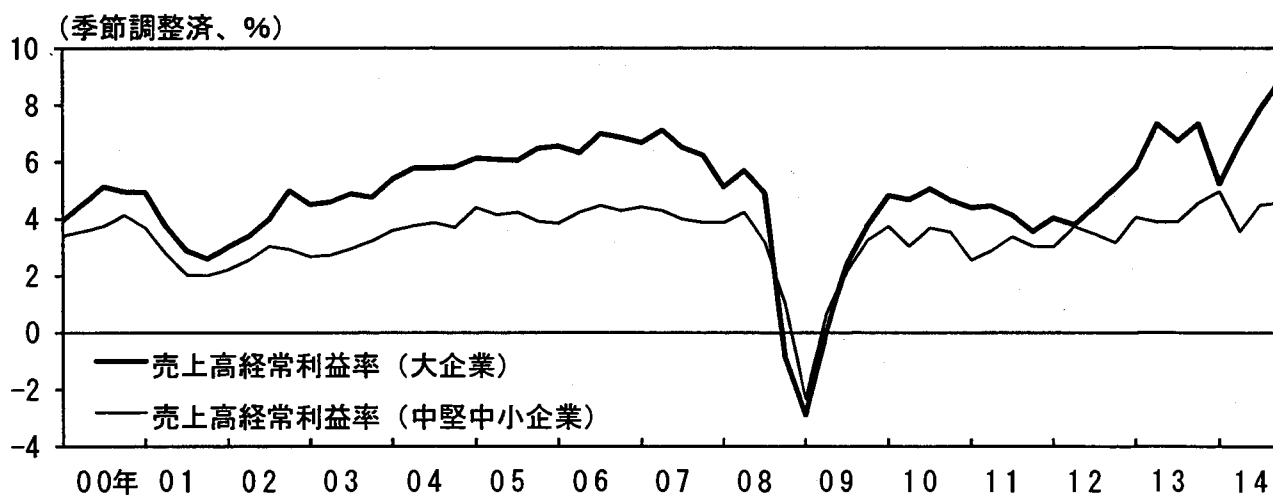
(資料) 経済産業省「鋳工業指数統計」「鋳工業出荷内訳表」

企業収益

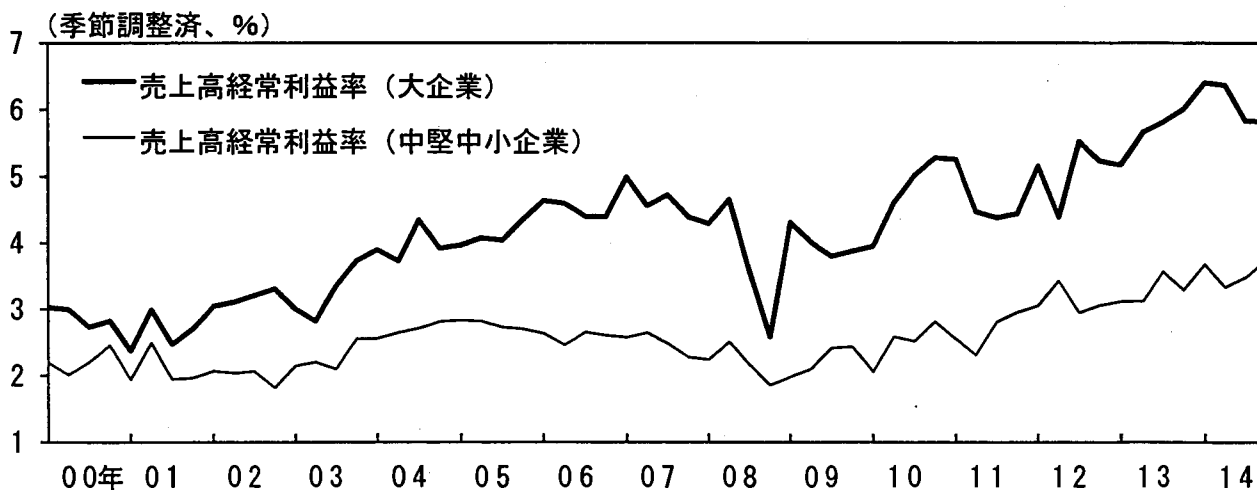
(1) 全産業全規模



(2) 製造業



(3) 非製造業

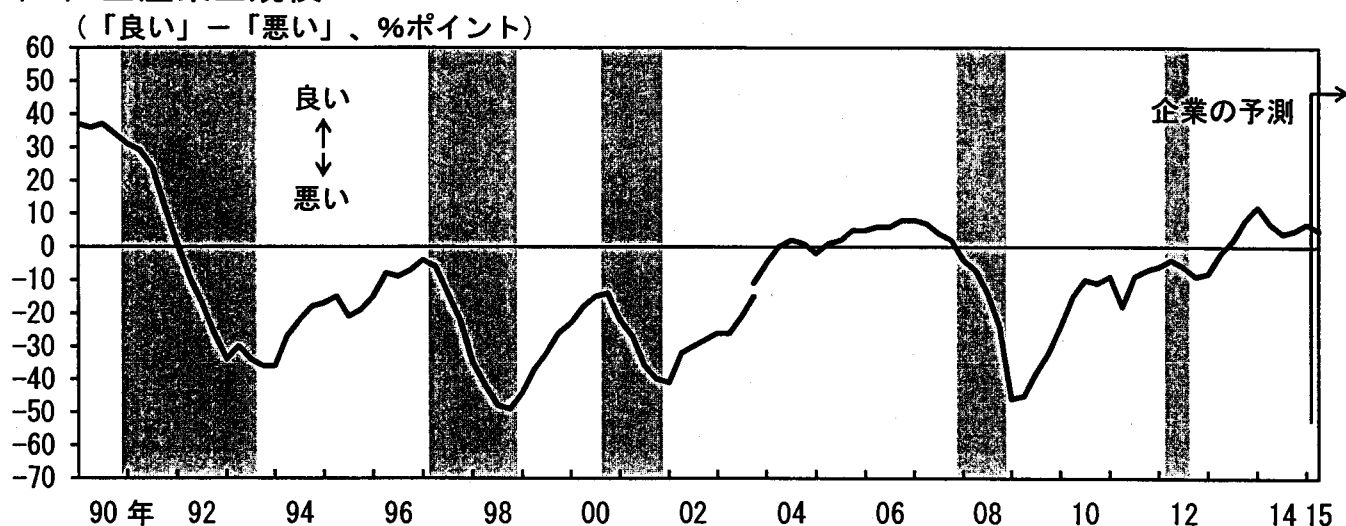


(注) 1. 金融業、保険業を除く。
2. (2)、(3)はX-12-ARIMAによる季節調整値。

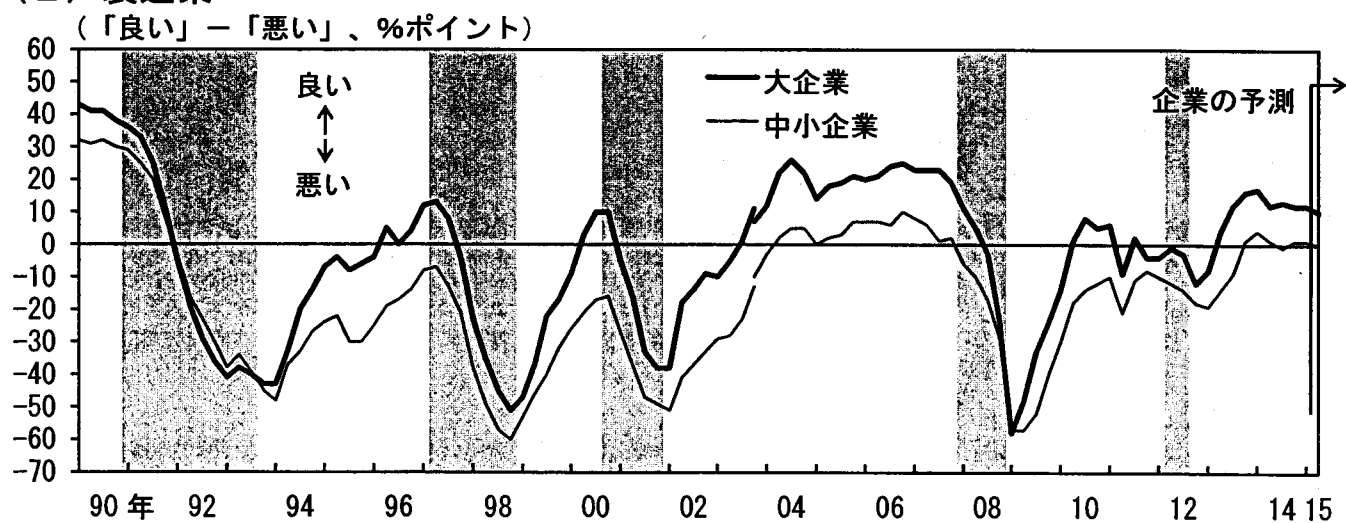
(資料) 財務省「法人企業統計季報」

業況判断

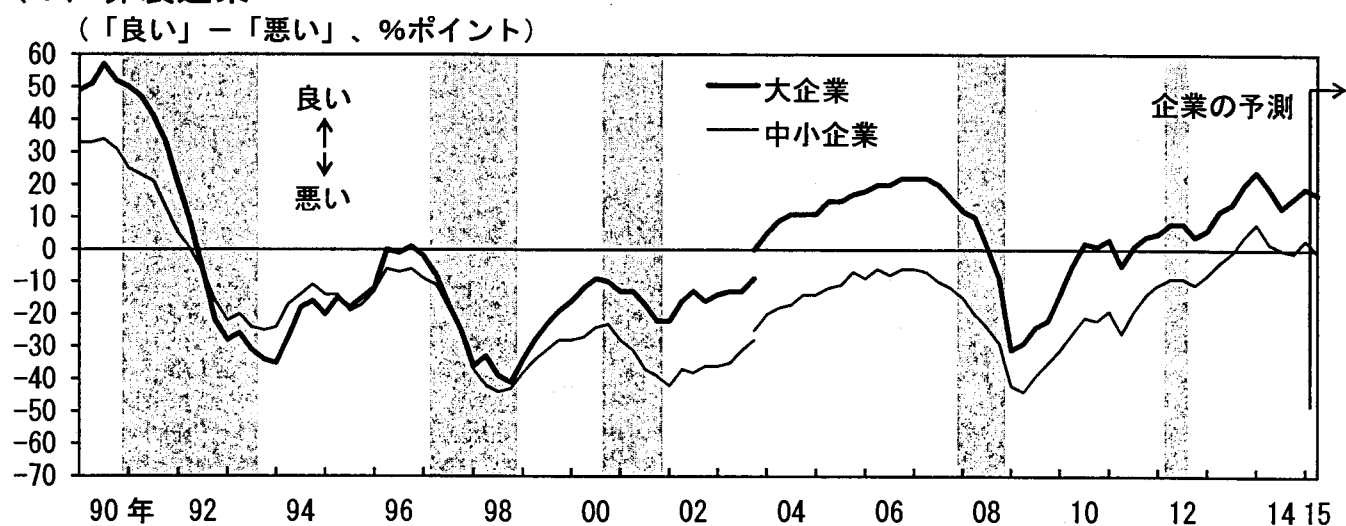
(1) 全産業全規模



(2) 製造業



(3) 非製造業

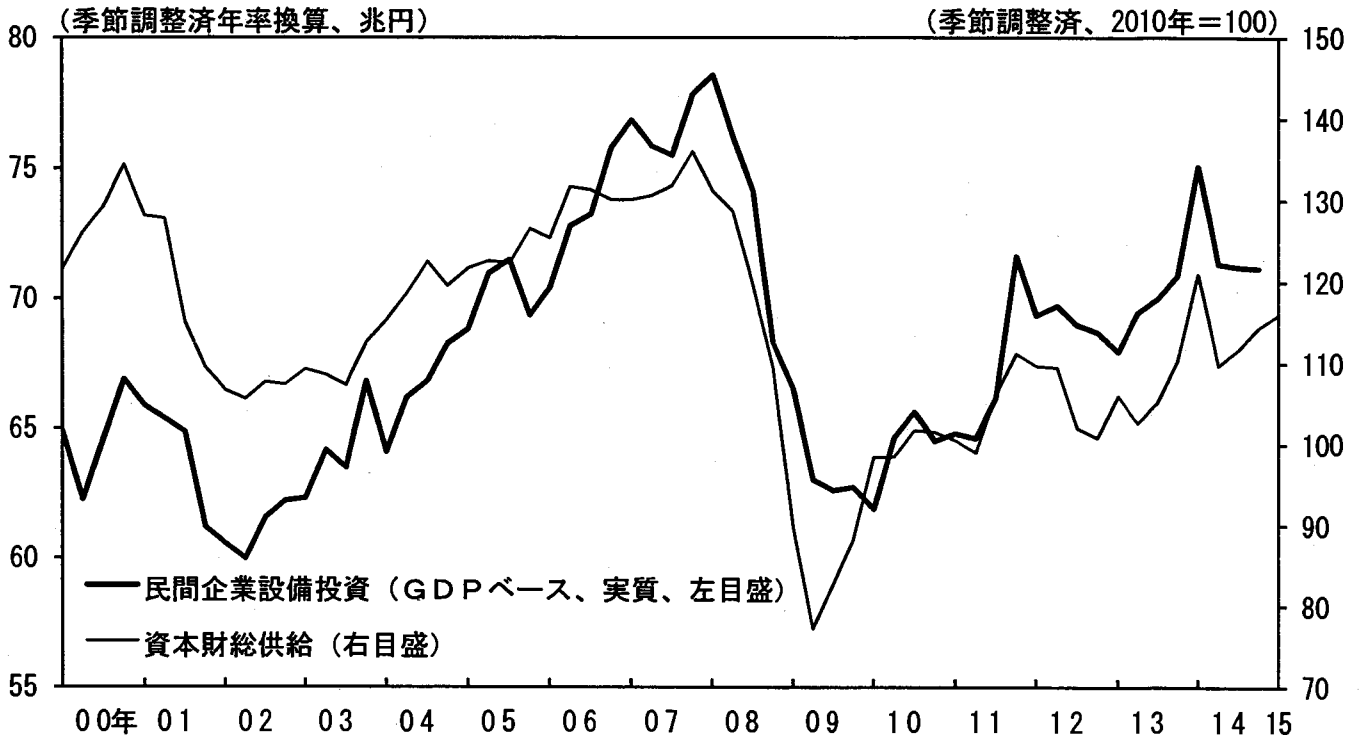


- (注) 1. 2004/3月調査より見直しを実施。旧ベースは2003/12月調査まで、新ベースは2003/12月調査から。2015/2Qは、2015/3月調査時点の企業の予測値。
2. シャドー部分は景気後退局面。

(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

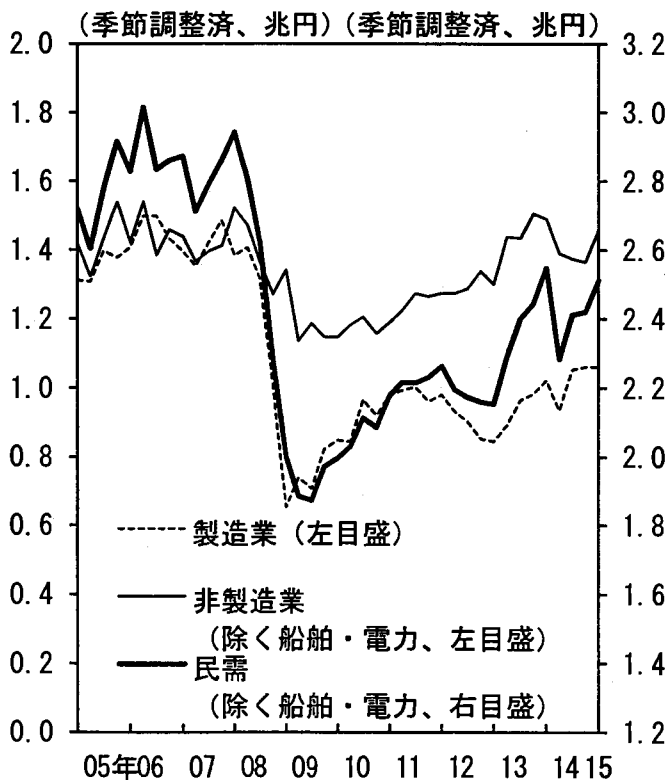
設備投資

(1) 民間企業設備投資と資本財総供給

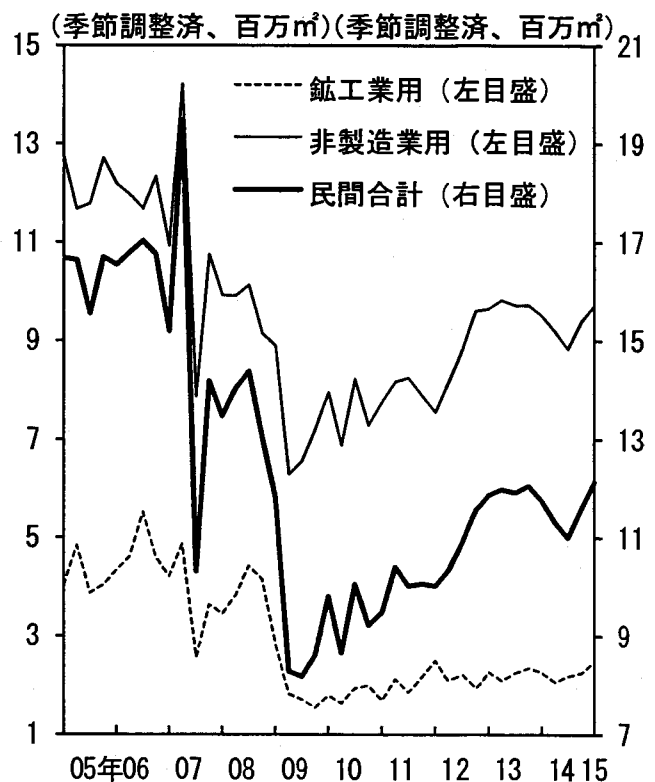


(注) 2015/1Qは、1～2月の値。

(2) 機械受注



(3) 建築着工床面積 (民間非居住用)



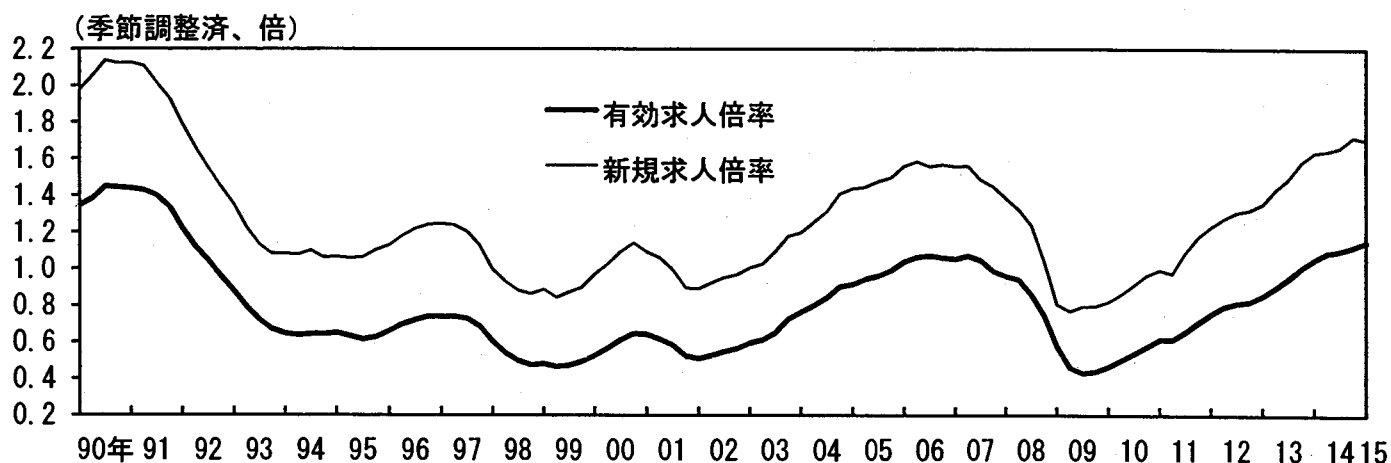
(注) 1. 2015/1Qは、1～2月の四半期換算値。

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」

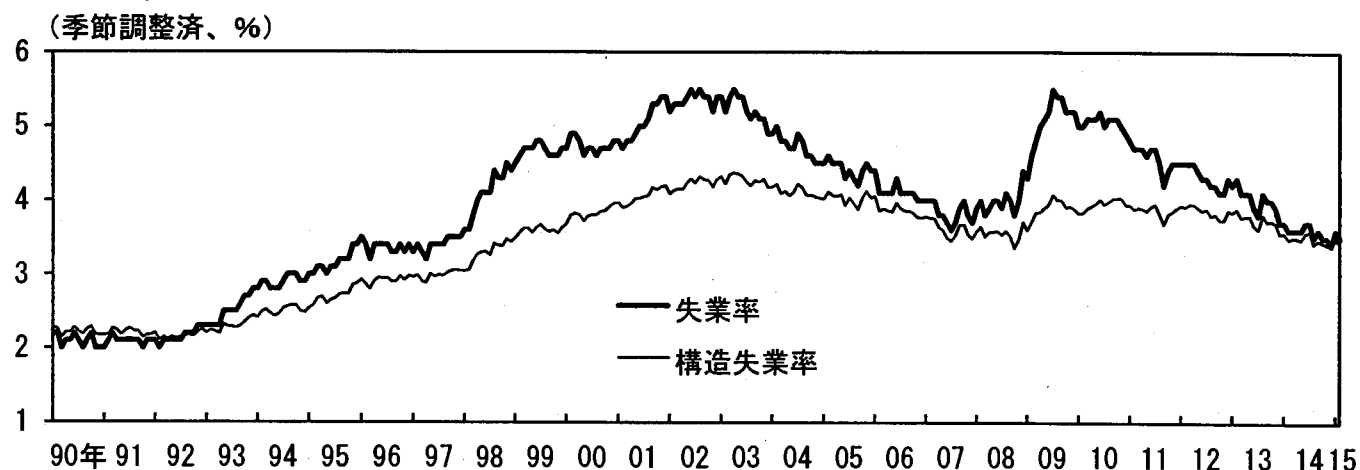
労働需給

(1) 求人倍率



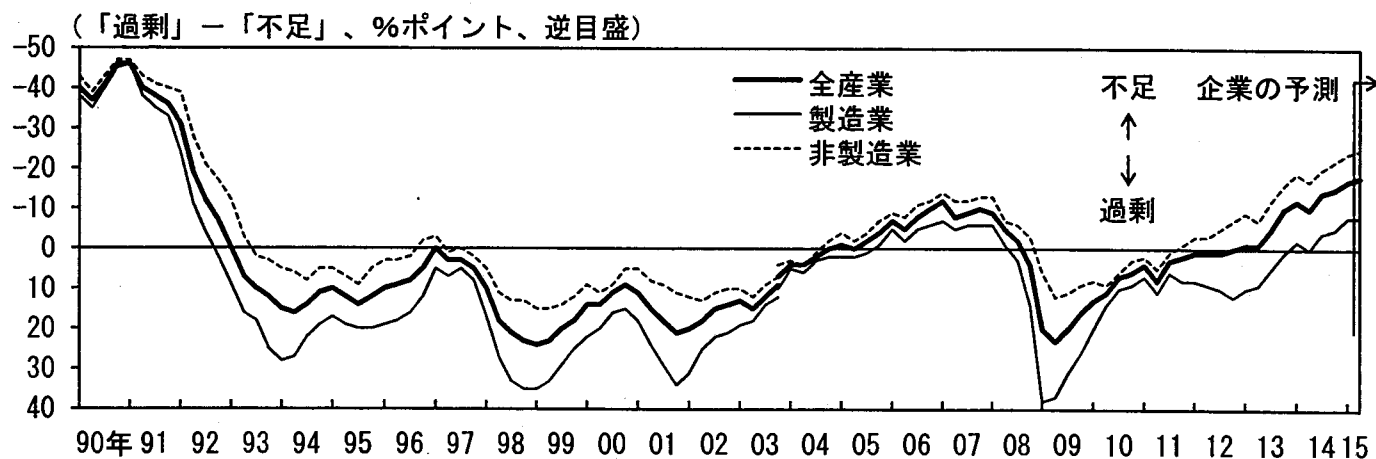
(注) 2015/1Qは、1～2月の値。

(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.



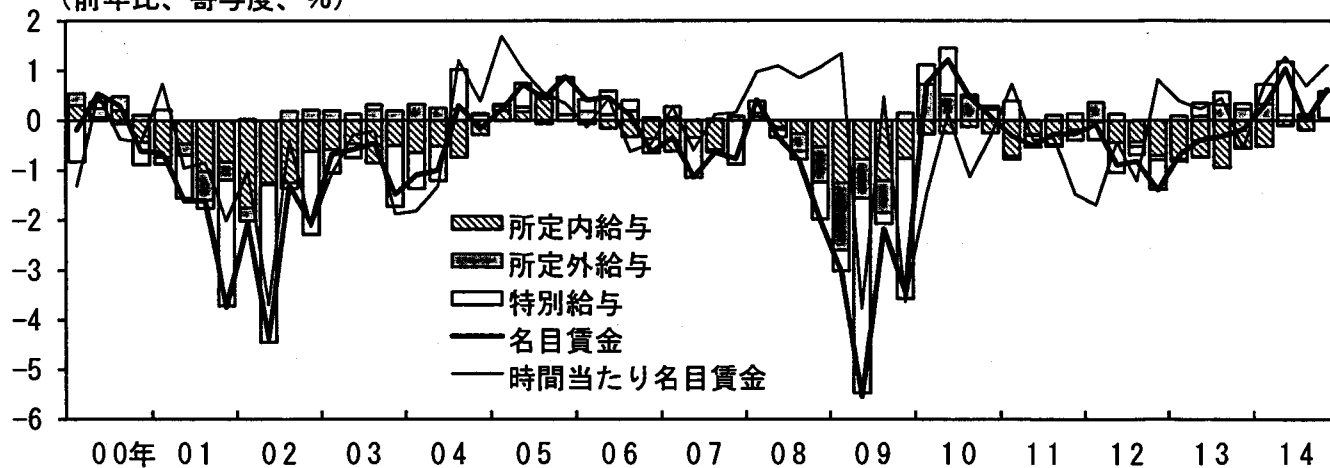
(注) 全規模合計。2004/3月調査より見直しを実施。旧ベースは2003/12月調査まで、新ベースは2003/12月調査から。2015/2Qは、2015/3月調査時点の企業の予測値。

(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

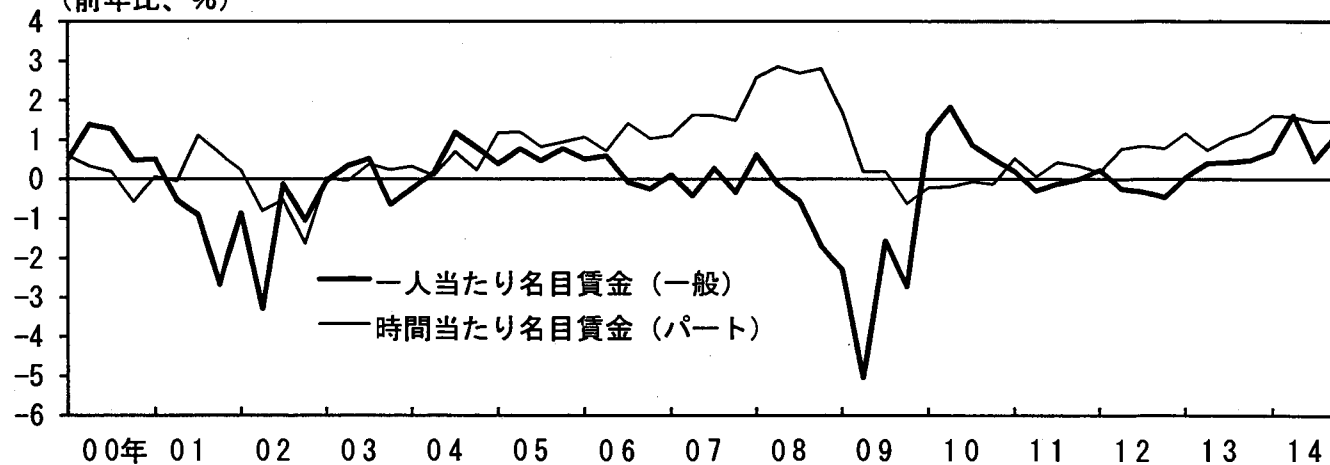
(前年比、寄与度、%)



(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。

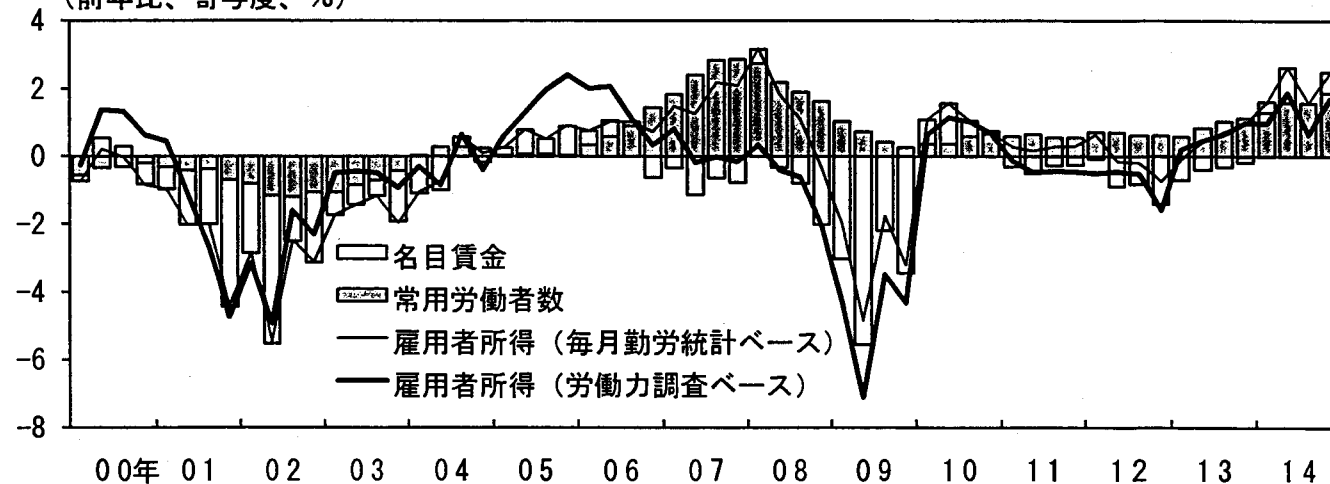
(2) 一般・パート別賃金

(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

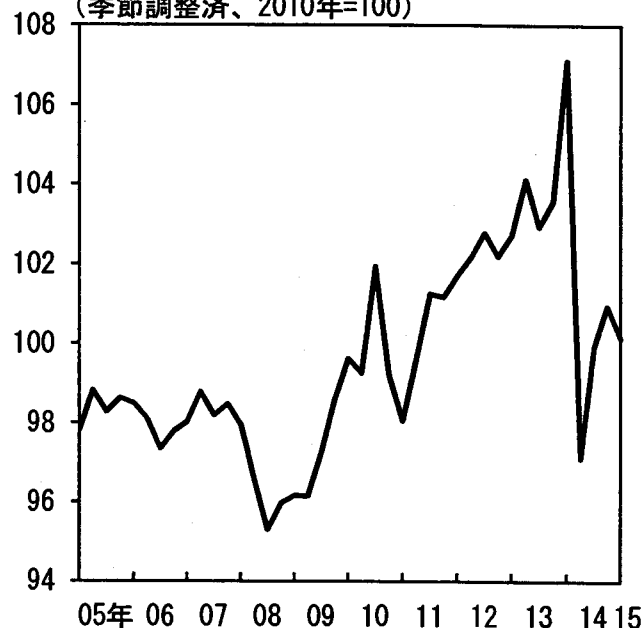
(1) 民間最終消費支出・消費総合指数

(季節調整済、2010年=100)



(2) 小売業販売額 (実質)

(季節調整済、2010年=100)



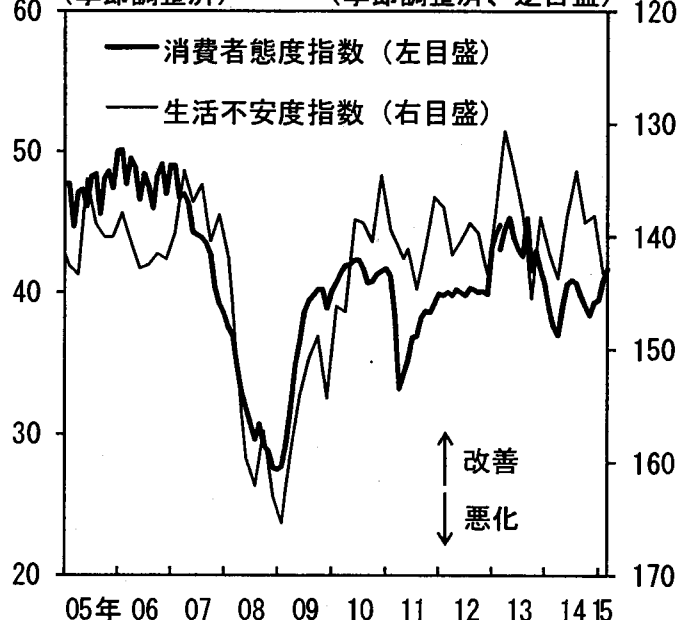
(注) 1. 2015/1Qは、1～2月の値。

2. 小売業販売額は、X-12-ARIMAによる季節調整値。消費者物価指数（「財」から「電気・都市ガス・水道」を除いたもの）で実質化。

(3) 消費者コンフィデンス

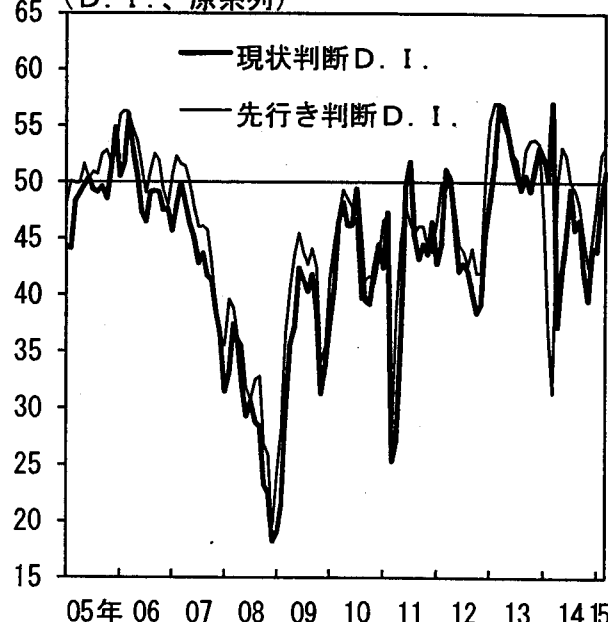
(季節調整済)

(季節調整済、逆目盛)



(4) 景気ウォッチャー (家計動向関連)

(D. I.、原系列)



(注) 1. 消費者態度指数 (調査客体<2013/4月以降>：全国・一般世帯 約5,700世帯)、生活不安度指数 (調査客体：全国 1,200人) はいずれも消費者意識を尋ねたアンケート調査。

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

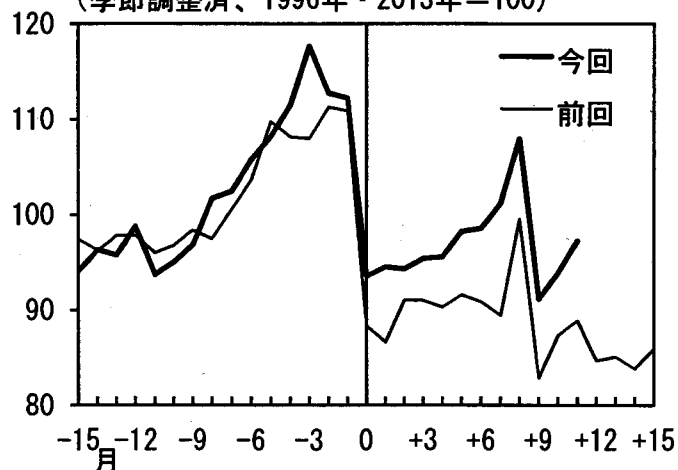
3. 生活不安度指数はX-12-ARIMAによる季節調整値。調査が実施されていない月については、線形補間を実施。

(資料) 内閣府「国民経済計算」「消費総合指数」「消費動向調査」「景気ウォッチャー調査」、総務省「消費者物価指数」、経済産業省「商業動態統計」、日本リサーチ総合研究所「消費者心理調査」

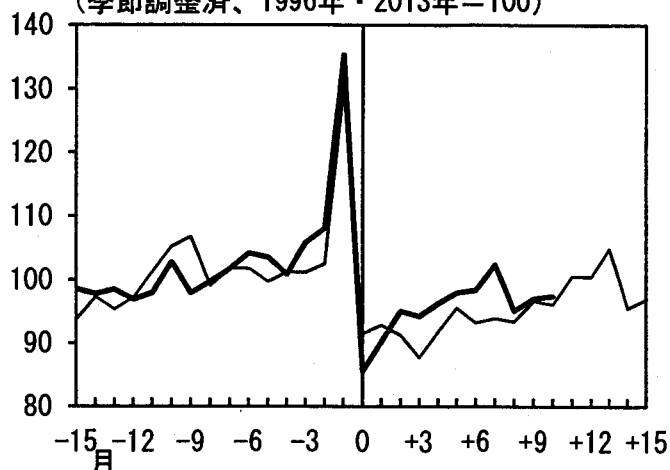
消費税率引き上げ前後の家計支出の動き

(1) 新車登録台数 (乗用車<含む軽>) (2) 家電販売額 (名目)

(季節調整済、1996年・2013年=100)

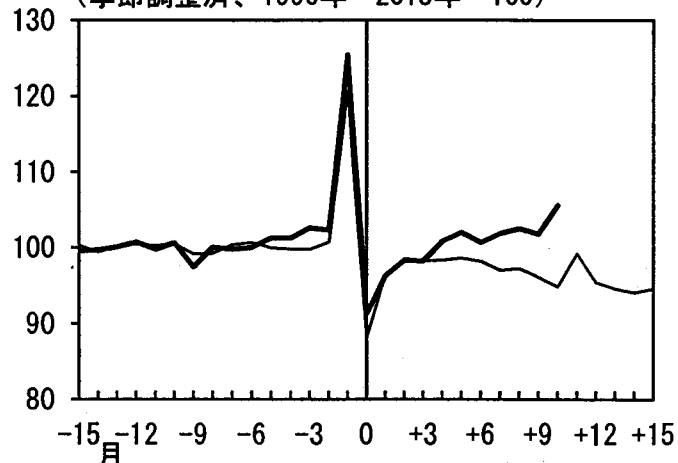


(季節調整済、1996年・2013年=100)



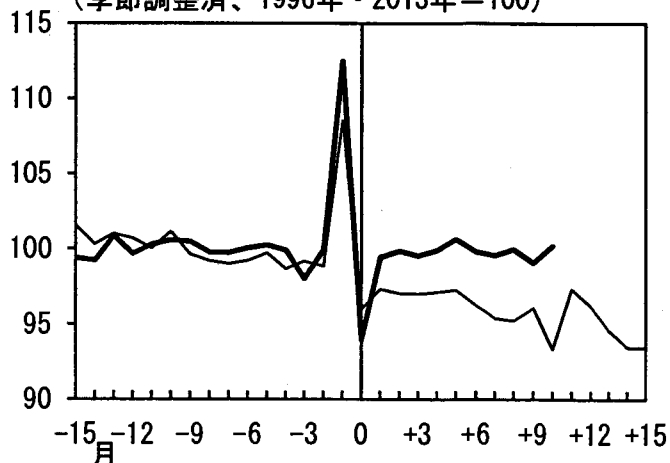
(3) 全国百貨店売上高 (名目)

(季節調整済、1996年・2013年=100)



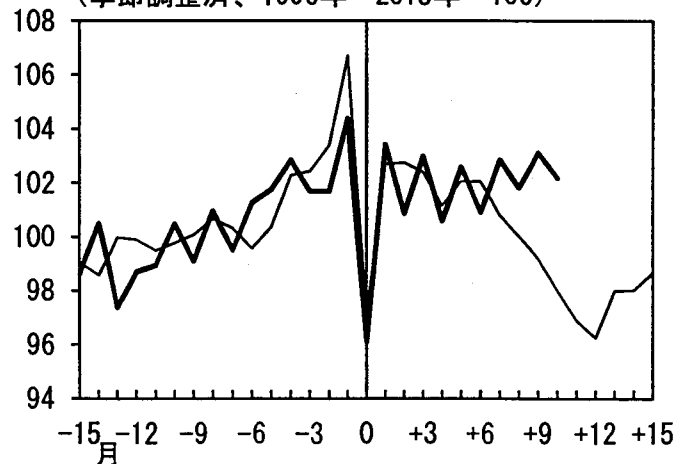
(4) 全国スーパー売上高 (名目)

(季節調整済、1996年・2013年=100)



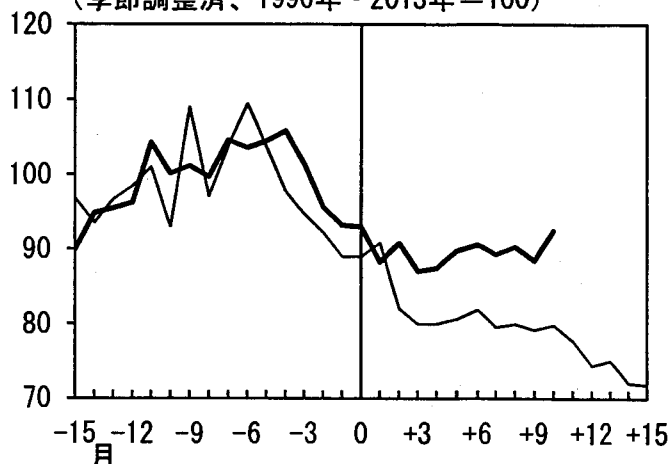
(5) 旅行取扱額 (名目)

(季節調整済、1996年・2013年=100)



(6) 新設住宅着工戸数

(季節調整済、1996年・2013年=100)



(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。

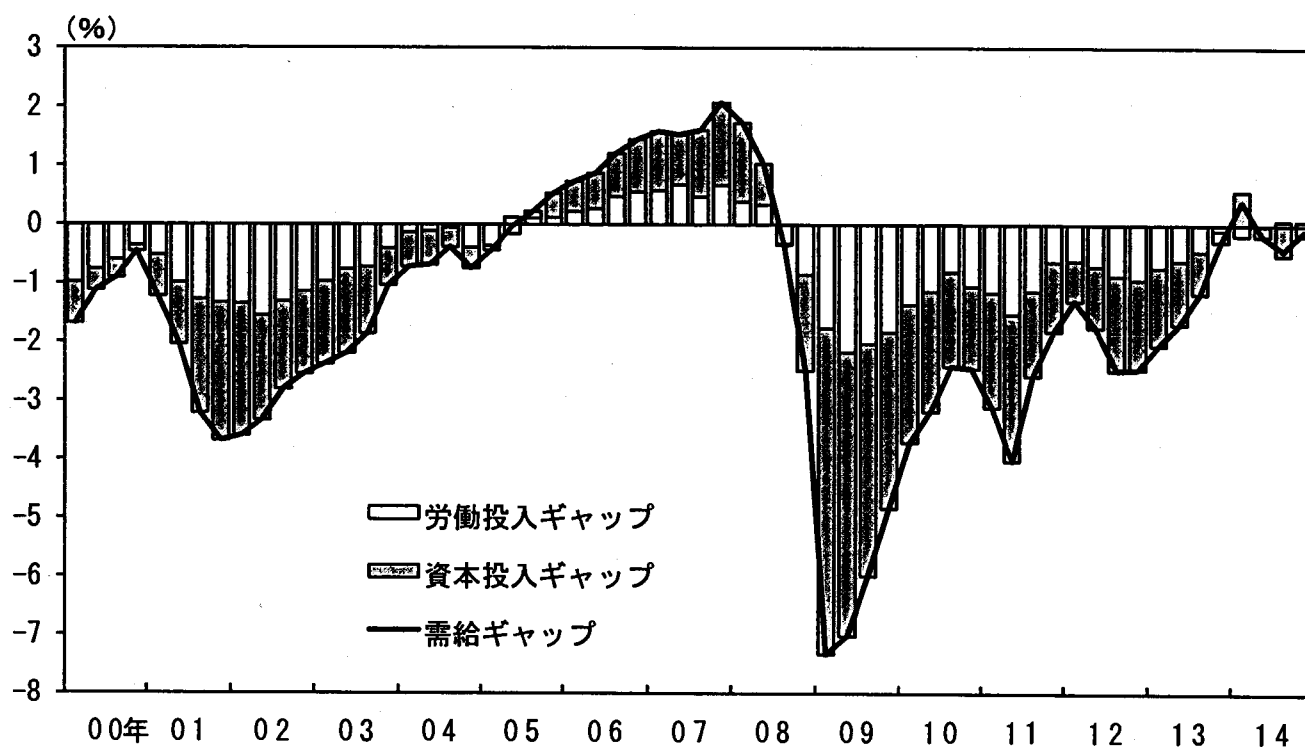
2. (1) ~ (5) は、X-12-ARIMAによる季節調整値。

3. (3)、(4) は、店舗調整後ベース。

(資料) 日本自動車販売協会連合会「自動車国内販売」、経済産業省「商業動態統計」、観光庁「旅行業者取扱額」、国土交通省「建築着工統計」等

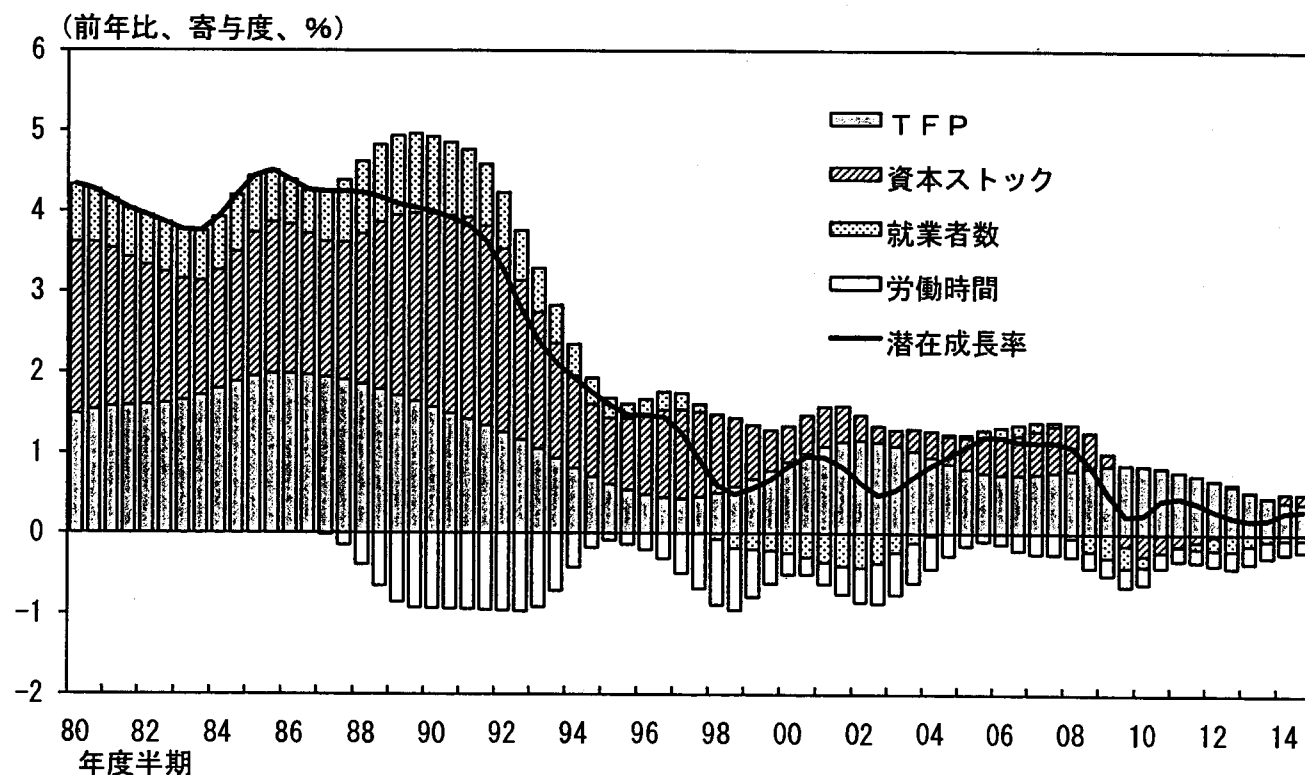
需給ギャップと潜在成長率

(1) 需給ギャップ



(注) 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

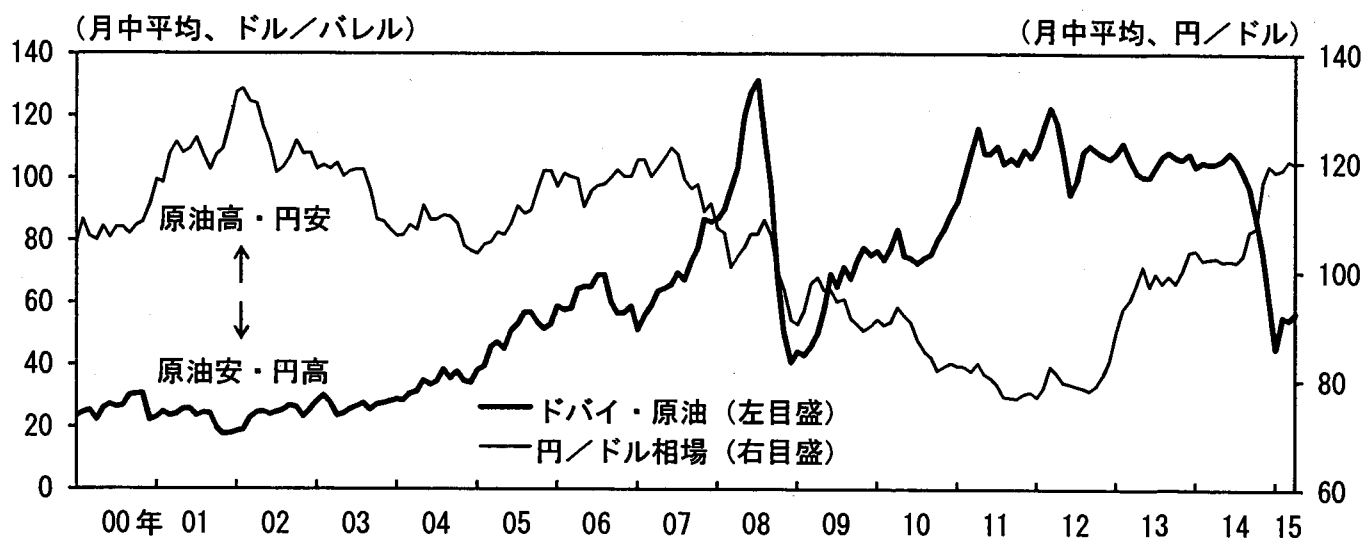


(注) 2014年度下半期は、2014/4Qの値。

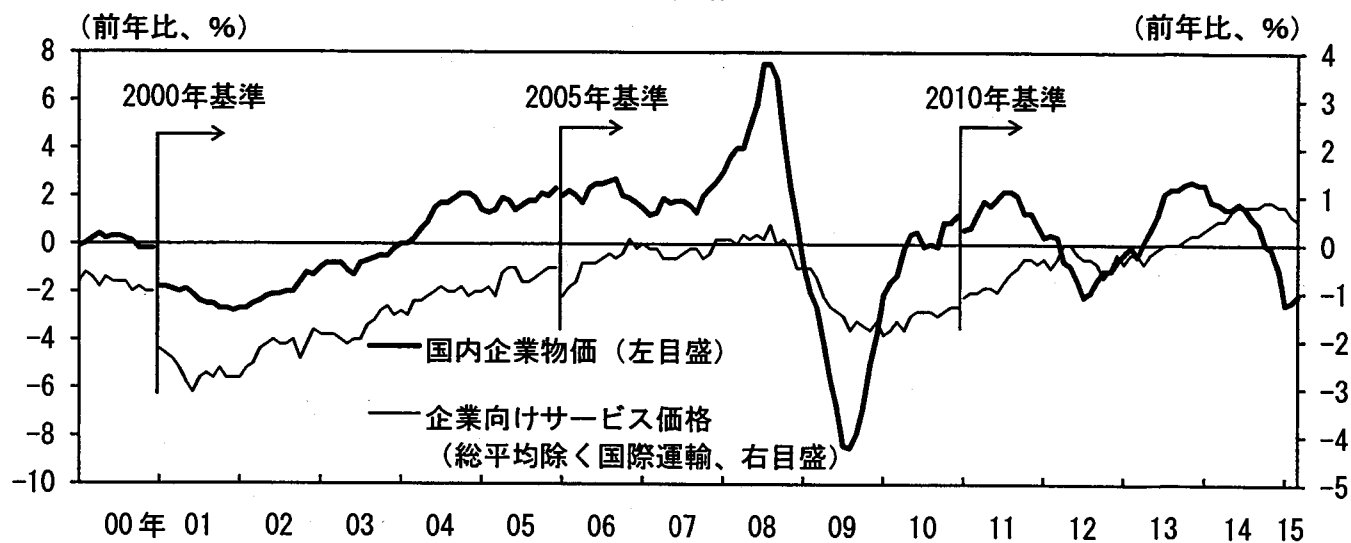
(資料) 内閣府「国民経済計算」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、総務省「労働力調査」、厚生労働省「毎月勤労統計」「職業安定業務統計」、経済産業省「鉱工業指数統計」等

物価

(1) 原油価格と為替レート

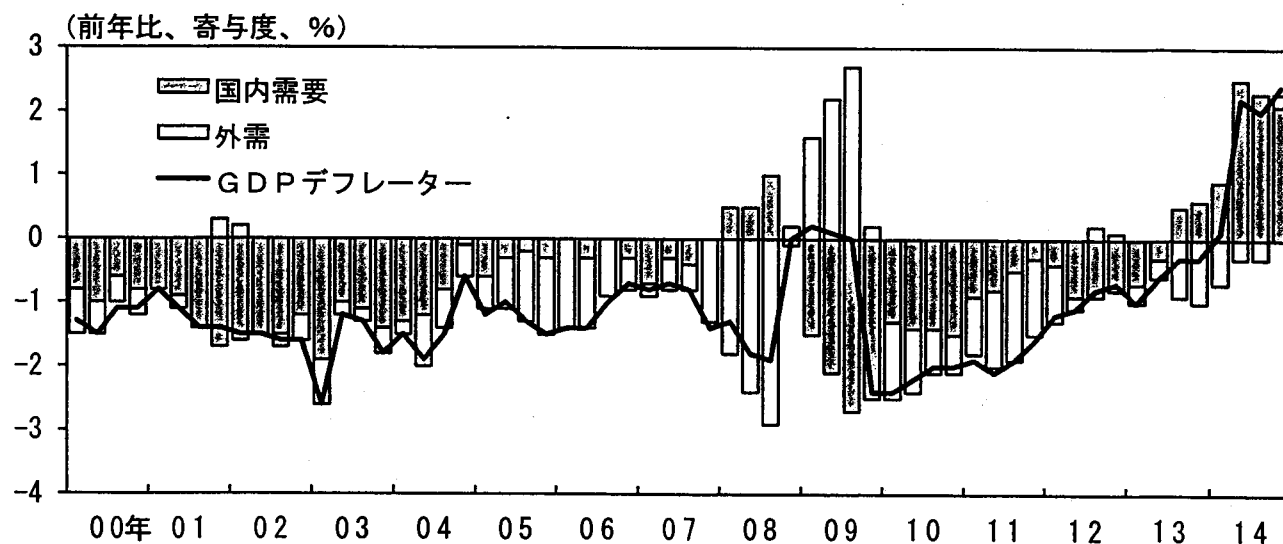


(2) 国内企業物価と企業向けサービス価格



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

(3) GDPデフレーター

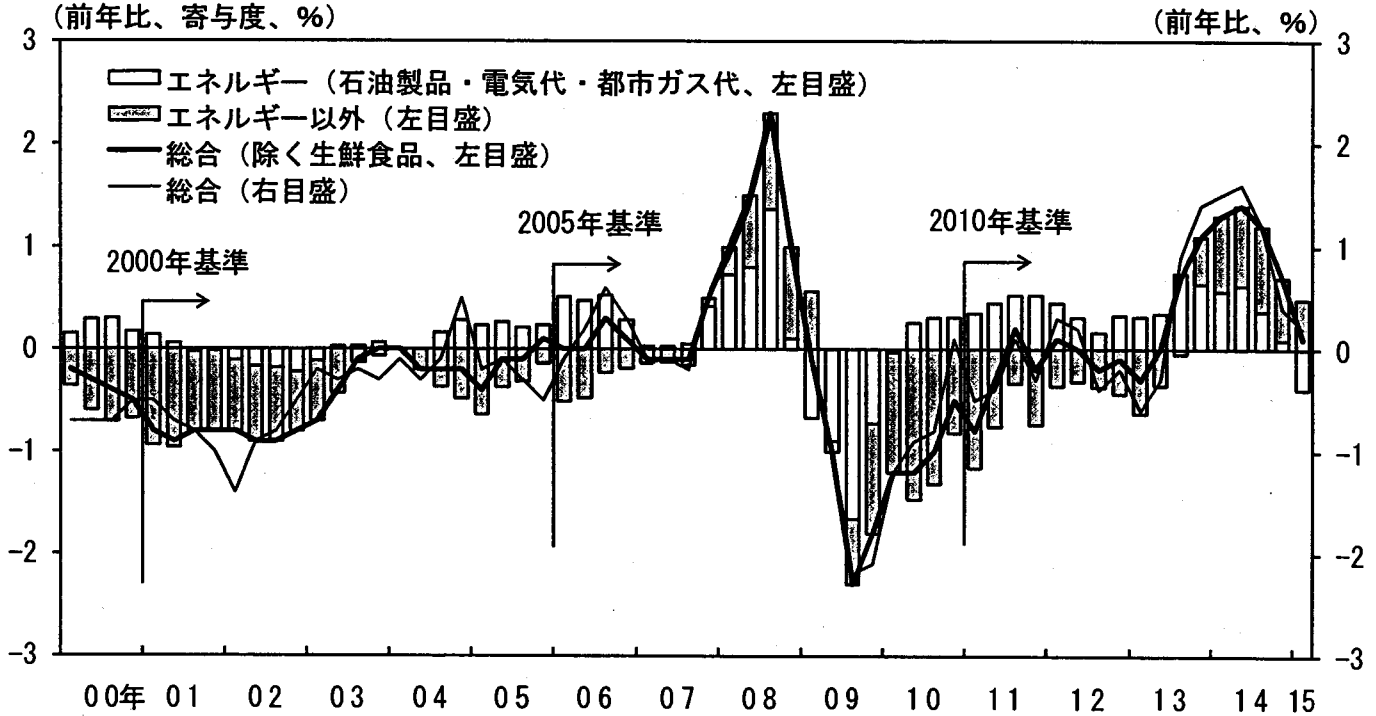


(資料) 日本銀行「企業物価指数」「企業向けサービス価格指数」、内閣府「国民経済計算」等

消費者物価(1)

(1) 消費者物価

(前年比、寄与度、%)



(注) 1. 2015/1Qは、1～2月の前年同期比(下の図表も同じ)。

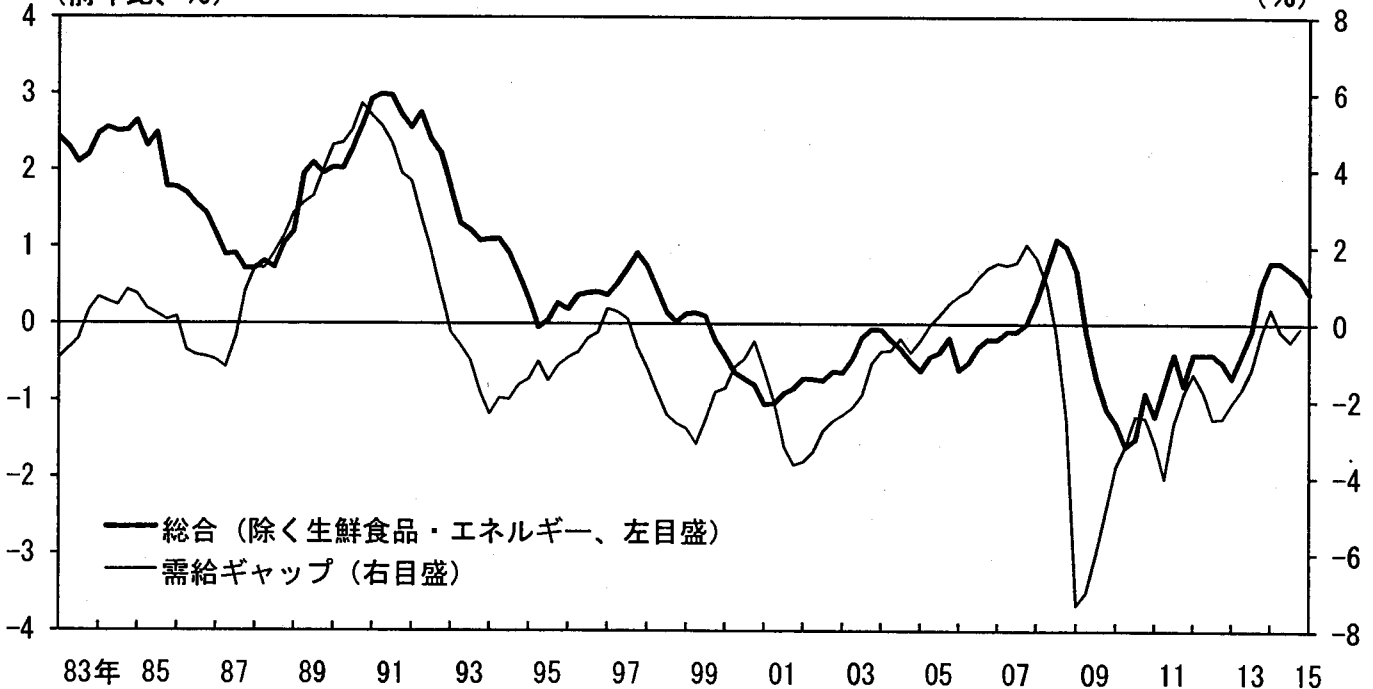
2. エネルギー(石油製品・電気代・都市ガス代)およびエネルギー以外の寄与度は、指数から作成。ただし、2005/4Q以前は前年比を加重して作成((2)および図表28の総合<除く生鮮食品・エネルギー>の前年比も同じ)。

3. 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、%)

(%)



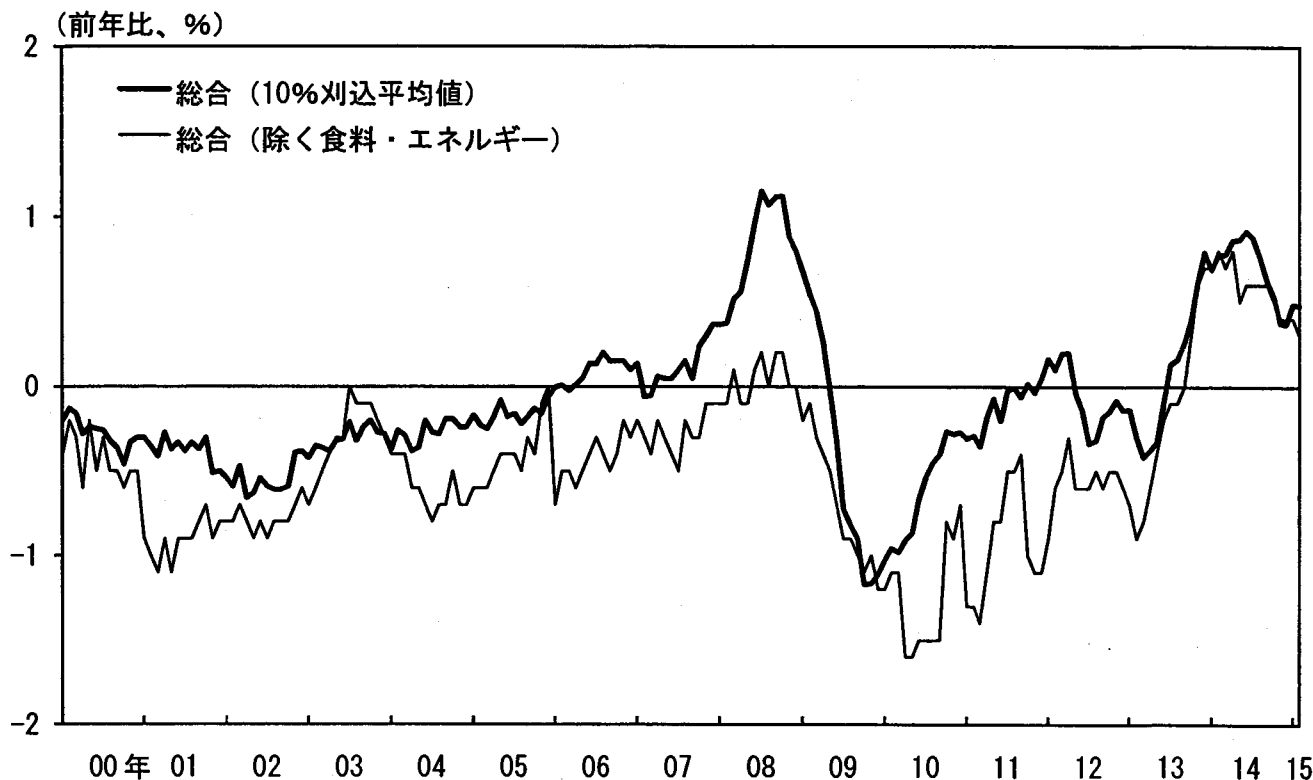
(注) 1. 総合(除く生鮮食品・エネルギー)の前年比は、消費税調整済み(試算値)。

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。

(資料) 総務省「消費者物価指数」、内閣府「国民経済計算」等

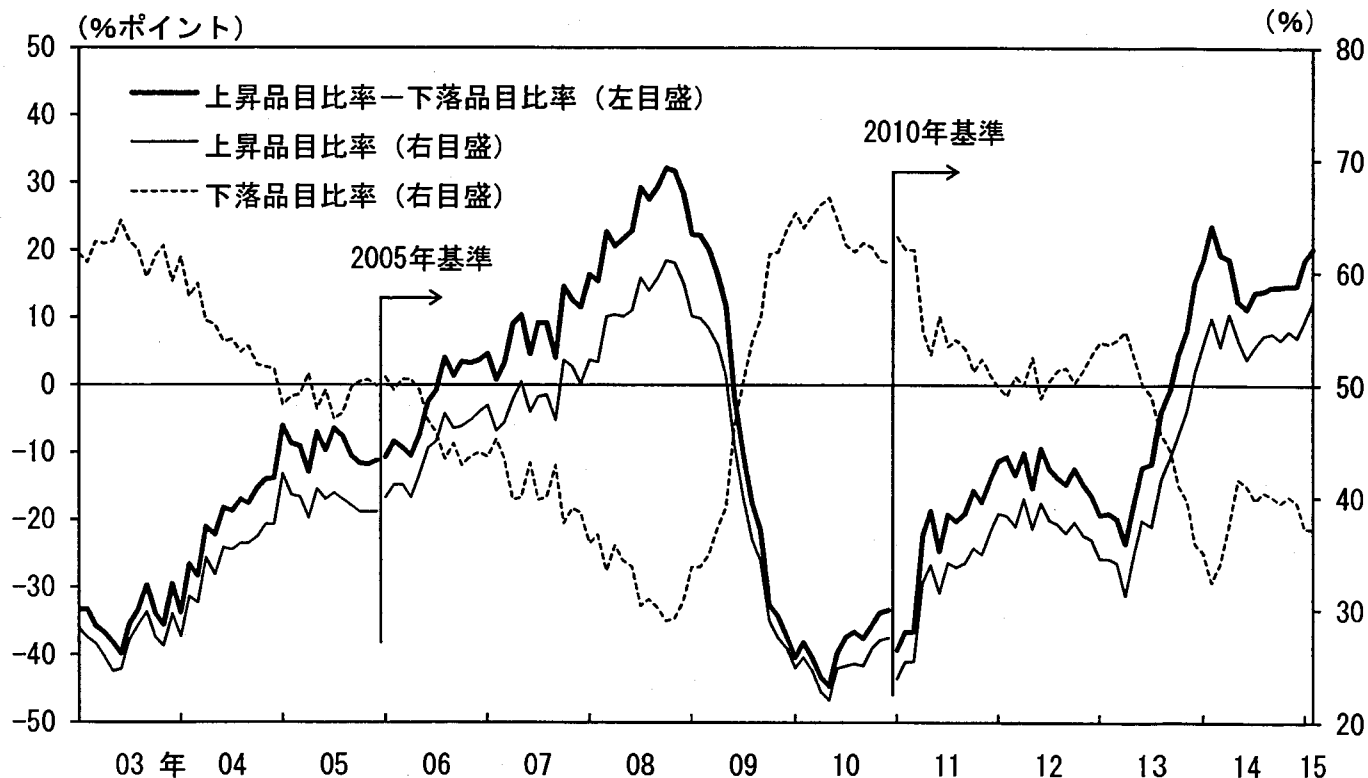
消費者物価(2)

(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)。

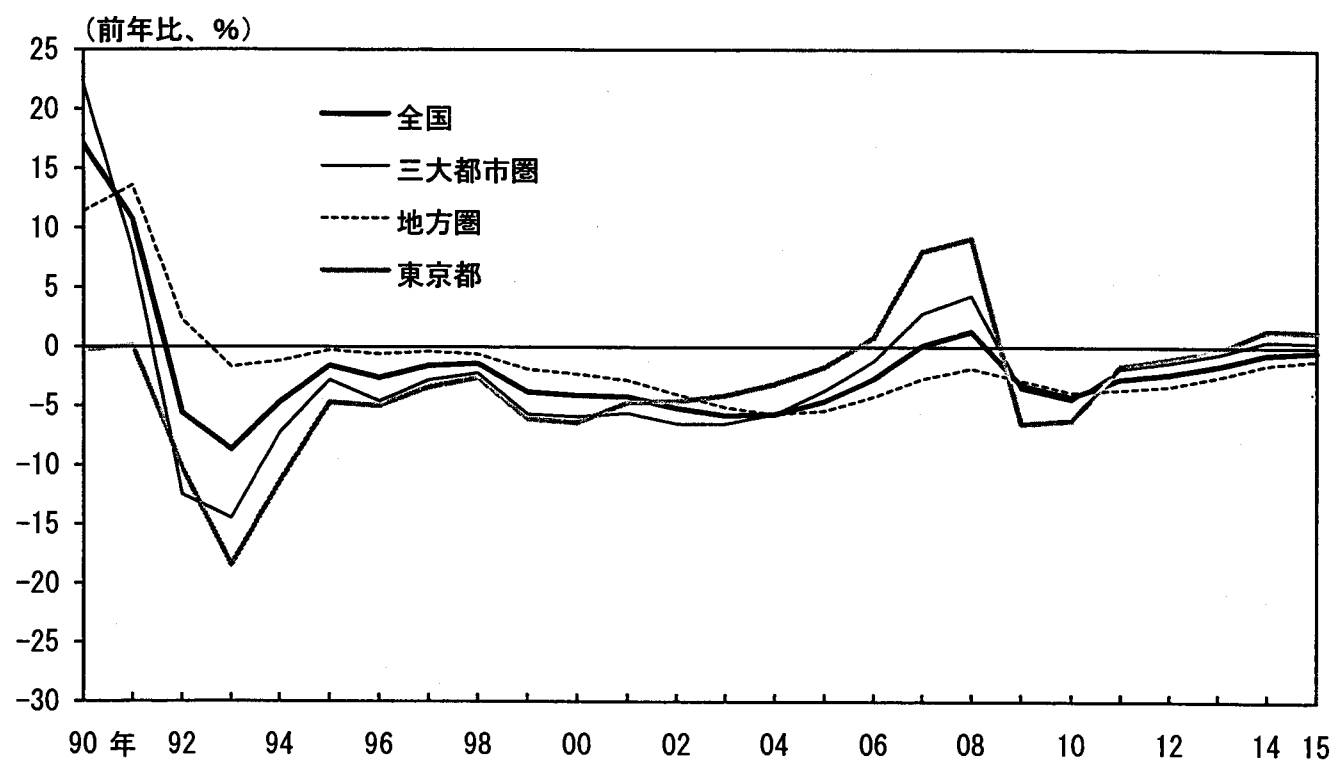
(2) 上昇・下落品目比率



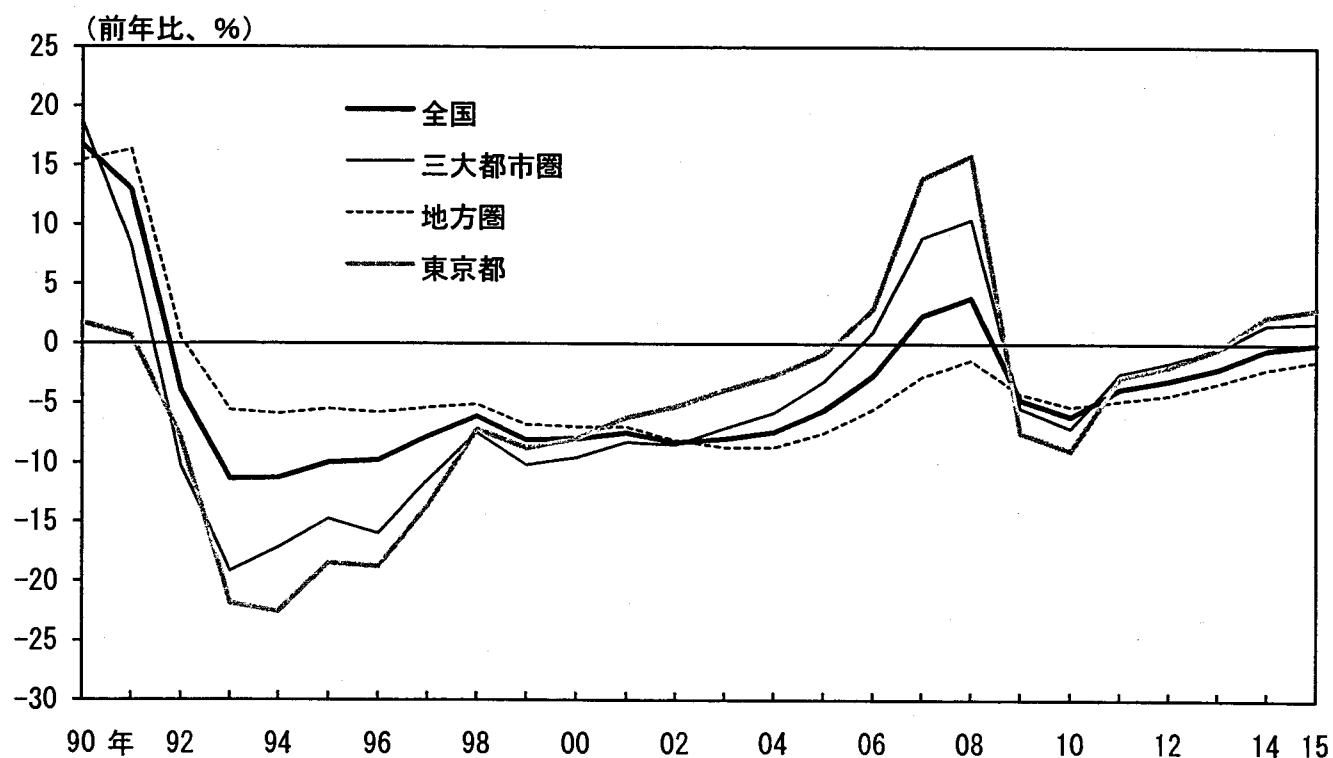
- (注) 前年比上昇・下落品目の割合。総合除く生鮮食品。
(資料) 総務省「消費者物価指数」

地価

(1) 住宅地



(2) 商業地



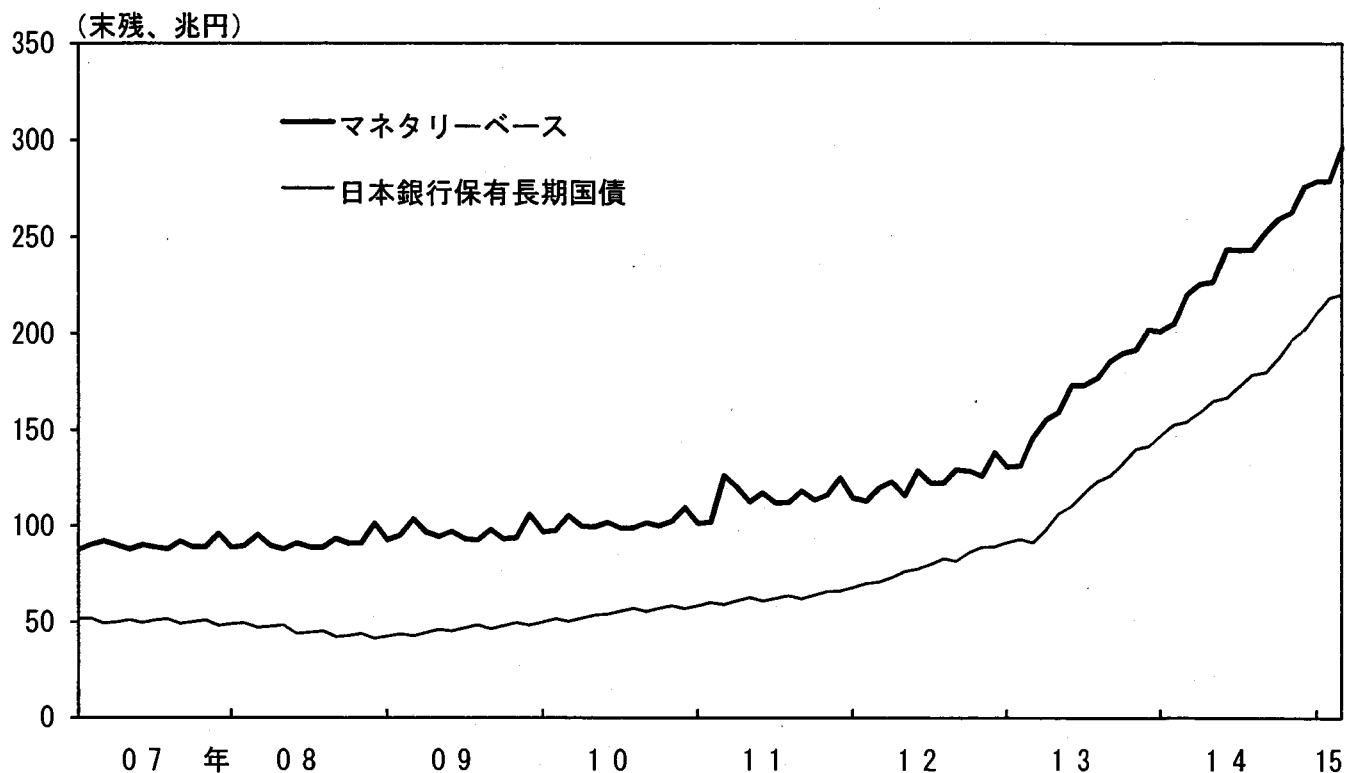
(注) 1. 1月1日時点の地価を調査。

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

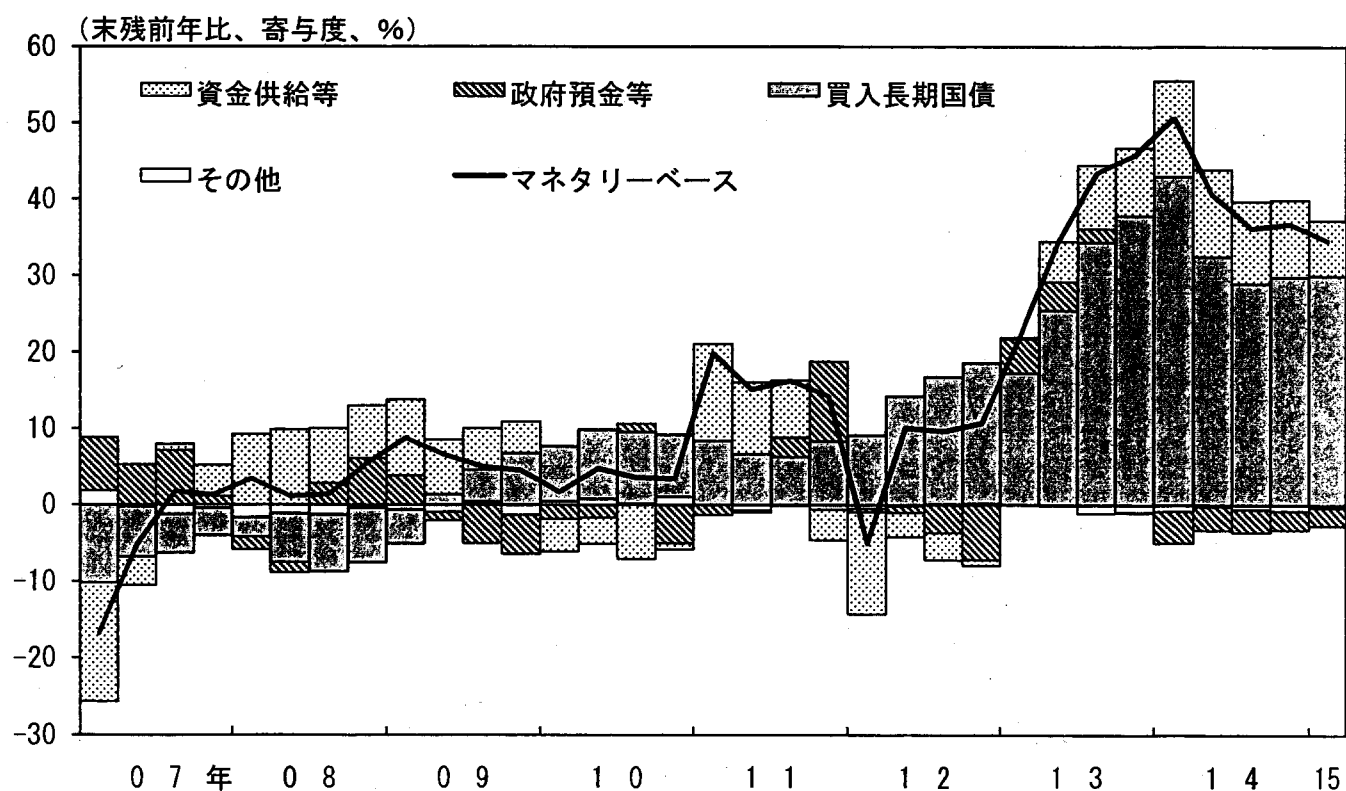
(資料) 国土交通省「地価公示」

マネタリーベースと長期国債買入れ

(1) マネタリーベースと日本銀行保有長期国債



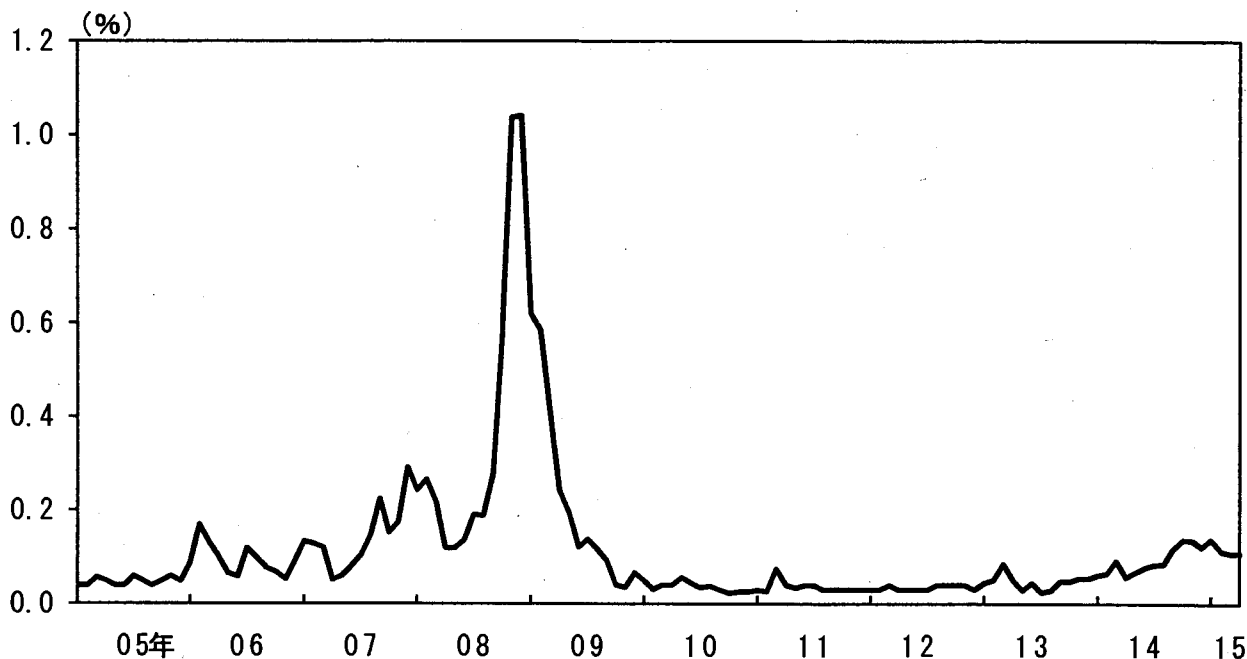
(2) マネタリーベースの前年比



(注) 資金供給等は、金融市場調節による資産の買入れ（長期国債以外）、共通担保オペ、貸出支援基金等の残高。政府預金等には対政府長期国債売現先、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」

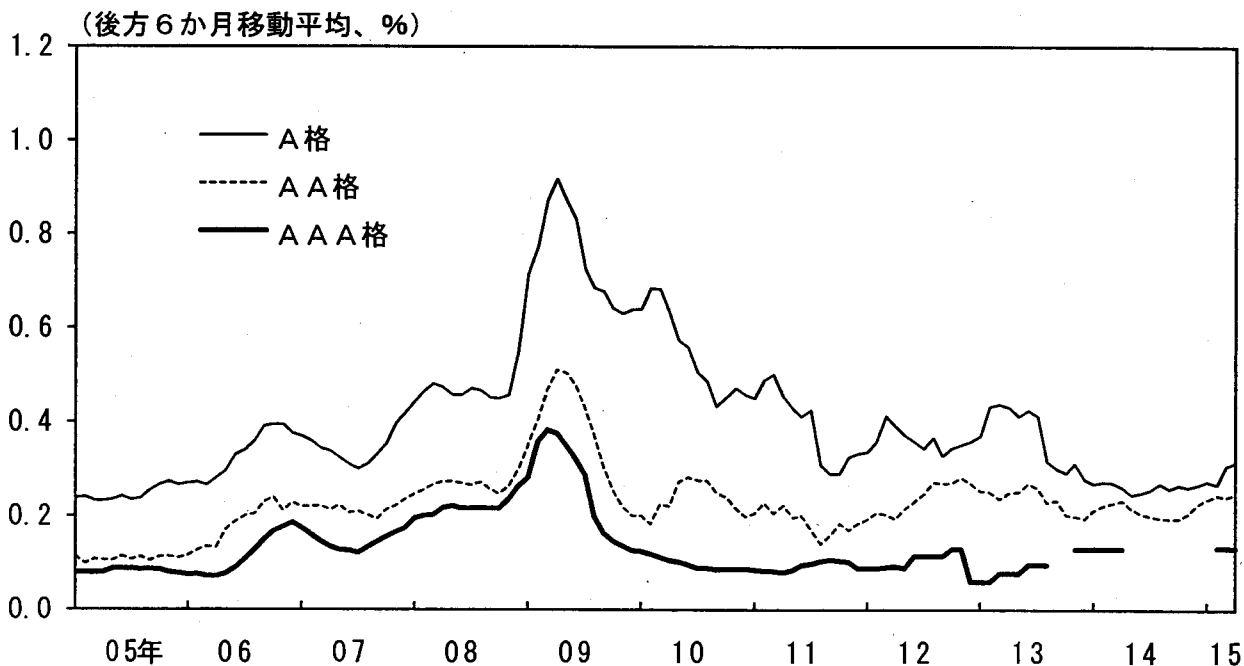
CP・社債スプレッド

(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

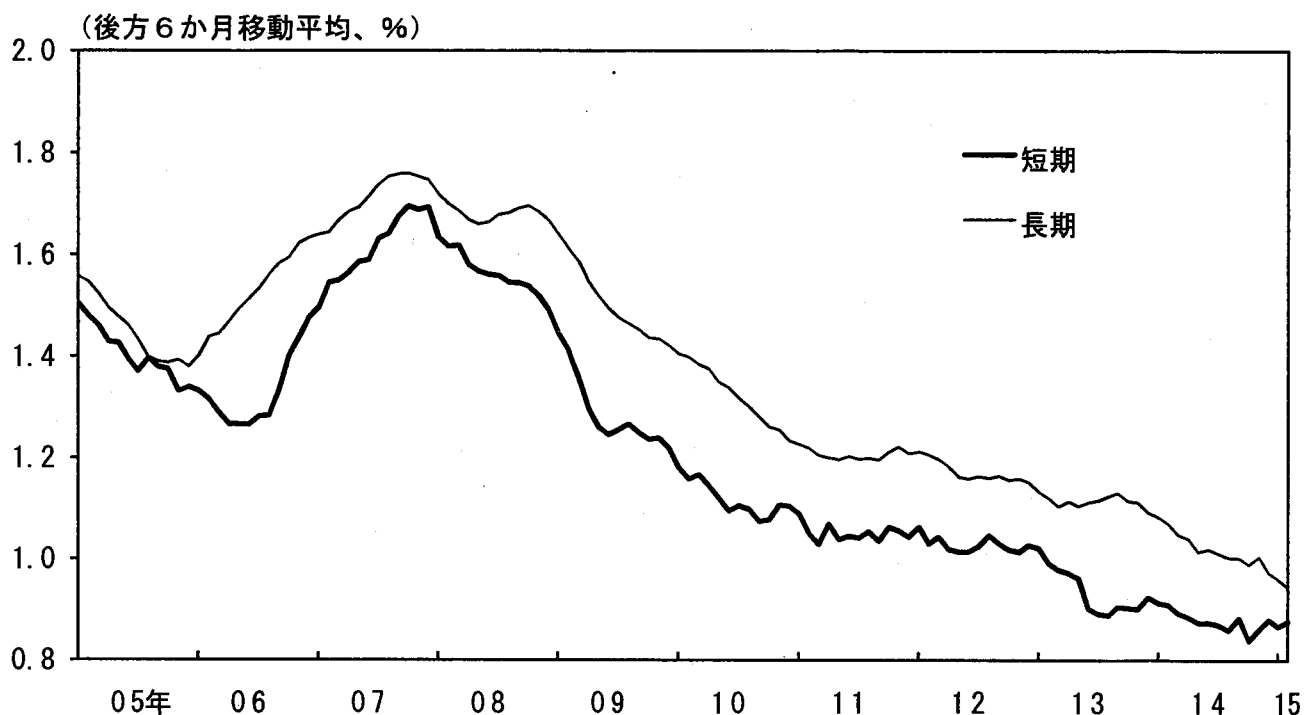


- (注) 1. 社債の発行スプレッド=社債発行金利－同年限の国債流通利回り
全年限の単純平均値、起債日ベース。対象は国内公募社債で、銀行や証券会社などの発行分は除く。
2. 格付けは、ムーディーズ、S&P、R&I、JCRの最高格付で分類。
3. 表示がない期間は、過去6か月以上発行が無い。

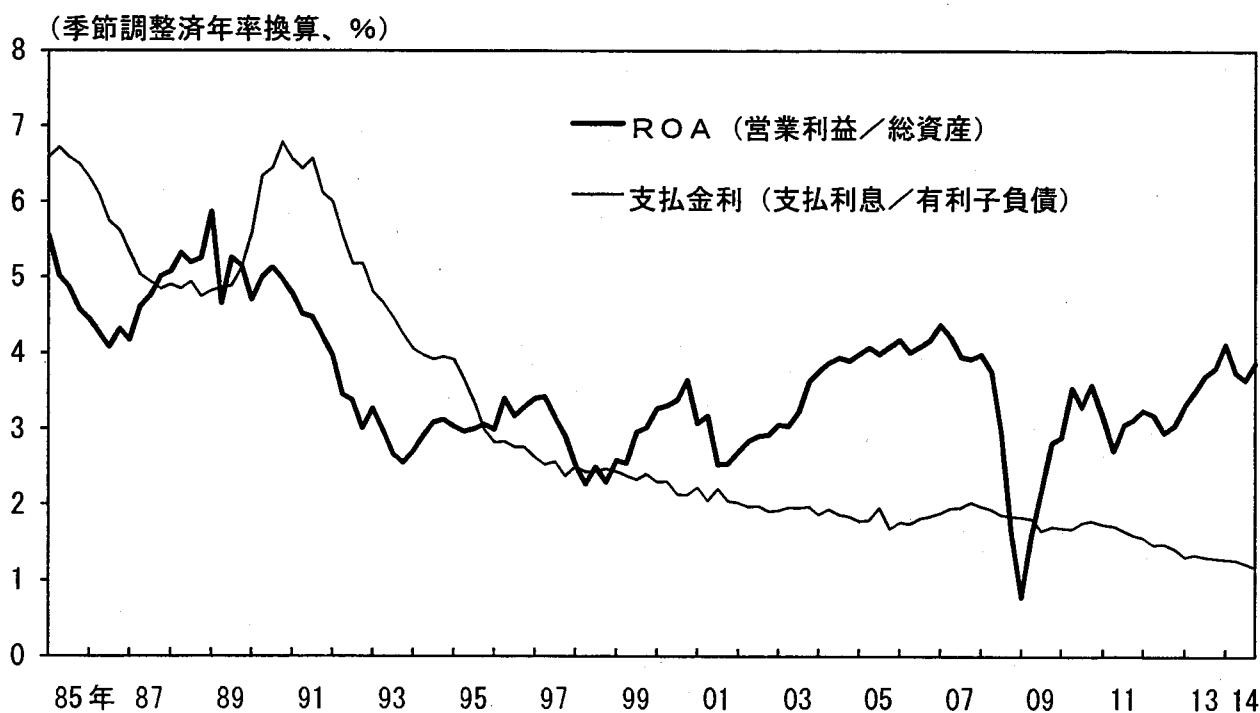
(資料) 日本銀行「国内コマーシャルペーパー発行平均金利」、証券保管振替機構、キャピタル・アイ、アイ・エヌ情報センター、Bloomberg

貸出金利

(1) 新規貸出約定平均金利



(2) 企業のROAと支払金利



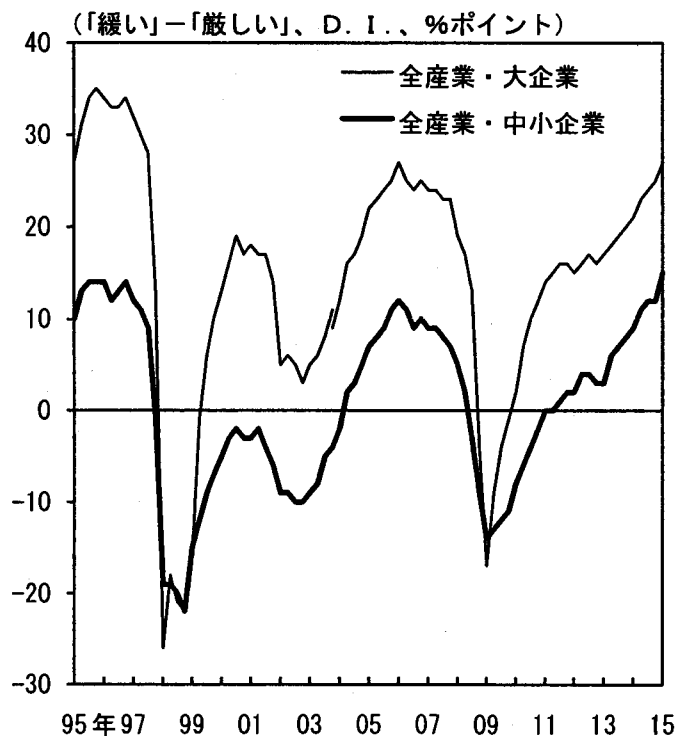
(注) 1. 法人季報ベース。全産業全規模合計。金融業、保険業を除く。
 2. 有利子負債は、長短期借入金、社債、受取手形割引残高の合計。

(資料) 日本銀行「貸出約定平均金利」、財務省「法人企業統計季報」

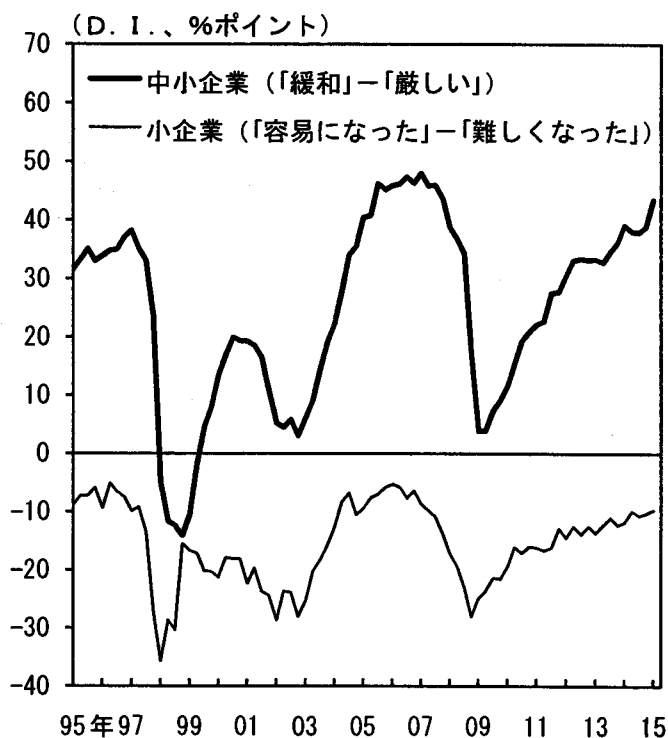
企業金融

(1) 企業からみた金融機関の貸出態度

<短観>

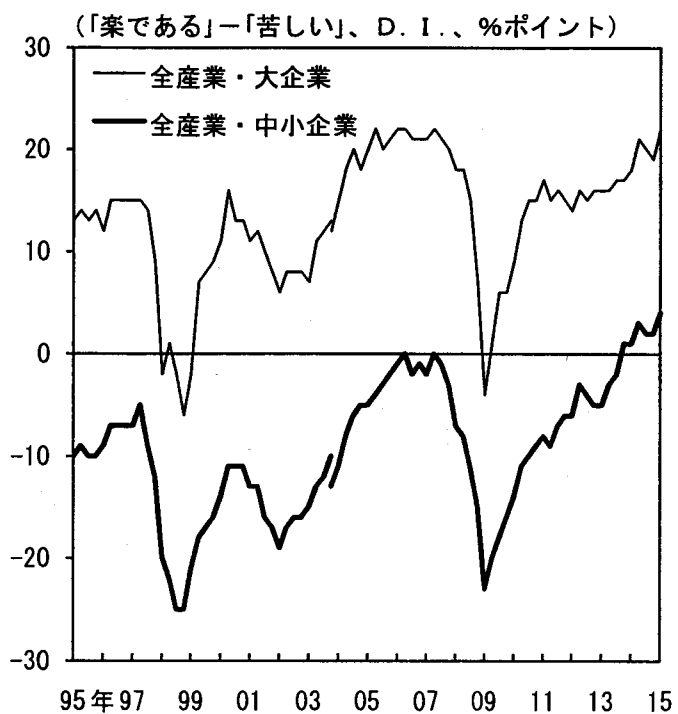


<日本公庫>

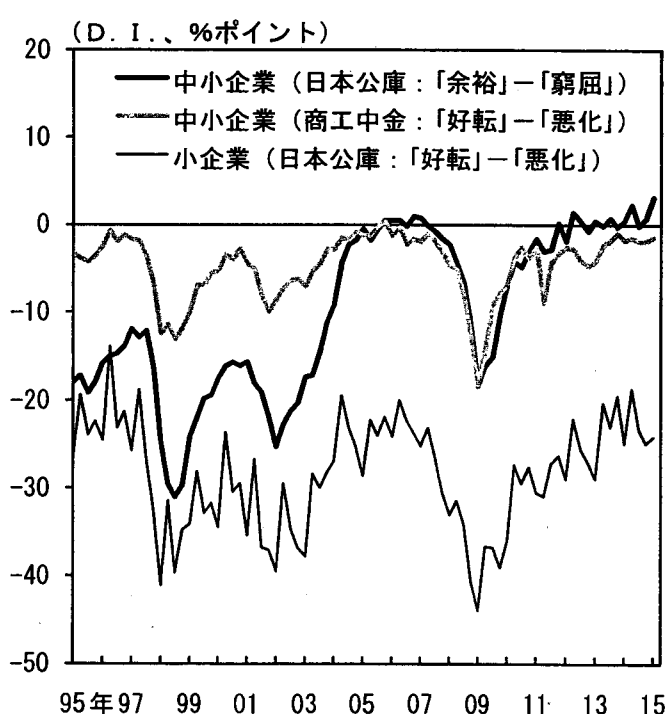


(2) 企業の資金繰り

<短観>



<日本公庫・商工中金>

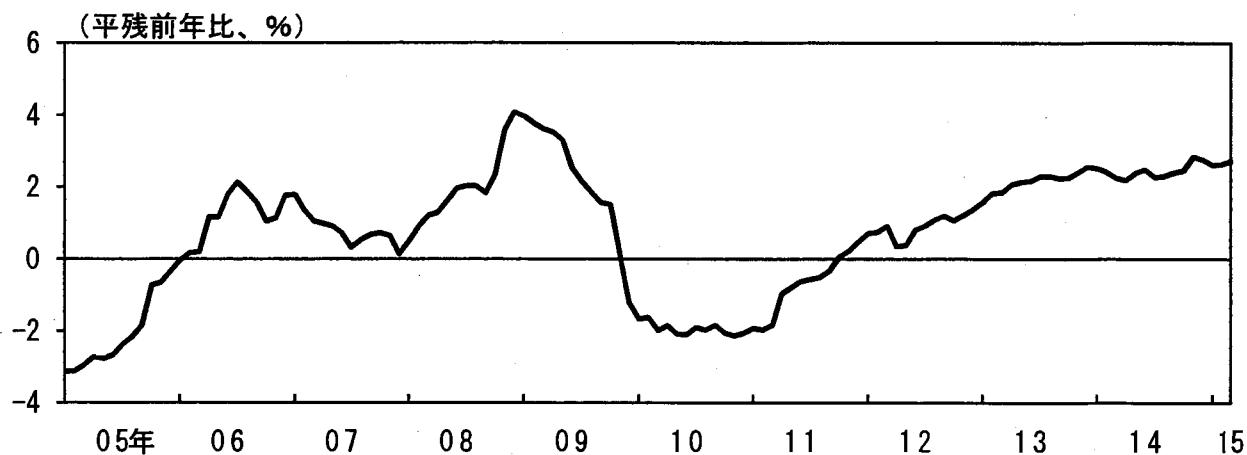


- (注) 1. 短観は2004/3月調査より見直しを実施。旧ベースは2003/12月調査まで、新ベースは2003/12月調査から。
2. 2015/2Qは4月の値。

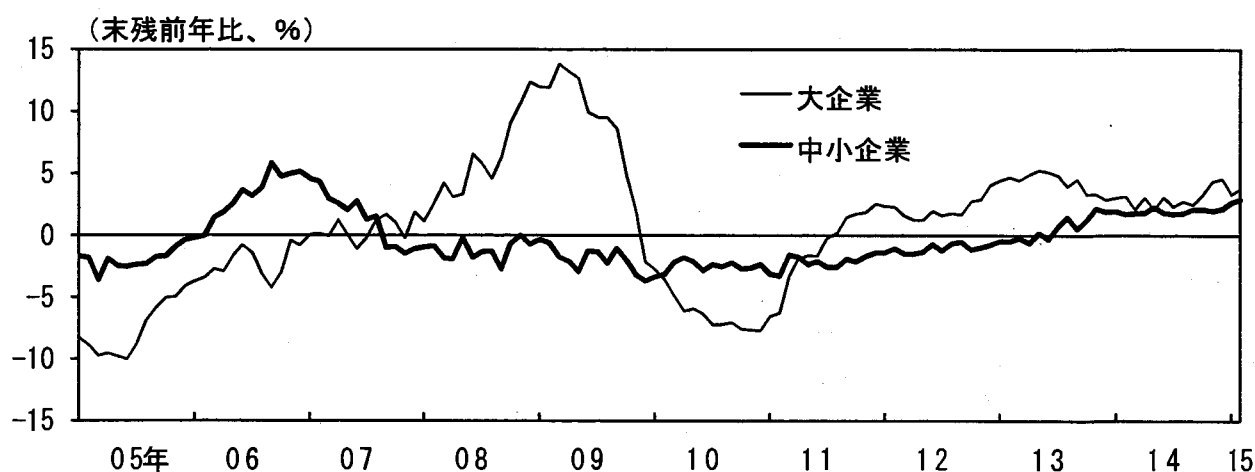
(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、商工中金「中小企業月次景況観測」、日本政策金融公庫「中小企業景況調査」「全国中小企業動向調査結果(小企業編)」

貸出残高とCP・社債発行残高

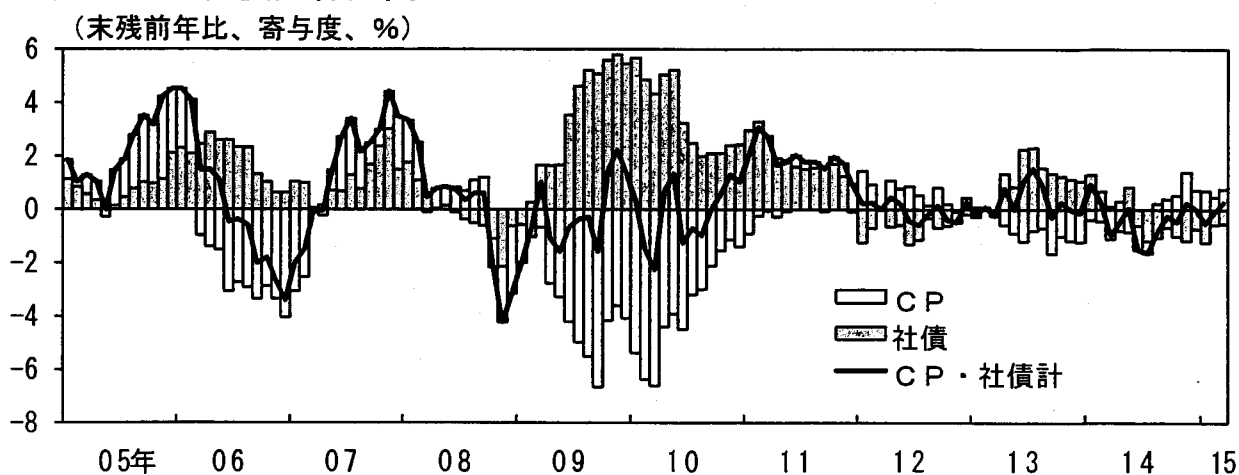
(1) 民間銀行貸出残高 (銀行計)



(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

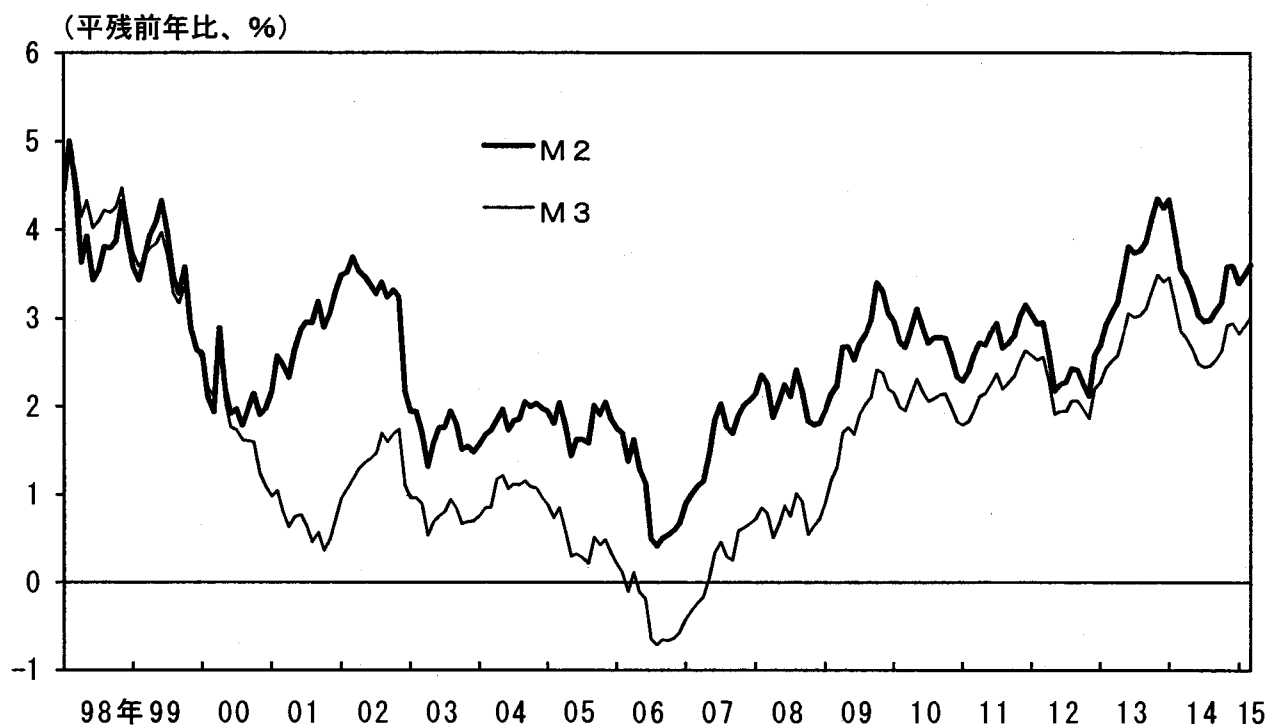


- (注) 1. CPは短期社債(電子CP)の残高。銀行、証券会社および外国会社等による発行分を含まず、ABC CPを含む。なお、2008/3月以前は、日本銀行と当座勘定取引のある銀行・証券会社の引受によるものの残高。
2. 社債は国内、海外で発行された普通社債の合計値。銀行発行分を含む。国内発行分は、振替債の残高。ただし、2008/4月以前については、振替債以外も含む残高合計値を段差修正して接続。

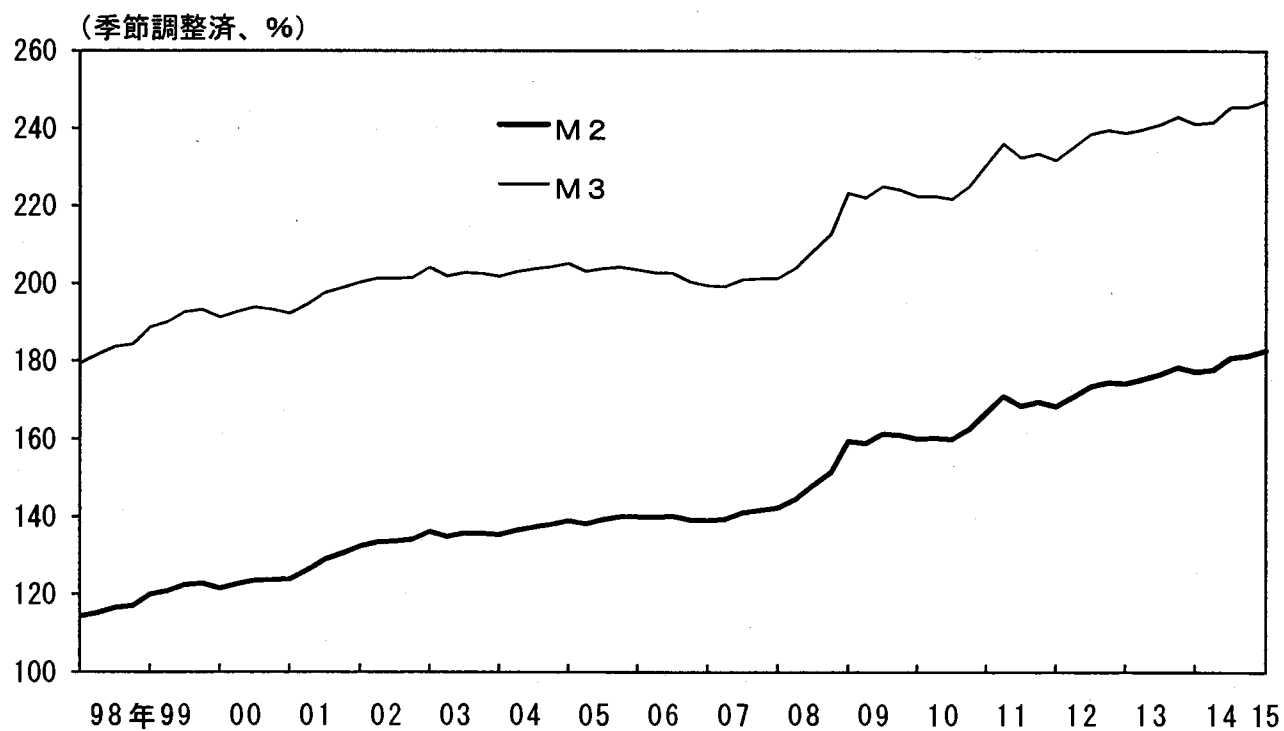
(資料) 日本銀行「貸出・資金吸収動向等」「貸出・預金動向」「預金・現金・貸出金」、証券保管振替機構、日本証券業協会、アイ・エヌ情報センター

マネーストック

(1) 前年比



(2) 対名目GDP比率

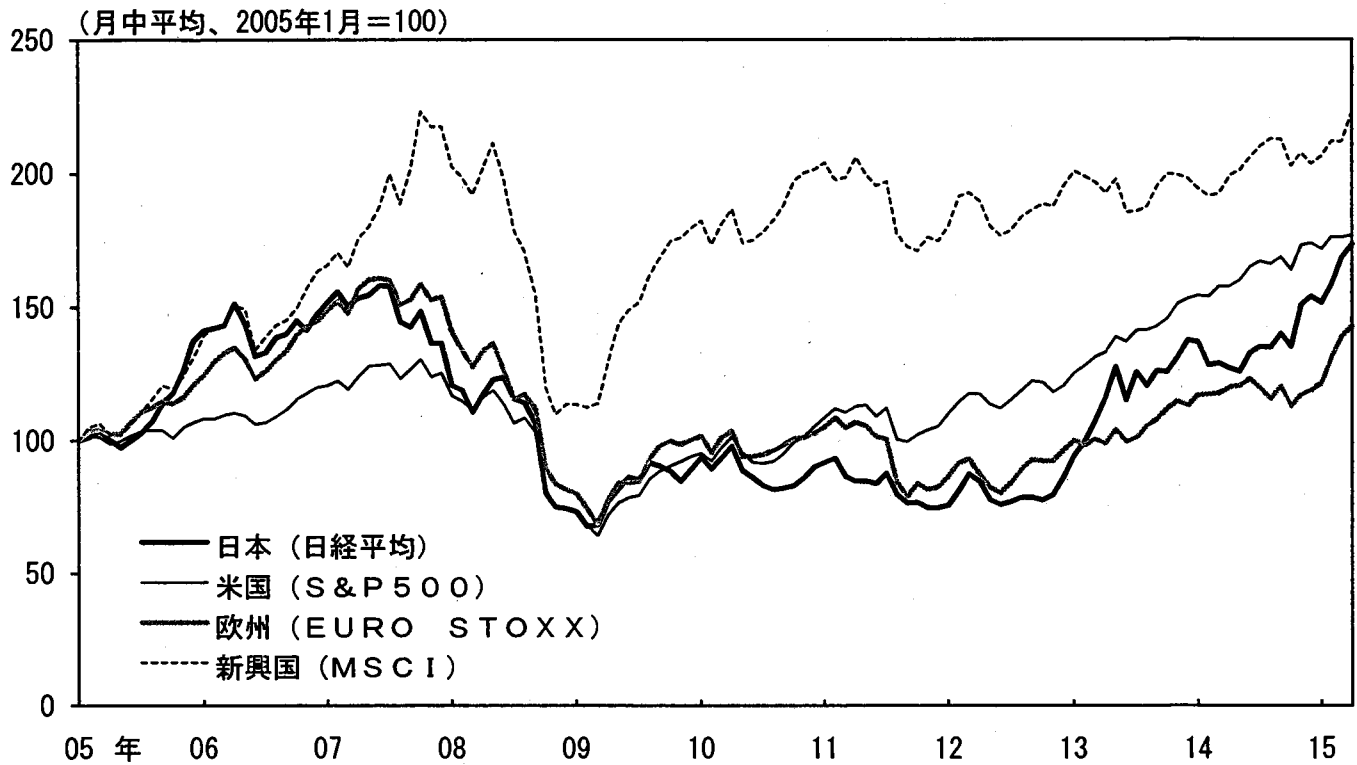


(注) 2003/3月以前のM2、M3は、それぞれマネーサプライ統計の「M2+CD」、
「M3+CD-金銭信託」を利用。2015/10の名目GDPは、2014/4Qの値。

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

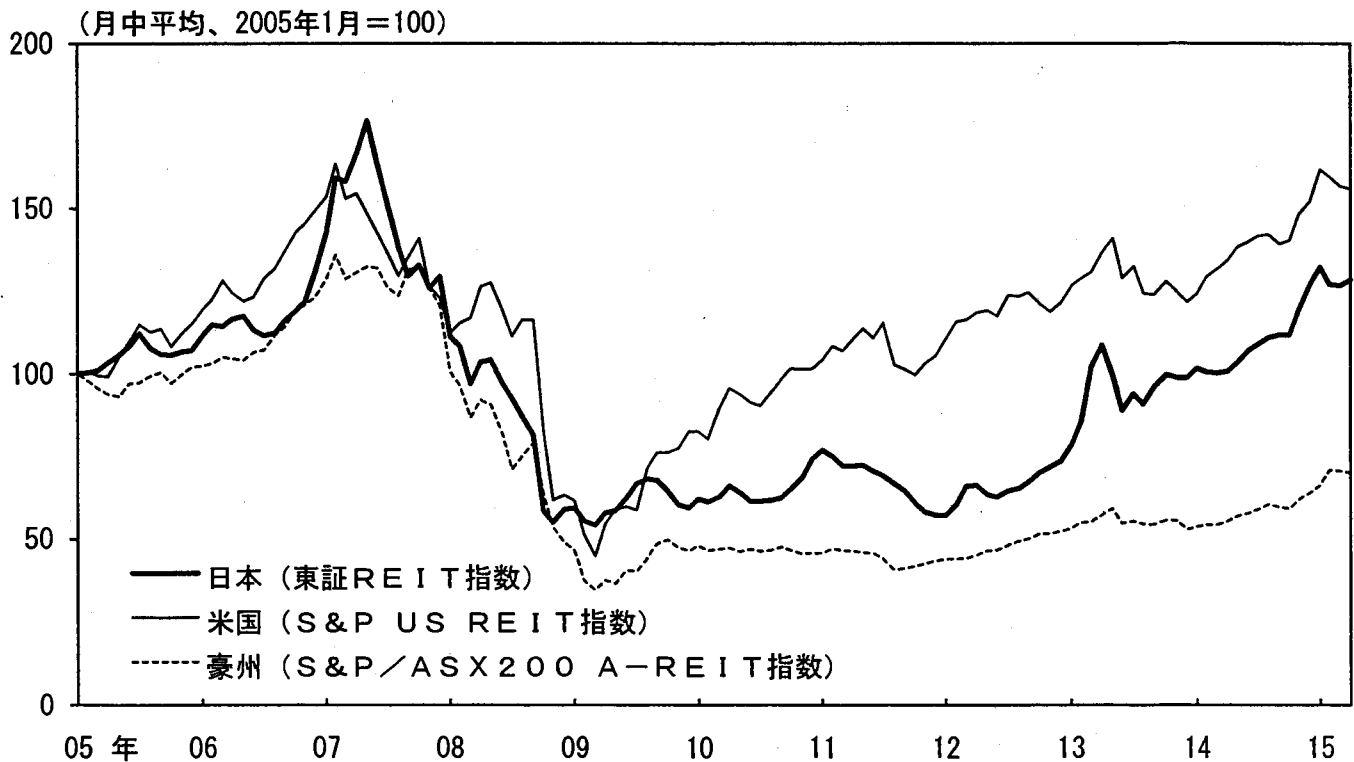
株価・REIT価格

(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。

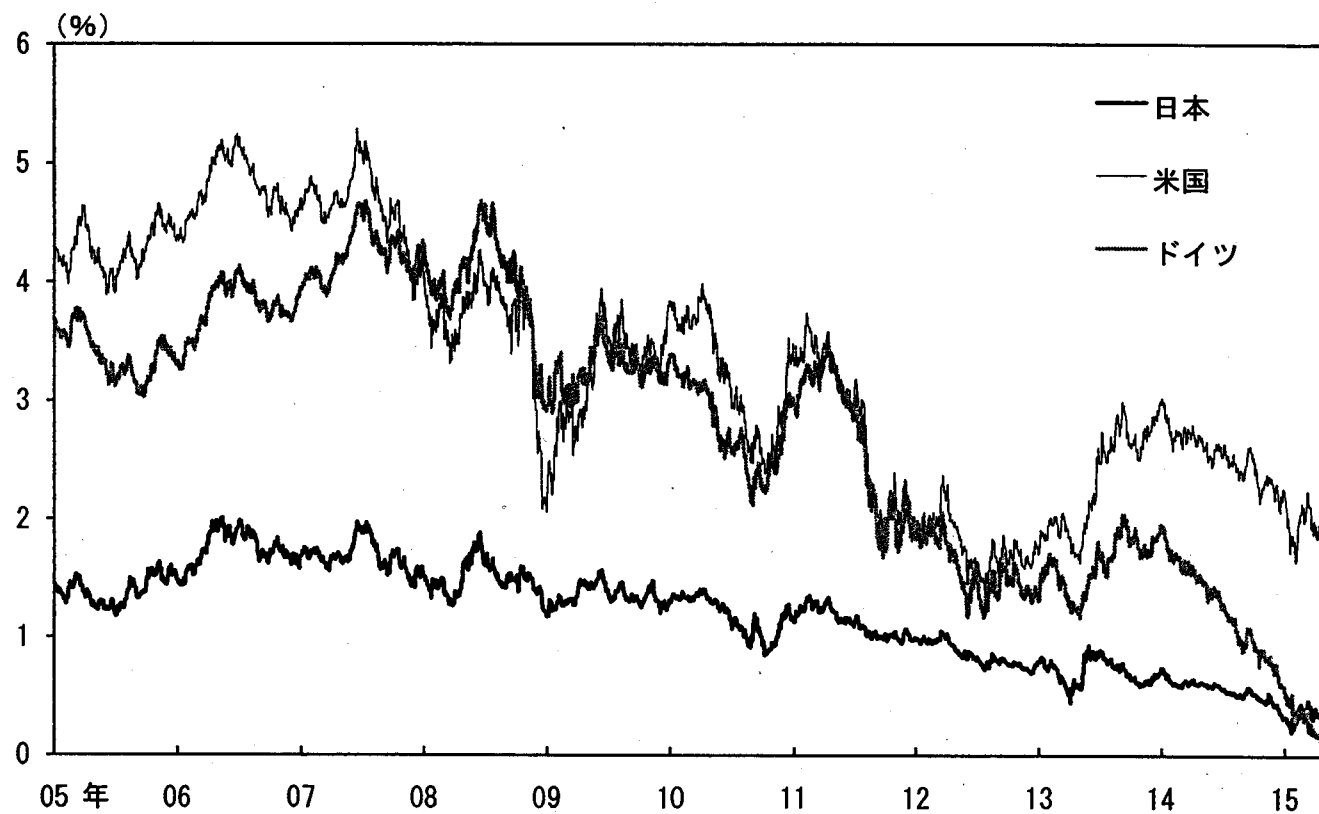
(2) 主要REIT指数



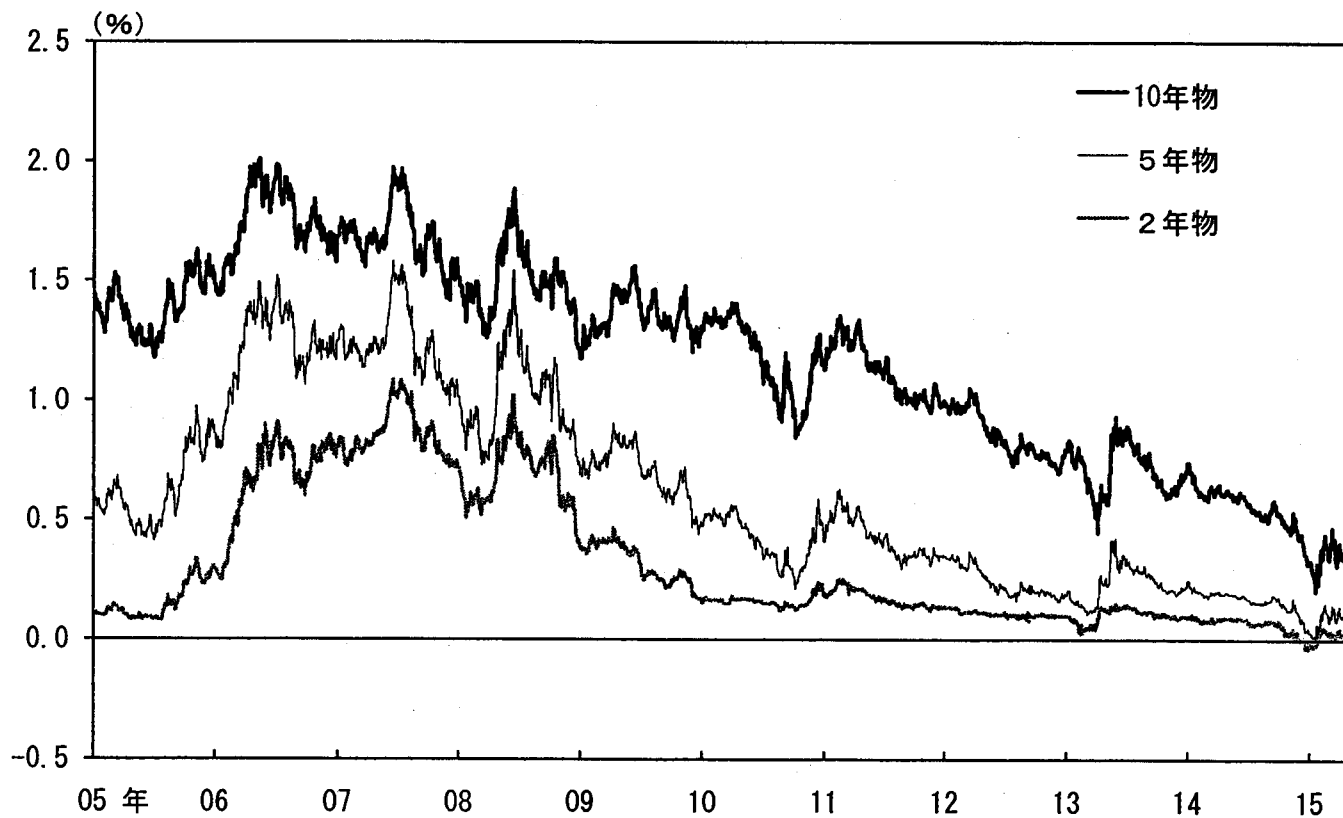
(資料) Bloomberg

長期金利

(1) 主要国の長期金利 (10年物国債利回り)



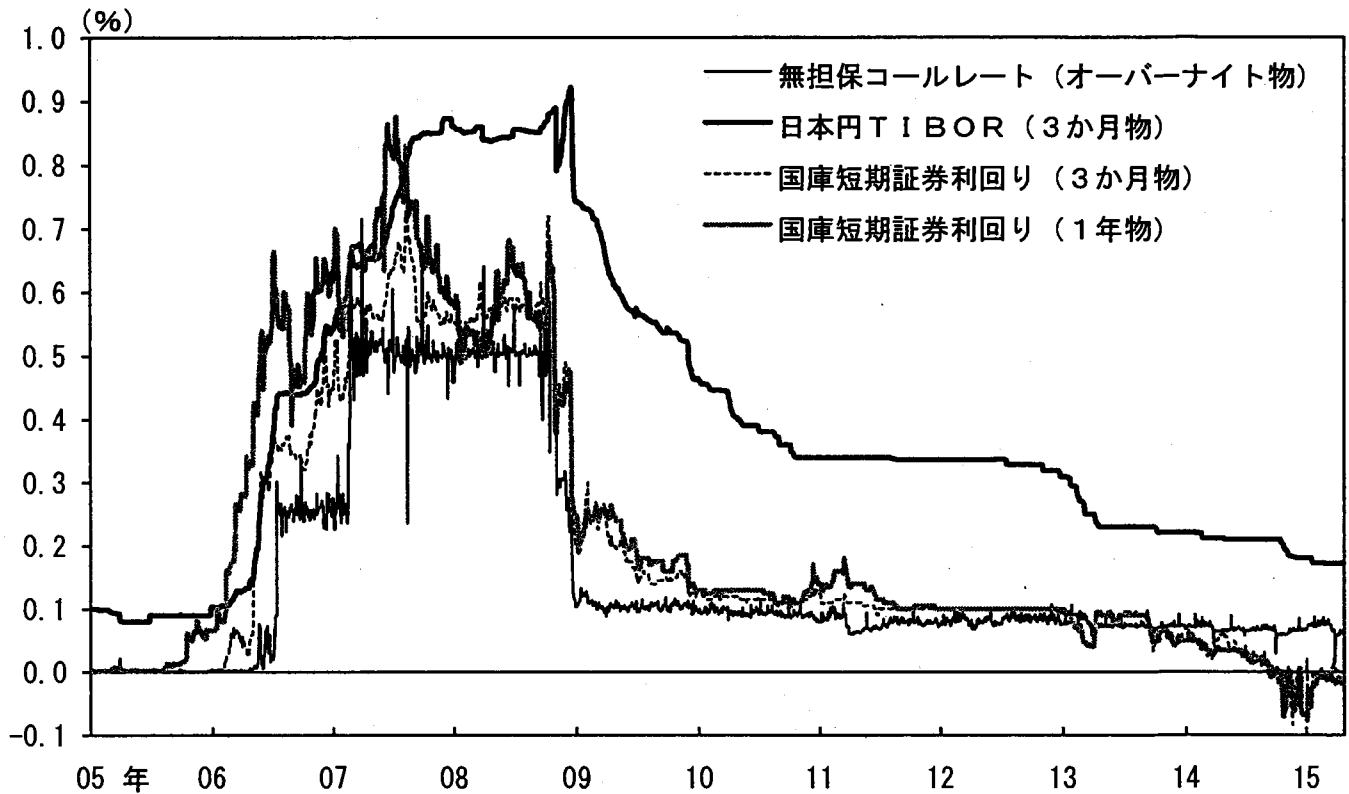
(2) 日本の国債利回り



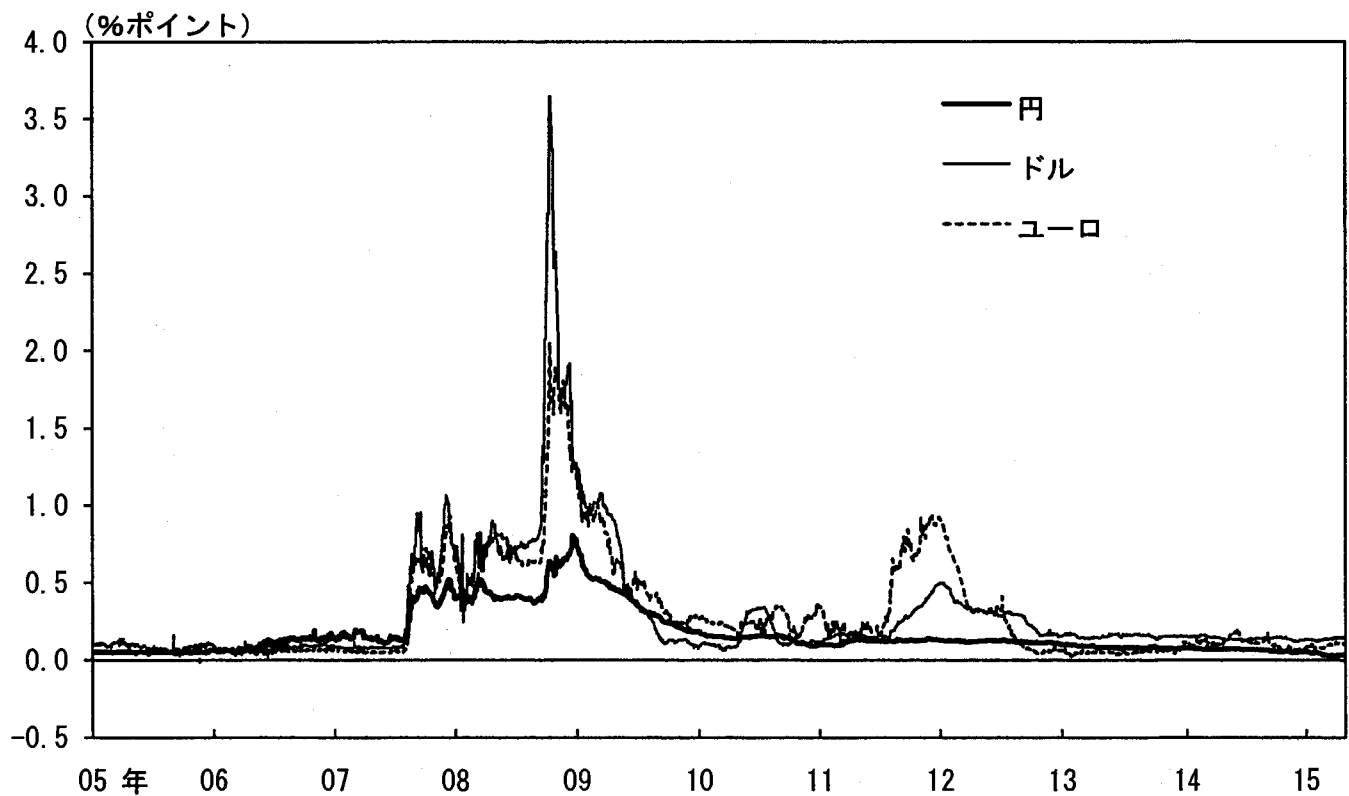
(資料) Bloomberg

短期金利

(1) 短期金利



(2) 円、ドル、ユーロのターム物の信用スプレッド

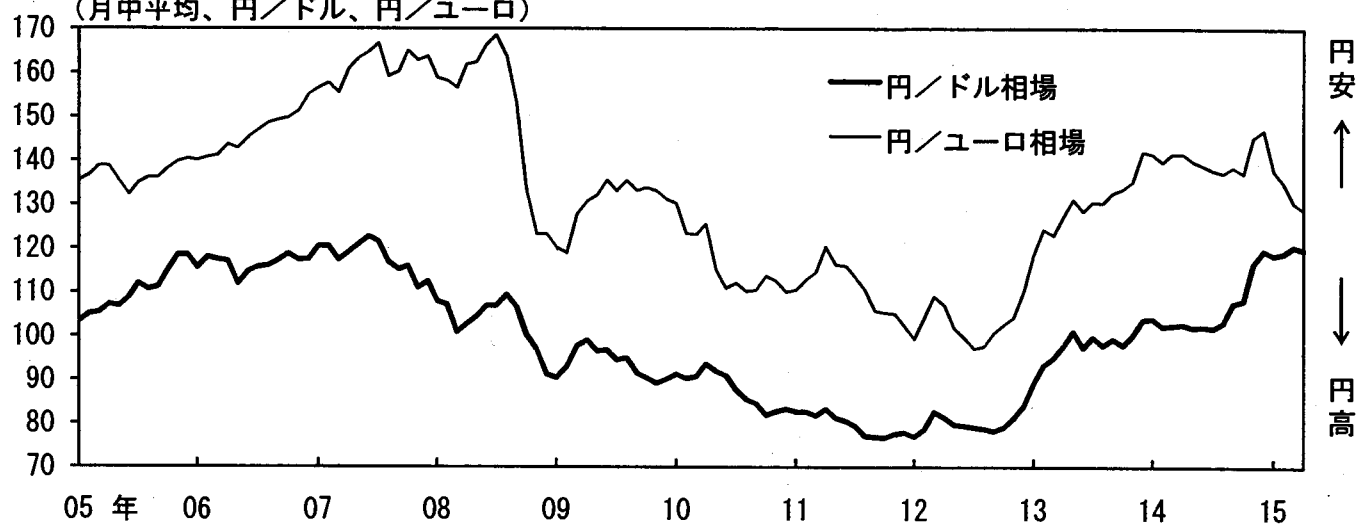


(注) ターム物の信用スプレッド=LIBOR3か月物-OISレート3か月物
 (資料) 日本銀行、Bloomberg

為替相場

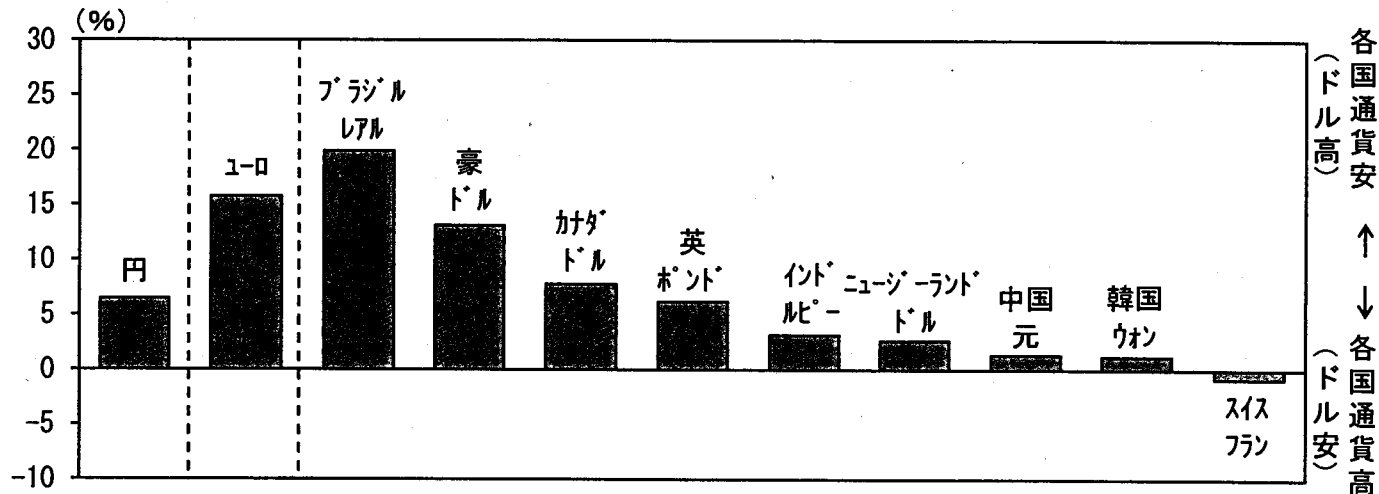
(1) 円ドル・円ユーロ相場

(月中平均、円/ドル、円/ユーロ)



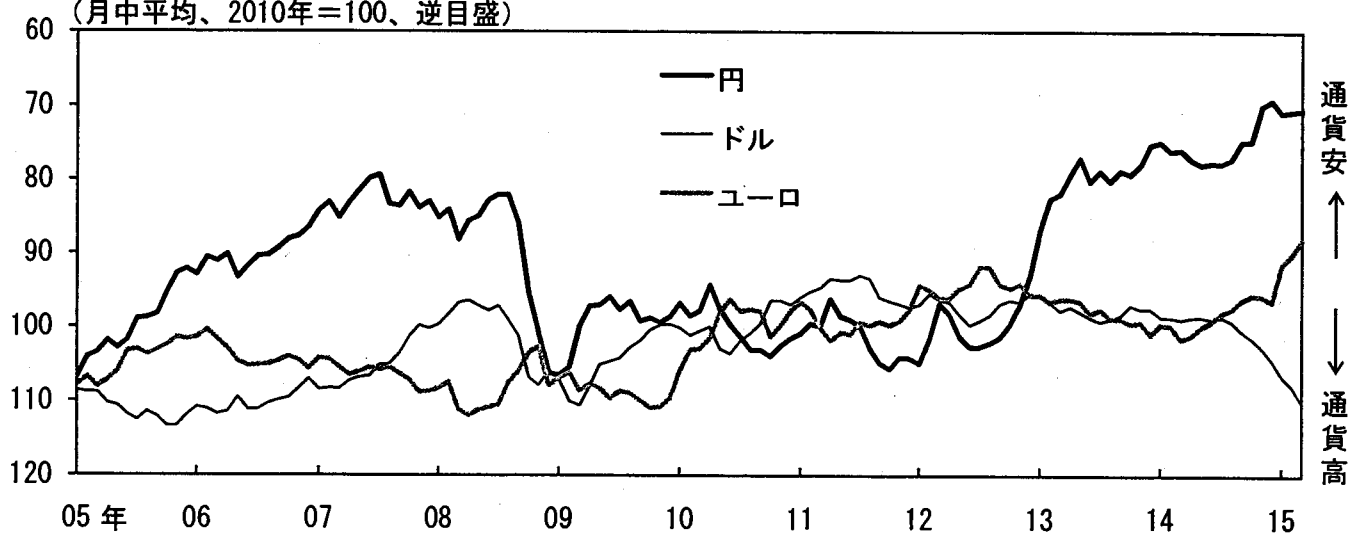
(2) 各国通貨の対ドルレート変化率 (2014年10月末対比)

(%)



(3) 実質実効為替レート

(月中平均、2010年=100、逆目盛)

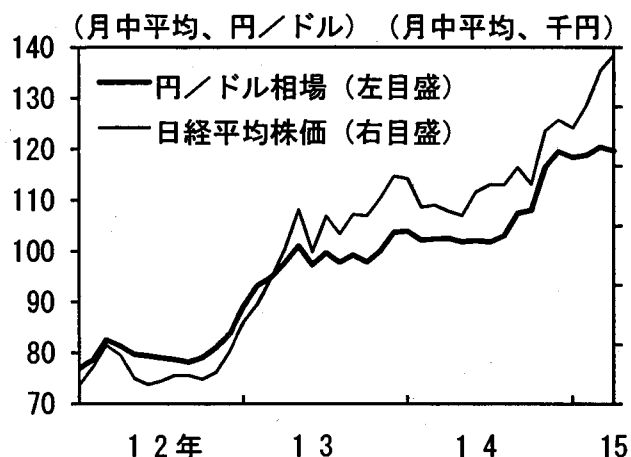


(注) 実質実効為替レートはB I S のブロードベース。

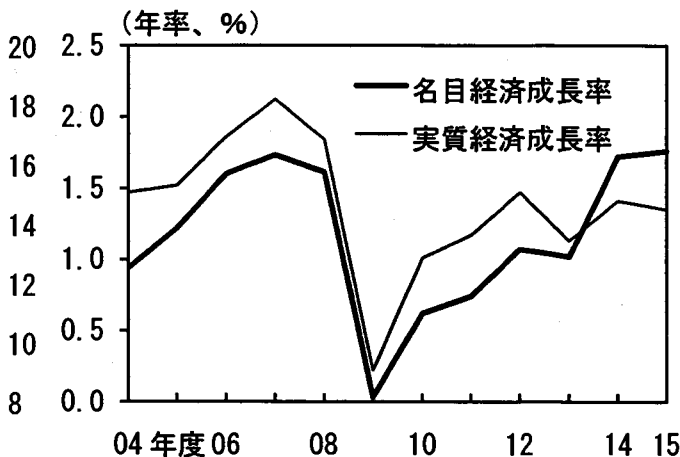
(資料) B I S、Bloomberg

「量的・質的金融緩和」後の経済・金融情勢

(1) 株価と為替相場

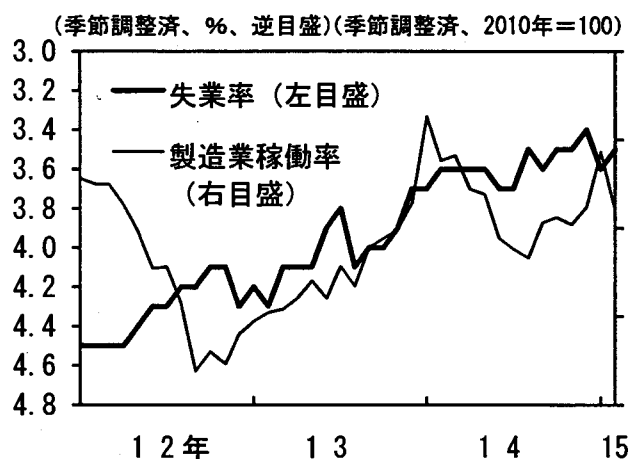


(2) 期待成長率

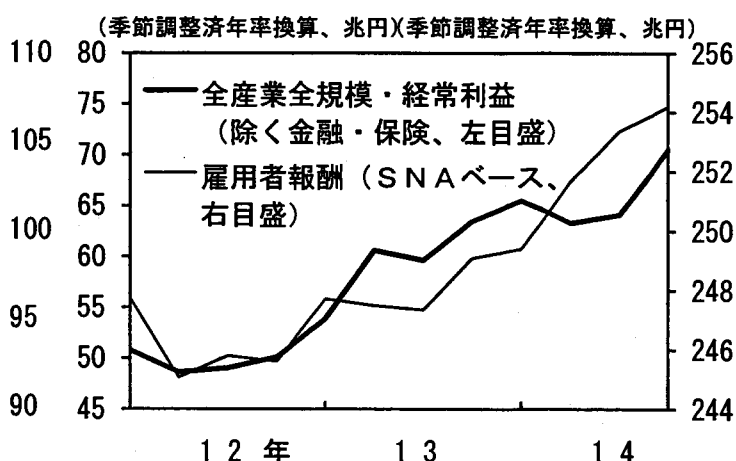


(注) 期待成長率は、当該年度から始まる3年間の平均成長率(調査時点は前年度の1月または2月)。

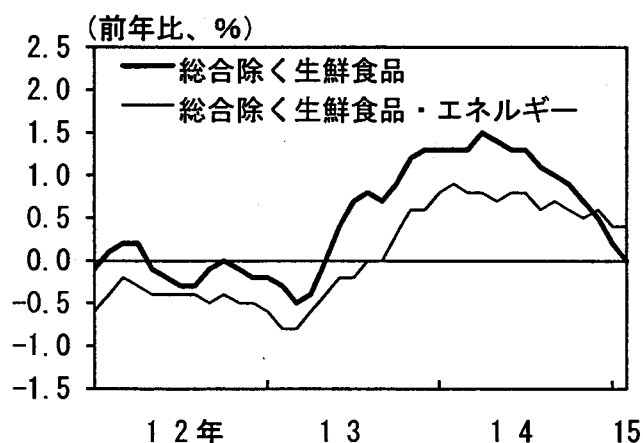
(3) 失業率と製造業稼働率



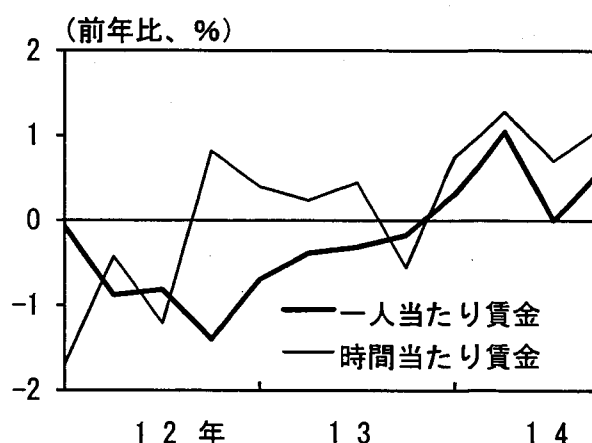
(4) 企業収益と雇用者報酬



(5) 消費者物価



(6) 賃金



(注) 1. (5) の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。

2. (6) の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。

(資料) 内閣府「企業行動に関するアンケート調査」「国民経済計算」、経済産業省「鉱工業指数統計」、総務省「消費者物価指数」、Bloomberg等

政府支出

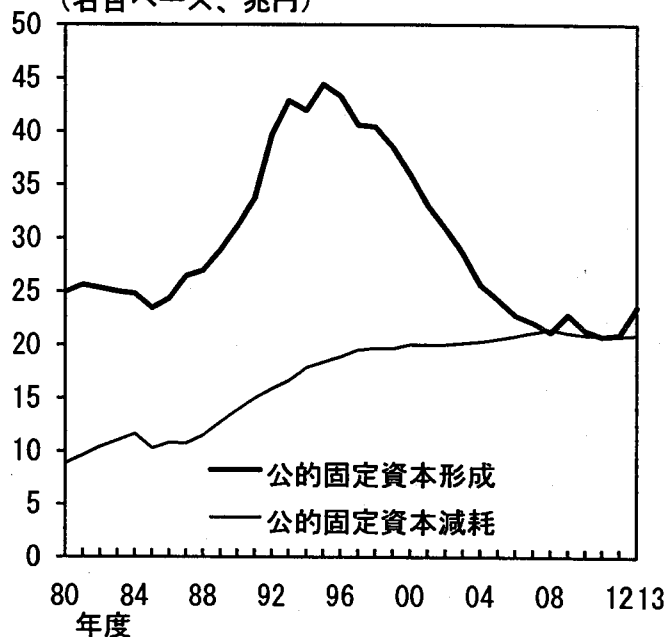
(1) 公共工事出来高と公共工事受注高

(前年比、%)



(2) 社会資本の維持更新投資

(名目ベース、兆円)

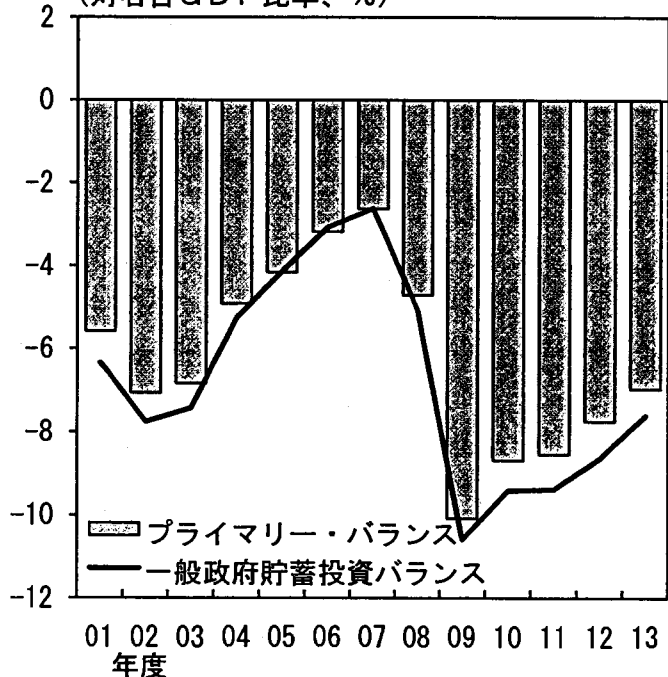


(注) 1. (1) の2015/1Qは、1～2月の前年同期比。

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。

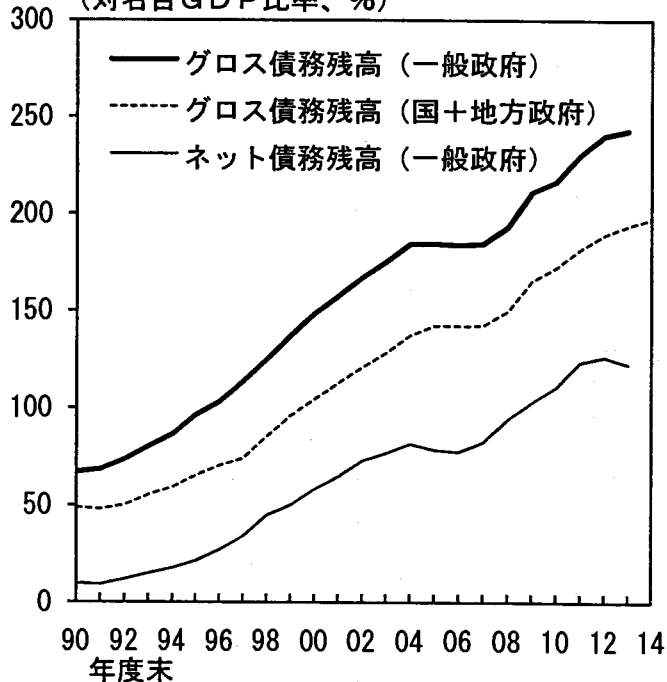
(3) 財政収支

(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。

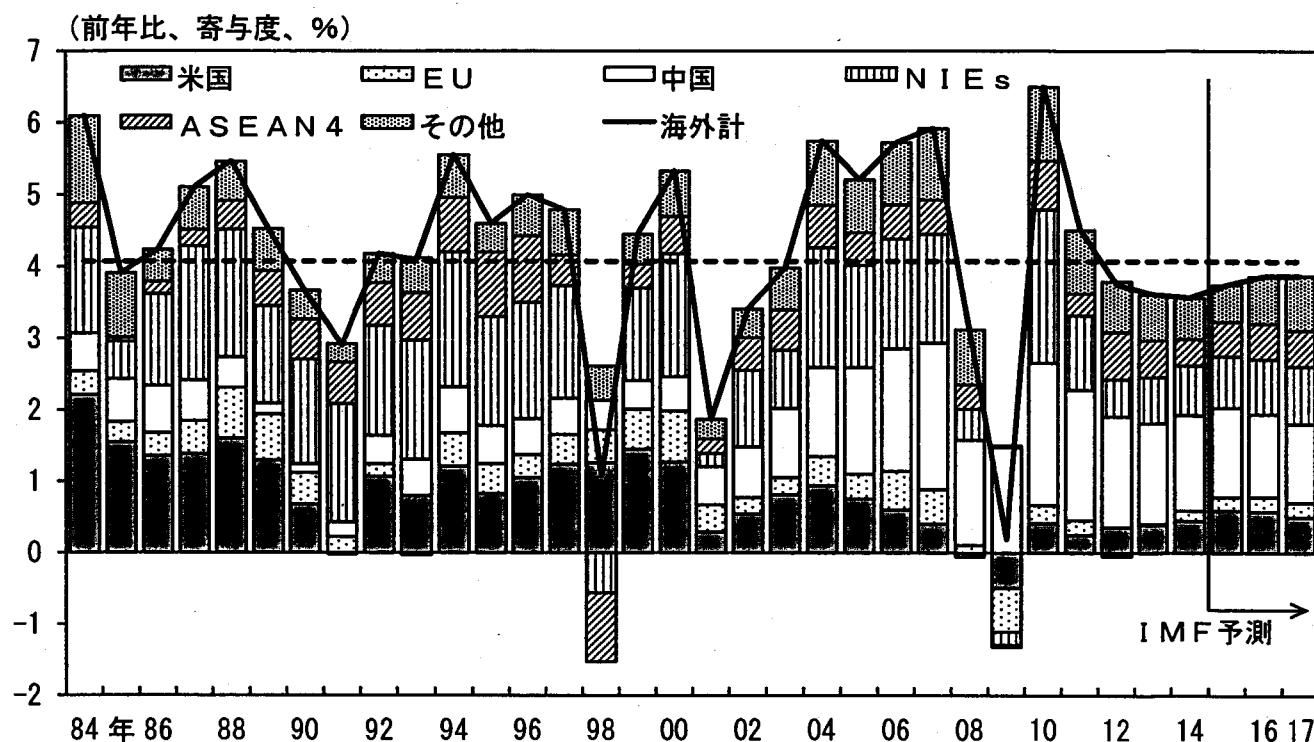
2. (4) の一般政府は、国・地方政府・社会保障基金の合計値。グロス債務残高(国+地方政府)は、内閣府「中長期の経済財政に関する試算(2015/2月)」の公債等残高(2014年度は実績見込み)。ネット債務残高は、グロス債務残高から金融資産残高を差し引いたもの。

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) 国土交通省「建設総合統計」「建設工事受注動態統計調査」、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1980～2014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2015/1月時点、< >内は2014年通関輸出ウエイト)

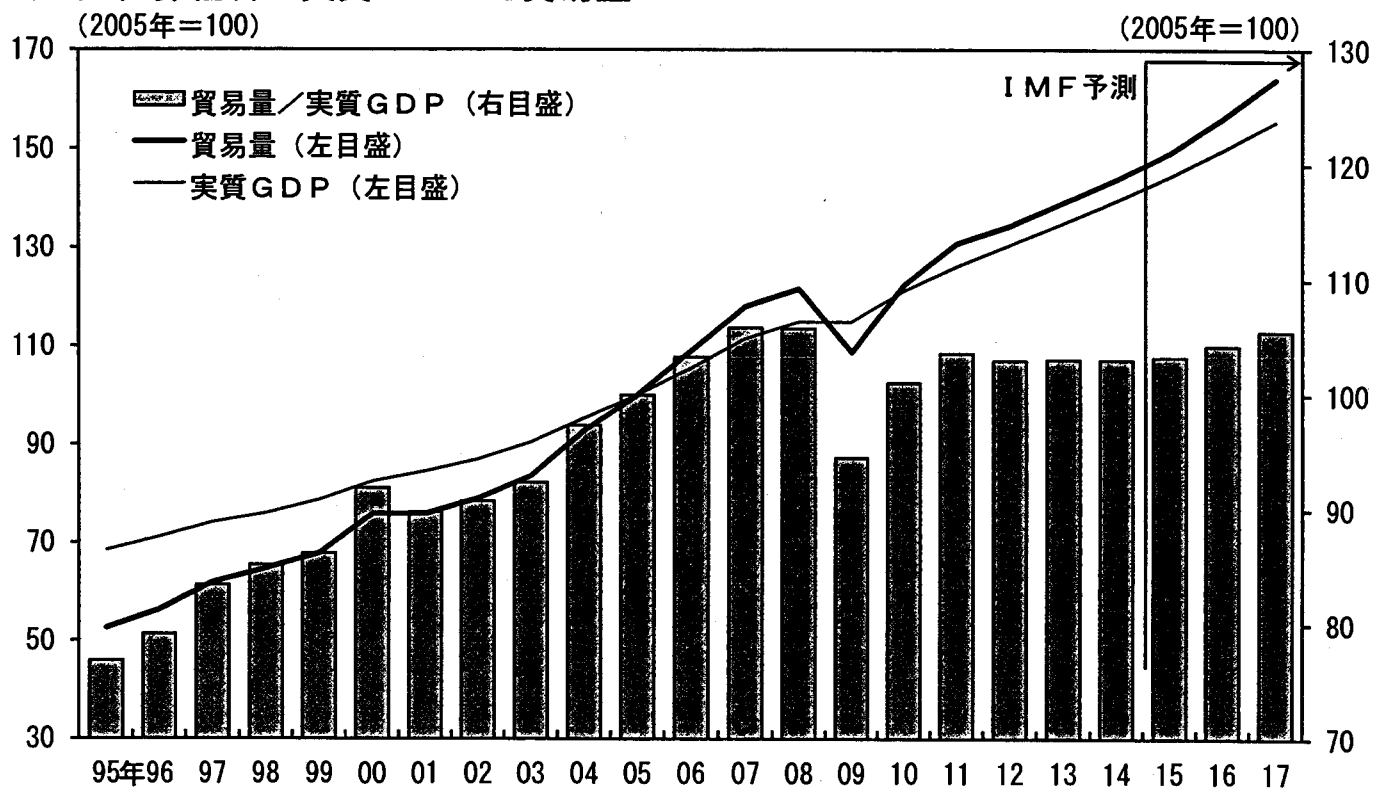
	実績			IMF予測		
	2012年	2013	2014	2015	2016	2017
海外経済	3.7	3.6	3.6	3.7 (4.0)	3.9 (4.0)	3.9
米国 <18.7>	2.3	2.2	2.4	3.1 (3.6)	3.1 (3.3)	2.7
EU <10.4>	-0.5	0.0	1.3	1.8 (1.6)	1.9 (1.8)	1.9
東アジア <50.3>	5.1	4.9	4.7	4.8 (5.1)	4.8 (4.9)	4.8
中国 <18.3>	7.7	7.7	7.4	6.8 (6.8)	6.3 (6.3)	6.0
NIEs <21.8>	2.3	2.9	3.1	3.3 (3.6)	3.5 (3.8)	3.6
ASEAN 4 <10.2>	6.2	4.4	3.3	4.7 (5.2)	4.8 (5.0)	4.9
その他 <20.7>	3.7	3.1	2.9	2.6 (2.8)	3.3 (3.3)	3.8

- (注) 2015/1月時点の予測値の一部には、1月時点で予測値が明らかではなかったため、2014/10月時点の予測値を用いた国・地域を含む。ただし、EUの1月時点の予測値は、4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」等

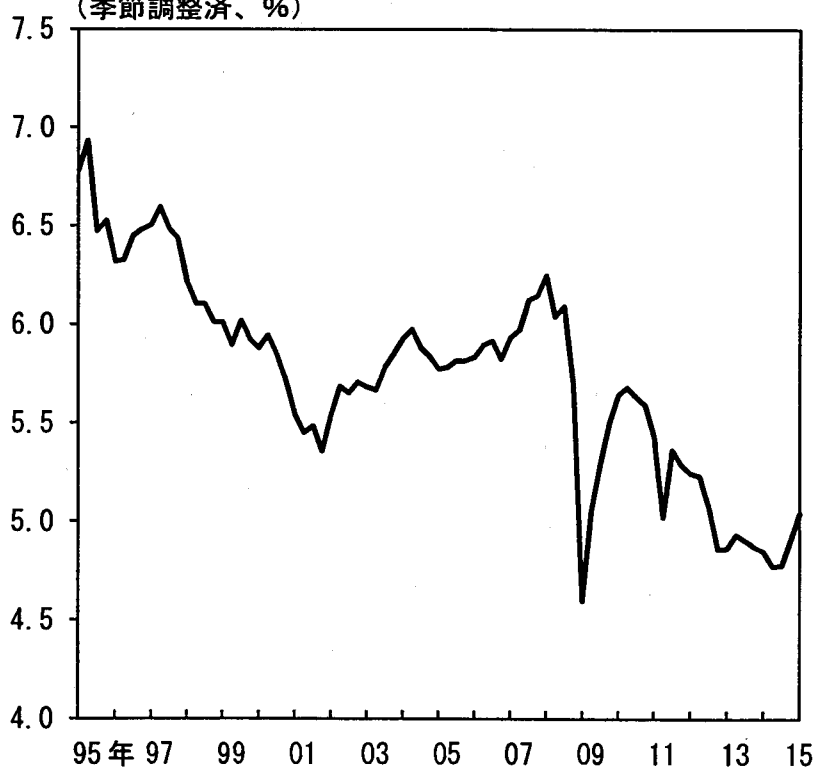
世界の貿易量と日本のシェア

(1) 世界経済の実質GDPと貿易量

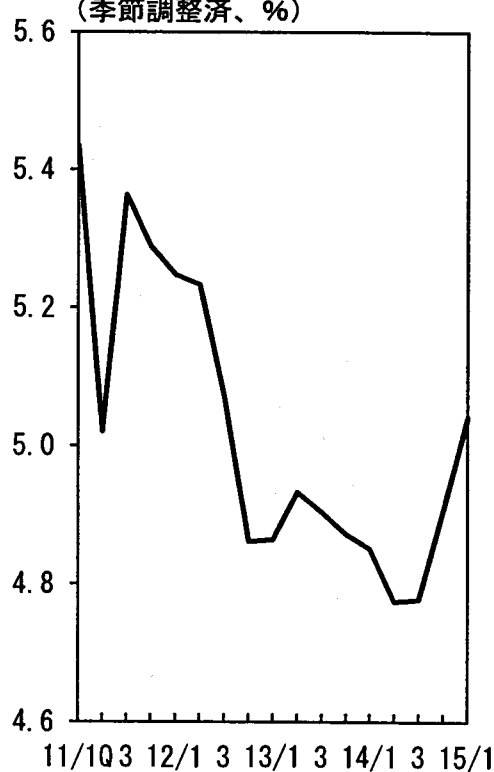


(2) 世界輸出に占める日本のシェア

(季節調整済、%)



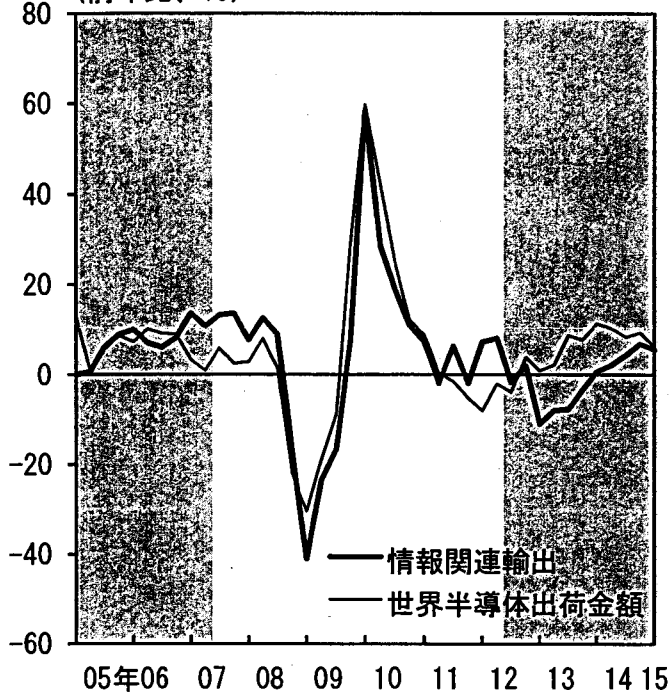
(季節調整済、%)



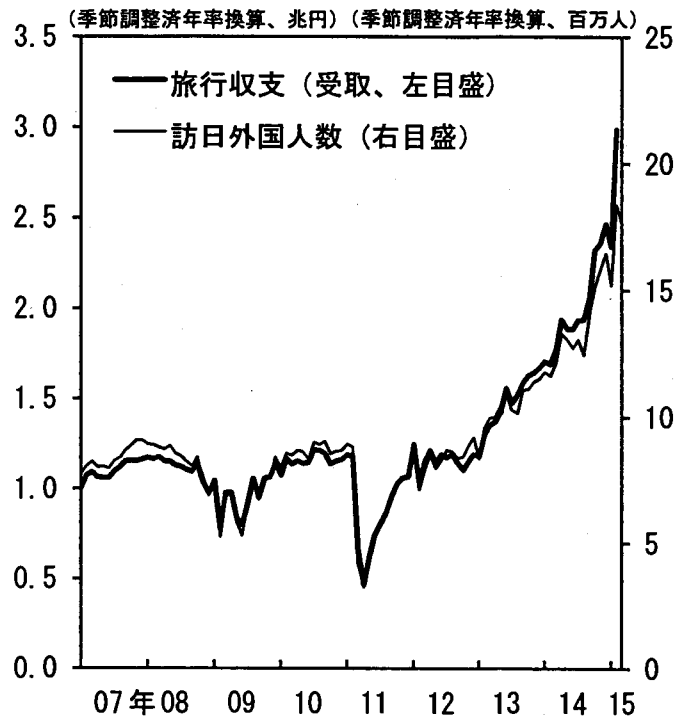
(注) 2015/1Qは、1～2月の値。

(資料) IMF「World Economic Outlook」、オランダ経済政策分析局

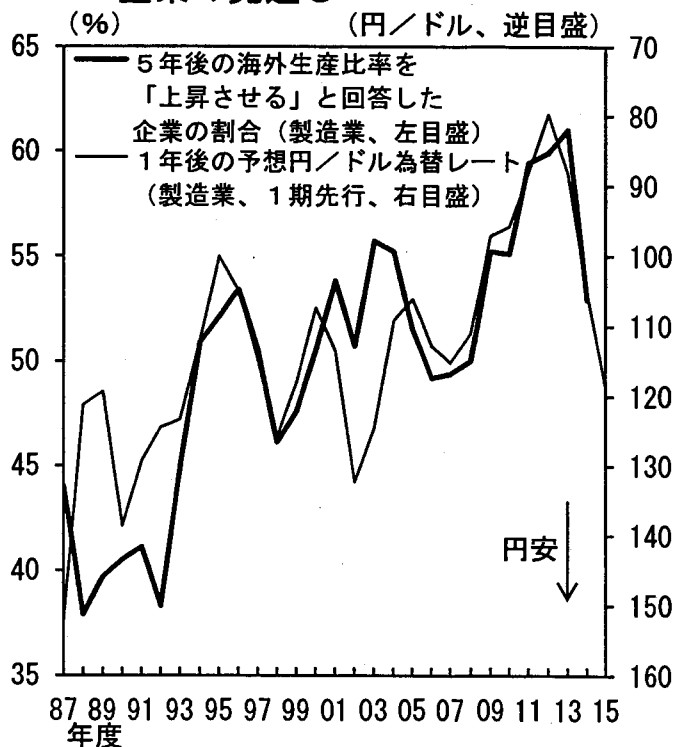
為替円安の効果

(1) 世界半導体出荷と情報関連輸出
(前年比、%)

(2) 旅行収支と訪日外国人数



- (注) 1. 世界半導体出荷金額の2015/1Qは、1～2月の前年同期比。
2. 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。
3. (2) はX-12-ARIMAによる季節調整値。

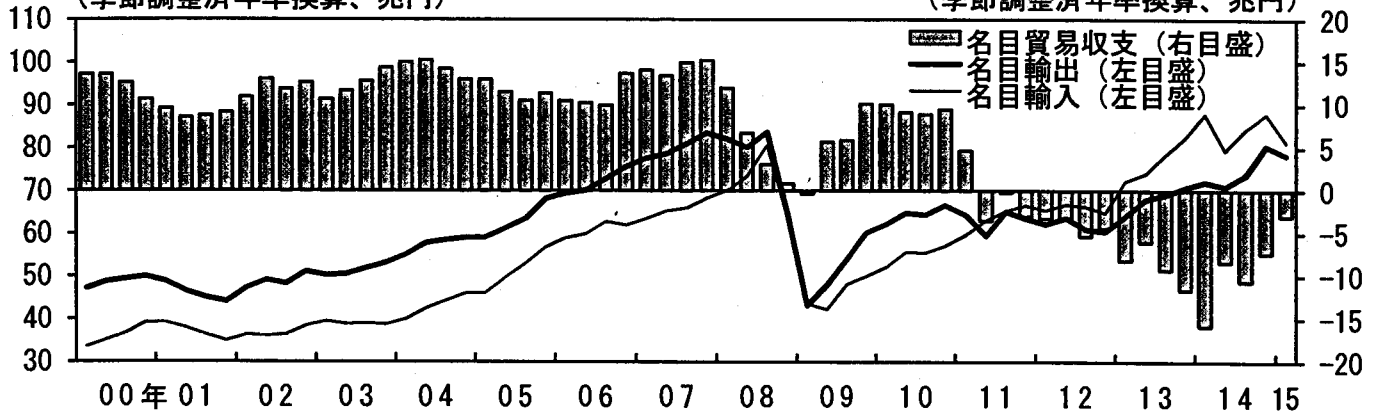
(3) 米国向け資本財・部品輸出と
設備投資
(前年比、%)(4) 海外現地生産比率についての
企業の見通し

- (注) (3) の米国実質機械投資は、季節調整値の前年比。
(資料) BEA、WSTS、財務省「貿易統計」、財務省・日本銀行「国際収支状況」、日本銀行「企業物価指数」、日本政府観光局 (JNTO)、内閣府「企業行動に関するアンケート調査」

貿易収支

(1) 名目貿易収支

(季節調整済年率換算、兆円)

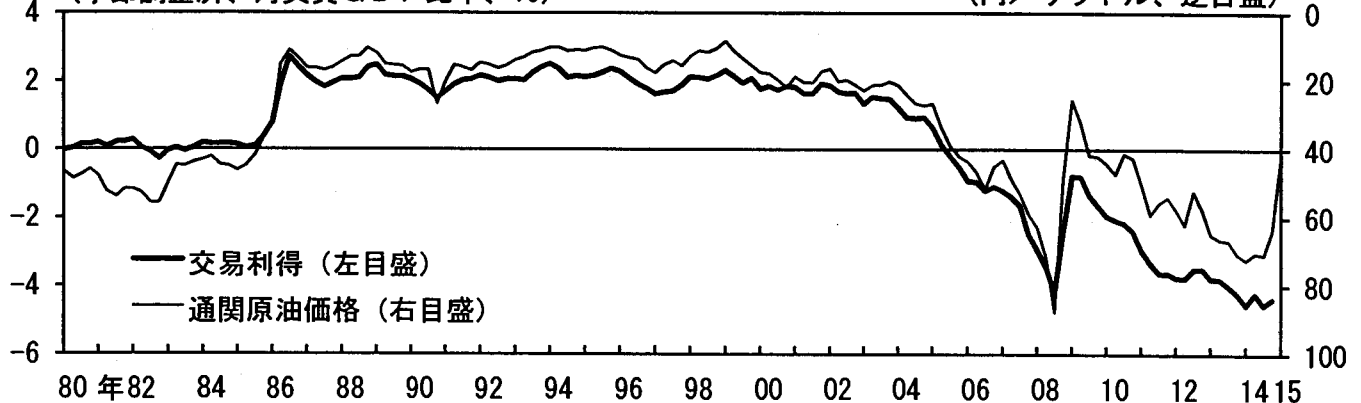


(注) 国際収支ベース。2015/1Qは、1～2月の年率換算値。

(2) 交易利得と通関原油価格

(季節調整済、対実質GDP比率、%)

(円/リットル、逆目盛)



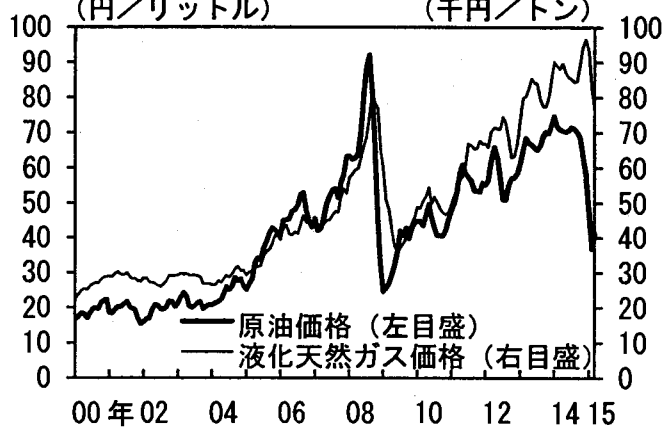
(注) 交易利得の1993年以前は、2000年基準の計数を接続して算出。

(3) 原油価格下落の効果

①原油価格と液化天然ガス価格
(通関円ベース)

(円/リットル)

(千円/トン)

②原油価格の50%下落による
名目輸入の減少効果

(兆円)

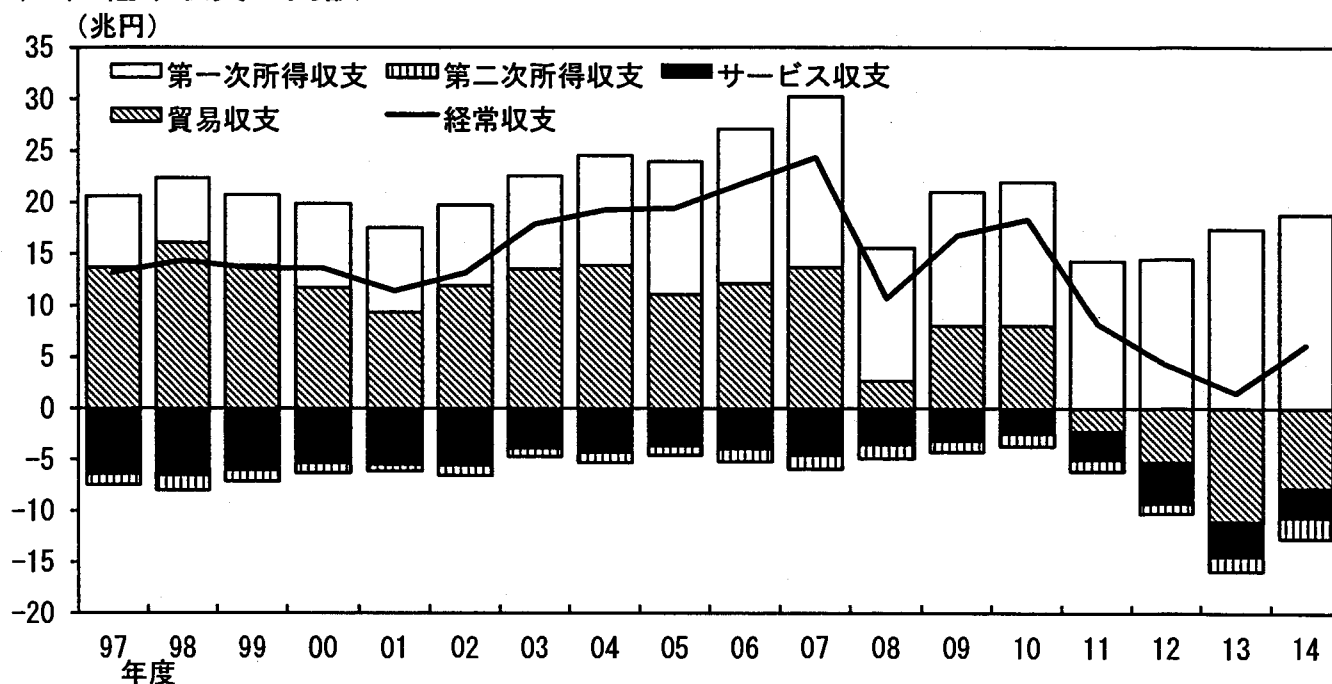
	2013年 (実績)	減少額 (出尽くし)
名目貿易収支	-11.5	
名目輸出	69.8	
名目輸入	81.2	
鉱物性燃料輸入	27.4	-11程度
原油及び粗油	14.2	-7程度
液化天然ガス	7.1	-3程度
その他	6.1	-2程度

(注) ②は、貿易統計ベース。名目輸入の減少額は、為替レートを一定と仮定し、ドバイ原油と通関原油価格や液化天然ガス価格との間の長期的な弾性値と、2014年の輸入数量を用いて試算。なお、「その他」には、液化天然ガス価格の下落率を用いた。

(資料) Bloomberg、財務省「貿易統計」、財務省・日本銀行「国際収支状況」、内閣府「国民経済計算」

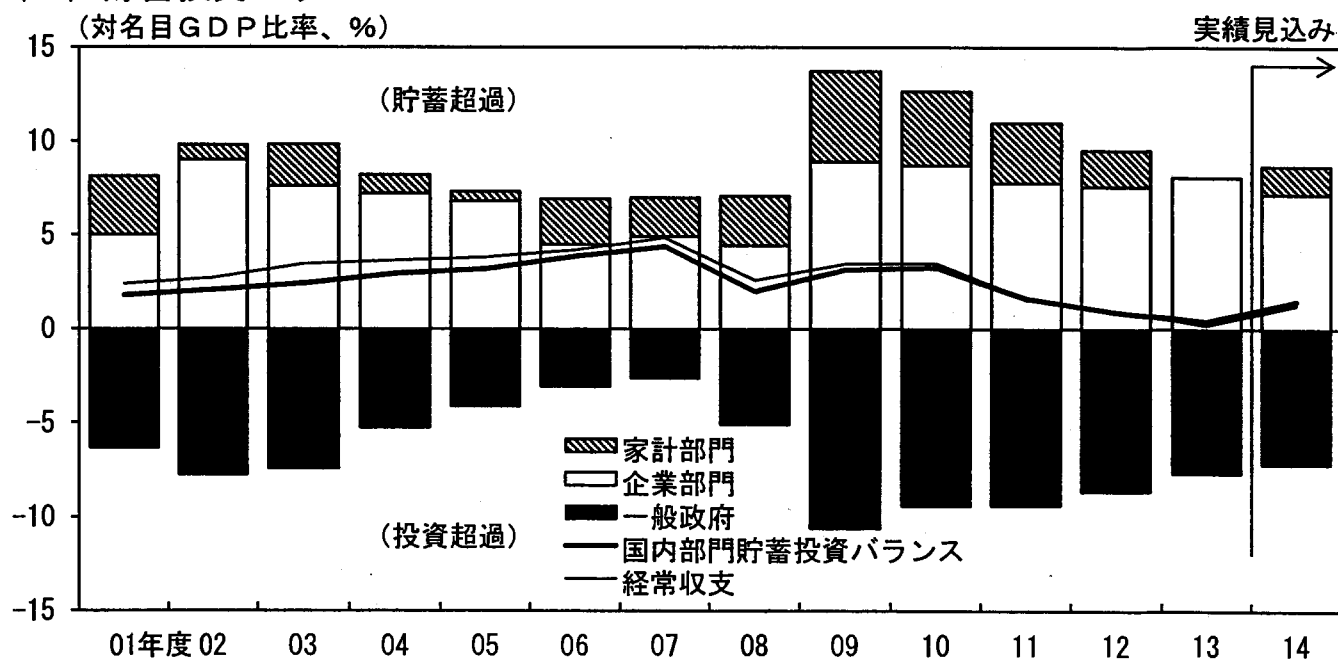
経常収支と貯蓄投資バランス

(1) 経常収支の内訳



(注) 2014年度は、2014/4～2015/2月の年率換算値。

(2) 貯蓄投資バランス

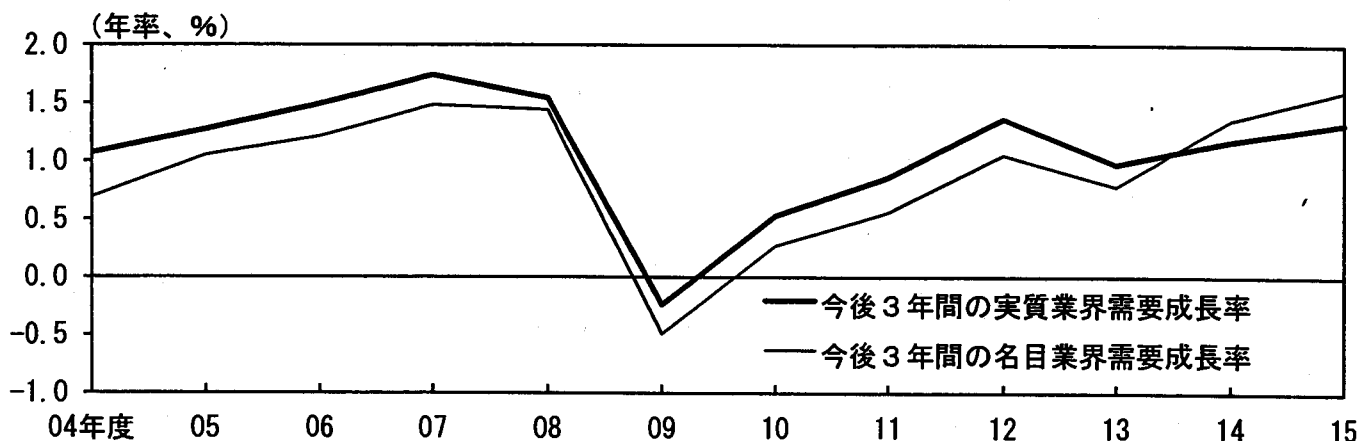


- (注) 1. 全ての計数について、図表29(3)と同じ処理を施した実勢ベース。
 2. 2014年度の一般政府貯蓄投資バランスは、内閣府「中長期の経済財政に関する試算(2015/2月)」に基づく。家計部門貯蓄投資バランスは、一連の経済対策・施策による政府から家計への移転所得を加味して試算した名目可処分所得を用い、民間最終消費支出および民間住宅投資を差し引くことにより算出。企業部門貯蓄投資バランスは、国内部門貯蓄投資バランスから先の2部門を差し引くことにより算出。
 3. 2014年度の国内部門貯蓄投資バランスは、経常収支との前年度における乖離(2013年度名目GDP比率-0.2%)を差し引くことにより算出。

(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」

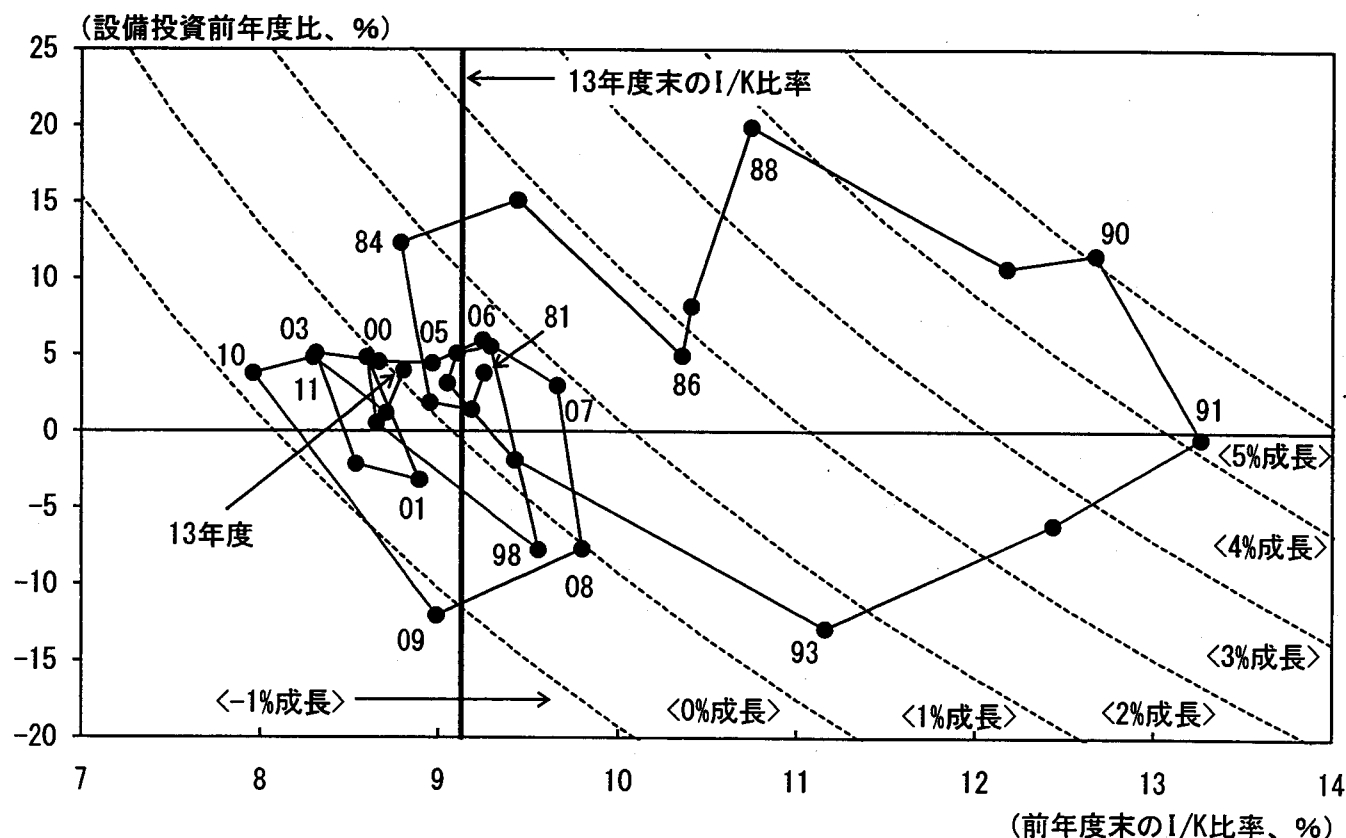
期待成長率と資本ストック循環

(1) 業界需要の期待成長率



(注) 期待成長率は、当該年度から始まる3年間の平均成長率（調査時点は前年度の1月または2月）。

(2) 資本ストック循環



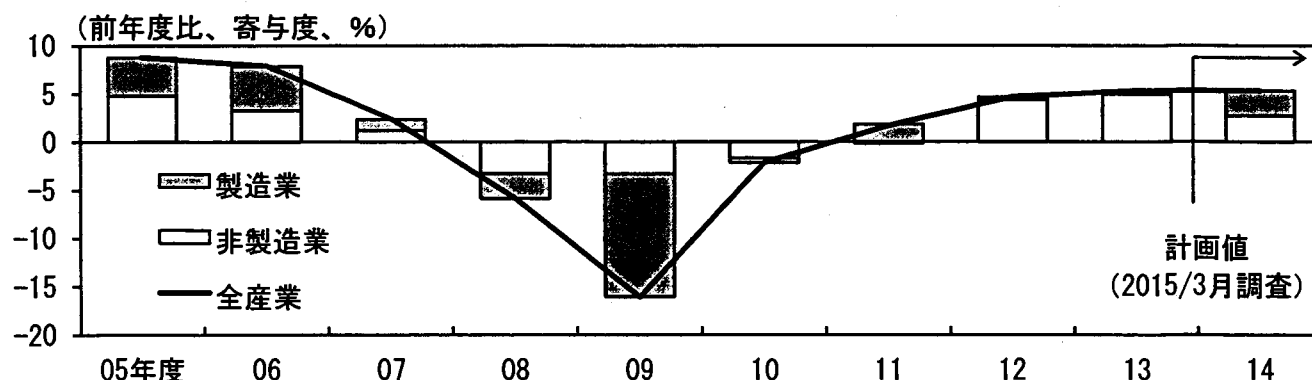
- ・ 資本ストック循環図は、設備投資対資本ストック比率（I/K比率）と設備投資前年度比の関係をプロットしたものである。
- ・ 両変数の間には、下記の関係があることから、期待成長率ごとに双曲線を描くことができる。

$$\underbrace{\text{設備投資前年度比}}_{\text{縦軸}} \times \underbrace{\text{前年度末のI/K比率}}_{\text{横軸}} = \text{期待成長率} + \text{資本係数のトレンド成長率} + \text{減耗率}$$
- ・ 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見ることで、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」「企業行動に関するアンケート調査」、
経済産業研究所「日本産業生産性データベース」

業種別の設備投資

(1) 設備投資動向 (短観・全規模)

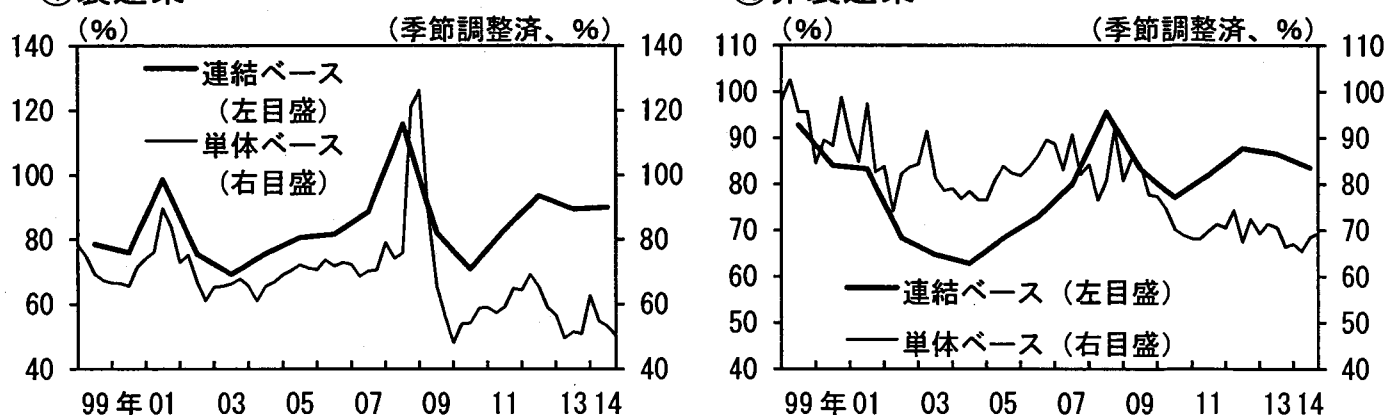


- (注) 1. ソフトウェア投資額を含み、土地投資額は含まない。
2. 2008年度まではリース会計対応前ベース、2009年度からはリース会計対応ベース。

(2) 設備投資対キャッシュ・フロー比率 (大企業)

① 製造業

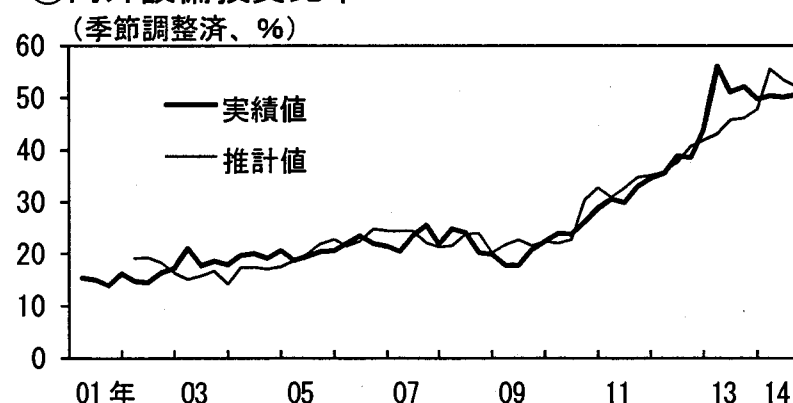
② 非製造業



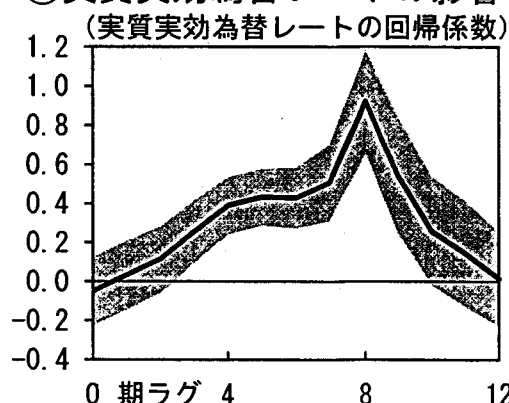
- (注) 1. キャッシュ・フローは減価償却費+経常利益×1/2。連結ベースは年度の値 (2014年度は上半期)。
2. 単体ベースは、X-12-ARIMAによる季節調整値。

(3) 内外設備投資比率と為替レート (製造業大企業)

① 内外設備投資比率



② 実質実効為替レートの影響

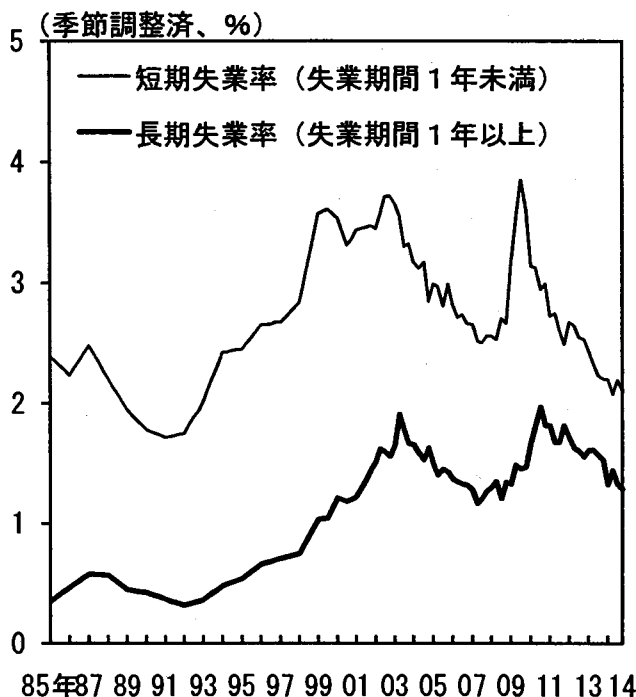


- (注) 1. 内外設備投資比率=海外設備投資額/国内設備投資額
2. 内外設備投資比率は、X-12-ARIMAによる季節調整値。
3. 推計値= $-5.3 + 0.9 \times \text{実質実効為替レート (対数値、8期ラグ)} - 0.5 \times \text{日本GDP} / \text{海外GDP (対数値、8期ラグ)} + 0.6 \times \text{内外設備投資比率 (4期ラグ)}$
4. ②のシャドーは±2標準誤差範囲。

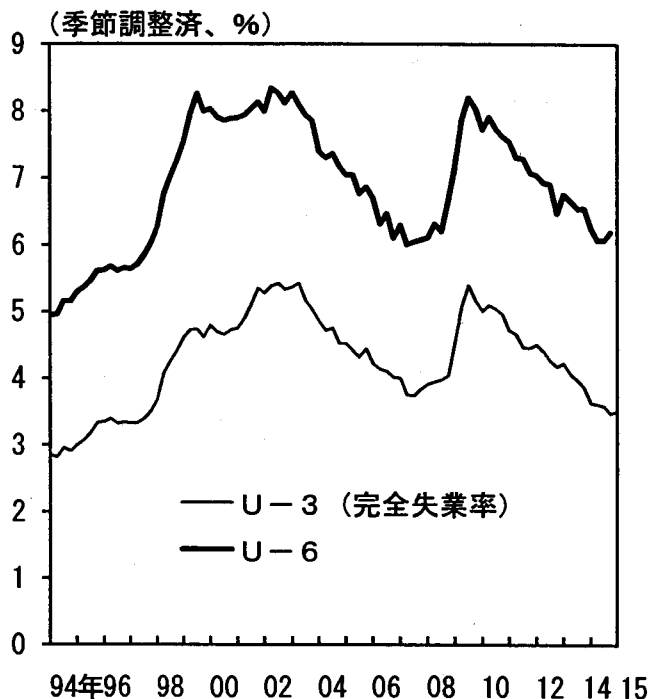
(資料) 財務省「法人企業統計季報」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、
経済産業省「海外現地法人四半期調査」等

失業率と労働力率

(1) 期間別失業率



(2) 広義失業率



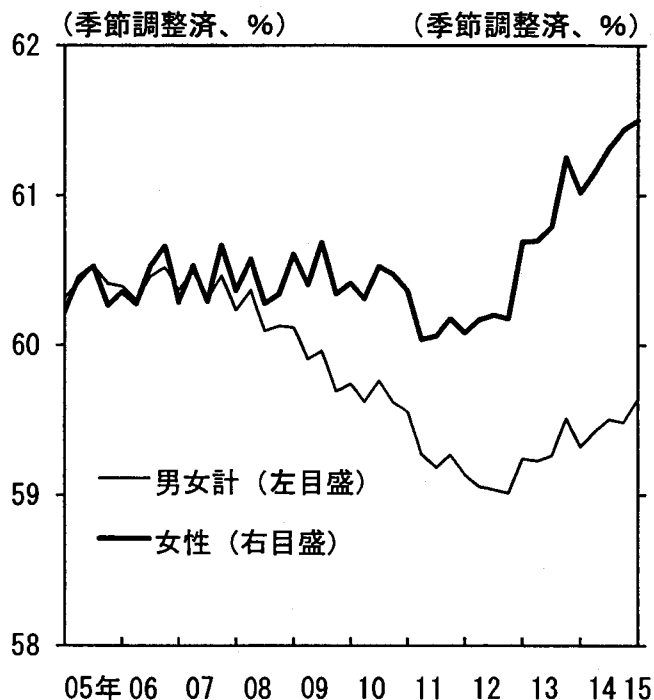
(注) 1. 期間別・広義失業者は、1998年以前は年次、1999～2001年は半期データのため、線形補間。
X-12-ARIMAによる季節調整値。

2. (2) のU-6は、(完全失業者+縁辺労働者+非自発的パート) / (労働力人口+縁辺労働者)より計算。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、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、とした。2011/1～3Qは試算値。非自発的パートの2013/1Q～2014/4Qは試算値。

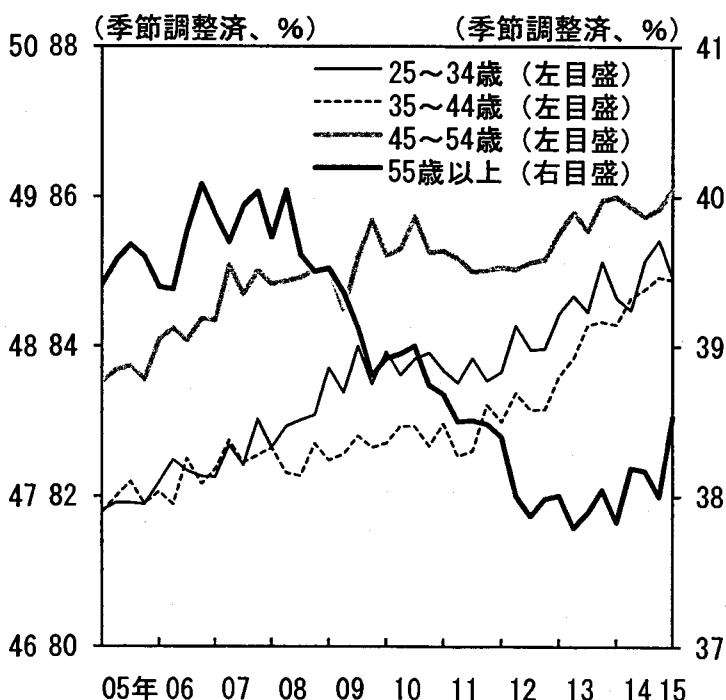
3. 2015/1Qは、1～2月の値(下の図表も同じ)。

(3) 労働力率

① 男女別

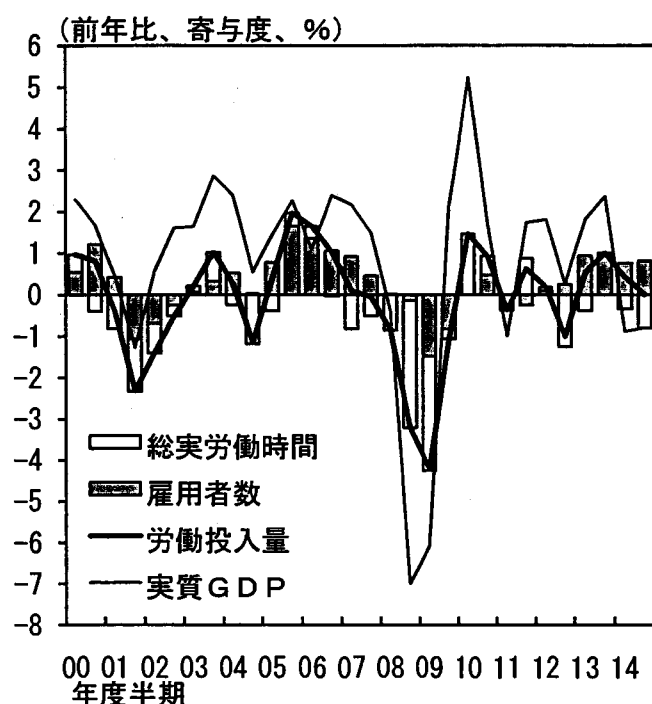
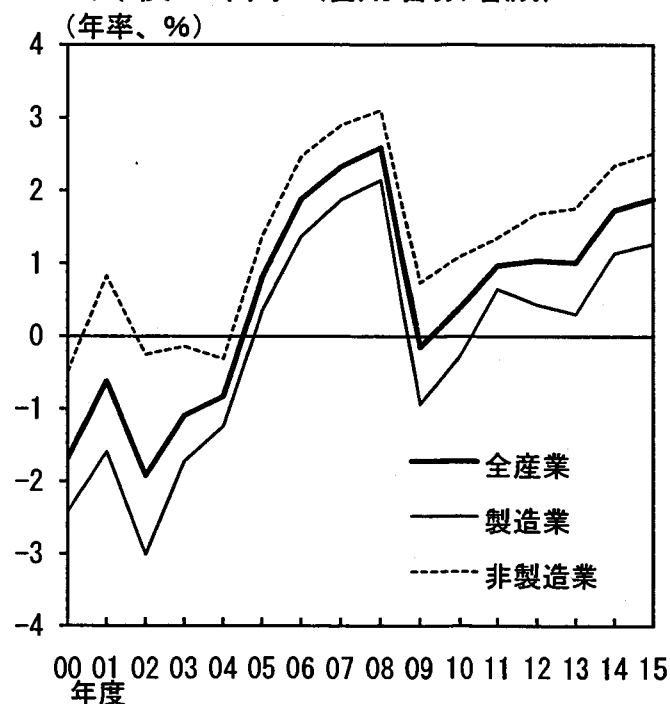


② 年齢別



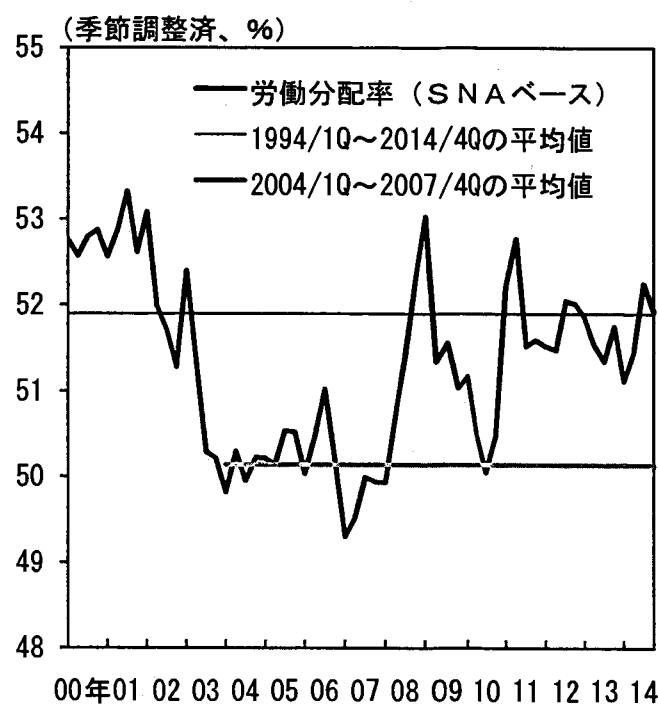
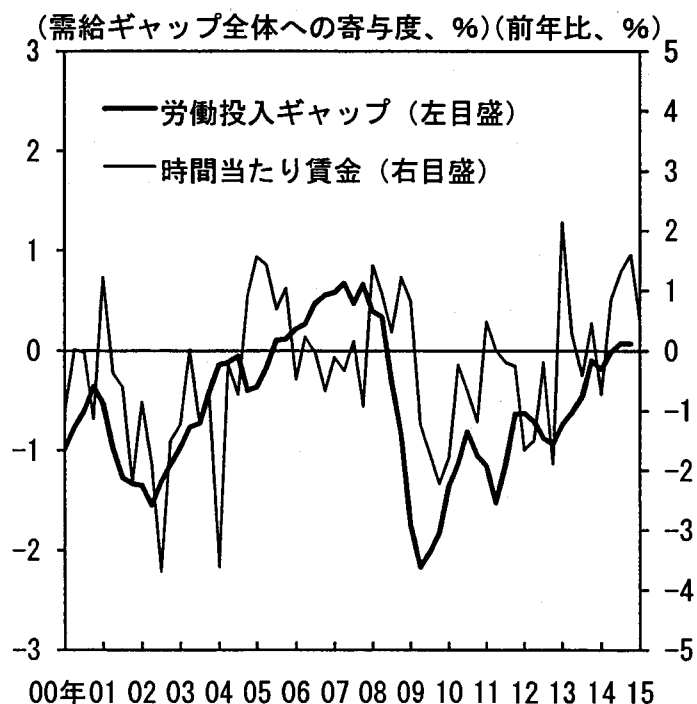
賃金と雇用者所得

(1) 労働投入量

(2) 企業の雇用スタンス
(今後3年間の雇用者数増減)

- (注) 1. (1) の2014年度下半期は、実質GDPは2014/4Q、それ以外は2014/10～2015/2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. (2) の雇用者数増減は、当該年度から始まる3年間の平均変化率(調査時点は前年度の1月または2月)。

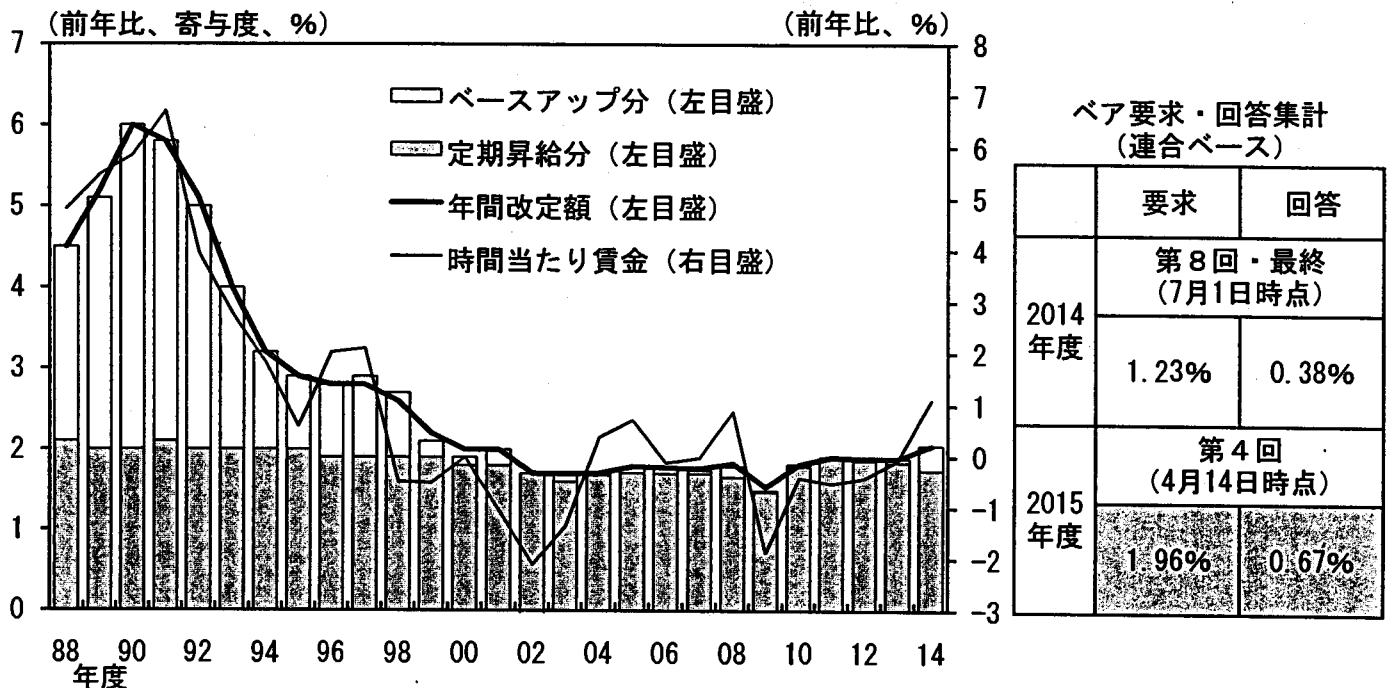
(3) 労働投入ギャップと時間当たり賃金 (4) 労働分配率



- (注) 1. (3) の2015/1Qは、1～2月の前年同期比。
2. (4) の労働分配率＝名目雇用者報酬／名目GDP×100
(資料) 内閣府「国民経済計算」「企業行動に関するアンケート調査」、厚生労働省「毎月勤労統計」「職業安定業務統計」、総務省「労働力調査」

ベースアップの動向

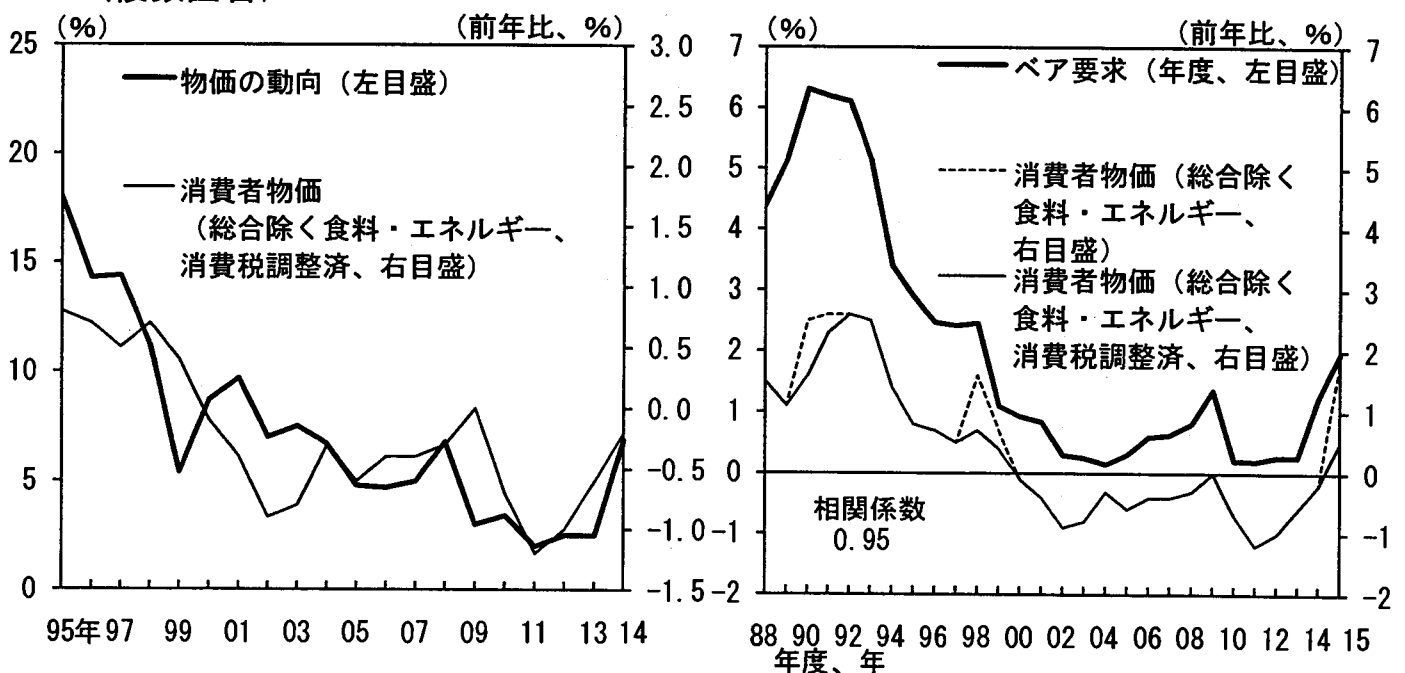
(1) ベア・定期昇給と時間当たり賃金



(注) 1. 時間当たり賃金の1990年度までは事業所規模30人以上の計数。
2014年度は、2014/4～2015/2月の前年同期比。

2. 2015年度のベア要求は、定昇の要求を2014年度と同値と仮定した試算値 (下の図表も同じ)。

(2) 賃金改定時に物価を参照した割合 (複数回答) (3) ベア要求と消費者物価



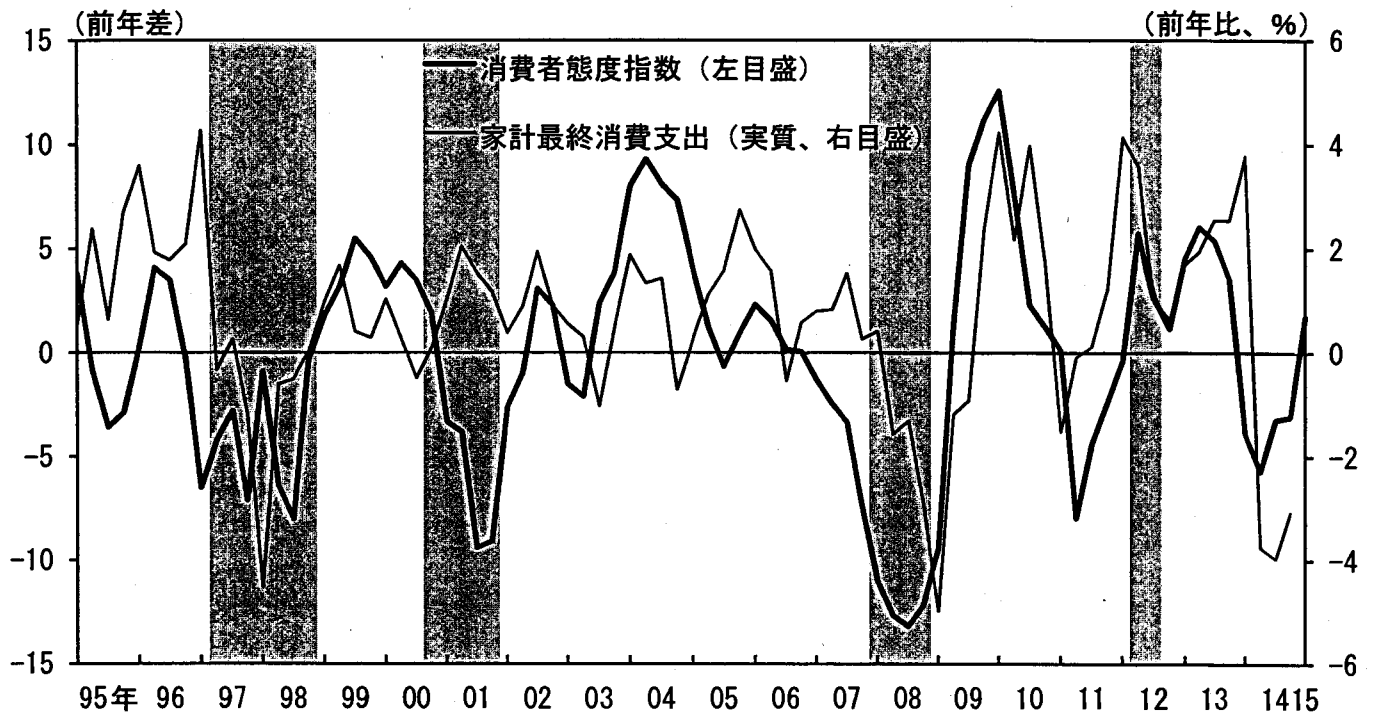
(注) 1. 消費者物価 (消費税調整済) は、消費税率引き上げの直接的な影響を調整した試算値。消費者物価は、前暦年の値。

2. (3) のベア要求の2013年度以前は、定昇の要求=実績と仮定した試算値。相関係数は、ベア要求と消費者物価 (総合除く食料・エネルギー、消費税調整済) から算出 (期間は1988～2015年度)。

(資料) 厚生労働省「毎月勤労統計」「賃金引上げ等の実態に関する調査」、総務省「消費者物価指数」、日本労働組合総連合会、中央労働委員会「賃金事情等総合調査」、労務行政研究所

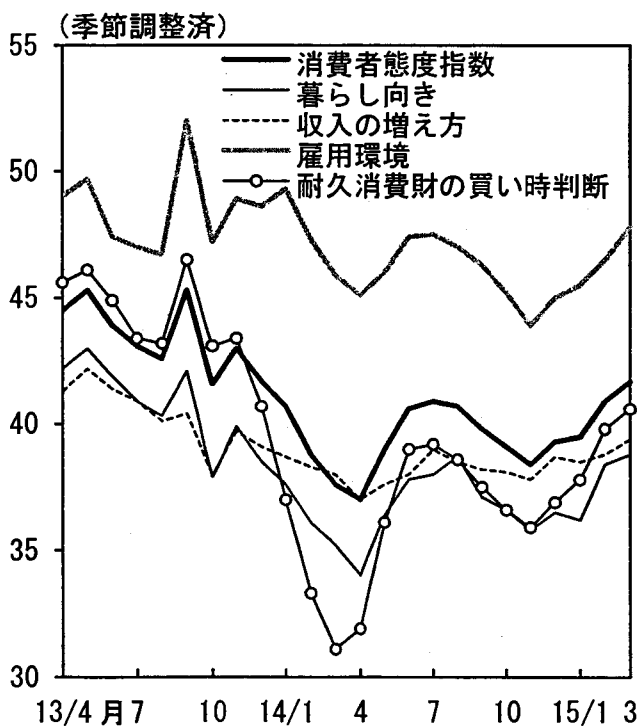
個人消費の動向

(1) 消費者マインドと個人消費

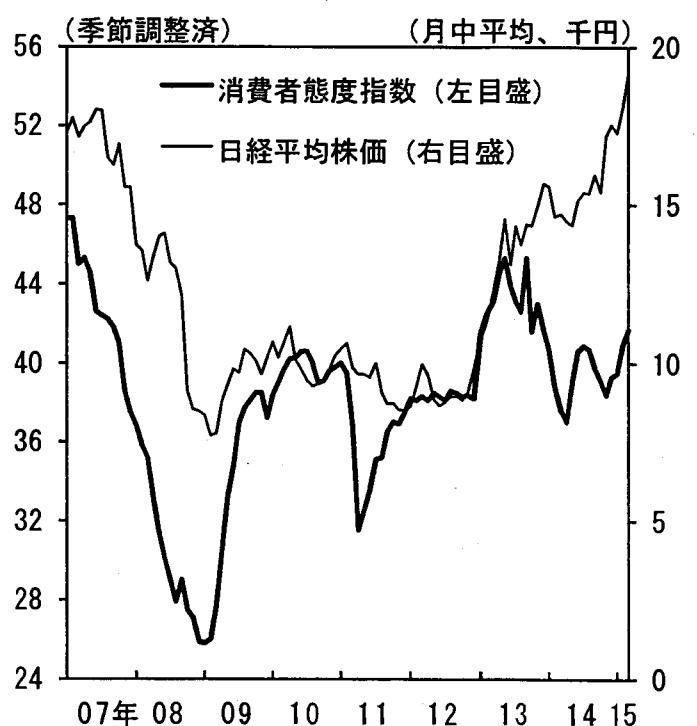


- (注) 1. 消費者態度指数の前年差算出には、2004/10以前は四半期末の値、調査が月次化された2004/2Q以降は四半期平均値を用いた。また、2013/10以前の訪問留置調査ベースの計数と、2013/2Q以降の郵送調査ベースの計数は、前期差により接続（下の図表（3）も同じ）。
 2. 家計最終消費支出は、持ち家の帰属家賃を除く。
 3. シャドー部分は景気後退局面。

(2) 消費者マインドの内訳

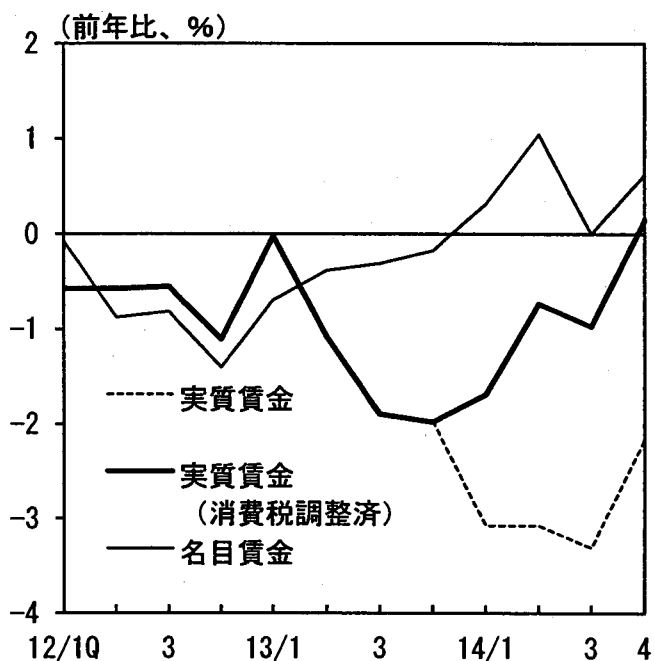


(3) 株価と消費者マインド

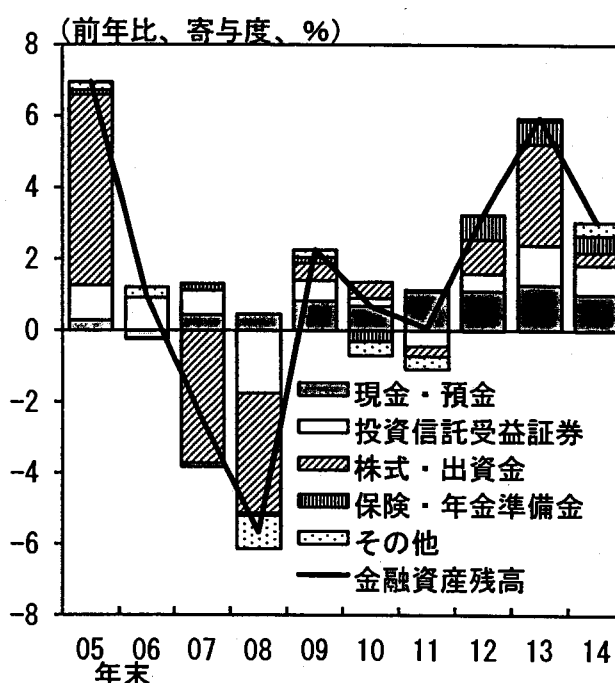


個人消費を取り巻く環境

(1) 実質賃金



(2) 家計の金融資産残高

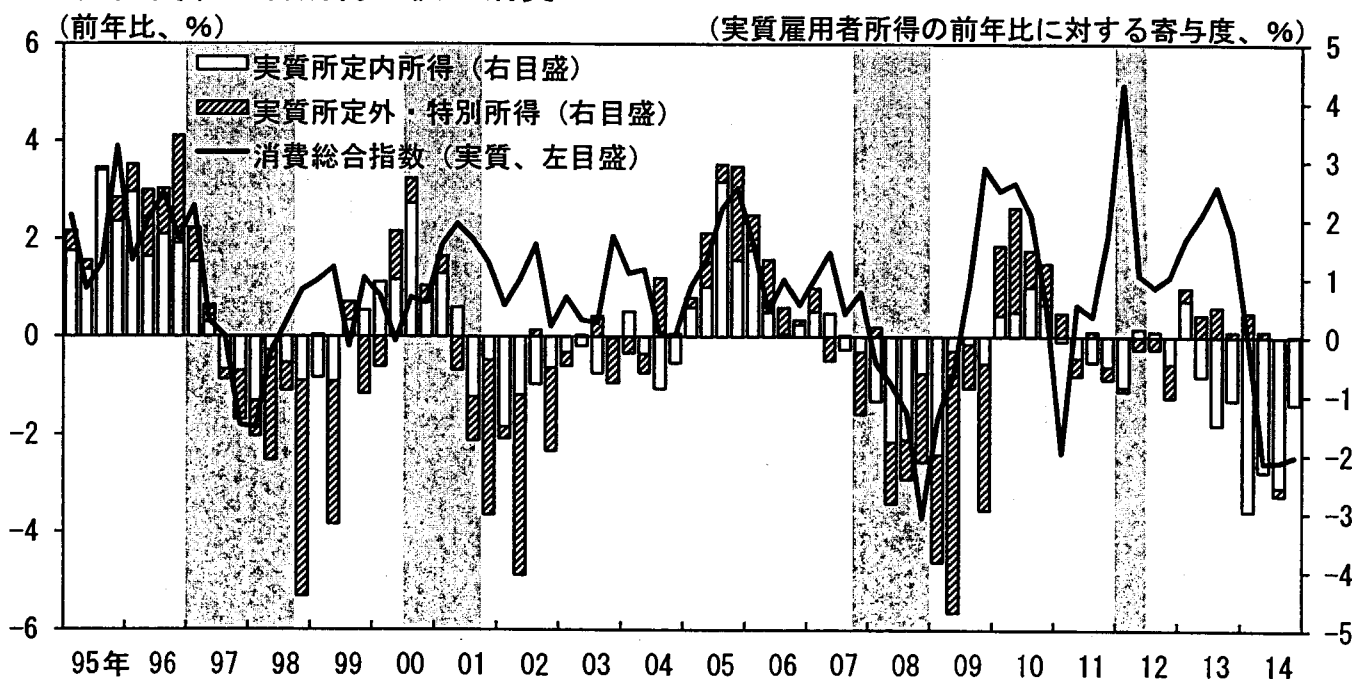


(注) 1. (1) の四半期は次のように組替えている (下の図表も同じ)。

第1四半期: 3～5月、第2: 6～8月、第3: 9～11月、第4: 12～2月。

2. 実質賃金は、消費者物価指数 (総合除く持家の帰属家賃) を用いて実質化。実質賃金 (消費税調整済) 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) 実質雇用者所得と個人消費



(注) 1. 実質雇用者所得 (所定内所得、所定外・特別所得) は、雇用者数 (労働力調査) に実質賃金 (所定内給与、所定外給与 + 特別給与) を乗じて算出。実質化は、消費者物価指数 (総合除く持家の帰属家賃) による。

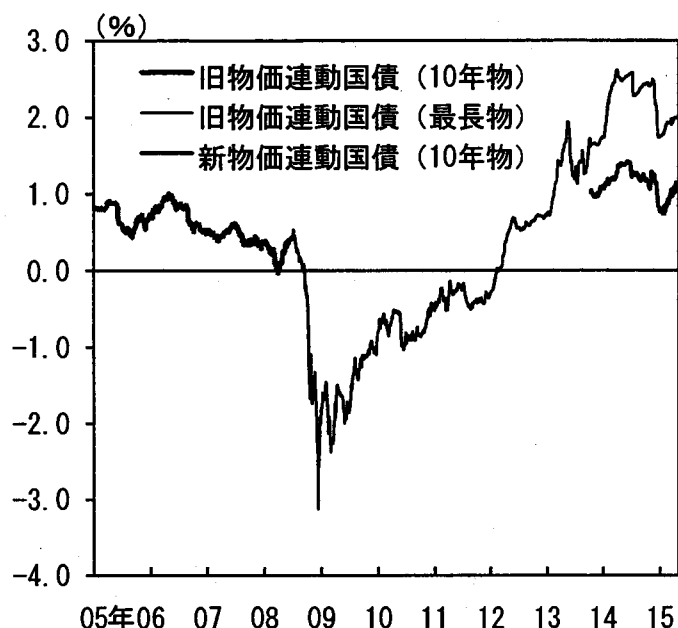
2. 消費総合指数は、季節調整値の前年比。

3. シャドー部分は景気後退局面。

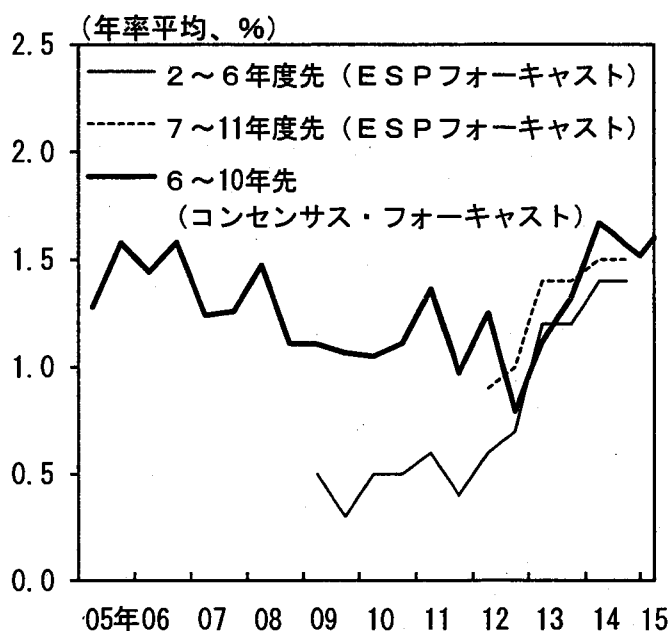
(資料) 厚生労働省「毎月勤労統計」、総務省「消費者物価指数」「労働力調査」、内閣府「消費総合指数」、日本銀行「資金循環統計」

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)



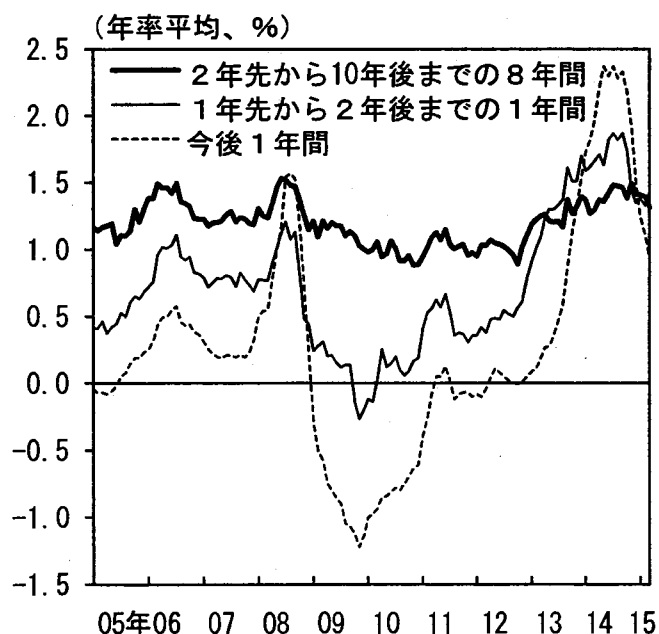
(2) エコノミストの予想物価上昇率



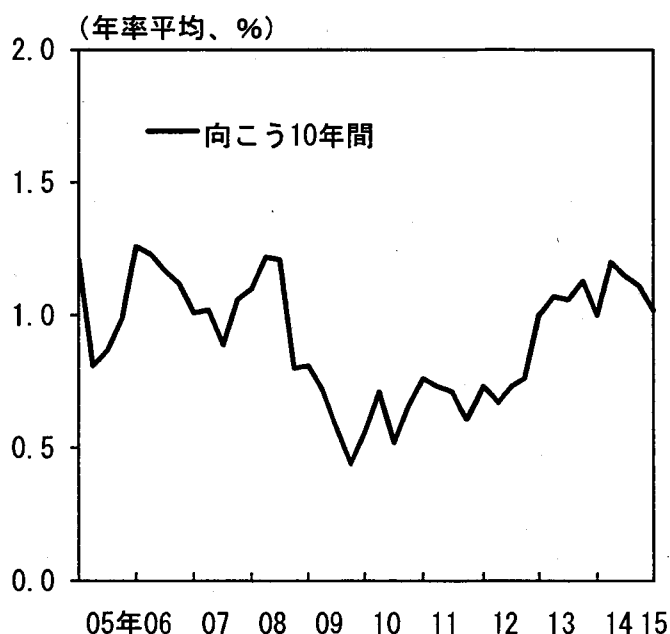
- (注) 1. (1) のBEIは、固定利付国債利回りー物価連動国債利回り。物価連動国債のうち、2013/10月以降に発行されたものを新物価連動国債、それ以外を旧物価連動国債と呼称。旧物価連動国債の最長物は、16回債 (2018/6月償還の銘柄) の利回りを用いて算出。
2. (2) のESPフォーキャストは、消費税率引き上げの影響を除くベース。
3. (2) の調査時点は、コンセンサス・フォーキャストについては1、4、7、10月 (ただし、2014/4月以前は4、10月)。ESPフォーキャストは6、12月。

(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



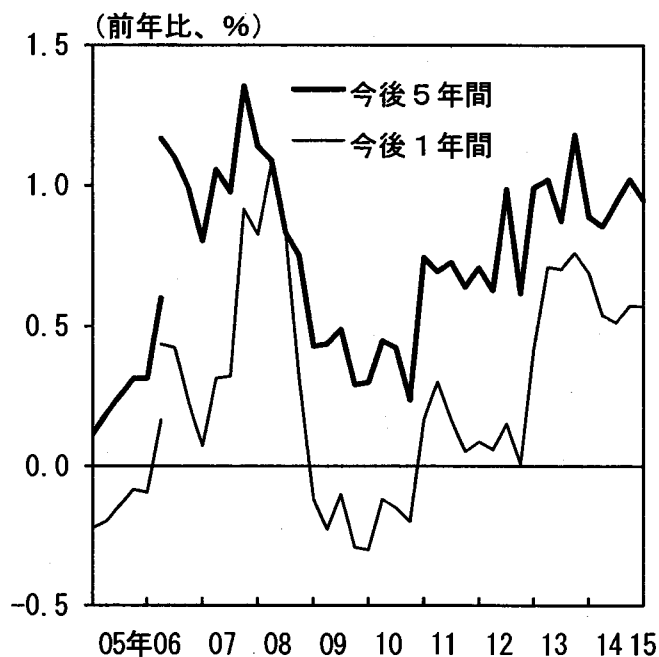
- (注) QUICK調査は、2013/9月調査から、消費税率引き上げの影響を含む計数を回答するよう質問項目に明記。みずほ証券調査は、消費税率引き上げの影響を除くベース。

(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

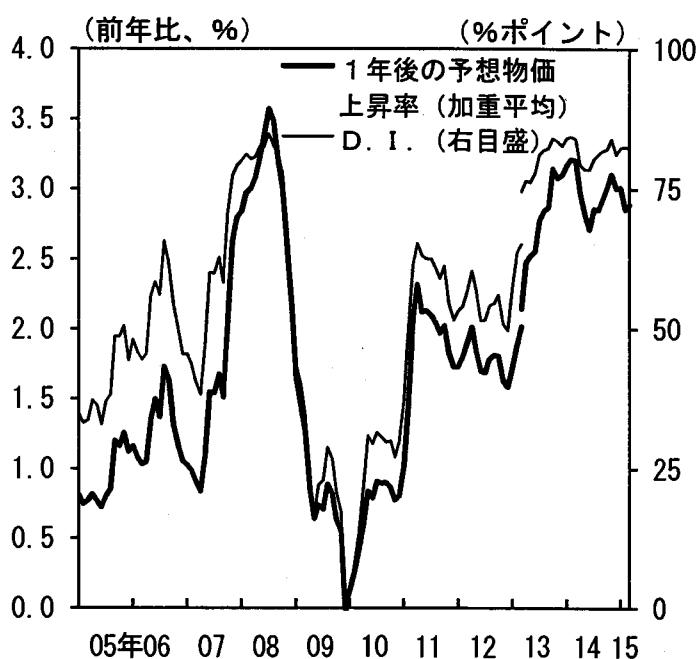
予想物価上昇率 (2)

(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



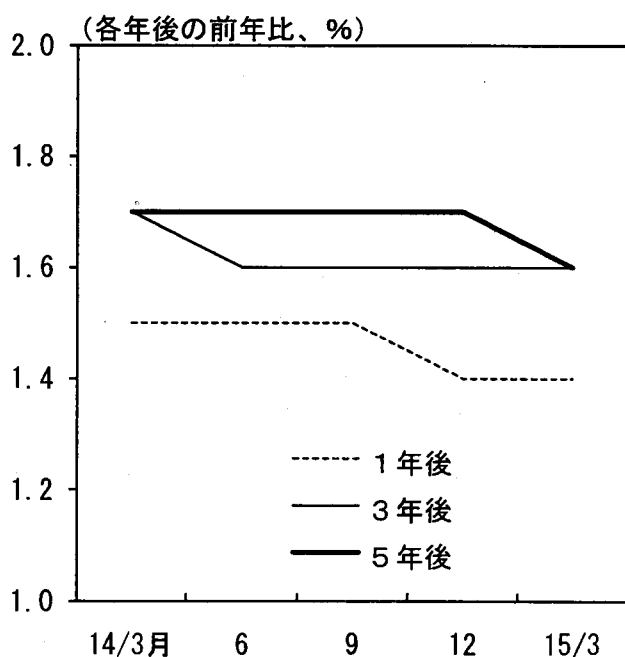
②消費動向調査



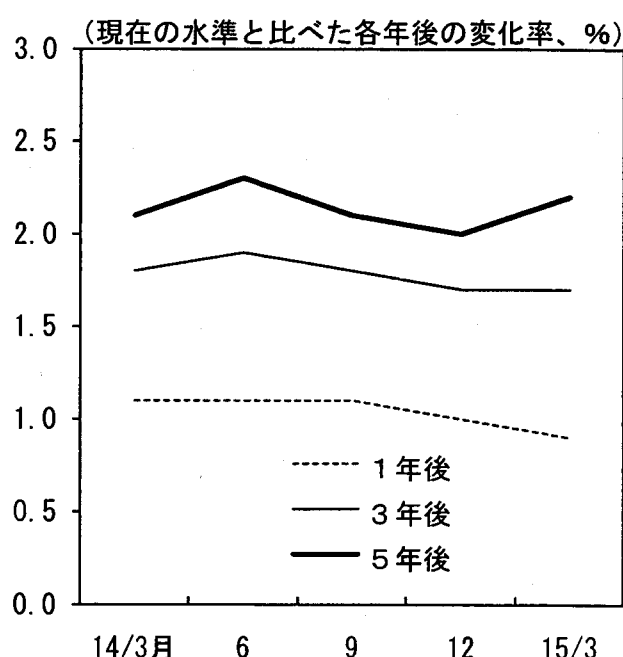
- (注) 1. ①は修正カールソン・パーキン法により推計したもの。推計の詳細については、日銀レビュー「インフレ予想(Inflation Expectations)について」(2008/12月)を参照。2013/6月調査からは、消費税率引き上げの影響を除くベースで回答するよう、質問項目に明記。
2. ②は総世帯ベース。加重平均は、「-5%以上低下」は-5%、「-5%~-2%低下」は-3.5%、「-2%未満低下」は-1%、「2%未満上昇」は+1%、「2%~5%上昇」は+3.5%、「5%以上上昇」は+5%、のインフレ率をそれぞれ予想していると仮定して計算したもの。D.I.は、「上昇する」-「低下す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

(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」

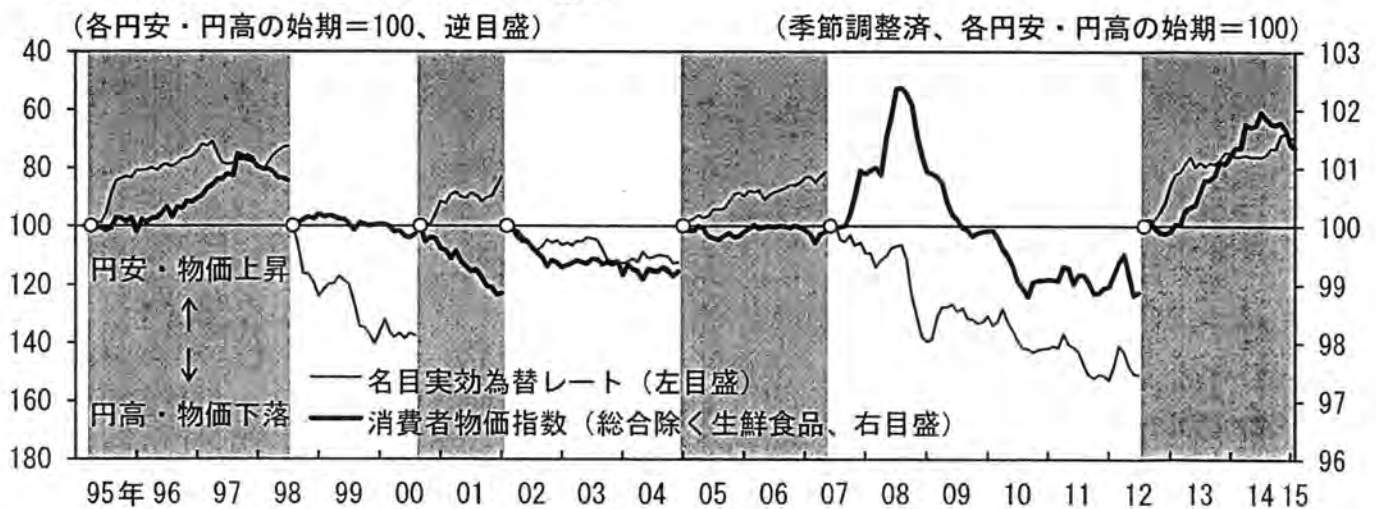
為替レートと輸入物価

(1) 輸入物価

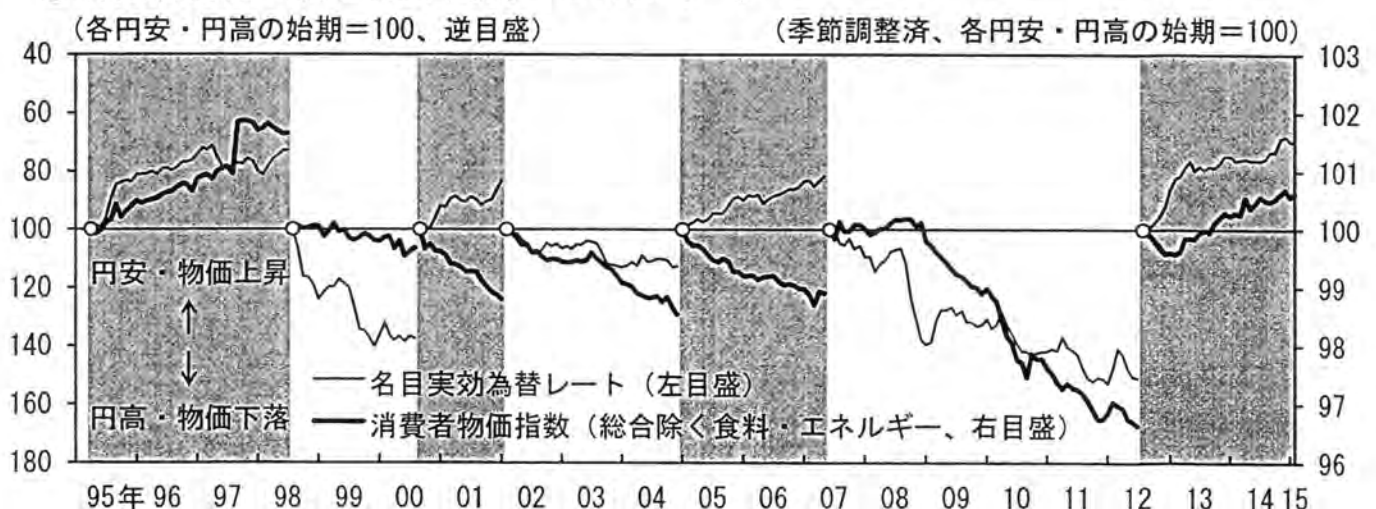


(2) 為替レートと消費者物価

① 消費者物価 (総合除く生鮮食品)



② 消費者物価 (総合除く食料・エネルギー)

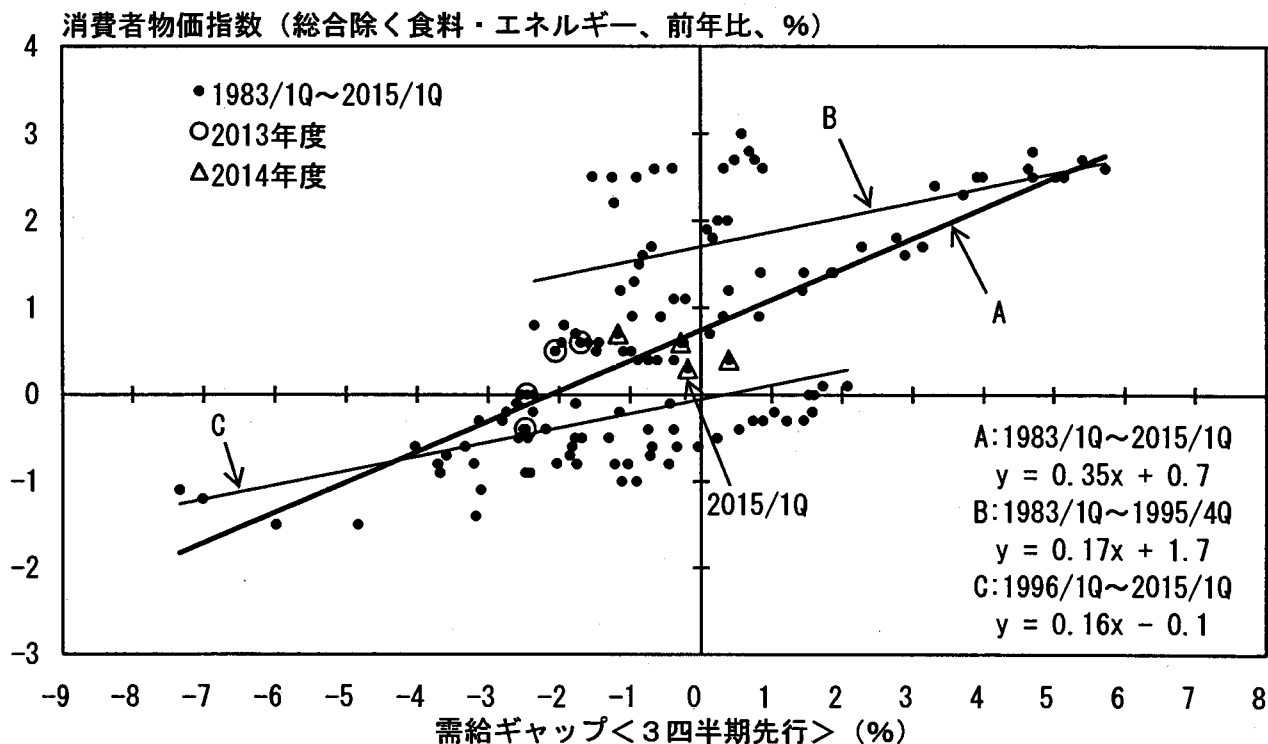


- (注) 1. 名目実効為替レートは、BISのブロードベース。
2. シャドー部分は円安局面、各局面の期間は名目実効為替レート、円/ドル相場をもとに決定。
3. 消費者物価指数は、消費税調整済み(試算値)。

(資料) 日本銀行「企業物価指数」、財務省「貿易統計」、総務省「消費者物価指数」、BIS等

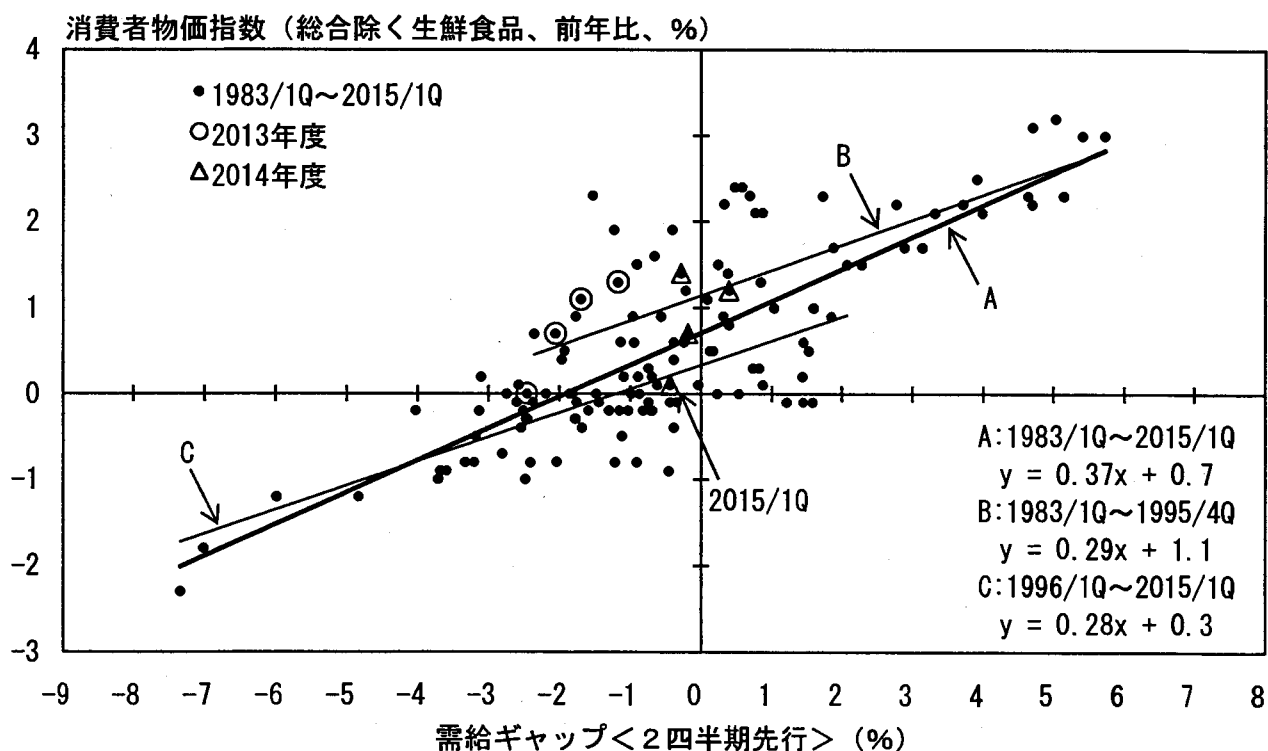
需給ギャップと物価上昇率

(1) フィリップス曲線（総合除く食料・エネルギー）



- (注) 1. 消費者物価指数の2015/1Qは、1~2月の平均値を用いて算出（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（総合除く生鮮食品）

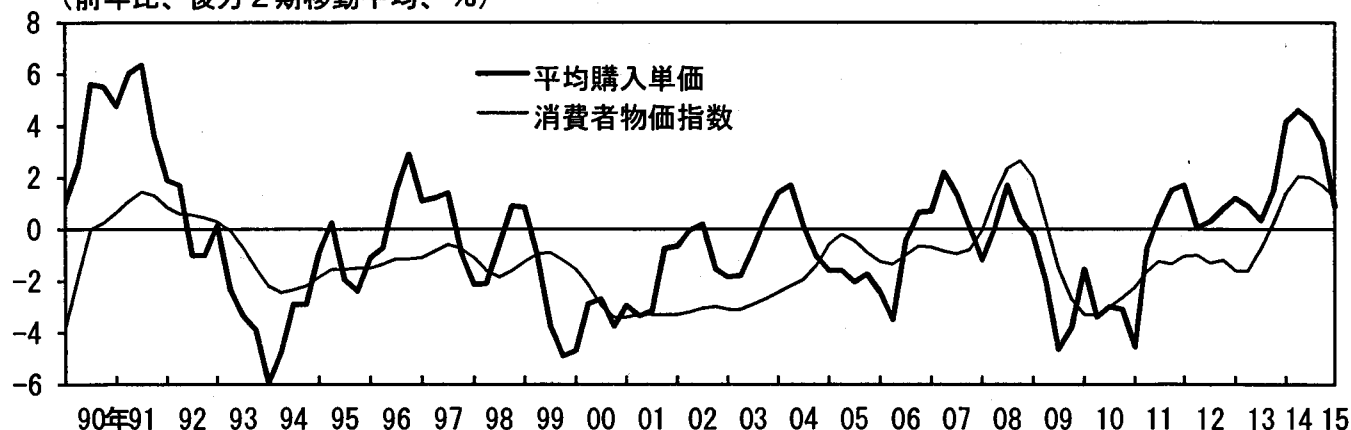


(資料) 総務省「消費者物価指数」、内閣府「国民経済計算」等

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、%)

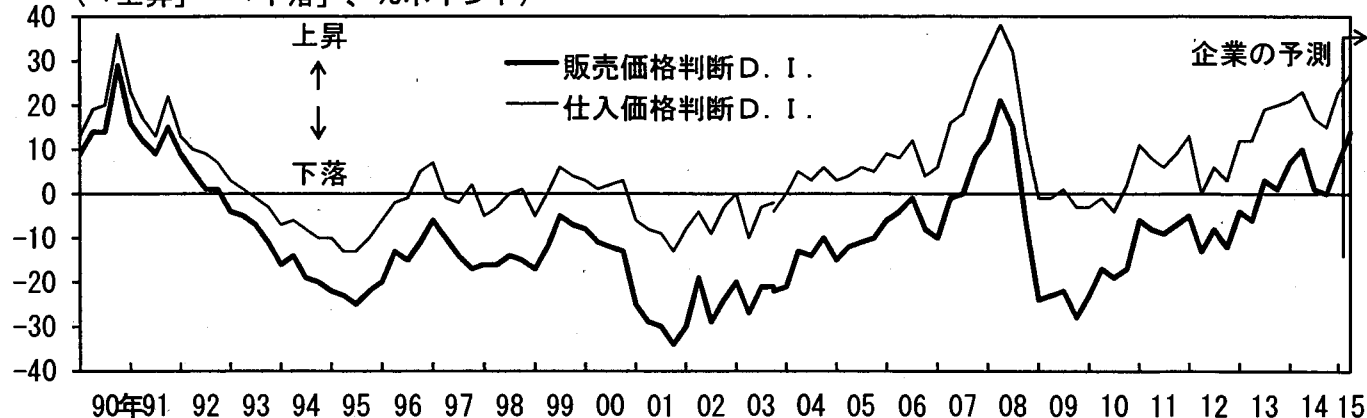


- (注) 1. 家計調査と消費者物価指数の両方で継続してデータが存在する品目を抽出。品目は、「財」から「生鮮食品」、「石油製品」、「電気・都市ガス・水道」を除き、食料工業製品、農水畜産物（除く生鮮食品）、被服、耐久消費財などを対象としている（「」内は総務省公表ベース）。
2. 平均購入単価、消費者物価指数の前年比は、消費税調整済み（試算値）。
3. 2015/1Qは、1～2月の前年同期比。

(2) 販売価格判断D. I. と仕入価格判断D. I. (短観・全規模)

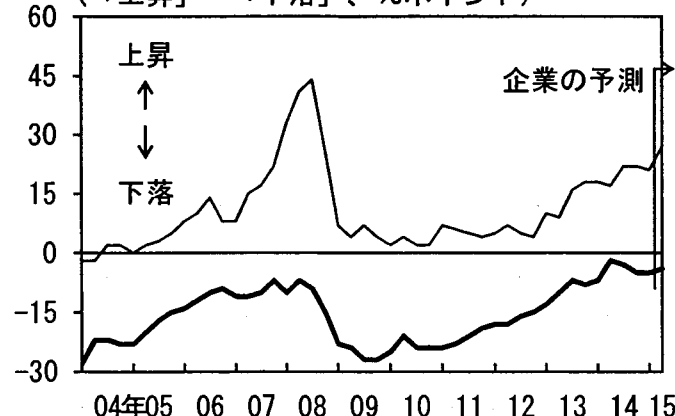
① 小売業

(「上昇」－「下落」、%ポイント)



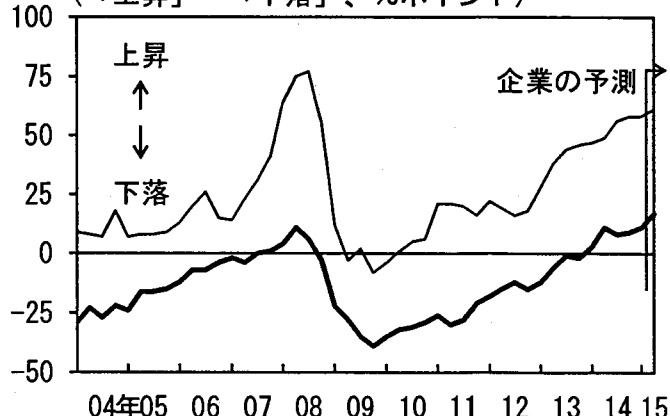
② 対個人サービス

(「上昇」－「下落」、%ポイント)



③ 宿泊・飲食サービス

(「上昇」－「下落」、%ポイント)

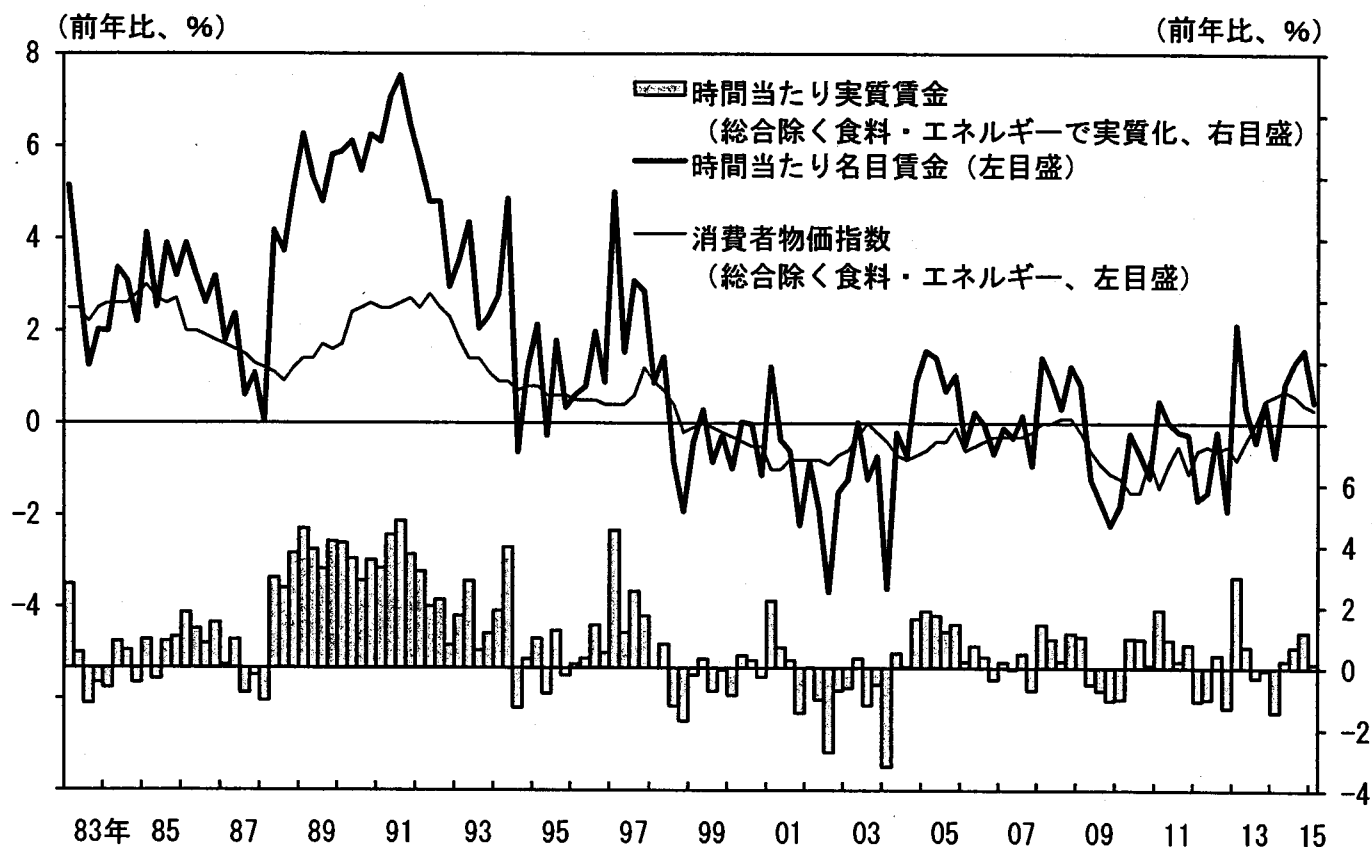


(注) 2004/3月調査より見直しを実施。旧ベースは2003/12月調査まで、新ベースは2003/12月調査から。
2015/2Qは、2015/3月調査時点の企業の予測値。

(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」

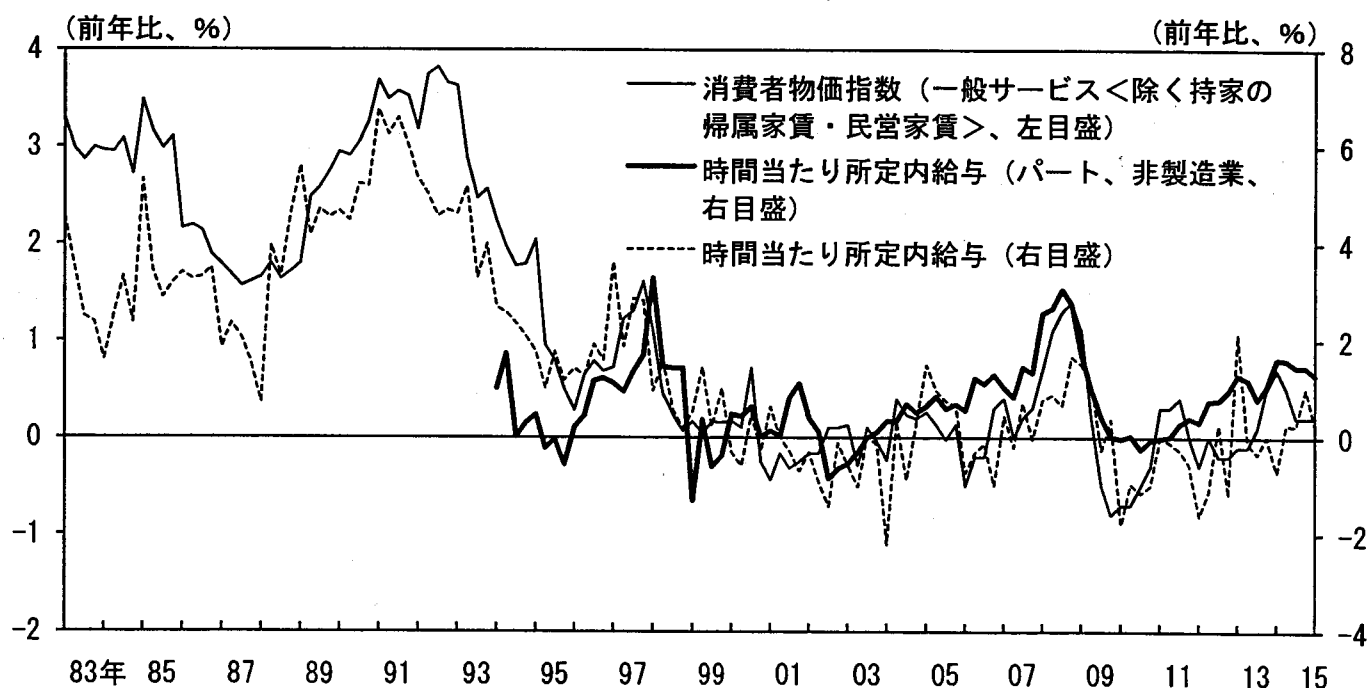
物価と賃金

(1) 消費者物価指数（総合除く食料・エネルギー）と名目賃金



- (注) 1. 2015/1Qは、1～2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. 時間当たり賃金の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

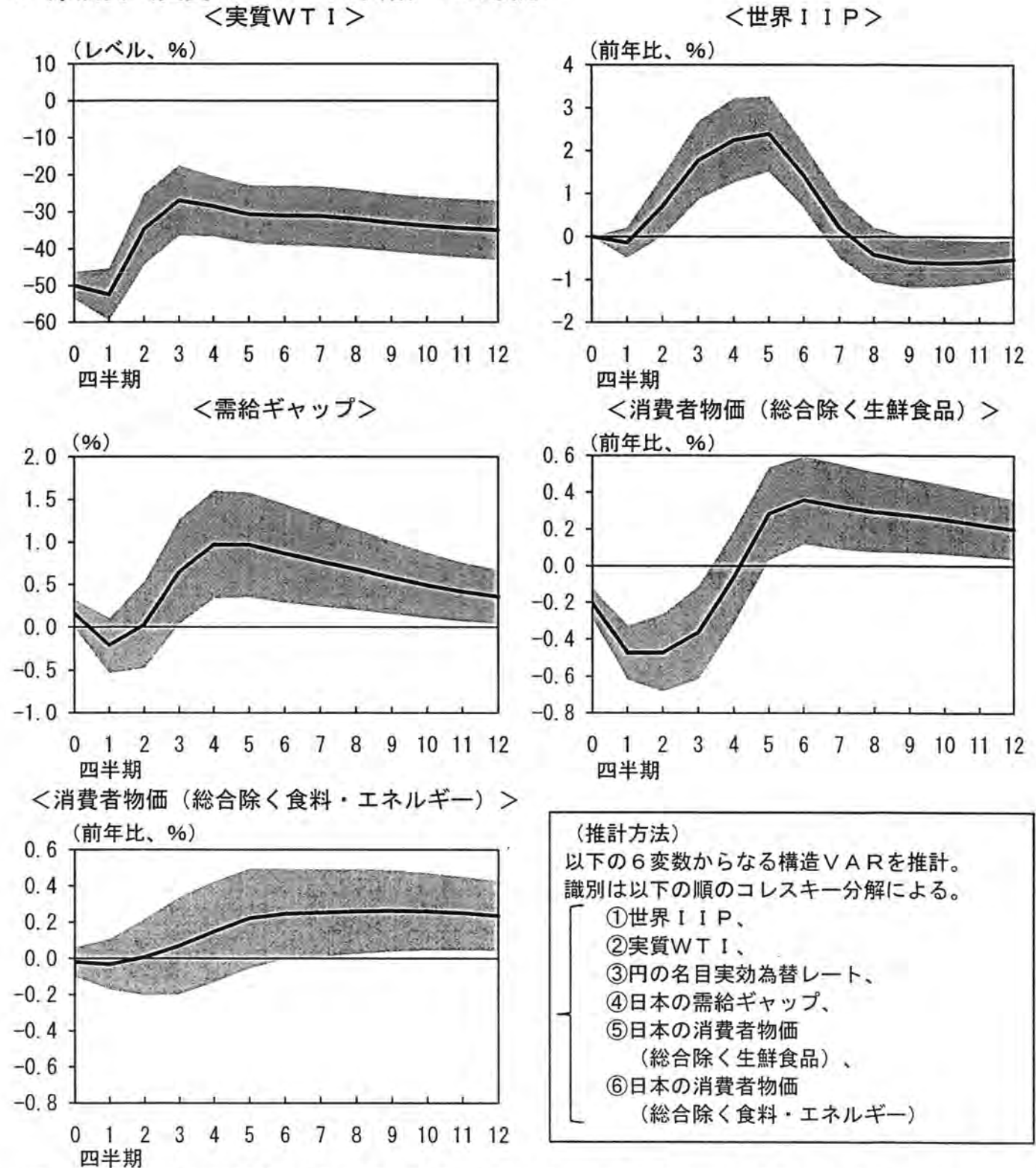


- (注) 消費者物価指数（一般サービス＜除く持家の帰属家賃・民営家賃＞）の前年比は、指数から作成。
 ただし、2005/4Q以前は前年比を加重して作成。

(資料) 総務省「消費者物価指数」、厚生労働省「毎月勤労統計」

原油安の影響

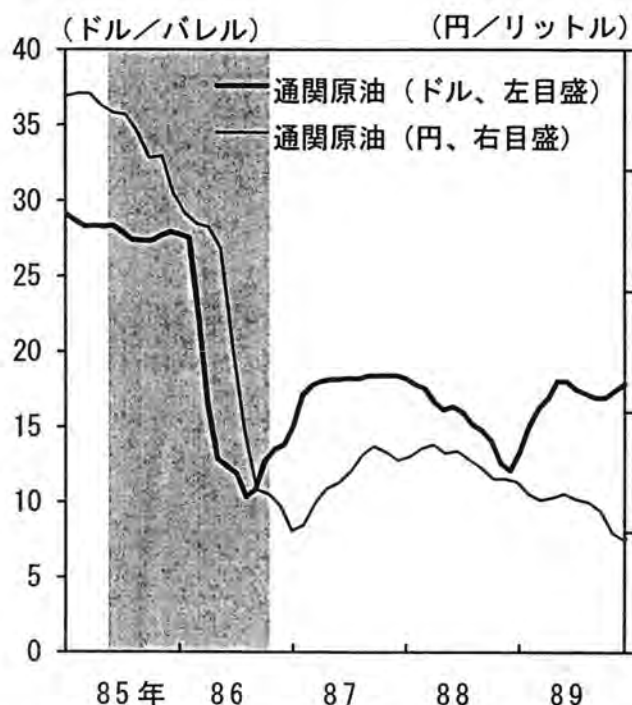
▽ 原油安（実質WTI 50%下落）への反応



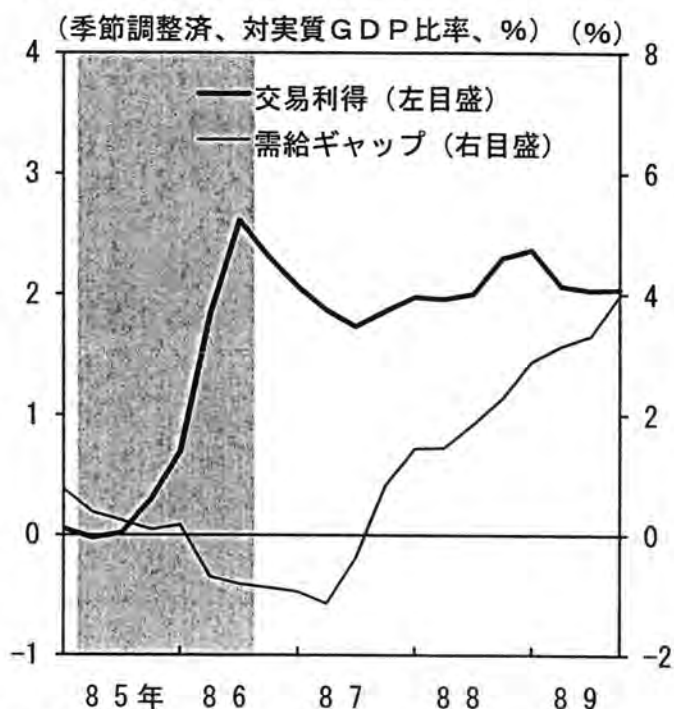
- （注）1. 推計期間は1983/1Q～2014/4Q。各変数は需給ギャップ（%）以外は前期比（%）で推計。前年比は前期比から計算。シャドーは75%タイラバンド。
2. 実質WTIは、米国の消費者物価（総合）で実質化。
3. 需給ギャップは日本銀行調査統計局の試算値。具体的な計測方法については、日銀レビュー「GDPギャップと潜在成長率の新推計」（2006年5月）を参照。
4. 日本の消費者物価は季節調整・消費税調整済み（試算値）。
- （資料）BIS、BLS、OECD、オランダ経済政策分析局、総務省「消費者物価指数」、内閣府「国民経済計算」等

逆オイルショック

(1) 原油価格

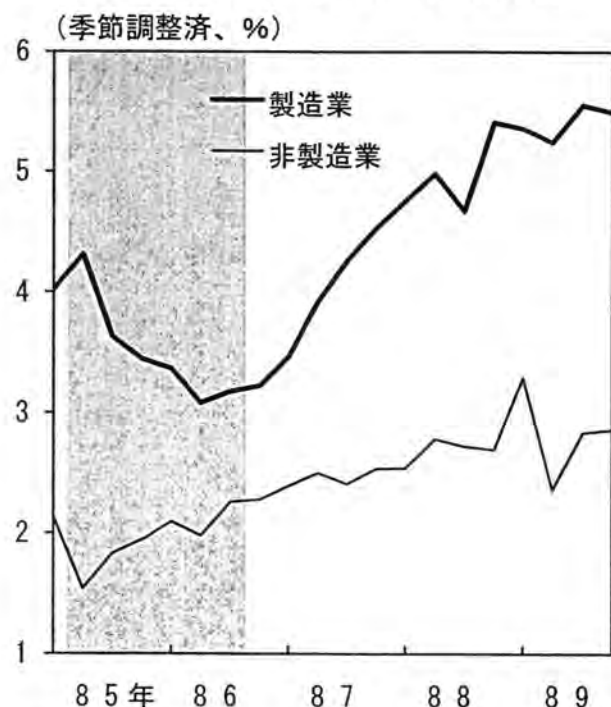


(2) 交易利得と需給ギャップ

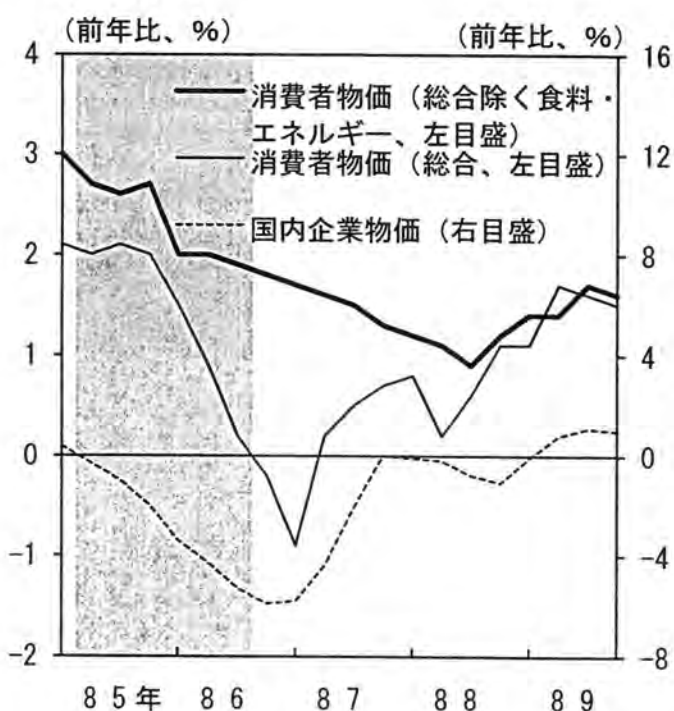


- (注) 1. シャドー部分は景気後退局面 (下のいずれの図表も同じ)。
 2. 交易利得、実質GDPは、2005年基準支出系列簡易遡及データを使用。
 3. 需給ギャップは日本銀行調査統計局の試算値。具体的な計測方法については、日銀レビュー「GDPギャップと潜在成長率の新推計」(2006年5月)を参照。

(3) 売上高経常利益率 (全規模)

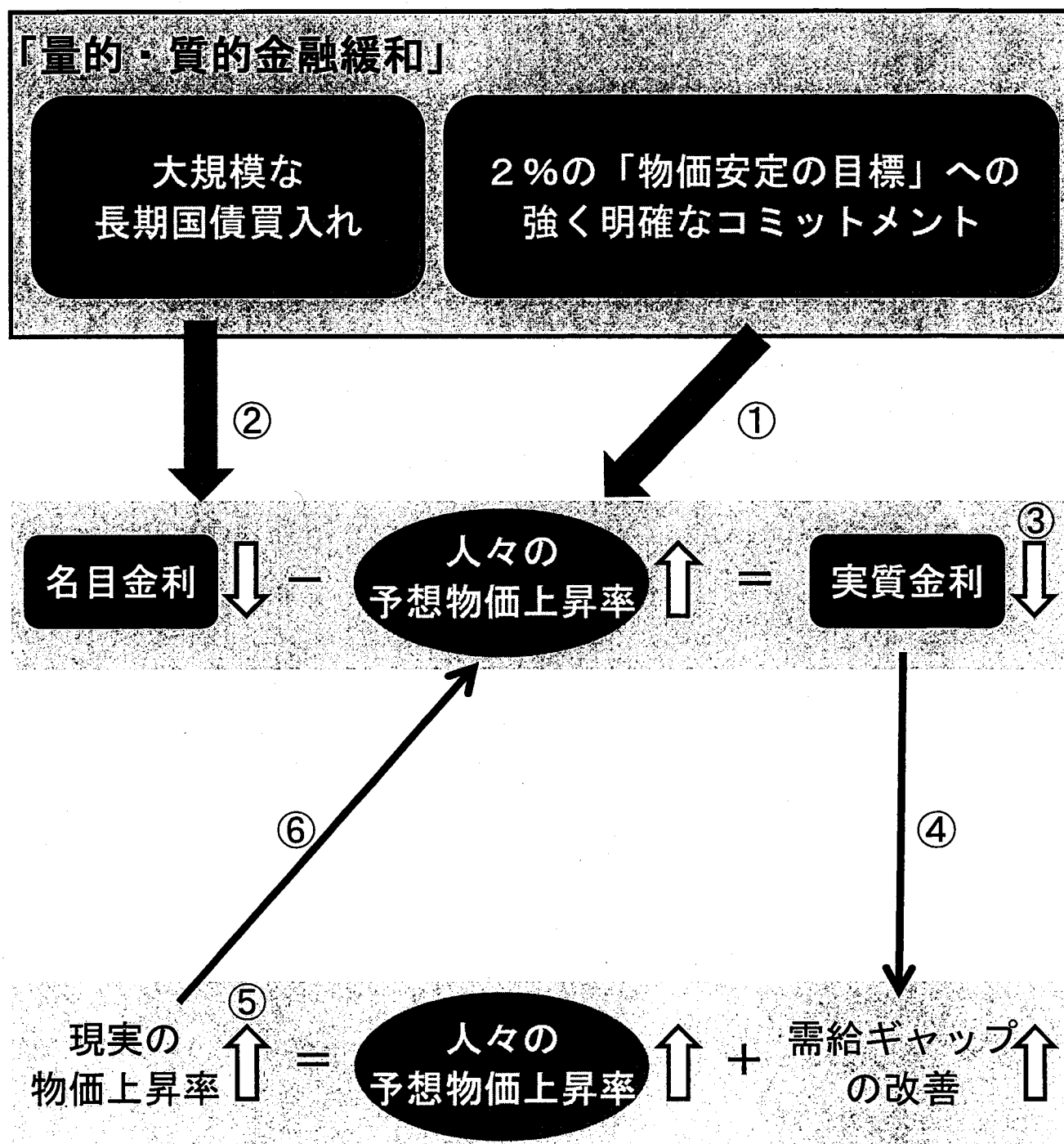


(4) 物価



- (注) 1. 売上高経常利益率は、金融業、保険業を除く。X-12-ARIMAによる季節調整値。
 2. 消費者物価は、消費税調整済み (試算値)。国内企業物価の1989/2Q以降は、消費税を除く計数を用いて消費税の影響を調整。
 (資料) 財務省「貿易統計」「法人企業統計季報」、内閣府「国民経済計算」、総務省「消費者物価指数」、日本銀行「企業物価指数」等

「量的・質的金融緩和」のメカニズム



「量的・質的金融緩和」による実質金利低下効果 (1)

(1) 観察アプローチ：名目金利

(%, %ポイント)

① 2013/1Q	② 2014/4Q	差 (②-①)
0.7	0.4	▲ 0.3

(注) 名目金利は、10年物国債利回りの四半期平均値。

(2) 観察アプローチ：予想物価上昇率

(%, %ポイント)

	① 2013/1Q	② 2014/4Q	差 (②-①)
ESPフォーキャスト			
(1年度先)	0.2	1.1	+1.0
(2～6年度先)	0.7	1.4	+0.7
(7～11年度先)	1.0	1.5	+0.5
QUICK調査			
(今後1年間)	0.1	1.9	+1.7
(今後2年間)	0.6	1.7	+1.1
(今後10年間)	1.1	1.5	+0.4
物価連動国債のBEI (10年物)	—	1.1	—
インフレーション・スワップ・レート (10年物)	0.8	1.1	+0.2
短観 (物価全般の見通し)			
(1年後)	—	1.4	—
(3年後)	—	1.6	—
(5年後)	—	1.7	—
消費動向調査 (1年後)	1.9	3.0	+1.2
生活意識に関するアンケート調査			
(過去1年間)	0.2	5.0	+4.8
(今後1年間)	3.0	3.0	+0.0
(今後5年間)	2.0	2.0	+0.0

(注) 1. 日次指標と月次指標は、四半期平均値。

2. 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。2～6年度先と7～11年度先の2013/1Qは、2012/12月調査の値。

3. 物価連動国債のBEIは、図表42の新物価連動国債ベース。

4. 短観は、全産業全規模、平均値。

5. 消費動向調査は、総世帯ベースの加重平均。加重平均の算出方法は図表43を参照。

6. 生活意識に関するアンケート調査は、中央値。

(資料) J CER「ESPフォーキャスト」、QUICK「QUICK月次調査(債券)」、内閣府「消費動向調査」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」「生活意識に関するアンケート調査」、Bloomberg

「量的・質的金融緩和」による実質金利低下効果（2）

（1）回帰分析アプローチ

①定式化と推計結果

$$\begin{aligned}
 \text{日本国債利回り（10年物、\%）} &= 0.197 - 0.042 \times \text{日本銀行の国債保有割合（\%）} \\
 &\quad (0.128) \quad (0.007) \\
 &+ 0.197 \times \text{米国債利回り（10年物、\%）} \\
 &\quad (0.044) \\
 &+ 0.212 \times \text{予想物価上昇率（今後10年間、\%）} \\
 &\quad (0.117) \\
 &+ 0.422 \times \text{実質GDP成長率予想（今後10年間、\%）} \\
 &\quad (0.184)
 \end{aligned}$$

括弧内は標準誤差

自由度修正済み決定係数：0.947

推計期間：2005/4Q～2014/4Q（四半期データ）

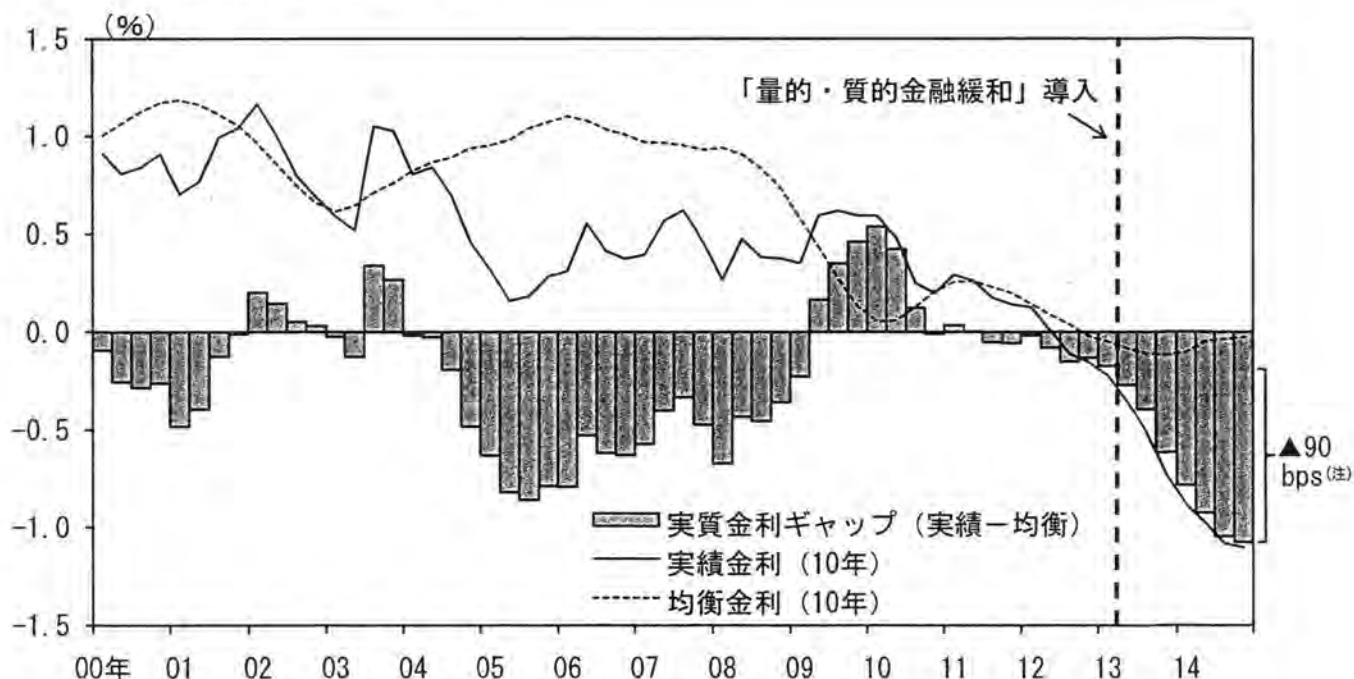
②長期金利の押し下げ効果（2013/3月末から2014/12月末までの変化）

日本銀行の長期国債 保有残高の増加額	日本銀行の国債 保有割合の上昇幅	長期金利の 押し下げ効果
+110兆円	+19.3%ポイント	▲80bps

（注）1. 日本銀行の国債保有割合は、対発行総額ベース。日本銀行の保有国債の平均残存期間の変化（変動利付債、物価連動債は除く）を勘案して算出。

2. 予想物価上昇率は、QUICK調査。実質GDP成長率予想は、コンセンサス・フォーキャスト。

（2）均衡金利アプローチ



「量的・質的金融緩和」の波及効果の試算

2013/1Qから2014/4Qまでの各経済変数の変化

	マクロモデルによる試算		実績
	【試算 1】	【試算 2】	
実質金利	▲0.8%ポイント	▲0.8%ポイント	(▲1%ポイント弱)
中長期的な 予想物価上昇率	+0.5%ポイント	+0.5%ポイント	—
株価 (TOPIX)	+18%	+40%	+40%
為替レート (円/ドル)	+8%	+25%	+24%
需給ギャップ	+1.1%ポイント	+3.0%ポイント	+2.0%ポイント
消費者物価指数前年比 (除く生鮮食品)	+0.6%ポイント	+1.0%ポイント	+1.0%ポイント

- (注) 1. マクロモデルには、日本銀行のマクロ計量モデル「Q-JEM」を使用。
 2. シャドー部分は、試算の前提。中長期的な予想物価上昇率については、モデルの定常状態での変化幅。
 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。
 4. 消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比は、消費税調整済み(試算値)。

(資料) 内閣府「国民経済計算」、総務省「消費者物価指数」、Bloomberg等

地域別の景気の総括判断（地域経済報告）

	1月判断	前回との比較	4月判断
北海道	一部に弱めの動きがみられるものの、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、和らいでいる	⇒	一部に弱めの動きがみられるものの、緩やかに回復している
東北	消費税率引き上げの影響による反動が徐々に和らいできている中、緩やかに回復している	⇒	緩やかに回復している
北陸	基調的には緩やかな回復を続けている。この間、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動などの影響も全体として和らいでいる	↗	回復している
関東甲信越	基調的に緩やかな回復を続けており、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動などの影響も全体として和らいでいる	⇒	緩やかな回復を続けている
東海	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、全体として和らいでいる	↗	着実に回復を続けている
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	↗	回復している
中国	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	⇒	緩やかに回復している
四国	基調的には緩やかな回復を続けており、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動の影響も全体として和らいでいる	⇒	緩やかな回復を続けている
九州・沖縄	緩やかに回復している。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和らいでいる	⇒	緩やかに回復している

(注) 全文は、<http://www.boj.or.jp/research/brp/rer/rer150413.htm/>を参照。

(資料) 日本銀行「地域経済報告（2015年4月）」

2015年4月30日
日 本 銀 行

経済・物価情勢の展望（2015年4月）【案】

【基本的見解】¹

＜概要＞

- 2017年度までの日本経済を展望すると、2015年度から2016年度にかけて潜在成長率を上回る成長を続けると予想される。2017年度にかけては、消費税率引き上げ前の駆け込み需要とその反動の影響を受けるとともに、景気の循環的な動きを映じて、潜在成長率を幾分下回る程度に減速しつつも、プラス成長を維持すると予想される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0%程度で推移するとみられるが、物価の基調が着実に高まり、原油価格下落の影響が剥落するに伴って、「物価安定の目標」である2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる³。2%程度に達する時期は、原油価格の動向によって左右されるが、現状程度の水準から緩やかに上昇していくとの前提にたてば、2016年度前半頃になると予想される。その後次第に、これを安定的に持続する成長経路へと移行していくとみられる。
- 2016年度までの見通しを従来の見通しと比べると、成長率の見通しは概ね不変である。物価の見通しは、やや下振れている。
- 「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⁴。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 4月30日開催の政策委員会・金融政策決定会合で決定されたものである。

² 消費税率については、1月の中間評価同様、2017年4月に10%に引き上げられることを前提としている。

³ 各政策委員は見通し作成にあたって、原油価格の前提を次の通りとした。すなわち、原油価格（ドバイ）は、1バレル55ドルを出発点に、見通し期間の終盤にかけて70ドル台前半に緩やかに上昇していくと想定している。その場合の消費者物価（除く生鮮食品）の前年比に対するエネルギー価格の寄与度は、2015年度で-0.7～-0.8%ポイント程度、2016年度で+0.1～+0.2%ポイント程度と試算される。また、寄与度は、当面マイナス幅を拡大した後、2015年度後半にはマイナス幅縮小に転じ、2016年度前半には概ねゼロになると試算される。

⁴ 「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、緩やかな回復基調を続けている。企業部門では、輸出、生産が持ち直すとともに、収益は過去最高水準まで増加しており、前向きな投資スタンスが維持されている。家計部門については、雇用・所得環境の着実な改善が続き、個人消費も全体としては底堅く推移している。

先行きを展望すると、国内需要が堅調に推移するとともに、輸出も緩やかに増加していくと見込まれ、家計、企業の両部門において所得から支出への前向きの循環メカニズムが持続すると考えられる。そうしたもとで、わが国経済は、2015 年度から 2016 年度にかけて潜在成長率を上回る成長を続けると予想される⁵。2017 年度にかけては、消費税率引き上げ前の駆け込み需要とその反動などの影響を受けるとともに、景気の循環的な動きを映じて、潜在成長率を幾分下回る程度に減速しつつも、プラス成長を維持すると予想される。

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、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」を継続する中で、金融環境は緩和した状態が続き、景気に対し刺激的に作用していくと想定している⁶。

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

⁵ 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。

⁶ 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想定している。

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、民間需要を中心とした成長が続くと予想される。欧州経済については、債務問題に伴う調整圧力が残り、暫くの間低インフレが続くとみられるものの、個人消費の回復や輸出の増加などに支えられ、緩やかに回復していくと見込まれる。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、成長ペースを幾分切り下げながらも、概ね安定した成長経路をたどると想定している。

第3に、公共投資は、現在の高めの水準から緩やかな減少傾向をたどった後、見通し期間の終盤にかけては下げ止まっ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が続くとともに、デフレからの脱却が着実に進んでいくにつれて、企業や家計の中長期的な成長期待は、緩やかに高まっていくと想定している。

以上を前提に、見通し期間の景気展開をやや詳しく述べると、2015年度から2016年度にかけては、輸出は、海外経済が回復し、これまでの為替相場の動きも下支えに働くことから、緩やかに増加すると考えられる。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作用する中、国内生産強化の動きなどもあって、しっかりと増加するとみられる。個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善が続き、賃金が増加していくほか、2015年度にはエネルギー価格下落による実質所得の押し上げ効果や駆け込み需要後の落ち込みからの回復も見込まれることから、伸びを高めると予想される⁷。こうした内外需要を反映して、鉱工業生産も、緩やかに増加

⁷ 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+0.5%ポイント程度、2014年度-1.2%ポイント程度、2015年度+0.3%ポイント程度、2016年度+0.3%ポイント程度、2017年度-0.8%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

するとみられる。

2017 年度にかけては、2 回目の消費税率引き上げ前の駆け込み需要とその反動の影響を受けるとともに、設備投資の増加ペースが資本ストックの蓄積に伴って低下していくとみられる。もともと、海外経済の成長などを背景に輸出が緩やかな増加を続けるとともに、緩和的な金融環境と成長期待の高まりなどを受けて国内民間需要は底堅く推移すると予想される。この間、潜在成長率は、見通し期間を通じて緩やかな上昇傾向をたどり、中長期的にみた成長ペースを押し上げていくと考えられる。このため、わが国経済は、潜在成長率を幾分下回る程度に減速しつつも、プラス成長を維持すると見込まれる。

2016 年度までの成長率の見通しを 1 月の中間評価時点と比べると、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 0 % 程度で推移している。

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、着実に改善傾向をたどっている⁸。すなわち、失業率が緩やかに低下し 3 % 台半ばになっているなど⁹、労働需給は引き締まり傾向が続いている。こうしたもとで、所定内給

く、相当な幅をもってみる必要がある。

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 労働需給の引き締まり度合いを測る際のひとつの目安として「構造失業率」がある。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に、過剰労働力が解消した状態に対応する失業率が構造失業率と呼ばれている。構造失業率を一定の手法で推計すると、このところ 3 % 台前半から半ば程度であると計算され

与が増加するなど、賃金の改善も続いている。また、駆け込み需要の反動の影響が収束してきたことから、設備の稼働率も高まっている。このため、マクロ的な需給バランスは、本年度前半にプラス（需要超過）に転じた後、2016年度にかけてプラス幅が一段と拡大し、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。その後、2017年度には、マクロ的な需給バランスは、プラスの水準で横ばい圏内の動きになると見込まれる。

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は、企業業績などに加え、物価動向を賃金に反映する動きが拡がりつつあり、本年のベースアップを含む賃上げは昨年を上回る伸びとなる見込みである。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で、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みられる。

第3に、輸入物価についてみると、これまでの為替相場の動きが、輸入物価を通じた消費者物価の押し上げ要因として作用していく一方、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0%程度で推移するとみられるが、物価の基調が着実に高まり、原油価格下落の影響が剥落するに伴って、「物価安定の目標」である2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる。2%程度に達する時期は、原油価格の動向によって左右されるが、現状程度の水準から緩やかに上昇していくとの前提にたてば、2016年度前

る。ただし、構造失業率の推計値は、時間の経過など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。

半頃になると予想される。その後は、平均的にみて、2%程度で推移すると見込まれる¹⁰。2016年度までの消費者物価の見通しを1月の中間評価時点と比較すると、やや下振れている。

2. 上振れ要因・下振れ要因

(1) 経済情勢

上記の中心的な経済の見通しに対する上振れ、下振れ要因としては、第1に、海外経済の動向に関する不確実性がある。先行きの海外経済を巡るリスク要因としては、米国経済の成長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景気・物価のモメンタム、新興国経済における持続的な成長に向けた構造調整の進展度合い、資源価格下落の影響、地政学的リスクなどが挙げられる。

第2は、2017年4月に予定される消費税率引き上げの影響である。駆け込み需要とその反動の影響や実質所得減少の影響は、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恐れがある。一方、財政再建の道筋に対する信認が高まり、人々の将来不安が軽減されれば、経済が上振れる可能性もある。

¹⁰ 2017年4月に予定される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、2017年度の消費者物価の前年比は1.3%ポイント押し上げられる。

(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、賃金の上昇を伴いながら実際の物価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、「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、エネルギー価格下落の影響から現実の消費者物価の前年比が当面0%程度で推移することが、予想物価上昇率の上昇ペースに影響するリスクがある。

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。

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、企業が財・サービス需給や労働需給の引き締めに応じて、販売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、労働需給の引き締めを背景として賃金の改善ペースが上振れ、物価にも影響を及ぼす可能性がある一方、消費者の物価上昇に対する抵抗感が強い場合や企業の賃上げに対する姿勢が慎重な場合、販売価格や賃金の引き上げがスムーズに進まない可能性もある。

第4に、原油価格といった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、2016年度前半頃に2%程度の物価上昇率を実現し、その後次第に、これを安定的に持続する成長経路へと移行していく可能性が高いと判断される。

次に、第2の柱、すなわち金融政策運営の観点から重視すべきリスクについて点検すると、中心的な経済の見通しについては、海外経済の動向などを巡る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2015年4月）を参照。

(参考)

▽2014～2017 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	-1.0～-0.8 <-0.9>	+2.8	+0.8
1月時点の見通し	-0.6～-0.4 <-0.5>	+2.9～+3.2 <+2.9>	+0.9～+1.2 <+0.9>
2015 年度	+1.5～+2.1 <+2.0>	+0.2～+1.2 <+0.8>	
1月時点の見通し	+1.8～+2.3 <+2.1>	+0.4～+1.3 <+1.0>	
2016 年度	+1.4～+1.8 <+1.5>	+1.2～+2.2 <+2.0>	
1月時点の見通し	+1.5～+1.7 <+1.6>	+1.5～+2.3 <+2.2>	
2017 年度	+0.1～+0.5 <+0.2>	+2.7～+3.4 <+3.2>	+1.4～+2.1 <+1.9>

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

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

(注3) 原油価格(ドバイ)については、1バレル55ドルを出発点に、見通し期間の終盤にかけて70ドル前半に緩やかに上昇していくと想定している。その場合の消費者物価(除く生鮮食品)の前年比に対するエネルギー価格の寄与度は、2015年度で-0.7～-0.8%ポイント程度、2016年度で+0.1～+0.2%ポイント程度と試算される。また、寄与度は、当面マイナス幅を拡大した後、2015年度後半にはマイナス幅縮小に転じ、2016年度前半には概ねゼロになると試算される。

(注4) 今回の見通しでは、消費税率について、2017年4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。消費税率引き上げの直接的な影響を含む2017年度の消費者物価の見通しは、税率引き上げが現行の課税品目すべてにフル転嫁されることを前提に、物価の押し上げ寄与を機械的に計算したうえで(+1.3%ポイント)、これを政策委員の見通し計数に足し上げたものである。

(注5) 2014年度の消費者物価指数(除く生鮮食品)については、3月の前年比が2月と同じであると仮定して計算しているほか、消費税率引き上げの物価の押し上げ寄与は、上記同様に機械的に計算している(+2.0%ポイント)。

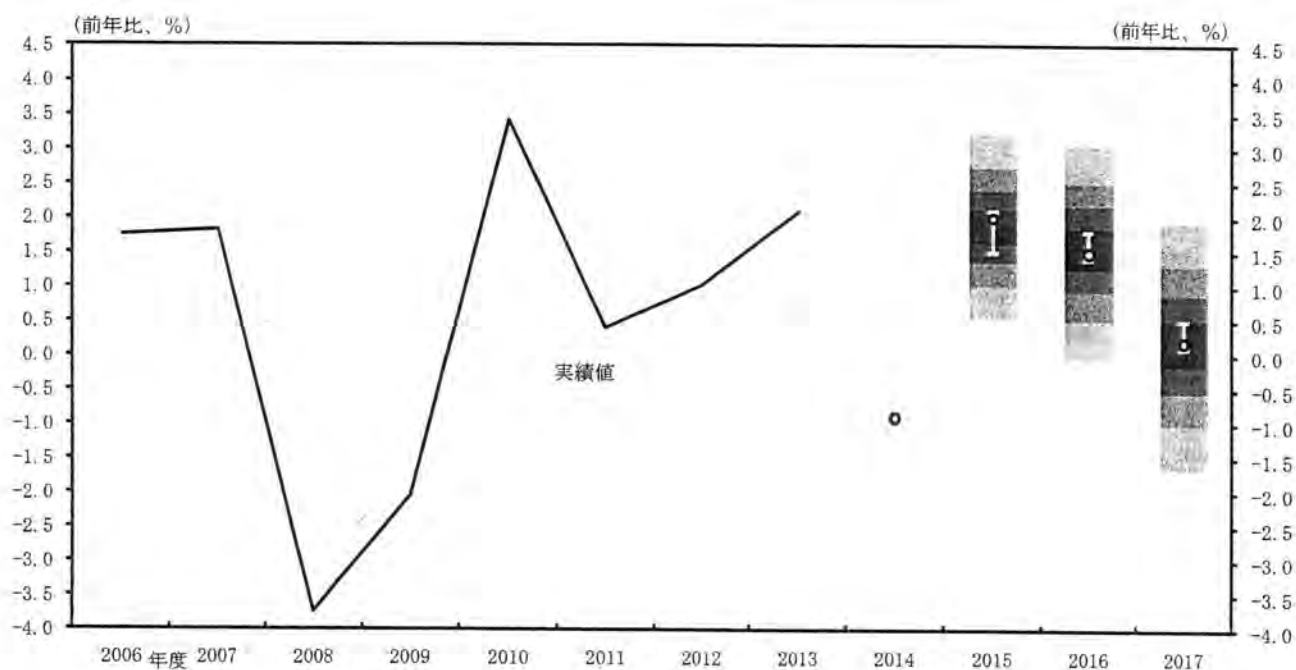
(注6) 政策委員全員の見通しの幅は下表の通りである。

——対前年度比、%。

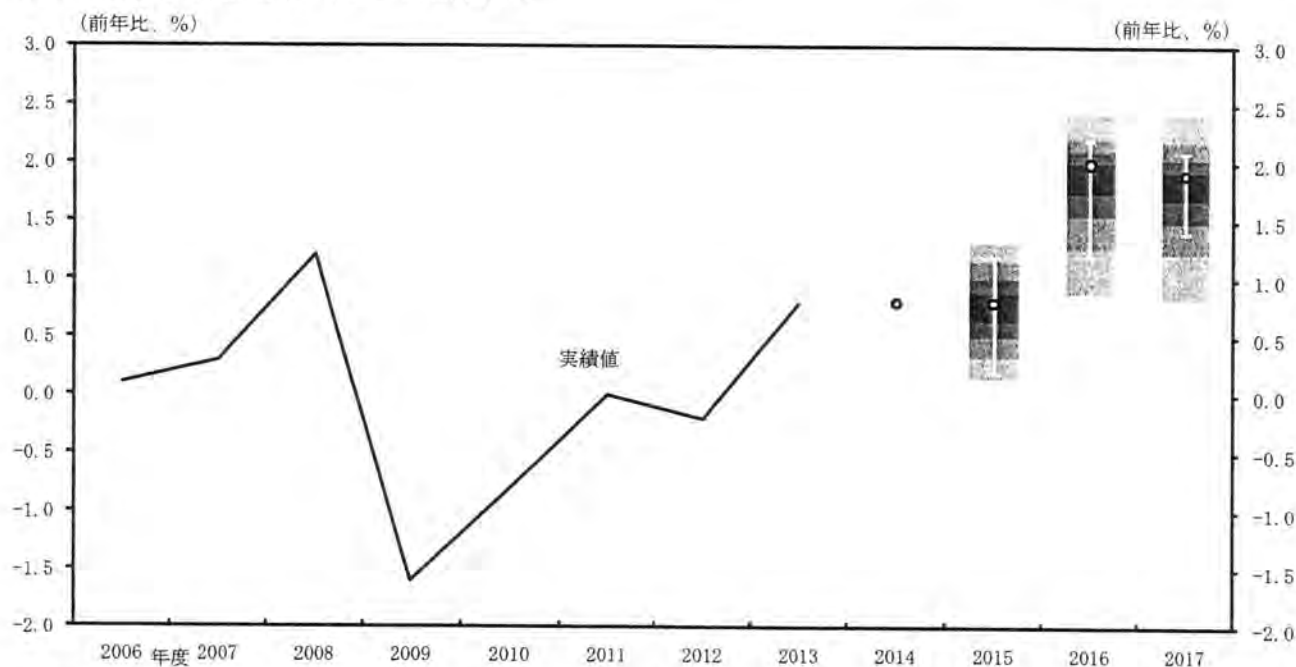
	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	消費税率引き上げの 影響を除くケース
2014 年度	-1.0～-0.3	+2.8	+0.8
1月時点の見通し	-0.7～-0.3	+2.9～+3.3	+0.9～+1.3
2015 年度	+0.8～+2.2	+0.2～+1.3	
1月時点の見通し	+1.3～+2.3	+0.3～+1.4	
2016 年度	+0.8～+1.8	+0.8～+2.3	
1月時点の見通し	+0.7～+2.0	+0.9～+2.3	
2017 年度	-0.1～+0.6	+2.0～+3.5	+0.7～+2.2

▽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) ○は政策委員の見通しの中央値を表す。ただし、2014年度の消費者物価指数(除く生鮮食品)は、3月の前年比が2月と同じであると仮定して計算した値。

(注3) 棒グラフ内の縦線は政策委員の大勢見通しを表す。

(注4) 消費者物価指数(除く生鮮食品)は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベース。

一 覧 後 廃 棄

要 回 収

要 注 意

<不開示情報：有（種類：審議・検討）>

<配付先：金融政策決定会合参加者>

[議 長 案]

金 融 市 場 調 節 方 針 の 決 定 に 関 す る 件

(案 件)

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

<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〕

資産買入れ方針の決定に関する件

(案 件)

1. 資産の買入れについて、下記の方針を継続すること。

記

- (1) 長期国債について、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。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は7年～10年程度とする。
- (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、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。
- (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。

2. 対外公表文は別途決定すること。

以 上

<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〕

金融市場調節および資産買入れ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および資産買入れ方針を下記のとおりとすること。

記

- （1）マネタリーベースが、年間約45兆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、以下の方針とする。
 - ① 長期国債について、保有残高が年間約45兆円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は7年程度とする。
 - 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。

2. 対外公表文は別途決定すること。

以 上

2015年4月30日

日 本 銀 行

当面の金融政策運営について（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、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（賛成8反対1）^{（注）}。

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. 資産の買入れについては、以下の方針を継続する（賛成8反対1）^{（注）}。

- ① 長期国債について、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。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は7年～10年程度とする。
- 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、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。
- 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。

以 上

^{（注）} 賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、森本委員、白井委員、石田委員、佐藤委員、原田委員。反対：木内委員。なお、木内委員より、マネタリーベースおよび長期国債保有残高が、年間約45兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節および資産買入れを行うなどの議案が提出され、反対多数で否決された。

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（2015年4月）」の基本的見解を決定する件

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

< 概要 >

略（不変）

- 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0%程度で推移するとみられるが、物価の基調が着実に高まり、原油価格下落の影響が剥落するに伴って、「物価安定の目標」である2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる^{3（略不変）}。2%程度に達する時期は、原油価格の動向によって左右されるが、現状程度の水準から緩やかに上昇していくとの前提にたてば、2016年度を中心とする期間前半頃になると予想される。その後次第に、これを安定的に持続する成長経路へと移行していくとみられる。

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0%程度で推移するとみられるが、物価の基調が着実に高まり、原油価格下落の影響が剥落するに伴って、「物価安定の目標」である2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる。2%程度に達する時期は、原油価格の動向によって左右されるが、現状程度の水準から緩やかに上昇していくとの前提にたてば、2016年度を中心とする期間前半頃になると予想される。

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、2016 年度を中心とする期間前半頃に 2 %程度の物価上昇率を実現し、その後次第に、これを安定的に持続する成長経路へと移行していく可能性が高いと判断される。

略（不変）

以 上

一 覧 後 廃 棄

要 回 収

要 注 意

< 不 開 示 情 報 : 有 (種 類 : 審 議 ・ 検 討) >

< 配 付 先 : 金 融 政 策 決 定 会 合 参 加 者 >

[佐 藤 委 員 案]

「経済・物価情勢の展望（2015 年 4 月）」の基本的見解を決定する件

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

< 概 要 >

略（不変）

- 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 0 % 程度で推移するとみられるが、物価の基調が着実に高まり、原油価格下落の影響が剥落するに伴って、「物価安定の目標」である 2 % に向けて上昇率を高めていくと考えられる^{3（略不変）}。2 % 程度を見通せるに達する時期は、原油価格の動向によって左右されるが、現状程度の水準から緩やかに上昇していくとの前提にたてば、2016 年度前半頃になると予想される。その後次第に、これを安定的に持続する成長経路へと移行していくとみられる。

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0%程度で推移するとみられるが、物価の基調が着実に高まり、原油価格下落の影響が剥落するに伴って、「物価安定の目標」である2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる。2%程度を見通せるに達する時期は、原油価格の動向によって左右されるが、現状程度の水準から緩やかに上昇していくとの前提にたてば、2016年度前半頃になると予想される。~~その後は、平均的にみて、2%程度で推移すると見込まれる~~^{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、2016年度前半頃に2%程度の物価上昇率を目指し実現し、その後次第に、これを安定的に持続する成長経路へと移行していく可能性が高いと判断される。

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（2015年4月）」の基本的見解を決定する件

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

< 概要 >

略（不変）

- 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0%程度で推移するとみられるが、その後はかなり緩やかに物価の基調が着実に高まり、原油価格下落の影響が剥落するに伴って、「物価安定の目標」である2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる^{3（略不変）}。2%程度に達する時期は、原油価格の動向によって左右されるが、現状程度の水準から緩やかに上昇していくとの前提にたてば、2016年度前半頃になると予想される。その後次第に、これを安定的に持続する成長経路へと移行していくとみられる。

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⁴（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」の実現を目指し、金融面からの後押しを粘り強く続けていく。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。今後とも、2つの「柱」による点検を踏まえた柔軟な政策運営のもとで、資産買入れ策と実質的なゼロ金利政策をそれぞれ適切と考えられる時点まで継続する。~~

1. わが国の経済・物価の中心的な見通し

（1）経済情勢

略（不変）

第1に、日本銀行が、~~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」を継続する中で、金融環境は緩和した状態が続き、景気に対し刺激的に作用していくと想定している~~⁶（略不変）。

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高まっていくもとで、中長期的な予想物価上昇率は安定的に推移する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みられる。

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、当面0%程度で推移するとみられるが、その後はかなり緩やかに物価の基調が着実に高まり、原油価格下落の影響が剥落するに伴って、「物価安定の目標」である2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる。2%程度に達する時期は、原油価格の動向によって左右されるが、現状程度の水準から緩やかに上昇していくとの前提にたてば、2016年度前半頃になると予想される。その後は、平均的にみて、2%程度で推移すると見込まれる¹⁰（略不変）。

略（不変）

2. 上振れ要因・下振れ要因

(1) 略（不変）

(2) 物価情勢

略（不変）

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、賃金の上昇を伴いながら実際の物価上昇率が高ま
~~っていく中で、人々の予想物価上昇率は安定的に推移するも一段と上昇~~
~~し、「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姿~~
を想定しているが、それ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、エネルギー価格下落の影響から現実の消費者物価の前年比が当面
0%程度で推移することが、予想物価上昇率の上昇ペースに影響するリ
スクがある。

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、物価上
昇率は当面0%程度で推移し、その後はかなり緩やかに上昇率を高めて
いくわが国経済は、2016年度前半頃に2%程度の物価上昇率を実現し、
その後次第に、これを安定的に持続する成長経路へと移行していく可能
性が高いと判断される。

略（不変）

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」
の実現を目指し、金融面からの後押しを粘り強く続けていく。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。今後とも、2つの「柱」による点検を踏まえた柔軟な政策運営のもとで、資産買入れ策と実質的なゼロ金利政策をそれぞれ適切と考えられる時点まで継続する。

以 上

2017.3.23

企画局

「金融環境の現状評価」参考計表の一部訂正について

企画局が2015年2月17・18日会合から2017年1月30・31日会合において、「金融政策決定会合資料—5」として配付いたしました「金融環境の現状評価」参考計表の一部に誤りがありましたので、下記のとおりご報告申し上げます。

記

「資金調達量関連指標」のうち、「民間銀行貸出残高、CP・社債の発行残高」の計表。正誤については、添付のとおりです。

—— なお、誤りがあった計表は、対外非公表資料であるため、対外的な影響はございません。

以上

【2015年4月30日会合】

(図表11) 資金調達量関連指標

(誤)

<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

	2014年			
銀行計 (平残)	2.4			
	[2.6]			

(正)

<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

	2014年			
銀行計 (平残)	2.4			
	[2.3]			

要注意

公表時間

5月8日（金）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：2045年12月31日>

2015.5.8

日本銀行

（案）

政策委員会 金融政策決定会合 議事要旨

（2015年4月7、8日開催分）

本議事要旨は、日本銀行法第20条第1項に定める「議事の概要を記載した書類」として、2015年4月30日開催の政策委員会・金融政策決定会合で承認されたものである。

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

引用・転載・複製を行う場合は、出所を明記してください。

(開催要領)

1. 開催日時：2015年4月7日(14:00～16:00)
4月8日(9:00～12:31)

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	(“)
	森本宜久	(審議委員)
	白井さゆり	(“)
	石田浩二	(“)
	佐藤健裕	(“)
	木内登英	(“)
	原田 泰	(“)

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(7日)
	菅原一秀	財務副大臣(8日)
内閣府	前川 守	政策統括官(経済財政運営担当)(7日)
	西村康稔	内閣府副大臣(8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	内田真一
企画局政策企画課長	正木一博
金融市場局長	山岡浩巳
調査統計局長	前田栄治
調査統計局経済調査課長	亀田制作
国際局長	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
企画局企画役	服部良太
企画局企画役	飯島浩太

I. 金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

1. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合（3月16、17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282～297兆円台で推移した。

2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、金利は、翌日物、ターム物とも引き続き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）、G Cレポレートとも、日本銀行補完当座預金の付利金利（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、短国レートは概ねゼロ%近傍で推移している。

長期金利（10年債利回り）は、米欧長期金利の低下などを背景に幾分低下しており、最近では0.3%台半ばで推移している。株価（日経平均株価）は、企業業績の改善期待などを背景に幾分上昇しており、最近では19千円台後半で推移している。為替相場をみると、円の対米ドル相場は、米国の利上げ時期を巡る市場の予想が若干後ずれしたことなどを受けて幾分円高ドル安方向の動きとなっており、最近では120円前後で推移している。

3. 海外金融経済情勢

海外経済は、一部になお緩慢さを残しつつも、先進国を中心に回復している。

米国経済は、民間需要を中心にしっかりとした回復を続けている。個人消費は、このところ悪天候の影響もあって増加ペースは幾分鈍化しているものの、雇用の力強い増加や原油安の効果を背景に、基調としてはしっかりしている。住宅投資も、緩やかな持ち直し基調を辿っている。企業部門をみると、ドル高などの影響から輸出の伸びは鈍化しているが、堅調な家計支出を背景に企業マインドや生産活動のモメンタムはしっかりしており、設備投資も回復を続けている。物価面をみると、コアベースのインフレ率は横ばい圏内の動きとなっている一方で、総合ベースはエネルギー価格の下落を主因にゼロ%近傍で推移

（注）「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。」

している。

欧州経済は、緩やかな回復を続けている。輸出は、外需の改善やユーロ安を背景に、緩やかに持ち直している。個人消費は、雇用者報酬の増加基調が続く中で、原油安や株高の効果もあって、このところ伸びを高めている。こうしたもとで、企業マインドは改善し、生産や設備投資にも持ち直しに向けた動きがみられている。物価面をみると、コアベースのインフレ率が緩やかな低下傾向を辿っているほか、総合ベースはエネルギー価格の下落を主因になおマイナスが続いている。この間、英国経済は、内需を中心とする堅調な回復を続けているが、そのペースはやや鈍化している。

新興国経済をみると、中国経済は、構造調整に伴う下押し圧力を背景に幾分成長モメンタムを鈍化させつつも、総じて安定した成長を維持している。輸出は、米国やアジア向けを中心に増加を続けている。個人消費は、良好な雇用・所得環境を背景に安定した伸びを続けている。一方、固定資産投資は、公共投資が下支えしているものの、不動産市場の調整などを背景に伸びの鈍化が続いている。生産も緩やかに伸びを鈍化させている。N I E s をみると、このところ輸出の持ち直しペースは鈍化しているものの、内需は持ち直し傾向を続けており、景気は全体として上向いている。また、インド経済は、構造改革への期待やインフレ率の低下を背景としたマインドの改善基調が続くもとで、持ち直している。一方、ASEANでは、輸出の回復基調は続いているものの、個人消費の改善の動きがなお緩慢なものにとどまっており、成長モメンタムの鈍化した状態が続いている。また、ブラジルでは厳しい経済情勢が続いているほか、ロシア経済は、資本流出による金融環境のタイト化や物価上昇などによるマインドの悪化が続くもとで、内需を中心に停滞色を一段と強めている。

新興国の物価面をみると、エネルギー価格の下落などから、インフレ率は低下している。もっとも、ロシアでは通貨安の影響や食料品価格の値上がりから、また、ブラジルでは公共料金の引き上げなどから、それぞれインフレ率が上昇している。

海外の金融資本市場をみると、ドル高の米国経済に対する負の影響が意識される中で、弱めの経済指標や3月FOMC（連邦公開市場委員会）における政策金利見通しの下方修正などを受けて、FRBによる早期利上げ観測がやや後退したことから、米国長期金利が低下したほか、為替市場ではドル高方向の動きが一服し、新興国通貨などが幾分上昇している。国際商品市況をみると、原油価格は、中東における地政学的リスクの高まりなどを背景に上昇している。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

輸出は、持ち直している。実質輸出をみると、昨年7～9月から2四半期連続で増加し、年明け後は、東アジア向けが春節の影響を受けることもあって、1月に大きく増加して2月は反動減となるなど月々の振れが大きいものの、均してみると、1～2月の10～12月対比は増加となっている。先行きの輸出は、海外経済の回復などを背景に、緩やかに増加していくと考えられる。

公共投資は、高水準で横ばい圏内の動きとなっている。先行きについては、高めの水準を維持しつつも、緩やかな減少傾向に転じていくとみられる。

設備投資は、企業収益が改善する中で、緩やかな増加基調にある。機械投資の一致指標である資本財総供給（除く輸送機械）はこのところ増加基調が明確となりつつあるほか、建設投資の先行指標である建築着工床面積（民間非居住用）も年末以降増加している。企業の業況感、総じて良好な水準で推移している。3月短観をみると、業況判断D I（全産業全規模）は小幅ながら2期連続で改善し、リーマン・ショック前の景気拡大期のピークに近い水準にある。業種別にみても、製造業は若干の悪化、非製造業は小幅の改善と、幾分ばらつきはあるが、いずれも「良い」超となっている。先行きの設備投資については、企業収益が改善傾向を辿る中で、緩やかな増加基調を続けると予想される。3月短観で2015年度の設備投資計画をみると、増益が続く見通しのもとで、総じてしっかりとした計画が維持されている。

雇用・所得環境をみると、完全失業率が3%台半ばまで低下し、有効求人倍率が改善傾向を続けるなど、労働需給は着実な改善が続いている。賃金面では、所定内給与の前年比が小幅のプラスに転じ、所定外給与に持ち直しの動きがみられる中で、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、雇用者所得は緩やかに増加している。

個人消費は、一部で改善の動きに鈍さがみられるものの、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、全体としては底堅く推移している。小売業販売額（実質）は、昨年7～9月、10～12月と増加を続けた後、1～2月の10～12月対比は小幅の減少となっている。百貨店の売上高は、株高による資産効果に加え、訪日外国人向けの販売増にも支えられて、改善基調を続けている。駆け込み需要の反動減の影響が長引いていた耐久消費財についても、乗用車の新車登録台数で持ち直しに

向けた動きがみられているほか、家電販売額は持ち直し傾向にある。このほか、旅行などのサービス消費は、底堅い動きを続けている。消費者コンフィデンス関連指標をみると、石油製品価格の下落などを背景に、足もとでは持ち直しの動きがみられる。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するとみられる。

住宅投資は、駆け込み需要の反動減が続いてきたが、足もとでは下げ止まりつつある。先行きについては、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予想される。

鉱工業生産は、内外需要の緩やかな増加に加え、在庫調整の進捗もあって、持ち直している。生産は、昨年 10～12 月に増加に転じ、年明け後は、東アジアの春節の影響から月々の振れが大きくなっているが、1～2 月を均してみると 10～12 月対比で増加している。先行きは、内外需要を反映して、緩やかに増加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、国内企業物価は、これまでの国際商品市況の大幅な下落を反映して、3 か月前比で下落している。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、0 % 程度となっている。先行きについて、国内企業物価は、国際商品市況の動きを反映して、当面下落幅を縮小していくとみられる。消費者物価の前年比は、エネルギー価格下落の影響から、当面 0 % 程度で推移するとみられる。

（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 % 台半ばのプラスとなっている。企業の資金繰りは、良好である。マネーストックの前年比は、銀行貸出の増加などから 3 % 台半ばの伸びとなっている。この間、予想物価上昇率は、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。

Ⅱ．金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

1．経済情勢

国際金融資本市場について、多くの委員は、弱めの経済指標や3月FOMCを受けてFRBによる早期利上げ観測がやや後退したことから、為替市場ではドル高方向の動きが一服しているとの認識を示した。何人かの委員は、ギリシャ情勢について、現在、関係諸機関との間で経済再建策の具体化交渉が進められているが、その帰趨に関する不透明感や政府の資金繰りのタイト化などを背景にギリシャの国債金利は高止まりしており、今後の展開や国際金融資本市場への影響について引き続き注視する必要があると述べた。複数の委員は、欧州中央銀行による公的資産買入れプログラムの開始以降、欧州では金利が一段と低下していると指摘したうえで、今後もこうした傾向が続いた場合、投資家の利回り追求の動きを通じて日本の国債市場にも影響が及ぶ可能性があるとの見方を示した。

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認識を共有した。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見方で一致した。

地域毎にみると、米国経済について、委員は、民間需要を中心にしっかりとした回復を続けているとの認識で一致した。多くの委員は、個人消費について、悪天候の影響もあってこのところ増加ペースは幾分鈍化しているものの、雇用の力強い拡大やガソリン価格の下落を背景に、基調はしっかりとしているとの見方を共有した。委員は、企業部門について、ドル高などの影響から輸出の伸びは鈍化しているが、堅調な家計支出を背景に企業マインドや生産活動のモメンタムはしっかりとしており、設備投資も回復を続けているとの認識で一致した。米国経済の先行きについて、委員は、当面、為替相場の動きが輸出面に影響するとみられるが、家計部門の堅調さが企業部門に引き続き波及していくもとで、しっかりとした回復を続けるとの見方を共有した。ある委員は、失業率が完全雇用状態といえる水準まで低下しており、今後は賃金の改善ペースが高まっていく可能性が高いとの認識を示した。

欧州経済について、委員は、緩やかな回復を続けているとの認識で一致した。委員は、輸出がユーロ安などを背景に緩やかに持ち直しており、個人消費も原油安や株高の効果などからこのところ伸びを高めているとの認識を共有した。欧州経済の先行きについて、委員は、ユー

ロ安や欧州中央銀行による金融緩和もあって、緩やかな回復を続けるとの見方で一致した。

中国経済について、委員は、構造調整に伴う下押し圧力を背景に成長モメンタムを幾分鈍化させつつも、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との認識で一致した。先行きについて、委員は、先進国向けを中心に輸出の増加が続くほか、当局も景気下支え策を講じていくとみられることから、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続けるとの見方を共有した。何人かの委員は、景気下支え策の効果が見込めることから、7%前後の経済成長目標は達成される可能性が高いとの認識を示した。ある委員は、一連の金融緩和後も経済指標は総じて弱く、成長率の低下傾向に歯止めがかかっていない可能性に注意が必要であるとの見方を述べた。別の一人の委員は、成長率の鈍化は、投資の伸びの低下などを通じて、それ以上に世界経済を牽引する力を低下させる可能性がある」と指摘した。

新興国経済について、委員は、アジアを中心に持ち直している国・地域がみられる一方で、ブラジルやロシアなどでは景気停滞が続いており、全体として成長に勢いを欠く状態が続いているとの認識を共有した。先行きについて、委員は、国・地域毎のばらつきは残るものの、先進国の景気回復の波及や金融緩和などを背景とした内需の持ち直しから、成長率を徐々に高めていくとの見方で一致した。一人の委員は、エネルギー価格の下落は、新興国に金融緩和による対応余地をもたらしているとの認識を示した。

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、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作用し続ける中で、緩やかな回復基調を続けているとの認識を共有した。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ていくとの見方で一致した。

輸出について、委員は、持ち直しているとの認識で一致した。委員は、年明け後は春節の影響で月々の振れが大きく、2月の実質輸出は1月の反動減からやや弱めとなったものの、均してみれば改善傾向が続いているとの見方を共有した。先行きについても、海外経済の回復などを背景に、緩やかに増加していくとの見方で一致した。何人かの委員は、3月短観をみると海外での製商品需給判断D Iが幾分悪化し

ており、企業は海外需要を慎重にみていると指摘した。

設備投資について、委員は、企業収益が改善する中で、緩やかな増加基調にあるとの認識を共有した。先行きも、企業収益が改善傾向を辿る中で、緩やかな増加基調を続けるとの見方で一致した。3月短観について、委員は、企業の業況感は、総じて良好な水準で推移しているとの認識を共有した。何人かの委員は、業況判断D Iが小幅ながら2期連続で改善しており、リーマン・ショック前の景気拡大期のピークに近い水準にあると指摘した。何人かの委員は、2015年度の事業計画をみると、増収増益が続くもとでしっかりと設備投資計画となっており、企業の前向きな姿勢が維持されているとの見方を示した。ある委員は、非製造業の業況判断D Iをみると、不動産や小売を中心に大企業・中小企業ともに改善していると指摘した。この間、何人かの委員は、過去最高水準にある企業収益に比べれば、企業のマインドや支出姿勢はなお慎重であるとの見方を示した。その背景として、一人の委員は、企業が先行きの内外需要になお慎重な見方を崩していないとの認識を述べた。複数の委員は、現在の好調な企業収益には、円安に伴い海外における利益が円換算で押し上げられている面もあり、企業はその持続性を見極めている可能性があるとの指摘した。これらの委員は、為替相場が安定的に推移し、それが企業の中長期的な経営計画に反映されていけば、国内設備投資の積極化などに繋がっていくとの見方を示した。

雇用・所得環境について、委員は、労働需給が着実な改善を続けるもとで、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認識を共有した。多くの委員は、企業収益が好調に推移し、労働需給がタイト化する中で、今春の賃金改定交渉では、ベースアップを含め昨年を上回る回答を示す企業が増えているとの見方を述べた。これらの委員は、賃金引き上げの動きは、大企業だけではなく、中小企業や非正規労働者にも拡がっているとの認識を示した。このうちの一人の委員は、「生活意識に関するアンケート調査」をみると、収入について、1年前に比べて「増えた」と回答した世帯や、1年後は「増える」と答えた世帯が増加していると指摘した。ある委員は、このところ人手確保の観点から企業は正社員化を進めており、今後は非正規雇用へのシフトによる平均賃金の下押し圧力が次第に和らぎ、賃金の緩やかな上昇傾向が定着するとの見方を示した。

個人消費について、委員は、一部で改善の動きに鈍さがみられるものの、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、全体としては底堅く推移しているとの認識を共有した。多くの委員は、消費者マインド関連

指標について、雇用・所得環境の改善などを背景に、持ち直しの動きがみられていると述べた。何人かの委員は、雇用・所得環境の改善やマインド指標の持ち直しに比べて、個人消費関連指標の改善がやや遅れているとの見方を示した。一人の委員は、3月短観の小売業の業況判断DIをみると、訪日外国人向けの販売増による面もあるが、明確な改善傾向がみられるとの認識を示した。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で、引き続き底堅く推移するとの見方で一致した。何人かの委員は、昨年4月以降、消費税率引き上げに伴う実質所得減少などの影響がみられたが、それが一巡した今後は、所得面の改善が支出増加にはつきりと繋がってくると述べた。一人の委員は、今回の賃上げは消費性向の高い若年層に手厚く行われたとの指摘があり、その効果にも期待しているとの見方を示した。この間、複数の委員は、年金生活者には賃金上昇の恩恵が及びにくいいため、こうした層の消費動向に注意する必要があると述べた。

住宅投資について、委員は、駆け込み需要の反動減が続いてきたが、足もとでは下げ止まりつつあり、先行き、次第に底堅さを取り戻していくとの見方で一致した。

鉱工業生産について、委員は、内外需要の緩やかな増加に加え、在庫調整の進捗もあって、持ち直しているとの認識を共有した。多くの委員は、年明け後は春節の影響で月々の振れが大きいと、均してみれば改善傾向が続いているとの見方を示した。先行きについて、委員は、緩やかに増加していくとの認識で一致した。複数の委員は、企業からの聞き取り調査などを踏まえると、素材関連における在庫調整や輸送機械における在庫調整からの回復の一巡から、生産は当面横ばい圏内の動きにとどま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、0%程度となっており、エネルギー価格下落の影響から、当面0%程度で推移する可能性が高いとの見方で一致した。何人かの委員は、エネルギー価格などの動向次第では、小幅のマイナスになる可能性があるとして述べた。

2. 金融面の動向

わが国の金融環境について、委員は、緩和した状態にあるとの認識で一致した。委員は、マネタリーベースは日本銀行による資産買入れの進捗を反映して大幅に増加しており、企業の資金調達コストは低水準で推移しているとの見方を共有した。委員は、企業からみた金融機関の貸出態度は改善傾向を続けているほか、CP・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。ある委員は、全体として緩和効果がしみ通った金融環境になっていると述べた。

Ⅲ．当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

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

多くの委員は、導入から約2年が経過した「量的・質的金融緩和」について、所期の効果を発揮しているとの認識を共有した。これらの委員は、需給ギャップや中長期的な予想物価上昇率に規定される物価の基調は、今後も改善傾向を辿るとの見方を共有した。多くの委員は、「量的・質的金融緩和」の導入以降、名目金利が低位で安定的に推移する一方、やや長い目で見た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と述べたうえで、そのことが企業・家計の支出行動を支えているとの認識を示した。何人かの委員は、株価など資産価格の上昇や過度な円高水準の修正が生じたと指摘した。ある委員は、企業収益が過去最高水準まで増加しているほか、失業率低下など雇用環境の改善を背景に雇用者所得も増加していると述べた。別の一人の委員は、デフレ的なマインドセットを転換させる効果があったとの見方を示した。これに対し、ある委員は、実質金利がマイナスまで低下したもとでも、消費や設備投資が明確に加速するほどの効果はみられなかったと述べた。昨年10月末の「量的・質的金融緩和」拡大の効果について、何人かの委員は、原油価格の大幅下落を背景に実際の物価上昇率が低下するもとでも、予想物価上昇率は維持されており、賃金や価格設定などへの二次的な影響は生じていないと指摘した。一人の委員は、銀行貸出の伸びが高まっているほか、最近では金融機関による成長分野や外貨建て金融資産への投資が増加するなど、ポートフォリオ・リバランス効果が次第に広がってきていると述べた。大量の国債買入れが国債市場に及ぼす影響について、複数の委員は、最近の国債市場では流動性プレミアムが相応に意識され、名目金利が下がりにくくなっていると指摘した。何人かの委員は、金利の安定を確保するためには、財政運営に対する信認が維持されることも重要であり、政府が財政健全化に向けた取り組みを着実に進めていくことを期待しているとの認識を示した。複数の委員は、日本銀行の国債買入れにより金利の低位安定が保たれるとの期待が過度に強まることな

どを背景に、財政健全化に向けた政府の取り組み姿勢が後退するリスクには引き続き注意が必要であると述べた。何人かの委員は、仮に政府の財政健全化へのコミットメントが薄れたと市場が判断すれば、国債に対する信認低下から長期金利が上昇し、結果的に日本銀行の政策効果を減殺する可能性があるとの指摘した。

金融政策を運営するうえでの物価動向の判断について、委員は、「物価安定の目標」は安定的に達成すべきものであり、金融政策運営に当たっては、物価の基調的な動きが重要であるとの認識を共有した。多くの委員は、3月短観における企業の物価見通しをみると、原油価格が下落するもとでも、先行き物価上昇率が高まるという予想が維持されているとの見方を示した。複数の委員は、非製造業・大企業では、仕入価格判断D Iの「上昇」超幅が縮小する一方で販売価格判断D Iの「上昇」超幅が拡大しており、価格転嫁を巡る環境に改善がみられるとの認識を述べた。このうちの一人の委員は、仕入価格が上昇しても最終段階での価格転嫁が難しいというこれまでの企業の声と比べると、こうした改善の動きは今後の物価動向を見通すうえで大きな変化だといえたと付け加えた。何人かの委員は、「生活意識に関するアンケート調査」をみると、家計も引き続き物価上昇を予想していると指摘した。何人かの委員は、ベースアップも含めた今年の賃金改定交渉の結果は、賃金の増加を伴いながら物価上昇率が徐々に高まっていくという好循環のメカニズムが作動し始めていることを示しているとの認識を示した。ある委員は、やや勢いを欠いているとはいえ2年連続でベースアップが実現する見通しとなったことは、基本給は上がらないという固定観念を変え、前向きの予想形成を促す重要な契機になると述べた。これらの議論を受けて、委員は、予想物価上昇率は、やや長い目でみれば全体として上昇しているとの認識を共有した。そのうえで、多くの委員は、先行き、物価の基調を規定する需給ギャップは着実に改善し、予想物価上昇率も高まっていくことから、原油価格下落の影響が剥落するに伴って消費者物価は伸び率を高め、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との見方を共有した。一方、ある委員は、需要の弱さを背景に耐久財や衣料品の価格上昇率が低下していることなどを踏まえると、この先、消費者物価（除く食料・エネルギー）の前年比上昇率の拡大はかなり緩やかなものにとどまると述べた。この間、需給ギャップについて、複数の委員は、推計手法の違いによって乖離が生じ得るため、各手法の特徴を踏まえながら総合的に点検していくことが重要であるとの見方を示した。

以上の議論を踏まえ、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、大方の委員は、「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」という現在の方針を継続することが適当であるとの認識を示した。

資産の買入れについても、大方の委員は、現在の買入れ方針を継続することが適当であるとの認識を示した。これらの委員は、具体的には、①長期国債について、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、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こと、また、買入れの平均残存期間は 7 年～10 年程度とすること、②ETF および J-REIT について、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、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、を確認した。

先行きの金融政策運営の考え方について、多くの委員は、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。

一方、一人の委員は、需給ギャップがゼロ近傍まで改善する中、逡巡している「量的・質的金融緩和」の追加的効果を副作用が既に上回っているため、導入時の規模であってもこれをなお継続することは、金融面での不均衡の蓄積など中長期的な経済の不安定化に繋がる懸念があるとの見方を示した。そのうえで、この委員は、①金融市場調節および資産買入れ方針については、マネタリーベースと長期国債保有残高の増加ペースを、段階的減額を視野に入れて、「量的・質的金融緩和」導入時を下回る水準まで減額するほか、買入れ国債の平均残存期間およびETF、J-REITの買入れペースを導入時と同様にすること、②先行きの金融政策運営については、「物価安定の目標」の達成期間を中長期へと見直すとともに、金融面での不均衡など中長期的なリスクにも十分配慮した柔軟な政策運営のもとで、早期に「量的・質的金融緩和」の終了や金利引き上げに向かうのではなく、資産買入れ策と実質的なゼロ金利政策をそれぞれ適切と考えられる時点まで継続するとの表現に変更することを主張した。

これに対し、何人かの委員は、2%の「物価安定の目標」に向けてなお途半ばである現時点での減額開始は、政策効果を減殺する可能性が高いとの見方を示した。複数の委員は、日本経済がようやくデフレ

脱却への道筋がみえてきたという段階であることを踏まえると、現時点ではデフレに戻るリスクを避けることを最優先すべきであると指摘した。このうちの一人の委員は、現状、金融面での不均衡の蓄積を示す具体的な根拠はないと付け加えた。ある委員は、資産買入れの減額に関する情報発信は、タイミングや方法次第でせつかくの緩和効果を削ぐリスクもあり、細心の注意を払う必要があると述べた。

IV. 政府からの出席者の発言

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 日本経済は、三本の矢の一体的な取組みもあって、有効求人倍率は22年振りの高水準、企業の経常利益は過去最高水準となり、賃金についても、本年の春闘は、連合の3次集計によれば2.33%と過去15年で最高となった昨年水準をさらに上回る勢いであるなど、緩やかな回復基調が続いている。
- 平成27年度予算については、3月13日に衆議院を通過し、今週には参議院も通過する予定となっている。当面、国民生活に支障が生じないように、11日間の短期間の暫定予算を提出し、成立したところである。また、3月31日に所得税法等の一部を改正する法律が成立した。その内容として、デフレ不況からの脱却・経済再生に向けた税制上の対応、地方創生にかかる税制上の対応、消費税率10%への引き上げ時期の変更、そしてBEP Sプロジェクト等の国際的な取組みを踏まえた税制上の対応、震災からの復興支援のための税制上の対応等を行うこととしている。こうした一連の施策により、経済再生と財政再建の両立を実現していきたいと考えている。
- 金融政策について、日本銀行には、経済・物価情勢を踏まえつつ、2%の物価安定目標を実現することを期待している。

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、企業部門に改善がみられるなど、緩やかな回復基調が続いている。先行きは、緩やかに回復することが期待されるが、海外景気の下振れなどわが国の景気を下押しするリスクに留意する必要がある。物価動向の判断に当たっては、GDPデフレーター等も含め総合的にみていくことが重要と考えられる。
- 経済の好循環のためには、しっかりと収入が増えていくことが重要である。連合によれば、本年の賃上げ率は過去15年で最高となった昨年水準をさらに上回る勢いである。さらに、経済産業省の

調査によれば、中小企業の7割以上が、一部を含め、価格転嫁が受け入れられたとしている。中小企業の賃上げ環境の整備をもう一步進めるため、4月2日に経済の好循環実現に向けた政労使会議を開催し、価格転嫁策とサービス業の生産性向上策を決定した。

- 「地方への好循環拡大に向けた緊急経済対策」のうち、地域住民生活等緊急支援のための交付金については、年度内にほぼ全額、地方公共団体に交付する決定を行った。また、2020年度の財政健全化目標に向けた具体的な計画を夏までに策定することとしている。現在、論点整理のため民間議員を中心に関係省庁からヒアリングを実施し、議論を行っており、経済財政諮問会議で検討を進めていく。
- 成長戦略について、関連法案を25本国会に提出した。4月1日には、日本医療研究開発機構が始動した。国家戦略特区については、「地方創生特区」の第一弾として、秋田県仙北市、宮城県仙台市、愛知県の3地域を決定した。成長戦略のさらなる進化のため、本年年央における成長戦略の改訂に向けて精力的に議論を進めていく。
- 日本銀行においては、経済・物価情勢を踏まえつつ、2%の「物価安定の目標」の実現に向けて着実に取り組むことを期待する。

V. 採決

1. 金融市場調節方針（議長案）

以上の議論を踏まえ、議長から、委員の多数意見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。

採決の結果、賛成多数で決定された。

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。

採決の結果

賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、森本委員、白井委員、
石田委員、佐藤委員、原田委員

反対：木内委員

2. 資産買入れ方針（議長案）

議長から、委員の多数意見を取りまとめるかたちで、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、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、また、買入れの平均残存期間は 7 年～10 年程度とする、② E T F および J - R E I T 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、③ C P 等、社債等について、それぞれ約 2.2 兆円、約 3.2 兆円の残高を維持する、との資産買入れ方針を継続することを内容とする議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、賛成多数で決定された。

採決の結果

賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、森本委員、白井委員、
石田委員、佐藤委員、原田委員

反対：木内委員

3. 金融市場調節および資産買入れ方針（木内委員案）

この間、木内委員から、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針に関して、「マネタリーベースが、年間約 45 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」、および資産買入れ方針に関して、「①長期国債について、保有残高が年間約 45 兆円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は 7 年程度とする。② E T F および J - R E I T について、保有残高が、それぞれ年間約 1 兆円、年間約 300 億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。③ C P 等、社債等について、それぞれ約 2.2 兆円、約 3.2 兆円の残高を維持する」、との議案が提出され、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、中曽委員、森本委員、白井委員、
石田委員、佐藤委員、原田委員

VI. 対外公表文（「当面の金融政策運営について」）の検討

以上の議論を踏まえ、対外公表文が検討され、多数意見が形成された。これに対し、木内委員から議案の提出があり、以下の2つの議案が採決に付されることとなった。

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」の実現を目指し、金融面からの後押しを粘り強く続けていく。今後とも、2つの「柱」による点検を踏まえた柔軟な政策運営のもとで、資産買入れ策と実質的なゼロ金利政策をそれぞれ適切と考えられる時点まで継続する。」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、中曽委員、森本委員、白井委員、
石田委員、佐藤委員、原田委員

2. 議長案

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

VII. 議事要旨の承認

議事要旨（3月16、17日開催分）が全員一致で承認され、4月13日に公表することとされた。

以 上

2015年4月8日
日 本 銀 行

当面の金融政策運営について

1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（賛成8反対1）^{（注1）}。

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. 資産の買入れについては、以下の方針を継続する（賛成8反対1）^{（注1）}。

- ① 長期国債について、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。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は7年～10年程度とする。

- 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、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。

- 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、緩やかな回復基調を続けている。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。そうしたもとで、輸出は持ち直している。設備投資は、企業収益が改善するなかで、緩やかな増加基調にある。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、一部で改善の動きに鈍さがみられるものの、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、全体としては底堅く推移している。住宅投資は、駆け込み需要の反動減が続いてきたが、足もとでは下げ止まりつつある。以上の内外需要のもとで、在庫調整の進捗もあって、鉱工業生産は持ち直している。企業の業況感、総じて良好な水準で推移している。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ベースでみて、0%程度となっている。予想物価上昇率は、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。

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ていくとみられる。消費者物価の前年比は、エネルギー価格下落の影響から、当面0%程度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、欧州における債務問題の展開や低インフレ長期化のリスク、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) 賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、森本委員、白井委員、石田委員、佐藤委員、原田委員。反対：木内委員。なお、木内委員より、マネタリーベースおよび長期国債保有残高が、年間約45兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節および資産買入れを行うなどの議案が提出され、反対多数で否決された。

(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、2つの「柱」に基づく柔軟な政策運営のもとで、資産買入れ策と実質的なゼロ金利政策をそれぞれ適切と考えられる時点まで継続す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、森本委員、白井委員、石田委員、佐藤委員、原田委員）。