

公表時間
5月2日(月)14時00分

2005年5月2日
日 本 銀 行

経済・物価情勢の展望 (2005年4月)

【基本的見解】^{1, 2}

(経済・物価情勢の見通し)

わが国経済は、基調としては回復を続けているが、2004 年後半に I T 関連分野において生産・在庫面での調整が深まったこともあって、このところ「踊り場」局面となっている。この結果、2004 年度の経済は、昨年 10 月に公表した「経済・物価情勢の展望」(展望レポート)で示した「見通し」と比べて、幾分下振れて推移したとみられる。

先行きについては、I T 関連分野の調整の影響が弱まるにつれて、年央以降、回復の動きが次第に明確になり、2005 年度は、潜在成長率を若干上回る成長が実現するとみられる。こうした見通しは、概ね前回「見通し」に沿ったものである。2006 年度は、現時点においてはかなり幅をもってみる必要があるが、緩やかながら持続性のある成長軌道を辿ると予想される。こうした先行きの経済の姿は、海外経済が拡大基調を続けることに加え、企業の様々な取り組みにより企業収益が高水準を続けること、企業収益の好調が様々な形で経済の各部門に及んでいくこと、さらに、慎重な企業行動を背景に設備投資、在庫投資などの面で行き過ぎは回避されていくことを、基本的なメカニズムとして想定している。

すなわち、海外経済は、米国や東アジアを中心に拡大基調を続けると予想される。こうしたもとで、わが国の輸出は、東アジア域内での国際分業の深化を伴いながら、増加を続けていくと考えられる。鉱工業生産は、I T 関連分野の在庫調整が年央頃には概ね一巡するとみられることもあって、その後は増勢を取り戻していくと見込まれる。企業収益は、既に高水準にあるが、先行きについても、原油など商品市況上昇の影響を受けつつも、製品・サービスの高付加価値化などを背景とした生産・販売の増加や一段

¹ 4月28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 日本銀行は、4月に公表する「経済・物価情勢の展望」が対象とする期間について、今後、当該年度に加え、翌年度を含めることにした。これにより、「経済・物価情勢の展望」の対象期間は、4月公表分、10月公表分ともに、当該年度および翌年度となる。

の合理化努力などから、緩やかな増益基調を維持していくと考えられる。設備投資は、キャッシュ・フローとの対比ではなお抑制的であるが、過剰設備・過剰債務などの構造的な調整圧力が和らいできている環境のもとで、増加傾向を辿ると予想される。雇用者所得は、労働市場の需給改善を背景に緩やかな増加を辿り、これを反映し、個人消費も緩やかな増加を続けると予想される。

物価面では、マクロの需給バランスが基調として改善を続ける中で、国内企業物価は、内外商品市況の上昇などから、昨年初以来、前年比プラスが続いている。消費者物価（全国、除く生鮮食品）の前年比は、米価格の下落や規制緩和とそれに伴う競争激化による電気・電話料金引き下げの影響もあって、引き続き小幅のマイナスで推移している。こうした中で、2004年度の国内企業物価、消費者物価は、ともに概ね前回「見通し」に沿った動きとなった。

先行きについてみると、国内企業物価は、内外商品市況の動きにも左右されるが、2005年度、2006年度とも、2004年前半ほどの急ピッチにはならないまでも、上昇を続けるとみられる。このうち2005年度については、原油価格の上昇を主因に、前回「見通し」と比べ上振れて推移するとみられる。一方、消費者物価についてみると、原材料コストの上昇は企業部門における生産性の上昇によってかなりの程度吸収されるとみられ、目立った上昇は想定していない。前年比では、2005年度は、米価格の下落や電気・電話料金引き下げの影響がなお暫く残ることもあって、前回「見通し」より幾分下振れ、ゼロ近傍での推移にとどまると予想される。2006年度は、これらの特殊要因の影響が剥落する中で、前年比プラスに転じる可能性が高い。

（上振れ・下振れ要因）

以上述べた「見通し」のうち、経済活動については、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、エネルギー・素材価格の動向である。原油価格は、世界需要の拡大予想等を背景に再び上昇し、このところは既往最高値圏での相場展開が続いている。素材市況も、鋼板類や非鉄を中心に、多くの品目で強含んでいる。こうしたエネルギー・素材価格の高騰が続く場合には、企業収益の圧迫や家計の実質購買力の低下等を通じて、内外経済に悪影響が及ぶ可能性がある。

第2に、米国および中国の景気動向である。「見通し」においては、米国や中国をはじめとする東アジアの景気が現状程度の成長を続けることを想定しているが、それらの展開次第では、わが国の輸出に上振れ・下振れいずれの可能性もある。先行きを展望すると、米国経済については、エネルギー価格の上昇や国内の需給引き締まりが底流にある中、インフレ懸念が高まる場合には、より強い金融政策運営面での対応を通じて、米国ひいては世界経済の成長が鈍化する可能性がある。また、そのような場合には、資本移動や金融資本市場を通じてエマージング諸国を中心に世界経済に悪影響が及ぶリスクがある。中国経済については、同国政府が過熱リスクを抑えて息の長い景気拡大を図る方針を明確に示しているが、各種の構造問題を抱える中で、その成否には引き続き不確実性が残っている。

第3に、国内民間需要の動向である。「見通し」は、企業収益の好調の割には慎重な企業行動に大きな変化がないことを前提にしている。したがって、中期的な期待成長率が高まったり、有利子負債削減を最優先する企業の財務行動に前向きの変化が生じる場合には、企業の支出行動、特に設備投資が上振れる可能性がある。一方、企業行動がさらに慎重化した場合には、設備投資や雇用・賃金などの伸びが抑制される可能性もある。

物価の先行きについても、上振れ・下振れ両方向の要因がある。経済活動水準の変動についての上述のような上振れ・下振れ要因が顕在化した場合、物価にも相応の影響を及ぼすとみられる。物価に固有の不確定要因を挙げると、上振れ要因としては原油価格をはじめとする内外商品市況の上

昇やそれに伴うインフレ心理の台頭が、下振れ要因としては規制緩和などに伴う企業間競争の強まりの影響が考えられる。

(金融政策運営)

1990年代以降のわが国経済を振り返ると、バブル崩壊に伴う不良債権の発生によって、企業や金融機関のリスクテイク能力が低下し、前向きの経済活動が抑制された。そうした不良債権問題の影響に加え、経済のグローバル化や情報通信技術の発展をはじめ、経済の様々な変化に対する経済各部門の適合の遅れもあって、潜在成長率は徐々に低下した。特に1990年代後半以降においては、経済に加わった負のショックは金融システムへの不安を通じて経済への影響を増幅しがちであった。

もっとも、この10年余という長い年月の間に、企業は、設備・雇用・債務の面での調整を進めるとともに、付加価値の高い製品・サービスを生み出す力を高めてきた。こうした取り組みの成果は、企業の収益力にはっきりと現れてきている。金融機関も、不良債権の処理を進め、健全性回復に向けた対応を進めてきている。このような状況のもとで、本年4月にはペイオフが全面解禁された。このように、金融システムの安定性は高まってきており、金融システム面での問題が実体経済に悪影響を及ぼす惧れはかなり小さくなっていると考えられる。

金融政策面では、日本銀行が量的緩和政策を採用してから、4年以上が経過した。この政策の枠組みは、日本銀行が、金融機関が準備預金制度等により預け入れを求められている額を大幅に上回る日本銀行当座預金を供給することと、そうした潤沢な資金供給を消費者物価指数(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することから成り立っている。

潤沢な資金供給は、金融システムに対する不安感が強かった時期において、金融機関の流動性需要に応えることによって、金融市場の安定や緩和的な金融環境を維持し、物価下落が企業収益の下落などを通じて経済活動の収縮を

招くりスクを回避することに大きな効果を発揮した。さらに、こうした「約束」は、ゼロ金利の継続予想を通じて低利での資金調達を可能とし、企業収益を下支えするとともに、投資採算の改善をもたらした。

前述のように、現在、金融システムに対する不安感は後退してきている。このため、日本銀行の資金供給オペレーションに対する応札額が資金供給予定額に満たない「札割れ」が頻繁に生じていることにも現れているように、金融機関の流動性に対する需要も減少している。金融機関には量的緩和政策の枠組みのもとで資金調達に対する安心感が定着しており、緩和的な企業金融の環境が維持されている。さらに、消費者物価に基づく量的緩和政策継続の「約束」は、景気回復が続くもとでも企業が低い金利で資金調達することを可能としており、先行き、企業の将来に対する自信が強まっていくにつれ、金利を通じてより強い緩和効果を発揮していくと考えられる。

今回の展望レポートが対象とする期間において、上記の量的緩和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が、今回の経済・物価見通しが実現することを前提とすると、2006年度にかけてその可能性は徐々に高まっていくとみられる。枠組みの変更やその後の金融政策運営については、経済がバランスのとれた持続的な成長過程を辿る中であって、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。

(参 考)

2004 年度の政策委員の大勢見通し³と実績見込み

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)
10月時点の見通し	+3.4~+3.7 <+3.6>	+1.4~+1.5 <+1.5>	-0.2~-0.1 <-0.2>
実績	+1.6	+1.5	-0.2

2005~2006 年度の政策委員の大勢見通し^{3,4}

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)
2005 年度	+1.2~+1.6 <+1.3>	+0.8~+1.0 <+0.8>	-0.1~+0.1 <-0.1>
10月時点の見通し	+2.2~+2.6 <+2.5>	+0.2~+0.5 <+0.3>	-0.1~+0.2 <+0.1>
2006 年度	+1.3~+1.7 <+1.6>	+0.2~+0.5 <+0.3>	+0.2~+0.4 <+0.3>

(注1) 10月時点の見通しは、昨年10月の「経済・物価情勢の展望」において示したものである。実質GDPの見通しについては、固定基準年方式に基づいており、現行の連鎖方式に比べ1%強高めになると想定していた。したがって、政策委員見通しの中央値を連鎖方式で読み替えるとすれば、2004年度は2%台半ば、2005年度は1%台半ばとなる。

(注2) 2004年度の実質GDPの「実績」については、1~3月期実質GDPを前期比横這いと仮定して計算した推定値。

(注3) 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。

³ 「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。

⁴ 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	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2005 年度	+1.1~+1.8	+0.7~+1.0	-0.1~+0.1
10月時点の見通し	+2.0~+2.6	+0.1~+1.3	-0.1~+0.3
2006 年度	+1.2~+2.2	+0.1~+0.5	+0.1~+0.5

【背景説明】

1．経済・物価・金融情勢

(2004年度の経済・物価)

2004年度のわが国経済を振り返ると、IT関連分野における調整が深まったこともあって、年度後半に生産面などに弱めの動きがみられたが、基調としては回復を続けた(図表1～3)。具体的にみると、輸出は、海外経済が米国、東アジアを中心に拡大基調を続けたものの、IT関連分野における世界的な調整の影響もあって、夏頃から増加が頭打ちとなった。鉱工業生産は、IT関連分野での在庫調整の動きがみられたことなどをを受けて、年末にかけて弱めの動きとなり、企業の業況感は、製造業を中心に、やや慎重さが窺われた。もっとも、IT関連分野の調整が内外とも着実に進捗する中で、年度末にかけては、輸出に持ち直しの動きがみられるようになり、生産は下げ止まった。この間、バブル崩壊後の企業部門が抱えてきた設備・雇用・債務の「3つの過剰」はかなり解消され、収益率はバブル時の水準に匹敵するまでに上昇した(図表4～6)。このことを指標に沿ってみると、短観の生産・営業用設備判断DIは余剰幅がかなり縮小し、雇用人員判断DIはわずかながら1992年11月調査以来の不足超に転じた。また、有利子負債の返済が続いた結果、上場企業では、ほとんど有利子負債を持たない企業が大幅に増加した。さらに、企業は、付加価値の高い製品・サービスを生み出す力を高めてきた。こうした取り組みの成果は企業の収益力にはっきりと現れてきており、売上高経常利益率は1980年代末以来の高水準となった。このような中で、設備投資は緩やかに増加した(図表7(1))。雇用・賃金面では、企業による人件費の抑制姿勢は根強く続いたが、過剰雇用の調整進捗や収益の拡大を背景に、引き続き改善の動きがみられた。雇業者数は、毎月勤労統計の常用労働者数でみると、2004年初に約6年振りの増加に転じ、2005年初には一般労働者も前年比プラスとなった(図表8(1))。一人当たり名目賃金は、特別給与(ボーナス)が増加に転じたため、全体として下げ止まっ

た。こうした雇用や賃金の動向を反映して、雇用者所得は、年度後半にかけて下げ止まりが明確になった（図表 8 (3)）。このように、企業部門から家計部門への好影響の波及が徐々に進んだことも下支え要因となって、個人消費は、自然災害や残暑・暖冬などの一時的影響を受けつつも、基調的には底堅く推移した。この間、住宅投資は横這い圏内で推移し、公共投資は減少基調を辿った。

物価面では、マクロの需給バランスが基調として改善を続ける中で、国内企業物価は、内外商品市況の上昇などから、昨年初以来、前年比プラスが続く、前年比伸び率は一時 2 % を上回った（図表 9 (1)）。一方、消費者物価（全国、除く生鮮食品）の前年比は、需給環境が緩やかに改善を続けたものの、ユニット・レーバ・コスト（生産物一単位当たりの人件費）の低下に加え、米価格の下落や規制緩和とそれに伴う競争激化による電気・電話料金引き下げの影響もあって、概ね小幅のマイナスで推移した（図表 9 (3)）。

（2005～2006 年度の経済の展望）

先行きについては、IT 関連分野の調整の影響が弱まるにつれて、年央以降、回復の動きが次第に明確になり、2005 年度は、潜在成長率を若干上回る成長が実現するとみられる⁵。2006 年度は、現時点においてはかなり幅をもって見る必要があるが、緩やかながら持続性のある成長軌道を辿ることが想定される。こうした先行きの経済の姿は、海外経済が拡大基調を続けることに加え、企業の様々な取り組みもあって企業収益が高水準を続けること、企業収益の好調が様々な形で経済の各部門に及んでいくこと、さらに、慎重な企業行動を背景に設備投資、在庫投資などの面で行き過ぎは回避されていくことを、基本的なメカニズムとして想定している。

すなわち、海外経済は、米国や東アジアを中心に拡大基調を続けると予想される。こうしたもとで、わが国の輸出は、生産工程のグローバルな最適配

⁵ 潜在 GDP を「現存する経済構造のもとで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経済活動水準」と定義した場合、わが国の潜在成長率は 1 % 程度と考えられる。

置の一環としての東アジア域内での国際分業の深化を伴いながら、輸入と両建てで比較的高い伸びでの増加を続けていくと考えられる。

鉱工業生産は、IT関連分野の在庫調整が年央頃には概ね一巡するとみられることもあって、その後は増勢を取り戻していくと見込まれる。企業収益は、既に高水準にあるが、先行きについても、原油など商品市況の上昇圧力を受けつつも、製品・サービスの高付加価値化などを背景とした生産・販売の増加や一段の合理化努力などから、緩やかな増益基調を維持していくと考えられる。設備投資は、キャッシュ・フローとの対比ではなお抑制的であるが、過剰設備・過剰債務などの構造的な調整圧力が和らいできている環境のもとで、増加傾向を辿ると予想される。また、雇用者所得は、労働市場の需給改善を背景に緩やかに増加していくとみられる。税・社会保障負担の面で家計の負担増が見込まれるが、このように企業部門から家計部門への所得波及が徐々に明確になっていくため、個人消費は緩やかな増加を続けると予想される。

以上のように、わが国経済は回復を続けていくと考えられるが、今回の景気回復にみられる特徴の一つは、企業収益が好調である割には企業が設備・在庫投資等の支出行動に慎重であり、その結果として企業部門に大幅な貯蓄超過が生じていることである（前掲図表7(2)）。こうした企業行動の背景として、1990年代後半の金融システム不安局面での経験もあって、企業が財務体質の改善を最優先するようになったことや、長く続いた低成長のもとで企業の中期的な期待成長率が低下してきたことなどが挙げられる。現時点で見通す限り、今後1～2年の間にこうした企業の貯蓄超過が目立って縮小していくと予想することは難しく、これまでと同様、景気回復の勢いにはなかなか弾みがつきにくい状況が続くと考えられる。他方、企業行動が慎重であれば、資本ストックや在庫、人員等が過剰に蓄積されることを避けられるため、景気回復は緩やかではあるが息の長いものとなるとみられることもできる。以上を考慮すると、上述した通り、今後1～2年のわが国経済は着実に回復

を続けるものの、そのテンポは潜在成長率を若干上回る程度の比較的緩やかなものにとどまる蓋然性が高いと考えられる。

(2005～2006年度の物価の展望)

物価の基調的な動きに影響するマクロの需給バランスは、潜在成長率を若干上回る程度の景気回復を反映して、ごく緩やかながら改善傾向が続いていくと予想される(図表10)。また、原材料コストについても、原油価格をはじめとする内外商品市況の上昇が続いている(図表11)。この間、平均賃金の低いパートや派遣労働者などを積極的に活用する動きは、一人当たり平均賃金の低下を通じて物価下落圧力となってきたが、最近ではそうした動きは鈍化してきており(前掲図表8(2))、今後はユニット・レーバー・コストの低下テンポを鈍化させる方向に働くと考えられる(図表12)⁶。

ただし、原材料コストの上昇は、企業部門における生産性の上昇によって、引き続きかなりの程度吸収されるとみられる。前述した企業行動の慎重さを踏まえると、可能な限り人件費の抑制に努めるといふ企業の基本姿勢も根強く残ると予想される。さらに、大型小売店の旺盛な出店意欲にもみられるように、消費財市場における競争的な環境は維持されていく可能性が高い。

以上の物価環境を踏まえると、国内企業物価は、内外商品市況の動きにも左右されるが、2005年度、2006年度とも、2004年前半ほどの急ピッチにはならないまでも、上昇を続けるとみられる。一方、消費者物価(全国、除く生鮮食品)についてみると、目立った上昇は予想しにくく、前年比では、2005年度は、米価格の下落や電気・電話料金引き下げの影響がなお暫く残ることもあって、ゼロ近傍での推移にとどまると予想される。2006年度は、これらの特異要因の影響が剥落する中で、前年比プラスに転じる可能性が高い。

この間、家計や企業の物価に対する予想をみると、2001～2002年を底に、

⁶ ユニット・レーバー・コストは2004年10～12月には幾分上昇しているが、これには実質GDPの足踏みにより労働生産性が一時的に急低下したことが影響している。このように、ユニット・レーバー・コストは、実質GDPの動きによって短期的に不規則な振れを示すことがあり、足もとにおいても、基調的にはなお低下傾向が続いているとみられる。

先行きの物価下落を予想する見方は総じて後退する方向にある(図表 13)。

(金融面の動き)

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。

不良債権問題を中心に、金融システムの健全性回復に向けた対応は進んできている(図表 14)。そうしたもとで、金融機関の貸出姿勢は、緩和方向の動きが続くと考えられる。企業の資金需要については、財務体質の改善を目的とした借入金の返済意欲がなお根強いいため、明確な増加に転じていくことは当面期待しにくい。ただ、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、減少幅は緩やかに縮小していくものとみられる。こうしたもとで、民間銀行貸出はなお減少を続けるが、減少幅は縮小していく可能性が高い。マネーサプライについては、企業の借入金返済意欲が根強い中で、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

以上述べた経済・物価の「見通し」のうち、経済情勢については、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。

(エネルギー・素材価格の動向)

原油価格は、世界需要の拡大予想等を背景に再び上昇し、このところは既往最高値圏での相場展開が続いている。素材市況も、鋼板類や非鉄を中心に、多くの品目で強含んでいる。「見通し」においては、こうしたエネルギー・素材価格の最近の動きにはやや行き過ぎの要素もあると判断して、今後価格が幾分軟化することを見込んでいる。

このため、エネルギー・素材価格の高騰が続く場合には、企業収益の圧迫や家計の実質購買力の低下等を通じて、内外経済に悪影響が及ぶ可能性がある。

(米国および中国の景気動向)

「見通し」においては、米国や中国をはじめとする東アジアの景気が現状程度の成長を続けることを想定している。

米国経済は、家計支出と設備投資がともに増加を続けているほか、雇用者数も改善傾向にあるなど、引き続き拡大している。東アジア経済は、中国で内外需とも力強い拡大が続いているほか、NIEs、ASEAN諸国・地域でも全体として回復が続いている。この間、各国のインフレ率をみると、エネルギー価格上昇の影響がみられ始めているが、総じてみれば、なお落ち着いた状態にある。

ただし、海外経済がこのように持続的な景気拡大を続けるという想定については、今後の展開如何で上振れ・下振れいずれの可能性もある。先行きを展望すると、米国経済については、エネルギー価格の上昇や国内の需給引き締まりが底流にある中、インフレ懸念が高まる場合には、より強い金融政策運営面での対応を通じて、米国ひいては世界経済の成長が鈍化する可能性がある。また、そのような場合には、資本移動や金融資本市場を通じてエマージング諸国を中心に世界経済に悪影響が及ぶリスクがある。中国経済については、同国政府が過熱リスクを抑えて息の長い景気拡大を図る方針を明確に示しているが、各種の構造問題を抱える中で、その成否には引き続き不確実性が残っている。固定資産投資が高めの伸びを続けているほか、電力不足などインフラ面のボトルネックのリスクが指摘されており、その動向は引き続き注意深く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)

「見通し」においては、企業が収益の好調の割には設備・在庫投資等の支出行動に慎重であり、その結果として企業部門の貯蓄超過が目立っては縮小

していかないことを前提にしている。

もっとも、企業収益は既にかんりの高水準にあり、様々な調整圧力が低下していること、また株式市場を通じる企業価値引き上げを促すメカニズムが働いていること、を踏まえると、有利子負債削減を最優先する企業の財務行動に何らかの変化が現れてくる可能性はある。例えば、フリー・キャッシュ・フローを負債圧縮に回さずに、成長のための設備投資や投融資、研究開発に使う、あるいは、自社株の買入・消却や配当性向の引き上げを行う、といったことが考えられる。いずれにせよ、中期的な期待成長率が高まる中で、企業の行動がより前向きなものへと変わっていく場合には、企業の支出行動、特に設備投資が上振れる可能性がある。また、株価の上昇や消費者コンフィデンスの高まりなどを通じて、個人消費がよりしっかりとしていく可能性もある。一方、企業行動がさらに慎重化した場合には、設備投資や雇用・賃金などの伸びが抑制される可能性もある。

(物価の動向)

物価の先行きについても、上述の経済活動と同様に、上振れ・下振れ両方向の要因がある。経済活動水準の変動についての上述のような上振れ・下振れ要因が顕在化した場合、物価にも相応の影響を及ぼすとみられる。物価に固有の不確定要因を挙げると、上振れ要因としては原油価格をはじめとする内外商品市況の上昇やそれに伴うインフレ心理の台頭が、下振れ要因としては規制緩和などに伴う企業間競争の強まりの影響が考えられる⁷。

3. 金融環境の評価

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

⁷ 消費者物価は2006年8月に2005年基準指数へと改定され、前年比計数は2006年1月分まで遡及改定される予定である。改定においては、世帯の消費構造の変化や新たな財・サービスの出現および普及、規制改革等に伴う価格の多様化など、物価に関する変化が反映されるほか、統計作成方法の見直しも行われることになる。そうした影響を現時点で織り込むことは難しいため、今回の消費者物価に関する見通しは、現行の2000年基準指数に基づいている。

まえて日本銀行当座預金残高の目標値を漸次引き上げ、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。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、金融機関が準備預金制度等により預け入れが義務付けられている額(約 6 兆円)を大幅に上回る水準で推移している(図表 15(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、F B・T B 利回りなどターム物金利まで含め、ほぼゼロ%近傍での推移となっている(図表 15(3))。より仔細にみると、F B・T B 利回りは、2004 年末以降、さらに低下した水準で推移している。2004 年 9 月末および 2005 年 3 月末についても、期末における一時的な金利上昇がほとんどみられず、総じて落ち着いた動きとなった⁸。

長期金利は、落ち着いた推移が続いており、ボラティリティも低水準で推移している(図表 16)。

短期国債と C P との利回り格差をみると、低位で安定的に推移している(図表 17(1))。長期国債と社債との利回り格差は、運用難のもとでの投資家の購入意欲の高まりもあって、かなり低水準となっている(図表 17(2))。

C P・社債の発行環境は良好な状況にあるほか、民間銀行の貸出姿勢は緩和してきている。企業からみた金融機関の貸出態度も改善が続いている(図表 18(1))。貸出約定平均金利は、低位横這いを続けている。企業の資金繰り判断は、引き続き改善傾向にある(図表 18(2))。

こうしたもとで、民間銀行貸出は減少幅が緩やかに縮小している(図表 19(1))。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いる(図表 19(2)(3))。企業のエクイティ・ファイナンスは堅調に推移している。

⁸ 現在の金融市場調節方針では、「なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。」という「なお書き」が設けられている。2004 年 3 月末までの期末日には、この「なお書き」のもとで日本銀行当座預金目標をさらに上回る潤沢な資金供給がなされることにより、一時的な金利上昇を回避するということが続いてきた。その後、2004 年 9 月末および 2005 年 3 月末の期末日においては、資金供給は当座預金目標の範囲内であったが、金利上昇はごく小幅なものにとどまった。

マネタリーベース（現金および日本銀行当座預金）は、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となっていることもあり、足もとでは前年比2%程度の伸び率となっている（図表20(1)）。もっとも、経済活動（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。この間、マネーサプライは、前年比2%程度の伸びを続けている（図表20(2)）。

株価は、世界経済の拡大基調が続いていることや、そうしたもとでわが国企業の収益が好調に推移していることを受けて、昨年末以降、堅調な動きを示していたが、このところは、原油価格の高騰などから内外経済の先行きに対する慎重な見方が台頭していることもあって、幾分弱含んでいる（図表21）。

為替相場は、米国の「双子の赤字」に対する懸念の強まりなどを背景に一時円高方向への動きがみられたが、足もとは、概ね1ドル=106~108円台程度で、比較的落ち着いた推移を続けている（図表22(1)）。主要輸出相手国通貨に対する為替相場を当該国の物価指数で実質化し通関輸出金額ウェイトで加重平均した実質実効為替レートでみると、安定した動きとなっている（図表22(2)）。

地価は、下落傾向が続いているが、その下落幅は縮小してきている。地域別の地価を集計ベースでみると、東京都心部・住宅地の前年比が17年ぶりにプラスとなったほか、三大都市圏の下落幅が縮小した一方で、地方では大幅な下落が続いている（図表23(1)）。地点別に地価の変動率をみると、利用価値が高いとみられる地価の相対的に高い地点において下げ止まりないし反転上昇の傾向が確認できる（図表23(2)(3)）。この間、オフィス賃貸物件の空室率は、都心の優良物件では低下傾向にあるが、全体では高止まりが続いており、賃料も弱含み傾向を脱していない。

前述のように、現在、金融システムに対する不安感が後退してきている。このため、日本銀行の資金供給オペレーションに対する応札額が資金供給予

定額に満たない「札割れ」が頻繁に生じていることにも現れているように、金融機関の流動性に対する需要も減少している（BOX）。金融機関には量的緩和政策のもとで資金調達に対する安心感が定着しており、緩和的な企業金融の環境が維持されている。

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」という、中央銀行としては異例の約束をしている。こうした「約束」は、景気回復が続くもとでも企業が低い金利で資金調達することを可能としており、先行き、企業の将来に対する自信が強まっていくにつれ、金利を通じてより強い緩和効果を発揮していくと考えられる。

以 上

(B O X) 資金供給オペレーションの「札割れ」

ペイオフ解禁前後の預金動向をみると、2002年4月のペイオフの部分解禁時には、金融システムに対する不安感が必ずしも解消していなかったこともあり、かなりの資金移動が発生した。すなわち、業態別では、信金・信組等の預金が減少した（B O X 図表1(1)）。また、普通預金などの流動性預金では全額保護が継続されたことから、預金種類別にみると、定期預金等から流動性預金への移動がみられた（B O X 図表1(2)）。本年4月からは、流動性預金も決済用預金を除いて、ペイオフ解禁の対象となったが、これまでのところ、個別金融機関や業態をまたがる資金移動はみられない。

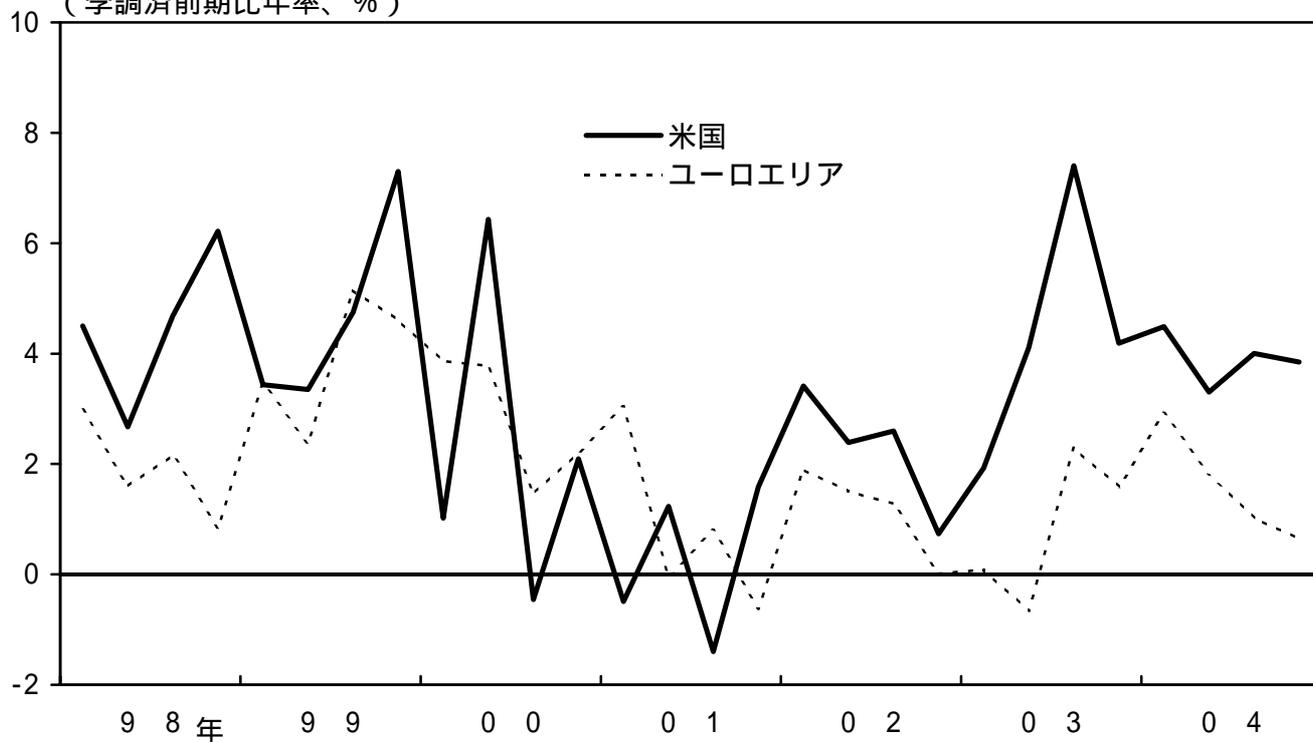
こうした預金動向に典型的にみられるように、わが国の金融システムに対する不安感が大きく後退している。こうした中で、金融機関には資金調達に対する安心感が定着しており、このところ流動性に対する需要は減少している。このような状況のもとで、日本銀行が金融調節のために資金供給オペレーションを通じて大量の資金を供給しようとしても、金融機関はそれほどの資金を必要とせず、その応札額が資金供給予定額に達しないというケース(いわゆるオペレーションの「札割れ」)が、2005年入り後、頻繁に発生している（B O X 図表2(1)）。

金融機関の流動性に対する需要が低下している中で、日本銀行は、手形買入オペレーションの実行から満期までの期間を延ばすなど、金融市場調節の面で様々な工夫を凝らすことにより、当座預金残高目標の維持に努めている（B O X 図表2(2)）。

海外経済

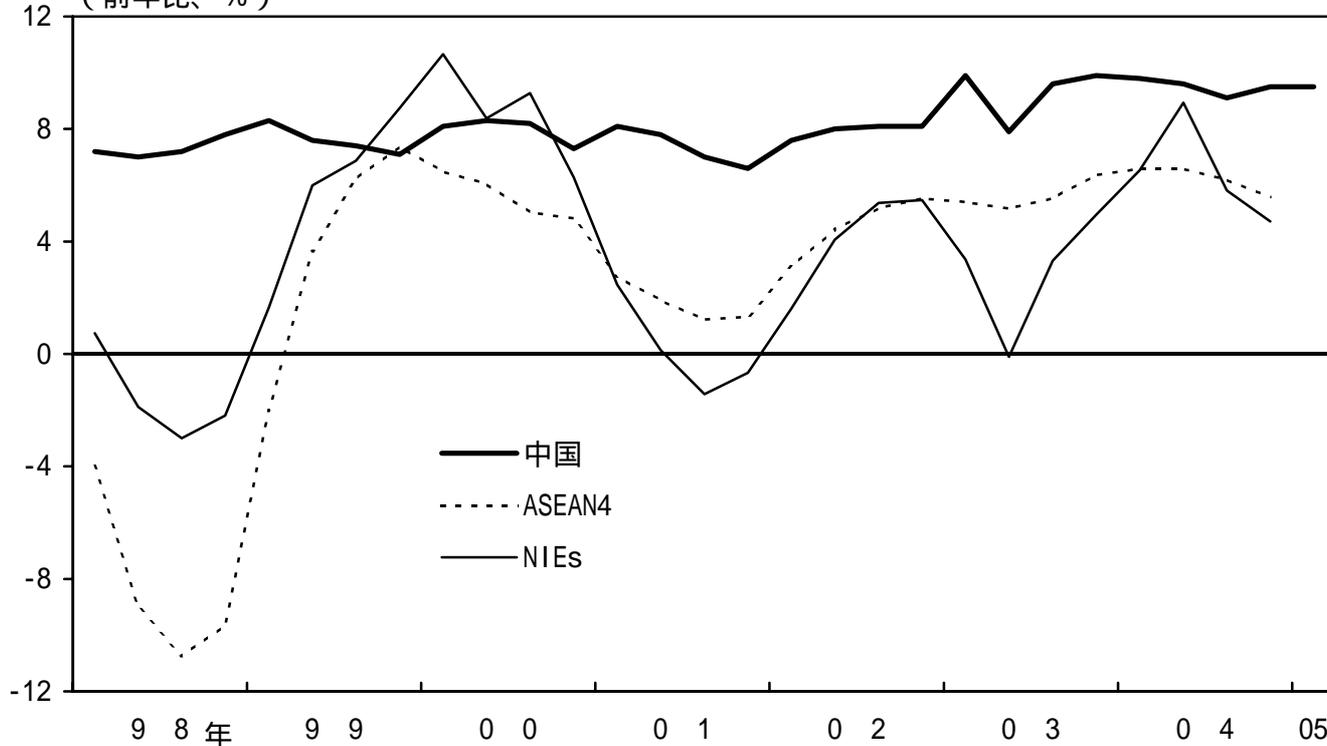
(1) 先進主要国の経済成長率

(季調済前期比年率、%)



(2) 東アジア諸国の経済成長率

(前年比、%)



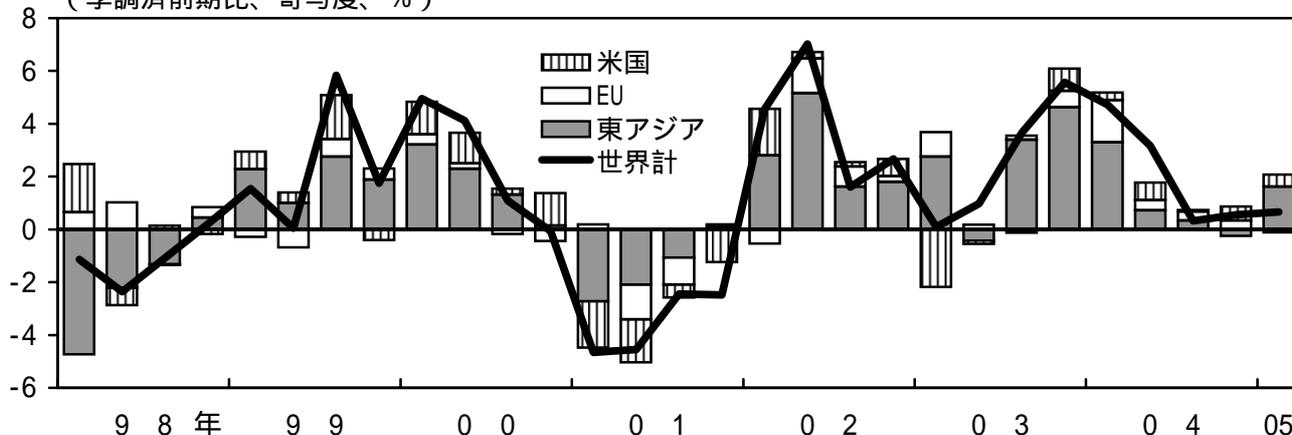
(注) 1. ASEAN4は、タイ、マレーシア、フィリピン、インドネシア。
2. NIEsは、韓国、台湾、香港、シンガポール。

(資料) 各国政府、中央銀行、欧州委員会

輸出と生産

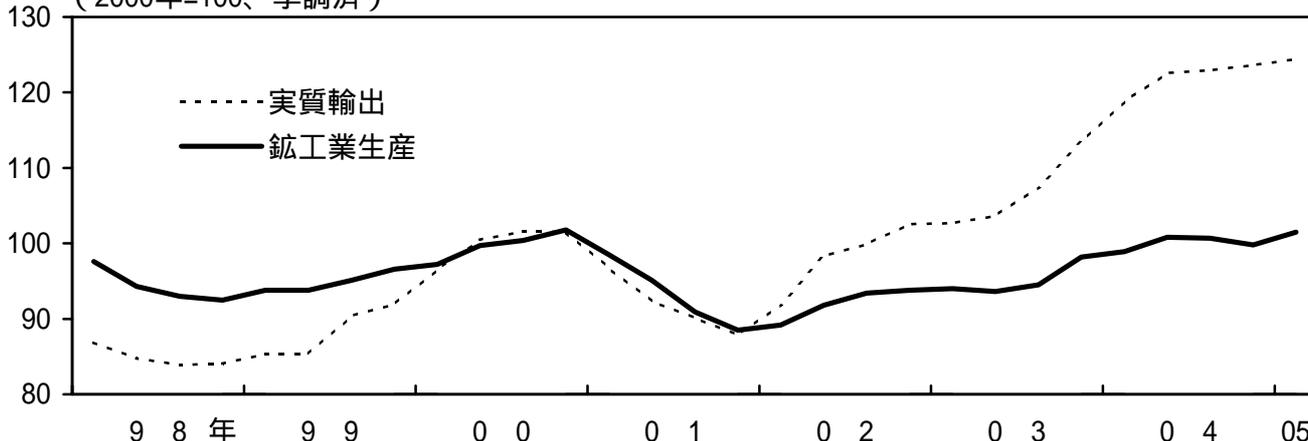
(1) 実質輸出の地域別内訳

(季調済前期比、寄与度、%)

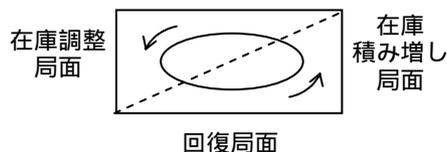
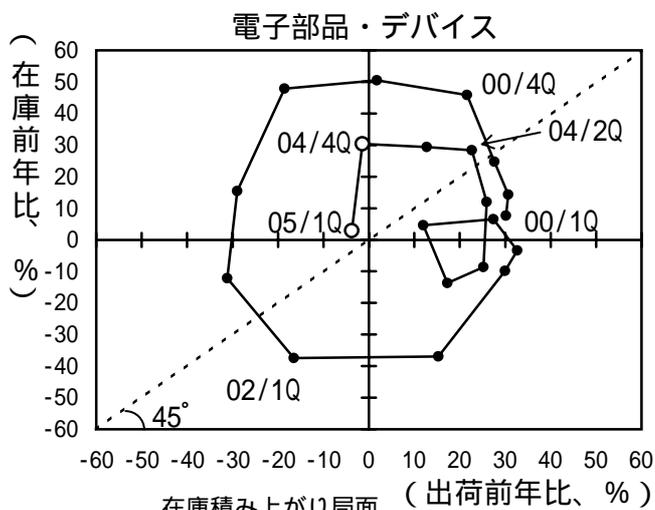
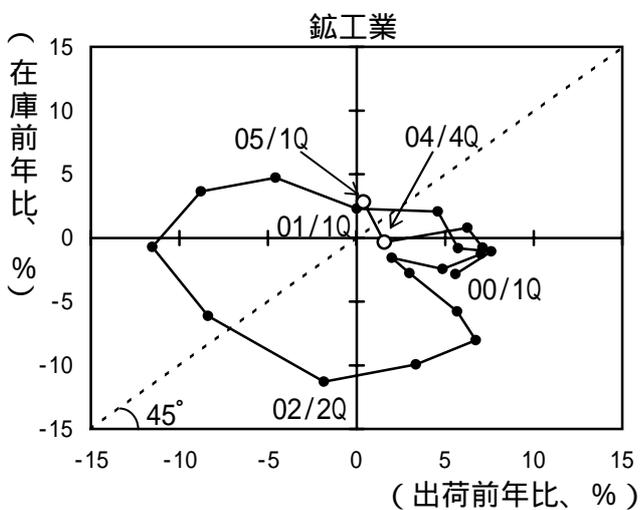


(2) 鋳工業生産

(2000年=100、季調済)



(3) 在庫循環

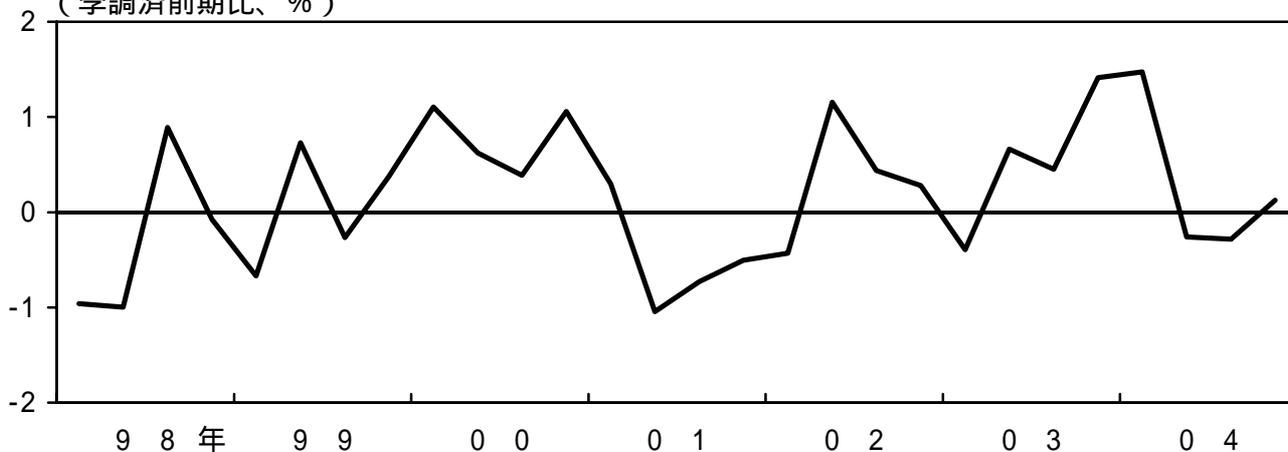


(資料) 経済産業省「鋳工業指数統計」、財務省「外国貿易概況」、日本銀行「企業物価指数」

実質GDPと業況判断

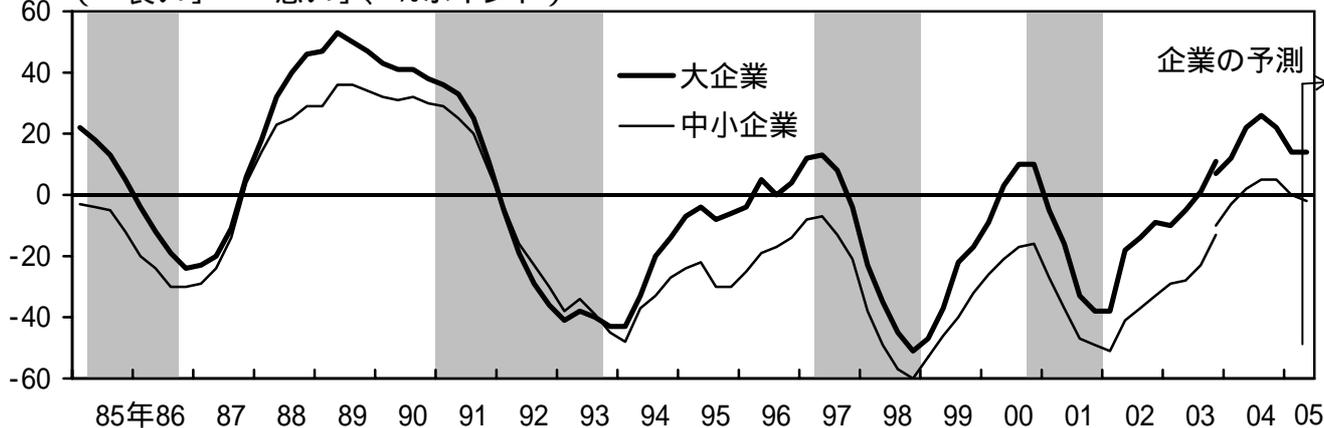
(1) 実質GDP

(季調済前期比、%)



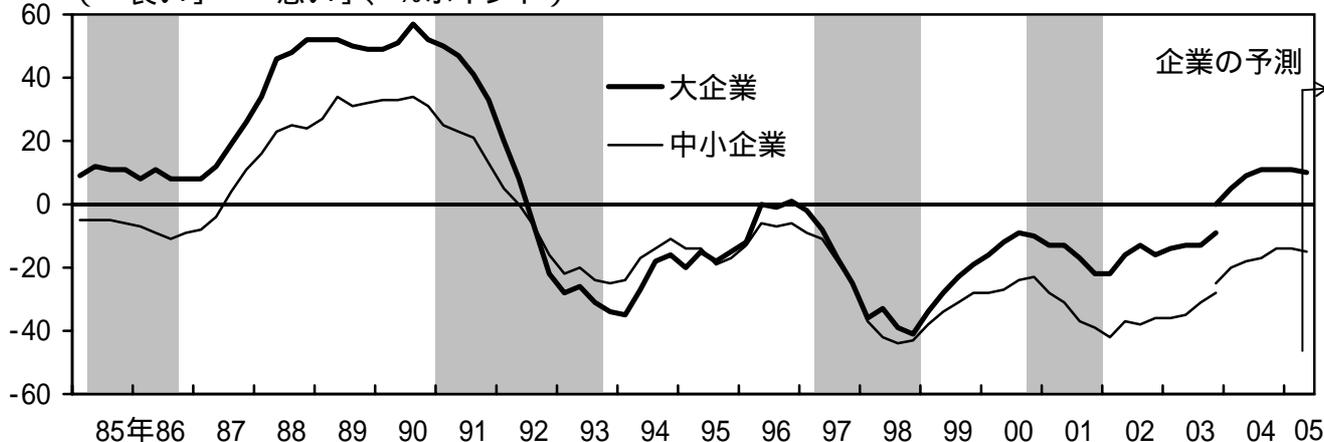
(2) 製造業の業況判断D・I

(「良い」 - 「悪い」、%ポイント)



(3) 非製造業の業況判断D・I

(「良い」 - 「悪い」、%ポイント)



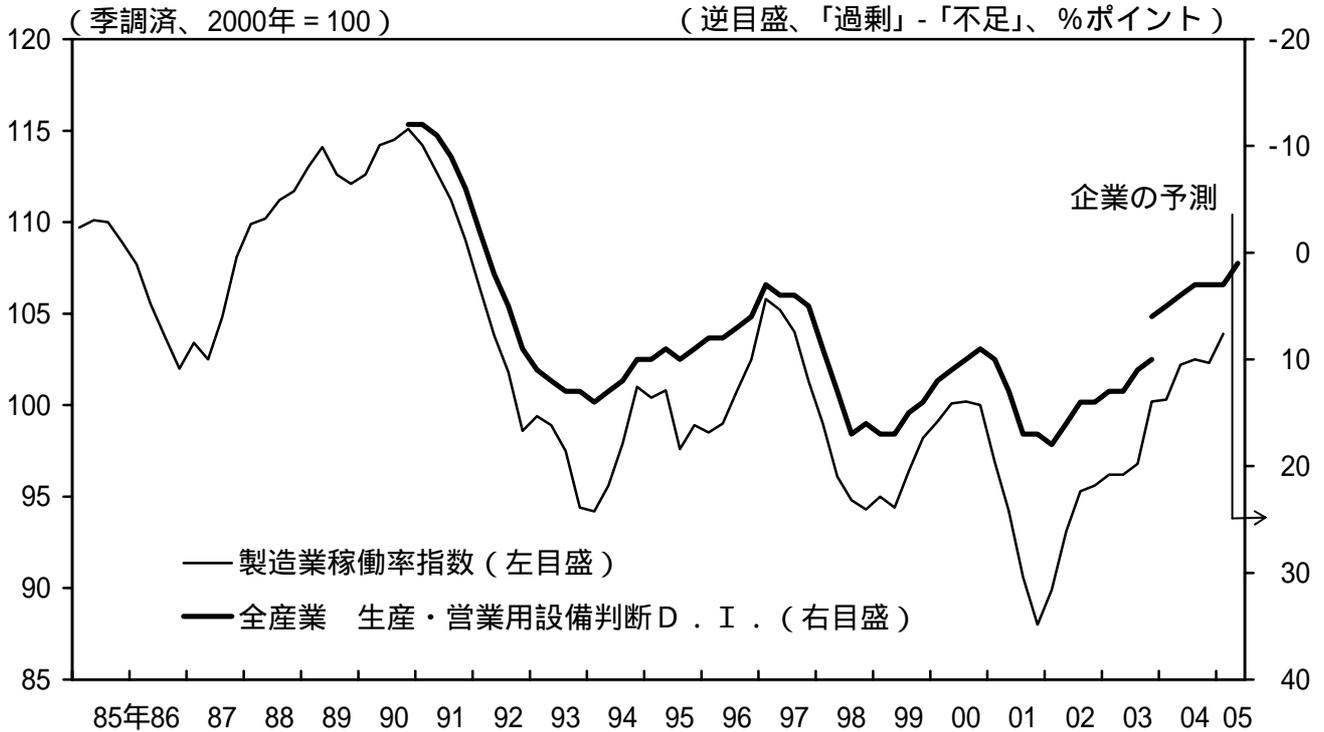
(注) 1. 2004年3月調査より見直しを実施。旧ベースは2003年12月調査まで、新ベースは同年12月調査から。

2. シャドー部分は景気後退局面。

(資料) 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」

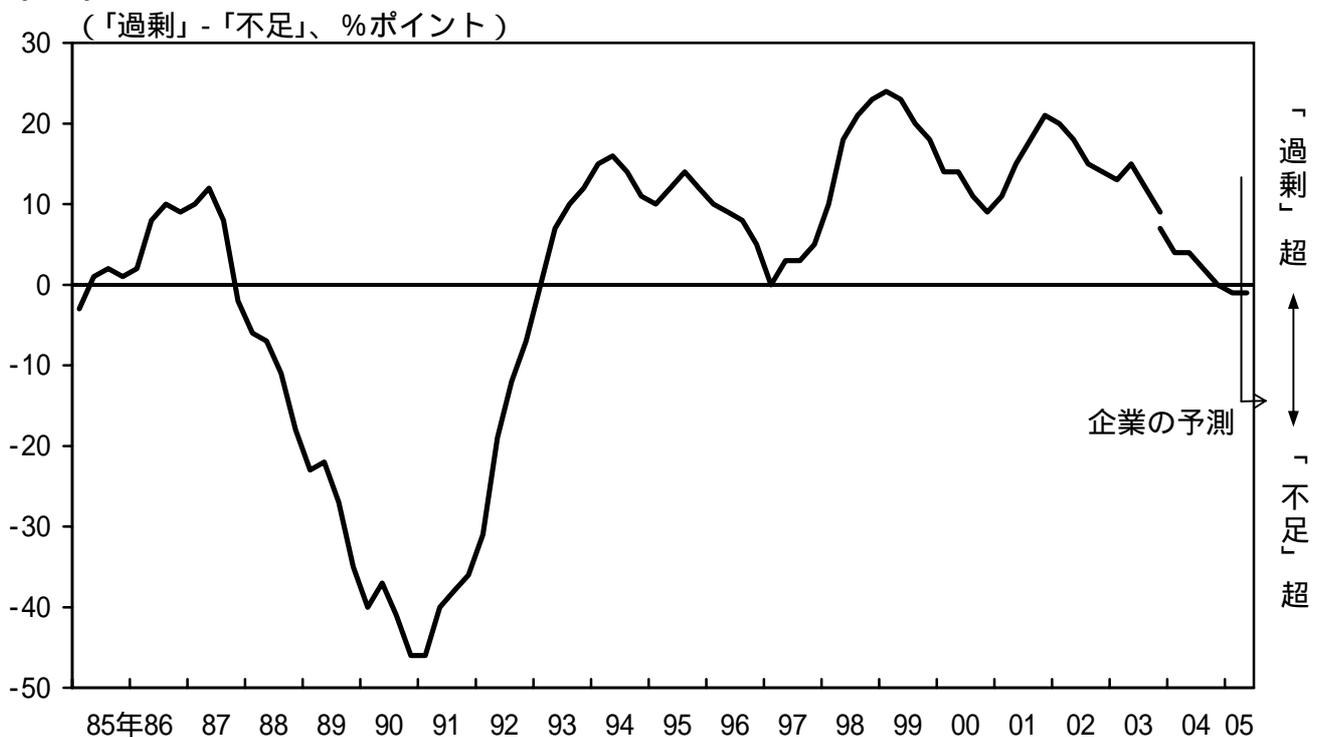
企業の設備・雇用に関する判断

(1) 設備判断 D . I .



- (注) 1. 生産・営業用設備判断 D . I . は全規模合計。
2. 生産・営業用設備判断 D . I . は、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。
3. 製造業稼働率指数の2005/1Qは1～2月の計数。

(2) 雇用人員判断 D . I .



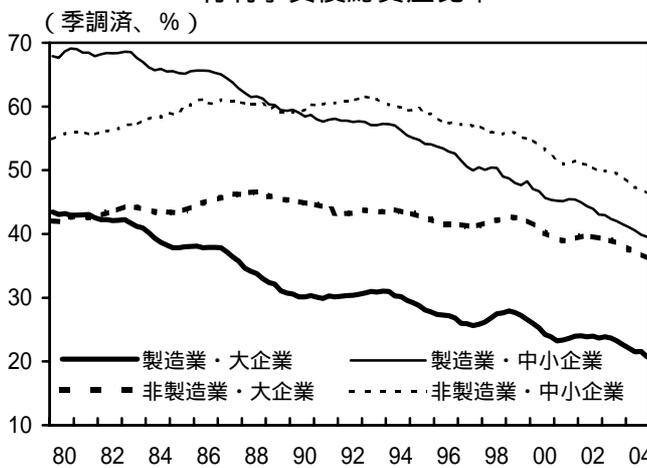
- (注) 2004年3月調査より見直しを実施。旧ベースは2003年12月調査まで、
新ベースは2003年12月調査から。

(資料) 経済産業省「鉱工業指数統計」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

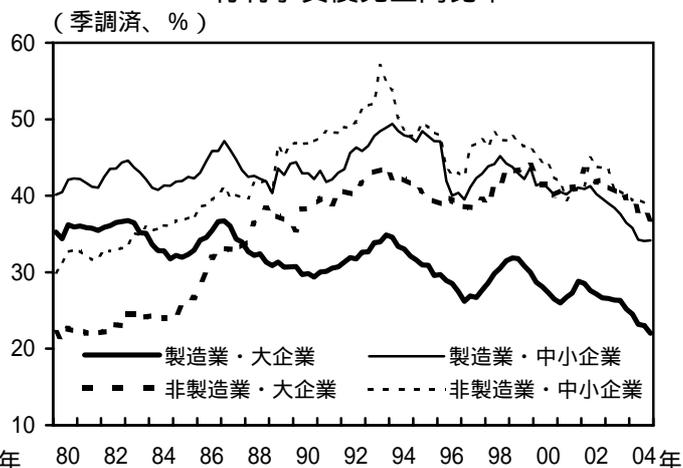
企業の有利子負債

(1) 企業の有利子負債比率

< 有利子負債総資産比率 >



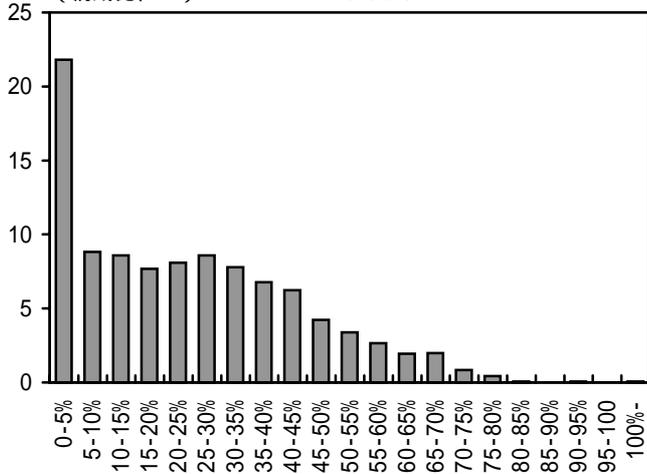
< 有利子負債売上高比率 >



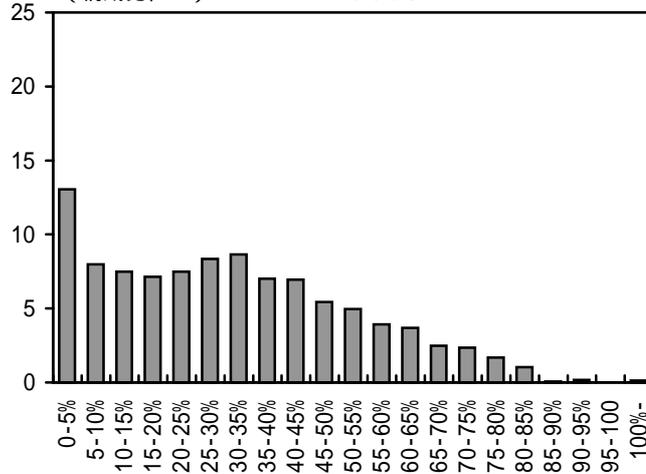
- (注) 1. 有利子負債 = 社債 + 長短借入金 + 受取手形割引残高。
2. 非製造業・大企業は、除く電力・ガス。
3. 売上高は年換算値。

(2) 企業の有利子負債対総資産比率の分布

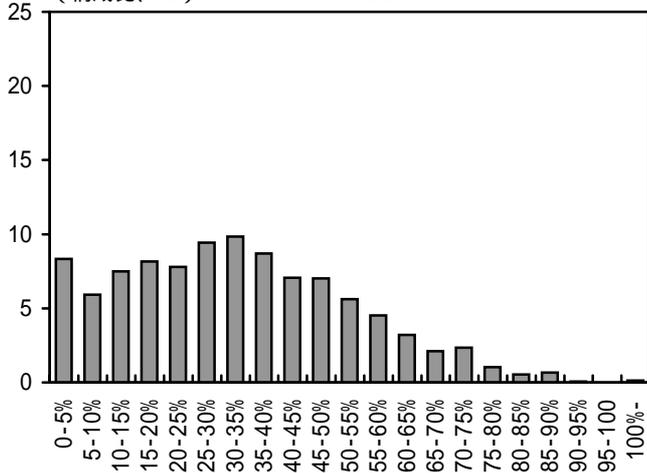
(構成比、%) < 2003年度末 >



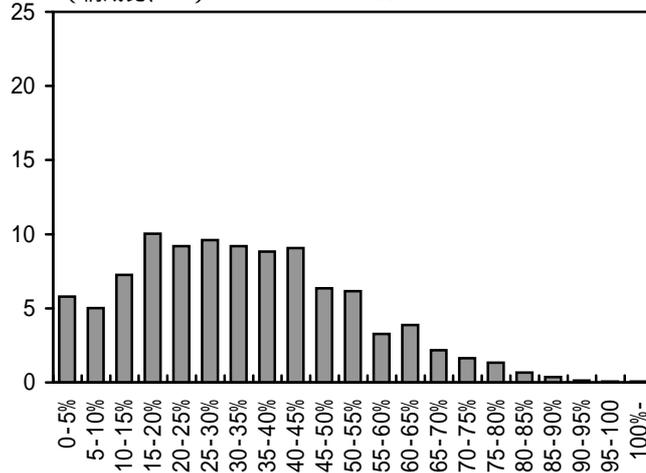
(構成比、%) < 1998年度末 >



(構成比、%) < 1993年度末 >



(構成比、%) < 1988年度末 >

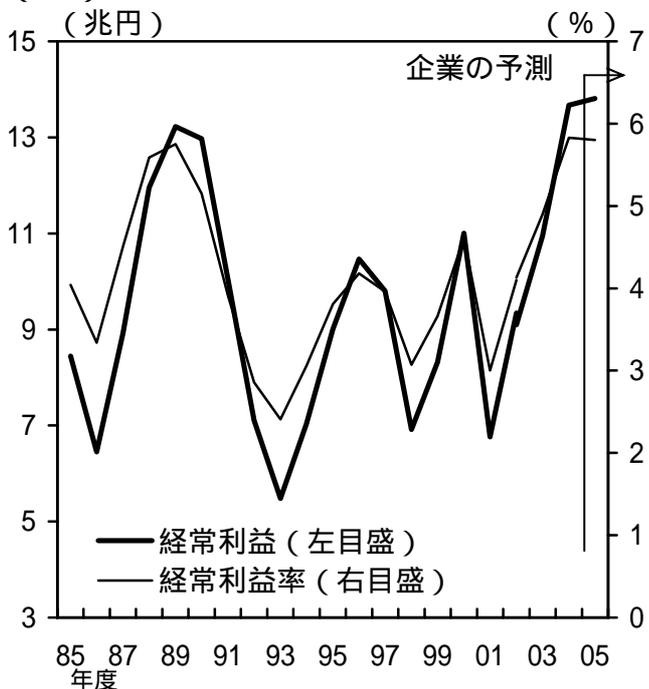


- (注) 1. 有利子負債 = CP + 社債 + 転換社債 + 長短借入金 + 従業員預り金 + 受取手形割引残高。
2. 1988年度から連続してデータ取得可能な東証一部・二部上場の1655社 (除く金融機関) が対象。

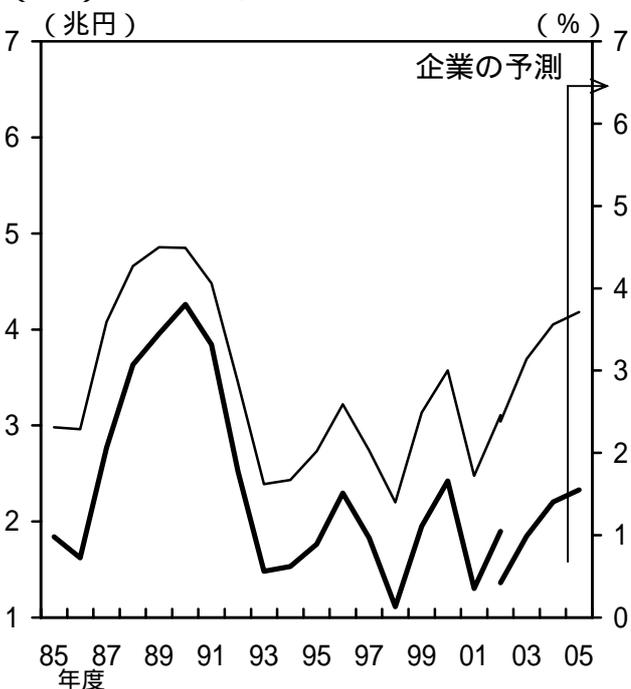
(資料) 財務省「法人企業統計季報」、各社決算資料

企業収益

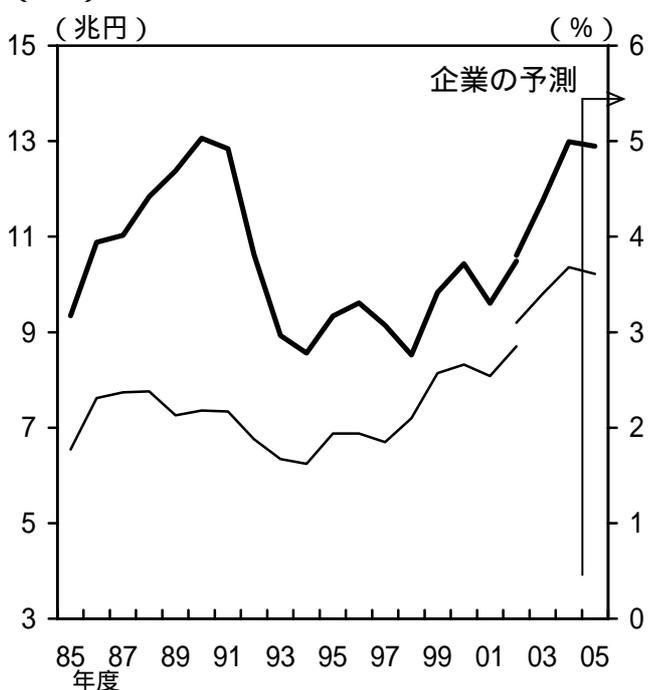
(1) 製造業大企業



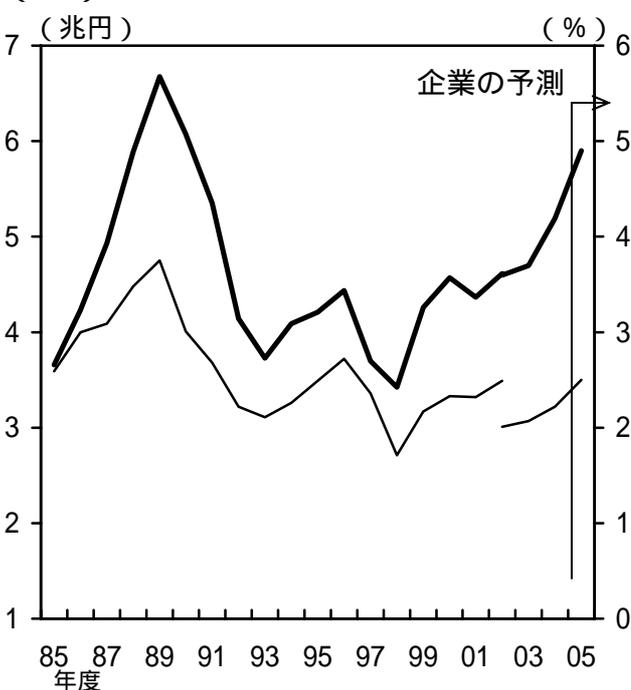
(2) 製造業中小企業



(3) 非製造業大企業



(4) 非製造業中小企業

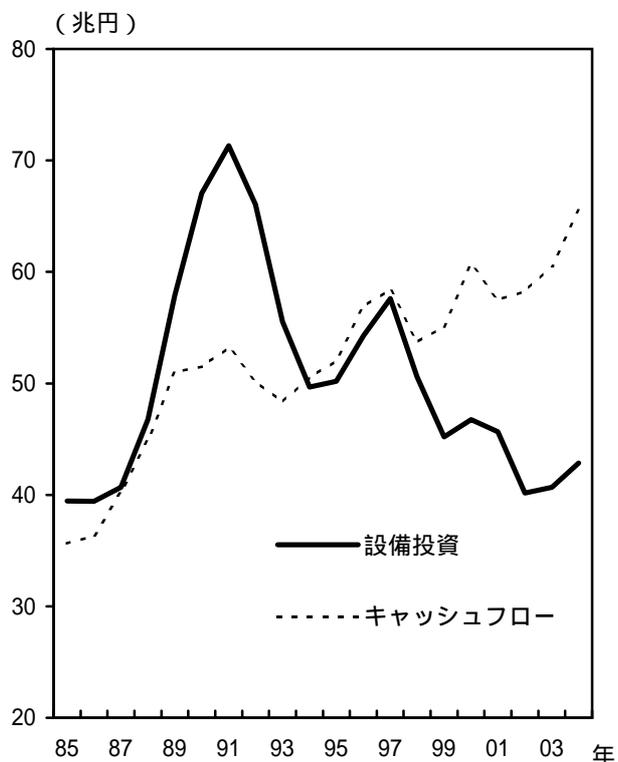


- (注) 1. 旧ベース大企業 : 常用雇用者数1,000人以上の企業が対象。
旧ベース中小企業 : 常用雇用者数が製造業50~299人、卸売20~99人、小売・サービス・リース20~49人、その他非製造業50~299人の企業が対象。
新ベース大企業 : 資本金10億円以上の企業が対象。
新ベース中小企業 : 資本金2,000万円以上1億円未満の企業が対象。
2. 2004年3月調査より見直しを実施。旧ベースは2002年度まで、新ベースは2002年度から。
3. 2004年度は実績見込み。

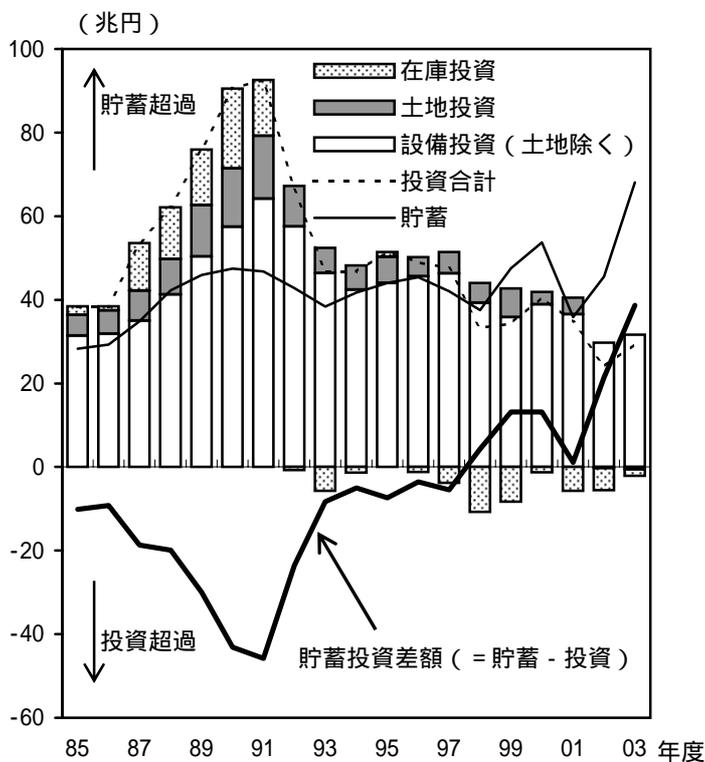
(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

企業の投資行動

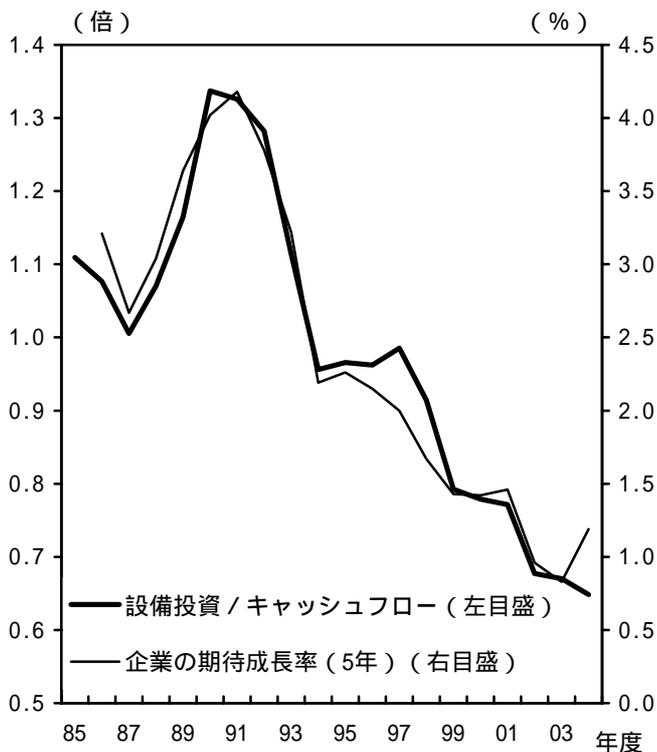
(1) 設備投資とキャッシュフロー



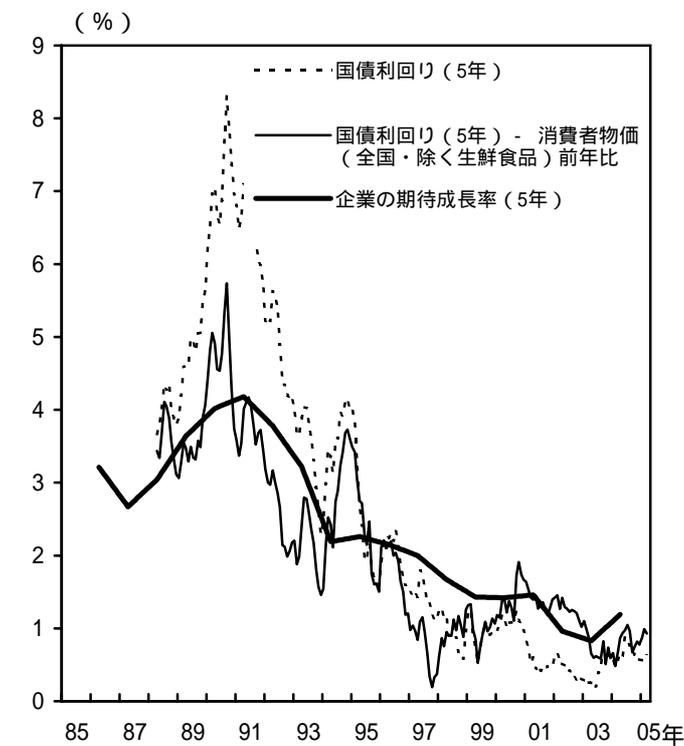
(2) 企業部門の貯蓄投資差額



(3) 設備投資と期待成長率



(4) 期待成長率と国債利回り



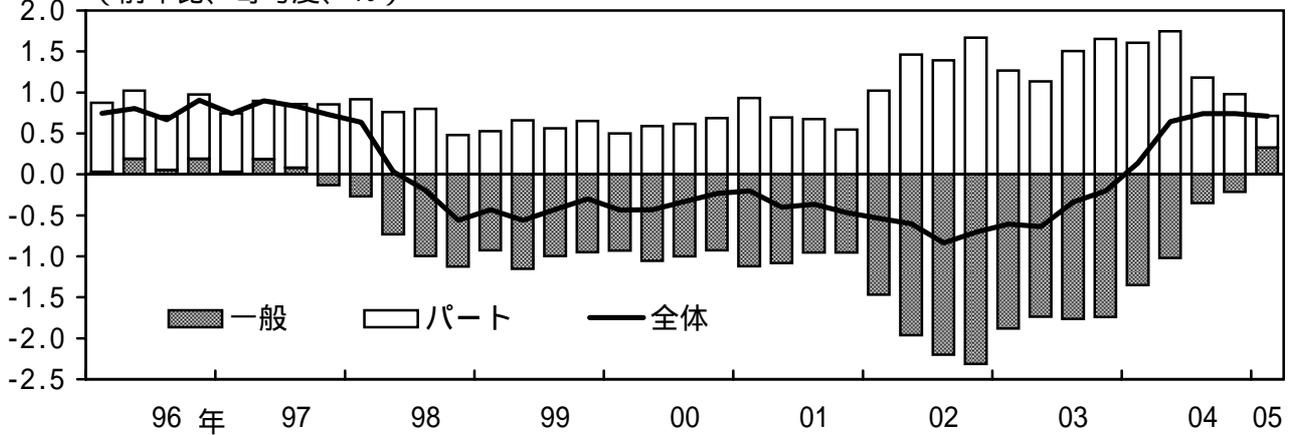
- (注) 1. (1) (3) のデータは断層修正済み。キャッシュフロー = 経常利益 / 2 + 減価償却費。
2. (2) の貯蓄 = 資本合計増減 - (資本金増減 + 資本準備金増減) + 減価償却費。
3. (4) の期待成長率は、各年度の調査結果をそれぞれの予想対象期間の期初に表示。

(資料) 財務省「法人企業統計季報」「法人企業統計年報」、内閣府「企業行動に関するアンケート調査」、総務省「消費者物価指数」、Bloomberg

雇用・賃金

(1) 常用労働者数

(前年比、寄与度、%)

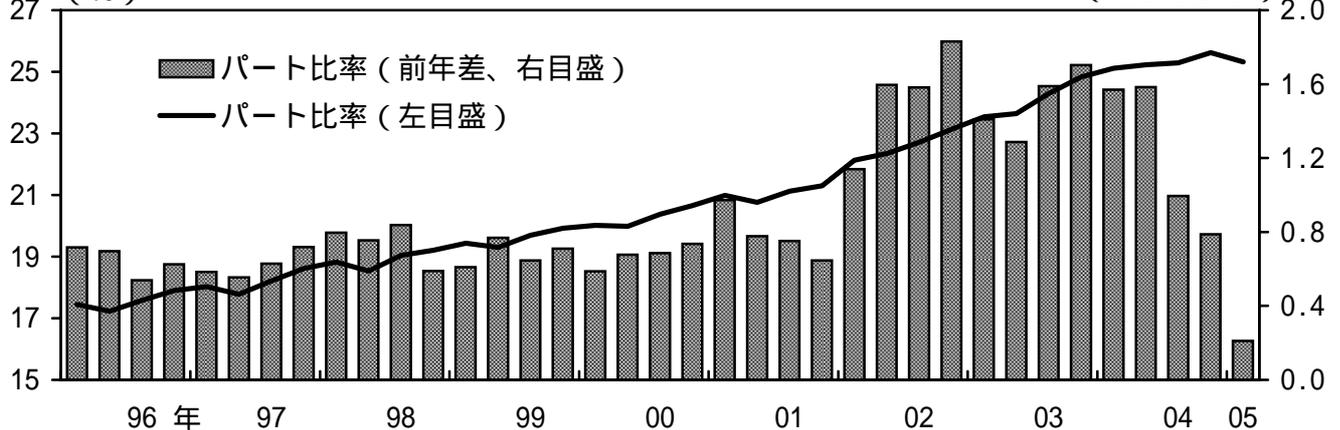


- (注) 1. 事業所規模5人以上(下の図表も同じ)。
2. 2005/1Qは1~2月の前年同期比。

(2) パート比率

(%)

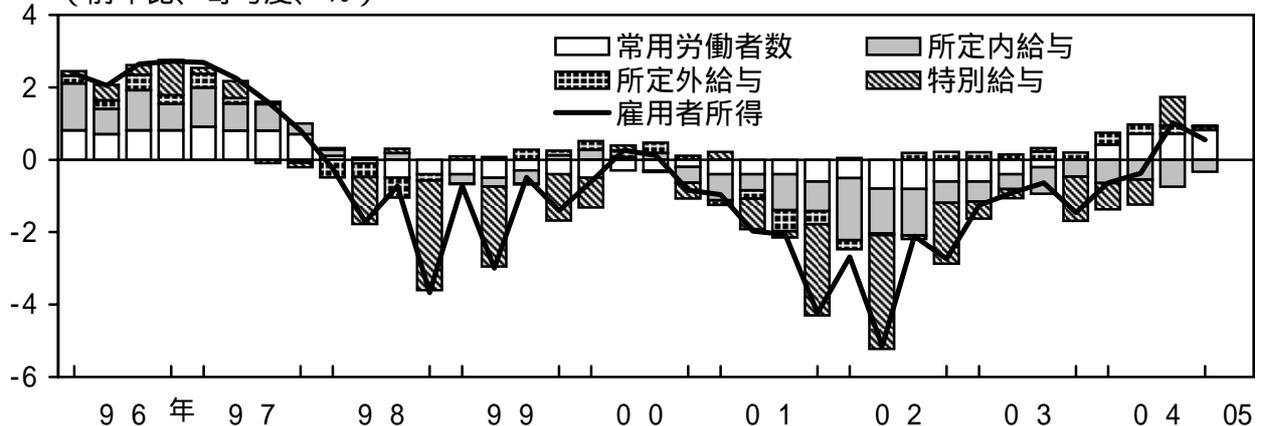
(%ポイント)



- (注) 1. パート比率は、常用労働者数に占めるパート労働者(正社員よりも1日の所定労働時間が短い、1日の所定労働時間が同じでも1週間の所定労働日数が少ない労働者)の比率。
2. 2005/1Qは1~2月の前年同期差。

(3) 雇用者所得の内訳

(前年比、寄与度、%)



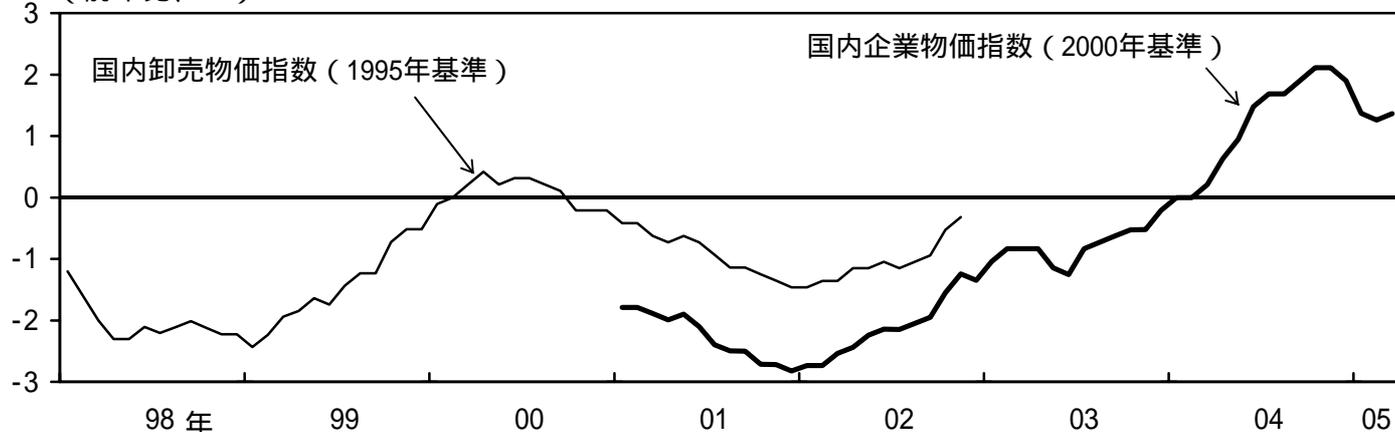
- (注) 第1四半期: 3~5月、第2: 6~8月、第3: 9~11月、第4: 12~2月。

(資料) 厚生労働省「毎月勤労統計」

物 価

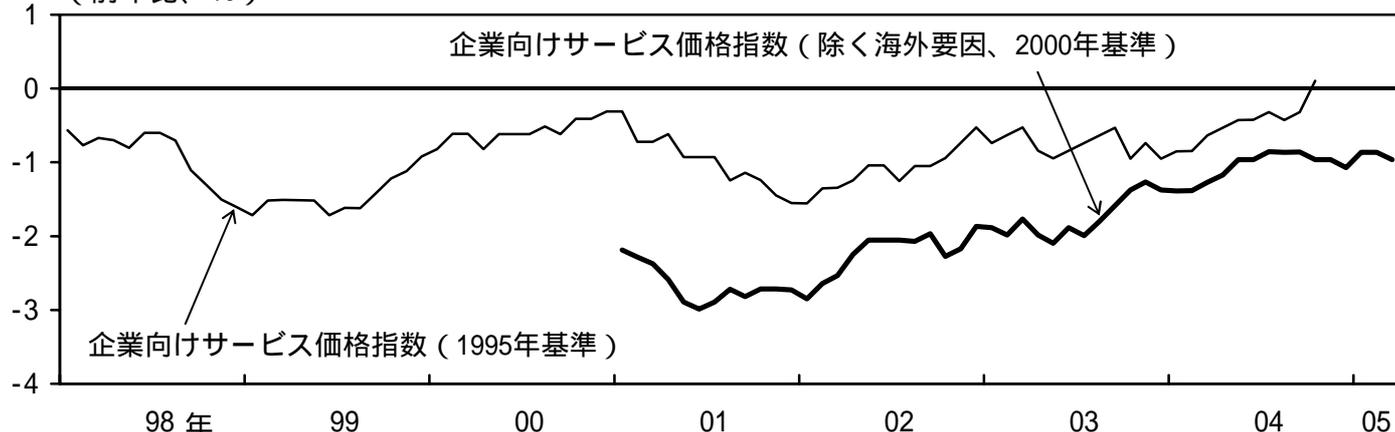
(1) 国内企業物価指数

(前年比、%)



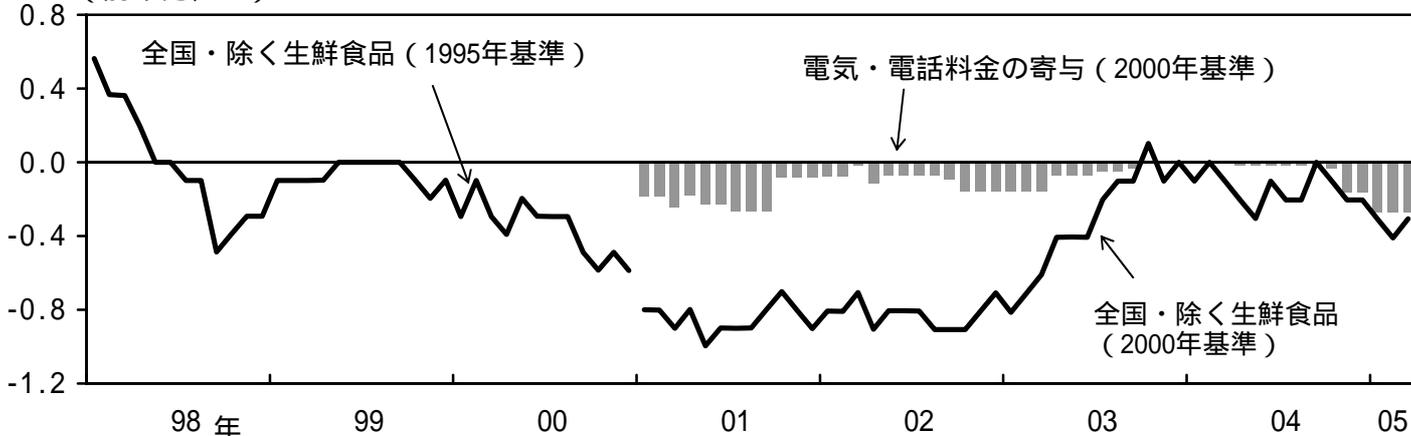
(2) 企業向けサービス価格指数

(前年比、%)



(3) 消費者物価指数

(前年比、%)



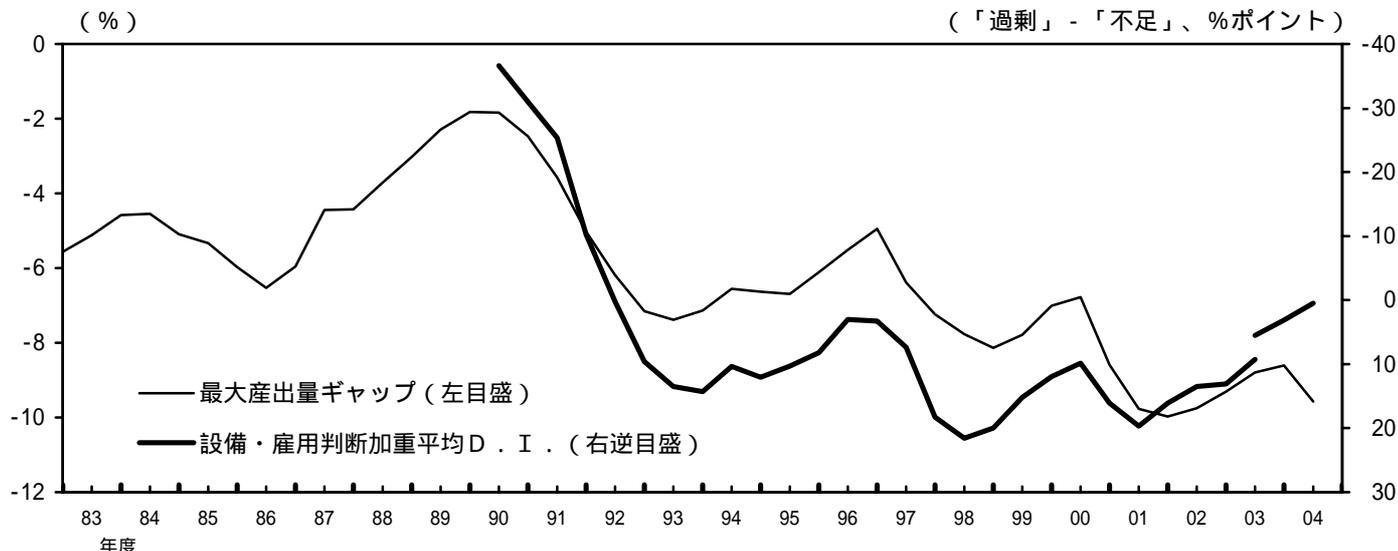
(注) 1. 消費税調整済み。

2. 企業向けサービス価格指数における海外要因は、国際航空旅客輸送、定期船、不定期船、外航タンカー、外航貨物用船料、国際航空貨物輸送を指す。

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

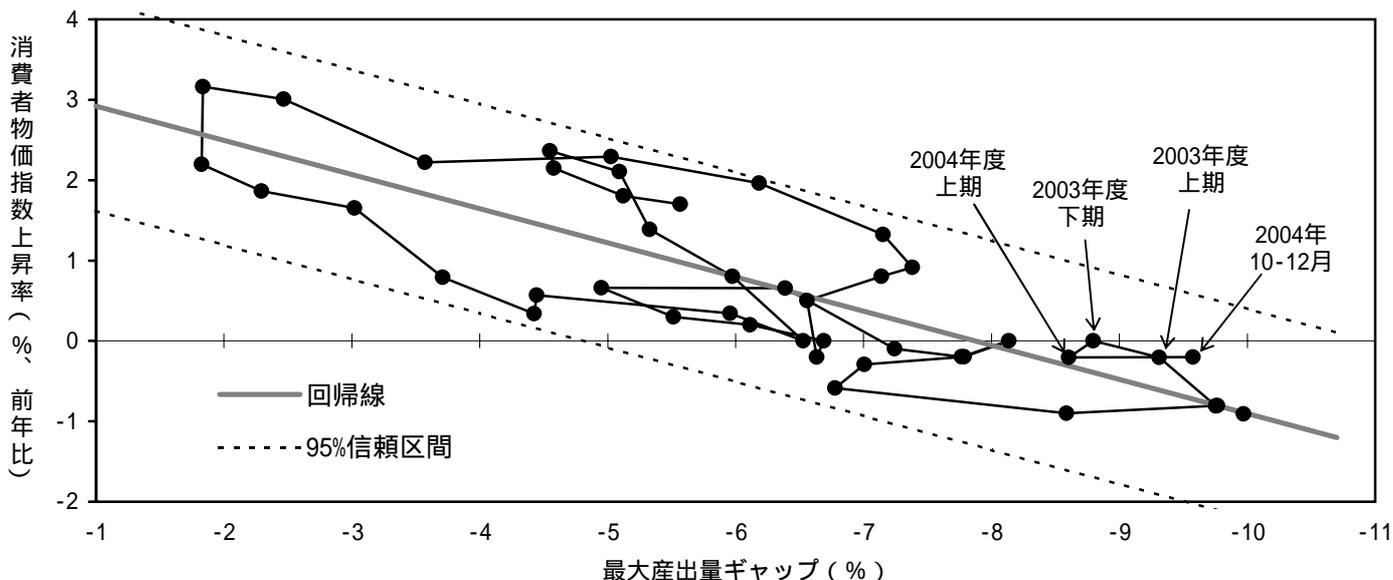
需給ギャップと消費者物価指数

(1) 需給関連指標



- (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 (日本銀行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年度下期は、10～12月の値。
 2. 設備・雇用判断加重平均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の。具体的には、生産・営業用設備判断D.I.と雇人員判断D.I.を資本・労働分配率 (90～03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以降については、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。

(2) 最大産出量ギャップと消費者物価指数



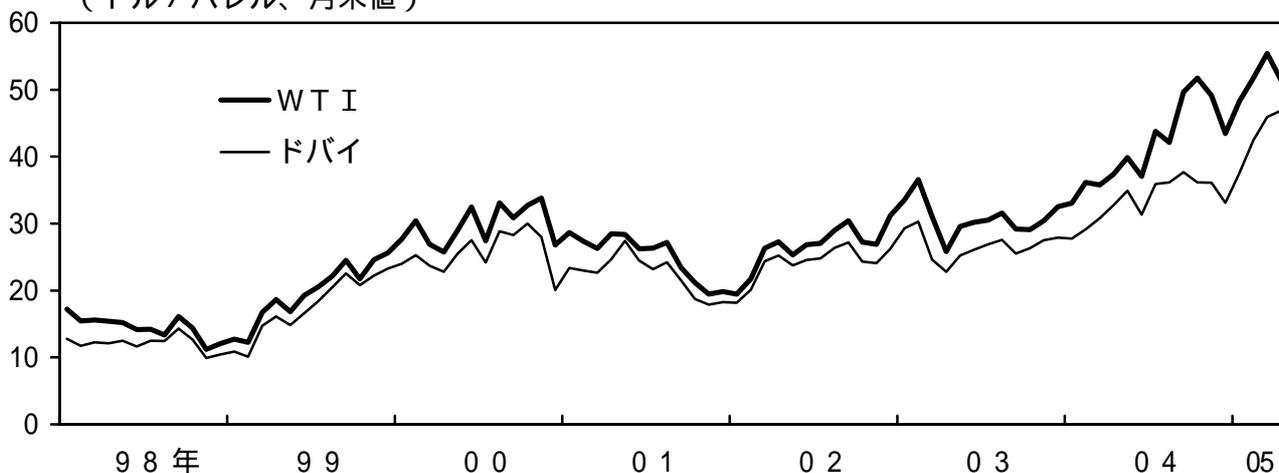
- (注) 1. 最大産出量ギャップについては、(1)の(注)1.を参照。
 2. 推計式：消費者物価指数 (全国・除く生鮮食品) 前年比 = $3.35 + 0.43 \times \text{最大産出量ギャップ}$
 $(11.02) \quad (9.02)$
 (サンプル：83年度上期～2004年度上期、 R^2 ：0.66、標準誤差：0.65、括弧内はt値。)
 3. 消費者物価指数は消費税調整済み。2000年度以前は95年基準に基づく。

(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」、総務省「消費者物価指数」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」等

商品市況

(1) 原油価格

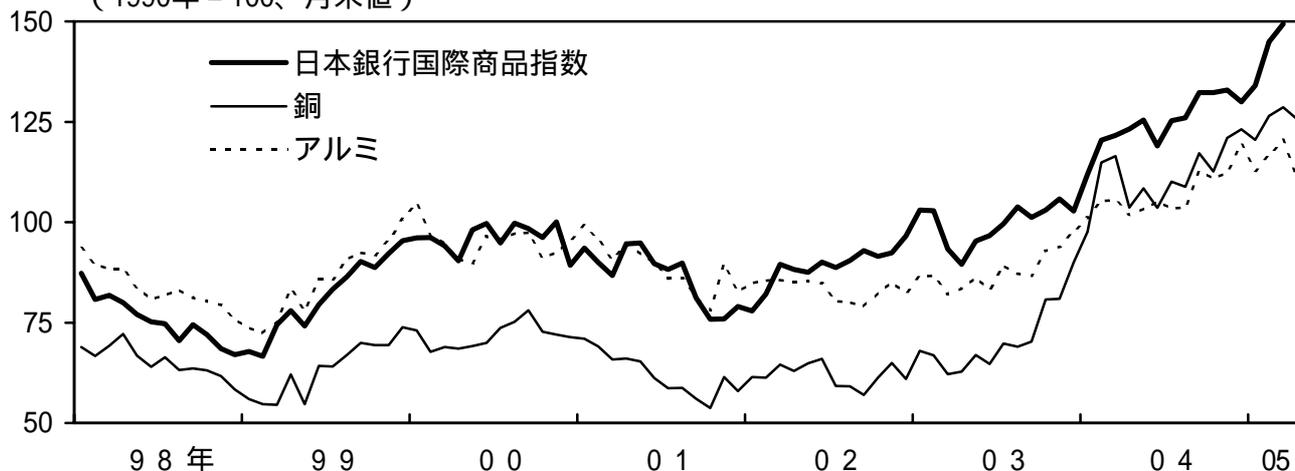
(ドル / バレル、月末値)



(注) 2005/4月の計数は、直近の終値。

(2) 国際商品市況

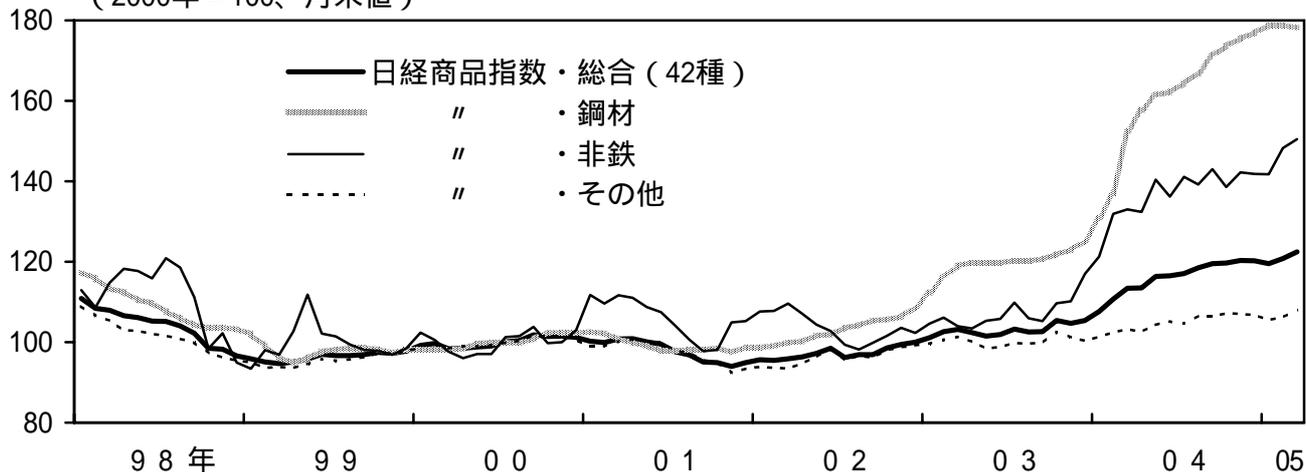
(1990年 = 100、月末値)



(注) 2005/4月の計数は、直近の終値。

(3) 国内商品市況

(2000年 = 100、月末値)

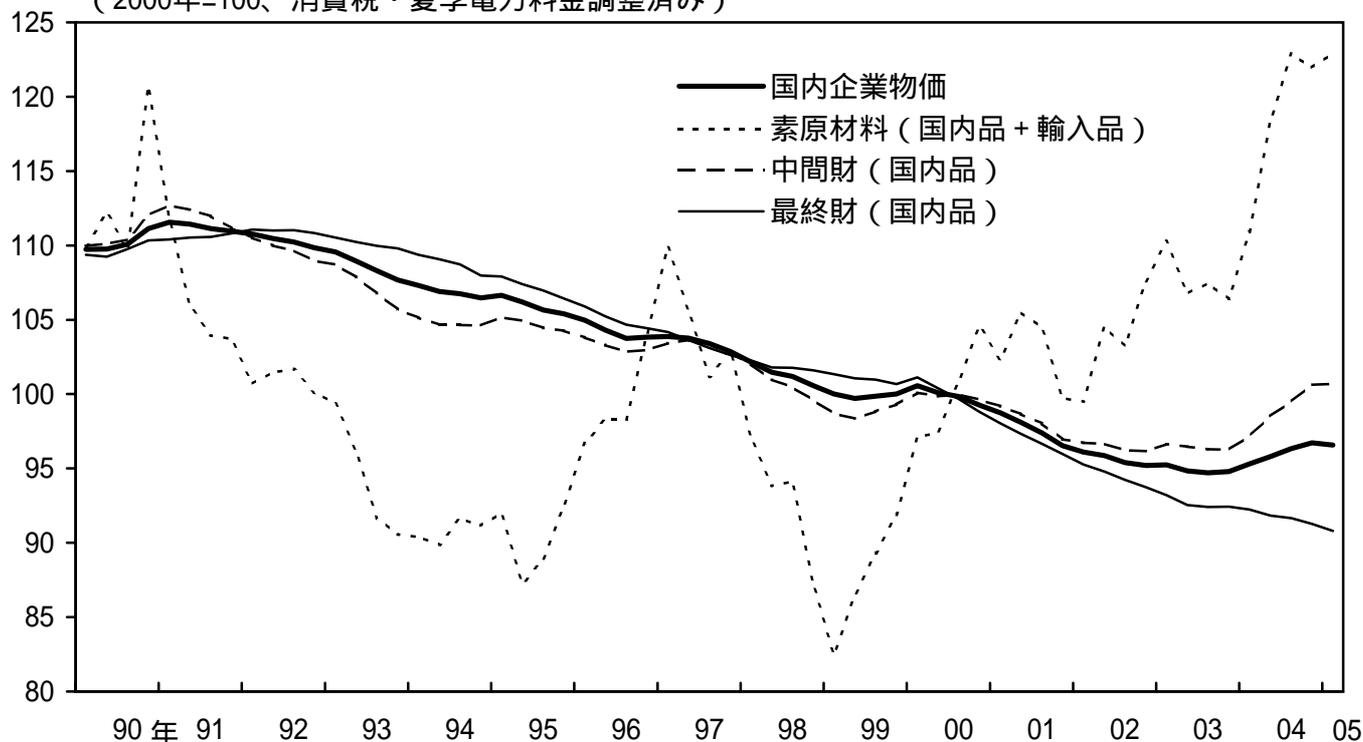


(資料) 日本銀行、日本経済新聞社、Bloomberg

需要段階別物価とユニット・レーバ・コスト

(1) 需要段階別の国内企業物価

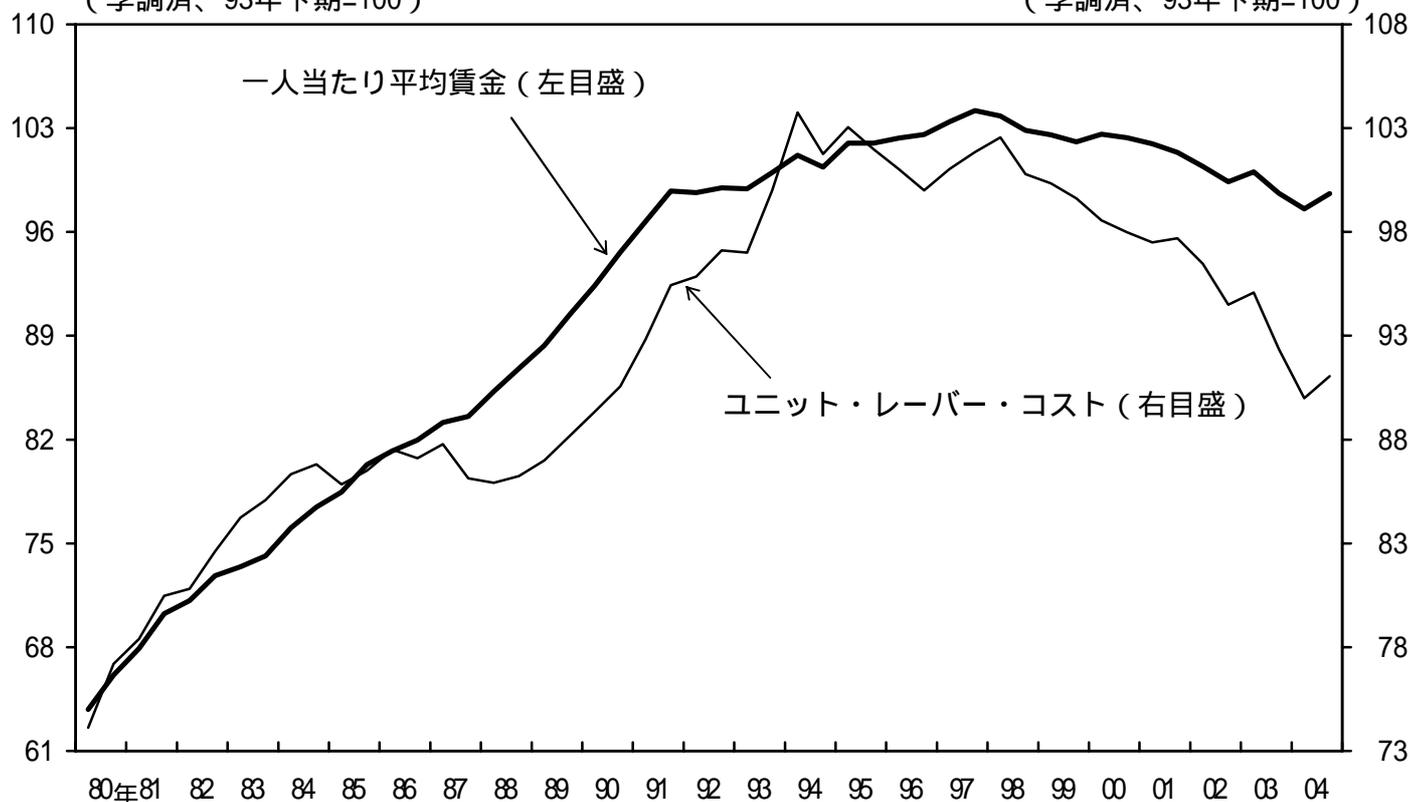
(2000年=100、消費税・夏季電力料金調整済み)



(2) 一人当たり平均賃金とユニット・レーバ・コスト

(季調済、93年下期=100)

(季調済、93年下期=100)

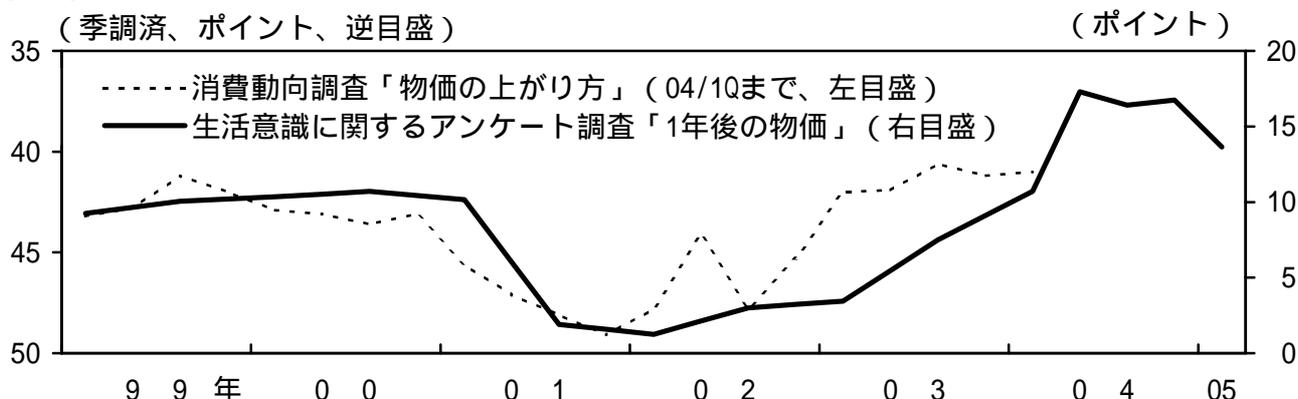


(注) 1. ユニット・レーバ・コスト = 一人当たり平均賃金 / 労働生産性 = 雇用者報酬 / 実質国内総生産。
2. 一人当たり平均賃金 = 雇用者報酬 / 雇用者数 (労働力調査ベース) 。

(資料) 内閣府「国民経済計算」、総務省「労働力調査」、日本銀行「企業物価指数」

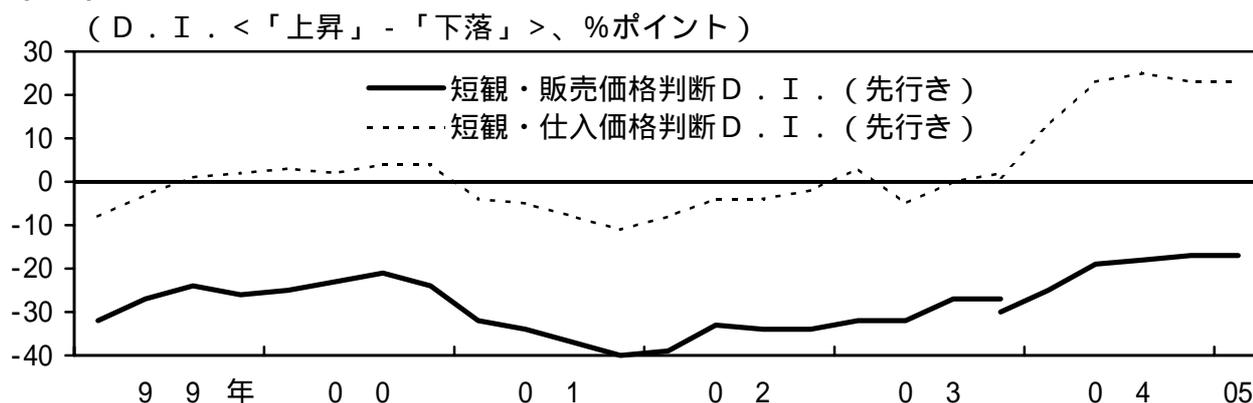
物価の先行きに対する見方

(1) 家計の見方



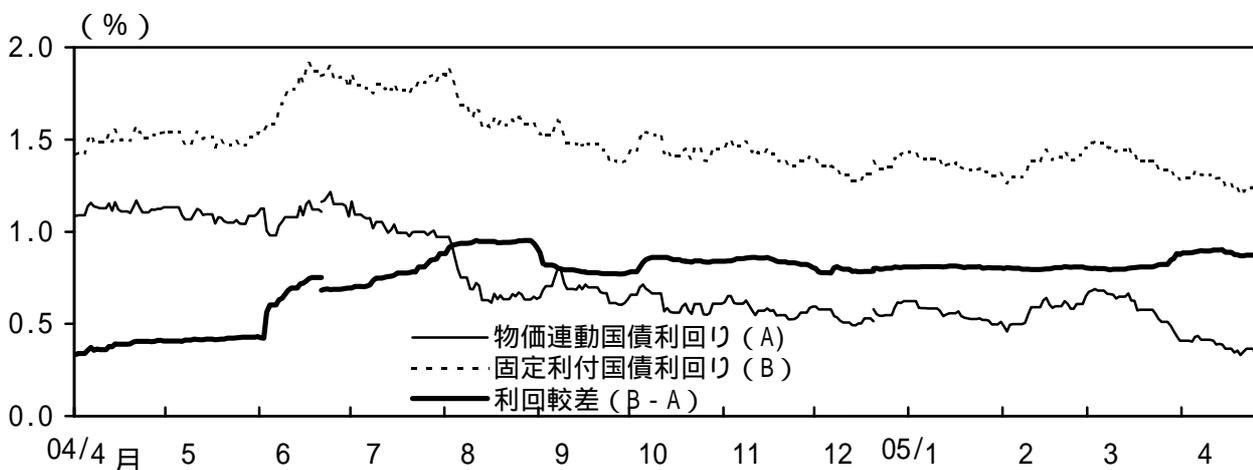
- (注) 1. 消費動向調査の定義は、(今後半年間で物価の上がり方が今よりも)「低くなる」+0.75×「やや低くなる」+0.5×「変わらない」+0.25×「やや高くなる」+0×「高くなる」。
2. 生活意識に関するアンケート調査の指標は、(1年後の物価が今よりも)「かなり上がる」+0.5×「少し上がる」-0.5×「少し下がる」-「かなり下がる」として算出。

(2) 企業の見方



- (注) 1. 全規模・全産業ベース。予想対象時期は、1四半期後。
2. 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。

(3) 物価連動国債と固定利付国債の利回較差

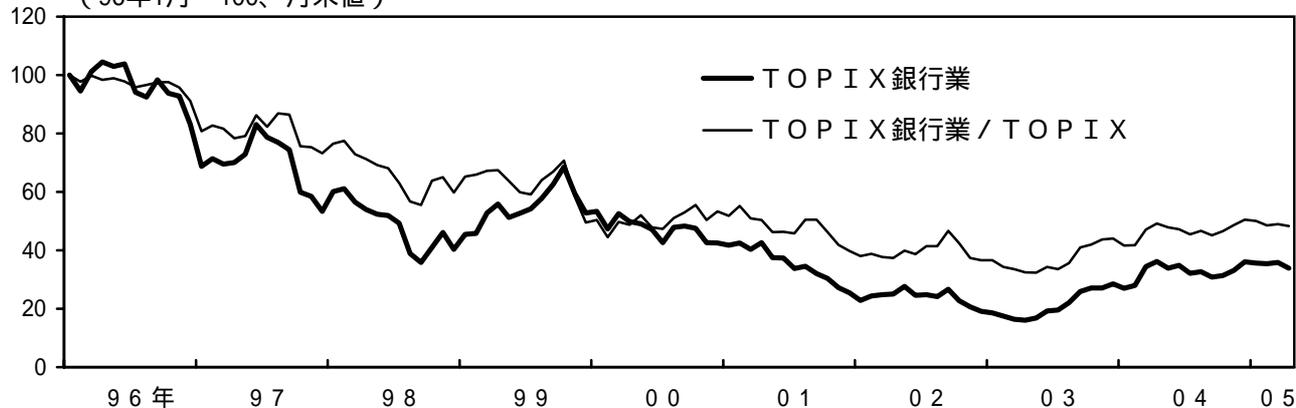


- (注) 物価連動国債利回りは新発銘柄の利回り、固定利付国債利回りは物価連動国債と同じ月に発行された10年利付国債の利回り(固定利付国債の発行日で接続)。物価連動国債は、消費者物価指数(全国・除く生鮮食品)に連動。

銀行経営の状況

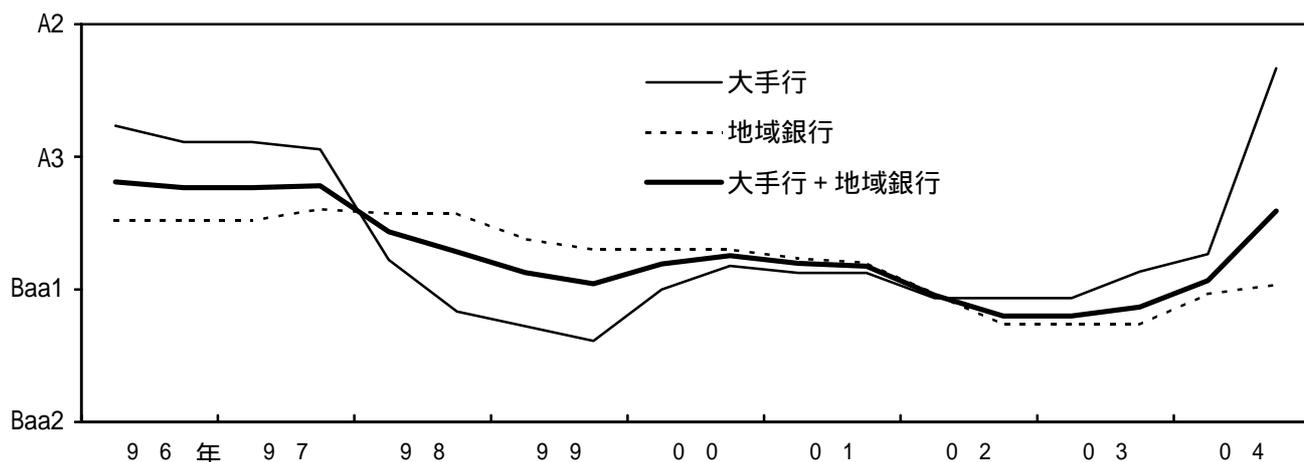
(1) 銀行株価

(96年1月 = 100、月末値)



(注) 2005/4月の計数は、直近の終値。

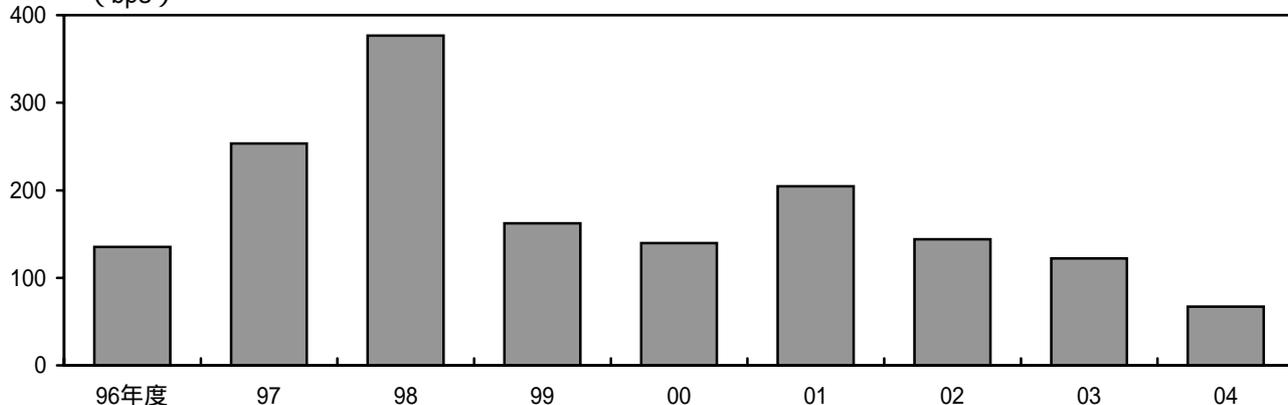
(2) 邦銀格付け



(注) 各行のムーディーズ長期預金格付けの平均 (各6・12月末時点) 。格付け間の距離は一定と仮定。

(3) 信用コスト率 (大手行 + 地域銀行)

(bps)

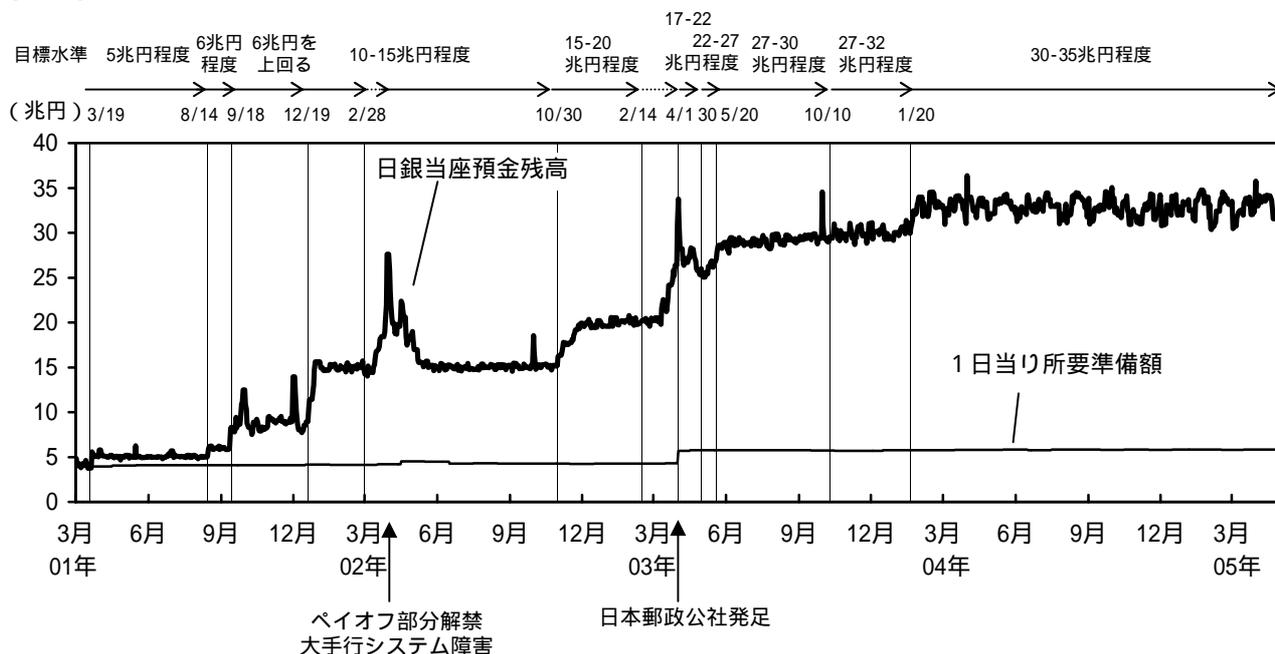


(注) 1. 信用コスト (貸出金償却・個別貸倒引当金純繰入・一般貸倒引当金純繰入・債権売却等の合計) の貸出残高に対する比率。
2. 04年度の計数は上半期の計数を年度換算したもの。

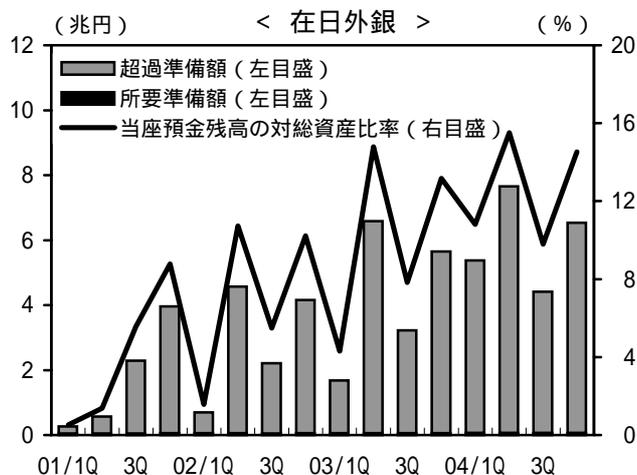
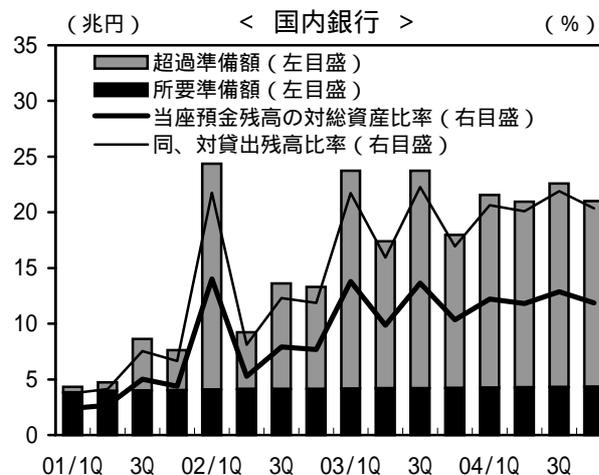
(資料) 日本銀行、ム - ディーズ、Bloomberg

日銀当座預金および短期金利

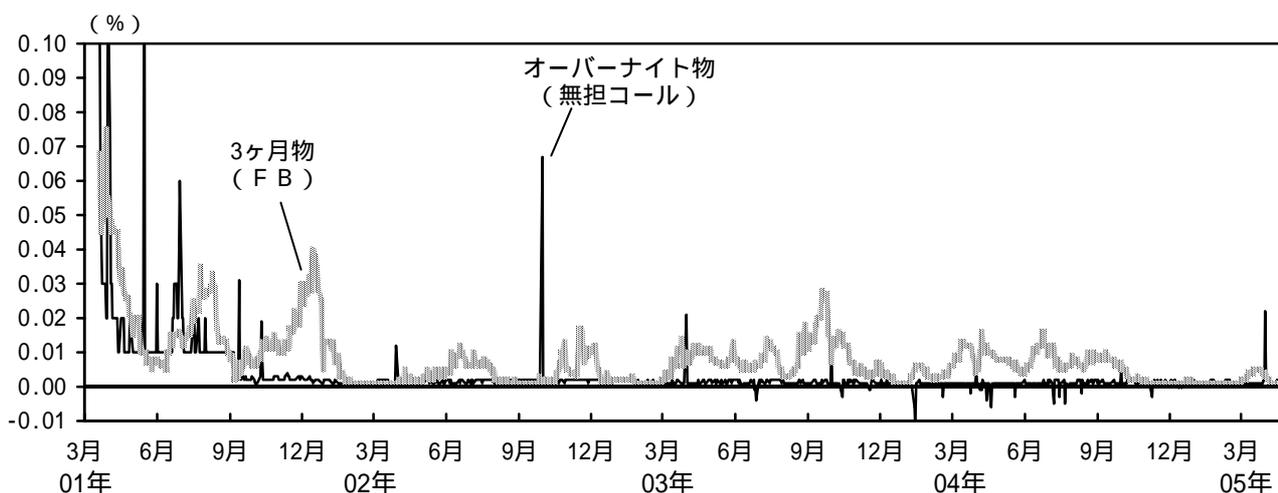
(1) 日銀当座預金



(2) 業態別日銀当座預金 (四半期末)



(3) 短期金利

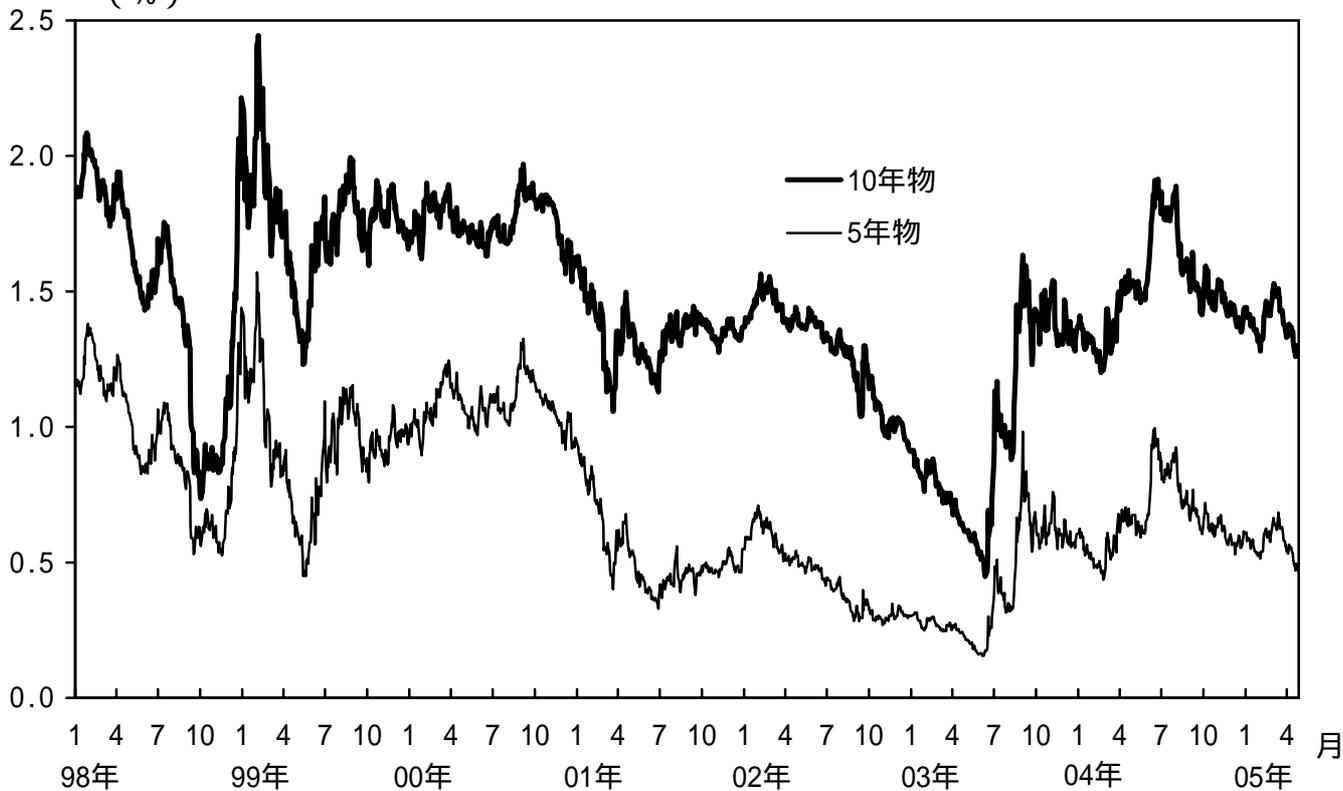


(資料) 日本銀行、Bloomberg

長期金利

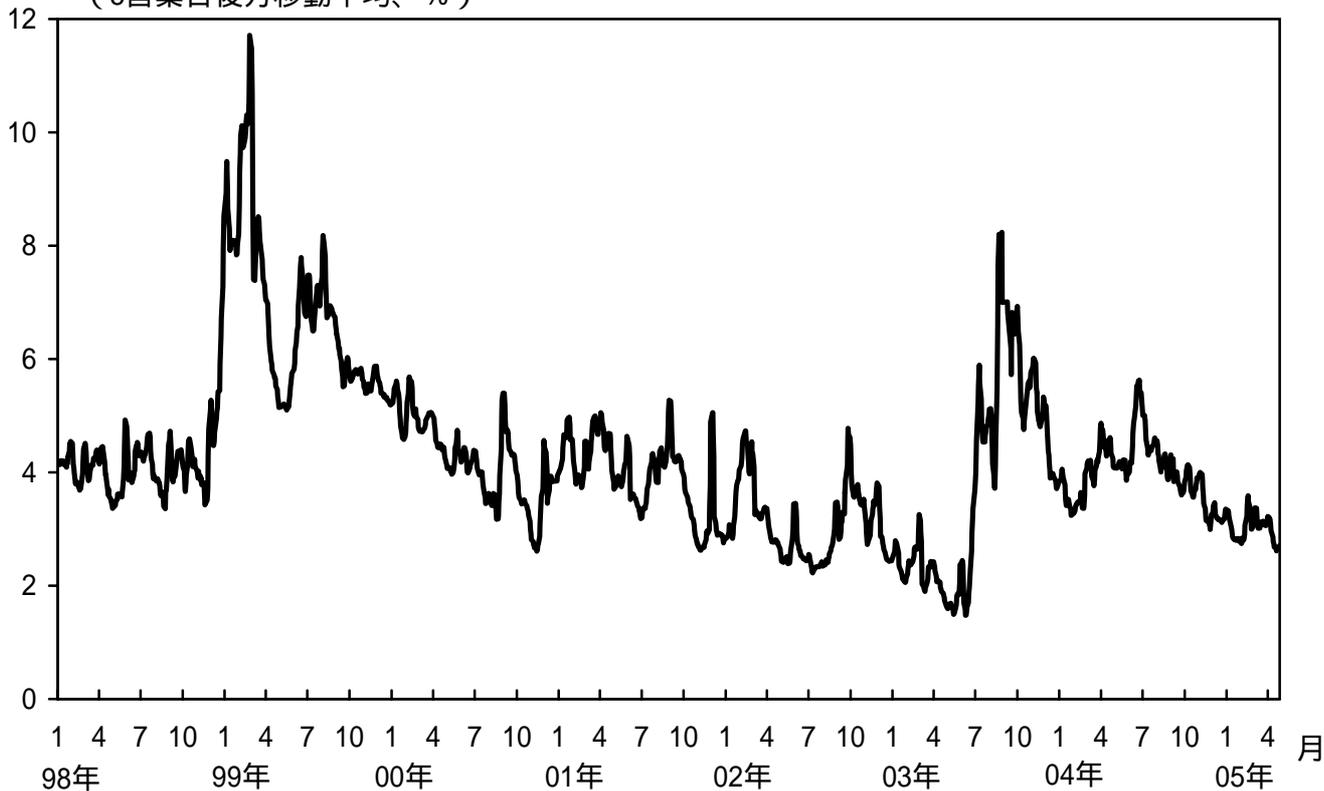
(1) 長期国債利回り

(%)



(2) 長期国債先物のインプライドボラティリティ

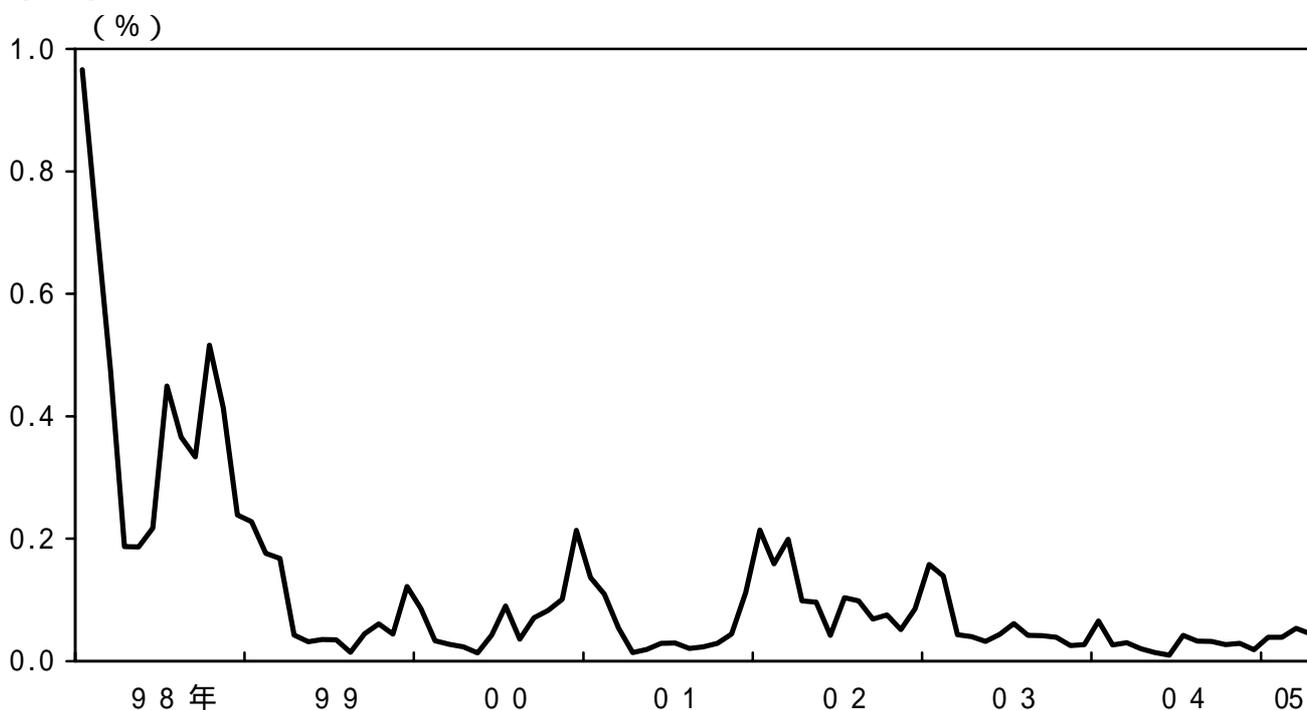
(5営業日後方移動平均、 %)



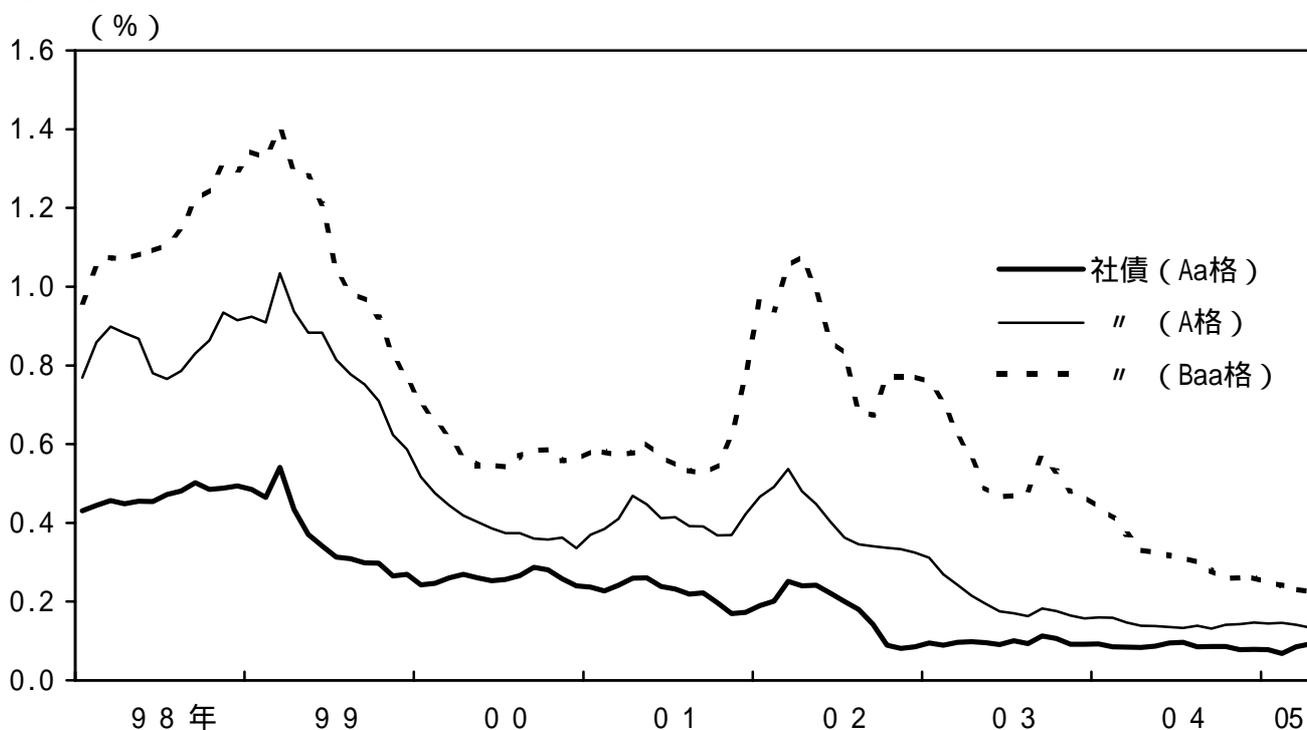
(資料) Bloomberg

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

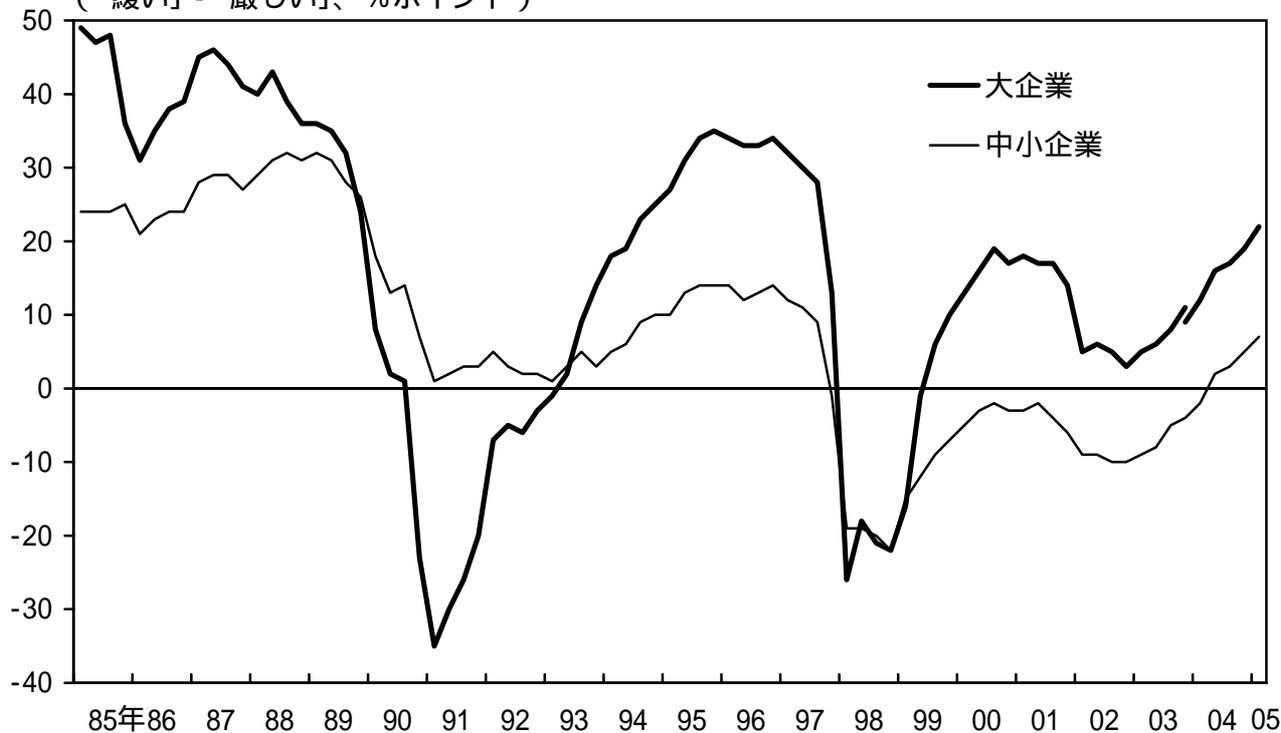


- (注) 1. C P の信用スプレッド (3 か月物) は、C P 発行レート - 短国流通利回り。
2. 社債の信用スプレッド (5 年物) は、社債流通利回り - 国債流通利回り。
3. C P 発行レートはA1格以上のもの。
4. 社債の格付けはムーディーズによる。
5. 2005年4月の値は、直近までの平均値。

金融機関の貸出態度および企業の資金繰り

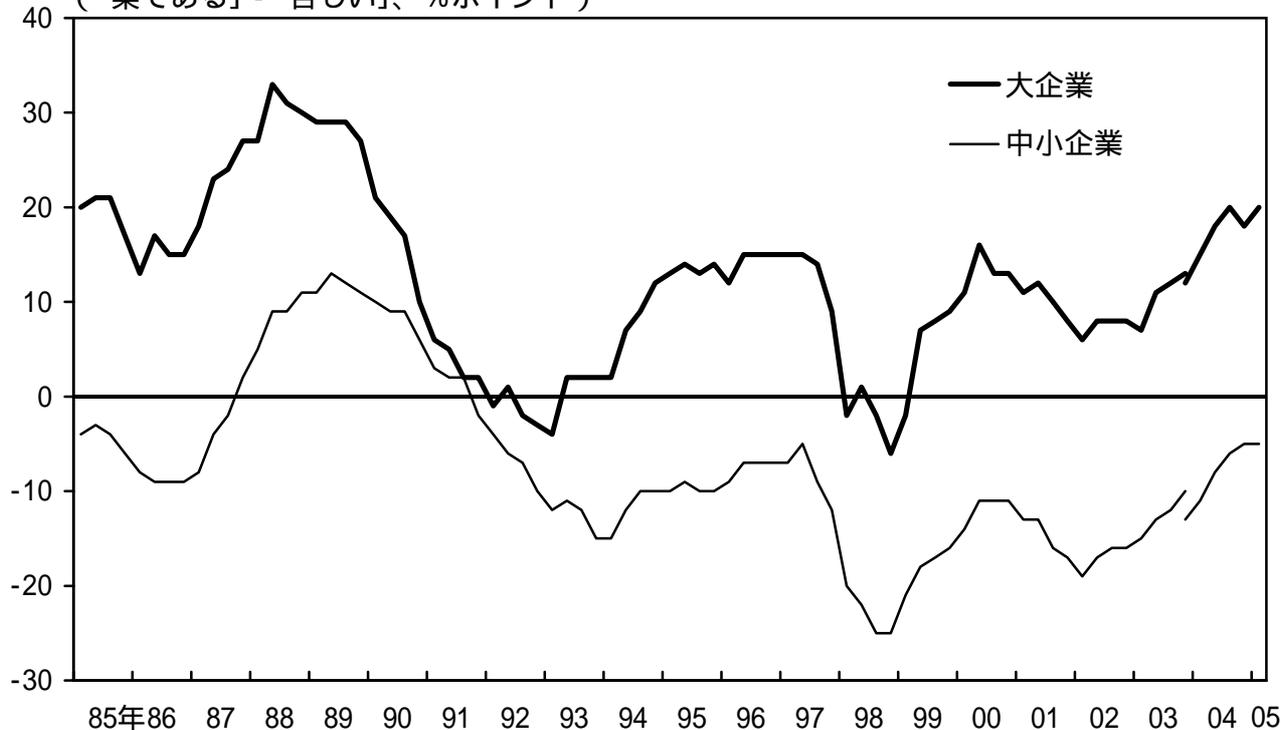
(1) 金融機関の貸出態度判断 D . I .

(「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)



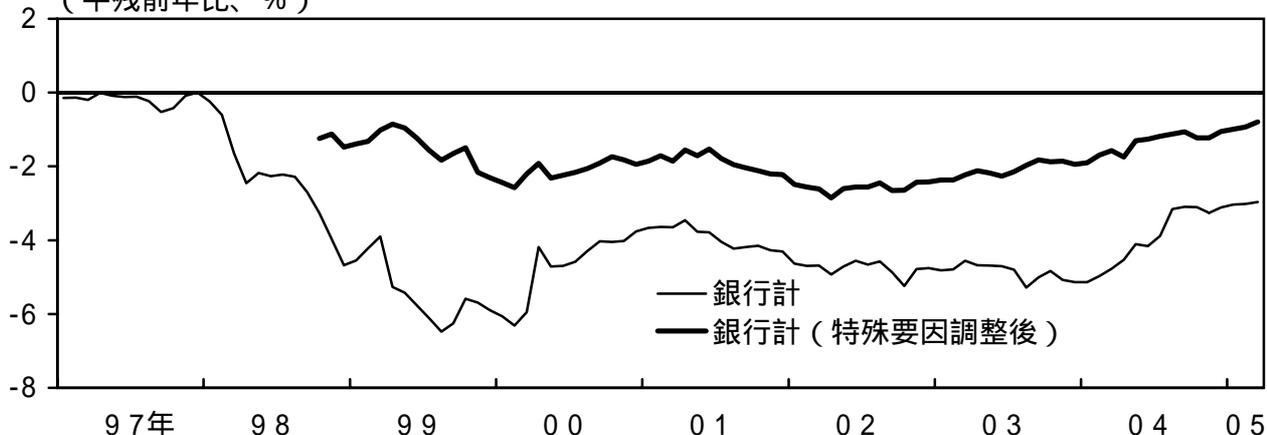
(注) 2004年3月調査より見直しを実施。旧ベースは2003年12月調査まで、新ベースは2003年12月調査から。

(資料) 日本銀行「全国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、%)

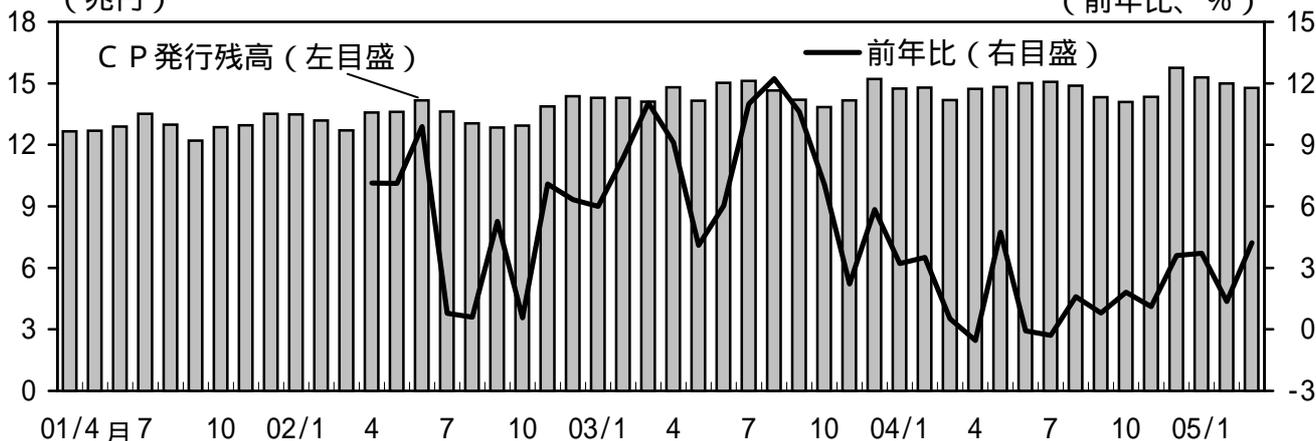


(注) 特殊要因調整後計数は、貸出債権の流動化・償却による変動分等を調整したものの。

(2) C P 発行残高

(兆円)

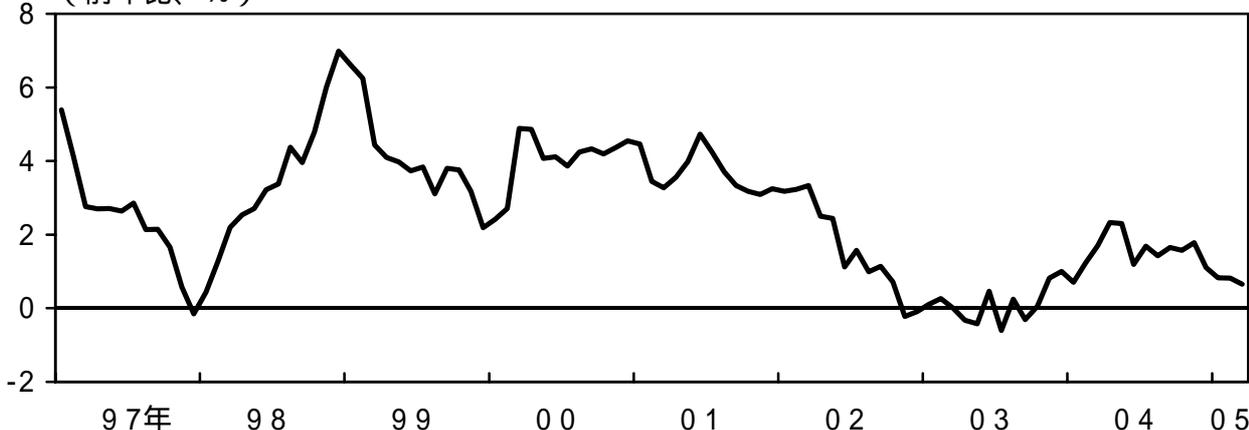
(前年比、%)



(注) 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。銀行発行分を含まない。計数は末残ベース。

(3) 社債発行残高

(前年比、%)

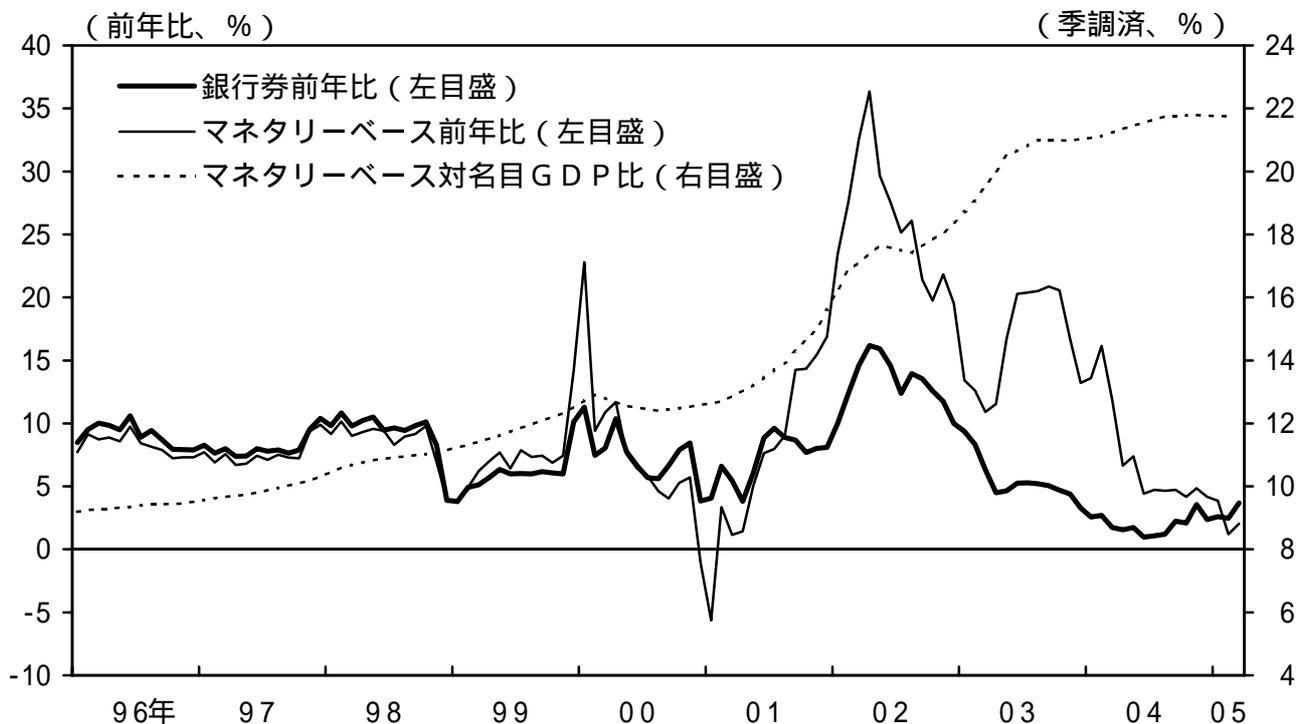


(注) 国内、海外で発行された普通社債、転換社債型新株予約権付社債、新株予約権付社債および資産担保債券の合計値。銀行発行分を含む。計数は末残ベース。

(資料) 日本銀行、日本証券業協会、アイ・エヌ情報センター

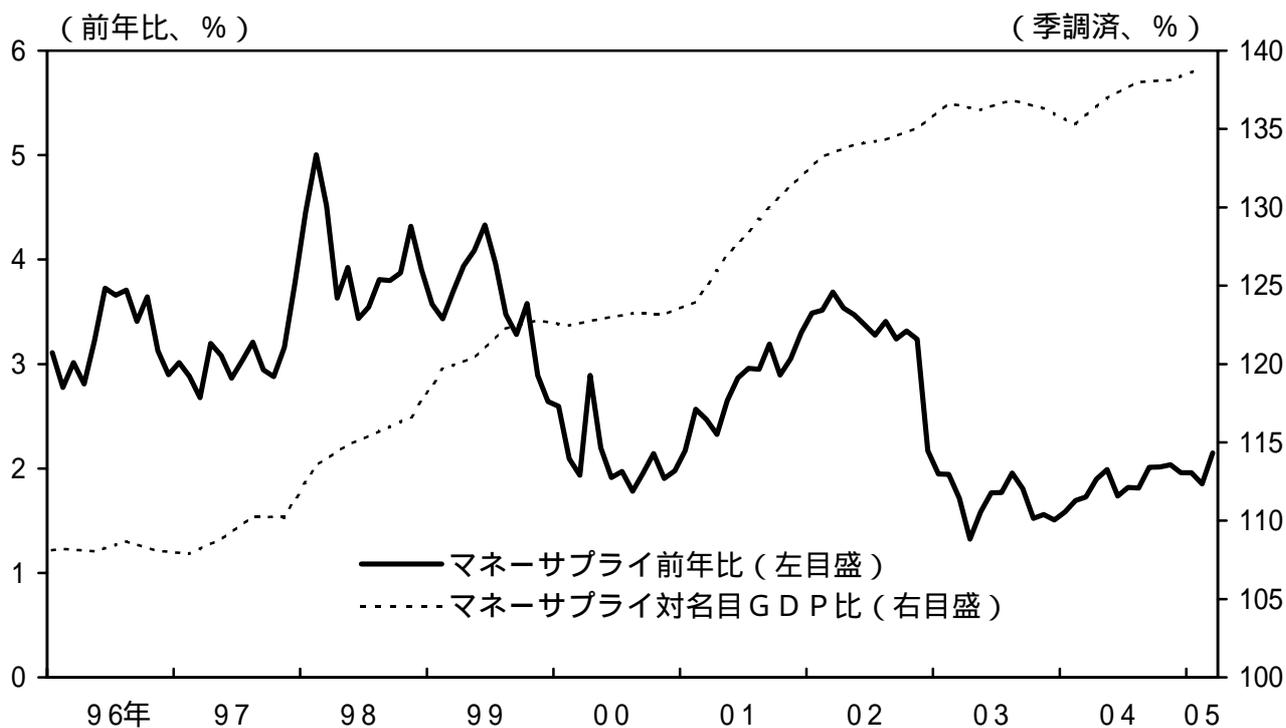
マネタリーベースとマネーサプライ

(1) 銀行券とマネタリーベース



- (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。
2. 2005/1Qの名目GDPは、2004/4Qから横這いと仮定。

(2) マネーサプライ ($M_2 + CD$)

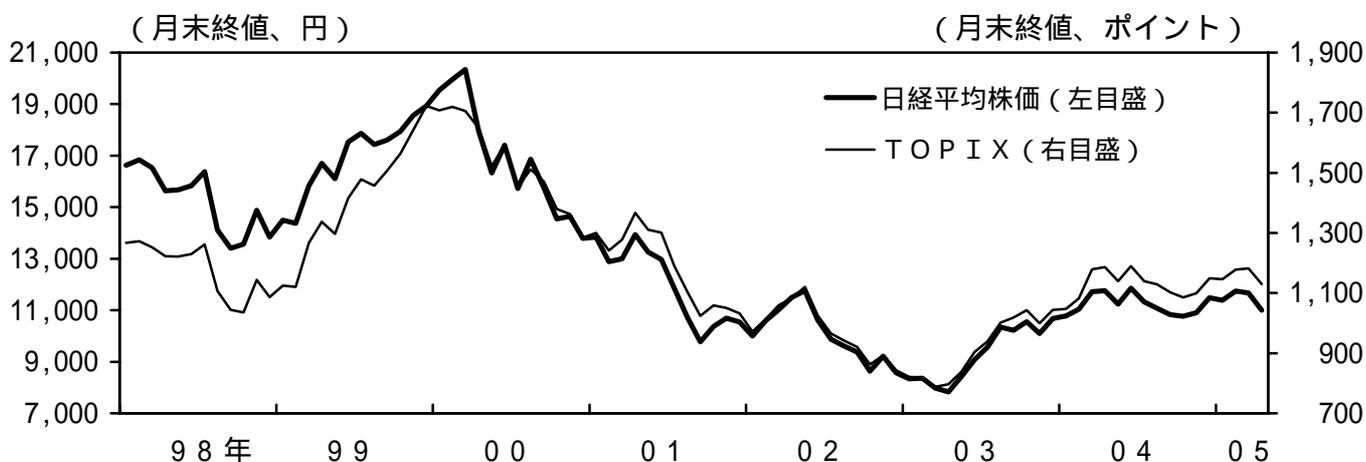


- (注) 2005/1Qの名目GDPは、2004/4Qから横這いと仮定。

(資料) 内閣府「国民経済計算」、日本銀行

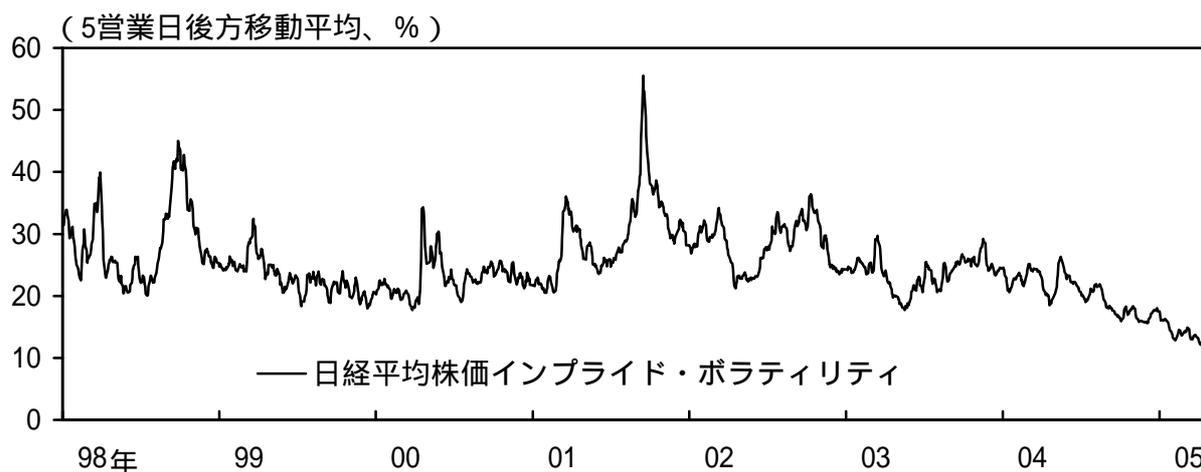
株価

(1) 株価 (日本)

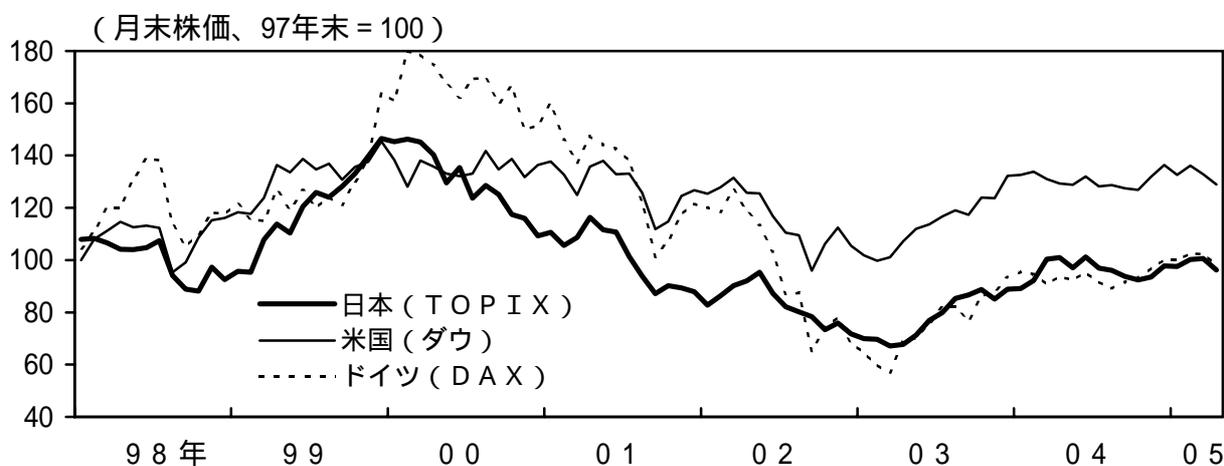


(注) 2005/4月の計数は、直近の終値。

(2) 株価のインプライド・ボラティリティ



(3) 主要国の株価



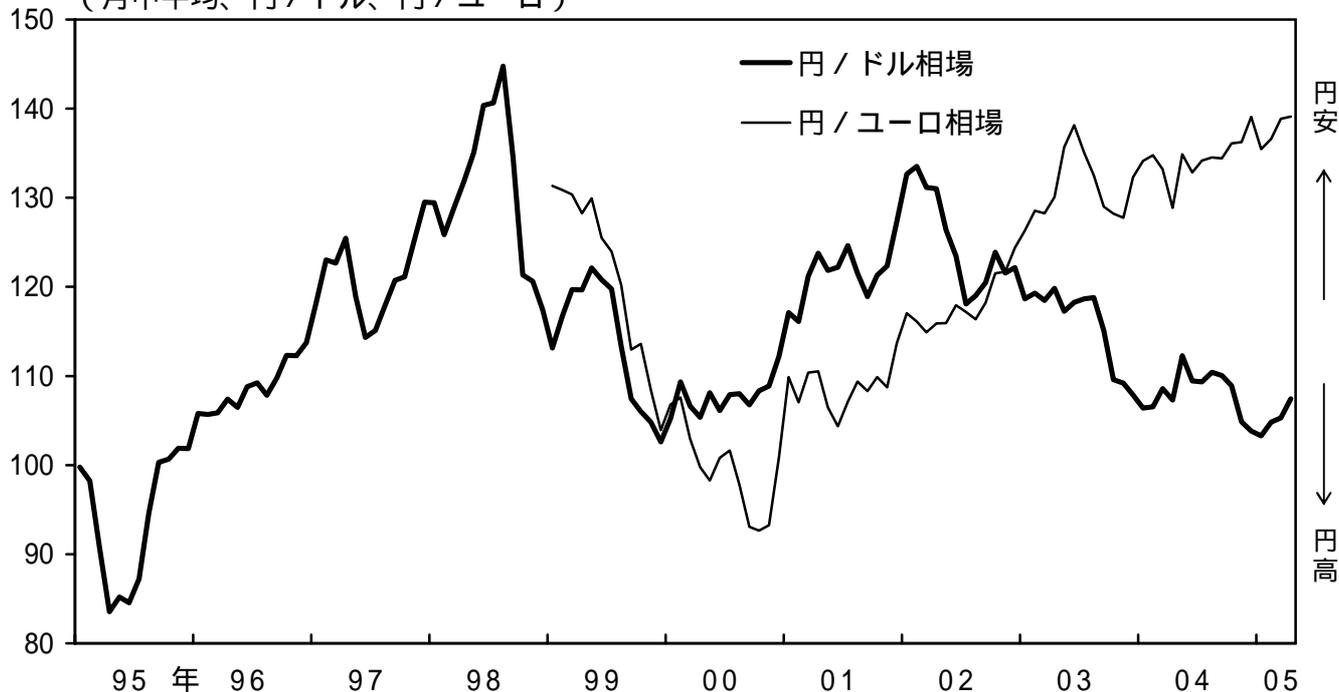
(注) 2005/4月の計数は、直近の終値。

(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)



(注) 2005/4月は、直近までの平均値。

(2) 実質実効為替レート

(月中平均、73/3月 = 100、逆目盛)



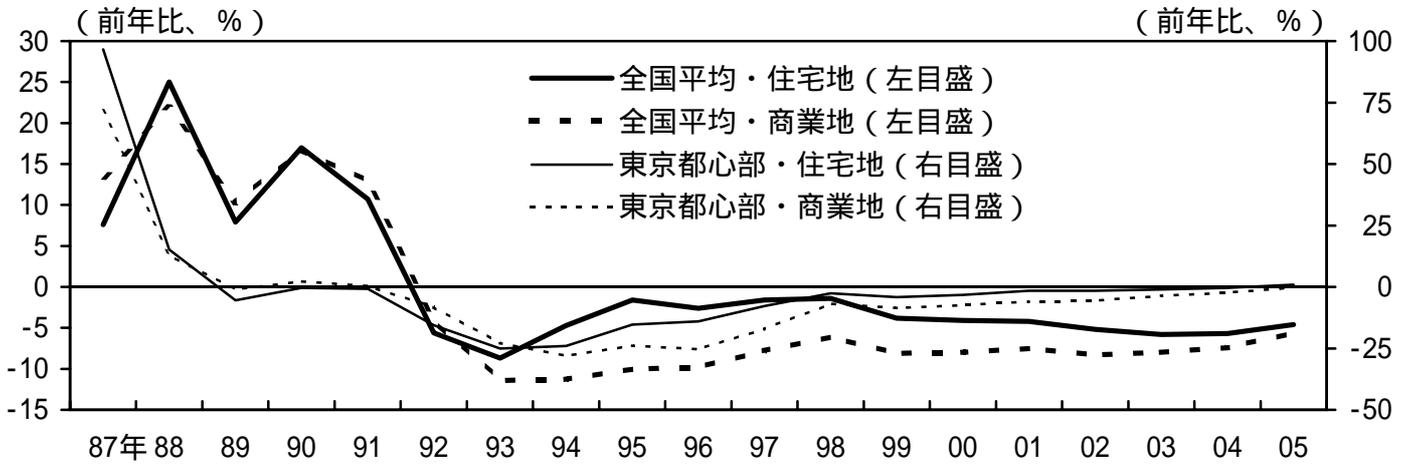
(注) 1. 2005/4月は、直近までの平均値。

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

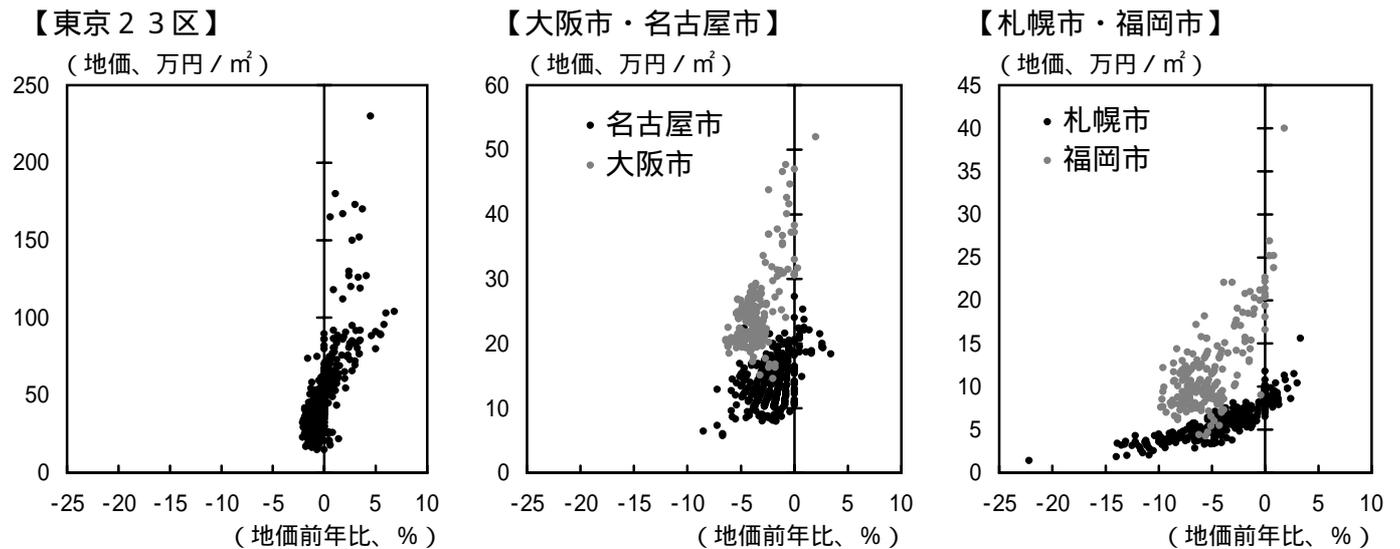
地価

(1) 全国平均と東京都心部

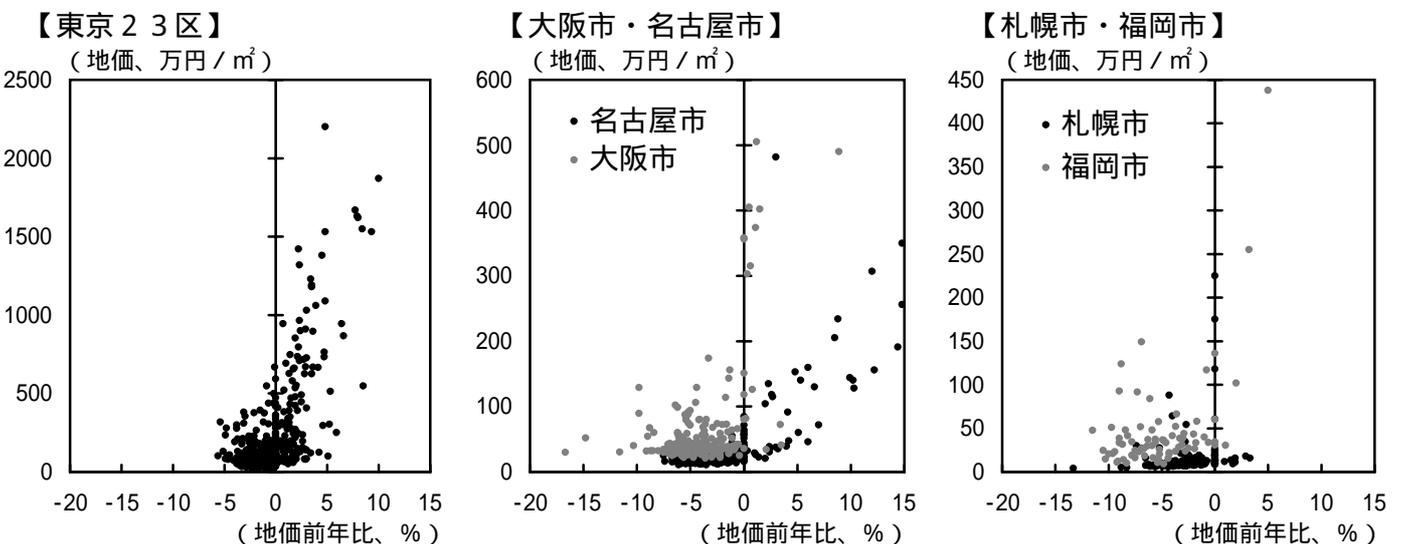


(注) 東京都心部は、千代田区、中央区、港区などの都心8区の平均。

(2) 住宅地



(3) 商業地

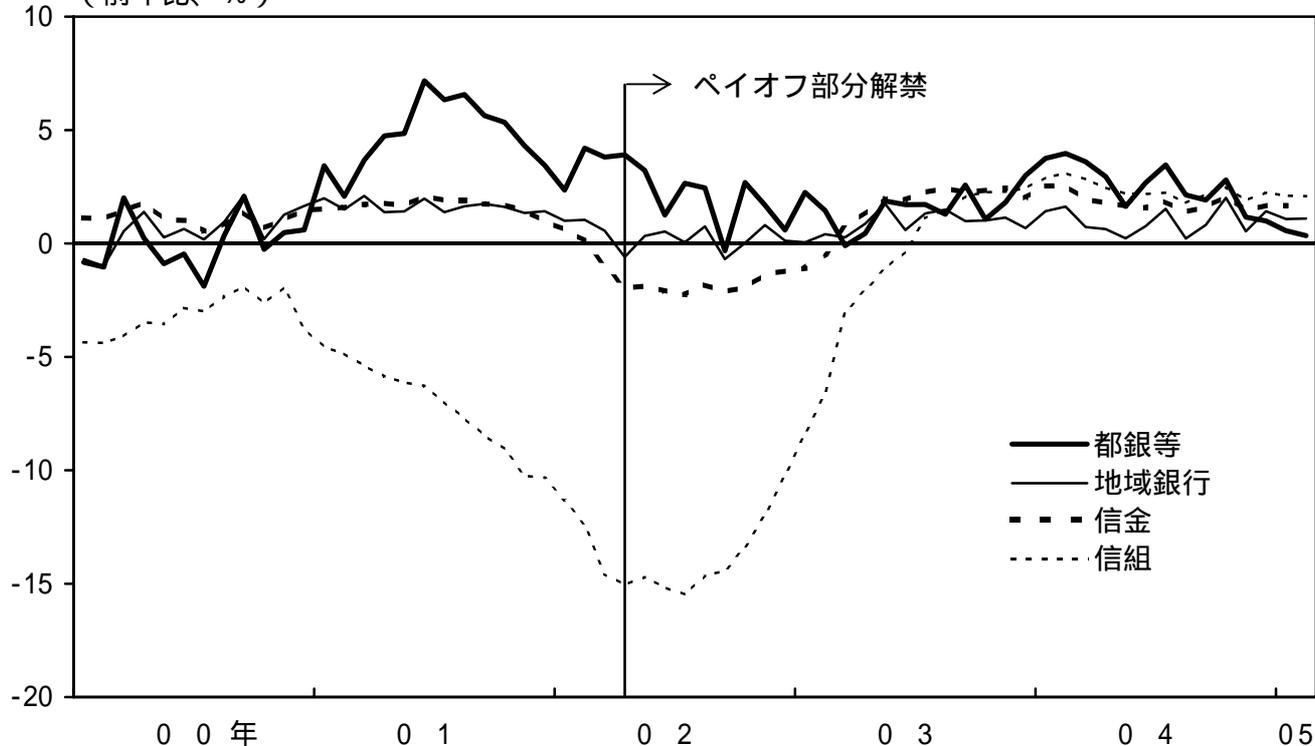


(資料) 国土交通省「地価公示」

ペイオフ解禁前後の預金動向

(1) 業態別

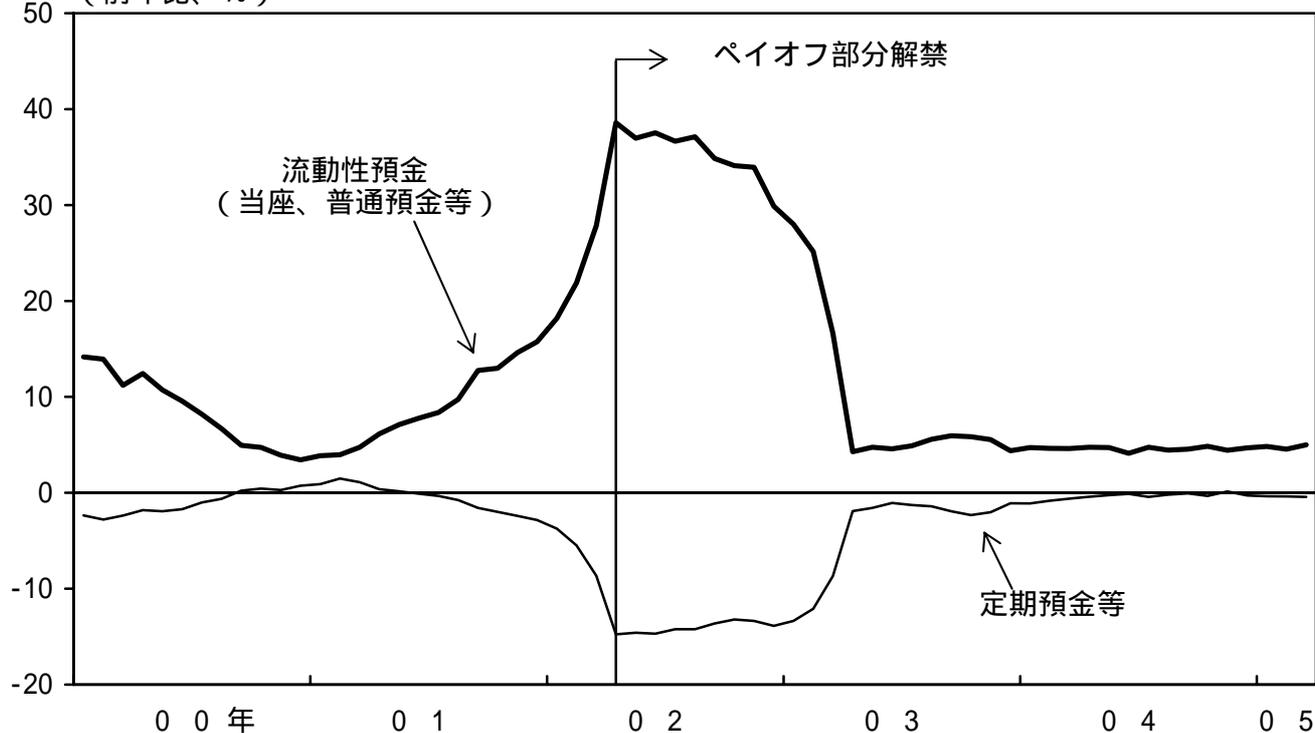
(前年比、%)



(注) 都銀等は、地域銀行を除いた国内銀行の合計。

(2) 預金種類別

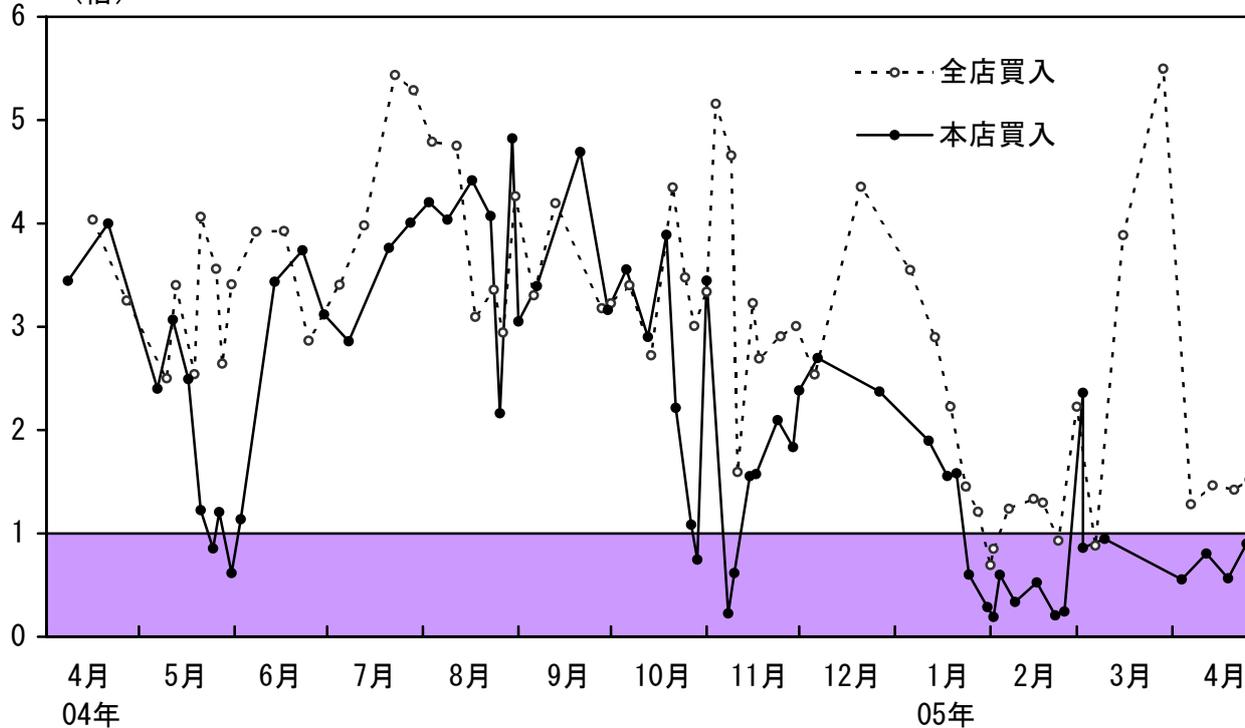
(前年比、%)



(資料) 日本銀行

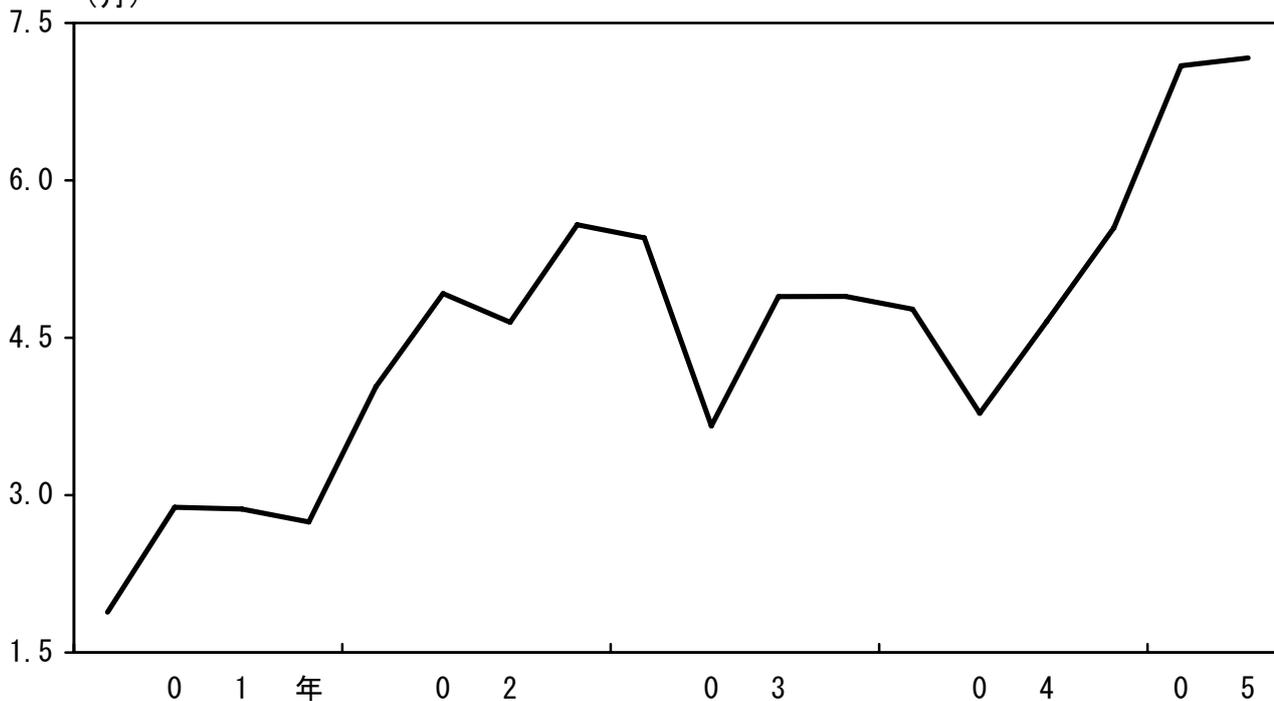
日本銀行の資金供給オペレーション

(1) 応札倍率 (手形買入オペレーション)
(倍)



(注) オファー日ベース。

(2) 手形買入オペレーション期間
(月)



(注) 各四半期中にオファーされた、手形買入オペレーションの期間の金額加重平均。

(資料) 日本銀行