

公表時間
11月1日(水)14時00分

2006年11月1日
日 本 銀 行

経済・物価情勢の展望
(2006年10月)

【基本的見解】¹

(経済・物価情勢の見通し)

わが国経済は、緩やかに拡大している。前回(2006年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、これまでのところ、企業部門は幾分強め、家計部門は幾分弱めとなっているが、全体として概ね見通しに沿って推移している。

先行き2006年度後半から2007年度を展望しても、内需と外需がともに増加し、企業部門から家計部門への波及が進むもとで、息の長い拡大を続けると予想される。景気拡大が長期化し、成熟段階に入っていくにつれて、成長率の水準は、2006年度は2%台半ば、2007年度は2%程度と、潜在成長率近傍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、輸出は増加を続けると予想される。米国経済は足もと減速しているが、海外経済全体としては、地域的な拡がりを伴って拡大を続けると想定される。第2に、企業部門の好調が続くとみられる。高水準の企業収益が続き、売上高利益率も高水準を維持すると予想される。経済のグローバル化が進む中で、企業が海外市場での需要増大も意識した投資行動を採っていることもあって、設備投資は増加を続けるとみられる。もっとも、企業が投資採算を厳しく見定める姿勢を堅持している点を踏まえると、資本ストック循環の観点からみて、2007年度にかけて、設備投資の伸び率は低下していくと想定される。

¹ 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。

第3に、雇用者所得や配当の増加などを通じて、好調な企業部門から家計部門への波及が進んでいくとみられる。雇用者数は着実な増加を続けるとみられる。賃金の上昇は、これまでのところ、企業の根強い人件費抑制姿勢などから緩やかであるが、労働市場の需給が着実に引き締まってきていることを踏まえると、いずれは上昇が明確になる可能性が高い。こうしたもとで、個人消費は、着実な増加を続けるとみられる。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。民間銀行貸出は増加しており、短期金利は、経済や物価との関係からみて、極めて低い水準で推移している。

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、設備や労働といった資源の稼働状況は高まっている。マクロ的な需給ギャップは、需要超過となっており、先行き超過幅を緩やかに拡大していくとみられる。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、なお低下を続けているものの、先行きは、景気拡大の長期化に伴って生産性の伸びが鈍化し、賃金の上昇も明確になる中で、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、企業や家計の物価上昇率の見通しは、短期、中長期とも、上方修正されている。

物価指数に即してみると、2006年度前半の国内企業物価指数は、国際商品市況高などを背景に、前回の見通し対比上振れて推移している。先行きについては、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、上昇基調を続けるとみられる。

消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）は、概ね前回の見通しに沿って、プラス基調で推移している。先行き、前年比のプラス幅は次第に拡大し、

2006年度は0%台前半、2007年度は0%台半ばの伸び率となると予想される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。米国経済は、安定成長に軟着陸していく可能性が高いが、住宅価格の調整が予想以上に急激なものとなった場合、個人消費の伸び率低下などを通じて、一段と減速する可能性がある。また、設備や労働といった資源の稼働状況が高いもとで、既往の原油高等と相まってインフレ予想が高まる可能性もある。この場合、金融市場の反応等を通じて、米国経済や世界経済全体に悪影響が及ぶリスクがある。中国では、力強い拡大が続いてきているが、固定資産投資や輸出の動向次第では、見通し期間中の成長率が上振れる可能性がある。また、原油価格をはじめとする国際商品市況も、その状況如何では、世界経済の先行きに影響を与える可能性がある。こうした海外経済の動向次第では、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ほか、海外需要の増大を意識している設備投資行動にも影響を及ぼし得ると考えられる。

² 今回の消費者物価の見通しは2005年基準の指数を用いている。消費者物価指数は2006年8月に、従来2000年基準から2005年基準に改定され、同時に前年比計数が2006年1月分に遡って改定された。基準改定により、同指数の伸び率は、2006年1～7月の平均でみて0.5%ポイント程度低下した。もっとも、このうち、携帯電話通信料などで指数計算方法が変更されたことの影響の多くは、当該品目の指数の変化後1年を経過した時点で剥落するため、新旧基準の乖離幅は今後縮小すると考えられる。以上を踏まえると、今回の見通しは、2000年基準で示した前回の見通しと比べ、基調的な判断としては変わりはない。

海外経済が予想外に減速した場合などには、供給拡大のペースが速いIT関連財などで在庫調整が発生する可能性もある。もっとも、その場合でも、わが国企業が全体として過剰雇用・設備の調整を終え、収益力も高水準にあることは、景気全体への影響の緩衝材になると考えられる。

第2に、企業の投資行動の一段の積極化である。これまでのところ、製造業を中心に設備投資が積極化しているが、全体として資本ストックが過剰に積み上がっている状況ではない。もっとも、極めて緩和的な金融環境のもとで、企業が、期待成長率や資金調達コスト・為替相場見通しなど、採算に関する楽観的な想定に基づいて投資を一段と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がある。また、大都市を中心に地価の上昇地点が広範化してきていることなど、資産価格の動きも、民間需要を押し上げる方向に作用することが考えられる。

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、需給ギャップに対する物価の感応度に不確実性がある。需給ギャップの需要超過幅が緩やかに拡大していけば、インフレ予想の上昇とも相まって、賃金や物価に上振れ圧力が加わる可能性がある。一方、景気拡大の長期化にもかかわらず、生産性の上昇が継続し、賃金の上昇が遅れる場合には、物価が上昇しにくい状態が続くことも考えられる。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、潜在成長率の影響である。わが国の潜在成長率は近年上昇しているとみられる。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、所得見通しの改善や期待収益率の高まりによる支出の増大を通じて物価の押し上げ要因となり得る。

（金融政策運営）

日本銀行は、本年3月に公表した「新たな金融政策運営の枠組み」に沿って、「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2つの「柱」による点検を行い、先行きの金融政策運営の考え方を整理することとしている。

まず、先行き2007年度までの経済・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、政策金利に関して市場金利に織り込まれている金利観を参考にしつつ点検すると（第1の柱）、上述した通り、内需と外需がともに増加するもとの景気拡大が続くとみられる。また、消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）の前年比は、需給ギャップが需要超過幅を緩やかに拡大し、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との、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）、企業の収益率が高水準となり、物価もプラス基調で推移している状況下、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。例えば、仮に低金利が経済・物価情勢と離れて長く継続するという期待が定着するような場合には、金融行動・投資活動などを通じて、中長期的にみて、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、下振れのケースとしては、景気拡大や物価の上昇が足踏みするような局面も考えられる。ただし、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、それが物価下落と景気悪化の悪循環に転化

するリスクは小さいと考えられる。

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、極めて低い金利水準による緩和的な金融環境を当面維持しながら、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)

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)
2006年度	+2.3~+2.5 <+2.4>	+2.9~+3.5 <+3.0>	+0.2~+0.3 <+0.3>
4月時点の見通し	+2.1~+3.0 <+2.4>	+1.4~+1.8 <+1.5>	+0.6~+0.6 <+0.6>
2007年度	+1.9~+2.4 <+2.1>	+1.1~+1.5 <+1.2>	+0.4~+0.5 <+0.5>
4月時点の見通し	+1.8~+2.4 <+2.0>	+0.8~+1.1 <+1.0>	+0.7~+0.9 <+0.8>

(注) 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。

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)
2006年度	+2.2~+2.5	+2.9~+3.5	+0.2~+0.3
4月時点の見通し	+2.1~+3.0	+1.3~+1.8	+0.5~+0.7
2007年度	+1.8~+2.6	+1.0~+1.7	+0.4~+0.6
4月時点の見通し	+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

(2006年度上期の経済・物価)

わが国経済は、生産・所得・支出の好循環が働くもとの、緩やかに拡大している(図表1)⁵。

輸出は、東アジアにおける部分的な生産調整の影響から情報関連財が一時伸び悩んだが、海外経済が全体として拡大を続ける中、資本財・部品や自動車関連を中心に増加を続けた(図表2、3)。企業収益は、原油など原材料価格の高騰にもかかわらず、高水準を続け、中でも製造業大企業では、輸出の増加に円安も加わって、期を追って上方修正が行われた(図表4)。こうしたもとの、企業の業況感は総じて良好な水準で推移し、設備投資も引き続き増加した(図表5)。9月短観によると、大企業の2006年度の設備投資は、前年比+10%を幾分上回る強めの計画となり、中小企業の投資計画も、最終的に約10%の伸びとなった2004~05年度とほぼ同じペースで上方修正が進んでいる(図表6)。また、内外需要の増加が続く中で、鉱工業生産も増加を続けた(図表7)。

企業部門の好調は、家計部門へも緩やかながら着実に波及した。雇用と賃金の改善を反映し、雇用者所得は緩やかに増加した(図表8)。雇用者数の内訳をみると、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)の増加がさらに目立つようになった。一方、一人当たり名目賃金については、所定外給与や特別給与は引き続き増加したが、企業の

⁵ 景気動向指数(CI)をみると、改善傾向を続けており、8月の一致指数は、バブル期のピークであった1990年10月のレベルを上回り、過去最高の水準となった。なお、景気基準日付上の景気拡張期間は、2006年5月にバブル景気(平成景気、51か月)を超え、同10月に戦後最長のいざなぎ景気(57か月)に並んだ。

人件費抑制姿勢の根強さなどから、コアとなる所定内給与が前年比ゼロ%近傍で推移し、全体でも緩やかな上昇にとどまった。そうしたもとで、個人消費は、サービス関連支出や家電などの耐久財消費を中心に増加基調を維持し、住宅投資も緩やかに増加した(図表9)。ただ、一部の小売販売統計には、天候不順の影響などもあって、やや弱めの動きもみられた⁶。

以上のように景気拡大が続くもとで、設備や労働といった資源の稼働状況は着実に高まった。短観による企業の雇用人員や設備に関する判断は、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10)⁷。また、ある程度幅をもってみる必要があるが、マクロ的な需給ギャップ(GDPギャップ)の推計値をみても、今回の回復局面が始まった時点では大幅な供給超過であったのに対し、足もとは需要超過状態に入っている。

物価面をみると、需給ギャップが需要超過方向に推移する中で、国内企業物価指数は、原油など国際商品の市況高騰が影響し、前年比+3%台に達する上昇となった(図表11、12)。また、消費者物価指数(全国、除く生鮮食品)は、基準改定により遡及して下方改定されたが、新基準でも前年比はプラス基調で推移した(図表13)。財では、石油製品や被服などがプラス寄与を続ける中で、それ以外の品目も緩やかな改善傾向を辿った。サービスについては、移動電話通信料(「他のサービス」に分類)がマイナス寄与を続ける一方、外食は緩やかにプラス幅を拡大させた。

⁶ 日本銀行では、支店における調査などを通じて、地域経済の現状について、「地域経済報告」(さくらレポート)として取りまとめ、公表している。本年10月の同レポートでは、各地域の個人消費の動向についても詳しく調査した。なお、景気判断に関する各地域取りまとめ店からの報告ポイントについては、参考図表を参照のこと。

⁷ 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た後、不足超幅を拡大させてきている。

本年4月の「経済・物価情勢の展望」(展望レポート)では、2006年度から2007年度にかけて、企業部門から家計部門への波及が進むもとで、両部門のバランスがとれた形で息の長い拡大を続ける、との見通しを示した。上述した通り、その後の経済・物価の動きは、見通しと比べると、これまでのところ、収益や設備投資など企業部門が幾分強め、賃金や個人消費などの家計部門は幾分弱めとなっているが、景気は緩やかな拡大を続けており、全体として概ね見通しに沿った動きとなっている。物価面では、国内企業物価指数は、国際商品市況高などを背景に、前回の見通し対比上振れて推移している。一方、消費者物価指数については、概ね見通しに沿って、プラス基調で推移している(BOX参照)。

(2007年度までの経済の展望)

2006年度下期から2007年度までを展望すると、わが国経済は、内需と外需がともに増加し、企業部門から家計部門への波及が進むもとで、息の長い拡大を続けると予想される。成長率の水準は、景気拡大が長期化し、成熟段階に入っていくにつれて、潜在成長率近傍に向けて徐々に減速する可能性が高い。こうした見通しの前提および経済のメカニズムに関する考え方は、前回展望レポートで示したものと基本的に同じである。

すなわち、財政再建による景気の下押し圧力は作用し続けるが、総じて良好な海外環境や極めて緩和的な金融環境のもとで、生産・所得・支出の好循環のメカニズムが働き続けると想定している。経済のグローバル化が進展するもとで、製造業を中心に企業が、海外における収益機会の増大を意識しつつ、設備増強による供給体制の強化に努めている。2007年度にかけても、海外経済が全体として拡大を続けるもとで、企業は、基本的に積極的な設備投資姿勢を堅持していくとみられる。輸出や設備投資の持続的な増加は、生産をはじめとする企業活動のさらなる活発化

を通じて、家計部門に対しても、好影響を及ぼしていくと考えられる。雇用・所得環境については、短観における雇用人員判断が不足超幅を拡大するなど、労働需給がさらに引き締まる方向にある。こうした点などを踏まえると、2007年度にかけて、所定内給与の上昇を伴いつつ、雇業者所得の増加ペースが幾分速まっていくと予想される(図表14)。この結果、定率減税の廃止や年金保険料の引き上げなどを考慮しても、可処分所得の伸び率は幾分高まると考えられる。そのもとで、家計支出の増加が持続し、それが非製造業を含む企業部門にフィードバックしていくといった、前向きな相互作用も働く可能性が高い。

ただし、景気拡大が長期化する中で、資本ストック循環の観点などを踏まえると、設備投資の伸びは低下していく公算が大きい(図表15)。その結果、民間支出の面では、企業部門から家計部門へ、ウェイトが徐々にシフトしていくと考えられる(図表16)⁸。

以上の経済の動きを、実質成長率でみると、2006年度は、潜在成長率(1%台後半)を幾分上回る2%台半ば、2007年度は、設備投資の減速を受けて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。

(2007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、前回の展望レポートで示した通り、徐々に変化していくと考えられる。需給ギャップに関しては、潜在成長率を幾分上回るペースでの景気拡大が続くことから、需要超過幅を緩やかに拡大していくとみられる(図表17)。ユニット・レ-

⁸ 過去の景気拡大局面をみても、初めは、設備投資が勢いよく増加するが、景気拡大の長期化に伴い、設備投資が減速し、相対的に、家計部門の支出ウェイトが高まるという経験則が観察される。

パー・コスト（生産1単位当たりの人件費）については、企業の人件費抑制姿勢の根強さを背景に、所定内給与がゼロ%近傍で推移しているため、これまでのところ、マイナス幅の縮小テンポはごく緩やかである（図表18）。もっとも、先行きは、景気拡大が長期化し、成熟段階に入っていくにつれて、生産性の伸びが鈍化し、労働需給の引き締まりから賃金の上昇圧力も高まっていくと考えられるため、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と予想される⁹。

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展、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、企業や家計の物価上昇率の見通しは、短期、中長期とも、上方修正されている（図表19）。

以上の整理を踏まえると、国内企業物価指数の前年比は、既往の国際商品市況高などを背景に、2006年度は3%前後の上昇になるとみられる。2007年度は、1%台前半の上昇となると予想される。消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）の前年比は、新基準ベースで、2006年度は0%台前半、2007年度は0%台半ばの伸び率となると予想される（前掲BOX参照）。

（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

⁹ 景気拡大が長期化し、成熟段階に入っていくにつれて、民間支出のウェイトは、企業部門（設備投資）から家計部門（個人消費）へとシフトしていき、それに伴い、生産面のウェイトも、製造業から非製造業に移っていくと考えられる。一般に労働集約的な面が強く、生産性が相対的に低いと考えられる非製造業の生産のウェイトが上昇していくと、マクロ的にみた生産性の上昇テンポは鈍化していくとみられる。

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 20）。企業部門では、キャッシュフローは引き続き高水準であるが、設備投資をはじめとする支出活動を活発化させており、有利子負債を削減する動きは大幅に後退している。中には負債を増加させる企業も増えてきている。こうしたもとで、民間銀行貸出は、徐々にプラス幅を拡大している。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 21）。

この間、マネーサプライ（ $M2 + CD$ ）は、足もと伸び率が低下しているが、これには、金融システムが安定し、預金以外の金融資産の収益率が高まるもとで、家計や企業が、マネーサプライの対象外の資産である投資信託や国債などへ資産運用をシフトさせていることが影響している。やや長い目でみると、マネーサプライは、1990 年代後半以降、名目 GDP の成長率を上回る伸びを示し、名目 GDP との対比では、極めて高い水準まで増加した。これは、金融不安が高まり、また、現預金以外の金融資産の収益率が悪化する状況下で、家計や企業が相対的に安全で有利な運用資産として、現預金の保有を増やしたことを映じたものである。最近のマネーサプライの伸び率の低下は、金融システムの安定と現預金以外の金融資産の収益率の改善を背景に、そうした動きの巻き戻しが生じているものと評価できる。このような家計や企業の資産選択行動を踏まえると、当面、マネーサプライの伸びが高まるとは予想し難いが、その背後にある要因を勘案すると、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両立するものと考えられる。

2．経済・物価の変動メカニズムの点検

（輸出を巡る環境）

今回の見通しでは、輸出環境について、米国経済は足もと減速しているが、先行きは安定成長に軟着陸していく可能性が高く、海外経済全体としては、地域的な広がりを伴いつつ拡大を続けるという見方を前提にしている¹⁰。最近のわが国の輸出動向をみると、資本財や自動車といった日本企業が競争力を有する製品を中心に、仕向け地域の裾野が広がっているため、米国一国の成長率が多少減速する程度であれば、輸出全体の増加基調は維持される可能性が高い（前掲図表3）。しかし、米国において、住宅価格の調整が予想以上に急激なものとなった場合、個人消費の伸び率低下などを通じて、米国経済が一段と減速する可能性がある。また、米国内の設備や労働といった資源の稼働状況が高いもとで、既往の原油高と相まってインフレ予想が高まる可能性もある。この場合、金融市場の反応等を通じて、米国経済や世界経済全体に悪影響が及ぶリスクもある。

海外経済が予想外に減速した場合などには、IT関連の調整圧力が誘発される可能性も考えられる（図表22）。BRICs等の新興市場国の急成長もあってIT関連の世界需要は着実に拡大基調を続けているほか、企業は在庫管理を一段と厳格化しているものの、世界的な供給拡大のペースも速いため、米国経済の下振れリスクが顕現化するような場合には、IT関連で需給バランスが崩れる可能性がある。

一方、中国では、力強い拡大が続いてきているが、固定資産投資や輸

¹⁰ こうした見方は、国際機関や民間調査機関の予測でも、概ねコンセンサスとなっている。例えば、IMFのWorld Economic Outlook（2006年9月）によると、世界経済の成長率は、2004年、05年と5%前後の伸びを記録した後、2006～07年も同程度の高成長が続く見通しである。

出の動向次第では、見通し期間中の成長率が上振れる可能性がある。ユーロエリアでは、輸出や生産の増勢は緩やかに鈍化すると見込まれるが、個人消費や設備投資が引き続き回復することから、持続的な景気回復が予想される。また、原油価格をはじめとする国際商品市況も、その状況如何では、世界経済の先行きに影響を与える可能性がある。

こうした海外経済の動向は、為替相場の動向とも相まって、わが国の輸出や生産に対して上振れ・下振れいずれの要因となる可能性もあるほか、海外需要の増大を意識している設備投資行動にも影響を及ぼし得ると考えられる。

(グローバル経済下の企業の支出行動)

最近の設備投資の積極化は、非製造業にも広がってきているが、現時点では、引き続き製造業が牽引役となっている。その背景には、経済のグローバル化が進展するもとの、製造業を中心に企業が、海外における収益機会の増大を意識しつつ、設備増強による供給体制の強化に努めていることがある(図表23)。また、企業は、配当や新卒採用などにも次第に前向きになっているが、同時に、人件費や販売管理費に対しては根強い抑制姿勢を保っている(図表24)¹¹。こうした企業行動は、グローバルな競争が激化し、資本市場からの規律も強まるもとの、コストを極力抑制しながらも必要な投資や株主還元は行うという、企業価値の向上を強く意識した経営が根付いてきていることを反映したものと解釈できる。

こうしたもとの、個々の企業は投資案件を厳しく見定めているため、設備投資が積極化しているといっても、全体としてみれば、依然キャッシュフローの範囲内にあり、また、資本ストックの伸びも緩やかである

¹¹ 人件費などの固定費の売上高比率は、景気回復局面では低下する傾向があるが、今次局面では、その低下テンポが過去に比べかなり大きなものとなっている。

(前掲図表6)。このため、現時点では、マクロ的なストック調整圧力につながるような過熱感はみられない。先行きも、設備投資の増加基調は続くが、資本ストックの伸びが次第に高まるもと、企業は、投資採算を見定めながら、投資の増加ペースを徐々に低下させていく可能性が高いと考えられる。

ただし、極めて緩和的な金融環境のもとで、企業が、期待成長率や資金調達コスト・為替相場見通しなど、採算に関する楽観的な想定に基づいて、投資を一段と積極化することも考えられる。その場合には、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がある。また、大都市を中心に地価の上昇地点が広範化してきていることなど、資産価格の動きも、設備投資を含めた民間需要を押し上げる方向に作用することが考えられる。

(雇用・所得環境と家計の支出行動)

雇用者数の増加が続き、労働需給は着実に引き締まってきているが、賃金のコアとなる所定内給与の前年比は、足もとゼロ%近傍で推移している。労働需給の引き締まりのもとでコアとなる賃金がなかなか上昇しないのは、企業サイドが人件費抑制姿勢を容易には緩めない一方、労働者サイドでも、過去の厳しい労働環境の経験から、賃上げよりも安定的な雇用を志向する面がなお残っているためではないかと考えられる。こうした企業と労働者の行動は、今後もある程度は続くと思われる。

もっとも、15歳以上人口が頭打ちとなる一方で、雇用者数は景気拡大の持続に伴い1%を幾分上回るペースで増加し続ける可能性が高いため、2007年度にかけて、マクロ的な労働需給のさらなる引き締まりは避けられないと考えられる。既に、派遣労働者やアルバイトなどで賃金が上昇

し始めているほか、主要企業は正社員を含めて雇用者数をかなり増加させる計画にある。こうした点を踏まえ、今回の見通しでも、企業と労働者の行動は次第に変化し、所定内給与を含め賃金の上昇圧力は徐々に高まっていくと想定している（前掲図表 14）。

恒常所得の変化と認識されやすい所定内給与が増加していけば、個人消費も、サービスや耐久財の支出を中心に持続性が高まっていくと考えられる（前掲図表 9）¹²。また、住宅投資についても、良好な所得環境のほか、金利や地価の先高観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。

（物価変動を巡る環境）

今回の消費者物価に関する見通しは、マクロ的な需給ギャップが需要超過幅を緩やかに拡大していくもとで、賃金の上昇圧力の高まりもあって、前年比のプラス幅を次第に拡大するというものである。ただし、見通しでは、需給ギャップに対する物価の感応度が従来に比べ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緩やかに拡大しても、消費者物価の前年比は目立っては高まっていけないと想定している（前掲図表 17）。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おり、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。例えば、新興市場諸国から輸入される製品との競合が強まれば、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やすい。また、企業価値を高めるグローバルな競争が強まっているとすれば、企業は、労働需給の引

¹² 個人消費の内訳を形態別にみると、バブル期には、サービス、非耐久・半耐久財、耐久財いずれも増加したが、今次回復局面では、高齢化による食料品および日用品支出の減退などを背景に、非耐久・半耐久財が弱い動きを続ける一方で、サービスや耐久財への支出増加が続いている。

き締まりのもとでも従来以上に賃金の抑制に努めようとすると同時に、生産性の上昇にも取り組む結果、物価上昇圧力が抑制されることが考えられる。

もっとも、需給ギャップに対する物価の感応度は、規制緩和や情報通信技術の発達、経済のグローバル化などの影響の現れ方によって異なり得るものであり、かなりの幅をもってしておく必要がある。仮に、今回想定したほどには実際の感応度が低下していないならば、物価は上振れる可能性がある。また、物価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、インフレ予想の上昇と相まって、賃金や物価の上昇率が高まる可能性がある。一方、需給ギャップに対する物価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とになる。このケースでは、物価の上昇が顕現化する時点では、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り、その際には、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。

このほか、原油をはじめとする商品市況の変動も物価に影響を与える。原油市況は、夏場にかけて既往最高値を更新したあと、このところ反落しているが、先行きについては、地政学リスクの動向などによっては、上下両方向に大きく振れる可能性がある。マクロ的な需給環境がさらにタイト化し、賃金の上昇圧力が強まったもとで、原油価格が上昇すれば、物価も上振れていくとみられる。長期にわたる原油価格の上昇基調を背景に、わが国企業は、1単位の生産に必要な輸入原材料の削減（輸入原

単位の改善)に努めてきている(図表25)¹³。既往の原油価格の急騰にもかかわらず、最終財価格への転嫁が限定的であった背景には、そうした企業による原単位改善の取り組みが影響している可能性もある。なお、原油価格の下落は、今後の物価上昇圧力の抑制要因となり得る一方、交易条件の面から企業収益や家計の実質所得を下支えし、マクロ的な需給環境をタイト化させる方向に作用する点にも注意が必要である。

(金融市場の動向)

前回展望レポート以降の金融市場の動向をみると、短期金利では、無担保コールレート(オーバーナイト物)は、概ねゼロ%で推移した後、7月の金融市場調節方針の変更以降0.25%前後で推移している。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、TB・FBからみたフォワード・レートなども強含んでいる(図表27)。長期金利は横這い圏内で推移している(図表28)。この間、企業の収益率が高水準となり、物価もプラス基調で推移している状況下、短期金利による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)。

信用スプレッドの動向をみると、CPと短期国債の利回り格差は、低水準で推移しており、社債と長期国債の利回り格差は、やや上昇しているものの、低水準が続いている(図表30)。貸出金利は、全体として極めて低水準ながら、やや強含んでいる(前掲図表20(3))。

株価は、5月中旬から6月にかけて下落した。こうした動きは、世界的に広く観察されており、世界経済を巡る不確実性が意識される中で、投資家のリスク評価の見直しが進んだことが影響したと指摘されている。もっ

¹³ 原単位とは、付加価値ベースでみた産出数量と投入数量との相対関係のことである。原単位の改善とは、製品1単位を生産するのに必要な原材料が少なくなることや、同じ原材料からより付加価値の高い製品が生産されるようになることを意味する。

とも、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もあって、7月以降、わが国株価は回復してきている（図表 31）。

為替相場は、内外金利差に着目した円売り圧力が根強いことなどから、円はドルやユーロとの対比で減価しており、名目実効為替レートも円安方向の動きが続いている（図表 32）¹⁴。

地価は、全体としては、なお下落傾向が続いているが、3大都市圏の都心部を中心に、持ち直し傾向が鮮明となってきている（図表 33）。2006年の都道府県地価調査（基準地価、2006年7月1日時点）をみると、住宅地、商業地とも、全国平均ではなお下落しているが、住宅地については、東京都区部、大阪市、名古屋市などの中心部では上昇傾向を強めており、商業地については、堅調なオフィス需要などを背景に、東京、大阪、名古屋の3大都市圏で比較的是っきりと上昇に転じている。

以 上

¹⁴ 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。

(B O X) 消費者物価指数の基準改定について

消費者物価指数は、本年 8 月に、基準年が 2000 年から 2005 年に改定された。その結果、同指数の前年比は、平均で約 0.5%ポイント下方に遡及改定された。基準改定の影響について、本年 4 月の展望レポートでは、「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」との見方を示し、その要因として次の 3 点を指摘した。

指数算式上の影響 大幅な価格下落に伴い指数水準が大きく低下していたパソコンなど耐久財関連品目では、改定後に指数水準が 100 近くに戻るため、下落寄与が大きくなること。

新規採用品目の影響 新規採用品目のなかには、薄型テレビなど、価格下落幅が大きなものが含まれていること。

基礎統計の影響 品目毎の支出ウェイトが見直され、下落率の大きい品目のウェイトが上昇すると見込まれること。

これらの要因による遡及改定幅については、4 月時点で入手可能な情報をもとに、ある程度の見当をつけることが可能であった。実際、今回の下方改定幅に対する上記 3 要因の寄与は合計で - 0.3%ポイント弱と、4 月時点で念頭に置いていた幅と概ね一致している。結果的に、改定幅が予想より大きなものとなったのは、事前に考慮することが困難であった次の要因による。

指数計算方法変更の影響 携帯電話通信料など既存品目の一部で指数計算方法の見直しが行われた¹⁵。

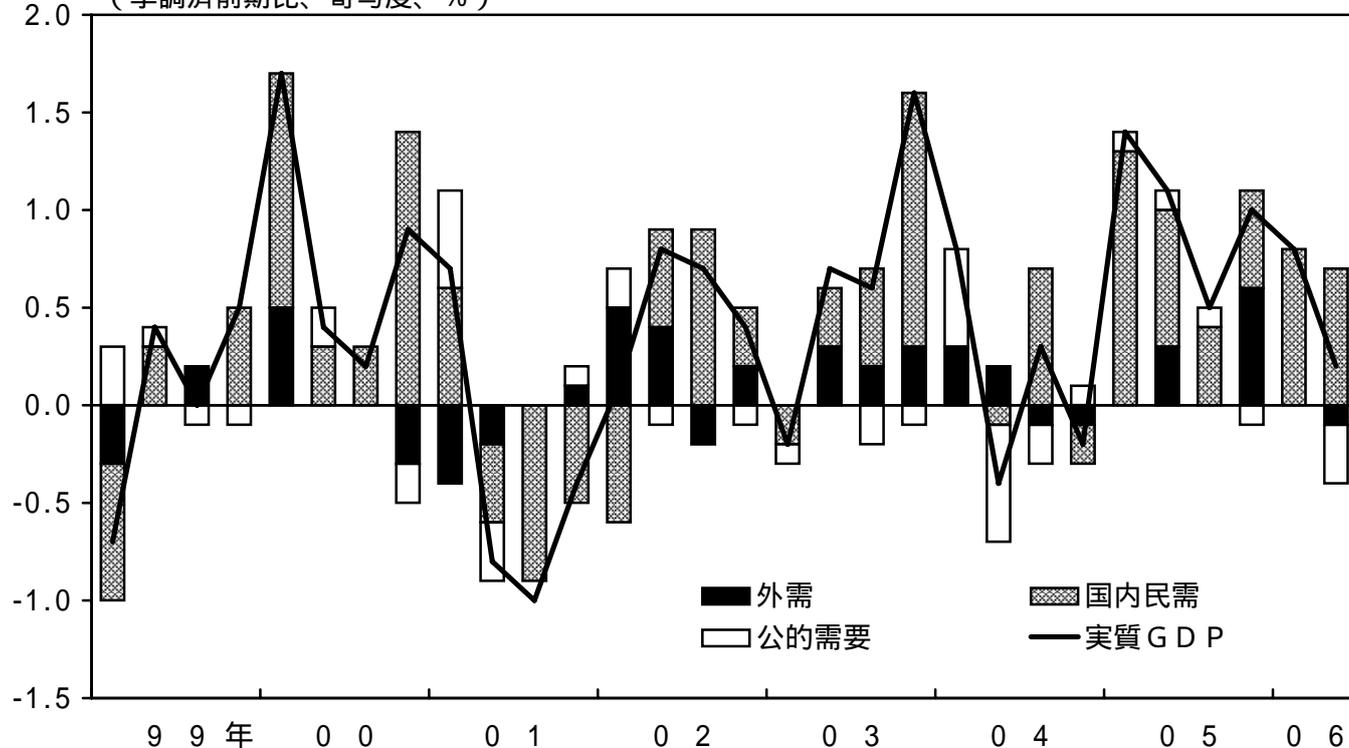
なお、新旧基準指数の前年比の乖離幅は、固定的なものではなく、先行き、基準年から離れるにしたがって、減衰していく可能性が高い。すなわち、の指数算式上の影響や の新規採用品目の影響については、パソコンや薄型テレビなど耐久財の価格下落が続くという前提のもとで、指数水準の低下に伴ってマイナス寄与が徐々に低下していく。また、の指数計算方法変更の影響についても、大半は、変更を反映させた時点から 1 年を経た段階で、前年比に対する影響が剥落する可能性が高いと考えられる。

¹⁵ 携帯電話通信料については、指数計算式の変更が行われた結果、前年比下落率が大幅に拡大し、この 1 品目の改定だけで消費者物価指数を - 0.15%ポイント程度押し下げる要因となっている。

実質GDPと景気動向指数

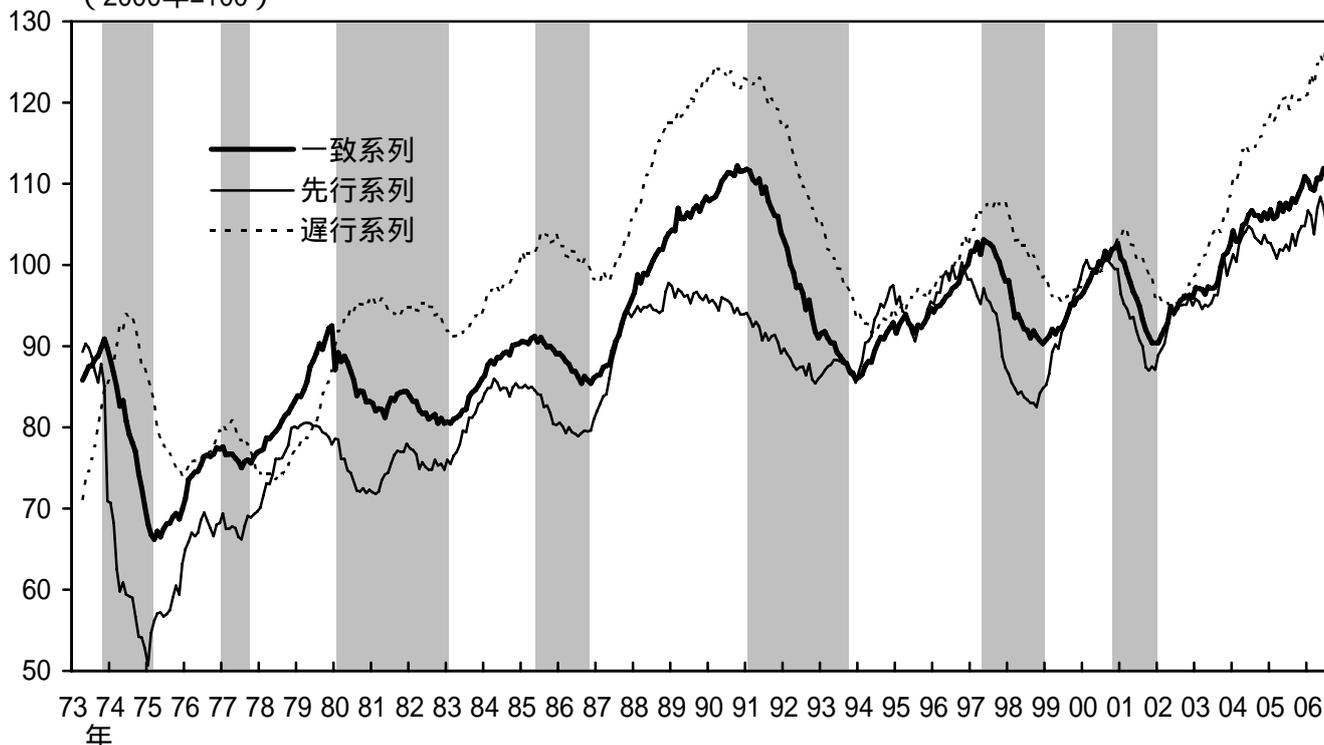
(1) 実質GDP

(季調済前期比、寄与度、%)



(2) 景気動向指数 (CI)

(2000年=100)

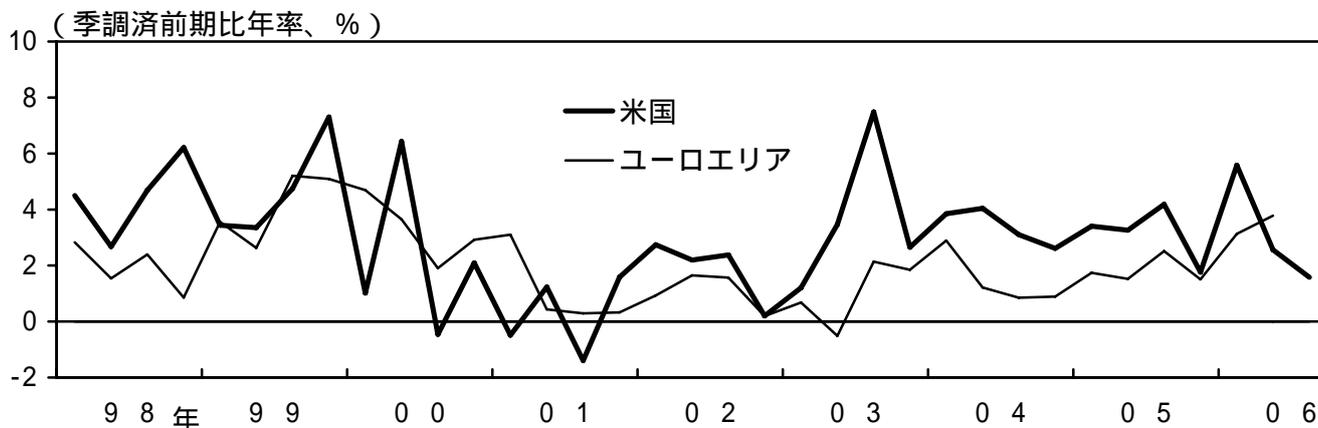


(注) シャドー部分は景気後退局面。

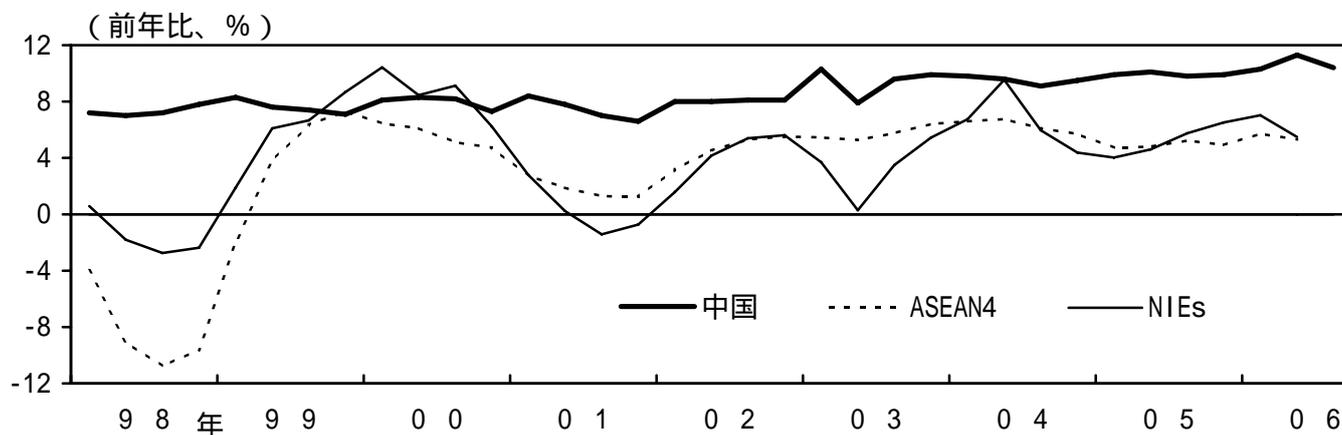
(資料) 内閣府「国民経済計算」「景気動向指数」

海外経済

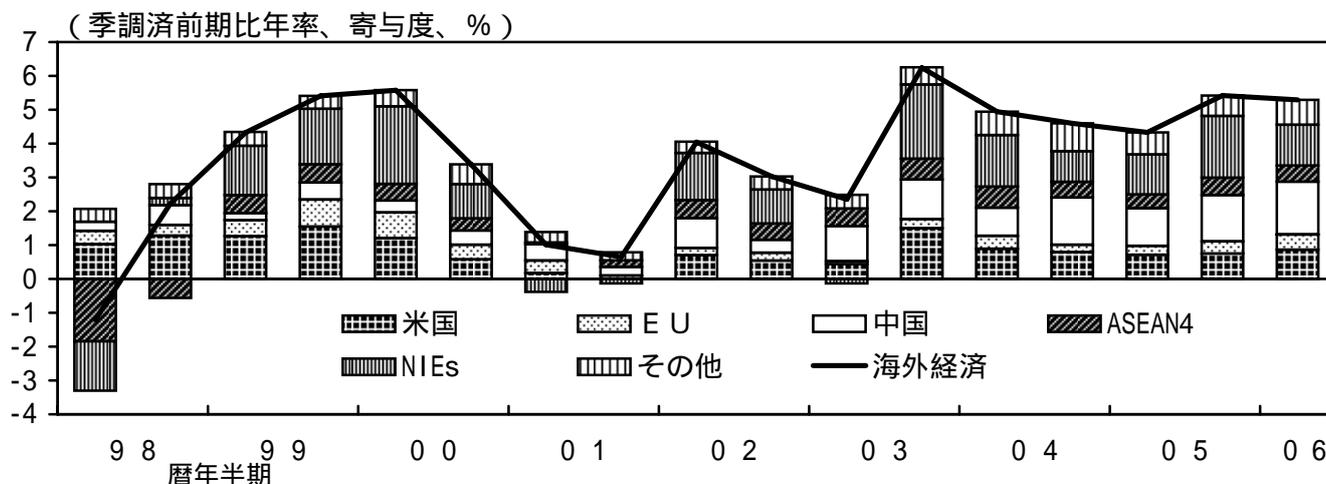
(1) 先進主要国の経済成長率



(2) 東アジア諸国の経済成長率



(3) 海外経済の成長率



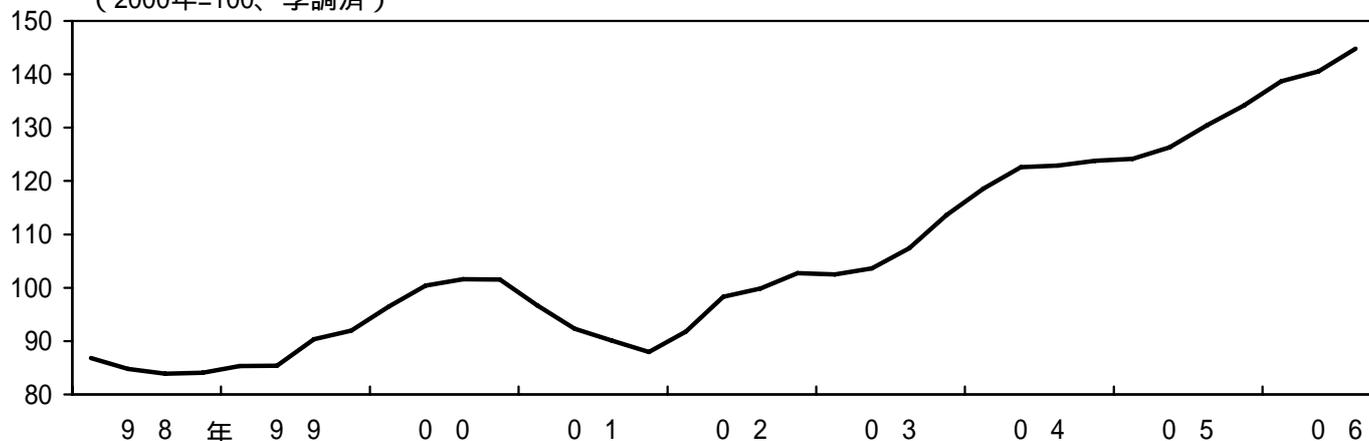
- (注) 1. ASEAN4は、タイ、マレーシア、フィリピン、インドネシア。
2. NIEsは、韓国、台湾、香港、シンガポール。
3. (2)のNIEs、ASEAN4及び(3)は日本銀行試算値。各国実質GDPを通関輸出額ウェイトで加重平均したもの。

(資料) 各国政府、中央銀行、欧州委員会

輸出

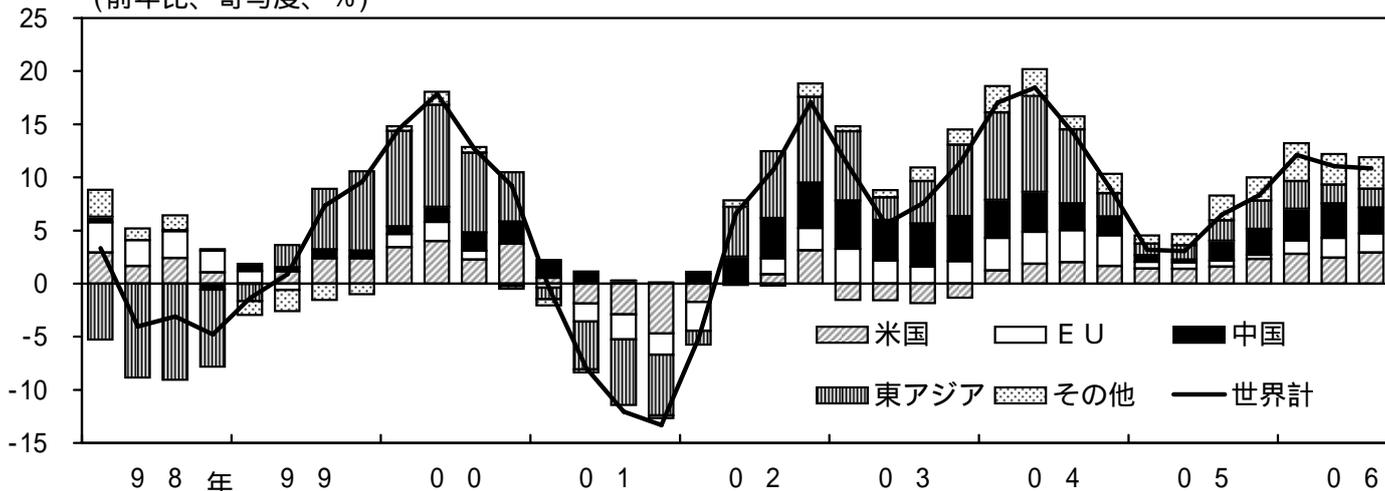
(1) 実質輸出

(2000年=100、季調済)



(2) 実質輸出の地域別内訳

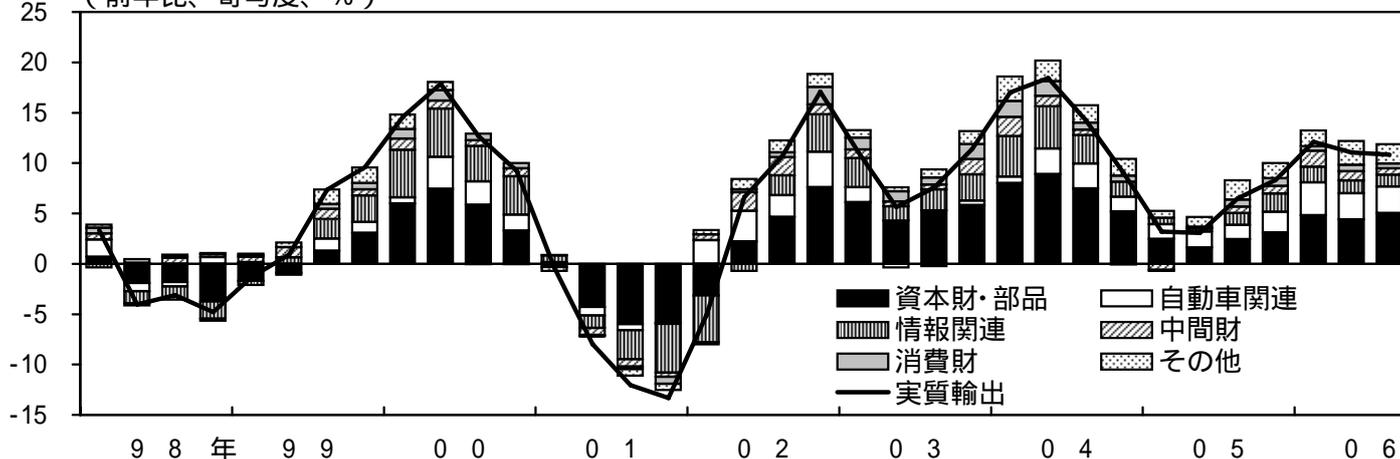
(前年比、寄与度、%)



(注) 東アジアはNIEsとASEAN4の合計。

(3) 実質輸出の財別内訳

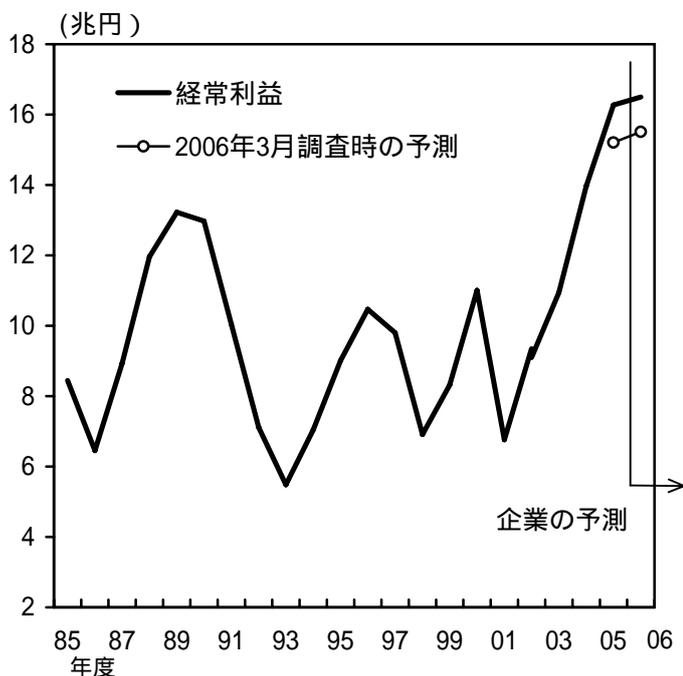
(前年比、寄与度、%)



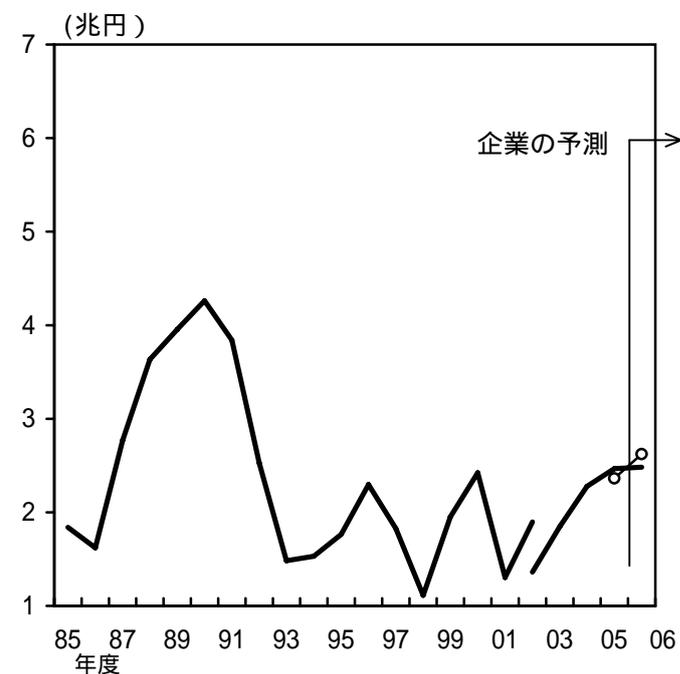
(資料) 財務省「外国貿易概況」、日本銀行「企業物価指数」

企業収益

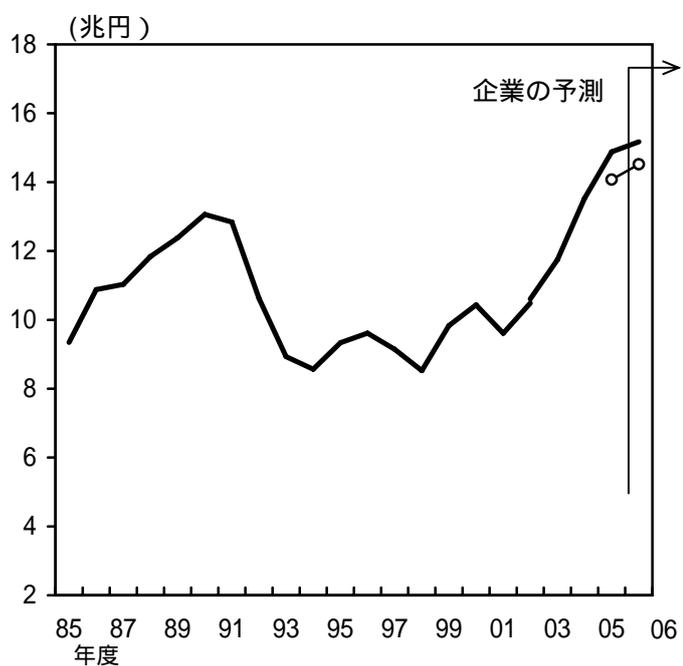
(1) 製造業大企業



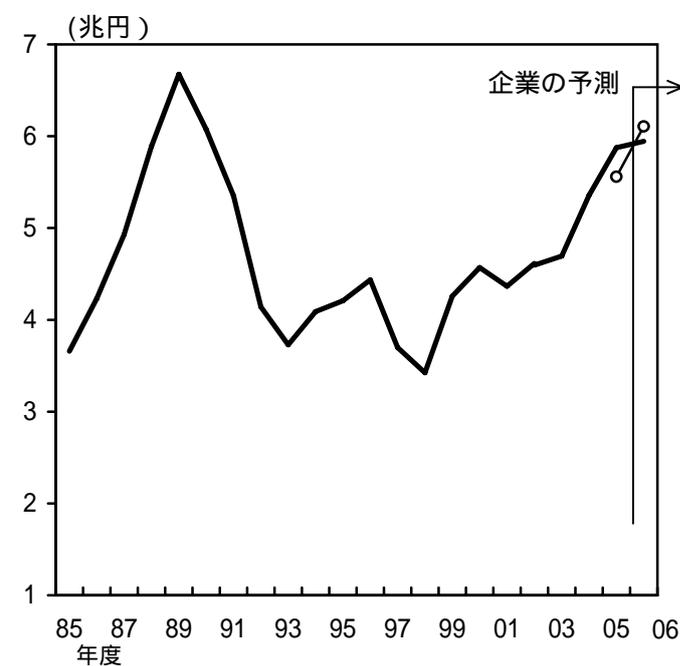
(2) 製造業中小企業



(3) 非製造業大企業



(4) 非製造業中小企業

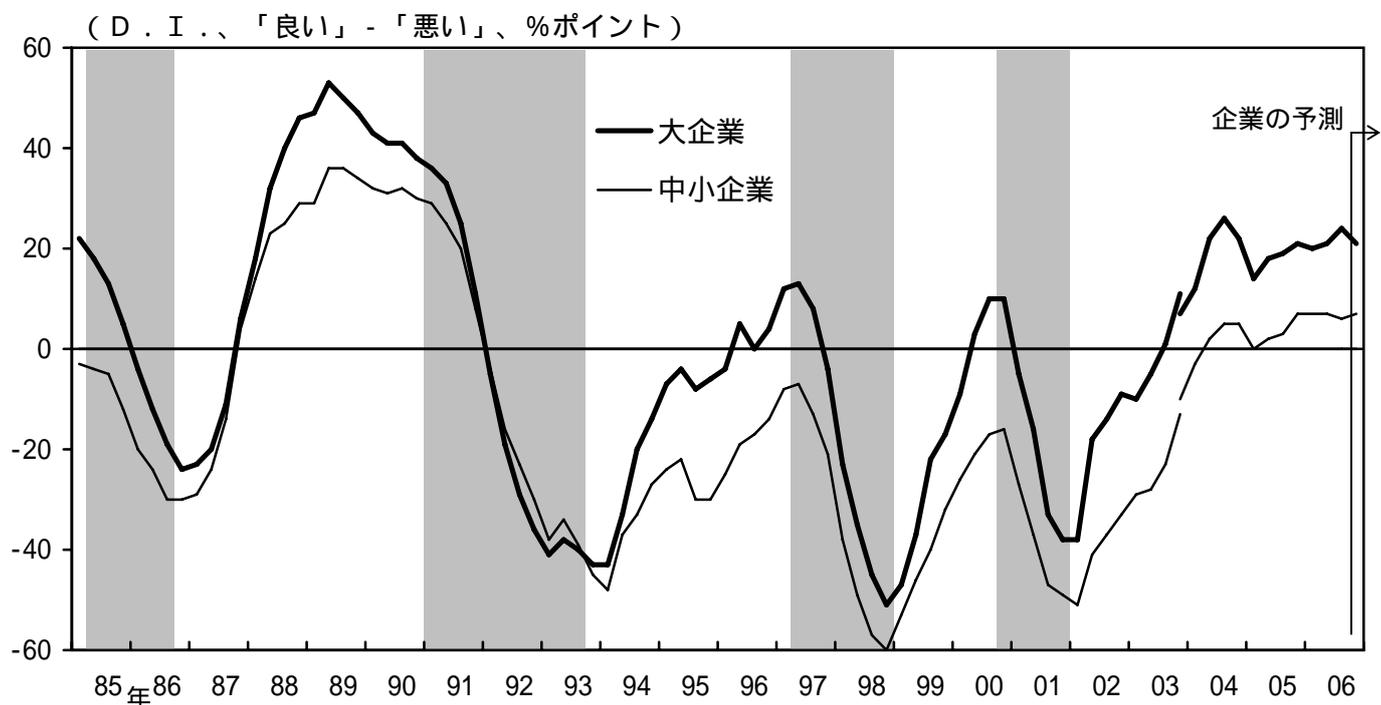


- (注) 1. 旧ベース大企業 : 常用雇用者数1,000人以上の企業が対象。
 旧ベース中小企業 : 常用雇用者数が製造業50~299人、卸売20~99人、小売・サービス・リース20~49人、その他非製造業50~299人の企業が対象。
 新ベース大企業 : 資本金10億円以上の企業が対象。
 新ベース中小企業 : 資本金2,000万円以上1億円未満の企業が対象。
2. 2004年3月調査より見直しを実施。
 旧ベースは2002年度まで、新ベースは2002年度から。

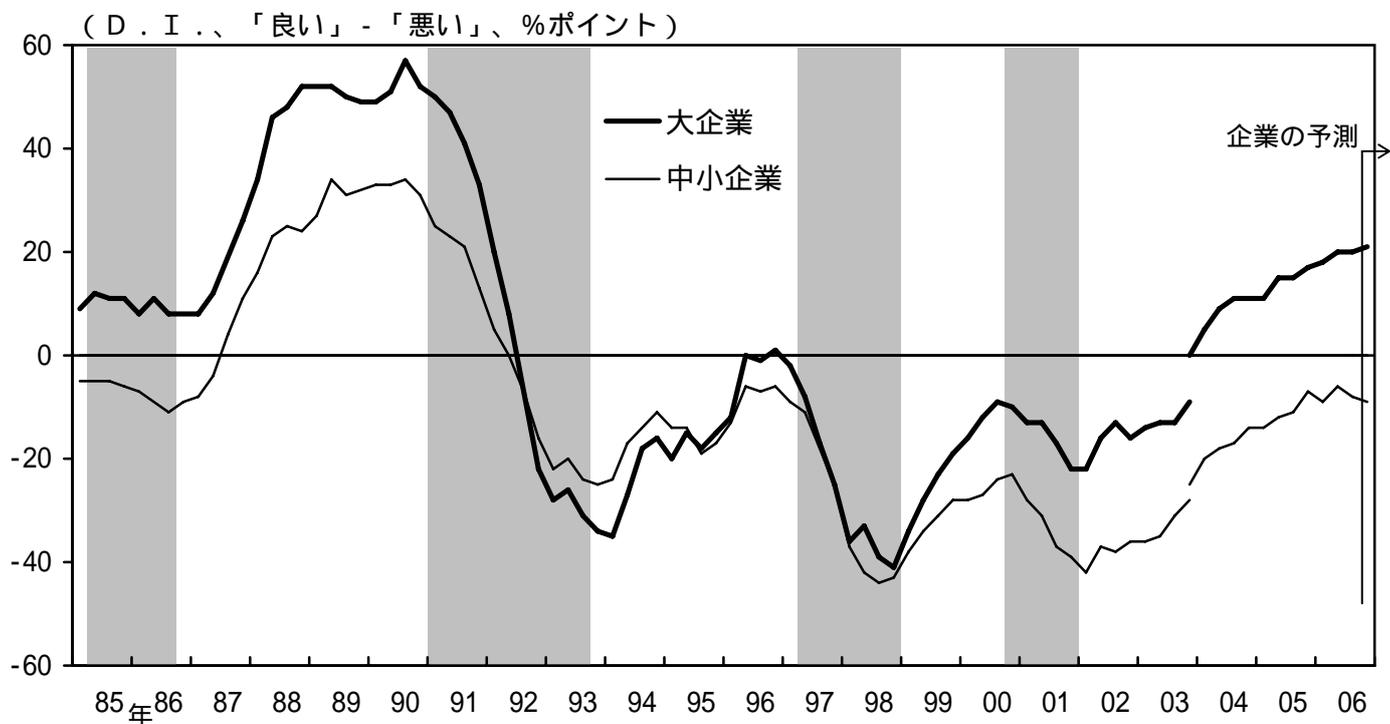
(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

企業の業況判断

(1) 製造業



(2) 非製造業



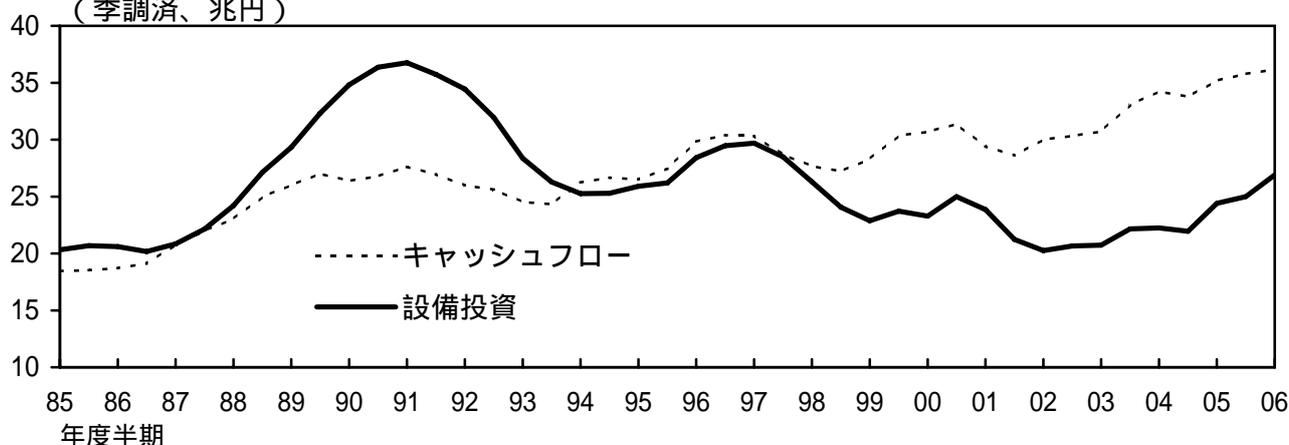
- (注) 1. 2004年3月調査より見直しを実施。旧ベースは2003年12月調査まで、新ベースは2003年12月調査から。
2. シャドー部分は景気後退局面。

(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)

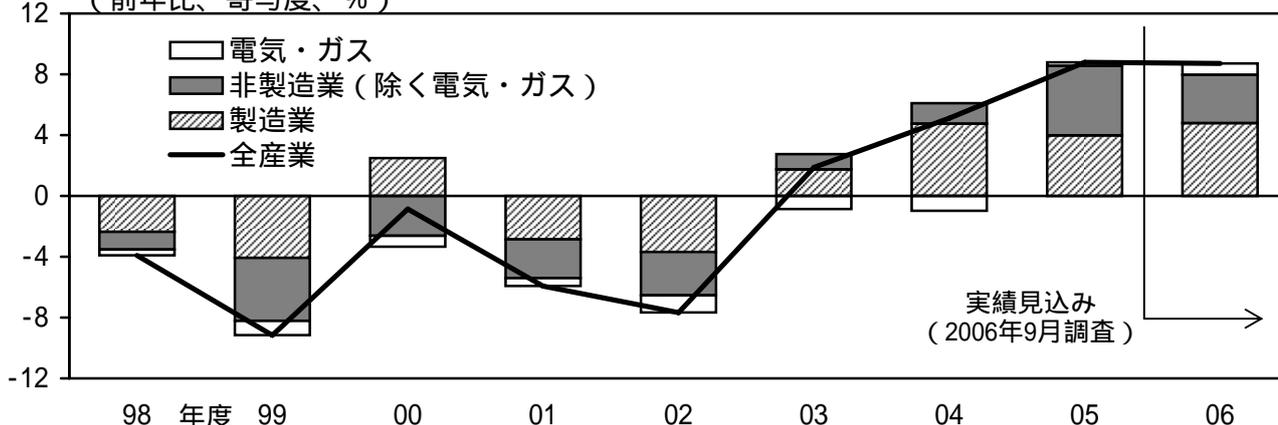
(季調済、兆円)



(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. 2006年度上期については、2006/3Qの前年比変化率を2006/2Qと同じと仮定した。

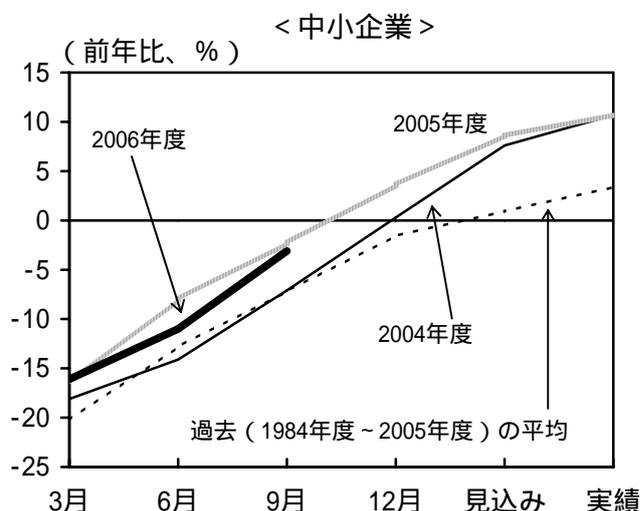
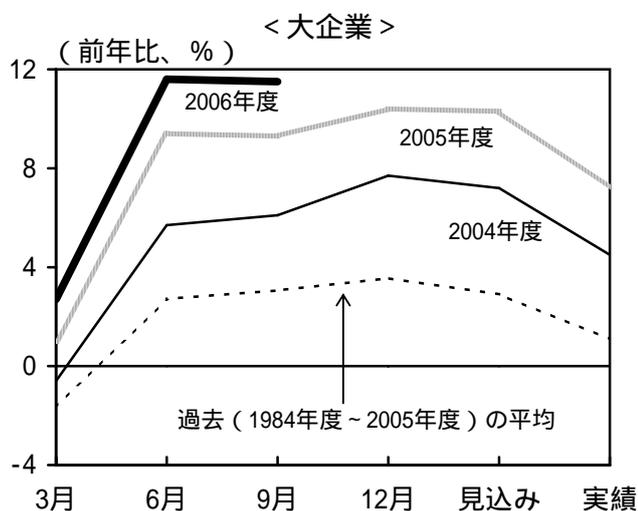
(2) 設備投資計画 (短観、全産業全規模)

(前年比、寄与度、%)



(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。

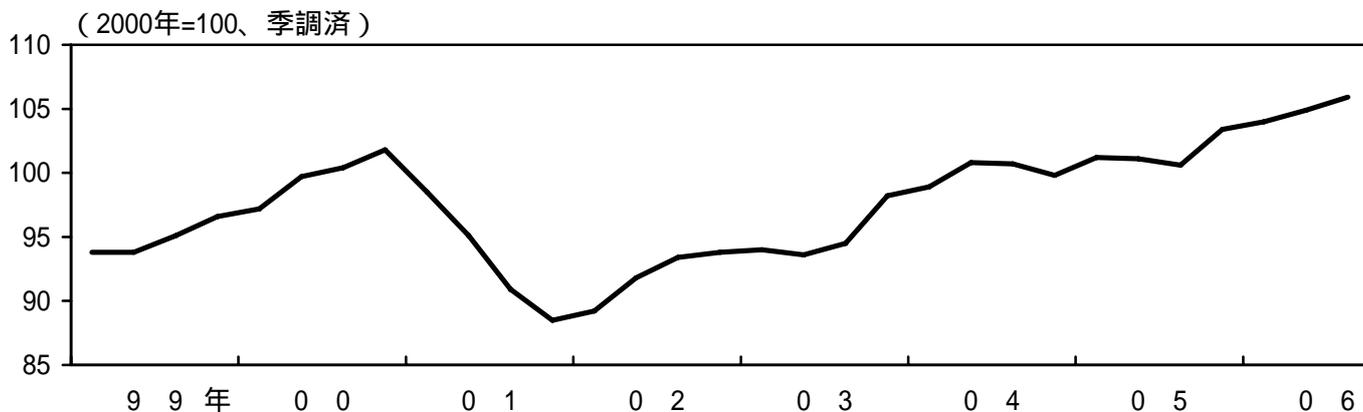
(3) 設備投資計画の修正状況 (短観、全産業)



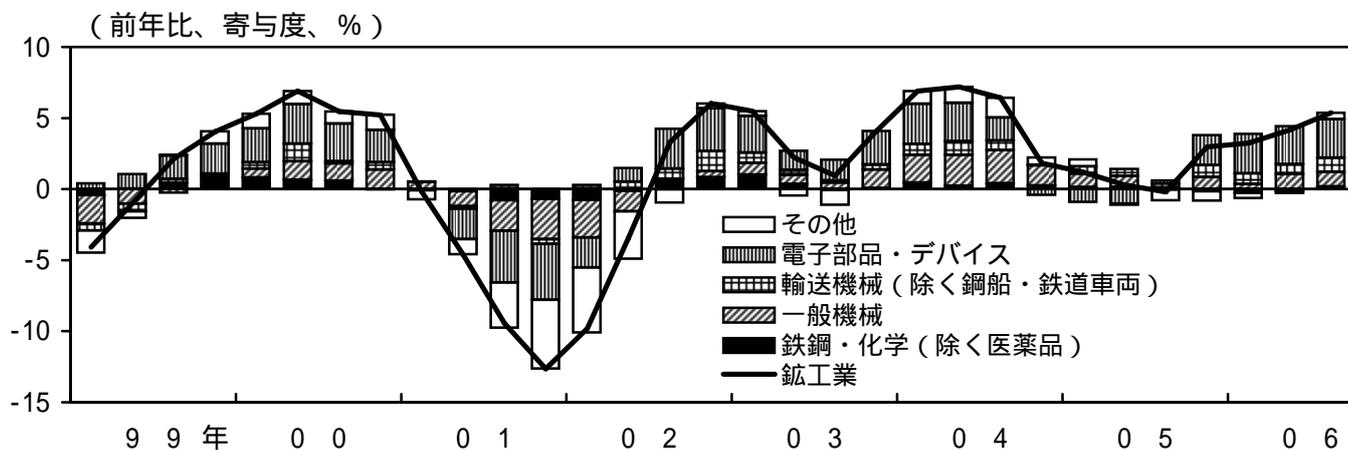
(資料) 財務省「法人企業統計季報」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

鋳工業生産

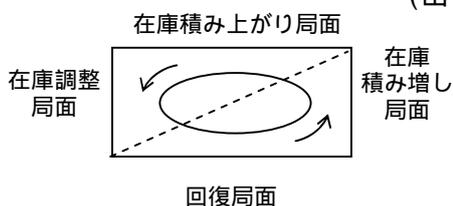
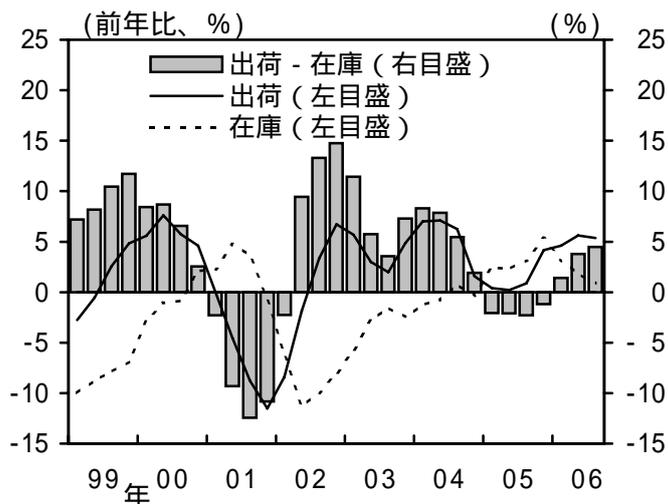
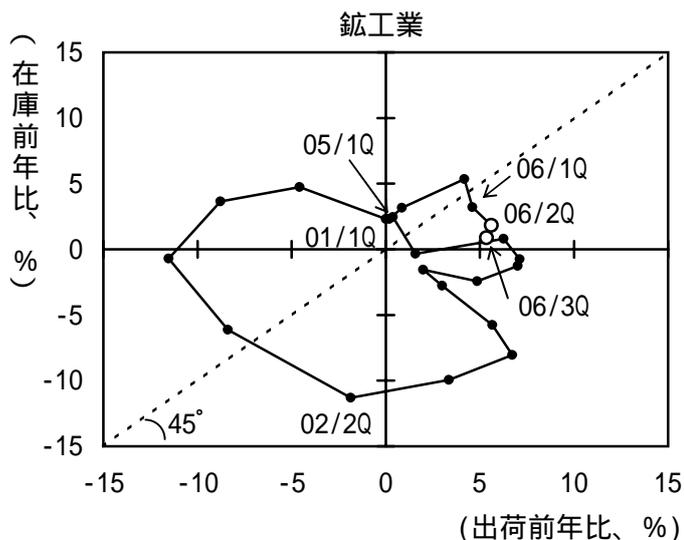
(1) 鋳工業生産



(2) 生産の業種別寄与度



(3) 在庫循環

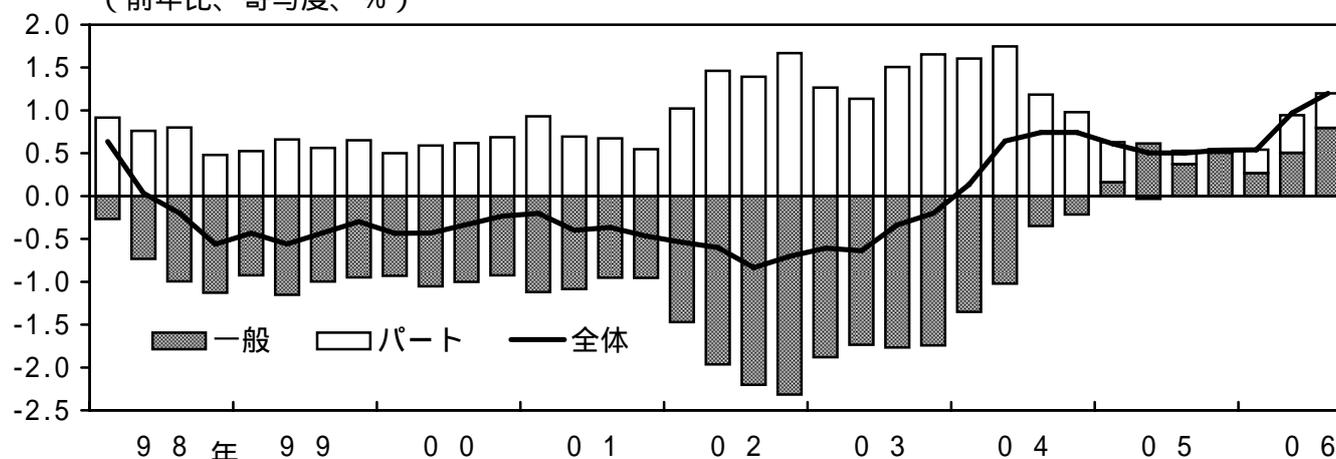


(資料) 経済産業省「鋳工業指数統計」

雇用・所得環境

(1) 常用労働者数

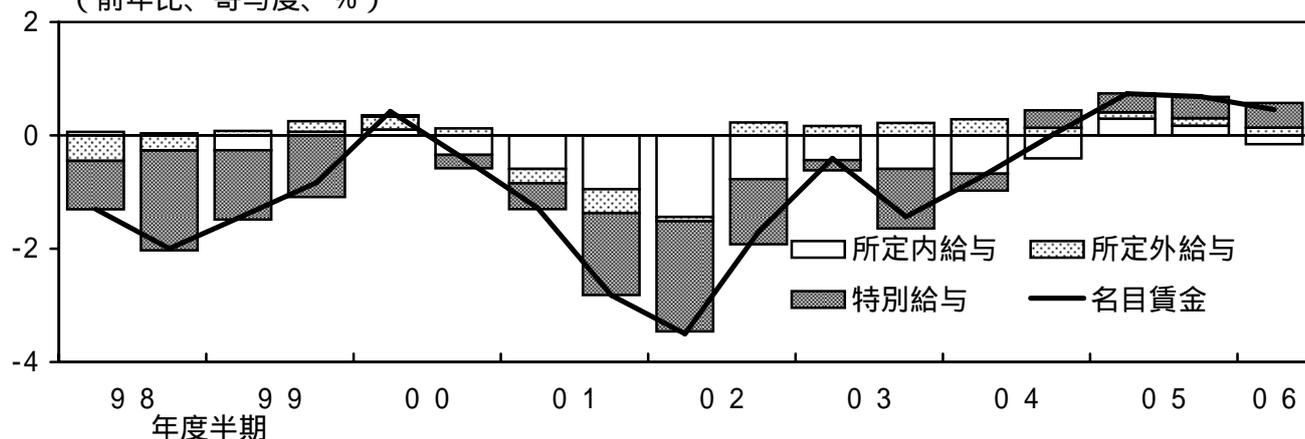
(前年比、寄与度、%)



(注) 1. 事業所規模5人以上 (以下の図表も同じ) 。
2. 2006/3Qは7～8月の前年同期比。

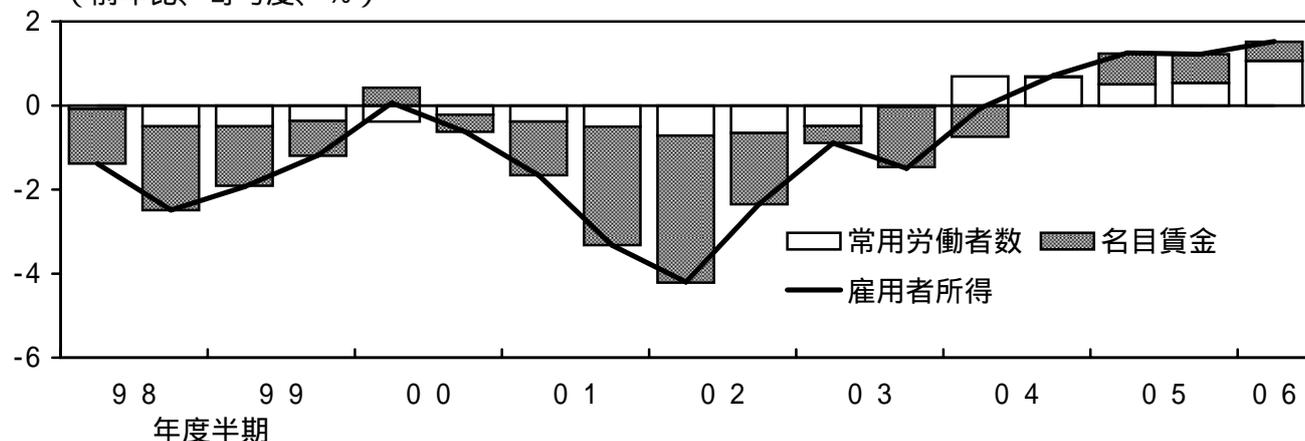
(2) 名目賃金

(前年比、寄与度、%)



(3) 雇用者所得

(前年比、寄与度、%)

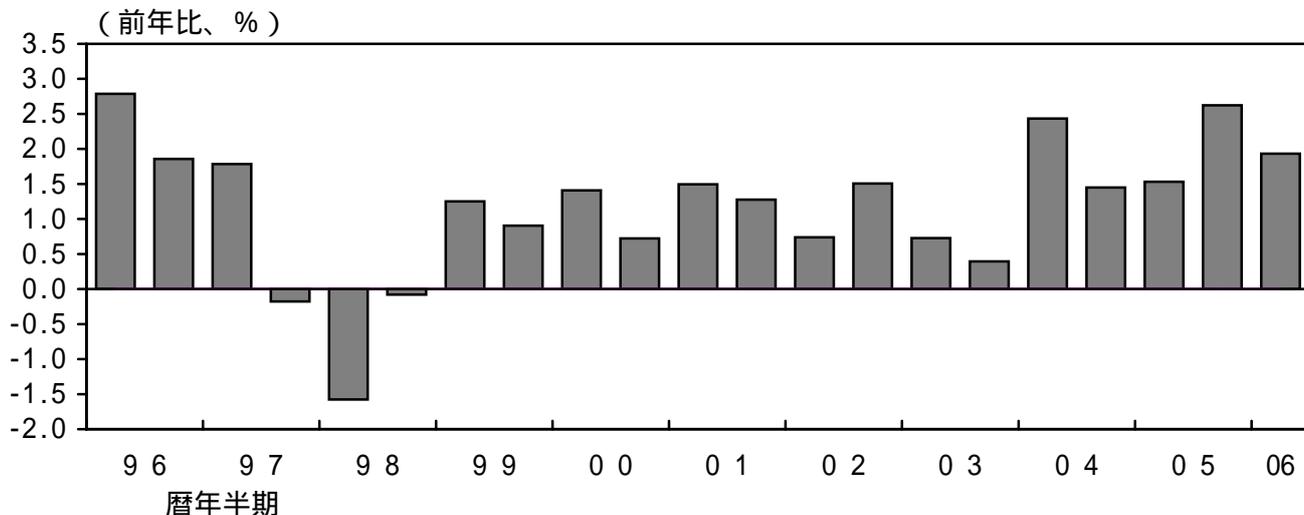


(注) 2006年度上半期は4～8月の前年同期比。

(資料) 厚生労働省「毎月勤労統計」

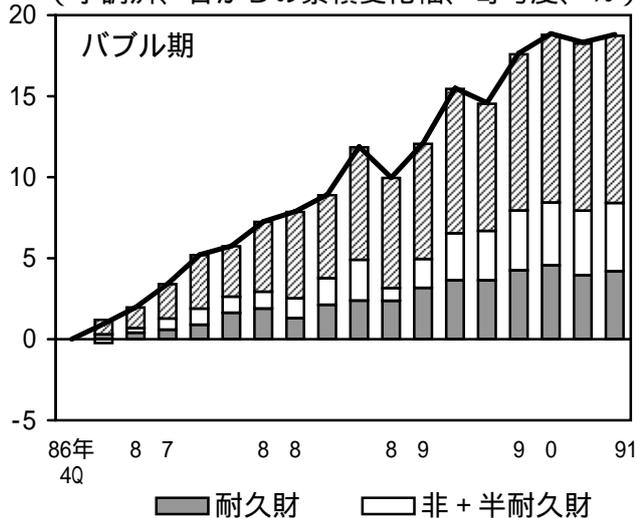
個人消費

(1) GDPベース・個人消費

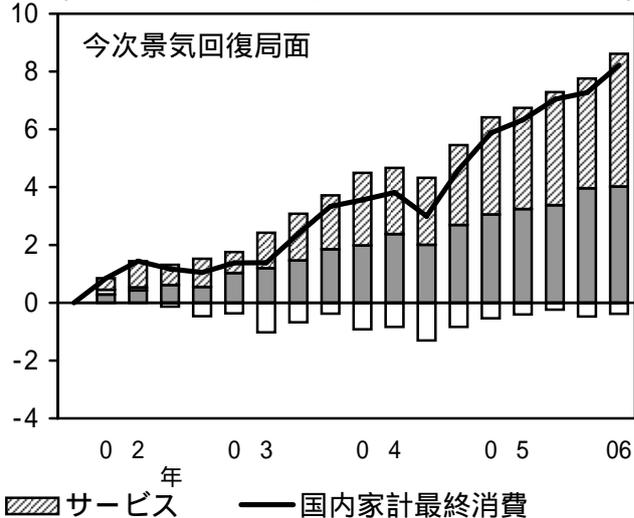


(2) 形態別消費

(季調済、谷からの累積変化幅、寄与度、%)



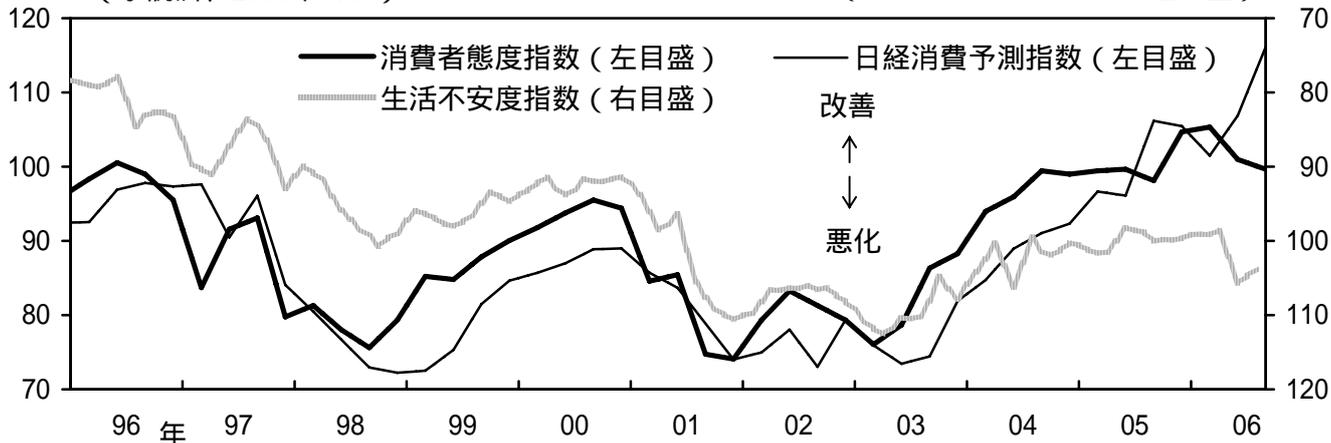
(季調済、谷からの累積変化幅、寄与度、%)



(注) 内閣府による試算値。

(3) 消費者コンフィデンス指標

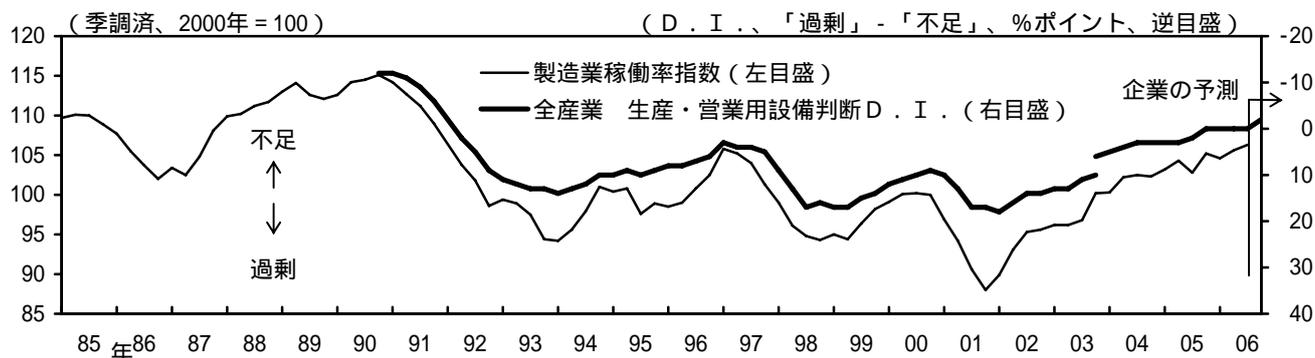
(季調済、2005年=100)



(資料) 内閣府「国民経済計算」、「消費動向調査」、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」

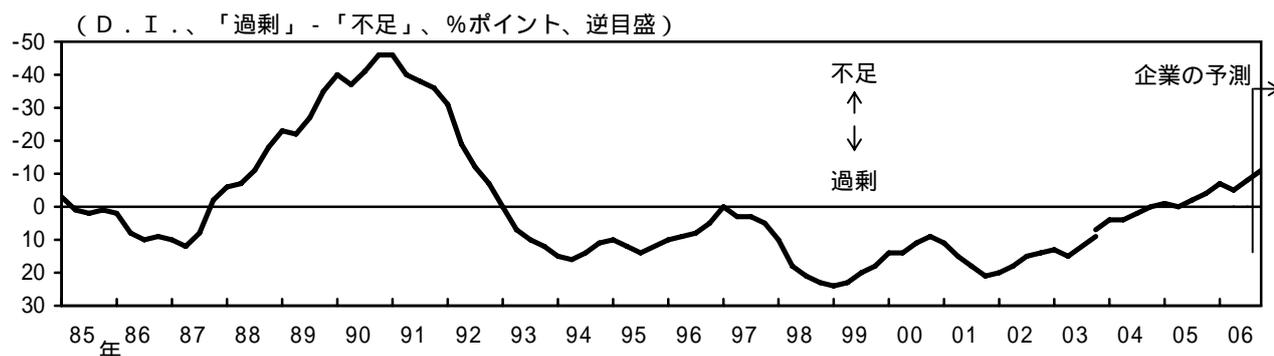
需給ギャップ

(1) 生産・営業用設備判断D.I.(短観)と稼働率指数



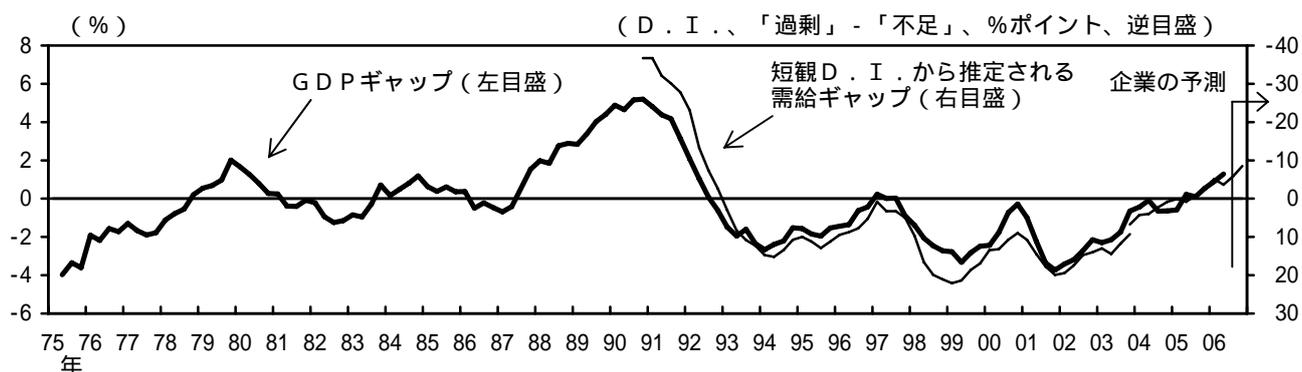
- (注) 1. 生産・営業用設備判断D.I.は全規模合計。
2. 短観は2004年3月調査より見直しを実施。
旧ベースは2003年12月調査まで、新ベースは2003年12月調査から(下の(2)も同じ)。
3. 製造業稼働率指数の2006/3Qは7~8月の計数。

(2) 雇用人員判断D.I.(短観)



(注) 全産業全規模ベース。

(3) 短観加重判断D.I.とGDPギャップ



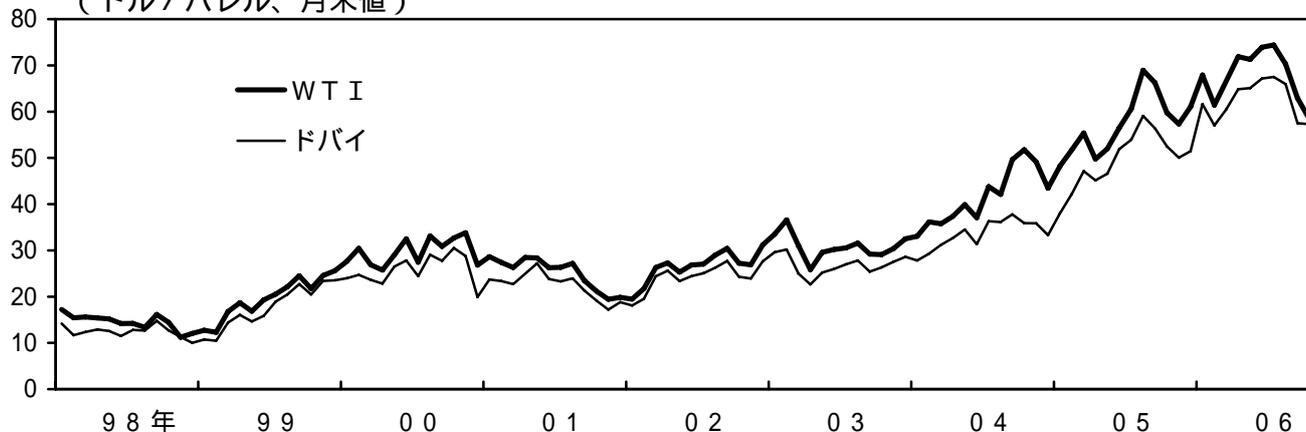
(注) 短観D.I.から推定される需給ギャップは、設備や雇用の過剰度合いに対する企業の実感からGDPギャップと類似の指標を作成したもの。具体的には、生産・営業用設備判断D.I.と雇用人員判断D.I.を資本・労働分配率(90~04年度平均)で加重平均して求めた。なお、生産・営業用設備判断D.I.の調査対象は、90/3Q以前は製造業に限られていたため、非製造業にまで調査対象が拡大された90/4Q以降について、上記計数を算出している。また、旧ベースは2003年12月調査以前、新ベースは2003年12月以降存在する。

(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」等

商品市況

(1) 原油価格

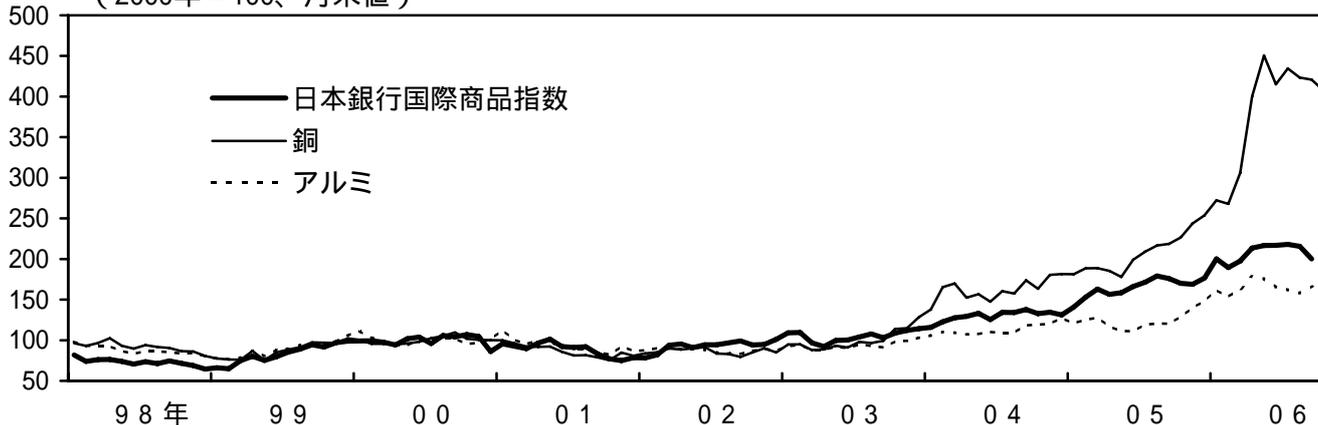
(ドル / バレル、月末値)



(注) 2006/10月の計数は、直近の終値。

(2) 国際商品市況

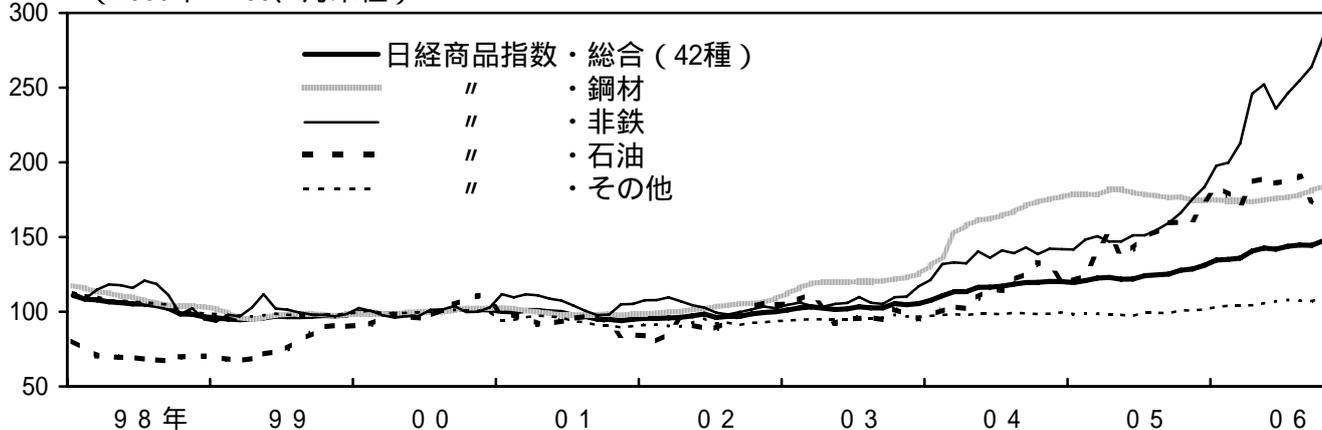
(2000年 = 100、月末値)



(注) 2006/10月の計数は、直近の終値。

(3) 国内商品市況

(2000年 = 100、月末値)

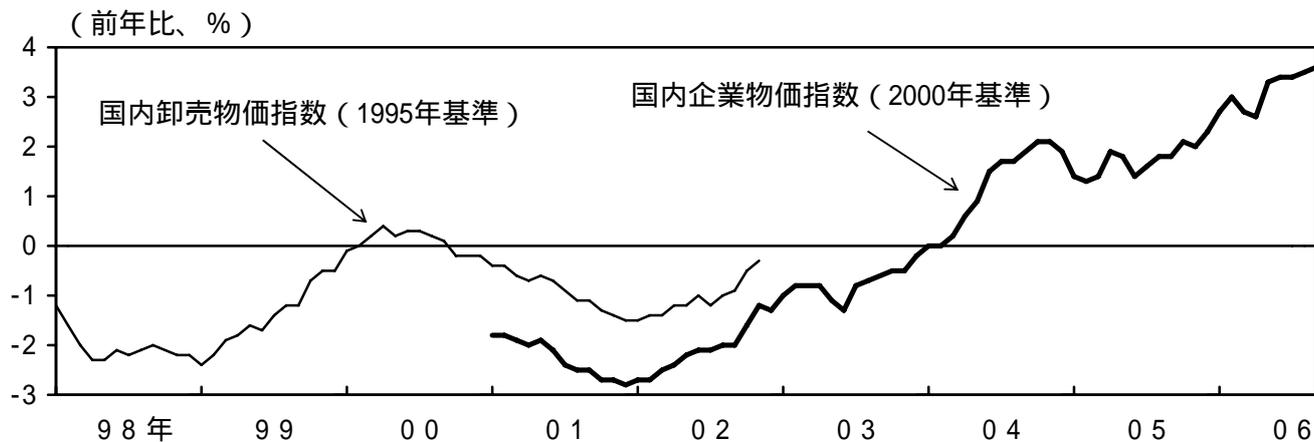


(注) 1. 鋼材：棒鋼、H形鋼、鋼板など 非鉄：銅地金、アルミニウム地金など
石油：ガソリン、灯油、軽油、C重油
2. 2006/10月の計数は、直近の終値。

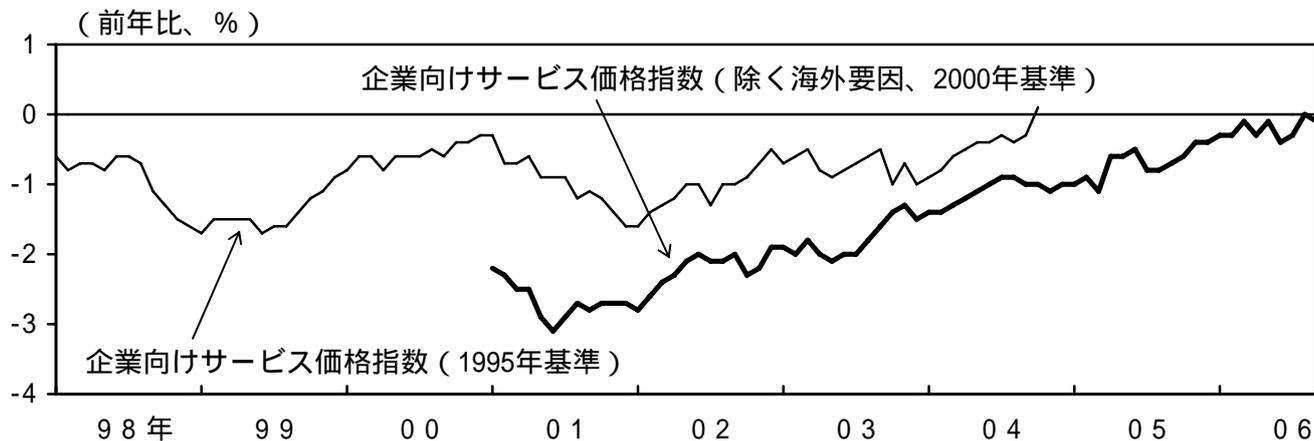
(資料) 日本銀行、日本経済新聞社等

物 価

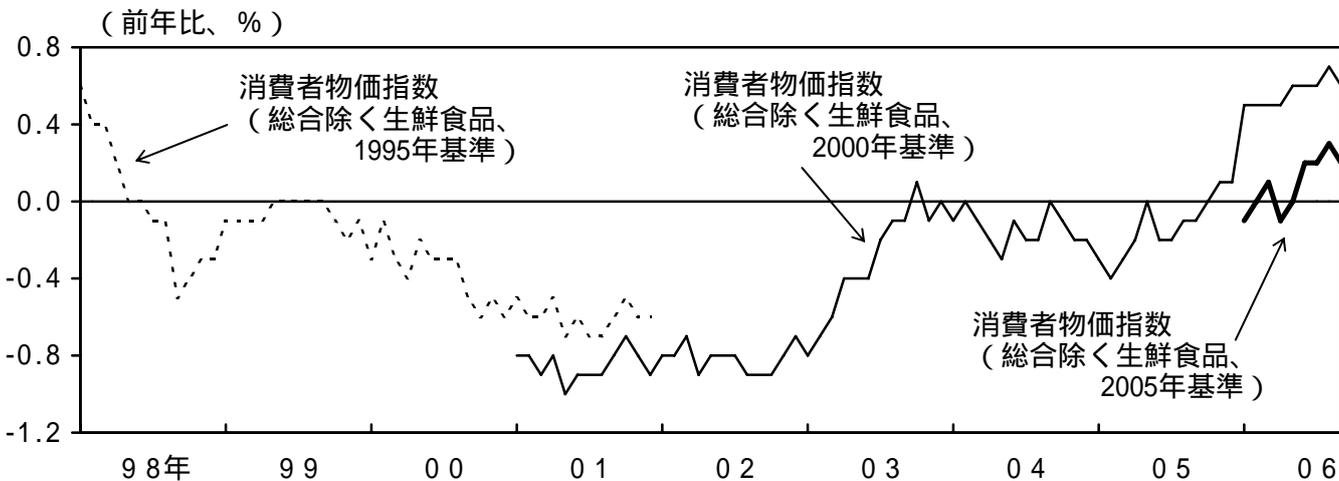
(1) 国内企業物価指数



(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。

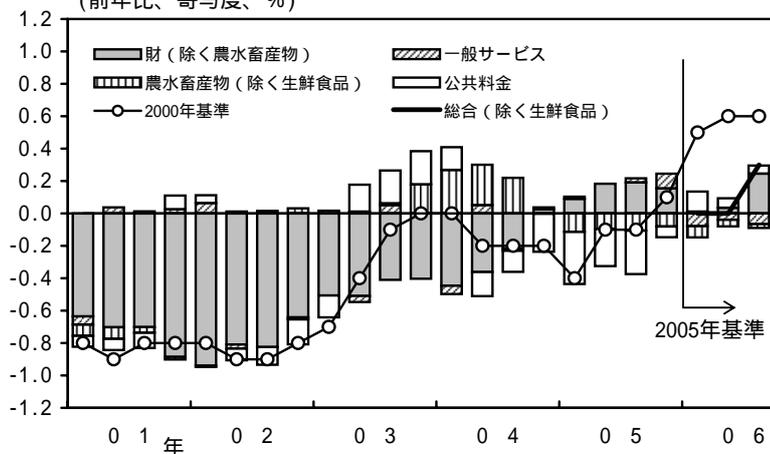
2. 企業向けサービス価格指数における海外要因は、国際航空旅客輸送、定期船、不定期船、外航タンカー、外航貨物用船料、国際航空貨物輸送を指す。

(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」

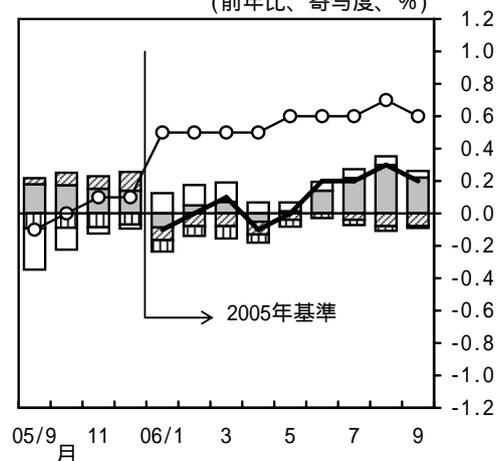
消費者物価

(1) 総合 (除く生鮮食品)

(前年比、寄与度、%)

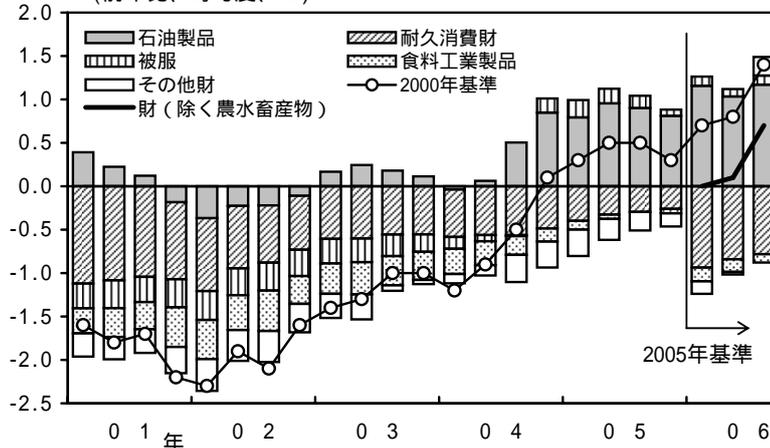


(前年比、寄与度、%)

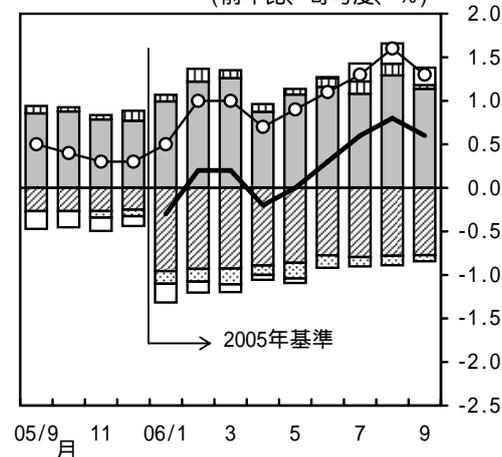


(2) 財 (除く農水畜産物) の要因分解

(前年比、寄与度、%)

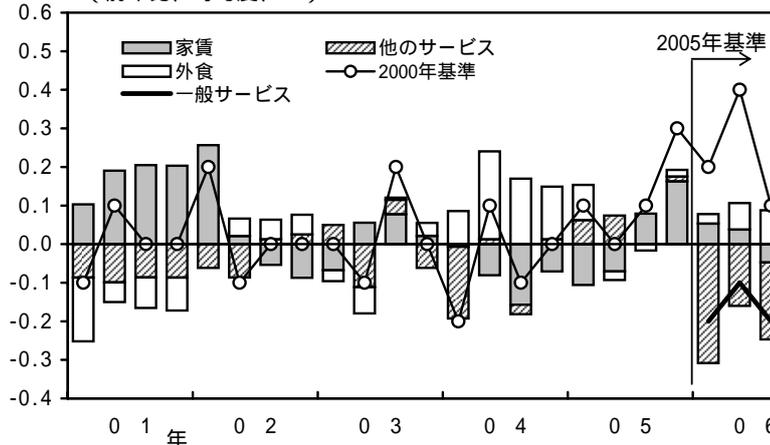


(前年比、寄与度、%)

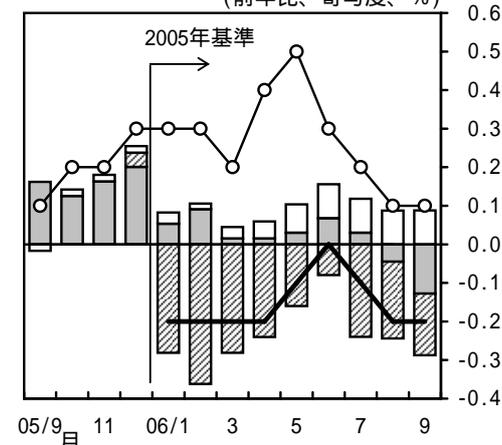


(3) 一般サービスの要因分解

(前年比、寄与度、%)



(前年比、寄与度、%)



(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」

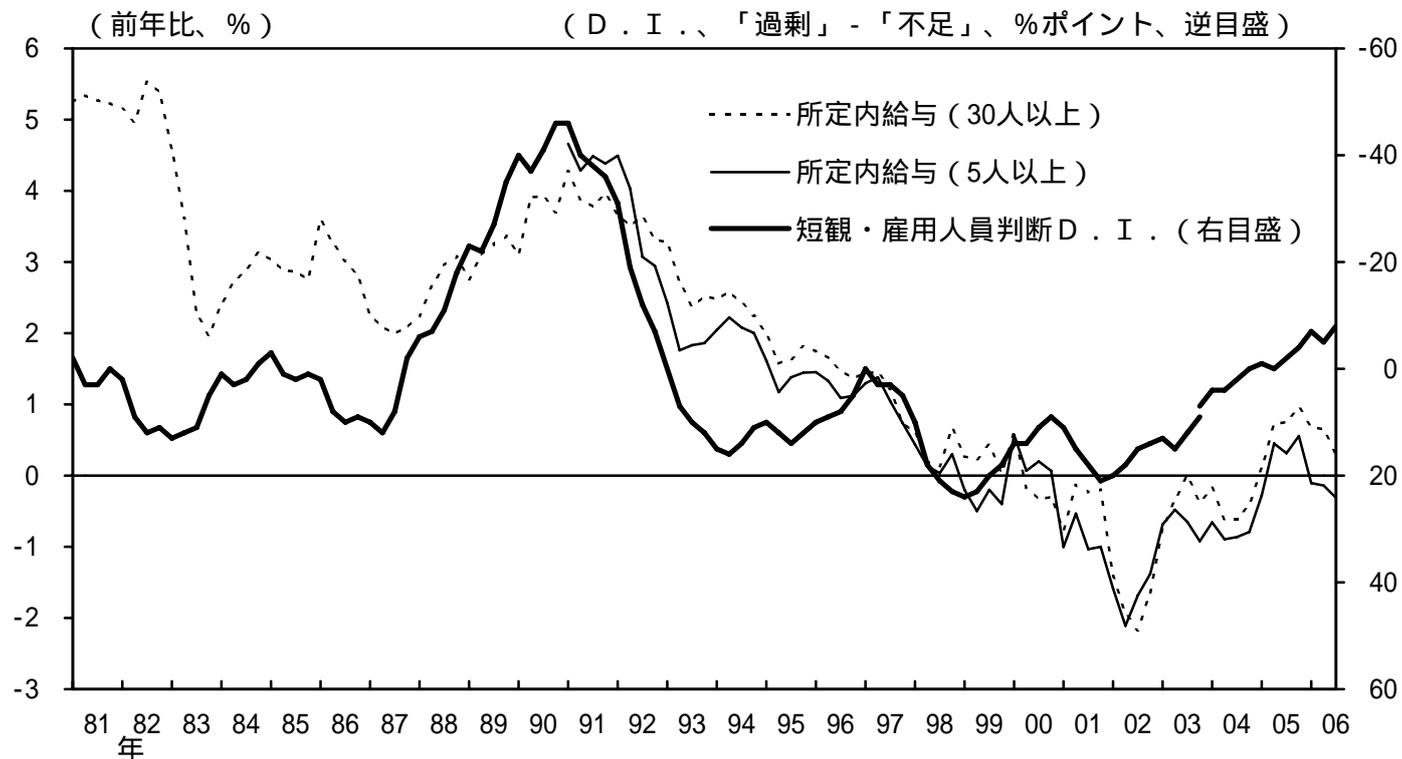
公共料金 = 「公共サービス」 + 「電気・都市ガス・水道」

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」

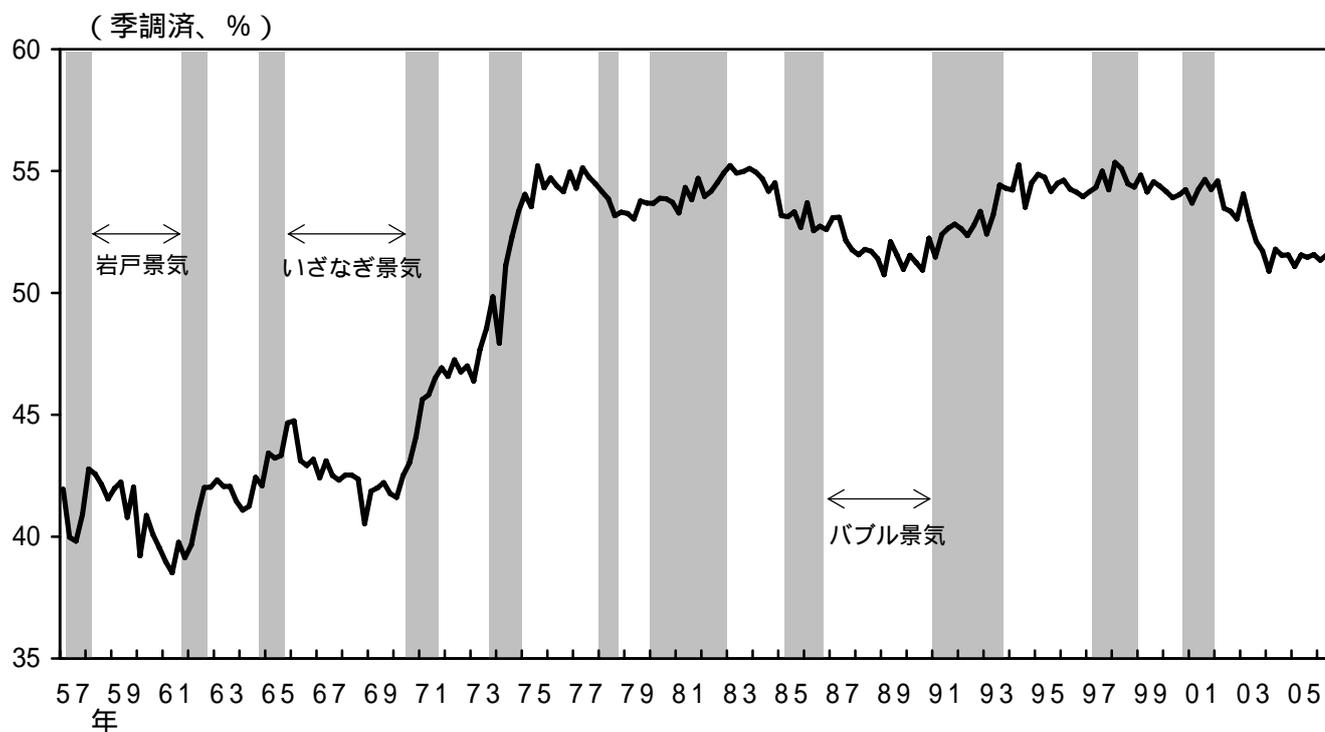
賃金の動向

(1) 所定内賃金



(注) 所定内給与の2006/3Qの値は、7～8月の前年同期比。

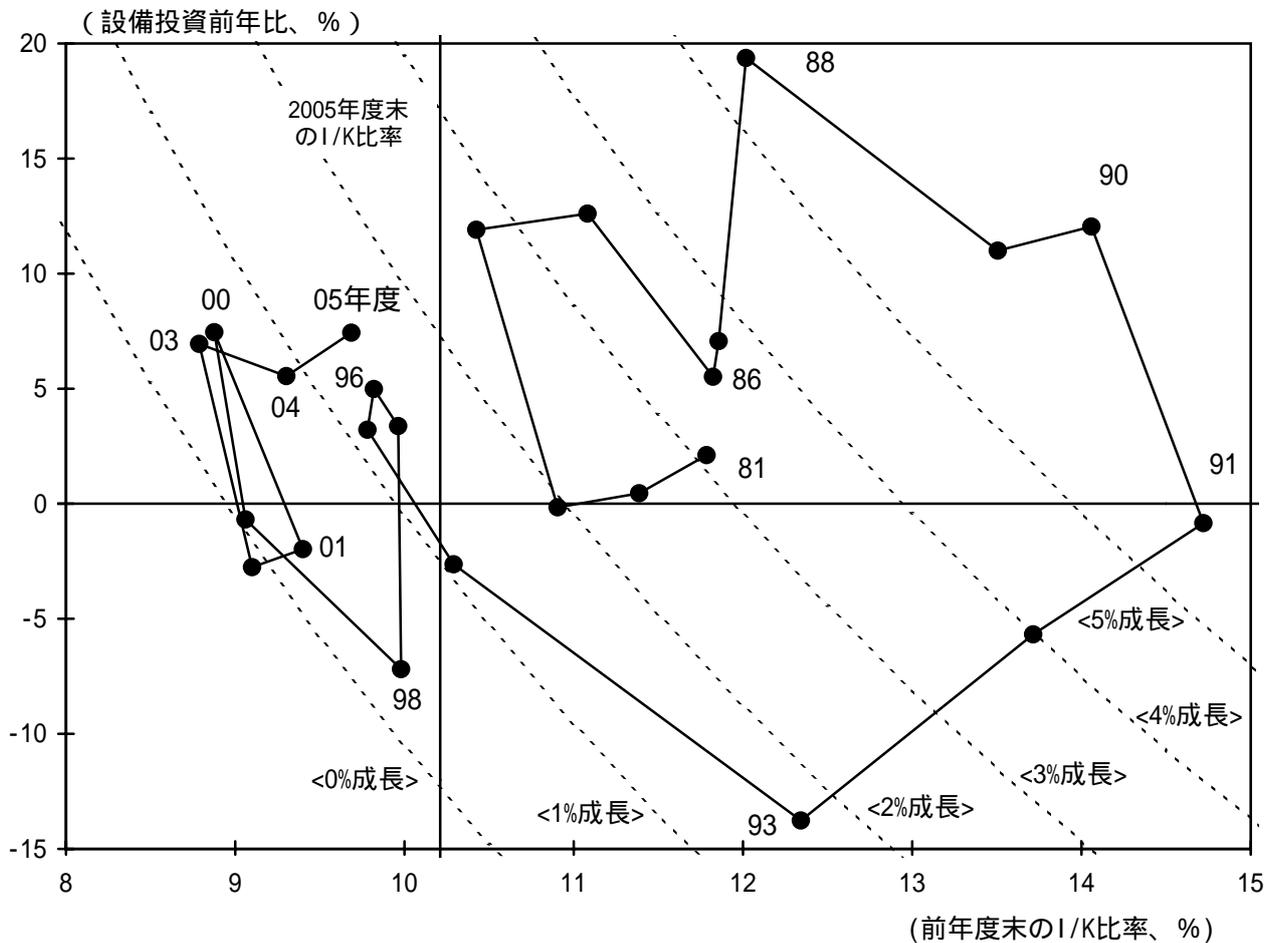
(2) 労働分配率



(注) 1. 労働分配率 = 雇業者報酬 / 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。

(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」、
内閣府「国民経済計算」

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。

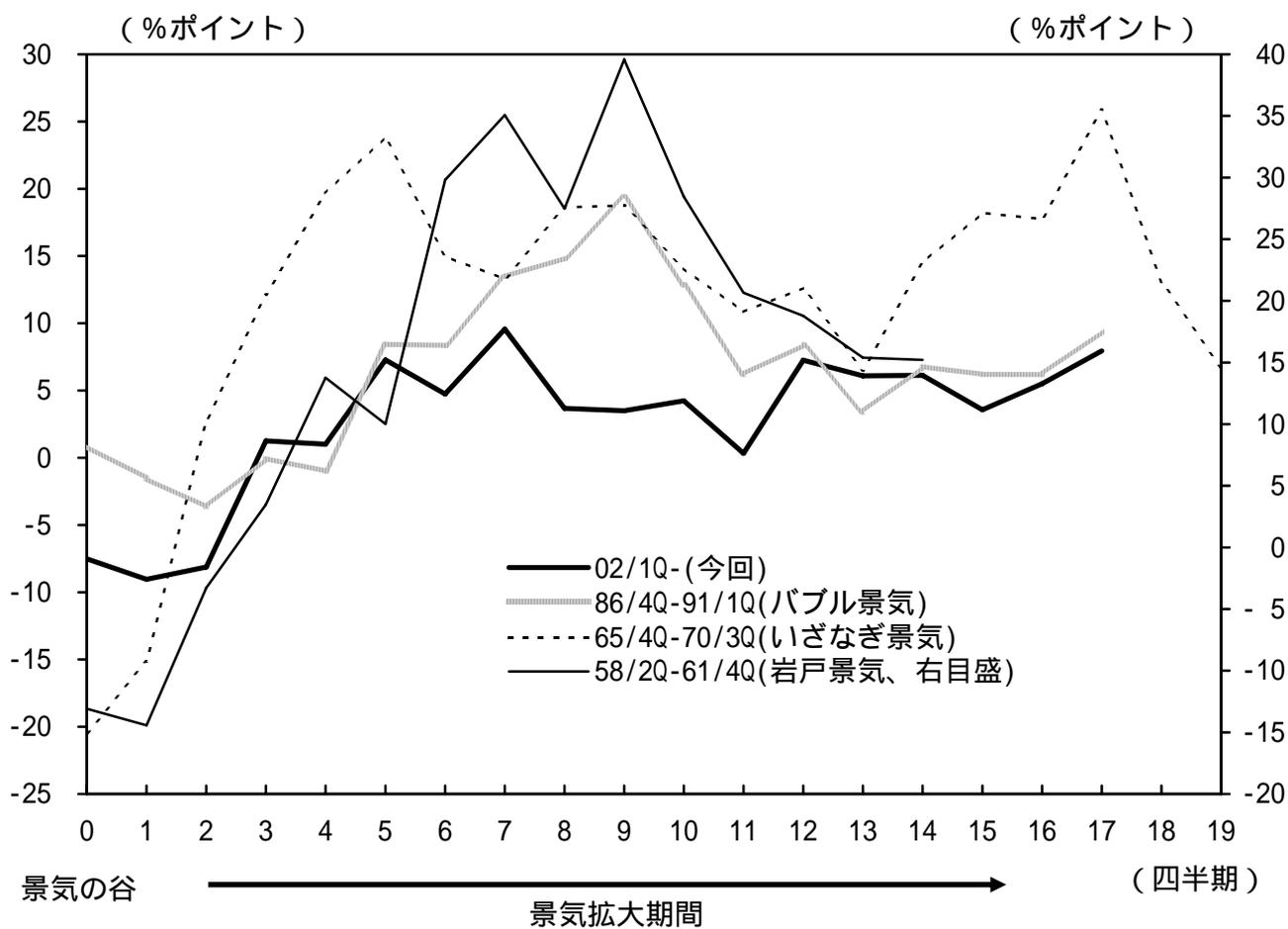
・両変数の間には、下記の関係があることから、期待成長率ごとに双曲線を描くことができる。

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

・このようにしてプロットされた点と、その時々に見込まれる期待成長率に対応する双曲線との関係を見ることで、設備投資の局面評価をすることができる。

景気の成熟化

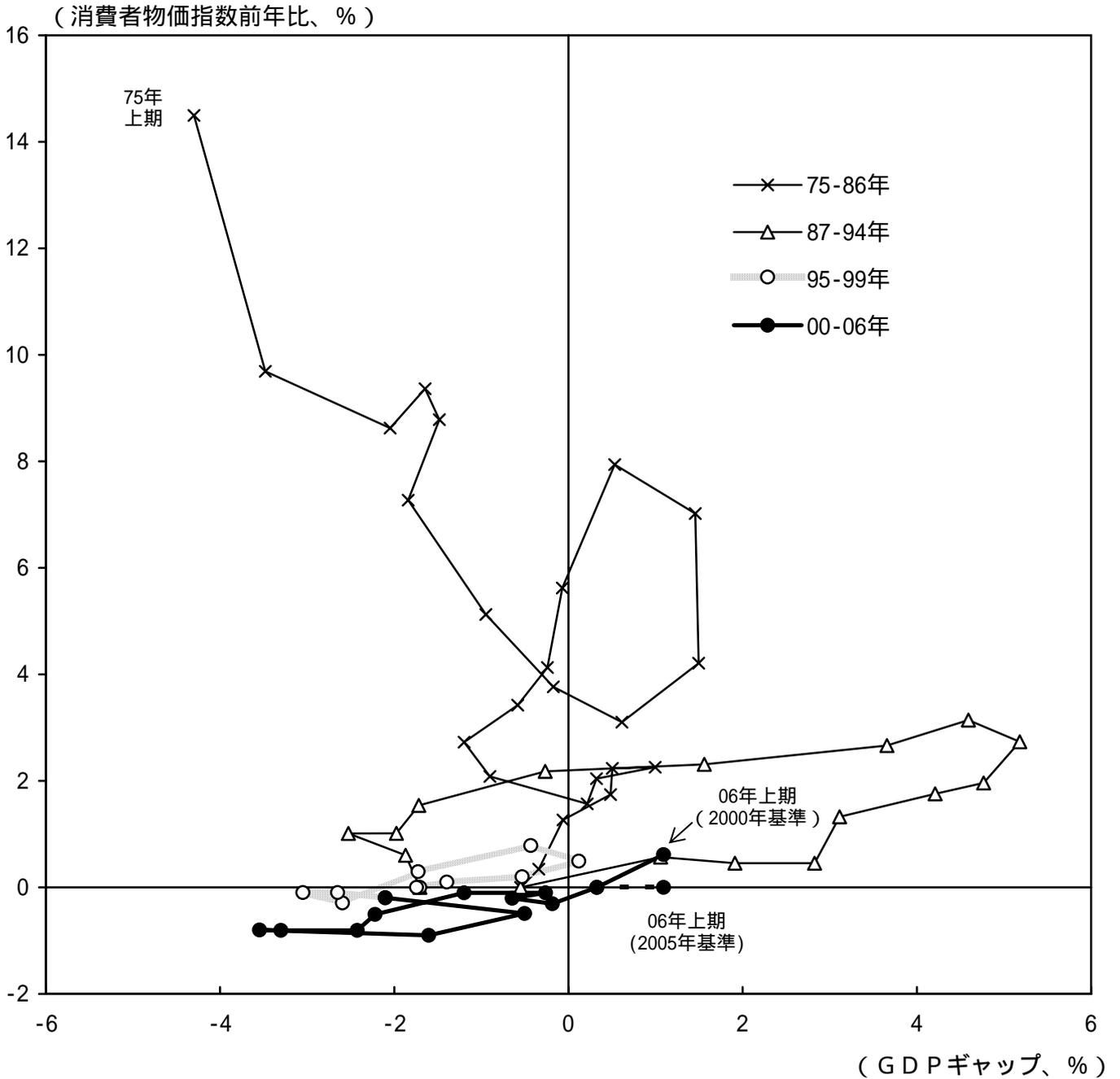
企業部門支出と家計部門支出の前年比増減率の差



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

(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



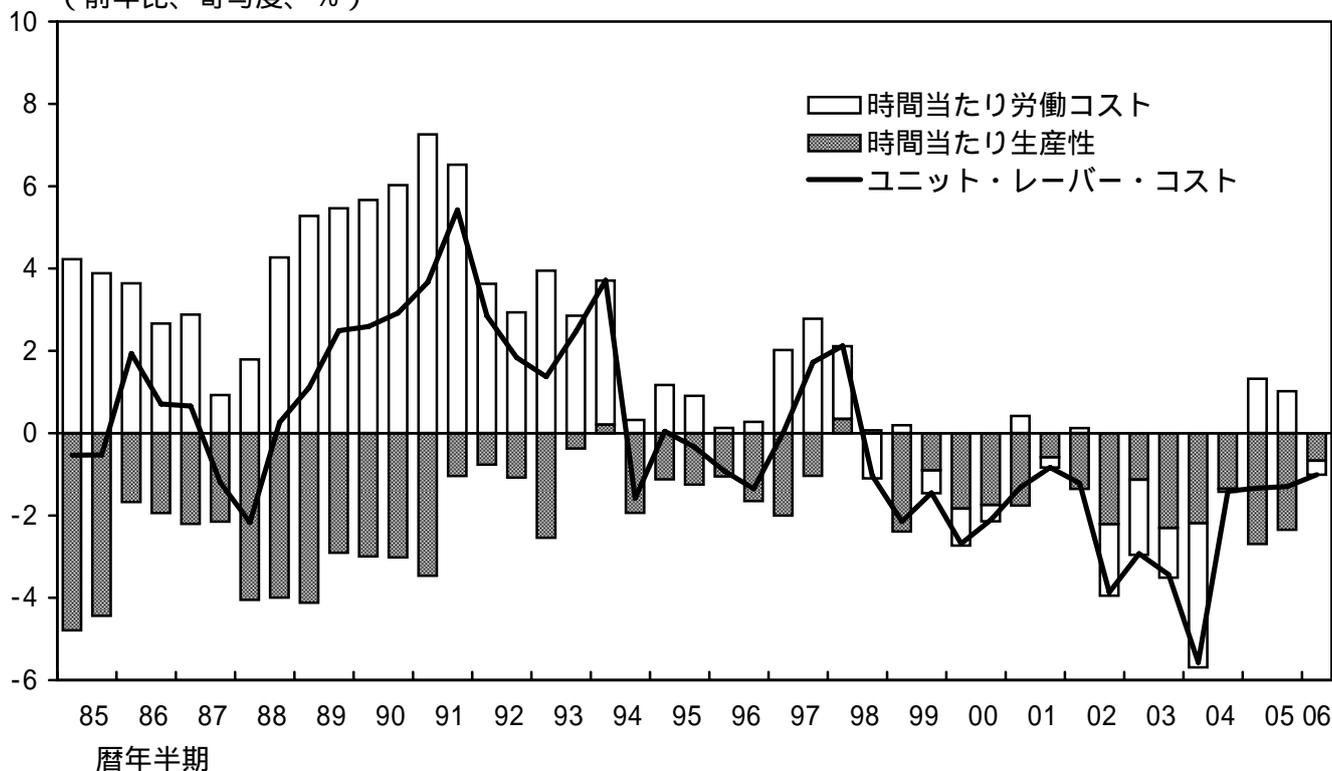
(注) 1. 消費者物価指数は総合除く生鮮食品。消費税調整済み。
2. 消費者物価指数の2000年までは1995年基準、2001～2005年は2000年基準のデータを用いて算出。

(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

ユニット・レーバ・コスト

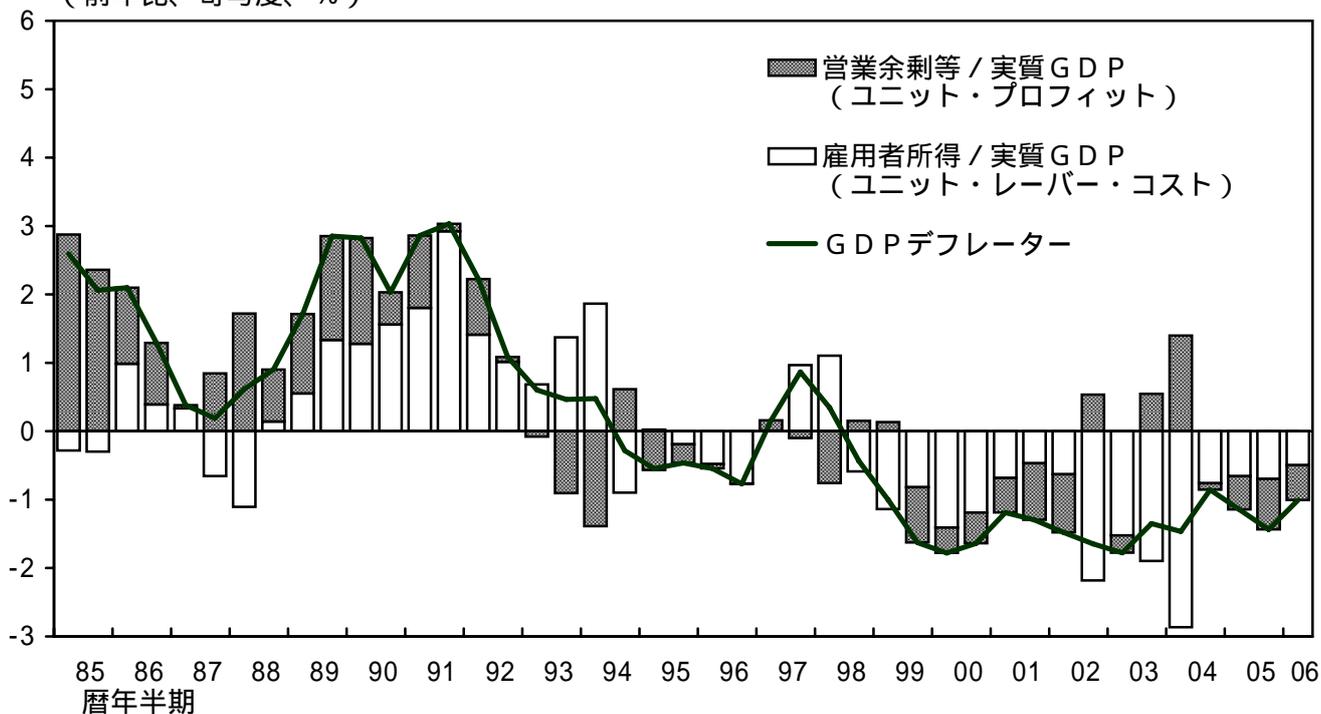
(1) ユニット・レーバ・コスト

(前年比、寄与度、%)



(2) 分配面からみたGDPデフレーター分解

(前年比、寄与度、%)



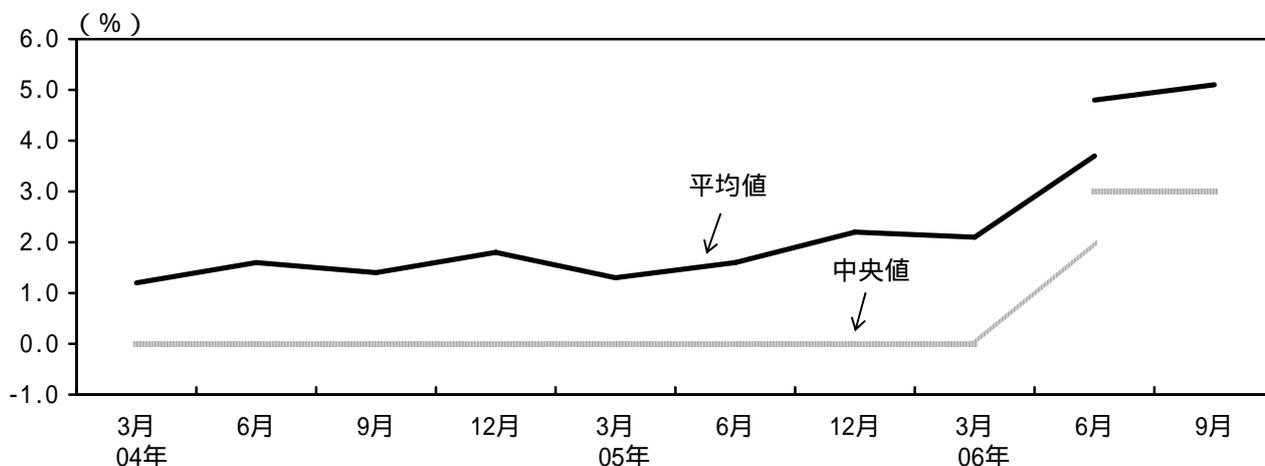
- (注) 1. 1994年以前は固定基準年方式(1995年基準)、1995年以降は連鎖方式(2000年基準)。
- 2. 営業余剰等は、営業余剰・混合所得に加えて、固定資本減耗、生産・輸入品に課される税、補助金、統計上の不突合を含む。

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

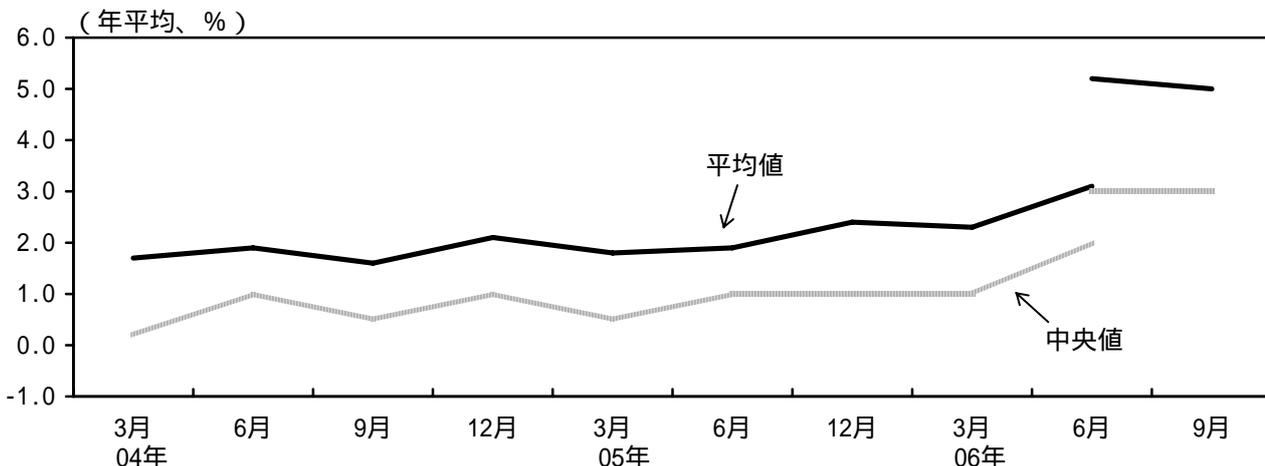
物価の先行きに対する見方

(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)

今後 1 年間のインフレ率



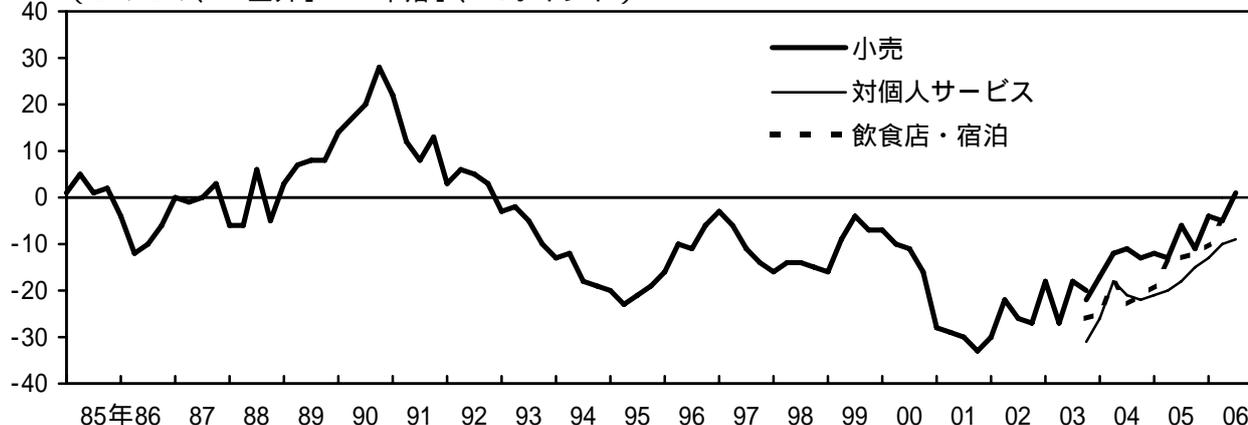
今後 5 年間のインフレ率



(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。
06/9月調査より調査方法の見直しを実施。06/6月調査時に見直し後の方法による予備調査を実施。

(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)



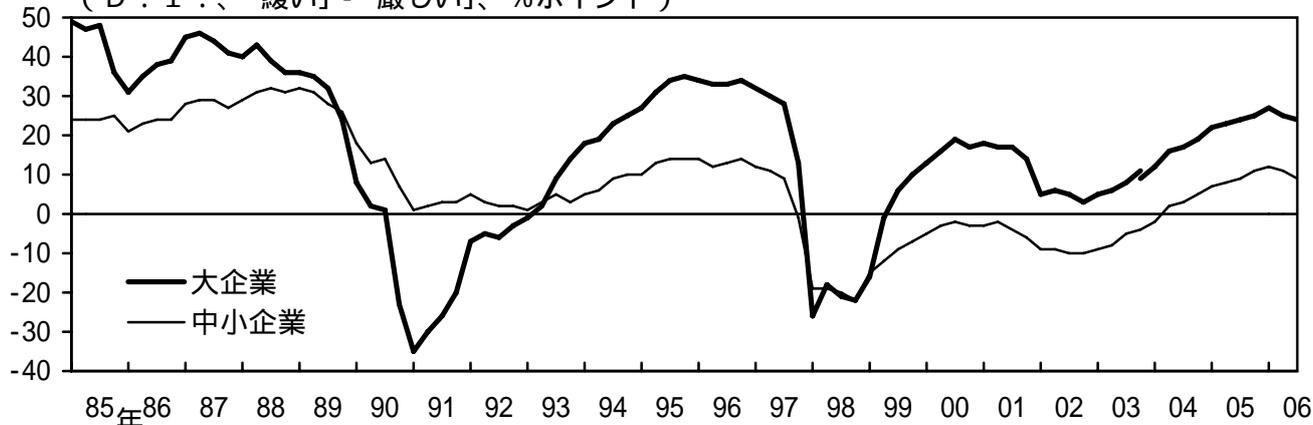
(注) 1. 全規模合計。
2. 2004年3月調査より見直しを実施。旧ベースは2003年12月調査まで、新ベースは2003年12月調査から。

(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」

企業金融

(1) 金融機関の貸出態度判断 D . I . (短観)

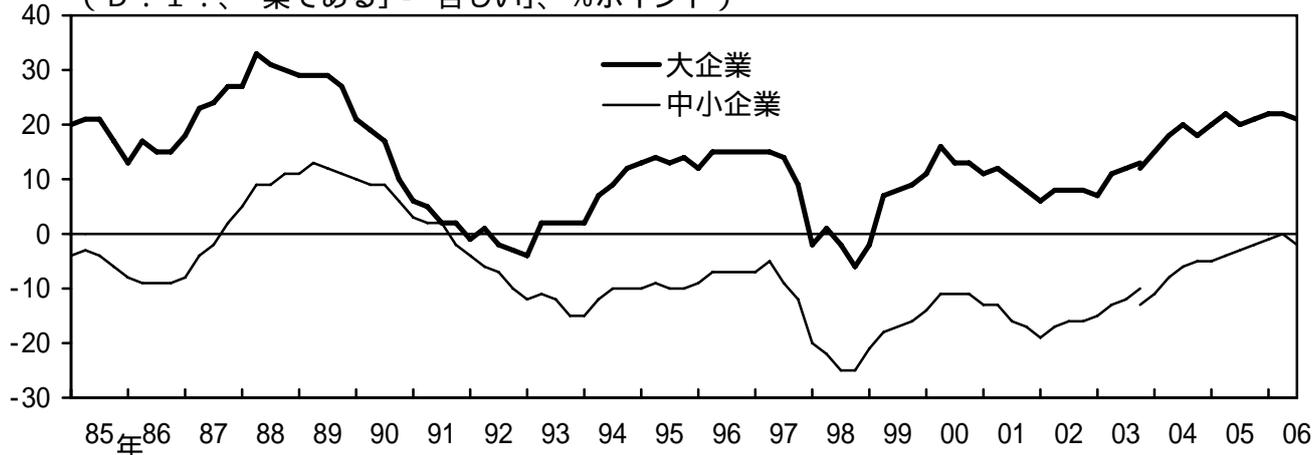
(D . I . 、 「 緩い 」 - 「 厳しい 」 、 % ポイント)



(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) 。

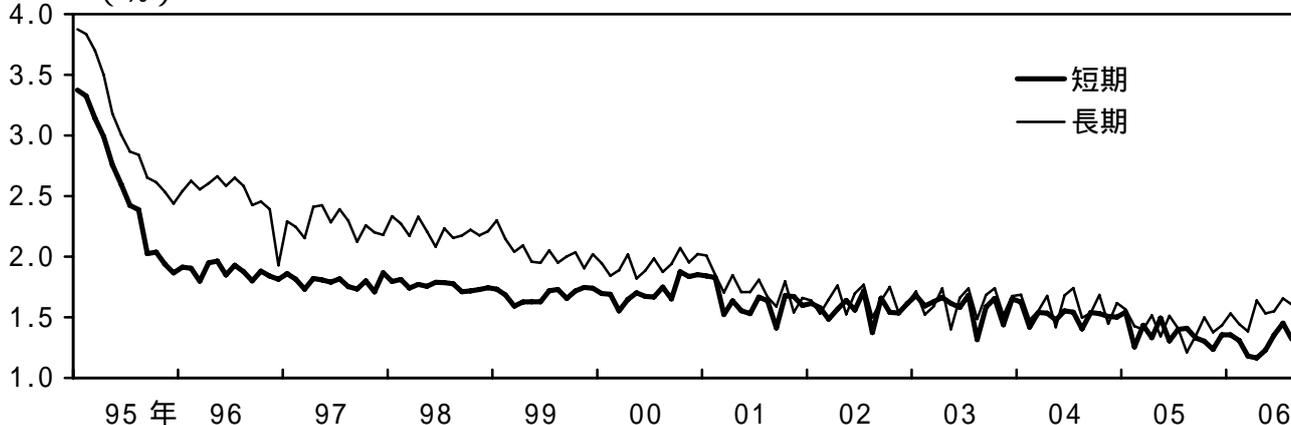
(2) 資金繰り判断 D . I . (短観)

(D . I . 、 「 楽である 」 - 「 苦しい 」 、 % ポイント)



(3) 新規貸出約定平均金利

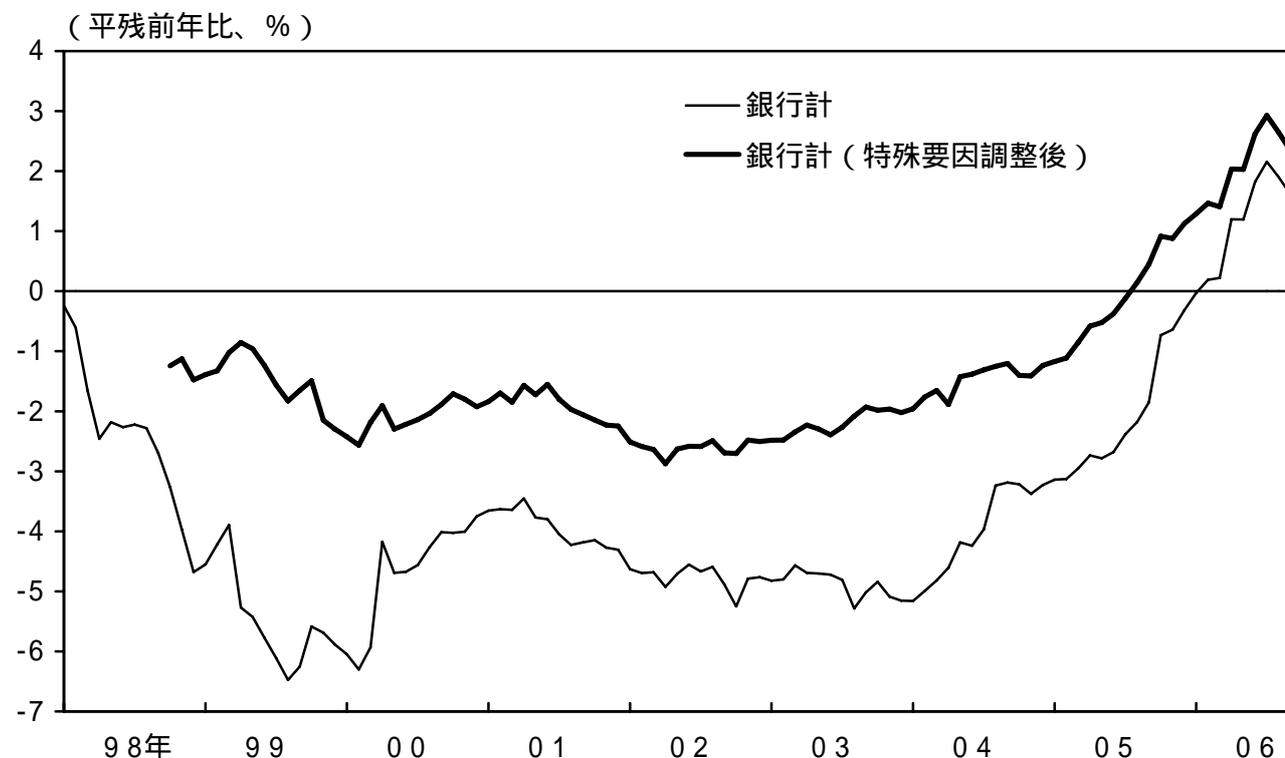
(%)



(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 」

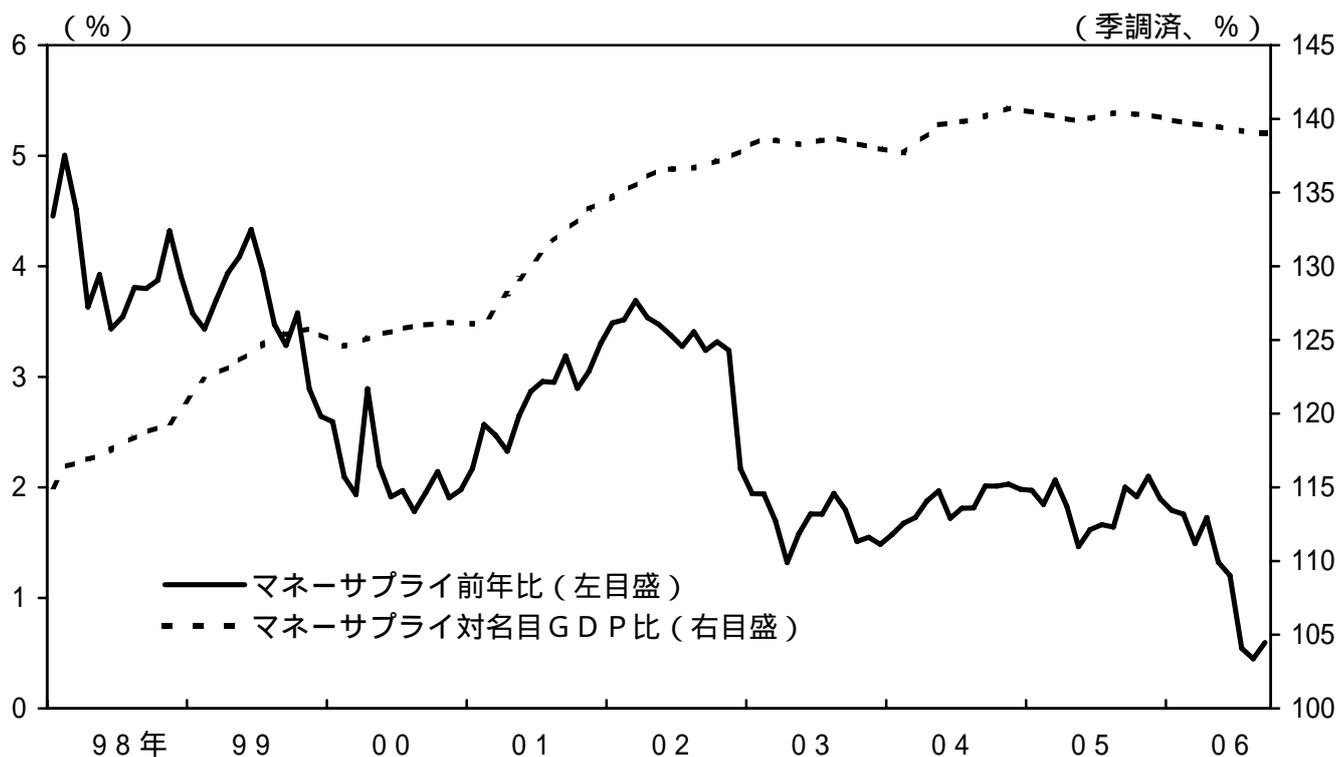
貸出・マネーサプライ

(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。

(2) マネーサプライ (M 2 + C D)

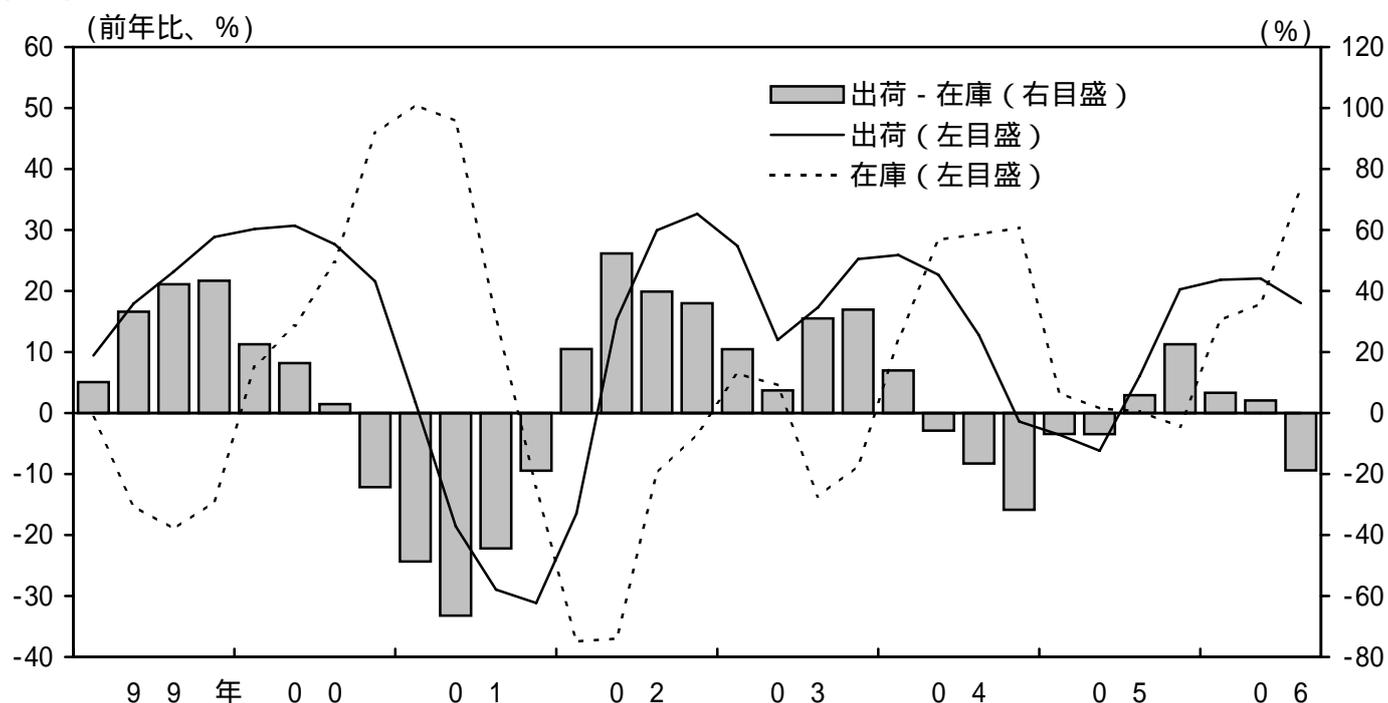


(注) 2006/3Qの名目GDPは、2006/2Qから横這いと仮定。

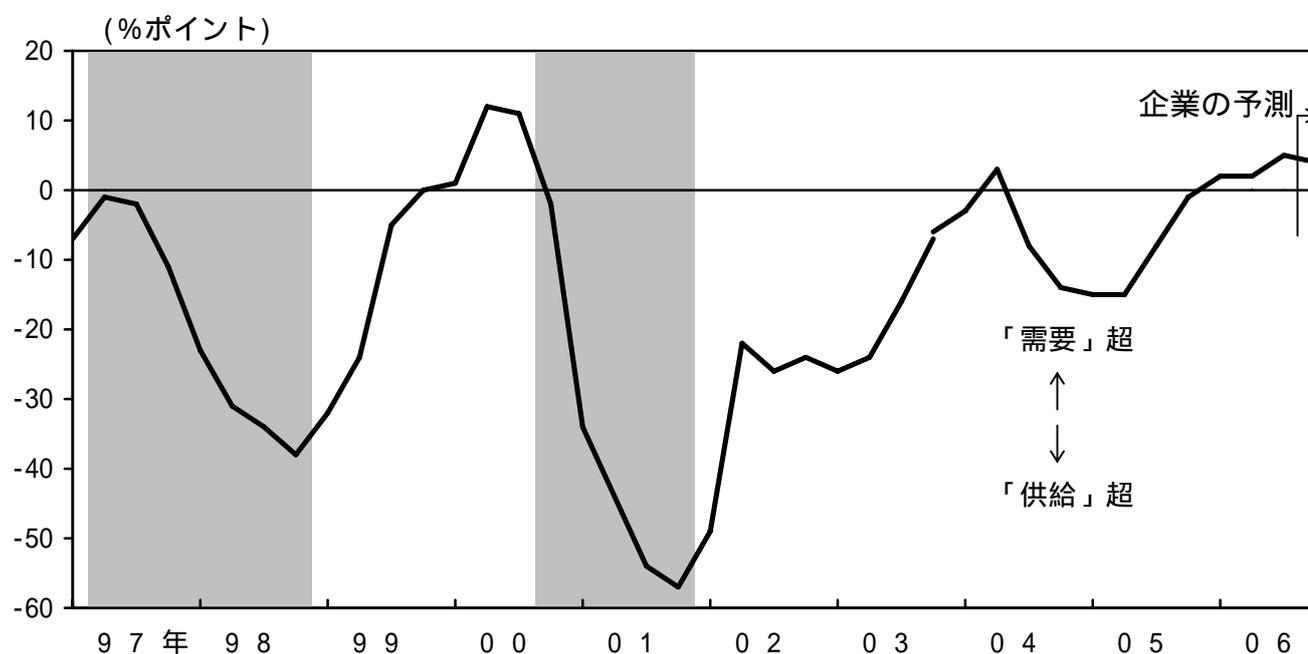
(資料) 内閣府「国民経済計算」、日本銀行「貸出・資金吸収動向等」「マネーサプライ」

IT 関連の動向

(1) 電子部品・デバイスの出荷・在庫バランス



(2) 電気機械の海外での製商品需給判断 D . I .



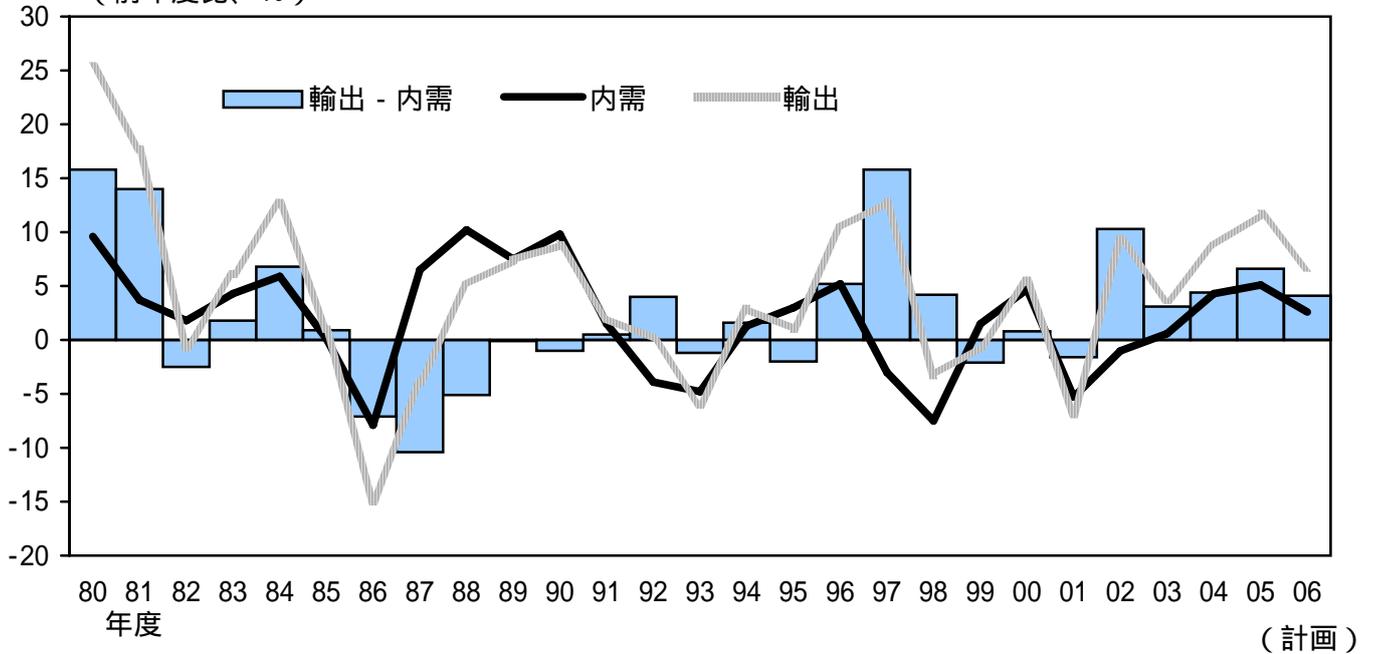
- (注) 1. 2004年3月調査より見直しを実施。旧ベースは2003年12月調査まで、新ベースは2003年12月調査から。
2. シャドー部分は景気後退局面。

(資料) 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」

輸出と設備投資の関係

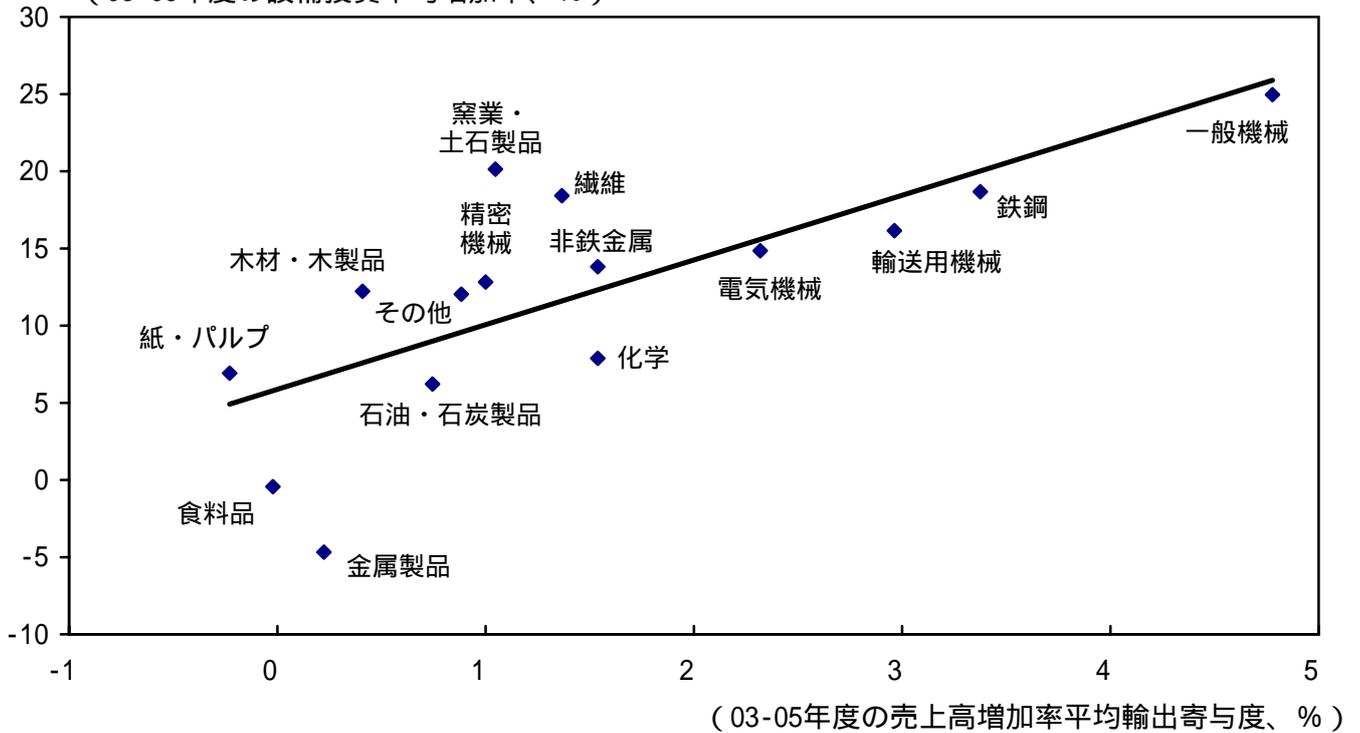
(1) 製造業大企業の輸出・内需別売上高

(前年度比、%)



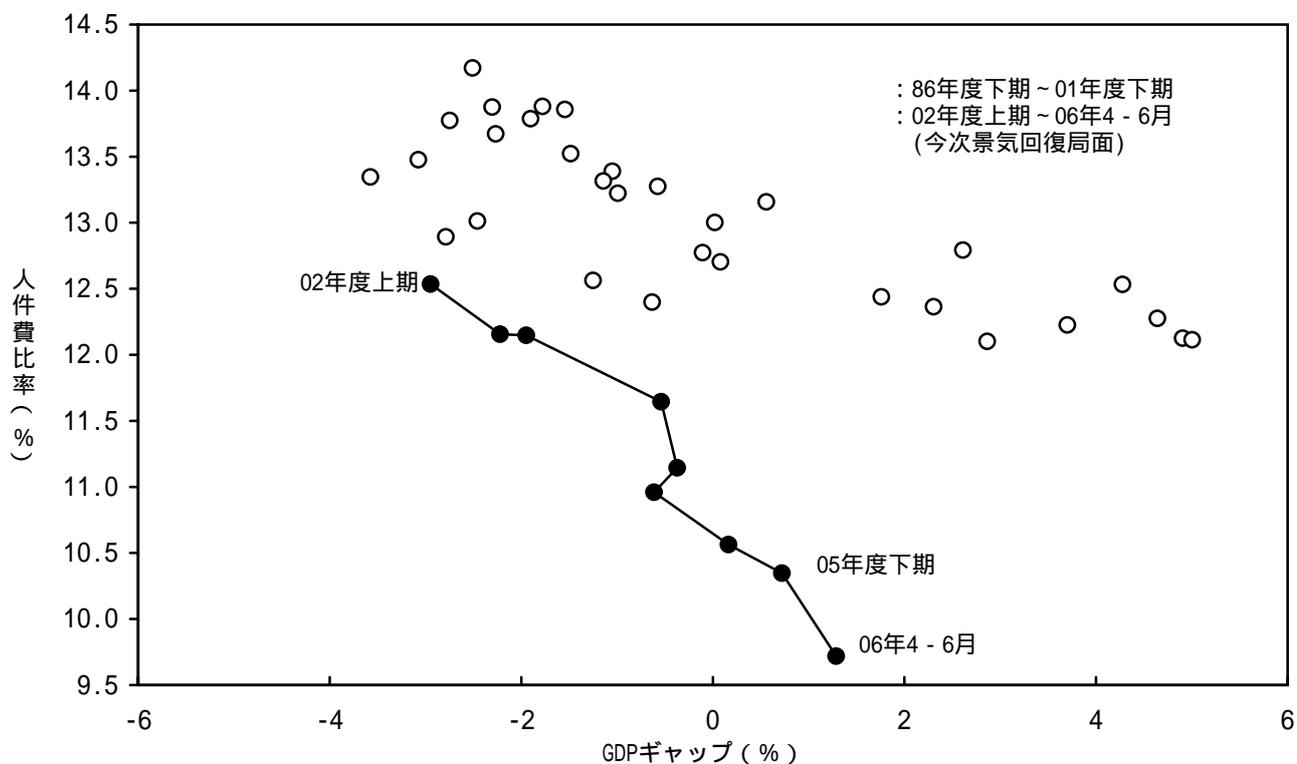
(2) 製造業大企業の産業別にみた設備投資と輸出の関係

(03-05年度の設備投資平均増加率、%)

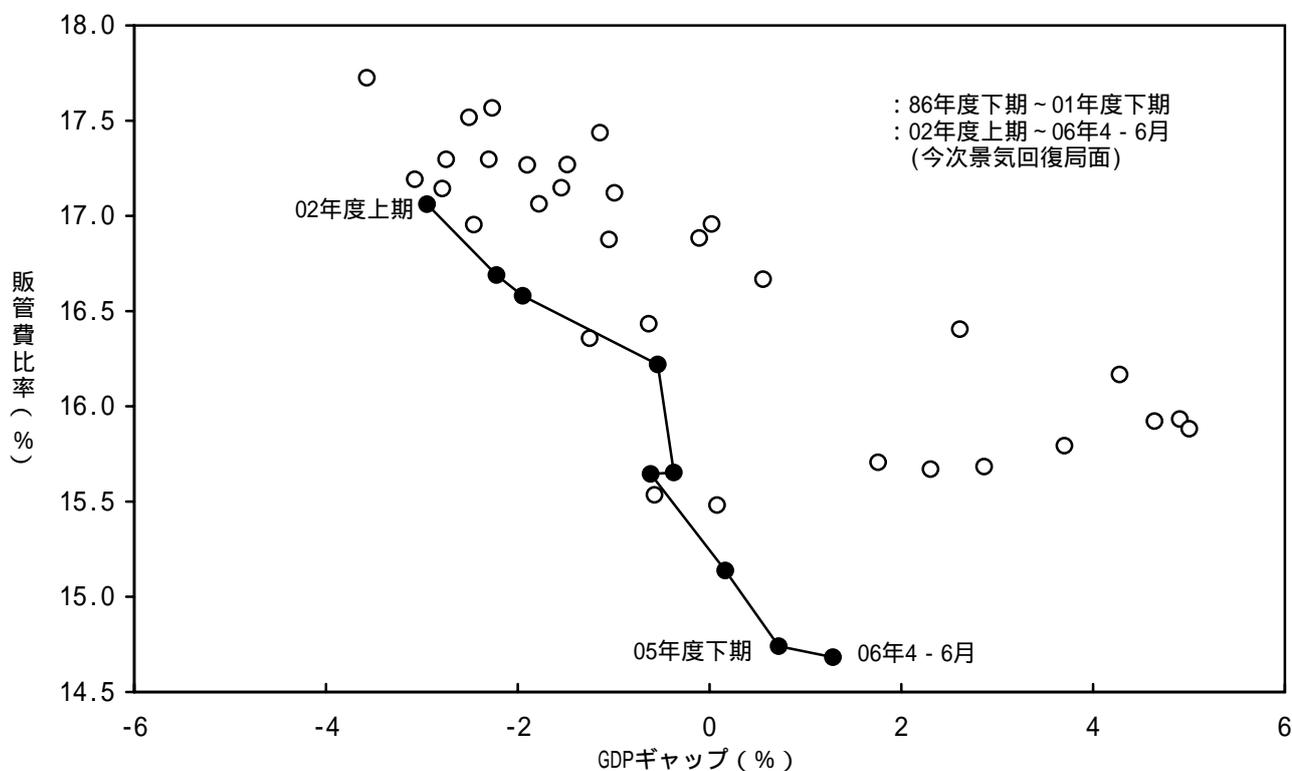


企業の人件費や販売管理費の抑制スタンス

(1) 売上高人件費比率と GDP ギャップ (製造業大企業)



(2) 売上高販売管理費比率と GDP ギャップ (製造業大企業)



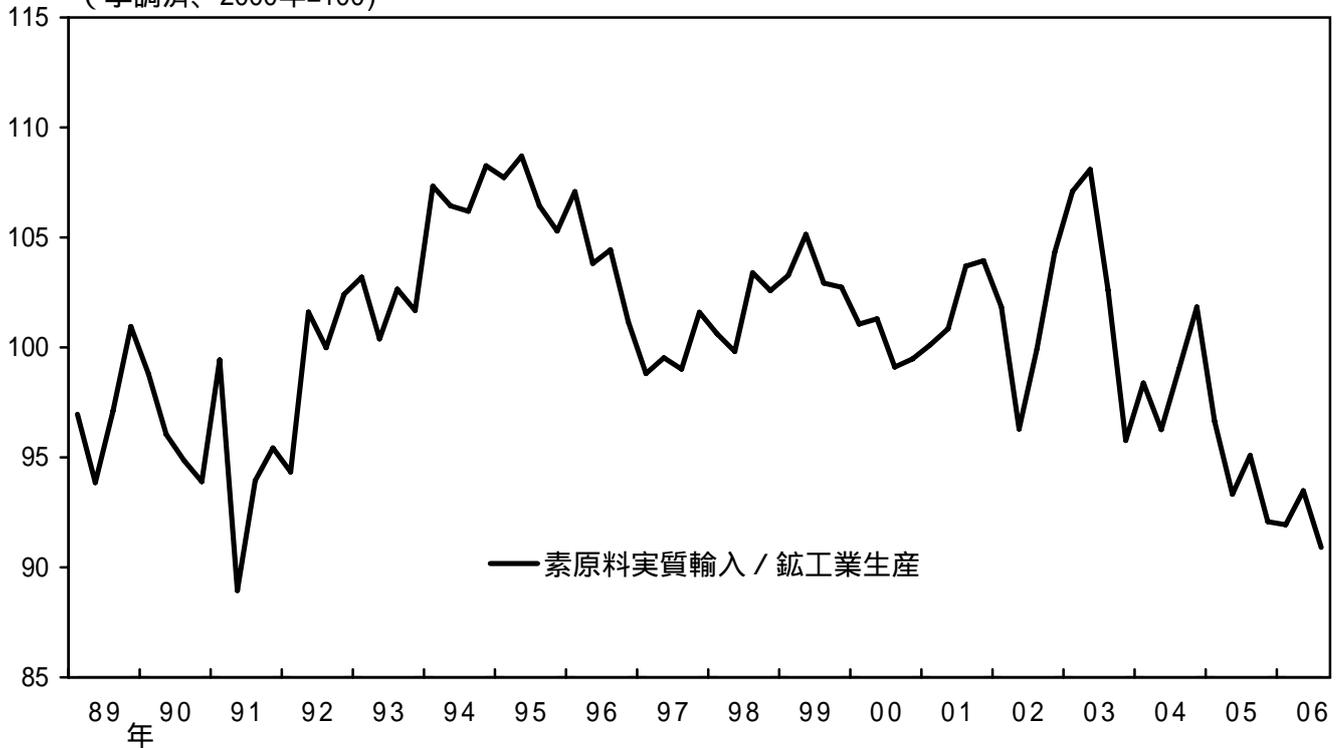
(注) 06年4 - 6月の計数以外は年度半期ベース。

(資料) 財務省「法人企業統計季報」、内閣府「国民経済計算」等

輸入原単位と価格

(1) 輸入原単位

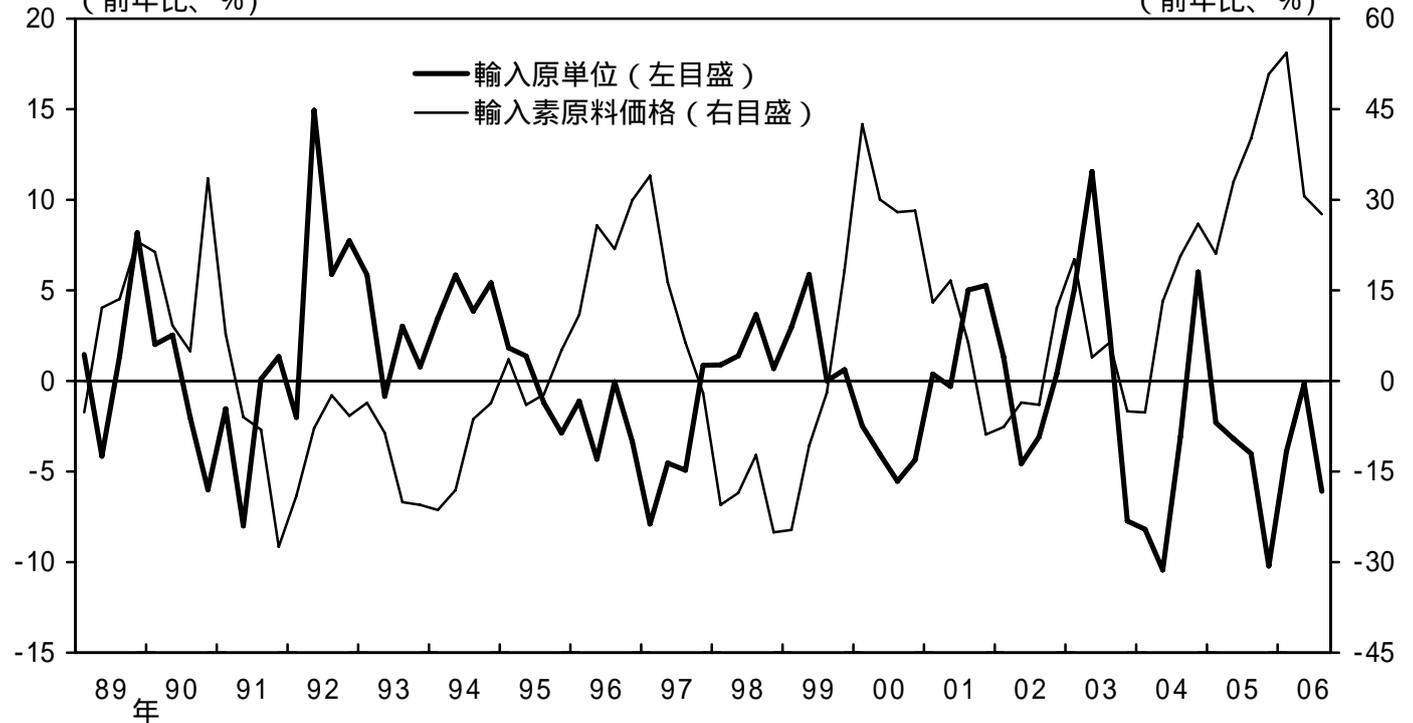
(季調済、2000年=100)



(2) 輸入原単位と輸入素原料価格

(前年比、%)

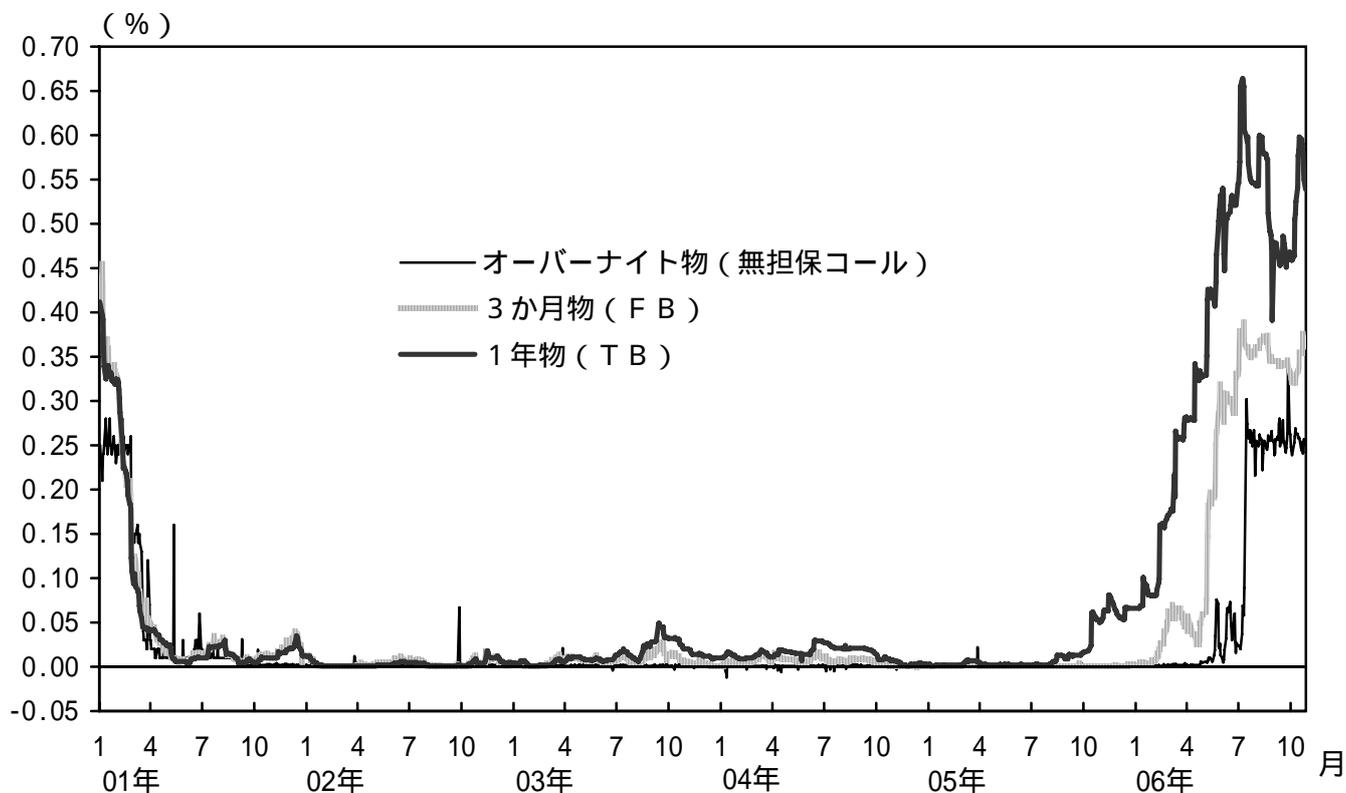
(前年比、%)



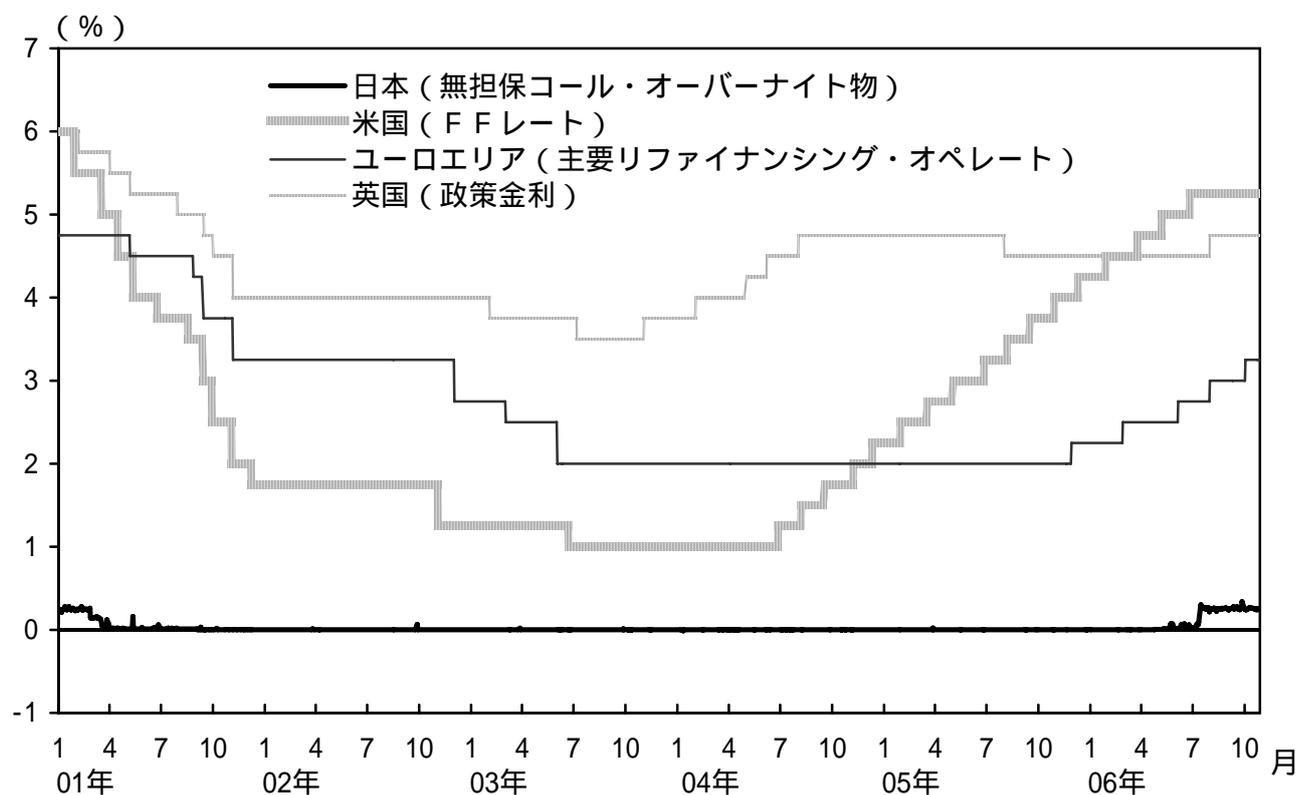
(資料) 財務省「外国貿易概況」、経済産業省「鋁工業指数統計」、日本銀行「企業物価指数」

短期金利

(1) 短期金利



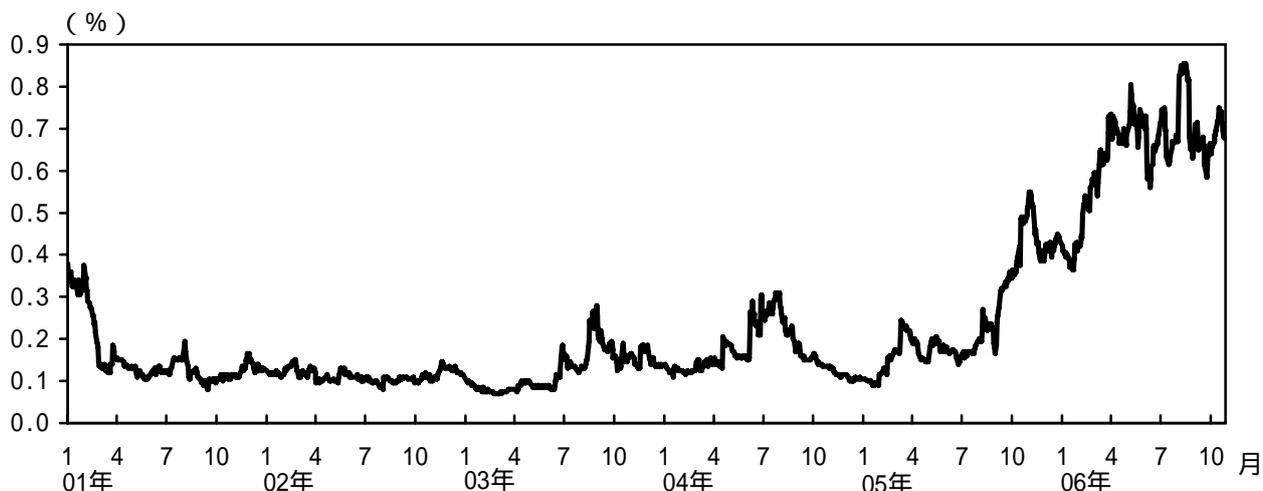
(2) 主要国の政策金利



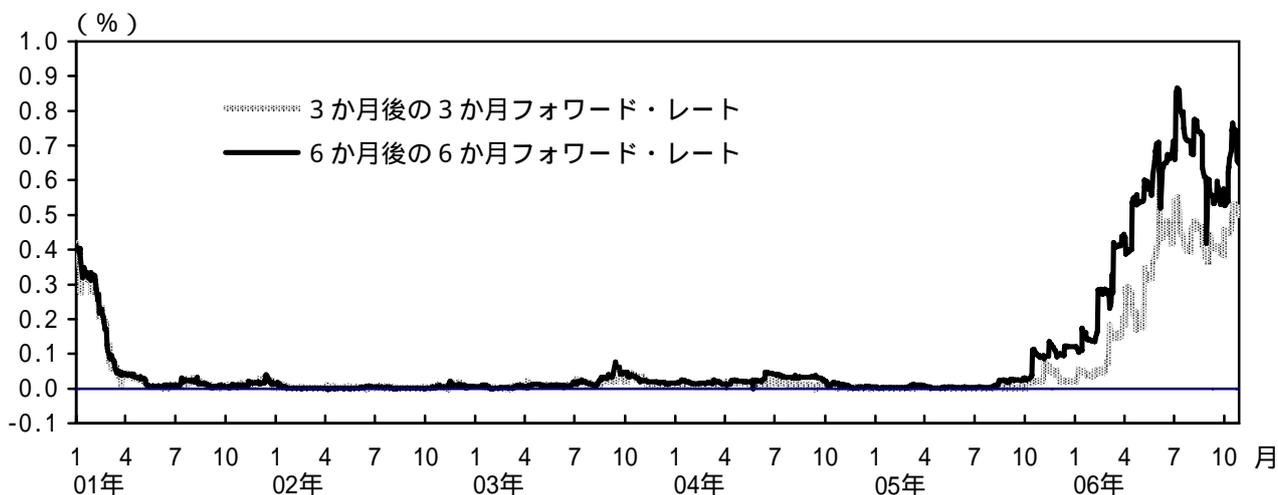
(資料) 日本銀行、各国中央銀行、Bloomberg

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)

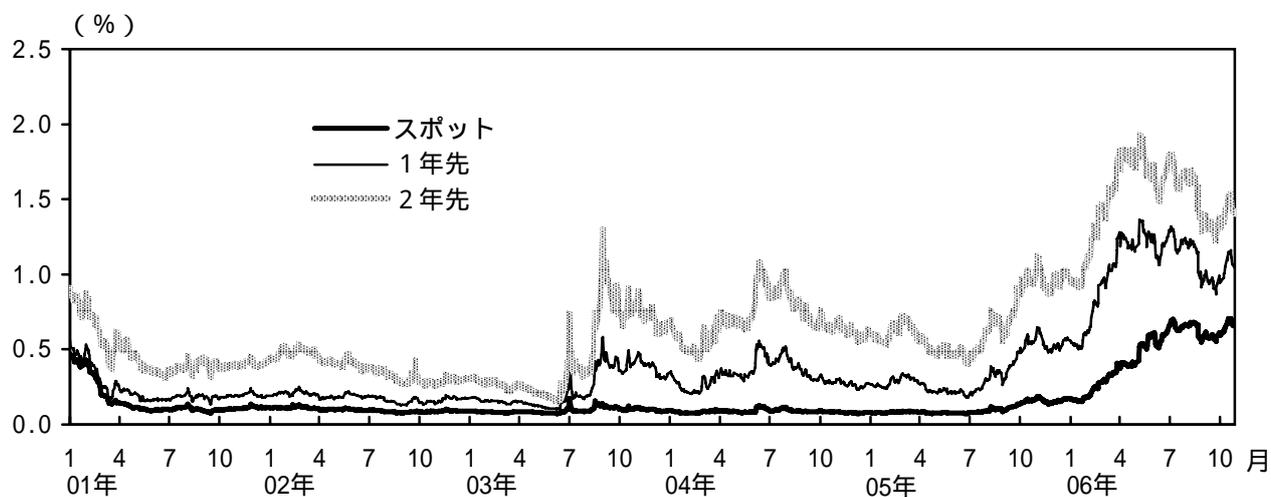


(2) T B ・ F B からみたフォワード・レート



(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。

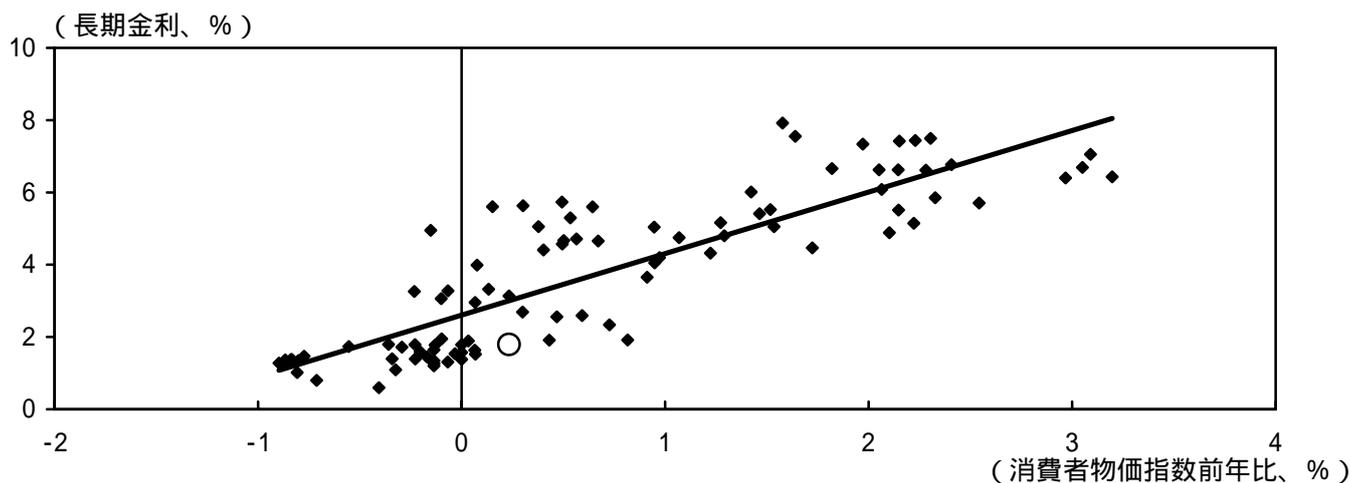
(資料) 東京金融先物取引所、ロイター、Bloomberg

長期金利

(1) 国債利回り

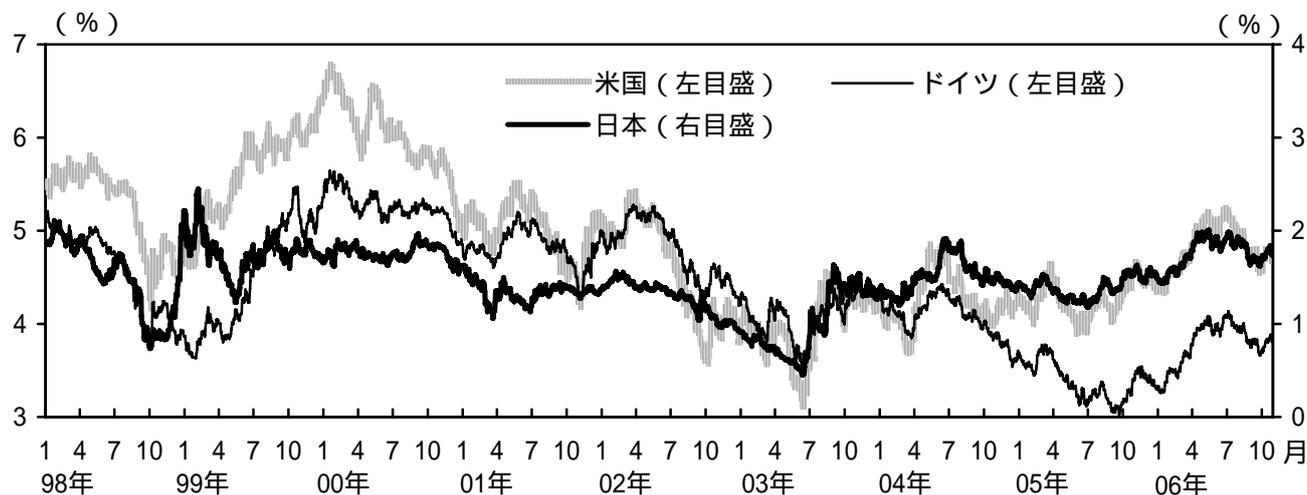


(2) 長期金利、消費者物価変化率



- (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 ~ 06/3Q。白丸は直近データ。

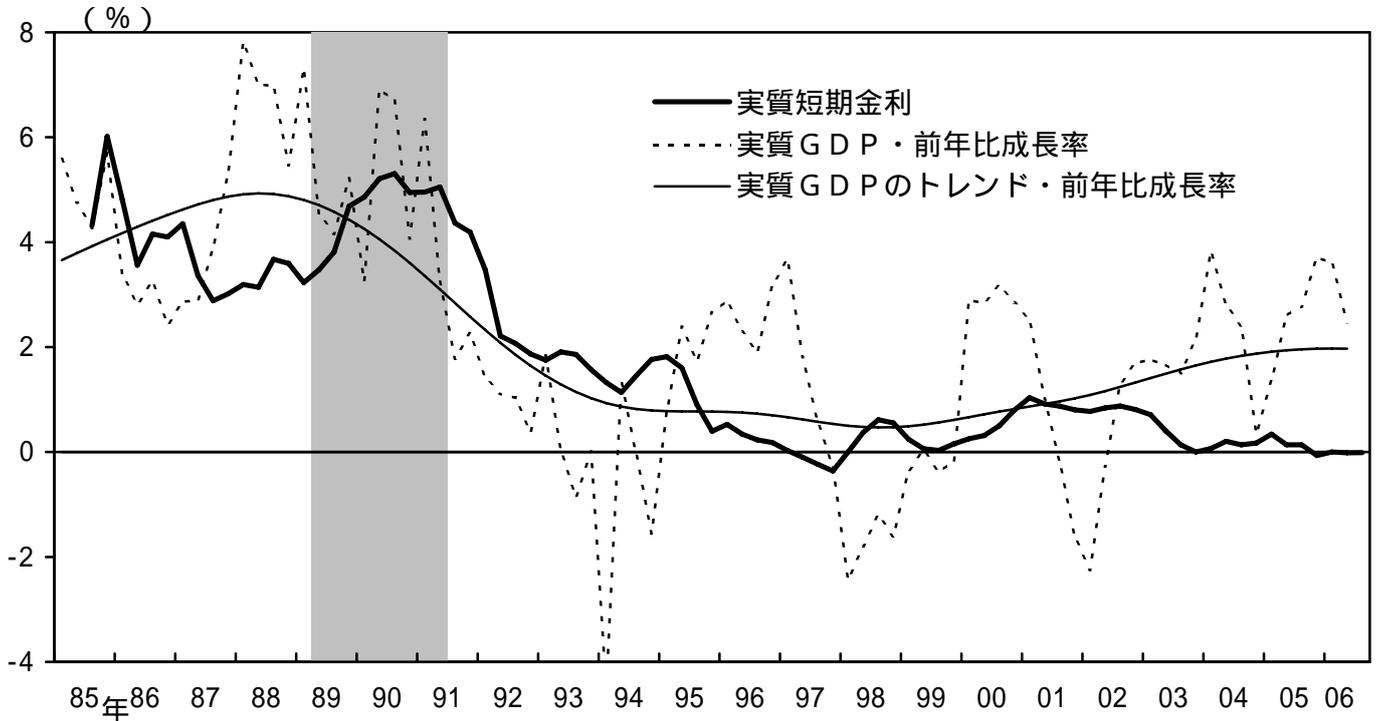
(3) 主要国の長期金利 (10年物国債利回り)



(資料) 総務省「消費者物価指数」、日本相互証券、Bloomberg

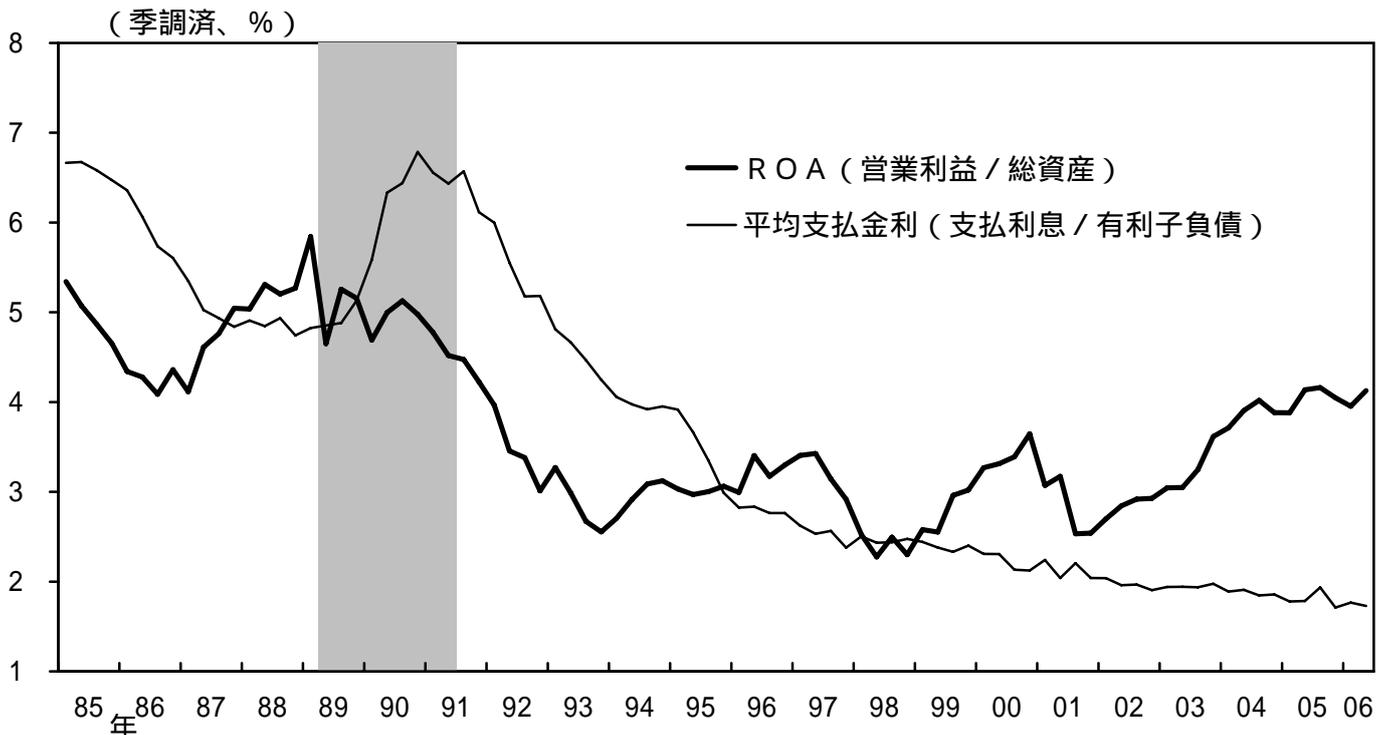
金利水準と実体経済

(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 (O/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)

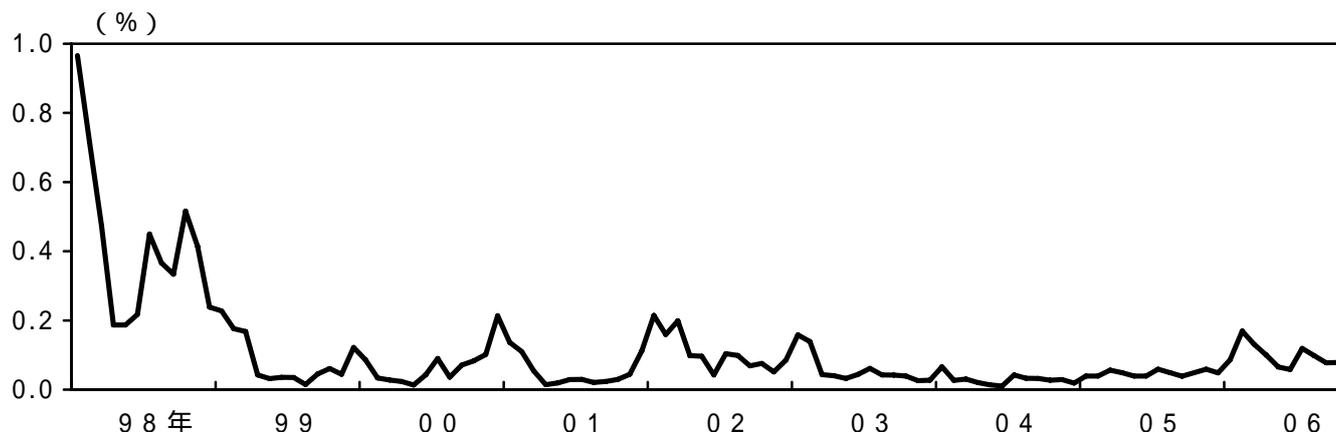


- (注) 有利子負債は、長短借入金、社債、手形割引残高の合計。

(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

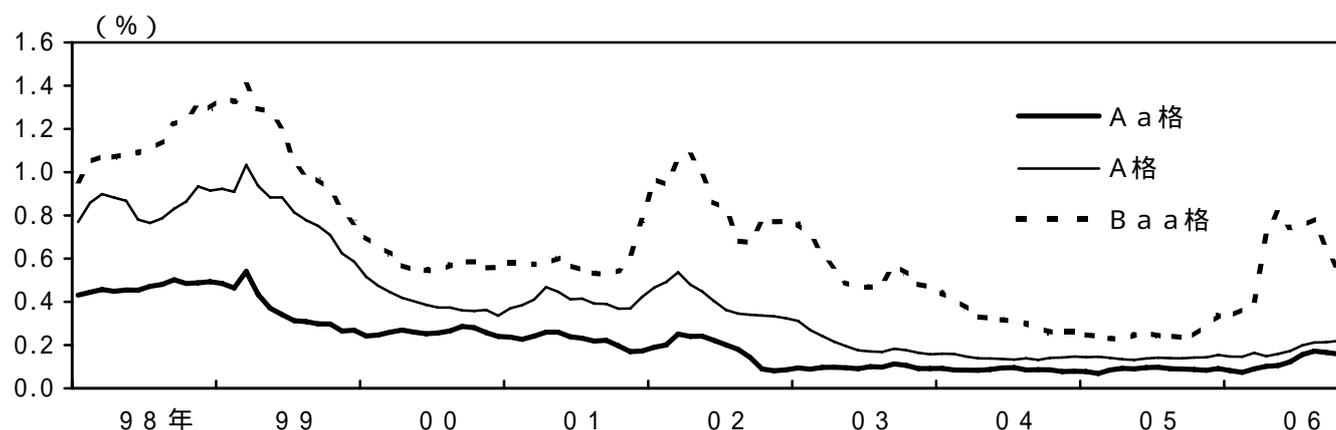
信用スプレッド

(1) C P の信用スプレッド



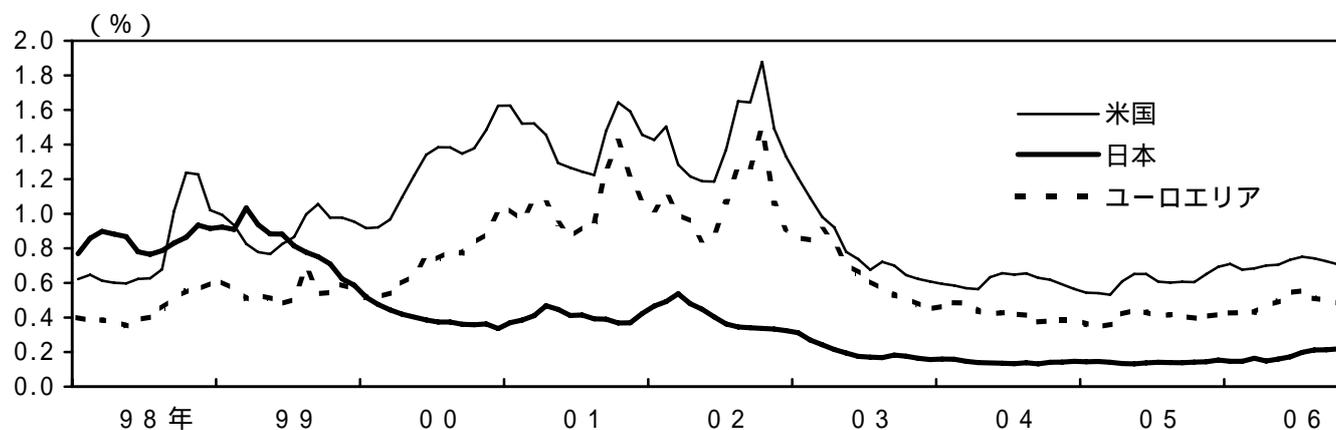
- (注) 1. C P の信用スプレッド (3 か月物) = C P 発行レート - 短期流通利回り
 2. C P 発行レートは A 1 格以上のもの。
 3. 06/10月の値は直近までの平均値 (下の (2)、(3) も同じ)。

(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

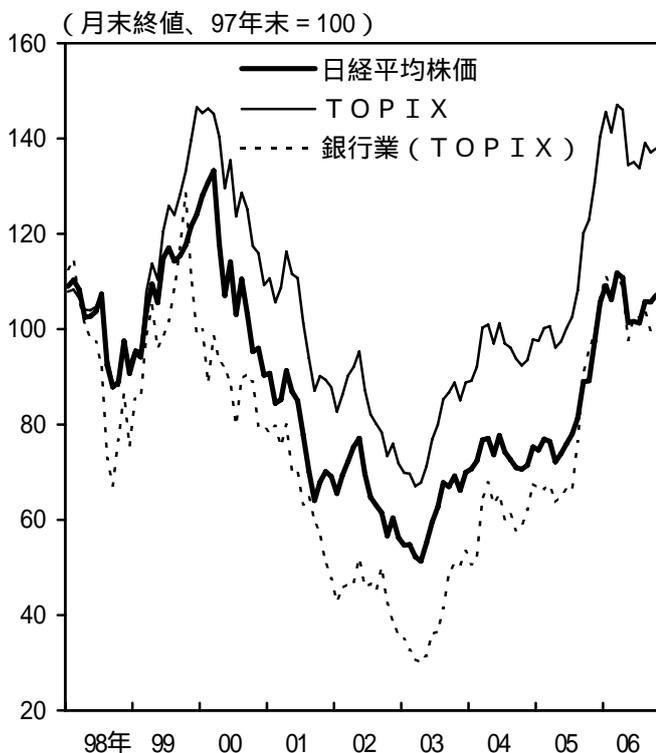


- (注) 1. 社債の信用スプレッド = 社債流通利回り - 国債流通利回り
 2. 日本は 5 年物。米国、ユーロエリアは 3 ~ 5 年物。
 3. 社債の格付けは全て A 格。格付けはムーディーズ、S & P による。

(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

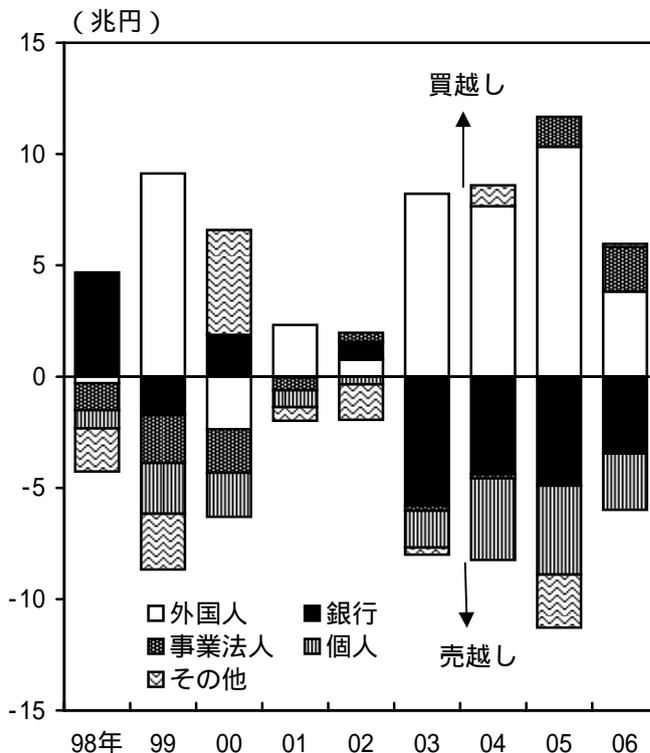
株 価

(1) 株価



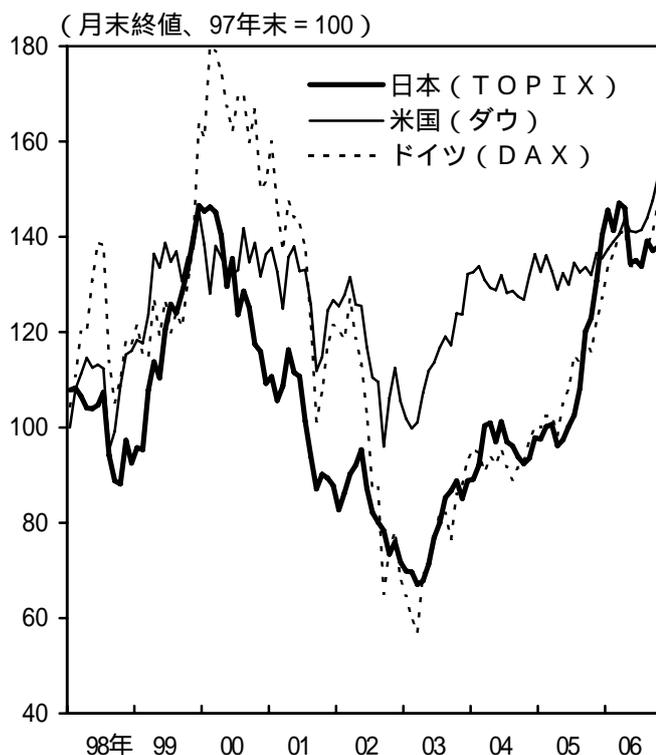
(注) 2006/10月の計数は、直近の終値。

(2) 主体別売買状況



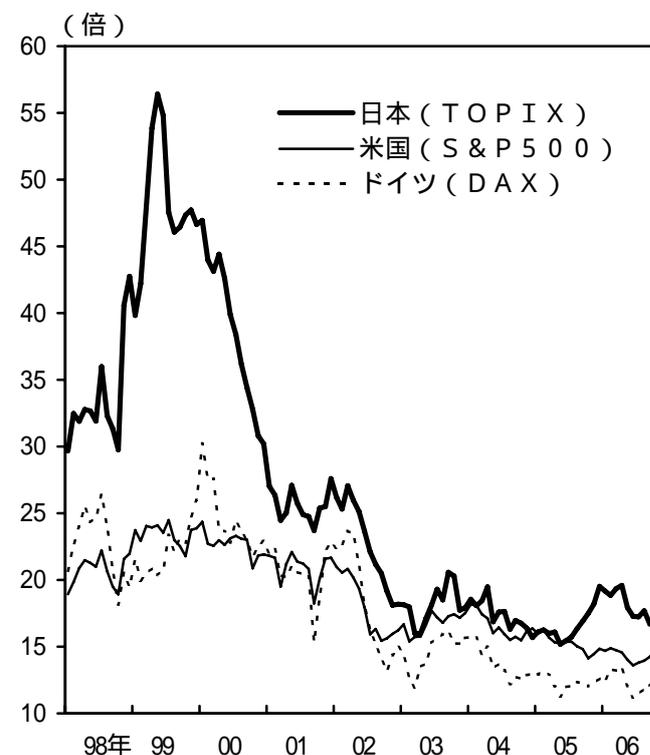
(注) 1. 三市場 (東証・大証・名証) 1、2部計。
2. 06年は1-9月の年換算値。

(3) 主要国の株価



(注) 2006/10月の計数は、直近の終値。

(4) 主要国の P E R

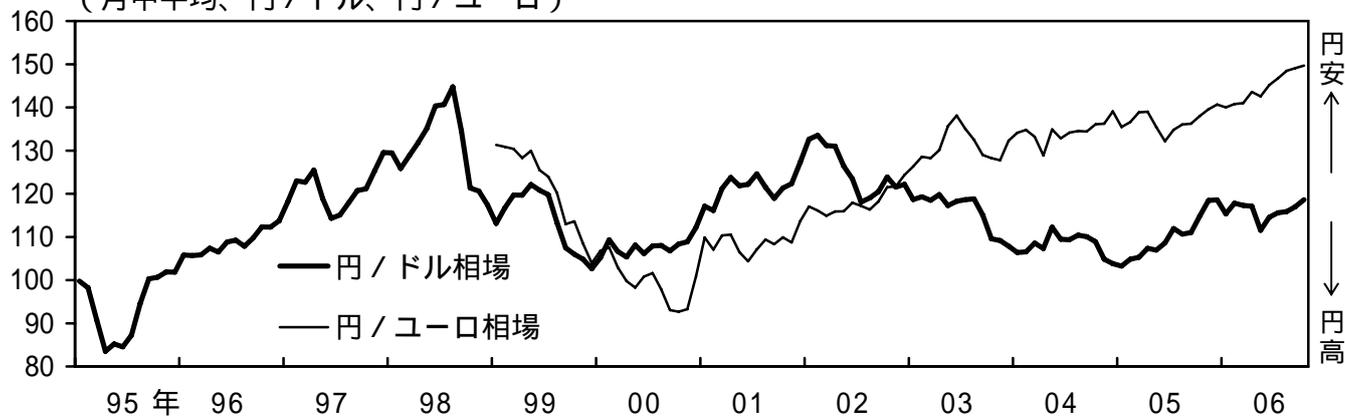


(注) 12か月先の予想 E P S を使用。

為替相場

(1) 円ドル・円ユーロ相場

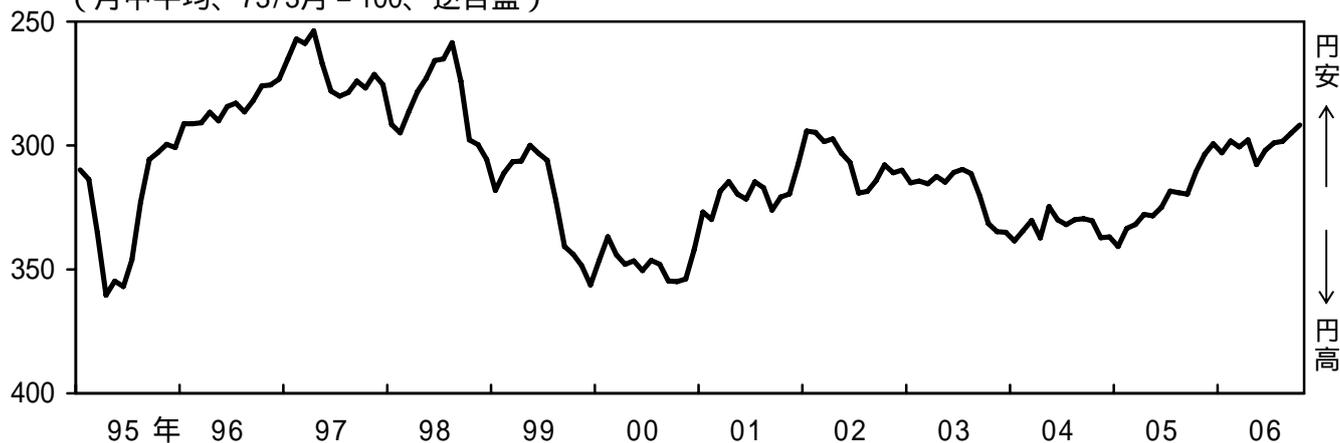
(月中平均、円/ドル、円/ユーロ)



(注) 2006/10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15通貨に対する為替相場を同ウェイトで加重平均したもの。

(3) 実質実効為替レート

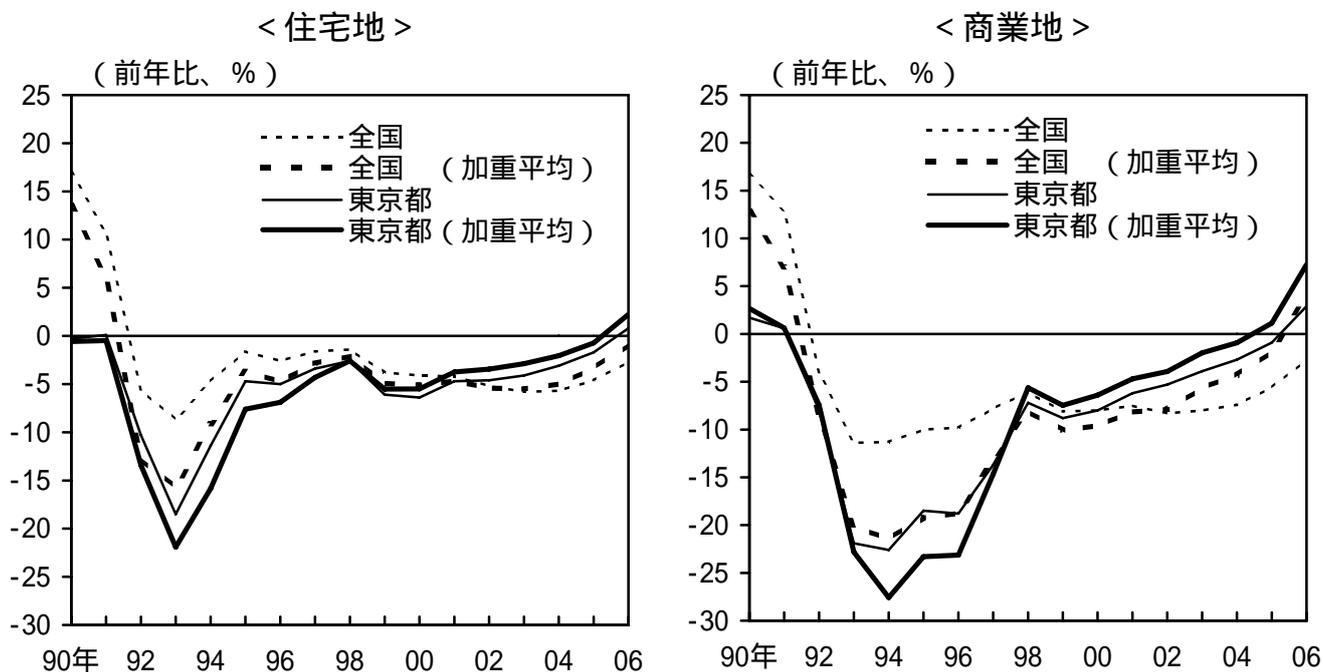
(月中平均、73/3月 = 100、逆目盛)



(注) 通関輸出金額ウェイト上位15通貨に対する為替相場を当該国の物価指数で実質化し、同ウェイトで加重平均したもの。

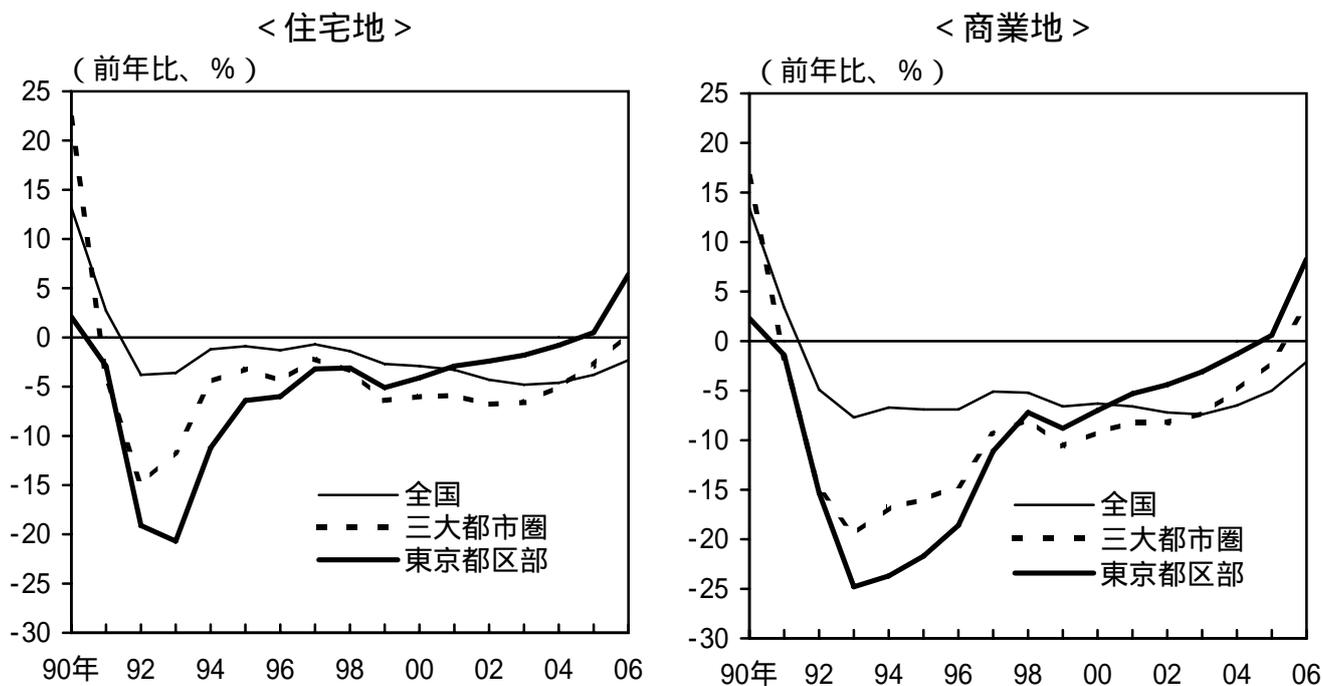
地 価

(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 1 m² 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) 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」

地域別の景気の総括判断（地域経済報告）

	7月判断	判断の 変化	10月判断
北海道	持ち直しの動きに足踏み感がみられている		緩やかに持ち直している
東北	緩やかに回復している		緩やかな回復を続けている
北陸	着実に回復している		着実に回復している
関東甲信越	着実に回復を続けている		緩やかに拡大している
東海	拡大している		拡大している
近畿	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	回復を続けている		回復を続けている

（注）全文は、http://www.boj.or.jp/type/ronbun/chiiki_rep/chiiki0610.htm を参照。

（資料）日本銀行「地域経済報告（2006年10月）」