

公表時間
11月1日(木)14時00分

2007年11月1日
日 本 銀 行

経済・物価情勢の展望
(2007年10月)

本稿の内容について、商用目的で転載・複製を行う場合（引用は含まれません）は、予め日本銀行政策委員会室までご相談ください。

引用・転載・複製を行う場合は、出所を明記してください。

【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。2007年度前半の経済は、好調な企業部門に比べると、家計部門の改善テンポが緩慢な状況が続いているが、全体としてみれば、前回(2007年4月)の「経済・物価情勢の展望」(展望レポート)で示した見通しに概ね沿って推移したとみられる。

先行き2007年度後半から2008年度を展望すると、後述するように海外経済や国際金融資本市場の動向など不確実な要因はあるものの、生産・所得・支出の好循環メカニズムが維持されるもとの、息の長い拡大を続けると予想される。住宅投資の振れが、2007年度の成長率を幾分下押しする一方、2008年度の成長率を幾分押し上げるとみられるが²、成長率の水準は、均してみると、潜在成長率を幾分上回る2%程度で推移する可能性が高い。

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。米国経済は住宅市場の調整を主因に減速が長引く一方、他の地域が高成長を続けるとみられることから、海外経済全体としては、拡大を続ける可能性が高い。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く中で、設備投資は増加を続けると予想される。もっとも、これまで数年にわたって高い伸びが続いたことから、資本ストック循環の観点からみて、伸び率は昨年度までよりは低いものになると考えられる。第3に、好調な企業部門から家計部門への波及が、緩やかながらも着実に進んでいくとみられる。雇用者数の増加が続く中で、雇用者所得

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。

² 2007年6月の改正建築基準法施行により、建築確認の審査基準が厳格化され、手続きが変更された。これを受けて、建築確認申請や着工に遅れが生じている。

は緩やかに増加し、株式配当の増加など様々なルートによる波及も続くとみられる。賃金については、グローバルな競争や資本市場からの規律の高まり、原材料高などを背景に、中小企業を中心に人件費抑制姿勢が根強いことに加え、賃金水準の高い団塊世代の退職やパート比率上昇に伴う人員構成変化などもあって、やや弱めの動きとなっているが、労働市場の需給がさらに引き締まっていけば、徐々に上昇圧力が高まっていくと考えられる。こうしたもとで、個人消費は緩やかな増加基調を辿る可能性が高い。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。米国サブプライム住宅ローン問題やこれに端を発する国際金融資本市場の変動がわが国の金融環境に及ぼす影響は限定的であり、金融機関は積極的な貸出姿勢を続けているほか、C P、社債の発行環境も引き続き良好である。また、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、物価を巡る環境をみると、第1に、労働や設備といった資源の稼働状況は高まっており、今後もさらに高まっていくとみられる。マクロ的な需給ギャップをみても、引き続き、需要超過方向で推移していくと考えられる。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、賃金が緩やかな上昇に向かうにつれて下げ止まっていく可能性が高い。第3に、民間経済主体のインフレ予想は、各種調査では、引き続き先行きにかけて物価が緩やかに上昇していく形となっている。

物価指数に即してみると、2007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、前回の見通しに比べて上振れて推移している。先行きについては、原油などの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³。

消費者物価指数（除く生鮮食品）は、前回の見通しに概ね沿って、前年比ゼロ%近傍で推移している。規制緩和などを背景に厳しい競争環境にさらされている消費者段階では、原材料高などの価格転嫁は企業間取引ほどには進んでいない。先行きについては、前年比でみて目先はゼロ%近傍で推移する可能性が高いものの、より長い目でみると、プラス幅が次第に拡大するとみられる。その結果、2007年度はゼロ%程度、2008年度はゼロ%台半ばの伸び率となると予想される。

（上振れ・下振れ要因）

以上の見通しは、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。米国では、住宅市場の調整が長引いているが、設備投資や個人消費は減速しつつも緩やかな増加基調を維持しているなど、安定成長に向けて軟着陸していく可能性が引き続き高い。ただし、住宅市場の調整が一段と厳しいものとなった場合や金融資本市場の変動の影響が予想以上に広範なものとなった場合、資産効果や信用収縮、マインド悪化などを通じて、個人消費、設備投資が下振れ、米国景気が一段と減速する可能性も考えられる。また、欧州経済は、拡大を続ける可能性が高いが、国際金融資本市場の変動が金融環境に及ぼす影響次第では、下振れるリスクがある。こうした米欧経済を巡るリスクが顕現化した場合に

³ 今回の国内企業物価の見通しは、現行の2000年基準の指数を用いている。日本銀行では、2007年12月公表分から同指数を2005年基準に切り替える予定である。2005年基準指数の前年比は、2000年基準指数に比べて、上昇率が縮小すると考えられる。

は、その程度によっては、他地域の成長にも悪影響を及ぼし、世界経済全体として下振れる可能性がある。

一方、物価面では、米国では、労働や設備といった資源の稼働状況が高水準であるもとで、原油価格の動向などと相俟って、インフレ圧力が減衰しない可能性もある。また、中国では、力強い拡大が続いているが、固定資産投資を中心に過熱感が強く、景気や物価が上振れる可能性がある。原油価格をはじめとする国際商品市況は、世界経済全体の成長や地政学的要因などから高値圏で推移しており、その状況如何では、世界経済や物価の先行きに影響を与える可能性がある。

以上のように、海外経済や国際金融資本市場などの変動が生じた場合、日本経済に対して、輸出入や企業収益、金融市況の変化などを通じて影響を及ぼすリスクがある。

なお、IT関連財については、昨年来高めで推移してきた国内の在庫は出荷とのバランスを徐々に改善してきているが、海外経済が予想以上に減速した場合などには、世界的な供給拡大のペースが速いだけに、需給バランスが崩れる可能性もある。

第2に、緩和的な金融環境が続くもとで、金融・経済活動の振幅が拡大する可能性である。前述の通り、米国サブプライム住宅ローン問題や国際金融資本市場の変動にもかかわらず、わが国の金融環境は極めて緩和的な状況が続くとみられる。企業や金融機関などの財務面での改善が進む中、実質金利が極めて低い水準にあることから、金融・経済活動が積極化しやすい環境にある。また、大都市の地価など資産価格の動きも、そうした行動を活発化させる方向に作用すると考えられる。こうした中で、仮に、先行きの売上、収益、資金調達コスト、為替相場や資産価格などに関する楽観的な想定に基づいて、金融・経済活動が積極化する場合には、金融資本

市場において行き過ぎたポジションが構築されたり、非効率な経済活動に資金やその他の資源が使われ、長い目でみた資源配分に歪みが生じるおそれがある。このような行動は、短期的には景気や資産価格を押し上げることがあっても、その後の調整を余儀なくされ、息の長い成長を阻害する可能性がある。

次に、物価上昇率の先行きについても、上振れ・下振れ両方向の不確実性があること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は、経済のグローバル化の進展や規制緩和などを背景に低下しているとみられるが、その程度には不確実性がある。とりわけ、景気拡大が続く中であっても、上述したような賃金の上昇を抑制する要因が強く作用する場合には、物価に下押し圧力が根強く残ることが考えられる。一方、今後、労働や設備といった資源の稼働状況が緩やかながらさらに高まっていく過程で、インフレ予想や企業の人件費抑制スタンスが大きく変化し、物価に上振れ圧力が加わる可能性もある。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。

(金融政策運営)

日本銀行は、「中長期的な物価安定の理解」(金融政策運営に当たり、各政策委員が、中長期的にみて物価が安定していると理解する物価上昇率)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⁴。

第1の柱、すなわち先行き2008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

⁴ 2007年4月に点検した「中長期的な物価安定の理解」は、消費者物価指数の前年比で0～2%程度の範囲内にあり、委員毎の中心値は、大勢として、概ね1%の前後で分散している。

織り込まれている金利観を参考にしつつ点検すると、上述した通り、わが国経済は、生産・所得・支出の好循環メカニズムが維持されるもとで、息の長い拡大が続くとみられる。また、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比は、目先はゼロ%近傍で推移する可能性が高いが、より長い目でみると、プラス幅が次第に拡大していくと予想される。こうした動きは、「中長期的な物価安定の理解」に沿ったものと評価できる。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。

第2の柱、すなわち、より長期的な視点を踏まえつつ、確率は高くなくとも発生した場合に生じるコストも意識しながら、金融政策運営の観点から重視すべきリスクを点検すると、経済・物価情勢の改善が展望できる状況下、金融政策面からの刺激効果が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、企業や金融機関などの行き過ぎた活動を通じて、中長期的にみて、経済・物価の振幅が大きくなったり、非効率な資源配分につながるリスクがある。今般の国際金融資本市場の変動は、長期にわたり良好な世界経済や金融環境が続いてきたもとで、市場参加者のリスク評価に緩みが生じ、その後、市場の自律的機能による巻き戻しが現実化した一例とみることができる。また、前述のように海外経済や国際金融資本市場の動向など不確実な要因があり、これらに変調が生じた場合には、日本経済も影響を受けると考えられる。経済情勢の改善にもかかわらず、物価が上昇しない状況が続く可能性もある。ただし、企業部門の体力や金融システムの頑健性が高まっていることから、物価下落と景気悪化の悪循環が生じるリスクはさらに小さくなっていると考えられる。

金融政策運営については、これまで、金融環境は極めて緩和的であり、

日本経済が物価安定のもとでの持続的成長軌道を辿るのであれば、金利水準は引き上げていく方向にある、引き上げのペースについては、予断を持つことなく、経済・物価情勢の改善の度合いに応じて決定する、という考え方で進めてきた。現実の政策対応は、物価上昇圧力が弱い中で余裕を持って行うことができ、経済・物価の見通しのパスやその蓋然性、上下両方向のリスクなどを、2つの「柱」に基づいて十分に点検しながら、ゆっくりと金利水準を引き上げてきた。今後の金融政策運営においても、こうした基本的な考え方を維持する方針である。すなわち、「中長期的な物価安定の理解」に照らして、日本経済が物価安定のもとでの持続的な成長軌道を辿る蓋然性が高いことを確認し、リスク要因を点検しながら、経済・物価情勢の改善の度合いに応じたペースで、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^{5,6}

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)
2007年度	+1.7~+1.8 <+1.8>	+1.9~+2.1 <+2.0>	0.0~+0.1 <0.0>
4月時点の見通し	+2.0~+2.1 <+2.1>	+0.7~+0.8 <+0.7>	0.0~+0.2 <+0.1>
2008年度	+1.9~+2.3 <+2.1>	+0.9~+1.2 <+1.0>	+0.2~+0.4 <+0.4>
4月時点の見通し	+2.0~+2.3 <+2.1>	+0.8~+1.0 <+1.0>	+0.4~+0.6 <+0.5>

(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。

⁵ 「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。

⁶ 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)
2007年度	+1.7~+2.0	+1.8~+2.2	0.0~+0.1
4月時点の見通し	+1.9~+2.5	+0.5~+1.5	-0.1~+0.2
2008年度	+1.9~+2.4	+0.8~+1.5	+0.2~+0.5
4月時点の見通し	+1.9~+2.4	+0.7~+1.2	+0.3~+0.6

【背景説明】

1. 経済・物価・金融情勢

(2007年度上期の経済・物価)

わが国経済は、2007年度上期も、生産・所得・支出の好循環が維持されるもとで、緩やかな拡大を続けた(図表1)^{7,8}。

輸出は、米国向けがやや弱めに推移したが、海外経済が全体として拡大する中、仕向け地域の拡がりを伴いつつ増加を続けた(図表2、3)。企業収益は高水準で推移し、企業の業況感についても、部門によって慎重さはみられたが、総じて良好な水準が維持された(図表4、5)。そのもとで、設備投資は、やや減速しつつも、引き続き増加基調を辿った(図表6)。9月短観をみると、2007年度の設備投資計画は、2006年度対比では伸びが幾分鈍化しつつも、堅調な増加が続く姿となっている。また、鉱工業生産についても、内外需要の増加が続き、電子部品・デバイスの在庫調整も進捗するもとで、7～9月には、年初来の横這い圏内の動きから脱し、しっかりした増加に転じた(図表7)。

企業部門の好調は、家計部門に緩やかに波及し続けた。一人当たり名目賃金は、内外の厳しい競争環境や原材料高等を背景とした企業の人件費抑制姿勢に加え、賃金水準の高い団塊世代の退職などの影響もあって、やや弱めに推移した。しかし、企業の人員不足感が強いもとで、雇用者数が増加し、雇用者所得は緩やかな増加基調を辿った(図表8)。また、

⁷ 景気動向指数(CI)をみると、一致指数は、年前半は、横這い圏内の動きとなった生産の動きを反映してやや足踏みしたが、夏場には、生産の増加から持ち直した。なお、景気基準日付上の景気拡張期間は、2006年11月に戦後最長のいざなぎ景気(57か月)を超えたあとも、持続しているとみられる。

⁸ 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。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。

大企業を中心とする高水準の収益は、株式配当など財産所得の増加というルートも経由して、家計所得の改善につながった⁹。そうしたもとで、個人消費は、天候に左右されながらも、サービス関連支出や家電などの耐久財消費を中心に、底堅く推移した（図表 9）。消費者コンフィデンスは、ガソリン価格上昇の影響などからやや悪化する動きもみられたが、総じて良好な水準を維持した。この間、住宅投資は、6月の改正建築基準法施行の影響から、夏場に大きく減少した（図表 10）。

以上のように、緩やかな景気拡大が続くもとで、労働や設備といった資源の稼働状況は高い状態で推移した（図表 11）。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感が大きい状態を続け、マクロ的な需給ギャップも資源の稼働状況が高いことを示す水準で推移した¹⁰。

物価面をみると、資源の稼働状況が高いもとで、企業間取引の段階では、財（国内企業物価指数）、サービス（企業向けサービス価格指数）とともに、コスト高を販売価格へ転嫁する動きが続いた（図表 12）。一方、消費者段階では、価格転嫁の動きもみられたが、厳しい競争環境を意識した値上げ抑制スタンスは根強く、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比はゼロ%近傍で推移した（図表 13）。

本年4月の「経済・物価情勢の展望」（展望レポート）では、2007年度

⁹ 日本経済新聞の集計によると、上場企業による2007年度上期の自社株買いと中間配当の合計額は、約5兆5000億円と前年同期比20%程度増え、過去最高となった模様である。

¹⁰ 短観の生産・営業用設備判断DIと雇用人員判断DIを資本・労働分配率で加重平均した指標でみると、2005年9月に過剰超が解消した後、小幅の不足超で推移している（図表11(3)）。また、マクロ的な需給ギャップ（GDPギャップ）の推計値をみても、過去の景気循環の平均的な稼働水準を幾分上回る状態を続けている。ただし、この推計値については、労働を中心とした生産要素のトレンド抽出などに起因する誤差が発生するため、後述の潜在成長率の推計とともに、幅をもってみる必要がある。

から 2008 年度にかけて、企業部門から家計部門への波及が緩やかながら
着実に進むもとで、息の長い拡大を続ける、との見通しを示した。その後
の経済の動きをみると、中小企業を中心に企業から家計への所得波及が若
干弱めであるが、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、原油価
格など国際商品市況の上昇を主因に、前回の見通しに比べて上振れて推移
している(図表 14)。一方、消費者物価指数(除く生鮮食品)については、
見通しに概ね沿って、前年比ゼロ%近傍で推移している。

(2008 年度までの経済の展望)

2007 年度下期から 2008 年度までを展望すると、わが国経済は、内外需
要がともに増加し、企業部門から家計部門への波及が緩やかに進むもと
で、均してみると、潜在成長率を幾分上回るペースでの息の長い拡大を
続けると予想される¹¹。こうした見通しの前提となる海外経済の先行きに
ついては、米国のサブプライム住宅ローン問題を背景に不確実性がある
が、米国景気の減速は長引く一方、東アジアやその他新興国が高成長を
続け、全体では景気拡大が持続すると想定している¹²。このように海外環
境が総じて良好さを維持することに加え、金融環境も極めて緩和的に推
移することを背景に、財政再建に伴う景気の下押し圧力が作用し続ける
もとでも、生産・所得・支出の好循環メカニズムが維持されるというの
が基本的な考え方である。

部門別にみると、企業部門では、海外経済の拡大持続や I T 関連需要

¹¹ 潜在 GDP の成長率は、2003～04 年度の 1%程度から緩やかに上昇し、最近では 1%
台半ばないし後半で推移しているとみられる。

¹² こうした見方は、国際機関や民間調査機関の予測でも、概ね共有されている。例えば、
I M F の World Economic Outlook(2007 年 10 月)では、米国経済の減速などを背景に、
世界経済の成長率の見通しを下方修正しているが、それでも、2007～08 年において、
5%前後の成長が続くという見通しとなっている。

の増加などを背景に、輸出は増加を続けると予想される。そのもとで企業は、引き続き、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を図っていくと考えられる。こうした輸出を起点とする企業活動の活発化は、緩和的な金融環境と相俟って、設備投資の裾野を内需産業にも拡げていくと考えられる。ただし、循環的な観点からみると、設備投資はすでに過去数年にわたって高い伸びを続け、水準自体が上昇してきているために、設備投資の増加ペースは徐々に低下していく公算が大きい(図表 15)。

一方、家計部門についても、好調な企業部門からの所得波及が緩やかに進むもとで、家計支出は緩やかな増加基調を辿ると考えられる。内外の厳しい競争環境や原材料高などの経営環境のもとで、企業が人件費抑制に努める姿勢は今後も根強いと予想される。しかし、景気拡大が続くもとで、雇用者数が現状程度のペースで増加を続けていけば、労働需給はさらに引き締まり、賃金の上昇圧力も次第に高まっていくと考えられる。また、高水準の企業収益は、株式配当など財産所得の増加というルートからも、家計所得の改善に作用し続けるとみられる(図表 16(1))。このため、財政運営に関連する家計負担の増加を考慮しても、先行き、家計の可処分所得の伸びは、緩やかに高まる方向にあり、そのもとで、家計支出の増加基調も、しっかりしたものになっていくと考えられる。ただし、住宅投資に関しては、改正建築基準法施行の影響から、2007 年度中に大きく減少し、2008 年度に反動増が生じることが想定される(前掲図表 10)。

なお、対外収支面では、海外事業活動に伴う所得(直接投資収益、特許使用料等)や証券投資に伴う利子・配当金受け取り増などを背景に、所得収支やサービス収支の改善が続くとみられる(図表 16(2)(3))。これ

らが、企業収益や家計の財産所得の増加という形で、民間部門の所得・支出増につながっていくと予想される¹³。

以上の経済の動きを、実質成長率でみると、2007年度は住宅投資の減少を受けて1%台後半、2008年度はその反動増から2%台前半とやや振れを伴いつつも、均してみると、これまで同様、潜在成長率を幾分上回る2%程度の成長が続くと想定できる。

(2008年度までの物価の展望)

先行きの物価を取り巻く環境を展望すると、潜在成長率を幾分上回るペースでの経済成長が持続することから、労働面を中心に資源の稼働状況は緩やかながら着実に高まっていくと考えられる。ユニット・レーバークスト(生産1単位当たりの人件費)は、企業の人件費抑制姿勢などを背景に、引き続き低下しているが、先行きは、労働需給の引き締めから賃金の上昇圧力が徐々に高まっていく中で、下げ止まっていくとみられる(図表17)¹⁴。そうしたもとで、これまでの原材料価格の上昇分も含め、諸コストを価格に転嫁する動きが、企業間取引段階のみならず消費者段階でも、根強い競争圧力にある程度相殺されながらも、徐々に広がっていくと予想される(図表18)。ちなみに、サーベイ調査などによる民間経済主体のインフレ予想は、引き続き、先行きにかけて物価が緩やかに上昇していく姿となっている(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、これまでの国際商品市況高などを背景に、2007年度が2%程度、2008年度は1%程

¹³ 家計の外貨建資産(投資信託等)の運用益は、国際収支面では、所得収支を構成する証券投資収益の増加に反映される。

¹⁴ 消費者物価指数のうち、ウェイトの高いサービス価格が長年横這い圏内で推移してきた背景には、サービス関連産業の時間当たり賃金の伸びが、均してみればゼロ%近傍で推移してきたことが影響しているが(図表17(3))、今後、徐々に上昇圧力を高めていくと考えられる。

度の上昇となる見通しである。消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比は、目先はゼロ%近傍で推移する可能性が高いが、より長い目でみると、労働需給のタイト化や諸コストの転嫁から、プラス幅が次第に拡大していくと考えられる。その結果、2007年度がゼロ%程度、2008年度はゼロ%台半ばの伸び率となると予想される。

（量的金融指標の動き）

資金供給面をみると、金融機関は、積極的な貸出姿勢を続けているほか、CP・社債の発行環境は良好な状態にある。こうした緩和的な企業金融の環境は、先行きも維持されていくと考えられる（図表20）。資金需要面においては、運転資金、設備投資向け資金に加え、配当払いや自社株買いのための資金支出も増え続けている。ただし、好調な収益を背景に企業のキャッシュフローが引き続き高水準であることに加え、このところ、貸金業等、一部では資金需要が弱めとなっている。こうしたことから、民間銀行貸出は増加を続けているが、そのペースは緩やかなものにとどまっている。先行きも、息の長い景気拡大が持続していく中で、資金需要の増加傾向は継続するとみられるが、企業のキャッシュフローが潤沢な状態が続くとみられることから、民間銀行貸出の伸びは緩やかなものとなるとみられる（図表21(1)）。

この間、マネーサプライ（M2 + CD）は、前年比2%程度の伸びとなっている。マネーサプライに投資信託や国債などを加えた広義流動性は、前年比3～4%程度の伸び率で推移している（図表21(2)）。

2．経済・物価の変動メカニズムの点検

（海外経済の動向とわが国の輸出・生産への影響）

海外経済の拡大を背景に輸出の増加が持続することは、生産・所得・

支出の好循環メカニズムを支える重要な要素の一つである。海外経済の先行きについては、米国を中心に不確実性があるが、全体として景気拡大が持続する可能性が高い。米国経済については、住宅市場の調整の影響等から減速が長引くものの、景気後退には至らず、安定成長へと次第に軟着陸していく、というシナリオを前提としている。また、世界経済の成長エンジンが多極化しているもとの、東アジアを含む新興諸国の高成長が続き、これが世界経済全体を支えると想定している¹⁵。

経済成長の地域的な拡がり、世界全体の成長率に対する米国の寄与率低下や、プラス成長を実現する国の増加にみてとれる（前掲図表 2 (2)(3)）。そうしたもとの、近年、わが国の輸出増加に対する米国向けの寄与率は目立って低下しており、輸出の財別構成も、需要拡大分野が異なる多様な地域の成長を反映し、分散化している（前掲図表 3）。わが国輸出への影響が大きい I T 関連財を取り上げてみても、最終製品の需要地が広がるもとの、I T 製品の多様化の影響もあって、世界的な需給変動は、今次景気拡大局面を通じて概ね安定的に推移している（図表 22）。こうした世界経済やわが国輸出の質的な変化は、I T 関連と素材業種の循環フェイズのずれにもみられるように、より広く産業間の連動性の低下をもたらしながら、わが国の生産変動の安定化にも寄与していると考えられる（図表 23）。

以上のような変化は、米国経済で多少の下振れが発生しても、わが国経済への影響が相応に吸収され得ることを示唆している。しかし、米国

¹⁵ 1980 年代末以降、世界経済が大幅に減速したのは、アジア通貨危機の 1998 年、I T バブル崩壊の 2001 年、の 2 回である（図表 2 (1)）。今回の局面について、これら 2 回に匹敵するような規模や連動性を持つショックが発生しているとは、少なくとも現時点では考えにくい。また、米欧経済の減速が目立った局面として、上記 2001 年以外に 1991 年があるが、当時はアジア経済が伸び盛りであったために、海外経済全体としての成長鈍化は限定的なものにとどまった。

経済の調整が、東アジアなど他の地域にも大きな影響を及ぼすような深いものとなる場合や、為替レート的大幅な変動など金融市況の変調を誘発するような場合には、わが国経済にも無視し得ない影響が及ぶと考えられる（図表 24）。IT 関連財についても、国内在庫・出荷バランスは足もと改善してきているが、北京オリンピック関連需要への期待もあって世界的な供給拡大ペースが速いだけに、米国の個人消費が大きく下振れるなどの見込み違いが発生する場合には、世界的に需給バランスが崩れるリスクがある。

他方、海外経済には上振れリスクも存在する。すなわち、中国経済は、過熱感が強く、景気や物価が上振れる可能性がある。そうした中で、米国経済が速やかに成長ペースを回復した場合、国際商品市況の一段高などを伴いながら、世界的なインフレ圧力の増大、長期金利の上昇などが生じる可能性がある。

いずれにしても、こうした海外経済の動向は、為替相場の動向などとも相俟って、わが国の輸出や生産に対して上振れ・下振れ双方の要因となる可能性がある。

（企業の収益環境と支出行動）

輸出や生産の増加基調が続く中、海外事業活動に伴う所得（配当金、特許使用料等）の流入増もあって、企業収益の増加が続いている¹⁶。グローバル経済のエネルギーが企業収益に転換され、それが設備投資、株主還元（配当増加や自社株買い）、さらには、今のところその程度は緩やかながら雇用者所得の押し上げなどを通じて、国内経済に波及していくとい

¹⁶ 海外子会社からは、特許使用料（サービス収支の「工業権・鉱業権使用料」）や株式配当（所得収支の「直接投資収益」）というルートを通じて収益が還元されている（図表 16(3)）。

うメカニズムは、先行きも着実に働き続けると考えられる（前掲図表 6、16(1)）。

そうした中で、中小企業の収益は、改善ペースが大企業に比べて緩やかであり、最近はやや伸び悩み傾向にある（図表 25）。その背景には、グローバル化と財政再建が同時並行で進行し、中小企業の直面する需要の拡大が相対的に緩慢なもとで、原材料価格の上昇を販売価格に転嫁しにくい、という事情があるとみられる¹⁷。こうした交易条件の悪化は、中小企業の設備投資を幾分下押しする可能性がある。もっとも、中小企業においても、収益の水準自体は総じて底堅く、銀行の貸出姿勢が前向きであることなどと併せると、投資の増加基調自体は維持されると予想される¹⁸。

設備投資に関しては、海外市場の成長機会を意識した供給体制の強化が重要な側面の一つであるため、前述の海外経済動向に関連したリスクに注意が必要である。現状、規律のとれた企業行動のもとで、本格的なストック調整をもたらす過大な投資がなされているとは考えにくい（前掲図表 15）。設備投資は様々な下方ショックに対してそれほど脆弱ではないと判断される。ただ、海外需要に関し、成長期待を大きく低下させるようなショックが加わった場合や、先行きの不確実性が高い状態が

¹⁷ 中小企業の収益を要因分解し、足もとの状況を見ると、売上がさほど伸びない中で、中間投入額の増加（原材料高）が減益要因となり、人件費を抑制することによって減益を回避している、という形になっている（図表 25(1)）。

¹⁸ 短観で中小企業の 2007 年度計画をみると（図表 6(3)）、2006 年度実績が最終的に大幅上方修正で着地したこともあって、それと比べた前年比が、6 月調査時点で過去の平均よりもやや弱めとなった。もっとも、6 月調査から 9 月調査にかけては、概ね順調に上方修正されている。

長期化した場合などには、設備投資の下振れにつながるリスクがある¹⁹。

一方、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、為替相場や地価を含めた資産価格など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。

(雇用・所得環境と家計の支出行動)

失業率が低下傾向を辿るなど労働需給の引き締まりが続くもとで、パート労働者の時間当たり賃金は上昇を続けている(図表 26(3))。しかし、賃金全体を一人当たりで見ると、上昇基調がなお定着していない(前掲図表 8(2))。その背景として、内外の厳しい競争環境のもとでの企業の根強い人件費抑制姿勢、地方公務員の給与削減など財政再建の影響、賃金水準が高い団塊世代の退職やパート活用に伴う人員構成変化の影響、などが存在する。とりわけ中小企業では、こうした一人当たり賃金を抑える諸要因が、前述した原材料高等による収益の伸び悩みもあって、強めに現れている可能性が高い(図表 27)。このような構図は、今後も急速には変わりにくいと考えられる。

もっとも、生産年齢人口が減少する中で、景気拡大の持続に伴い現状程度の1%を幾分上回るペースで雇用者数が増加を続けていくとすれば、今後、マクロ的な労働需給はさらに引き締まっていくと想定される(図表 26(1)(2))。そうであるとすると、足もと伸び悩んでいる賃金も、徐々に上昇圧力を高め、雇用者所得の増加基調は次第にしっかりしたものになっていくと考えられる。

¹⁹ 設備投資には回収不可能な投資コストが存在することから、先行きの不確実性が高まると投資先送りのオプション価値が上昇し、それが、投資を実行して得られる収益の割引現在価値よりも大きくなり得る。リアルオプション理論によれば、たとえ収益性が高いプロジェクトでも、将来に関する不確実性が高まり先送りのオプション価値が高水準を続けている間は、投資は実行されない。

また、人々の意識の変化や金融業の規制緩和もあって、家計金融資産の保有形態が徐々に多様化しつつあるため、雇用者所得だけでなく財産所得も、家計所得の源泉として重要性を増してきている。そうしたもとでは、企業収益の好調さは、前述した配当や自社株買い、さらには株価上昇などのルートで家計に波及し得る（前掲図表 16）。こうした点を踏まえると、財政運営に関連する家計負担の増加を考慮しても、先行き、家計の可処分所得の伸びは、緩やかに高まる方向にあり、家計支出の増加基調も、しっかりしたものになっていくと考えられる。

ただし、労働需給の引き締まりが賃金の上昇をもたらす程度やタイミングについては、不確実性が大きい。これは、企業の人件費抑制姿勢が弱まる程度や、年齢構成や就業形態の変化の影響などについて、前もって正確に推し量ることが難しいためである。仮に、雇用者所得が下振れ、家計の支出が予想通りには強まらないような場合、設備投資は循環的にみて減速局面に入りつつあるだけに、経済全体の成長率が下振れるリスクもある。他方、収益機会を追求する企業の前向きな姿勢が強く、そのための人材確保が一段と重視されるような場合は、賃金、ひいては雇用者所得が上振れる可能性もある。

（物価変動を取り巻く環境）

今次景気拡大局面においては、マクロ的な資源の稼働状況が高まっている割には、消費者物価の上昇が鈍い状況が続いている。これには、グローバル化や規制緩和を背景に企業間の競争環境が厳しさを増すもとで、個人消費の回復が緩慢なこともあって、流通業やサービス業が様々な企業努力によって価格の引き上げを抑制してきたことが影響している（図

表 28) ²⁰。

消費者段階での厳しい競争を背景としたコスト削減スタンスは、今後とも根強いと考えられ、そのことを前提に、今回の見通しでも、物価や賃金の上昇圧力は目立っては高まらないと想定している。しかし、景気拡大が持続すれば、マクロ的な資源の稼働状況は、緩やかながら着実に高まっていくと考えられる。実際、流通業やサービス業が積極的に活用しているパート労働者については、時間当たり賃金の伸びが徐々に高まりつつある。また、このところ主要食品メーカー等で値上げを打ち出す先が増えており、仕入れコストの上昇も続くと思われる。これらを企業努力である程度吸収するとしても、諸コスト高の価格転嫁の動きが、ゆっくりではあっても、消費者段階にも広がっていくとみるのが自然である²¹。このため、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比は、プラス幅が次第に拡大していくと予想される。

ただし、物価の先行きについては、経済情勢の上振れ・下振れ、マクロ的な資源の稼働状況に対する物価の感応度、原油をはじめとする商品市況の動向やコスト波及のペース、などに応じて上下両方向の不確実性がある²²。例えば、世界各国で食料品など生活必需品の値上げが拡

²⁰ 短観で、小売業の販売価格D Iと仕入価格D Iの動きをみると、1990年頃までは両D Iにほとんど乖離はなかったが、「価格破壊」や「流通革命」などと言われ競争が激化した1990年代半ば頃から、販売価格D Iが仕入価格D Iを下回る状況が続いている（図表28(2)）。販売価格の抑制が実現されてきた背後には、流通業による中間投入コスト、賃金コストなどの不断の削減努力がある。同様に、サービス業の販売価格D Iと仕入価格D Iの動きをみても、1990年以降、販売価格D Iが仕入価格D Iを下回る状況が続いており、その乖離幅は拡大傾向にある。

²¹ 実際、消費者物価指数（除く生鮮食品）の構成品目別の動きをみると、このところ上昇品目が下落品目を上回る状況が続いている。

²² 特に、サービス部門における需給環境が賃金や価格に波及するラグの長さについては、財部門に比べても不確実性が大きく、それだけに、賃金や物価の見通しにも不確実性を伴うことになる。

がっている中、わが国でも、インフレ予想の上昇を伴いつつ、コスト高の価格転嫁の動きが想定以上に強まれば、物価が上振れる可能性も考えられる。一方、企業のコスト削減努力や生産性向上によって、コスト波及が想定以上に抑制され続けられれば、実体経済が順調に拡大を続けても物価はなかなか反応しないことになる。後者のケースでは、物価の上昇が顕現化する時点では、すでに経済が相当過熱し、各種の資産価格にも何らかの歪みが生じている可能性がある。その場合は、行き過ぎた金融・経済活動とその後の調整を通じて、結果的に経済の振幅が大きくなるリスクがある。

(国際金融資本市場の変動の影響)

国際金融資本市場は、夏場以降、米国のサブプライム住宅ローン問題への懸念の高まりを背景に、振れの大きい展開となった。米欧の金融資本市場では、CDOやABCPなどの証券化商品市場の機能は大きく低下した。また、証券化や転売が困難となる中で金融機関は自己のバランスシートにリスク資産が積み上がることを意識して、LBOやM&Aなどの活動の停滞がみられた。この間、社債市場ではスプレッドが拡大しているが、社債発行は継続している。また、短期金融市場では、ABCPプログラムへの流動性供給などから、流動性に対するニーズが高まった。中央銀行の資金供給によって、翌日物金利はやや不安定ながらも抑制されていたが、ターム物取引が成立しにくい状況がみられた。その後の国際金融資本市場の動向をみると、幾つかの改善の動きがみられているが、全体としては、なお不安定な状態が続いている。

わが国の金融環境についてみると、こうしたサブプライム住宅ローン問題やこれに端を発する国際金融資本市場の変動の影響は限定的であり、極めて緩和的な金融環境が維持されている。金融機関は積極的な貸出態度を

続けている。CPや社債のスプレッドは、夏場に幾分拡大したが、その後は横這い圏内で推移しており、米欧に比べて拡大幅は限定的である（図表29）。また、貸出金利は、緩やかに上昇しているが、引き続き、極めて低い水準にある（前掲図表20(3)）。

短期金融市場も落ち着いた動きを続けている。無担保コールレート（オーバーナイト物）は0.5%前後で推移しているほか、ターム物金利も概ね安定的に推移している（図表30）。ユーロ円金利先物レートや各種のフォワード・レートは、夏場にかけて上昇した後、低下している（図表31）。この間、経済や物価との関係からみて、短期金利による経済に対する刺激効果は強い状況が続いていると考えられる（図表32）。

前回展望レポート以降、長期金利、株価、為替相場は、国際金融資本市場の動向に左右される展開となった。すなわち、長期金利は、上昇した後、7月以降は米欧長期金利の動きにつれて低下している（図表33）。また、株価は、上昇を続けた後、夏場に米欧株価の下落や円高を背景に大きく下落した。その後は、米欧株価が上昇する中で、上昇した（図表34）。為替相場は、当初、内外金利差に着目した円売り圧力などを背景に、対ドルおよび対ユーロで、円安方向の展開となったが、夏場以降、世界的にリスクの再評価が進む中で、円高方向への動きがみられた（図表35）。

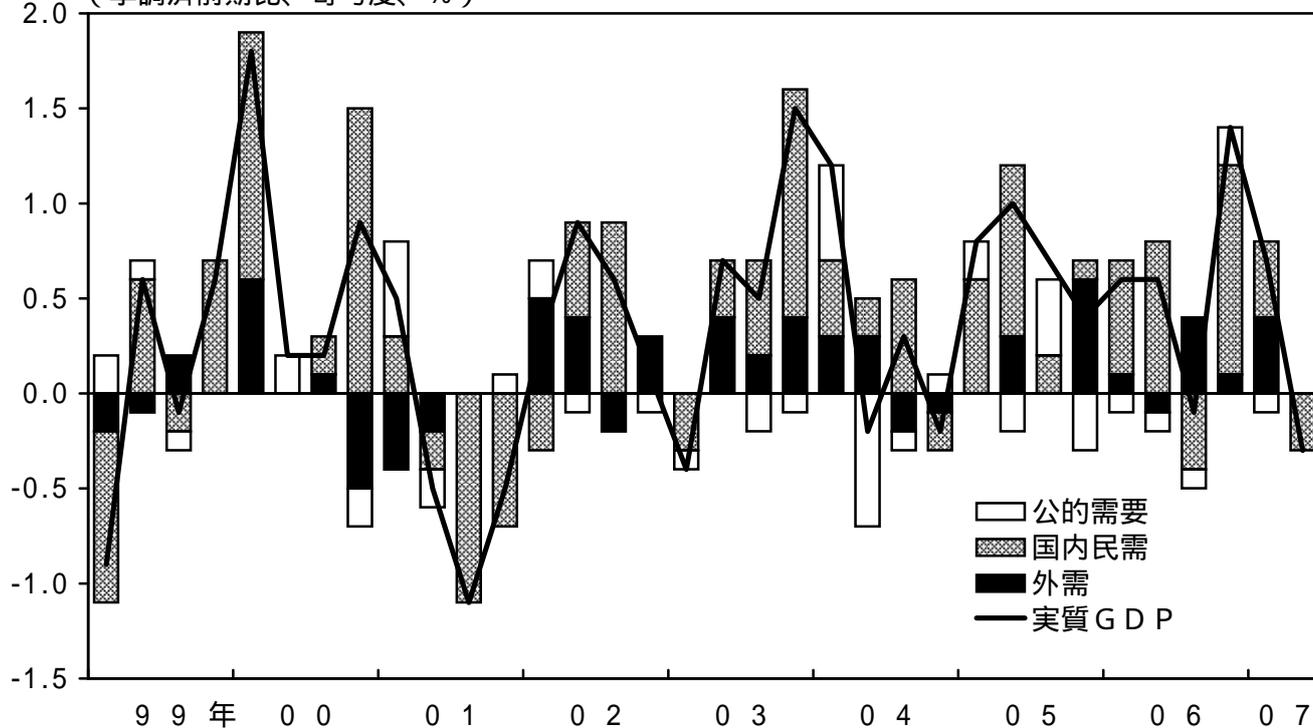
地価について、2007年の都道府県地価調査（基準地価、7月1日時点）をみると、全国平均で、商業地が16年振りに上昇に転じたほか、住宅地の下落率縮小が続いた（図表36）。東京、大阪、名古屋の三大都市圏では、堅調なオフィス需要などを背景に商業地の伸びが高まったほか、住宅地でも上昇傾向が明確化した。地方圏では、中核都市で商業地を中心に上昇がみられたが、全体としては、住宅地、商業地とも、下落幅が縮小しつつも、下げ止まっていない。

以 上

実質GDPと景気動向指数

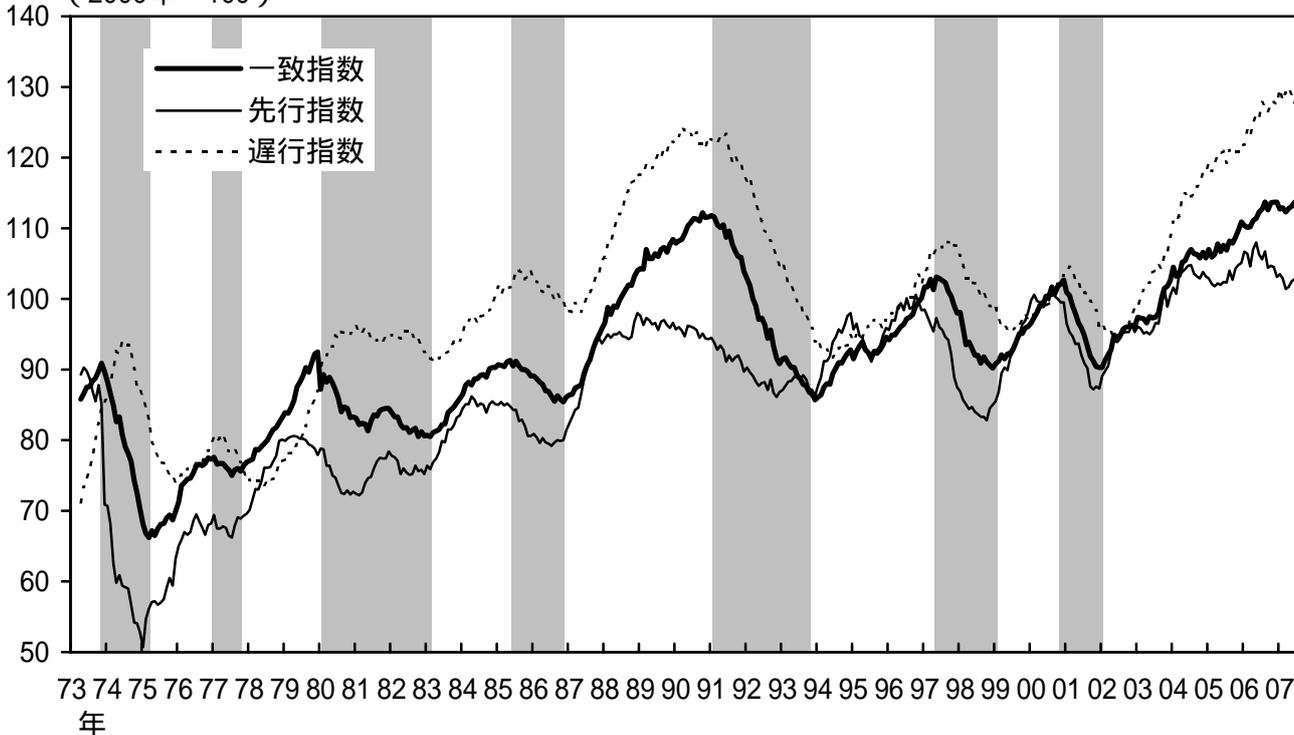
(1) 実質GDP

(季調済前期比、寄与度、%)



(2) 景気動向指数 (C I)

(2000年 = 100)



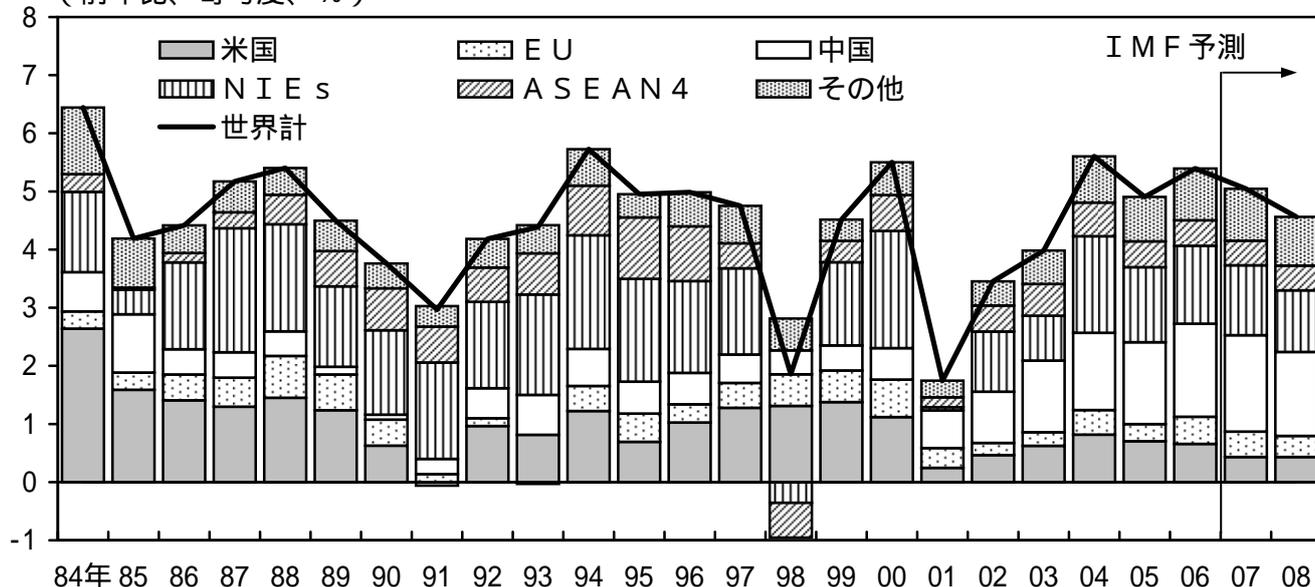
(注) シャドー部分は景気後退局面。

(資料) 内閣府「国民経済計算」「景気動向指数」

海外経済

(1) わが国が直面する海外経済の成長率

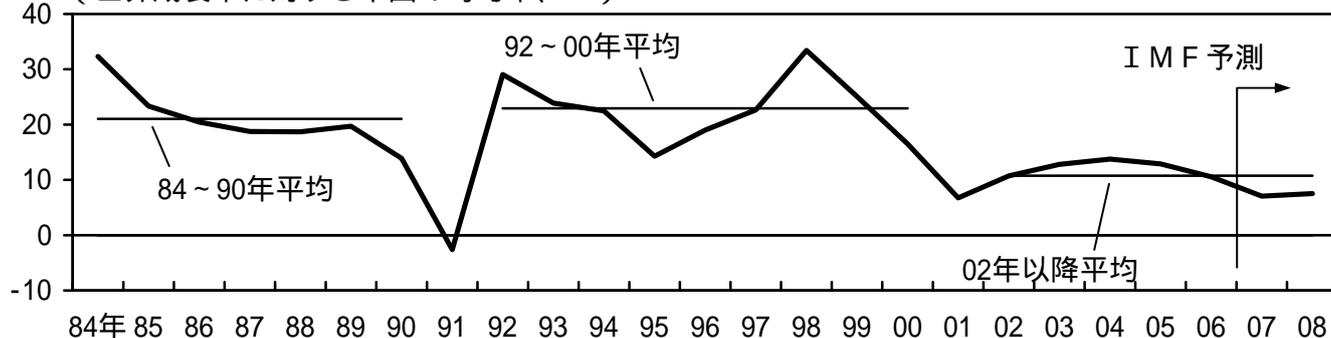
(前年比、寄与度、%)



- (注) 1. IMFの世界経済見通し (World Economic Outlook) の計数を利用 (以下の図表も同じ) 。
 2. 各国のGDP成長率を、わが国の通関輸出ウエイトにより加重平均したもの。
 なお、2007・2008年の値は、IMFの各国GDP成長率予測をわが国の2006暦年の通関輸出ウエイトで加重平均したもの。
 3. NIEsは、韓国、香港、台湾、シンガポール。ASEAN4は、タイ、マレーシア、フィリピン、インドネシア。

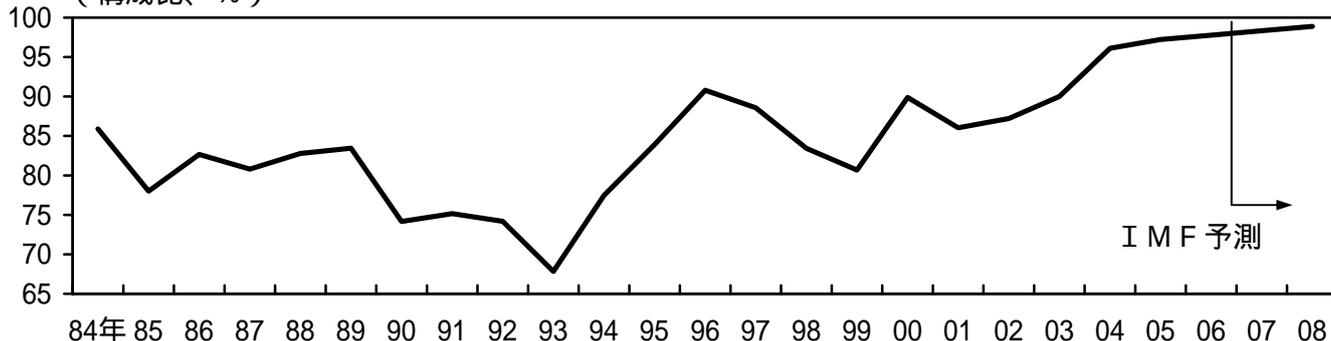
(2) 世界成長率に対する米国の寄与の割合

(世界成長率に対する米国の寄与率、%)



(3) プラス成長国の割合

(構成比、%)

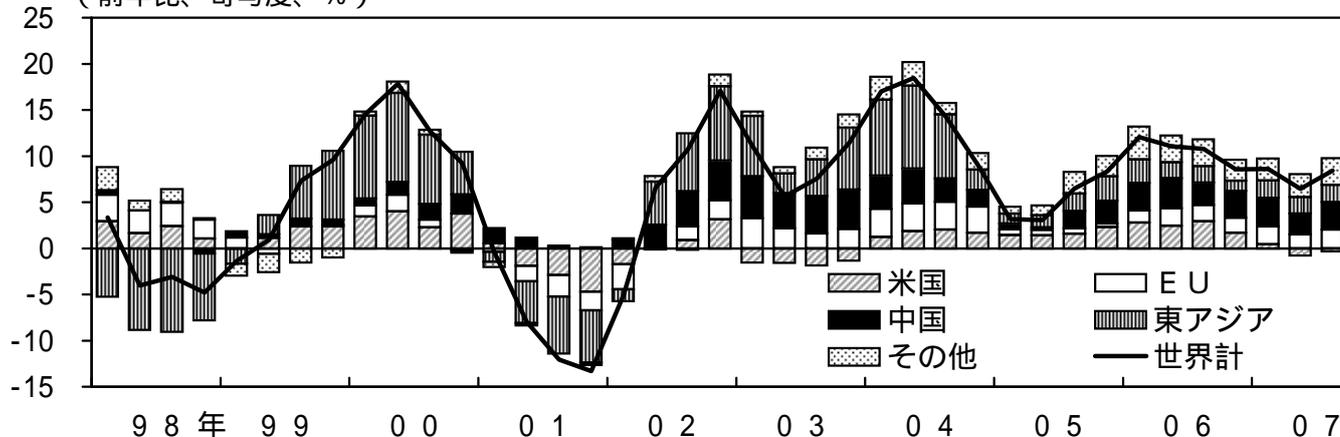


(資料) IMF 「 World Economic Outlook 」、財務省 「 外国貿易概況 」

輸出

(1) 実質輸出の地域別内訳

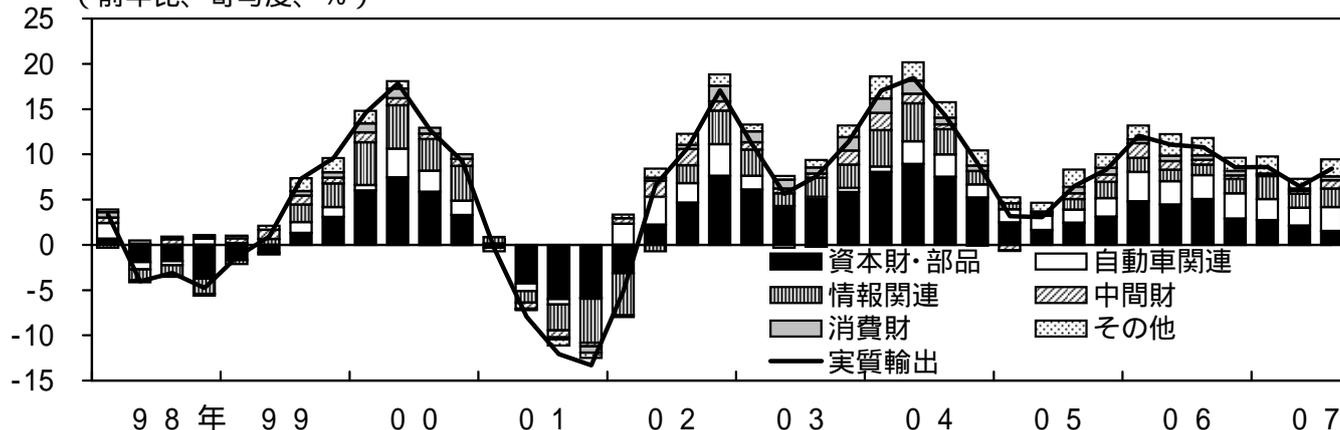
(前年比、寄与度、%)



(注) 東アジアはNIEsとASEAN4の合計。

(2) 実質輸出の財別内訳

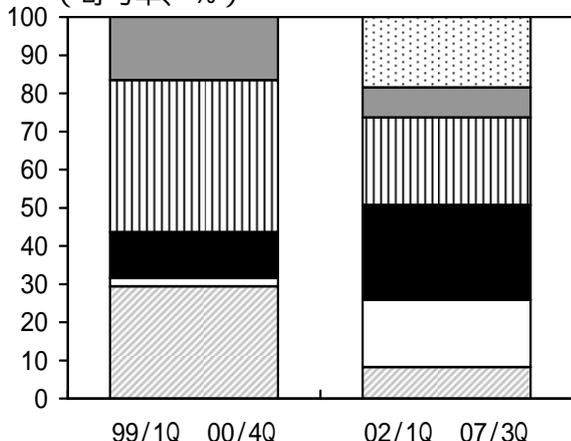
(前年比、寄与度、%)



(3) 実質輸出の伸び率の地域別・財別の寄与

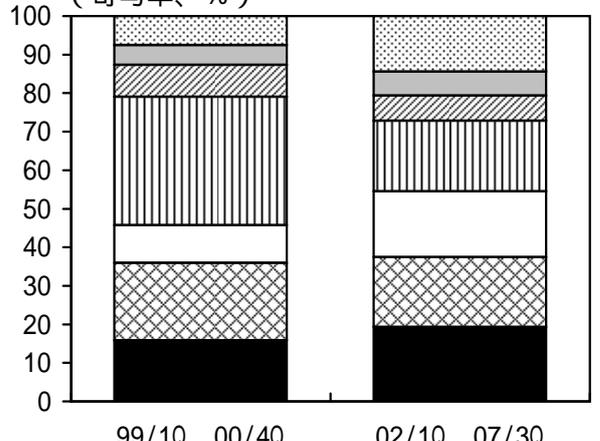
地域別寄与

(寄与率、%)



財別寄与

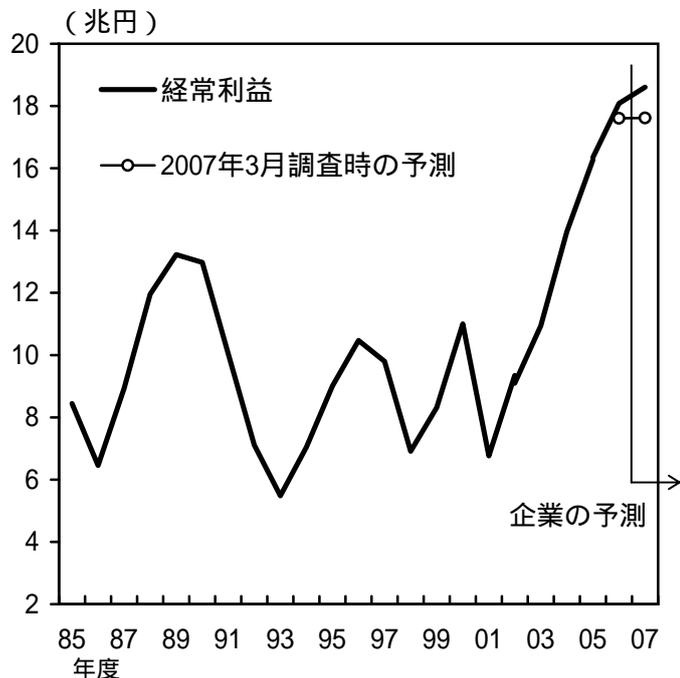
(寄与率、%)



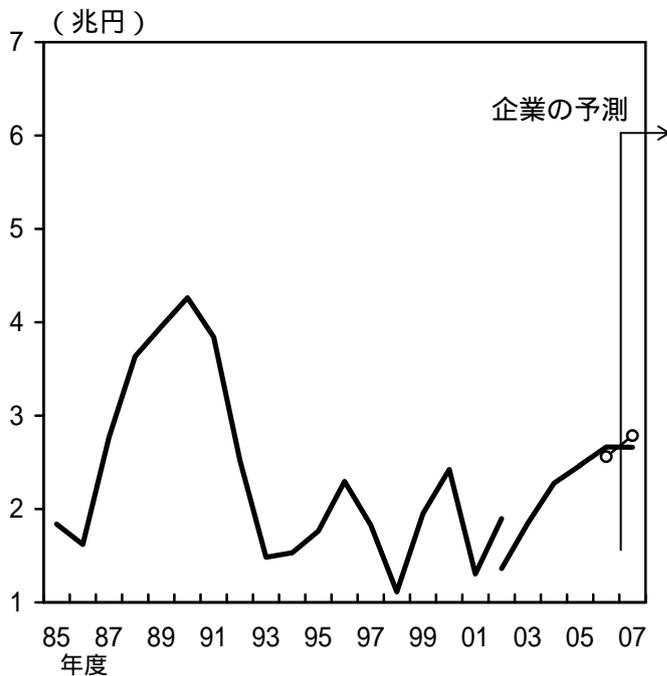
(資料) 財務省「外国貿易概況」、日本銀行「企業物価指数」

企業収益

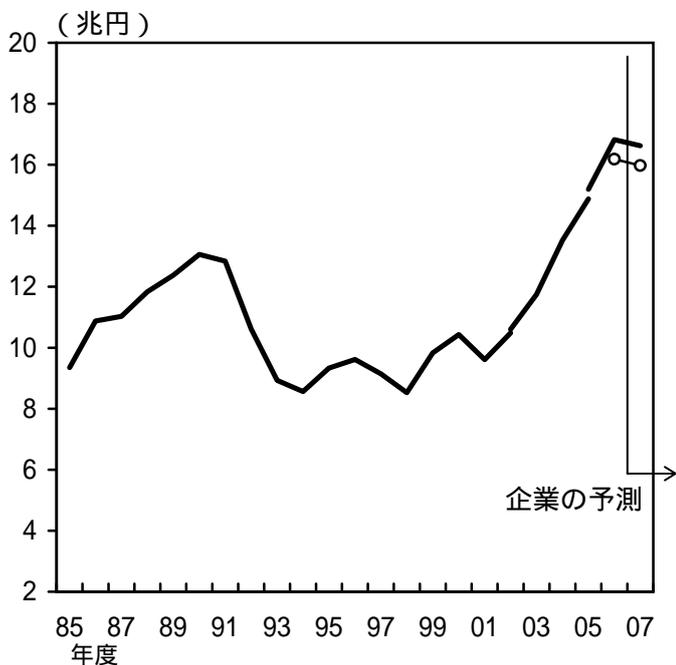
(1) 製造業大企業



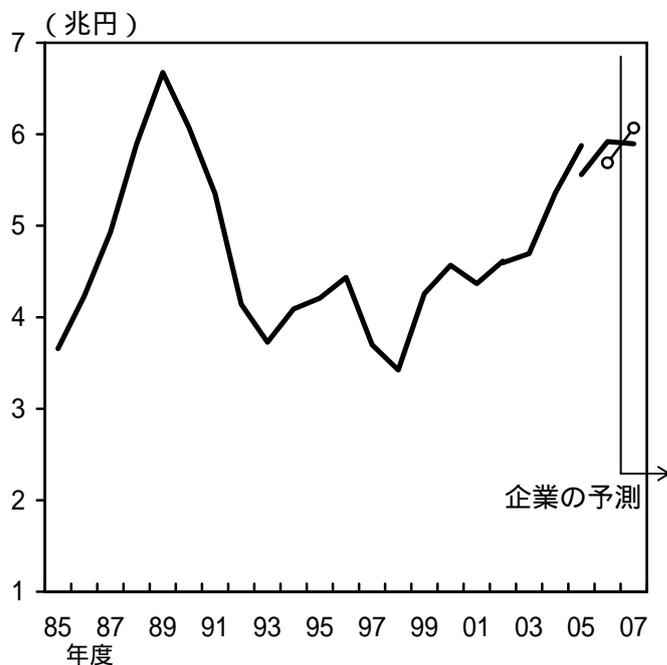
(2) 製造業中小企業



(3) 非製造業大企業



(4) 非製造業中小企業

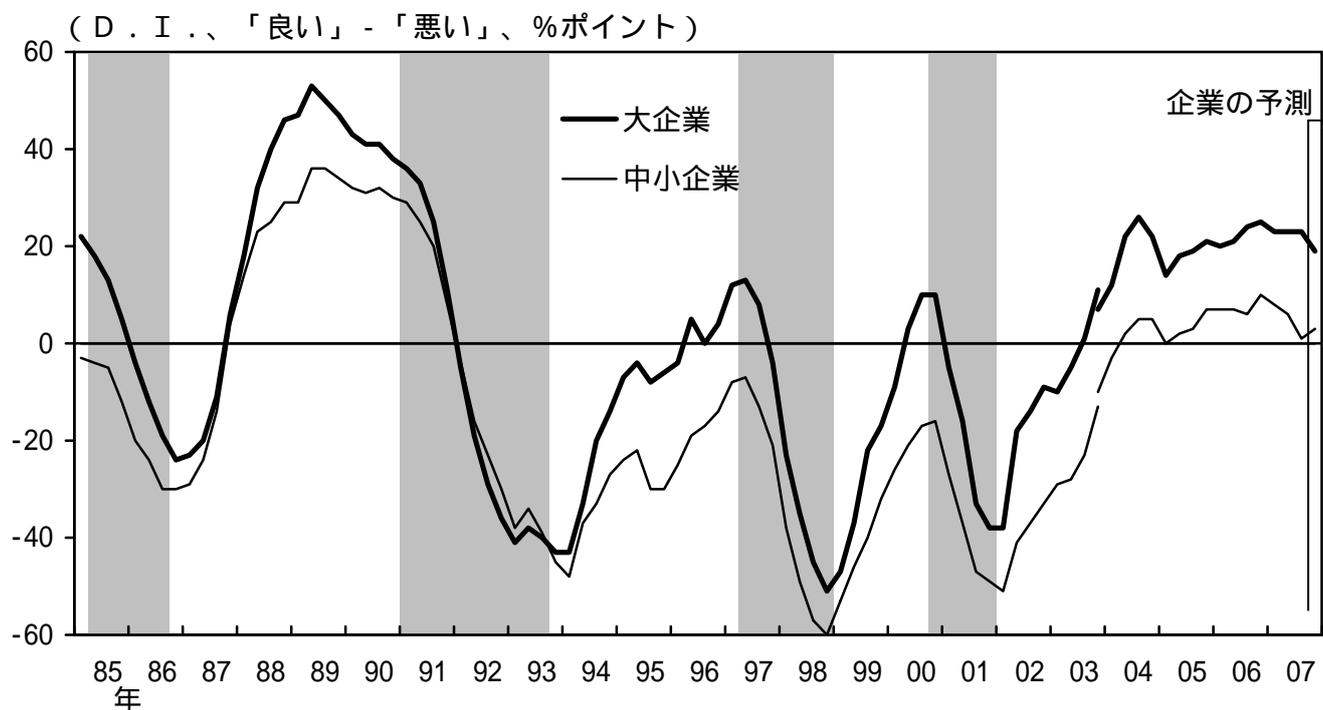


(注) 2004年3月調査より、調査対象企業の拡充を含む幅広い見直しを実施した。また、2007年3月調査では、定例の調査対象企業の見直しを行った。このため、これらのタイミングで計数には不連続(段差)が生じている。

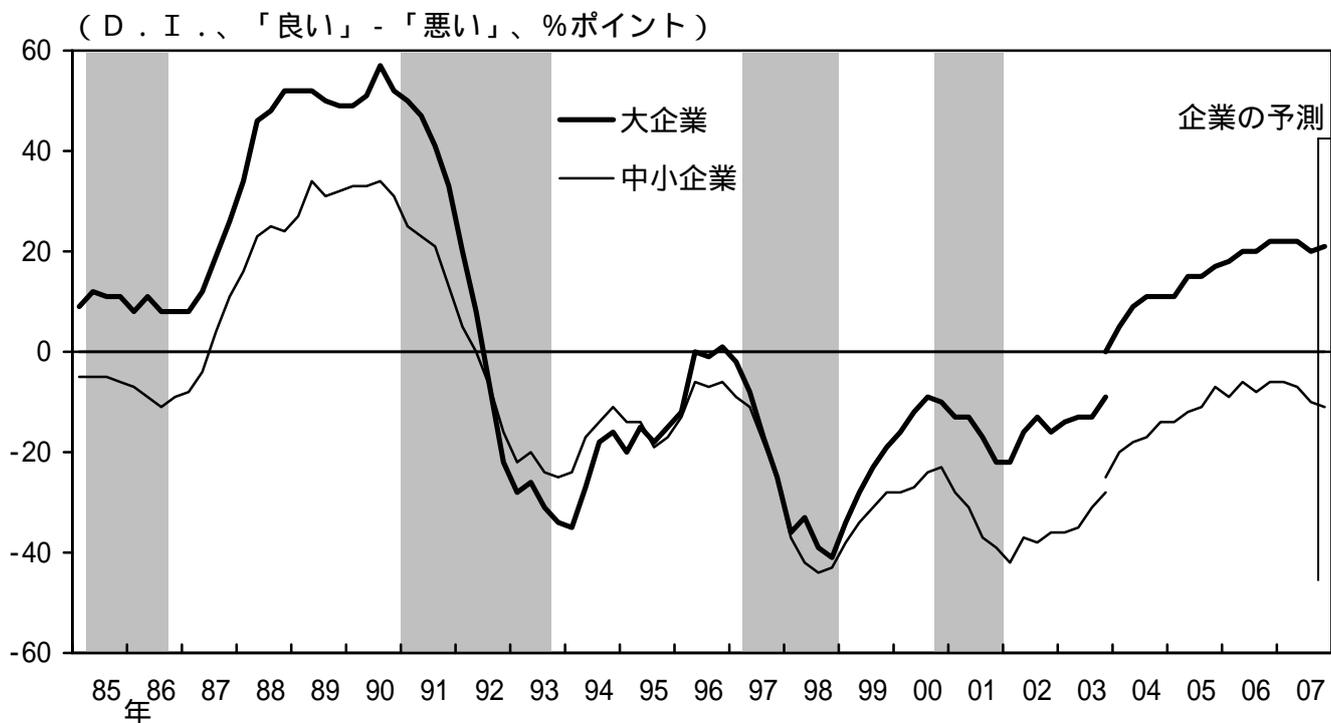
(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

企業の業況判断

(1) 製造業



(2) 非製造業



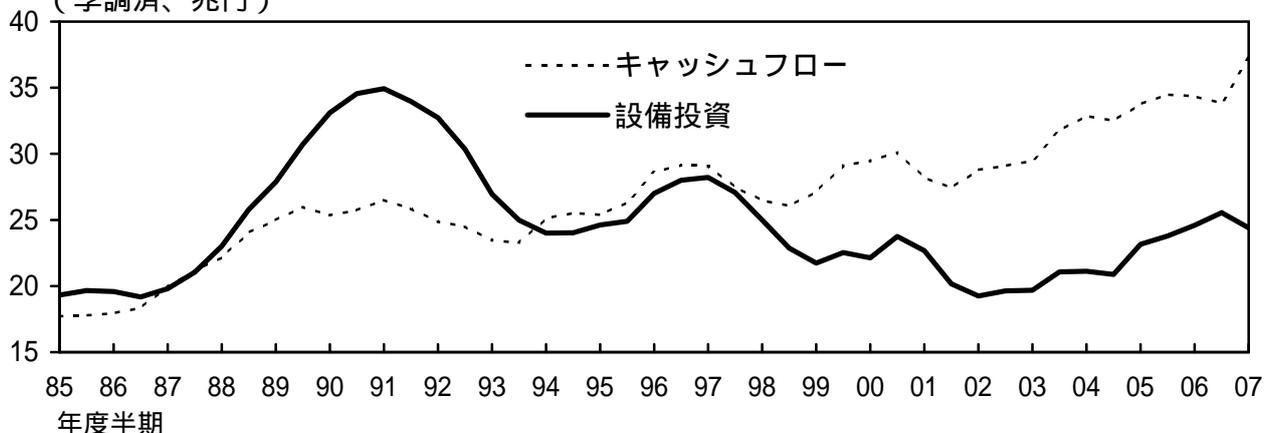
- (注) 1. 2004年3月調査より見直しを実施。旧ベースは2003年12月調査まで、新ベースは2003年12月調査から。
2. シャドー部分は景気後退局面。

(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)

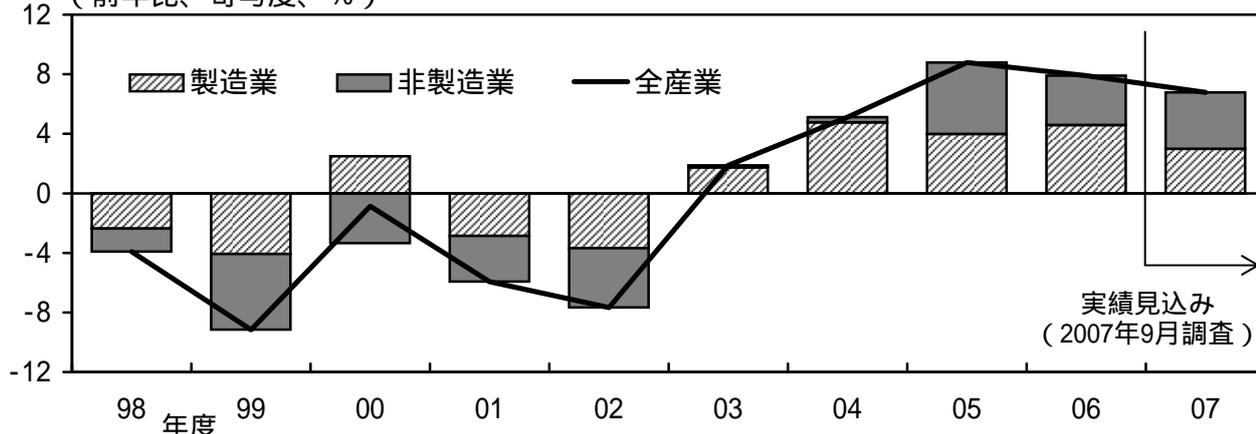
(季調済、兆円)



(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. 2007年度上半期については、2007/3Qの前年比を2007/2Qと同じと仮定して計算した。

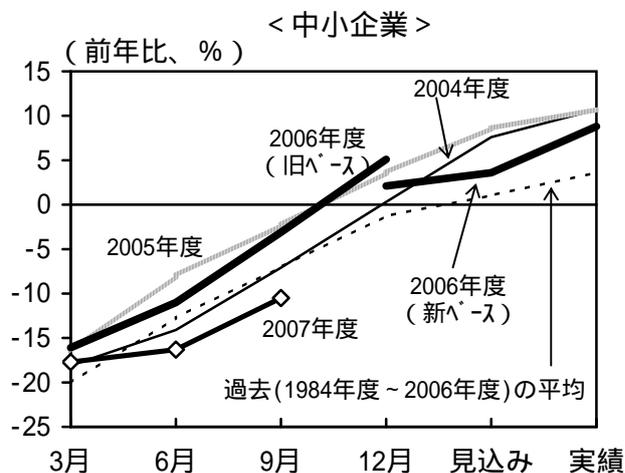
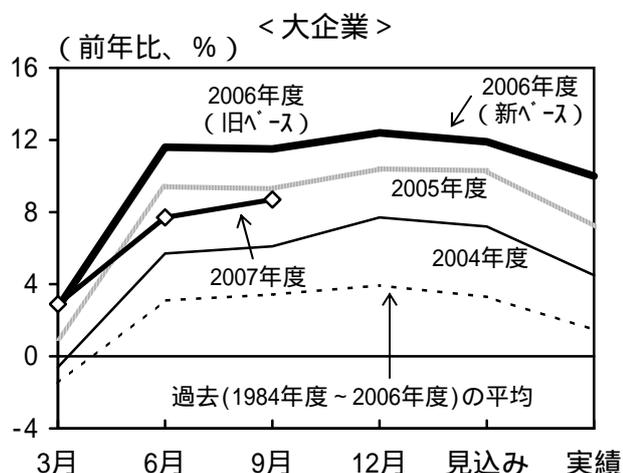
(2) 設備投資計画 (短観・全規模)

(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)



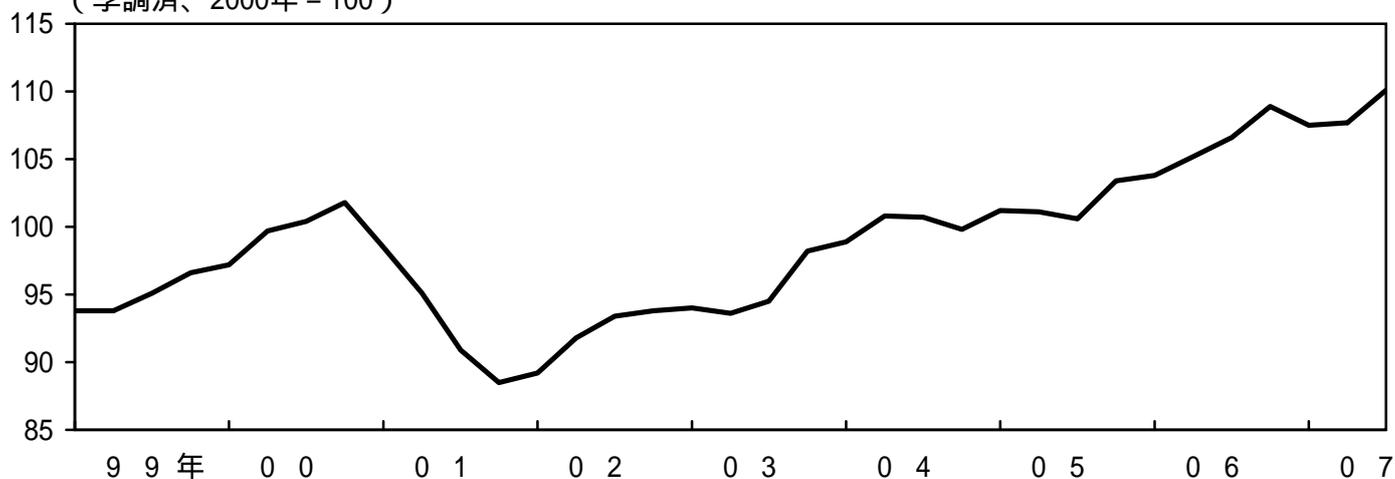
(注) 2007年3月調査では、定例の調査対象企業の見直しを行った。

(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

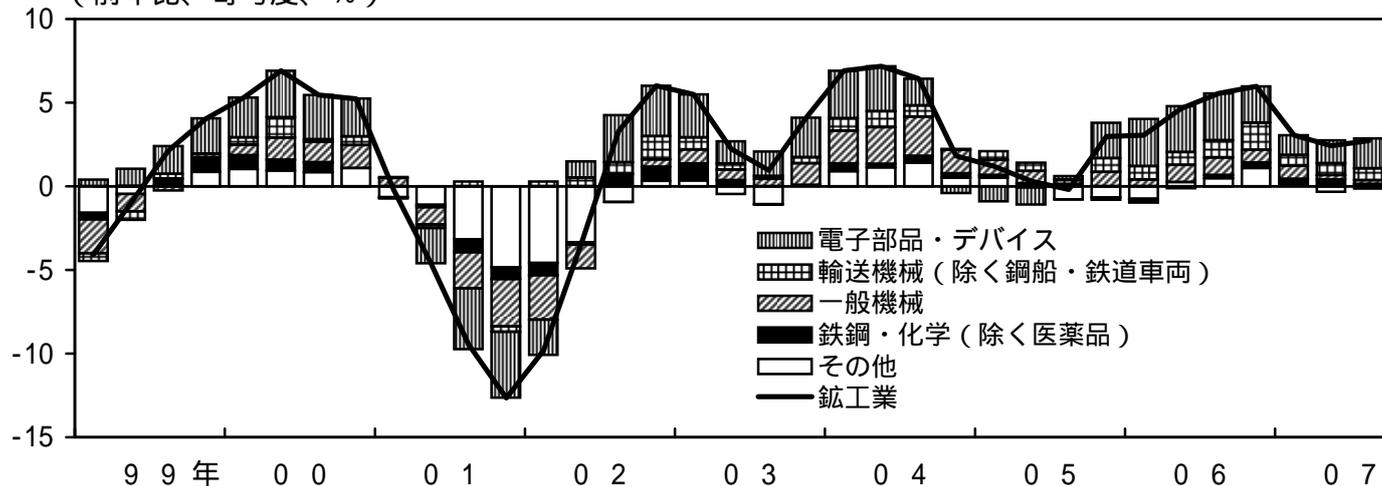
(1) 鋳工業生産

(季調済、2000年 = 100)



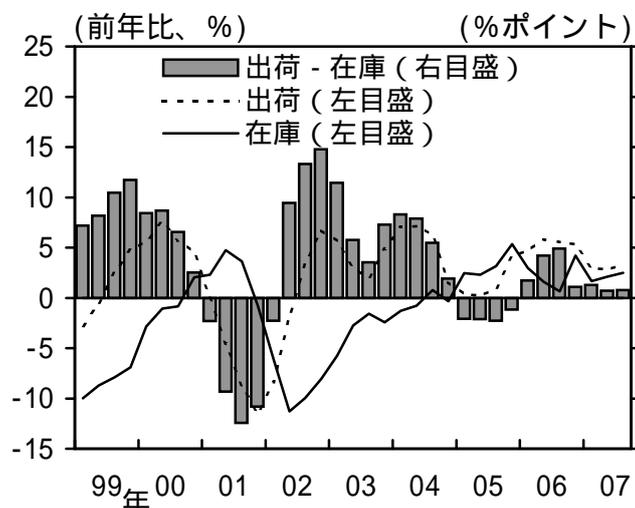
(2) 生産の業種別寄与度

(前年比、寄与度、%)

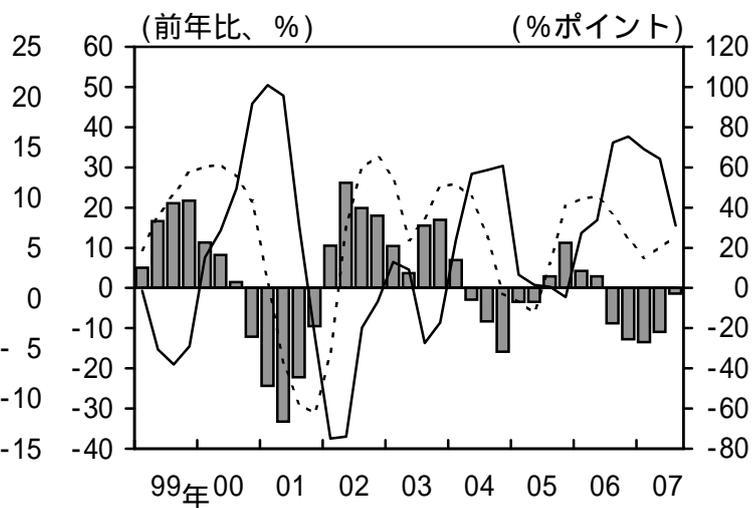


(3) 在庫循環

鋳工業



電子部品・デバイス

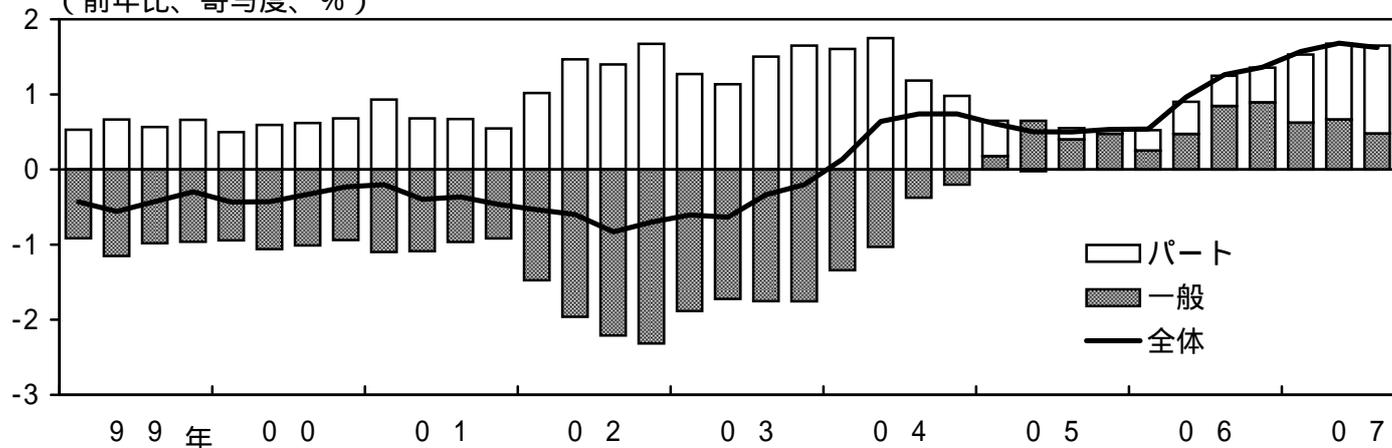


(資料) 経済産業省「鋳工業指数統計」

雇用・所得環境

(1) 常用労働者数

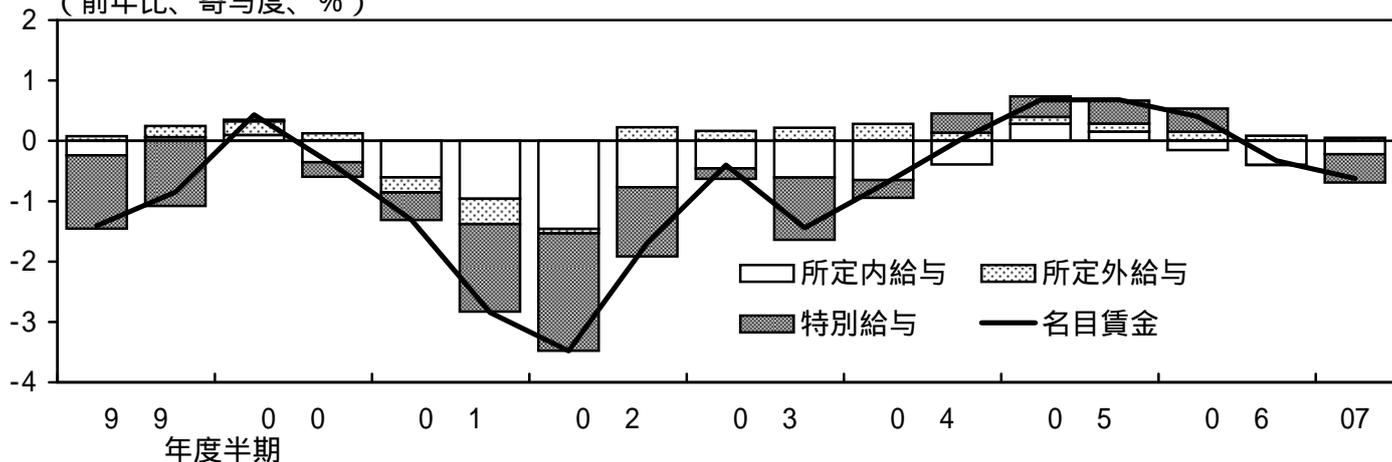
(前年比、寄与度、%)



(注) 1. 事業所規模5人以上 (以下の図表も同じ) 。
2. 2007/3Qは、7~8月の前年同期比。

(2) 名目賃金

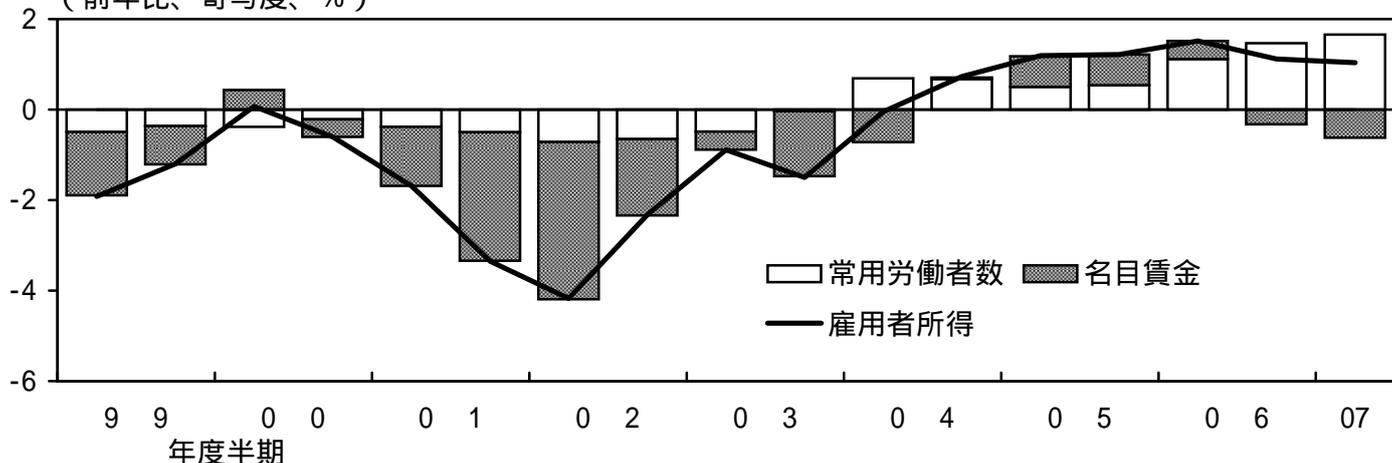
(前年比、寄与度、%)



(注) 2007年度上半期は、4月~8月の前年同期比 (下の図表も同じ) 。

(3) 雇用者所得

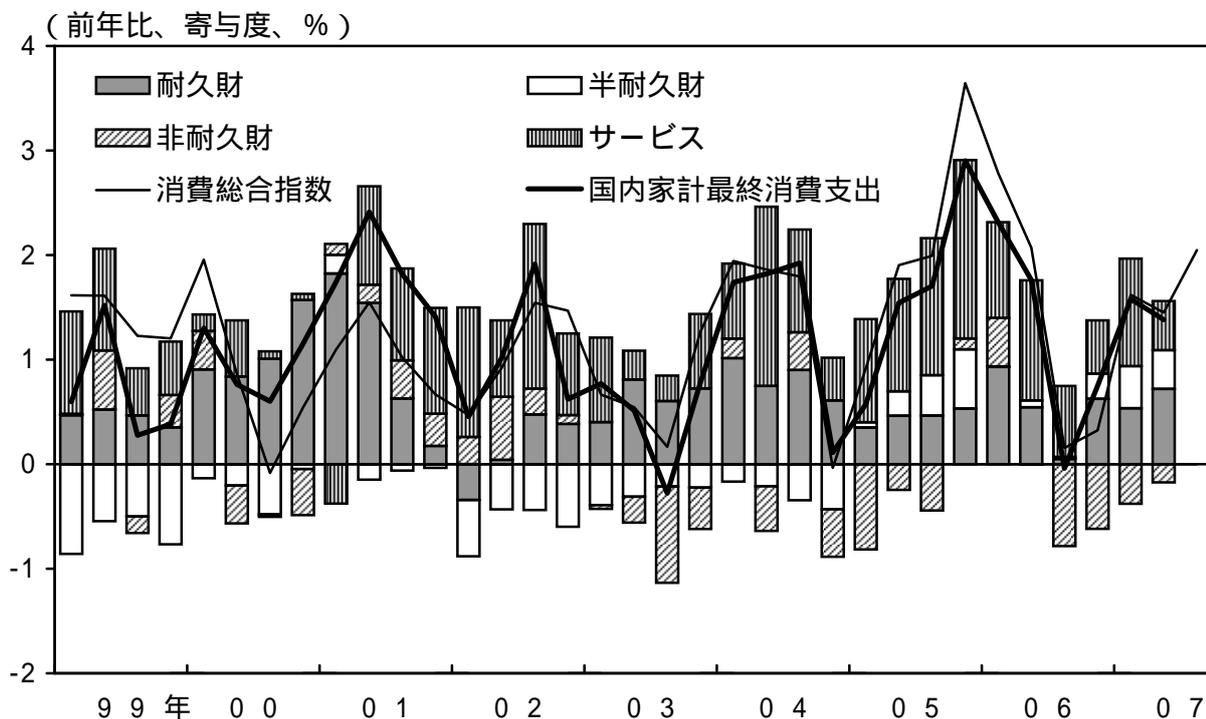
(前年比、寄与度、%)



(資料) 厚生労働省「毎月勤労統計」

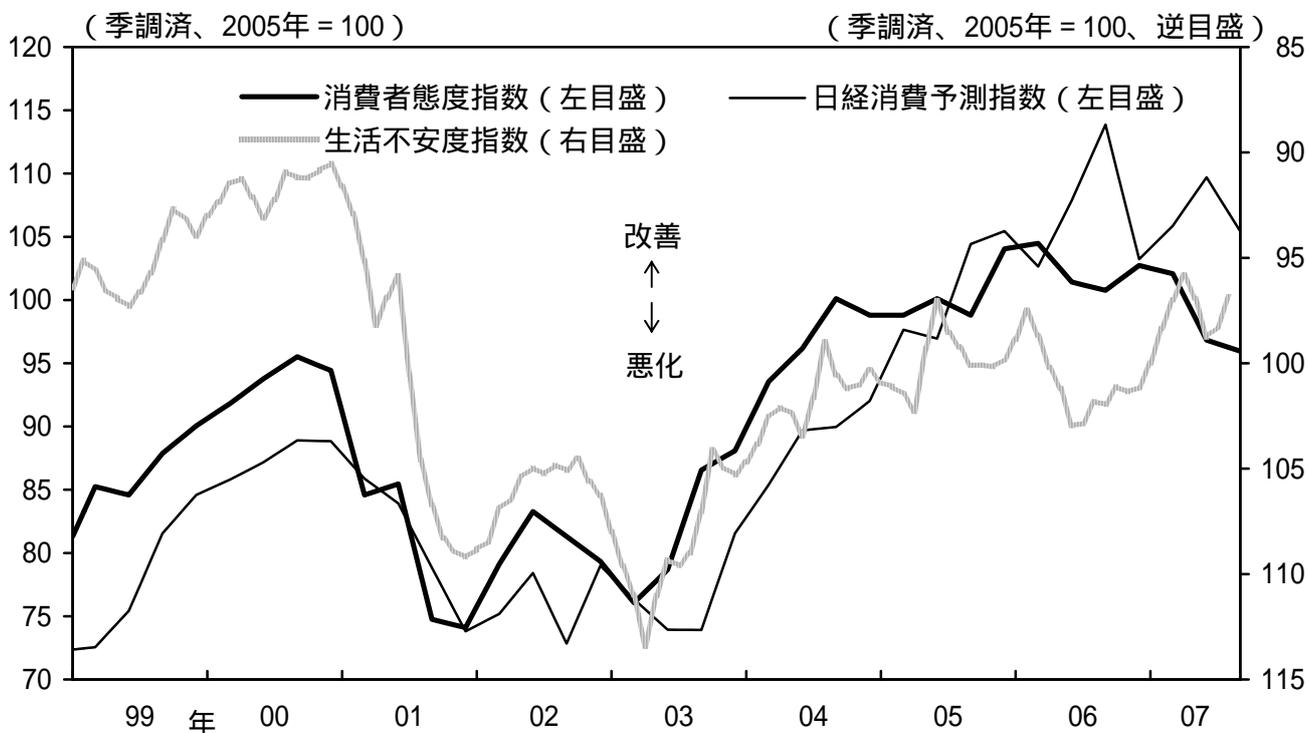
個人消費

(1) GDPベース・形態別消費



(注) 消費総合指数の2007/3Qは、7~8月の前年同期比。

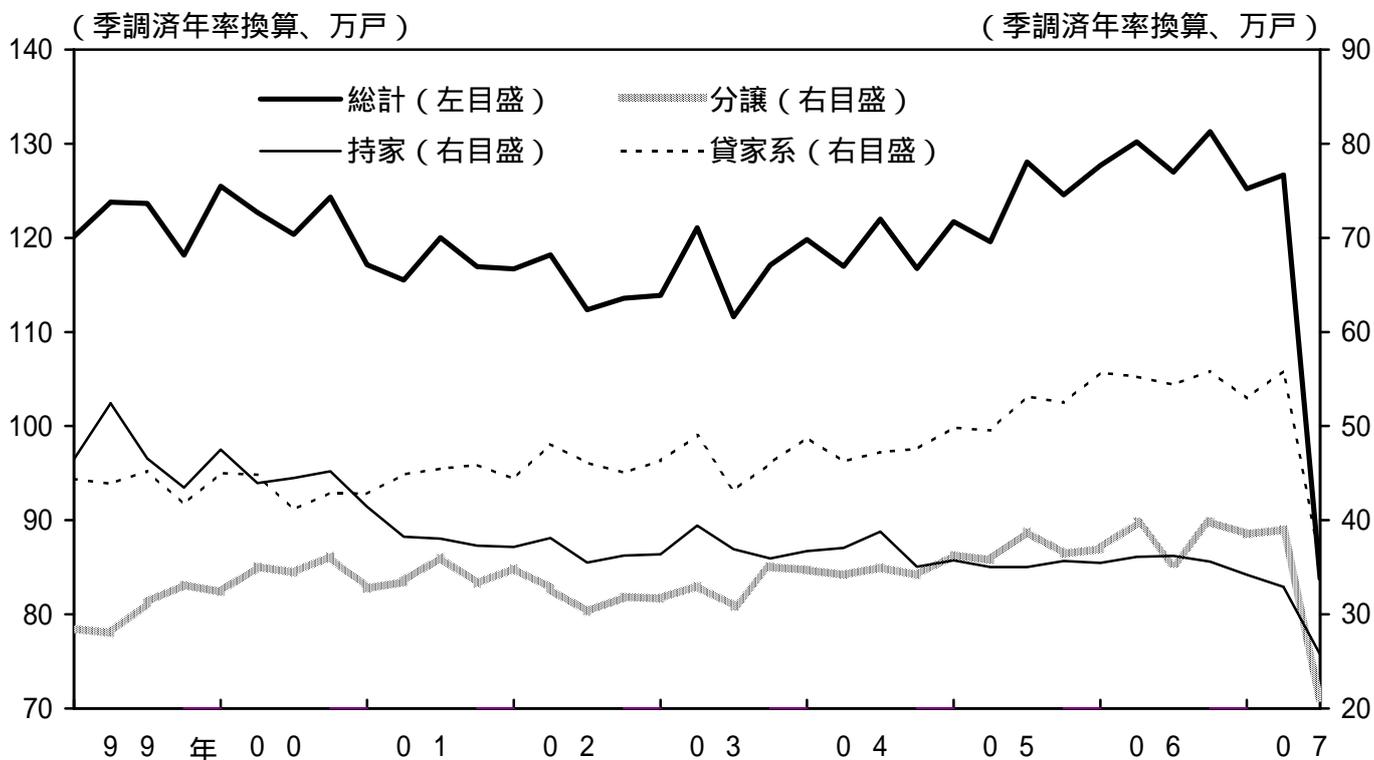
(2) 消費者コンフィデンス指標



(資料) 内閣府「国民経済計算」「消費動向調査」「消費総合指数」、
日本経済新聞社「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」

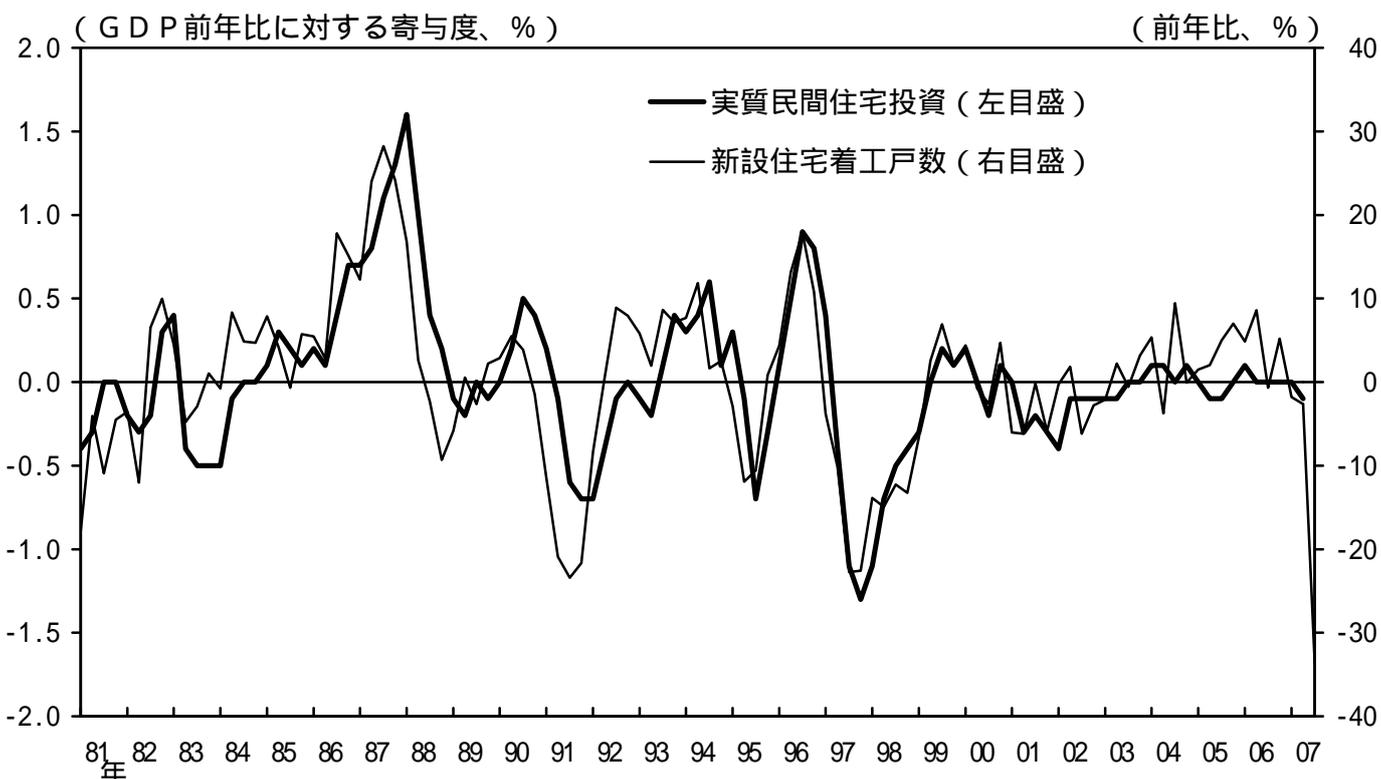
住宅投資

(1) 新設住宅着工戸数



(注) 2007/3Qは、7~8月の値。

(2) 住宅着工戸数と住宅投資の GDP 寄与度

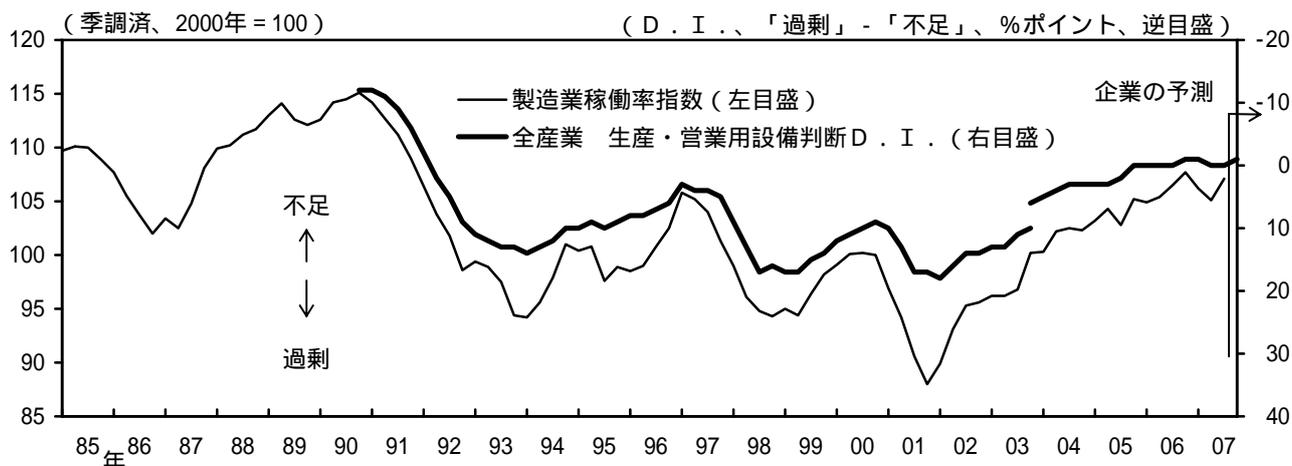


(注) 新設住宅着工戸数の2007/3Qは、7~8月の前年同期比。

(資料) 国土交通省「建築着工統計」、内閣府「国民経済計算」

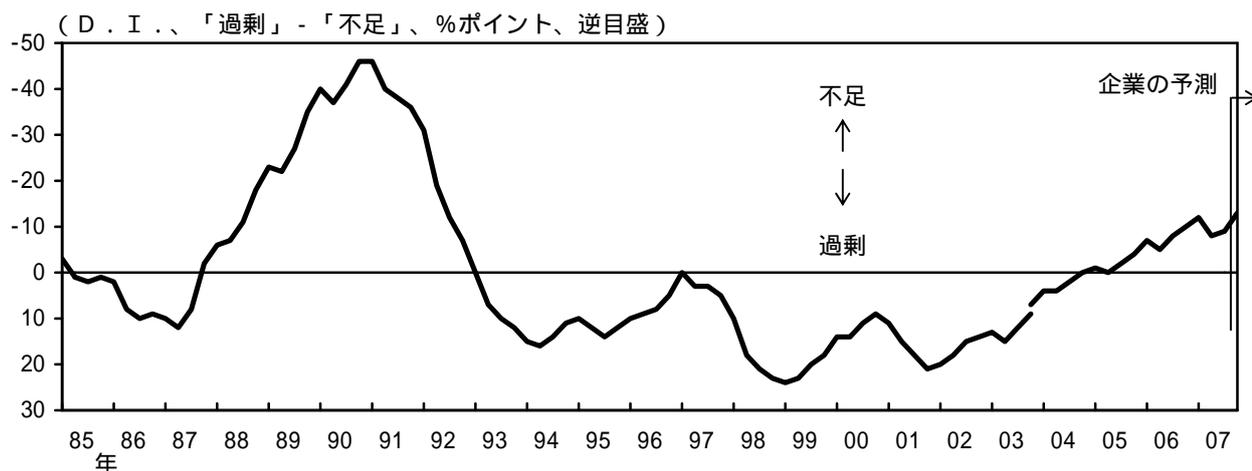
生産要素の稼働状況

(1) 生産・営業用設備判断D.I.(短観)と稼働率指数

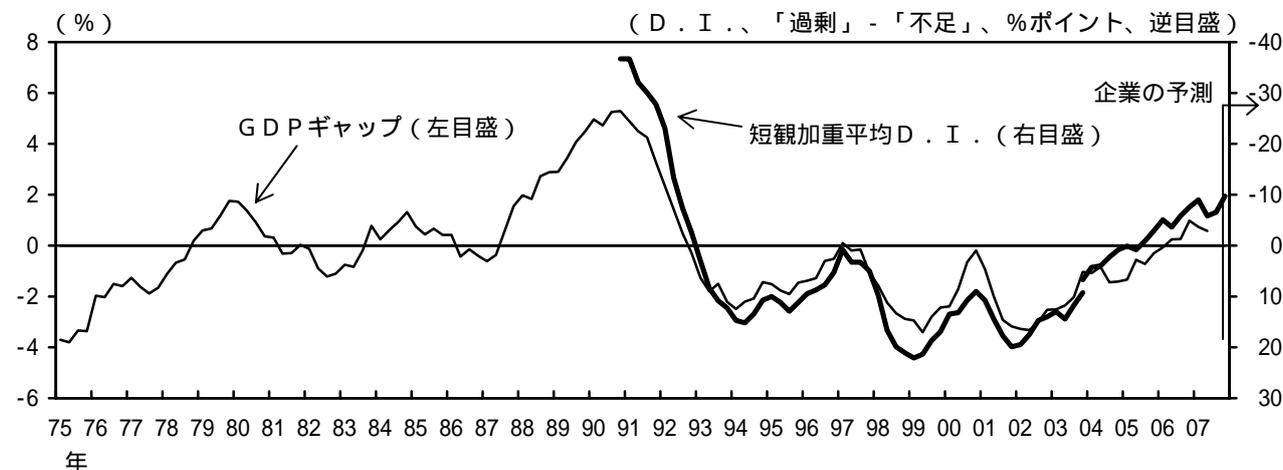


(注) 1. 生産・営業用設備判断D.I.は全規模合計。短観は2004年3月調査より見直しを実施。旧ベースは2003年12月調査まで、新ベースは2003年12月調査から(下の(2)、(3)も同じ)。
2. 製造業稼働率指数の2007/3Qは、7~8月の値。

(2) 雇用人員判断D.I.(短観)



(3) 短観加重平均D.I.とGDPギャップ

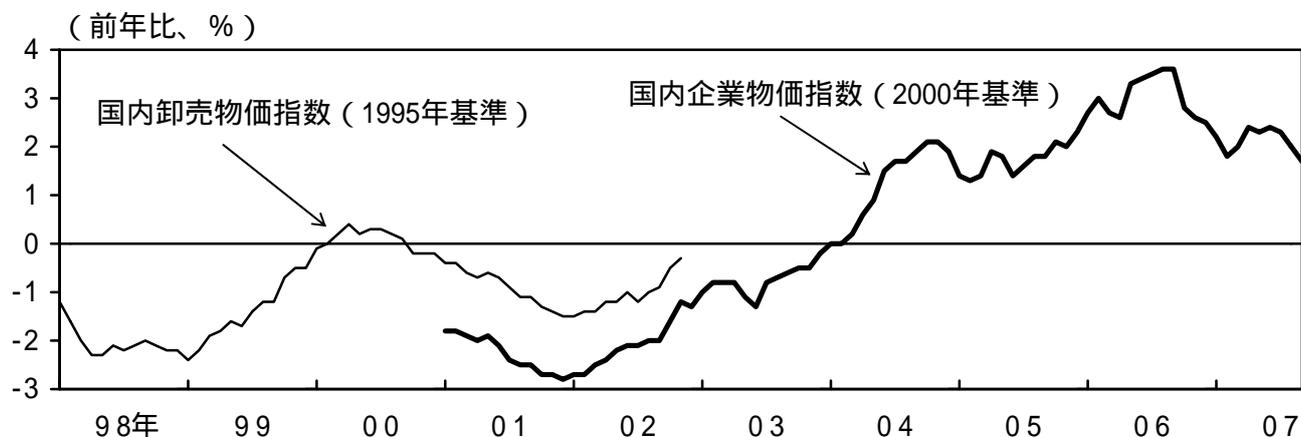


(注) 生産・営業用設備判断D.I.と雇用人員判断D.I.を資本・労働分配率(1990~2005年度平均)で加重平均して求めた。GDPギャップは、日本銀行調査統計局の試算値。

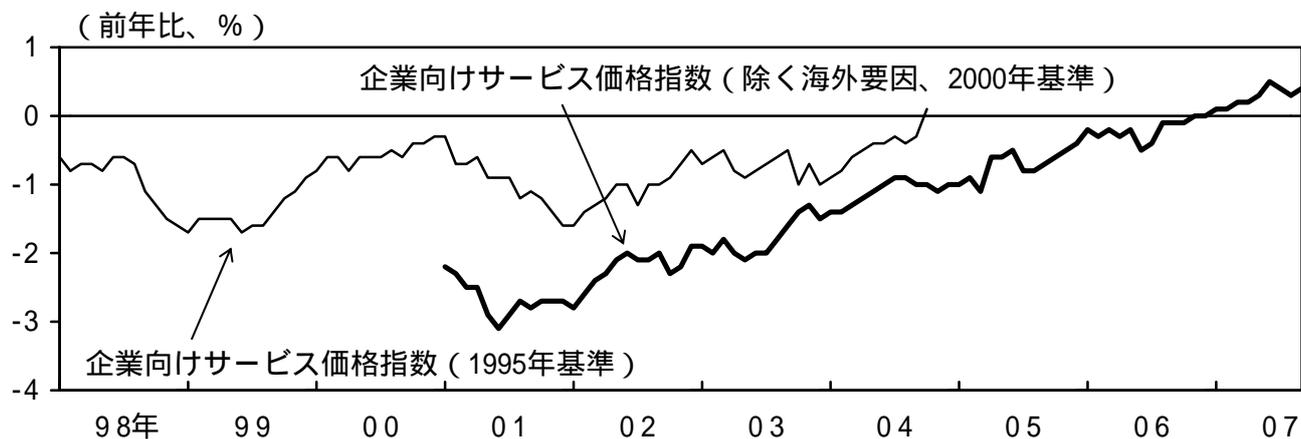
(資料) 内閣府「国民経済計算」、内閣府・財務省「法人企業景気予測調査」、総務省「労働力調査」、厚生労働省「毎月勤労統計」「職業安定業務統計」、経済産業省「鉱工業指数統計」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」等

物 価

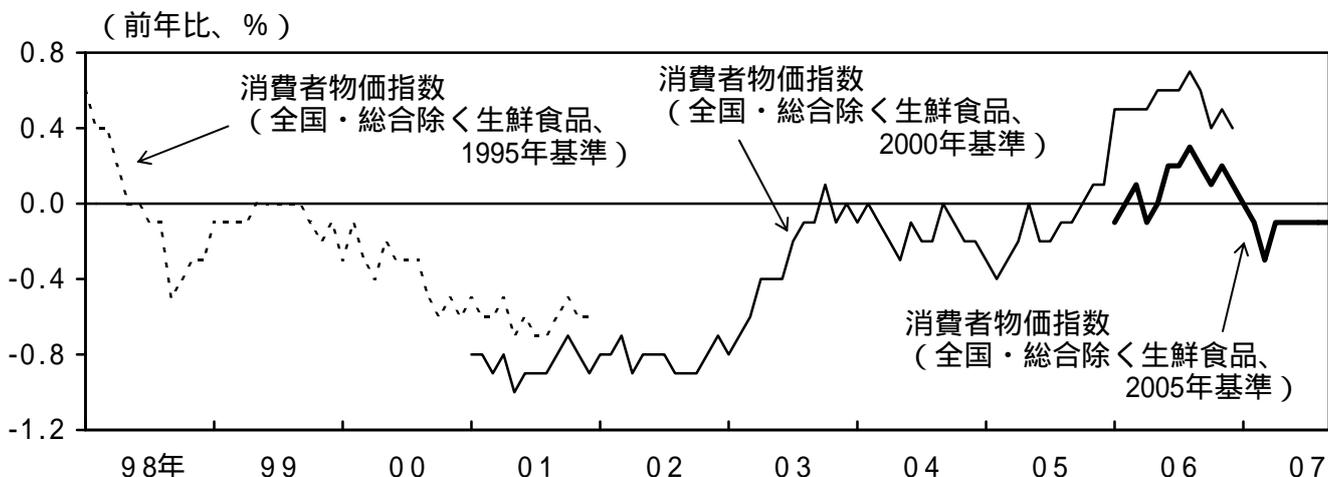
(1) 国内企業物価指数



(2) 企業向けサービス価格指数



(3) 消費者物価指数

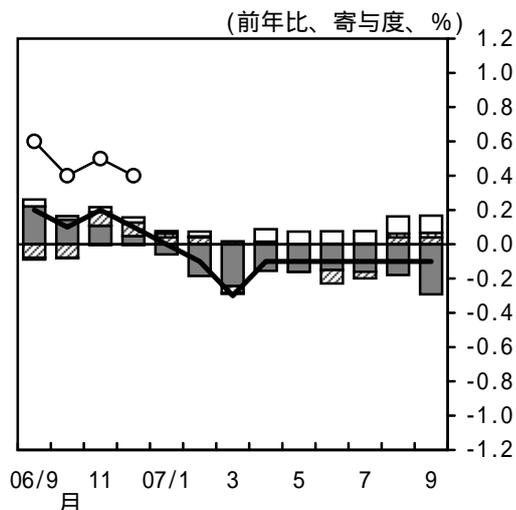
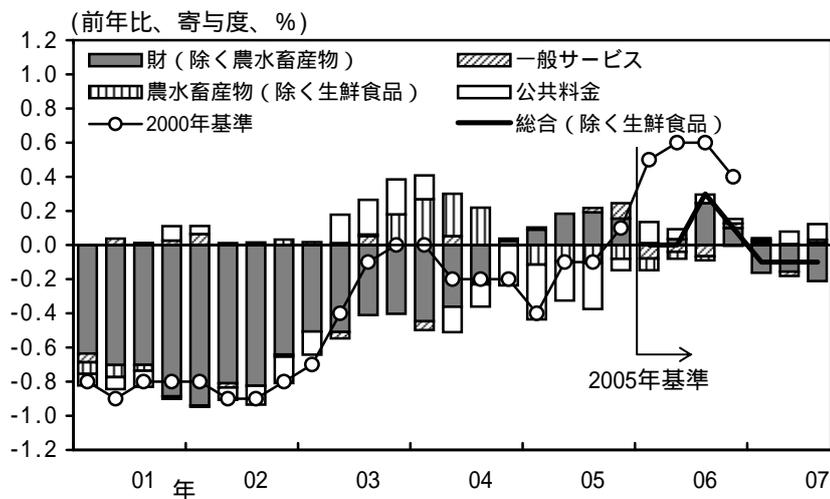


- (注) 1. 消費税調整済み。
2. 企業向けサービス価格指数における海外要因は、国際航空旅客輸送、定期船、不定期船、外航タンカー、外航貨物用船料、国際航空貨物輸送を指す。

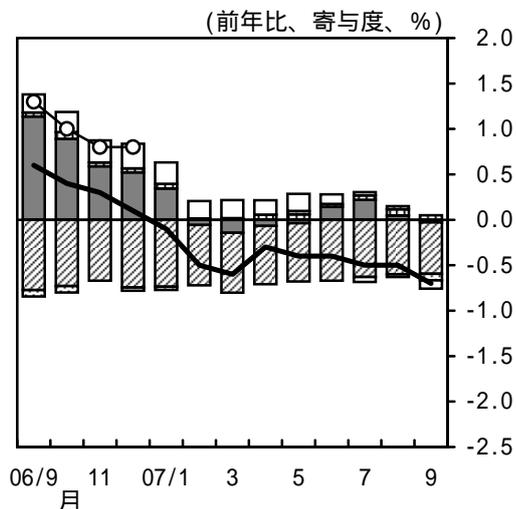
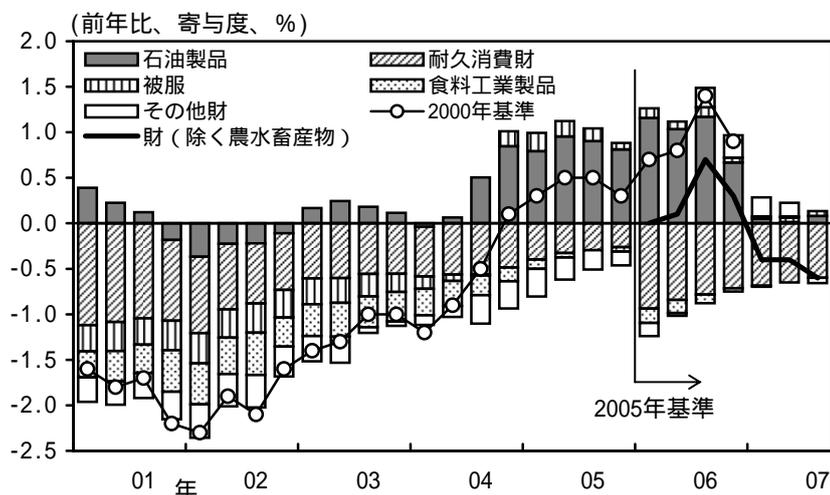
(資料) 総務省「消費者物価指数」、日本銀行「企業物価指数」「卸売物価指数」「企業向けサービス価格指数」

消費者物価

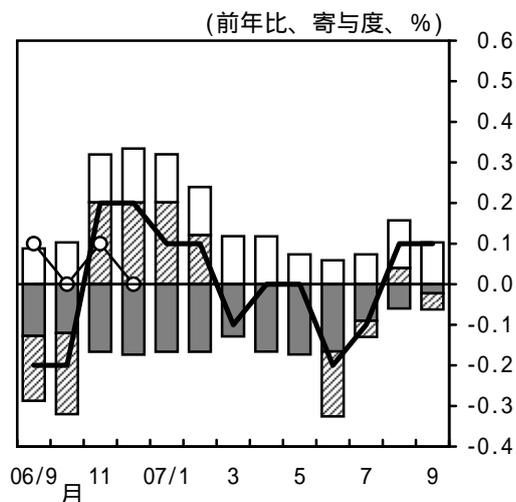
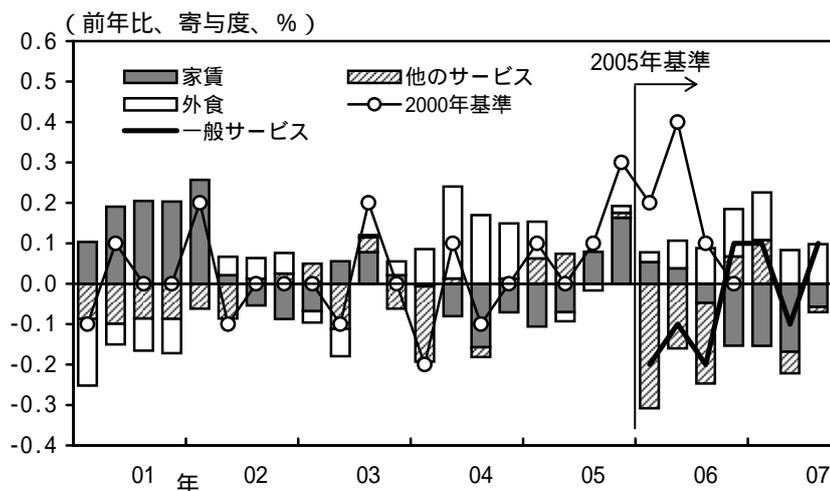
(1) 総合 (除く生鮮食品)



(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



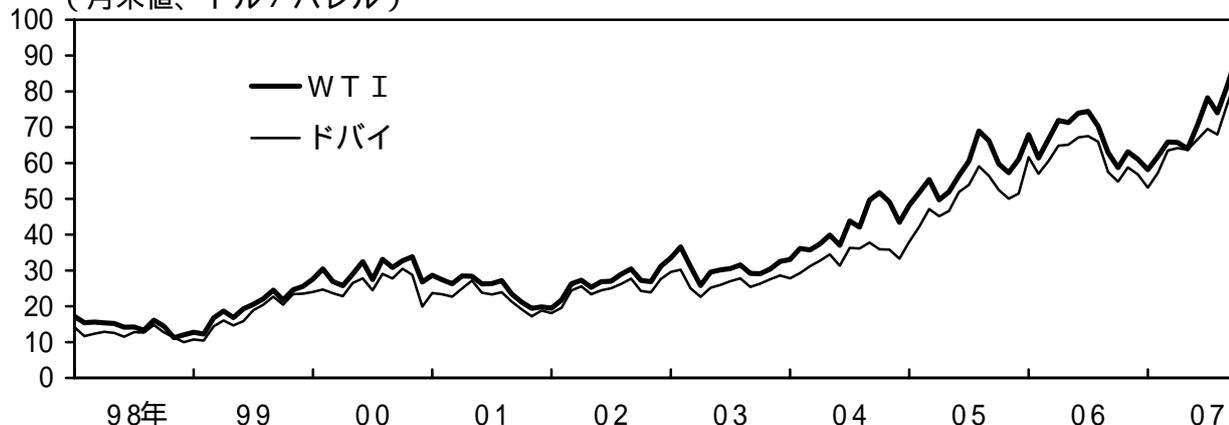
(注) 分類は、原則、総務省に則している。
 ただし、以下の分類については、組み替えて定義している (「 」内は総務省公表ベース)。
 財 = 「財」 - 「電気・都市ガス・水道」
 公共料金 = 「公共サービス」 + 「電気・都市ガス・水道」
 被服 = 「衣料」 + 「シャツ・セーター・下着類」
 家賃 = 「民営家賃」 + 「持家の帰属家賃」

(資料) 総務省「消費者物価指数」

商品市況

(1) 原油価格

(月末値、ドル/バレル)

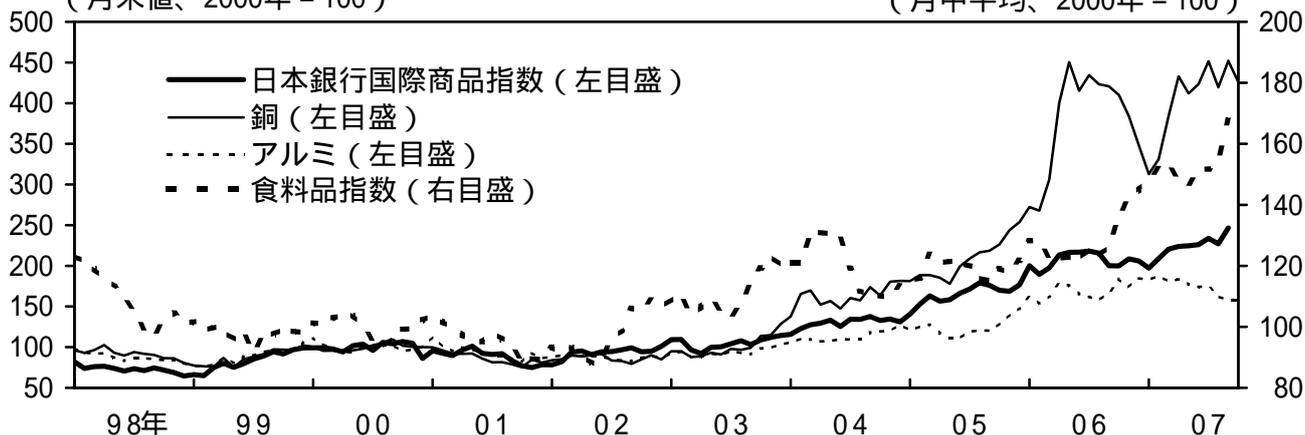


(注) 2007/10月の計数は、直近の終値。

(2) 国際商品市況

(月末値、2000年 = 100)

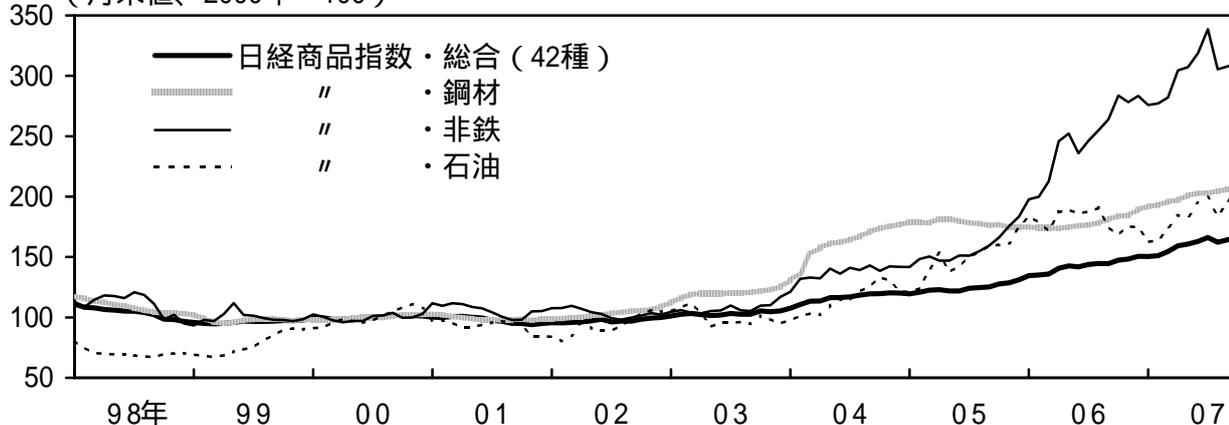
(月中平均、2000年 = 100)



- (注) 1. 2007/10月の計数は直近の終値 (食料品指数は直近までの平均値)。
2. 食料品指数は食料品の国際商品市況 (小麦・大豆・トウモロコシ・砂糖・コーヒー・牛肉) を加重平均したもの。加重平均に用いるウエイトは日本貿易月表 (2000年) の輸入金額から算出。

(3) 国内商品市況

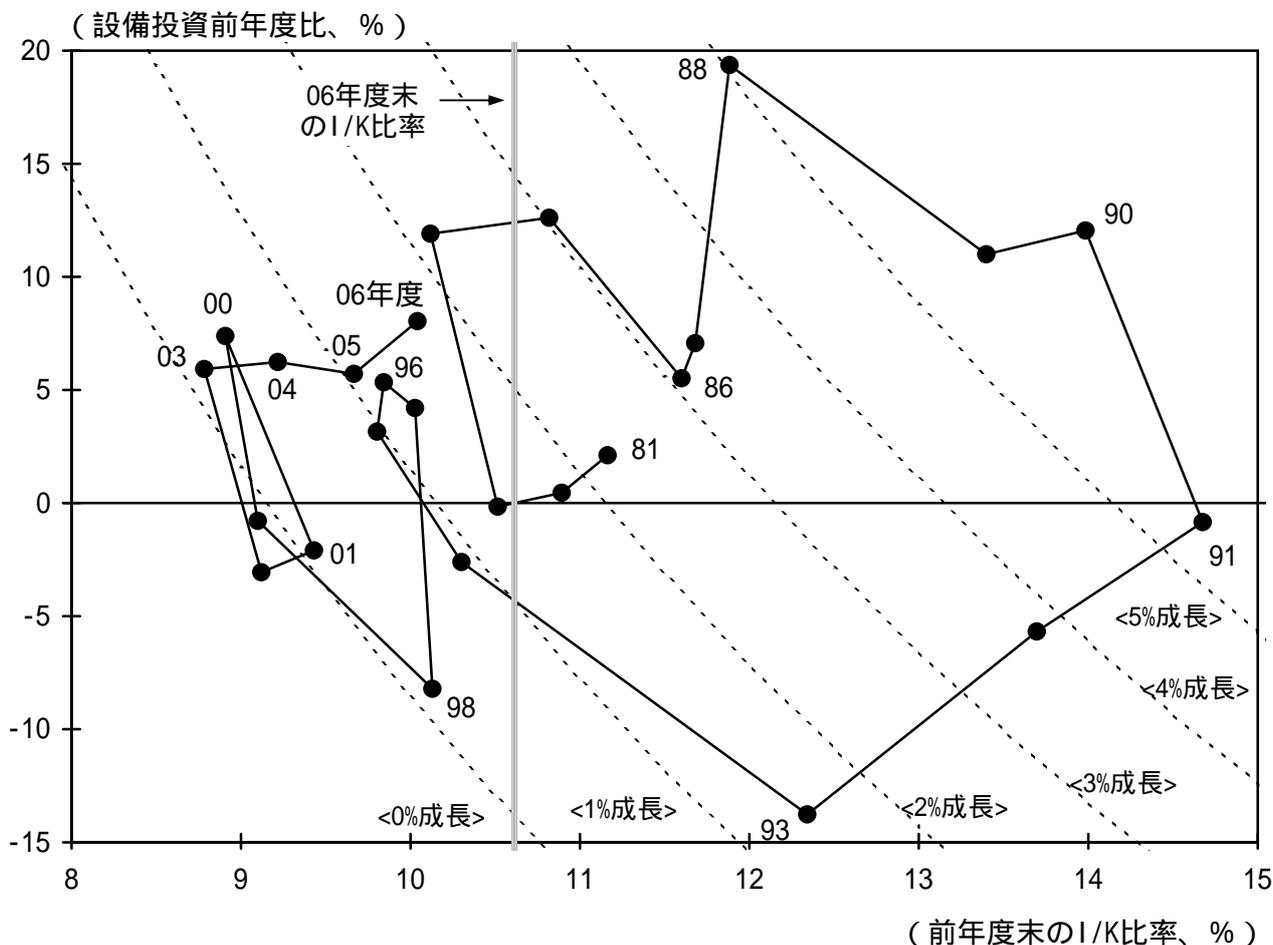
(月末値、2000年 = 100)



- (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. 2007/10月の計数は、直近の終値。

(資料) 日本銀行、日本経済新聞社、日本関税協会「日本貿易月表」等

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）と設備投資前年度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。

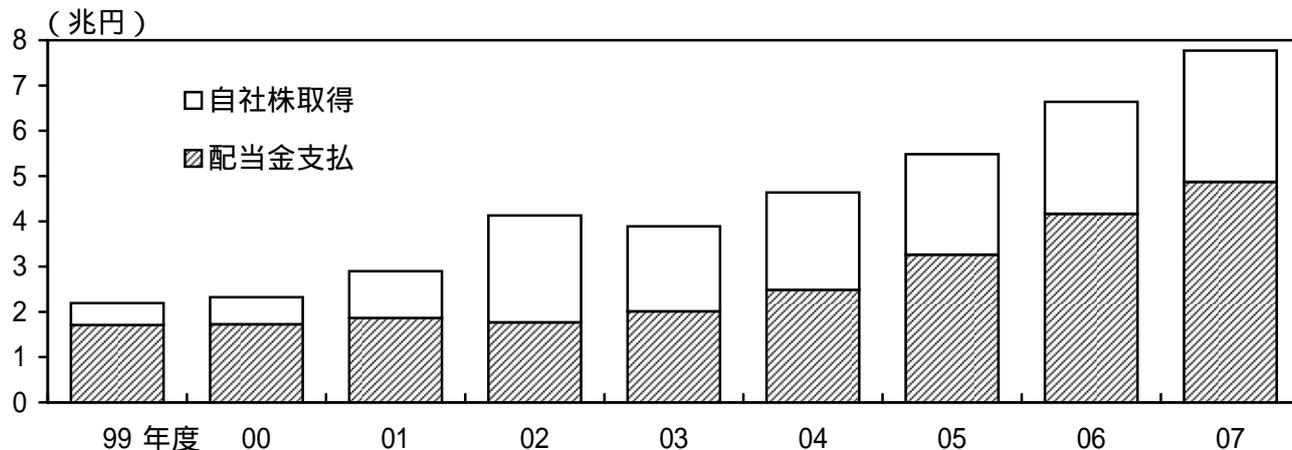
$$\underbrace{(\text{設備投資前年度比})}_{\text{縦軸}} \times \underbrace{(\text{前年度末のI/K比率})}_{\text{横軸}} = \text{期待成長率} + \text{資本係数のトレンド} + \text{減耗率}$$

・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。

(資料) 内閣府「国民経済計算」「民間企業資本ストック年報」「民間企業資本ストック速報」、経済産業省「工業統計調査」、経済産業研究所「日本産業生産性データベース2006年版」

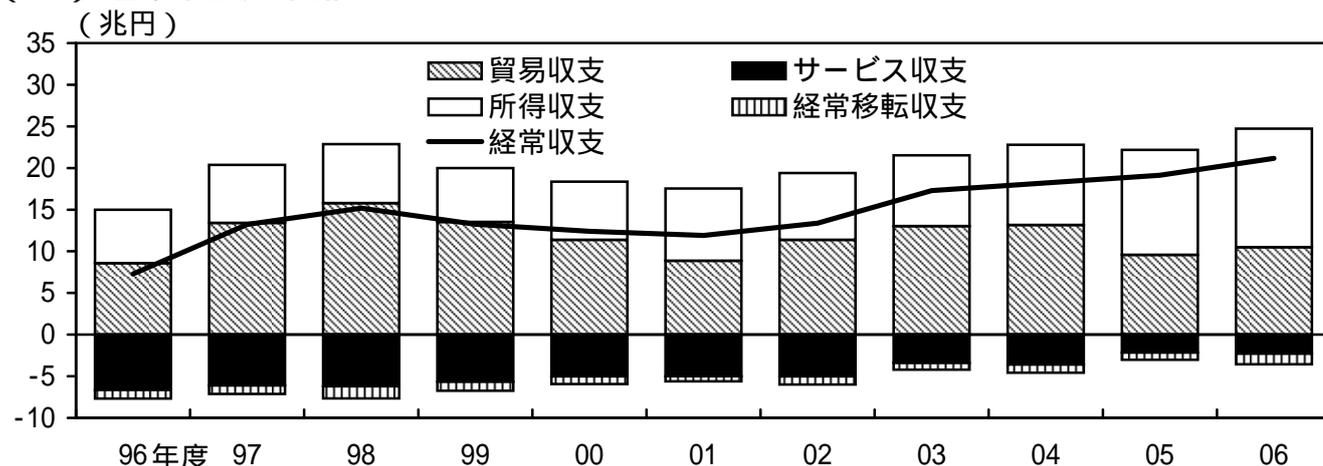
所得波及の多様化

(1) 企業の株主還元

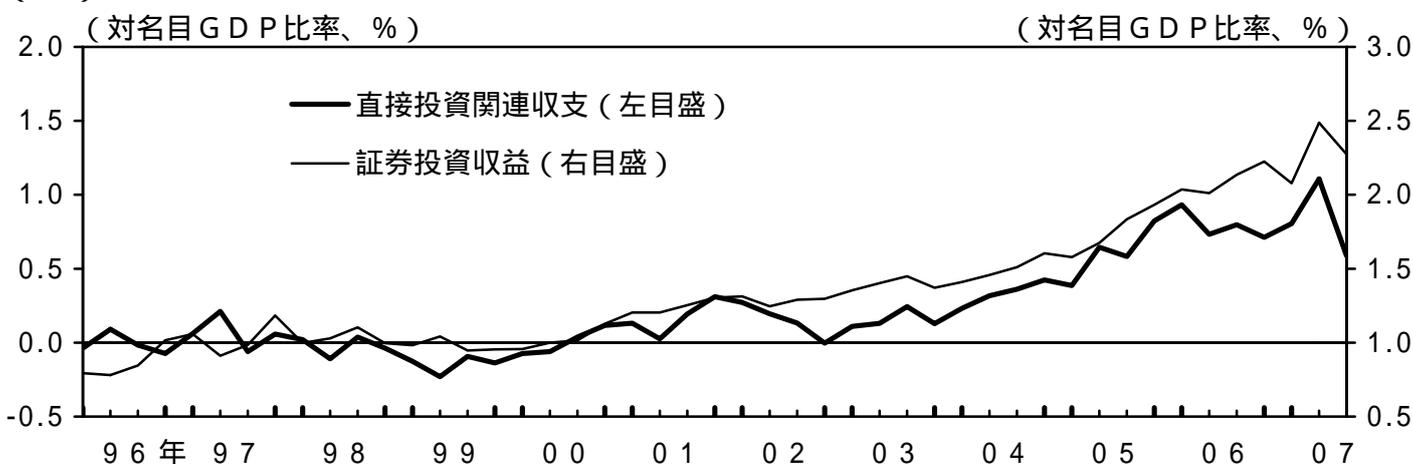


(注) 集計対象は、東証1部上場企業(除く電力・ガス、金融・保険) のうち、1999年度から連続してキャッシュフロー計算書のデータが取得可能な1,035社。なお、2007年度は、日本経済新聞社が試算した2007年度上半期の伸び率を用いて作成。

(2) 経常収支の内訳



(3) 直接投資関連収支と証券投資収益



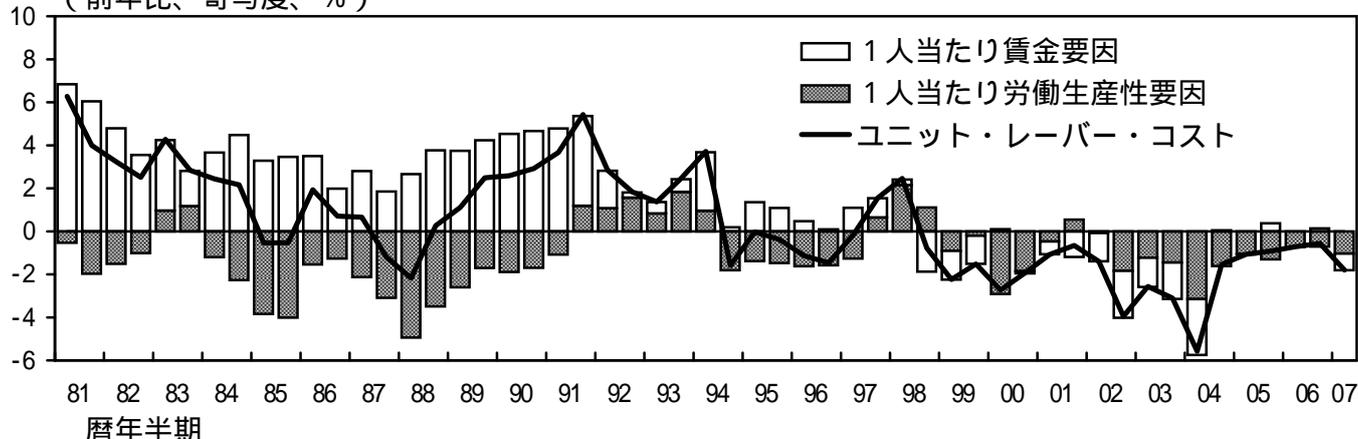
(注) 直接投資関連収支とは、わが国企業の対外進出に伴って変動すると考えられる主な項目を取り出したもの。具体的には、直接投資収益、仲介貿易・その他貿易関連、工業権・鉱業権使用料、その他業務・専門技術サービスの各収支の合計。なお、2007/3Qは、7～8月の値(名目GDPは2007/2Qの値を用いて算出)。

(資料) 日本銀行「国際収支統計」、内閣府「国民経済計算」、日経Financial QUEST、日本経済新聞社

賃金と物価

(1) ユニット・レーバークスト

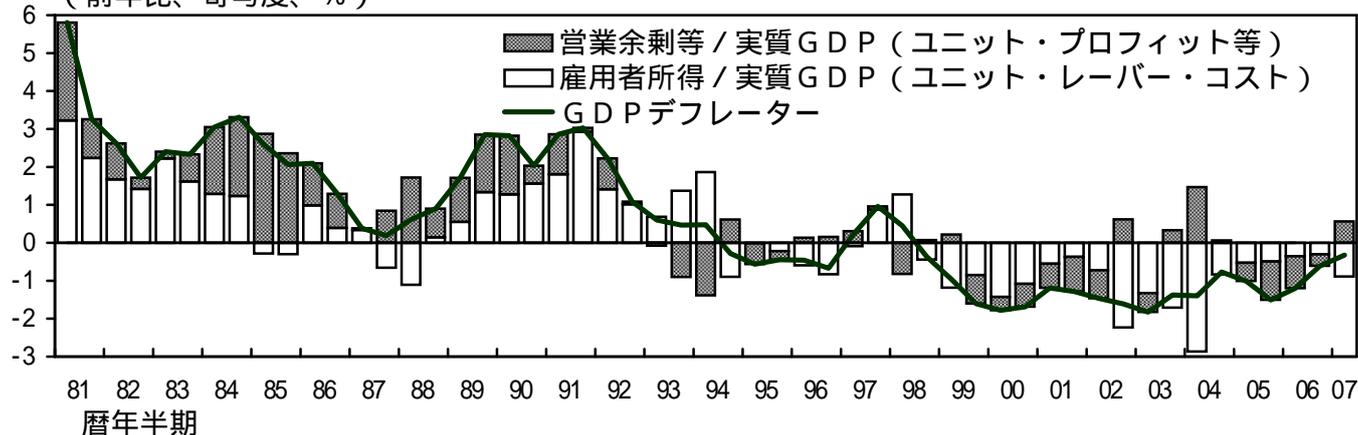
(前年比、寄与度、%)



(注) 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)。下の(2)も同じ。

(2) 分配面からみたGDPデフレーター分解

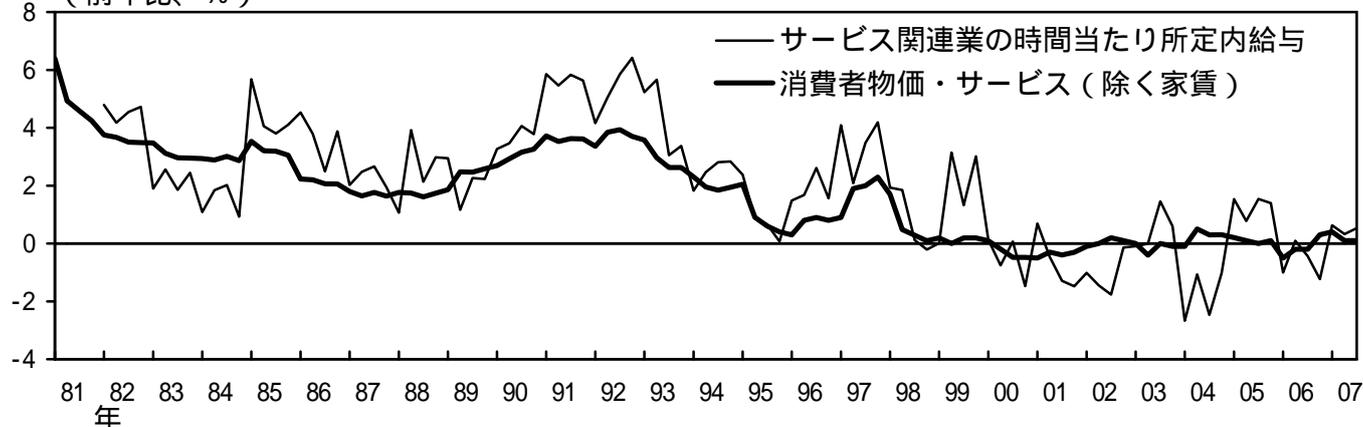
(前年比、寄与度、%)



(注) 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。

(3) サービス価格と賃金

(前年比、%)



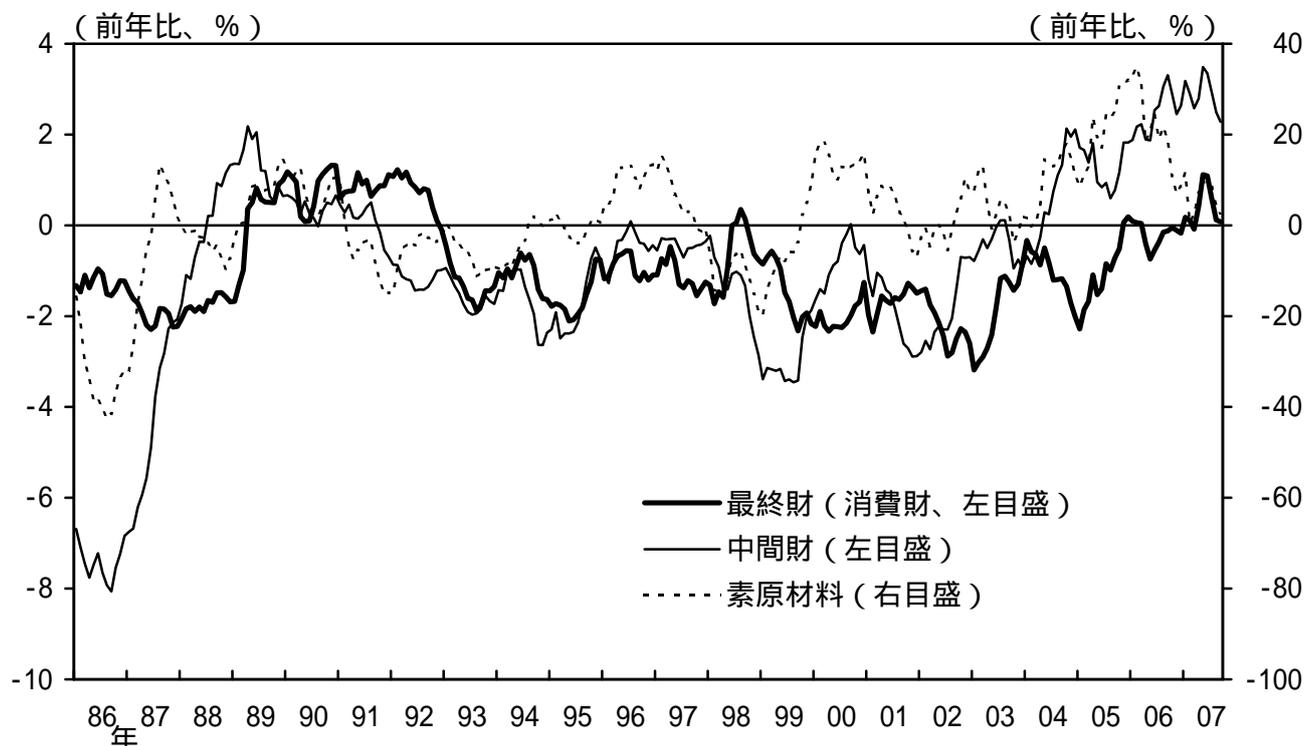
(注) 1.賃金は、2000年までは、旧業種区分によるサービス業に飲食店を加えたもの。2001年以降は、新業種区分によるサービス業に飲食店、宿泊業および他教育・学習支援を加えたもの。事業所規模30人以上のデータを使用。

2.2007/3Qのサービス関連業の時間当たり所定内給与は、7~8月の前年同期比。

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

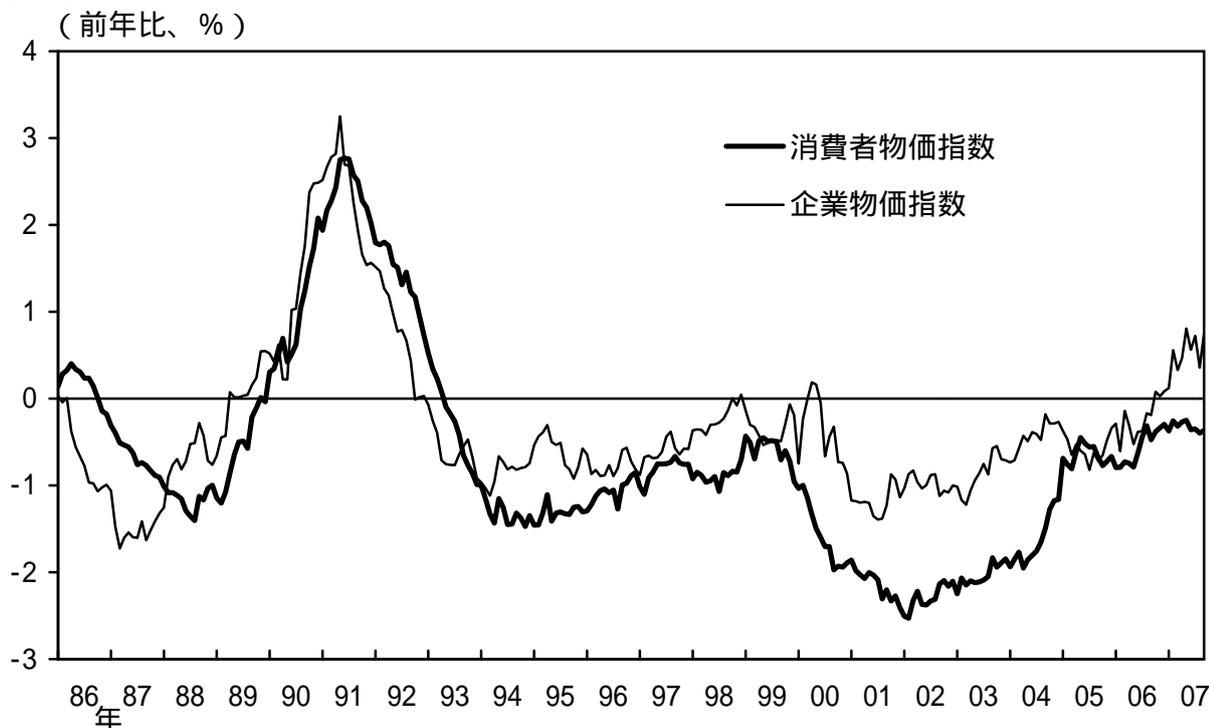
需要段階別にみた物価の動向

(1) 企業物価指数・需要段階別指数 (国内品と輸入品)



- (注) 1. 企業物価指数の1999年以前は、卸売物価指数を利用 (下の(2)も同じ) 。
2. 中間財は、類別の指数を消費財ウエイトにより加重平均したもの。
3. 中間財・最終財は石油・石炭製品を除いている。

(2) 企業物価指数・消費財と消費者物価指数



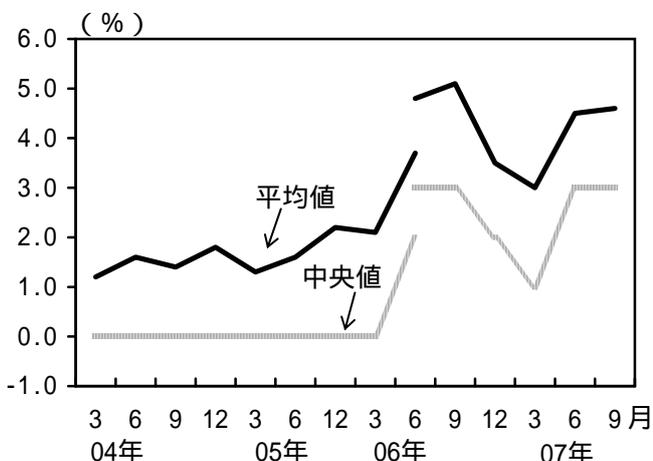
- (注) 企業物価指数と消費者物価指数の接続指数 (2005年 = 100) から共通する品目を抜粋し、それぞれを消費者物価指数のウエイト (2005年基準) で加重平均したもの。但し、廃止品目、2000年基準以降の新規採用品目、農水畜産物、石油・石炭製品、たばこを除く。

(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」

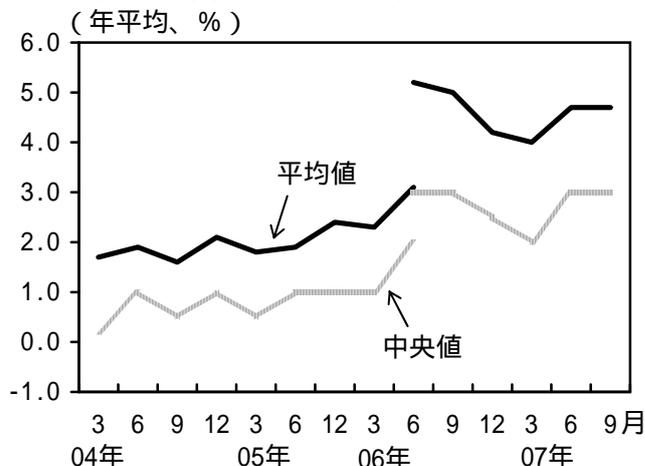
物価の先行きに対する見方

(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

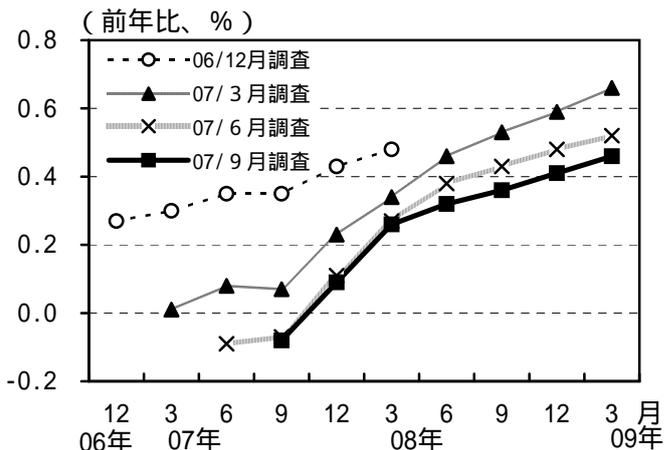
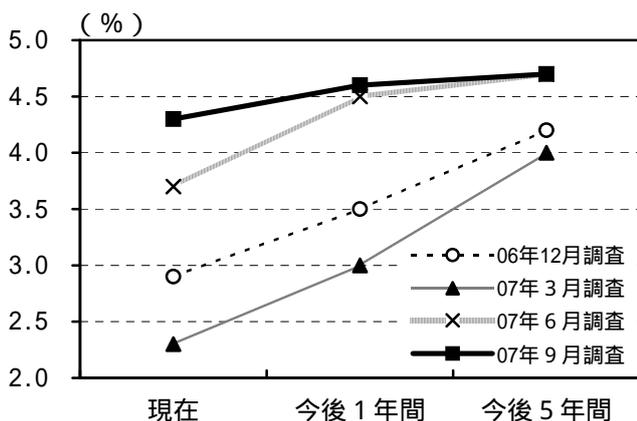


今後5年間のインフレ率



(2) エコノミストのインフレ予想 (ESPフォーキャスト)

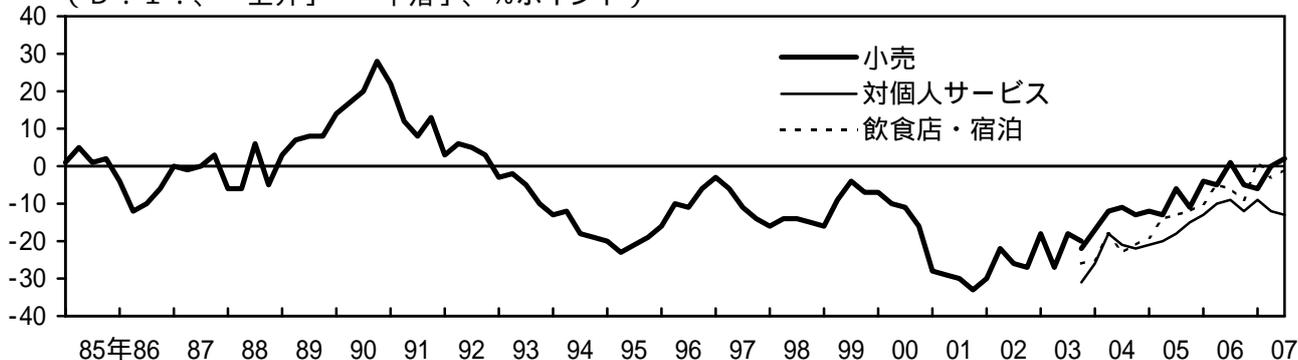
物価上昇率に対する認識および予想 (平均値)



(注) (1)は、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。

(3) 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)

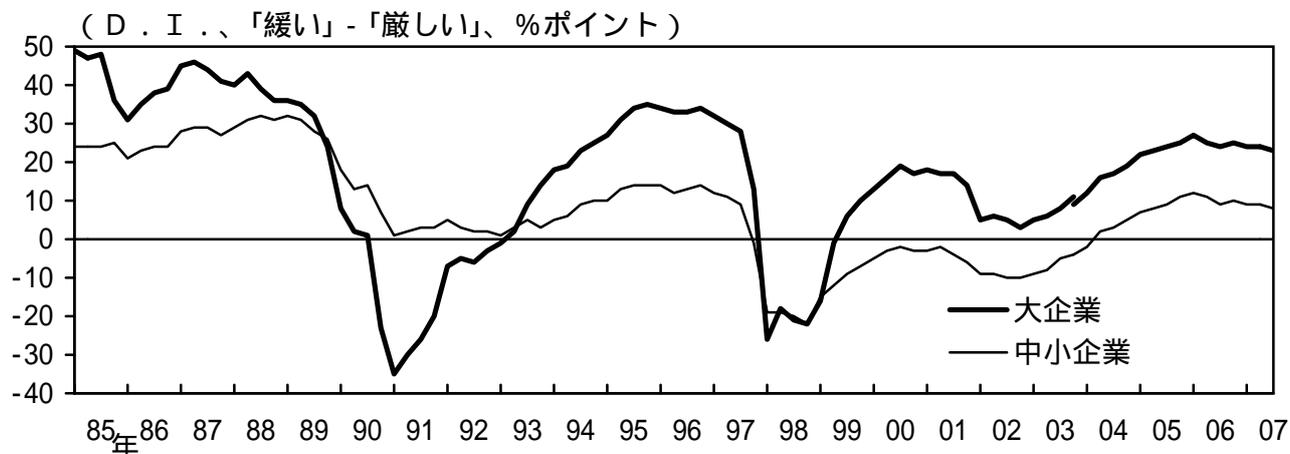


(注) 1. 全規模合計。
2. 2004年3月調査より見直しを実施。旧ベースは2003年12月調査まで、新ベースは2003年12月調査から。

(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」、
経済企画協会「ESPフォーキャスト調査」

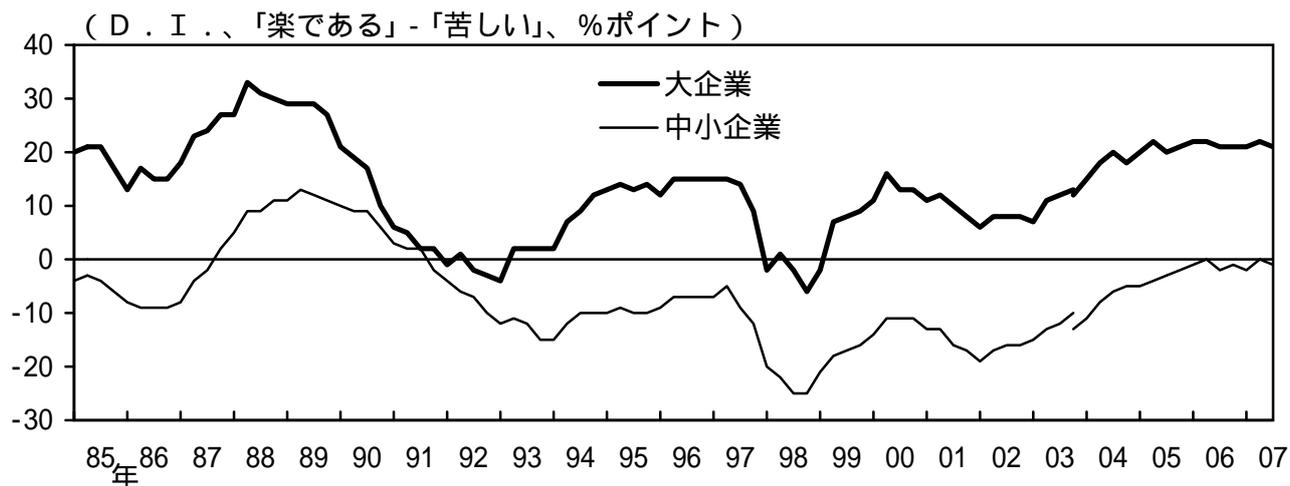
企業金融

(1) 金融機関の貸出態度判断 D . I . (短観・全産業)

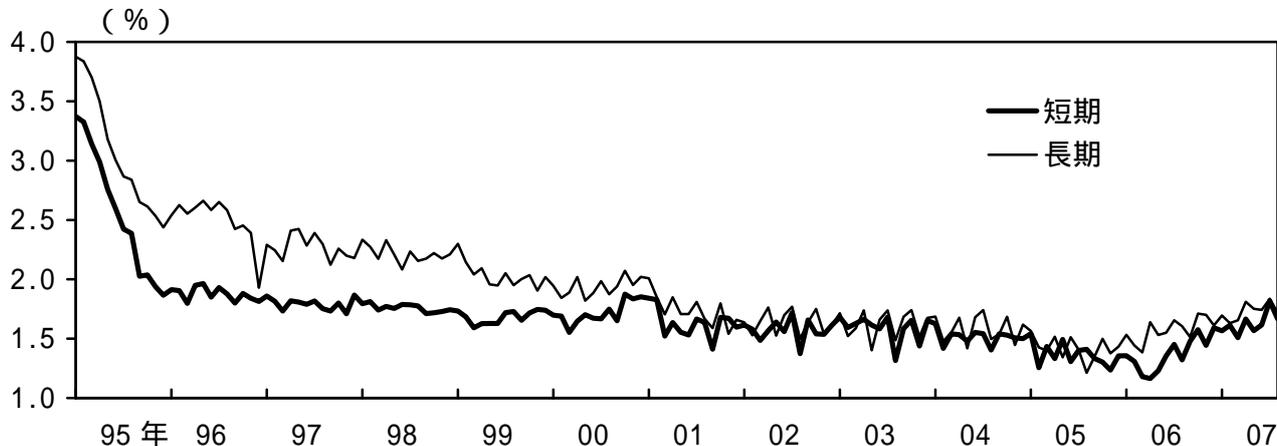


(注) 2004年3月調査より見直しを実施。旧ベースは2003年12月調査まで、新ベースは2003年12月調査から (下の(2)も同じ)。

(2) 資金繰り判断 D . I . (短観・全産業)



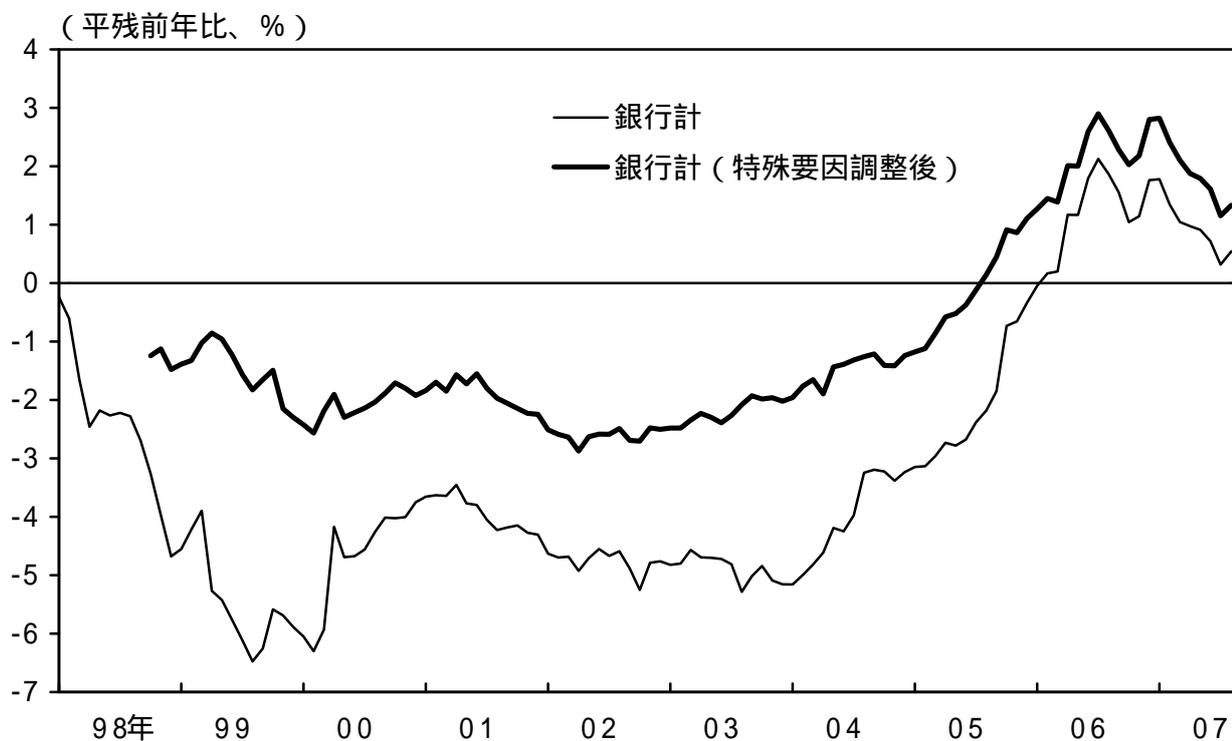
(3) 新規貸出約定平均金利



(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」

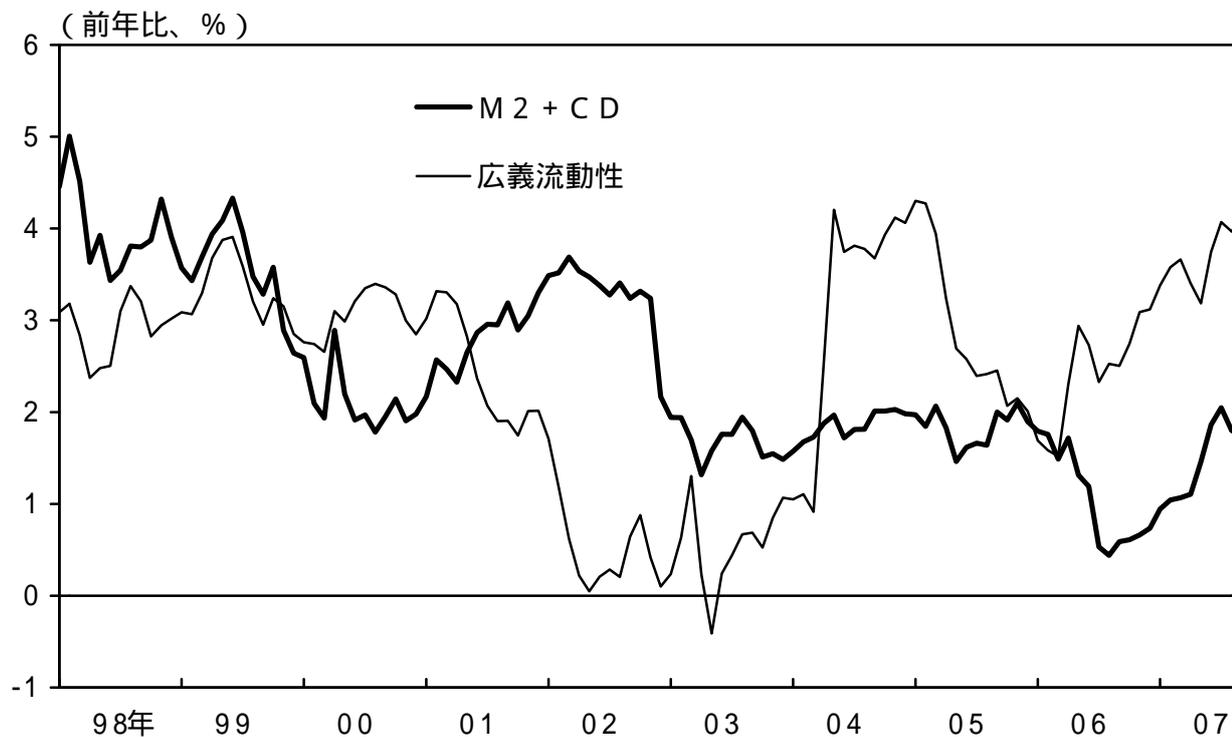
貸出・マネーサプライ

(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

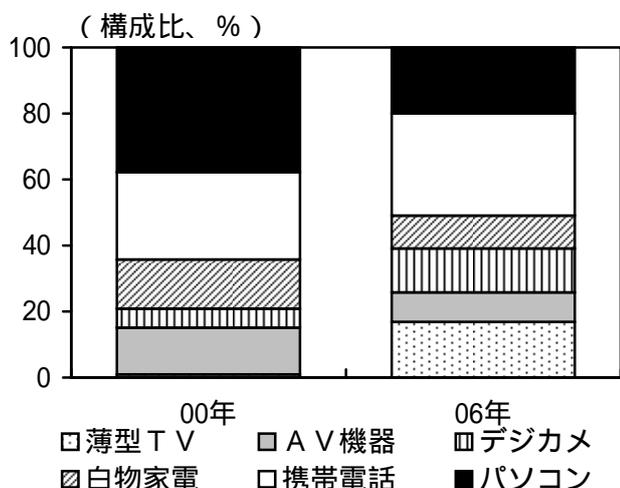


(資料) 日本銀行「貸出・資金吸収動向等」「マネーサプライ」

I T 関連財の分散化

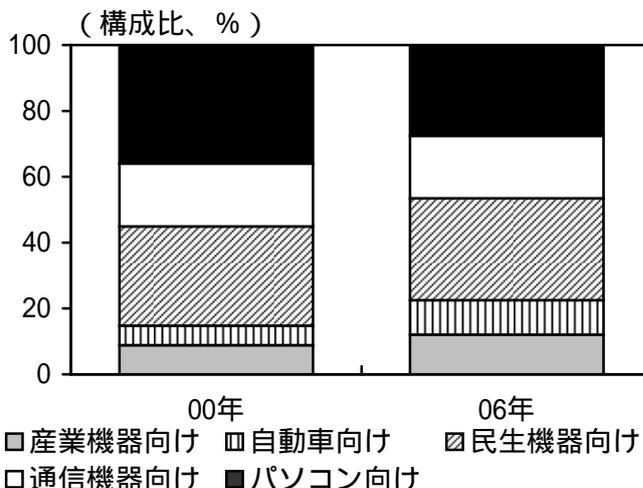
(1) I T 製品の多様化

I T 最終製品国内生産の分散化



(注) 国内生産額。

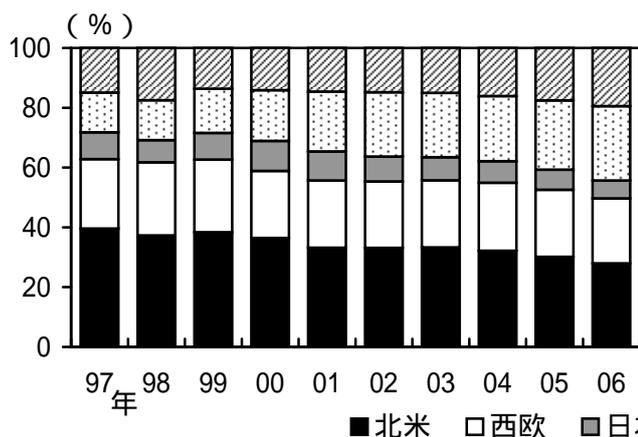
日本向け半導体出荷額の用途別構成比



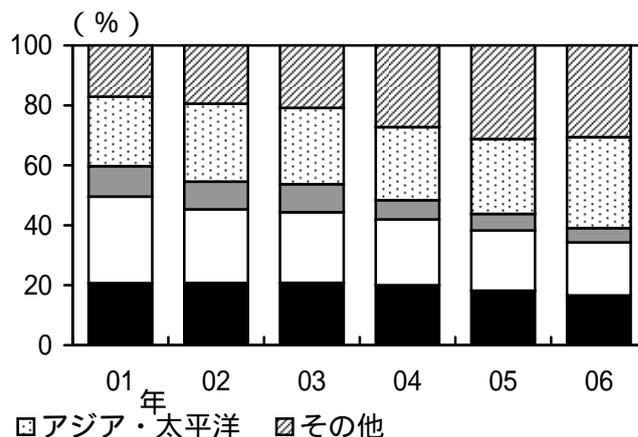
(注) 国内出荷額 + 輸入額。

(2) パソコン・携帯電話の世界需要 (地域別シェア)

パソコン



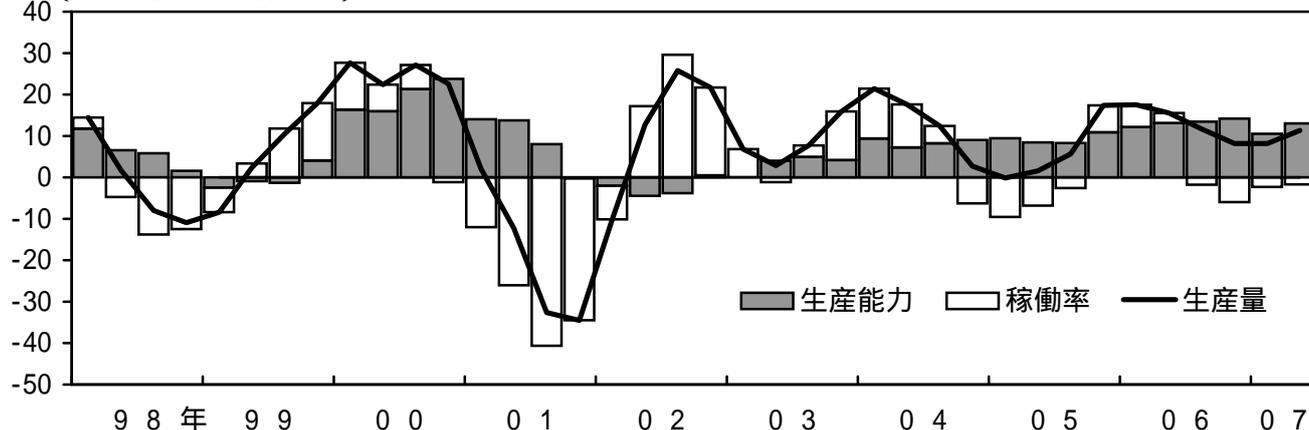
携帯電話



(注) パソコンは、出荷台数ベース (出典 : ガートナー、2007年5月) 。
携帯電話は、対エンドユーザー販売台数 (出典 : ガートナー、2007年7月) 。

(3) 世界半導体の生産量と生産能力

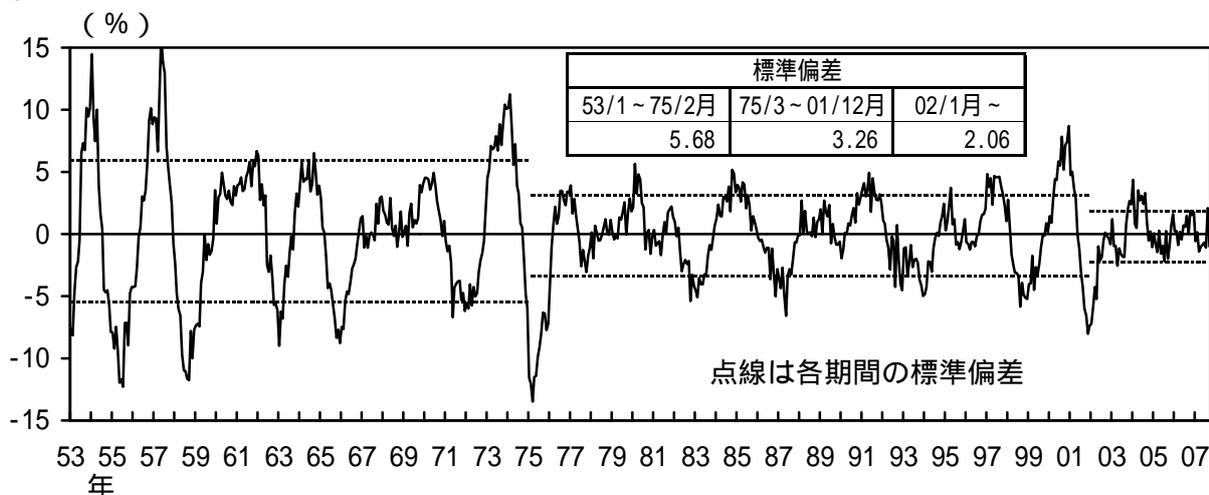
(前年比、寄与度、%)



(資料) 経済産業省「生産動態統計」、WSTS「世界半導体市場統計」、ガートナー(GJ07352)、SICAS「世界半導体キャパシティ統計」

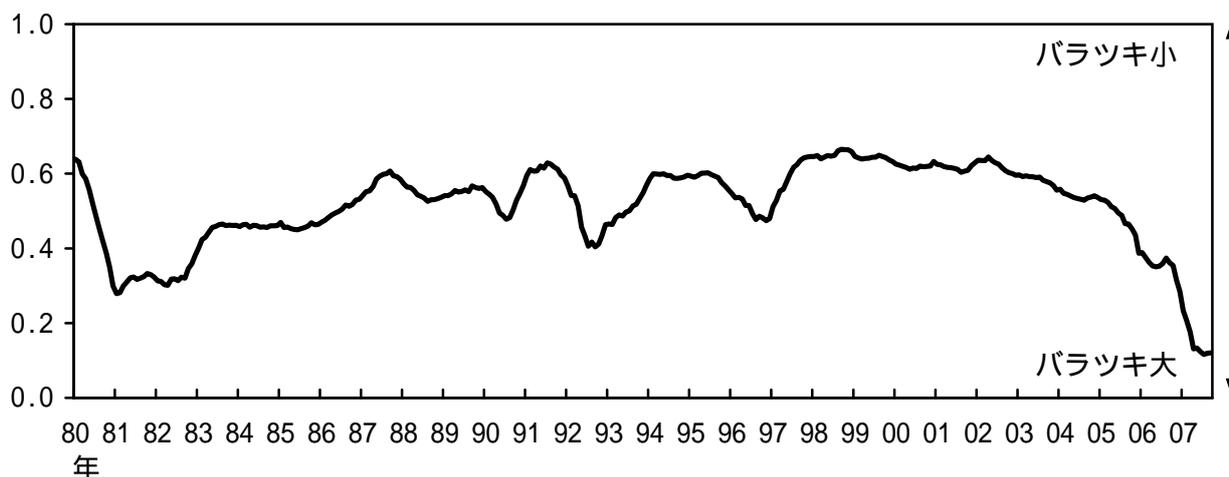
生産の変動

(1) 生産の循環変動



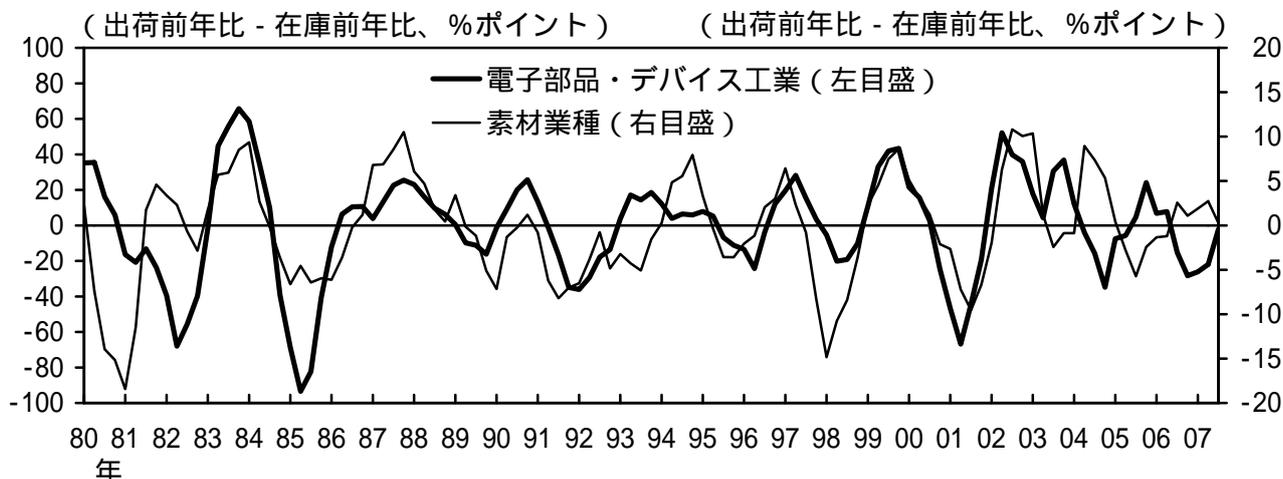
(注) HPフィルターによるトレンドからの乖離率を表示。

(2) 生産の産業間のバラツキ (加重平均相関係数)



(注) 各業種の生産の循環変動について相関係数 (後方 5 年間、月次) を計測し、I I P ウェイトを用いて加重平均したもの。

(3) 電子部品・デバイスと素材業種の出荷在庫バランスの推移



(注) 電子部品・デバイス工業の1998/4Q以前は、鋳工業用生産財のうち電気機械工業 (1995年基準)。素材業種は、繊維、紙・パルプ、化学 (除く医薬品)、石油・石炭、窯業・土石、鉄鋼、非鉄金属。

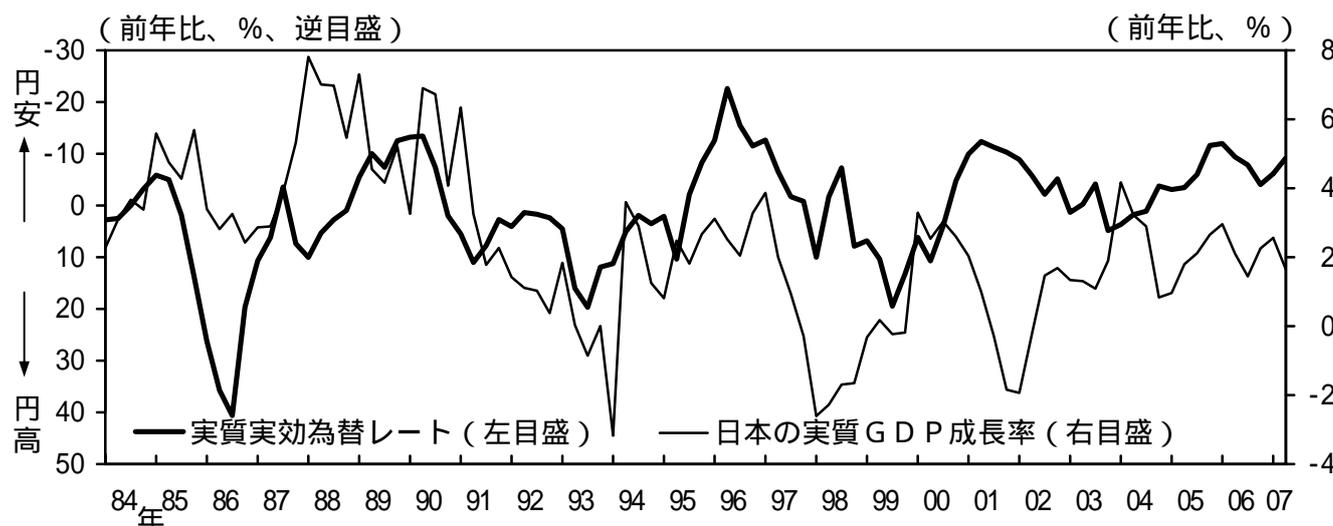
(資料) 経済産業省「鋳工業指数統計」

輸出を取り巻く環境と日本の実質GDP成長率

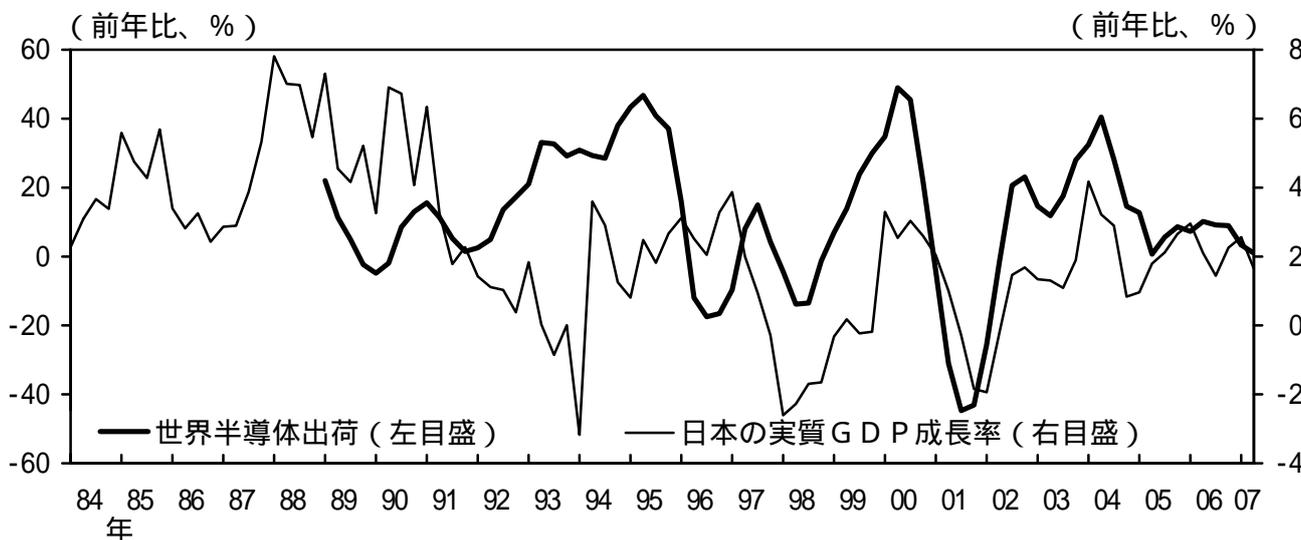
(1) 海外経済と日本の実質GDP成長率



(2) 実質実効為替レートの変動と日本の実質GDP成長率



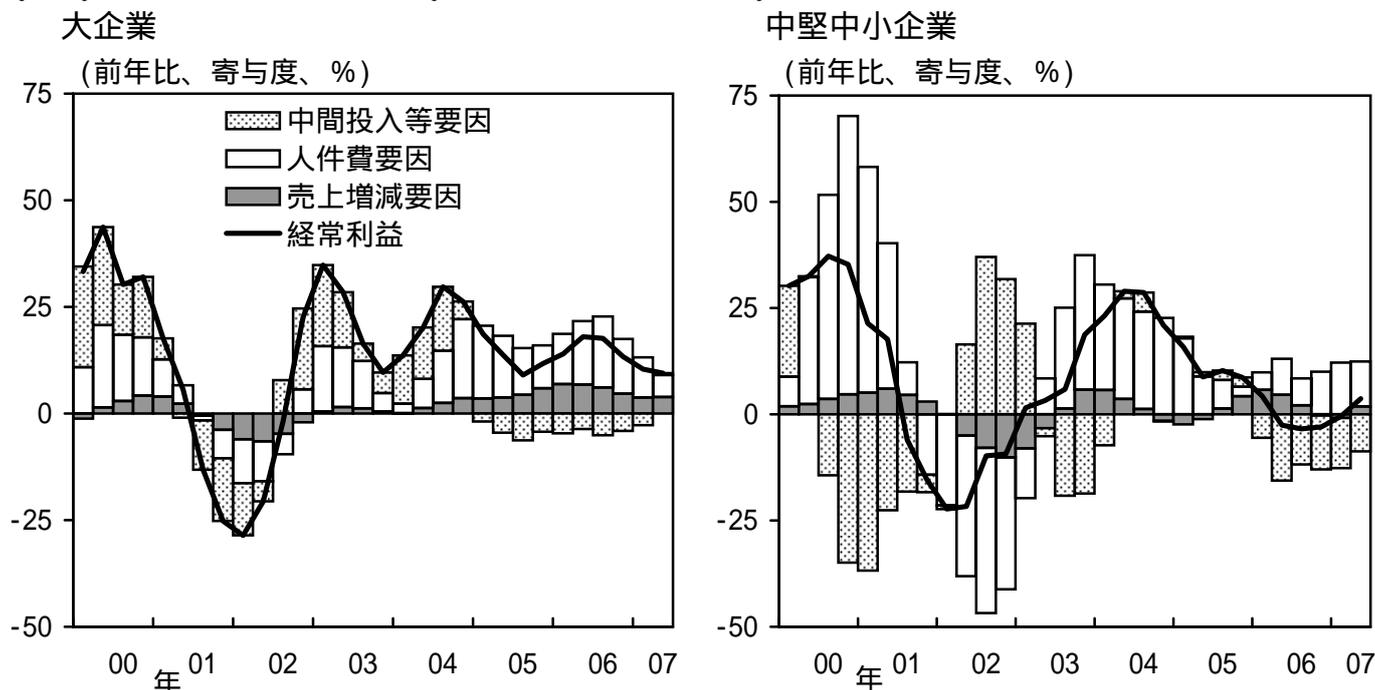
(3) 世界半導体出荷の変化率と日本の実質GDP成長率



(資料) 内閣府「国民経済計算」、日本銀行「実効為替レート」、WSTS「世界半導体市場統計」等

企業規模別にみた収益

(1) 規模別の企業収益 (法人季報・全産業)

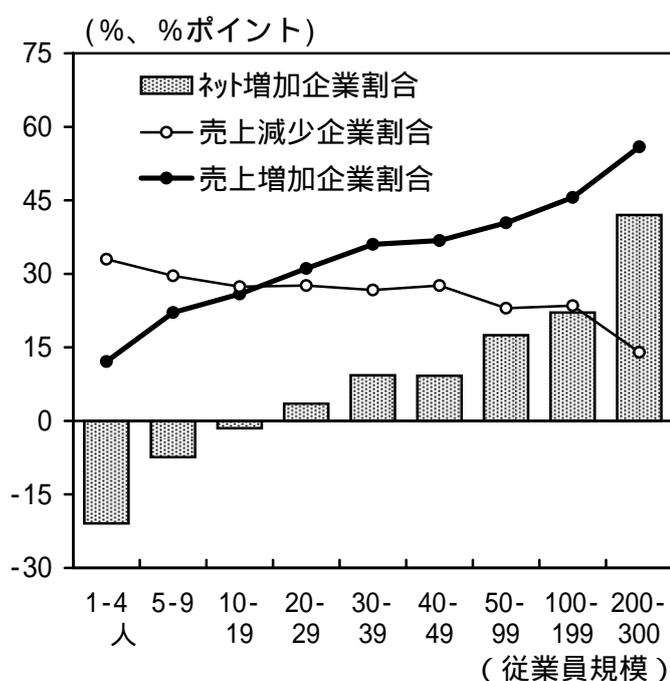


(注) 1. 法人季報の断層修正後のデータを季節調整した値(後方3期移動平均値)。
大企業は資本金10億円以上、中堅中小企業は資本金1千万円以上10億円未満の企業。
2. 寄与度計算は以下の通り(I_t : 経常利益、 S_t : 売上高、 L_t : 人件費、 $I_t = \text{売上高} - \text{経常利益} - \text{人件費}$)。

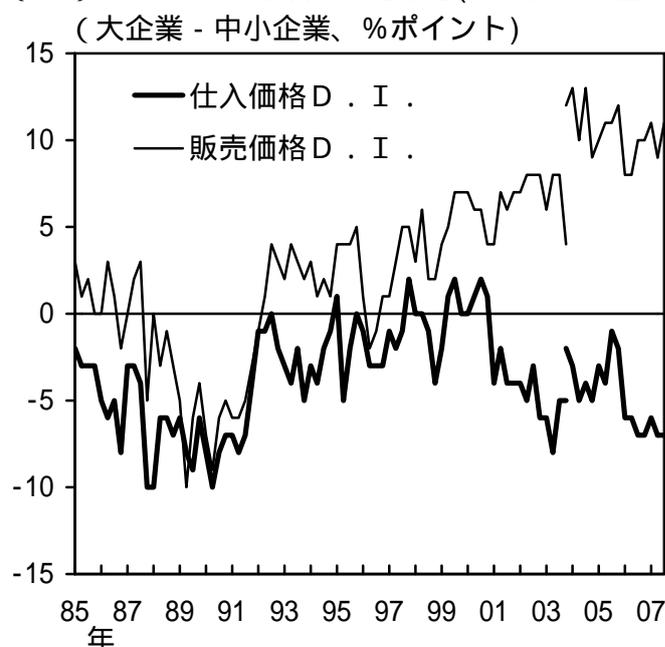
$$\frac{(I_t - I_{t-4}) / I_{t-4}}{(S_t - S_{t-4}) / S_{t-4}} - 1 / \frac{(L_t - L_{t-4}) / L_{t-4}}{(S_t - S_{t-4}) / S_{t-4}} - 1 / \frac{(I_t - I_{t-4}) / I_{t-4}}{(S_t - S_{t-4}) / S_{t-4}}$$

売上増減要因 人件費要因 中間投入等要因

(2) 06年度の中小企業の売上高



(3) 仕入・販売価格の動向(短観・全産業)



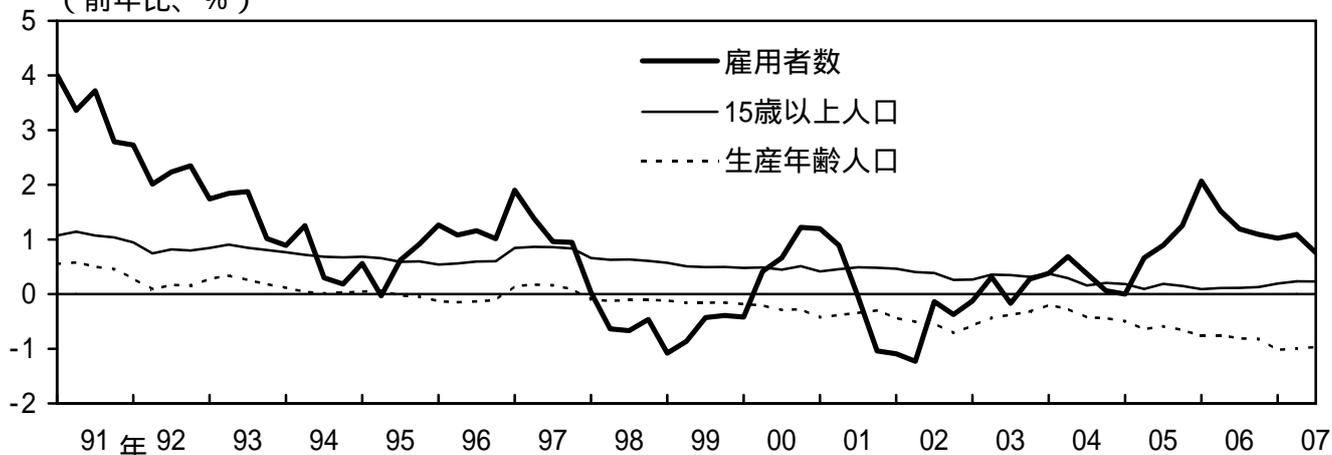
(注) 1. (2)は、2006/10月～2007/9月に期末を迎える決算の状況調査(標本数: 16,212社、調査日: 2007/3月上旬)。
2. (3)は2004/3月調査より見直しを実施。旧ベースは2003/12月調査まで、新ベースは2003/12月調査から。

(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」、
信金中央金庫総合研究所「中小企業景況レポート」

労働需給と賃金の動向

(1) 雇用者数と15歳以上人口

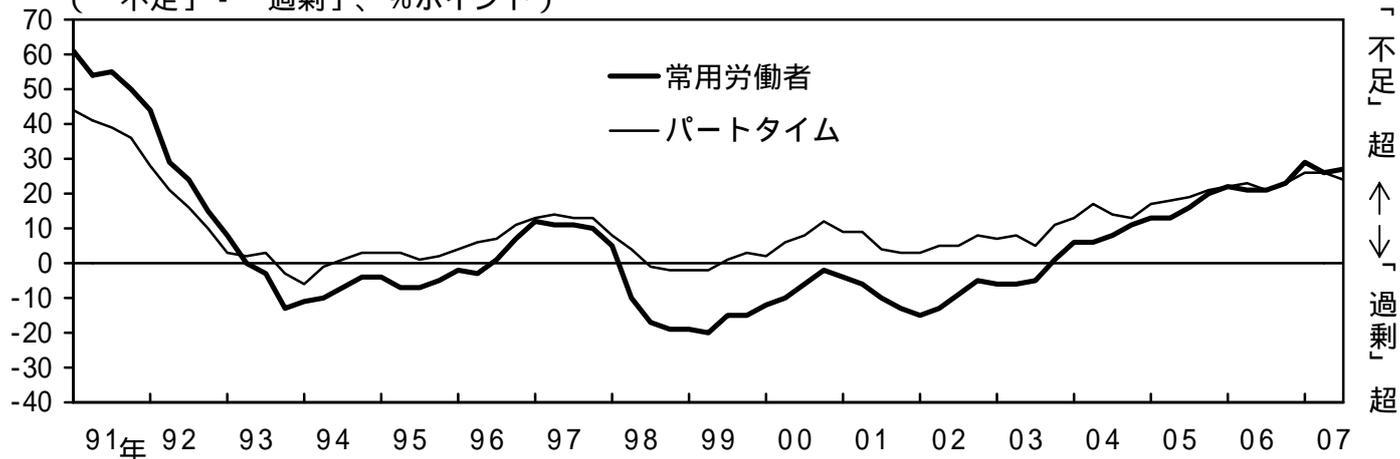
(前年比、%)



(注) 生産年齢人口は、15歳以上人口から65歳以上人口を除いた値。

(2) 労働者過不足判断D.I.

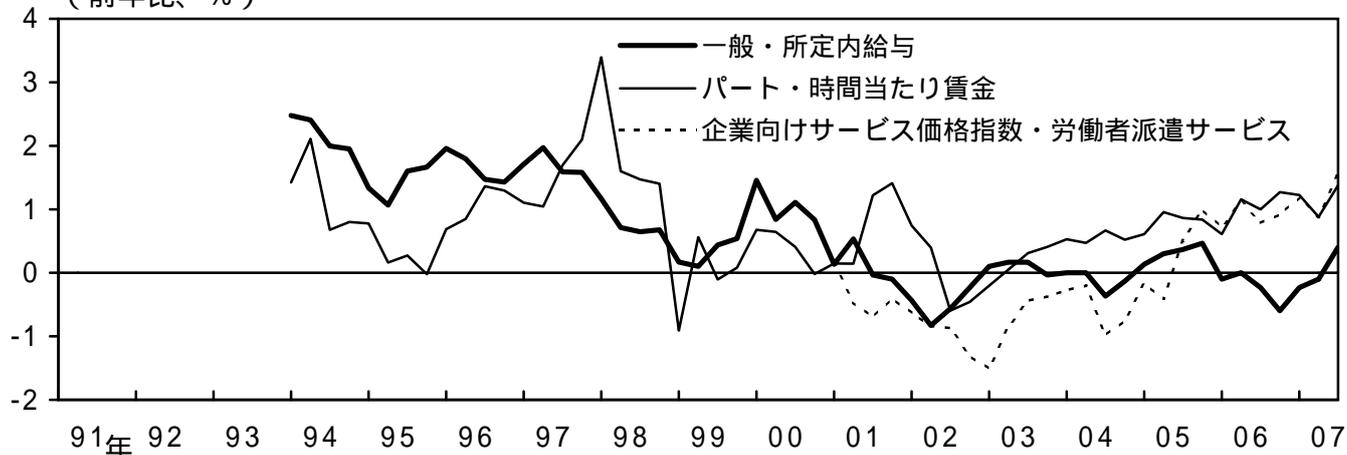
(「不足」 - 「過剰」、%ポイント)



(注) 1998年調査以前は調査対象産業に金融・保険業、不動産業を含まない。

(3) 賃金

(前年比、%)

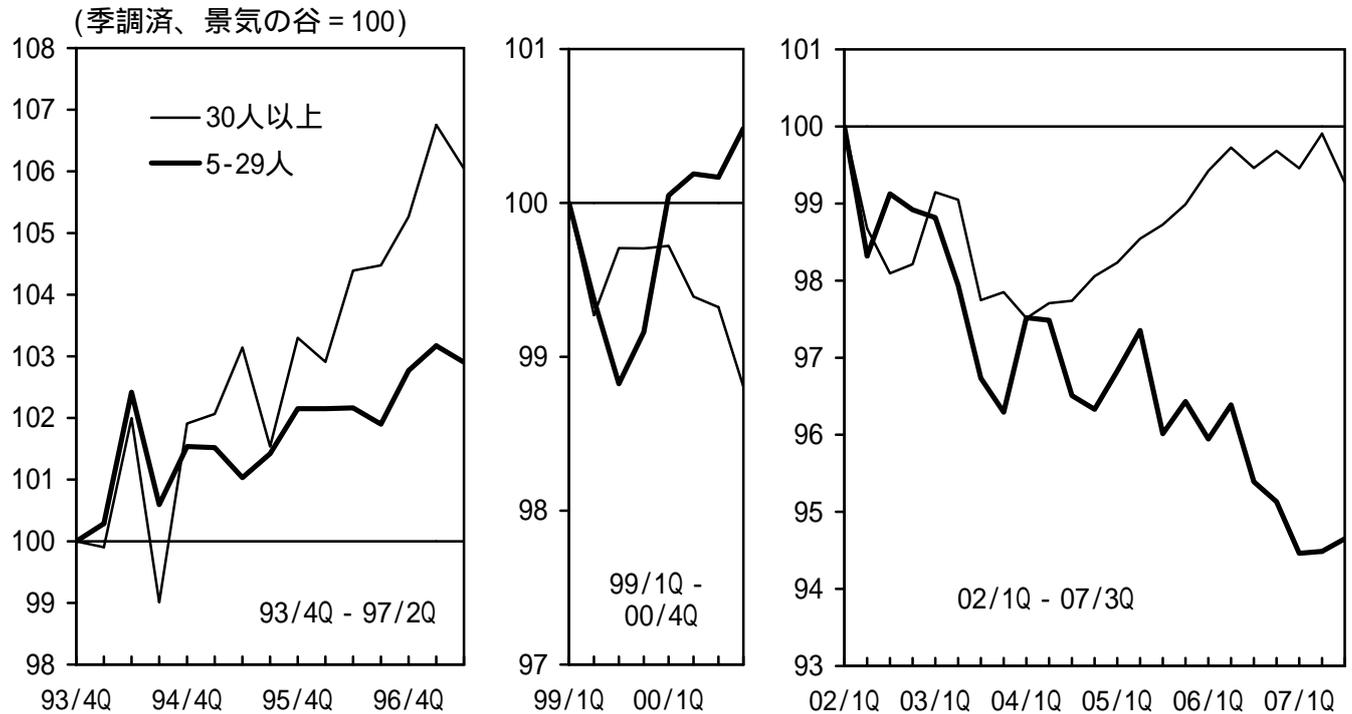


(注) 賃金は事業所規模5人以上の値。賃金の2007/3Qは、7~8月の前年同期比。

(資料) 総務省「労働力調査」、厚生労働省「毎月勤労統計」、「労働経済動向調査」、日本銀行「企業向けサービス価格指数」

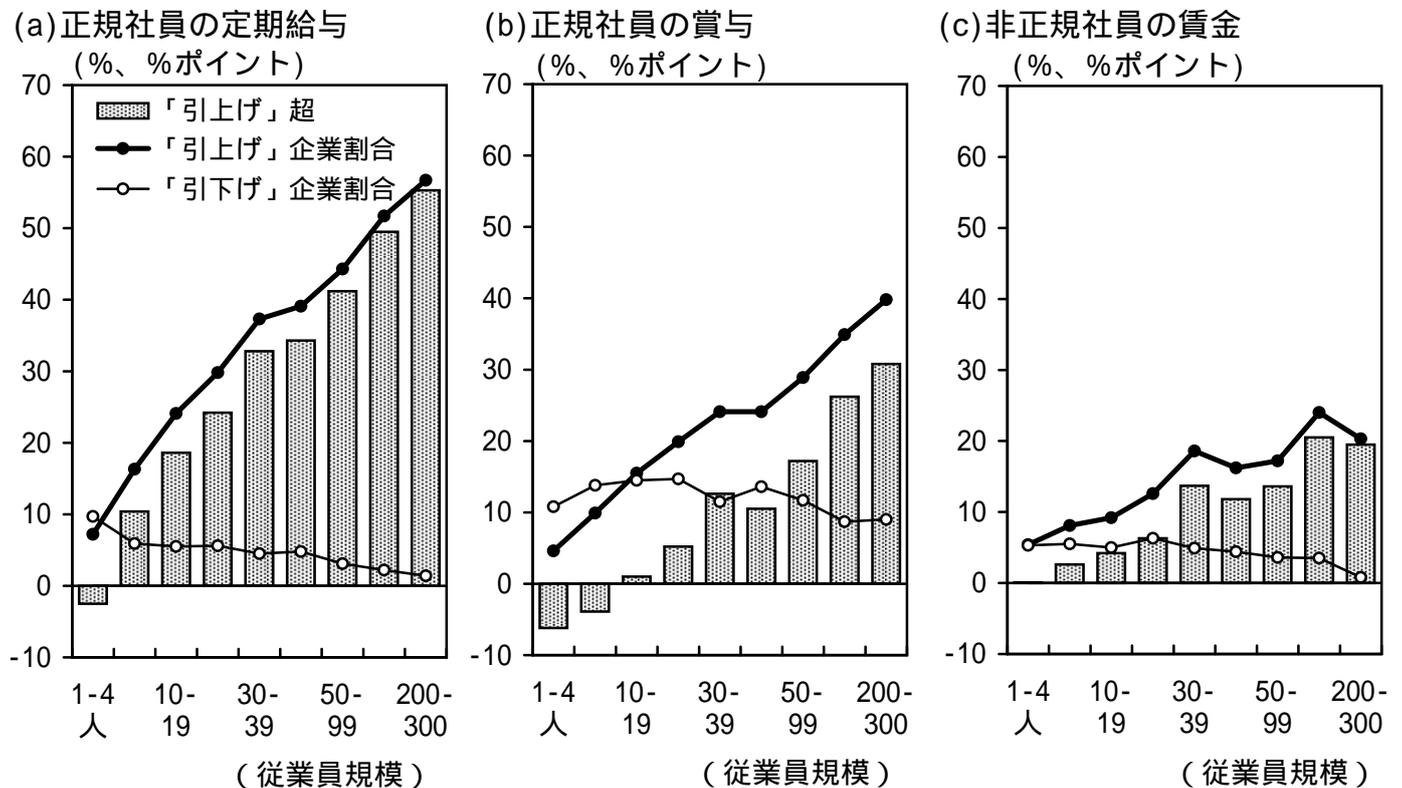
企業規模別にみた名目賃金

(1) 90年以降の景気回復局面における名目賃金の動向



(注) 2007/3Qは、7~8月の値。

(2) 従業員規模別の賃上げ実績 (過去1年間)

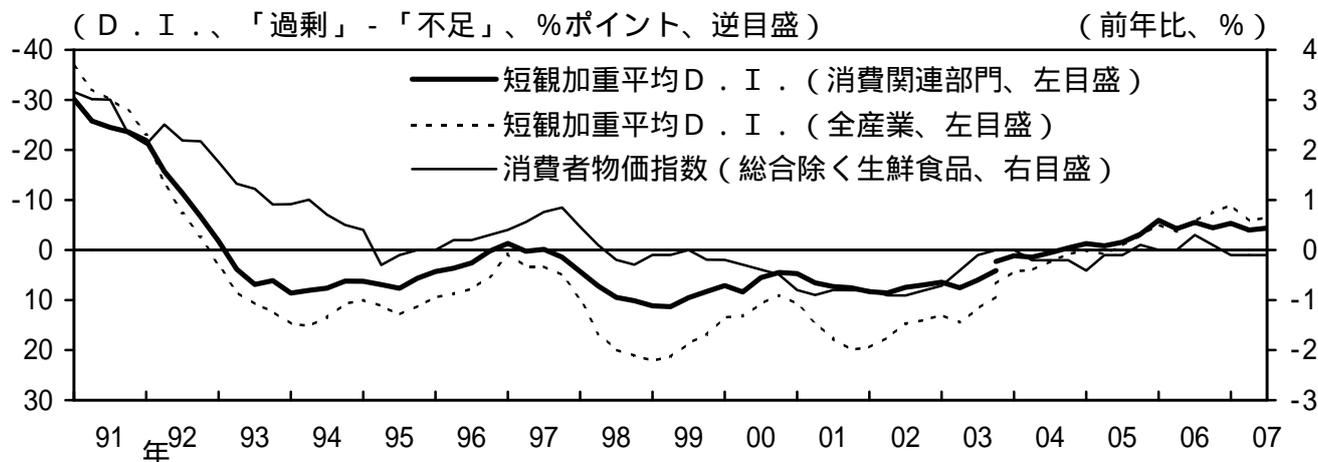


(注) 信金中金総合研究所調べ (標本数: 15,918社、調査日: 2007/6月上旬)。

(資料) 厚生労働省「毎月勤労統計」、信金中央金庫総合研究所「中小企業景況レポート」

消費者段階での物価動向

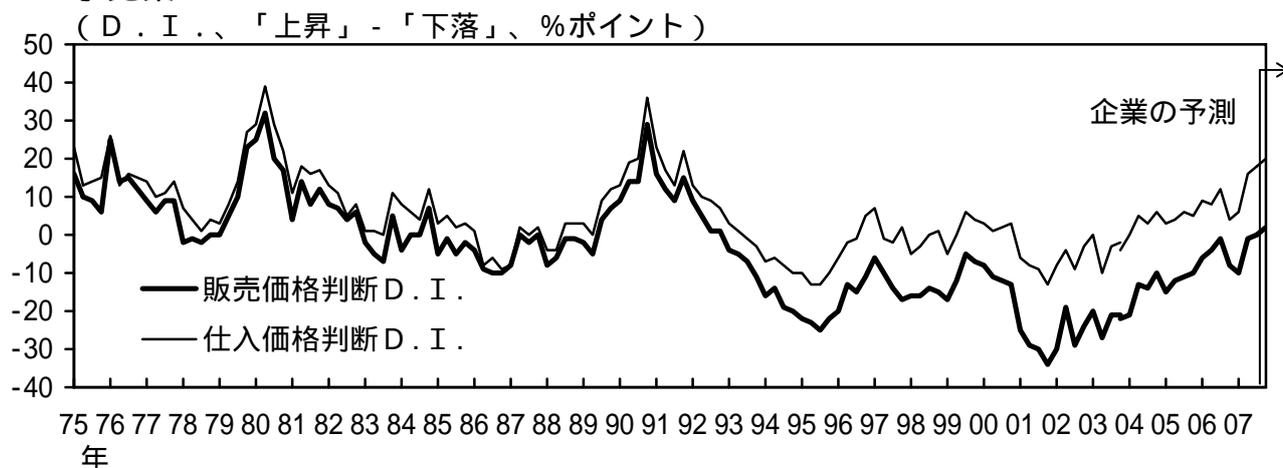
(1) 消費者物価と資源の稼働状況



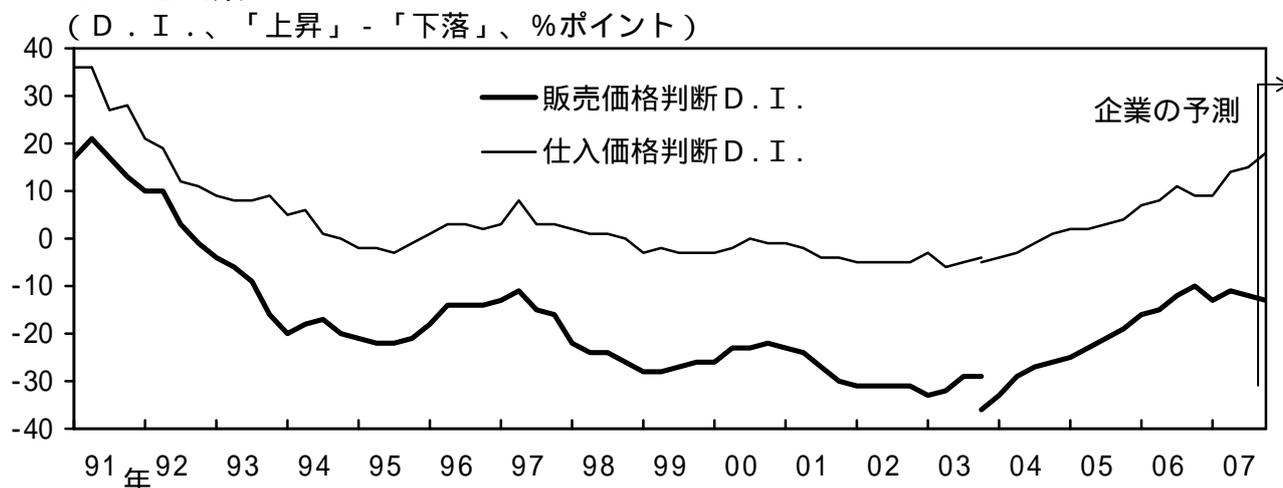
- (注) 1. 短観加重平均D.I. は、生産・営業用設備判断D.I. と雇用人員判断D.I. を資本・労働分配率 (1990～2005年度平均) で加重平均したもの (全規模)。
2. 消費関連部門の短観加重平均D.I. は、業種別に短観加重平均D.I. を作成した後、2000年産業連関表における家計最終消費支出に占める業種別のウエイトで加重平均したもの。

(2) 販売価格と仕入価格

小売業



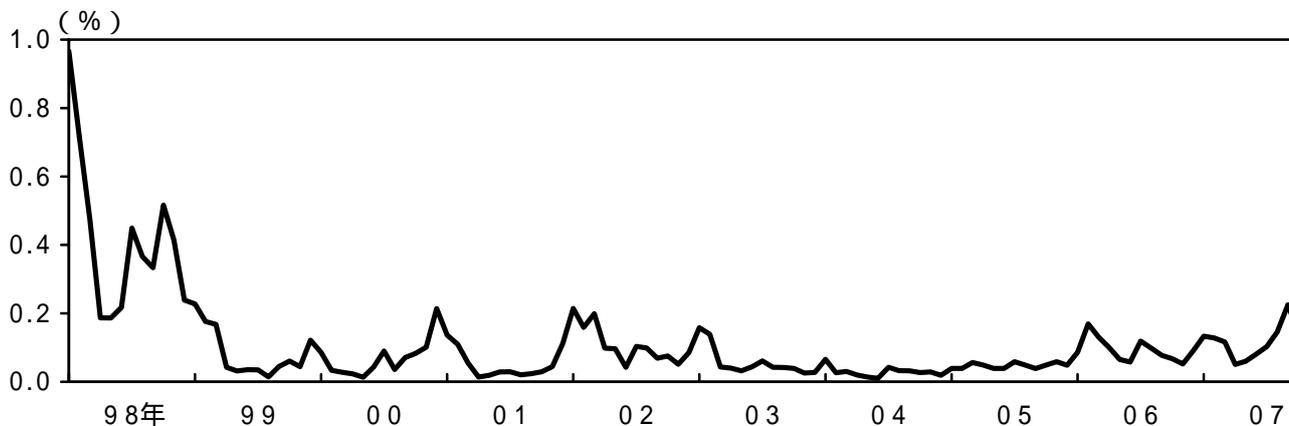
サービス業



(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、
総務省「消費者物価指数」「産業連関表」、内閣府「国民経済計算」

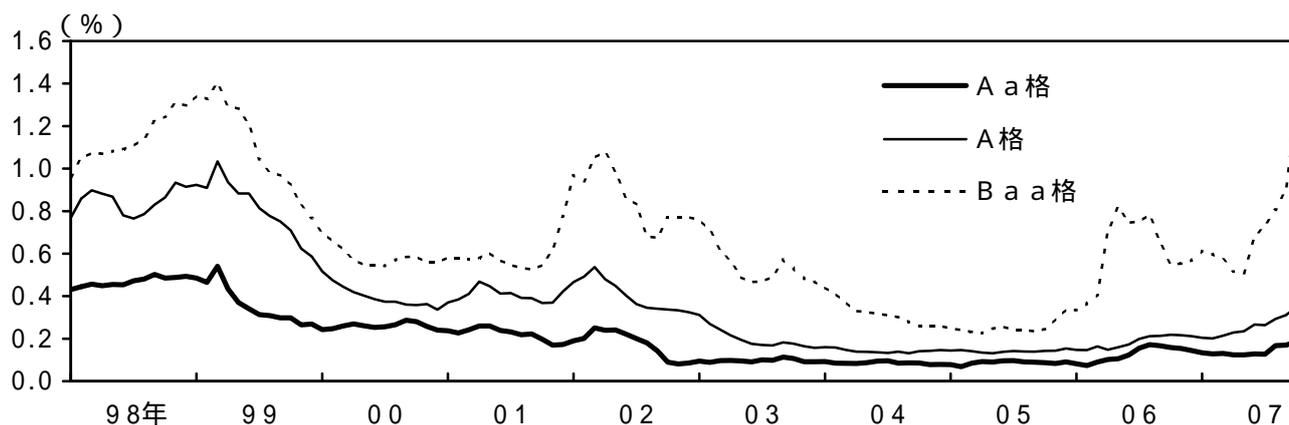
信用スプレッド

(1) C P の信用スプレッド



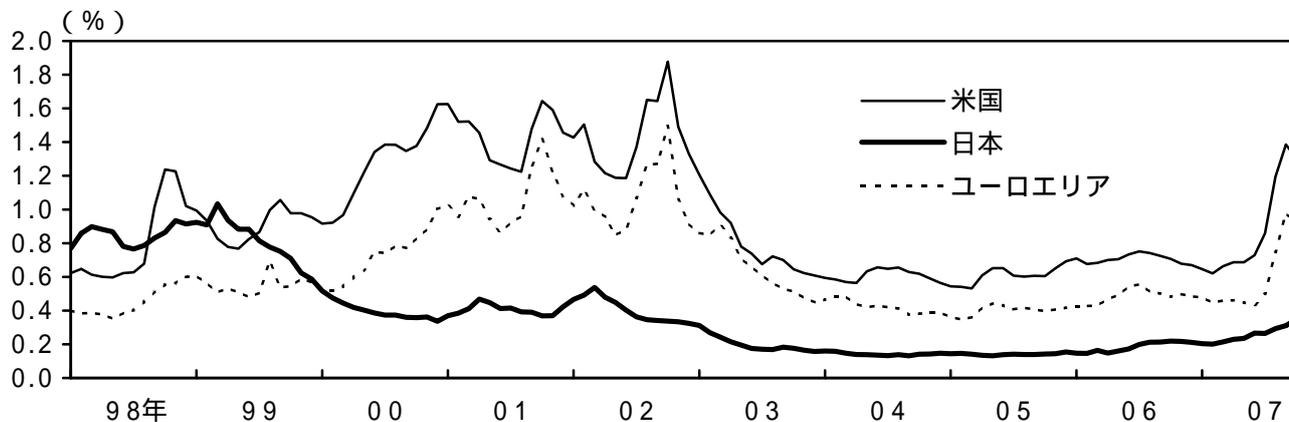
- (注) 1. CPの信用スプレッド(3か月物) = CP発行レート - 短国流通利回り
2. CP発行レートはA1格以上のもの。
3. 2007/10月の値は直近までの平均値(下の(2)、(3)も同じ)。

(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

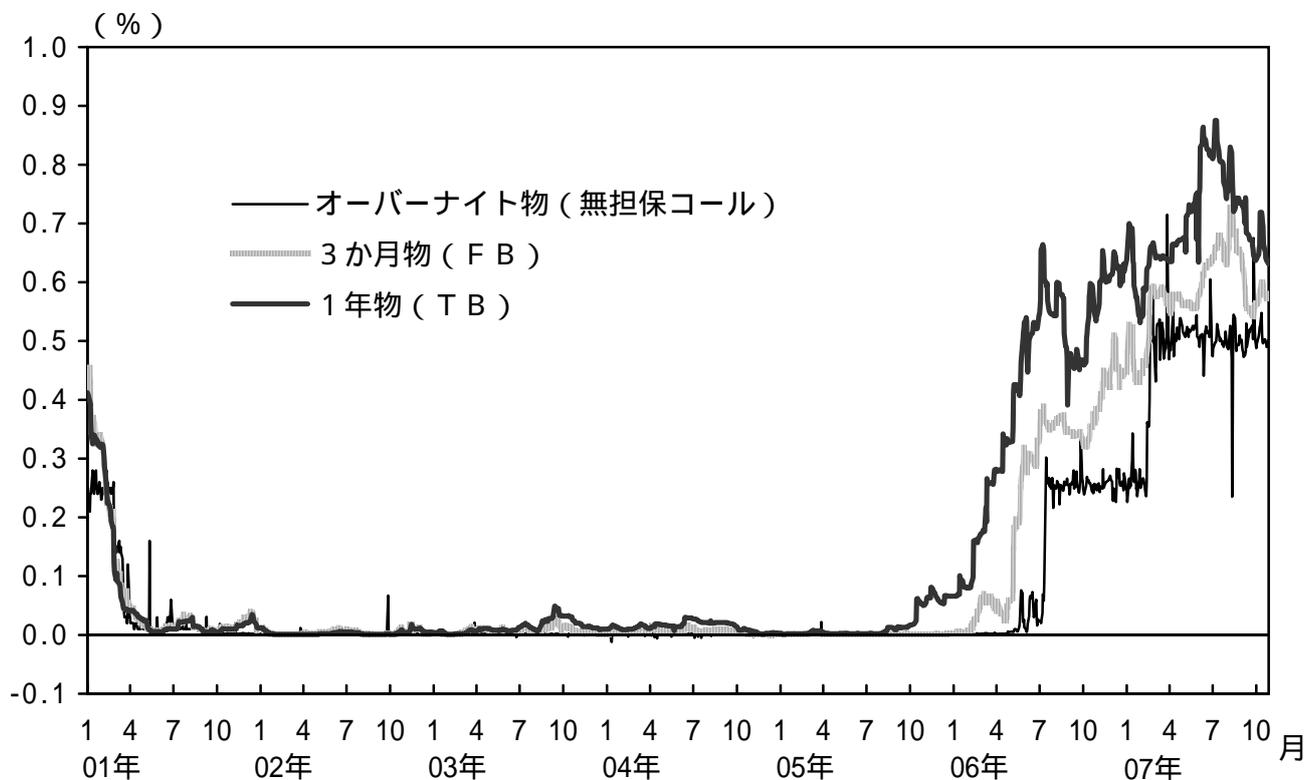


- (注) 1. 社債の信用スプレッド = 社債流通利回り - 国債流通利回り
2. 日本は5年物。米国、ユーロエリアは3～5年物。
3. 社債の格付けは全てA格。格付けはムーディーズ、S & Pによる。

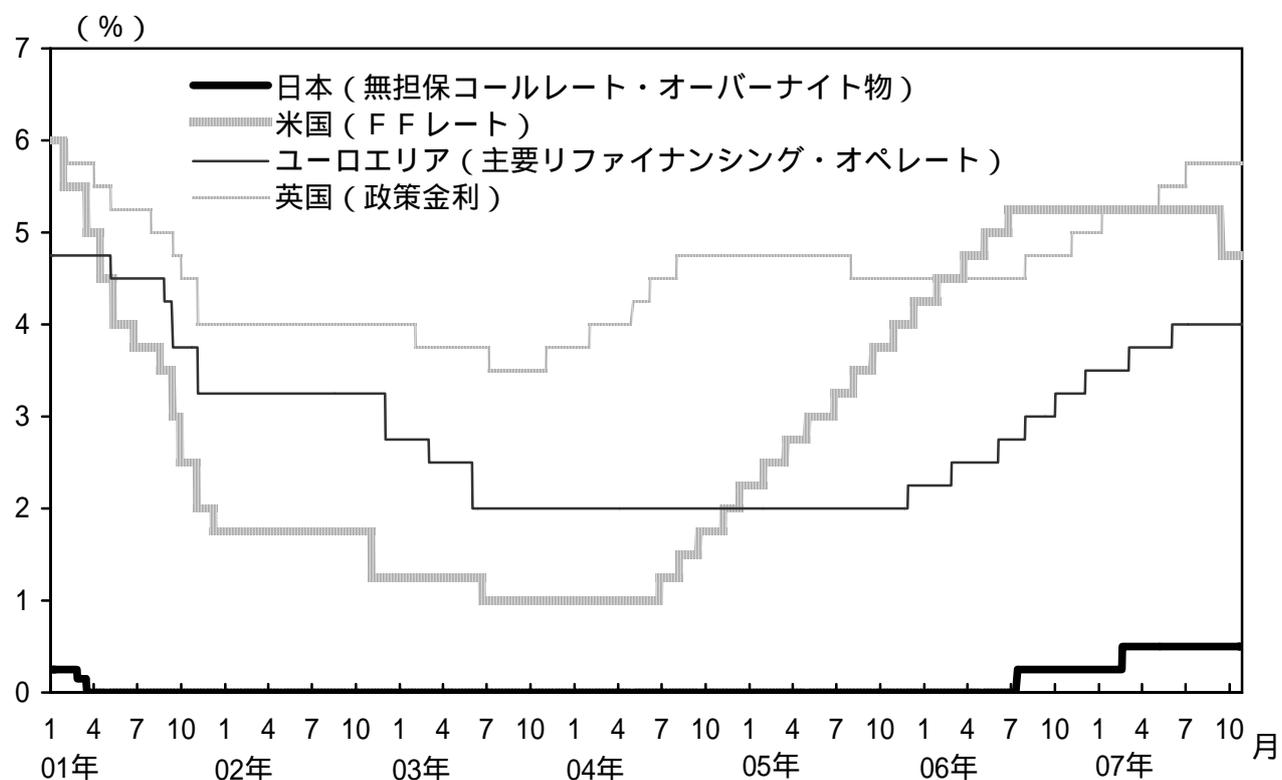
(資料) 日本銀行、日本相互証券、日本証券業協会、メリルリンチ

短期金利

(1) 短期金利



(2) 主要国の政策金利

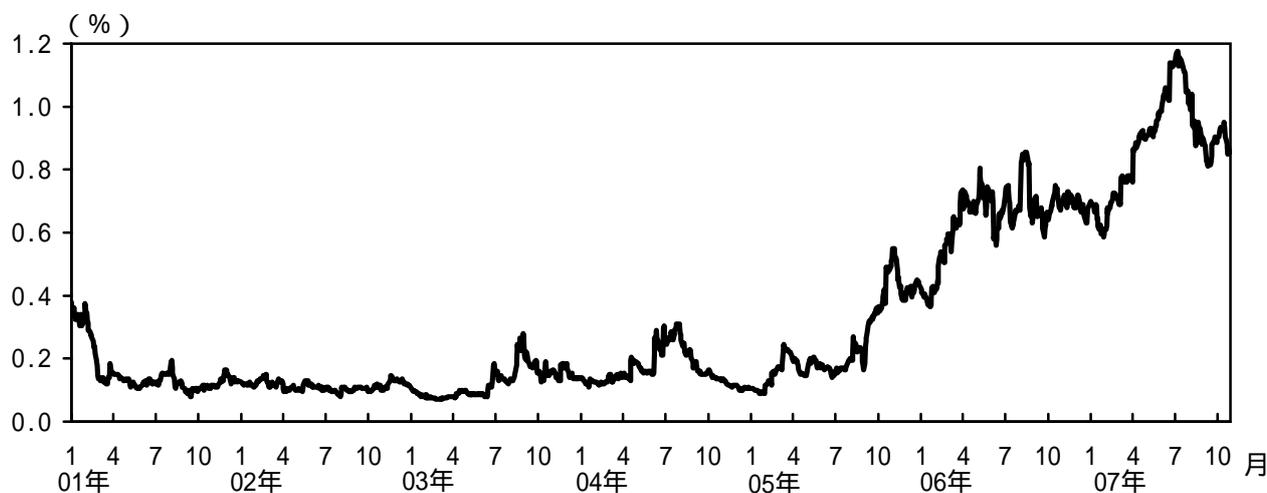


(注) 日本の政策金利は、金融市場調節の操作目標が日銀当座預金残高であった期間は 0 % とした。

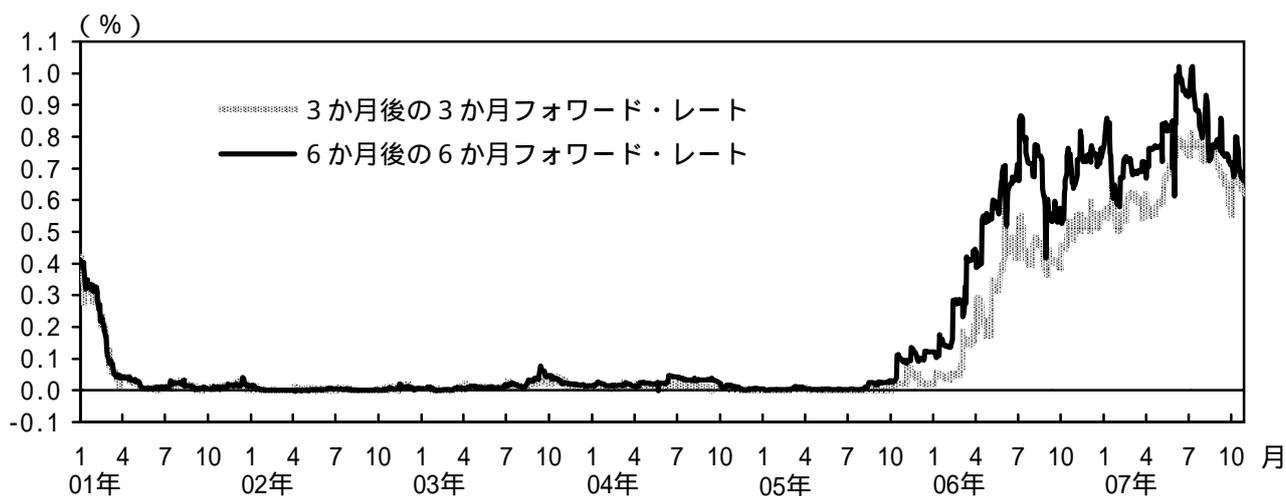
(資料) 日本銀行、各国中央銀行、Bloomberg

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)

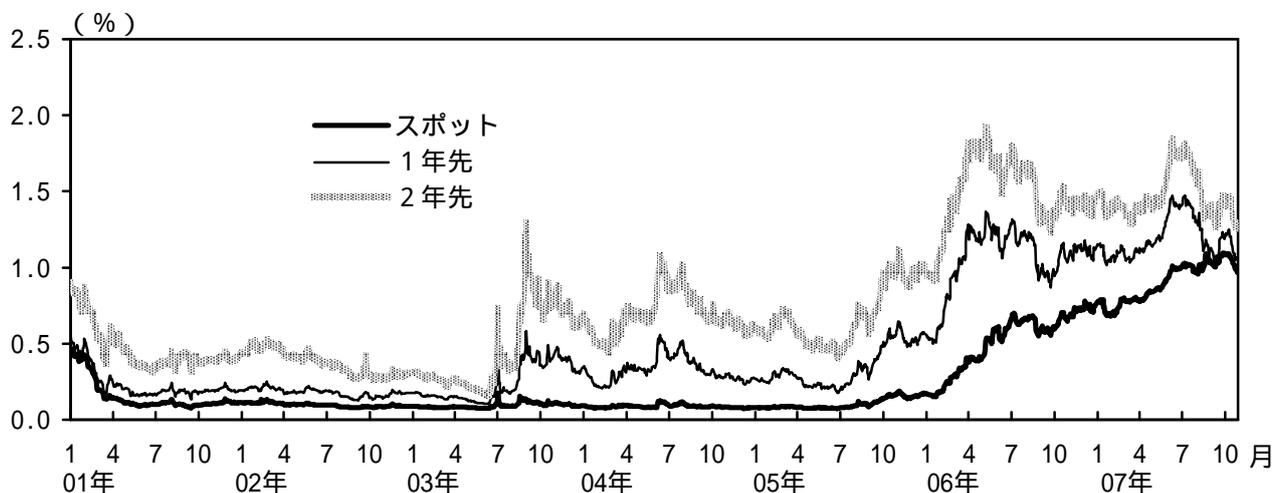


(2) T B ・ F B からみたフォワード・レート



(注) それぞれ、F B 3 か月物、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

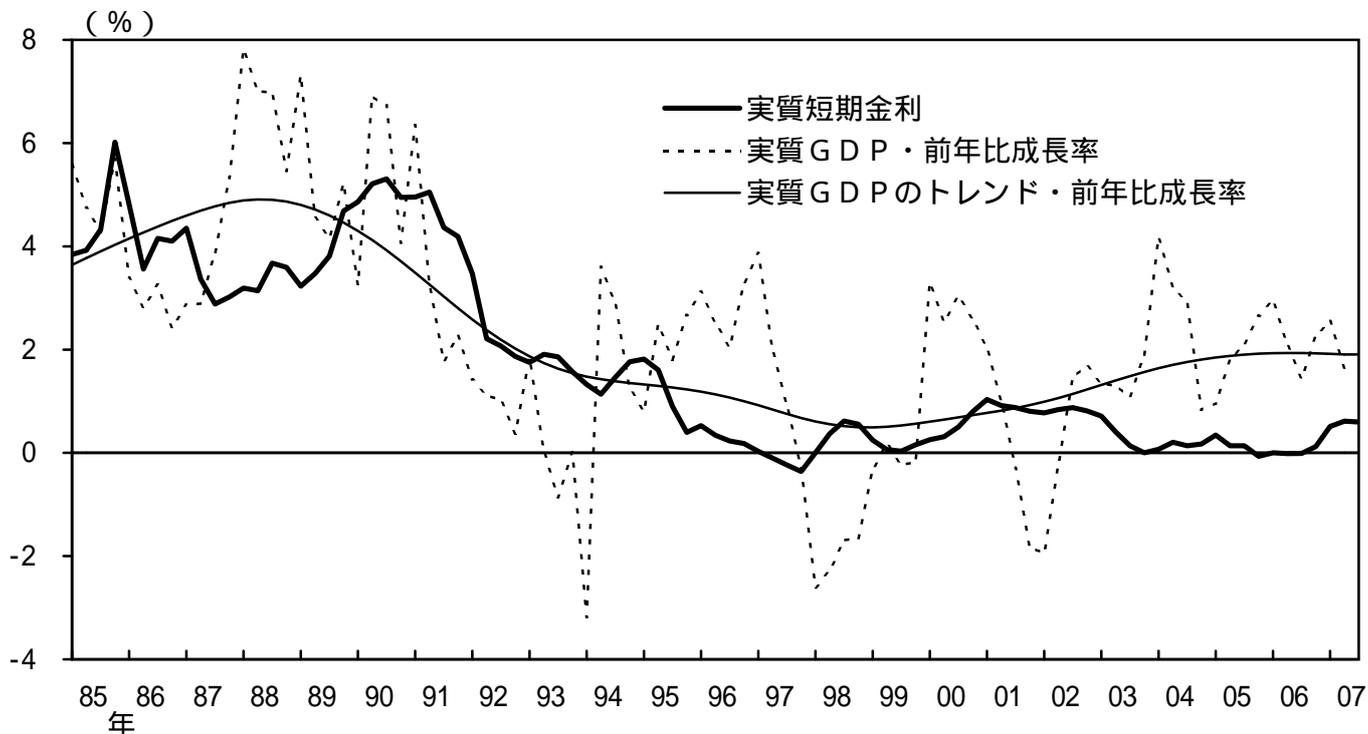


(注) 円 - 円スワップ・レートから算出。

(資料) 東京金融取引所、ロイター、Bloomberg

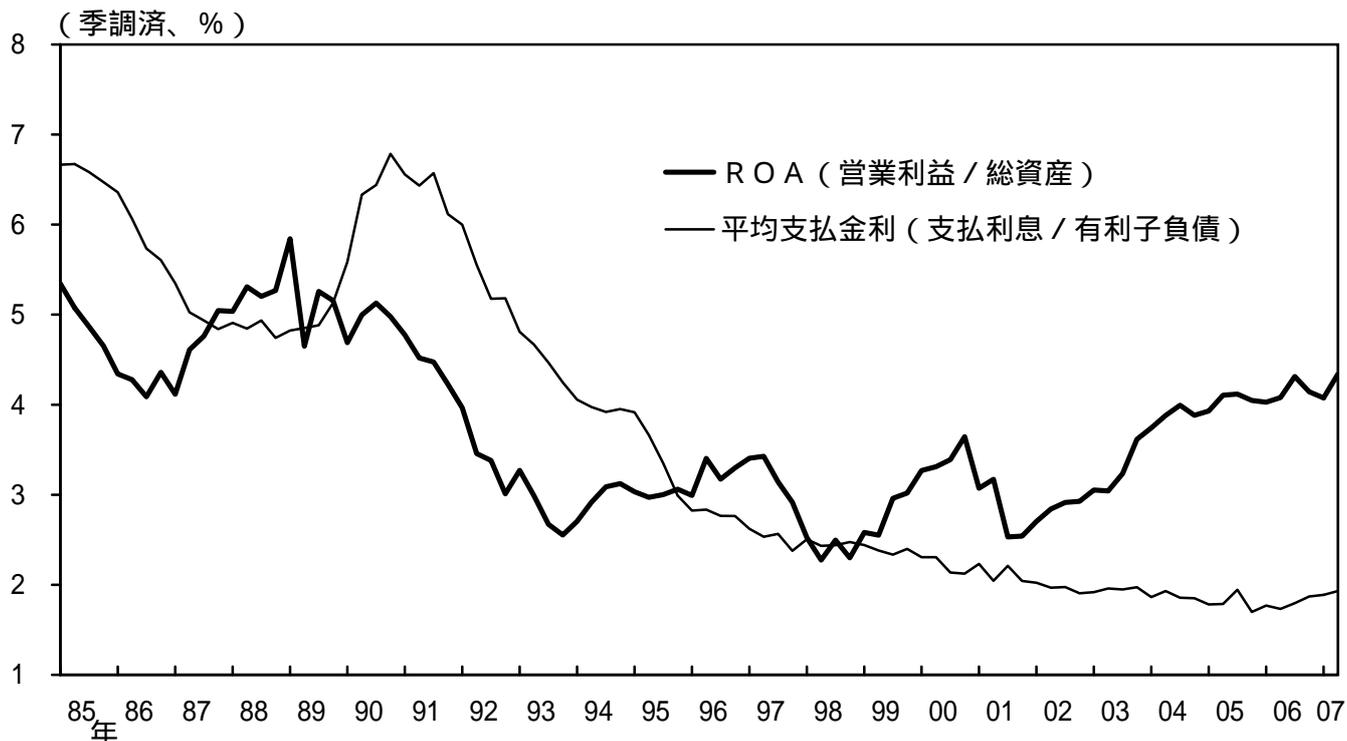
金利水準と実体経済

(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。

(2) 企業のROAと利払い率 (法人季報・全産業全規模)

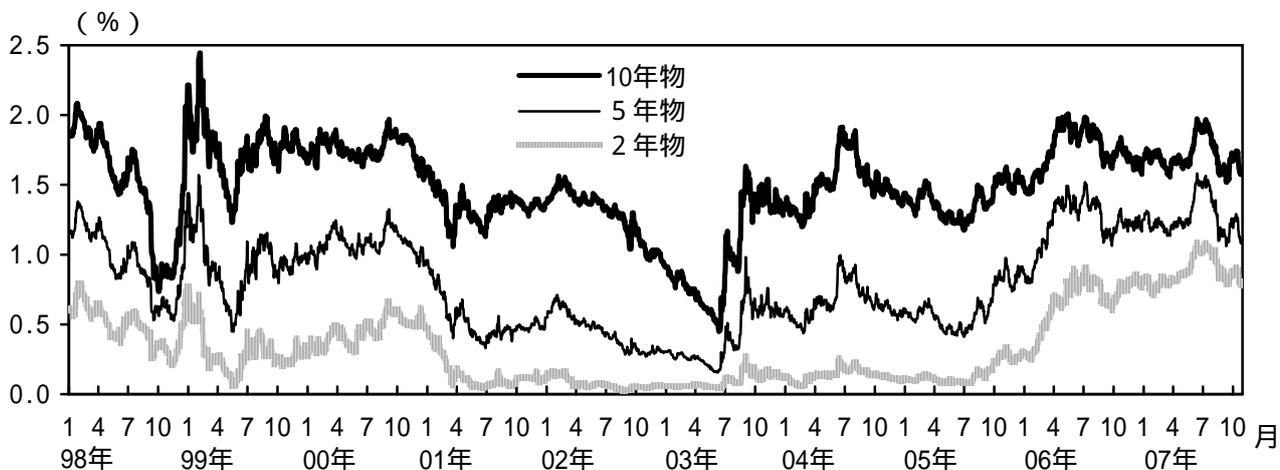


(注) 有利子負債は、長短借入金、社債、手形割引残高の合計。

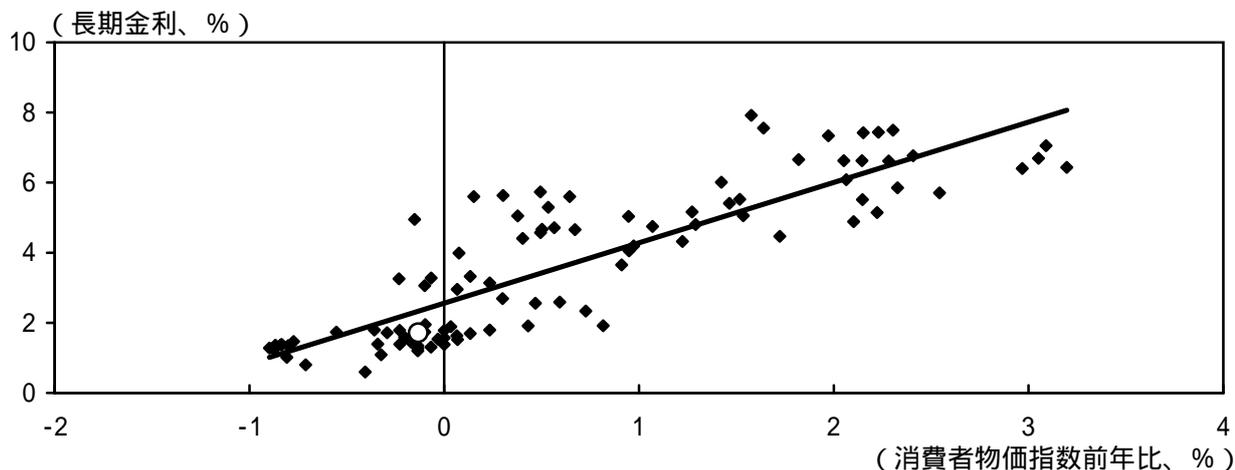
(資料) 内閣府「国民経済計算」、総務省「消費者物価指数」、財務省「法人企業統計季報」、日本銀行

長期金利

(1) 国債利回り

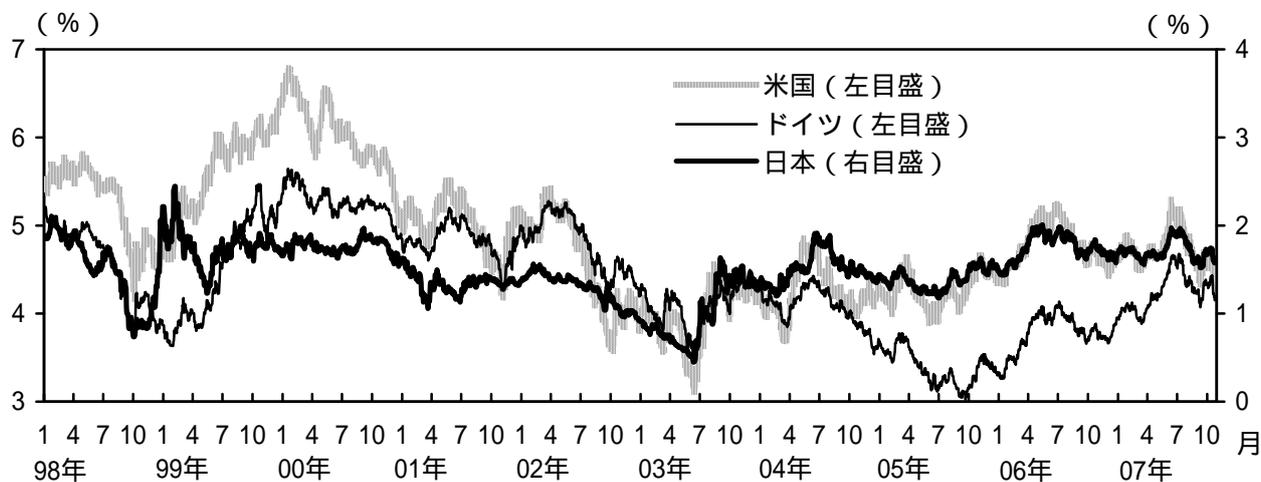


(2) 長期金利と消費者物価変化率



- (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1983/3Q ~ 2007/3Q。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)

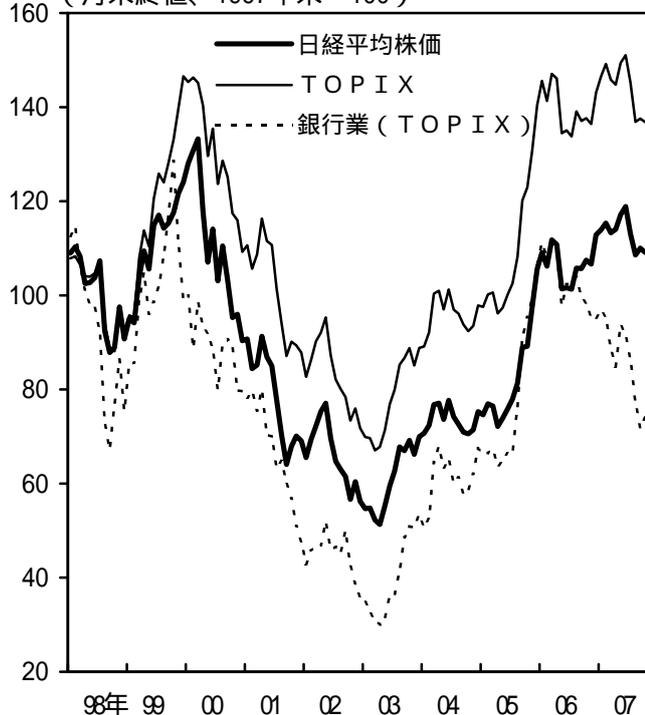


(資料) 総務省「消費者物価指数」、日本相互証券、Bloomberg

株 価

(1) 株 価

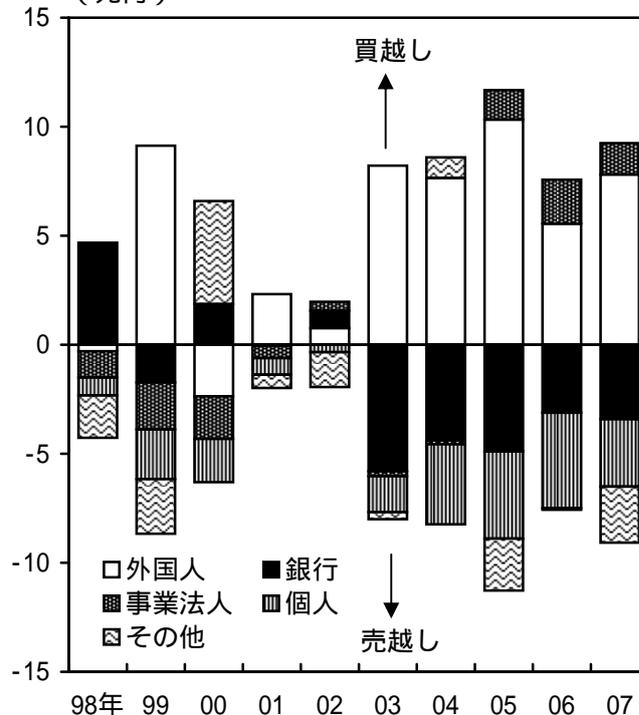
(月末終値、1997年末 = 100)



(注) 2007/10月の計数は、直近の終値。

(2) 主体別売買状況

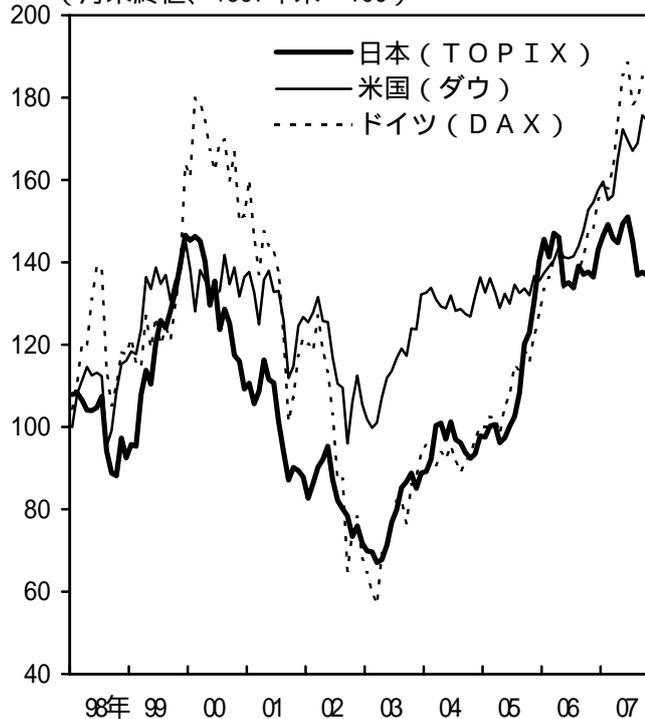
(兆円)



(注) 1. 三市場 (東証・大証・名証) 1、2部計。
2. 2007年の計数は、1-9月の年換算値。

(3) 主要国の株価

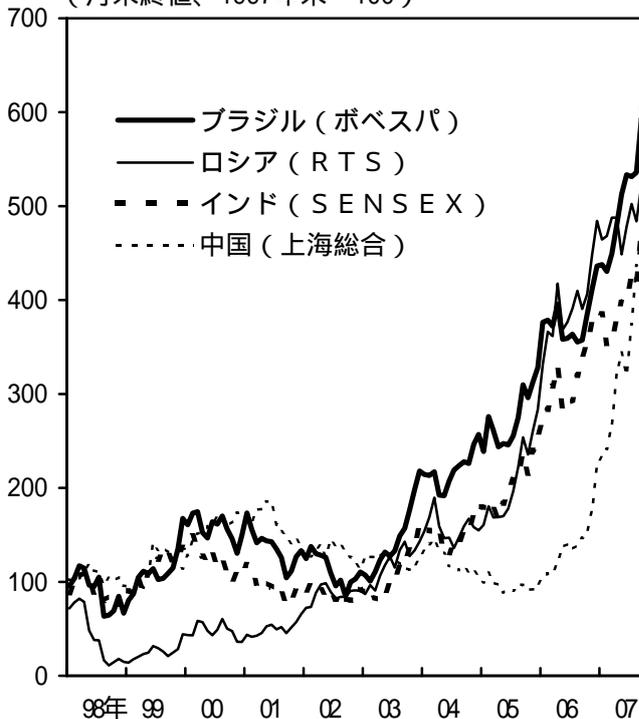
(月末終値、1997年末 = 100)



(注) 2007/10月の計数は、直近の終値。

(4) B R I C s 諸国の株価

(月末終値、1997年末 = 100)

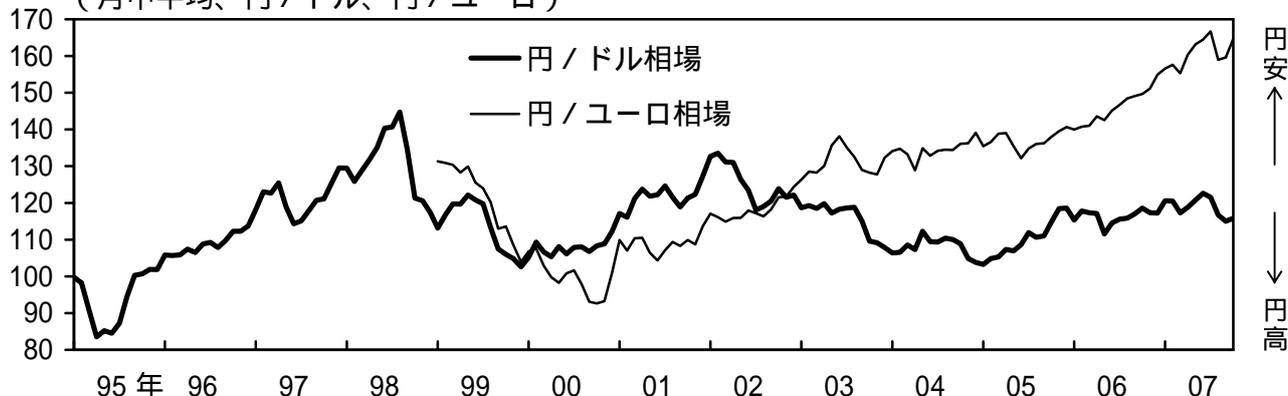


(注) 2007/10月の計数は、直近の終値。

為替相場

(1) 円ドル・円ユーロ相場

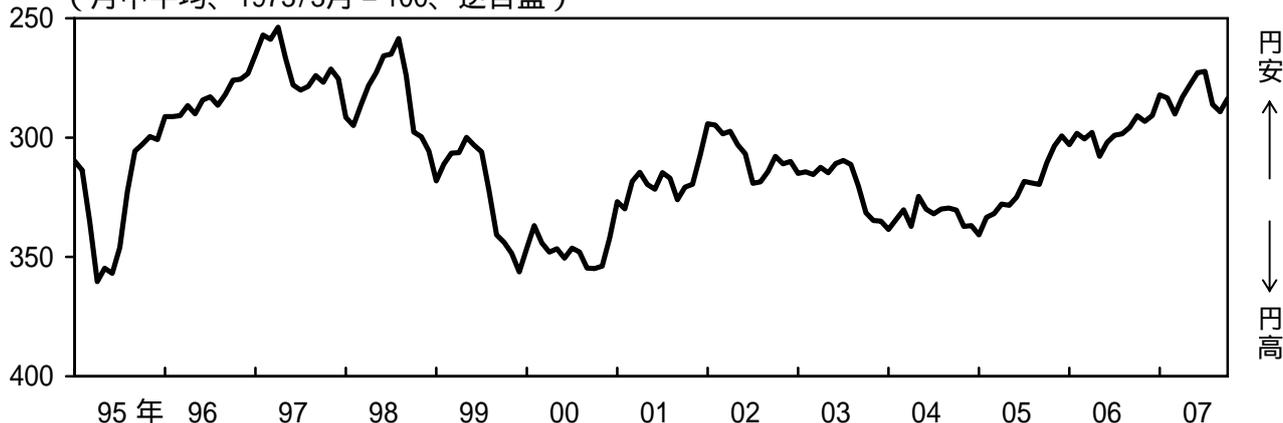
(月中平均、円 / ドル、円 / ユーロ)



(注) 2007/10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

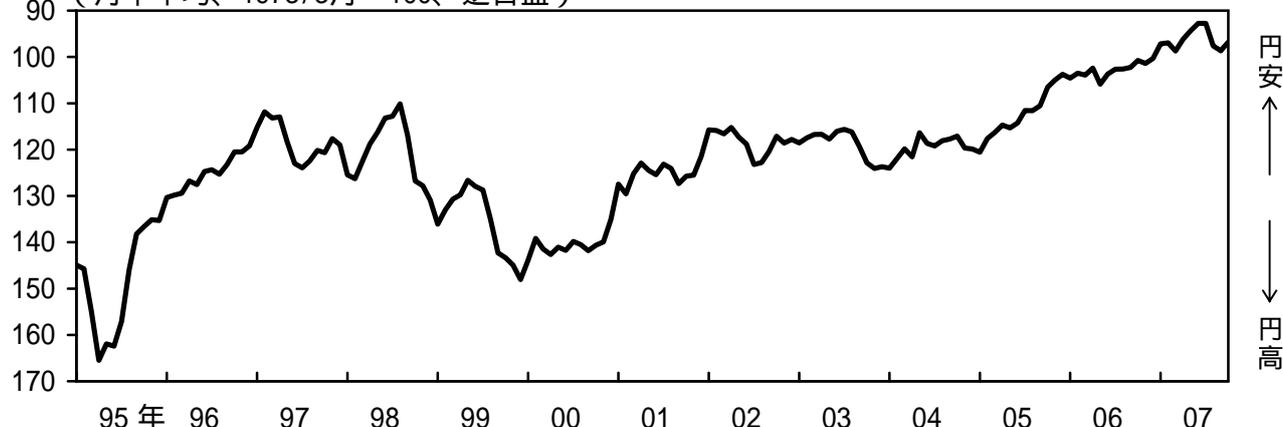
(月中平均、1973/3月 = 100、逆目盛)



(注) 通関輸出金額ウエイト上位15通貨に対する為替相場を同ウエ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、1973/3月 = 100、逆目盛)

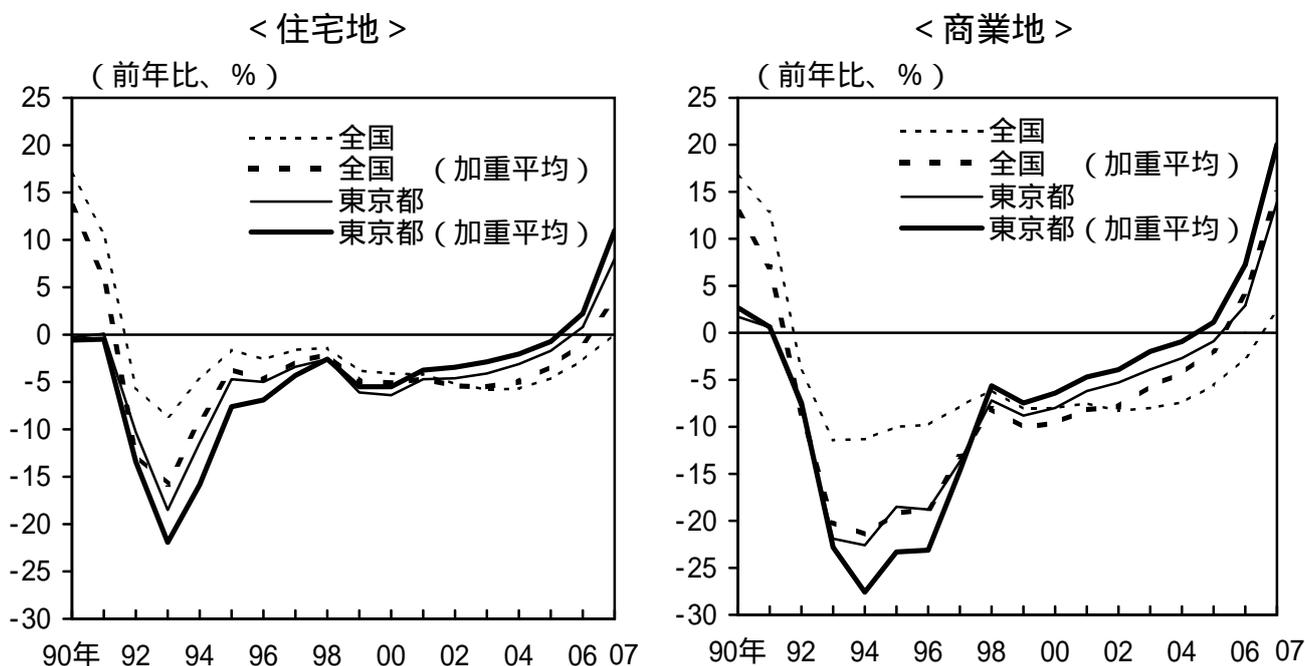


(注) 通関輸出金額ウエイト上位15通貨に対する為替相場を当該国・地域の物価指数で実質化し、同ウエイトで加重平均したもの。

(資料) 日本銀行

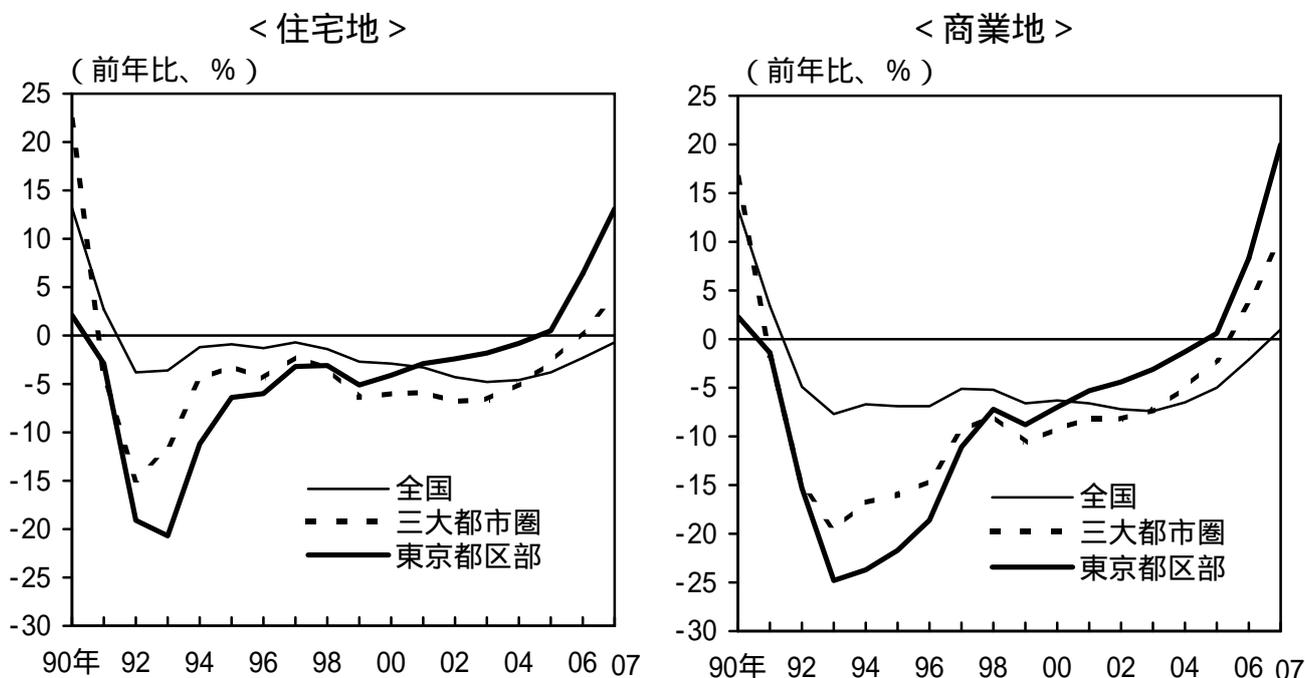
地 価

(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1㎡当たり公示地価水準で加重平均したもの。

(2) 都道府県地価調査 (7 / 1 日時点)



(注) 三大都市圏とは、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) を指す。

(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	緩やかに持ち直している		横ばい圏内の動きとなっている
東北	緩やかながら着実な回復を続けている		緩やかながら着実な回復を続けている
北陸	緩やかに回復している		緩やかに回復している
関東甲信越	緩やかに拡大している		緩やかに拡大している
東海	緩やかに拡大している		緩やかに拡大している
近畿	拡大を続けている		緩やかに拡大している
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		緩やかな回復を続けている

（注）全文は、http://www.boj.or.jp/type/ronbun/chiiki_rep/chiiki0710.htm を参照。

（資料）日本銀行「地域経済報告（2007年10月）」