

公表時間
11月1日(月)14時00分

2004年11月1日
日 本 銀 行

経済・物価情勢の展望
(2004年10月)

【基本的見解】¹

(経済・物価情勢の見通し)

わが国経済は、回復を続けている。すなわち、輸出や生産が伸びをやや鈍化させつつも増加傾向を続けるもとで企業収益が増加しており、これが設備投資の増加につながっている。また、雇用面の改善や消費マインドの好転を背景に、個人消費もやや強めの動きを続けている。このように、わが国経済は、前回（4月）の「経済・物価情勢の展望」において示された「2004年度見通し」と比べると、上振れて推移していると考えられる。物価面では、国内企業物価は「見通し」に比べて上振れて推移している一方、消費者物価は概ね「見通し」に沿った動きとなっている。

先行きについても、景気は回復を続け、次第に持続性のある成長軌道に移行していくと考えられる。前提となる海外経済は、原油価格上昇やIT関連財の在庫調整の影響などもあって、これまでの高めの成長から幾分減速するものの、拡大を続けると予想される。こうしたもとで、わが国の輸出は、伸び率がやや低下するものの、増加を続けるとみられる。生産・在庫面では、IT関連財の在庫調整が進行中であるが、調整は軽度なものとどまると予想される。他方、素材関連では、好調な需要などを反映して、高水準の生産が続いている。このため、鉱工業全体では、在庫が総じて低水準で推移していることもあって、生産の基調的な増勢が続くと考えられる。企業収益は、企業のコスト削減や財務体質の強化等ともあいまって、大企業・中小企業ともに幅広い業種で改善を続けると予想される。また、企業の過剰設備・過剰債務などの構造的な調整圧力も和らいできている。こうしたもとで、設備投資は増加を続けていくとみられる。企業の人件費

¹10月29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。

抑制姿勢は引き続き根強いとみられるが、企業収益の増加や雇用過剰感の緩和が続くもとで、雇用者所得は緩やかな増加に転じる可能性が高い。このため、個人消費は緩やかに増加していくと予想される。

国内企業物価は、原油価格の上昇や素材の需給引き締めなどを反映して、2004年度中は上昇を続ける可能性が高い。2005年度は、原油価格の一段の高騰等がない限り、上昇テンポは緩やかなものになっていくと予想される。この間、消費者物価については、景気が回復を続けるもとで需給ギャップは改善を続けるものの、企業部門における生産性の向上や人件費の抑制等から、当面上昇しにくい状況が続くとみられる。消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）の前年比は、今後、米価格が前年比で下落に転じることによって、今年度後半も引き続き小幅のマイナスで推移すると見込まれる。2005年度については、需給バランスの緩やかな改善が続くもとで、前年比で小幅のプラスに転じると予想される。なお、物価の先行きは、原油価格のほか、生産性や人件費の動向にも左右されるため、見通しは上下に振れる可能性がある点には留意しておく必要がある。

（上振れ・下振れ要因）

以上述べた「見通し」には、以下のような上振れまたは下振れの要因があることに留意する必要がある。

第1に、海外経済の動向である。米国や中国をはじめとする東アジアの景気展開次第では世界景気が下振れ、わが国の輸出の減少をもたらす可能性がある。原油価格は、既往最高値圏で推移しており、今後さらに上昇を続ける場合には、原油輸入国を中心に、企業収益の圧迫や家計の実質購買力の低下等を通じて経済の下振れ要因となる可能性がある。また、IT関連財については、需要の振幅が激しいだけに、最終需要が予想以上に下振

れた場合には、生産・在庫面での調整が深まることも考えられる。

第2に、国内民間需要の動向である。原油価格や世界的なIT関連需要が予想以上に変動した場合、その動向は、前述のように海外経済を通じてわが国の輸出に影響を及ぼすほか、設備投資等の国内民間需要に影響をもたらす可能性もある。また、企業の人件費抑制姿勢が強まる場合には、雇用者所得の改善が遅れ、個人消費が下振れることも考えられる。一方、生産性の向上や構造的な調整の進展などを背景に、経済の先行きに対する企業や家計の強気の見方が広がる場合には、設備投資や個人消費が上振れる可能性もある。

第3に、国内金融・為替市場の動向である。市場は中長期的には経済・物価動向を反映して動くが、そのもとで短期的には様々な要因によって変動する。このため、今後の変化の程度と方向によっては、経済活動に対して上振れ・下振れいずれにも作用し得る。

第4に、不良債権処理や金融システムの動向である。不良債権問題への対応は、既に相当程度進捗しており、金融システムに対する不安感は後退している。金融システム面の問題については、2005年度からのペイオフ解禁を控え、引き続き注意を払っていく必要があるが、企業金融面を通じて実体経済に悪影響を及ぼす惧れは小さくなっている。

(金融政策運営)

現在、民間企業は、経営戦略の明確化、コストの削減、財務体質の強化等により引き続き収益向上に取り組んでおり、その成果が現れてきている。また、金融機関における不良債権処理にも進捗がみられている。政府も各種の規制緩和や金融・税制・歳出等の分野における改革を通じて、民間の経済活性化の努力を支援している。日本銀行も思い切った金融緩和を続け

ている。幅広い経済主体がこれまでのような取り組みを粘り強く続け、景気回復の動きがさらに確かなものとなっていけば、持続的な経済成長とデフレ克服の可能性が高まっていくと考えられる。

こうしたもとで、日本銀行は、量的緩和政策を、消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで継続するという「約束」にしたがって、堅持していく方針である。「約束」がもたらす金利を通じた景気支援効果は、景気が回復し企業収益が改善する状況において、より強まっていくものと考えられる。

今回の展望レポートの見通しのもとでは、2005年度内に日本銀行当座預金残高を金融市場調節の主たる操作目標とする現在の金融政策の枠組みを変更する時期を迎えるか否かは明らかではない。今後の金融政策運営については、言うまでもなく先行きの経済物価情勢に依存するが、経済がバランスのとれた持続的な成長過程をたどる中において生産性の向上を基本的な背景として物価が反応しにくい状況が続いていくのであれば、余裕をもって対応を進められる可能性が高いと考えられる。

もとより、日本銀行としては、今後の情勢変化に応じて適切かつ機動的に対応するとともに、金融経済情勢に関する判断や金融政策運営に関する基本的な考え方を丁寧に説明していく方針である。具体的な説明の内容や方法については、さらに工夫を重ね、市場参加者が金融政策の先行きを予測する上で参考になる基本的な判断材料を適切に提供していく。

(参 考)

政策委員の大勢見通し²

対前年度比、%。なお、< >内は政策委員見通しの中央値。

	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2004年度	+3.4 ~ +3.7 < +3.6 >	+1.4 ~ +1.5 < +1.5 >	-0.2 ~ -0.1 < -0.2 >
4月時点の見通し	+3.0 ~ +3.2 < +3.1 >	+0.1 ~ +0.3 < +0.2 >	-0.2 ~ -0.1 < -0.2 >
2005年度	+2.2 ~ +2.6 < +2.5 >	+0.2 ~ +0.5 < +0.3 >	-0.1 ~ +0.2 < +0.1 >

(注) 政策委員の見通しを作成するに当たっては、先行きの金融政策運営について、不変を前提としている。

² 「大勢見通し」は、各政策委員の見通しのうち最大値と最小値を1個ずつ除いて、幅で示したものである。政策委員全員の見通しの幅は下表のとおりである。

対前年度比、%。

	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2004年度	+3.2 ~ +3.7	+1.4 ~ +1.8	-0.2 ~ -0.1
4月時点の見通し	+2.9 ~ +3.5	+0.1 ~ +0.5	-0.2 ~ +0.5
2005年度	+2.0 ~ +2.6	+0.1 ~ +1.3	-0.1 ~ +0.3

【背景説明】

1. 経済・物価・金融情勢

(2004年度上期の経済・物価)

日本経済は、昨年後半に明確な回復過程に入った後も、回復を続けている。2003年後半から2004年前半にかけては、海外経済の成長加速を受けて、輸出が高い伸びを示し、生産も増加を続けた。その後も、海外経済が幾分減速するもとの、輸出や生産は、次第に伸びが鈍化しつつも増加傾向を続けた(図表1～2)。そうしたもとの、企業収益や企業の業況感の改善が続いており、バブル経済崩壊以降では最高水準ないしそれに近い水準に達している(図表3～4)。設備投資も引き続き増加しており、最近では、これまでの地価の下落の効果もあって建設投資の増加傾向が明確化している(図表5～6)。雇用面においては、失業率の低下や雇用者数の増加など、生産活動や企業収益からの好影響がみられるようになった。この間、雇用者所得は、下げ止まってきているものの、企業が非正規雇用の活用などによって人件費の抑制姿勢を続けるもとの、明確な増加に転じるまでには至っていない(図表7)。こうしたもとの、個人消費は、消費マインドの好転などにも支えられて、やや強めの動きを続けた。

物価面をみると(図表8)、国内企業物価は、内外商品市況の上昇や需給の改善等を反映して、9月には前年比+1.8%まで上昇率が高まった。一方、消費者物価(全国、除く生鮮食品、以下同じ)については、前年度の消費者物価を押し上げた一時的な要因が徐々に剥落する中で³、基調

³ 具体的には、医療費自己負担の引き上げ(2003年4月)、たばこ税引き上げ(同7月)が、それぞれ引き上げから1年が経過し、前年比押し上げには寄与しなくなった。昨年から上昇した米価格についても、新米の出回り時期を控え、徐々に前年比上昇幅が縮

として前年比小幅のマイナスで推移した。この間、商品市況は上昇しているものの、ガソリンなど一部の品目を除いて、消費者物価が上昇するには至っていない。このように、高い成長率のもとで消費者物価が下落しているのは、企業間で厳しい競争が続いていることや、生産性の上昇および人件費の抑制からユニット・レーバークスト（生産物一単位当たりの人件費）が引き続き低下したことなどが、主な背景とみられる（図表9～10）⁴。

この間、家計や企業の物価に対する予想をみると、先行きの物価下落を予想する見方は後退している（図表11）。

本年4月の「経済・物価情勢の展望」（展望レポート）では、2004年度について、生産や企業収益の増加を背景に、前向きな循環が次第に強まるもとで、景気が回復を続けるという姿を想定した。その後、実際の日本経済は、こうした4月時点の見通しに比べて上振れて推移した。物価面では、内外の商品市況が予想以上に高騰したことなどから国内企業物価は上振れとなったが、消費者物価は概ね見通しどおりの動きであった。

（2005年度までの経済の展望）

2004年度下期から2005年度までの日本経済を展望すると、当面は、IT関連財の在庫調整などから生産の増加テンポが緩やかなものにとどまるとみられるが、海外経済が拡大を続け、国内の構造調整圧力も和らい

小している。

⁴ ここでは、ユニット・レーバークストを、雇用者報酬を実質GDPで除すことによって求めている。ただし、脚注5で述べるように、実質GDPが高めに算出されていると、その分、生産性の上昇幅は大きめに、したがってユニット・レーバークストの低下幅も大きめに算出されることになる。こうしたGDP統計の特徴によって、ここ1～2年におけるユニット・レーバークストの低下幅が、実態よりも大きく出ている可能性がある点には注意が必要である。

できている中で、景気は回復を続けると予想される。

まず、前提となる海外経済の先行きについては、原油価格の上昇もあって、これまでの高めの成長から幾分減速するものの、米国や中国を中心に拡大が続いていくとみられる。足許既に始まっているIT関連財の在庫調整に関しては、デジタル家電市場が成長期にあるうえ、過剰在庫が大きく膨らむ前に生産が抑制されていること等から、基本的には軽度の調整で終わる可能性が高いと考えられる。このため、輸出、生産は、多少の綾を伴いつつも増加基調を続けていくと予想される。また、企業収益の改善が続き、企業の過剰設備・過剰債務などの構造的な調整圧力も和らいできている環境のもとで、設備投資は、内需関連分野も含めて増加を続ける可能性が高い。この間、企業の人件費抑制姿勢は引き続き根強いとみられるが、企業収益の増加や雇用過剰感の緩和が続くもとで、雇用者所得は緩やかな増加に転じる可能性が高い。このため、個人消費は緩やかに増加していくと予想される。

以上を踏まえると、先行きの日本経済は、外需と国内民間需要がともに増加する中で、潜在成長率を幾分上回る成長を続けていくことが期待できる。ただし、年度ごとの経済成長率に着目すると、2004年度は、前年度後半の高成長によって2004年度初めの経済活動水準が押し上げられていたこともあり、年度平均でみて高い成長率になると予想される一方、2005年度は、より潜在成長率に近い伸び率へ成長ペースが鈍化する可能性が高い⁵。

⁵ 昨年10月の「経済・物価の将来展望とリスク評価」で述べたように、現行GDP統計においては、GDPデフレーター（パーシェ型）の下落幅が他の物価指数（ラスパイレス型）に比べ相対的に大きくなる傾向があるが、これには、パーシェ型指数は、ラスパイレス型指数とは異なり品目のウェイト変化が反映されるが、一般に品質向上が著しく価格下落が大きい品目のウェイトは増加すること、基準時から離れるほどその

(2005年度までの物価の展望)

物価の基調的な動きに影響するマクロ的な需給バランスは、景気の回復を反映して改善傾向が続いていくと予想される(図表12~13)⁶。また、原油価格をはじめとする内外商品市況の上昇は、少なくとも当面、素原材料や中間財の価格を押し上げる方向に働く。しかし、企業部門における生産性の向上や、パート労働者やアウトソーシングを活用した人件費の抑制が続くとみられることから、ユニット・レーバ・コストは引き続き低下し、経済全体では原材料コスト上昇の影響はかなり吸収されていくとみられる。また、個人消費の回復テンポが目に見えて加速する状況までは展望しにくい中で、各種規制緩和の効果などもあって、企業の価格設定は引き続き厳しい競争環境を前提としたものになる可能性が高い。これらからみて、消費者向けの財やサービスの価格については、上昇圧力は限定的なものにとどまると考えられる。

以上の物価環境を踏まえると、財のみで構成され、しかも素原材料や中間財のウェイトが高い国内企業物価は、当面上昇を続けるとみられる。ただし、国内企業物価も、原油価格の一段の高騰等がない限り、来年度にかけての上昇テンポは緩やかなものになっていくと予想される。

一方、消費者物価については、今後、米価格が前年比で下落に転じる

影響による両者の乖離が大きくなることが影響していると考えられる。最近のGDPデフレーターは、基準年(1995年)から長い時間が経過していることや、情報関連機器のウェイトが高まっていることを主因に、以前と比べて低めに出ている可能性があり、その場合、実質GDPは高めに算出されていることになる。そうした可能性も考慮すると、潜在成長率は2%程度ではないかと考えられる。なお、内閣府では、こうしたバイアスを取り除くことを目的に、基準年をより頻繁に変更する連鎖方式の早期導入に向けて、具体的な作業を進める方針であることを公表している。

⁶ 需給ギャップが改善するかどうかは、実質成長率が上記脚注5で述べた潜在成長率を上回るかどうかによって、概ね決まってくる。

ことを踏まえると、2004 年度中の前年比は、小幅のマイナスで推移するとみられる。2005 年度を展望すると、需給バランスの緩やかな改善が続く中で、消費者物価は前年比で小幅のプラスに転じると予想される。

こうした物価の見通しは、原油価格の動向や需給ギャップが改善するテンポのほか、今後のユニット・レーバー・コストの動向など、様々な要因の影響を受ける。ユニット・レーバー・コストの低下は、将来のいずれかの時点では反転すると考えられるが、低下の程度や反転の時期は、近年の生産性向上がどの程度持続的なものか、また、非正規雇用の拡大を通じた人件費抑制余地がどれほど残されているか等に依存し、現時点では不透明である。これらを踏まえると、物価の見通しは上下に振れる可能性がある点には留意しておく必要がある。

(金融面の動向)

金融面では、日本銀行による極めて潤沢な資金供給が継続されるもとで、緩和的な状況が維持されるとみられる。

金融機関は、信用力の低い先に対しては引き続き慎重な貸出姿勢を維持するとみられるが、全体として貸出姿勢を緩和する動きが続くと考えられる。一方、企業の資金需要については、設備投資の増加が続くなど企業活動が上向していることから、減少幅は緩やかに縮小していくものとみられるものの、財務バランスの改善を目的とした借入金の返済意欲がなお根強い（図表 14）ため、明確な増加に転じていくことは当面期待しにくい。こうしたもとで、民間銀行貸出は、減少幅は縮小するものの、なお減少を続ける可能性が高い。マネーサプライについては、経済活動が拡大を続けることは伸び率を高める要因となるが、当面その伸びが目立って高まる可能性は低いと考えられる。

2 . 上振れ・下振れ要因

(海外経済の動向)

「見通し」では、海外経済は、これまでの高めの成長から幾分減速するものの、拡大を続けることを想定している。

米国経済は、個人消費の減速がみられるほか、雇用拡大のペースも春先に比べれば鈍化しているものの、企業収益や設備投資は増加を続けており、景気拡大のモメンタムは維持されているとみられる。また、東アジア経済も、中国を中心に高めの成長を続けるものと予想される。

もっとも、原油価格やIT関連需要の動向については注意する必要がある。原油価格は、既に最高値圏で推移しており、今後さらに上昇を続ける場合には、企業収益の圧迫や家計の実質購買力の低下等を通じて、世界経済全体にとって下振れ要因となる可能性がある(図表 15)。また、IT関連財については、「見通し」では軽度の在庫調整にとどまると想定しているが、最終需要の動向によっては調整が深まる可能性も否定できない。IT関連財は、国際分業体制が進展しているだけに、その需要動向は、米国や東アジアを中心に世界経済全体に大きな影響を与えることが予想される。

さらに、中国経済については、固定資産投資の増勢加速に歯止めがかかるなど政策当局による抑制策が次第に効果を発揮してきている。ただ、過熱感は依然として根強く、引き続き注意してみていく必要がある。

このほか、地政学的なリスクや米国の「双子の赤字」等を巡って海外金融・為替市場に大きな変動が生じた場合には、世界経済に悪影響を及ぼす恐れがある。

(国内民間需要の動向)

前述の原油価格の上昇や I T 関連需要の動向は、海外経済を通じてわが国経済に影響を及ぼすほか、設備投資等の国内民間需要に影響をもたらす可能性もある。なお、わが国はエネルギー効率が低いこと等から、原油高の直接的な影響は相対的に小さいものにとどまると予想される⁷。

「見通し」では、企業の人件費抑制姿勢は引き続き根強いものの、企業収益の増加や雇用環境の改善が続くもとで、所得の改善が企業部門から家計部門へと次第に波及し、個人消費も緩やかに増加していくものと想定している。この点、企業の人件費抑制姿勢が予想以上に強い場合には、雇用者所得の改善が遅れ、これまでマインドの好転を背景とする消費性向の上昇にも支えられてやや強めの動きとなっている個人消費が減速することも考えられる。

一方、生産性の向上や構造的な調整の進展などを背景に、経済の先行きに対する企業や家計の強気の見方が広まる場合には、設備投資がさらに増加するほか、個人消費も雇用者所得の伸び以上に増加していくことも考えられる。

(国内金融・為替市場の動向)

市場は中長期的には経済・物価動向を反映して動くが、そのもとで短期的には様々な要因によって変動する。株価、長期金利、為替相場等の変化の程度と方向によっては、経済活動に対して上振れ・下振れいずれにも作

⁷ わが国が輸入している原油の内訳をみると、中東産の重質油の割合が高いが、その指標価格であるドバイの上昇は、WTIや北海ブレントに比べて小幅なものにとどまっている。このため、原油高がわが国の経済・物価に与える直接的な影響は、相対的に小さいと思われる。

用し得る。

株価は、景気が回復を続けるもとで、総じて堅調に推移している。株価の大きな変動は、財務・収益面やマインド面への影響を通じて、企業や家計の支出行動に影響を与える。また、金融機関の株式保有額はひと頃に比べて減少したとはいえ、保有株式の価値の変動を通じて金融機関の与信行動にも変化をもたらす可能性もある。

長期金利は、このところは1%台半ばで推移している。わが国の国債発行残高が先進国中最高水準に達する中で、金融機関は多額の国債を保有している。こうしたもとで、長期金利が経済・物価情勢以上に大幅に変動した場合には、金融機関の収益や企業の資金調達コスト等を通じて实体经济に影響を及ぼすことも考えられる。

為替相場に関しては、2004年度入り後は、1ドル=110円前後で推移してきたが、足許では幾分円高が進んでいる。先行きの為替相場の動向によっては、輸出入や企業収益面から経済全体に影響を及ぼす可能性もある。

(不良債権処理や金融システムの動向)

金融システムの動向をみると、長年にわたってわが国経済の重石となってきた不良債権問題への対応は、既に相当程度進捗しており、金融システムに対する不安感は後退している。「見通し」においては、企業の資金調達環境は緩和的な状況が維持されることを前提としている。

バブル経済崩壊以降の景気の後退局面においては、金融システムの脆弱性が景気後退の程度を増幅するという悪循環に陥りがちであった(図表16)。金融システムの動向については、来年4月に流動性預金のペイオフ解禁が予定されていることなどを踏まえれば、引き続き注意を払っていく必要があるが、金融システムの改善に伴い、こうした惧れは小さくなって

いる。

3 . 金融環境の評価と金融政策運営

2001 年 3 月の量的緩和政策の採用以降、日本銀行は、経済金融情勢を踏まえて日本銀行当座預金残高の目標値を引き上げ、多様な金融調節手段を活用して潤沢な資金供給を実施している(図表 17)。こうしたもとで、日本銀行当座預金残高は、現在平均すると 33 兆円程度と所要準備額(約 6 兆円)を大幅に上回る水準で推移している(図表 18(1)、(2))。

短期金利は、日本銀行による潤沢な資金供給のもとで、ターム物金利まで含め、ほぼゼロ%近傍での推移を続けている(同(3))。

先物短期金利は、夏場にかけて一時的にやや強含む局面もあったが、総じて低位で安定的に推移している(図表 19)。

長期金利は、景気回復期待の高まりを背景に年央にかけて上昇したが、その後は内外経済の成長率が幾分鈍化したことなどから低下し、このところは 1%台半ばで推移している。ボラティリティも低水準で推移している(図表 20)。

短期国債と CP との利回り格差をみると、量的緩和政策のもとで、低位で安定的に推移している。長期の国債と社債との利回り格差も、低水準で推移しており、低格付債ではさらに低下する傾向にある(図表 21)。

企業金融を巡る環境は、信用力の低い企業についてはなお厳しい状況にあるが、総じてみれば緩和される方向にある。資金需要面では、企業の借入金圧縮姿勢は維持されているものの、設備投資の増加が続くなど企業活動が上向いていることから、民間の資金需要は減少テンポが幾分緩やかになってきている。

資金供給面をみると、民間銀行は、信用力の低い先に対しては慎重な貸

出姿勢を維持しているが、全体としては貸出姿勢を緩和している。企業からみた金融機関の貸出態度も、中小企業を含め、引き続き改善している(図表 22)。貸出約定平均金利は、低位横這いを続けている。C P・社債などの市場を通じた企業の資金調達環境をみると、総じて良好な状況にある。また、企業のエクイティ・ファイナンスは堅調に推移している。

こうしたもとで、C P・社債の発行残高は引き続き前年を上回って推移しており、民間銀行貸出は減少幅の縮小が基調として続いている(図表 23)。

マネタリーベース(現金および日銀当座預金)は、その約7割を占める銀行券発行残高が、金融システム不安の後退などからひと頃に比べ低い伸びを続ける中で、前年比4%台の伸びとなっているが、名目GDPとの対比では引き続き極めて高い水準で推移している(図表 24)。この間、マネーサプライは、足許では前年比2%程度の伸びとなっている(図表 25)。

株価は、景況感の改善を背景に、昨年半ばから今春にかけて大幅に上昇した。その後、米国株価の軟調などから若干水準を切り下げたものの、企業収益の好調が続くもとで、総じて堅調に推移している(図表 26)。

為替相場の動向をみると、昨年秋以降、米国の「双子の赤字」に対する懸念の強まりなどを背景に円高方向への動きが進んだが、今春以降は、概ね1ドル=110円前後の横這い圏内で推移した。足許では、幾分円高が進んでいる(図表 27)。

この間、地価は、商業地、住宅地ともに下落傾向が続いているが、三大都市圏の下落幅は縮小傾向にある(図表 28)。都市部では、首都圏をはじめ一部地域で上昇に転じているほか、地方でも優良地では下げ止まりの動きがみられている。

日本銀行は、量的緩和政策を消費者物価指数(全国、除く生鮮食品)の

前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで継続することを約束しており、昨年10月にはこの約束の明確化を行った。こうした約束により、景気が回復を続ける中であっても、先行きの金利予想の安定が維持され、企業は引き続き低利での資金調達が可能となっている。一方で、景気の回復に伴って投資の収益率が高まるため、経済活動における投資採算は次第に改善していくことになる。このように、約束がもたらす金利を通じた景気支援効果は、景気が回復し企業収益が改善する状況において、より強まっていくものと考えられる。

以 上

(B O X) 今次景気回復局面における物価・賃金動向の国際比較

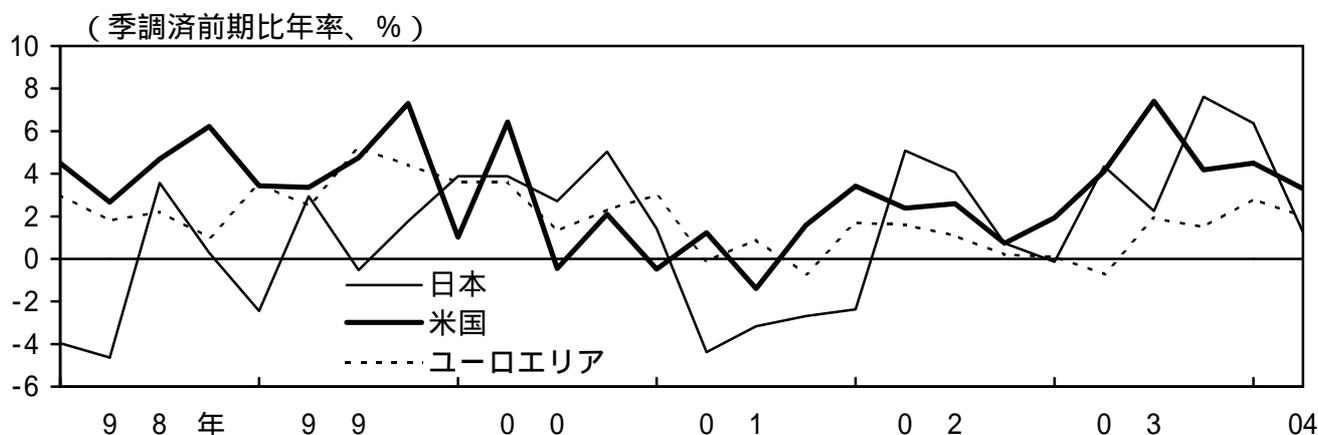
わが国経済は、景気がボトムを記録した 2002 年第 1 四半期以降、ユーロエリアを上回り、米国にほぼ匹敵する成長率で回復を続けている (B O X 図表 1 (1))。他方、消費者物価は、高い経済成長率が続いているにもかかわらず、上昇するには至っておらず、こうした景気と物価の乖離が大きな特徴となっている (同(2))。同様の傾向は、他の地域でもみられるが、わが国は最も両者の乖離が大きく、消費者物価指数の前年比は基調として引き続き小幅のマイナスで推移している (B O X 図表 2)。

この点、消費者物価と強い関連を持つと考えられる賃金の状況をみると、米国やユーロエリアでは前年比 + 2 ~ 3 % 程度で上昇しているのに対し、わが国では振れを伴いつつも低下傾向を続けている (B O X 図表 3 (1))。

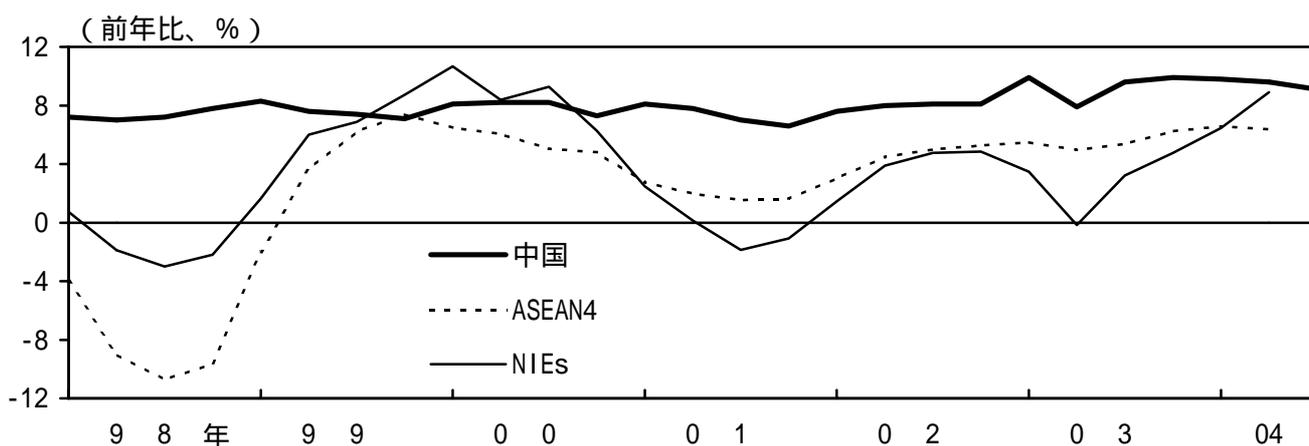
わが国と欧米との差は、物価変動を調整した実質賃金ベースで見るとかなりの程度縮小するが、わが国の伸び率は米国やユーロエリアに比べなお低目である (同(2))。こうした名目賃金の伸縮性は、企業収益の改善を通じて景気回復をもたらす要因として作用した面もあると考えられる。

海外経済

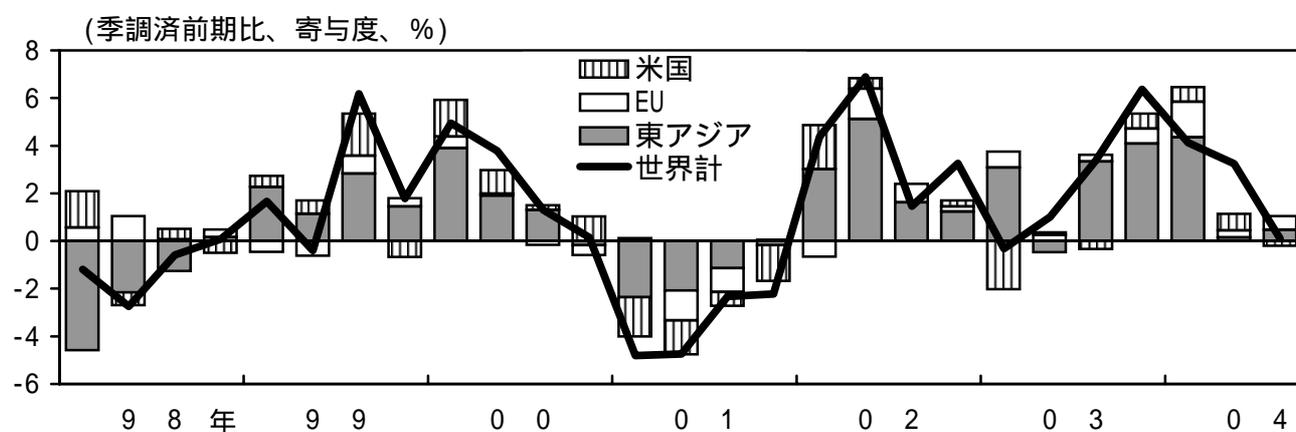
(1) 先進主要国の経済成長率



(2) 東アジア諸国の経済成長率



(3) 実質輸出の地域別内訳

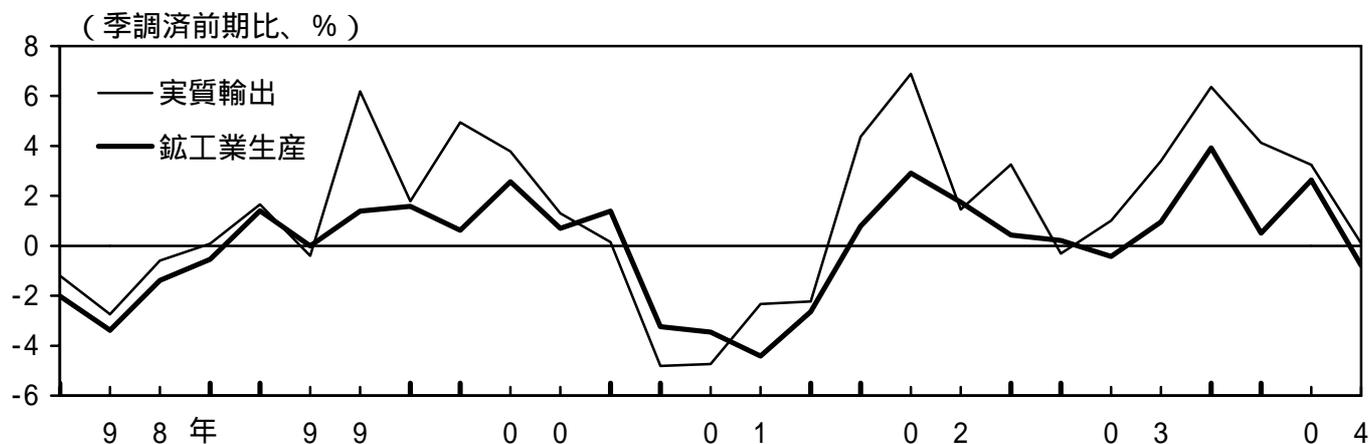


(注) 1. ASEAN4は、タイ、マレーシア、フィリピン、インドネシア。
2. NIEsは、韓国、台湾、香港、シンガポール。

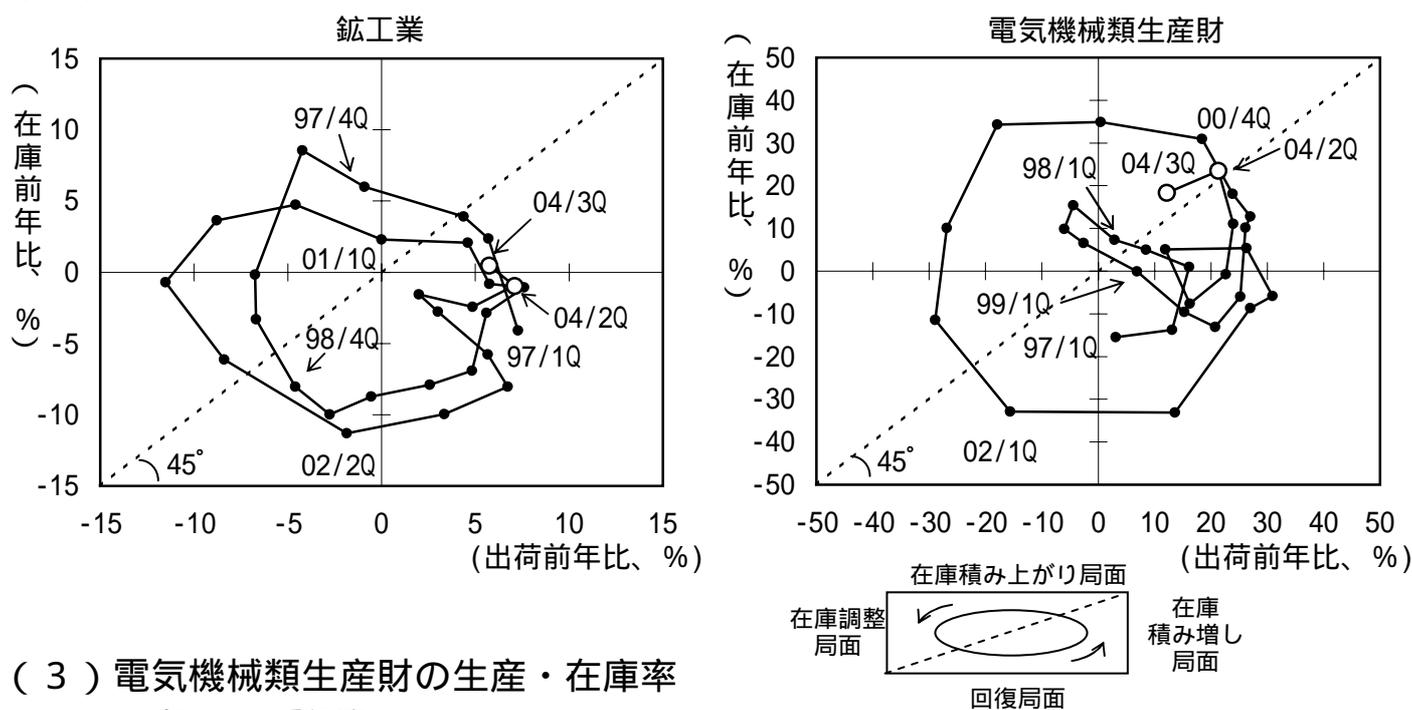
(資料) 各国政府、中央銀行、欧州委員会、財務省「外国貿易概況」、日本銀行「企業物価指数」

鋁工業生産

(1) 実質輸出と鋁工業生産

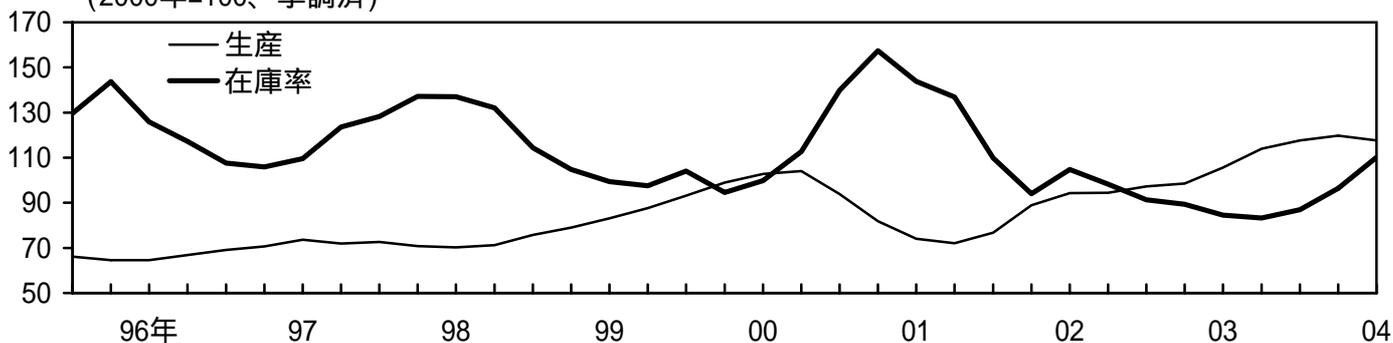


(2) 在庫循環



(3) 電気機械類生産財の生産・在庫率

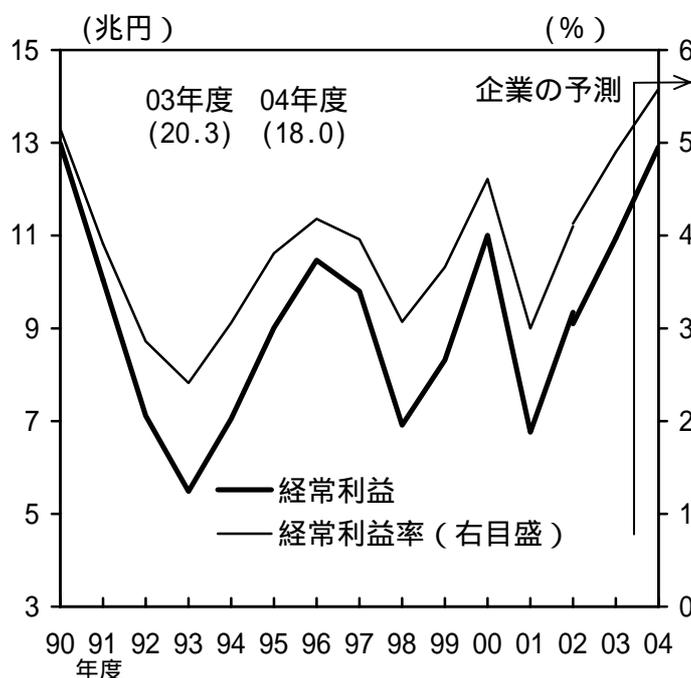
(2000年=100、季調済)



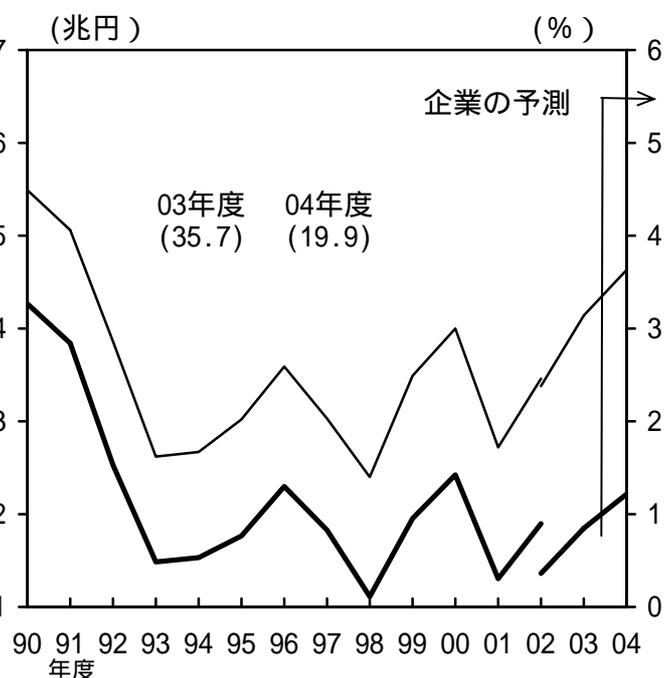
(資料) 財務省「外国貿易概況」、日本銀行「企業物価指数」、経済産業省「鋁工業指数統計」

企業収益

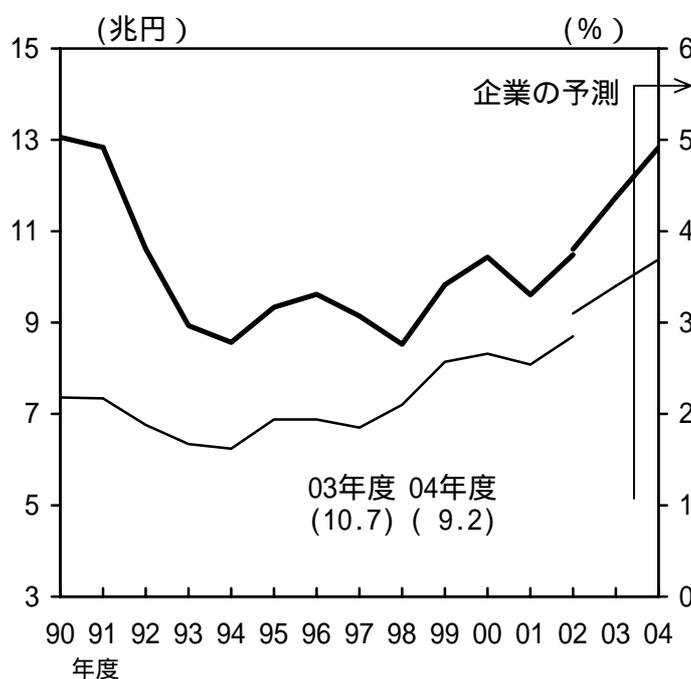
(1) 製造業大企業



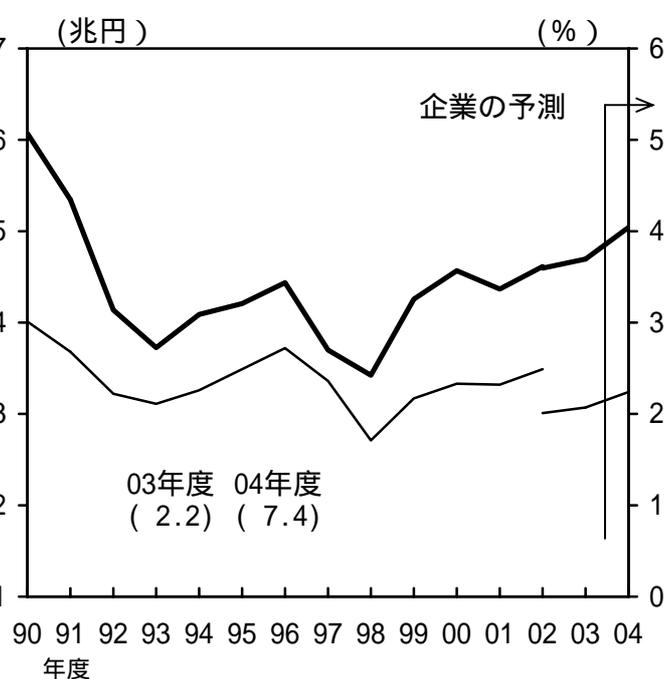
(2) 製造業中小企業



(3) 非製造業大企業



(4) 非製造業中小企業

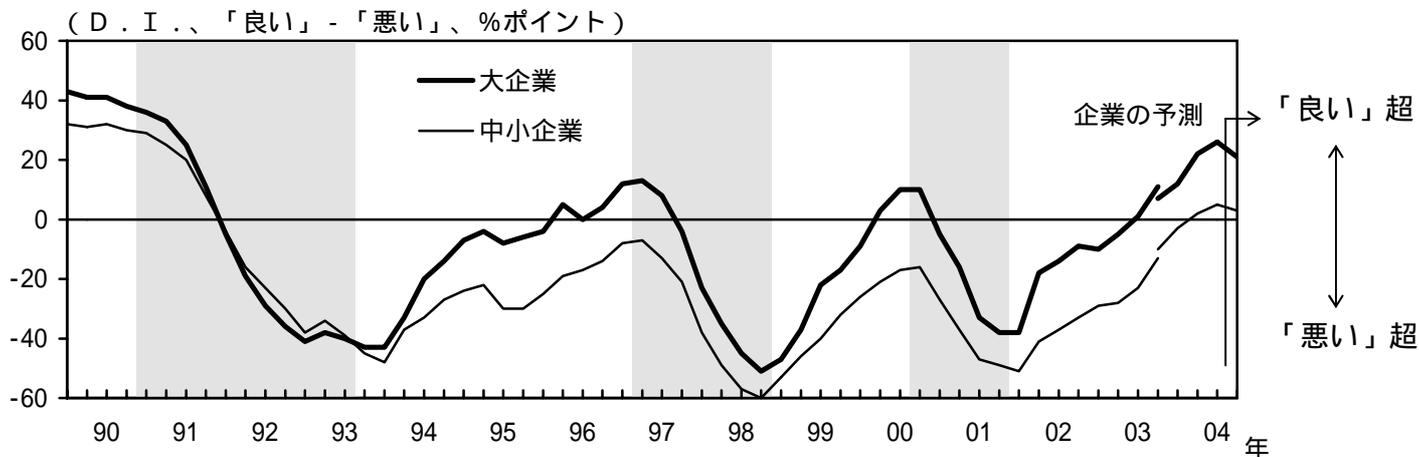


- (注) 1. 旧ベース大企業 : 常用雇用者数1,000人以上の企業が対象。
 旧ベース中小企業 : 常用雇用者数が製造業50~299人、卸売20~99人、小売・サービス・リース20~49人、その他非製造業50~299人の企業が対象。
 新ベース大企業 : 資本金10億円以上の企業が対象。
 新ベース中小企業 : 資本金2,000万円以上1億円未満の企業が対象。
2. ()内は経常利益前年度比(%)。
 3. 2004年3月調査より見直しを実施。
 2002年度以前は旧ベース、2002年度以降は新ベース。

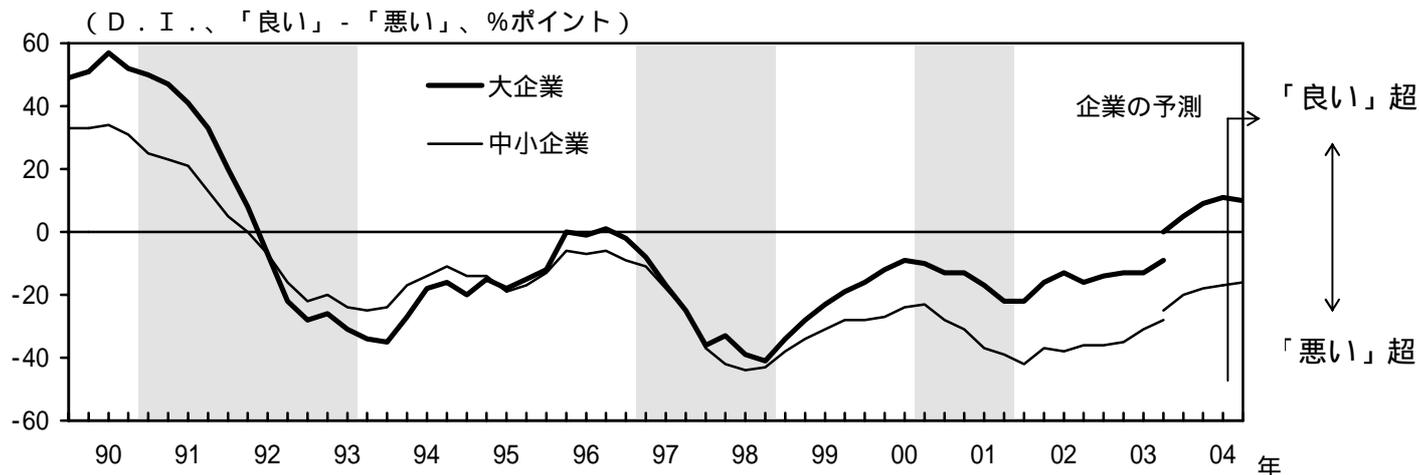
(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」

業況判断

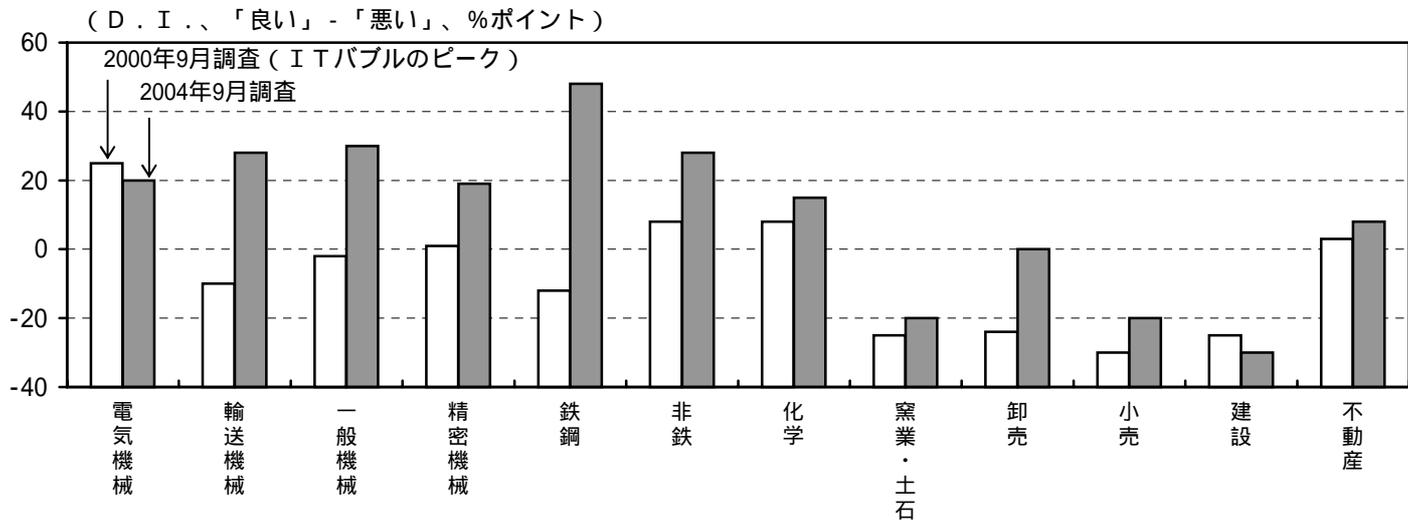
(1) 製造業



(2) 非製造業



(3) 業種別の業況判断

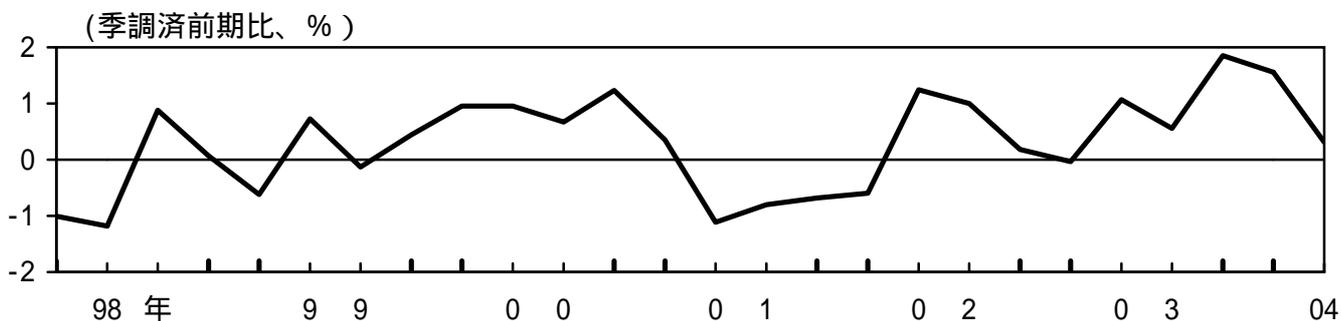


(注) 1. 2004年3月調査より見直しを実施。旧ベースは2003年12月調査まで、新ベースは同年12月調査から。
2. シャドー部分は景気後退局面。

(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」

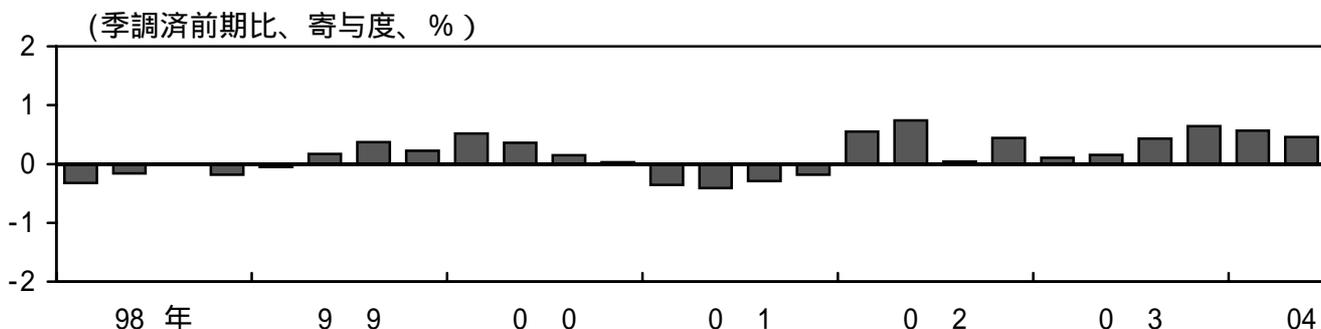
実質 GDP

(1) 実質 GDP

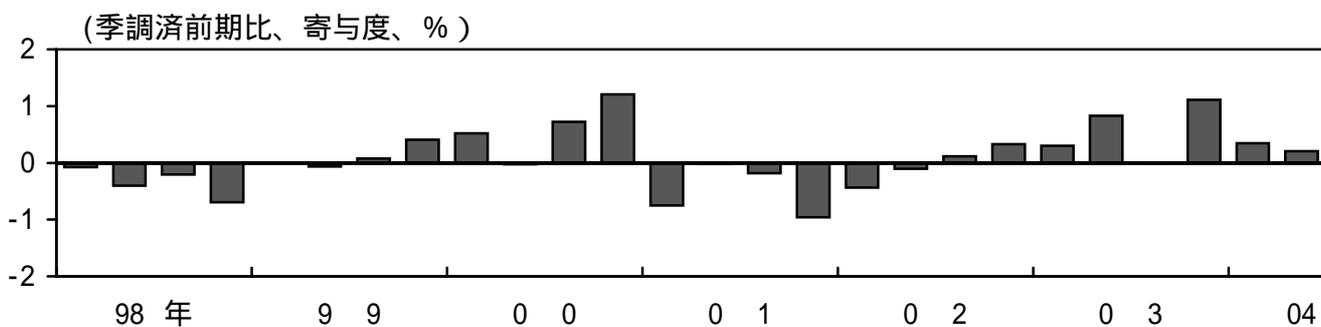


(2) 需要項目別寄与度

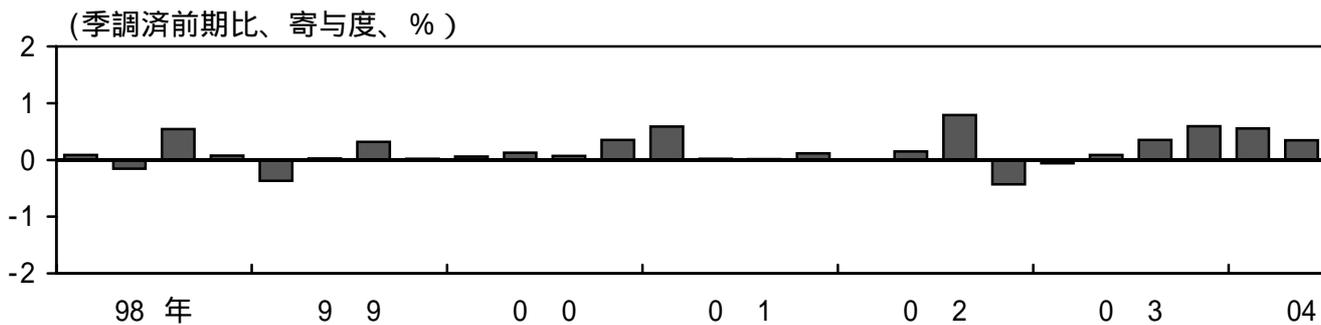
(輸出)



(民間企業設備)



(民間最終消費支出)

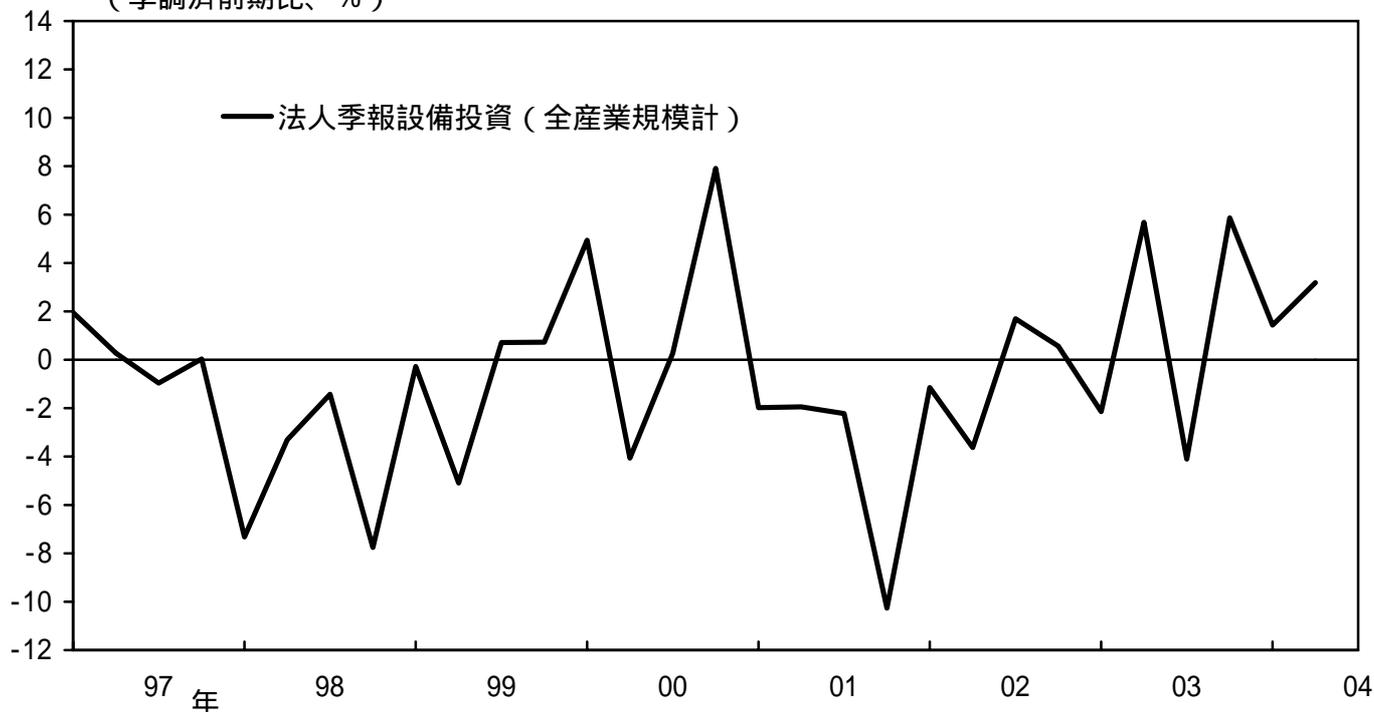


(資料) 内閣府「国民経済計算」

設備投資

(1) 一致指標

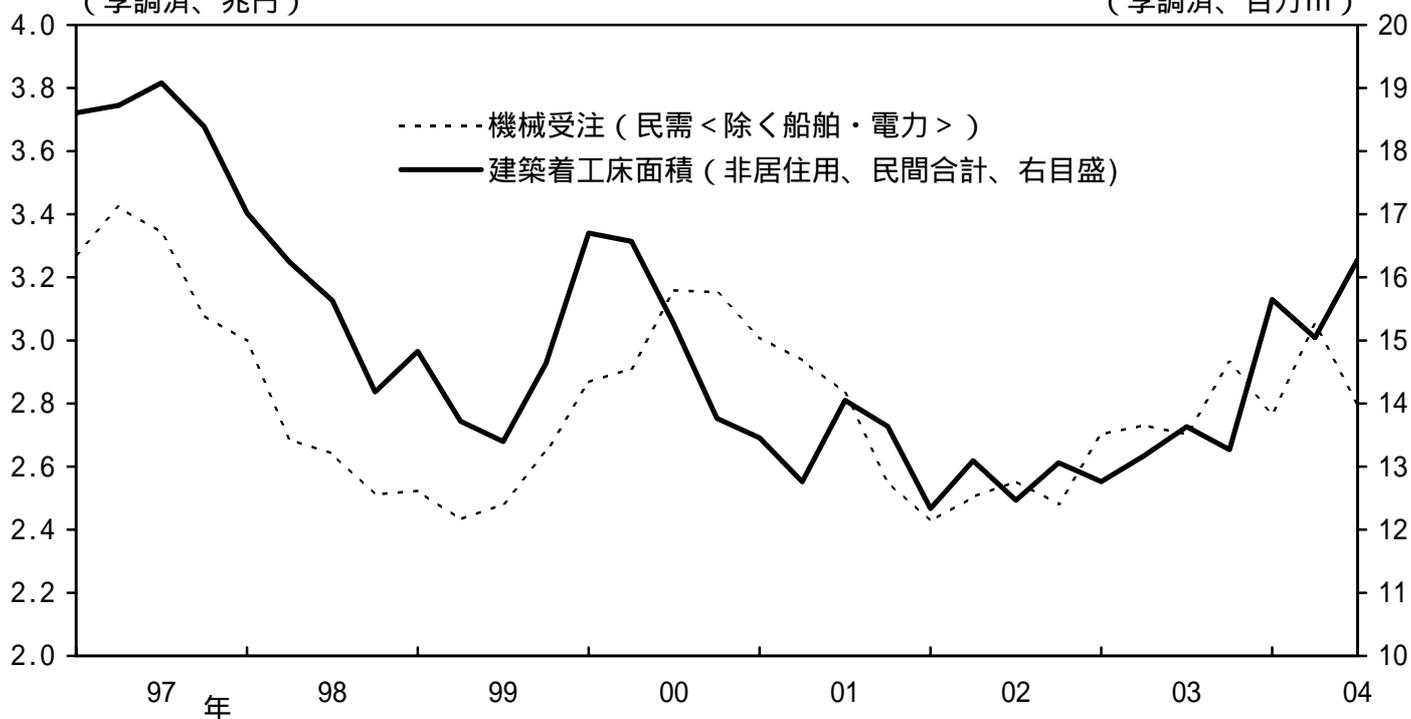
(季調済前期比、%)



(2) 先行指標

(季調済、兆円)

(季調済、百万㎡)



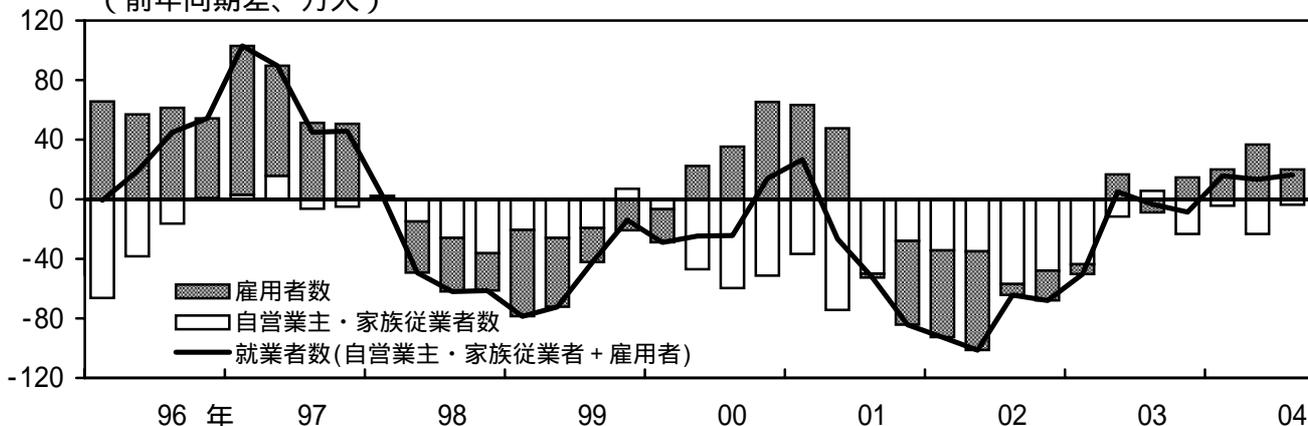
(注) (1) ではデータは断層修正済み。
(2) の2004/3Qの計数は、7~8月の計数を四半期換算。

(資料) 財務省「法人企業統計季報」、内閣府「機械受注統計」、国土交通省「建築着工統計」

雇用・賃金

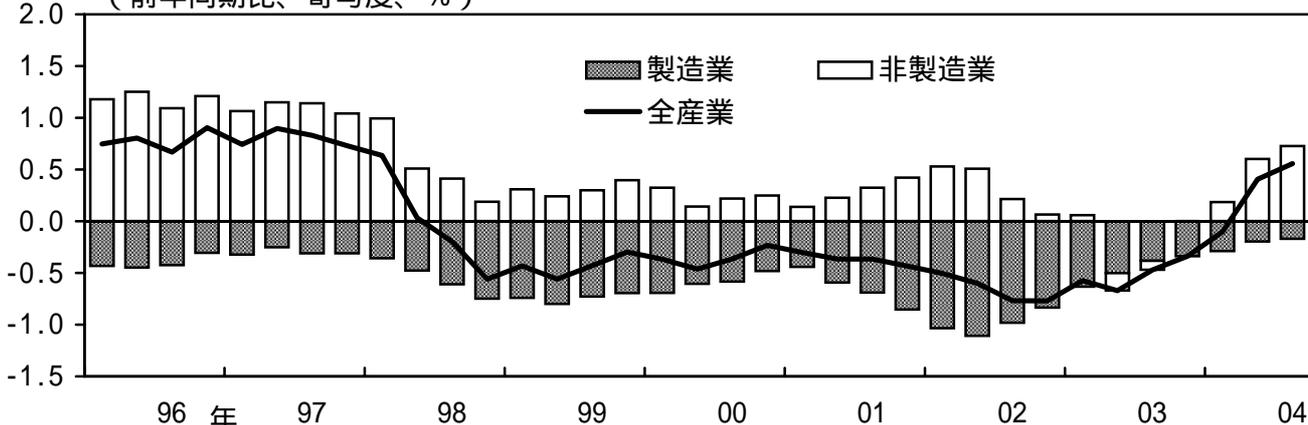
(1) 雇業者数・就業者数 (労働力調査)

(前年同期差、万人)



(2) 常用労働者数 (毎月勤労統計)

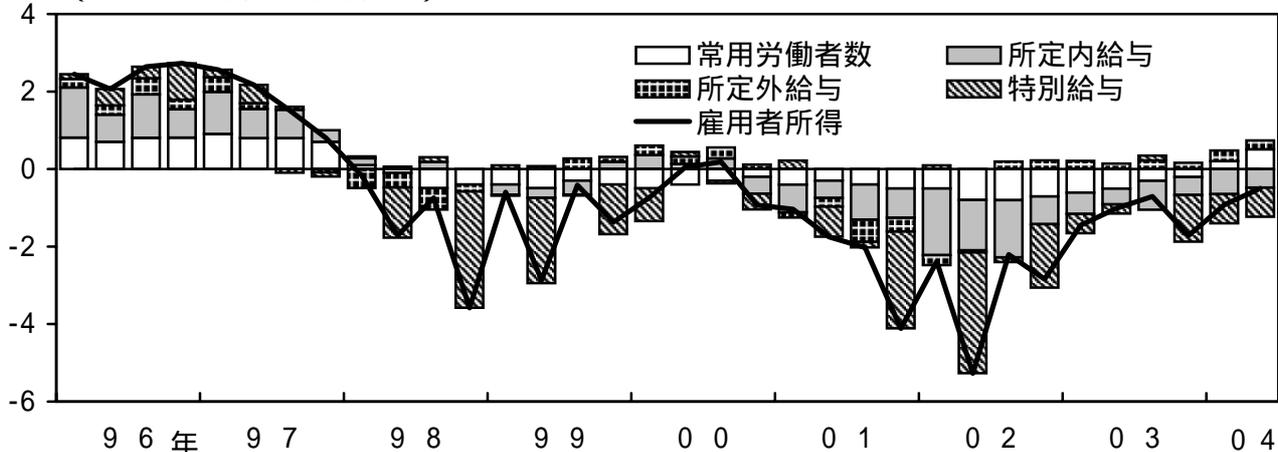
(前年同期比、寄与度、%)



(注) 1. 事業所規模5人以上 (下の図表も同じ) 。
2. 2004/3Qは7~8月の前年同期比。

(3) 毎勤雇業者所得の内訳

(前年同期比、寄与度、%)

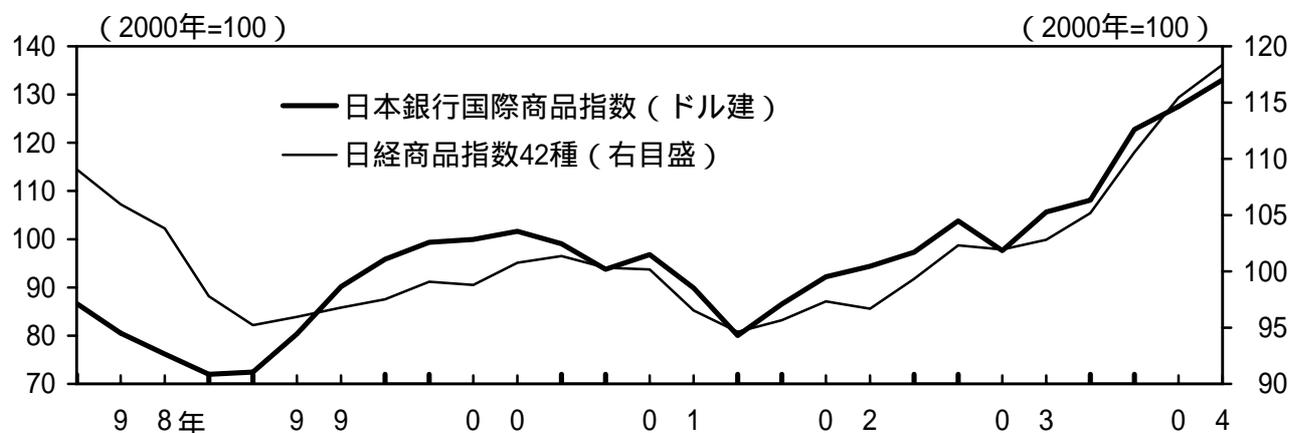


(注) 第1四半期 : 3~5月、第2 : 6~8月、第3 : 9~11月、第4 : 12~2月。

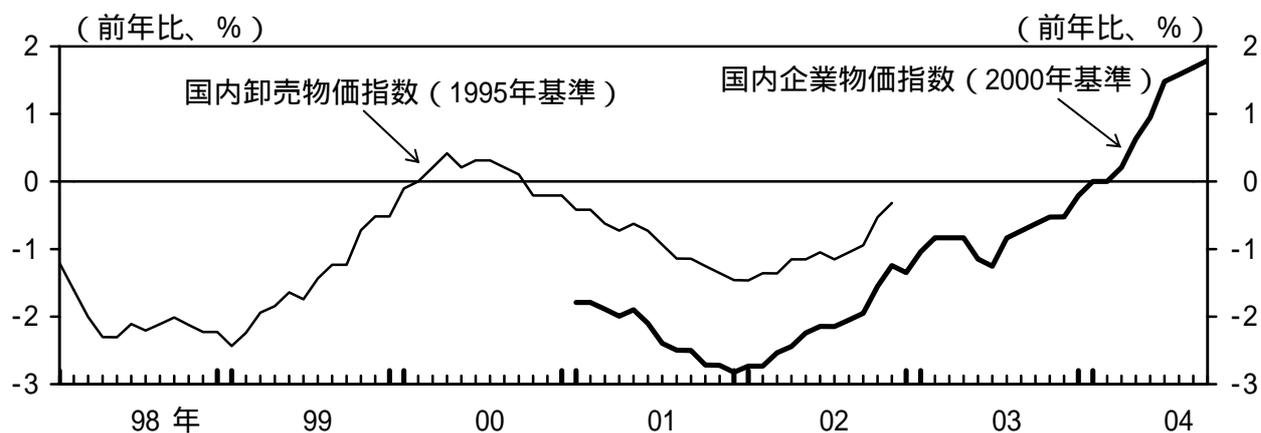
(資料) 厚生労働省「毎月勤労統計」、総務省「労働力調査」

物 価

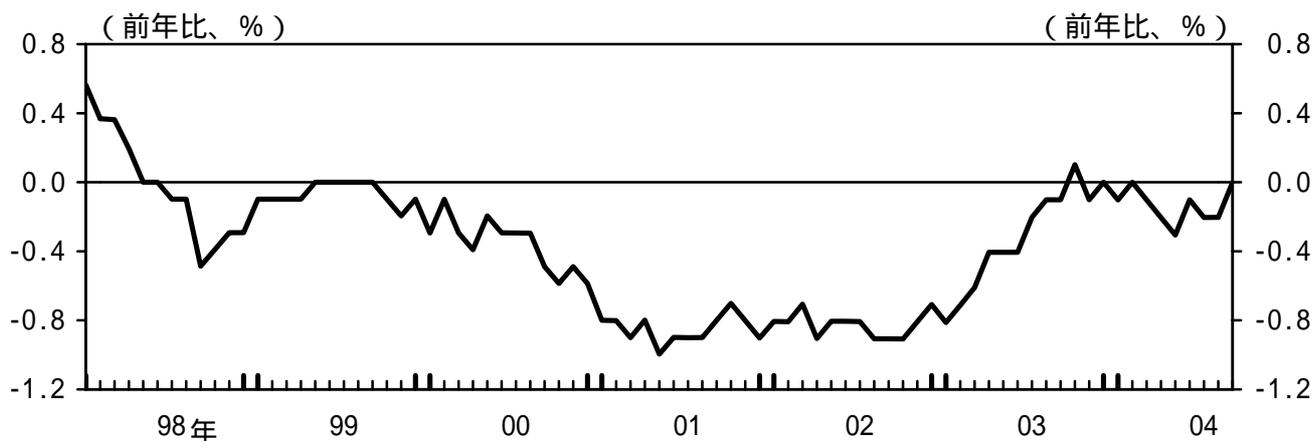
(1) 商品市況



(2) 国内企業物価指数



(3) 消費者物価指数 (除く生鮮食品)



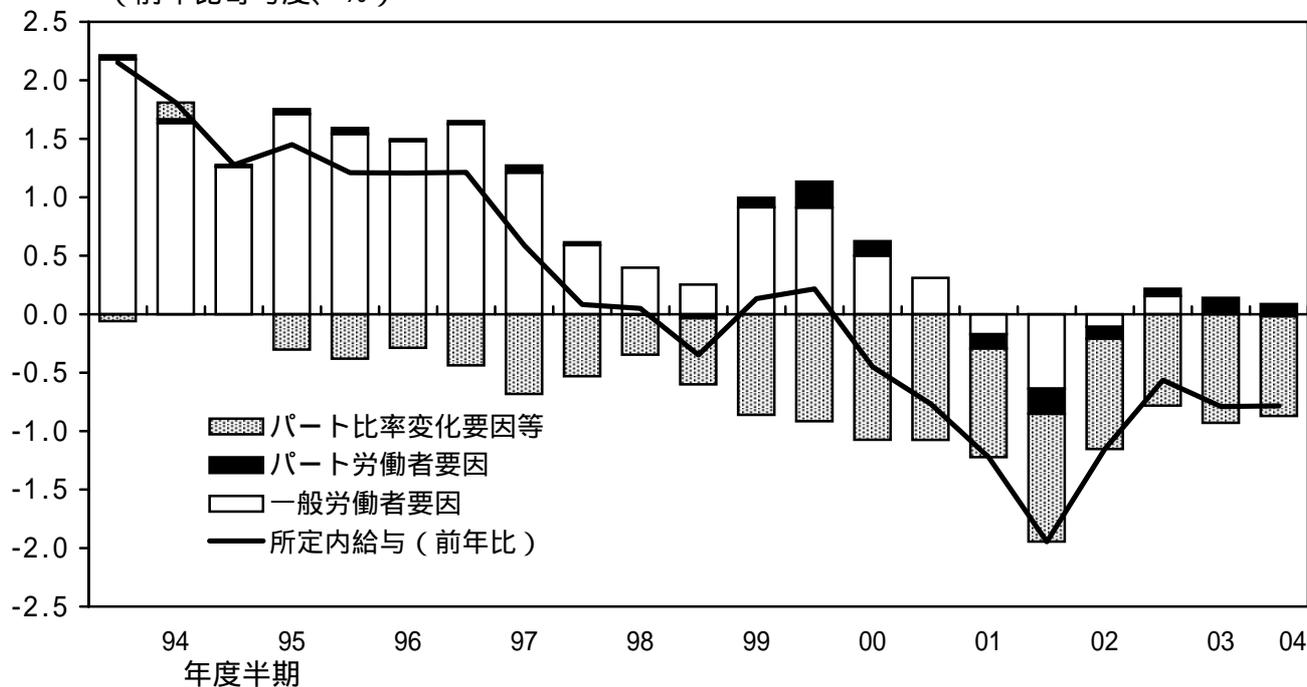
(注) 1. 日本銀行国際商品指数および日経商品指数42種 (四半期平均値) は、月末値から作成している。
2. 国内卸売物価および消費者物価は、消費税率引き上げの影響を調整した計数。
3. 2000年12月以前の消費者物価は、1995年基準の指数に基づく。

(資料) 総務省「消費者物価指数」、日本経済新聞社「日経主要商品価格指数」、日本銀行「日本銀行国際商品指数」「企業物価指数」「卸売物価指数」

一人当たり名目賃金

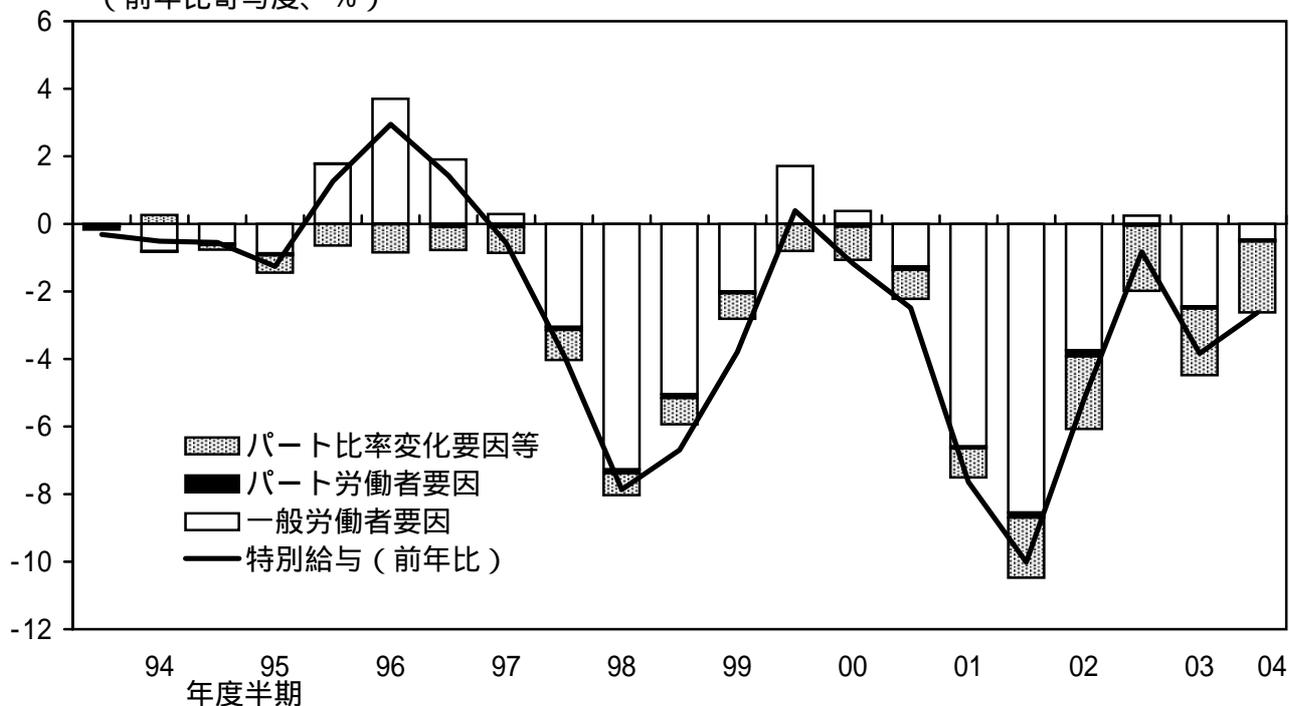
(1) 所定内給与の就業形態別要因分解

(前年比寄与度、%)



(2) 特別給与の就業形態別要因分解

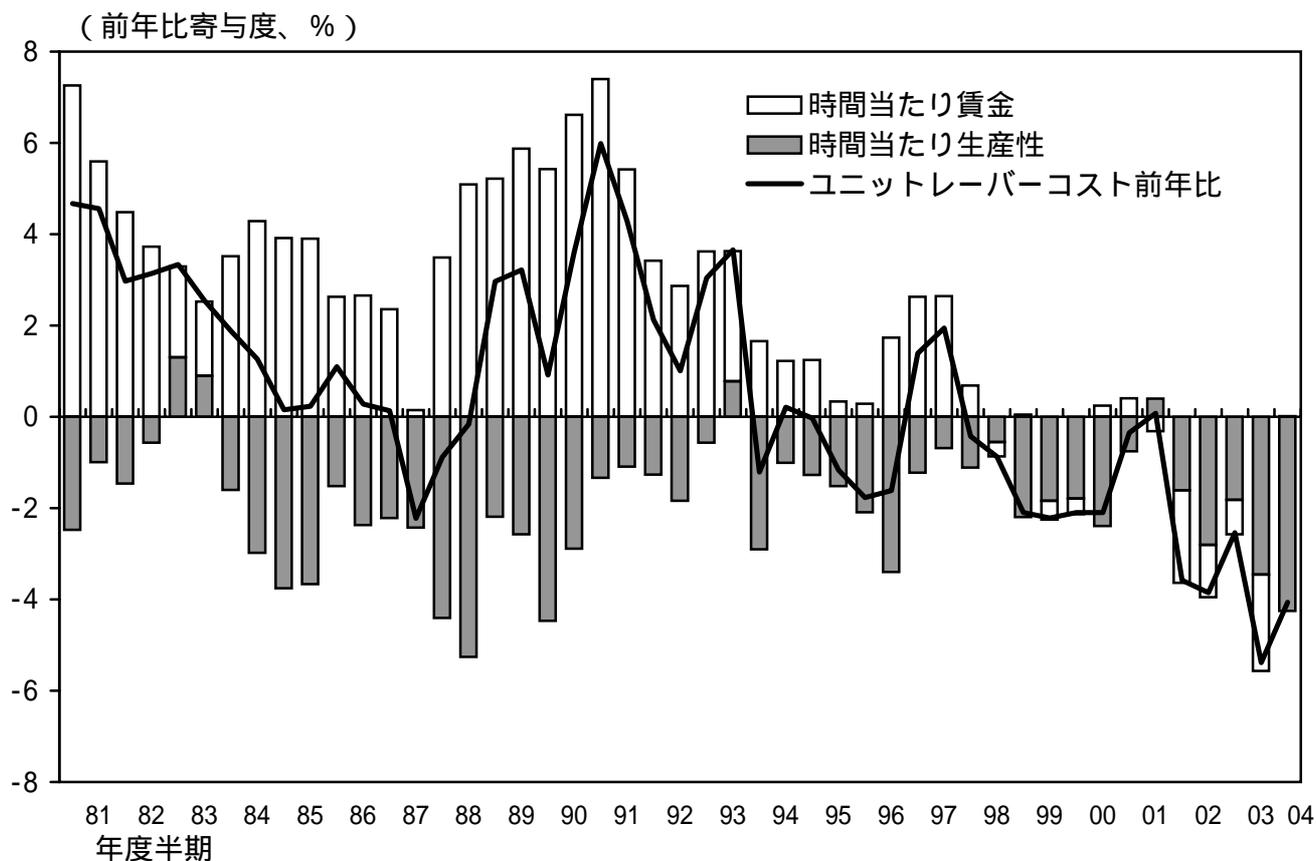
(前年比寄与度、%)



- (注) 1. 事業所規模5人以上。
- 2. (1)の04/上期は4～8月。
- 3. (2)は、上期が夏季賞与支給月(6～8月)、下期が冬季賞与支給月(11～翌1月)。

(資料) 厚生労働省「毎月勤労統計」

ユニット・レーバークスト

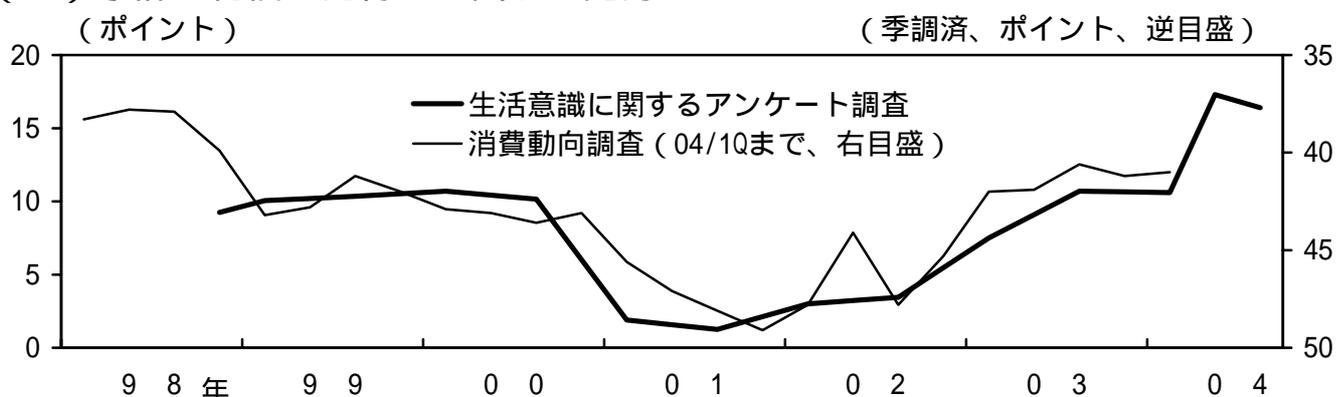


- (注) 1. ユニット・レーバークスト = 雇用者報酬 / 実質GDP、時間当たり生産性 = 実質GDP / (労調・雇用者数 × 毎勤・総労働時間)、時間当たり賃金 = 雇用者報酬 / (労調・雇用者数 × 毎勤・総労働時間) で算出。なお、04 / 上期は04 / 2Qの前年同期比を使用。
2. 毎勤・総労働時間は90 / 1Q以降は事業所規模5人以上のものを、89 / 4Q以前については、事業所規模30人以上の前年比を用いて遡及した計数を使用。

(資料) 内閣府「国民経済計算」、厚生労働省「毎月勤労統計」、総務省「労働力調査」

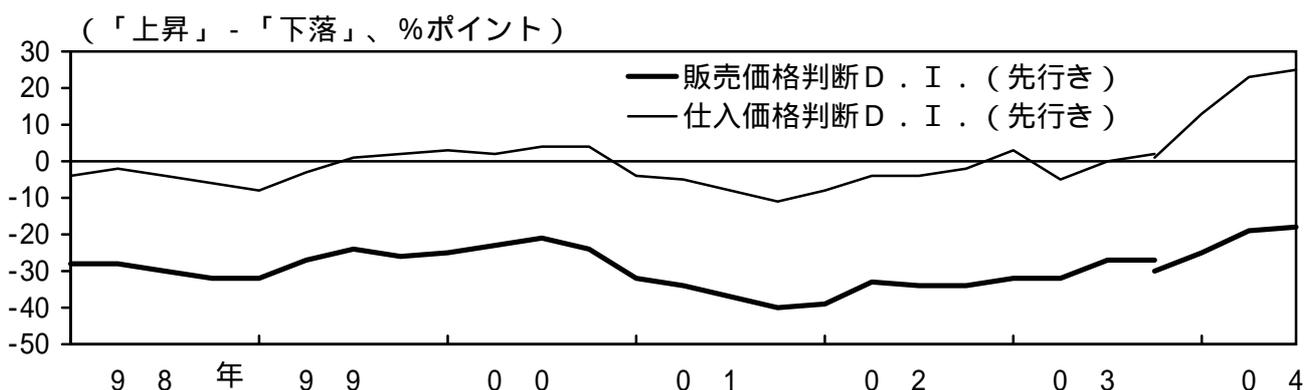
先行きの物価

(1) 家計の物価の先行きに関する見方

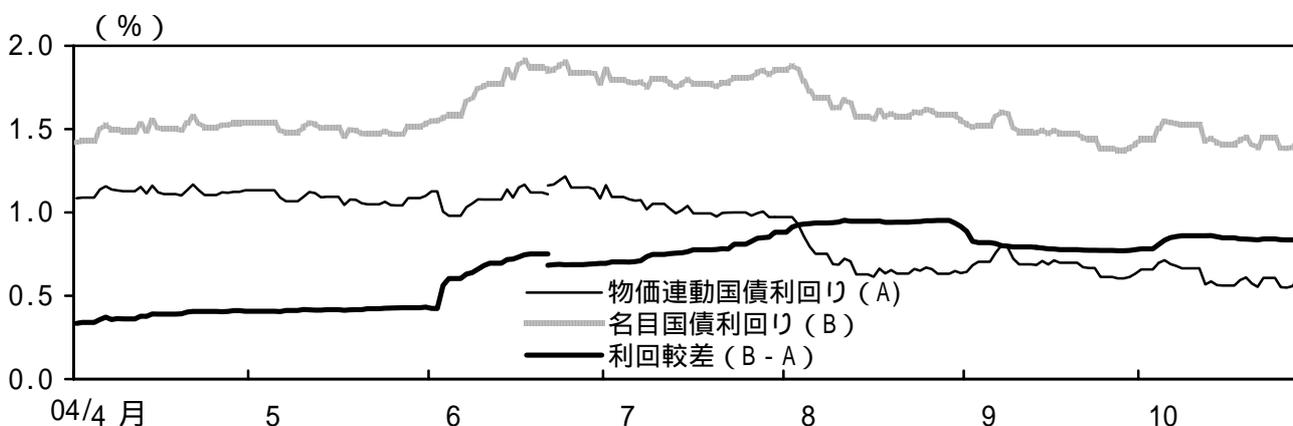


- (注) 1. 生活意識に関するアンケート調査に基づく指標は、(1年後の物価が今よりも)「かなり上がる」+0.5×「少し上がる」-0.5×「少し下がる」-「かなり下がる」として算出。
2. 消費動向調査の定義は、(今後半年間で物価の上がり方が今よりも)「低くなる」+0.75×「やや低くなる」+0.5×「変わらない」+0.25×「やや高くなる」+0×「高くなる」。

(2) 企業の物価の先行きに関する見方



(3) 物価連動国債と名目国債の利回較差

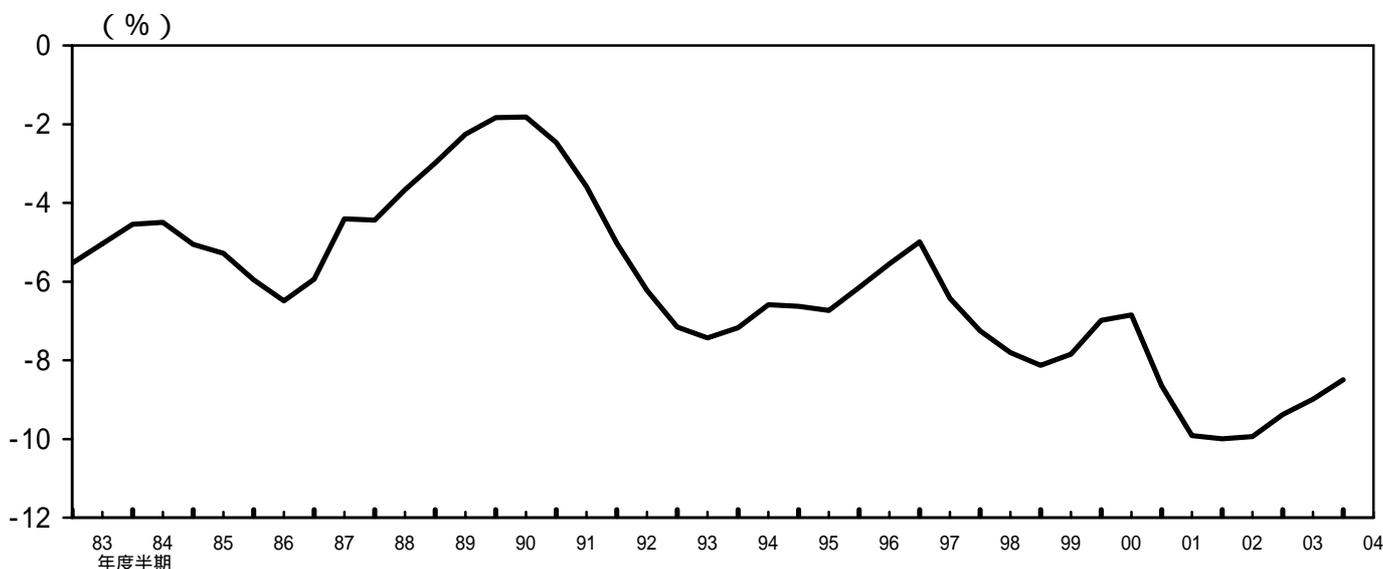


- (注) 物価連動国債利回りは新発銘柄の利回り、名目国債利回りは物価連動国債と同じ月に発行された10年利付国債の利回り。

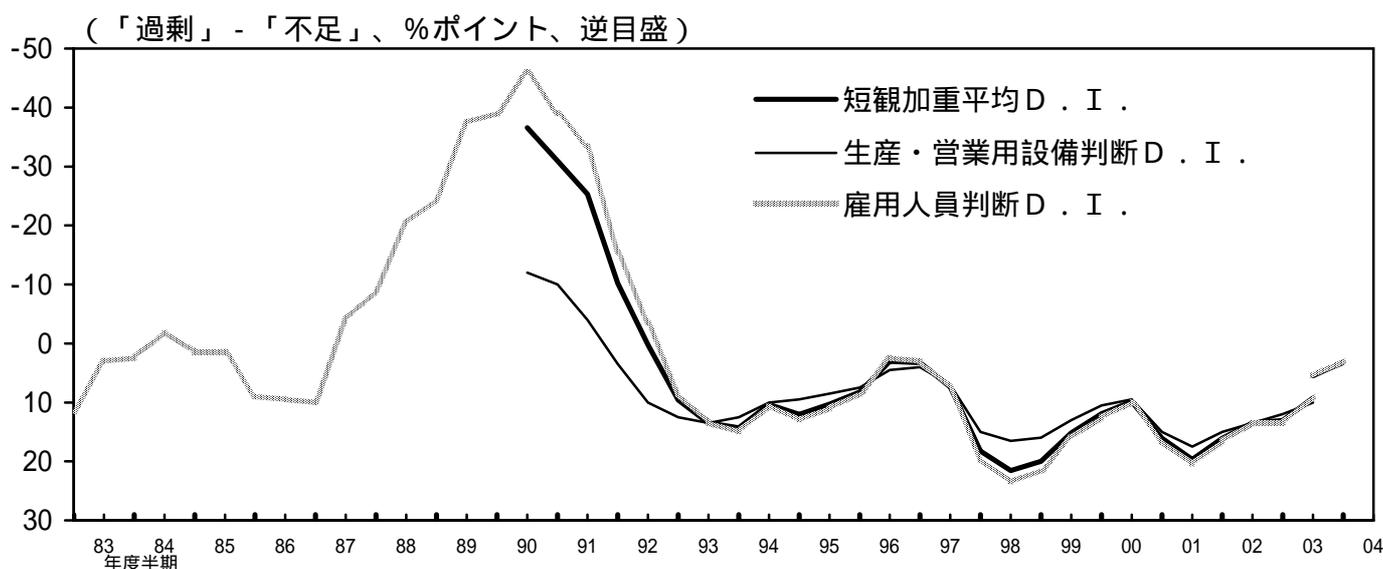
(資料) 内閣府「消費動向調査」、日本銀行「企業短期経済観測調査」、「生活意識に関するアンケート調査」、Bloomberg、日本証券業協会

需給関連指標

(1) 最大産出量ギャップ



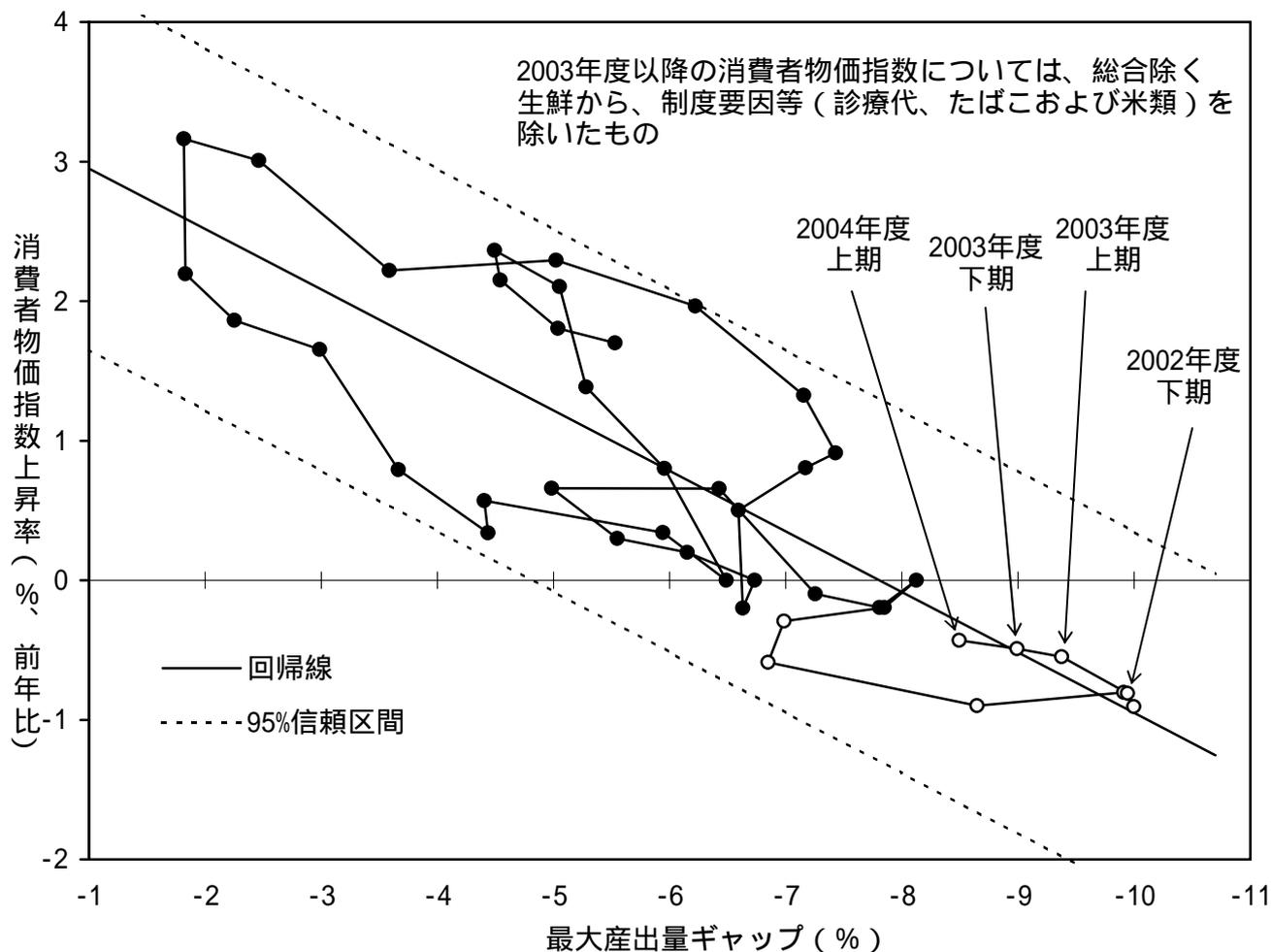
(2) 短観加重平均 D . I .



- (注) 1 . ここで用いた最大産出量ギャップ (GDPギャップ) は、資本や労働が最大限に利用された場合に達成できると考えられる最大産出量との対比で算出しており、定義上、いかなる場合でもマイナスの値をとる (調査統計局による試算) 。これに対して、国際機関などでは、GDPギャップを、インフレ率を安定的に保ったまま中期的に維持可能な最大産出量との対比で算出することが多い。こうした場合、GDPギャップは、プラス・マイナス双方の値をとるように定義されている。このように、GDPギャップは様々な形で定義されるため、GDPギャップの水準同士をそのまま比較することが出来ない点には留意する必要がある。なお、2004年度上期は、4～6月の値。
- 2 . 短観加重平均 D . I . は、設備や雇用の過剰度合いに対する企業の実感から GDPギャップと類似の指標を作成したもの。具体的には、生産・営業用設備判断 D . I . と雇用人員判断 D . I . を資本・労働分配率 (90～02年度平均) で加重平均して求めた。なお、生産・営業用設備判断 D . I . の調査対象は、90/3Q以前は製造業に限られていた。このため、非製造業にまで調査対象が拡大された90/4Q以降について、上記計数を算出している。また、旧ベースは2003年12月調査以前、新ベースは2003年12月以降、それぞれ存在する。

(資料) 内閣府「国民経済計算」、「民間企業資本ストック」、経済産業省「鉱工業指数統計」、厚生労働省「毎月勤労統計」、日本銀行「企業短期経済観測調査」等

最大産出量ギャップと消費者物価指数

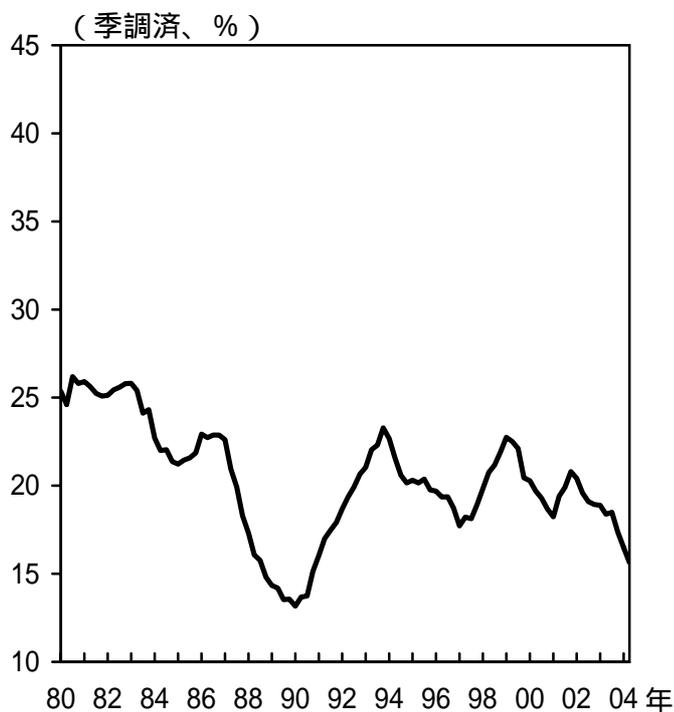


- (注) 1. 最大産出量ギャップについては、図表12の(注)1.を参照。
2. 推計式：消費者物価指数（総合除く生鮮）前年比 = $3.38 + 0.43 \times \text{最大産出量ギャップ}$
(7.91) (8.26)
(サンプル：83年度上期～2003年度下期、 R^2 ：0.68、標準誤差：0.65、括弧内はt値。)
3. 消費者物価指数は消費税調整済。2000年度以前は95年基準。2004年度上期は4～6月の値。
4. 2000年度上期以降については、白丸で表示している。

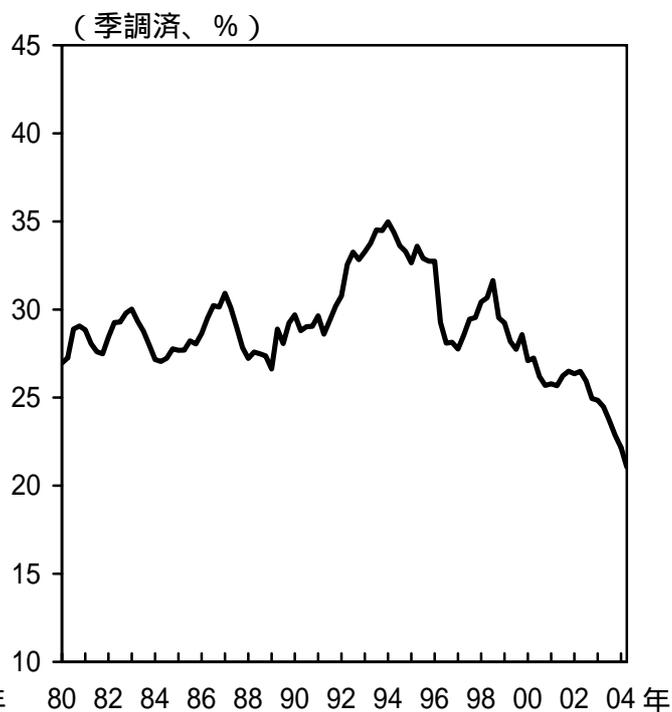
(資料) 総務省「消費者物価指数」、内閣府「国民経済計算」「民間企業資本ストック」、経済産業省「鉱工業指数統計」、厚生労働省「毎月勤労統計」等

企業の過剰債務調整圧力

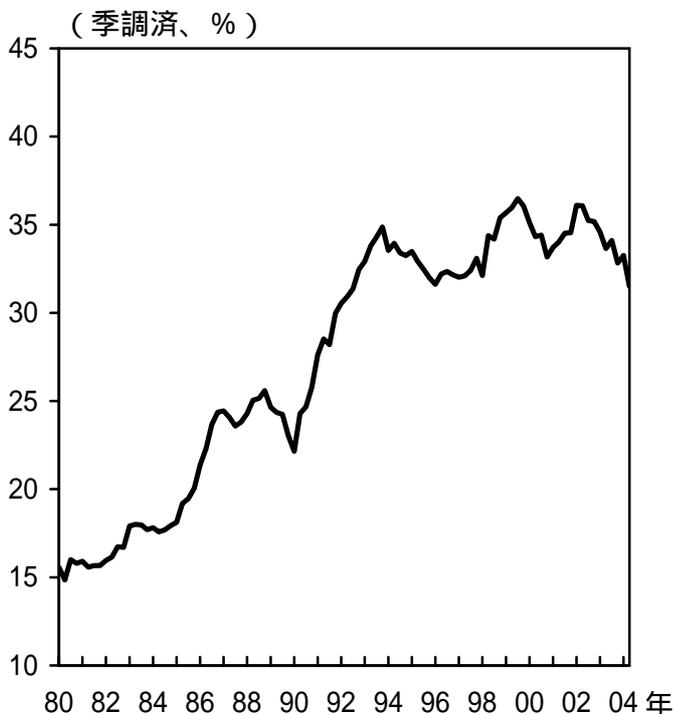
(1) 製造業・大企業



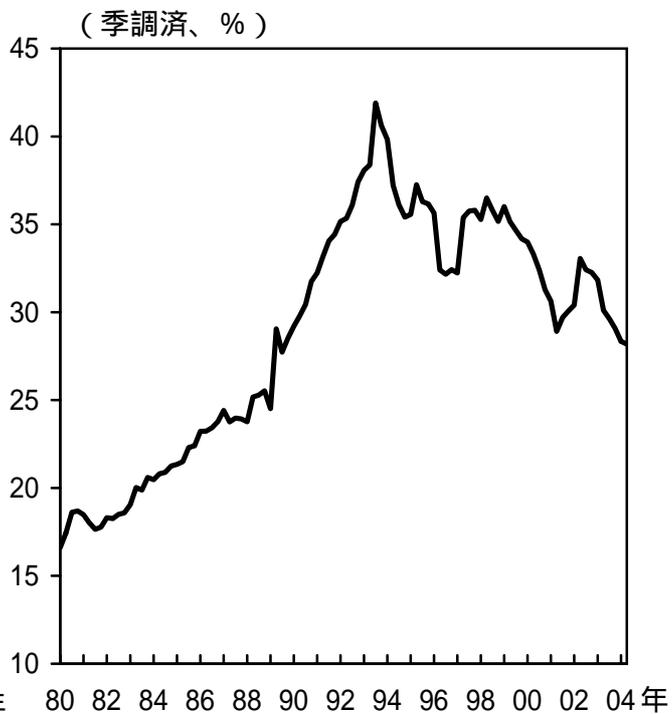
(2) 製造業・中堅中小企業



(3) 非製造業・大企業



(4) 非製造業・中堅中小企業



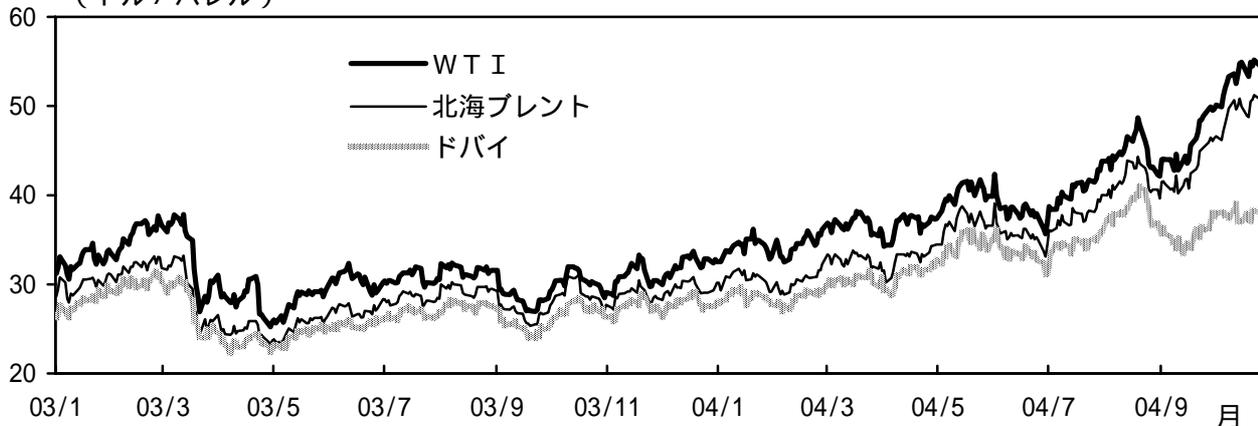
- (注) 1. 債務残高の対売上高比率。売上高は年換算値。
2. 債務残高 = 金融債務 (社債 + 長短借入 + 受取手形割引残高) - 現預金
3. 非製造業・大企業は、除く電力・ガス。

(資料) 財務省「法人企業統計季報」

原油価格

(1) 原油価格

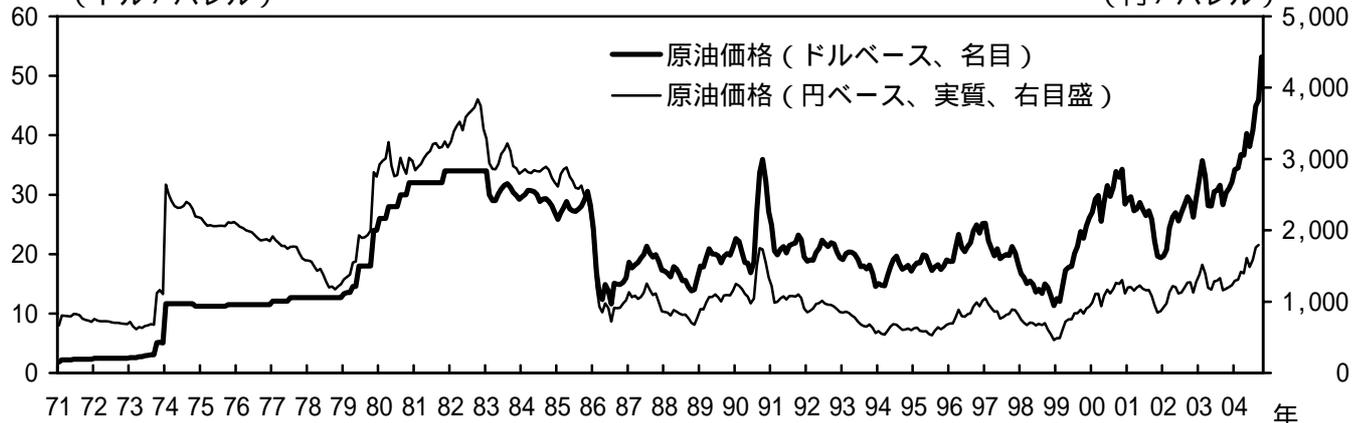
(ドル / バレル)



(2) 原油価格

(ドル / バレル)

(円 / バレル)

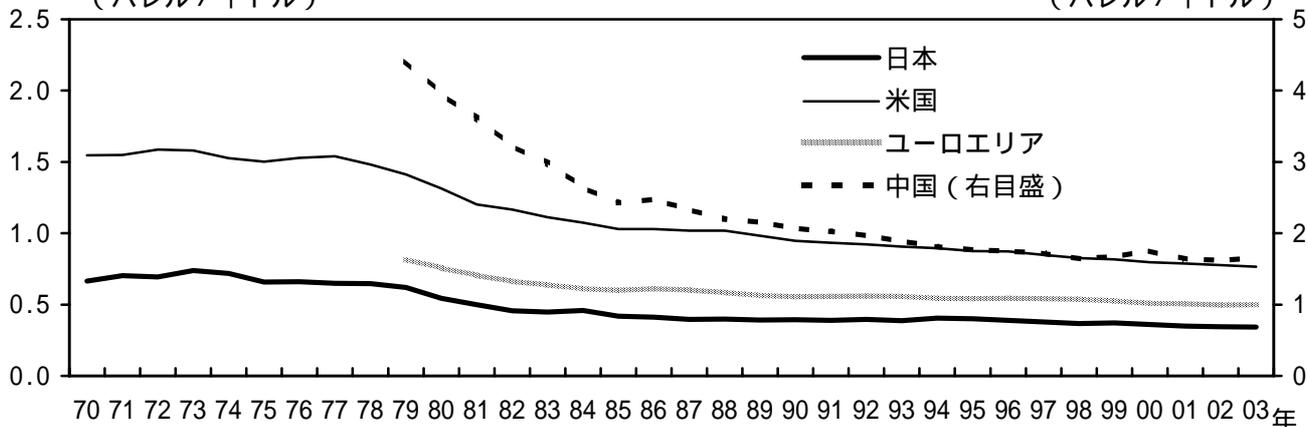


(注) 1. 原油価格は、1983年4月までは、アラビアンライト公式価格。それ以降は、WTI。
2. 円ベースの実質価格は、1971年を基準にCPIで実質化し、各月の為替レートで換算。

(3) 原油原単位 (原油消費量 / 実質 GDP)

(バレル / キロドル)

(バレル / キロドル)

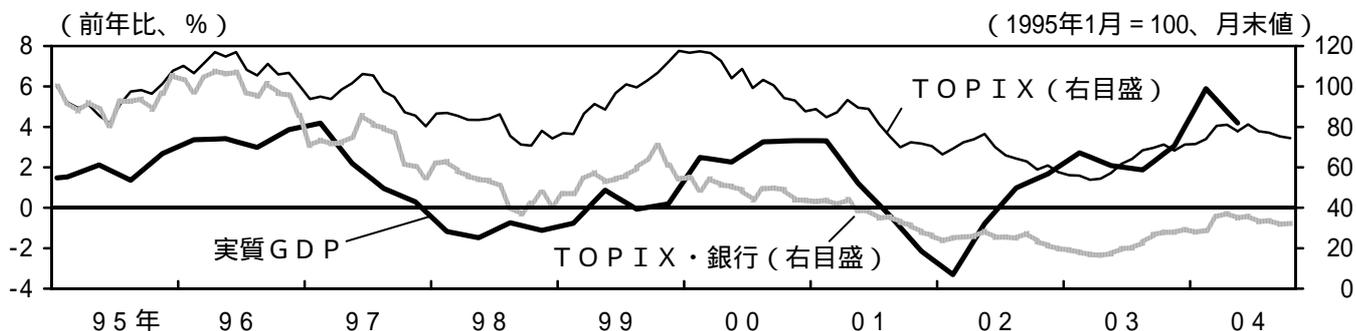


(注) 実質 GDP は、各国の1995年のドルベースの名目 GDP を基準として算出。

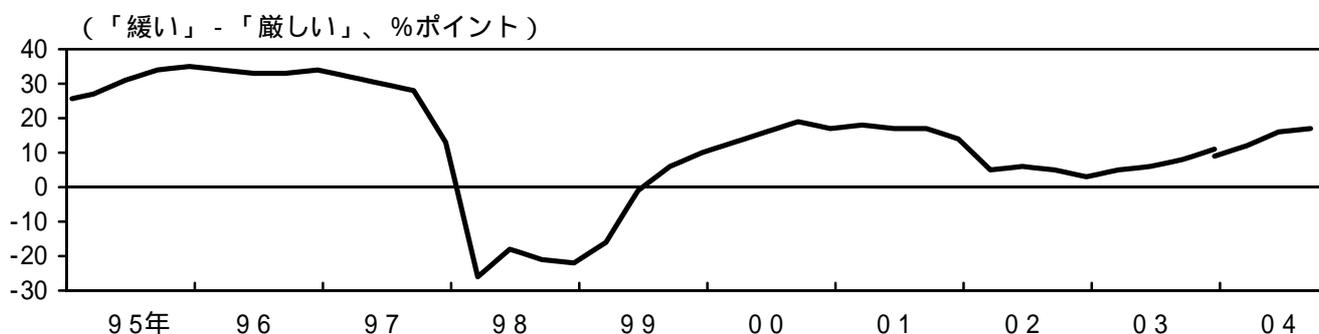
(資料) 総務省「消費者物価指数」、Bloomberg、BP、IMF

金融システムと実体経済

(1) 実質 GDP と株価

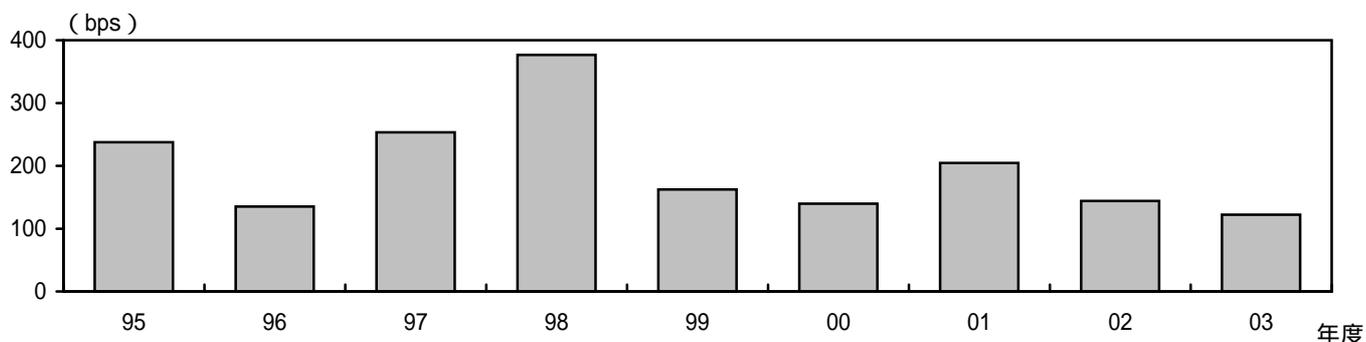


(2) 貸出態度判断 D . I . (大企業)



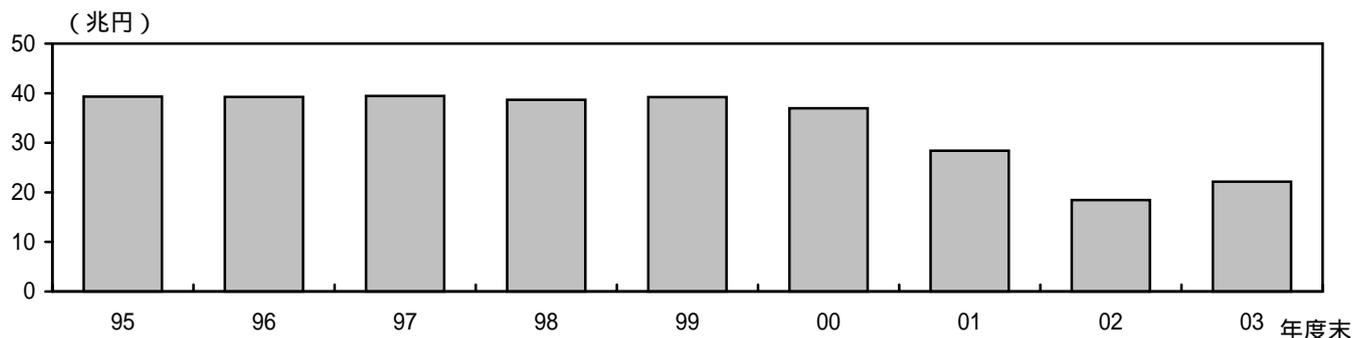
(注) 2004年3月調査より見直しを実施。新ベースは2003年12月調査から。

(3) 信用コスト率 (大手行 + 地域銀行)



(注) 信用コスト (貸出金償却・個別貸倒引当金純繰入・一般貸倒引当金純繰入・債権売却損等の合計) の貸出残高に対する比率

(4) 銀行保有株式 (大手行)

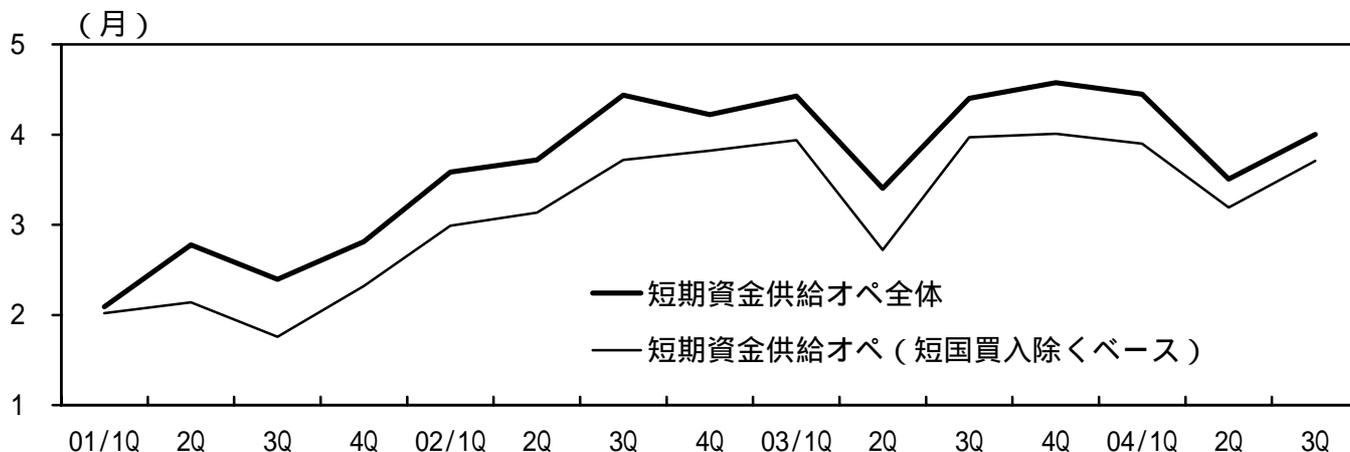


(注) 貸借対照表計上額 (2001年度より時価会計適用 < 一部行は2000年度より適用 >)。

(資料) 日本銀行、内閣府、全国銀行協会、Bloomberg

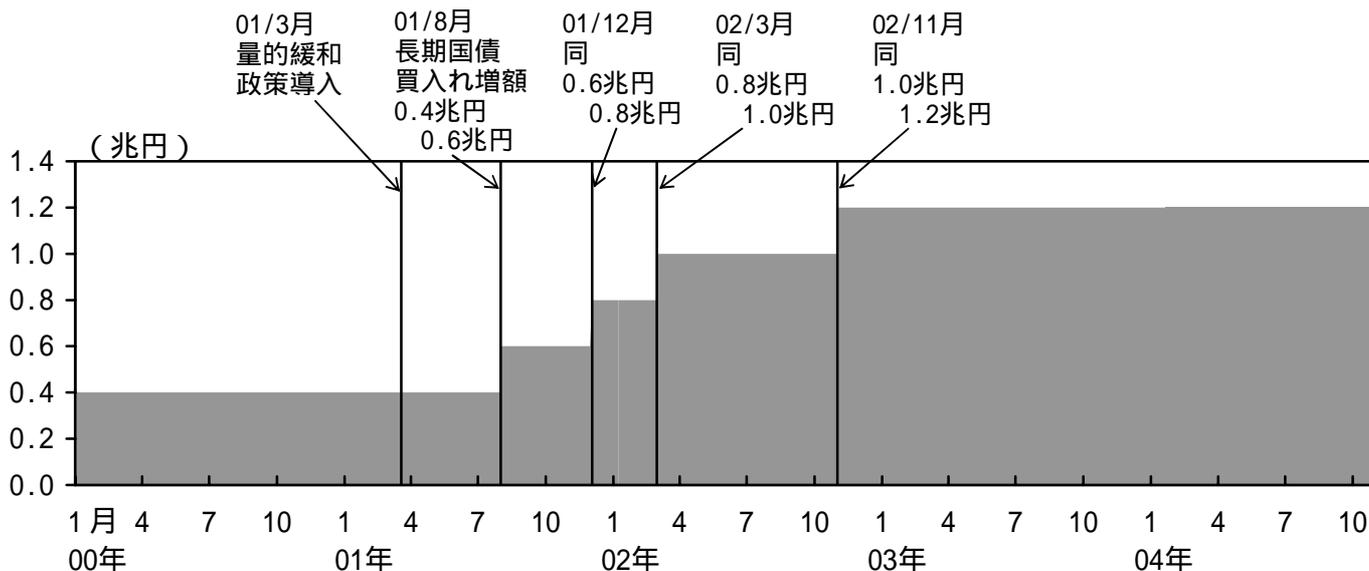
金融調節

(1) 短期資金供給オペの期間



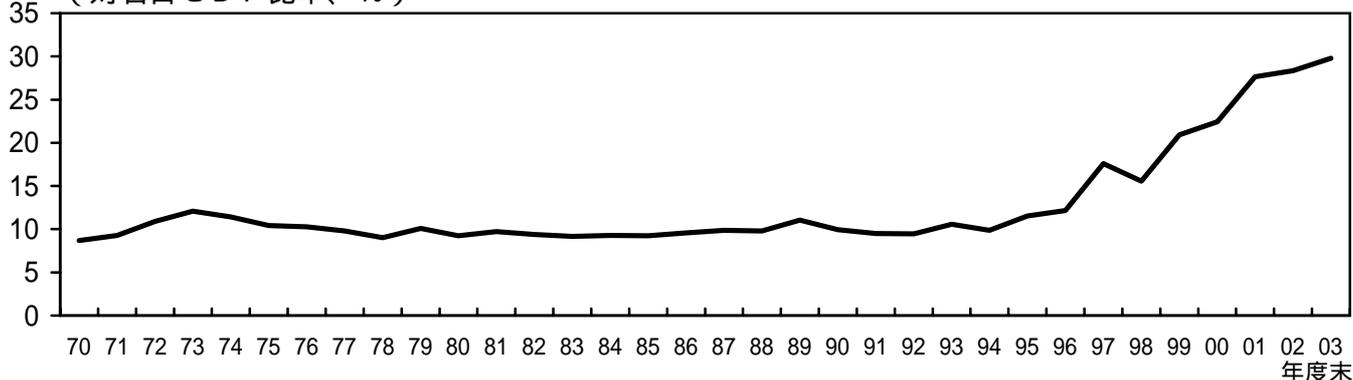
(注) 各四半期中にオファーされた、手形買入、国債レポ(国債買現先、国債借入、短国買現先)およびCP買現先の期間と、短国買入において買入れた銘柄の残存期間の金額加重平均。

(2) 長期国債買入れ



(3) 日本銀行のバランスシート規模の推移

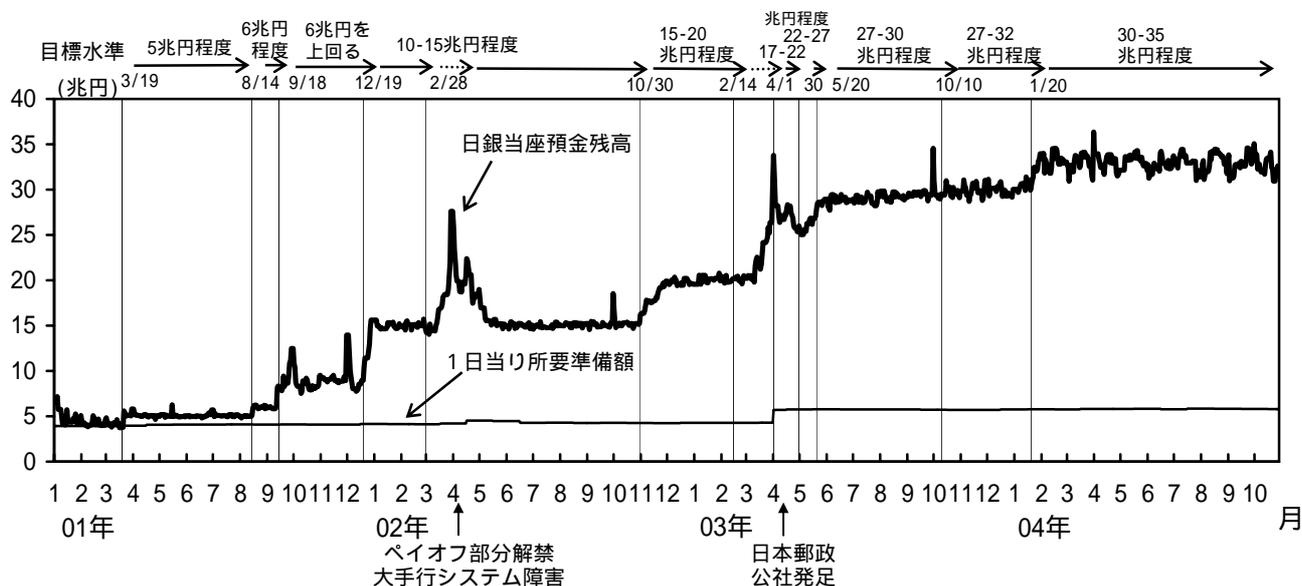
(対名目GDP比率、%)



(資料) 内閣府「国民経済計算」、日本銀行

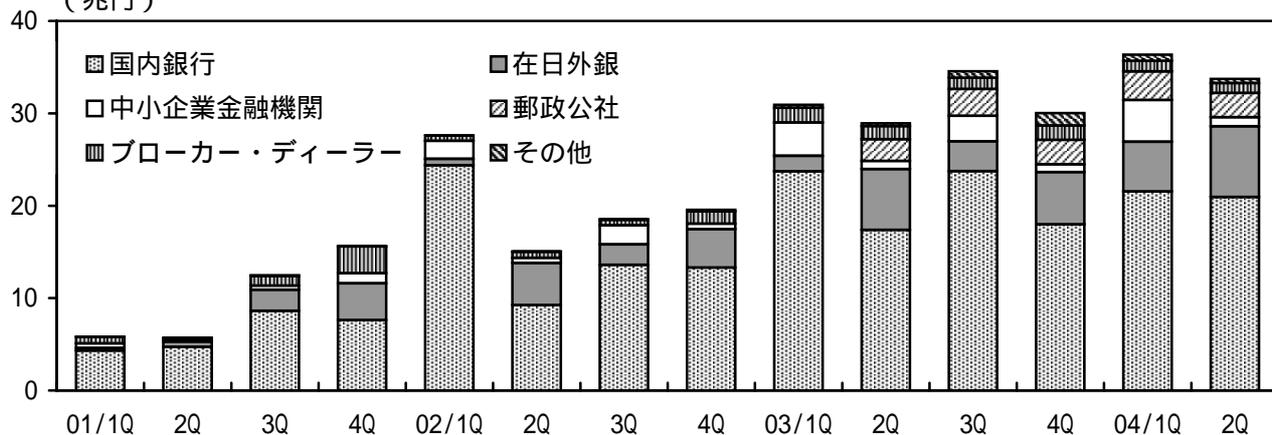
日銀当座預金および短期金利

(1) 日銀当座預金



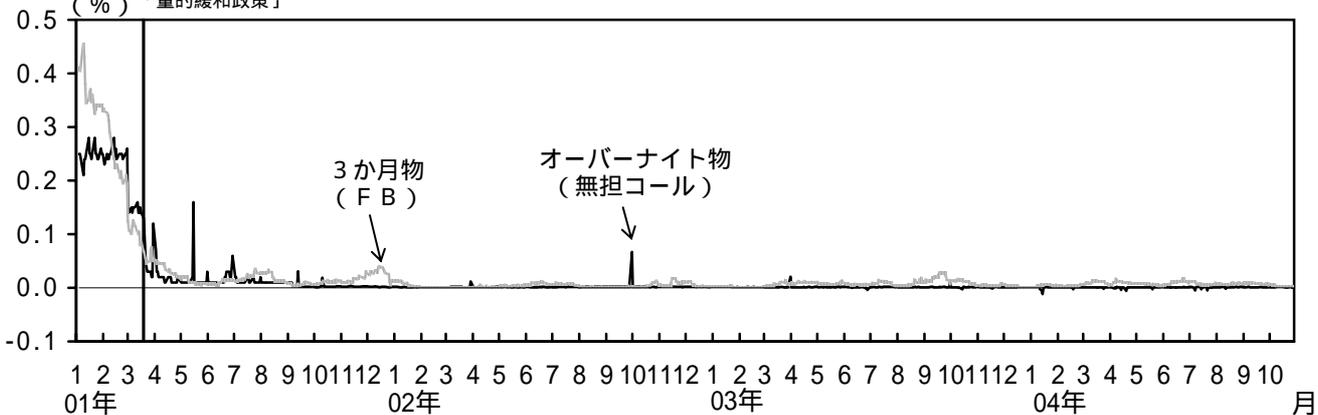
(2) 業態別内訳

(兆円)



(3) 短期金利

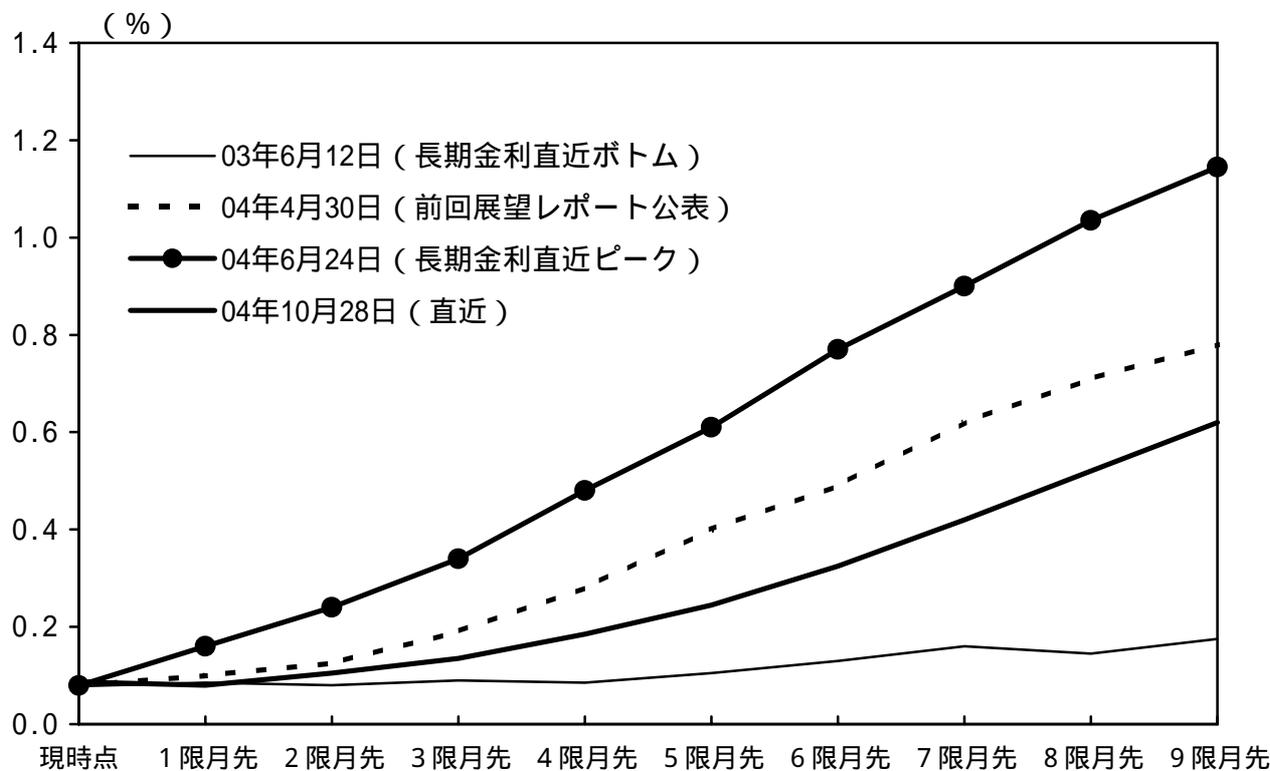
2001年3月 「量的緩和政策」



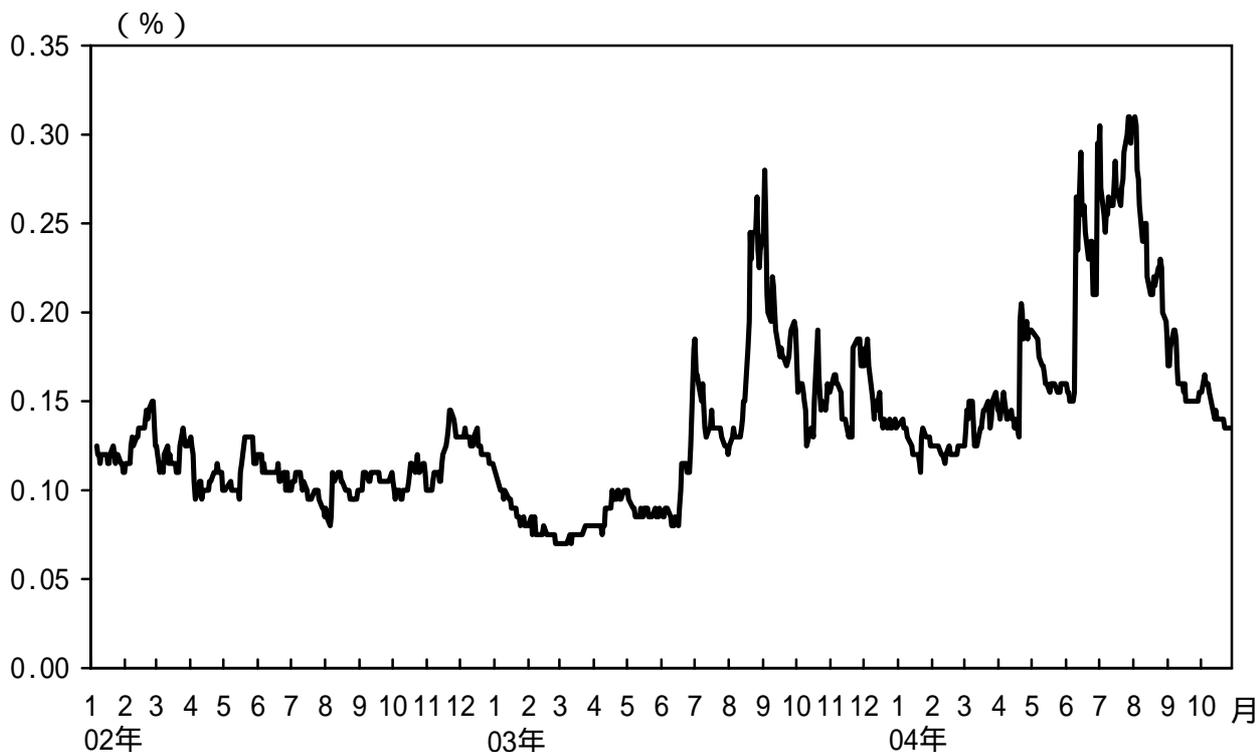
(資料) 日本銀行、日本相互証券

ユーロ円金利先物

(1) ユーロ円金利先物 3 か月



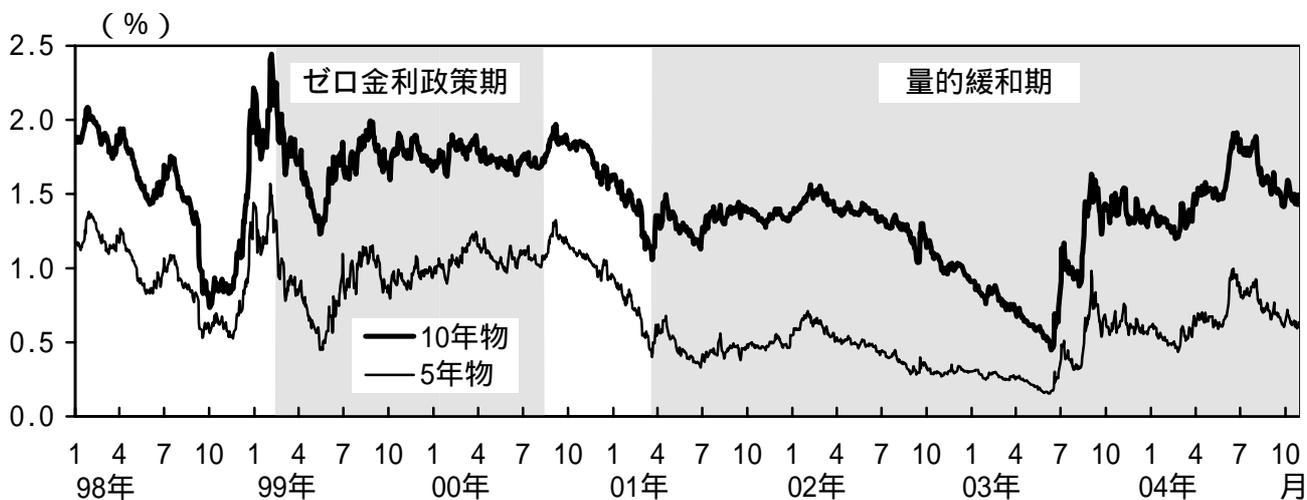
(2) ユーロ円金利先物 3 か月 (中心限月) の推移



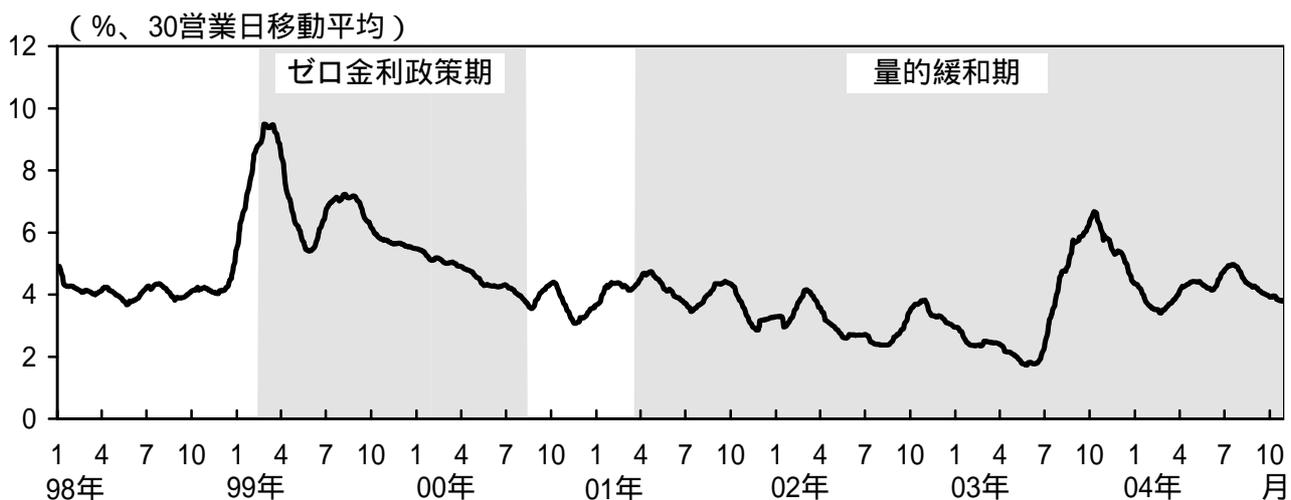
(資料) 東京金融先物取引所

長期金利

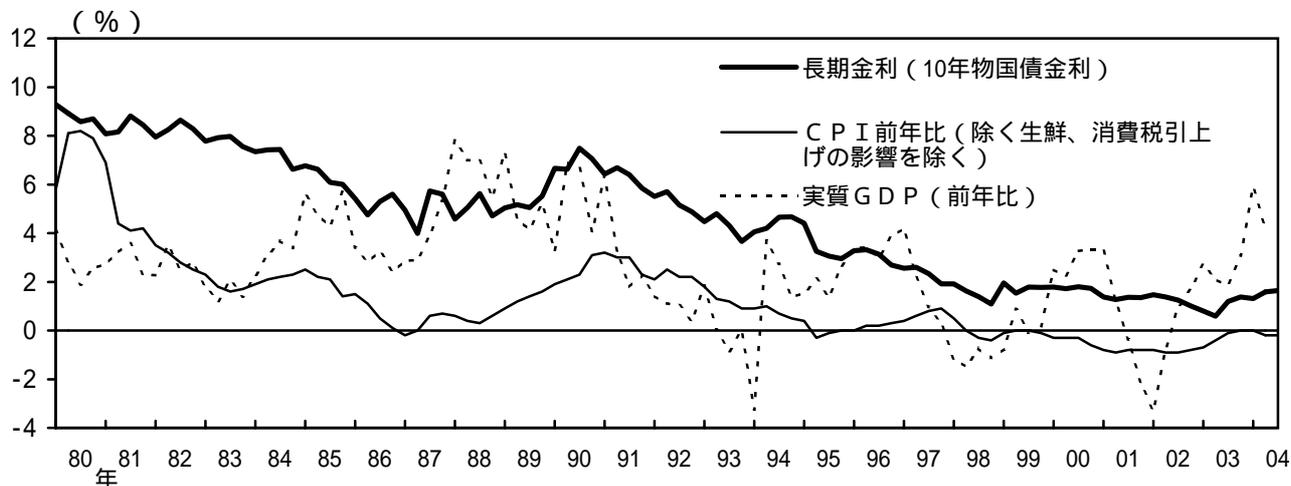
(1) 長期国債金利



(2) 長期国債先物のインプライドボラティリティ



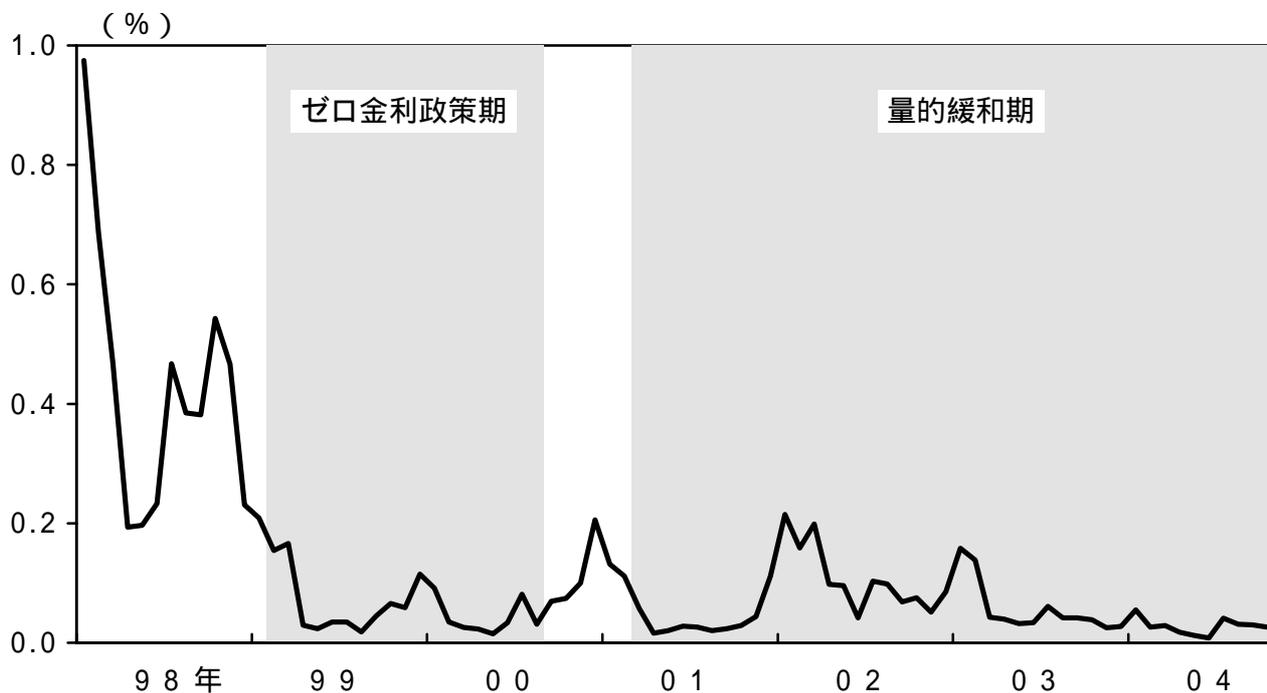
(3) 長期金利とCPIと実質GDP



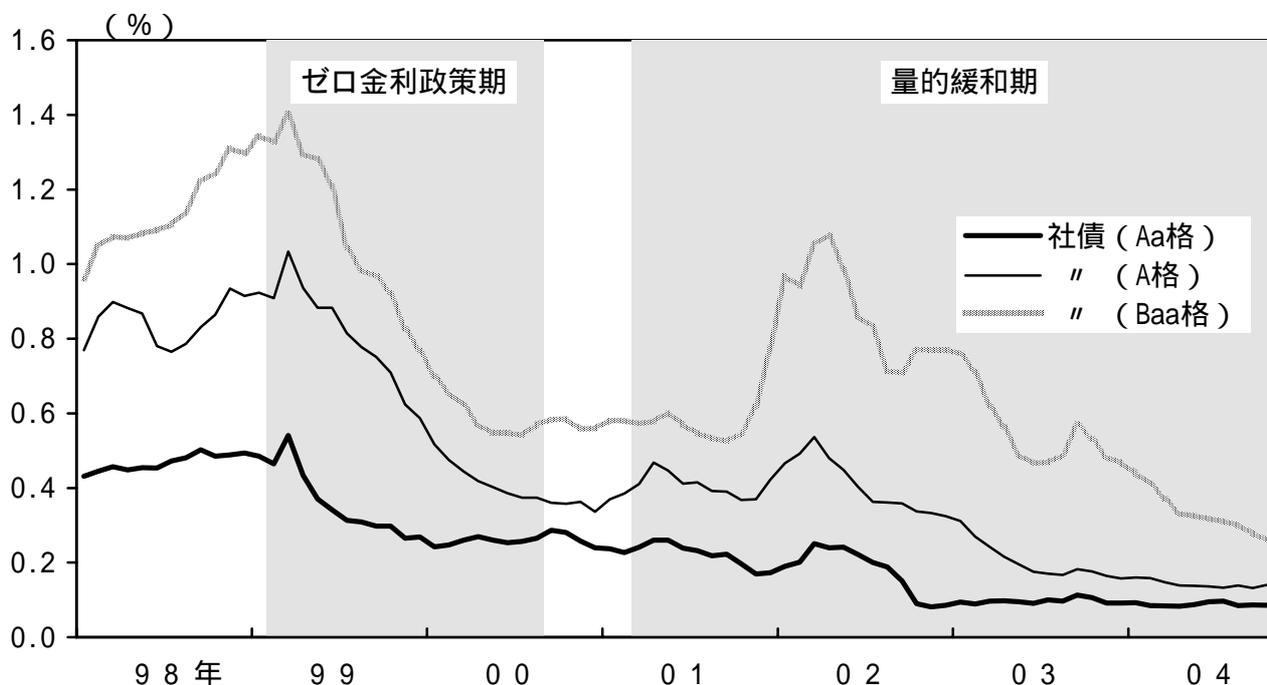
(資料) 総務省「消費者物価指数」、内閣府「国民経済計算」、日本証券業協会、東京証券取引所、Bloomberg

信用スプレッド

(1) C P の信用スプレッド



(2) 社債の信用スプレッド



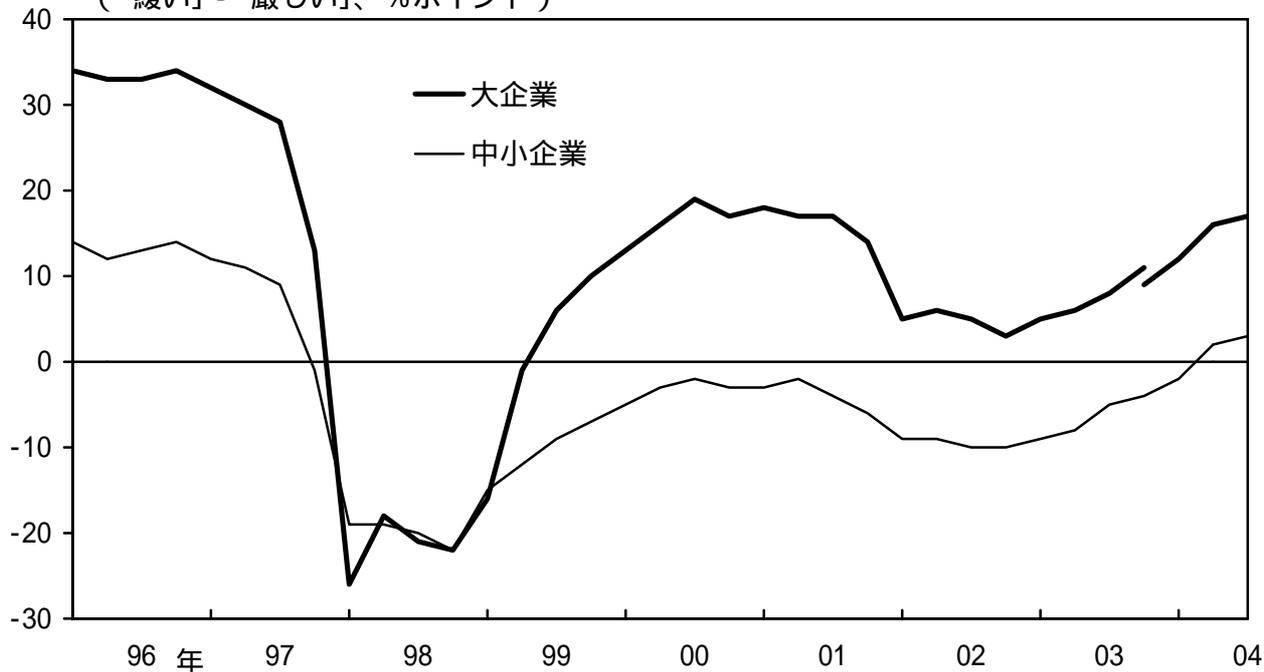
- (注) 1. C P の信用スプレッド (3 か月物) は、C P 発行レート - 短国流通利回り。
2. 社債の信用スプレッド (5 年物) は、社債流通利回り - 国債流通利回り。
3. C P 発行レートはA1格以上のもの。99年5月以前の短国流通利回りは6か月物。
4. 社債の格付けはムーディーズによる。
5. 2004年10月の値は、10月27日までの平均。

(資料) 日本銀行、日本相互証券、日本証券業協会

金融機関の貸出態度および企業の資金繰り

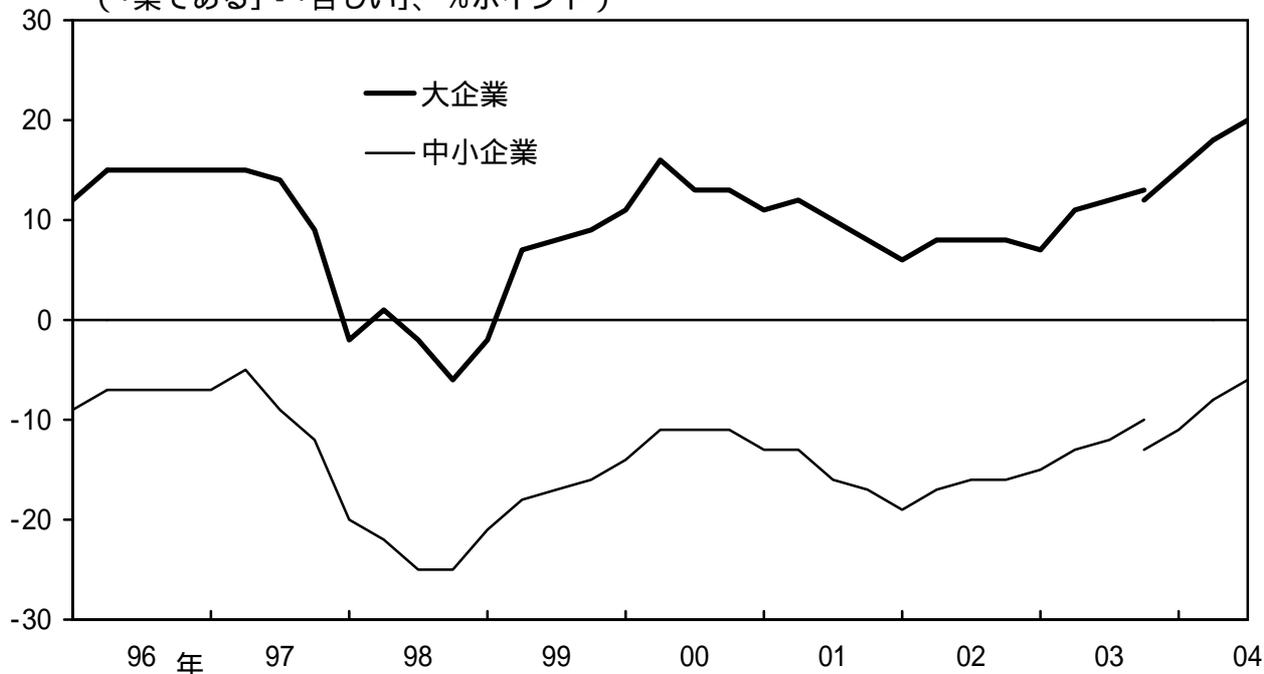
(1) 金融機関の貸出態度判断 D . I .

(「緩い」 - 「厳しい」、%ポイント)



(2) 企業の資金繰り判断 D . I .

(「楽である」 - 「苦しい」、%ポイント)



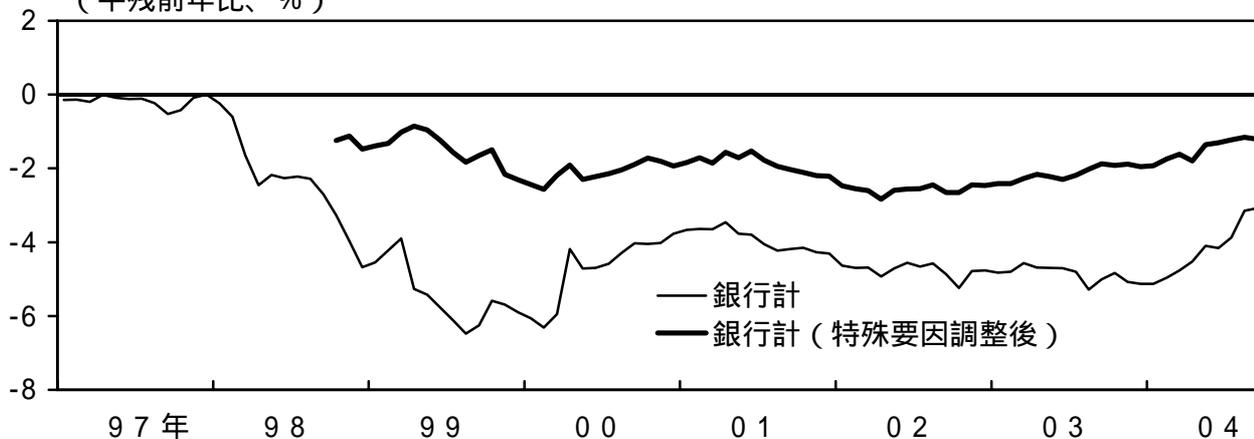
(注) 2004年3月調査より見直しを実施。旧ベースは2003年12月調査まで、新ベースは2003年12月調査から。

(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」

企業の資金調達

(1) 民間銀行貸出

(平残前年比、%)

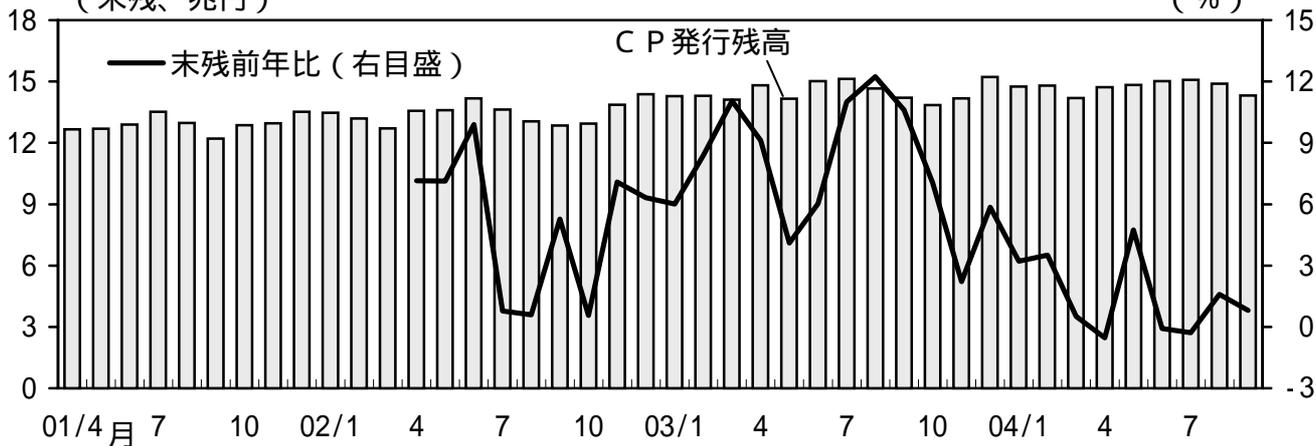


(注) 特殊要因調整後計数は、貸出債権の流動化・償却による変動分等を調整したもの。

(2) C P 発行残高

(末残、兆円)

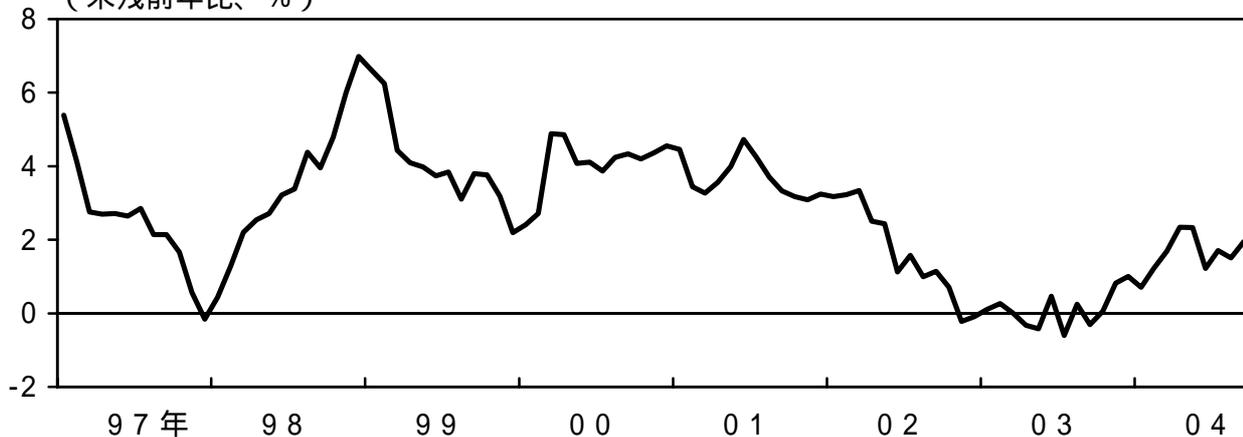
(%)



(注) 1. 日本銀行と当座預金取引のある銀行・証券会社の引受けによるもの。
2. 銀行発行分を含まない。

(3) 社債発行残高

(末残前年比、%)

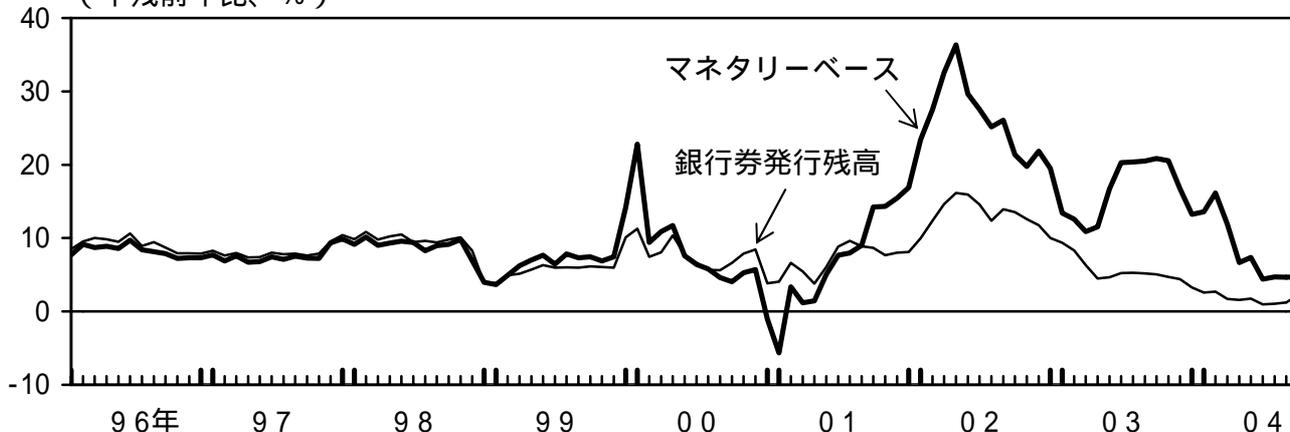


(資料) 日本銀行、日本証券業協会、アイ・エヌ情報センター

マネタリーベース

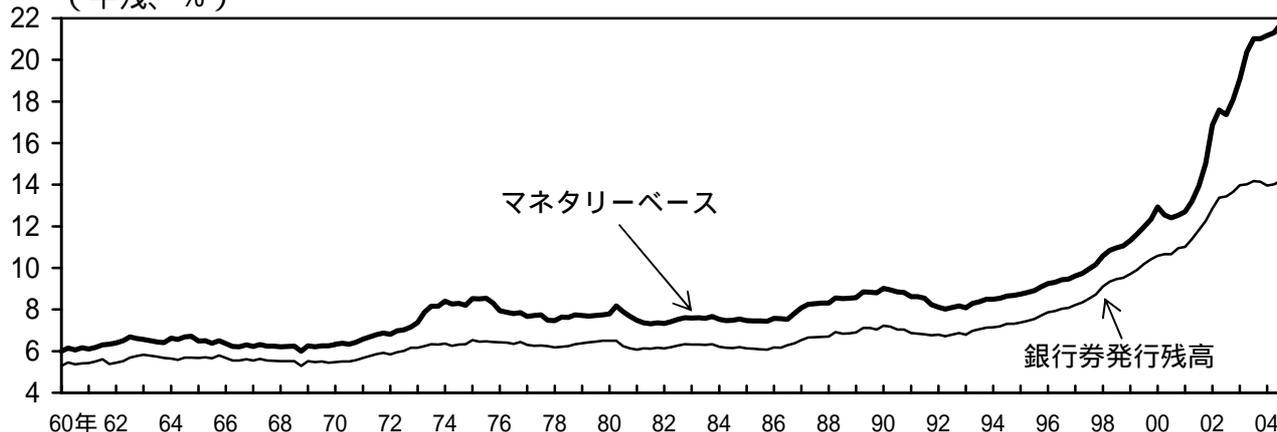
(1) 前年比

(平残前年比、%)



(2) 対名目GDP比率

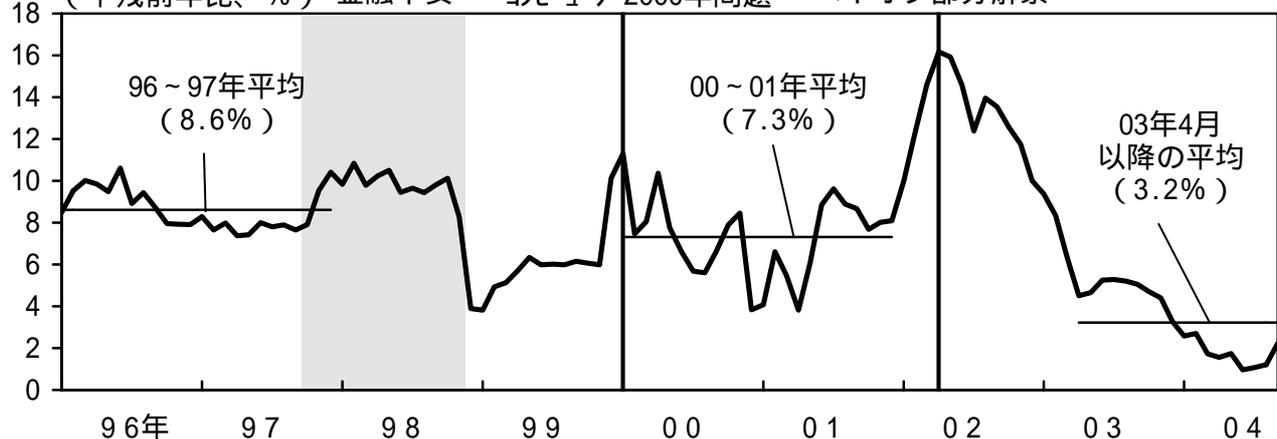
(平残、%)



- (注) 1. マネタリーベース = 流通現金 (銀行券および貨幣 < ともに金融機関保有分を含む >) + 日銀当座預金。1981年3月以前の日銀当座預金は準備預金。1969年以前の貨幣は未残。
2. 2004/3Qの名目GDPは、2004/2Qから横這いと仮定。

(3) 銀行券発行残高

(平残前年比、%) 金融不安 コンピュータ-2000年問題 ペイオフ部分解禁

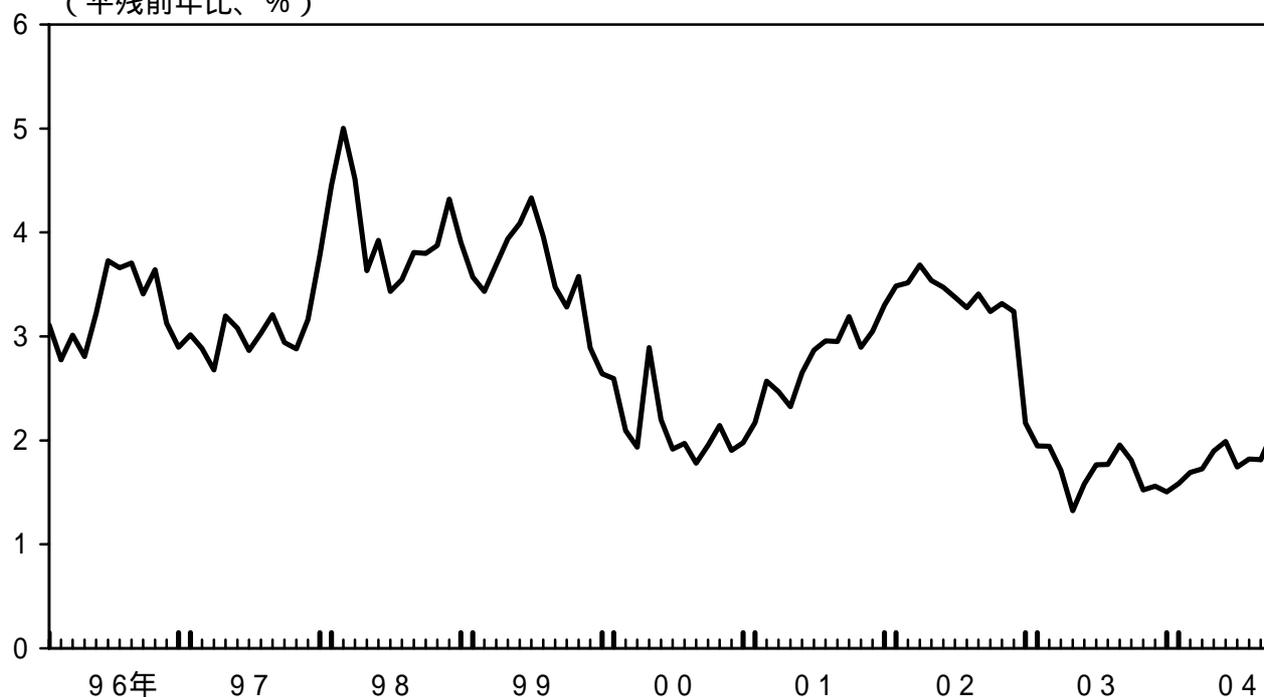


(資料) 内閣府「国民経済計算」、日本銀行

マネーサプライ (M 2 + C D)

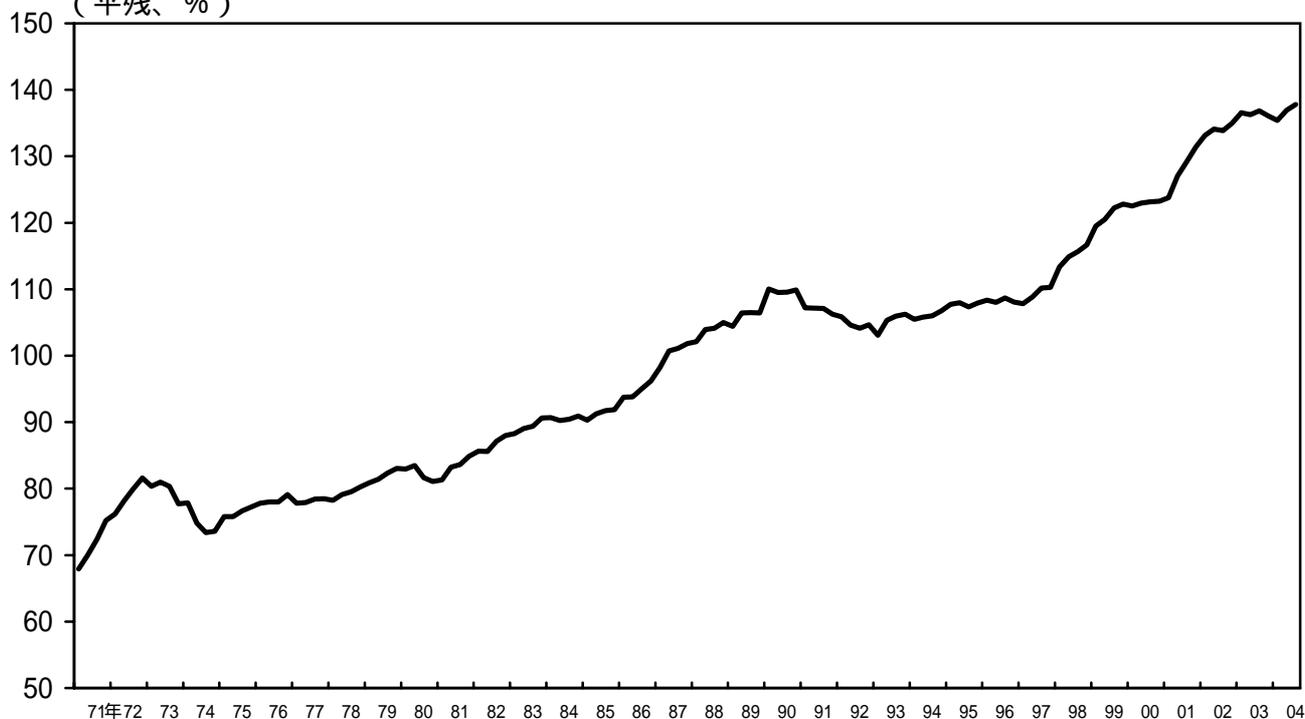
(1) 前年比

(平残前年比、%)



(2) 対名目 GDP 比率

(平残、%)

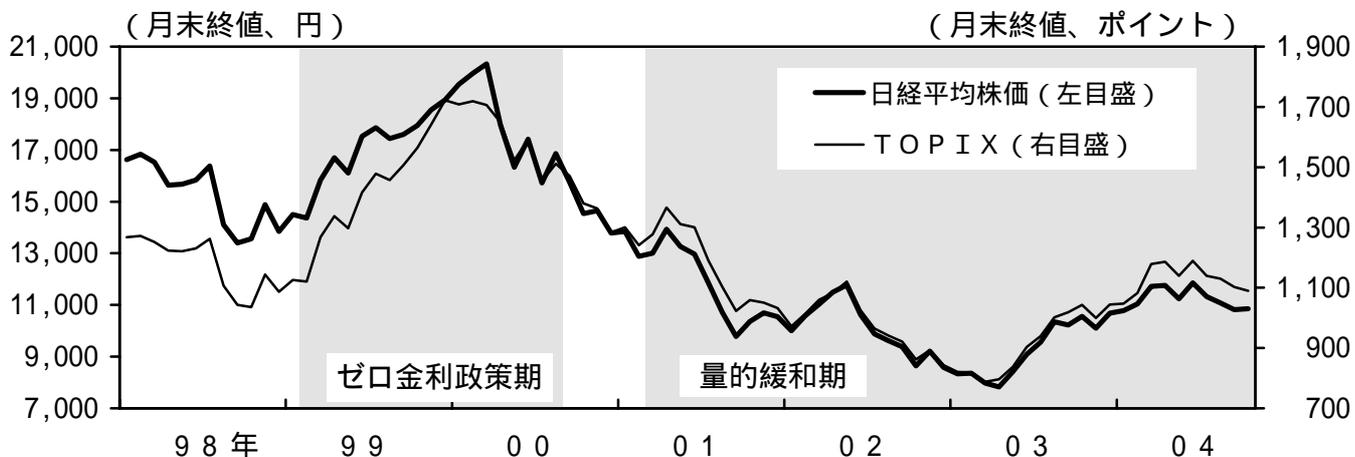


(注) 2004/3Qの名目 GDP は、2004/2Qから横這いと仮定。

(資料) 内閣府「国民経済計算」、日本銀行

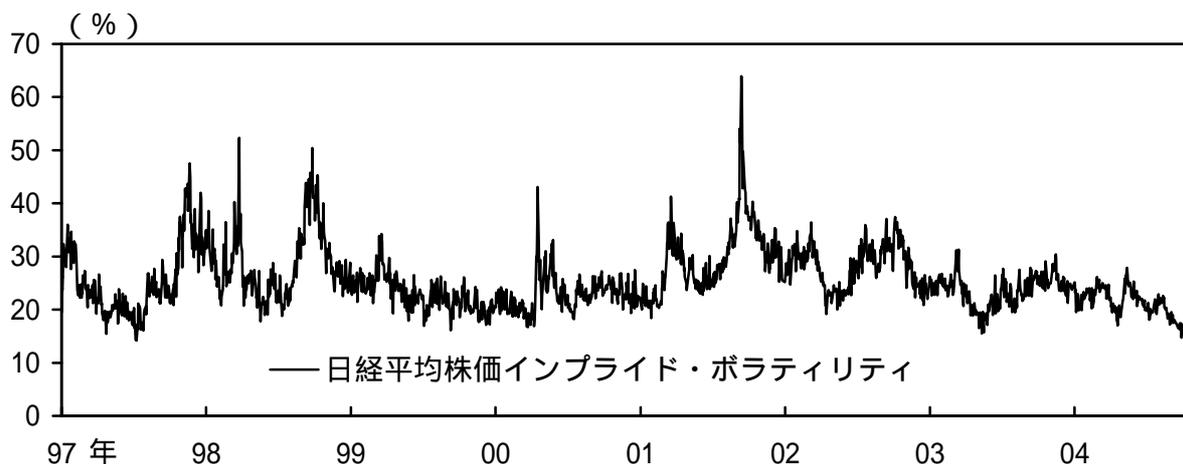
株価

(1) 株価 (日本)

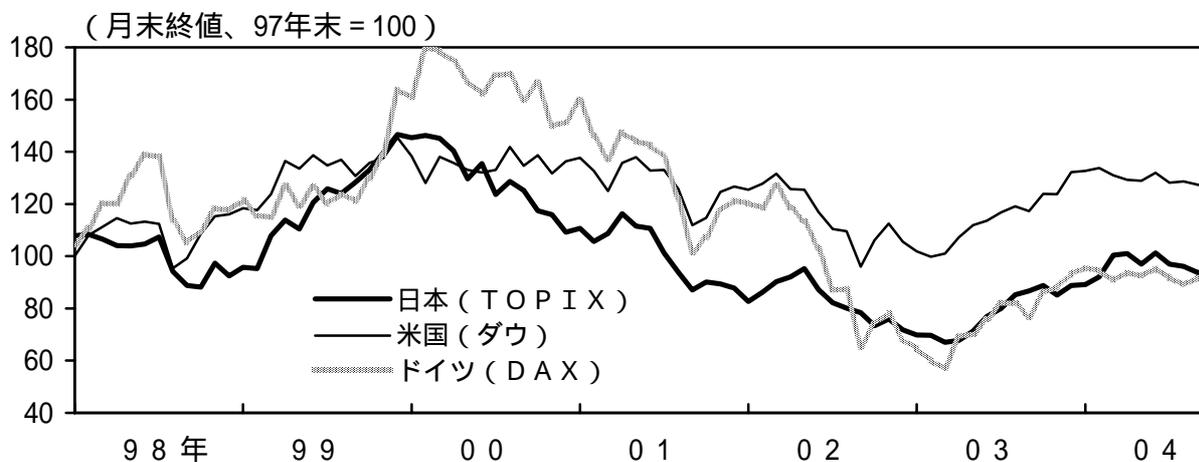


(注) 04/10月の計数は、10月28日の終値。

(2) 株価のインプライド・ボラティリティ



(3) 主要国の株価



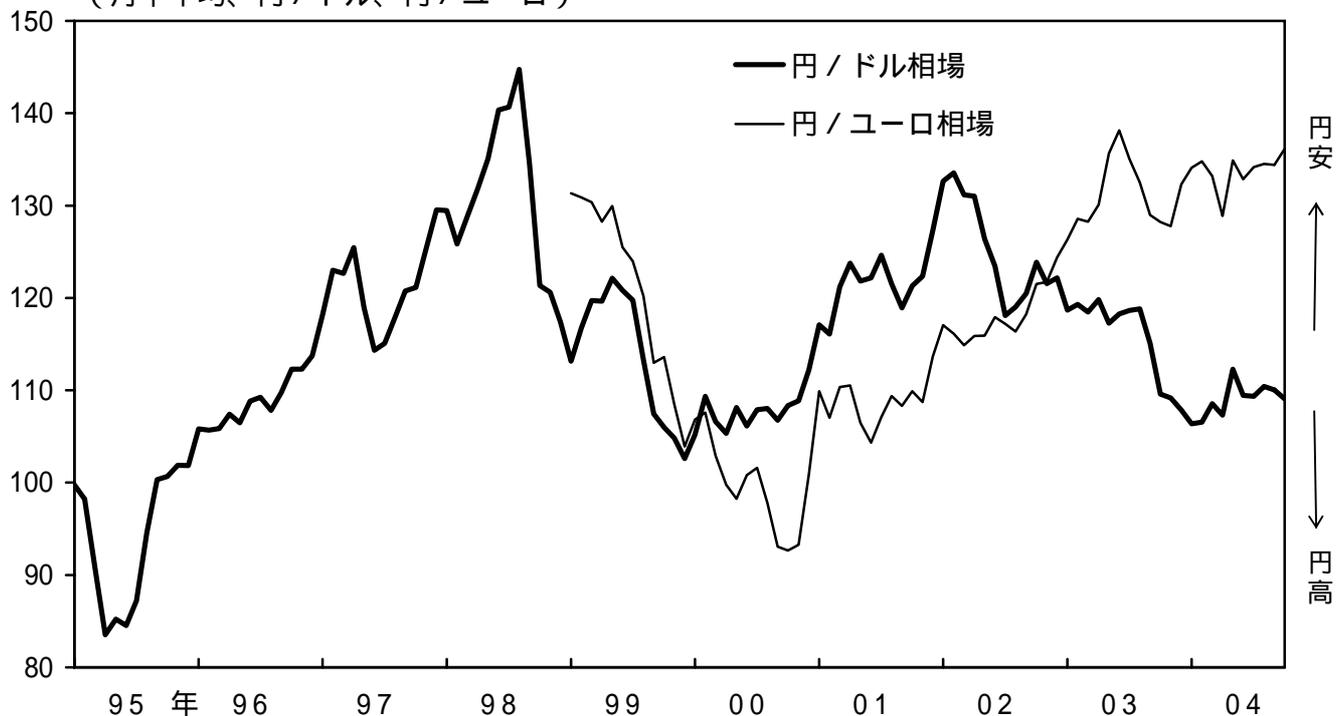
(注) 04/10月の計数は、10月28日の終値。

(資料) 日本経済新聞社「日本経済新聞」、東京証券取引所、Bloomberg

為替相場

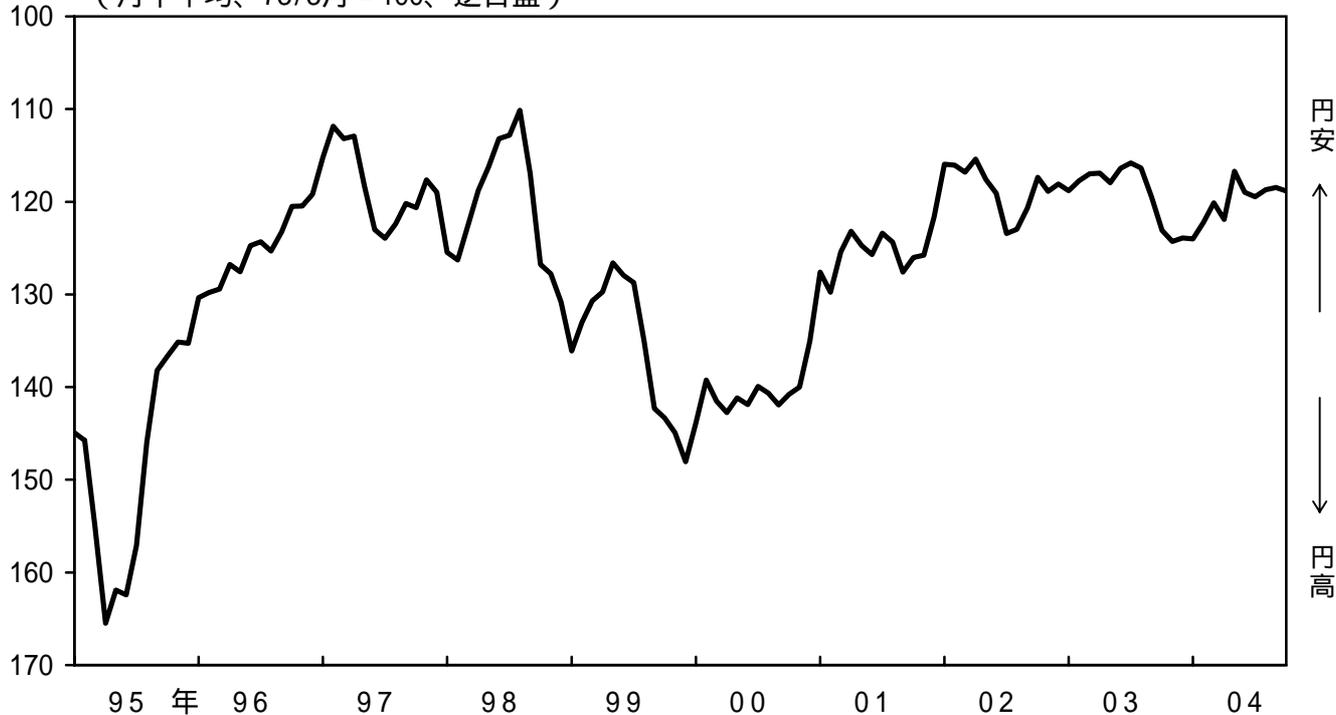
(1) 円ドル・円ユーロ相場

(月中平均、円/ドル、円/ユーロ)



(2) 実質実効為替レート

(月中平均、73/3月 = 100、逆目盛)



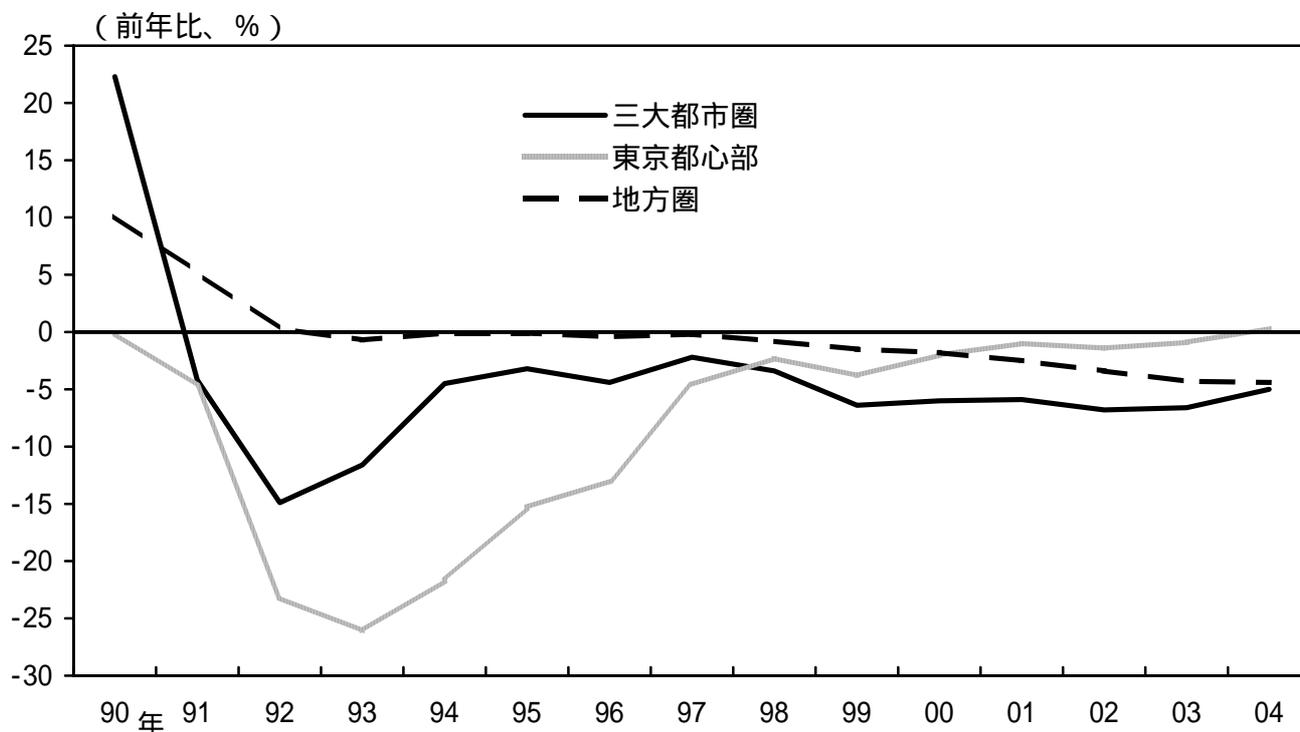
(注) 1. 04/10月は、直近までの平均値。

2. 実質実効為替レートは、輸出ウェイト上位の対15通貨ベース。原則として、生産者物価指数ないしは卸売物価指数を用いて実質化。

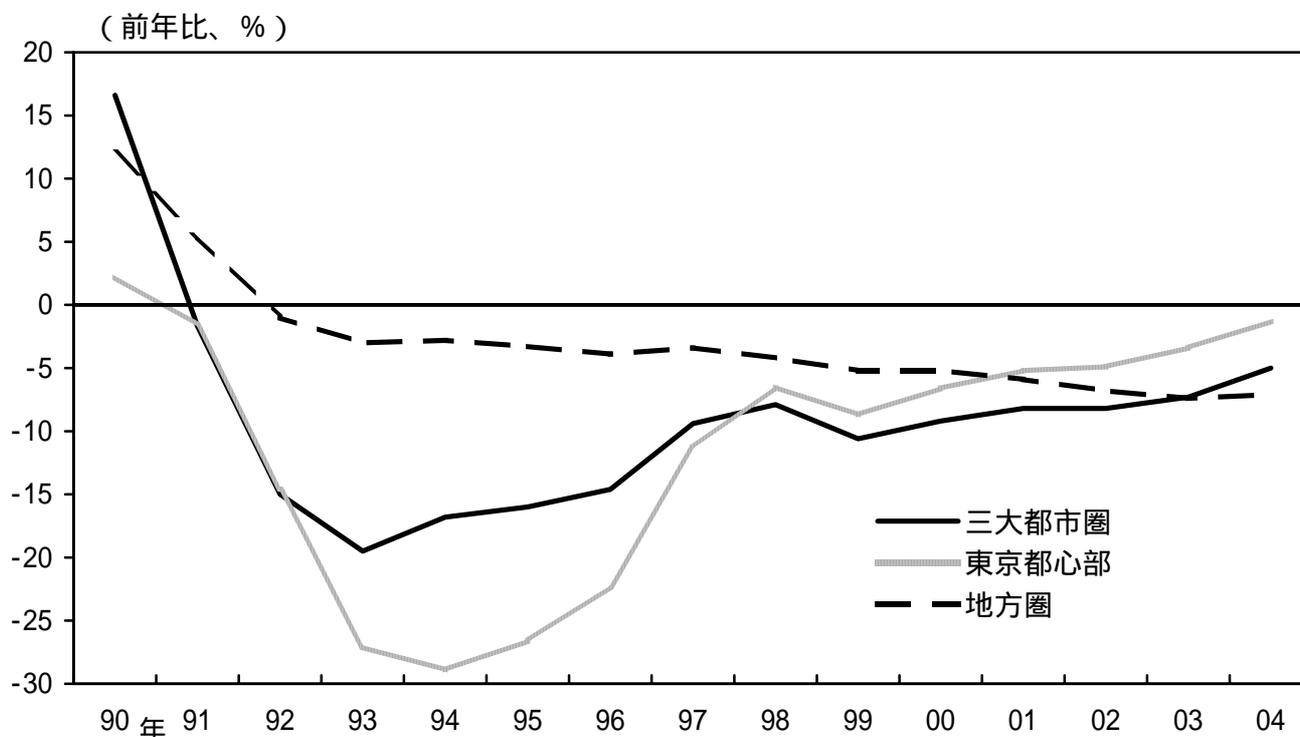
(資料) 日本銀行

地価

(1) 住宅地



(2) 商業地



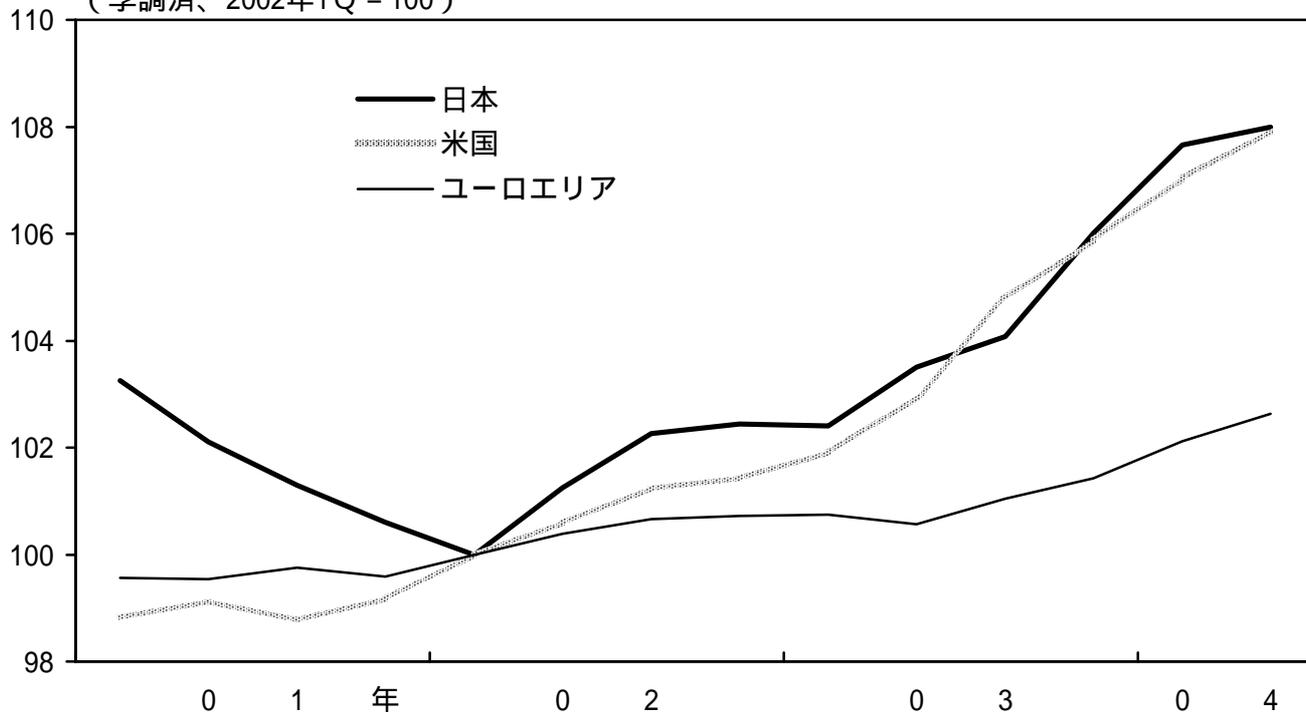
(注) 東京都心部は、千代田区、中央区、港区などの都心 8 区の平均。

(資料) 国土交通省「都道府県地価調査」

実質GDPと消費者物価(1)

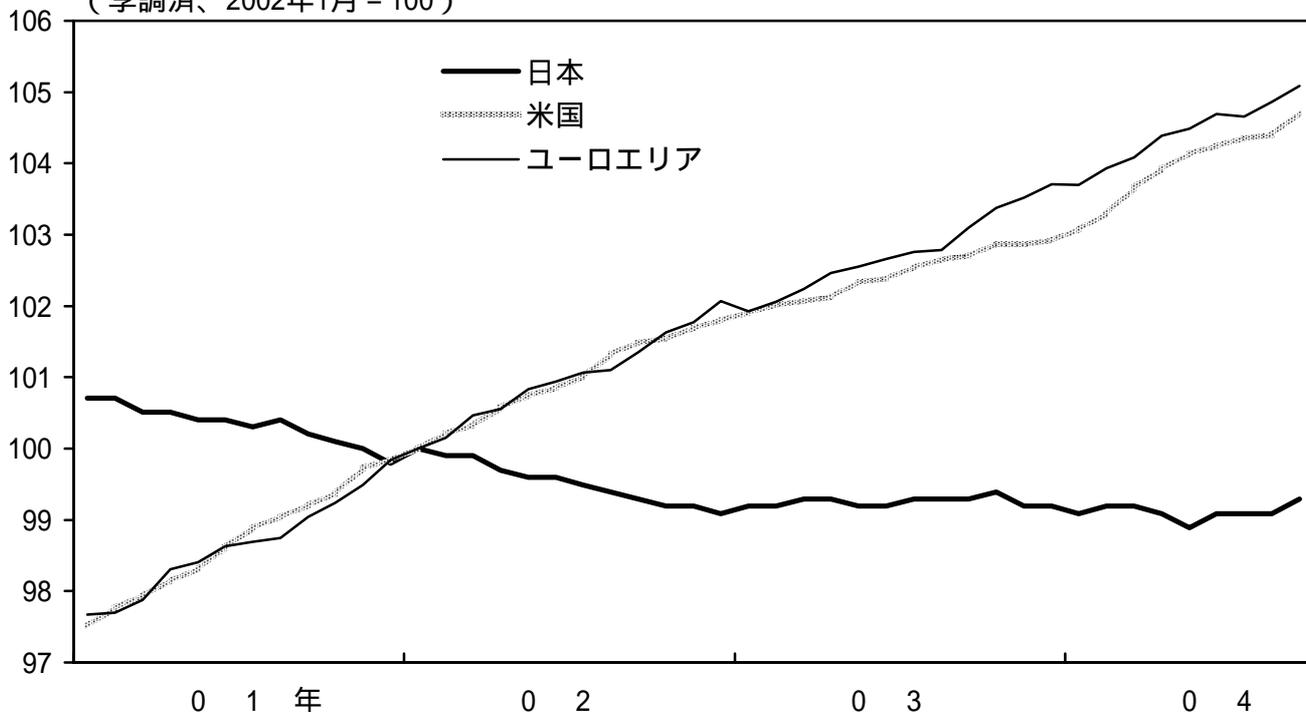
(1) 実質GDP

(季調済、2002年1Q = 100)



(2) 消費者物価

(季調済、2002年1月 = 100)

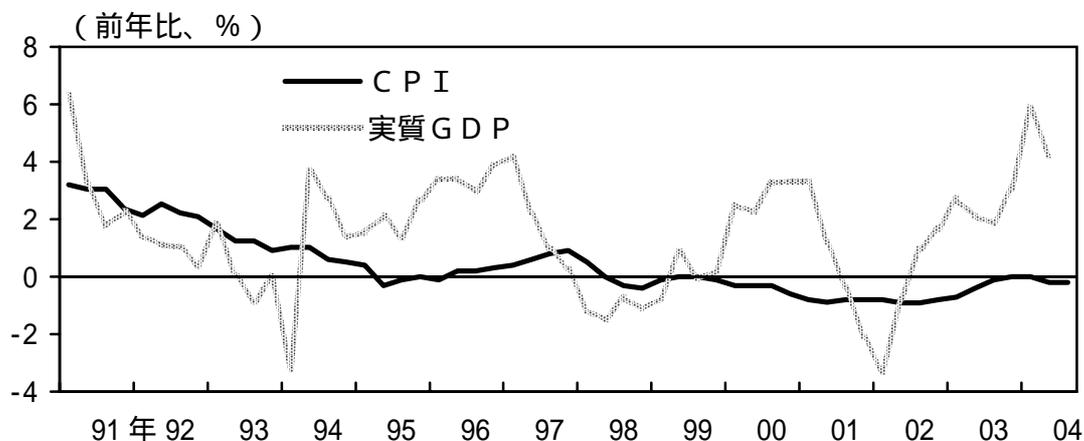


(注) 日本のCPIは除く生鮮食品。米国のCPIは除く食品、エネルギー。
ユーロエリアのCPIは除くエネルギー、食品、アルコール、タバコ。

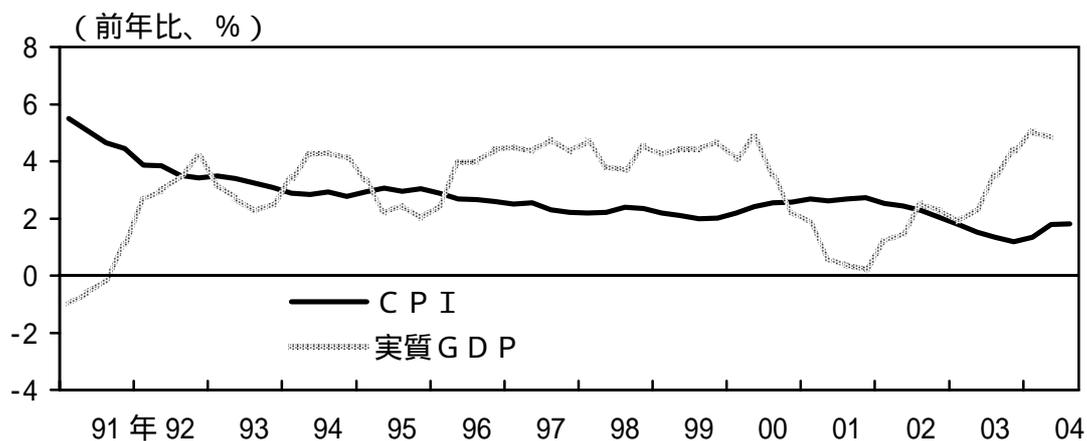
(資料) 各国・地域統計局

実質GDPと消費者物価(2)

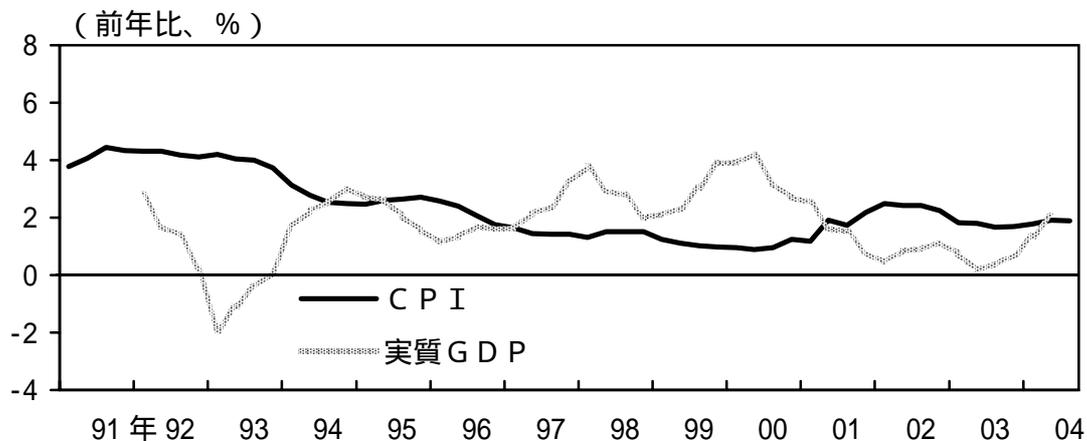
(1) 日本



(2) 米国



(3) ユーロエリア



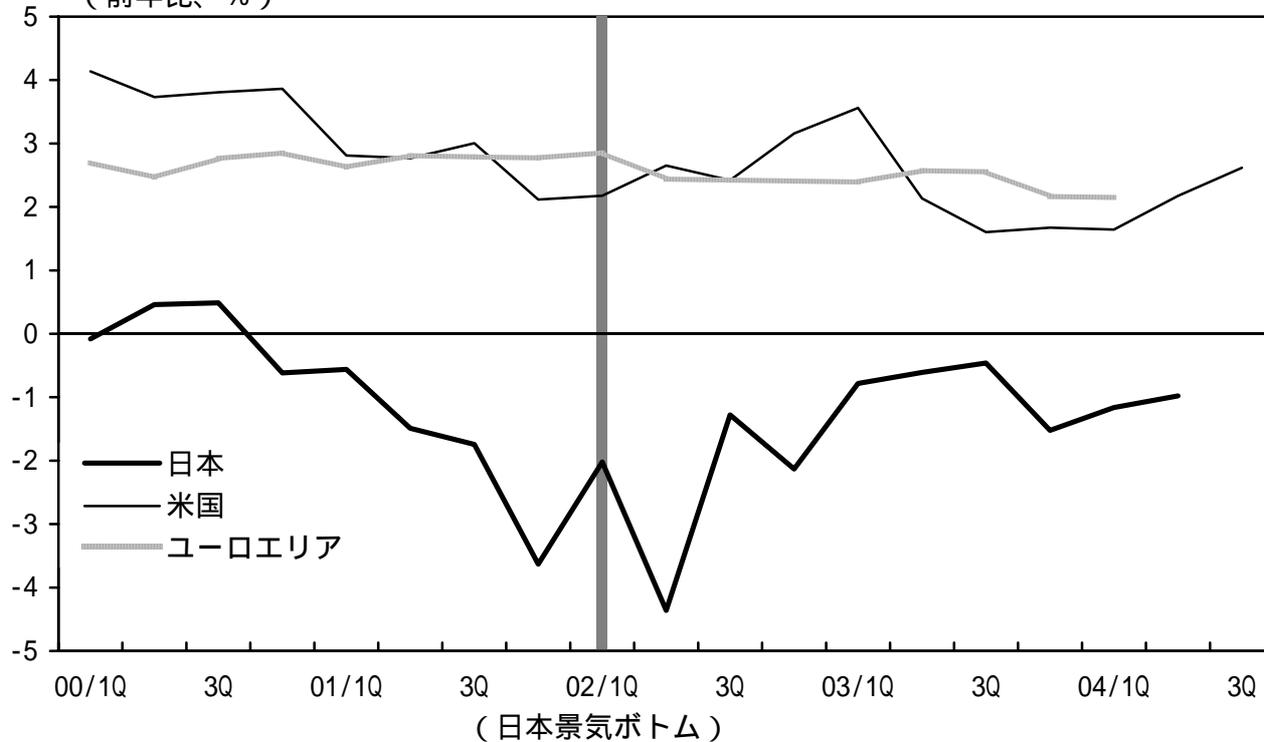
(注) 日本のCPIは除く生鮮食品。米国のCPIは除く食品、エネルギー。
ユーロエリアのCPIは除くエネルギー、食品、アルコール、タバコ。

(資料) 各国・地域統計局

名目賃金と実質賃金

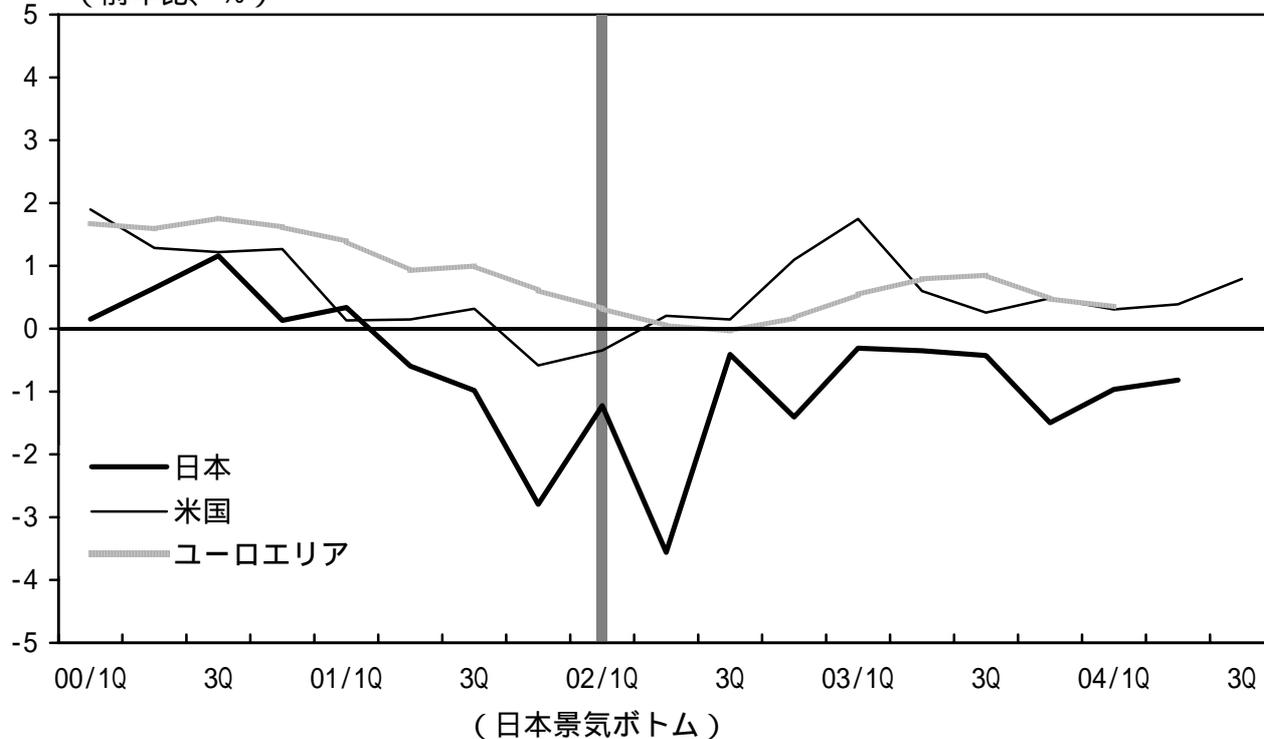
(1) 名目賃金

(前年比、%)



(2) 実質賃金

(前年比、%)



(注) 日本の賃金は、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) 厚生労働省「毎月勤労統計」、総務省「消費者物価指数」、各国政府・中央銀行