

公表時間  
11月1日(火)14時00分

2005年11月1日  
日 本 銀 行

**経済・物価情勢の展望**  
**(2005年10月)**

## 【基本的見解】<sup>1</sup>

### (経済・物価情勢の見通し)

わが国経済は、昨年後半以降続いてきた景気の「踊り場」を脱し、回復を続けている。前回(4月)の「経済・物価情勢の展望」(展望レポート)で示した「経済・物価情勢の見通し」と比べると、輸出が幾分下振れたが、国内民間需要がそれ以上に上振れており、全体としては、上振れて推移している。「踊り場」のきっかけとなったIT関連分野における生産・在庫調整は、ほぼ終了したとみられる。

2005年度後半から2006年度までを展望すると、わが国経済は、潜在成長率を幾分上回るペースで、息の長い成長を続けると予想される。そうした予想の背景には、以下のような前提やメカニズムを想定している。第1に、海外経済は引き続き拡大し、そのもとで輸出は増加を続けるとみられる。第2に、企業部門の好調が続くとみられる。企業収益は3年連続の増益の後も改善を続けており、設備投資は、過剰設備・過剰債務の調整が概ね終了する中で、引き続き増加していくと予想される。第3に、こうした企業部門の好調は、賃金や雇用の増加に加え、配当の増加や株価の上昇なども通じて、家計部門にも波及しつつあり、これを反映して、個人消費は着実な回復を続けるとみられる。第4に、極めて緩和的な金融環境が民間需要を後押しするとみられる。金融機関の貸出態度は積極化し、資金調達ルートも多様化しているもとで、企業の資金繰りは大幅に緩和している。中小企業設備投資や住宅投資の増加には、そうした金融環境も影響しているとみられる。

もっとも、わが国経済はバブル崩壊以降長く低成長を続けてきただけに、

---

<sup>1</sup> 10月31日開催の政策委員会・金融政策決定会合で決定されたものである。

企業は設備投資などストックの積み上げに対し大枠としてなお慎重な態度を維持している。企業行動をみると、最近では、債務返済だけでなく設備投資や投融資などのかたちでもキャッシュフローの有効活用に取り組み始めているが、売上げや生産の増加に対応して在庫や設備のストックを大幅に積み上げることには、なお慎重であるように窺われる。こうした企業行動の結果として、景気回復のペースは緩やかなものとなるが、半面、ストック面での過剰な積み上がりが回避されることを通じて、息の長い回復が続いていくことが期待できる。

こうした経済の見通しのもとで、物価を巡る環境も徐々に変化していくと考えられる。経済全体としての需給ギャップは、前述のような景気見通しのもとで、緩やかに改善していくとみられる。企業の設備や雇用人員に関する判断は、過去十数年の中で最も不足方向に変化してきている。ユニット・レーバ・コストの動きをみると、生産性の上昇による押し下げが続く一方、賃金が上昇に転じてきているため、その低下幅は縮小していくと予想される。この間、企業や家計の物価見通しも徐々に上振れてきている。

物価指数に即してみると、国内企業物価は、原油をはじめとする内外商品市況の上昇などから、「見通し」対比上振れて、やや大幅な前年比プラスが続いている。先行きは、原油価格をはじめ、内外の商品市況にも左右されるが、2005年度はやや大幅な上昇となり、2006年度は、そのテンポが鈍化するものの、上昇を続けるとみられる。

消費者物価（全国、除く生鮮食品）についてみると、概ね前回の「見通し」に沿って推移しており、米価格の下落や電気・電話料金の引き下げといった特殊要因の影響がなお続くもとで、前年比は小幅のマイナスで推移している。今後年末にかけてこれら特殊要因が剥落していく過程で、消費者物価の前年比はゼロ%ないし若干のプラスに転じていくと予想される。

その後も、需給ギャップが緩やかな改善を続け、ユニット・レーバー・コストからの下押し圧力が減じていくも、前年比のプラス基調が定着していくと考えられる。このような動きを受けて、2005年度の前年比はゼロ%近傍、2006年度はプラスとなるとみられる。

(上振れ・下振れ要因)

以上述べた「見通し」は、前述の前提やメカニズムに依拠している。したがって、先行きの経済情勢については、特に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、原油価格の動向である。原油価格は、昨年以降、高騰が続いており、足もとも既往最高値圏で推移している。今回の高騰の主たる原因の一つは、エマージング諸国の高成長などを背景とする世界的な需要増であり、その限りで原油高と世界経済の拡大は両立しうる面がある。もっとも、今後、供給面の制約の強まりなどから原油価格がさらに上昇する場合には、非産油国における実質購買力の減少や、後述する世界的なインフレ懸念の台頭とそのもとでの金利の上昇等を通じて、内外経済に悪影響が及ぶ可能性がある。

第2に、米国をはじめとする海外経済の動向である。米国では、慎重なペースながら金利引き上げが行われているも、インフレ心理が総じて抑制されている。金融環境をみると、長期金利が低位安定し、信用スプレッドも縮小した状態が続くなど、緩和的な状況が維持されている。こうした金融環境は、住宅価格の上昇を伴いながら、家計部門の堅調な支出、ひいては景気の拡大を支えてきた。仮にインフレ懸念の強まりなどを契機に、緩和的な金融環境に変調が生じ、こうした構図が崩れる場合には、米国経済の成長が鈍化するだけでなく、国際的な資金フローの変調などを通じて、世界経済全体に悪影響が及ぶリスクがある。

海外経済の想定外の減速など大きな外的ショックが発生した場合、国内

民間需要が堅調に推移しているわが国経済も、景気の減速を余儀なくされる可能性がある。

第3に、国内民間需要の動向である。上述のとおり、「見通し」は大枠として慎重な企業行動が続くことを前提にしている。しかし、企業財務面では、負債の圧縮が進み、自己資本比率が高まっている中で、資産収益率はバブル期並みの高水準となっており、負債コストが極めて低位にあることとあいまって、良好な投資環境が整ってきている。この間、景気回復が続く中で金利面からの刺激効果は強まる方向にあり、この先、企業が先行きに対して自信を深める場合には、投資行動をより積極化させる可能性があるほか、雇用者所得や配当の増加等を通じて企業から家計への所得波及が強まっていけば、家計の支出行動も積極化し、経済の回復テンポがより強まると考えられる。

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。物価に固有のリスク要因としては、第1に、原油価格をはじめとする国際商品市況の不確実性が挙げられる。これらは、先行きの物価に対して、上振れ・下振れ両方向の要因となりうるものである。第2に、経済活動が物価に与える影響については、近年、その関係が弱まっているが、需給の改善が長く続いていく中で、インフレ心理が予想以上に高まる可能性がある。そうした場合には、企業がこれまでのコスト上昇分も含めて販売価格に転嫁する動きが強まることも考えられ、物価の先行きに対して上振れ要因となりうる。第3に、規制緩和の影響などによって企業間競争が一段と強まる場合には、物価に対する下振れ要因となりうる。

#### (金融政策運営)

日本銀行は、量的緩和政策のもとで、極めて潤沢な資金供給を続けてき

ている。量的緩和政策の枠組みは、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、経済活動の収縮を回避することに大きな効果を発揮した。金融市場では、潤沢な資金供給により短期金利の水準がゼロとなるとともに、物価の小幅下落が続くもとでは、上記の「約束」がゼロ金利の継続予想を生み出し、長めの金利が低位安定的に推移してきた。しかし、現在では、金融システム不安は大きく後退している。また、物価が下落から上昇に転じるとの見方が増加し、市場参加者が予想する量的緩和政策の継続期間も短縮しており、その結果、やや長めの金利形成において「約束」の果たす役割は徐々に後退する方向にある。そうしたもとで、量的緩和政策の経済・物価に対する刺激効果は、次第に短期金利がゼロであることによる効果が中心になってきている。

日々の金融市場調節の場である短期金融市場をみると、金融システム不安の後退を背景に、金融機関の予備的な流動性需要は大幅に後退している。資金需要が極めて弱い場合には、調節運営上の対応により当座預金残高目標を維持するとしても、その方法如何によっては、自然な金利形成からの乖離をもたらし、市場機能が十分に発揮されなくなる可能性も否定できない。日本銀行では、こうした情勢を踏まえ、5月以降、金融機関の資金需要が極めて弱いと判断される場合には当座預金残高が一時的に目標値を下回ることを許容している。最近では、景況感が改善するもとで、期間が長い資金供給オペレーションに対する金融機関の応札が増加しており、この

ため、本年初以降大幅に長期化したオペレーションの期間を幾分短期化しても、当座預金残高目標の達成が可能となっている。これらの対応は、金融市場において経済・物価情勢を反映した自然な価格形成がある程度回復することに寄与している。

今回の展望レポートの経済・物価見通しが実現することを前提とすると、現在の金融政策の枠組みを変更する可能性は、2006年度にかけて高まっていくとみられる。枠組みの変更は、日本銀行当座預金残高を所要準備の水準に向けて削減し、金融市場調節の主たる操作目標を日本銀行当座預金残高から短期金利に変更することを意味する。当座預金残高の削減に当たっては、長期にわたって量的緩和政策が続けられてきただけに、金融市場の状況を十分に点検しながら行う必要がある。もっとも、前述のように、物価見通しの好転とともに、量的緩和政策の効果は次第に短期金利がゼロであることによる効果が中心になってきていることを踏まえると、政策の枠組みの変更自体は、政策効果について非連続的な変化を伴うものではない。枠組み変更後のプロセスを概念的に整理すると、極めて低い短期金利の水準を経て、次第に経済・物価情勢に見合った金利水準に調整していくという順序をたどることになると考えられる。

こうした枠組みの変更やその後の短期金利の水準・時間的経路については、言うまでもなく先行きの経済・物価の展開や金融情勢に大きく依存する。日本銀行としては、経済がバランスのとれた持続的な成長過程をたどる中であって物価の上昇圧力が抑制された状況が続いていくと判断されるのであれば、全体として、余裕をもって対応を進められる可能性が高いと考えている。

量的緩和政策の導入と同様、枠組みの変更も先例のないものであるだけに、金融市場において経済・物価情勢に応じた価格形成が円滑に行われるよう配慮することが重要である。日本銀行としては、物価安定のもとでの

持続的な経済成長を実現していくため、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、期待の安定化に努めるとともに、今後の情勢変化に応じて適切かつ機動的に対応していく方針である。



(参 考)

政策委員の大勢見通し<sup>2,3</sup>

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	+2.2~+2.5 <+2.2>	+1.6~+1.8 <+1.7>	0.0~+0.1 <+0.1>
4月時点の見通し	+1.2~+1.6 <+1.3>	+0.8~+1.0 <+0.8>	-0.1~+0.1 <-0.1>
2006年度	+1.6~+2.2 <+1.8>	+0.5~+0.8 <+0.6>	+0.4~+0.6 <+0.5>
4月時点の見通し	+1.3~+1.7 <+1.6>	+0.2~+0.5 <+0.3>	+0.2~+0.4 <+0.3>

(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。

<sup>2</sup> 「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。

<sup>3</sup> 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)
2005年度	+2.0~+2.7	+1.6~+2.0	0.0~+0.1
4月時点の見通し	+1.1~+1.8	+0.7~+1.0	-0.1~+0.1
2006年度	+1.3~+2.4	+0.4~+1.0	+0.4~+0.6
4月時点の見通し	+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

#### (2005年度上期の経済・物価)

わが国経済は、昨年後半以降続いてきた景気の「踊り場」を脱し、回復を続けた。輸出は、中国向けを中心に一時伸び悩んだが、海外経済が引き続き拡大する中、その後は、IT関連分野の調整一巡や中国向けの回復から、緩やかに増加した(図表1、2)。生産も、IT関連分野の生産・在庫調整が進むもとの、振れを伴いつつ増加傾向をたどった(図表3)<sup>4</sup>。企業収益についても、原油など原燃料価格の高騰にもかかわらず、全体としてみれば、内外需要の増加などを背景に、高水準が維持された<sup>5</sup>。企業収益の水準を売上高経常利益率でみると、大企業では80年代末のバブル期のピーク水準を上回り、中小企業でもバブル崩壊後の2回のピーク水準に概ね並んでいる(図表4(1))。昨年後半以降やや慎重さがみられた企業の業況感も、業種間・企業規模間・地域間の格差を伴ってはいるが、本年入り後は、緩やかに改善した(図表5(2))。

こうしたもとの、設備投資は、過剰設備・過剰債務の調整が概ね終了していることもあって、増加を続けた(図表6)。雇用面をみると、短観の雇用人員判断が全体で小幅不足超となるもとの、雇用者数は緩やかな増加を続けた(図表7(1))。雇用者の内訳をみると、パート労働者の伸びが鈍化する一方、フルタイム労働者(一般労働者)が、2005年初頃から前年比

---

<sup>4</sup> 鉱工業生産は、2005年1～3月に大きく増加した後、4～6月、7～9月と減少するなど振れの大きな動きとなったが、これには、鋼船や医薬品における統計的な振れが影響したとみられる。こうした影響を調整すると、生産は、緩やかながら比較的着実に増加した。

<sup>5</sup> 最近の企業収益の動きを、製造業大企業について要因分解すると、原油高など投入物価の上昇を背景に、「価格要因」が収益押し下げに働いている。その一方で、売上数量の増加に加え、製品の高付加価値化、原材料の投入数量の節約なども含めた広義の「数量要因」が、収益押し上げに大きく寄与している(図表4(2))。

プラスに転じた(図表7(2))。所定内給与は、賃金水準が相対的に低いパート労働者の伸び率鈍化もあって、ごく小幅ながら増加に転じ、夏季賞与も、高水準の企業収益を背景に、冬季賞与に続く増加となった。以上の結果、雇用者所得は緩やかな増加傾向をたどった(図表7(3))。このように企業部門の好調が家計部門にも波及してきたことを背景に、個人消費は、振れを伴いつつも底堅く推移した(図表8)。この間、住宅投資にも、分譲や貸家を中心に、増加の動きがみられた。一方、公共投資は、災害復旧工事などの下支え要因もあったが、基調としては減少傾向をたどった。

物価面では、需給ギャップが緩やかな改善を続ける中で、国内企業物価は、原油をはじめとする内外商品市況の上昇などから、前年比+1%台の上昇を続けた(図表9(1))。一方、消費者物価(全国、除く生鮮食品)の前年比は、需給ギャップの緩やかな改善が続き、ガソリンなど石油製品の価格が上昇したにもかかわらず、全体としては小幅のマイナスで推移した(図表9(3))。これには、昨年末以降の米価格の下落および電気・電話料金の引き下げといった特殊要因が前年比の押し下げになお働いていることが影響した。

本年4月の「経済・物価情勢の展望」(展望レポート)では、2005年度について、「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」との「見通し」を示した。こうした「見通し」と比較すると、わが国経済は、輸出が中国向けを中心に幾分下振れたものの、個人消費や設備投資などの国内民間需要がそれ以上に上振れたことから、全体としては、上振れて推移した。物価面では、原油価格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て推移した。一方、消費者物価については、原油高の影響が予想より幾分大きめであったものの、全体としては、概ね「見通し」に沿った動きとなった。

(2006年度までの経済の展望)

2005年度後半から2006年度までを展望すると、わが国経済は、潜在成長率を幾分上回るペースで、息の長い成長を続けると予想される。これを経済成長率でみると、2005年度は、年度上期が高めの成長となり、年度全体でも2%を若干上回る成長率が予想される。2006年度についても、引き続き潜在成長率を上回る1%台後半の成長が予想される<sup>6</sup>。

こうした先行きの経済の姿は、海外経済は引き続き拡大すること、原油高にもかかわらず企業部門の好調が続くこと、企業部門の好調が家計部門にも波及していくこと、極めて緩和的な金融環境が民間需要を後押しすること、を前提ないしメカニズムとして想定している。

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。米国経済については、ハリケーンの影響から一時的な成長鈍化も予想されるが、個人消費や設備投資が底堅く推移し、復興需要の増加も見込まれることを踏まえると、基調としては潜在成長率近傍の景気拡大が維持されるとみられる。中国経済については、高成長が続く中、在庫調整や投資抑制などの圧力も徐々に弱まっていくと考えられる。以上を背景に、わが国の輸出は、増加を続けていくとみられる。

鉱工業生産は、IT関連分野の在庫調整が一巡したもとの、輸出の増加が続いていくことや、内需の回復基盤がしっかりしていることを背景に、増加を続けると見込まれる。鉄鋼、化学、紙・パルプなどの素材業種では、汎用品を中心に足もと在庫調整の動きがみられるが、調整は総じて軽度で

---

<sup>6</sup> 潜在成長率の推定値は幅をもってみる必要があるが、以下の方法で推定した。すなわち、GDPが、現存する資本ストックのうち実際に利用されている資本投入量、「人数」×「時間」でみた労働投入量、それらがGDPを生み出す生産効率を意味する全要素生産性(Total Factor Productivity: TFP)という3つの変数からなるマクロ生産関数で決まると考え、それらが満たすべき相互関係から、「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」である潜在GDPを求めると、その変化率(年率)は潜在成長率であり、わが国の場合1%程度と推定される。この点に関して詳しくは、日本銀行調査統計局「GDPギャップと潜在成長率」(日本銀行調査月報2003年2月号掲載論文)を参照。

あることや、高付加価値品の需要は好調であることを踏まえると、生産全体への影響は限定的とみられる。

企業収益は、原油など商品市況の上昇圧力を受けつつも、エネルギーの多様化や産業構造の変化に加え、製品・サービスの高付加価値化や投入原材料の節約といった様々な経営努力、海外子会社からの利益の受取りの増加もあって、高水準を維持していくと考えられる<sup>7</sup>。こうした高水準の企業収益ないしキャッシュフローは、何らかの外的なショックに対する緩衝材として働くことも期待できる。

このように、総じて良好な収益環境が維持されるもとの、企業がバブル崩壊後抱えてきた設備・雇用・債務の「3つの過剰」は概ね解消されている。これに加え、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強まりつつあるもとの、企業は、債務返済だけでなく設備投資や投融資などのかたちでもキャッシュフローの有効活用に取り組み始めている（BOX参照）。以上を踏まえると、設備投資は着実な増加を続けると予想される。

雇用者所得は、労働需給が改善を続けるもとの、雇用と賃金がともに増加するかたちで、緩やかに増加していくとみられる。今後、税・社会保障負担の面で家計の負担増が見込まれるものの、雇用者所得の増加だけでなく、配当の増加や株価の上昇なども通じて、企業部門から家計部門への所得波及が持続し、それが消費者のマインドを下支えしていくと考えられるため、個人消費は緩やかながらも着実な回復を続けると予想される<sup>8</sup>。

以上のように、日本経済は着実な回復を続けていくとみられるが、景気

---

<sup>7</sup> 先述した最近の企業収益の動きを法人企業統計に基づき詳しくみると、子会社からの配当が含まれる「受取利息等」や、技術支援料や特許使用料が含まれる「その他の営業外収益」が増加していることが確認できる。この背景には、ここ数年における製造業を中心とした海外拠点展開の一段強化の動きがあり、そうした動きからややラグを伴って、利益が親企業に還元されてきていると考えられる。

<sup>8</sup> 2006年度にかけては、税制面で定率減税の縮小、社会保障負担の面で年金保険料や介護負担の増加が見込まれる。

回復のペースは今後も目立っては加速していかないと考えられる。企業は、これまでに比べれば前向きな度合いを強めてきているとはいえ、大枠としてなお慎重な態度を維持している。企業の業況感、収益水準との対比で見ると、緩やかな改善にとどまっており（前掲図表4、5）、設備投資についても、着実に増加しているが、その水準はキャッシュフローとの比較で、なおかなり抑制的である（図表10(1)）。また、雇用面でも、企業が人件費抑制の優先度を落としてきていることを背景にパート比率ははっきり頭打ちになっているが、派遣社員の一層の活用など人件費の「変動費化」の動きはなお続いている（図表10(2)）。こうした企業行動の結果として、景気回復のペースは緩やかなものとなるが、半面、ストック面での過剰な積み上がりが回避されることを通じて、息の長い回復が続いていくことが期待できる。

#### （2006年度までの物価の展望）

こうした経済の「見通し」のもとで、物価を巡る環境も徐々に変化していくと考えられる。経済全体としての需給ギャップは、潜在成長率を幾分上回るペースでの景気回復が続くもとで、緩やかに改善していくとみられる（図表11）<sup>9</sup>。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は、高止まりを続けるとの見方が一般的である（図表12）。この間、ユニット・レバー・コスト（生産物一単位当たりの人件費）の動きをみると、生産性の上昇による押し下げが続く一方、賃金が上昇に転じてきているため、その低下幅は縮小していくものとみられる（前掲図表10(3)）。この間、企業や家計の物価見通しをみると、2001～2002年を底に、先行きの物価下落を予想する見方は総じて後退し、先行きの上昇を予想する見方

---

<sup>9</sup> 9月短観をみると、企業の設備判断は過剰超幅をかなり縮小しており（「過剰」-「不足」全規模全産業、+2%ポイント）、雇用人員判断は、全体で小幅の不足超となってきた（同、-2%ポイント）。この結果、両者を資本・労働の分配率で加重平均した計数は、過剰超幅が解消し、90年代初頭の水準にある（図表11(1)）。

が増えてきている（図表 13）。このように様々な要因が、物価をプラス基調に導く方向へと作用していくと考えられる。

もっとも、需給ギャップの改善は緩やかなものにとどまるとみられるほか、ユニット・レーバークストも、企業の慎重な支出行動のもとで、近い将来に明確な上昇に転ずる可能性は低いとみられる。消費財市場における競争的な環境も、当面続くと考えられる。

物価を巡る環境についての以上の整理を踏まえると、国内企業物価は、既往の原油高などを背景に、2005年度は全体で1%台の上昇となるとみられる。2006年度については、内外の商品市況にも左右されるが、需給環境が改善を続け、原油高の転嫁も緩やかに進むと考えられるため、小幅ながら上昇を続ける可能性が高い。消費者物価（全国、除く生鮮食品）の前年比については、年度内は、年末にかけてゼロ%ないし若干のプラスに転じた後、2006年1～3月にはプラス幅が拡大すると見込まれる。こうした動きは、米価格のマイナス寄与が剥落し、電気・電話料金引き下げの影響が弱まる一方、石油製品のプラス寄与が暫くは残るとみられることによる。今回の「見通し」では、原油価格の上昇が止まり、石油製品のプラス寄与が徐々に減衰していくと想定しているが、そうした前提のもとでも、需給環境が緩やかな改善を続け、ユニット・レーバークストの低下幅が縮小するもとで、消費者物価前年比のプラス基調が定着していくと考えられる。このような動きを受けて、年度平均では、2005年度の前年比はゼロ%近傍、2006年度はプラスとなるとみられる<sup>10</sup>。

---

<sup>10</sup> こうした「見通し」は、現行の2000年基準の消費者物価指数をベースにしたものであるが、消費者物価指数は、2006年8月に2005年基準に改定され、同時に前年比計数が2006年1月から遡及改訂される予定である。その際には、現行基準と比べて、前年比上昇率が若干下方改訂される可能性が高い。現時点では改定の詳細が確定していないため、前年比押し下げ効果の大きさは明らかではないが、パソコン等が新規品目として採用された前回2000年基準改定時（-0.26%ポイント）ほどは大きくならないとみられる。

## （金融面の動き）

金融面では、金融システムの安定性が高まるもとで、金融機関は積極的な貸出姿勢を続けるとみられるため、緩和的な金融環境が維持されていくと考えられる。一方、企業は高水準の収益を背景に豊富なキャッシュフローを有しており、現状、外部からの資金調達ニーズは全体として目立っては高まっていない。また、キャッシュフローを債務の返済に充てる財務リストラの動きも、ひと頃に比べればかなり緩和されたとはいえ、依然として続いている。こうしたもとで、民間銀行貸出の回復は、当面緩やかなものにとどまると考えられる。

この間、金融システムを巡る不安感が大きく後退する中で、家計や企業は預金以外の金融資産を保有する意欲を高めてきている。金融機関も、収益力強化の観点から、投信の窓口販売など預金以外の商品の提供を通じて顧客のニーズにきめ細かく応える経営戦略をとっている。こうした動きは、銀行預金から投資信託や個人向け国債といった金融資産へのシフトを促す方向に作用する。マネーサプライ（ $M2 + CD$ ）は、近年、名目GDPの成長率を上回る伸びを示してきたが、上述の経営戦略や資産選択行動を踏まえると、潜在成長率を上回るペースで経済が拡大する中で、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「見通し」は、前述の前提やメカニズムに依拠している。したがって、先行きの経済情勢については、特に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。

## （原油価格の動向）

原油価格は、昨年以降、世界需要の拡大予想等を背景に、高騰が続いており、足もとも既往最高値圏で推移している。「見通し」においては、原



油価格は先行きも概ね現在程度の水準で推移すると想定している。

原油価格の上昇には、非産油国の実質購買力の低下などを通じて、世界経済の減速につながるリスクがあるが、世界経済はこれまでのところ順調に拡大を続けており、そうしたリスクはほとんど顕在化していない。その理由としては、第1に、今回の高騰は、エマージング諸国の高成長などを背景に、原油需要が世界的に急ピッチで増加していることが大きく、供給制約の強まりによる影響の程度は小さいこと、第2に、価格の上昇は産油国への所得移転を意味しており、これらの国の実質購買力増加を通じて非産油国の輸出増加につながる面があること、第3に、消費者物価の基調的な上昇やインフレ心理の台頭につながっておらず、金融政策面で急速な引き締めが行われていないこと、などが挙げられる。

もっとも、今後、供給制約の強まりなどから原油価格がさらに上昇する場合には、こうした構図が崩れ、非産油国の実質購買力の減少や、後述する世界的なインフレ懸念の台頭とそのもとでの金利の上昇等を通じて、内外経済に悪影響が及ぶ可能性がある。

#### (海外経済の動向)

米国をはじめとする先進主要国では、適切な金融政策運営もあって、緩和的な金融環境が維持されている。「見通し」においては、こうした環境が続くことを想定している。

先進主要国における緩和的な金融環境は、資産価格の上昇などとあいまって、企業や家計の支出活動を支えている面がある。米国では、慎重なペースながら累計で2.75%の利上げが行われており、インフレ心理は総じて抑制されている。金融環境をみると、長期金利が低位安定し、信用スプレッドも縮小した状態が続くなど、緩和的な状況が維持されている。こうした状況は、住宅価格の上昇を伴いながら、家計部門の堅調な支出、ひいては景気の拡大を支えてきた。

ただ、景気拡大が続くもとで長期金利が低位安定するという先進主要国の現在の状況が、今後も持続するとは限らない。仮にインフレ懸念の強まりなどを契機に、緩和的な金融環境に変調が生じ、こうした構図が崩れる場合には、先進国経済の成長が鈍化するのみならず、国際的な資金フローの変調などを通じて、世界経済全体に悪影響が及ぶリスクがある。

海外経済の想定外の減速など大きな外的ショックが発生した場合、国内民間需要が堅調に推移しているわが国経済も、景気の減速を余儀なくされる可能性がある。

#### (国内民間需要の動向)

前述したとおり、企業は、企業価値を高めるため、債務返済だけでなく設備投資や投融資、研究開発などのかたちでもキャッシュフローの有効活用に取り組み始めているが、売上高や生産の増加に対応して在庫や設備のストックを大幅に積み上げることには、なお慎重であるように窺われる。「見通し」は、こうした企業の慎重な支出行動が先行きも続くことを前提にしている。

しかし、企業財務面では、負債の圧縮が進み、自己資本比率が高まっている中で、資産収益率はバブル期並みの高水準となっており、負債コストが極めて低位にあることとあいまって、良好な投資環境が整ってきている。この間、景気回復が続く中で金利面からの刺激効果は強まる方向にあり、この先、企業が先行きに対して自信を深める場合には、金融機関の積極的な貸出姿勢や地価の下げ止まりなどともあいまって、投資行動をより積極化させる可能性がある。また、高水準のキャッシュフローが、雇用の拡大や賃金の引き上げ、自社株の取得や配当性向の引き上げ、といったことに向かう可能性もある。そうした場合などに、雇用者所得や配当の増加等を通じて企業から家計への所得波及が強まっていけば、家計の支出行動も積極化し、経済の回復テンポがより強まると考えられる。

## (物価の動向)

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。物価に固有のリスク要因としては、第1に、原油価格をはじめとする国際商品市況の不確実性が挙げられる。これらは、先行きの物価に対して、上振れ・下振れ両方向の要因となりうるものである。第2に、経済活動が物価に与える影響については、近年、その関係が弱まっているが、需給の改善が長く続いていく中で、インフレ心理が予想以上に高まる可能性がある。そうした場合には、企業が、これまでのコスト上昇分も含めて、販売価格に転嫁する動きが強まることも考えられ、物価の先行きに対して上振れ要因となりうる。第3に、規制緩和の影響などによって企業間競争が一段と強まる場合には、物価に対する下振れ要因となりうる。

## 3. 金融環境の評価

日本銀行は、2001年3月の量的緩和政策の採用以降、金融経済情勢を踏まえて日本銀行当座預金残高の目標値を漸次引き上げてきた<sup>11</sup>。金融システム不安の後退により、金融機関の流動性需要が減少している現在においても、市場機能への影響にも配慮しながら、最大限の資金供給努力を続けている。こうしたもとで、日本銀行当座預金残高は、概ね30～35兆円程度と、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（約6兆円）を大幅に上回る水準で推移している（図表14(1)）<sup>12</sup>。

---

<sup>11</sup> 現在の金融市場調節方針は以下のとおりである。「日本銀行当座預金残高が30～35兆円程度となるよう金融市場調節を行う。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。また、資金供給に対する金融機関の応札状況などから資金需要が極めて弱いと判断される場合には、上記目標を下回ることがありうるものとする。」

<sup>12</sup> 5月19～20日に開催された金融政策決定会合において「資金供給に対する金融機関

短期金利は、日本銀行による潤沢な資金供給のもとで、短期国債の流通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(1))。より仔細にみると、短期国債の流通利回りのうち、来年3月末を越えるTBレートについては、景況感の改善とそれを受けた量的緩和政策の解除予想の高まりを受けて、幾分上昇している。短期金利から物価変動を調整した実質金利の水準はひと頃に比べて低下しており、企業の収益率の改善ともあいまって、経済に対する刺激効果は強まっていると考えられる(図表 15(2))。長期金利は、ごく足もとは景況感の改善などを背景に幾分上昇しているが、総じてみれば、物価動向を反映して、落ち着いた推移を続けている(図表 16)。

短期国債とCPとの利回り格差をみると、低位で安定的に推移している。長期国債と社債との利回り格差についても、運用難のもとで投資家の購入意欲が強いことを背景に、低水準が続いている(図表 17)。

民間銀行の貸出姿勢は積極化してきており、この点は、企業を対象とした調査でも確認されている。企業の資金繰り判断は、キャッシュフローや金融機関の貸出態度の改善を背景に、引き続き改善傾向にある(図表 18)。こうしたもとで、民間銀行貸出は、表面上の計数は減少が続いている。もっとも、貸出債権の流動化や不良債権処理の影響などを除いた計数でみると、98年10月の統計公表開始以降下落を続けてきたが、8月以降は、前年比プラスに転じている(図表 19(1))。マネーサプライ(M2+CD)は、足もとでは前年比2%程度の伸びとなっている。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(図表 19(2))。

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

---

の応札状況などから資金需要が極めて弱いと判断される場合には、上記目標を下回ることがありうるものとする」との表現が金融市場調節方針に追加された。5月の金融政策決定会合以降、当座預金残高が30兆円を下回ったのは、6月2日、3日、7月29日、8月3日、4日、5日の6営業日である。

となっていることもあり、足もとでは前年比1%台の伸び率となっている（図表20）。日本銀行のバランスシートの規模を、量的緩和政策導入直後の2000年度末と2004年度末とで比較してみると、約115兆円から約150兆円へと35兆円程度拡大している（前掲図表14(2)）。

株価は、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たこともあって、春先には幾分弱含む動きがみられていた。しかし、その後も世界経済の拡大基調が続いていることや、わが国企業の収益が好調に推移していること、さらに外国人投資家が投資姿勢を積極化していることもあって、内需関連や銀行等の業種を中心に、堅調な動きが続いている（図表21）。

為替相場は、わが国の景気に対する見方が好転する一方で、日米金利差拡大見通しなどを背景にドル高・円安方向への動きが続いており、円の対ドル相場は、足もとは概ね1ドル=113~115円台での推移が続いている（図表22(1)）。実質実効為替レート（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もの）でみると、総じて安定した動きとなっている（図表22(3)）。

地価は、バブル崩壊以降の調整が進んだことを反映して、住宅地、商業地とも、下落幅を縮小している（図表23）。2005年の都道府県地価調査（基準地価、2005年7月1日時点）をみると、東京都区部の前年比が1990年以来のプラスとなり、三大都市圏の下落幅が大幅に縮小したうえ、それ以外の地域でも小幅ながら下落幅が縮小している。公示地価（2005年1月1日時点）について各調査地点の変化率を価額で加重平均してみると、全体として概ね下げ止まりつつある。この間、オフィス賃貸物件の空室率は低下傾向にあり、賃料も下げ止まってきている。

以 上

### ( B O X ) キャッシュフローの動きにみられる企業行動の変化<sup>13</sup>

最近の企業行動をキャッシュフローの面からみると、企業の格付けによって若干の違いはあるが、全体としては、有利子負債の削減や負債 / 資本比率の引き下げを最優先する姿勢から、将来の収益の源泉となる投資や株主への還元を重視する方向へと、企業行動は変化しつつあることが窺われる。

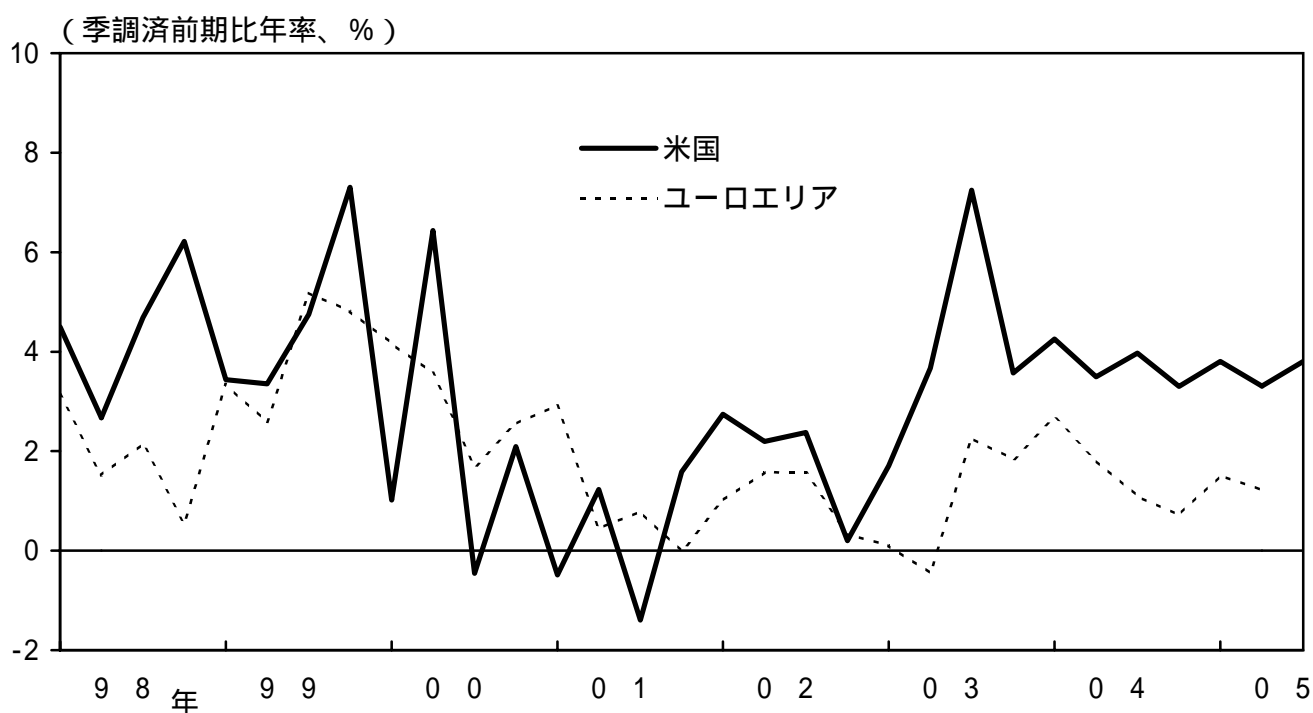
2004 年度の上場企業の連結キャッシュフロー計算書をみると、「営業キャッシュフロー」は、税引き前利益が増加を続けるもとの、「その他」に分類されている運転資金が、企業活動の活発化を背景に、前年までの減少から増加に転じたことから、横ばいの動きとなった。「投資キャッシュフロー」は、設備投資等の動きを反映して、はっきりと上向いた。この結果、営業キャッシュフローと投資キャッシュフローの差額は、余剰幅が幾分縮小した。資金余剰に対応して財務面でどのような変化が生じたかを示す「財務キャッシュフロー」の内訳をみると、有利子負債のネット返済額は減少し、自己株取得や配当といった株主への還元が増加してきている ( B O X 図表 1 )。

「財務キャッシュフロー」を企業の格付け別にみると、投資適格ぎりぎりとなる B B B 格の企業では、営業キャッシュフローの 6 割以上が有利子負債の返済に回されている。そうした一方で、A 格の企業では、2004 年度は有利子負債のネット返済額が減少し、収益が投資に回される度合いが高まっている。A A 格以上の企業については、株主への還元が拡大する一方、有利子負債については 2003 年度以降ネット借入に転じる動きとなっている。このようにレバレッジ ( 負債比率 ) を高めるような財務行動もみられ始めている ( B O X 図表 2 )。

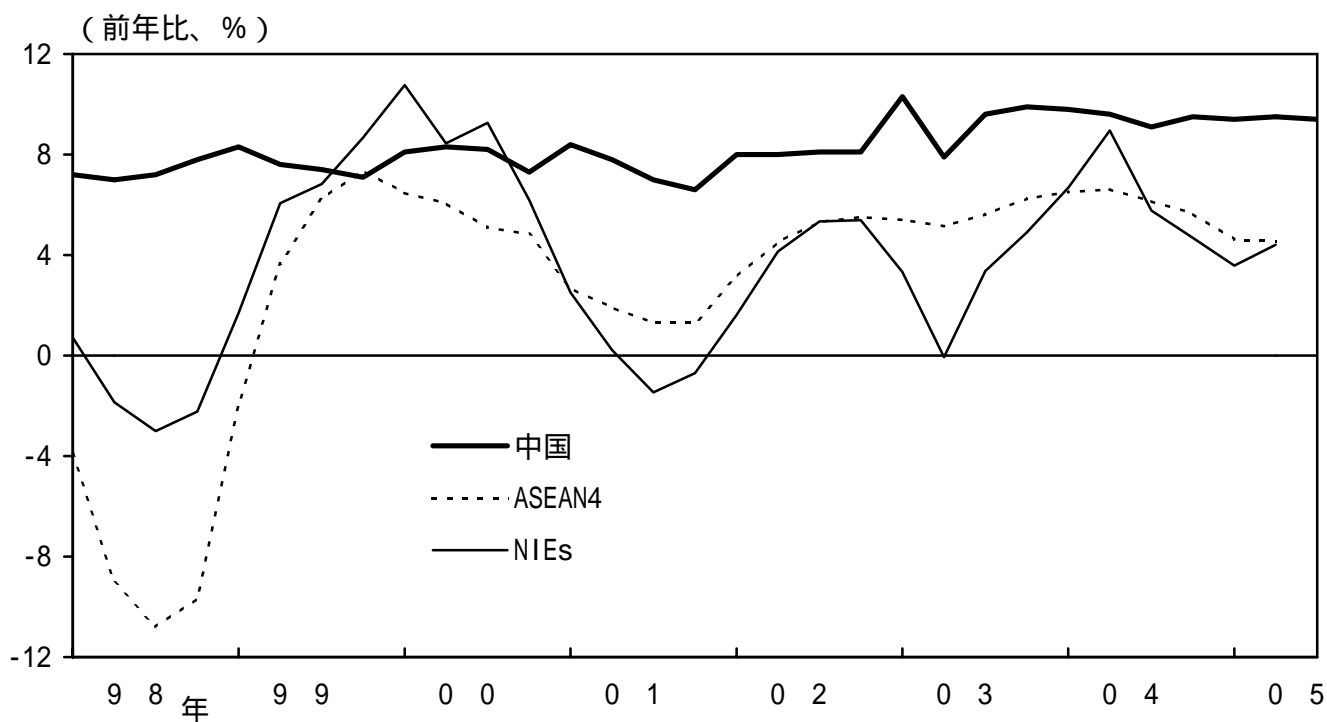
<sup>13</sup> この点に関して詳しくは、日本銀行調査統計局「企業収益の改善とその日本経済への含意」(日本銀行調査季報・2005 年秋号掲載論文)を参照。

## 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



(注) 1. ASEAN4は、タイ、マレーシア、フィリピン、インドネシア。

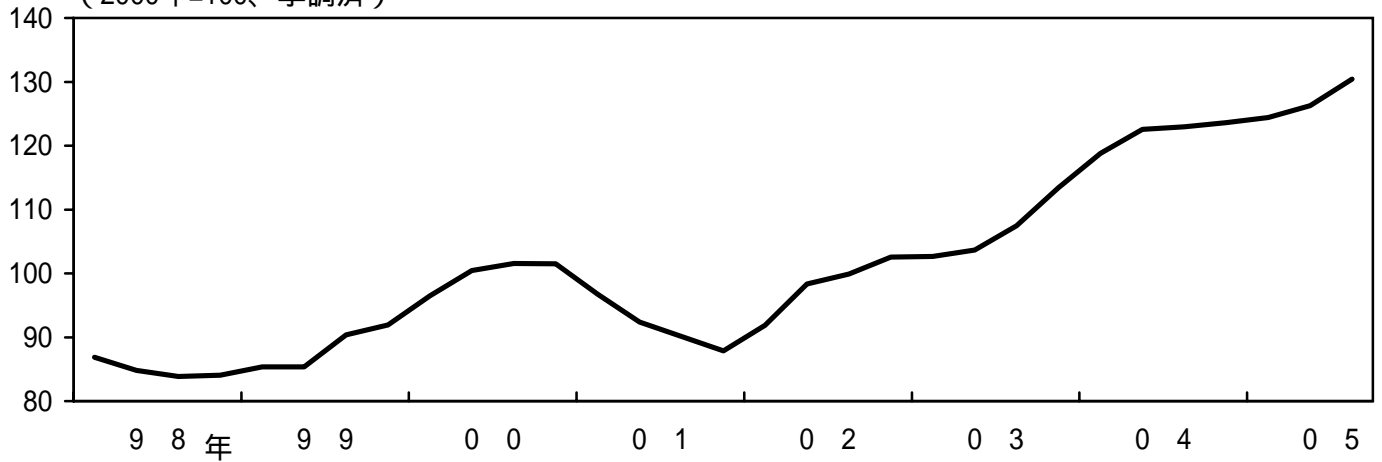
2. NIEsは、韓国、台湾、香港、シンガポール。

(資料) 各国政府、中央銀行、欧州委員会

# 輸 出

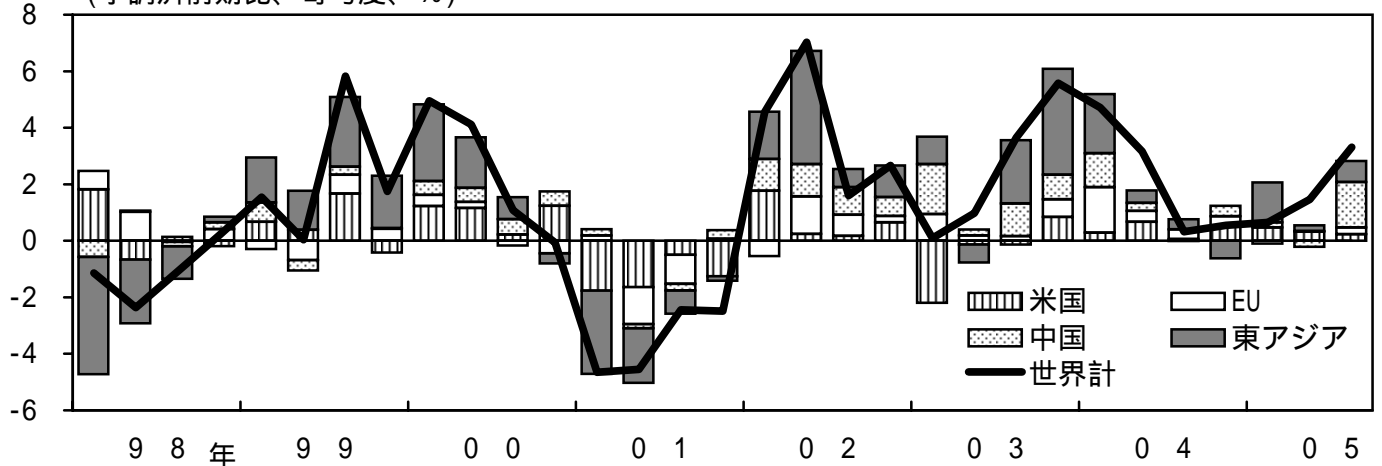
## ( 1 ) 実質輸出

( 2000年=100、季調済 )



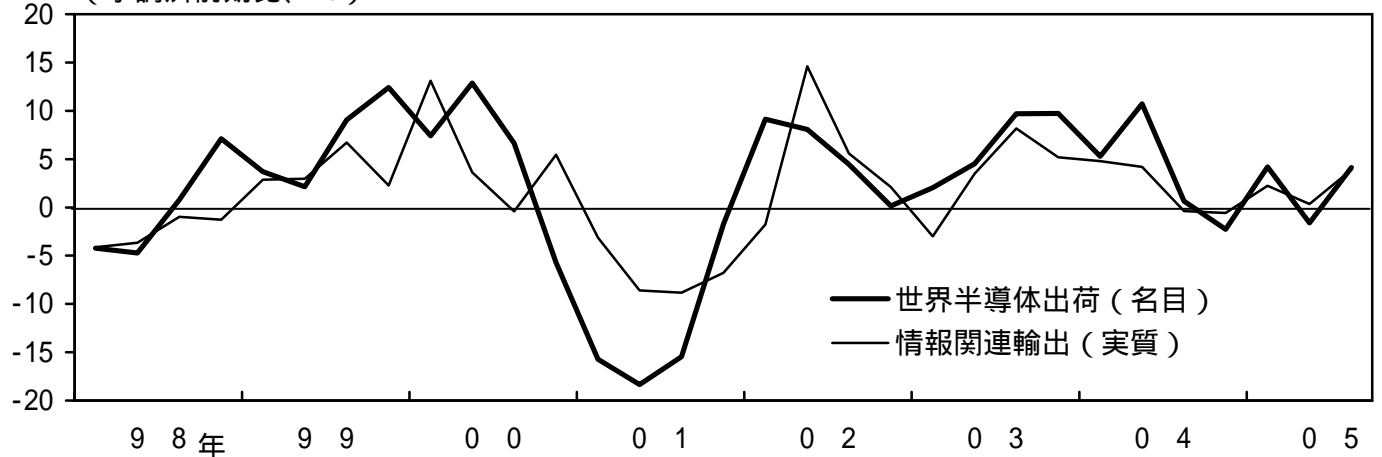
## ( 2 ) 実質輸出の地域別内訳

( 季調済前期比、寄与度、% )



## ( 3 ) 世界半導体出荷と情報関連輸出

( 季調済前期比、% )

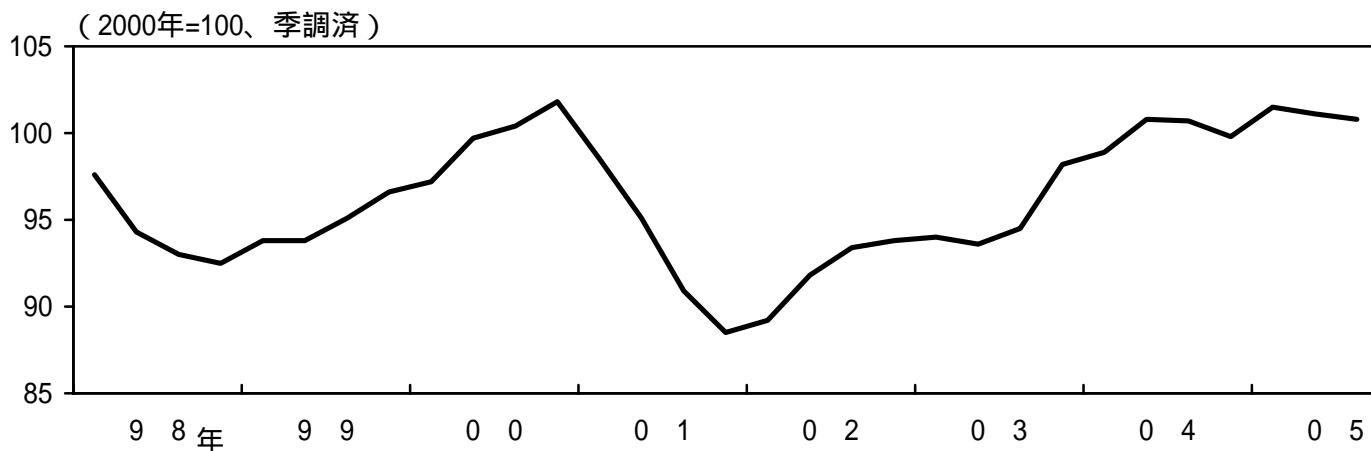


( 資料 ) 財務省「外国貿易概況」、日本銀行「企業物価指数」、WSTS「世界半導体市場統計」

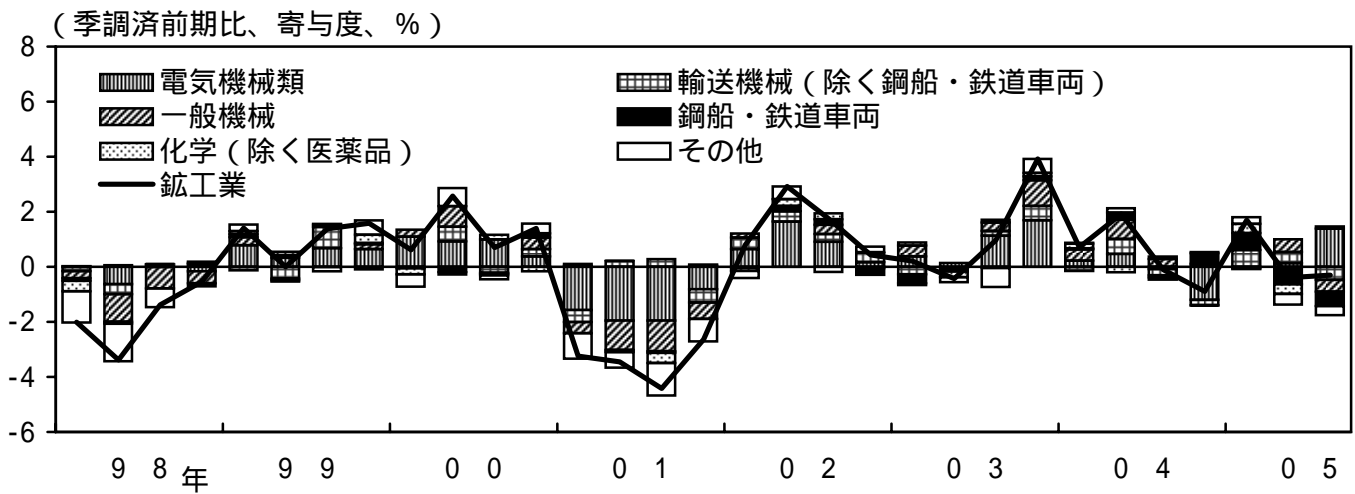


# 鋳工業生産

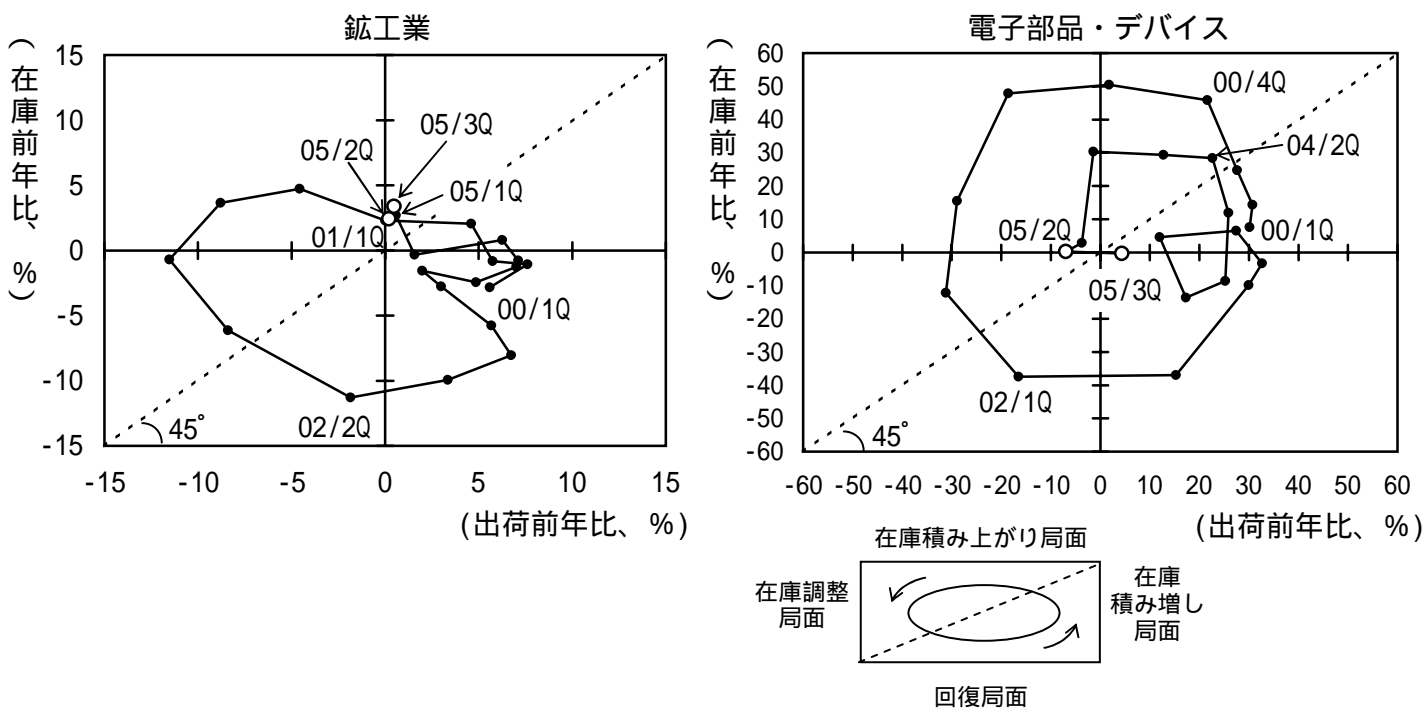
## ( 1 ) 鋳工業生産



## ( 2 ) 生産の業種別寄与度



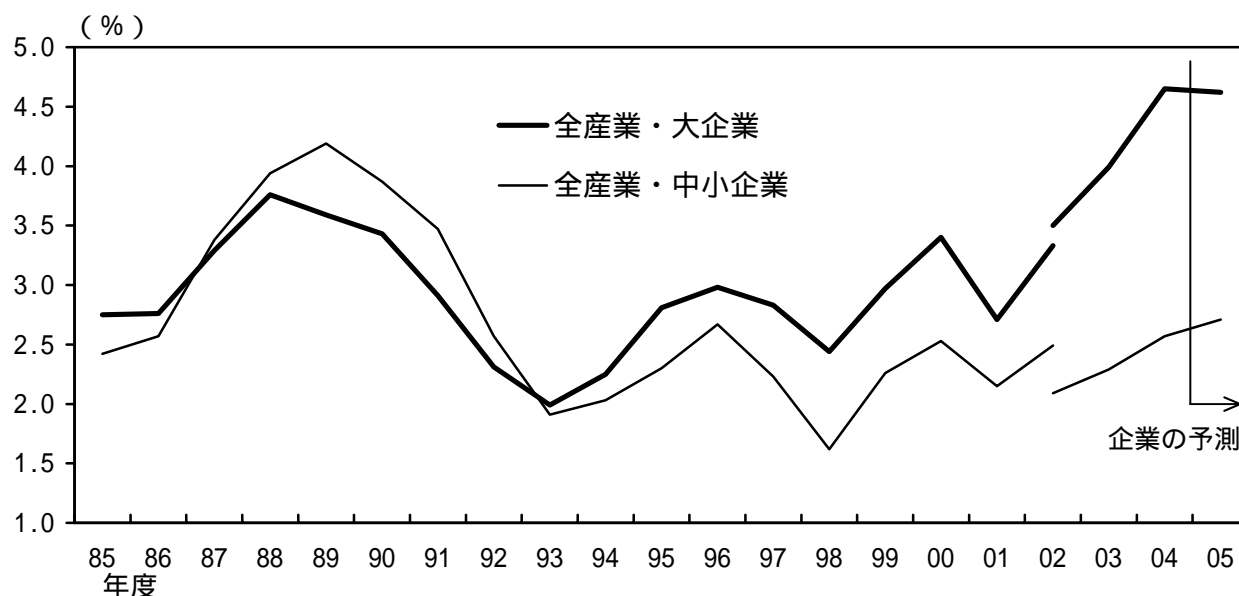
## ( 3 ) 在庫循環



( 資料 ) 経済産業省「鋳工業指数統計」

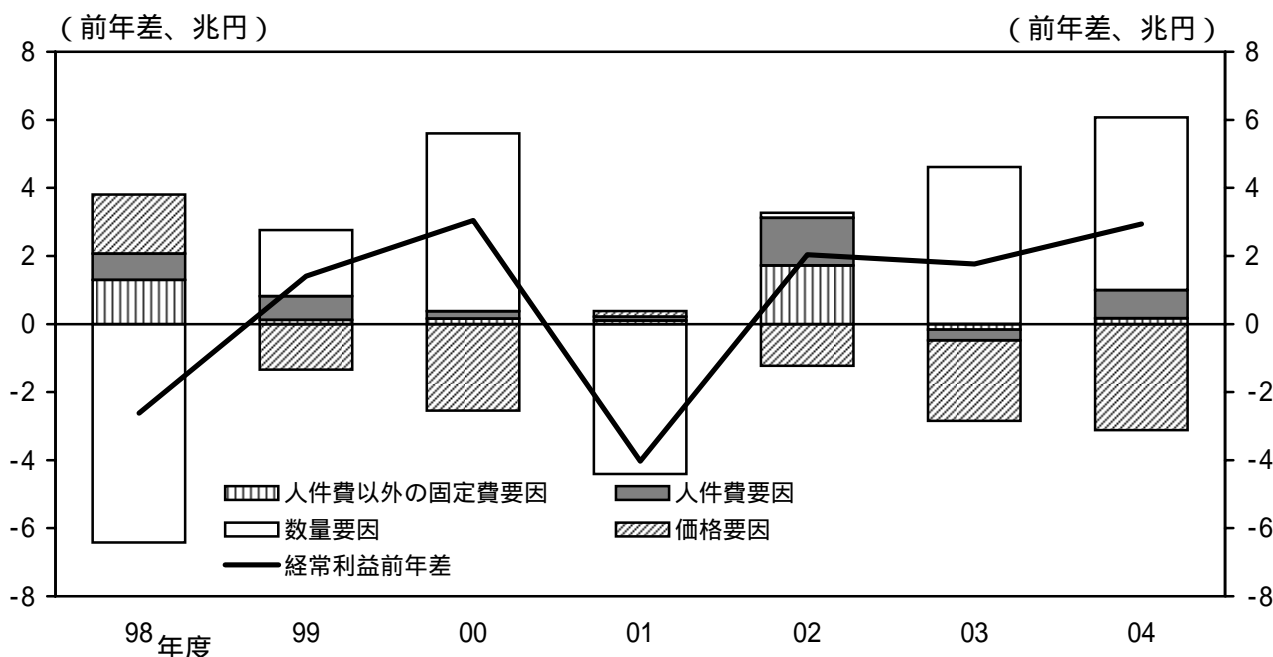
# 企業収益

## ( 1 ) 売上高経常利益率 ( 短観 )



( 注 ) 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。

## ( 2 ) 企業収益の要因分解 ( 製造業大企業 )



( 注 ) 上記要因分解の手法の概説

1. 経常利益は、以下の式で表すことができる。

$$= P_0 Q_0 - P_1 Q_1 - FC - LC$$

( : 経常利益、 $P_0$  : 産出価格、 $Q_0$  : 売上数量、 $P_1$  : 投入価格、 $Q_1$  : 投入数量、

$FC$  : 人件費以外の固定費 < = 減価償却費 + 純営業外費用 + 販管費  $\times 0.7$  >、 $LC$  : 人件費、したがって  $P_0 Q_0$  : 売上高、 $P_1 Q_1$  : 変動費 )

2. 上式を全微分することによって、経常利益前年差を各変数の前年差の寄与に分解する。

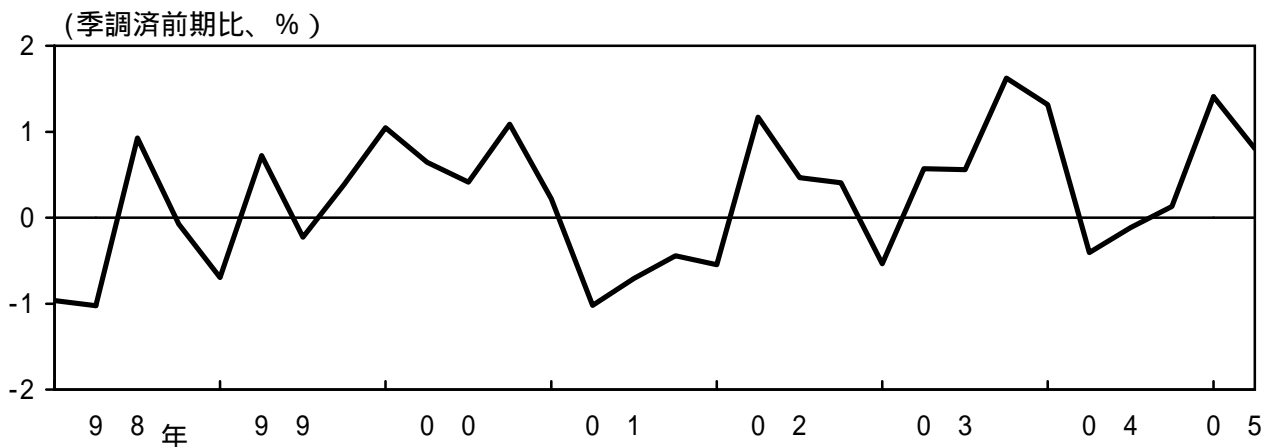
3. 「価格要因」は、上記  $P_0$ 、 $P_1$  の変動による寄与に該当。

4. 「数量要因」は、上記  $Q_0$ 、 $Q_1$  の変動による寄与に該当。

( 資料 ) 財務省「法人企業統計年報」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、「製造業部門別投入・産出物価指数」

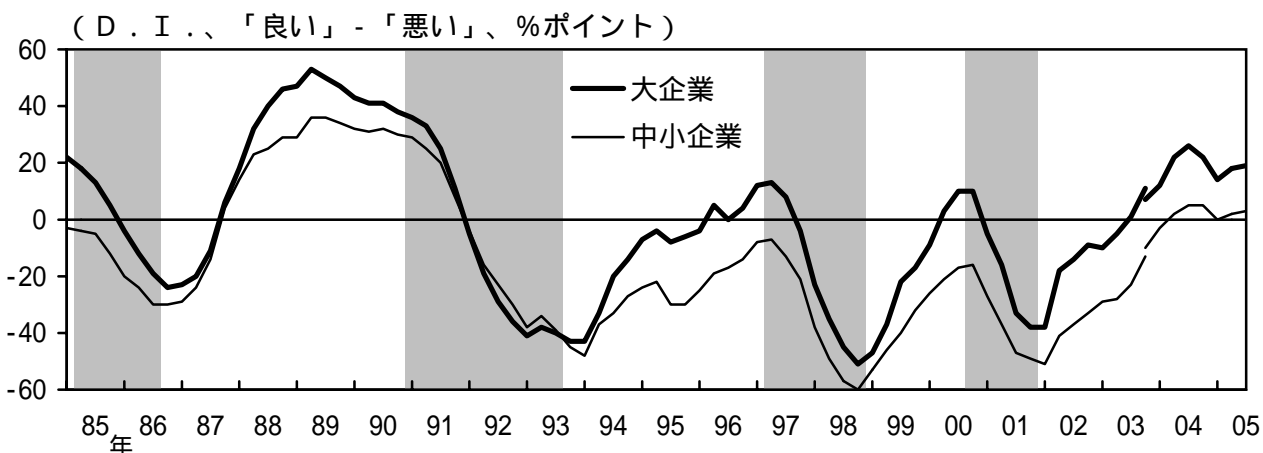
# 実質GDP・業況判断

## ( 1 ) 実質GDP

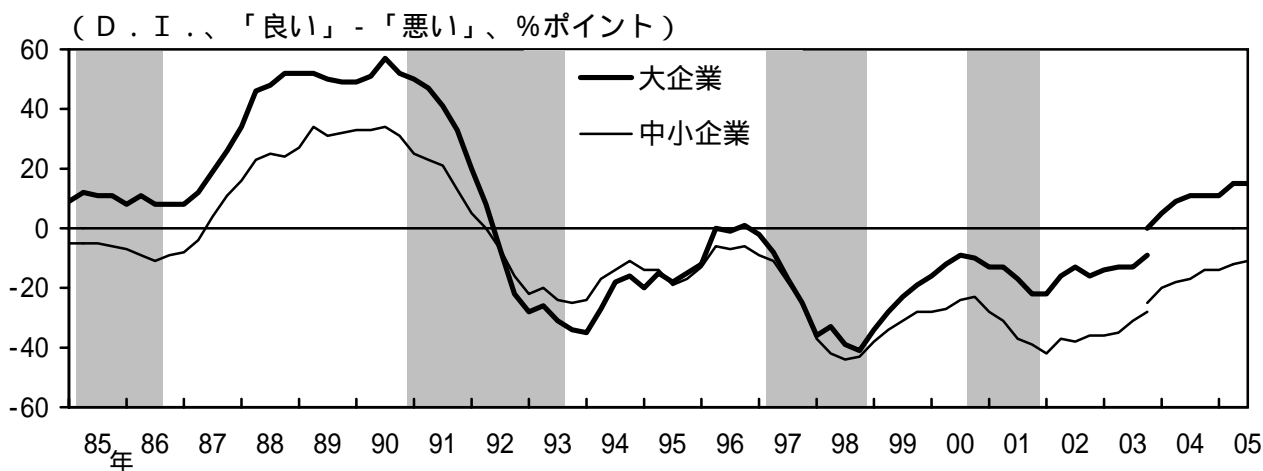


## ( 2 ) 業況判断

### 製造業



### 非製造業

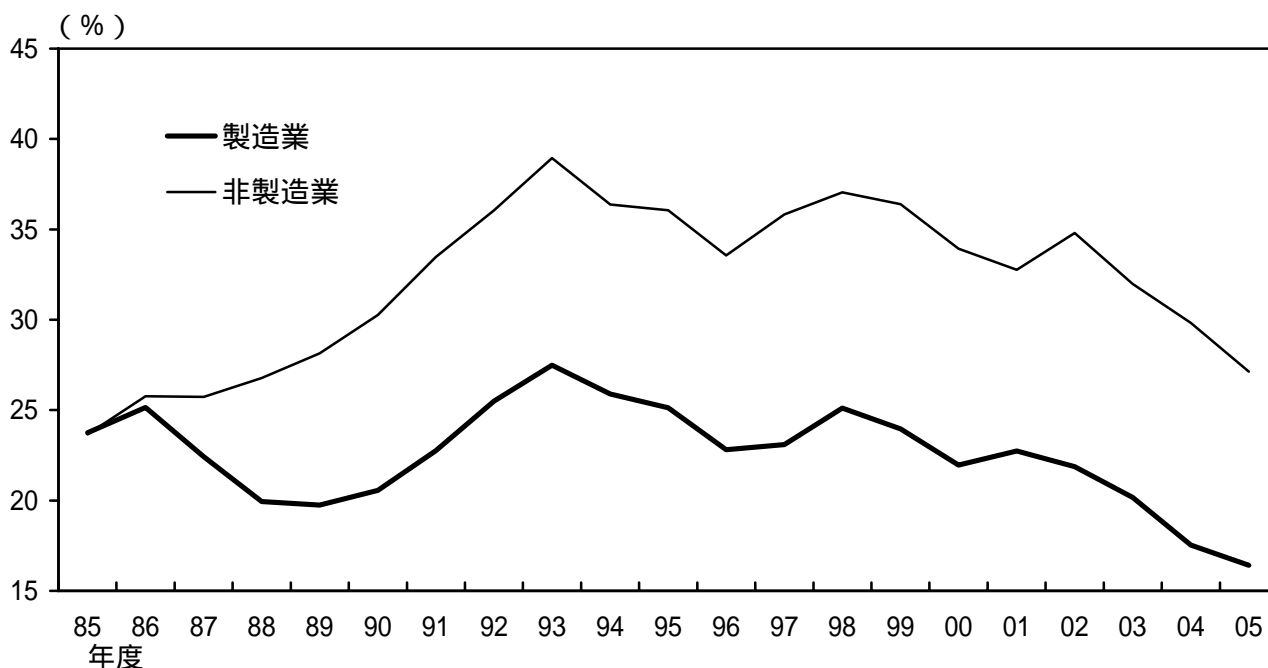


( 注 ) 1. 2004年3月調査より見直しを実施。旧ベースは2003年12月調査まで、新ベースは同年12月調査から。  
2. シャドー部分は景気後退局面。

( 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」

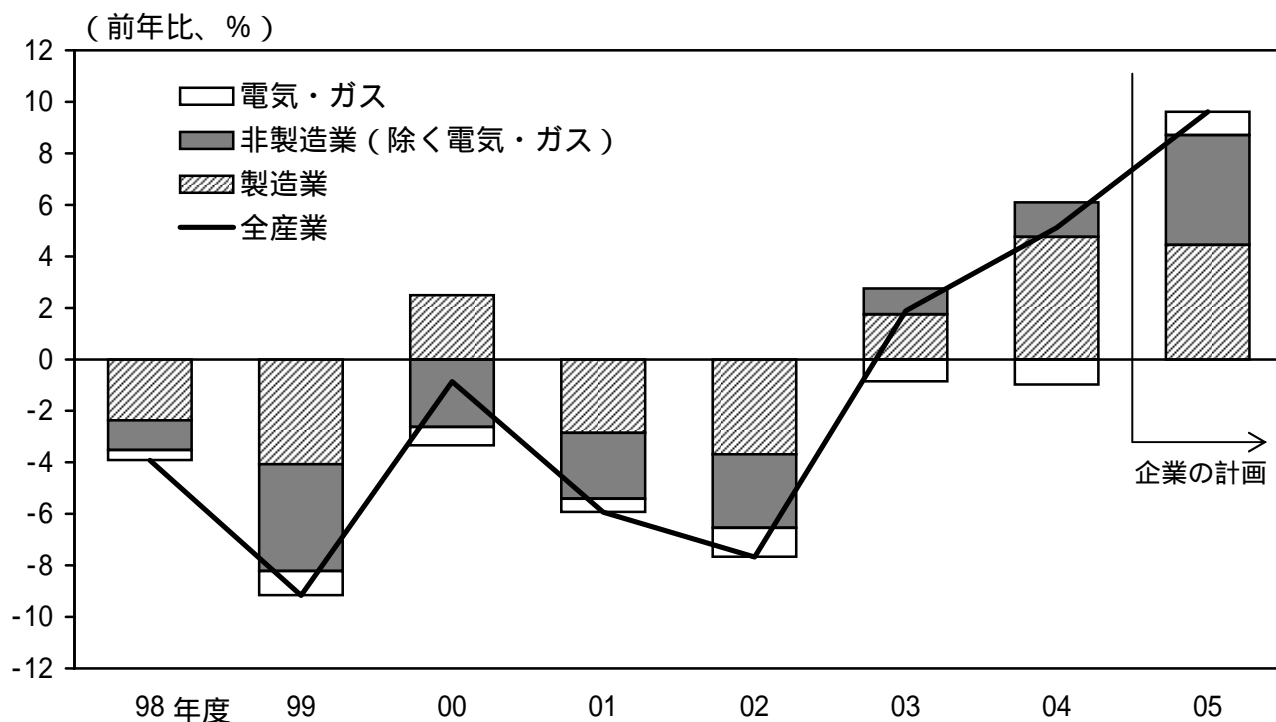
## 企業の債務と設備投資

### ( 1 ) 純債務売上高比率 ( 法人季報 )



- ( 注 ) 1. 2005年度は4～6月期の値。  
2. 純債務残高 = 金融債務 ( 社債 + 長短借入金 + 受取手形割引高 ) - 現預金。

### ( 2 ) 設備投資計画 ( 短観 )

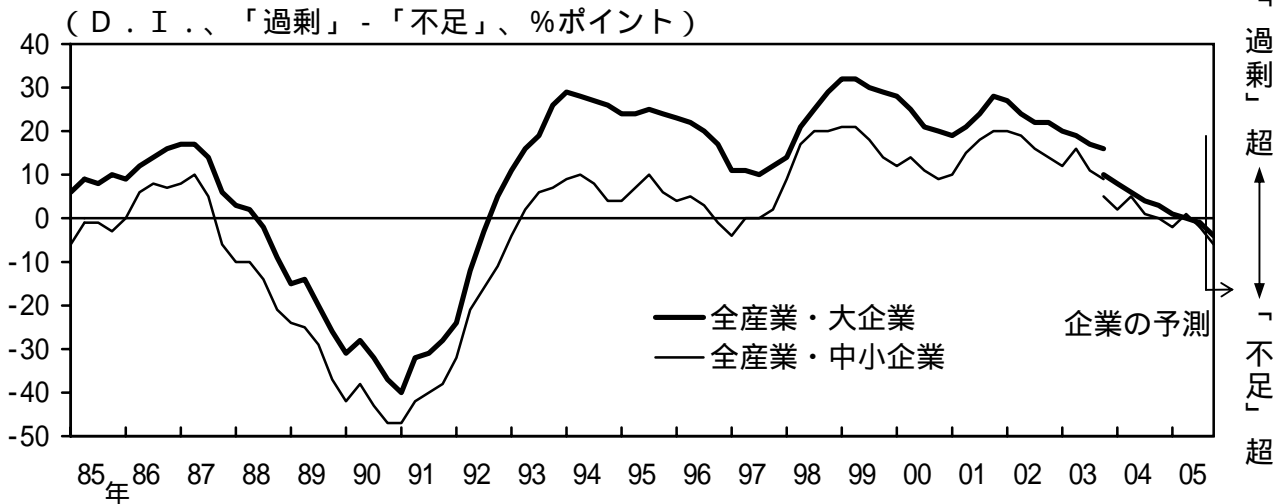


- ( 注 ) 2002年度までは土地を含み、ソフトウェアを除く。  
2003年度からは土地を除き、ソフトウェアを含む。

( 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」

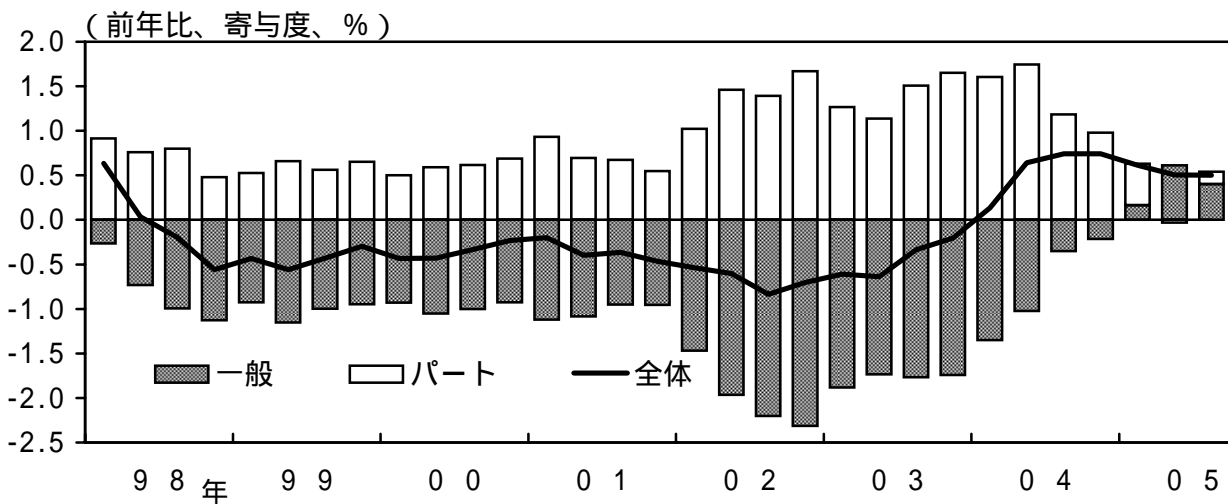
# 雇用・賃金

## ( 1 ) 雇用人員判断D.I.



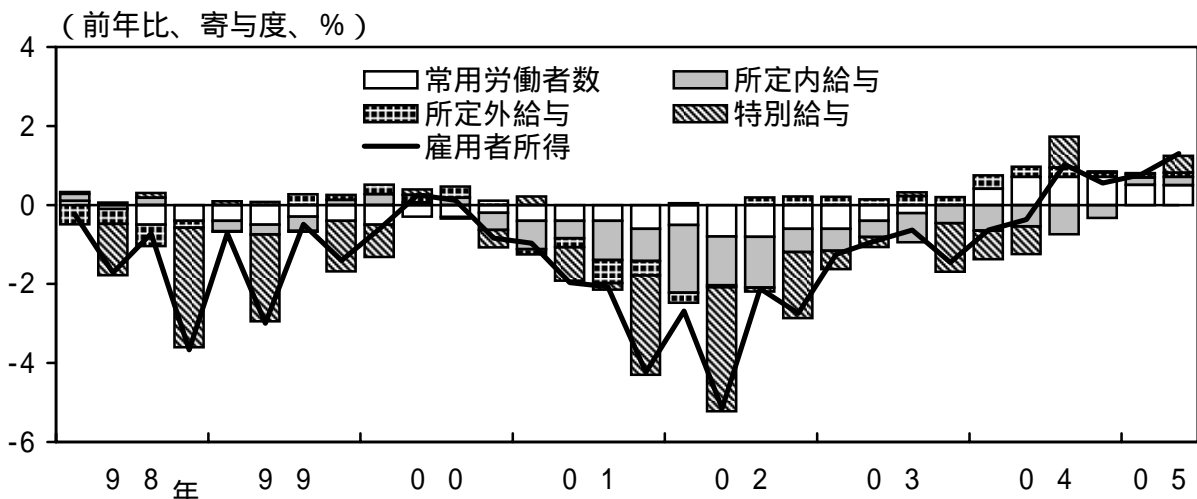
( 注 ) 2004年3月調査より見直しを実施。旧ベースは2003年12月調査まで。  
新ベースは2003年12月調査から。

## ( 2 ) 常用労働者数



( 注 ) 1. 事業所規模5人以上(下の(3)も同じ)。  
2. 2005/3Qは7~8月の前年比。

## ( 3 ) 雇用人員所得の内訳



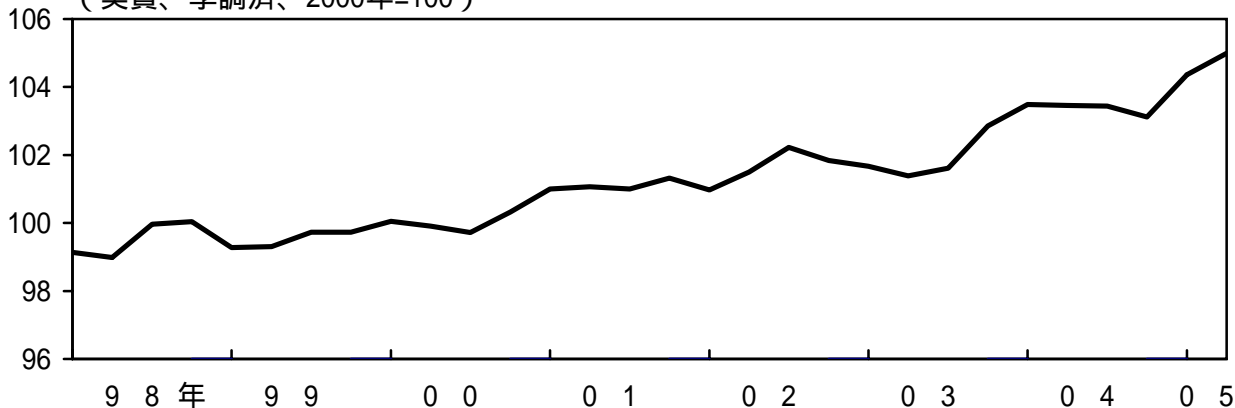
( 注 ) 第1四半期：3~5月、第2：6~8月、第3：9~11月、第4：12~2月。

( 資料 ) 厚生労働省「毎月勤労統計」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

# 個人消費

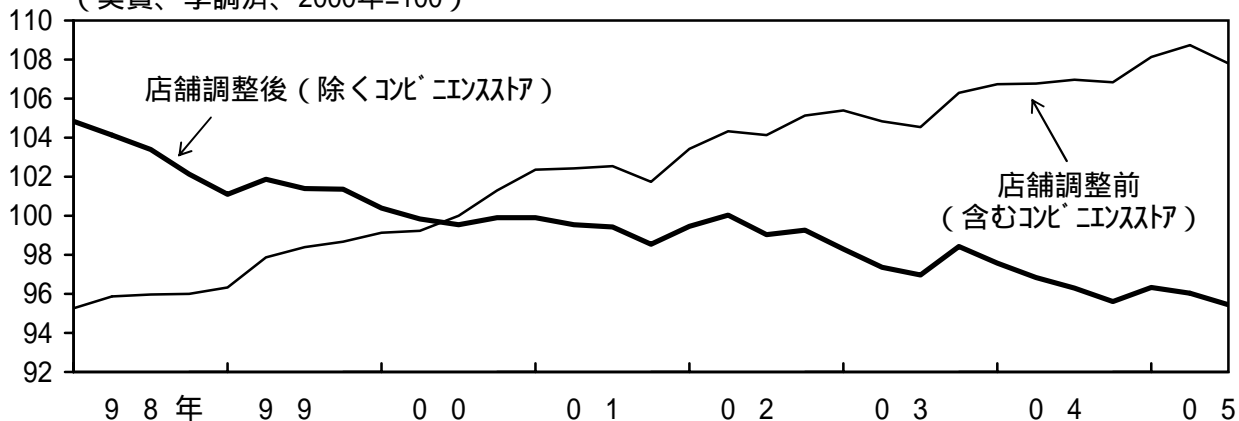
## ( 1 ) GDP消費

( 実質、季調済、2000年=100 )



## ( 2 ) 販売統計合成指数

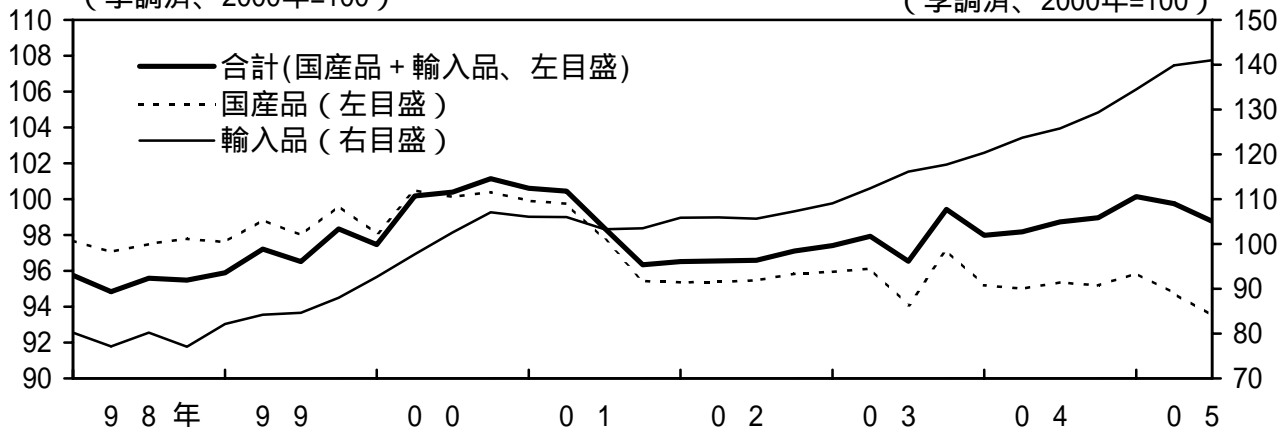
( 実質、季調済、2000年=100 )



## ( 3 ) 消費財総供給

( 季調済、2000年=100 )

( 季調済、2000年=100 )

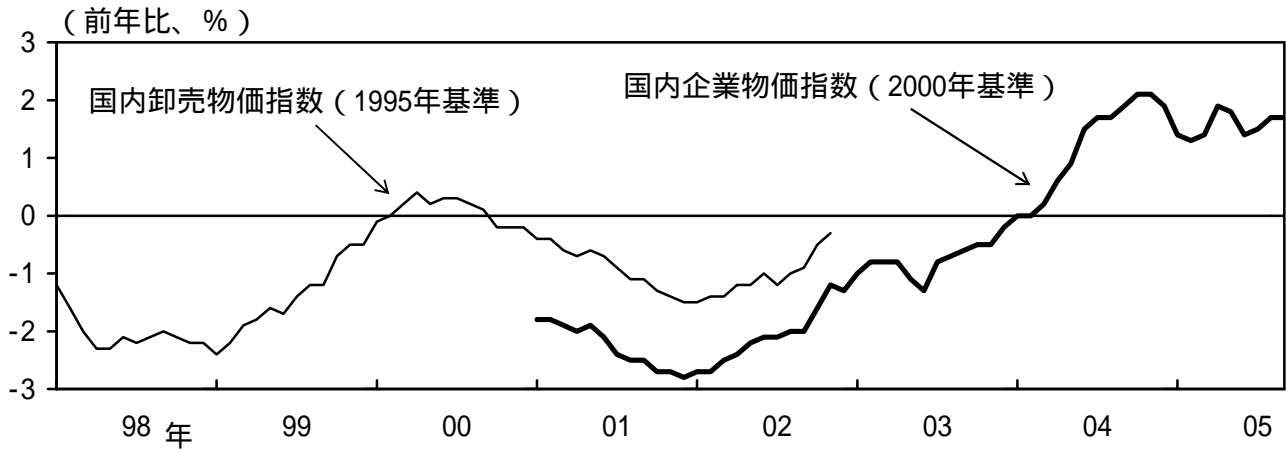


- ( 注 ) 1. 販売統計合成指数は、全国百貨店・スーパー売上高、新車登録台数、家電販売額、旅行取扱額、外食産業売上高の各統計を合成することにより作成。さらに、店舗調整前の指数には、コンビニストア売上高も合算している。
- 2. 消費財総供給は、鉱工業出荷指数と通関統計を用いて算出したもの。
- 3. 販売統計合成指数の2005/3Qは、7～8月の値。

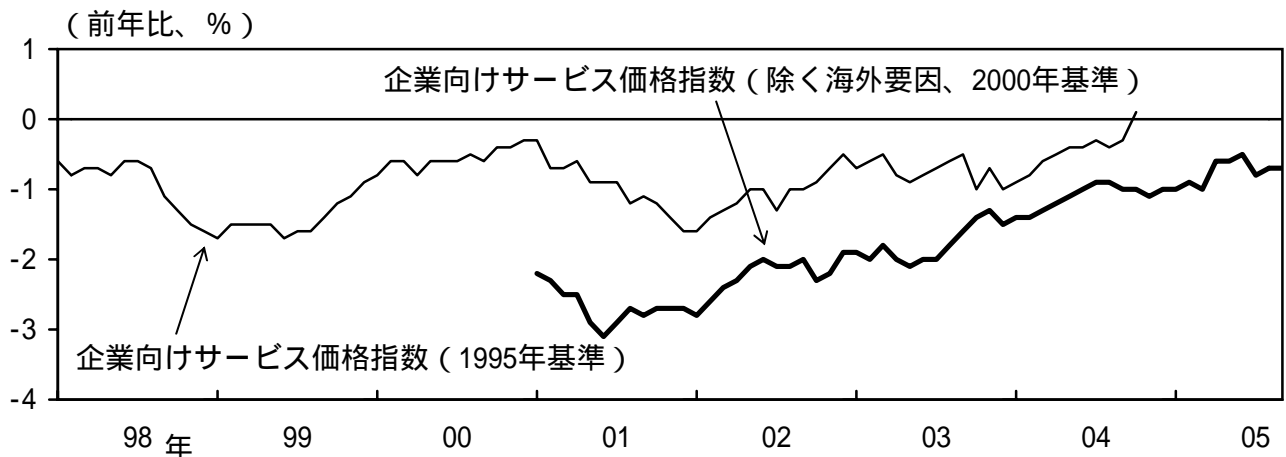
( 資料 ) 経済産業省「鉱工業指数統計」、「鉱工業総供給表」、財務省「外国貿易概況」、内閣府「国民経済計算」、日本銀行「販売統計合成指数」、「企業物価指数」

# 物 価

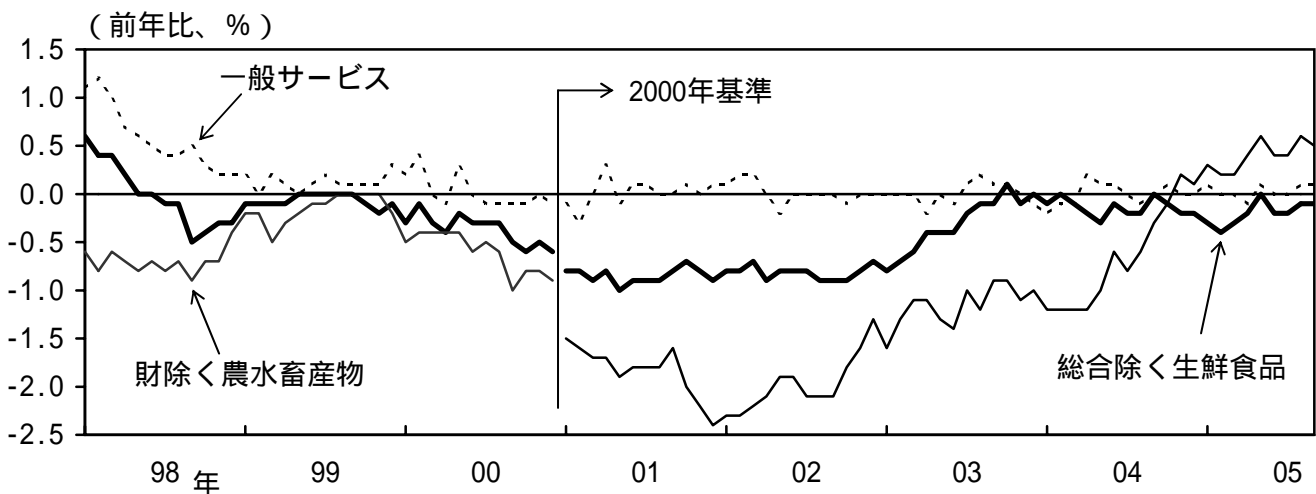
## ( 1 ) 国内企業物価指数



## ( 2 ) 企業向けサービス価格指数



## ( 3 ) 消費者物価指数



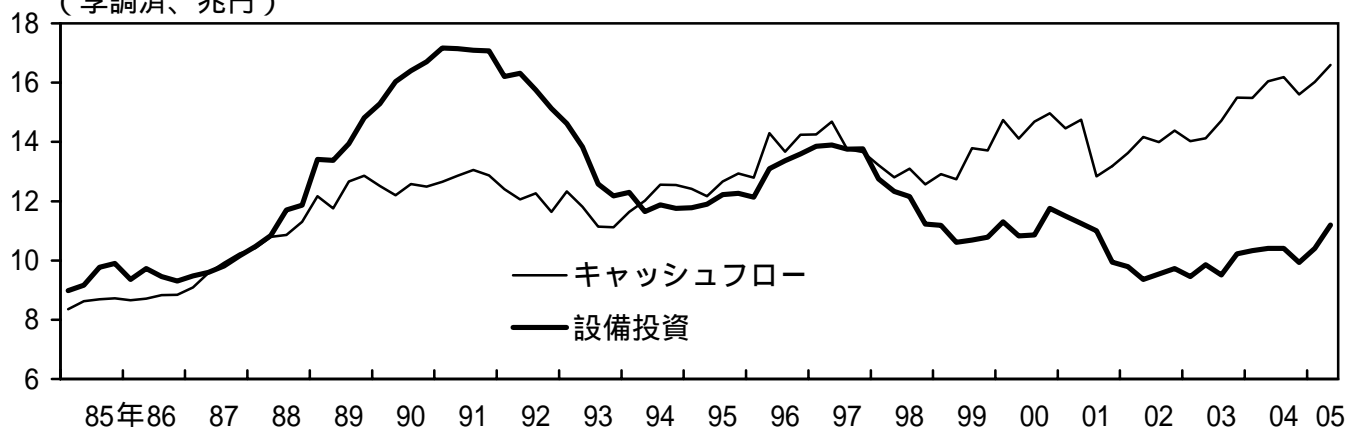
- ( 注 ) 1. 消費税調整済み。  
2. 企業向けサービス価格指数における海外要因は、国際航空旅客輸送、定期船、不定期船、外航タンカー、外航貨物用船料、国際航空貨物輸送を指す。  
3. 消費者物価指数の1998～2000年は1995年基準。

( 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」

## 企業の設備・雇用スタンス

### ( 1 ) キャッシュフローと設備投資

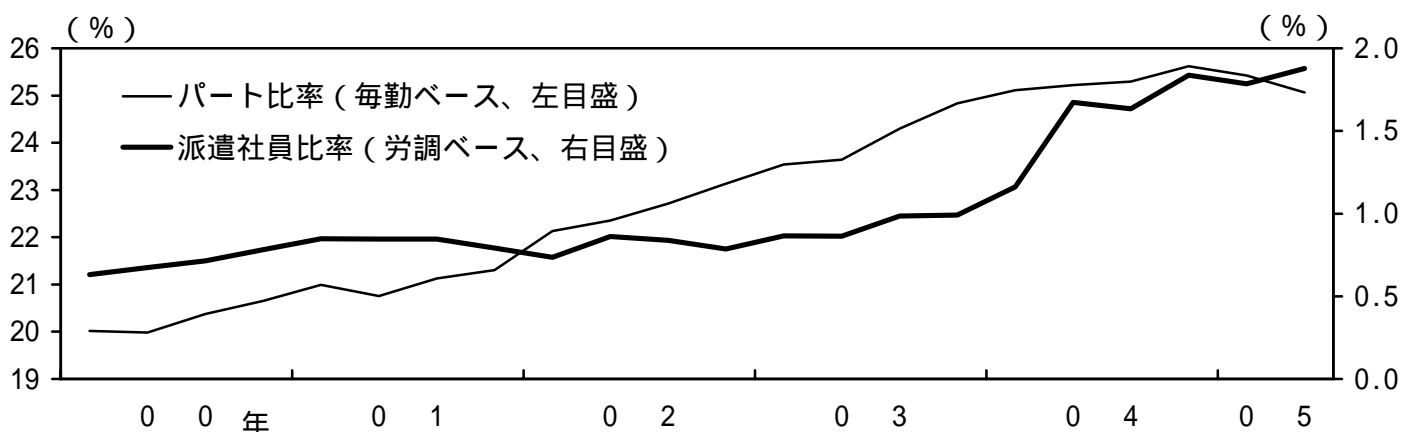
( 季調済、兆円 )



( 注 ) キャッシュフロー = 経常利益 / 2 + 減価償却費。

### ( 2 ) パート比率と派遣社員比率

( % )



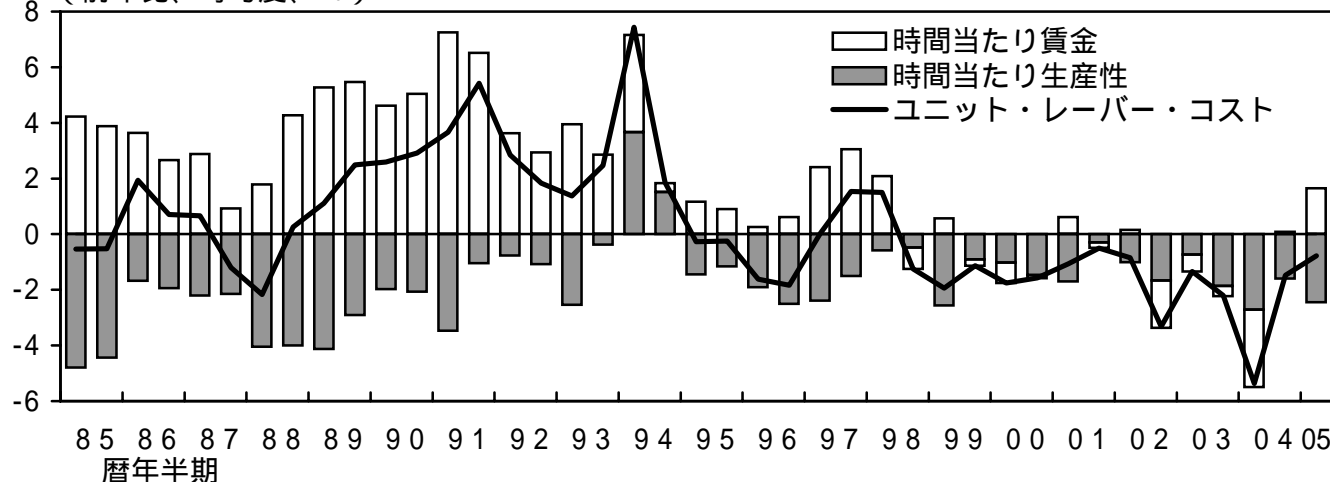
( 注 ) 1. パート比率 = パート労働者数 / 常用労働者数 × 100として算出 ( 毎月勤労統計 ) 。

派遣社員比率 = 労働者派遣事業所の派遣社員 / 雇用者数 × 100として算出 ( 労働力調査 ) 。

2. 派遣社員比率の2000～2001年の値は、年2回の公表 ( 2、8月 ) のため、それぞれ1、3Qの値とみなし、2、4Qは線形補間した。

### ( 3 ) ユニット・レーバー・コスト

( 前年比、寄与度、 % )



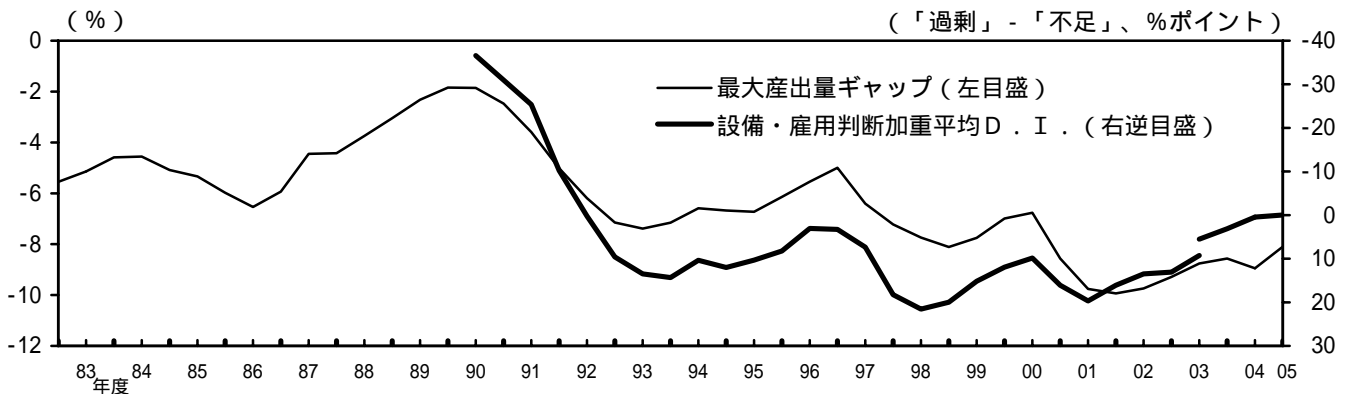
( 注 ) ユニット・レーバー・コスト = 雇用者報酬 / 実質GDP、時間あたり生産性 = 実質GDP / ( 労調・雇用者数 × 毎勤・総労働時間 )、時間あたり賃金 = 雇用者報酬 / ( 労調・雇用者数 × 毎勤・総労働時間 ) で算出。

( 資料 ) 財務省「法人企業統計季報」、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」

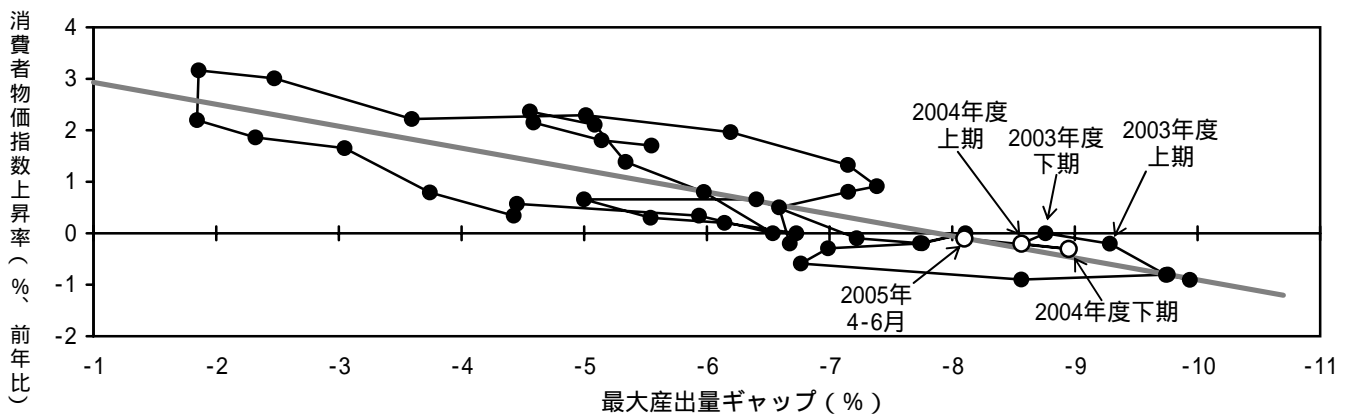


## 需給ギャップと消費者物価指数

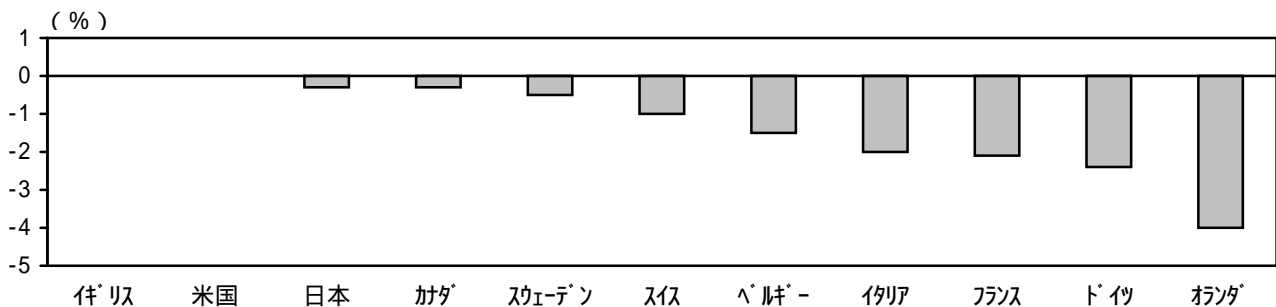
### ( 1 ) 需給関連指標



### ( 2 ) 最大産出量ギャップと消費者物価指数 ( 総合除く生鮮食品 )



### ( 3 ) 主要国のGDPギャップ ( 2005年、OECDによる試算 )



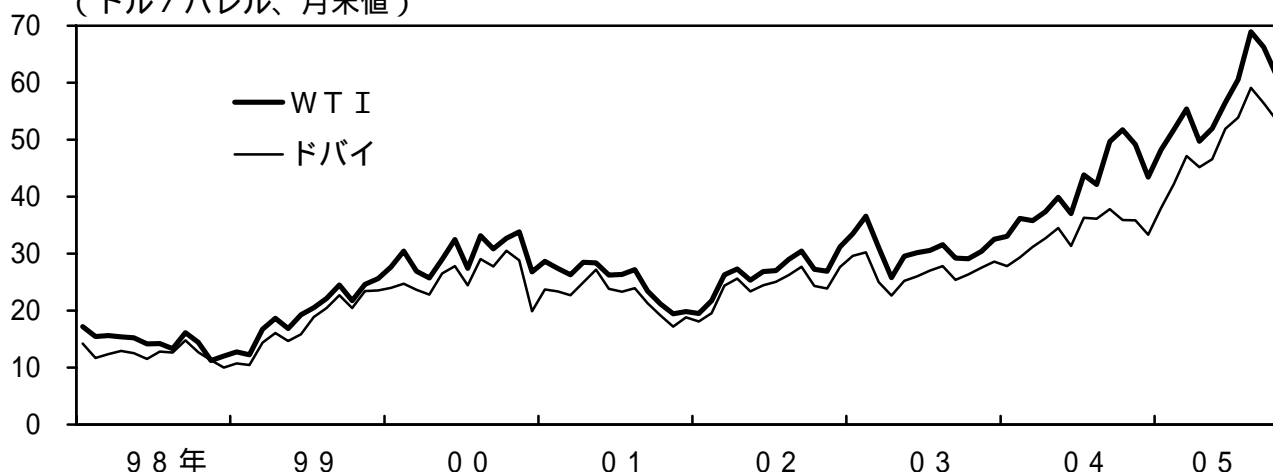
- ( 注 ) 1. (1)、(2)で用いた最大産出量ギャップ ( GDPギャップ ) は、資本や労働が最大限に利用された場合に達成できると考えられる最大産出量との対比で算出しており、定義上、いかなる場合でもマイナスの値をとる ( 日本銀行調査統計局による試算、2005年度上期は4～6月の値 ) 。  
これに対して、(3)で用いたGDPギャップは、インフレ率を安定的に保ったまま中期的に維持可能な最大産出量との対比で算出されたものであり、GDPギャップは、プラス・マイナス双方の値をとるよう定義されている。このように、GDPギャップは様々な形で定義されるため、GDPギャップの水準同士をそのまま比較することが出来ない点には留意する必要がある。
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。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 ( 90～03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月以降存在する。
3. (2)の図中の白点は2004年度以降のデータ。

( 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」、OECD「Economic Outlook」等

## 商品市況

## ( 1 ) 原油価格

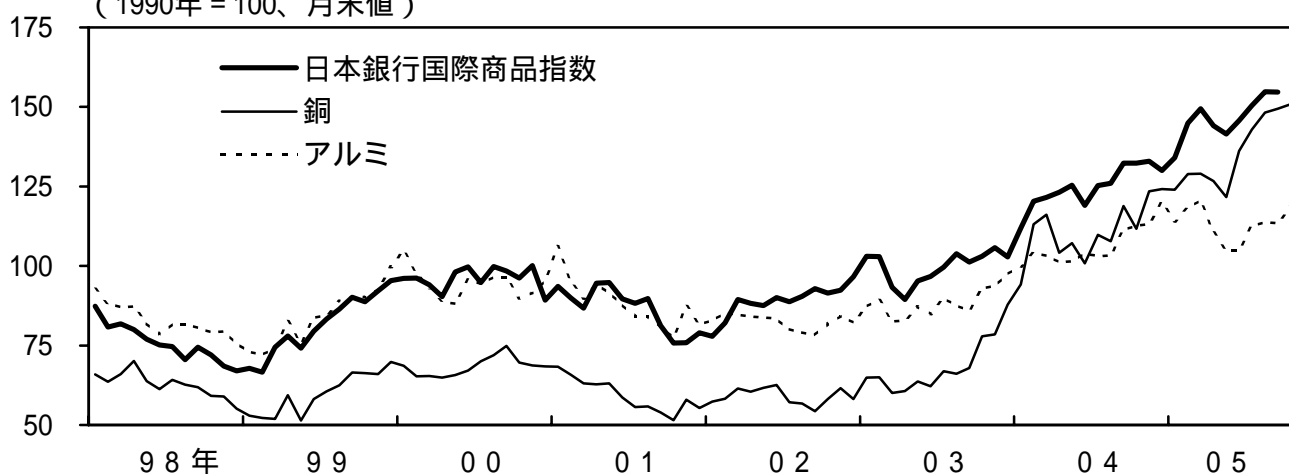
(ドル/バレル、月末値)



(注) 2005/10月の計数は、直近の終値。

## ( 2 ) 国際商品市況

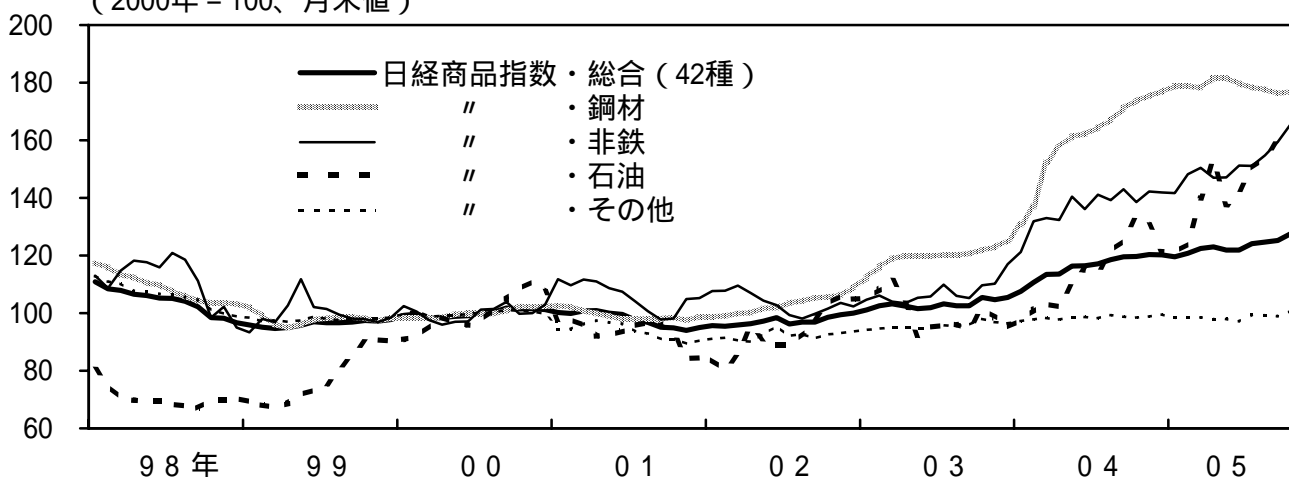
(1990年 = 100、月末値)



(注) 2005/10月の計数は、直近の終値。

## ( 3 ) 国内商品市況

(2000年 = 100、月末値)



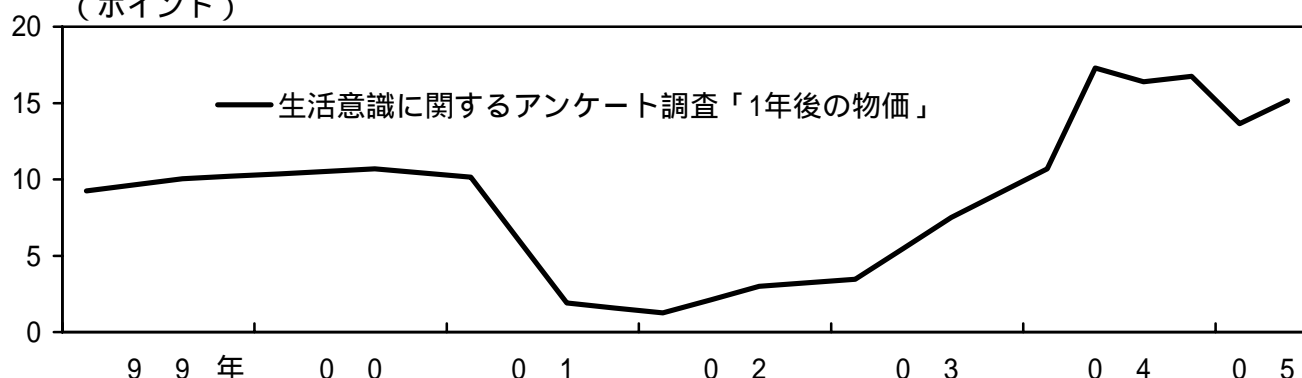
(注) 1. 鋼材：棒鋼、H形鋼、鋼板など      非鉄：銅地金、アルミニウム地金など  
 石油：ガソリン、灯油、軽油、C重油  
 2. 2005/10月は、直近の計数。

(資料) 日本銀行、日本経済新聞社等

## 物価の先行きに対する予測

### ( 1 ) 家計

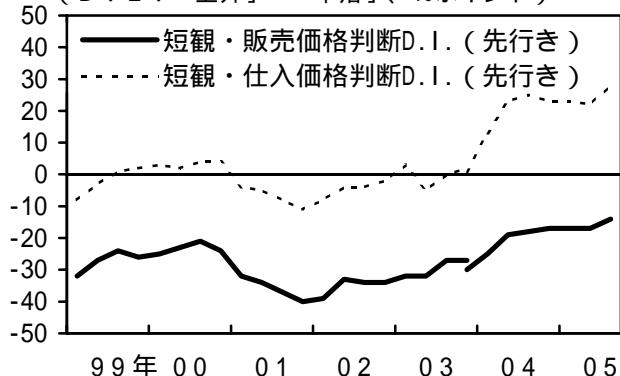
(ポイント)



(注) 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

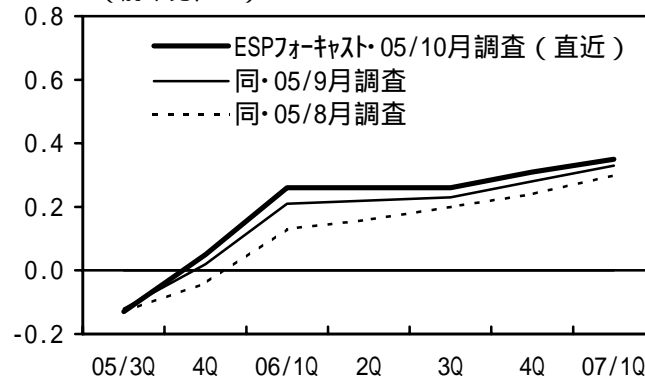
(D.I.「上昇」-「下落」、%ポイント)



(注) 1. 全産業・全規模ベース。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 ) エコノミスト(CPI予測)

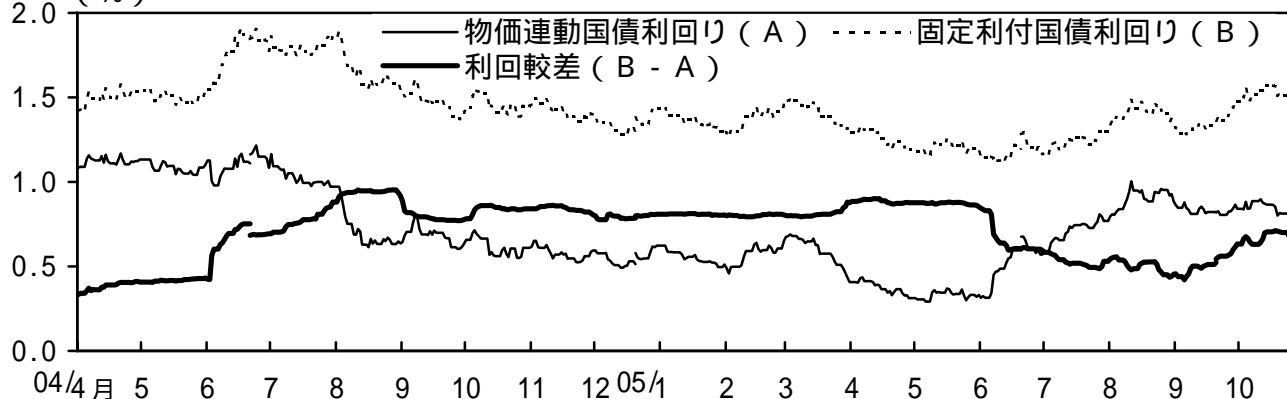
(前年比、%)



(注) 調査機関・エコノミスト38先のCPI(総合除く生鮮食品)の予測平均。

### ( 4 ) 物価連動国債と固定利付国債の利回較差

(%)

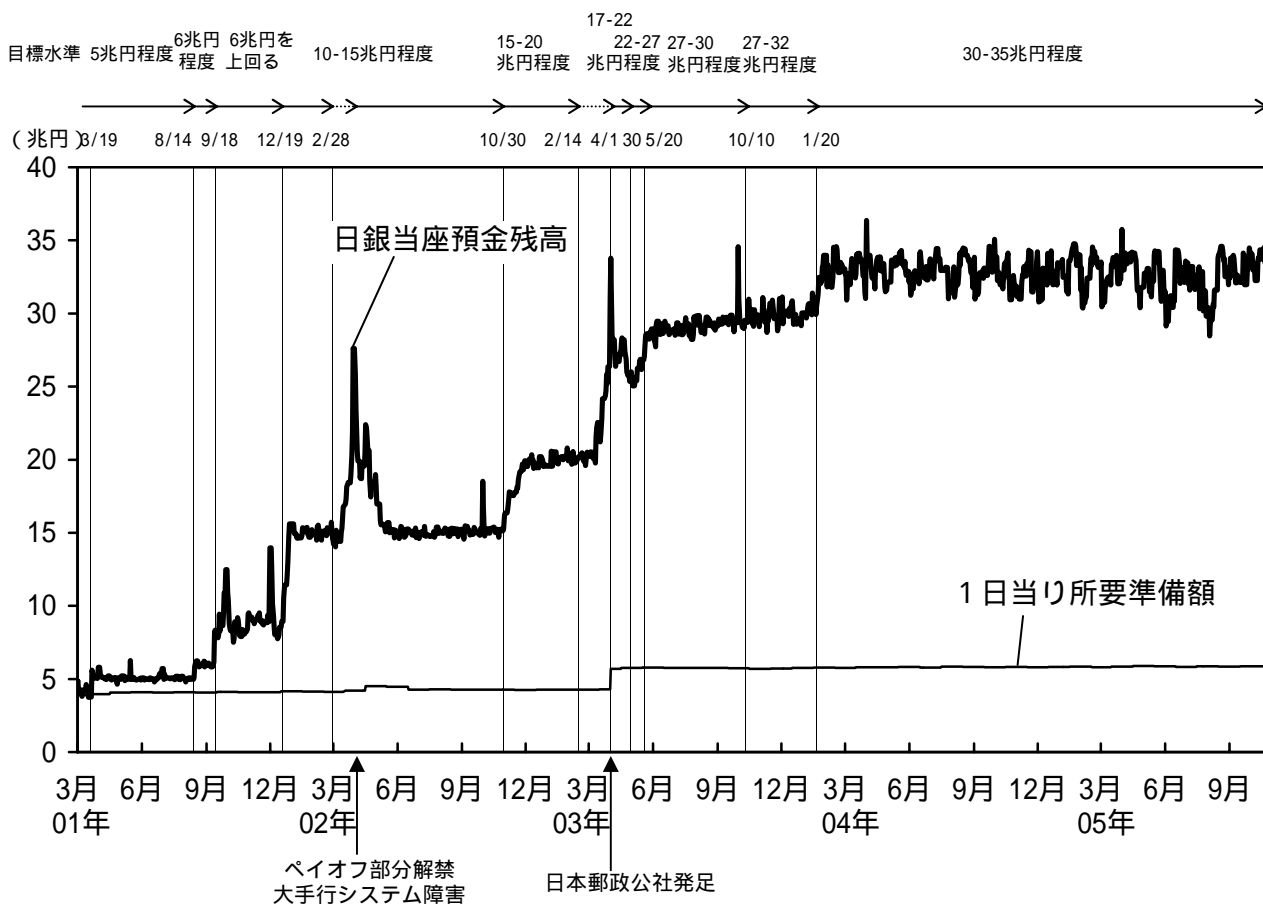


(注) 物価連動国債利回りは新発銘柄の利回り、固定利付国債利回りは物価連動国債と同じ月に発行された10年利付国債の利回り(固定利付国債の発行日で接続)。物価連動国債は、消費者物価指数(全国・総合除く生鮮食品)に連動。

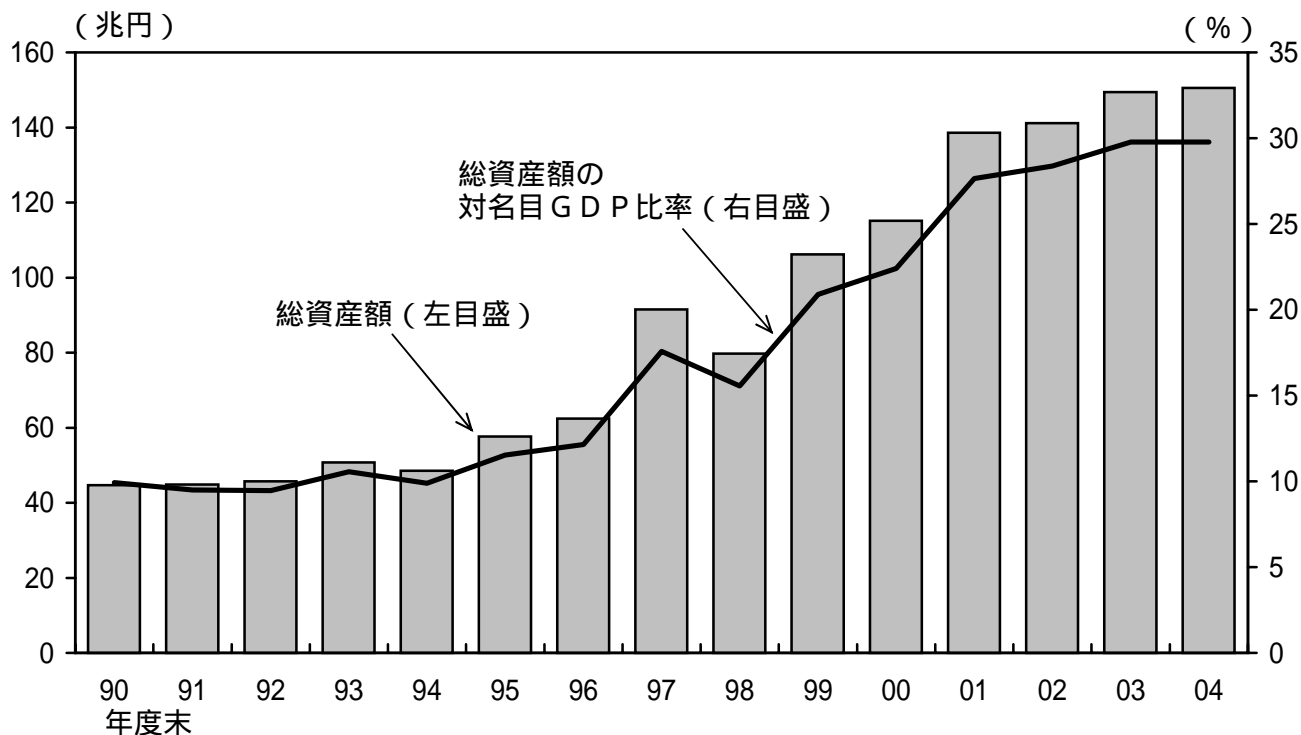
(資料) 日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」、「全国企業短期経済観測調査」、  
経済企画協会「ESPフォーキャスト調査」、日本証券業協会、Bloomberg

# 日銀当座預金・日銀のバランスシート

## ( 1 ) 日銀当座預金



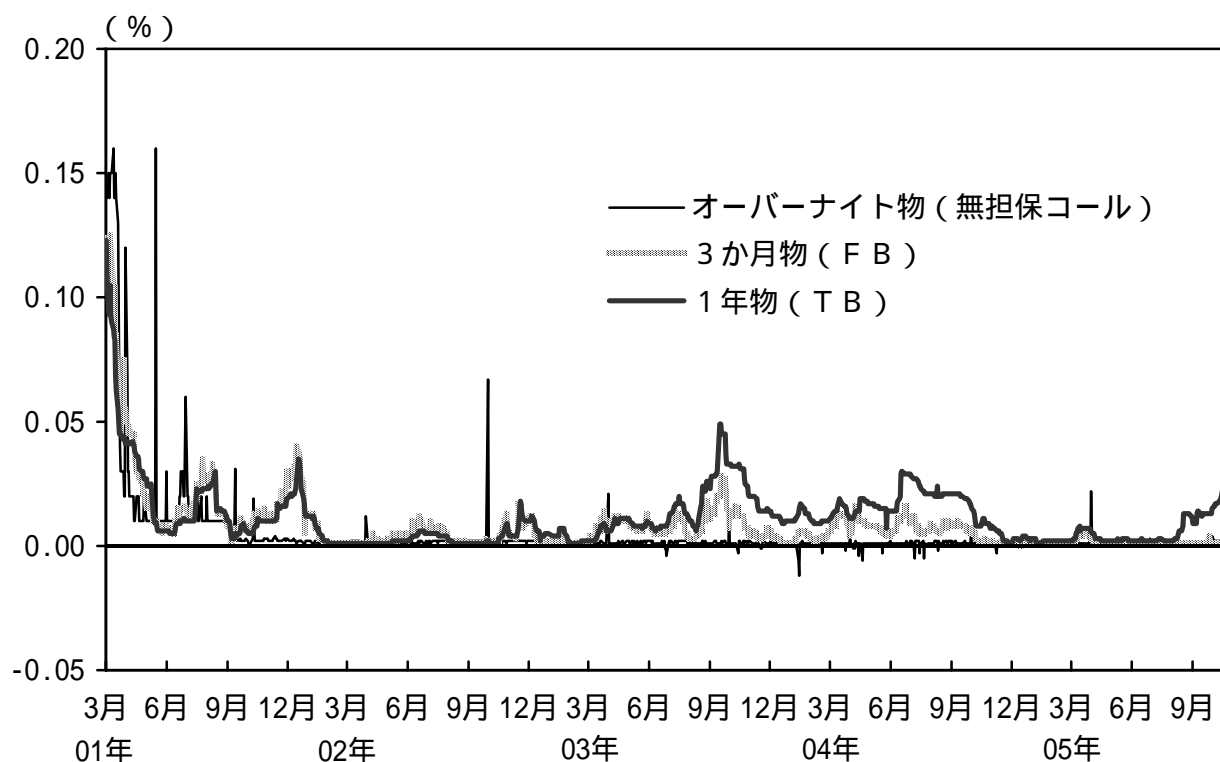
## ( 2 ) 日本銀行のバランスシート ( 総資産額 )



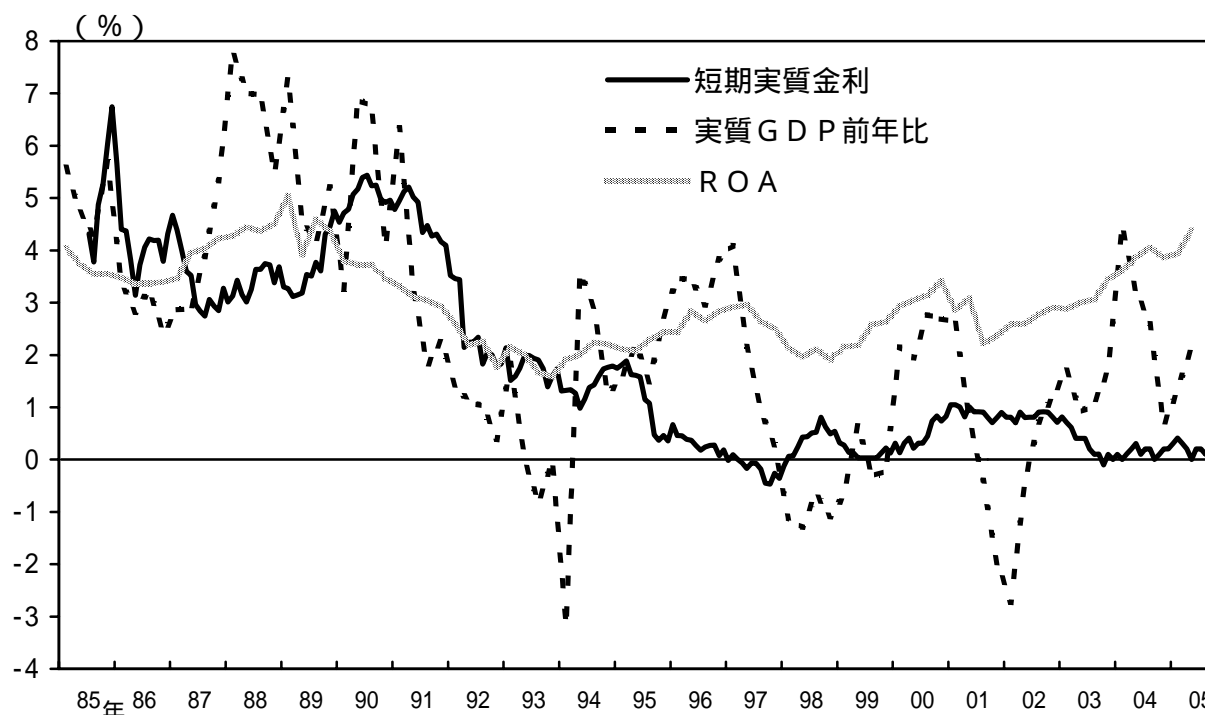
( 資料 ) 内閣府「国民経済計算」、日本銀行

## 短期金利

### ( 1 ) 短期金利



### ( 2 ) 短期実質金利と経済活動

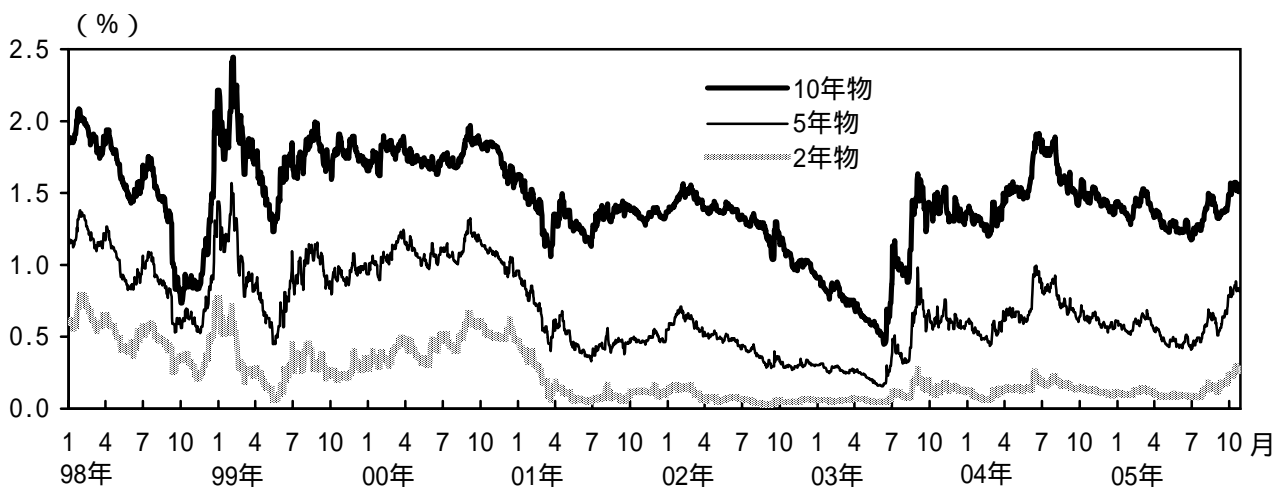


- ( 注 ) 1. 実質金利 = 無担保コールレート ( O / N 物、月中平均値 ) - C P I ( 総合除く生鮮食品 ) 前年比。  
2. 実質 GDP 前年比は、95年以降は連鎖方式、94年以前は固定基準年方式に基づく計数。  
3. R O A = 経常利益 / 総資産。X-11による季節調整値。  
4. 実質 GDP、R O A は四半期データのため、線形補間を行っている。

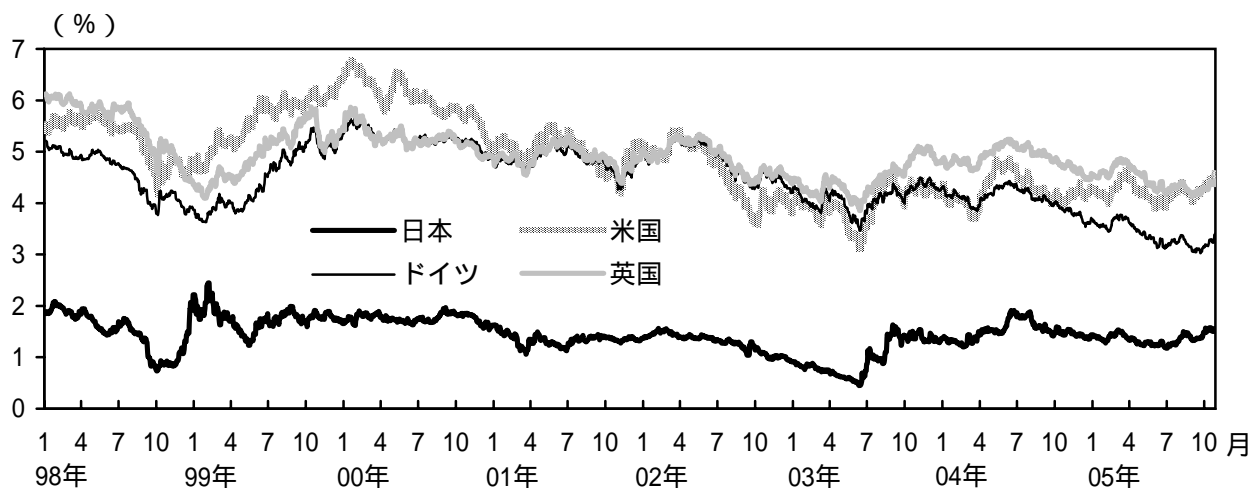
( 資料 ) 内閣府「国民経済計算」、財務省「法人企業統計季報」、総務省「消費者物価指数」、日本銀行、Bloomberg

# 長期金利

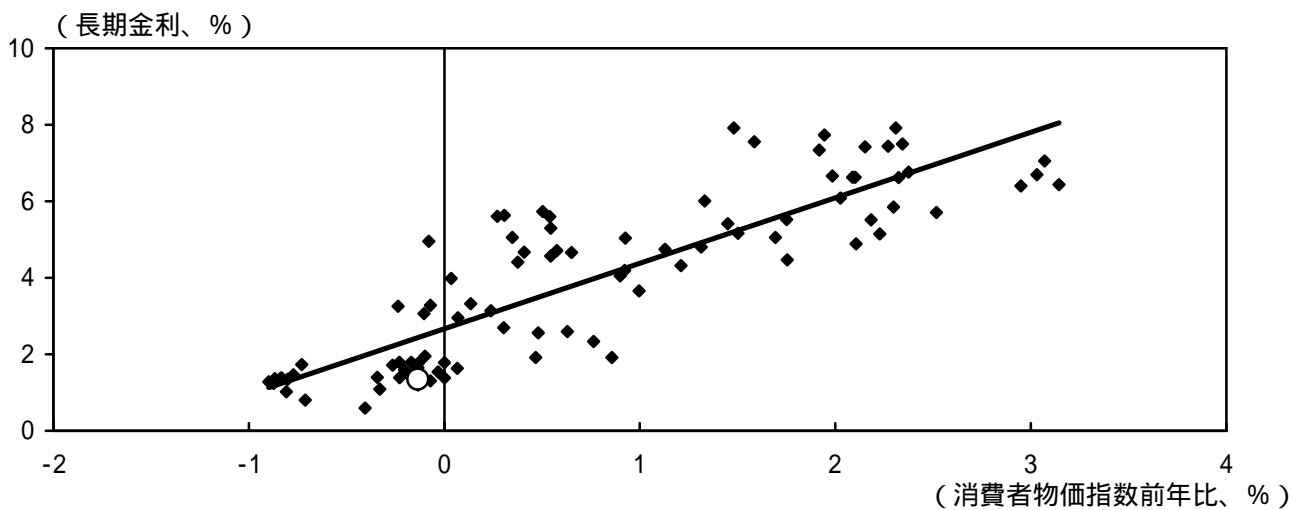
## ( 1 ) 国債利回り



## ( 2 ) 主要国の長期金利 ( 10年物国債利回り )



## ( 3 ) 長期金利、消費者物価変化率

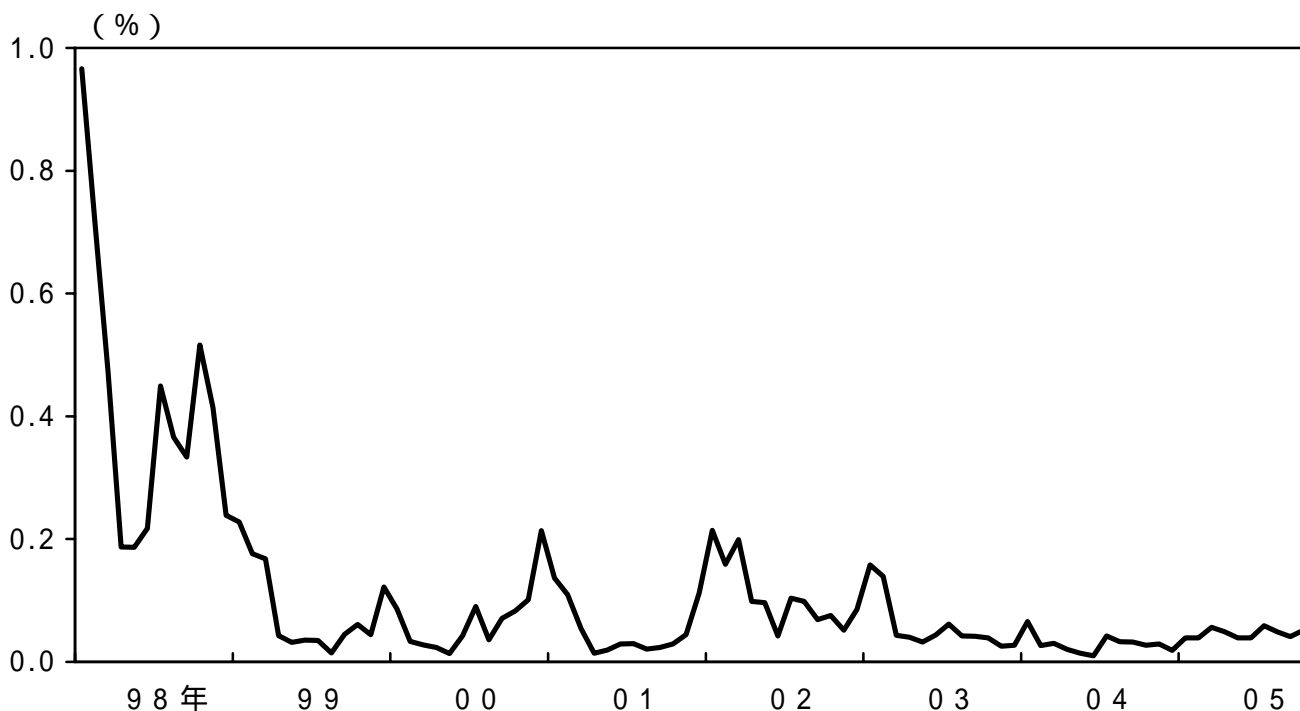


- ( 注 ) 1. 長期金利は10年物国債利回り。
- 2. 消費者物価指数は総合除く生鮮食品。消費税調整済み。
- 3. 対象期間は83/1Q ~ 05/3Q。白丸は直近データ。

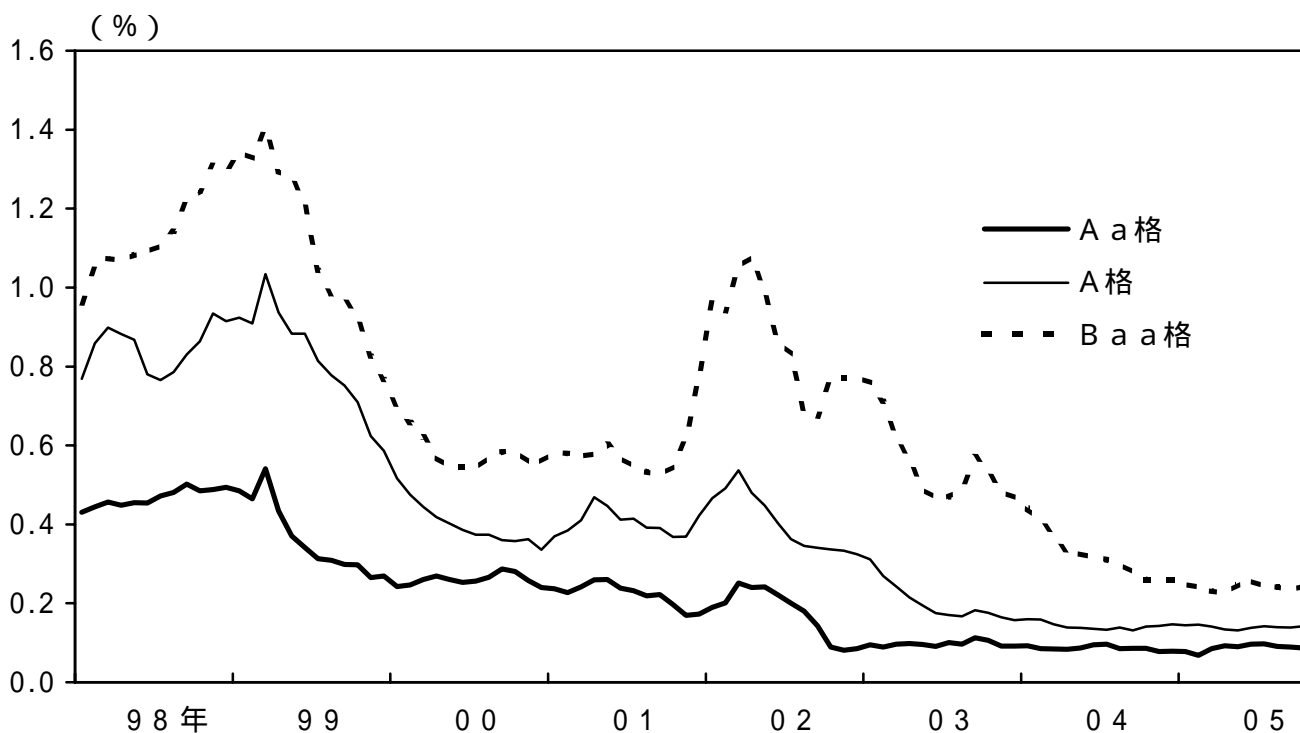
( 資料 ) 総務省「消費者物価指数」、日本相互証券、Bloomberg

# 信用スプレッド

## (1) CPの信用スプレッド



## (2) 社債の信用スプレッド

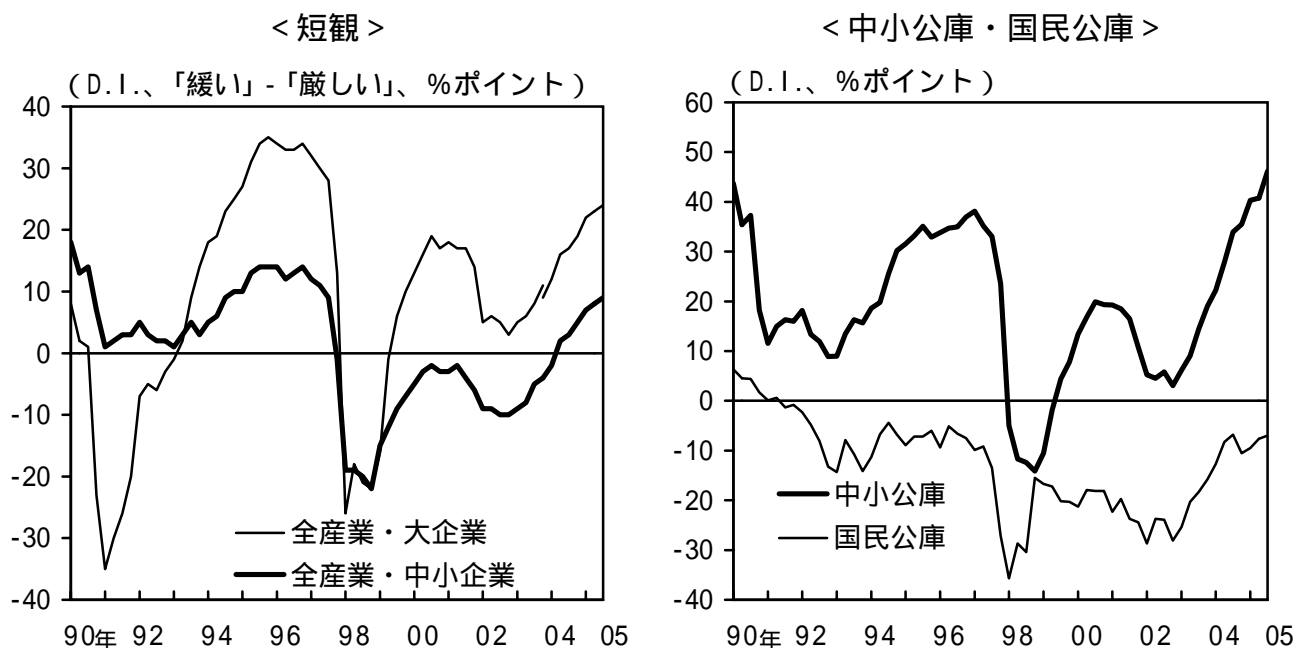


- (注) 1. CPの信用スプレッド(3か月物)は、CP発行レート - 短国流通利回り。  
2. 社債の信用スプレッド(5年物)は、社債流通利回り - 国債流通利回り。  
3. CP発行レートはA1格以上のもの。  
4. 社債の格付けはムーディーズによる。  
5. 2005/10月の計数は、直近までの平均値。

(資料) 日本銀行、日本相互証券、日本証券業協会

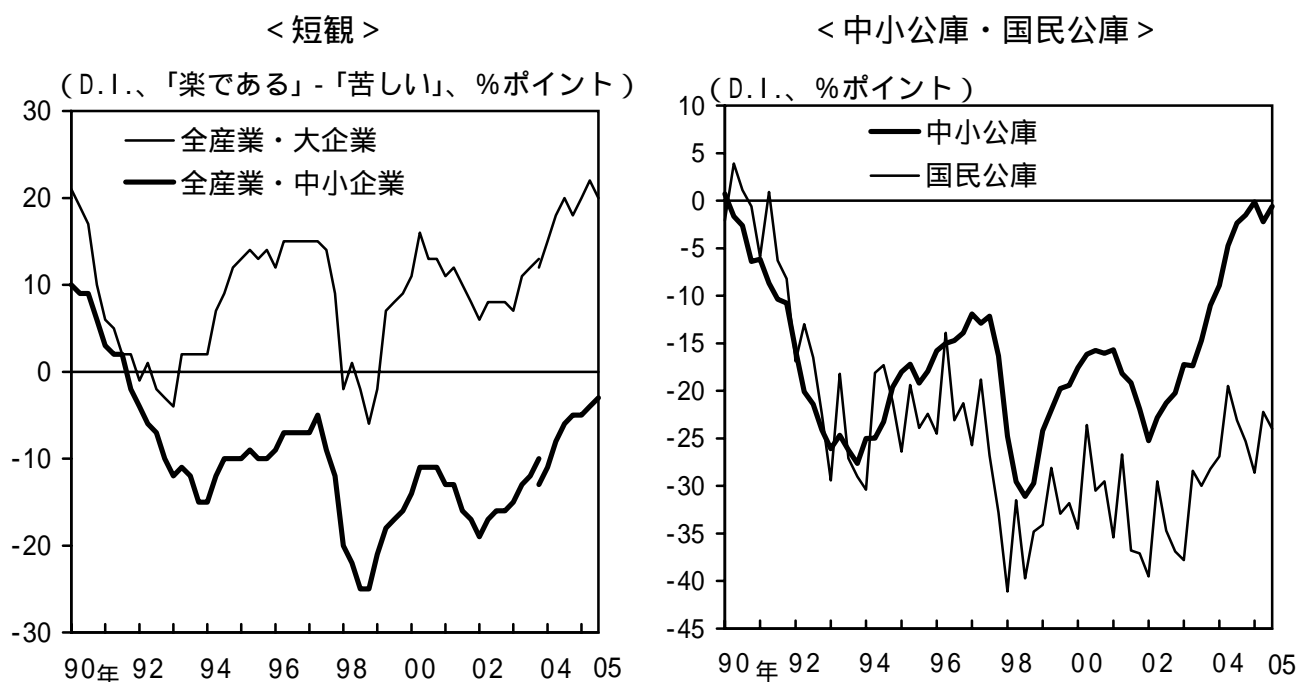
## 金融機関の貸出態度・企業の資金繰り

### ( 1 ) 金融機関の貸出態度判断 D . I .



- (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(下の(2)も同じ)。  
2. 中小公庫のD.I.は「緩和」-「厳しい」、国民公庫のD.I.は「容易になった」-「難しくなった」。調査対象は、それぞれの取引先の中小・零細企業(中小公庫の取引先は原則資本金3億円以下または従業員300人以下の企業、国民公庫の取引先は約9割が従業員9人以下の企業)。  
3. 中小公庫の計数は四半期平均値(下の(2)も同じ)。

### ( 2 ) 企業の資金繰り判断 D . I .



(注) 中小公庫のD.I.は「余裕」-「窮屈」、国民公庫のD.I.は「好転」-「悪化」。

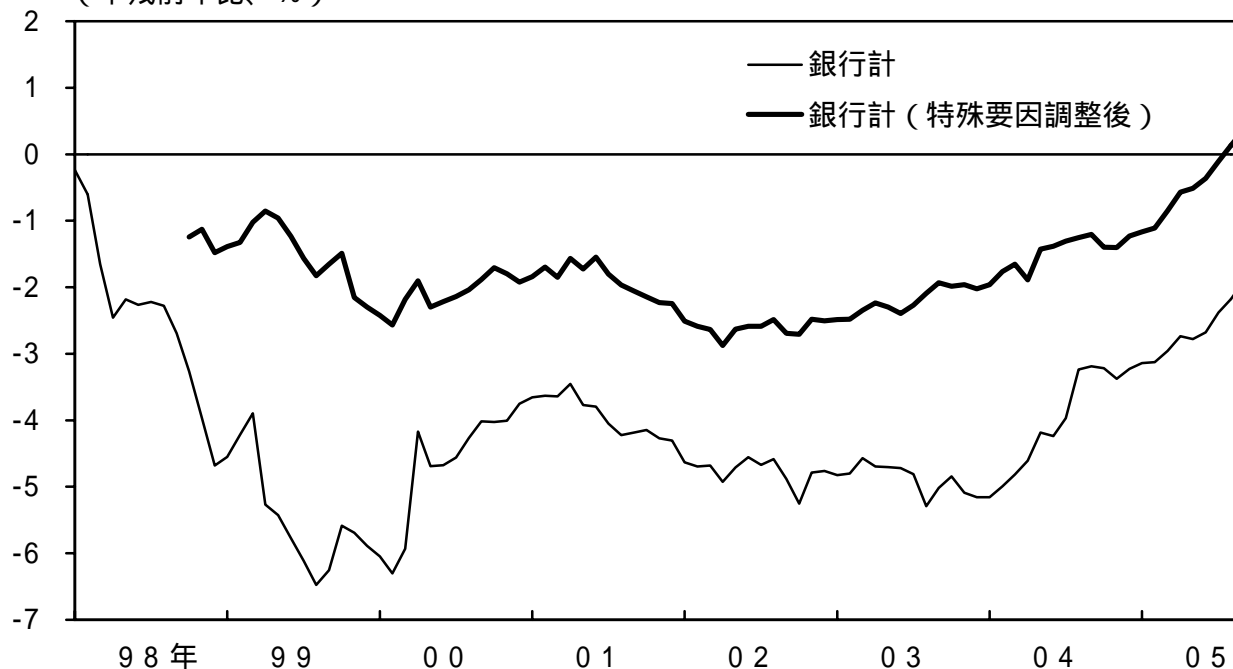
(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、中小企業金融公庫「中小企業景況調査」、国民生活金融公庫「全国小企業動向調査結果」



## 貸出・マネーサプライ

### ( 1 ) 民間銀行貸出

( 平残前年比、% )

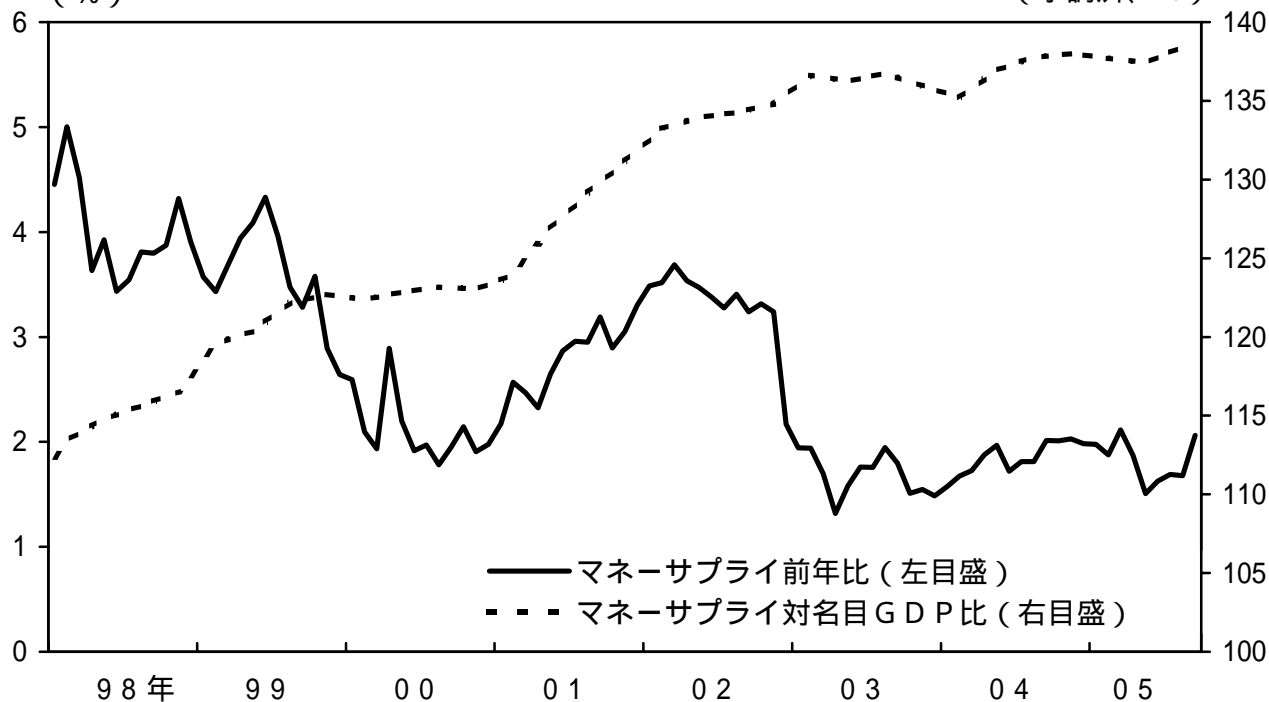


( 注 ) 特殊要因調整後計数は、貸出債権の流動化・償却による変動分等を調整したもの。

### ( 2 ) マネーサプライ ( M 2 + C D )

( % )

( 季調済、% )

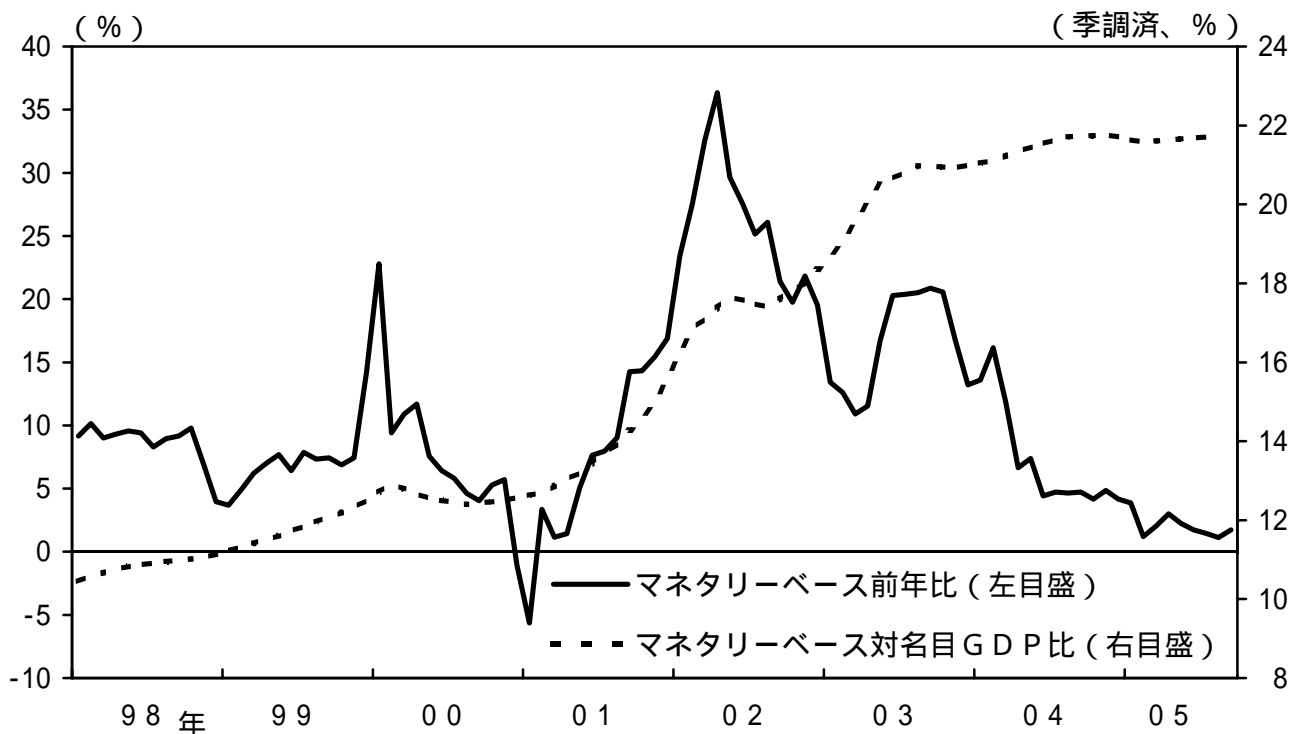


( 注 ) 2005/3Qの名目GDPは、2005/2Qから横這いと仮定。

( 資料 ) 内閣府「国民経済計算」、日本銀行「貸出・資金吸収動向等」、「マネーサプライ」

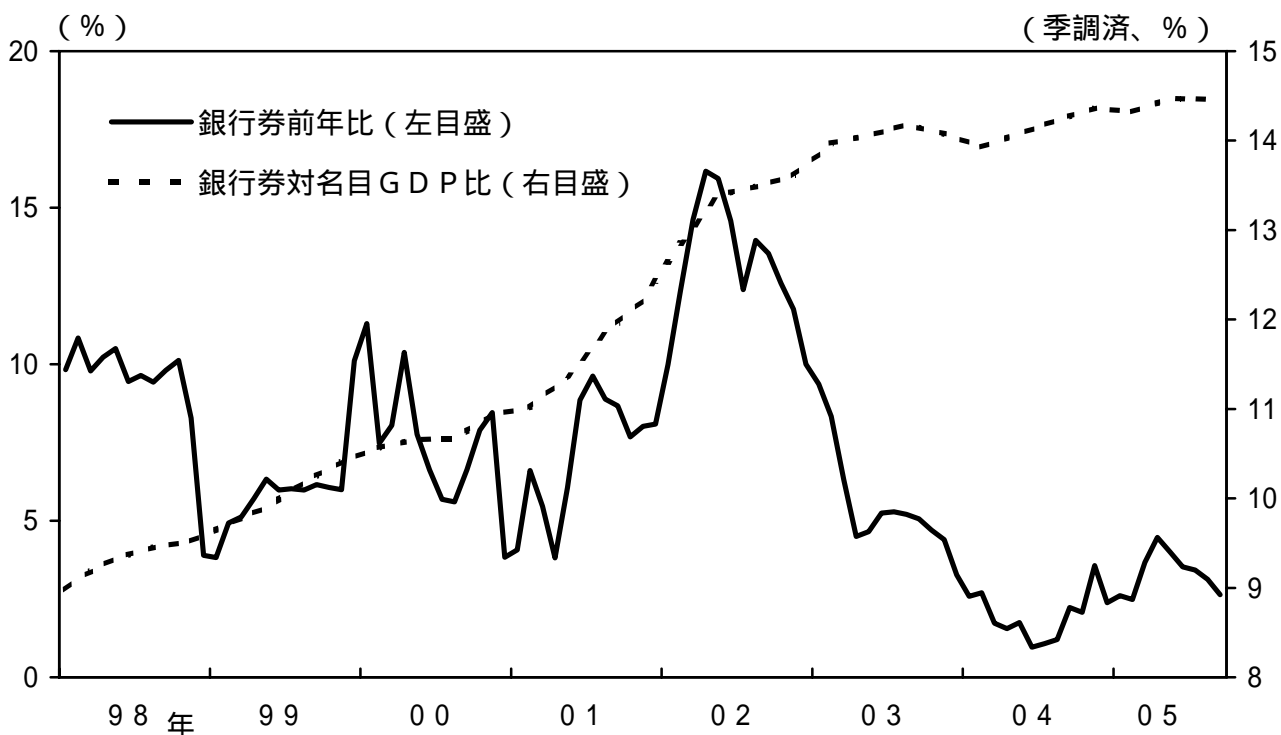
## マネタリーベース・銀行券

### ( 1 ) 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. 2005/3Qの名目GDPは、2005/2Qから横這いと仮定。

### ( 2 ) 銀行券



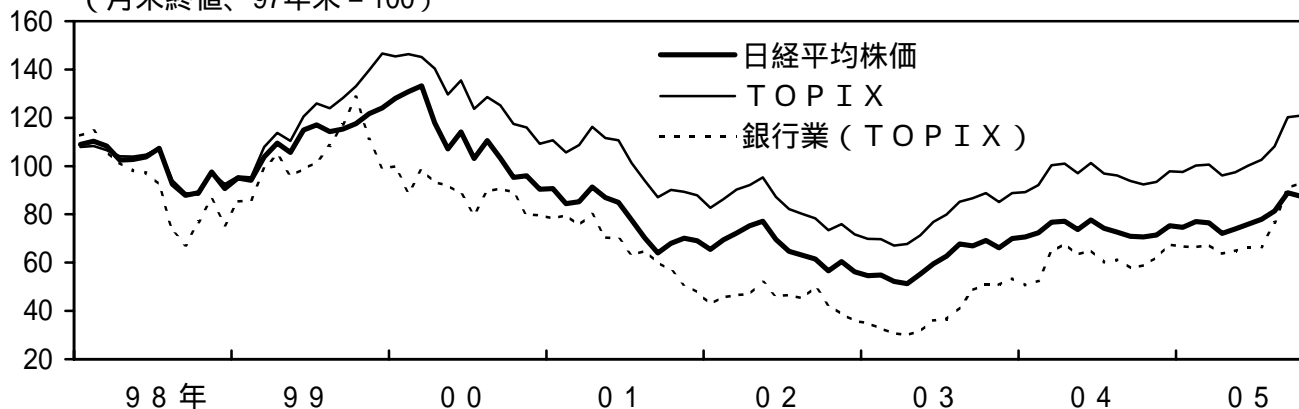
- ( 注 ) 2005/3Qの名目GDPは、2005/2Qから横這いと仮定。

( 資料 ) 内閣府「国民経済計算」、日本銀行

# 株 価

## ( 1 ) 株価

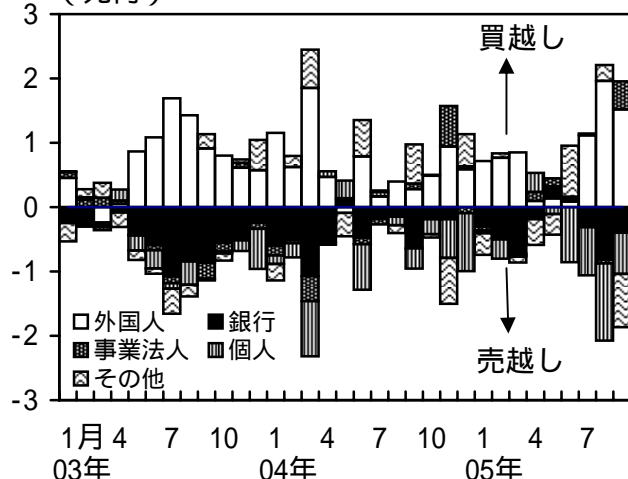
( 月末終値、97年末 = 100 )



( 注 ) 2005/10月の計数は、直近の終値。

## ( 2 ) 主体別売買状況

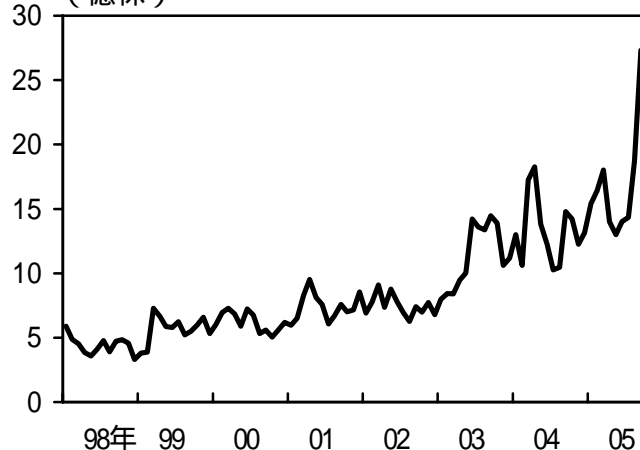
( 兆円 )



( 注 ) 三市場 ( 東証・大証・名証 ) 1、2部計。

## ( 3 ) 株式売買高 ( 1 立会日平均 )

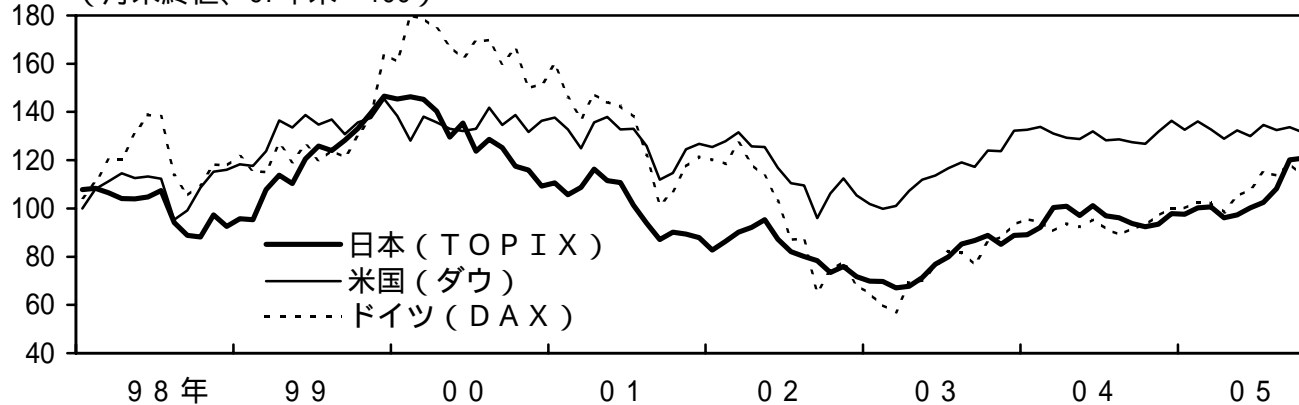
( 億株 )



( 注 ) 東証1部の計数。2005/10月の計数は、直近までの平均値。

## ( 4 ) 主要国の株価

( 月末終値、97年末 = 100 )



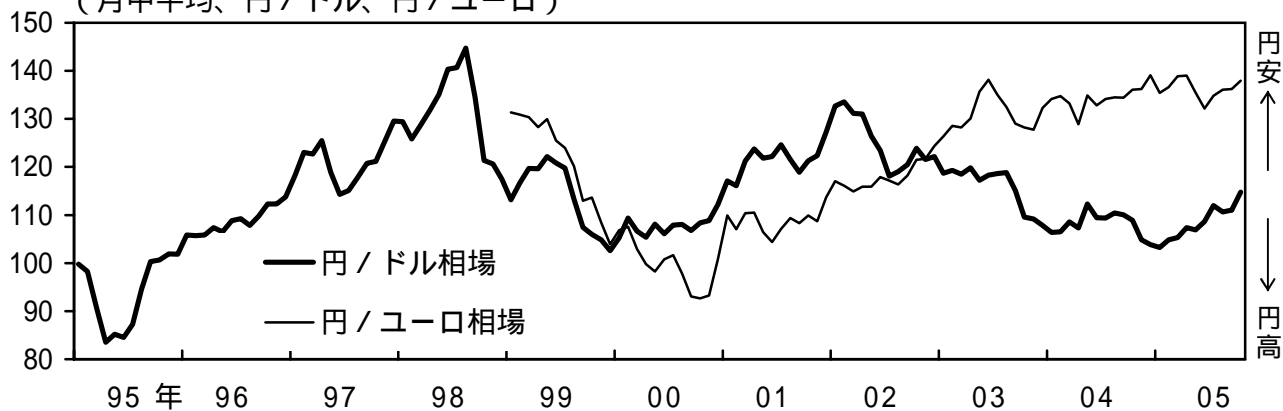
( 注 ) 2005/10月の計数は、直近の終値。

( 資料 ) 日本経済新聞社、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 ) 2005/10月は、直近までの平均値 ( ( 2 )、( 3 ) も同じ )。

### ( 2 ) 名目実効為替レート

( 月中平均、73/3月 = 100、逆目盛 )



( 注 ) 輸出ウェイト上位の対15通貨ベース ( ( 3 ) も同じ )。

### ( 3 ) 実質実効為替レート

( 月中平均、73/3月 = 100、逆目盛 )

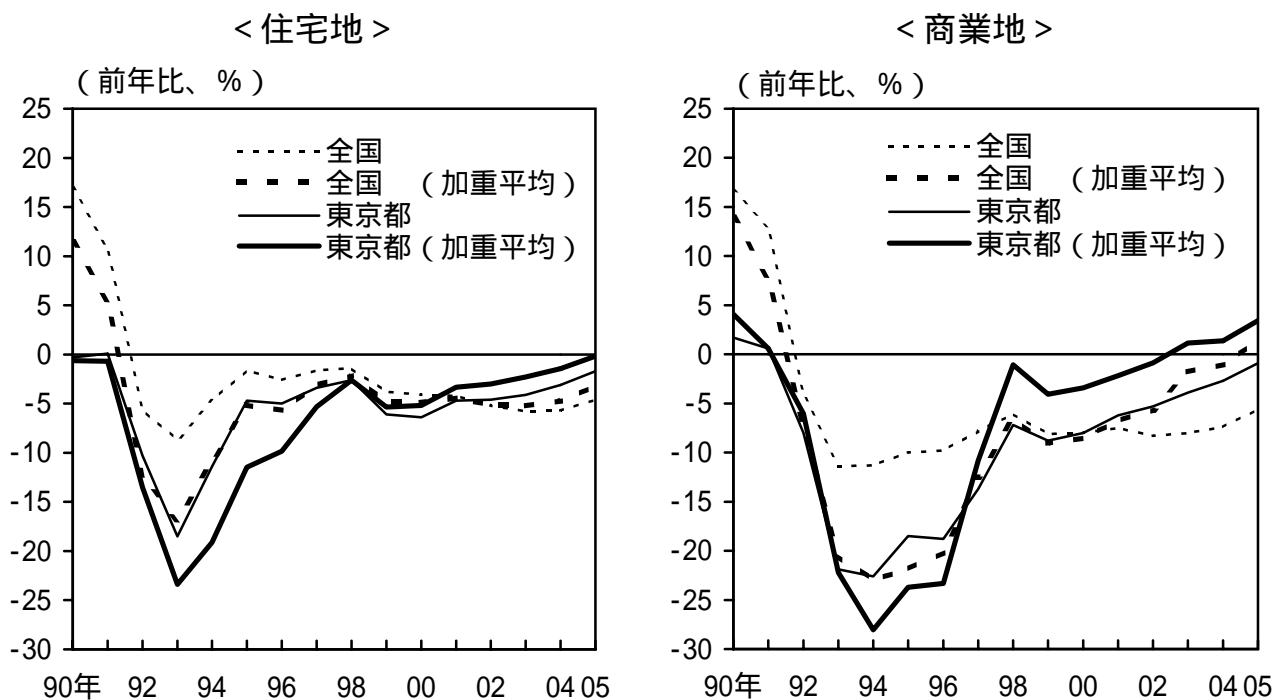


( 注 ) 主要輸出相手国通貨に対する為替相場を当該国の物価指数で実質化し、通関輸出金額ウェイトで加重平均したもの。

( 資料 ) 日本銀行

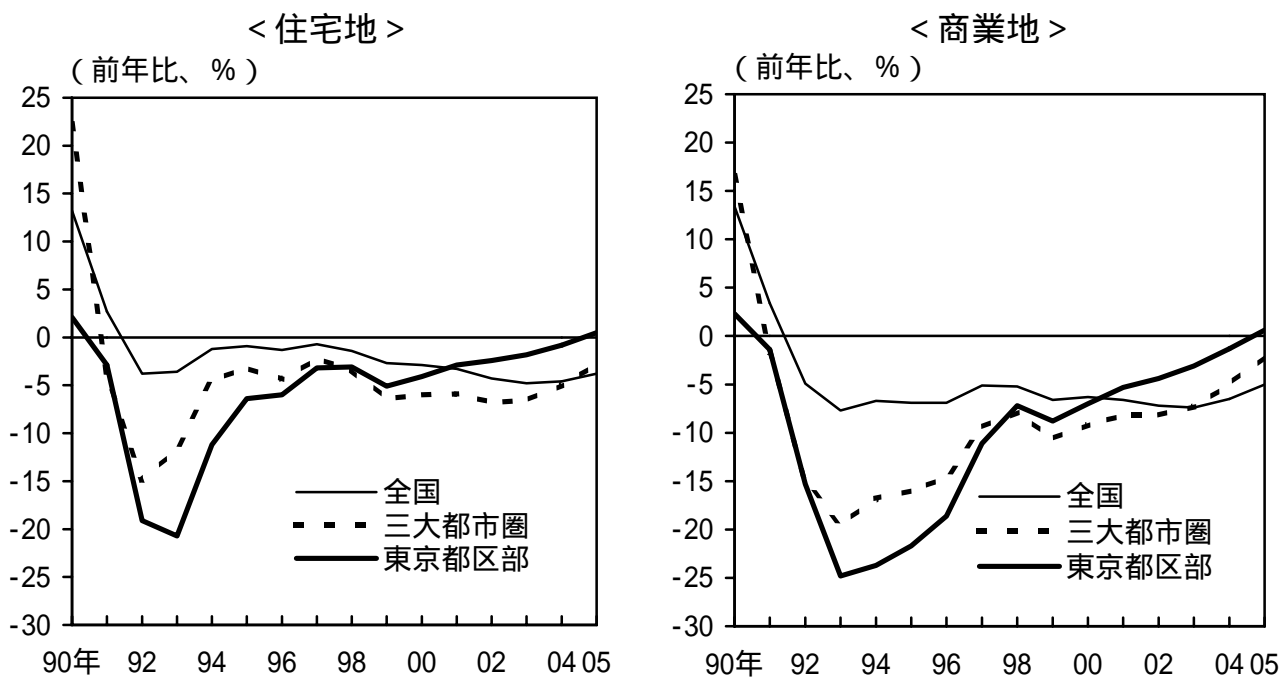
# 地 価

## ( 1 ) 地価公示 ( 1 / 1 日時点 )



( 注 ) 公表計数は、各調査地点における変化率の単純平均。加重平均地価は、各調査地点における公示地価の変化率を調査地点の前年の価額で加重平均したもの。

## ( 2 ) 都道府県地価調査 ( 7 / 1 日時点 )

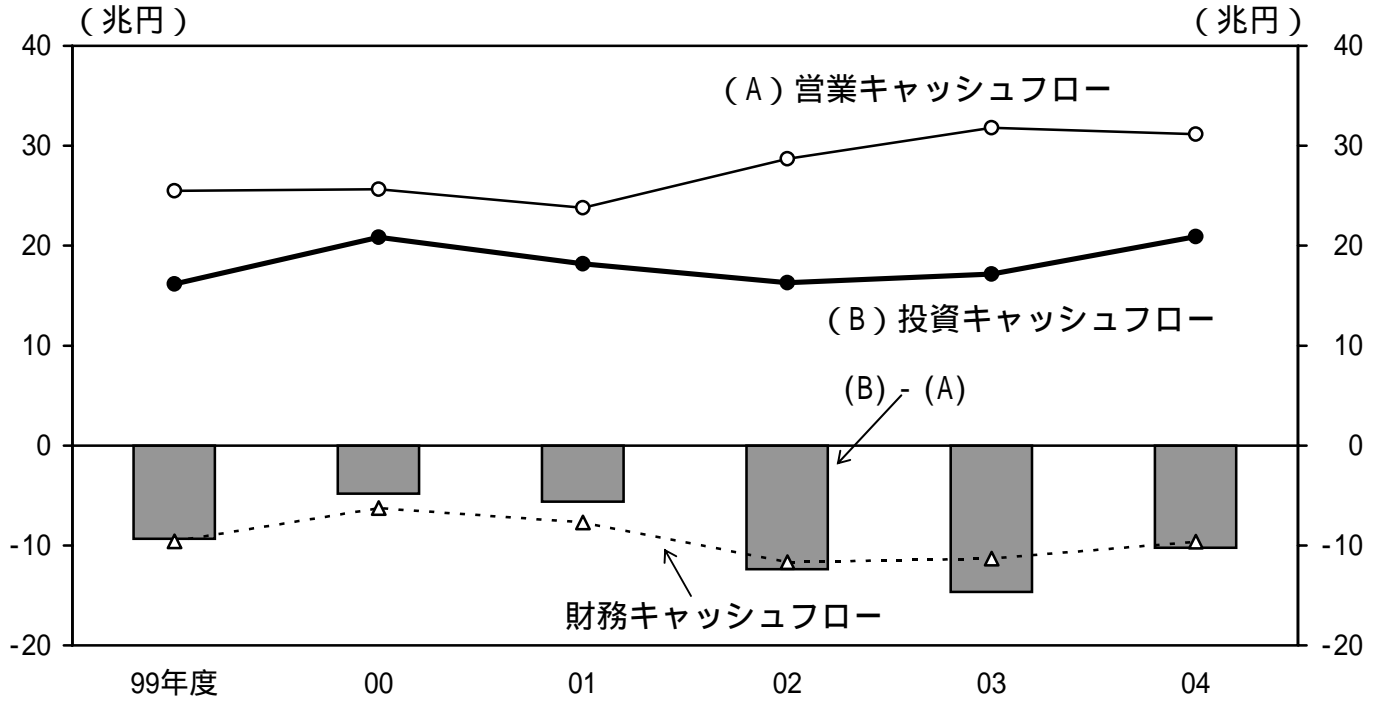


( 注 ) 三大都市圏は、東京圏 (東京、神奈川、埼玉、千葉、茨城)、大阪圏 (大阪、兵庫、京都、奈良)、名古屋圏 (愛知、三重) の単純平均。

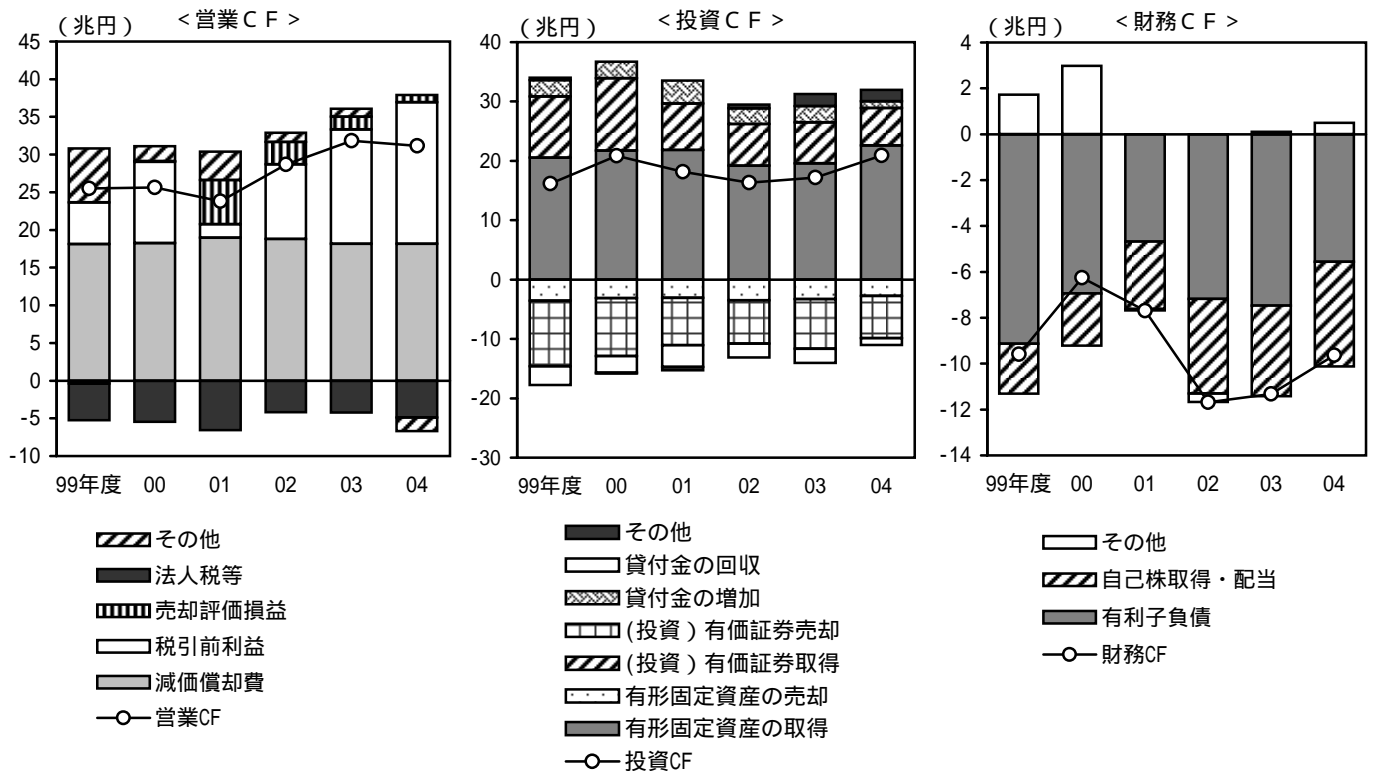
( 資料 ) 国土交通省「地価公示」「都道府県地価調査」

# 企業のキャッシュフロー

## (1) 全体像



## (2) 各キャッシュフローの内容

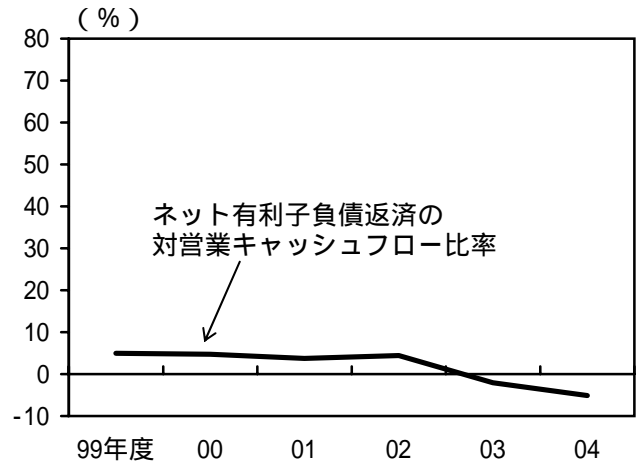
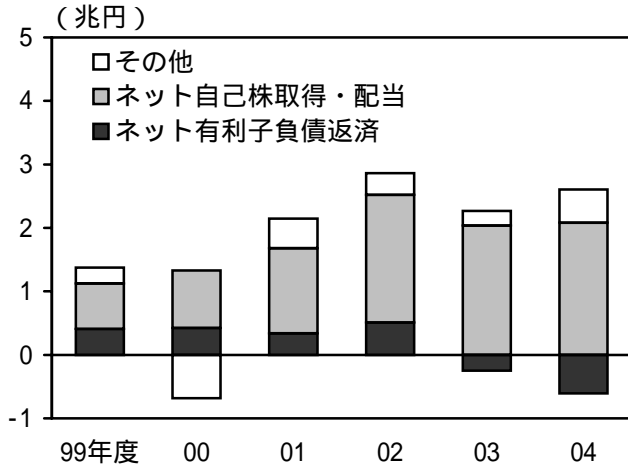


(注) 99年度以降、連結キャッシュフロー計算書を作成している東証1部上場の非金融事業法人 (電力・ガス・ノンバンク除く) 1,072社が対象。

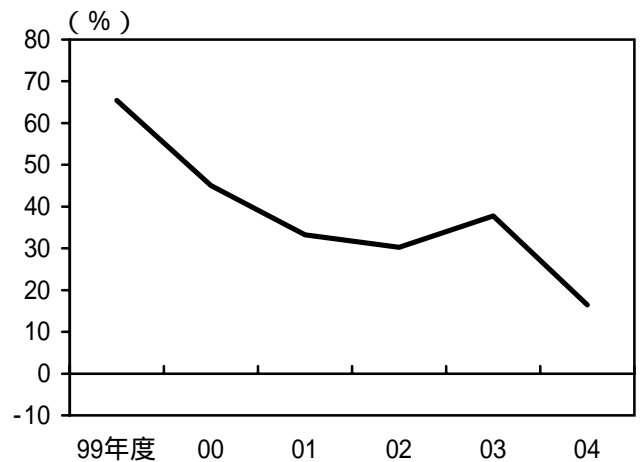
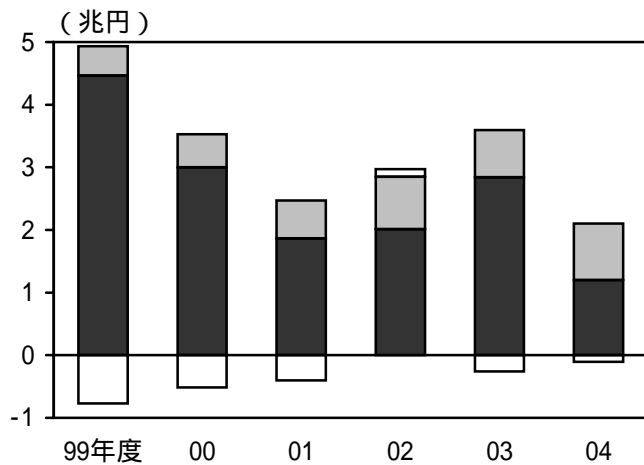
(資料) 日経Financial Quest

## 格付け別にみた財務キャッシュフローの動き

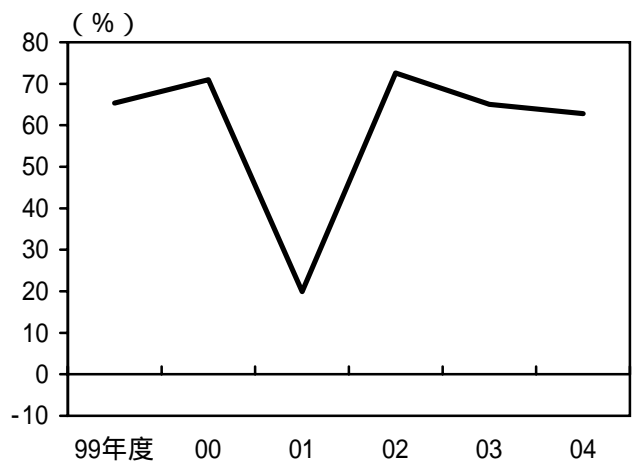
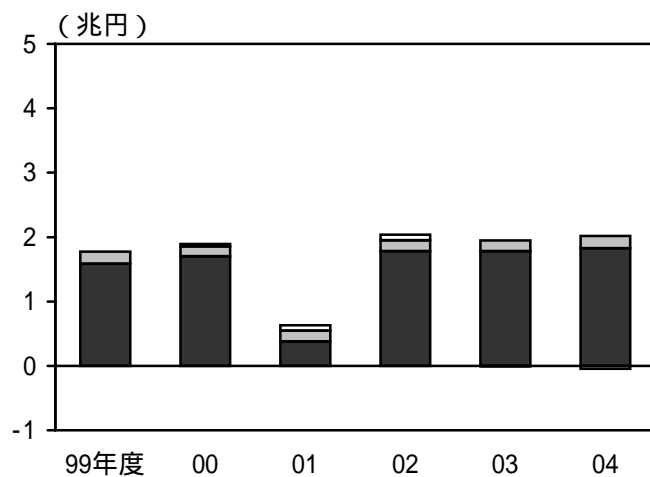
### (1) AA格以上 (49社)



### (2) A格 (151社)



### (3) BBB格 (127社)



(注) 99年度以降、連結キャッシュフロー計算書を作成しており、かつ2005年7月末時点でR & I格付けを有する東証1部上場の非金融事業法人(電力・ガス・ノンバンク除く)342社が対象。2004年度末時点の格付けで分類。