

公表時間
5月1日(月)14時00分

2006年5月1日
日 本 銀 行

経済・物価情勢の展望
(2006年4月)

【基本的見解】¹

(経済・物価情勢の見通し)

わが国経済は、着実に回復を続けている。輸出や生産は増加を続けており、企業収益が高水準で推移するもとの、設備投資も引き続き増加している。雇用者所得も、雇用と賃金の改善を反映して、緩やかな増加を続けており、個人消費は増加基調にある。このように内外需がともに着実な増加を続ける中で、2005年度の経済は、昨年10月の「経済・物価情勢の展望」(展望レポート)で示した見通しに比べて、上振れて推移した見込みである。この結果、マクロ的な需給ギャップは、長く続いた供給超過状態が解消し、現在はゼロ近傍にあるとみられる²。

2006年度から2007年度にかけてのわが国経済を展望すると、内需と外需、企業部門と家計部門のバランスがとれた形で息の長い拡大を続けると予想される。成長率の水準は、景気回復局面に入って既に4年以上経過する中で、今後景気は成熟段階に入っていくと考えられるため、2006年度は2%台半ば、2007年度は2%程度と、潜在成長率近傍の水準に向けて徐々に減速する可能性が高い。

こうした先行きの経済の姿は、以下のような前提やメカニズムに基づいている。第1に、海外経済の拡大が続くことを背景に、輸出は増加を続け

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 日本銀行では、昨年末のGDP統計の基準改定を機に、新たな方法に基づいて潜在GDPを推計した。潜在GDPの変化率は潜在成長率であり、その水準は、一頃の1%程度から、最近では1%台後半まで回復している。また、実際のGDPと潜在GDPの乖離(GDPギャップ)は、現在ゼロ近傍にあるとみられる。潜在成長率やGDPギャップの推計値は、経済構造の変化や技術革新のスピードなどによって時間とともに変化するほか、データの追加などによって事後的に変わる可能性があるため、幅をもってみる必要がある。

ると予想される。第2に、企業部門の好調が続くとみられる。企業収益は、2002年度から4年連続の増益となり、2006年度も売上高経常利益率はバブル期のピークを上回る水準を続けるとみられる。資源の稼働状況をみても、設備の稼働率は高まり、企業内の労働力不足も強まっている。こうしたもとで、3月短観によれば、2006年度の設備投資計画は、多くの業種でこの時期としては高めのスタートとなっており、今後上方修正が見込まれる。企業は、グローバルな競争環境も意識した上で、基本的には、慎重な姿勢を続けてきており、設備のストックを大幅に積み上げてはいないが、先行き2年間を展望すると、景気回復の長期化に伴い、資本ストック循環の観点からみて、いずれかの時点で設備投資の伸び率は低下していくと想定される。第3に、企業部門から家計部門への波及がより明確になるとみられる。企業部門の好調の影響は、雇用や賃金の増加に加え、配当の増加や株価の上昇を通じて、家計部門にも波及している。そうしたもとで、個人消費は、着実な増加を続けると予想される。住宅投資も、都心部などで地価が上昇に転じる中で、金利の底値感が台頭していることもあって、緩やかな増加基調を辿る可能性が高い。この結果、家計支出は、国内民間需要の主たる牽引役になっていくとともに、その堅調が企業部門にフィードバックして、前向きの循環メカニズムが維持されていくと考えられる。第4に、極めて緩和的な金融環境が引き続き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ており、民間の資金需要の下げ止まりとも相まって、民間銀行貸出は前年比プラス幅を拡大している。実質短期金利も低下している。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。

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。第1に、資源の稼働状況は高まっている。短観によると、

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。また、マクロ的な需給ギャップは、先述した通り、既にゼロ近傍にあり、今後は緩やかに需要超過方向に向かっていくとみられる。第2に、ユニット・レーバ・コスト（生産1単位当たりの人件費）は、生産性上昇に伴い低下を続けているものの、賃金が上昇に転じていることから、マイナス幅は縮小基調にある。労働需給の引き締まりは比較的幅広い分野でみられており、先行きは、景気の成熟化に伴って、生産性の上昇率も減速すると考えられることから、ユニット・レーバ・コストは下げ止まりから若干の上昇に転じていく可能性が高い。第3に、各種サーベイ調査に示されるように、企業や家計などの物価上昇率の見通しは、短期、中長期とも、徐々に上方修正されている。

物価指数に即してみると、2005年度の国内企業物価は、国際商品市況高や昨年後半の円安を背景に、前回の見通し対比上振れており、前年比上昇率は1990年初以来の水準となっている。先行きは、原油価格をはじめとする商品市況や為替相場にも左右されるが、2007年度にかけても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、昨年末にかけてプラスに転じた後、本年入り後はプラス幅を拡大している。近年、需給ギャップに対する消費者物価上昇率の感応度は低下している可能性があるが、後述するように、その背後で起きているメカニズムをどのように理解するかによって、先行きの物価上昇率の見通しは変わってくる。その意味で、先行きの物価上昇率については不確実性があるが、前年比のプラス幅は次第に拡大し、2006年度は0%台半ば、2007年度は1%弱の伸び率となると予想される³。

³ 今回の消費者物価の見通しは現行の2000年基準の指数をベースにしているが、同指数は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月分に遡って改訂される予定である。その際には、前年比上昇率が若干下方改訂される可能性が高い。

(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た上で、最も蓋然性が高いと判断される見通しについて述べたものである。したがって、先行きの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。

第1に、海外経済の動向である。見通しにおいては、わが国の主要貿易相手国が潜在成長率近傍の成長を続けることを前提にしており、それらの展開次第では、わが国の輸出や生産は上振れ・下振れいずれの可能性もある。世界経済をみると、適切な金融政策運営などを通じて、全体として物価上昇圧力が抑制されるもとの、金融環境の安定が維持されていることが、経済の持続的な拡大を支える要因の一つとして寄与してきた。それだけに、こうした構図に変化が生じる場合には、国際的な資金フローや金融市場における価格形成の変化を伴いながら、世界経済全体に悪影響が及ぶリスクがある。また、このところ地政学的リスクの高まりもあって高止まりを続けている原油価格をはじめとする国際商品市況の動向も、世界経済の先行きに影響を与える可能性がある。

米国については、経済全体としての需給バランスが引き締まりの方向にあり、既往の原油高等と相まってインフレ予想が高まる場合には、金融市場の反応等を介し、成長率が減速する可能性がある。また、これまで住宅価格の上昇が個人消費の基調を押し上げてきた面もあるだけに、住宅価格の調整が急激なものとなれば、成長率の減速につながる可能性がある。一方、中国では、力強い拡大が続いてきている。先行き高成長の反動が生じる惧れはあるものの、固定資産投資や個人消費の動向次第では、見通し期間中の成長率が上振れる可能性がある。

第2に、在庫調整の可能性である。景気回復局面は既に5年目を迎えて

いるが、現状、在庫水準は抑制された水準にある。ただ、成長率が減速していくことを踏まえると、何らかのきっかけで見通し期間中に在庫調整局面入りすることは考えられる。例えば、IT関連財については、先行きも需要増加が続くとみられるが、わが国企業が得意とする高付加価値製品の分野を含めて、供給の増加ペースがかなり速いものとなっているだけに、需要動向次第では、この面からも在庫調整が生じる可能性もある。もっとも、その場合でも、わが国企業が全体としては過剰雇用・設備の調整を終えており、企業収益も高水準であることは、景気全体への影響を緩和する要因として働くと考えられる。

第3に、企業の投資行動の一段の積極化である。見通しにおいては、設備投資が徐々に減速することを想定している。これは景気が次第に成熟化していくことに着目した想定であるが、企業の投資行動がより積極化する場合には、成長率が一時的に大きく上振れる反面、その後は資本ストックの過剰な積み上がりの反動が生じ、調整を余儀なくされる可能性もある。

企業の財務面をみると、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、実質金利も極めて低い水準にあることから、投資行動が積極化しやすい局面にある。また、最近における地価、株価等の資産価格の動きも民間需要を押し上げる方向に作用している。他方、金融市場において、経済の実態と整合的な価格形成が行われる場合には、景気の大きな振幅を抑える方向に作用すると考えられる。

次に、物価上昇率の先行きについても、上振れ・下振れ両方向の要因に留意する必要がある。第1に、需給ギャップのプラス転化（需要超過）の影響である。需給ギャップに対する消費者物価上昇率の感応度の低下傾向はわが国だけでなく、世界的にも観察されており、その背後には、規制緩和や情報通信技術の発達、経済のグローバル化の進展の影響などが考えら

れる。これらに加え、わが国の場合、これまでは資源稼働率に余裕のある中で、生産性上昇によるユニット・レーバー・コストの低下余地が大きかったことも寄与してきたと考えられる。もっとも、需給ギャップがゼロ近傍から徐々に需要超過に転化すると予想される中では、いずれかの時点で、予想インフレ率の切り上がりを伴いつつ、賃金・物価上昇率が上振れする可能性もある。第2に、原油をはじめとする商品市況の動向には上下両方向に不確実性が大きい。第3に、潜在成長率の上昇の影響である。潜在成長率の上昇は、供給面からは、物価の押し下げ要因となる一方、需要面からは、将来所得に対する見方の上振れを通じて物価の押し上げ要因となり得る。わが国の潜在成長率は、様々な構造調整を経て、足もと上昇方向にあると考えられるが、その変化をリアルタイムで認識することは難しいだけに、この面からも不確実性が存在する。

(金融政策運営)

日本銀行は、3月8～9日の政策委員会・金融政策決定会合において、量的緩和政策の解除を決定し、金融市場調節の操作目標を日本銀行当座預金残高から無担保コールレート(オーバーナイト物)に変更した上で、目標水準を概ねゼロ%とした。

新たな金融市場調節方針のもとで、日本銀行による短期の資金供給オペレーションが減少し、日本銀行当座預金残高は徐々に減少している。これまでのところ、短期金融市場は落ち着いた動きを続け、金融機関間の資金取引は少しずつ活発化しているが、引き続き、短期金融市場の状況を十分に点検しながら、所要準備額に向けて当座預金残高の削減を進めていく方針である。

日本銀行の金融政策の目的は、物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資することである。この目的を達成するため、日本銀行は、

適切な金融政策運営に努めている。先般公表した「新たな金融政策運営の枠組み」においては、「中長期的な物価安定の理解」を念頭に置いた上で、経済・物価情勢については2つの「柱」による点検を行い、これに基づいて先行きの金融政策運営の考え方を明らかにすることにした。

まず、先行き2年間の経済・物価情勢について最も蓋然性が高いと判断される見通しについて点検すると（第1の柱）、上述した通り、内需と外需のバランスがとれた景気拡大が続くとみられる。また、消費者物価（全国、除く生鮮食品）の前年比は、需給ギャップが緩やかに需要超過に転化し、ユニット・レバー・コストからの下押し圧力が減じていくもとで、2007年度にかけて前年比プラス幅が次第に拡大していくと予想される。このように、わが国経済は、物価安定のもとでの持続的な成長を実現していく可能性が高いと判断される。

この間、より長期的な視点を踏まえつつ、確率は高くなくても発生した場合に生じるコストも意識しながら、金融政策運営という観点から重視すべきリスクを点検すると（第2の柱）、企業の収益率が改善し、物価情勢も一頃に比べ好転している状況下、金融政策面からの刺激効果は一段と強まる可能性がある。その場合には、現在、需給ギャップの水準がゼロ近傍にあることから、中長期的にみると、経済活動の振幅が大きくなり、ひいては物価上昇率も大きく変動するリスクは意識する必要がある。一方、経済活動や物価上昇率が下振れした場合でも、金融システムの安定が回復し、設備、雇用、債務の過剰が解消されてきていることから、物価下落と景気悪化の悪循環が発生するリスクは小さくなっていると考えられる。

先行きの金融政策の運営方針については、上述の2つの「柱」に基づく点検の結果、現時点では、無担保コールレートを概ねゼロ%とする期間の後も、極めて低い金利水準による緩和的な金融環境が当面維持される可能

性が高いと判断している。そうしたプロセスを経ながら、経済・物価情勢の変化に応じて、徐々に金利水準の調整を行うことになると考えられる。

(参 考)

2005 年度の政策委員の大勢見通し⁴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	+2.2~+2.5 <+2.2>	+1.6~+1.8 <+1.7>	0.0~+0.1 <+0.1>
実績	+3.2	+2.1	+0.1

2006~2007 年度の政策委員の大勢見通し^{4,5}

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)
2006 年度	+2.1~+3.0 <+2.4>	+1.4~+1.8 <+1.5>	+0.6~+0.6 <+0.6>
10月時点の見通し	+1.6~+2.2 <+1.8>	+0.5~+0.8 <+0.6>	+0.4~+0.6 <+0.5>
2007 年度	+1.8~+2.4 <+2.0>	+0.8~+1.1 <+1.0>	+0.7~+0.9 <+0.8>

(注1) 2005 年度の実質 GDP の「実績」については、1~3 月期の計数を前期比横這いと仮定して計算した推定値。

(注2) 各政策委員は、政策金利について市場金利に織り込まれたとみられる市場参加者の予想を参考にしつつ、上記の見通しを作成している。なお、10 月時点の見通しでは、政策委員の見通しを作成するに当たって、先行きの金融政策運営について、不変を前提としていた。

⁴ 「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。

⁵ 政策委員全員の見通しの幅は下表の通りである。

	実質 GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2006 年度	+2.1~+3.0	+1.3~+1.8	+0.5~+0.7
10月時点の見通し	+1.3~+2.4	+0.4~+1.0	+0.4~+0.6
2007 年度	+1.6~+2.5	+0.7~+1.3	+0.7~+1.0

【背景説明】

1. 経済・物価・金融情勢

(2005年度の経済・物価)

わが国経済は、2004年後半以降続いてきた景気の「踊り場」を上期に脱した後、内外需がともに着実な増加を続けた(図表1)。2005年度の成長率は、3%台と、1%台後半と推計される潜在成長率の水準をかなり上回ったと見込まれる(BOX)。

輸出は、中国の景気過熱抑制策などを背景に一時伸び悩んだが、海外経済が引き続き拡大する中、下期にかけては、IT関連分野の調整一巡や中国向けの増加などから、比較的高い伸びとなった(図表2、3)。鋳工業生産も、IT関連分野の在庫調整が進むもとで、増加の動きが再び明確になった(図表4)。

企業収益は、原油価格をはじめとする原材料価格の上昇にもかかわらず、2002年度から4年連続の増益となった(図表5)。2005年度の売上高経常利益率は、バブル期のピークを上回っており、製造業大企業では、海外現地法人からの配当・工業権使用料の増加や、2005年度下期にかけての円安も加わり、かなりの高水準となっている⁶。そうしたもとで、企業の業況感は、業種間・企業規模間・地域間の格差を伴いながらも、全体として改善方向に向かった(図表6)⁷。設備投資は、内外需要の増加

⁶ 海外現地法人からの配当や工業権使用料の増加は、ここ数年における製造業を中心とした海外展開の強化が、ややタイムラグを伴って利益を生み出し、それが親企業に還元されてきているという動きを反映している。

⁷ 日本銀行では、支店における調査などを通じて、地域経済の現状の把握に努めており、昨年4月からは、調査結果をより効果的に活かすことを狙いとして、「地域経済報告」(さくらレポート)の作成・公表を行っている。最近の地域経済の状況については詳しくは、日本銀行「地域経済報告(2006年4月)」を参照(各地域取りまとめ店からの報告のポイントについては参考図表)。

を背景に、設備稼働率が高まり、高水準の収益が維持されるもとで、比較的高い伸びを続けた(図表7)。業種別に内訳をみると、製造業は素材、加工業種とも高い伸びとなり、非製造業も不動産、情報通信、電気・ガスを中心に増加した。企業は、キャッシュフローの有効活用という観点からも、生産・営業設備の拡充や競争力強化のための研究開発を進めている。

雇用・所得環境をみると、労働需給の改善が続く中、雇用と賃金の改善を反映して、雇用者所得は緩やかな増加傾向を辿った(図表8)。雇用者数の内訳をみると、昨年春頃からは、パートタイム労働者よりもフルタイム労働者(一般労働者)の増加が目立つようになった。一人当たり名目賃金は、緩やかな増加基調を続けた。また、配当の増加や株価の上昇も、家計の所得や保有資産の価値を押し上げた(図表9)。このように企業部門の好調の影響が家計部門にも波及してきたことを背景に、個人消費は徐々に底堅さを増していった(図表10)。そうしたもとで、個人消費関連企業の業況感も改善した。また、住宅投資も、分譲や貸家を中心に、強含みの動きを続けた。この間、公共投資は、減少基調を辿った。

政府の景気基準日付では、今回の景気の谷は2002年1月であり、景気回復期間は既に4年以上に亘って続いている。企業部門の各種の過剰は解消しており、短観によ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(図表11)⁸。ある程度幅をもって見る必要があるが、実際のGDPと潜在GDPの乖離を表す需給ギャップ(GDPギャップ)の推計値をみると、今回の回復局面が始

⁸ 短観の生産・営業用設備判断D・Iと雇用人員判断D・Iを資本・労働分配率で加重平均した指標でみると、昨年9月に過剰超が解消し、最近では、小幅ながら不足超となっている。

まった時点では大幅な供給超過であったのに対し、足もとではゼロ近傍（1975年以降の平均的な水準）となっている（図表12）。OECDによる推計値をみると、2005年時点のわが国のGDPギャップは、主要先進国中、カナダ、米国に次いで、供給超過幅が小さい。

物価面をみると、原油や非鉄金属など国際商品市況は、世界的な需要の増加や供給制約に対する懸念などを背景に、引き続き上昇した（図表13）。こうした動きを受けて、国内商品市況も上昇基調を続けた。物価指数については、国内企業物価の前年比は、内外商品市況の上昇を受けて、1990年初以来の3%まで上昇した（図表14）。消費者物価（全国、除く生鮮食品）の前年比は、上期中は、米価格の下落や電気・電話料金の引き下げの影響などから、農水畜産物や公共料金を中心に小幅のマイナスとなったが、そうした下落要因が徐々に剥落する中で、年末にかけてプラスに転じ、2006年入り後はプラス幅を拡大した（図表15）。財（除く農水畜産物）や一般サービスについては、年度を通じて概ね前年比プラスで推移し、年度末にかけてはプラス幅を拡大した。

上述した2005年度のわが国経済の動きを、昨年10月の「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ると、輸出が予想以上の増加を示したほか、個人消費も強めに推移したことから、全体として上振れて推移したとみられる。物価面では、国内企業物価は、国際商品市況高や昨年後半の円安を背景に、10月時点の見通しに比べて幾分上振れた。消費者物価（全国、除く生鮮食品）は、概ね10月時点の見通しに沿って推移した。

（2006～2007年度の経済の展望）

2006年度から2007年度にかけてのわが国経済を展望すると、内需と外需、企業部門と家計部門のバランスがとれた形で息の長い拡大を続ける

と予想される⁹。成長率の水準は、景気回復局面に入って既に4年以上経過する中で、今後景気は成熟段階に入っていくと考えられるため、潜在成長率近傍の水準に向けて徐々に減速する可能性が高い。

すなわち、2006年度については、企業部門の好調が続き、設備投資は増加を続けるとみられる。2006年度の売上高経常利益率は、バブル期のピークを上回る水準を続けるとみられる。3月短観の2006年度の設備投資計画は、多くの業種でこの時期としては高めのスタートとなっている。前年度からの案件ずれ込みが多かった2005年度に比べると、2006年度は、上方修正幅が小幅になると考えられるが、前年比は4年連続のプラスとなる可能性が高い（前掲図表7(3)）。雇用・所得環境をみると、これまでの経済活動の高まりもあって、企業部門から家計部門への所得波及は明確になってきている。今後は、雇用者所得の増加ペースが幾分速まっていくとみられ、年金保険料の引き上げや定率減税の縮小・廃止などを考慮しても、可処分所得の増加基調は維持されると考えられる。さらに、家計支出の堅調が企業部門にフィードバックして、前向きな相互作用も働くとみられる。このように、好循環のメカニズムが作用し続けるもとで、2006年度は、2%台半ばと、潜在成長率を幾分上回る成長が実現する可能性が高い。

2007年度についても、同様のメカニズムは働き続けるとみられる。ただ、景気回復の長期化に伴い、資本ストック循環などの面から、設備投資に減速圧力がかかってくると考えられる。これまでそうした減速圧力が働かなかったことには、企業の慎重な行動や二度に亘る「踊り場」の

⁹ 景気基準日付上の景気拡張期間は、2006年4月にバブル景気（平成景気、51か月）に並び、このまま景気拡大が続くと、同10月に戦後最長のいざなぎ景気（57か月）に並ぶ。

存在により、設備投資の増加ペースが緩やかなものであったことが大きい。2007年度の成長率は、設備投資の減速を受けて、2%程度と、1%台後半と考えられる潜在成長率近傍の水準に向けて減速する可能性が高い。

(2006～2007年度の物価の展望)

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。潜在成長率を幾分上回るペースでの景気拡大が続くもとの、需給ギャップは、ゼロ近傍からプラス(需要超過)の領域に入り、プラス幅は緩やかに拡大していくとみられる。ユニット・レーバー・コスト(生産1単位当たりの人件費)は、生産性上昇に伴い低下を続けてきたものの、賃金が上昇に転じていることから、マイナス幅は縮小基調にある(図表16)。労働需給の引き締まりは比較的幅広い分野でみられており、先行きは、経済の成熟化に伴って、生産性の上昇率も減速すると考えられることから、ユニット・レーバー・コストは、下げ止まりから若干の上昇に転じていく可能性が高い。原材料コストについても、原油価格をはじめとする商品市況は、高止まりを続けるとの見方が一般的である。

こうした物価の上昇圧力は、規制緩和や情報通信技術の発達、経済のグローバル化の進展などを背景とした根強い競争圧力によって相殺される部分もあるとみられるが、全体としてみれば、物価のプラス基調をより確かなものにしていくと予想される。各種サーベイ調査に示されるように、企業や家計などの物価上昇率の見通しは、短期、中長期とも、徐々に上方修正されている(図表17)。ちなみに、生活意識に関するアンケート調査によると、家計の予想する今後5年間の平均インフレ率は徐々に上昇しており、中央値でみて1%程度となっている。

以上の整理を踏まえると、国内企業物価の前年比は、2006年度は1%台半ば、2007年度は1%前後の上昇となると予想される。消費者物価(全国、除く生鮮食品)の前年比は、2006年度は0%台半ば、2007年度は1%弱の伸び率となると予想される¹⁰。

(量的金融指標の動き)

企業金融面では、金融機関は積極的な貸出姿勢を続けるとみられ、先行きも、緩和的な環境が維持されていくと考えられる(図表18)。現状、企業部門では、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、全体としてみると、資金繰りは極めて順便であり、外部資金調達ニーズは高まっていない。もっとも、より仔細に企業の中期的な経営戦略をみていくと、有利子負債の削減については、次第に経営上の優先度が後退してきており、経営資源を投下する対象を絞り込んだ上で、減価償却費を上回る設備投資を行う企業が増えてきている¹¹。設備投資の内容として工場や店舗の新設などが増えていることもあって、土地投資も増加している。配当などを通じた株主への利益還元も徐々に進められてい

¹⁰ 今回の消費者物価の見通しは現行の2000年基準の指数をベースにしているが、同指数は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月分に遡って改訂される予定である。その際には、前年比上昇率が若干下方改訂される可能性が高い。そうした下方改訂をもたらす要因としては、以下のようなものが考えられる。パソコンなど価格下落幅の大きい耐久消費財では、価格指数の水準が低くなるにつれて指数の低下幅が小さくなっているが、改定後は、価格指数の水準がもとの水準に戻るため、指数の低下幅が再び大きくなること(指数算式上の影響)。改定後の指数では、幾つかの品目が新規採用される予定であるが、そのうち薄型テレビ等については、足もとで価格下落が加速していること(新規採用品目の影響)。改定後の指数では、家賃について、下落幅の大きい非木造住宅のウェイトが上昇すると見込まれること(基礎統計の影響)。以上の要因を踏まえると、パソコンが新規採用された前回2000年基準改定時並みの下方改訂(2000年中の平均で-0.26%ポイント)となる可能性がある。

¹¹ この点に関して詳しくは、日本銀行調査統計局「上場企業のキャッシュフロー動向と支出行動——慎重な中にみられる積極化へ向けた動き——」(日本銀行調査季報・2006年冬号掲載論文)を参照。

る。企業は資産収益率がバブル期並みの高水準となる中で、最適な資本構成を意識し、負債比率を高めて、資本収益率をさらに高めようとする動きもみられている。こうしたもとで、民間銀行貸出は、貸出債権の流動化や不良債権処理の影響などの特殊要因を調整した計数でみて、昨年8月に前年比プラスに転じた後、徐々にプラス幅を拡大してきている。景気が息の長い拡大を続けるもとで、民間銀行貸出の前年比は、先行きもプラスを続ける可能性が高い(図表19)。

この間、金融システムが安定を取り戻す中で、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、手数料収入を増やすため、投資信託の窓口販売など預金以外の商品提供に力を入れ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と考えられる。マネーサプライ(M2+C D)は、これまで、名目GDPの成長率を上回る伸びを示してきており、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。家計や企業の資産選択行動を踏まえると、マネーサプライの伸びは目立って高まらないと予想される。そうしたマネーサプライの状況は、緩やかな物価上昇や経済の持続的成長と十分両立可能であると考えられる。

2. 経済・物価の変動メカニズムの点検

(輸出を巡る環境)

I M F の世界経済見通し (World Economic Outlook) によると、世界経済の成長率は、新興諸国の高成長を背景に、過去20年間平均の3%台から2003年以降4%以上に水準を切り上げている。2004年は5%を上回

る伸びを記録した後、2005年は5%弱の高い伸びとなり、2006年も同程度の高成長が続く見通しにある。わが国の主要貿易相手国についてみると、米国は、住宅市場など一部に減速の兆候もみられているが、国内民間需要を中心に着実な景気拡大が続いている。ユーロエリアは、景気はなお停滞気味ながら、輸出や生産が回復するなど、景気回復のモメンタムが徐々に強まっている。中国は、部門ごとの需給の不均衡は引き続きみられるものの、全体として高成長が続いている。

輸出の先行きについては、海外経済がこうした展開を続けていくかどうか重要なポイントとなる。そうした観点からみると、米国経済がインフレ率の上昇や住宅価格の調整などをきっかけに減速するリスク、

ユーロエリアの外需を原動力とした景気回復の動きが十分に強まっていかないリスク、中国経済が固定資産投資や個人消費の動向次第で加速するリスク、などがある。

(在庫調整圧力)

鉱工業全体では、出荷と在庫の伸びはほぼ見合っている(前掲図表4(3))。内訳をみると、電子部品・デバイスの在庫は、昨年同時期に急減していたこともあって、前年比伸び率がやや高めとなっているが、なお出荷の伸びを下回って推移している。その他生産財(鉄鋼、化学等)は、高付加価値品が好調に推移する中、汎用品の在庫調整の進捗もあって、在庫と出荷のバランスがほぼ回復している。また、耐久消費財についても、自動車の輸出船待ちの影響等から振れの大きい動きとなっているが、足もとでは在庫と出荷のバランスは概ね保たれている。

ただ、電子部品・デバイスなどIT関連分野では、かなり高い伸びの生産計画を策定している先も少なくない。企業はできるだけ過剰な在庫を持たないようにしているが、わが国企業が得意とする高付加価値分野

を含め、供給の増加ペースがかなり速いものとなっているだけに、何らかのきっかけで在庫と出荷のバランスが崩れ、そこに例えば米国経済の減速が加わるといった形で、輸出や生産が伸び悩む可能性については、認識しておく必要がある（図表 20）。

（資本ストック循環）

設備投資の増加モメンタムは、2007 年度にかけて維持されるとみられるが、2003 年度以降増加が続く結果として資本ストックの伸びが高まっていくことから、設備投資の増加ペースについては、徐々に減速していくと考えられる（図表 21）。ただ、企業財務面からは投資は積極化しやすい局面にあるため、企業の投資行動がより積極化し、設備投資の増加ペースがなかなか減速しない可能性もある。金融機関の積極的な貸出姿勢が続き、金利や地価の先高感も次第に醸成されつつある中で、過去の経験則からみて、中小企業非製造業の設備投資が上振れる可能性は小さくない。これまでのところ、企業の姿勢はそれほど前傾化していないが、企業の投資行動が想定以上に積極化する場合には、成長率が一時的に大きく上振れる反面、その後は資本ストックの過剰な積み上がりの反動が生じ、調整を余儀なくされるリスクがある。

（家計の支出性向）

家計の消費性向は、高水準で推移している（図表 22）。この背景としては、第 1 に、高齢化による上昇トレンドが考えられる。一般に個人のライフサイクルは、若年期から中年期にかけて消費性向が下がり、その後、加齢にしたがって消費性向が上がっていくという傾向を持つ。したがって、少子高齢化が進み、人口に占める高齢層のウェイトが上昇すると、

マクロの消費性向はその分押し上げられることになる¹²。第2に、雇用・所得環境の改善や株高による消費マインドの強まりなどが考えられる。このところの賃金の上昇は、一時的な変動要素が大きい所定外給与や特別給与だけでなく、恒常所得の変化と認識されやすい所定内給与の増加を伴ったものであり¹³、当面の消費性向を支える要因になり得ると考えられる。以上を踏まえると、家計の消費性向は、先行きも高水準で推移すると見込まれる¹⁴。

住宅投資についても、良好な所得環境のほか、金利や地価の先高感が次第に醸成されていくとみられることもあって、緩やかな増加基調を辿る可能性が高い。今後、金融緩和効果が予想以上に出てくるケースとしては、先に述べた中小企業非製造業の設備投資上振れに加え、家計が住宅購入を急ぎ始める可能性なども考えられる。

(景気の成熟化と賃金の上昇圧力)

今後、景気が成熟化していく場合、国内民間需要の主たる牽引役は設備投資から家計支出に徐々に移行していくとみられる。過去の景気拡大局面をみても、初めは輸出や設備投資が勢い良く増加し、徐々に個人消費や住宅投資といった家計部門の支出も増加し始めるという経験則がある(図表23)。個人消費など家計支出の増加は、小売やサービスなど非製

¹² 若年期から中年期にかけて消費性向が下がり、その後、加齢にしたがって消費性向が上がっていくという傾向があるのは、家計の可処分所得は40代後半ないし50代前半まで上昇を続け、その後減少していくというカーブを描く一方、消費については、生涯を通じて所得よりも安定的に推移するためである。

¹³ 所定内給与は実勢としては緩やかな増加基調にある。毎月勤労統計をみると、1月以降の所定内給与がやや弱めとなっているが、これは、5~29人規模の事業所について1月と7月の年2回実施されるサンプル替えの影響による面が大きいとみられる。ミクロ情報によれば、本年春に久方ぶりの賃上げが実現した企業も少なくない。先行き、サンプル替えの影響が剥落すれば、改善傾向は明確化してくるとみられる。

¹⁴ 最近の個人消費動向について詳しくは、日本銀行調査統計局「近年における個人消費の底堅さとその背景」(日本銀行調査季報・2006年春号掲載論文)を参照。

造業に対する需要を相対的に拡大させるため、経済活動の中心は、製造業から非製造業に移っていくと考えられる。労働集約的な度合いの高い非製造業のウェイトが上昇していく形で経済活動の水準が高まると、企業が生産性引き上げにより賃金コストの上昇を吸収する余地が乏しいだけでなく、労働需要の高まりを通じて賃金に上昇圧力がかけやすくなる¹⁵。過去を振り返ると、景気拡大が長く続いた後には、労働分配率の下げ止まりが観察される（図表 24）。このように、景気の成熟化に伴い、生産性の伸びが鈍化し、賃金が上昇していくと考えられ、ユニット・レバー・コストは、先行きマイナス幅を縮小し、いずれ若干の上昇に転じていく可能性が高い。

（物価上昇率と需給ギャップの関係）

今回の消費者物価に関する見通しは、需給ギャップに対する消費者物価上昇率の感応度が低下している可能性を考慮しており、需給ギャップのプラス幅が拡大しても、消費者物価上昇率は目立っては高まっていかなないと想定している（図表 25）¹⁶。こうした傾向は、わが国だけでなく、世界的にも観察されている。その背景としては、規制緩和や情報通信技術の発達、経済のグローバル化の進展の影響などが挙げられる。規制緩和や情報通信技術の発達の例としては、携帯電話市場における新規参入

¹⁵ わが国の場合、米国などと比べて、長期雇用や景気後退局面における労働保蔵の度合いが強いと言われている。経済活動水準が高くなく、企業内に多くの労働力が保蔵されているような状況においては、生産性の引き上げ余地は大きいと考えられる。一方、経済活動水準が高まり、労働力を外部から新規に雇う必要性が高まっている状況においては、生産性の引き上げ余地は小さいと考えられる。

¹⁶ 需給ギャップと物価上昇率の関係はフィリップス曲線と呼ばれる。需給ギャップに対する物価上昇率の感応度を考慮する際、フィリップス曲線の傾き（需給ギャップの変化に対してインフレ率がどの程度上昇するか）、フィリップス曲線の上下シフトのスピード（需給ギャップが不変のもとで予想インフレ率の上昇が実際のインフレ率をどの程度押し上げるか）という2つの要素がある。

が料金引き下げ圧力をもたらす可能性などがある。また、経済のグローバル化の進展の影響としては、新興諸国から輸入される製品との競合から国内の需給ギャップが需要超過方向に転化しても物価上昇圧力が抑制されることなどが考えられる。さらに、わが国の場合、資源稼働率に余裕のある中で、生産性上昇によるユニット・レーバ・コストの低下余地が大きかったことも、需給ギャップに対する消費者物価上昇率の感応度低下に寄与してきたとみられる。もっとも、需給ギャップがゼロ近傍から徐々にプラスに転化すると予想される中では、いずれかの時点で、予想インフレ率の切り上がりを伴いつつ、賃金・物価が上振れする可能性もある。

以上に挙げたような要因の現れ方によっては、需給ギャップに対する消費者物価上昇率の感応度は異なり得る。仮に、想定しているほど実際には感応度が低くなければ、物価は上振れる可能性がある。一方、需給ギャップに対する物価上昇率の感応度が想定以上に低ければ、経済が上振れても物価はなかなか反応しない。このケースでは、物価の上昇が顕現化する時点では、現状ゼロ近傍にある需給ギャップが大幅なプラスとなるまで経済が過熱している可能性がある。そうなると、ストックの過剰な積み上がりがその後の調整を招くという形で、結果的に経済の振幅が大きくなるリスクがある。また、物価上昇率の需給ギャップに対する感応度が短期的には低い場合であっても、いずれかの時点では、予想インフレ率の切り上がりを伴いつつ、賃金・物価上昇率が高まることになる可能性がある。

(金融市場の動向)

短期金利をみると、無担保コールレート(オーバーナイト物)は、概ねゼロ%で推移している。ターム物金利は、幾分上昇している(図表 26)。

ユーロ円金利先物レートや、T B・F Bからみたフォワード・レートなども強含んでいる(図表 27)。長期金利は上昇している(図表 28)。欧米の長期金利も上昇している。この間、物価変動を調整した実質金利の水準で見れば、短期金利の水準は引き続き低位にあり、企業の収益率の改善とも相まって、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 29)。前述の通り、わが国の中長期の物価上昇率の見通しは緩やかな上昇傾向にあり、このことは、中長期の実質金利を低下させる方向に働いているとみられる。

信用スプレッドの動向をみると、C Pと短期国債の利回り格差は、幾分拡大しているが、社債と長期国債の利回り格差は、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 30)。民間銀行の貸出姿勢が積極化している中で、貸出金利は、既往ボトム圏での推移を続けている(前掲図表 18(3))。

株価は、世界経済の拡大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積極的な投資姿勢を続けていることもあって、総じて堅調な動きを続けている(図表 31)。

為替相場は、内外の景況感や金利差、対外不均衡などへの見方を巡って、足もとは幾分振れの大きい展開となっている。名目実効為替レートでみると、円安方向の動きが続いている(図表 32)¹⁷。

地価は、全体としては、なお下落傾向が続いているが、このところは下落幅を縮小している(図表 33)。2006年1月1日時点の公示地価をみると、東京都は15年振りに上昇に転じている。商業地についてみると、堅調なオ

¹⁷ 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は、1985年のプラザ合意直後以来の円安水準となっており、純輸出の増加を支える方向に作用していると考えられる。

フィス需要を背景に、東京、大阪、名古屋の3大都市圏で上昇に転じている。公示地価について単純平均ではなく各調査時点の変化率を1平方メートル当たりの公示地価水準で加重平均してみると、下げ止まりから上昇に転じてきている。オフィス賃貸物件の賃料も、空室率が低下傾向にあるもとので、下げ止まってきている。

以 上

(B O X) G D P ギャップと潜在成長率

潜在GDPは、その時々現存する経済構造を前提にした供給力であり、GDPギャップは、実際のGDPと潜在GDPの乖離として定義される。

潜在GDPを実際に推計する場合、大まかに分けて、現存する経済構造のもとで生産要素を最大限利用した場合に達成される経済活動水準（最大概念に基づく潜在GDP）、生産要素を長期平均的な水準まで投入した場合に達成される経済活動水準（平均概念に基づく潜在GDP）の2通りの定義があり得る。

両定義の違いを反映し、最大概念に基づく潜在GDPを利用したGDPギャップは常にマイナスになるのに対し、平均概念に基づく潜在GDPを利用したGDPギャップはプラスにもマイナスにも変動する。従来、日本銀行では前者の定義を用いてきていたが、海外や他機関では後者の定義の利用が主流である。

そこで今回、GDPデータが基準改定により過去に遡って改訂された機を捉えて、平均概念に基づく潜在GDPの推計に切り替えることにした。併せて、各生産要素の潜在投入量を推計するための各種トレンドの抽出方法や推計に用いるデータ等について見直しを行った。新しい定義に基づく推計では、過去数年間に明確化した労働市場の構造変化などを織り込んだ上で、データ始期を1983年から1975年に遡った。

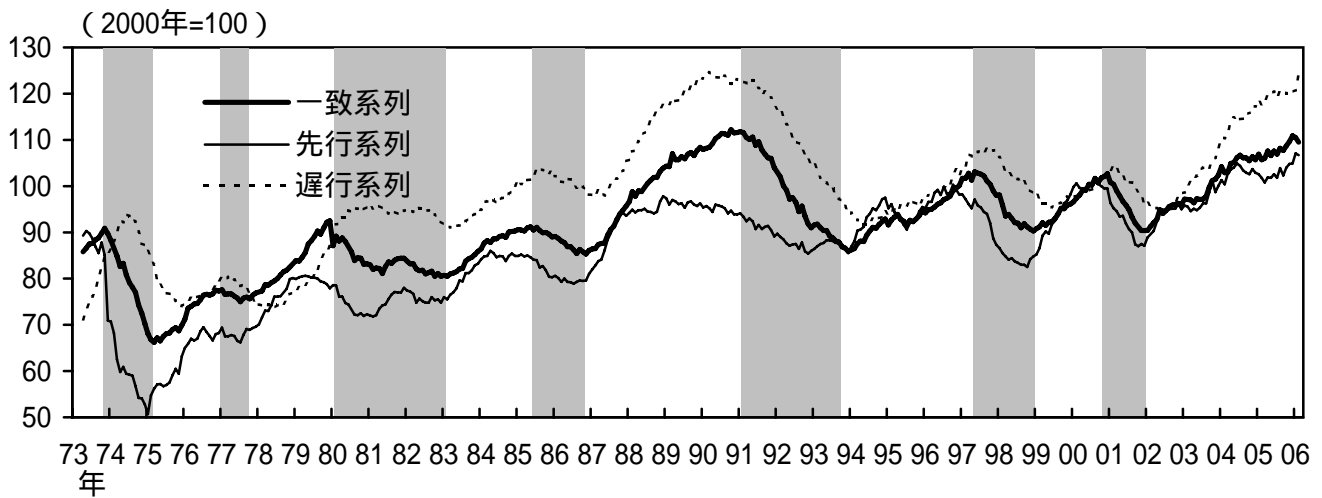
それによると、GDPギャップは、今次景気回復局面において長らくマイナスの状態にあったが、足もとではゼロ近傍（1975年以降の平均的な水準）となっている（BOX図表）。

潜在成長率は、潜在GDPの年率ベースの変化率である。潜在成長率については、2003～2004年の1%程度から緩やかに上昇し、最近では1%台後半となっている。

ただし、新しい推計方法によるGDPギャップや潜在成長率についても、無視できない計測誤差が存在していると考えられる。特に、各種トレンドの抽出は、きめ細かく行っても、データの追加などによって事後的に修正されることが避けられない。したがって、それらの推計値については、引き続き、幅をもってみていく必要があると考えられる。

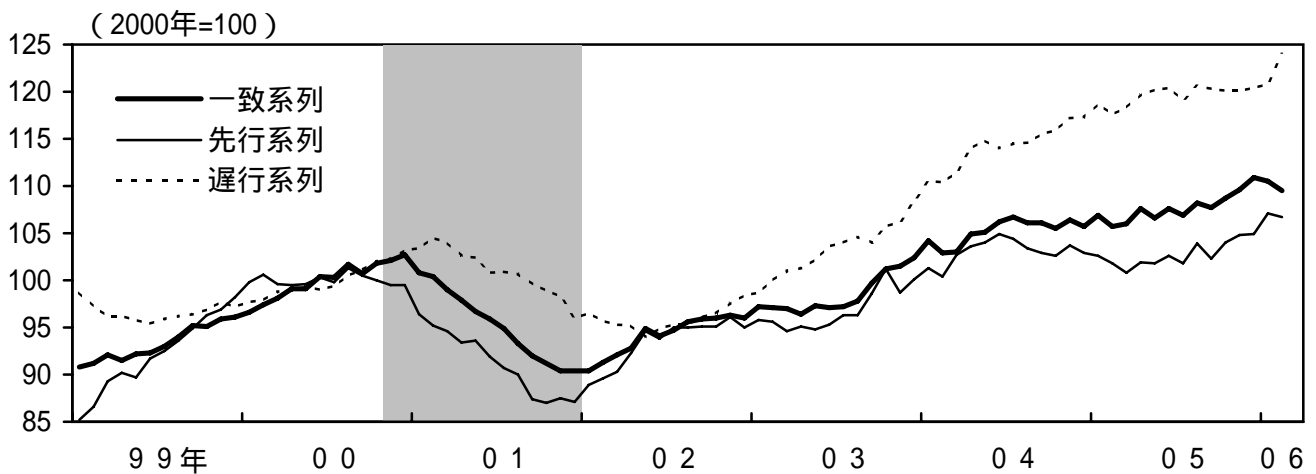
景気動向指数と実質GDP

(1) 景気動向指数 (CI)

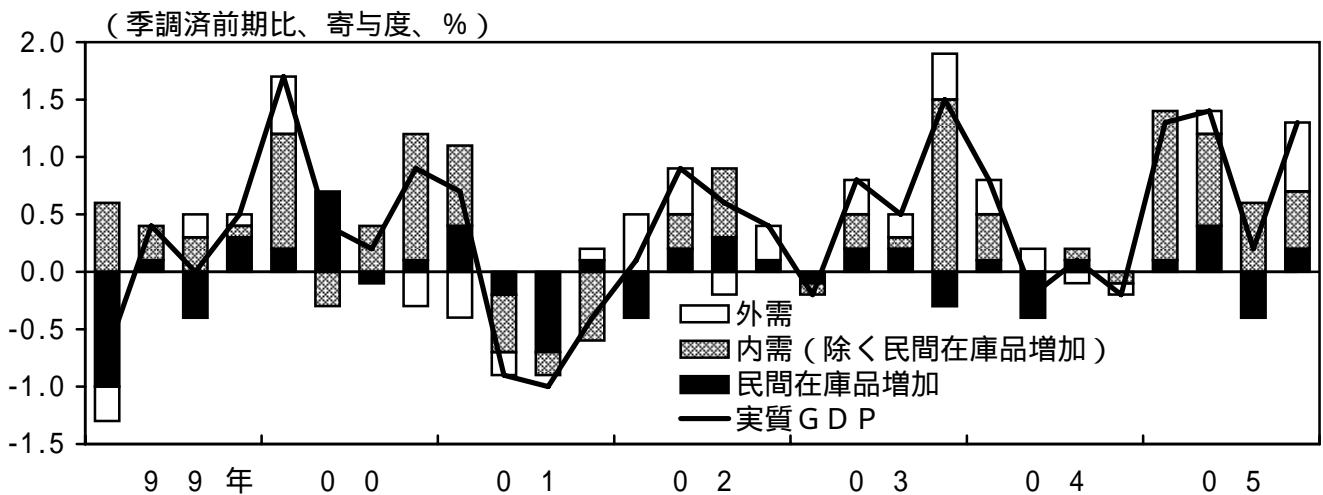


(注) シャドー部分は景気後退局面 (下の(2)も同じ)。

(2) 景気動向指数 (CI、99年以降)



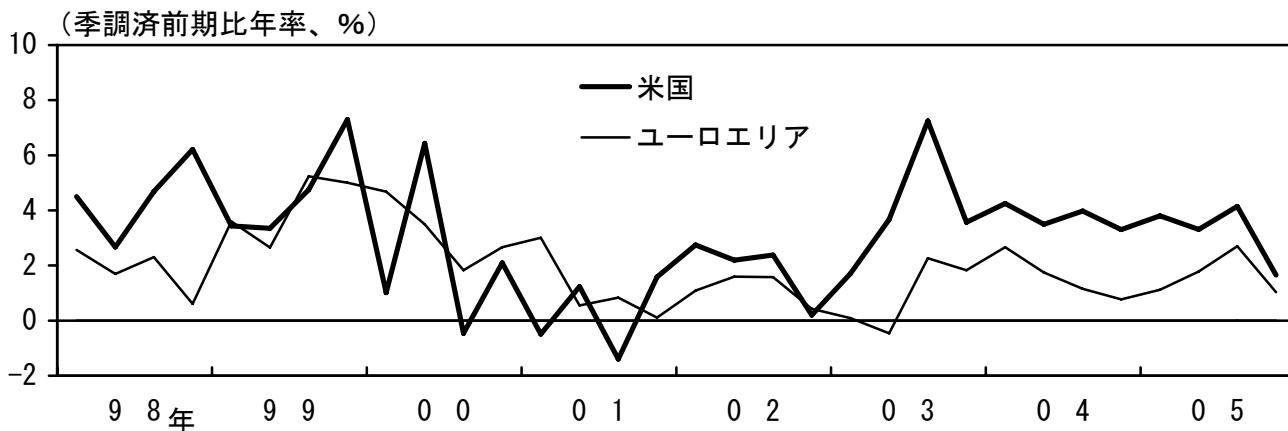
(3) 実質GDP



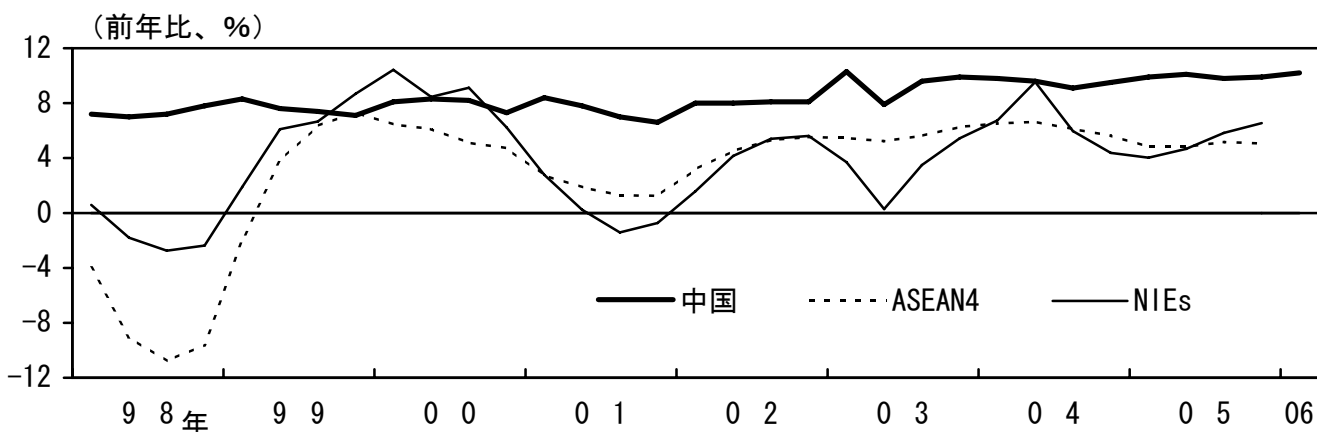
(資料) 内閣府「国民経済計算」「景気動向指数」

海外経済

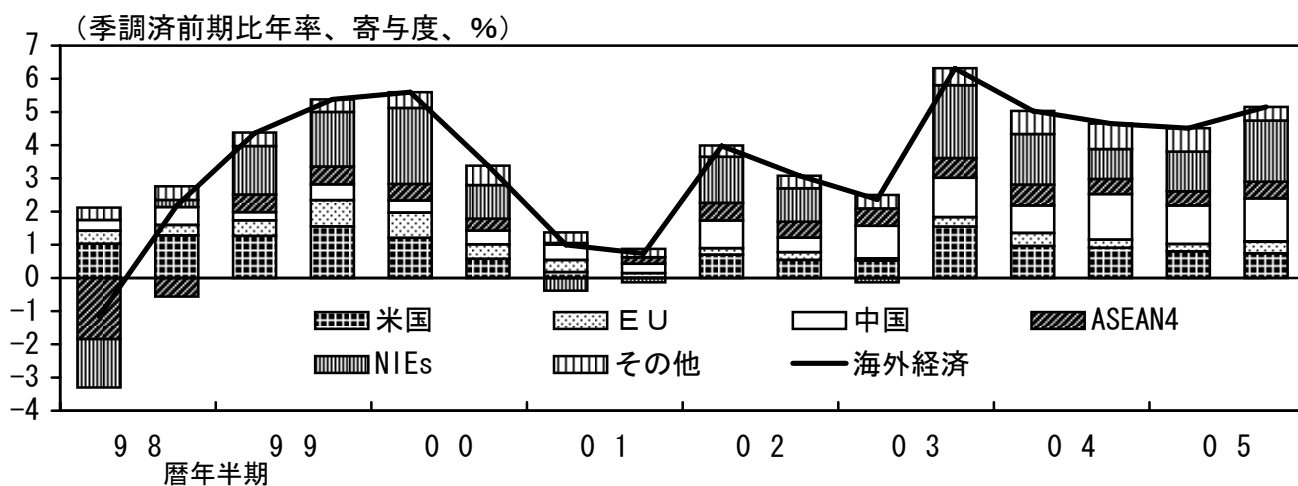
(1) 先進主要国の経済成長率



(2) 東アジア諸国の経済成長率



(3) 海外経済の成長率



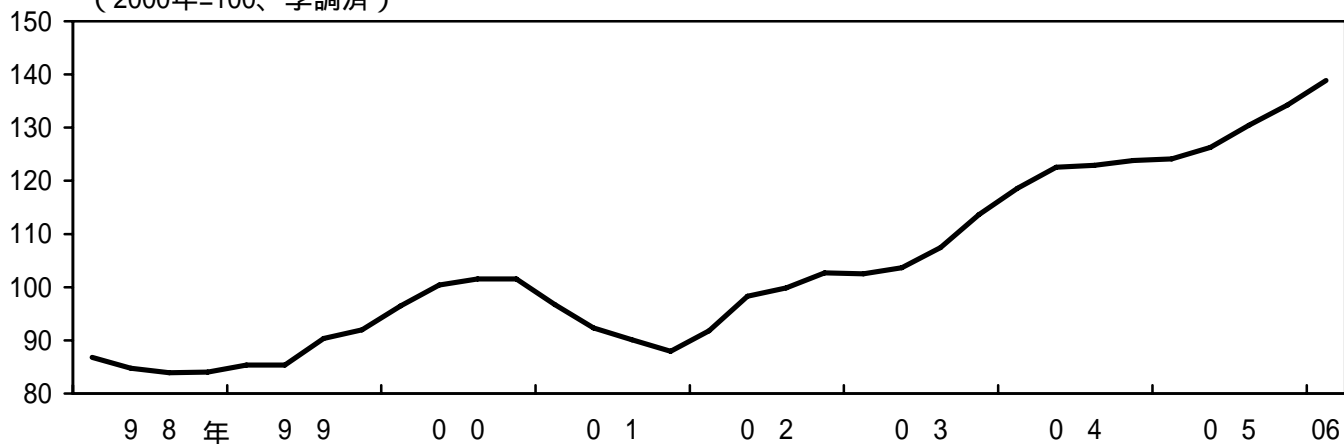
- (注) 1. ASEAN4は、タイ、マレーシア、フィリピン、インドネシア。
2. NIEsは、韓国、台湾、香港、シンガポール。
3. 中国の2005年の値は、第1回全国経済センサスを受けた改訂値。
4. (2)のNIEs、ASEAN4及び(3)は日本銀行試算値。各国実質GDPを通関輸出額ウェイトで加重平均したもの。

(資料) 各国政府、中央銀行、欧州委員会

輸出

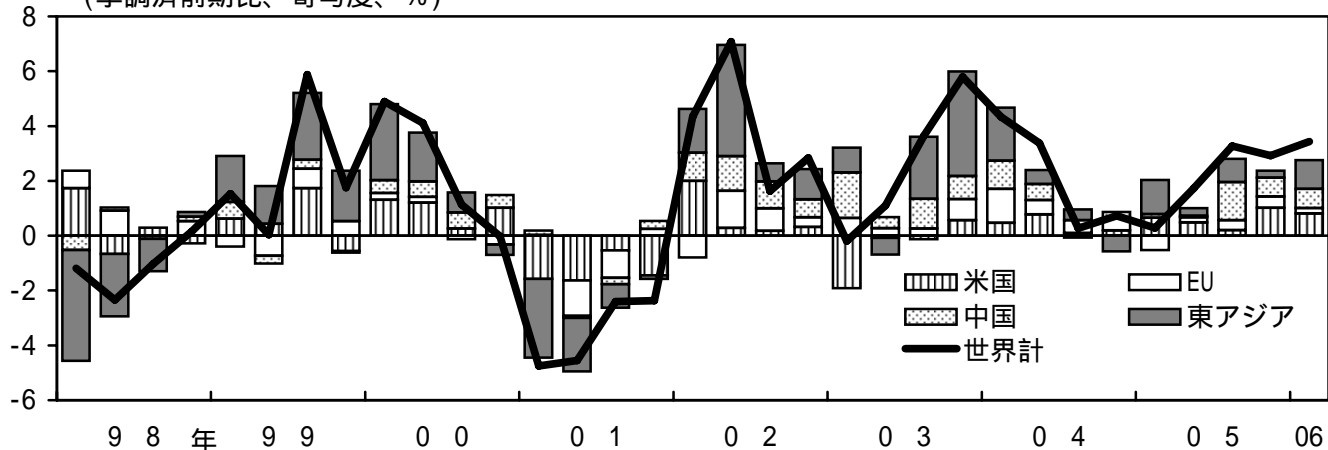
(1) 実質輸出

(2000年=100、季調済)



(2) 実質輸出の地域別内訳

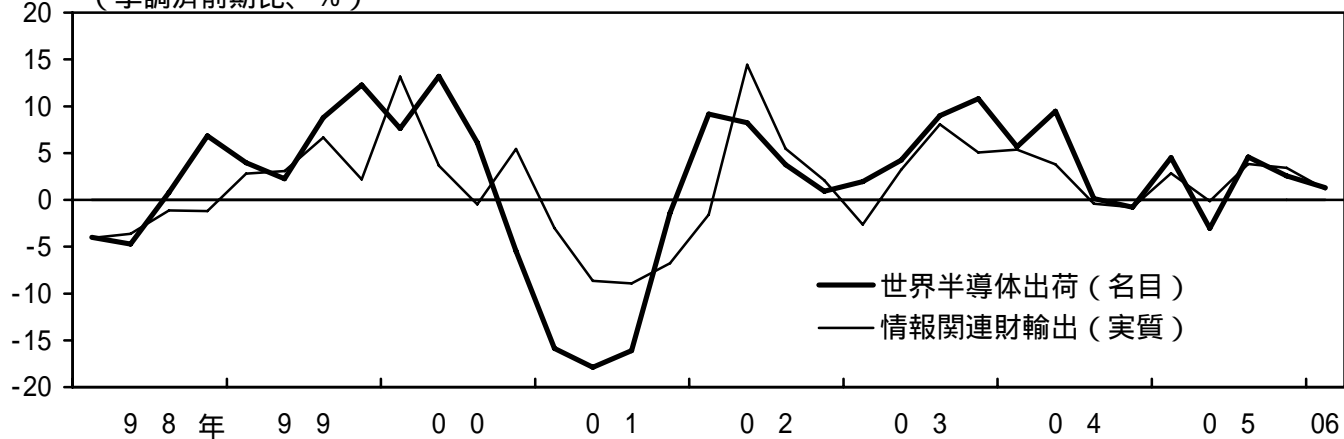
(季調済前期比、寄与度、%)



(注) 東アジアはNIEsとASEAN4の合計。

(3) 世界半導体出荷と情報関連財の輸出

(季調済前期比、%)

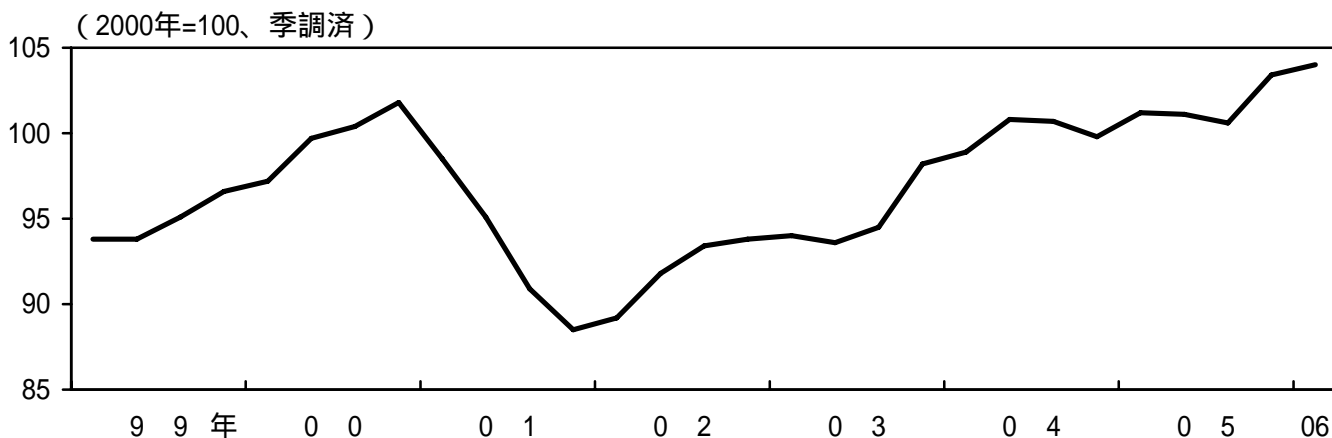


(注) 世界半導体出荷の2006/1Qは、1~2月の2005/10~12月対比。

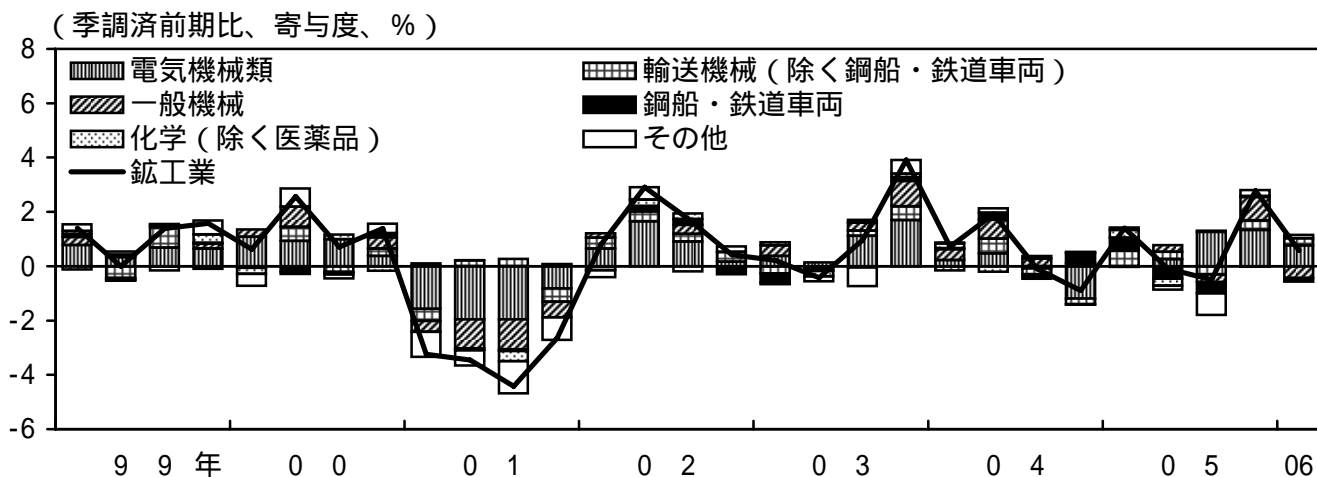
(資料) 財務省「外国貿易概況」、日本銀行「企業物価指数」、WSTS「世界半導体市場統計」

鋳工業生産

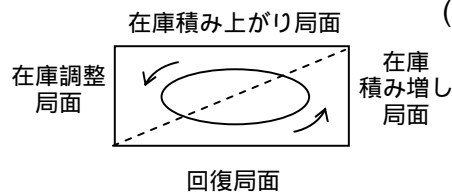
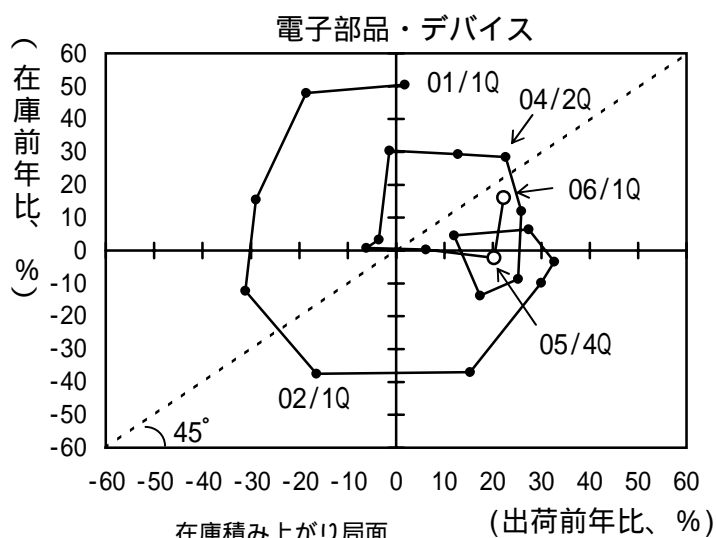
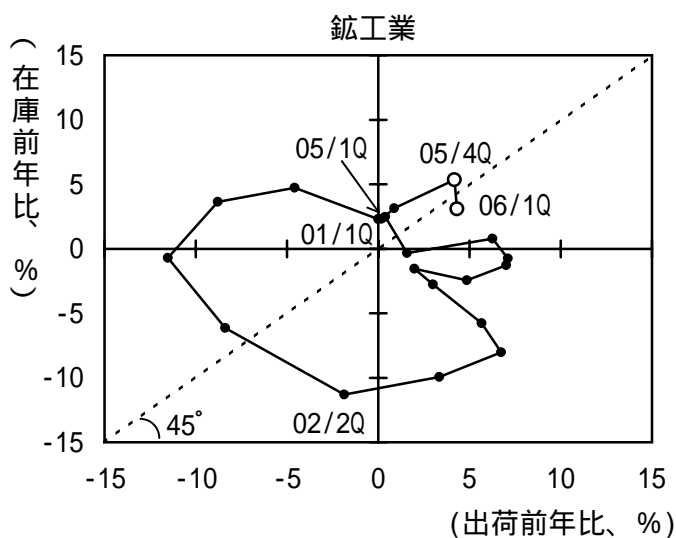
(1) 鋳工業生産



(2) 生産の業種別寄与度



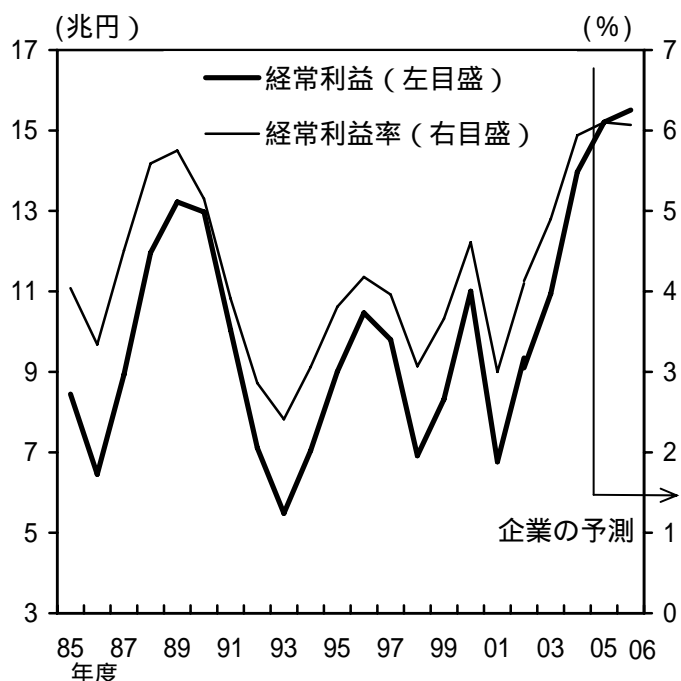
(3) 在庫循環



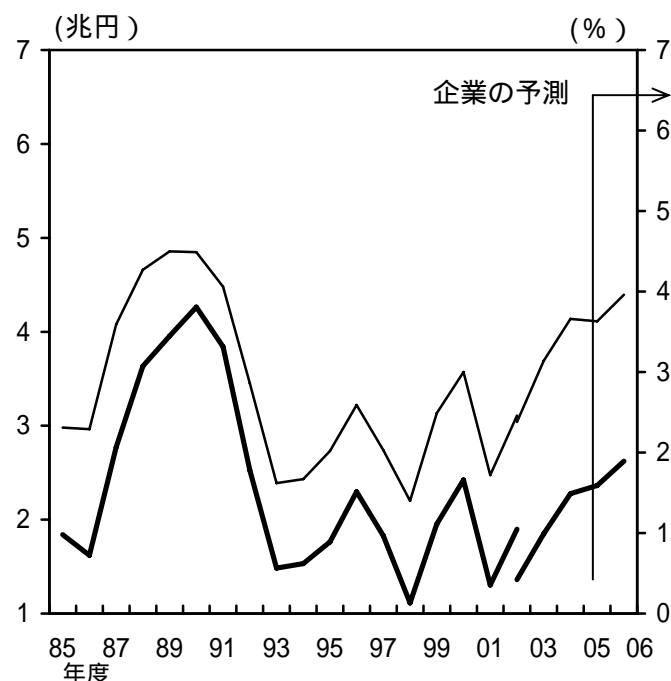
(資料) 経済産業省「鋳工業指数統計」

企業収益

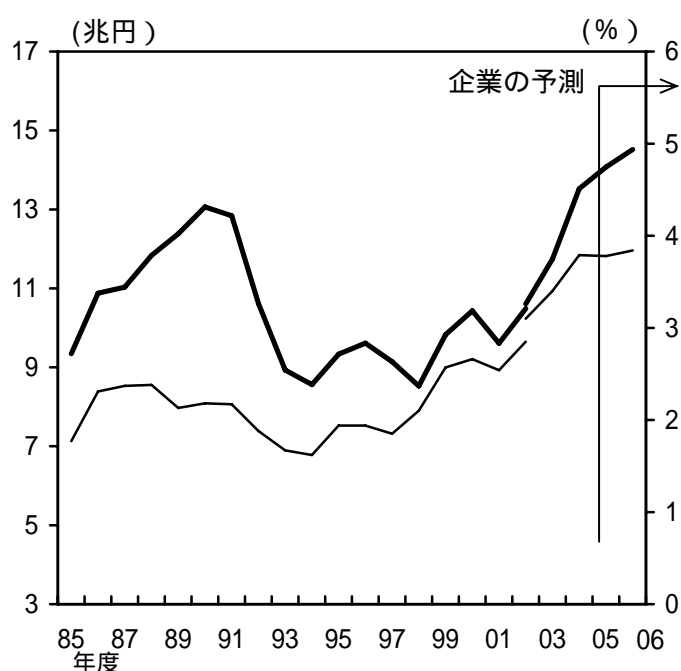
(1) 製造業大企業



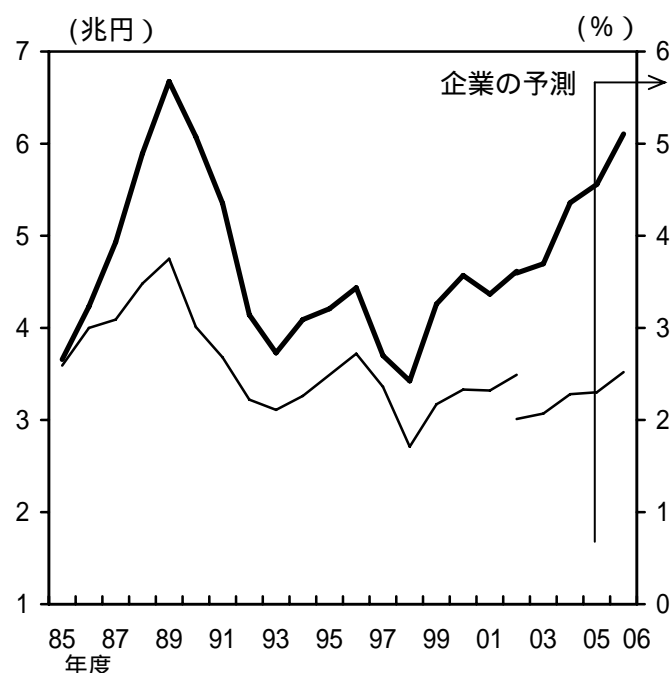
(2) 製造業中小企業



(3) 非製造業大企業



(4) 非製造業中小企業

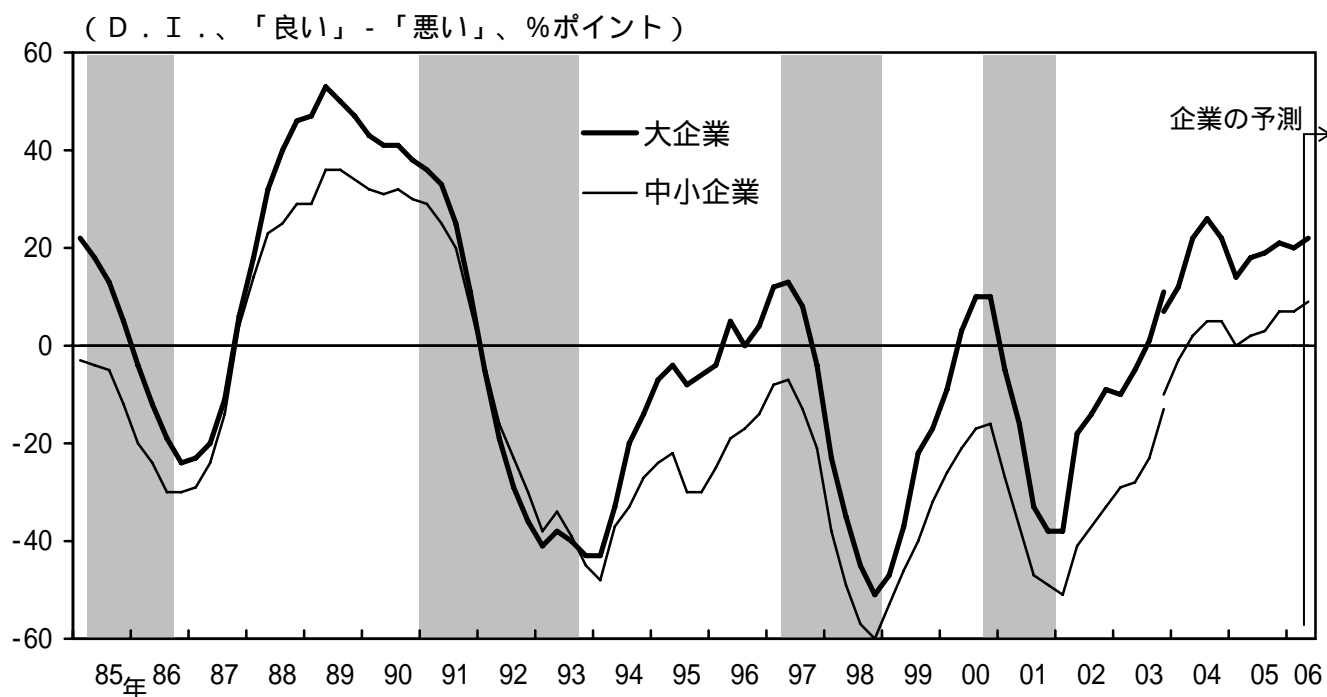


- (注) 1. 旧ベース大企業 : 常用雇用者数1,000人以上の企業が対象。
 旧ベース中小企業 : 常用雇用者数が製造業50~299人、卸売20~99人、小売・サービス・リース20~49人、その他非製造業50~299人の企業が対象。
 新ベース大企業 : 資本金10億円以上の企業が対象。
 新ベース中小企業 : 資本金2,000万円以上1億円未満の企業が対象。
2. 2004年3月調査より見直しを実施。
 旧ベースは2002年度まで、新ベースは2002年度から。

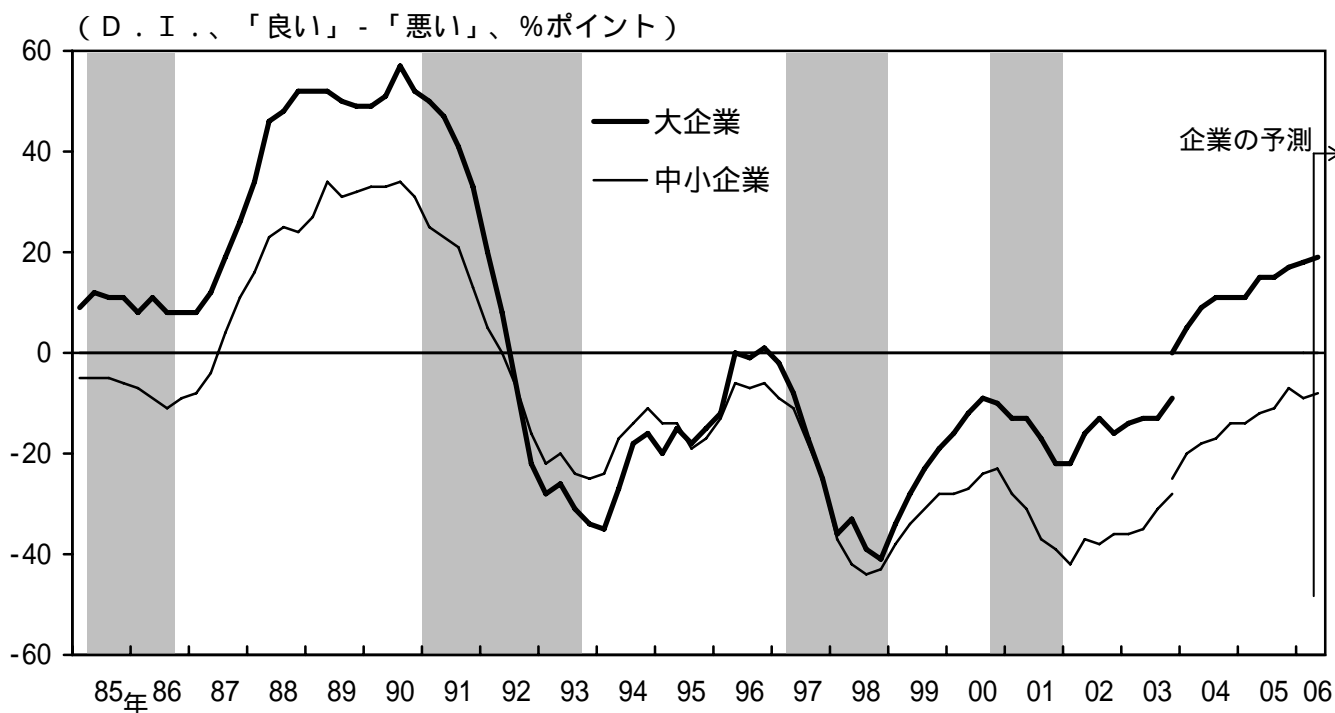
(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

企業の業況判断

(1) 製造業



(2) 非製造業

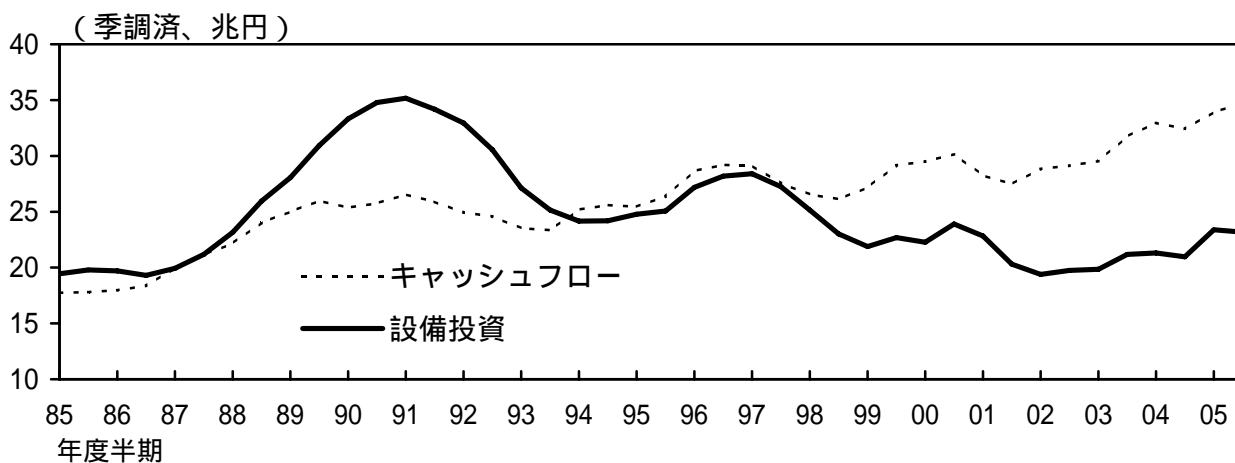


- (注) 1. 2004年3月調査より見直しを実施。旧ベースは2003年12月調査まで、新ベースは2003年12月調査から。
2. シャドー部分は景気後退局面。

(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

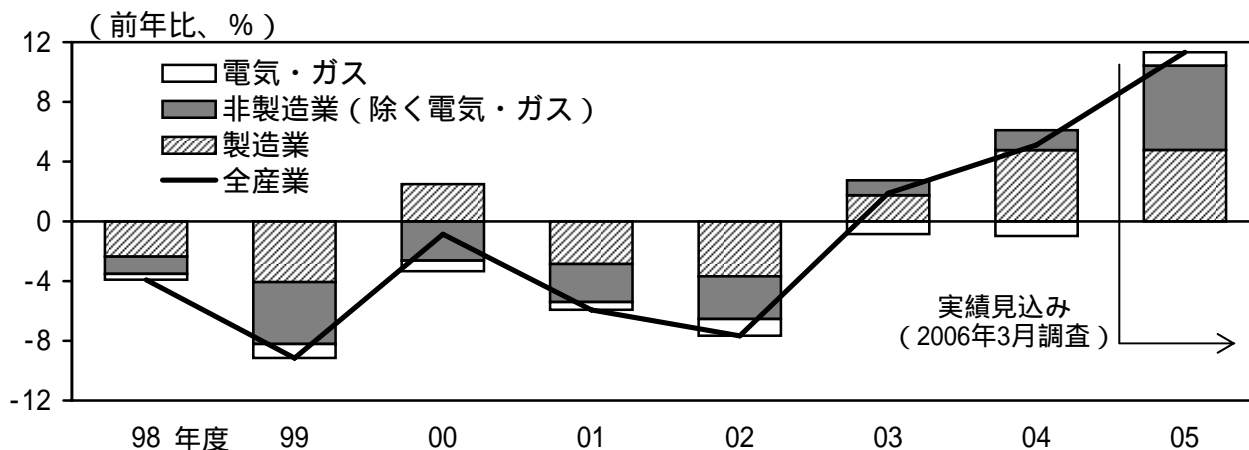
設備投資

(1) 設備投資とキャッシュフロー (法人季報、全産業全規模)



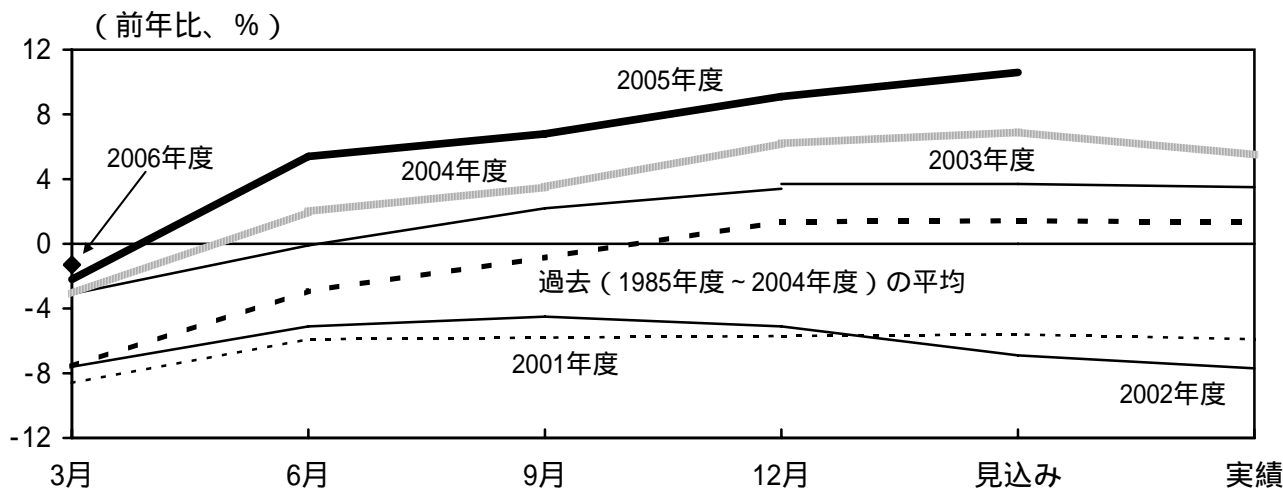
- (注) 1. データは断層修正済み。キャッシュフロー = 経常利益 / 2 + 減価償却費。
2. 2005年度下期については、2006/1Qの前年比変化率を2005/4Qと同じと仮定した。

(2) 設備投資計画 (短観、全産業全規模)



- (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。

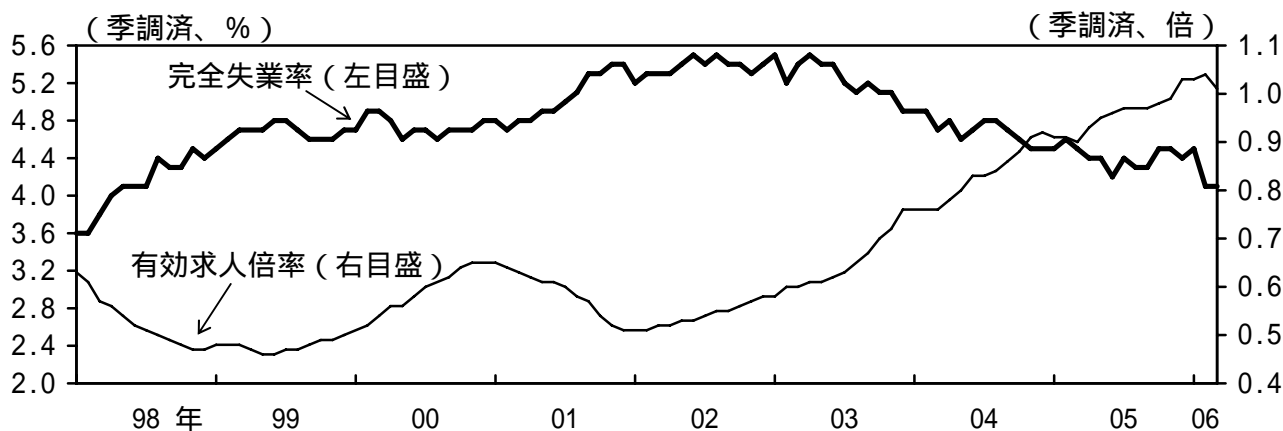
(3) 設備投資計画の修正状況 (短観、全産業全規模)



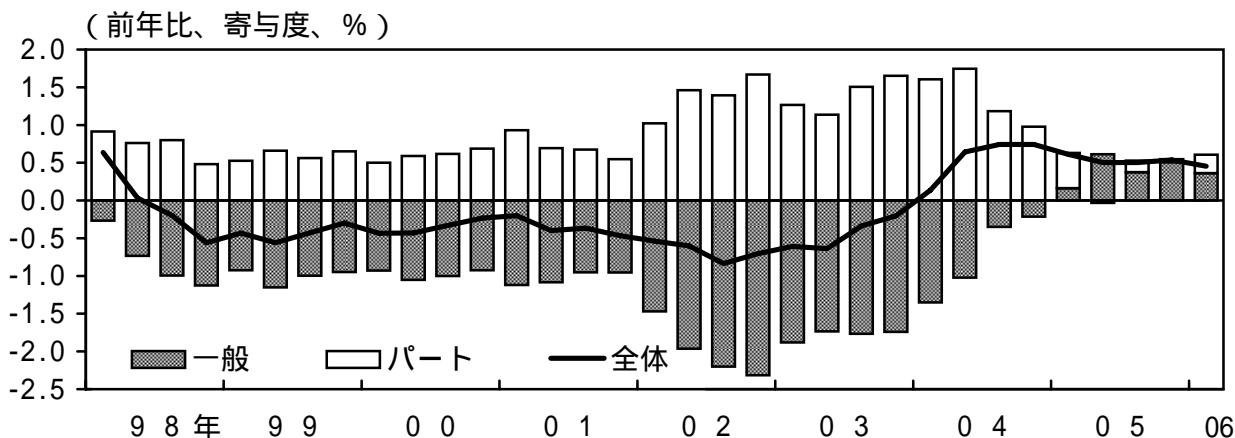
(資料) 財務省「法人企業統計季報」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

雇用・所得環境

(1) 失業率と有効求人倍率

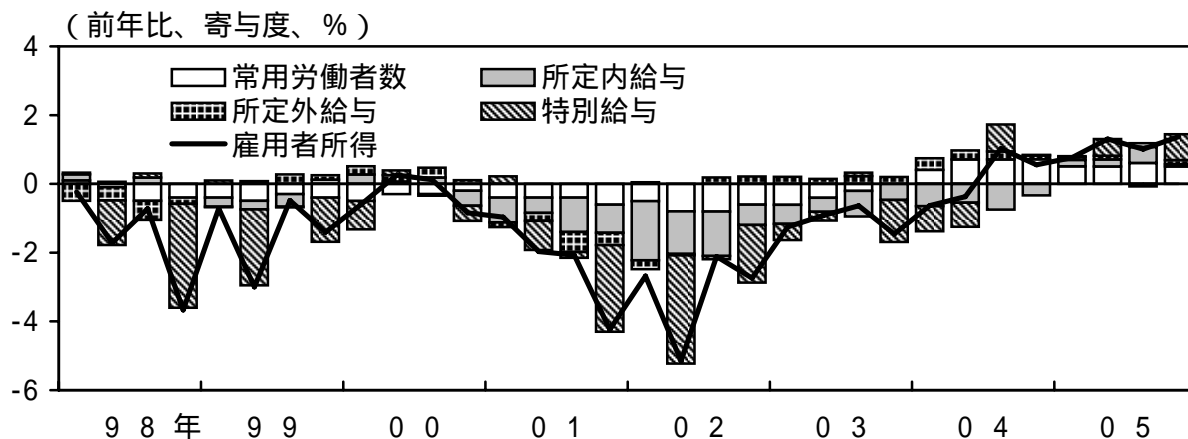


(2) 常用労働者数



(注) 1. 事業所規模5人以上 (下の(3)も同じ)。
2. 2006/1Qは1~2月の前年比。

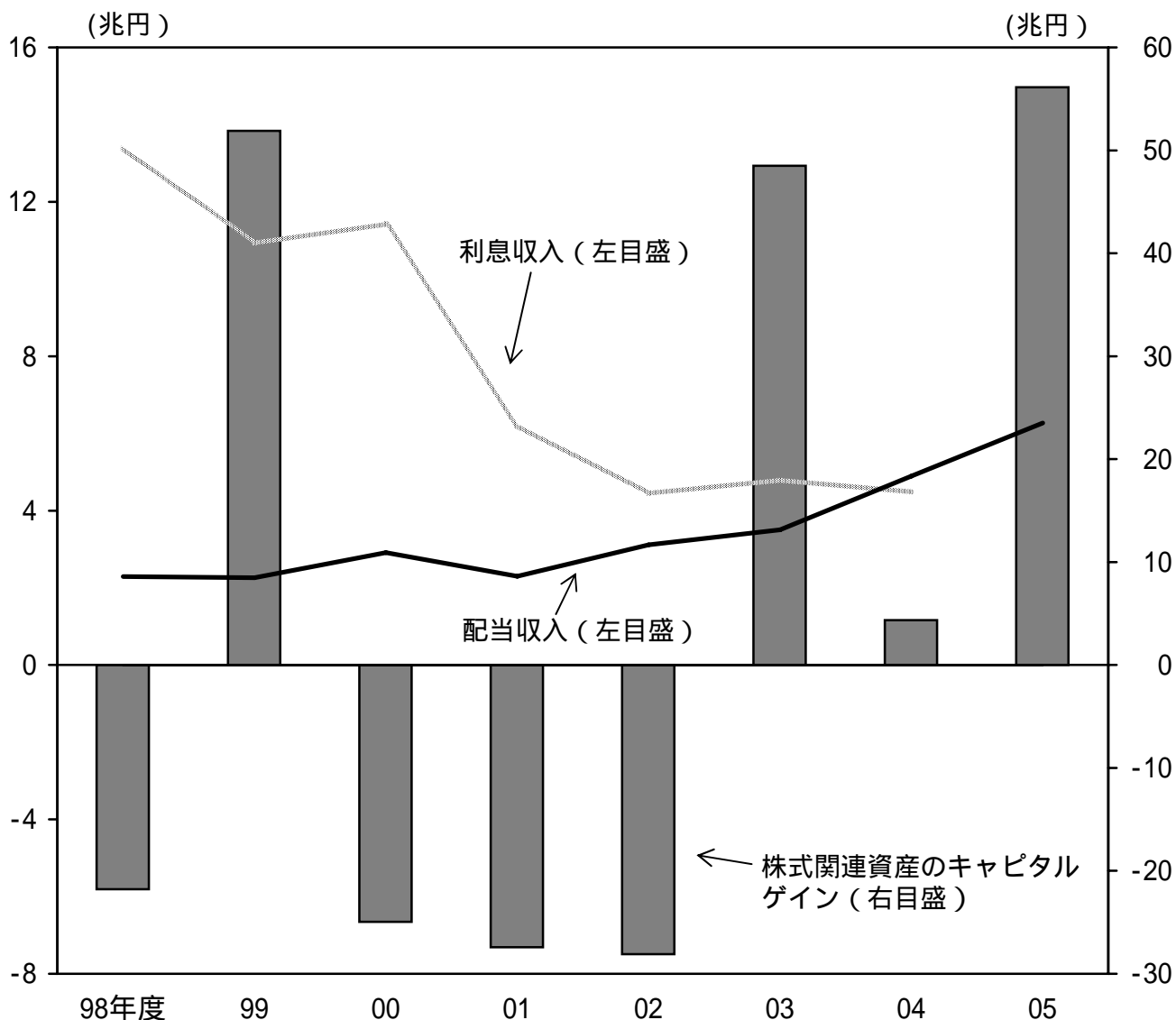
(3) 雇用者所得の内訳



(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) 総務省「労働力調査」、厚生労働省「職業安定業務統計」「毎月勤労統計」

家計の配当・利息収入、保有株式のキャピタルゲイン



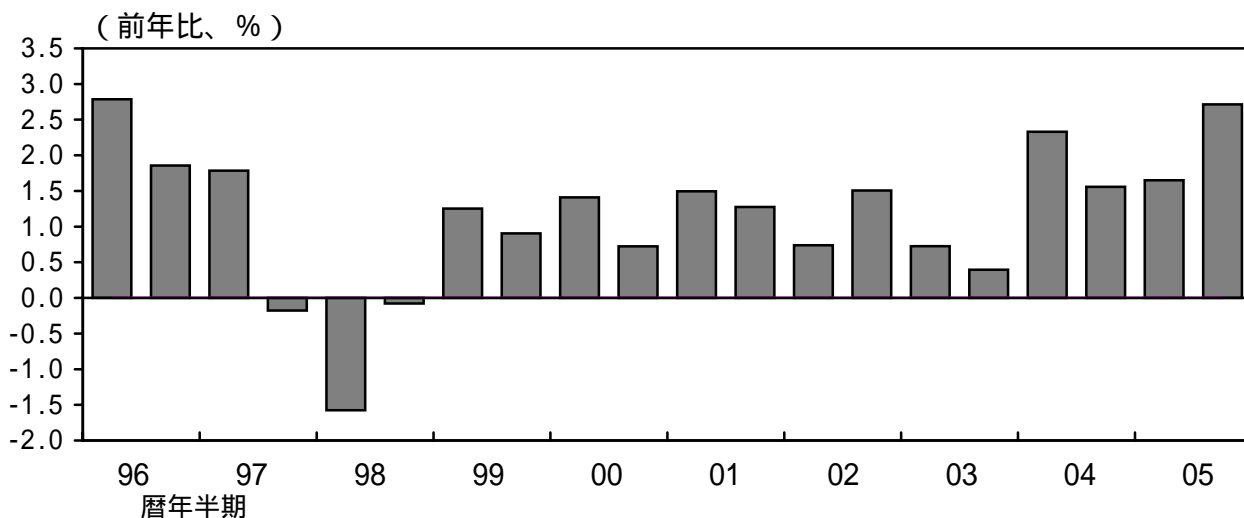
- (注) 1. 保有株式関連資産のキャピタルゲインは資金循環統計ベース。
 当期末の時価 - 前期末の時価 - 期中取引 (ネット) で算出。
 株式関連資産は、株式・出資金と投資信託の合計。05年度は、05年4～12月までの計数。
2. 05年度の配当収入は、04年度の配当収入に3月決算の上場企業 (新興市場・金融を除く) が05年度中に支払った配当額 (05年3月期末配当と05年9月中間配当) の対前年度伸び率を乗じて推計。

(参考) 家計の所得環境に関する主要計数

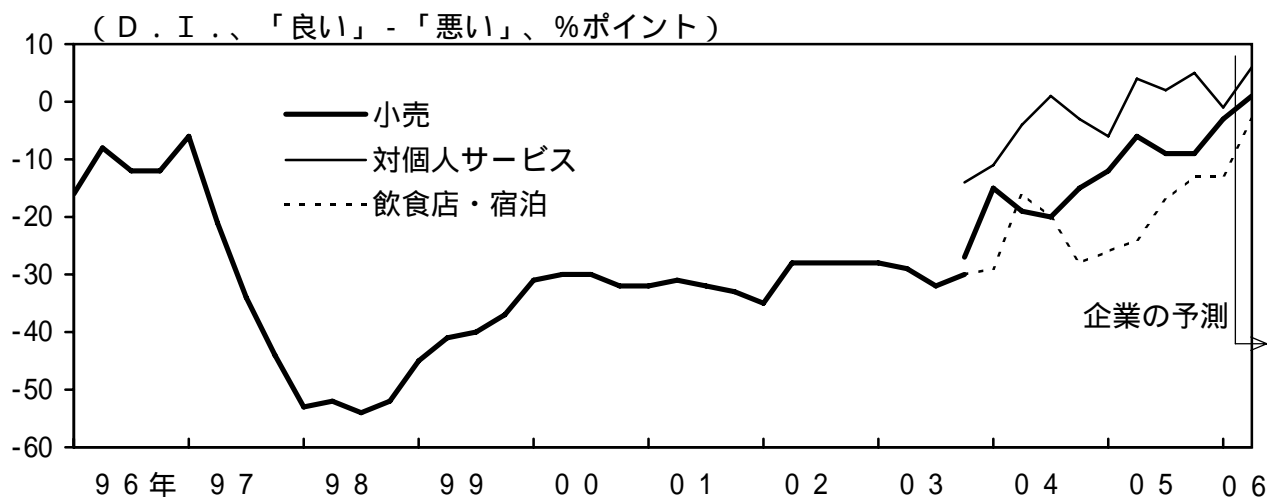
1. 名目雇用者報酬 (04年度) : **255.4兆円**
2. 利息収入 (04年度) : **4.5兆円**
3. 配当収入 (05年度推計)
 - 04年度の家計の配当収入 : 4.9兆円
 - 上場企業の配当伸び率 : +28%
 - 05年度の家計の推定配当収入 : 4.9兆円 × 1.28 = **6.3兆円**
4. キャピタルゲイン (05/4～12月の計数) : **56.1兆円**

個人消費

(1) GDPベース・個人消費

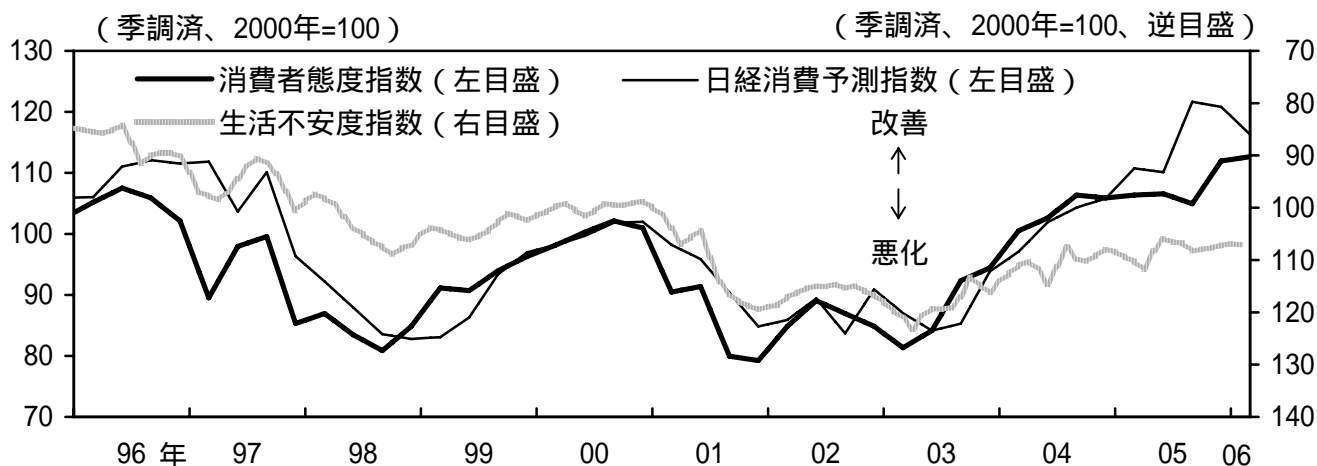


(2) 個人消費関連企業の業況判断 (短観)



(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。

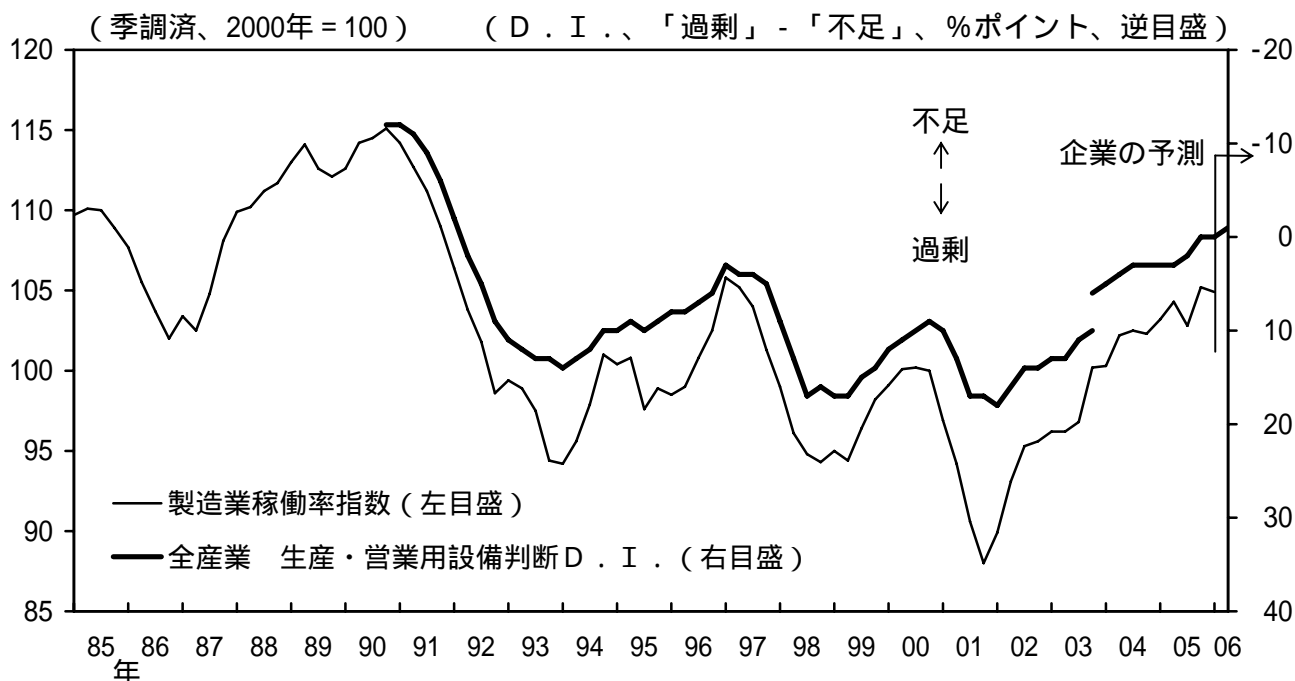
(3) 消費者コンフィデンス指標



(資料) 内閣府「国民経済計算」、「消費動向調査」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、日経産業消費研究所「日経消費予測指数」、日本リサーチ総合研究所「消費者心理調査」

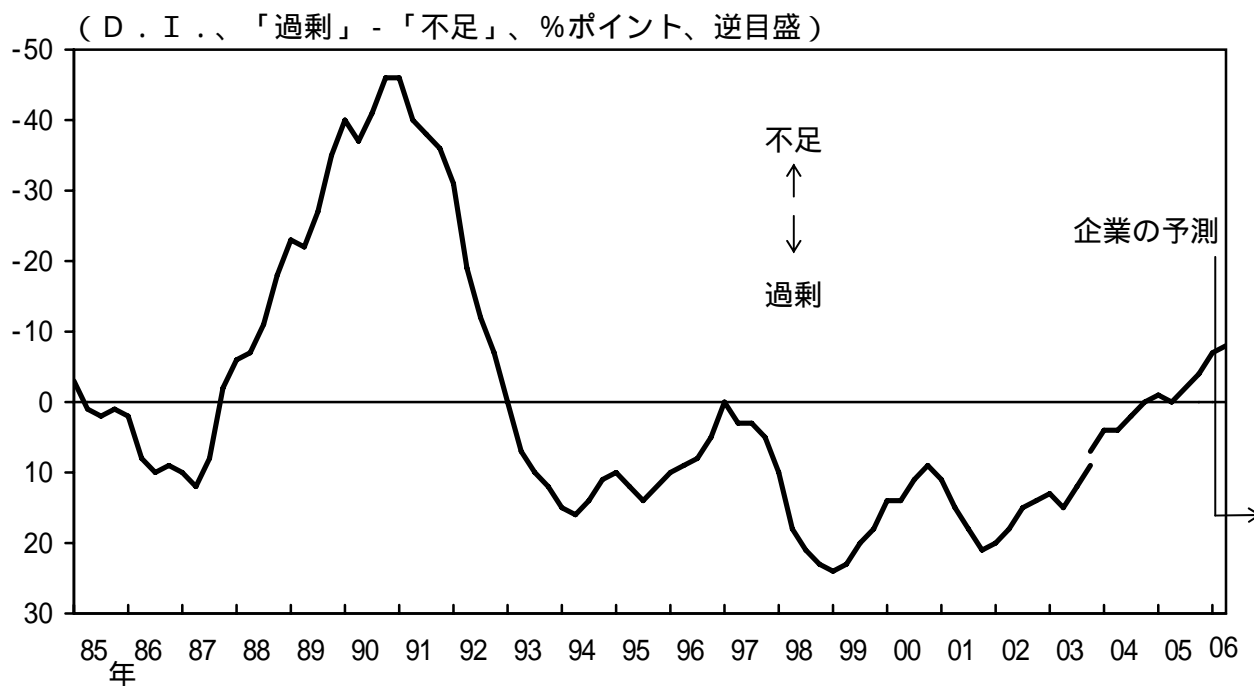
企業の設備・雇用に対する判断

(1) 生産・営業用設備判断D.I.(短観)と稼働率指数



- (注) 1. 生産・営業用設備判断D.I.は全規模合計。
2. 短観は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(下の(2)も同じ)。
3. 製造業稼働率指数の2006/1Qは1~2月の計数。

(2) 雇用人員判断D.I.(短観)

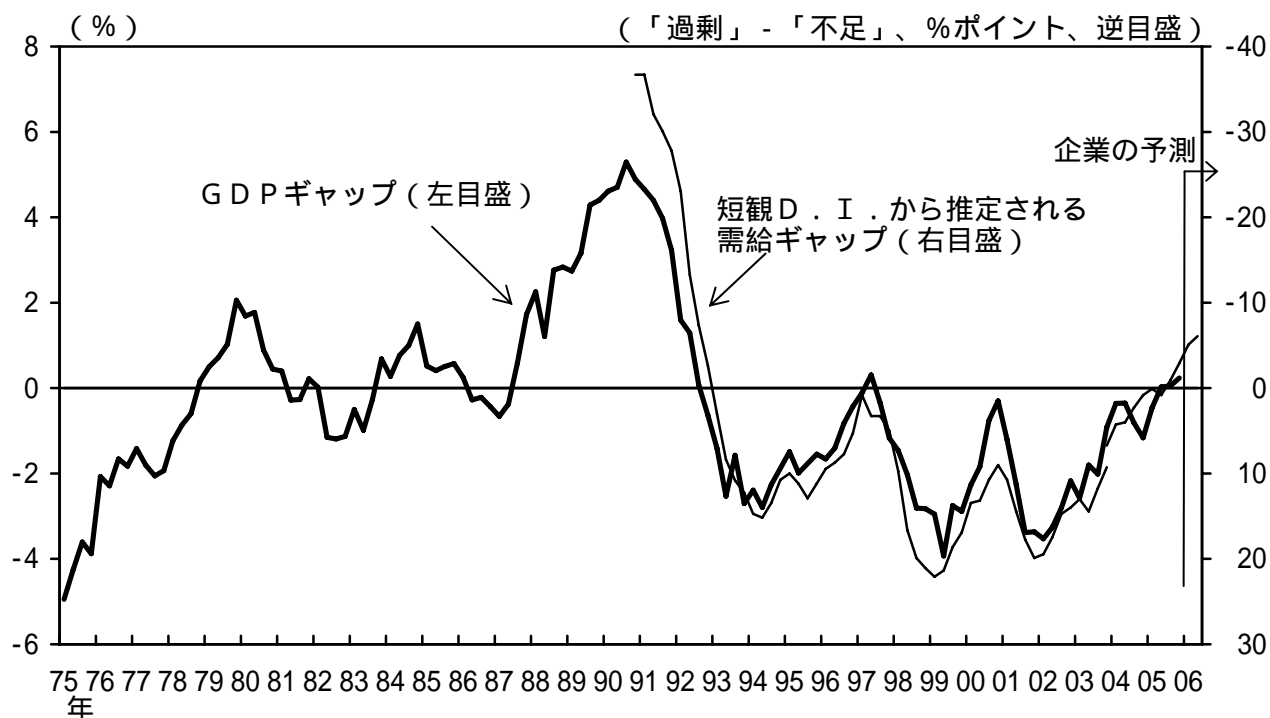


(注) 全産業全規模ベース。

(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」

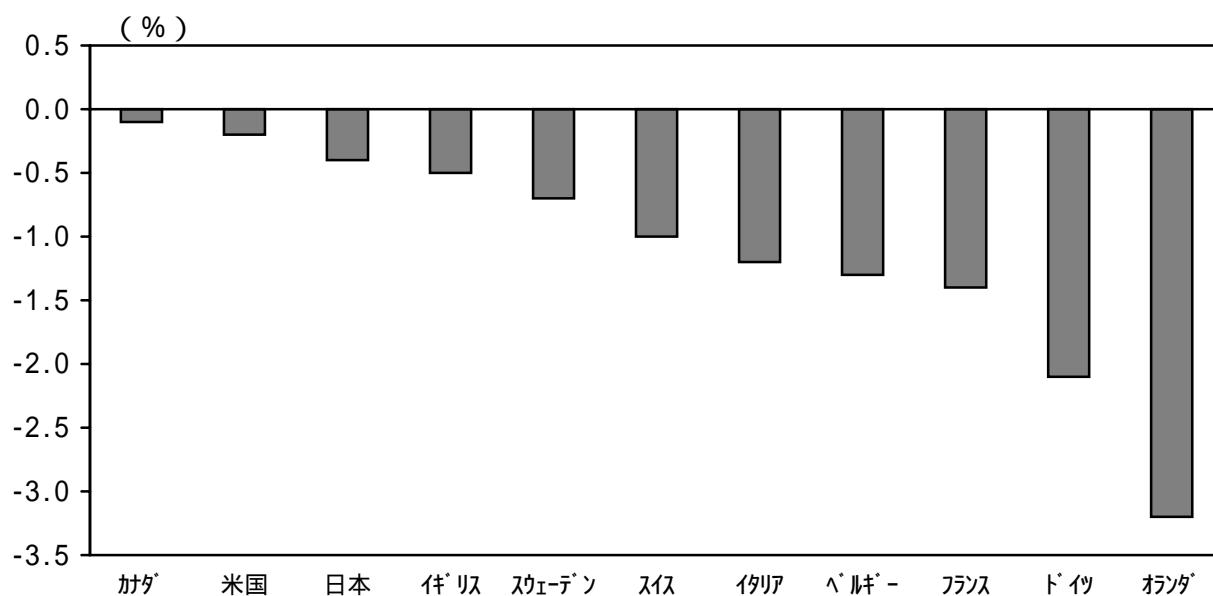
需給ギャップ

(1) 短観加重判断 D . I . と GDP ギャップ



(注) 短観 D . I . から推定される需給ギャップは、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 ~ 04 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。

(2) 主要国の GDP ギャップ (2005 年、OECD による試算)

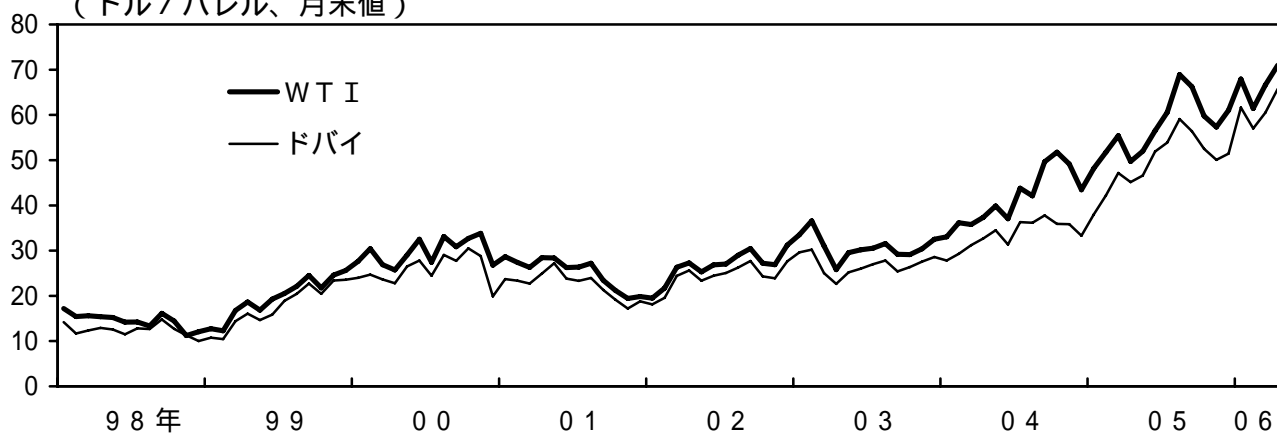


(資料) 内閣府「国民経済計算」、内閣府・財務省「法人企業景気予測調査」、総務省「労働力調査」、厚生労働省「毎月勤労統計」「職業安定業務統計」、経済産業省「鉱工業指数統計」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、OECD「Economic Outlook」等

商品市況

(1) 原油価格

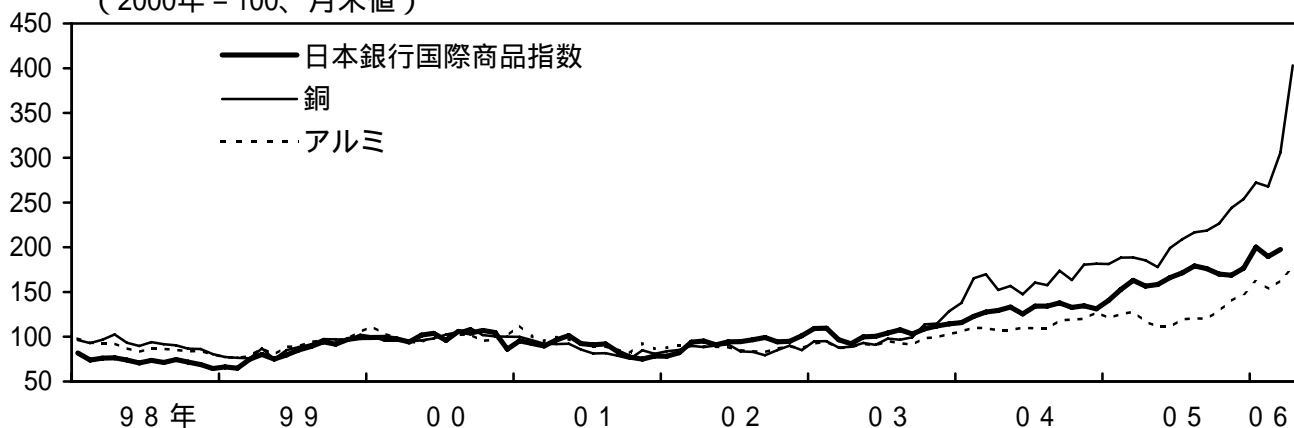
(ドル / バレル、月末値)



(注) 2006/4月の計数は、直近の終値。

(2) 国際商品市況

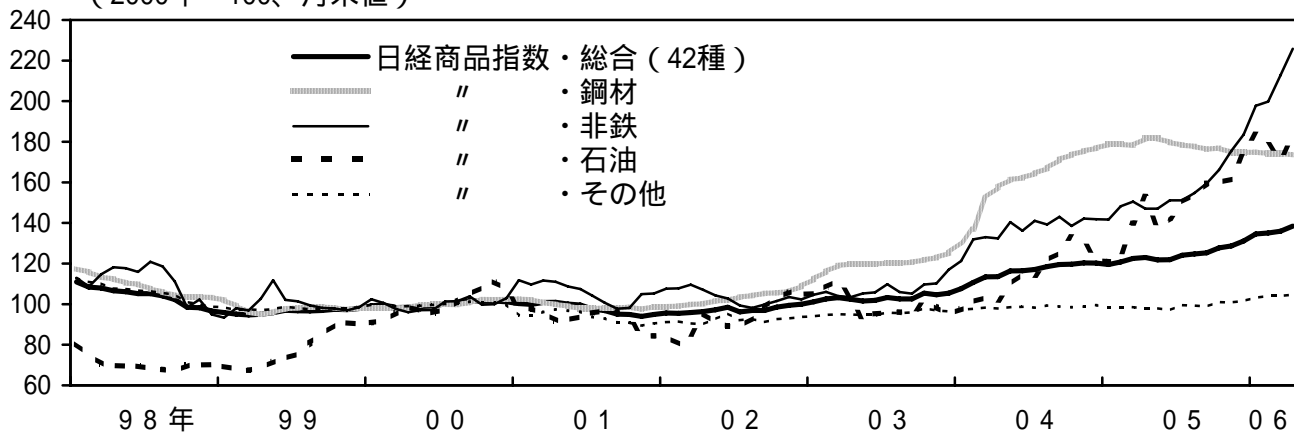
(2000年 = 100、月末値)



(注) 2006/4月の計数は、直近の終値。

(3) 国内商品市況

(2000年 = 100、月末値)



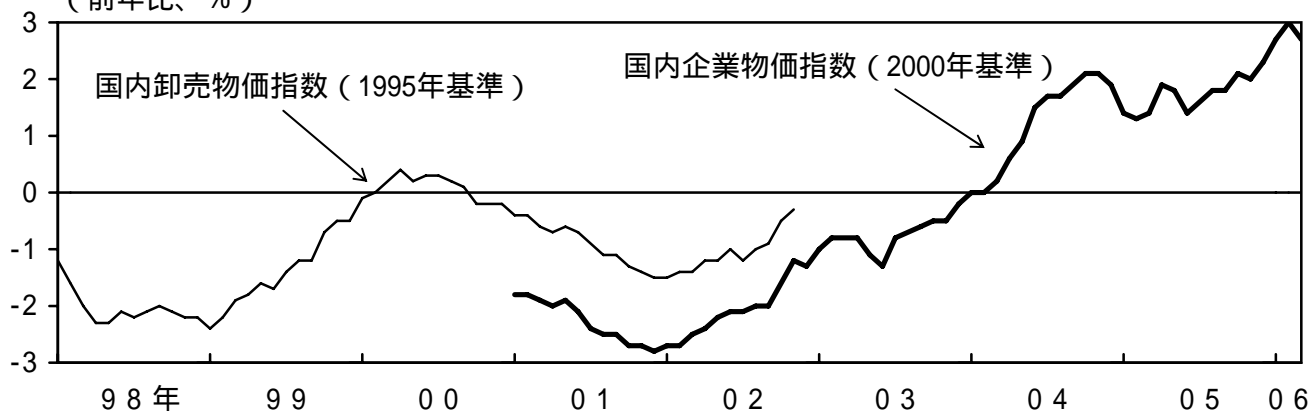
(注) 1. 鋼材：棒鋼、H形鋼、鋼板など 非鉄：銅地金、アルミニウム地金など
石油：ガソリン、灯油、軽油、C重油
2. 2006/4月は、直近の計数。

(資料) 日本銀行、日本経済新聞社等

物 価

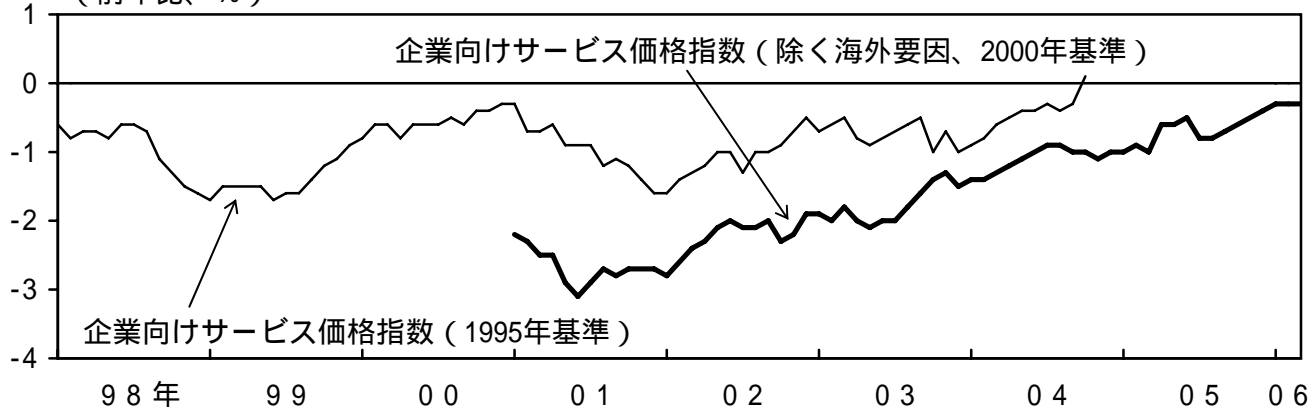
(1) 国内企業物価指数

(前年比、%)



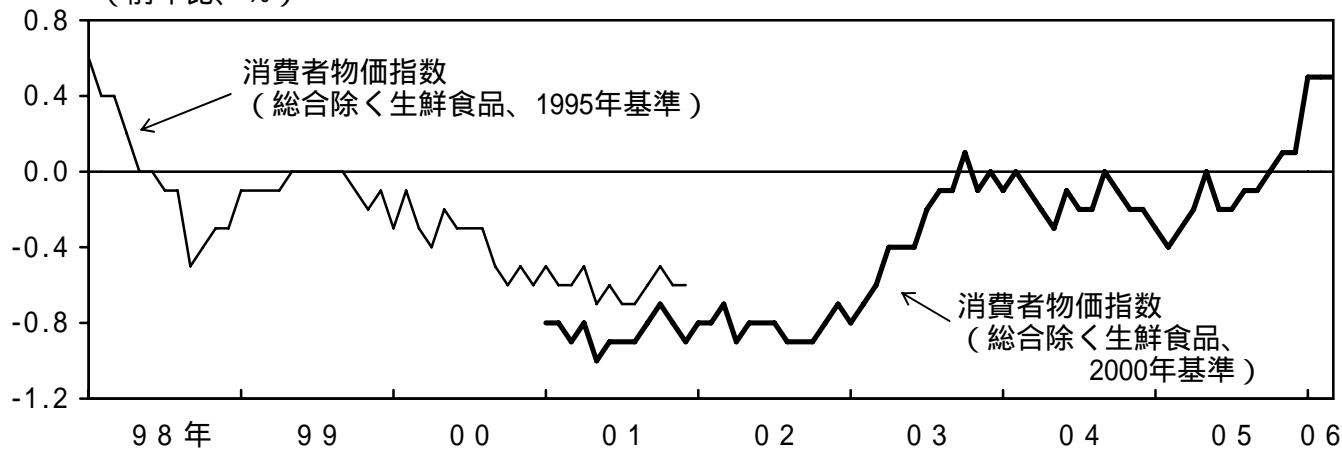
(2) 企業向けサービス価格指数

(前年比、%)



(3) 消費者物価指数

(前年比、%)



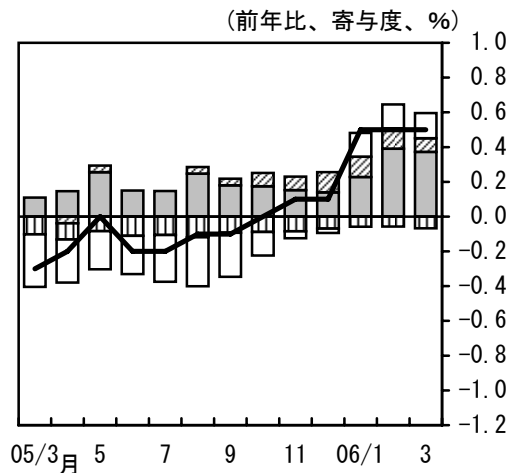
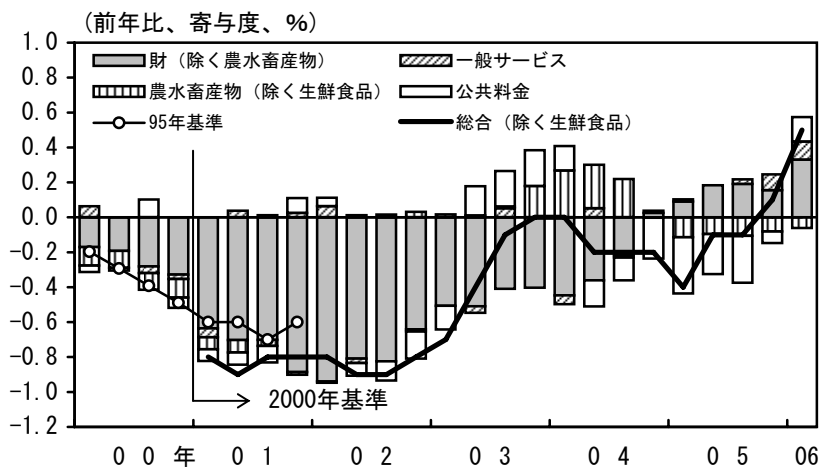
(注) 1. 消費税調整済み。

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。

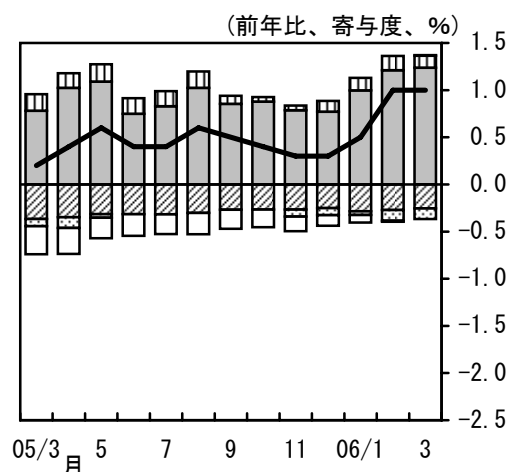
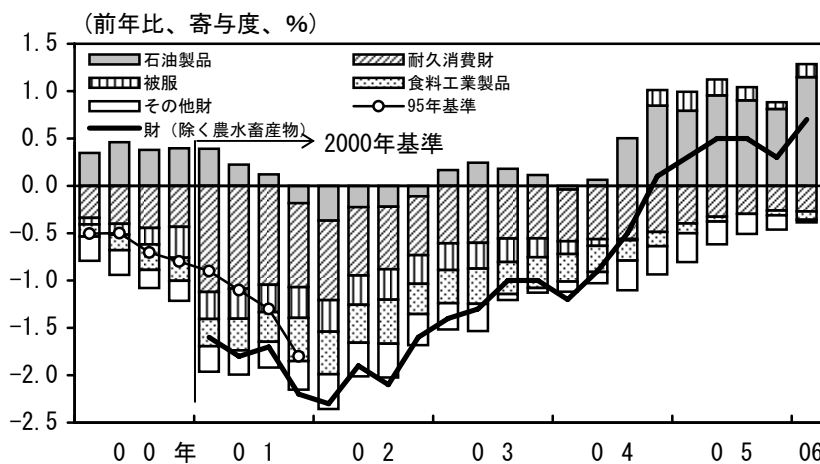
(資料) 総務省「消費者物価指数」、日本銀行「企業物価指数」「卸売物価指数」「企業向けサービス価格指数」

消費者物価

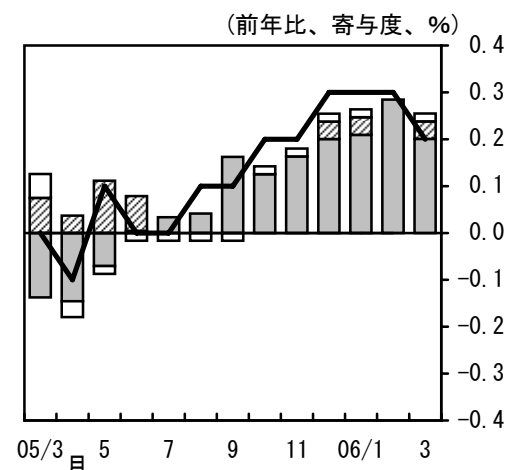
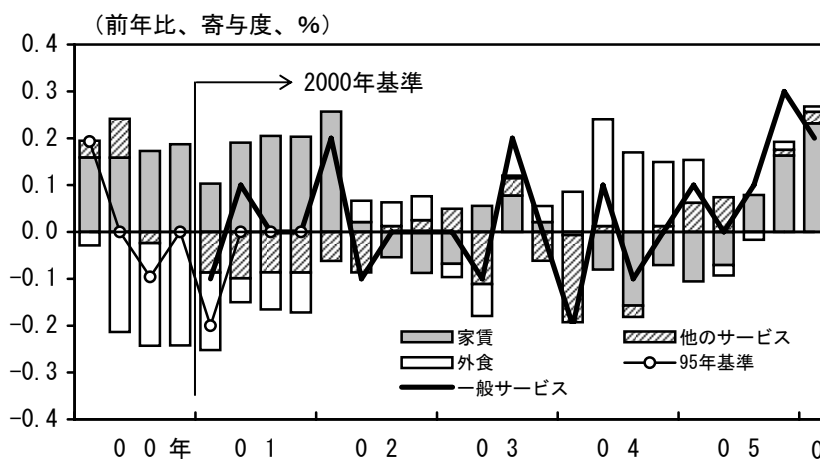
(1) 総合 (除く生鮮食品)



(2) 財 (除く農水畜産物) の要因分解



(3) 一般サービスの要因分解

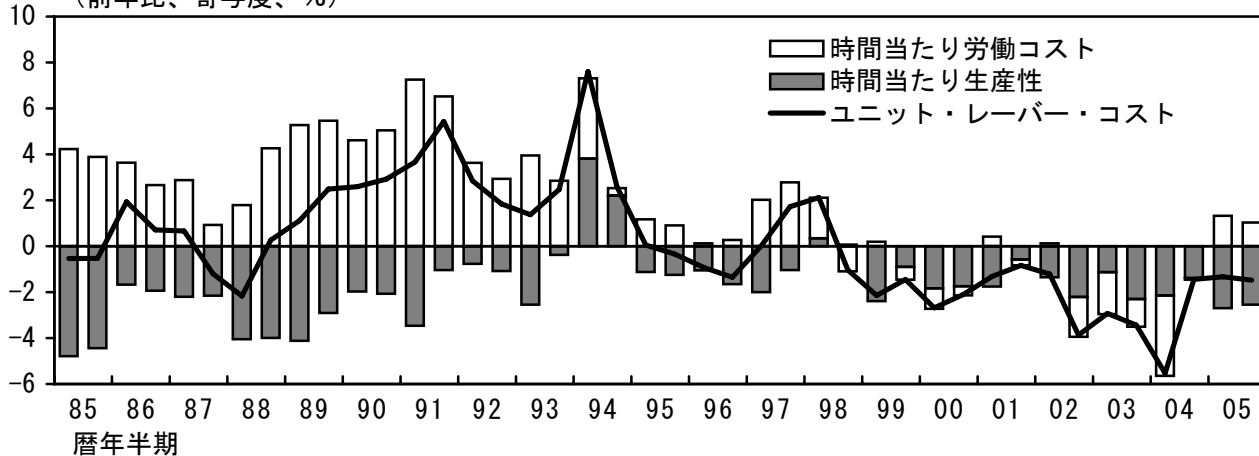


(注) 分類は、原則、総務省に則している。
 ただし、以下の分類については、組み替えて定義している（「」内は総務省公表ベース）。
 財＝「財」－「電気・都市ガス・水道」
 公共料金＝「公共サービス」＋「電気・都市ガス・水道」
 被服＝「衣料」＋「シャツ・セーター・下着類」
 家賃＝「民営家賃」＋「持家の帰属家賃」

ユニット・レーバー・コスト

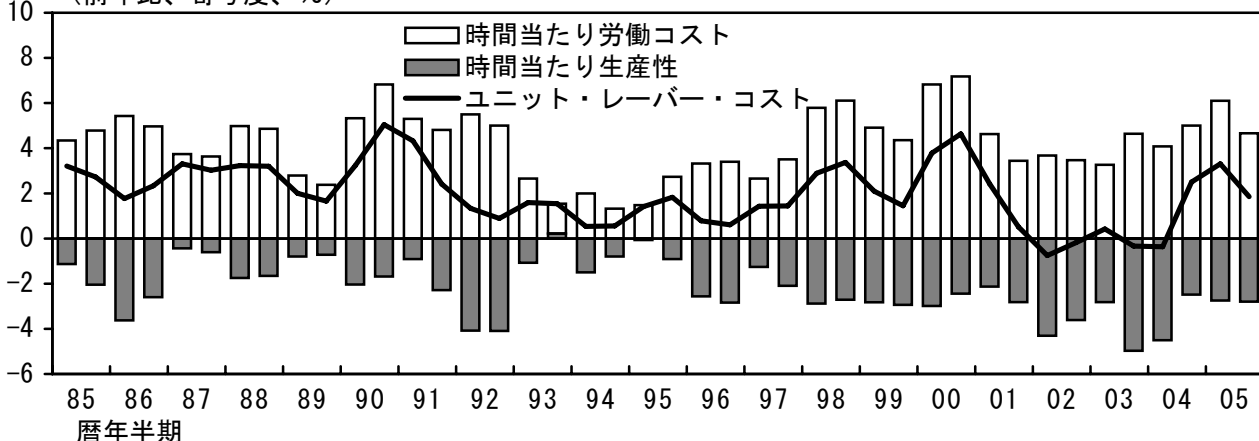
(1) 日本

(前年比、寄与度、%)



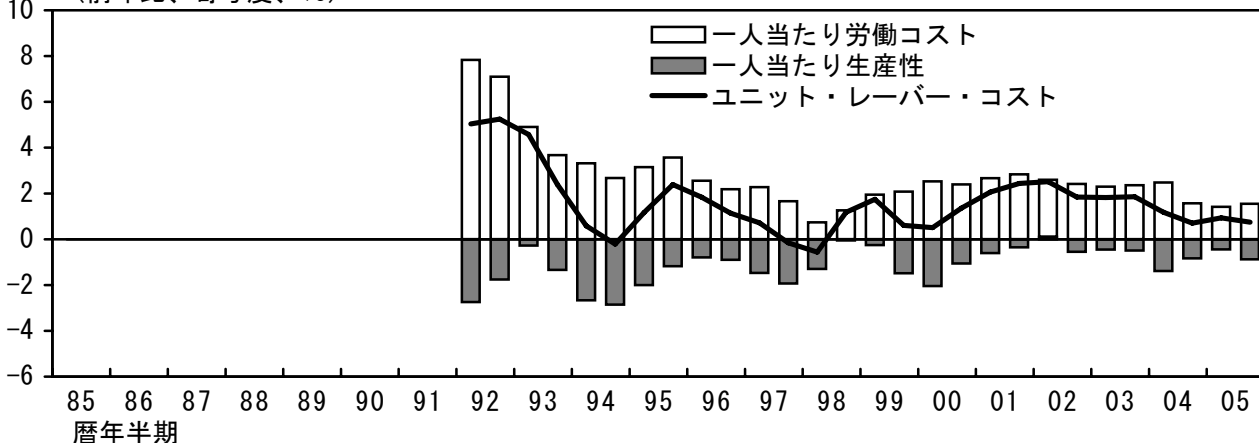
(2) 米国

(前年比、寄与度、%)



(3) ユーロエリア

(前年比、寄与度、%)

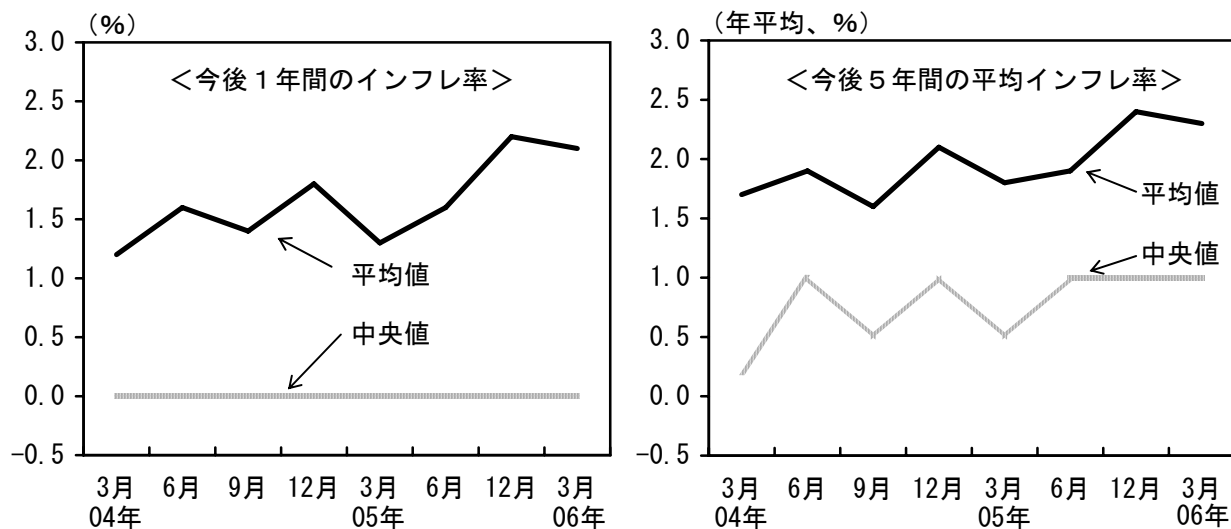


(注) ユーロエリアの2005年下期は3Qの計数。

(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」、
米国政府、欧州中央銀行

物価の先行きに対する見方

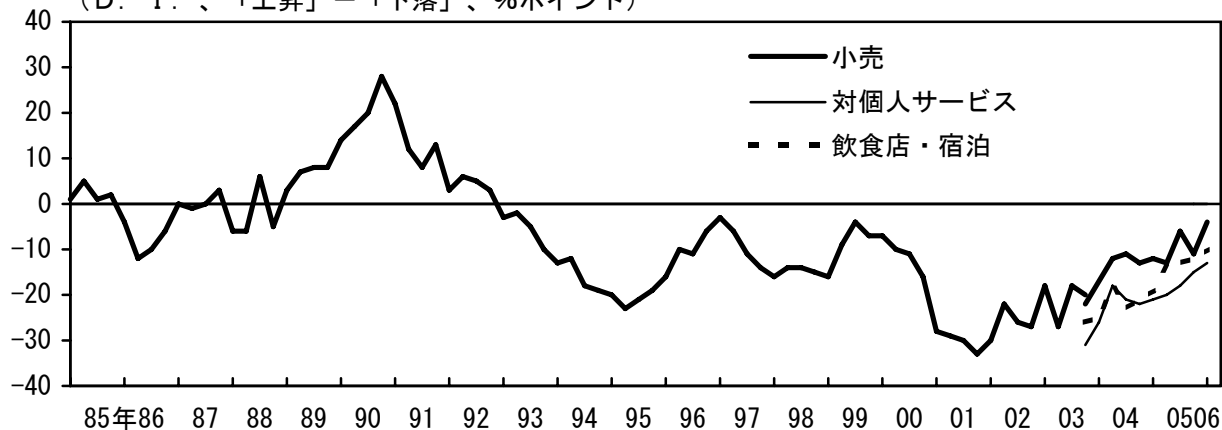
(1) 家計のインフレ予想 (生活意識に関するアンケート調査)



(注) 上下合計1%のサンプルを除いて計算した値。05/9月調査は実施せず。

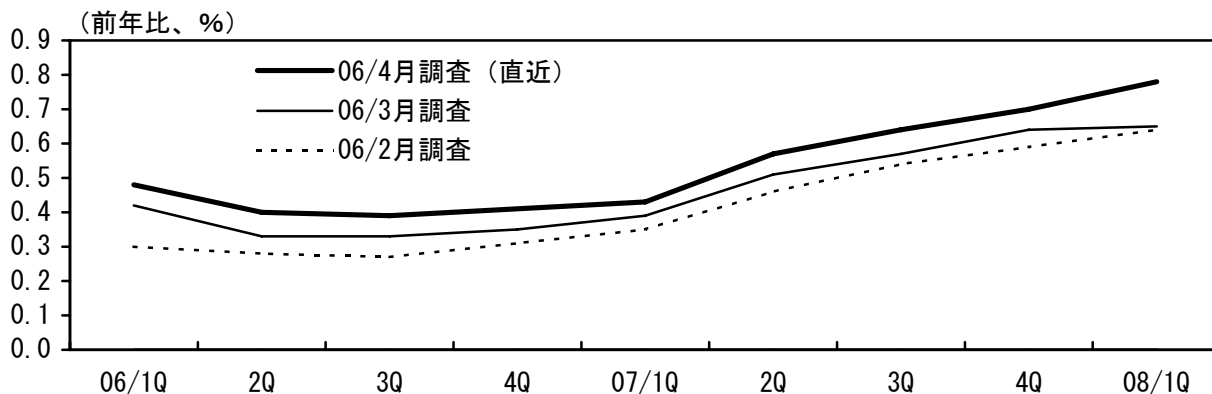
(2) 企業のインフレ予想 (短観・販売価格判断D. I. <先行き3か月後まで>)

(D. I.、「上昇」-「下落」、%ポイント)



(注) 1. 全規模合計。
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) エコノミストのインフレ予想 (ESPフォーキャスト調査)



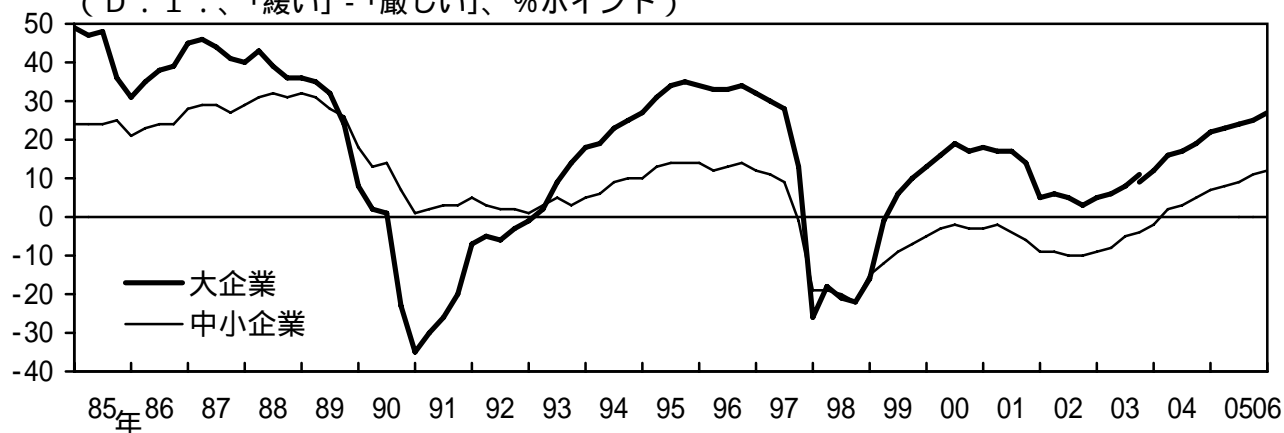
(注) 調査機関・エコノミスト37先のCPI (総合除く生鮮食品) の前年比変化率の予測平均。

(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」

企業金融

(1) 金融機関の貸出態度判断 D . I . (短観)

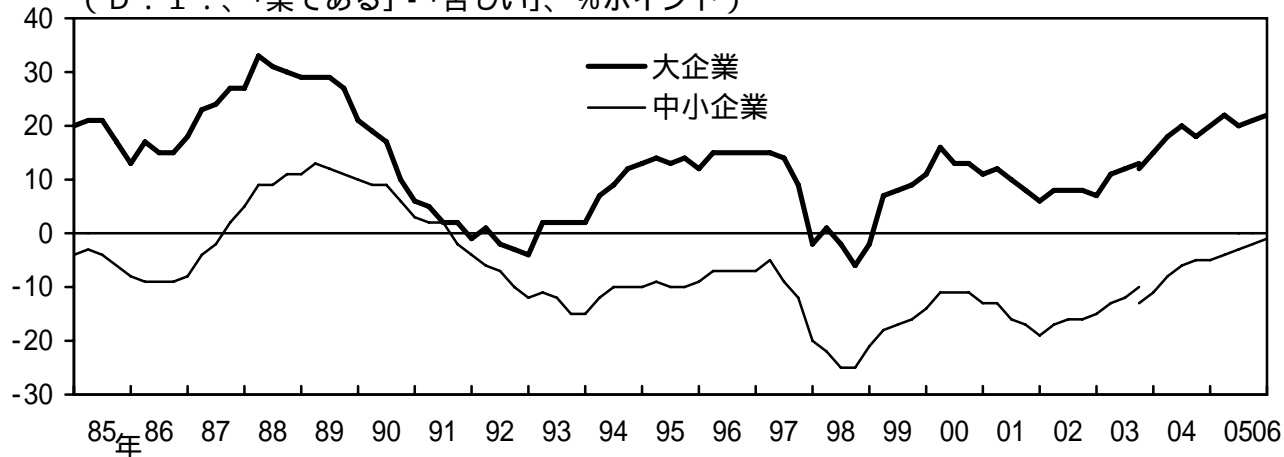
(D . I . , 「緩い」 - 「厳しい」、%ポイント)



(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 (下の (2) も同じ) 。

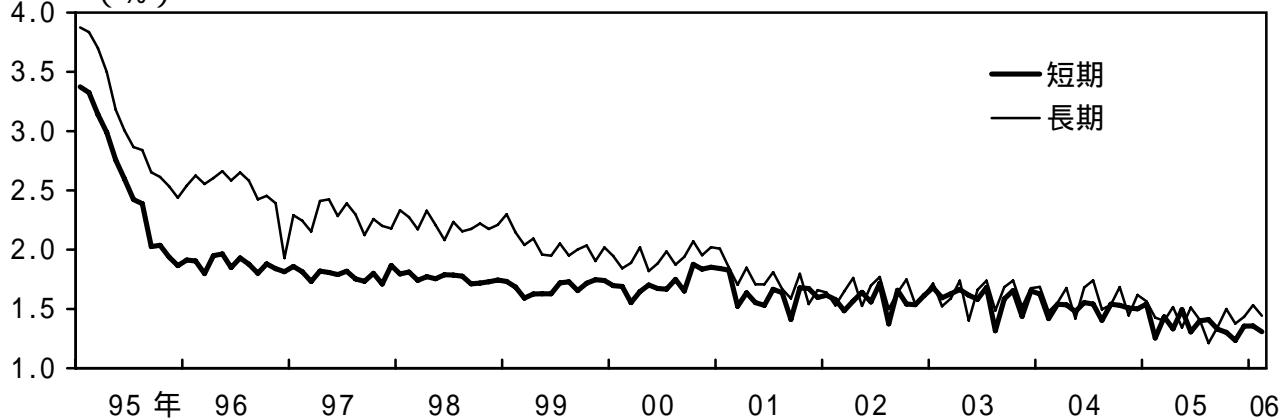
(2) 資金繰り判断 D . I . (短観)

(D . I . , 「楽である」 - 「苦しい」、%ポイント)



(3) 新規貸出約定平均金利

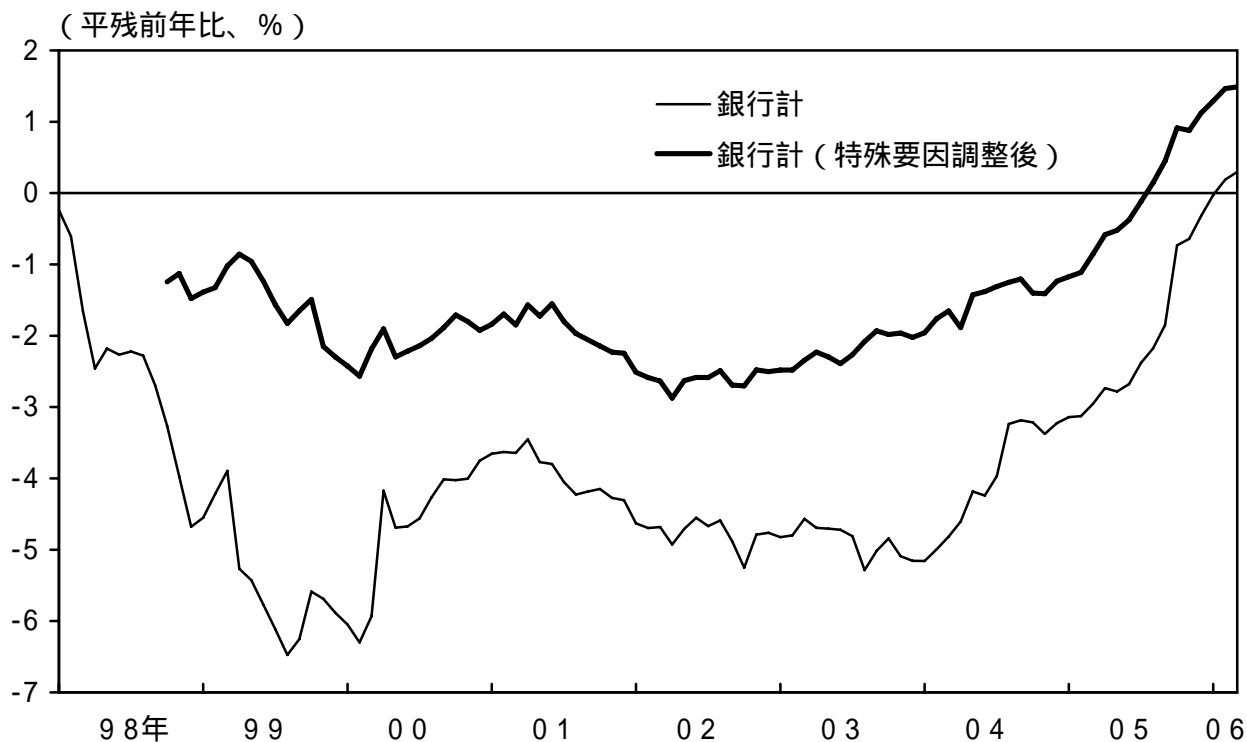
(%)



(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」「貸出約定平均金利」

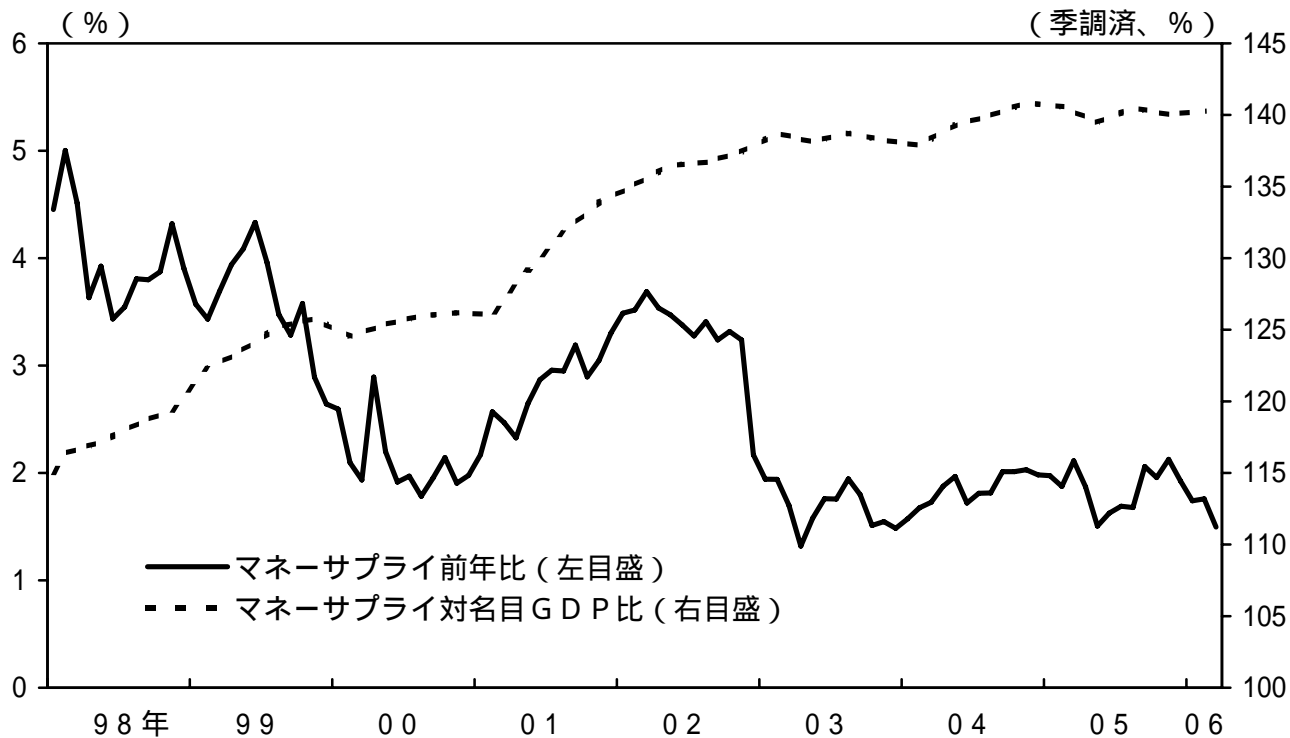
貸出・マネーサプライ

(1) 民間銀行貸出



(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) マネーサプライ (M 2 + C D)

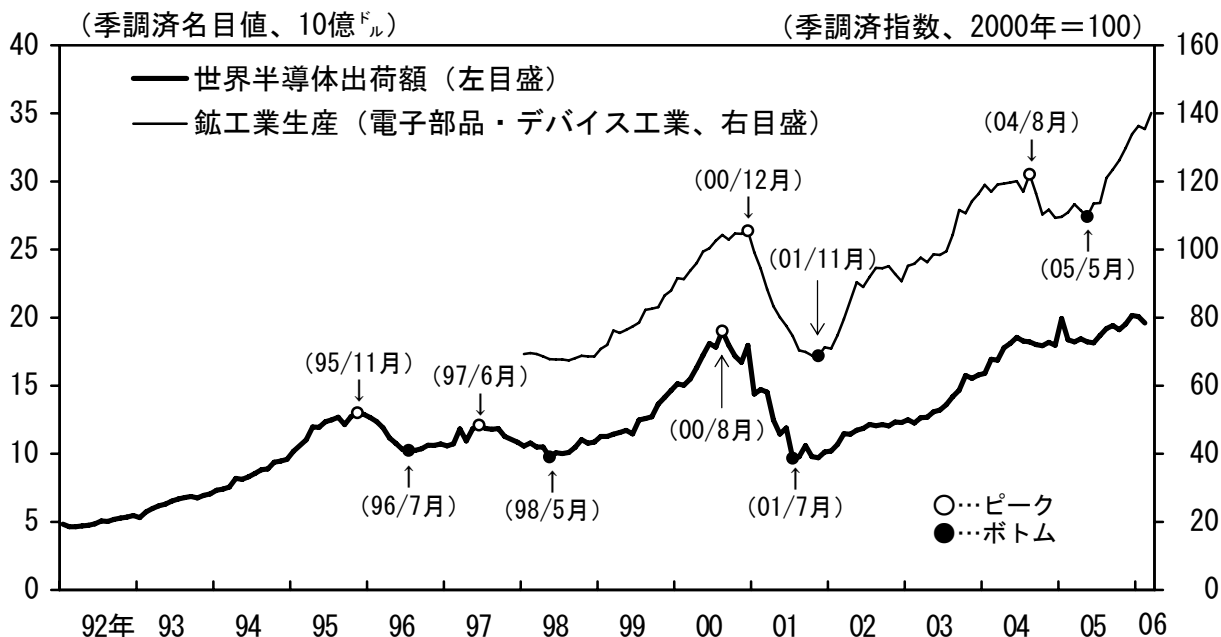


(注) 2006/1Qの名目GDPは、2005/4Qから横這いと仮定。

(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」

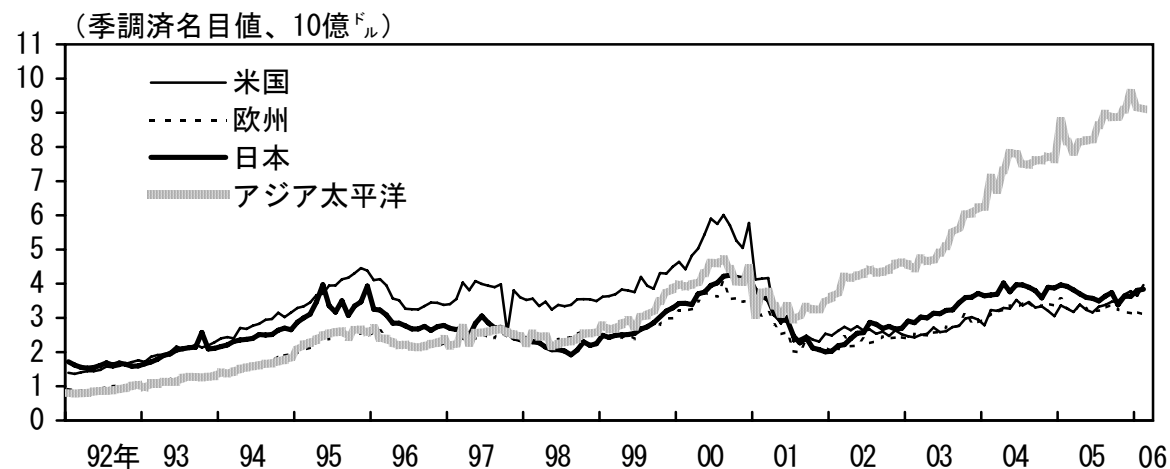
シリコンサイクル

(1) 世界半導体出荷額

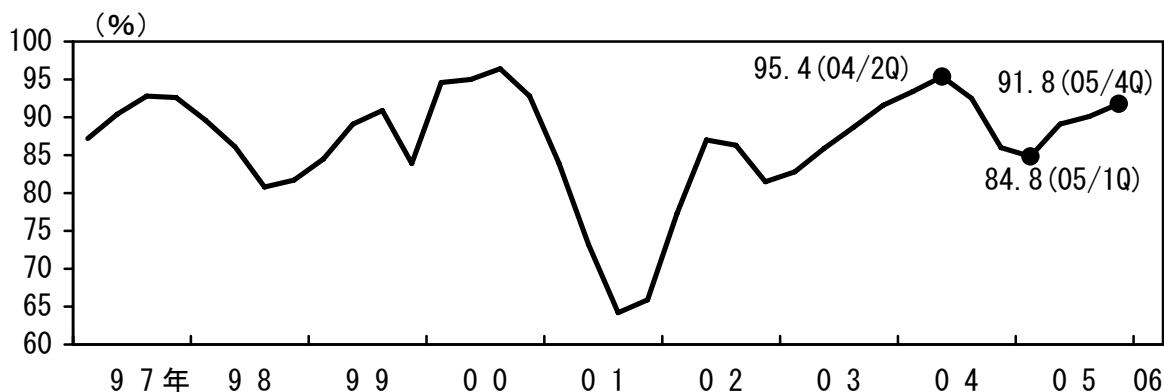


(注) 世界半導体出荷額は日本銀行による季節調整値 (下の(2)も同じ)。

(2) 仕向地別世界半導体出荷額

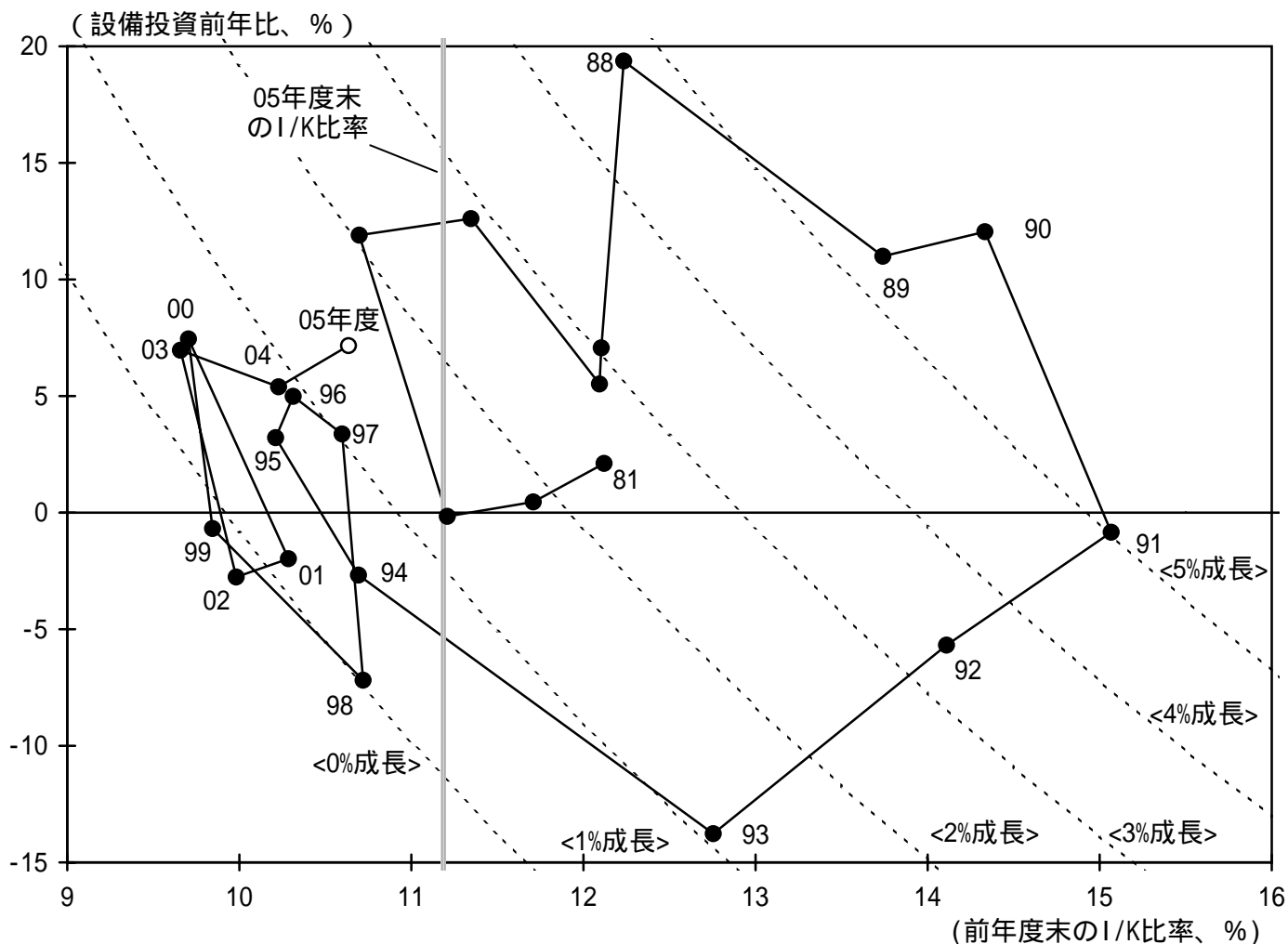


(3) 世界半導体生産設備稼働率



(資料) 経済産業省「鉱工業指数統計」、WSTS「世界半導体市場統計」、SICAS「世界半導体生産キャパシティ統計」

資本ストック循環



・資本ストック循環図は、設備投資・資本ストック比率（I/K比率）と設備投資前年比の関係をプロットしたものである。

・両変数の間には、下記の関係があることから、期待成長率ごとに双曲線を描くことができる。

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

縦軸

横軸

その時々に見込まれる期待成長率に対応する双曲線との関係を見ることで、設備投資の局面評価をすることができる。

・例えば、2%の期待成長率を前提にすると、06年度の設備投資前年比は、2%成長に対応した双曲線と、05年度末のI/K比率の交点に位置する。つまり、06年度の伸び率は05年度に比べ若干減速する。また、06年度末のI/K比率は、05年度末時点に比べ上昇する結果、07年度の設備投資前年比は、2%の期待成長率を前提にする限り、更に減速することになる。

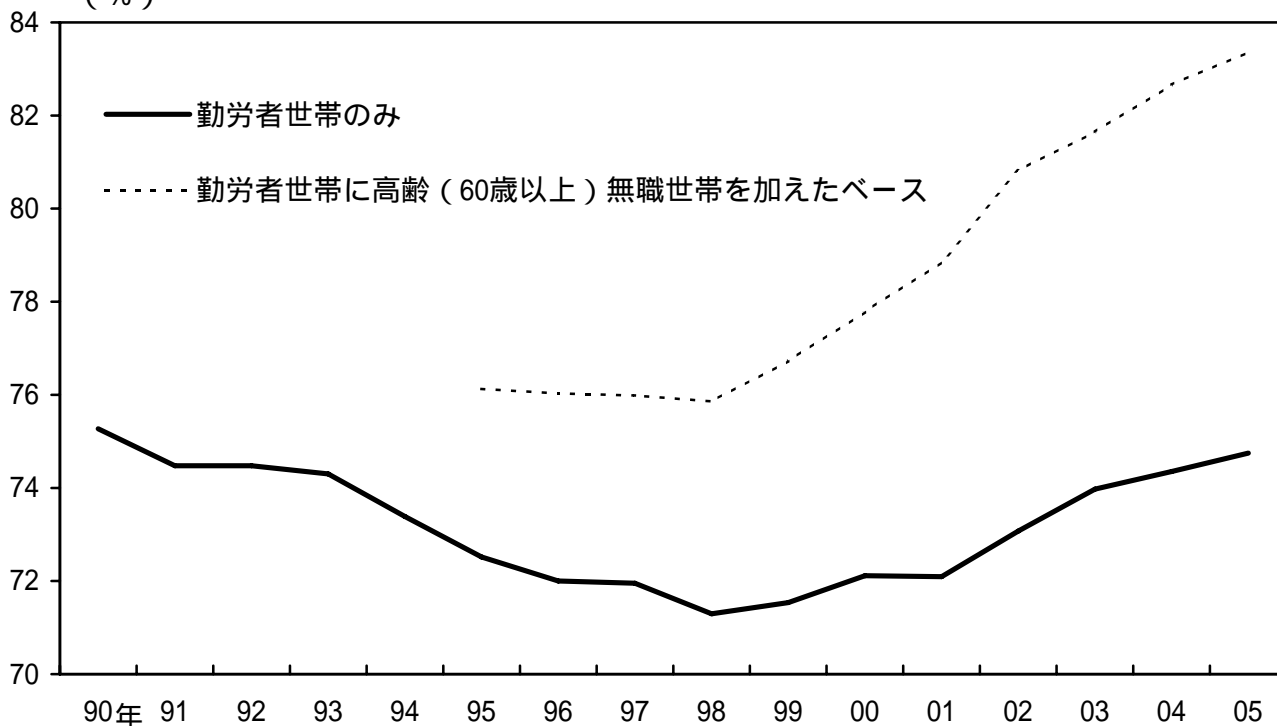
(注) 資本ストックについては、Japan Industry Productivity Databaseをベースに、日本銀行にて独自に試算した。なお、05年度の設備投資については、06/1Qの伸び率を05/2～4Qの伸び率の平均と仮定した。

(資料) 内閣府「国民経済計算」「産業別生産性と経済成長：1970-98年」、経済産業省「工業統計調査」

消費性向

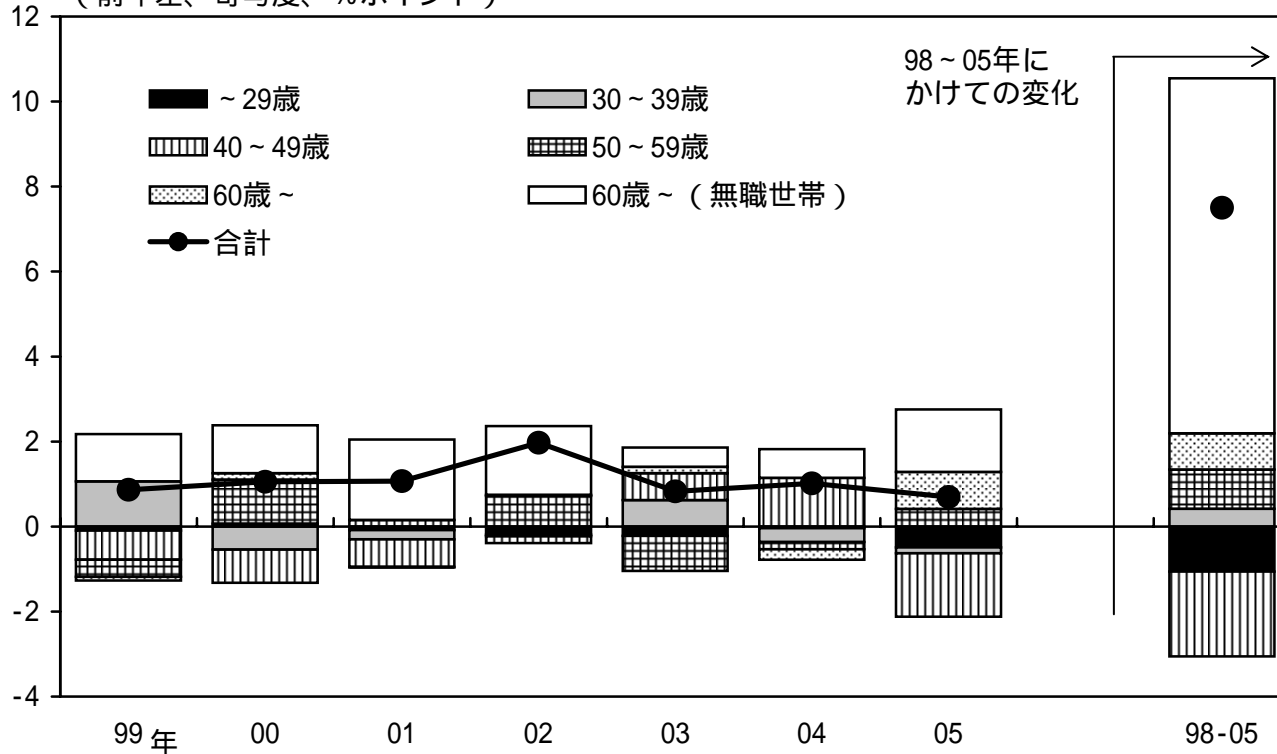
(1) 家計調査ベース・消費性向

(%)



(2) 年齢階層別の消費性向

(前年差、寄与度、%ポイント)

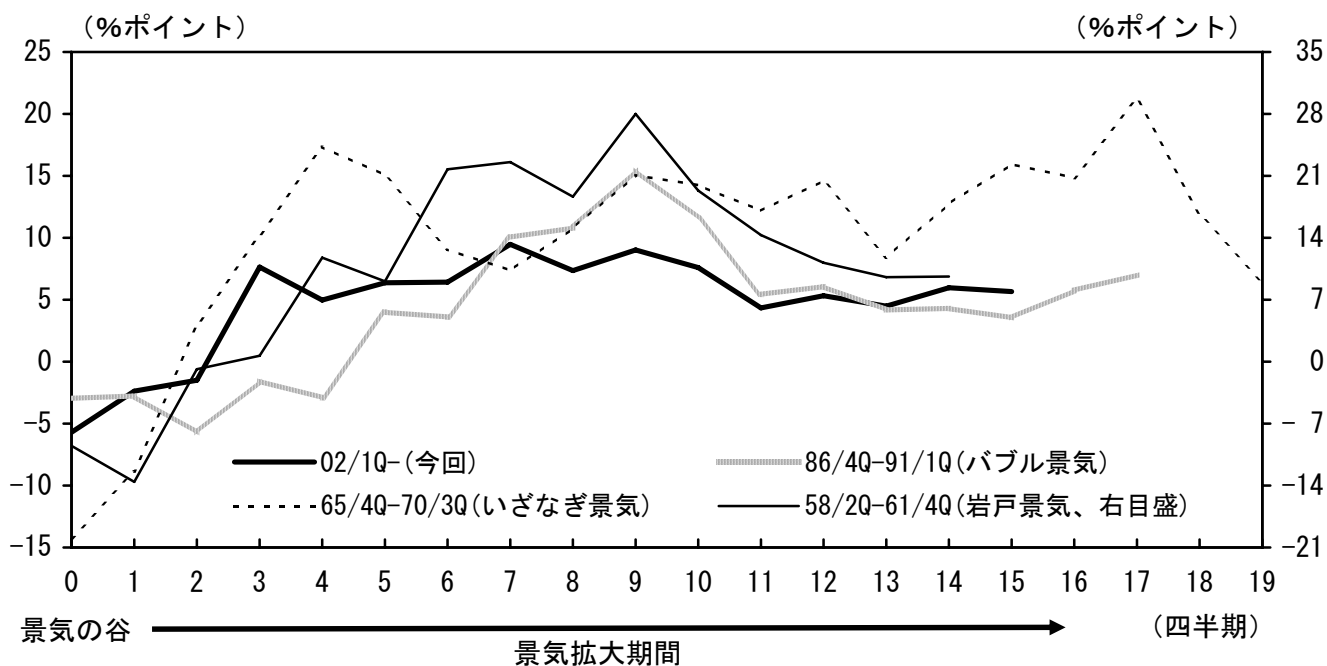


(注) 年齢階層別寄与度の動きには、各階層の消費性向の変化に加え、各階層のウェイトの変化も含まれる。

(資料) 総務省「家計調査報告」

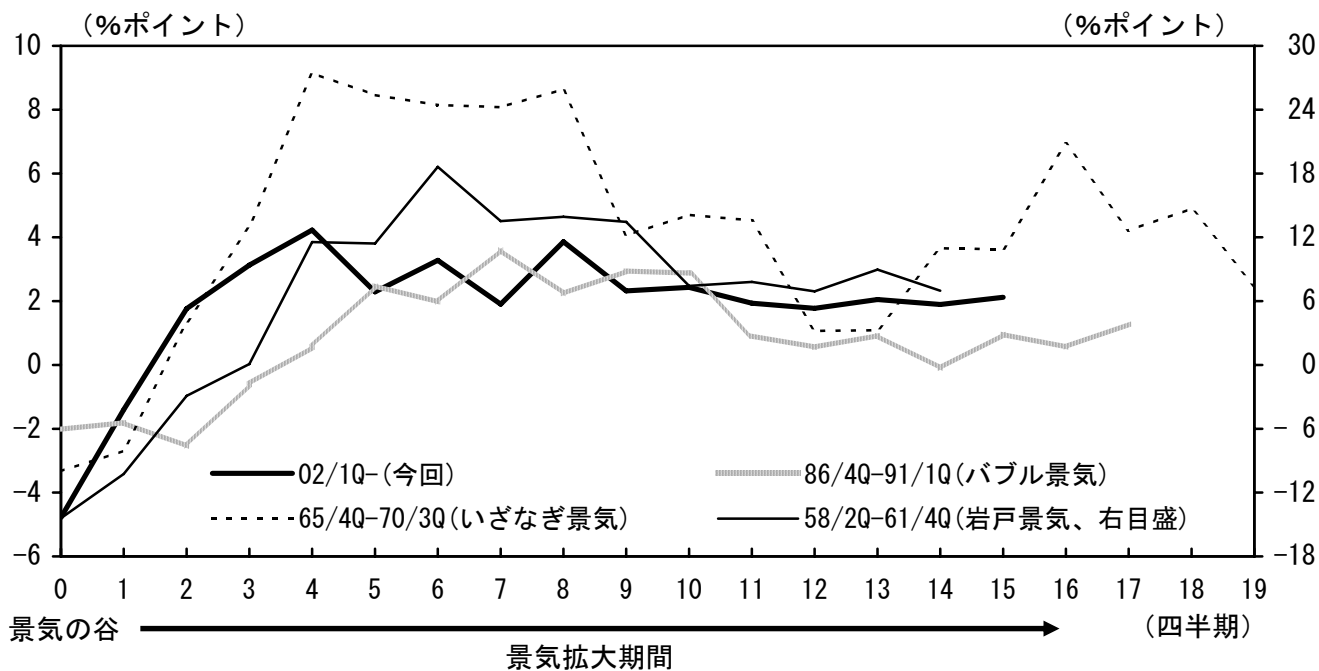
景気の成熟化

(1) 企業部門支出と家計部門支出の前年比増減率の差



(注) 企業部門の支出は輸出と設備投資の合計。家計部門の支出は個人消費と住宅投資の合計。

(2) 製造業の生産と非製造業の生産の前年比増減率の差

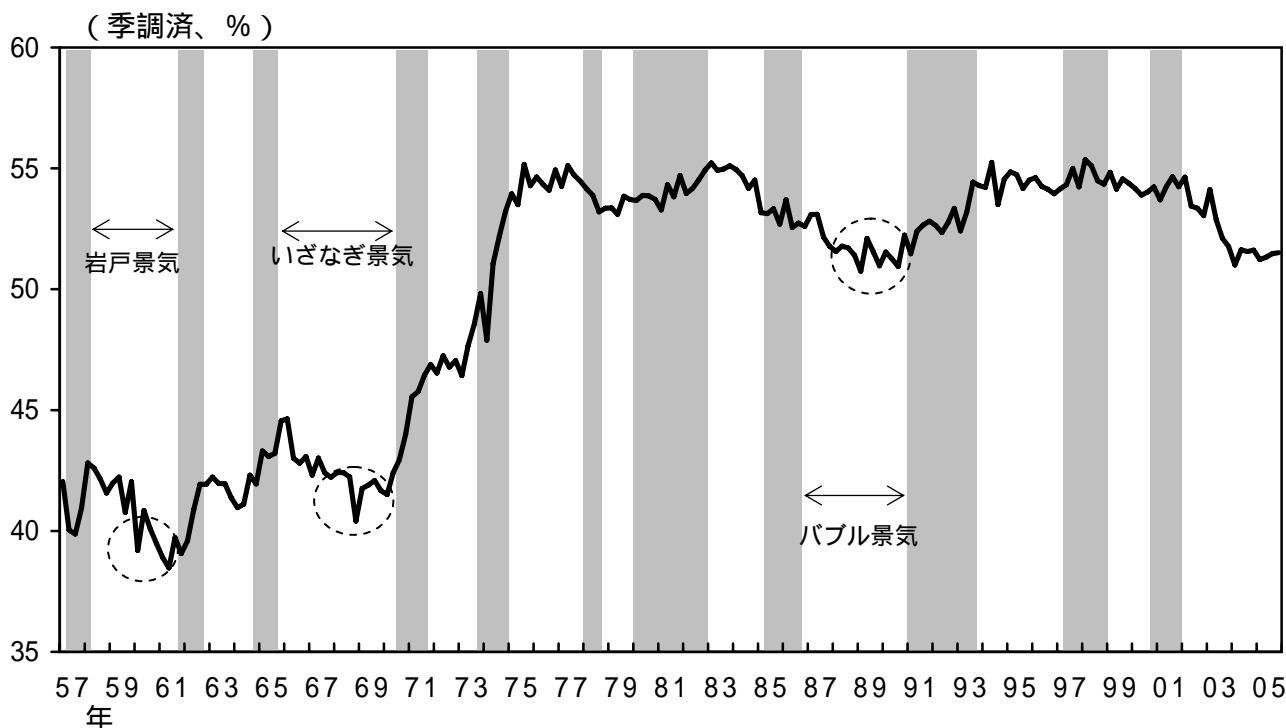


(注) 製造業および非製造業の生産は、1995年基準・SNA産業連関表(2002年確報)における生産誘発係数を用いて算出。ただし、いざなぎ景気及び岩戸景気については、製造業誘発生産の代わりに鉱工業生産、非製造業誘発生産の代わりに実質GDPを用いた。

(資料) 内閣府「国民経済計算」、経済産業省「鉱工業指数統計」

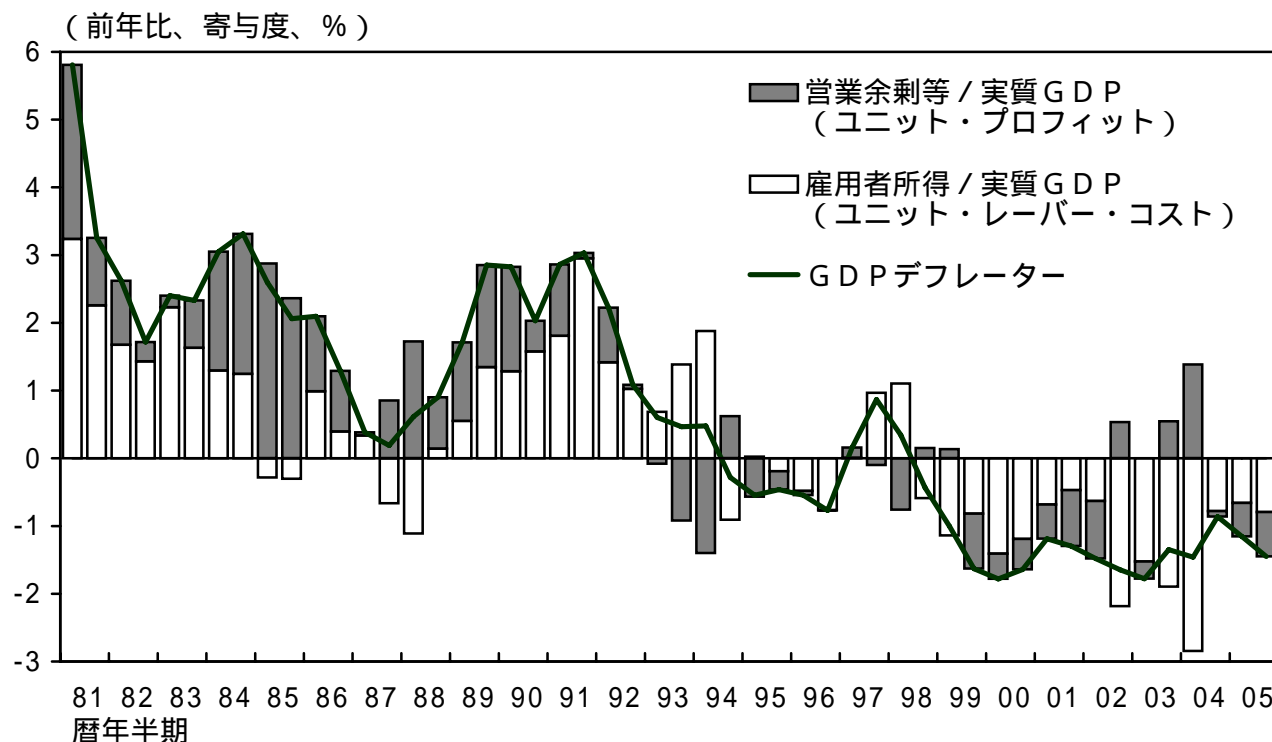
労働分配率

(1) 労働分配率



(注) 1. 労働分配率 = 雇員報酬 / 名目 GDP。1979年以前は68 S N A 基準で算出。
2. シャドー部分は景気後退局面。

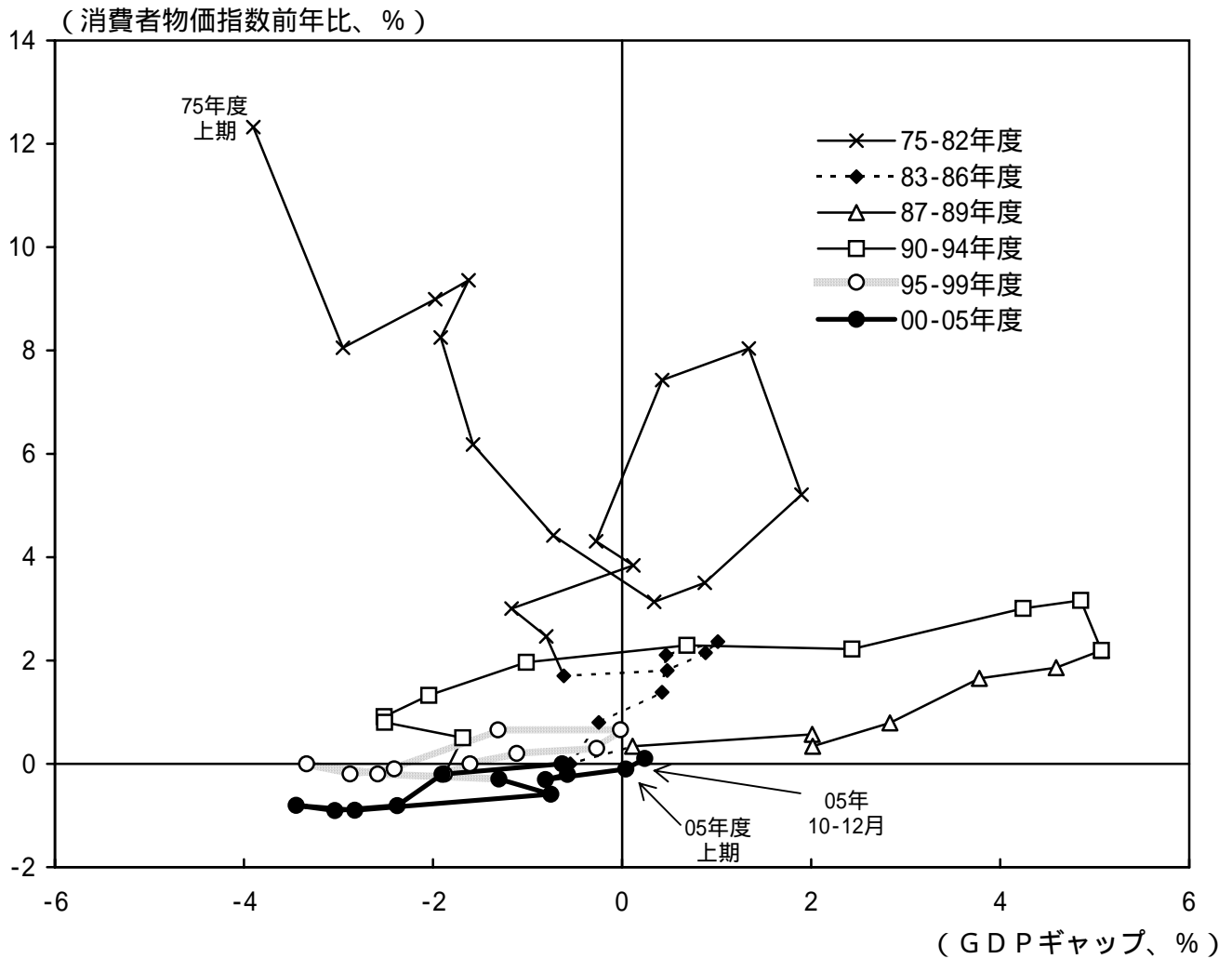
(2) 分配面からみた GDP デフレーターの分解



(注) 1. 1994年以前は固定基準年方式 (1995年基準)、1995年以降は連鎖方式 (2000年基準)。
2. 営業余剰等は、 営業余剰・混合所得に加えて、 固定資本減耗、 生産・輸入品に課される税、 補助金、 統計上の不突合を含む。

(資料) 内閣府「国民経済計算」

GDPギャップと消費者物価上昇率

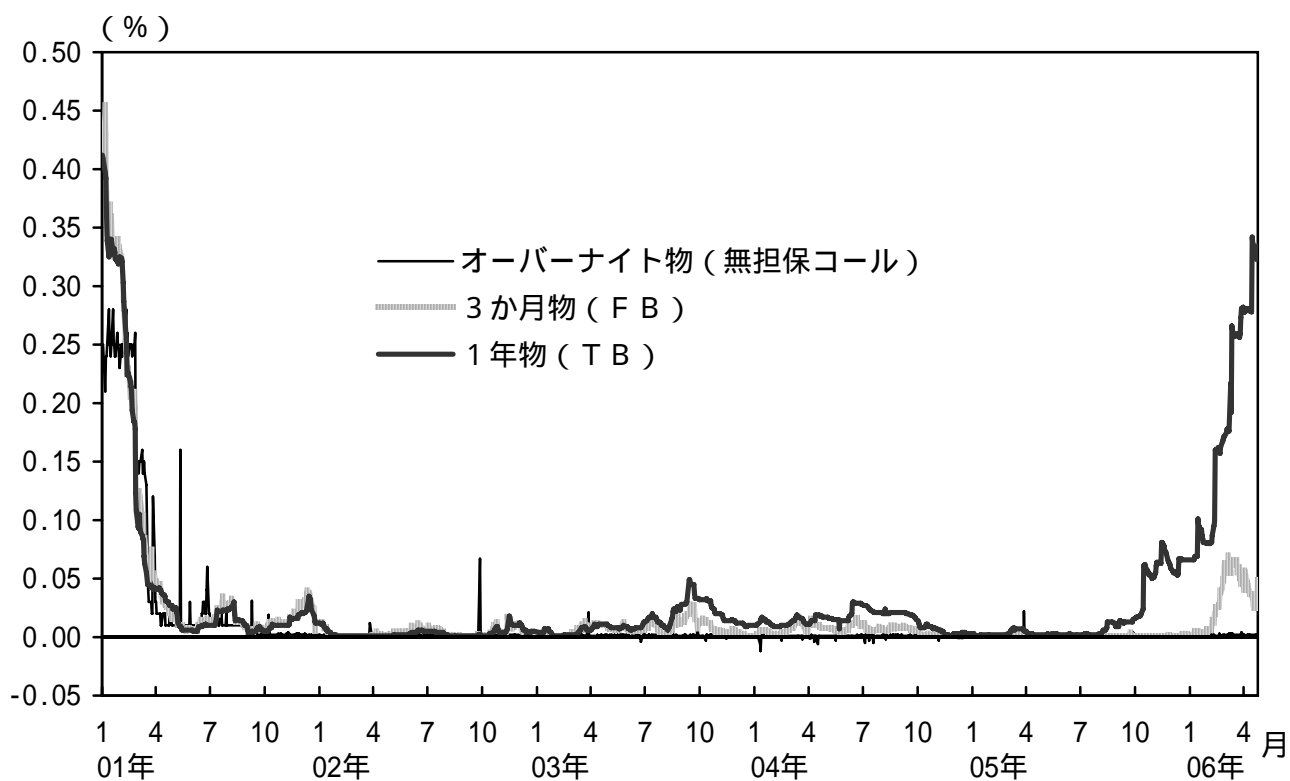


(注) 1. 消費者物価指数は総合除く生鮮食品。消費税調整済み。
2. 消費者物価指数の2000年までは1995年基準、2001年以降は2000年基準のデータを用いて算出。

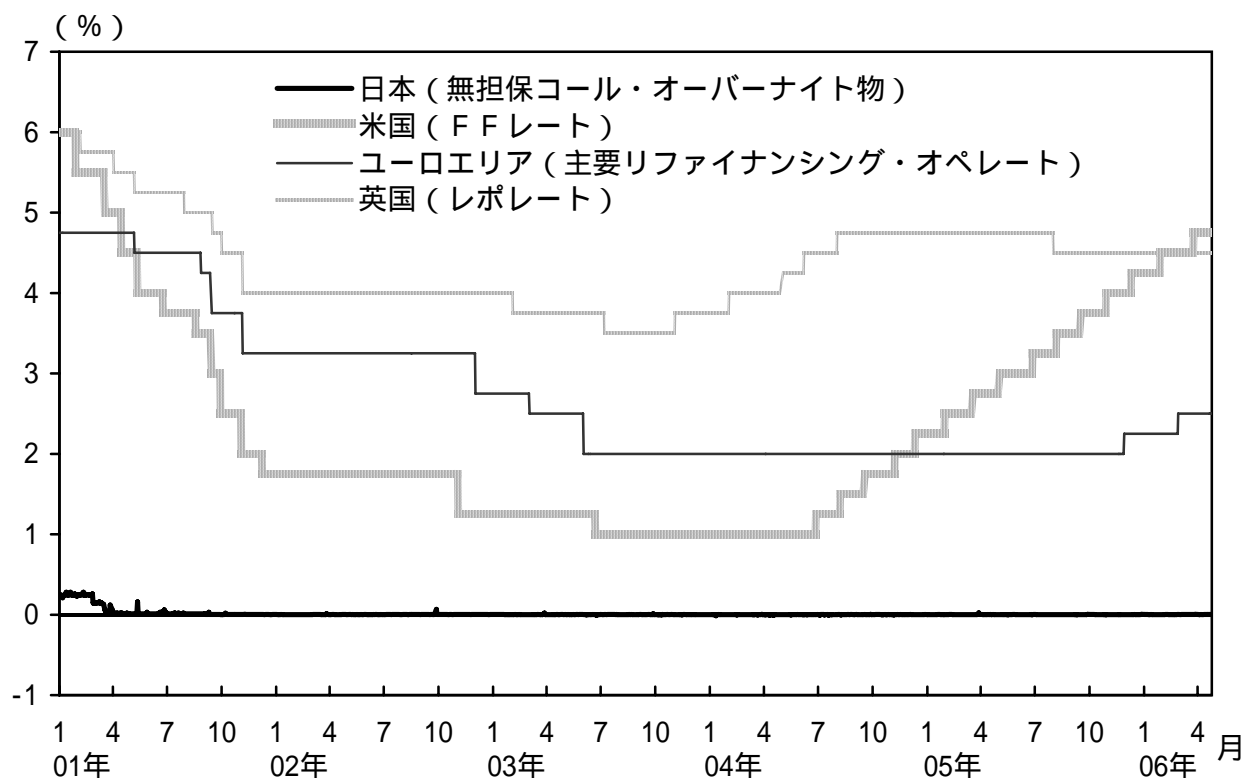
(資料) 内閣府「国民経済計算」、内閣府・財務省「法人企業景気予測調査」、総務省「消費者物価指数」「労働力調査」、厚生労働省「毎月勤労統計」「職業安定業務統計」、経済産業省「鉱工業指数統計」等

短期金利

(1) 短期金利



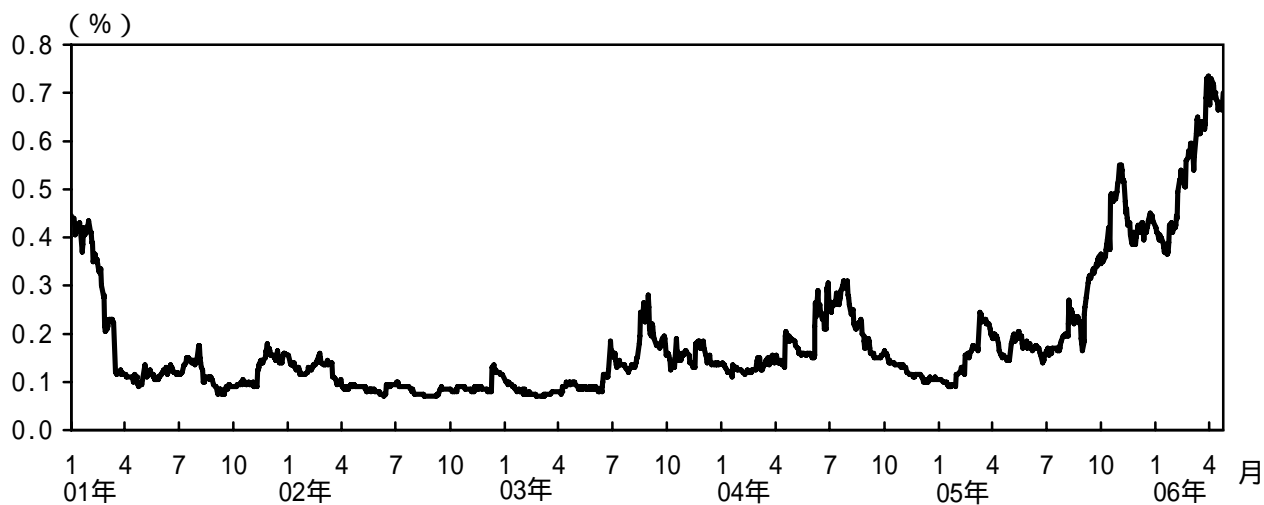
(2) 主要国の政策金利



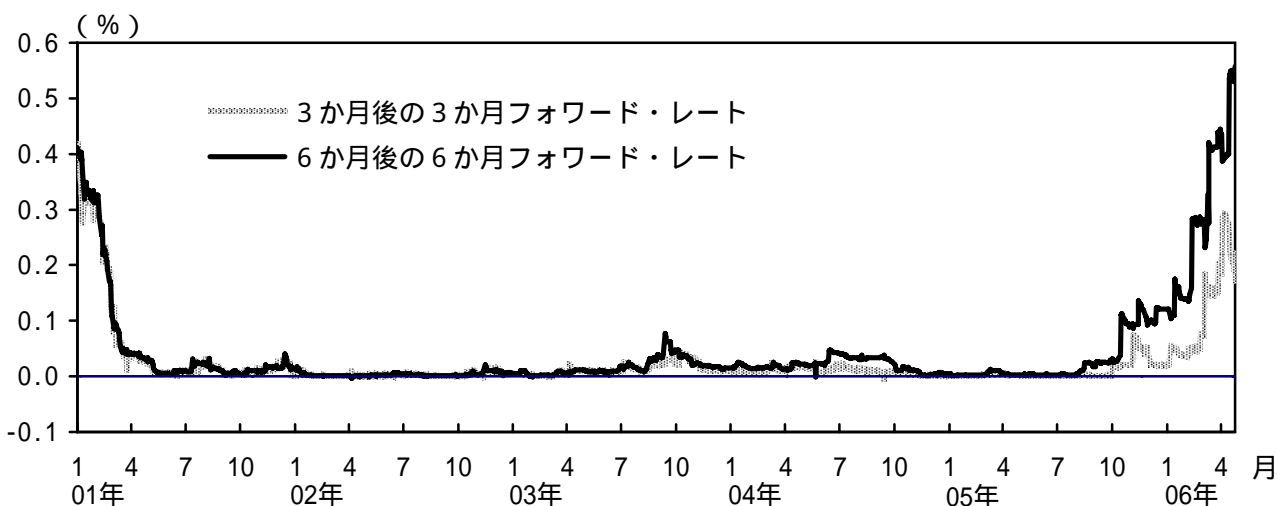
(資料) 日本銀行、各国中央銀行、Bloomberg

先行きの金利に対する市場の予測

(1) ユーロ円金利先物 (中心限月、 3 か月物)

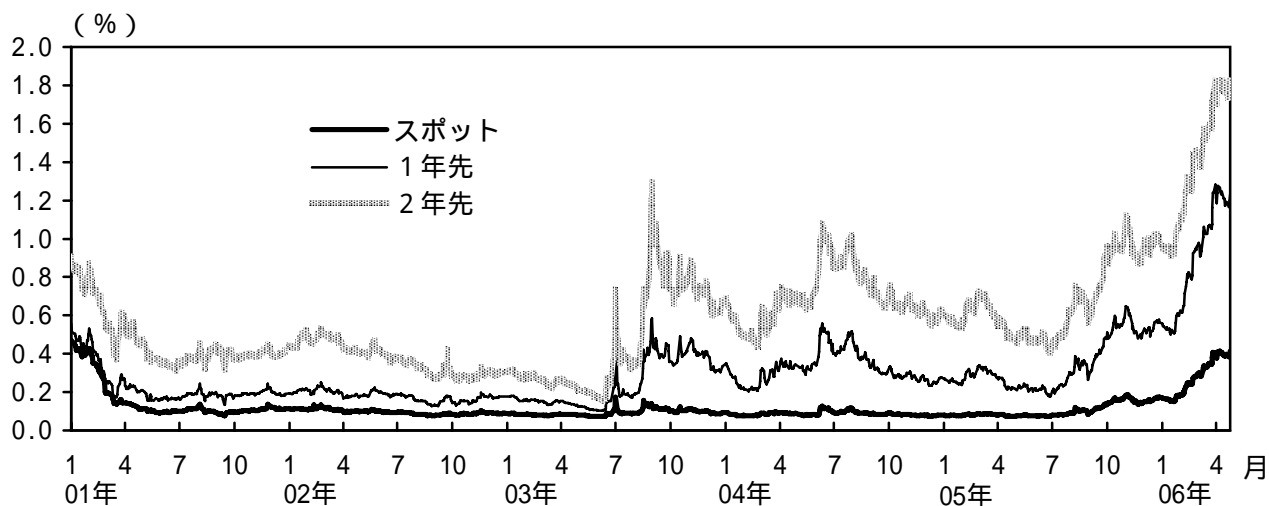


(2) T B ・ F B からみたフォワード・レート



(注) それぞれ、F B 3 か月、T B 6 か月・1 年物から算出。

(3) 1 年物インプライド・フォワード・レート

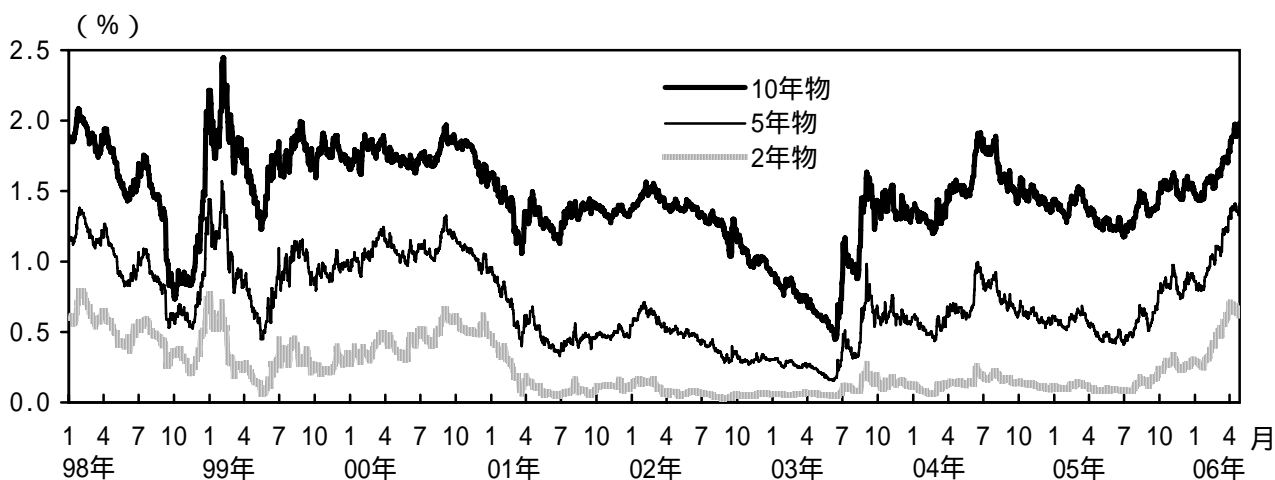


(注) 円 - 円スワップ・レートから算出。

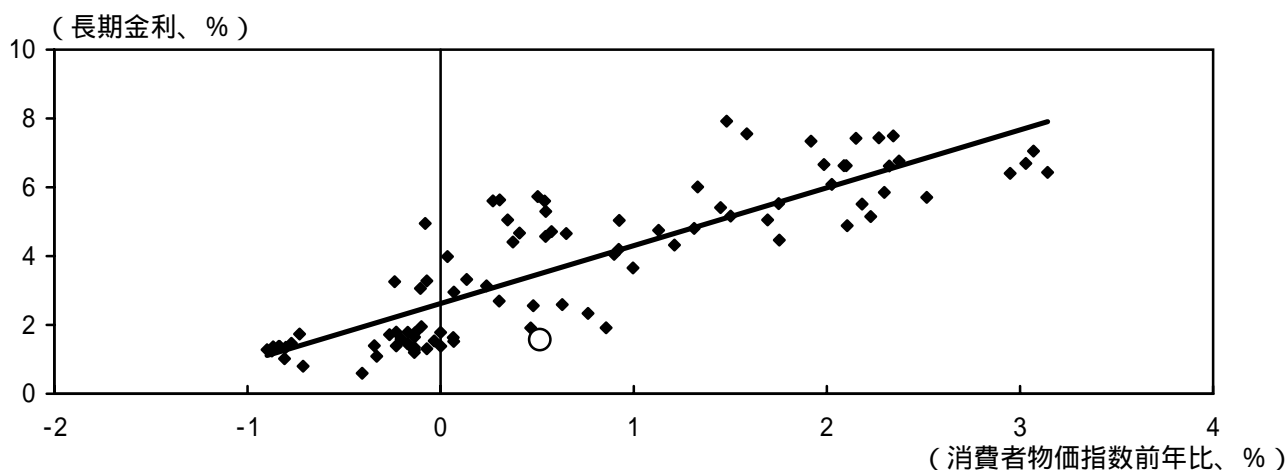
(資料) 東京金融先物取引所、ロイター、Bloomberg

長期金利

(1) 国債利回り

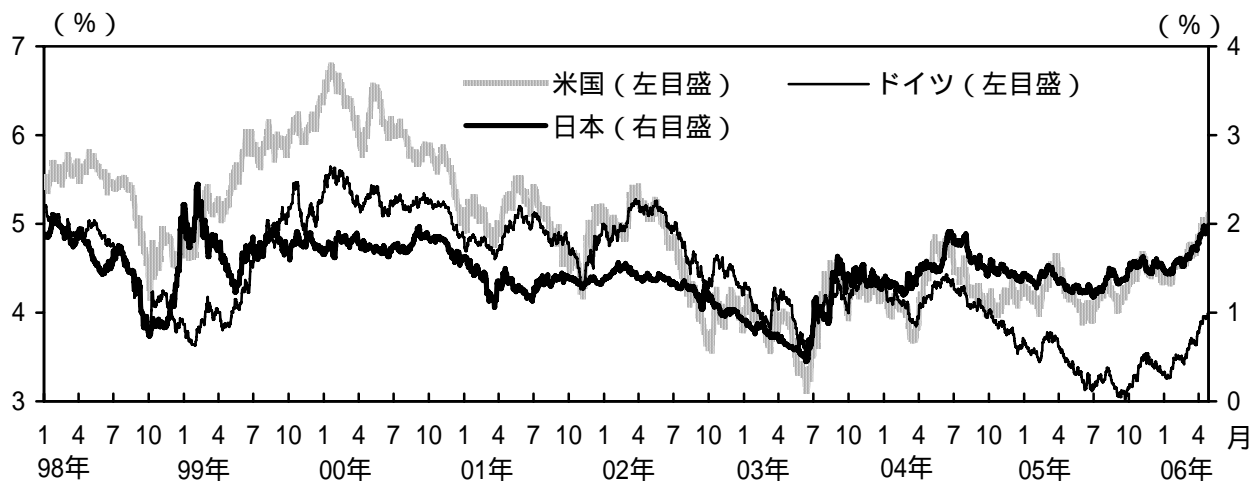


(2) 長期金利、消費者物価変化率



- (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83/3Q ~ 06/1Q。白丸は直近データ。

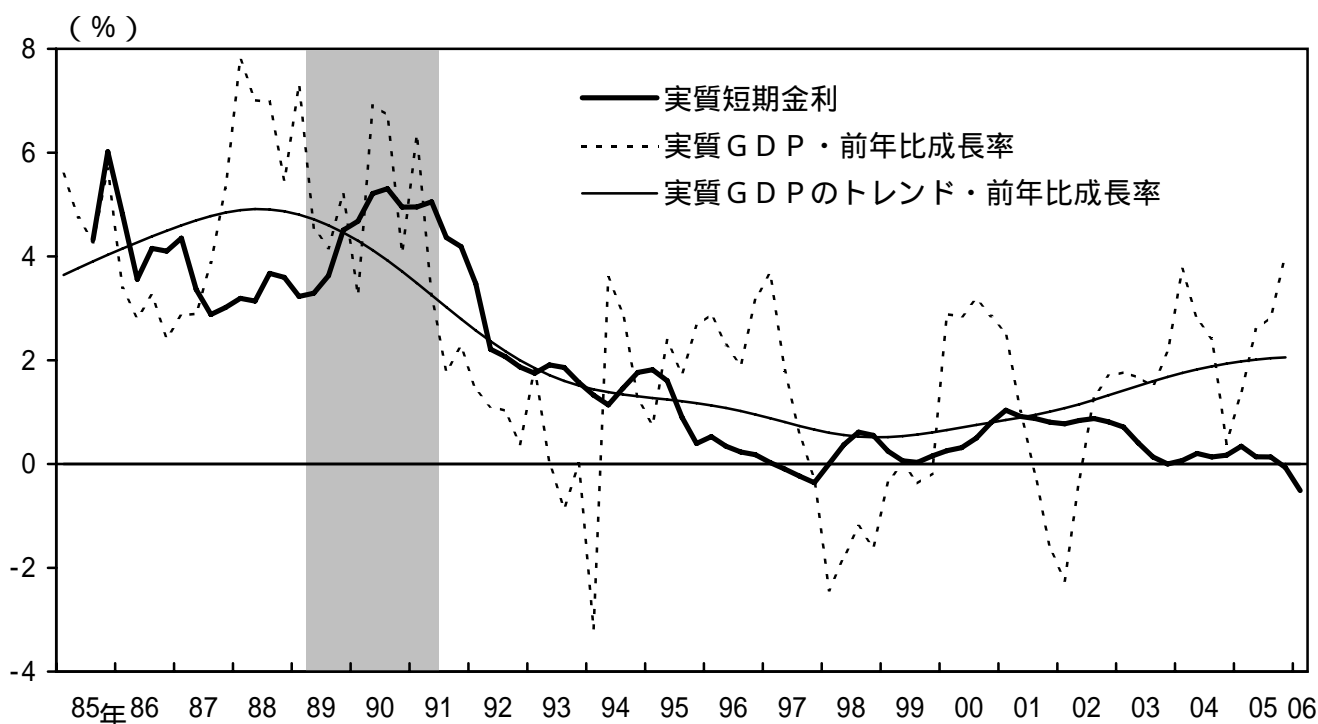
(3) 主要国の長期金利 (10年物国債利回り)



(資料) 総務省「消費者物価指数」、日本相互証券、Bloomberg

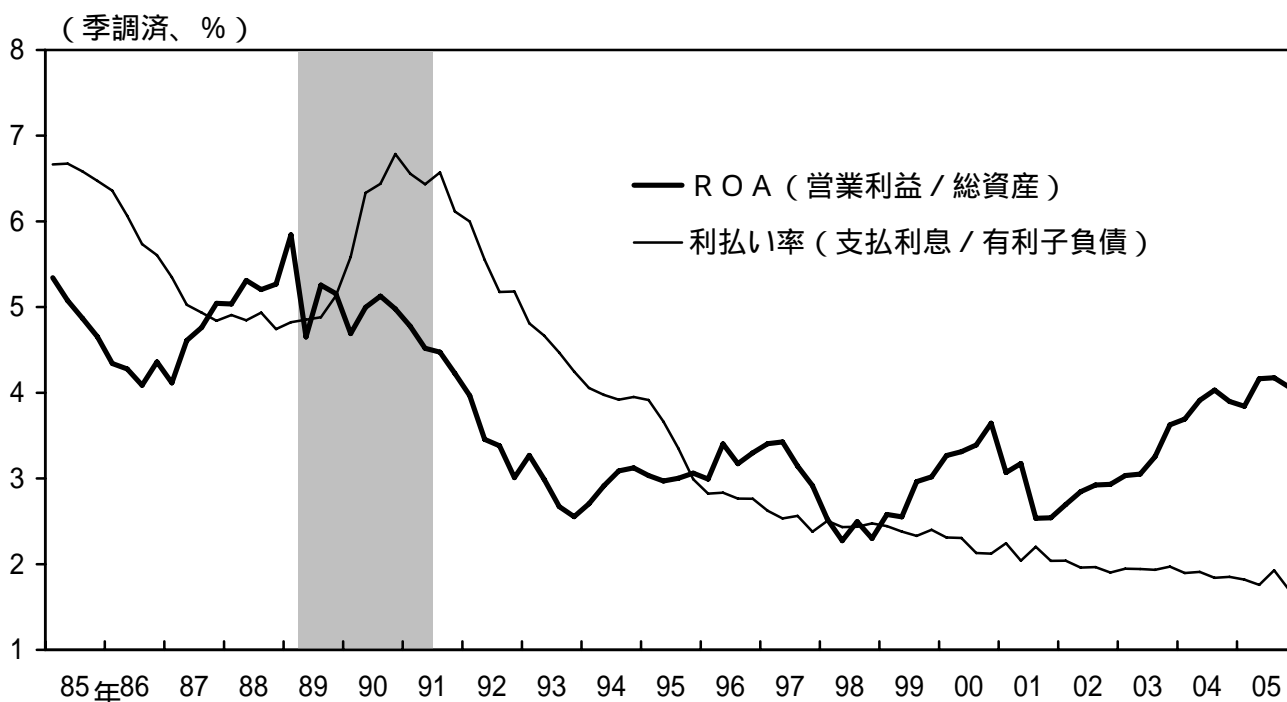
金利水準と実体経済

(1) 実質短期金利と成長率



- (注) 1. 実質短期金利 = 無担保コールレート (0 / N 物) - 消費者物価指数 (総合除く生鮮食品) 前年比
2. 実質GDPのトレンドはHPフィルターにより計算。
3. シャドー部分は利上げ局面 (89 / 5 月 ~ 91 / 6 月) (下の (2) も同じ) 。

(2) 企業のROAと利払い率 (法人季報、全産業全規模)

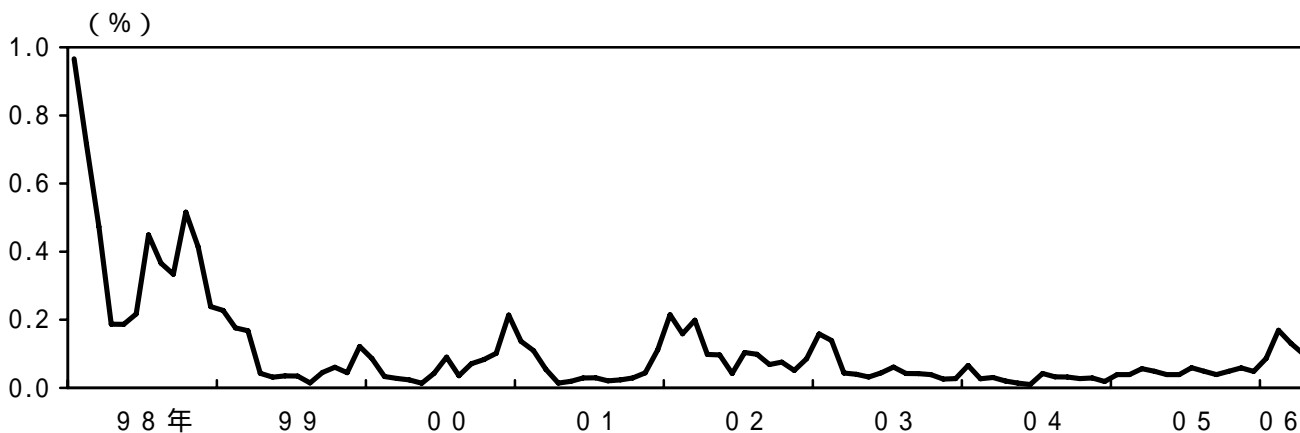


- (注) 有利子負債は、長短借入金、社債、手形割引残高の合計。

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

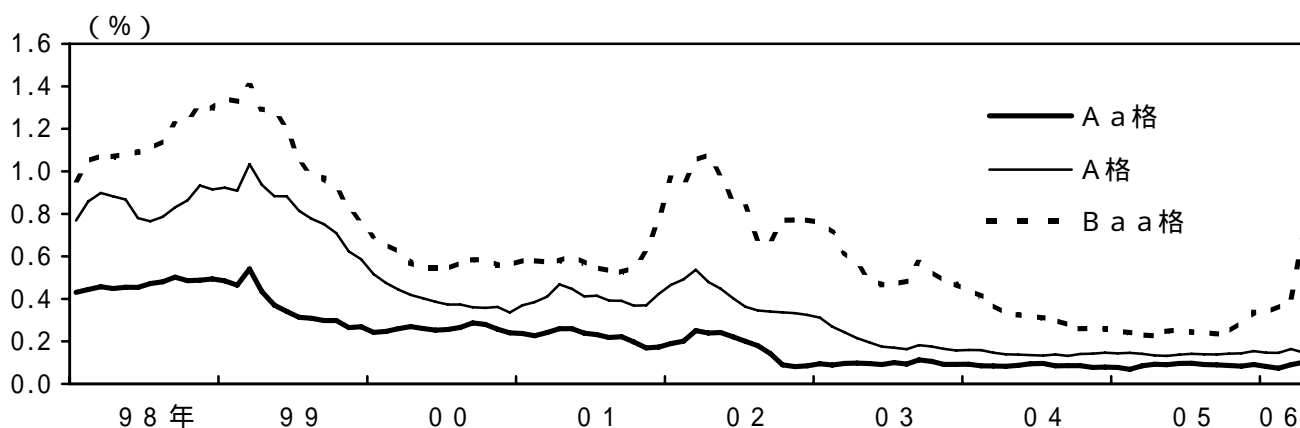
信用スプレッド

(1) C P の信用スプレッド



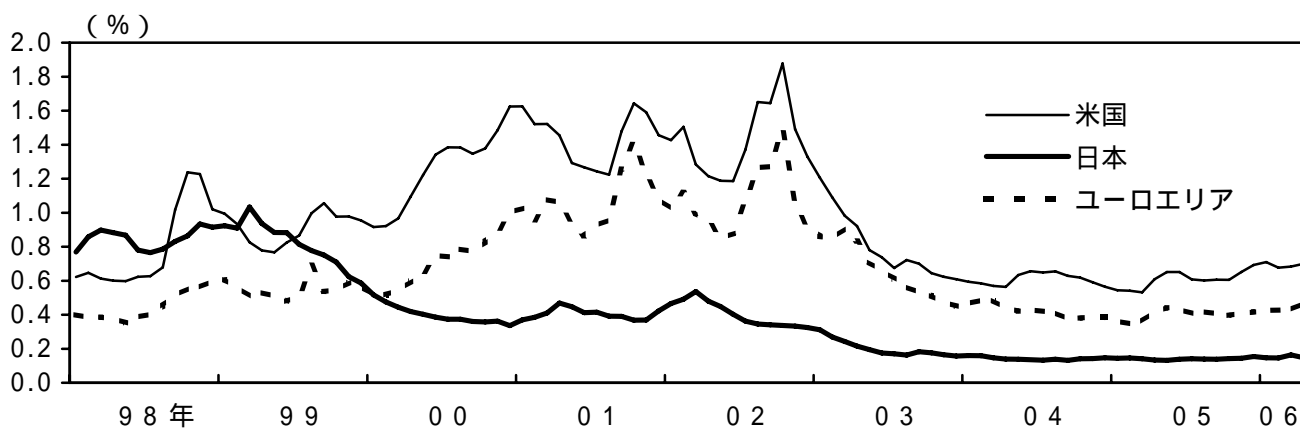
- (注) 1. C P の信用スプレッド (3 か月物) = C P 発行レート - 短国流通利回り
2. C P 発行レートは A 1 格以上のもの。
3. 06/4月の値は直近までの平均値 (下の (2)、(3) も同じ)。

(2) 社債の信用スプレッド



- (注) 1. 社債の信用スプレッド (5 年物) = 社債流通利回り - 国債流通利回り
2. 社債の格付けはムーディーズによる。

(3) 主要国の社債の信用スプレッド



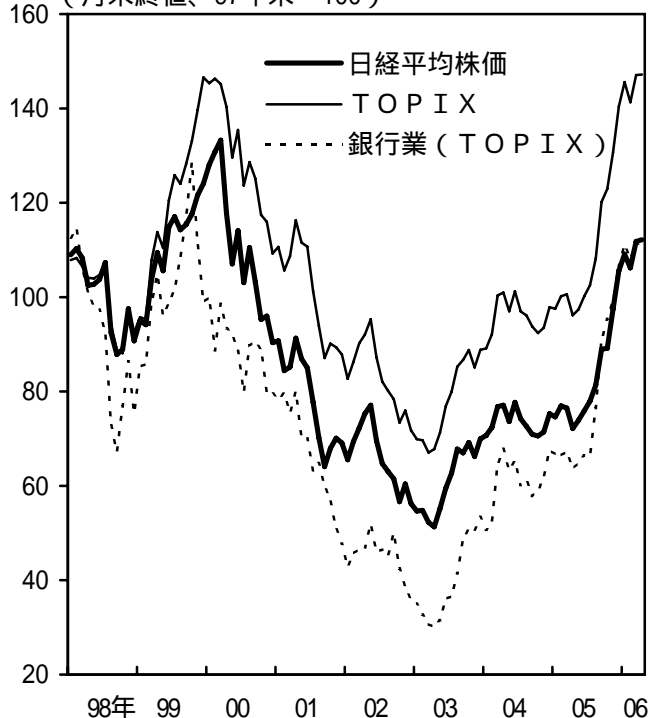
- (注) 1. 社債の信用スプレッド = 社債流通利回り - 国債流通利回り
2. 日本は 5 年物。米国、ユーロエリアは 3 ~ 5 年物。
3. 社債の格付けは全て A 格。格付けはムーディーズ、S & P による。

(資料) 日本銀行、日本相互証券、日本証券業協会、メリルリンチ

株 価

(1) 株 価

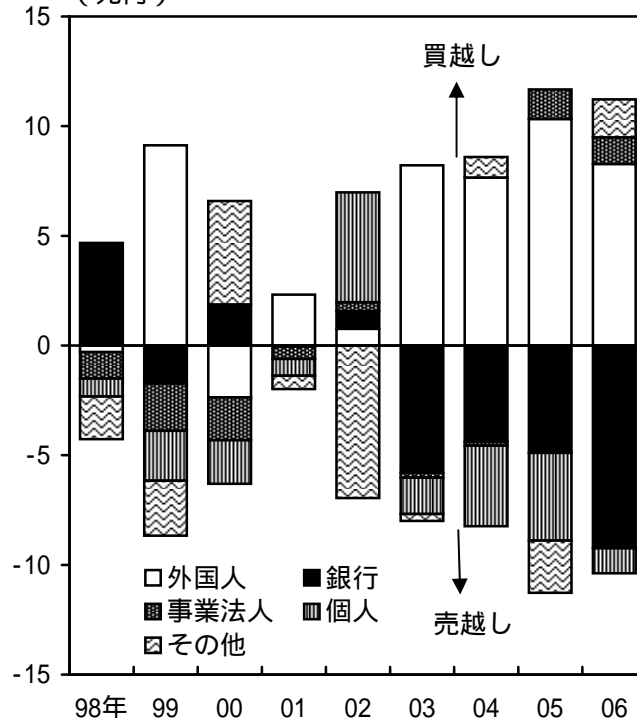
(月末終値、97年末 = 100)



(注) 2006/4月の計数は、直近の終値。

(2) 主体別売買状況

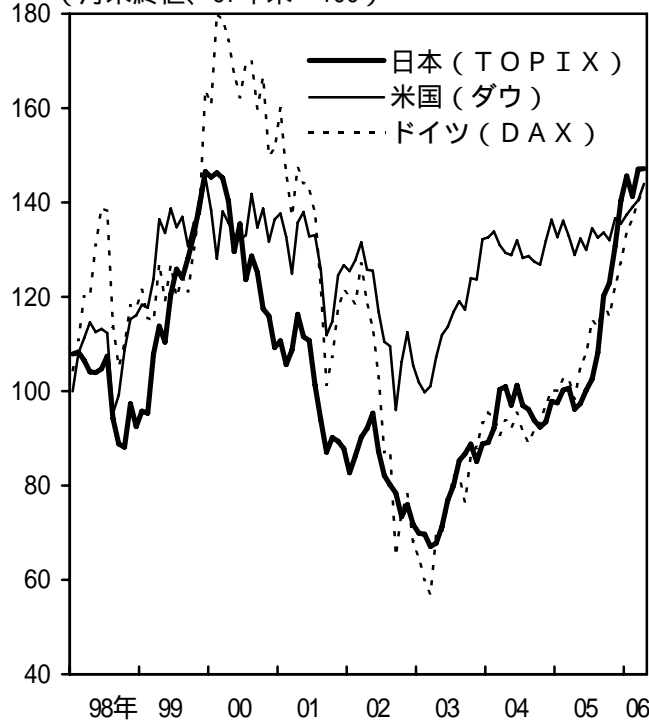
(兆円)



(注) 1. 三市場 (東証・大証・名証) 1、2部計。
2. 06年は1-3月の年換算値。

(3) 主要国の株 価

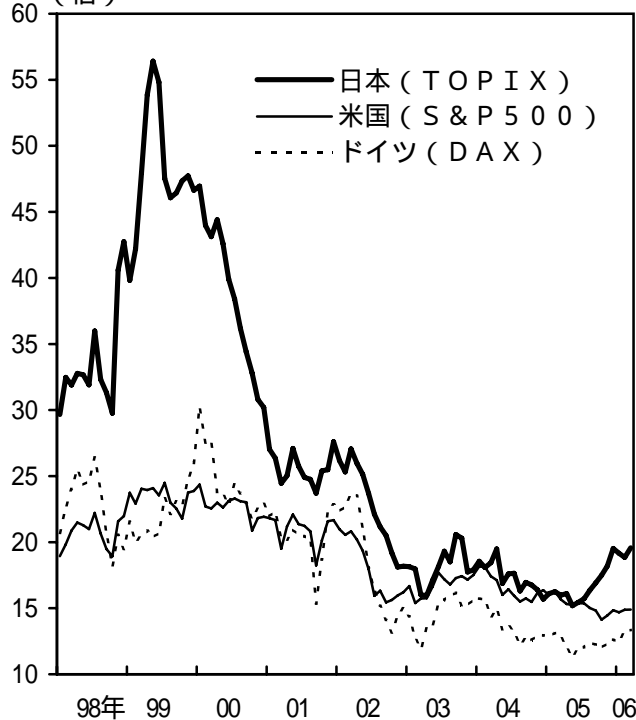
(月末終値、97年末 = 100)



(注) 2006/4月の計数は、直近の終値。

(4) 主要国の P E R

(倍)

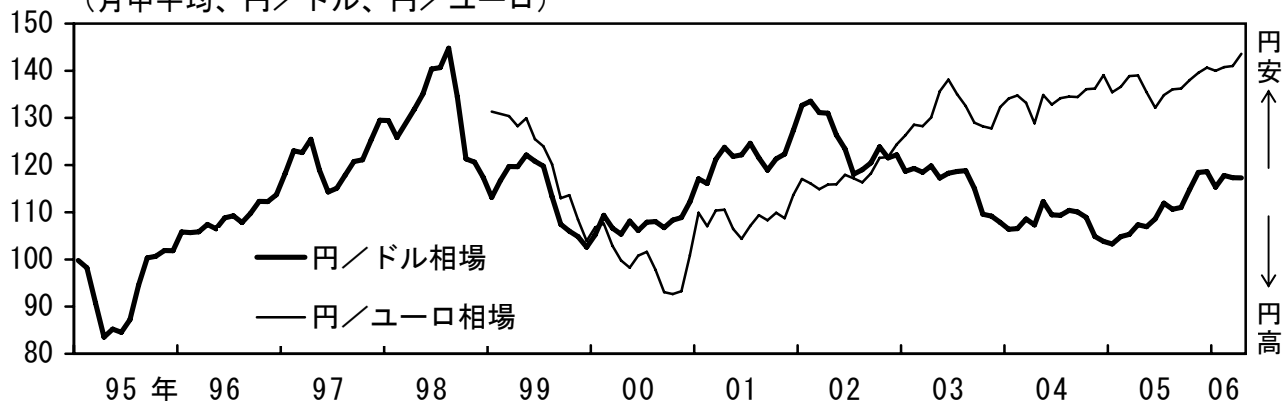


(注) 12か月先の予想EPSを使用。

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) 2006/4月は、直近までの平均値(下の(2)、(3)も同じ)。

(2) 名目実効為替レート

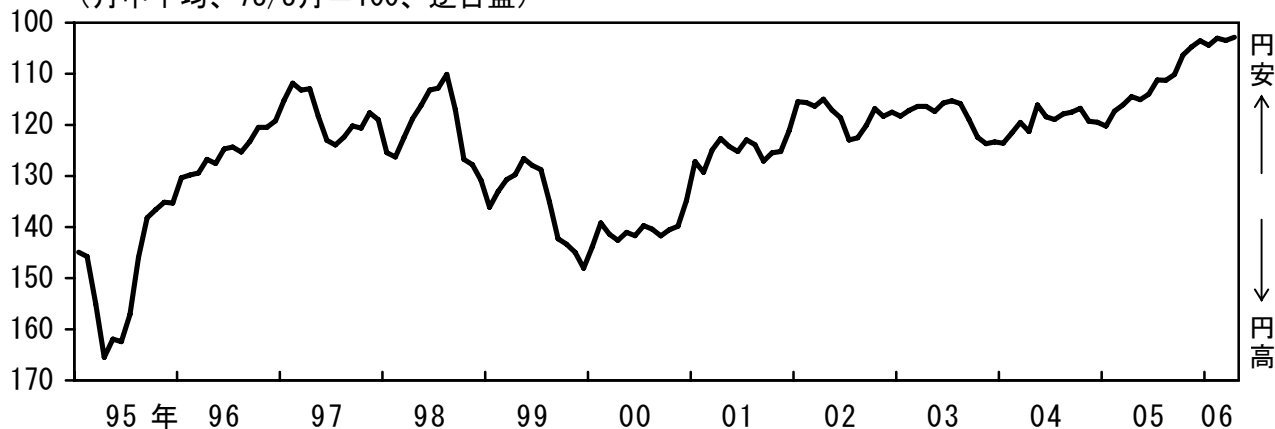
(月中平均、73/3月=100、逆目盛)



(注) 通関輸出金額ウェイト上位の対15通貨ベース(下の(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)

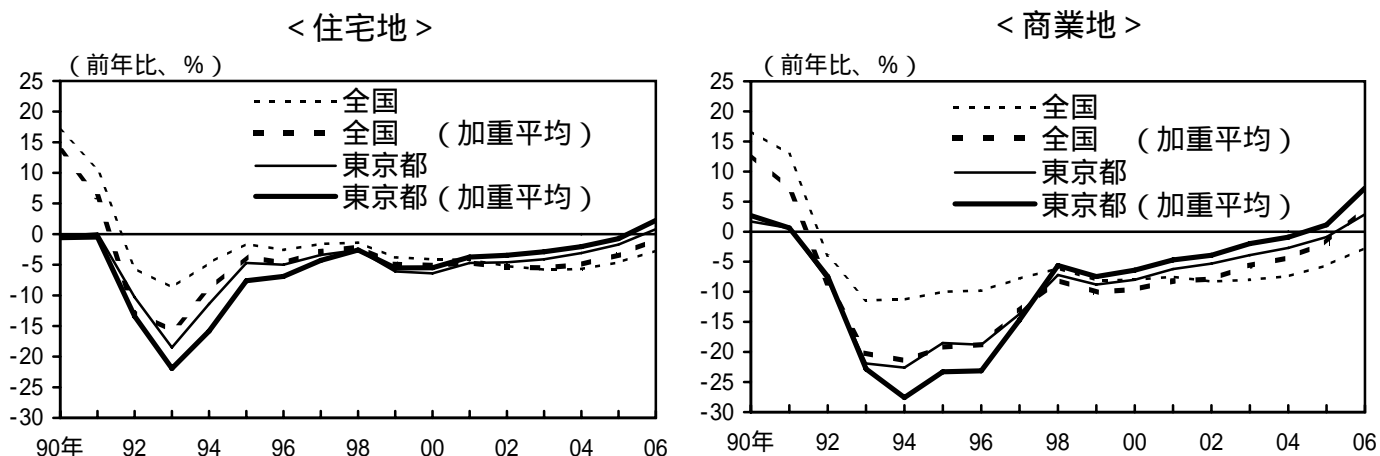


(注) 主要輸出相手国通貨に対する為替相場を当該国の物価指数で実質化し、通関輸出金額ウェイトで加重平均したもの。

(資料) 日本銀行

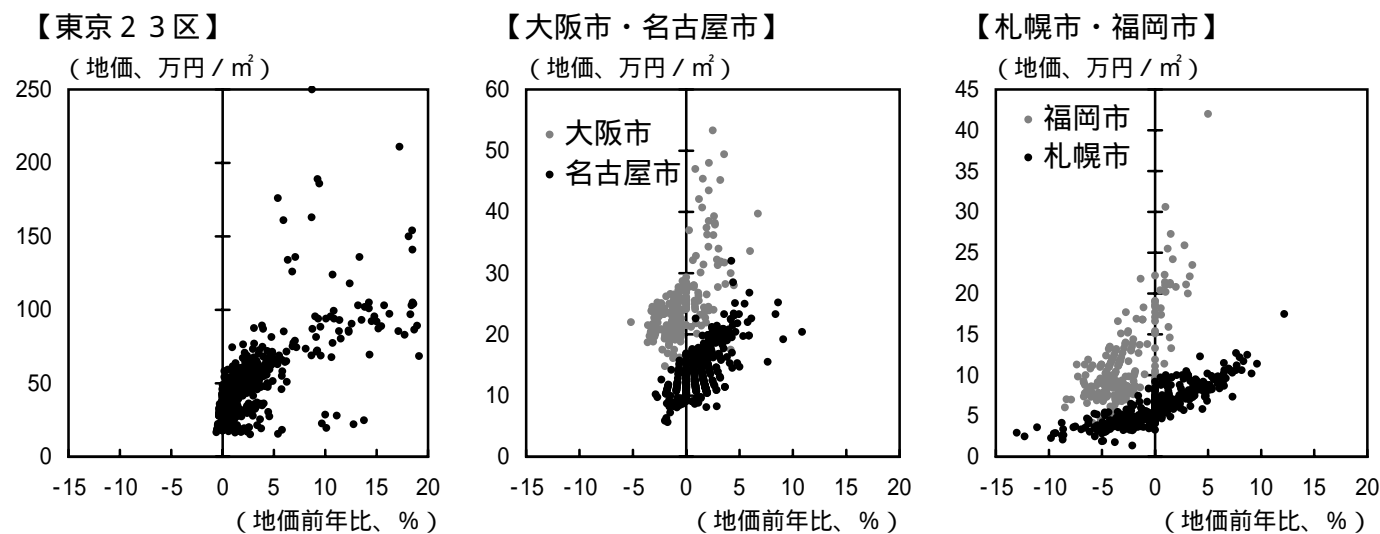
地 価

(1) 全国平均と東京都 (1 / 1 日時点)

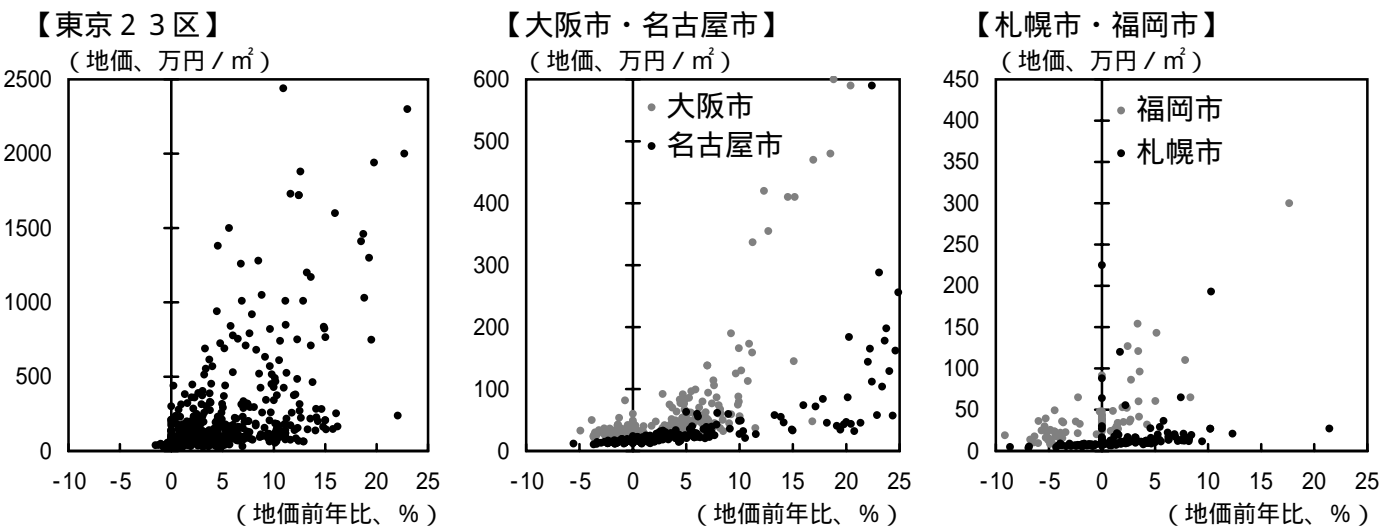


(注) 公表計数は、各調査地点における変化率の単純平均。加重平均地価は、各調査地点における公示地価の変化率を調査地点の前年の1㎡当たり公示地価水準で加重平均したもの。これは、各調査地点の地価を合計した変化率と同じであるが、公示地価はサンプル調査のため、必ずしも土地の時価総額の変化を示すものではないことに注意する必要がある。

(2) 住宅地

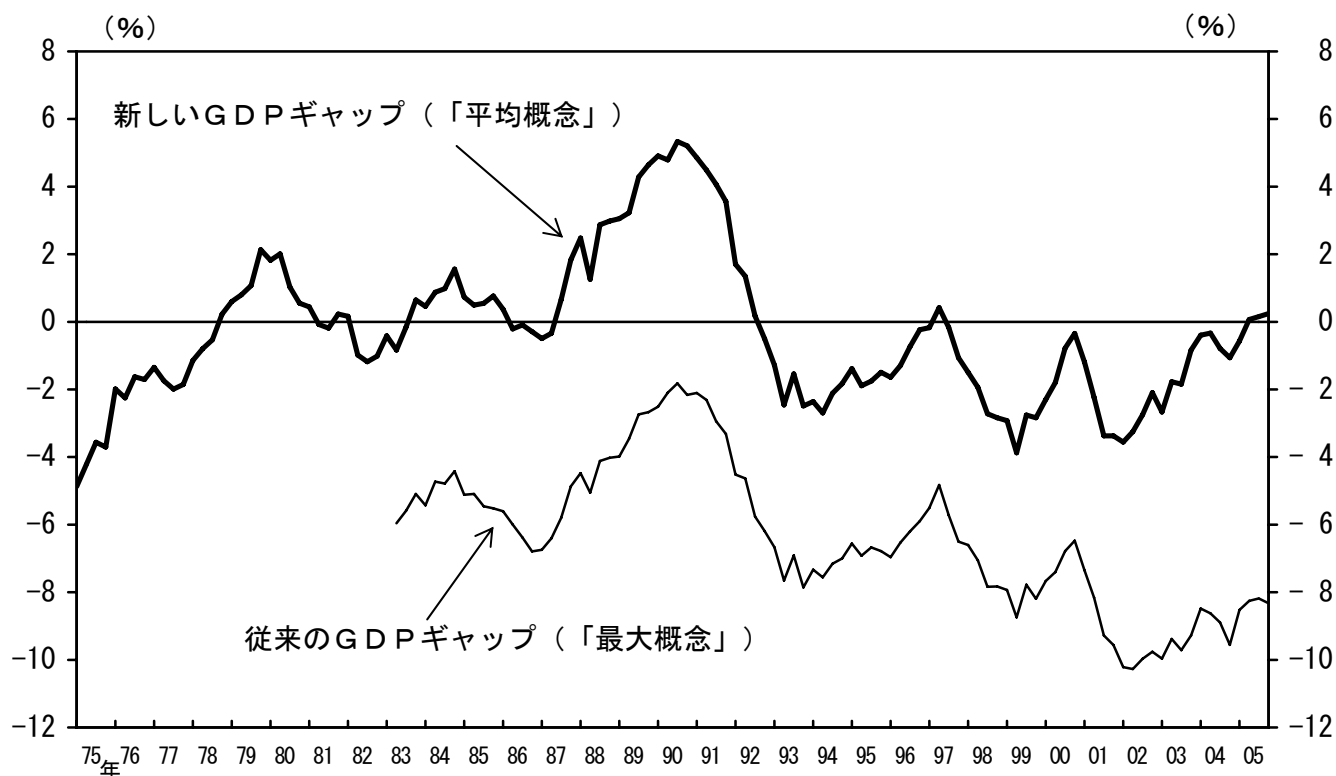


(3) 商業地

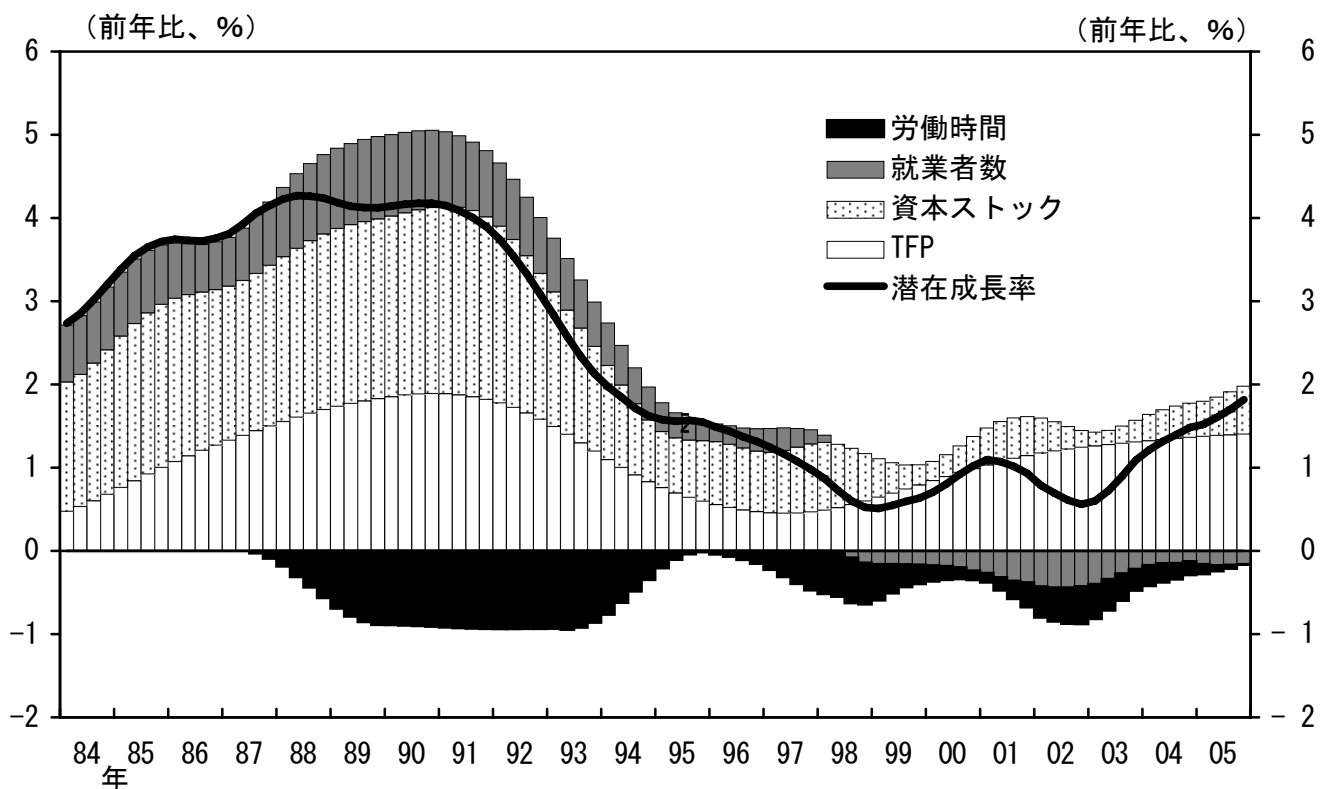


GDPギャップと潜在成長率

(1) GDPギャップの推移



(2) 潜在成長率



(資料) 内閣府「国民経済計算」、内閣府・財務省「法人企業景気予測調査」、
総務省「労働力調査」、厚生労働省「毎月勤労統計」「職業安定業務統計」、
経済産業省「鉱工業指数統計」等

地域別の景気の総括判断（地域経済報告）

	1月判断	判断の 変化	4月判断
北海道	緩やかながらも持ち直しの動きがみられる	⇒	緩やかながらも持ち直しの動きが続いている
東北	緩やかに持ち直している	⇒	緩やかに持ち直している
北陸	裾野を広げつつ、緩やかな回復を続けている	⇨	着実に回復している
関東甲信越	回復を続けている	⇨	着実に回復を続けている
東海	回復を続けている	⇨	拡大している
近畿	緩やかな拡大を続けている	⇨	拡大を続けている
中国	全体として回復を続けている	⇒	全体として回復を続けている
四国	緩やかながら持ち直しの動きが続いている	⇒	緩やかながら持ち直しの動きが続いている
九州・沖縄	着実に回復している	⇒	着実に回復している

(注) 全文は、http://www.boj.or.jp/type/ronbun/chiiki_rep/chiiki0604.htm を参照。

(資料) 日本銀行「地域経済報告(2006年4月)」