

公表時間
5月1日(木)14時00分

2008年5月1日
日 本 銀 行

経済・物価情勢の展望
(2008年4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、エネルギー・原材料価格高の影響などから、減速している。前回(2007年10月)の「経済・物価情勢の展望」(展望レポート)で示した見通しと比べると、住宅投資や設備投資は下振れた一方、輸出が上振れたため、2007年度の成長率は、見通しに概ね沿って、潜在成長率並みとなったとみられる²。

先行き2008年度から2009年度を展望すると、概ね潜在成長率並みの緩やかな成長を続ける可能性が高い。すなわち、2008年度前半は、住宅投資が次第に回復に向かうものの、米国を中心とした海外経済の減速やエネルギー・原材料価格高の影響などから、景気は減速を続けるとみられる。その後は、海外経済が次第に減速局面を脱し、エネルギー・原材料価格高の影響が薄れてくるとみられるため、成長率は徐々に高まっていく可能性が高いと考えられる。その結果、2008年度の成長率は前回見通し対比で下振れ、1%台半ば程度になるとみられる。また、2009年度の成長率は1%台後半程度になると考えられる。ただし、海外経済や国際金融資本市場を巡る不確実性、エネルギー・原材料価格高の影響など景気の下振れリスクがある。

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、海外経済は、減速はするものの、新興国を中心に成長を続け、そのもとで輸出は引き続き増加する可能性が高い。第2に、企業部門は、

¹ 4月30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 潜在GDPの成長率は、2003～2004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。

設備・在庫・雇用などの面で調整圧力を抱えていない。こうしたもとで、設備投資は、中長期的な需要を見据えた投資が続くことから、大企業を中心に引き続き増加するとみられる。もっとも、原材料価格高等を背景に企業にとって厳しい収益環境が続くことや、資本ストック循環という観点からみると、これまで数年にわたって設備投資が高い伸びを続けてきたことから、伸び率は緩やかなものとなるとみられる。第3に、家計部門では、雇用者所得が緩やかに増加するもとで、個人消費は底堅く推移するとみられる。企業の人手不足感は強く、雇用者数は増加を続けると考えられる。賃金についても、労働需給がタイトな状況が長期化することから、じわじわと上昇圧力が加わっていくとみられる。もっとも、中小企業を中心に収益が伸び悩むもとで、人件費抑制姿勢は根強く続き、賃金の伸び率は緩やかなものにとどまると予想される。第4に、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。短期金利は、潜在成長率や物価上昇率との関係からみて、引き続き極めて低い水準で推移している。国際金融資本市場の動揺が続いているが、欧米に比べ、信用スプレッドの上昇は総じて小幅であり、金融機関への影響も限定的である。こうしたもとで、金融機関の貸出姿勢は総じて緩和的である。ただし、中小零細企業や非製造業の一部で金融緩和の程度は幾分後退しており、この状態は当面持続する可能性が高い。

こうした経済の見通しのもとで、物価を巡る環境について、まず、労働や設備といった資源の稼働状況をみると、現在、過去の平均的な水準からみて需給がほぼバランスしている状態にある。先行きについても、成長率が概ね潜在成長率並みで推移するもとで、資源の稼働状況は横ばい圏内の動きとなると考えられ、マクロの需給ギャップも概ね現状程度の水準で推移すると予想される。ユニット・レーバー・コスト（生産1単位当たりの

人件費)は、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マイナス幅は縮小していくとみられる。民間経済主体のインフレ予想は、各種サーベイ調査では、購入頻度の高い品目の価格が上昇していることや上昇品目の数が増えていることに伴い上振れており、先行きにかけて物価が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年度の国内企業物価指数は、国際商品市況の上昇を背景に、前回見通し対比上振れ、1989年度以来の上昇率となった。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、上昇を続けるとみられる³。その結果、2008年度の上昇率は、前回見通し対比で上振れるとみられる。

消費者物価指数(除く生鮮食品)は、2007年度は、石油製品や食料品の価格が上昇していることから、前回見通し対比で幾分上振れた。先行きは、需給ギャップが概ね横ばい圏内で推移する中、消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比は、石油製品や食料品の価格上昇テンポを反映して、2008年度央までは1%台前半で推移し、その後はやや低下するとみられる。その結果、2008年度は前回見通し対比で上振れて1%程度、2009年度も1%程度の伸び率となると予想される。

(上振れ・下振れ要因)

以上述べた見通しは、前述の前提やメカニズムに依拠した上で、相対的に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り、特に不確実性が高い状況においては、こうした要因に十分留意する必要がある。

第1に、海外経済や国際金融資本市場の動向である。国際金融資本市場

³ 今回から、国内企業物価の見通しは2005年基準に基づく。

では、米国サブプライム住宅ローン問題に端を発する動揺が続いており、不安定な状態にある。こうしたもとで、実体経済面でも、米国では、住宅市場における調整の強まりや金融環境の大幅な悪化などを受けて、景気の減速傾向は一段と強まっており、足もとは停滞している。今後、住宅市場の調整や金融資本市場の動揺がより深く、長くなる場合には、景気は下振れる可能性がある。この場合、貿易取引や国際金融資本市場等を通じて、その影響が他地域に波及し、世界経済全体としても下振れるリスクがある。欧州経済については、減速しつつも成長を続けているが、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。中国では、力強い拡大が続いており、固定資産投資などの内需の動向次第では、見通し期間中の成長率が上振れる可能性がある。一方、インフレ圧力の高まりを背景とした引き締め政策強化の影響や米国経済減速の影響が予想よりも大きい場合には、成長率が下振れるリスクもある。資源国は、資源高を背景に、インフラ投資など積極的な支出活動を行っており、世界経済に対する上振れ要因となりうる。

海外経済や国際金融資本市場などを巡る下振れリスクが顕現化した場合、日本経済に対して、貿易取引や企業収益、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。

第2に、エネルギー・原材料価格の動向である。見通しでは、原油をはじめとする国際商品市況については、新興国を中心とする需要に支えられて、高水準で推移すると想定している。国際商品市況が想定以上に上昇した場合には、各国でインフレ圧力の高まりにつながるリスクがあり、その後の景気下振れ要因となるおそれもある。また、日本にとっては、海外への所得流出が増加することにもなり、企業や家計の支出活動にマイナスの影響を及ぼす可能性がある。

第3に、企業の成長期待の動向である。見通しでは、経済が減速する中でも、中長期的にみた需要に対する企業の成長期待は崩れることなく、企業の設備投資は緩やかに増加することを想定している。しかし、こうした企業の成長期待が低下する場合、設備投資を中心に見通しが下振れる可能性がある。一方、現在、上記のような様々な下振れリスクが意識される中で、今後、それらが顕現化せずに推移すれば、企業の成長期待が上振れ、見通しが上振れる可能性もある。

第4に、緩和的な金融環境が続くもとで、金融・経済活動の振幅が大きくなる可能性があることである。現在、経済の減速によって、企業や家計、金融機関の行き過ぎた行動が生じる可能性は以前より低くなっているとみられる。もっとも、緩和的な金融環境が長く続き、今後も維持されると予想されるもとで、経済主体の期待の変化によって、その行動に行き過ぎが生じ、それが長い目でみた資源配分の歪みにつながるおそれは引き続き存在する。

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。経済活動水準の変動について上述のような上振れ・下振れ要因が顕現化した場合、物価にも相応の影響を及ぼすとみられる。物価に固有のリスク要因としては、第1に、家計のインフレ予想や企業の価格設定行動が挙げられる。消費者の購入頻度の高い財・サービスの価格上昇などを背景に、消費者のインフレ予想はさらに高まる可能性がある。また、企業においても、原材料価格の上昇を製品価格に転嫁する動きが広範化する可能性がある。これらの場合、物価は予想より上振れる可能性がある。一方、競争環境が厳しいもとで、企業のコスト削減努力などにより価格上昇が想定ほど進まない可能性もある。第2に、原油をはじめとする一次産品の価格動向には上下両方向に不確実性が大きい。

上振れ・下振れ要因は、以上のように整理しているが、相互に関連するものであることにも留意する必要がある。すなわち、海外経済や国際金融資本市場を巡る下振れリスクが薄れる場合には、企業の成長期待は上振れ、その期待との対比でみた金融環境の緩和度合いは強まる可能性がある。これらは経済・物価の上振れにつながる可能性がある。また、エネルギー・原材料価格については、上記の下振れリスクが薄れる場合には、需要見通しの上振れにより価格上昇圧力となる可能性がある一方で、投機資金の流出による価格下落の可能性もある。

(金融政策運営)

日本銀行は、物価安定のもとでの持続的成長を実現するため、「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。

「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、1%程度となっている⁴。

まず、第1の柱、すなわち先行き2009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。上述した通り、わが国経済は、当面減速するが、見通し期間全体では、概ね潜在成長率並みで推移するとみられる。また、消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比は、均してみれば1%程度で推移する可能性が高い。こうした動きは、

⁴ 日本銀行は、「中長期的な物価安定の理解」について、原則としてほぼ1年毎に点検することとしている。今回、前回の点検から1年が経過したため、点検を実施した。

「中長期的な物価安定の理解」に概ね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。

次に、第2の柱、すなわち、より長期的な視点も踏まえつつ、金融政策運営の観点から重視すべきリスクを点検する。前述の通り、海外経済や国際金融資本市場を巡る不確実性、エネルギー・原材料価格高の影響など景気の下振れリスクに最も注意する必要がある。ただし、企業部門や金融システムの頑健性が高くなっていることから、物価下落と景気悪化の悪循環が生じるリスクは小さくなっていると考えられる。物価面においては、エネルギー・原材料価格のさらなる上昇や、消費者のインフレ予想や企業の価格設定行動の変化により、物価が上振れるリスクがあるが、「中長期的な物価安定の理解」から大きく乖離する可能性は小さい。長期的には、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など、緩和的な金融環境の長期化が経済・物価の振幅をもたらすリスクは、引き続き存在し、特に上記のような下振れリスクが薄れる場合には、その重要性は増すと考えられる。

金融政策運営については、これまで、短期金利は、潜在成長率や物価上昇率との関係からみて、極めて低い水準にあり、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。実際の政策運営においては、昨年2月に政策金利水準を0.5%に引き上げ、その後は、これを維持した。これは、蓋然性の高い見通しとしては、物価安定のもとでの持続的な成長という見通しが維持されたが、そのペースは、住宅投資の落ち込みやエネルギー・原材料価格高の影響などから減速した

ことや、リスクの面でも、海外経済や国際金融資本市場を巡る不確実性、エネルギー・原材料価格高の影響など、下振れリスクが高まったことなどを考慮したものである。こうした経済の減速や下振れリスクの高まりを背景に、金融市場における先行きの利上げ見通しは後退し、対応する期間の金利は低下している。

現在のように不確実性が極めて高い状況のもとで、先行きの金融政策運営について予め特定の方向性を持つことは適当ではない。この先、下振れリスクが薄れ、物価安定のもとでの持続的な成長を続ける見通しの蓋然性が高まるのか、あるいは、下振れリスクが顕現化する蓋然性が高まるのか、よく見極めていく必要がある。日本銀行としては、経済・物価の見通しとその蓋然性、上下両方向のリスク要因を丹念に点検しながら、それらに応じて機動的に金融政策運営を行っていく方針である。

金融政策が効果を発揮する上で金融市場の安定性を維持することが必要である。金融市場の安定の面では、日本銀行は、十分な流動性供給体制を有しており、市場機能の維持に努めている。昨年夏以降、米欧金融市場の動揺が続く中で、金融市場調節を通じて、適切な流動性の供給を行ってきた。その結果、短期金融市場は落ち着いた動きを続けている。今後とも、市場動向を注意深くモニターし、適切な金融市場調節を行うことで、市場の安定に努めていく所存である。

(B O X) リスク・バランス・チャート

経済・物価を取り巻く不確実性が従来以上に高いことを踏まえて、今回の展望レポートでは、(参考1)の政策委員の見通しに加えて、(参考2)で、各政策委員が、見通しが上振れまたは下振れる可能性について想定した確率分布を集計したもの(以下、「リスク・バランス・チャート」)を公表することとした。

具体的な作成手順は、次の通り。

各委員は、実質GDP、国内企業物価指数、消費者物価指数(除く生鮮食品)について、最も蓋然性が高いと考える「見通し」を示す。これを集計したものを(参考1)に示している。以上は従来と同様である。

このうち、実質GDPと消費者物価指数(除く生鮮食品)について、各委員は、その「見通し」が上振れまたは下振れる可能性を確率分布の形で示す。

各委員の示した確率分布を、すべて合成し委員の数で割る(すなわち平均する)ことで、集計する^(注)。

今回集計された「リスク・バランス・チャート」をみると、以下の特徴がある。

実質GDP

2008年度の分布は下方向に偏っており、委員は上方リスクに比べて下方リスクが高いと考えていることが示されている。一方、2009年度は、上下の分布はほぼ均衡しており、委員は下振れと同様、上振れの可能性もあると考えていることを示唆している。また、2008年度と2009年度を比べると、2009年度の方が分布の裾野が広がっており、時間の経過とともに不確実性が高くなることが示されている。

消費者物価指数(除く生鮮食品)

2008年度、2009年度ともに、やや下方に偏っている。また、実質GDP成長率と同様に、2008年度より2009年度の方が分布の裾野が広い。

(注)リスクの分散を確率分布の形で表現する方法としては、イングランド銀行などが採用している「ファン・チャート」がある。これらの中央銀行では、政策委員が一つの見通しとその確率分布に合意したうえでこれを公表している。これに対して、日本銀行の「リスク・バランス・チャート」は、個々の委員の想定する確率分布を集計したものである点に特徴がある。

(参考1)

2007年度の政策委員の大勢見通し⁵と実績

対前年度比、%。なお、< >内は政策委員見通しの中央値。

	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
10月時点の見通し	+1.7~+1.8 <+1.8>	+1.9~+2.1 <+2.0>	0.0~+0.1 <0.0>
実績	+1.6	+2.2	+0.3

2008~2009年度の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)
2008年度	+1.4~+1.6 <+1.5>	+2.4~+2.8 <+2.5>	+0.9~+1.1 <+1.1>
10月時点の見通し	+1.9~+2.3 <+2.1>	+0.9~+1.2 <+1.0>	+0.2~+0.4 <+0.4>
2009年度	+1.6~+1.8 <+1.7>	+1.3~+1.8 <+1.5>	+0.8~+1.0 <+1.0>

(注1) 2007年度の実質GDPの「実績」については、1~3月期の計数を前期比横ばいと仮定して計算した推定値。

(注2) 国内企業物価については、10月時点の見通しは2000年基準、実績は2005年基準に基づき算出された対前年度比である。今回の2008年度、2009年度については、いずれも2005年基準に基づく見通しである。

(注3) 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。

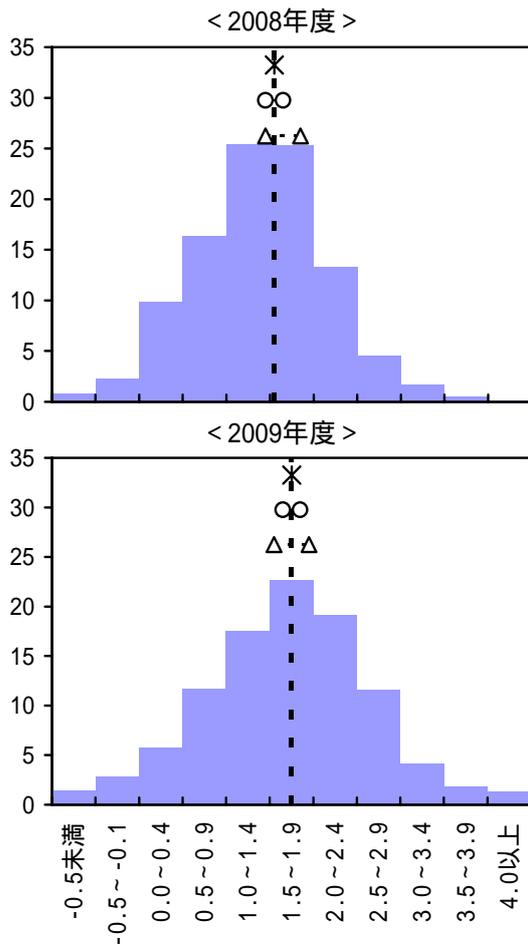
⁶ 政策委員全員の見通しの幅は下表の通りである。

	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2008年度	+1.4~+1.8	+2.3~+2.9	+0.9~+1.2
10月時点の見通し	+1.9~+2.4	+0.8~+1.5	+0.2~+0.5
2009年度	+1.5~+1.9	+1.3~+1.9	+0.8~+1.1

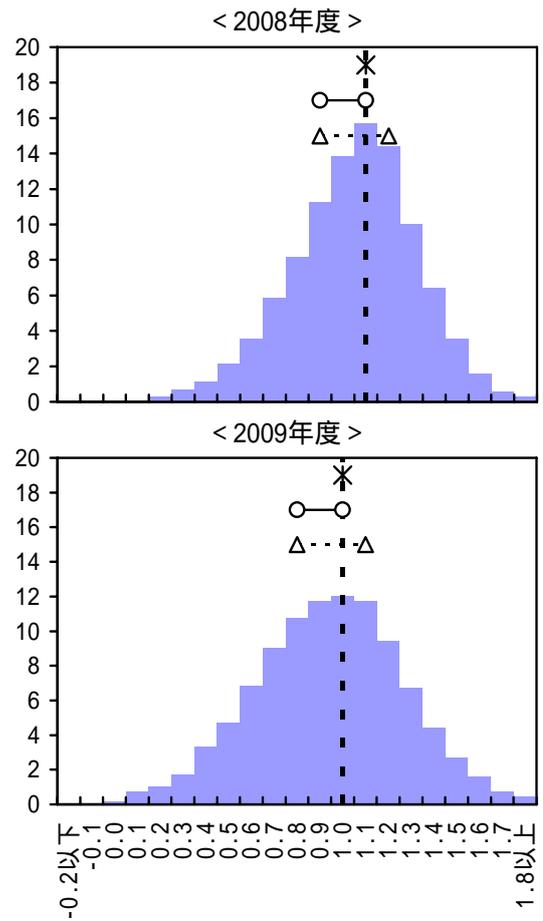
(参考2)

リスク・バランス・チャート

(1) 実質GDP



(2) 消費者物価指数(除く生鮮食品)



- (注) 1. 縦軸は確率(%)を、横軸は各指標の値(前年比、%)を示す。
 2. * および縦の点線は、政策委員の見通しの中央値を表す。また、 で括られた範囲は政策委員の大勢見通しを、 で括られた範囲は全員の見通しを、それぞれ表す。

【背景説明】

1. 2007年度の経済・物価・金融情勢

(経済動向)

2007年度のわが国経済を振り返ると、年度半ば頃までは、緩やかな拡大が続けていたが、その後は、住宅投資の落ち込みやエネルギー・原材料価格高の影響などから、生産・所得・支出の好循環メカニズムが次第に弱まり、景気は減速傾向を辿った(図表1)⁷。

輸出は、米国向けが弱めに推移したが、海外経済が全体として拡大する中、仕向け地域の裾野の広がりを伴いつつ、増加を続けた(図表2)。一方、公共投資は、国・地方の厳しい財政状況を背景に低調に推移し、住宅投資は、改正建築基準法施行の影響などから、年度後半にかけて大幅に減少した(図表3)。こうした中、エネルギー・原材料価格の大幅上昇の影響もあって、企業収益は、高水準を維持しつつも、中小企業を中心に伸び悩み傾向となり、企業の業況感も年度末にかけて慎重化した(図表4)。そのもとで、設備投資は、増加基調を維持しつつも、そのテンポは次第に鈍化した(図表5)。個人消費は、雇用者所得が緩やかな増加を続けるもとで、耐久消費財を中心に、底堅く推移した(図表6(1))。ただし、消費者コンフィデンスは、石油製品や食料品の値上げや株価の弱さなどが影響し、総じて慎重化した(図表6(2))。以上のような内外需要のもとで、鉱工業生産は、2007年後半に、電子部品・デバイスにおける在庫調整の進捗や自動車における地震関連の挽回生産もあって、高め

⁷ 日本銀行では、支店における調査などを通じて、地域経済の現状について、「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4月の同レポートでは、各地域の中堅・中小製造業や非製造業のグローバル需要の取り込みに向けた動きや、各地域の雇用・賃金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は、末尾の参考図表にまとめてある。

の伸びを示したあと、2008 年入り後は、海外経済を巡る不確実性などを意識した企業の生産姿勢の慎重化もあって、概ね横ばいの動きとなっている（図表 7）。

昨年 10 月の「経済・物価情勢の展望」（展望レポート）では、2007 年度の実質 GDP 成長率について、2006 年度までの 2 % 強から幾分低下し、潜在成長率並みの 1 % 台後半になると予想したが⁸、その見通しに概ね沿って着地したと見込まれる。内容をみると、新興国や資源国の力強い成長に支えられ、輸出が上振れた。一方、改正建築基準法施行の影響の深まりや、国際商品市況の大幅上昇に伴う交易条件の悪化などを背景に、住宅投資や設備投資は下振れた。また、エネルギー・原材料価格高などによる所得形成の弱まりから、輸出を起点とした前向きな循環の力が作用しにくい状態となった。こうした経済の姿は、交易条件変化の所得形成への影響を考慮した実質 GDI（国内総所得）や実質 GNI（国民総所得）の伸びが、実質 GDP（国内総生産）の伸びに比べ低めにとどまった点にも、現れている（図表 8）⁹。

以上のような実体経済動向を反映し、労働や設備といった資源の稼働状況は、2006 年度まで高まったあと、2007 年度は、過去の平均ないしそれを若干上回る水準での、横ばい推移となった（図表 9）。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

⁸ 潜在 GDP の成長率は、2003～2004 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。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、後述の需給ギャップ（概念的には、GDP の実績と潜在 GDP の乖離に対応している）とともに、幅をもってみる必要がある。

⁹ 実質 GDI = 実質 GDP + 交易利得

実質 GNI = 実質 GDI + 海外からの所得の純受取（利子・配当等）

交易利得 = 名目純輸出 / 輸出・輸入デフレーターの加重平均 - 実質純輸出

なお、交易利得とは、交易条件の変化によって生じる所得の増減の実質額を指す。

した指標でみると、小幅不足超の水準で、一進一退の動きとなった。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、2006年度に、過去の景気循環の平均を幾分上回る水準まで高まったあと、2007年度は、横ばい圏内での推移となった。

（物価動向）

物価面をみると、以上のように経済全体の需給がほぼバランスした状態で推移するもとで、国際商品市況が一段と上昇したことから、企業段階を中心に、年度末にかけて上昇圧力が高まった（図表 10、11）。国内企業物価指数の前年比は、2007 年度を通じてプラスで推移し、年度末にかけては、月次ベースでは 1981 年以来となる 3 % 台までプラス幅が拡大した。消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比については、2007 年秋頃までゼロ % 近傍で推移したが、その後は、石油製品や食料品の価格上昇などを背景に、1 % 強まで上昇した（図表 12）。これは、消費税の影響を除くベースでは、1993 年以来のプラス幅である。

10 月の展望レポート時点での想定に比べると、国際商品市況の上昇を背景に、国内企業物価指数、消費者物価指数ともに上振れて推移した。消費者段階では、原油や穀物の市況が大幅に上昇したことから、それに関連する品目において、コスト高を転嫁する動きが幅広くみられた。ただし、大手小売を中心に、厳しい競争環境を意識した値上げ抑制スタンスも根強く維持されたことから、食料・エネルギーを除くベースでみた消費者物価指数の前年比は、ゼロ % 近傍までの改善にとどまった。

（金融市場動向）

国際金融資本市場では、昨年夏場以降、米国のサブプライム住宅ローン問題に端を発する動揺が続き、振れの大きい展開となった。問題の発端で

ある証券化商品市場では、証券化商品の格付けの低下とともに、価格の下落が続き、機能が低下した。また、米欧では、企業金融面でみても、社債の信用スプレッドが拡大し、金融機関の与信姿勢もタイト化したほか、短期金融市場では、昨年末にかけて資金調達圧力が高まり、短期金利のスプレッドが上昇した（図表 13）。このため、昨年 12 月 12 日に米欧 5 中央銀行は流動性供給に関する諸措置を公表した。その後、こうした流動性供給措置の効果もあって、短期金利のスプレッドは一旦縮小したが、本年 2 月末頃から、金融機関の損失拡大懸念などを背景に、再び資金調達圧力が高まった。こうした調達圧力に対処するため、米欧 5 中央銀行は、3 月 11 日に新たな流動性供給措置を公表した。

一方、わが国の短期金融市場は米欧に比べれば落ち着いた動きを続けてきた。無担保コールレート（オーバーナイト物）は 0.5%前後で推移した（図表 14）。ターム物金利は、年度末越え資金調達が活発化した時期には、やや上昇したが、それ以外の時期については、概ね安定的に推移してきた。ユーロ円金利先物レートや各種のフォワード・レートは、年明けにかけて低下したが、その後上昇し、足もとでは横ばい圏内の動きとなっている（図表 15）。この間、潜在成長率や物価上昇率との関係からみて、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 16）。

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、前回展望レポート以降、米欧長期金利の動きにつれて低下している（図表 17）。また、株価は、米欧株価の下落や円高を背景に大きく下落し、足もとは横ばい圏内で推移している（図表 18）。為替相場は、昨年夏場以降、世界的にリスクの再評価が進む中で、年度末にかけて円高方向への動きが続いていた（図表 19）。

（金融環境）

わが国の金融環境についてみると、国際金融資本市場の変動の影響は限定的であり、緩和的な金融環境が維持されている。

資金供給面をみると、金融機関は、総じて緩和的な貸出姿勢を続けている。CP・社債の発行環境も、一部下位格付け先を除き全体としてみれば良好な状態にある（図表 20）。ただし、原材料価格高などを背景に、中小零細企業を中心に資金繰り判断がやや慎重化しているほか、企業からみた金融機関の貸出態度も「緩い」超幅がやや縮小している（図表 21）。

資金需要面においては、設備投資向け資金が高水準となっていることに加え、配当払いや自社株買いのための資金支出も緩やかに増加しているが、原材料価格上昇を反映した運転資金需要も増えている。ただし、企業のキャッシュフローは引き続き高水準であることから、民間の資金需要は横ばい圏内で推移している。

こうしたもとで、貸出金利は、全体として極めて低い水準にある。新規貸出約定平均金利は、月々の振れを均してみれば、横ばい圏内の動きとなっている（図表 22(1)）。また、民間銀行貸出の増加ペースは緩やかなものにとどまっている（図表 22(2)）。一方、CP・社債発行残高は、前年を上回って推移している。

この間、マネーサプライ（M2 + CD）は、前年比 2% 台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 22(3)）。

地価は、都市部で上昇している一方、地方圏では下落幅が縮小しつつも、引き続き下落している（図表 23）。2008 年の公示地価（1 月 1 日時点）をみると、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が高めの伸びとなっているほか、住宅地も上昇している。

もっとも、東京における地価の上昇テンポは、足もとやや鈍化してきている。

2 . 2008 ~ 2009 年度の経済・物価の見通し

(経済・物価見通し)

2008 年度から 2009 年度までを展望すると、わが国経済は、潜在成長率近傍での緩やかな成長経路を辿ると予想される。まず、2008 年度前半は、住宅投資が緩やかに回復するものの、米国を中心とした海外経済の減速や、円高および大幅なエネルギー・原材料価格上昇の影響などから、景気は減速を続けるとみられる¹⁰。鉱工業生産は横ばい圏内の動きにとどまり、所得形成力も弱めに推移すると予想される。しかし、その後は、海外経済が次第に減速局面を脱し、エネルギー・原材料価格高の影響が薄れてくるとみられるため、わが国経済の所得形成力も回復していく可能性が高いと考えられる。その結果、2008 年度の実質 GDP 成長率は 1 % 台半ば程度、2009 年度は 1 % 台後半程度になると予想される。

このように、今回の見通しでは、わが国の景気が、2008 年度上期にかけて減速を続けつつも、明確な後退には陥らず、その後潜在成長率並みの緩やかな成長経路を辿っていくと考えている。こうした見通しの基本的な考え方を整理すると、まず、景気が明確な後退には陥らないという点については、海外経済の高めの成長、緩和的な金融環境、在庫・設備・雇用面における調整圧力の小ささ、などが背景となっている。他

¹⁰ 景気動向指数の C I をみると、先行指数が低下を続けているうえ、これまで緩やかな上昇を続けてきた一致指数も、生産の横ばい傾向などを反映して、このところは一進一退の動きとなっている(図表 1 (3))。生産関連の指標がなかなか増勢を取り戻さず、しばらく弱い動きが続いた場合には、景気の底堅さ自体は損なわれなくても、景気基準日付上の「景気の山」が事後的に認定される可能性はある。

方、2009 年度までの見通し期間中に、潜在成長率を明確に上回るモメンタムを取り戻せないのは、設備投資が、過去数年にわたる増加の結果、循環的にみて伸びにくい局面に入ってきていること、海外経済の成長ペースが 2007 年までに比べれば緩やかになること、そのもとで国際商品市況は高水準で推移し、企業収益の圧迫要因として作用し続けること、その結果、企業から家計への所得波及も緩やかなものにとどまる可能性が高いこと、などを背景としたものである。

先行きの物価を取り巻く環境をみると、労働や設備といった資源の稼働状況は、経済成長率が概ね潜在成長率並みで推移することから、現在のような需給がほぼバランスした状態で、概ね横ばい圏内の動きになると考えられる。ユニット・レーバ・コスト（生産 1 単位当たりの人件費）は、賃金が緩やかな上昇に向かうにつれ、マイナス幅を縮小していく可能性が高い（図表 24）。この間、国際商品市況については、投機資金の動きなどによる振れを伴いつつも、高めの世界経済成長が続くとの前提のもとで、高水準で推移すると考えられる（図表 27(3)）。これらを踏まえると、過去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 25）。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、石油製品や食料品など生活必需品の価格上昇等に伴い上振れており、先行きにかけて物価が上昇していく形となっている（図表 26）。

以上の整理を踏まえると、先行き、国内企業物価指数は、上昇を続けるとみられる。消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比は、石油製品や食料品を中心に上昇し、2008 年度、2009 年度ともに 1 %程度の伸び率になると予想される。

(輸出を取り巻く環境)

海外経済の拡大を背景に輸出の増加が持続することは、企業部門の前向きの行動を支える重要な要素である。海外経済の先行きについては、足もと、米国経済が停滞しているが、今回の見通しでは、新興国や資源国の成長は相当程度維持され、全体としては緩やかな減速にとどまるという見方を前提としている(図表 27(1)(2))¹¹。そうした海外環境のもとで、わが国の輸出については、世界経済の減速や円高の影響が現れる 2008 年度上期を中心に、増勢が幾分緩やかになるとみられるが、増加傾向自体は維持されていくと考えられる。

2001 年以降における世界貿易動向を国・地域別にみると、「世界からの輸入」が大きく伸びたのは米国などの先進国ではなく、中国を中心とするアジアや、中東、その他地域(ロシア、中南米等)である(図表 28(1))¹²。すなわち、新興国や資源国の高成長に伴って、世界経済の成長エンジンは多極化しており、わが国からの輸出も、そうした世界の貿易構造を反映するものとなっている。

このような新興国・資源国向けを中心とした輸出増加や海外企業活動に伴う所得増加は、これまでのところ、交易条件の悪化による海外への所得流出、すなわち交易利得の減少を上回っている(図表 29)。すなわち、今回の景気拡大局面においては、対 GDP 比率でみた累積交易損失が、2 度のオイルショック後のインパクトを上回る規模に達している。しか

¹¹ IMF の世界経済見通し (World Economic Outlook) によると、2008～2009 年の世界経済の成長率は、2004～2007 年に比べれば減速するものの、1998 年や 2001 年のような急減速とはならず、新興国や資源国を中心になお高めの成長を続ける見通しにある。

¹² 名目輸出における国・地域別のシェアをみると、実質輸出の伸びが目立って高い中国の上昇が顕著であるが、実質の伸びでは世界平均並みの中東・その他地域でも、シェアを高めている(図表 28(2))。これは、同地域からの輸出の中心を占める一次産品の価格が上昇していることを反映したものであり、同地域向けの輸出増加と併せると、資源高に伴う所得増加が貿易を通じて他国に還元されている姿が浮かび上がる。

し、オイルショック時とは異なり、一次産品価格の上昇と表裏をなしつつ増大したグローバル需要を、わが国経済は実質貿易（純輸出）や利子・配当等（海外からの所得の純受取）の形でしっかりと取り込んでおり、対外取引全体でみた所得はむしろ幾分増加している。こうした「交易利得」と「実質貿易収支」を交換し合う好循環は、過去数年間、わが国に限らず、世界的な規模で概ね実現されており（図表 30）、これが、国際商品市況の上昇と世界経済の高成長をこれまで両立させてきた基本構造であったと考えることができる。

先行きもこのような形で世界経済の拡大が続くのであれば、わが国の輸出は、幅広い地域に向けて増加基調を維持し、成長のエンジンとして日本経済を支え続けると考えられる。しかし、国際金融資本市場では、米国サブプライム住宅ローン問題に端を発する動揺が続いており、そのもとで、米欧金融機関の貸出姿勢が厳格化している。これらの動向や、それが米欧経済、さらには他地域の経済へ及ぼす影響次第では、世界全体の成長が下振れるリスクがある。仮に、下振れリスクが顕現化した場合、その程度如何では、わが国にも、輸出や設備投資の下振れを主因に前向きな循環メカニズムが途切れ、経済成長率が潜在成長率に届かなくなる、

それに国際商品市況の下落も加わって消費者物価の上昇率が低下する、などの形で影響が及ぶ可能性が考えられる。

一方、中国をはじめとした新興国や資源国の内需の強さや、米国経済の回復力等によっては、海外経済がはっきりと上振れる可能性もある。ただし、その場合は、世界的なインフレ圧力への影響が問題になりうる。見通しでは、世界経済が高めの成長を続けることと国際商品市況が高水準で推移することが両立する、という考え方を採っている。しかし、両者のバランスを巡る不確実性は大きく、海外経済のわずかな上振れが国際

商品市況の上昇を加速させる可能性も否定できない。その場合、世界経済は一時的に上振れても、インフレ圧力の一段の高まりによって、結局その後の成長が制約されることになると考えられる。日本経済にとっても、純輸出等を通じるプラス面よりも交易利得のマイナス面の方が大きい状態が続いて、企業や家計の支出行動にマイナスの影響が及ぶ可能性がある。

(企業の収益環境と支出行動)

企業収益は、高水準ながら、このところ伸び悩んでいる。3月短観の事業計画で経常利益をみると(図表 31)、2007年度は、エネルギー・原材料価格高などを背景に、中小企業を中心として全般に下方修正され、小幅ながら6年振りの減益で着地する見込みとなっている。2008年度をみると、通期では小幅増益に転じる計画であるが、半期ベースでみると、2008年度上期は2007年度下期に続き、前年比減少が予想されている。

こうした収益の伸び悩みは、過去数か月間に生じた円高や大幅なエネルギー・原材料価格高による面が大きいため、そうした外部環境がさらに厳しさを増す状況とならない限り、2009年度には、企業収益の増加基調が回復されていく蓋然性が高い。

ただし、労働需給のタイトな状況が続き、人件費の削減は難しくなっているため、新たな市場の開拓や生産性の向上など、付加価値を創造する力が強まっていかない限り、2006年度までのような増益テンポを取り戻すことは容易でないと考えられる。とりわけ、中小企業は、もともと内需依存度の高い企業が多いことや、そのこともあって原材料コスト上昇の影響を受けやすいことなどから、全体として、大企業よりも厳しい収益環境に直面し続ける可能性が高いと予想される。

設備投資についてみると、過去数年にわたる増加から、投資規模自体が潜在成長率に概ね見合った水準まで既に高まっているため、高い伸び率がこれ以上は続きにくい局面に入ってきている（図表 32）。そうしたもと、改正建築基準法施行の影響や、中小企業を中心とした収益の伸び悩み傾向、先行きに対する不確実性の高まりもあって、設備投資の増勢は鈍化してきている。もっとも、規律のとれた企業行動のもとで、過大な投資はなされていないことから、現時点では、全体として、ストック面からの調整圧力を抱えていないと判断される。また、企業収益は、エネルギー・原材料価格の高騰を伴うことなく中長期的な需要の強さが維持される限り、大きく落ち込まずに再び増益へ向かっていくと考えられる。エネルギー価格高等を背景に、合理化・省力化投資も見込まれる。これらを踏まえると、設備投資の先行きについては、改正建築基準法施行の影響が和らぐこともあって、潜在成長率と概ね整合的な緩やかなペースで増加基調を辿ると予想される。

ただし、最近の設備投資の増加は、海外市場の成長機会を意識した経営戦略によって牽引されている面があるため、前述の海外経済動向に関連したリスクには注意が必要である。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が、海外需要に関し、成長期待を低下させる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長期化した場合などには、設備投資は相応に下振れるリスクがある。一方、海外経済の不透明感が早めに払拭されれば、グローバル企業を中心に、設備投資や生産姿勢の強気化など、企業活動は全般に上振れる可能性がある。ただし、その場合でも、国際商品市況が急激に上昇するならば、中小企業などの支出行動にマイナスの影響が及ぶリスクもある。

（雇用・所得環境と家計の支出行動）

労働市場をみると、景気減速により需給逼迫方向の動きは一服しているが、引き続き人手不足感の強い状況にある。先行きについても、経済成長率が潜在成長率並みで推移することを踏まえると、現状程度のタイトな状況が続くと考えられる。

雇用者数は、企業収益の伸び悩みや生産活動の減速に伴い、統計によっては伸びが鈍化しているが、総じてみれば、人手不足感を背景に増加を続けており、先行きも経済の成長ペースに見合った緩やかな増加傾向が維持される可能性が高い（図表 33(1)）。生産年齢人口（15 歳以上 65 歳未満）は今後も前年比 1 % 程度の減少を続けるが、そうしたもとでも、

新卒採用の拡大、雇用形態の多様化に伴う高年齢層や女性の労働参加率の高まり、個人企業の自営業主・家族従業者からの流入、などによって、労働市場の需給逼迫感が急激に高まることなく、緩やかな雇用の増加が実現されていくものと考えられる（図表 34(1)）。

一人当たり賃金の足もとの動きをみると、前年比ゼロ%近傍で推移しているが、内訳をみると、企業収益伸び悩みの影響から特別給与が減少する一方、所定内給与は小幅ながら前年比プラスに転じてきている（図表 33(2)）。所定内給与のプラス転化の背景としては、人手不足長期化の影響がじわじわと賃金上昇圧力として現れてきていること、本年 4 月の改正パートタイム労働法施行など法的環境の変化もあって、非正規社員の待遇改善・正社員化の動きが促進されていること、団塊世代の退職者増加が一巡する局面に差し掛かり、平均賃金押し下げ効果の拡大が止まり始めたとみられること、などが考えられる（図表 34(3)）。先行きについても、こうした所定内給与の改善傾向が続くと考えられる。ただし、労働需給の逼迫方向への動きが明確には生じないことや、中小企

業を中心とした収益伸び悩み傾向などを踏まえると、賃金の上昇率は緩やかなものにとどまると予想される。

以上のような雇用・所得環境のもとで、個人消費は底堅く推移しており、先行きについても耐久財を中心とする新商品効果や高齢化に伴うサービス支出の増加などにも支えられて、底堅く推移していくと考えられる。ただ、消費者コンフィデンスは、既にみた通り、石油製品や食料品の値上げの動きや株価の弱さなどが影響し、総じて慎重化している。

3月短観で、個人消費関連業種の業況判断DIをみても、総じて慎重化の傾向にある(図表35)。こうしたことを踏まえると、物価の上昇や株価の低迷が予想以上に消費の足を引っ張る可能性などについて、注意深くみていく必要があると考えられる。

この間、住宅着工戸数は、改正建築基準法施行の影響から大きく減少したあと、足もとでは120万戸近くまで持ち直してきている。しかし、分譲マンション市場では、一昨年来の価格上昇を受けた販売の落ち込みなどから在庫が積み上がっており、価格面での調整圧力が高まっている(前掲図表3(3))。また、不動産セクターにおける金融緩和の度合いが弱まるもとで、不動産ファンドなどによる貸家への投資も一服している。これらを踏まえると、今後、住宅投資は回復に向かうが、そのテンポは緩やかなものにとどまると予想される。

(物価変動を取り巻く環境)

今回の景気拡大局面においては、マクロ的な資源の稼働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きた(図表36)。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きたと考えられる¹³。

最近の動きをみると、このように厳しい競争環境が続くもとの、基本的には価格抑制スタンスが根強いが、仕入コストの上昇が激しくなってきたため、小売業を中心に販売価格を引き上げる動きが広がってきている（図表 37）。こうした動きを反映して、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比はプラス幅を拡大しているが、内訳をみると、上昇は石油製品や食料品が目立っており、それ以外の品目の上昇テンポはきわめて緩やかである（前掲図表 12）。こうした動きには、石油製品や食料品における仕入コストの上昇が大幅であることのほか、それらが生活必需品であり需要の価格弾性値が低いことも、影響しているとみられる。ちなみに、消費者物価指数の動きを品目特性別にみると、生活必需品と考えられる基礎的支出項目の上昇が目立つ一方、選択的支出項目の上昇はごく緩やかである（図表 38）。この点は、購入頻度の高い品目の上昇が大きい一方、耐久消費財など購入頻度の低い品目の上昇は小さい点からも、確認される。なお、このように購入頻度の高い品目で上昇が目立っていることは、消費者のインフレ実感を物価指数の上昇率以上に高めている可能性がある。

以上のような最近の状況を踏まえつつ、先行きの消費者物価指数（除く生鮮食品）を展望すると、2008 年度末までは、石油製品や食料品の価

¹³ 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 年頃までは両者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 を明確に下回る状況が続いている（図表 37(1)）。販売価格の抑制が実現されてきた背後には、流通業による不断のコスト削減努力もある。同様に、サービス業についても、1990 年代半ば以降、販売価格 D I が仕入価格 D I をかなり下回る状況が続いており、その乖離幅は足もとさらに拡大している（図表 37(2)）。

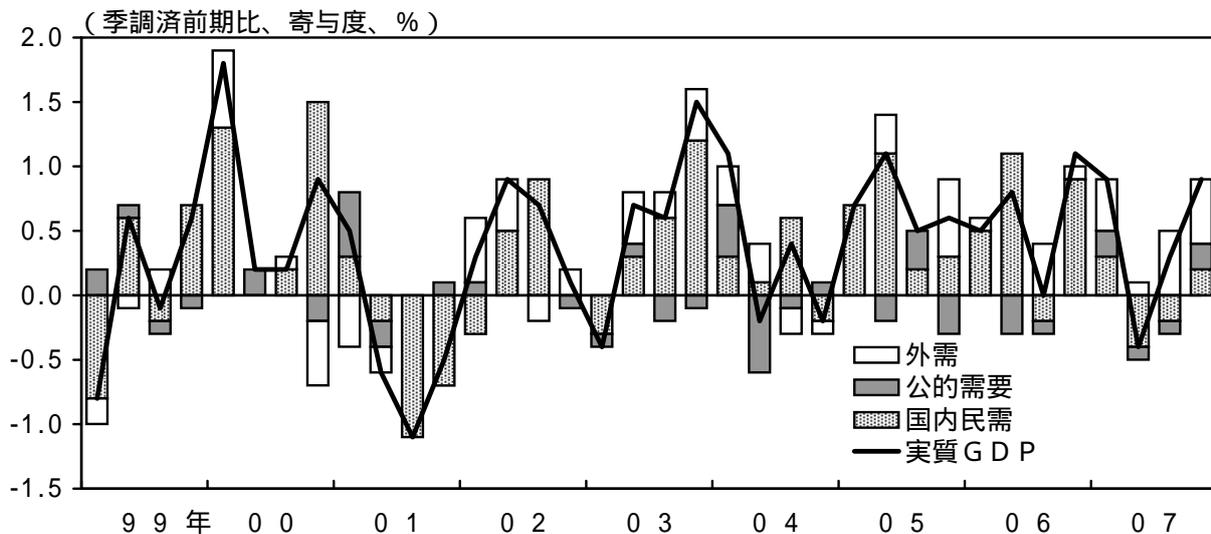
格上昇を主因に、前年比1%台前半で推移する可能性が高い。その後についてみると、食料品では過去に価格転嫁しきれなかった分を含めてコスト面からの上昇圧力が続く一方、石油製品については、原油市況の上昇テンポが鈍化すれば、それにつれて上昇率が低下していくと想定される。この間、消費者物価全般を取り巻く環境については、経済全体の需給がほぼバランスした状態で推移するとみられるほか、小売段階でのコスト抑制努力が続くとみられる。その結果、年度ベースの前年比は、2007年度に0.3%となったあと、2008年度、2009年度は1%程度となる見通しである。

こうした見通しについては、実体経済活動の動向に応じて、上振れ・下振れ両方向の不確実性がある。物価を巡る固有の上振れ・下振れ要因としては、原材料価格の上昇が基調的なインフレ圧力につながっていく可能性、逆に、プライベート・ブランドの広範な導入など大手小売を中心とする様々なコスト抑制努力により、食料品等の価格上昇が想定ほど進まない可能性、などが考えられる。このうち前者について、現時点で基調的なインフレ圧力の上昇につながる明確な兆候がみられているわけではないが、このまま購入頻度の高い品目の価格上昇が続けば、消費者のインフレ実感はさらに高まるとみられる。そうした状況のもとで、とりわけ景気が上振れるような場合には、物価上昇に配慮した賃上げを企業も容認せざるをえなくなり、基調的なインフレ圧力が高まっていくリスクが考えられる。また、原油をはじめとする一次産品の価格動向には上下両方向に不確実性が大きい。

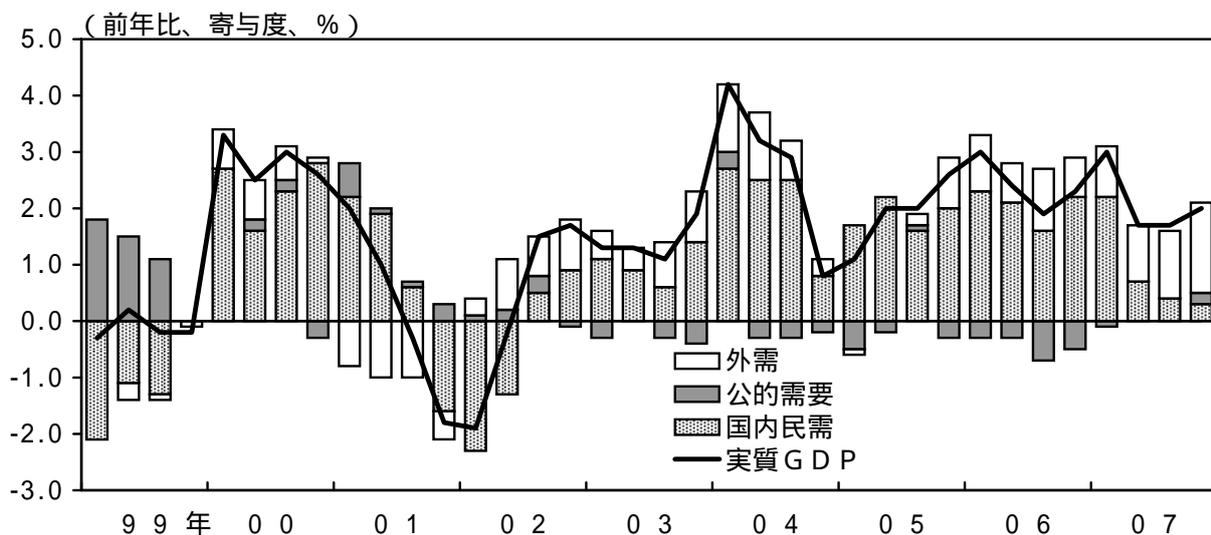
以 上

実質 GDP と景気動向指数

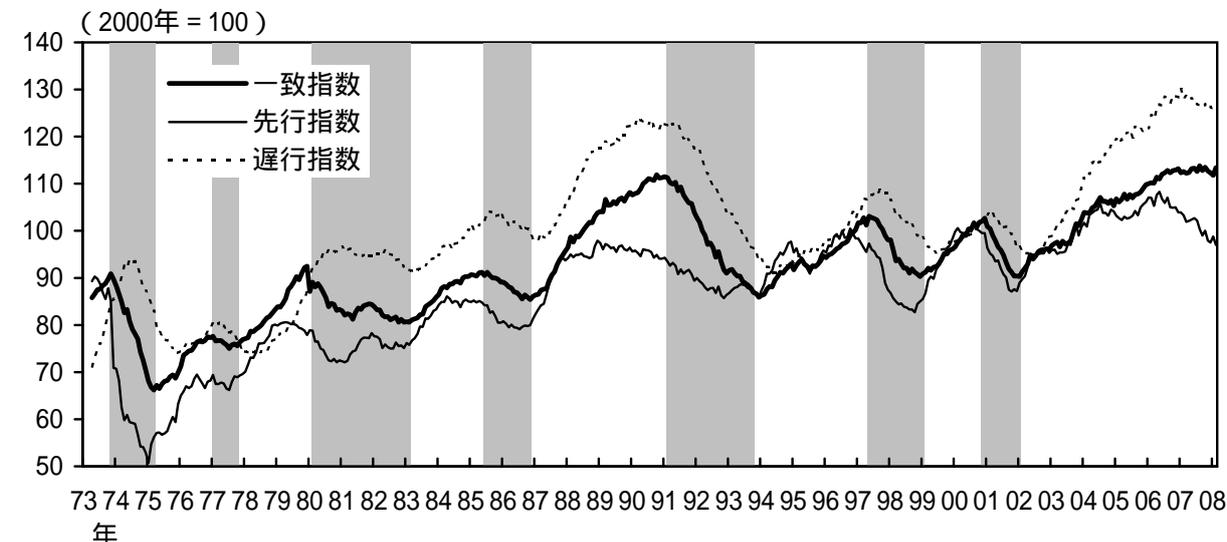
(1) 実質 GDP (前期比)



(2) 実質 GDP (前年比)



(3) 景気動向指数 (C I)

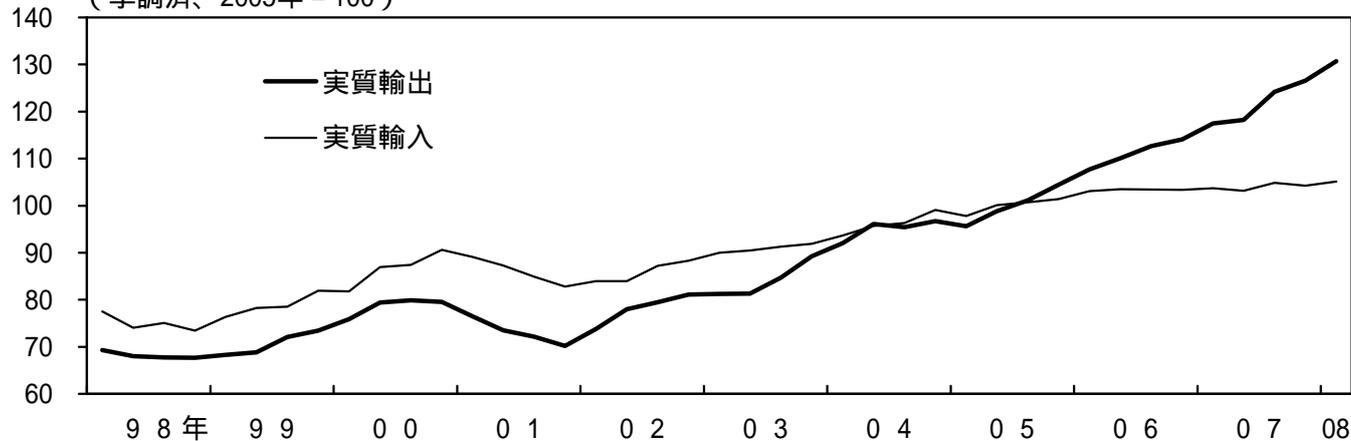


(注) シャドー部分は景気後退局面。
(資料) 内閣府「国民経済計算」「景気動向指数」

輸出入

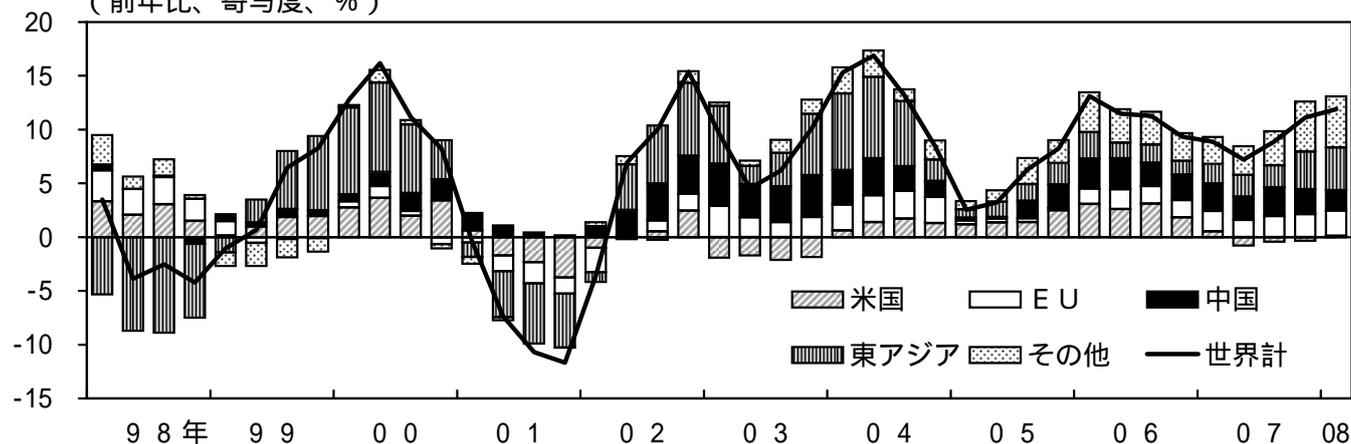
(1) 実質輸出入

(季調済、2005年 = 100)



(2) 実質輸出の地域別内訳

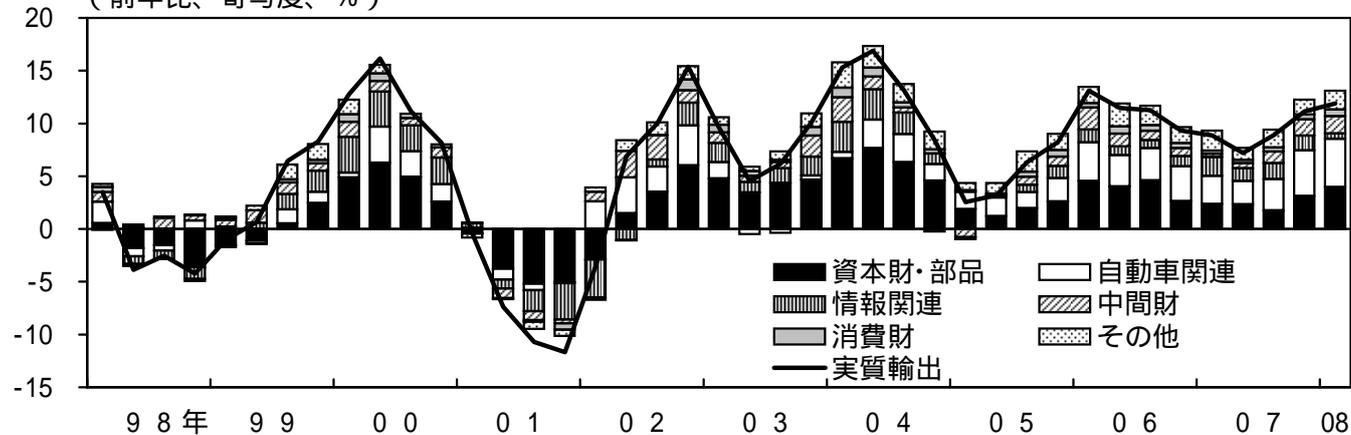
(前年比、寄与度、%)



(注) 東アジアは、NIEsとASEAN4の合計。

(3) 実質輸出の財別内訳

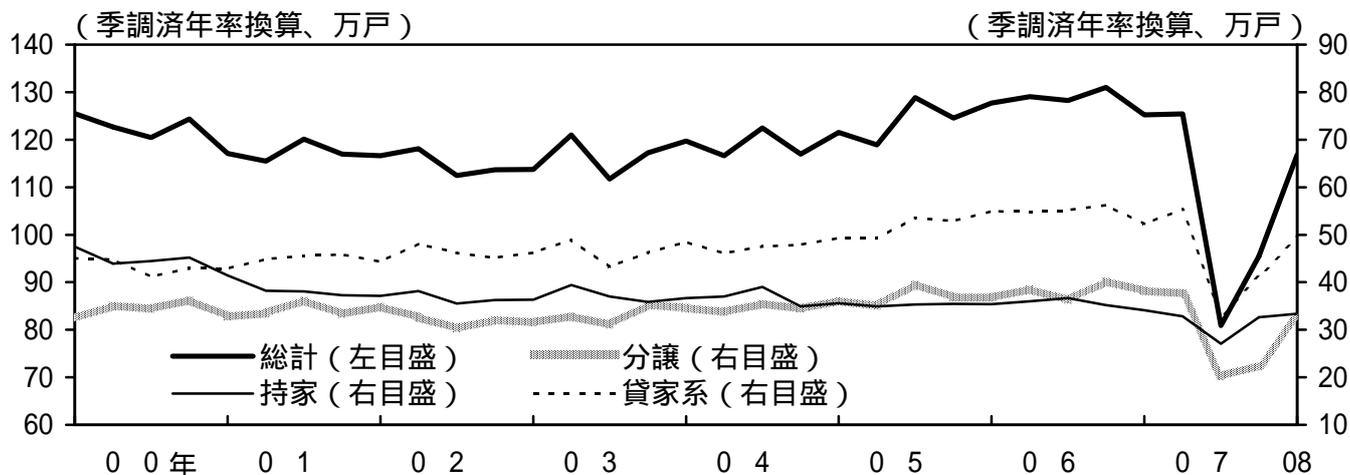
(前年比、寄与度、%)



(資料) 財務省「外国貿易概況」、日本銀行「企業物価指数」

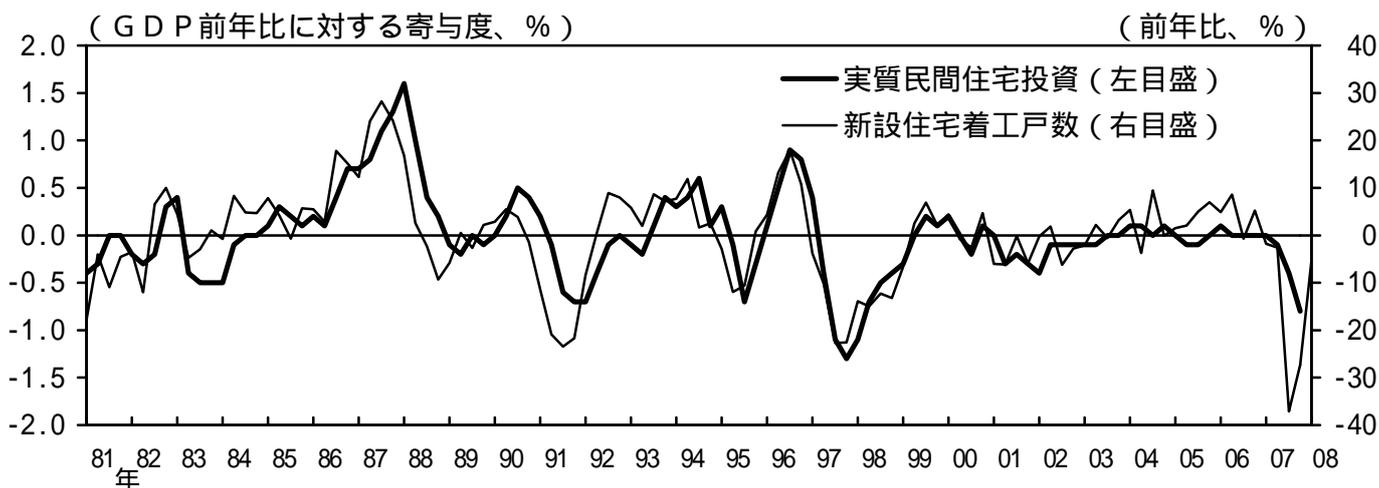
住宅投資

(1) 新設住宅着工戸数



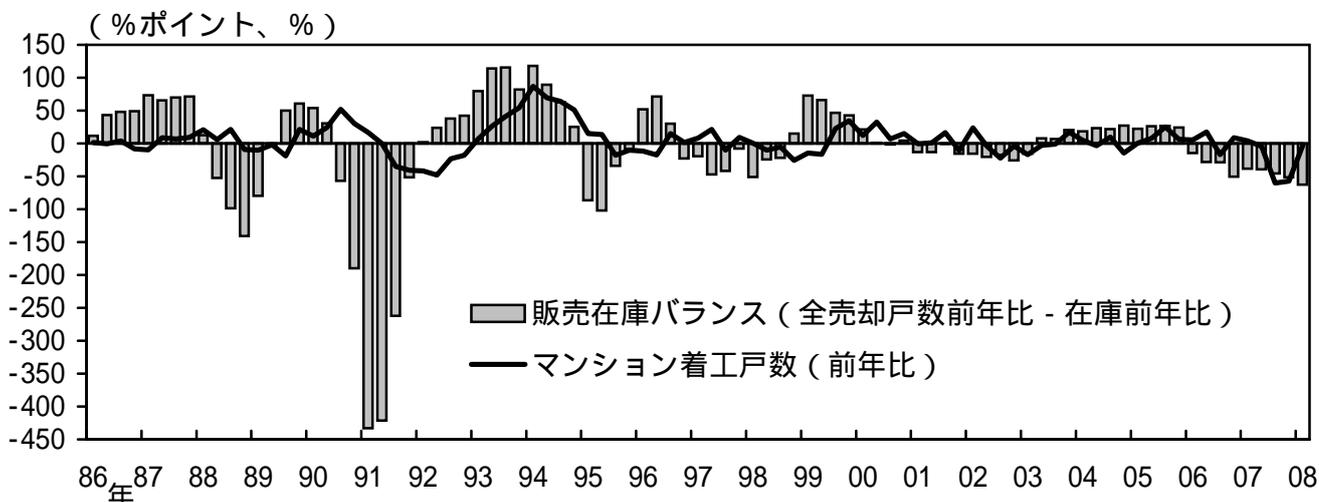
(注) 2008/1Qは、1～2月の値。

(2) 住宅着工戸数と住宅投資のGDP寄与度



(注) 2008/1Qの新設住宅着工戸数は、1～2月の前年同期比。

(3) マンションの販売在庫バランス (首都圏 + 近畿圏)

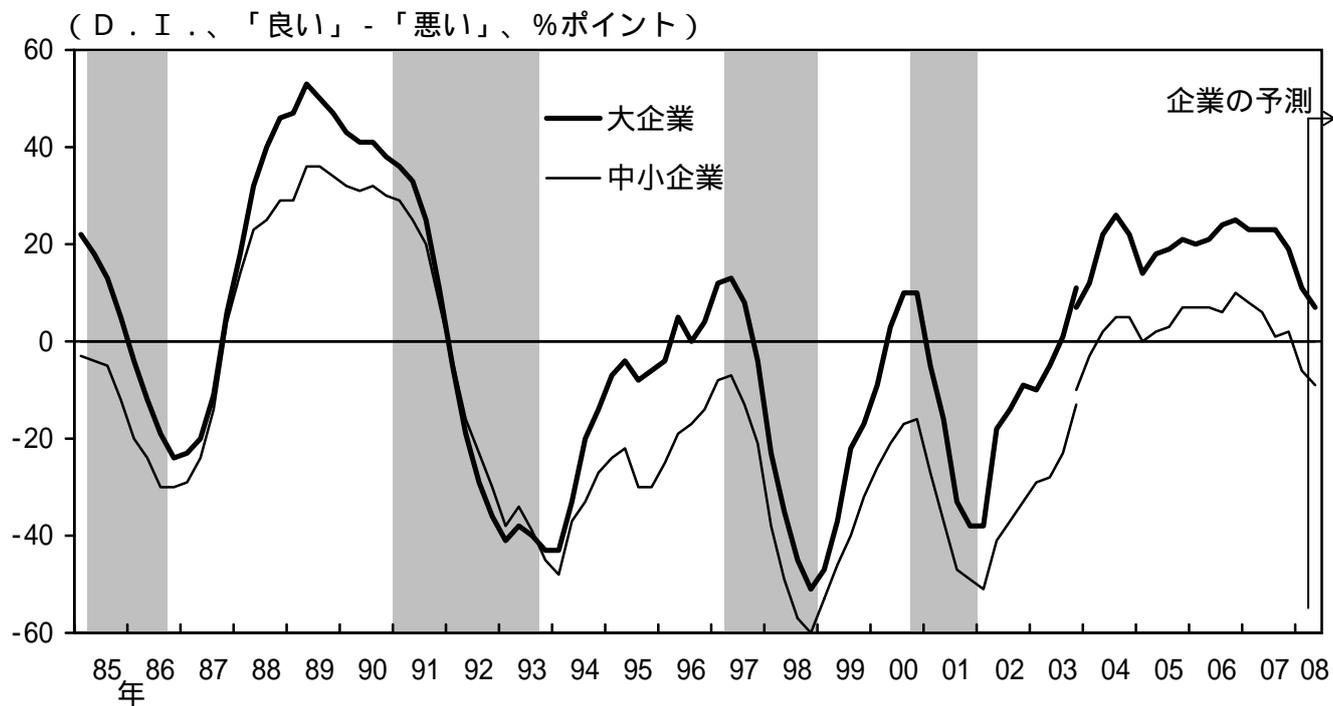


(注) 2008/1Qの着工戸数は、1～2月の前年同期比。

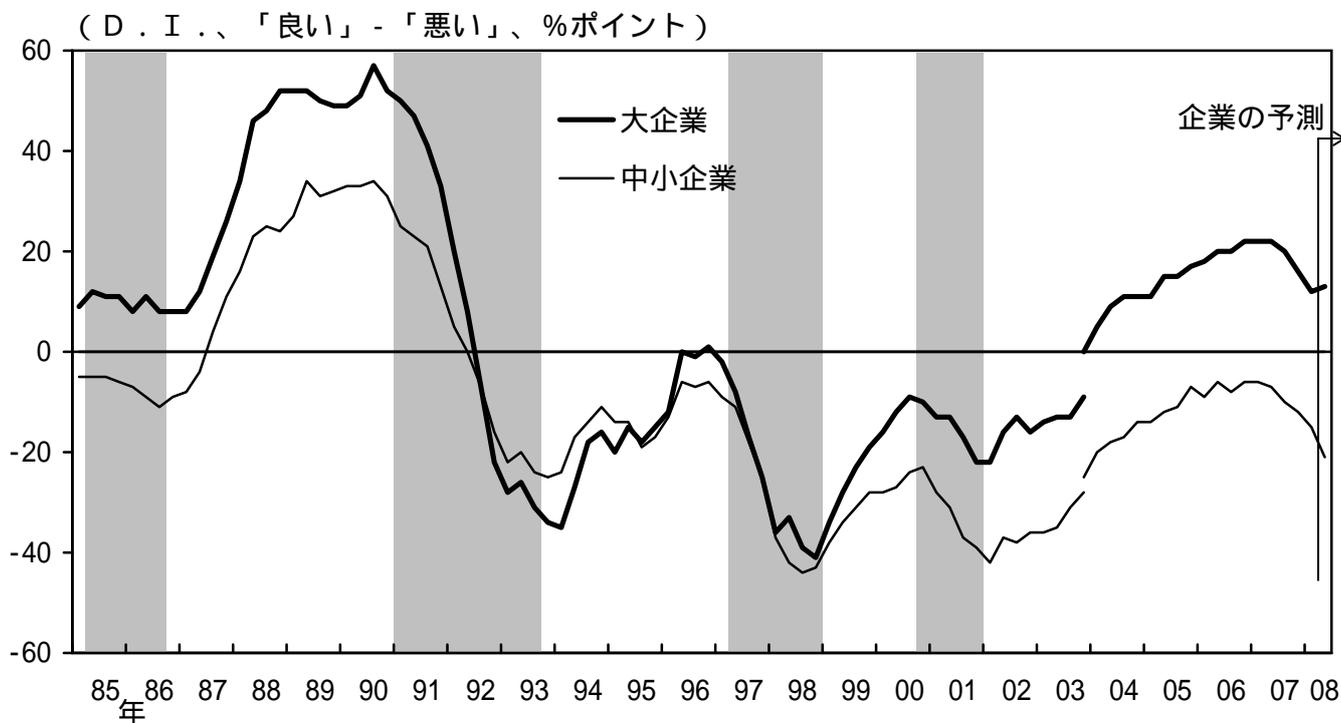
(資料) 国土交通省「建築着工統計」、内閣府「国民経済計算」、
不動産経済研究所「不動産経済調査月報」

企業の業況判断

(1) 製造業



(2) 非製造業



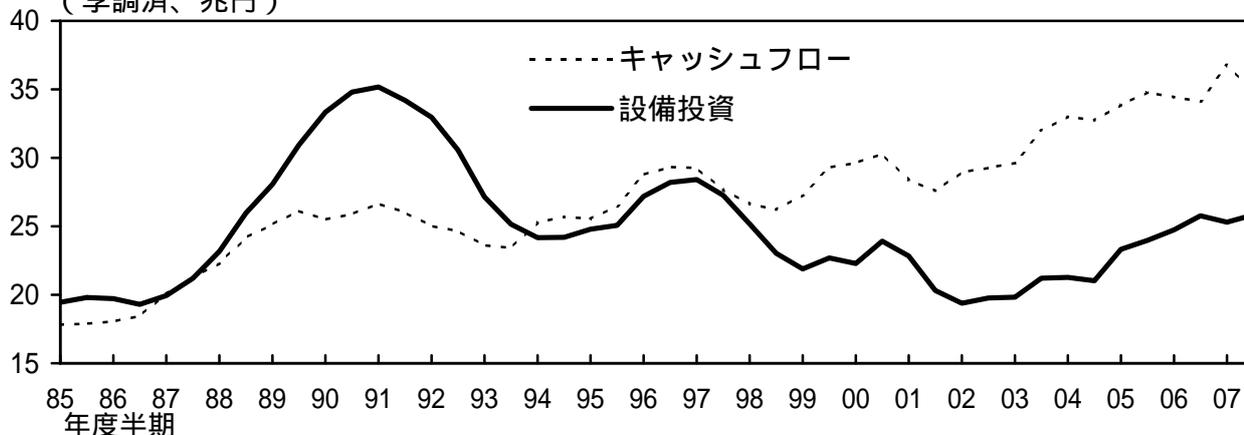
- (注) 1. 2004年3月調査より見直しを実施。旧ベースは2003年12月調査まで、新ベースは2003年12月調査から。
2. シャドー部分は景気後退局面。

(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)

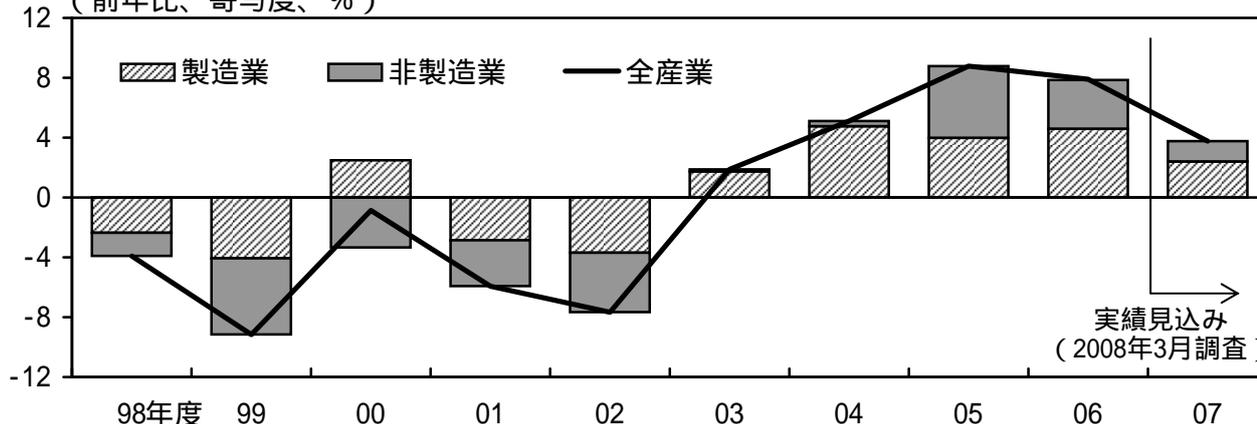
(季調済、兆円)



(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年度下半期については、2008/1Qの前年比を2007/4Qと同じと仮定して計算した。

(2) 設備投資計画 (短観・全規模)

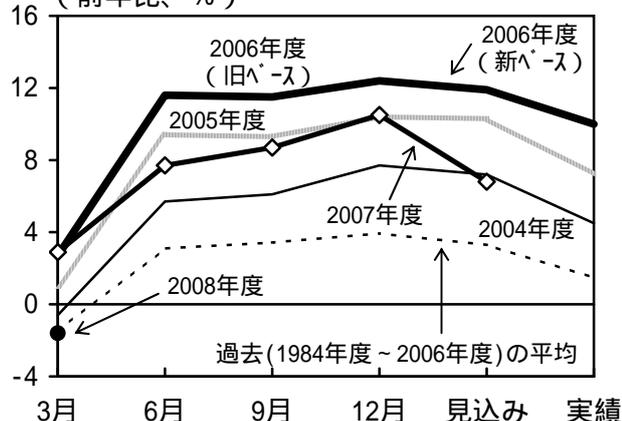
(前年比、寄与度、%)



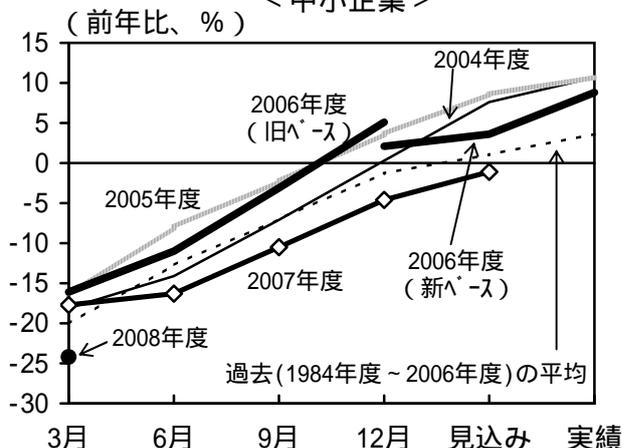
(注) 2002年度までは土地を含み、ソフトウェアを除く。
2003年度からは土地を除き、ソフトウェアを含む。

(3) 設備投資計画の修正状況 (短観・全産業)

(前年比、%) < 大企業 >



< 中小企業 >



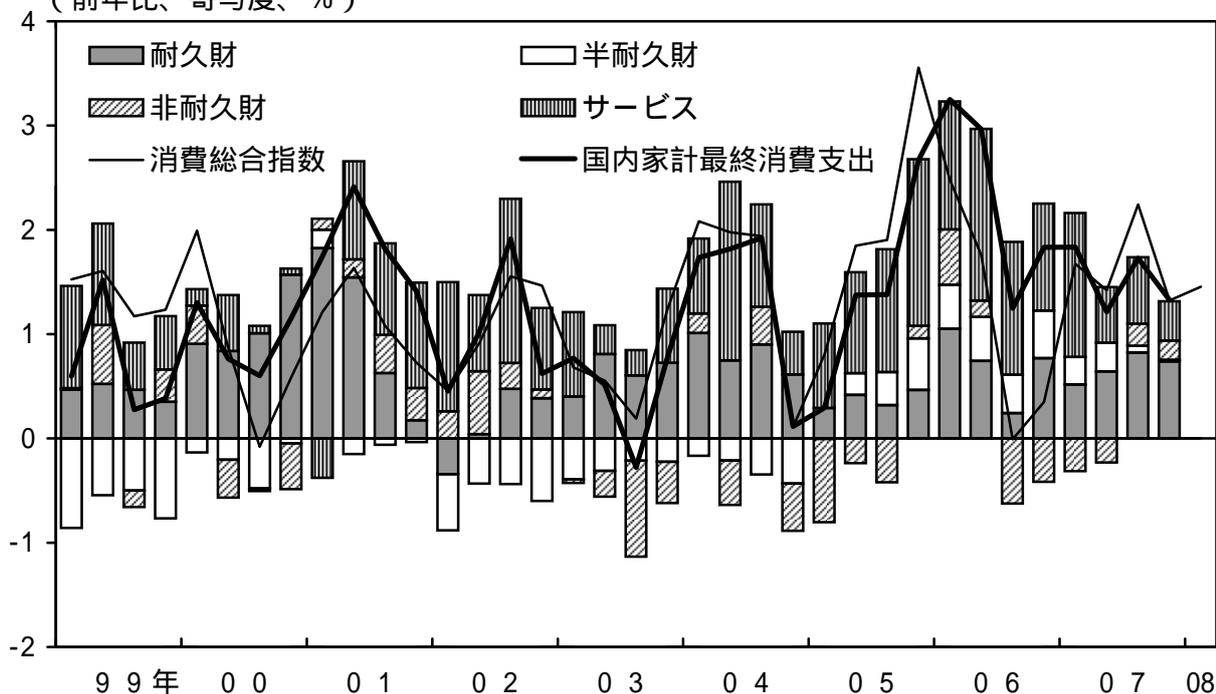
(注) 土地を含み、ソフトウェアを除く。2007年3月調査では、定例の調査対象企業の見直しを行った。

(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」

個人消費

(1) GDPベース・形態別消費 (実質)

(前年比、寄与度、%)

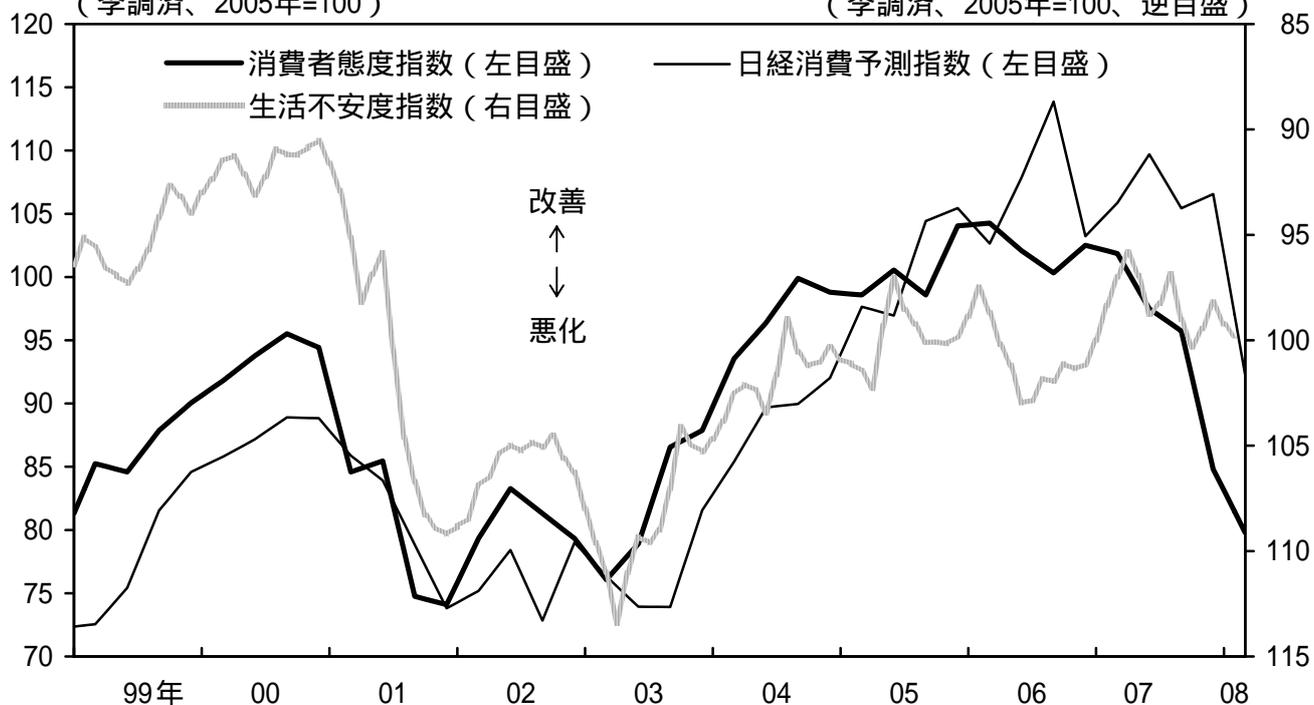


(注) 消費総合指数の2008/1Qは、1~2月の前年同期比。

(2) 消費者コンフィデンス指標

(季調済、2005年=100)

(季調済、2005年=100、逆目盛)

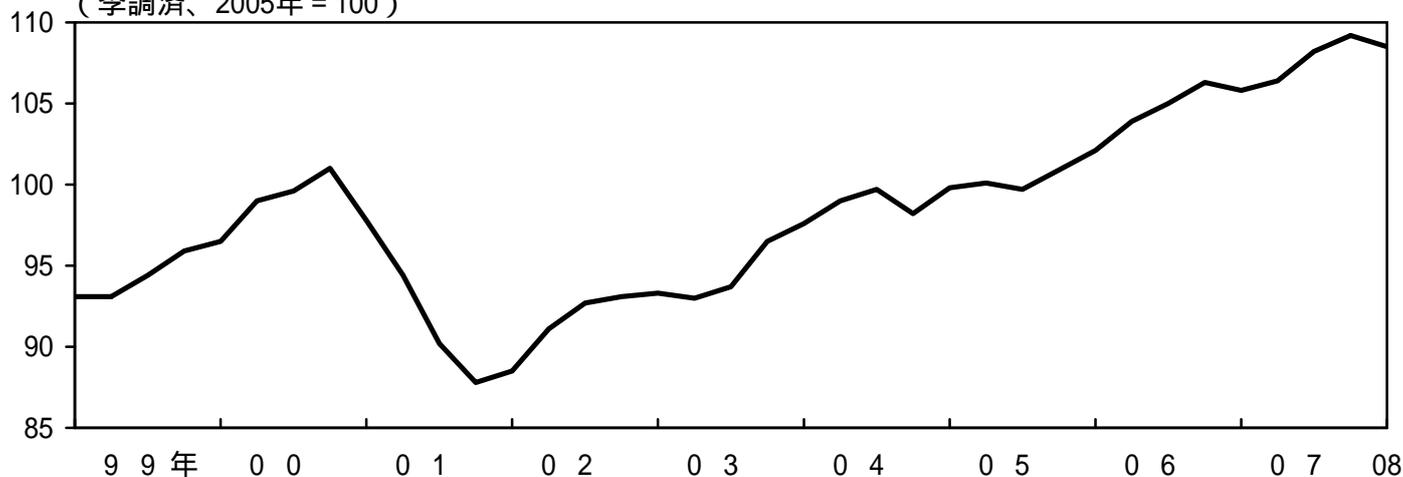


(資料) 内閣府「国民経済計算」「消費動向調査」「消費総合指数」、日本経済新聞社「日経消費予測指数」、日本リサーチ総合研究所「消費者心理調査」

鋳工業生産

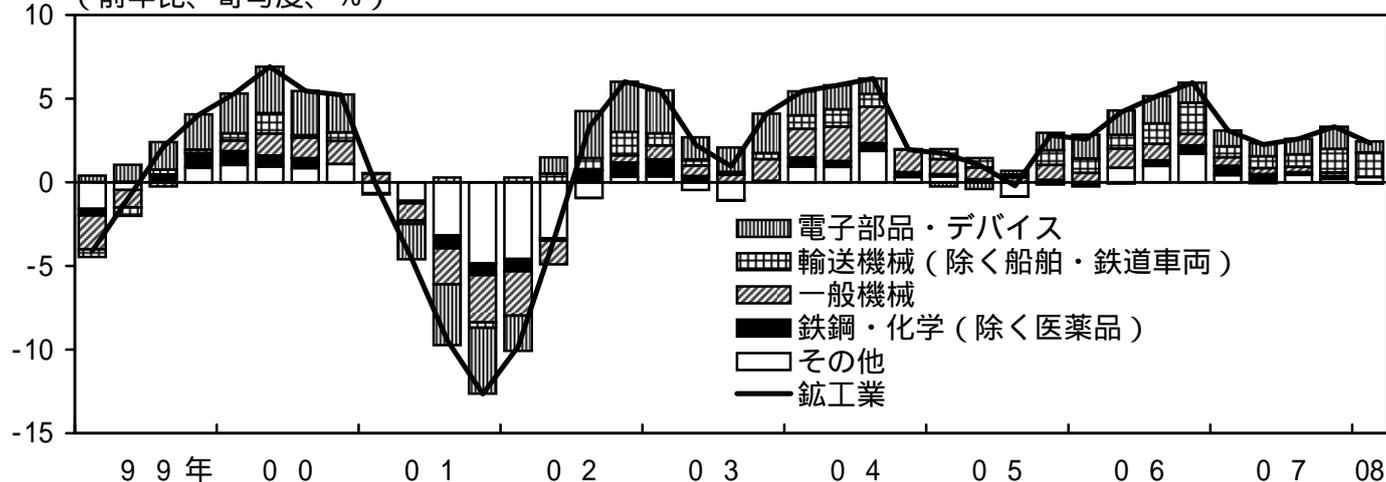
(1) 鋳工業生産

(季調済、2005年 = 100)



(2) 生産の業種別寄与度

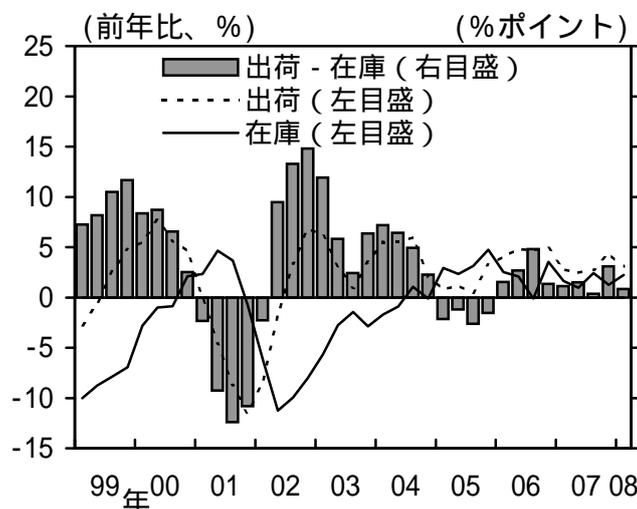
(前年比、寄与度、%)



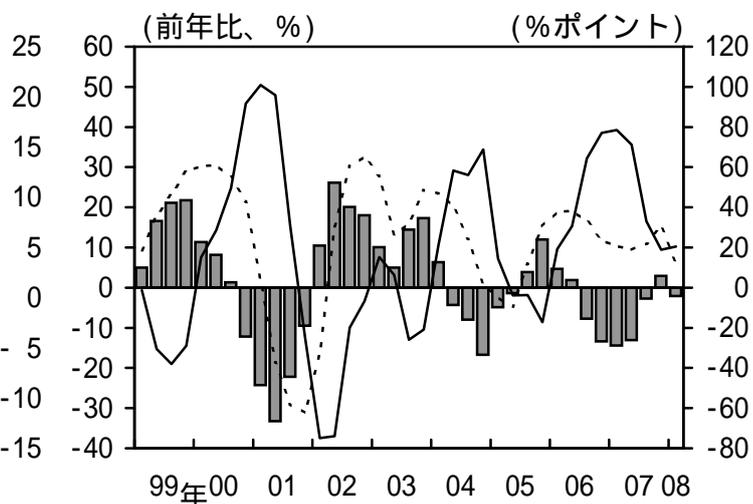
(注) 2003年以前は、2000年基準の指数を用いて算出。

(3) 在庫循環

鋳工業



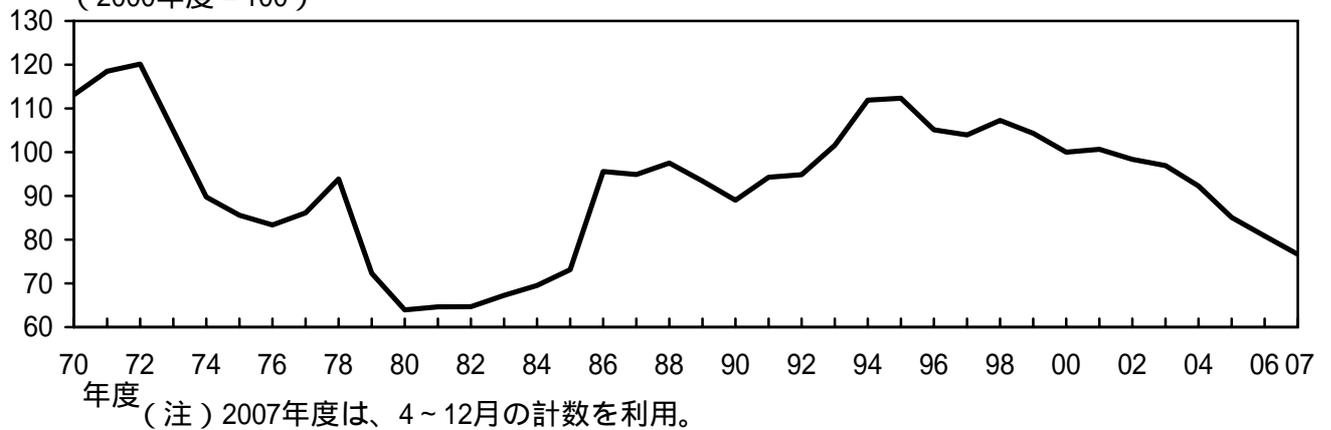
電子部品・デバイス



マクロの所得形成

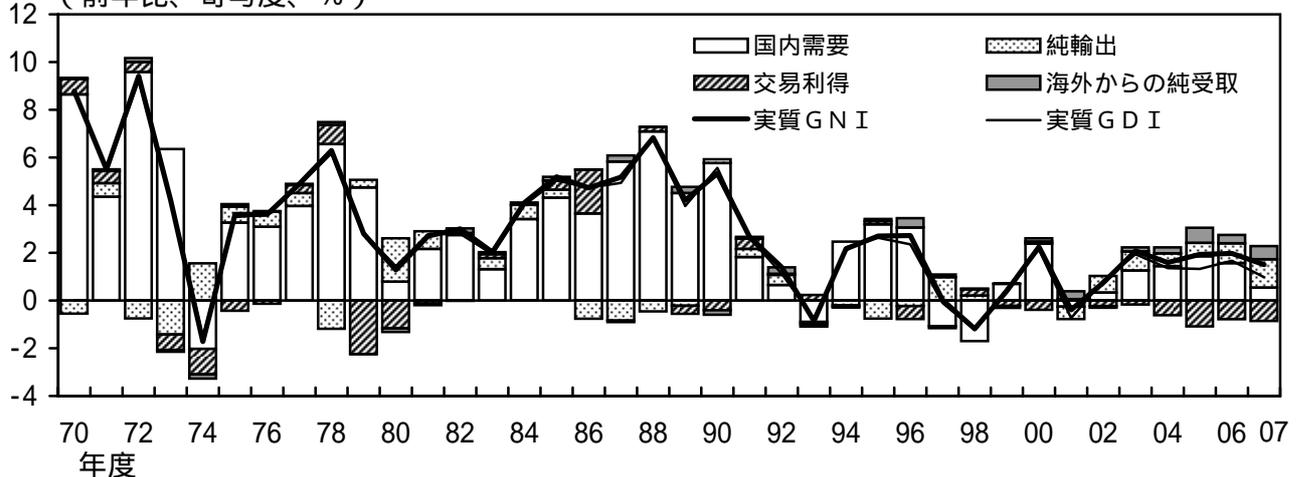
(1) 交易条件指数 (輸出デフレーター / 輸入デフレーター)

(2000年度 = 100)



(2) 実質GDIと実質GNI

(前年比、寄与度、%)



(注) 1. 2007年度は、4～12月の前年同期比。内訳は実質GNIに対する寄与度。

2. 実質GDP = 国内需要 + 純輸出

実質GDI = 実質GDP + 交易利得

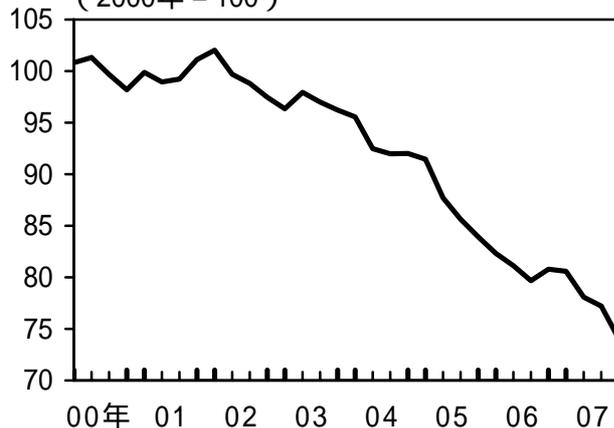
実質GNI = 実質GDI + 海外からの所得の純受取 (利子・配当等)

= 実質GDP + 交易利得 + 海外からの所得の純受取 (利子・配当等)

(3) 最近の動き

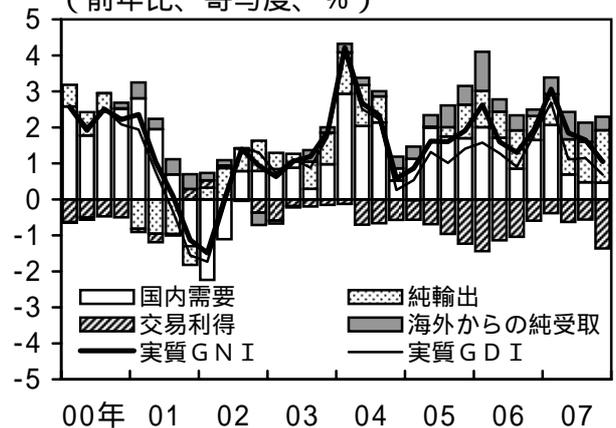
交易条件指数

(2000年 = 100)



実質GDIと実質GNI

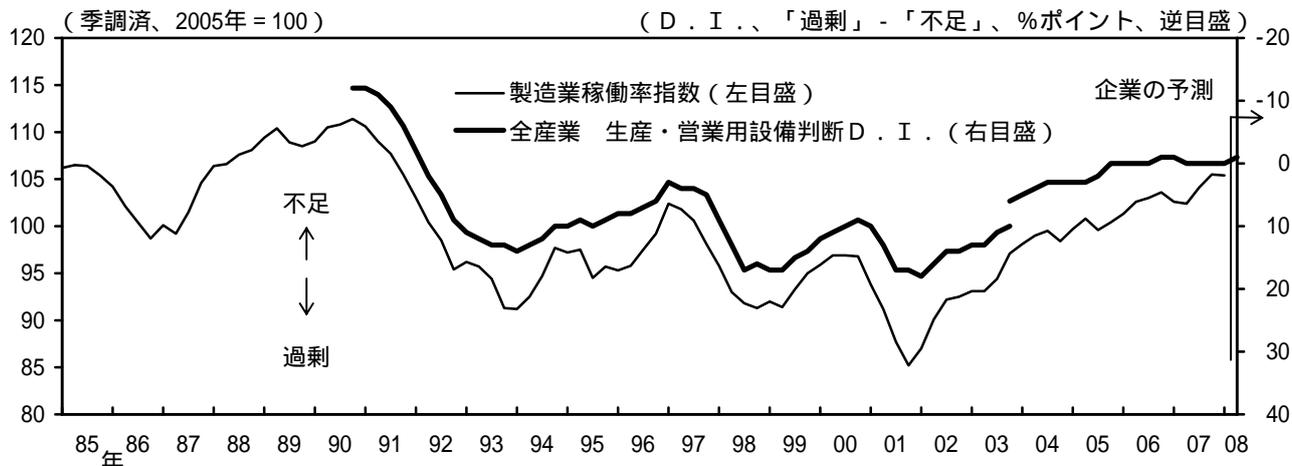
(前年比、寄与度、%)



(資料) 内閣府「国民経済計算」

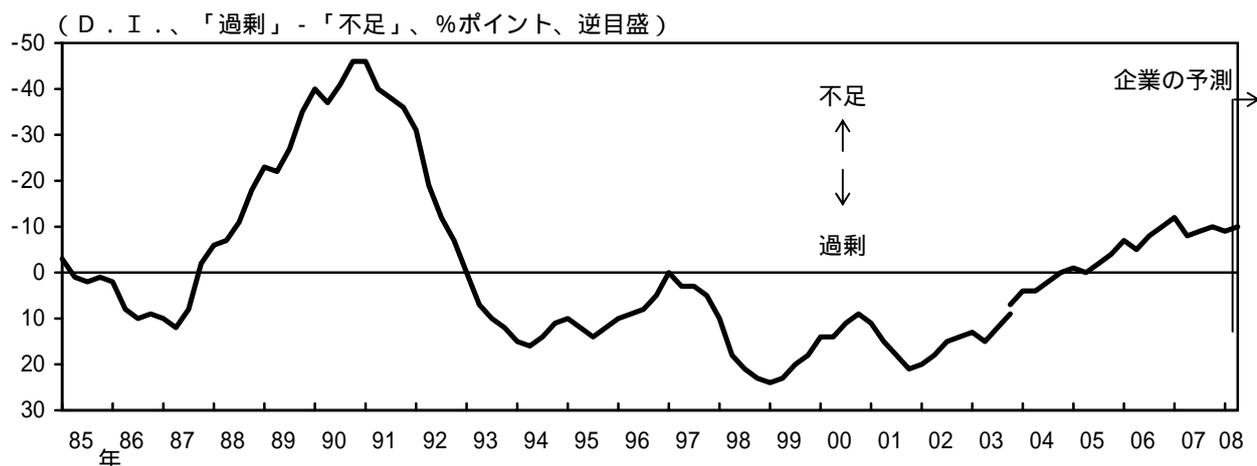
生産要素の稼働状況

(1) 生産・営業用設備判断D.I.(短観)と稼働率指数

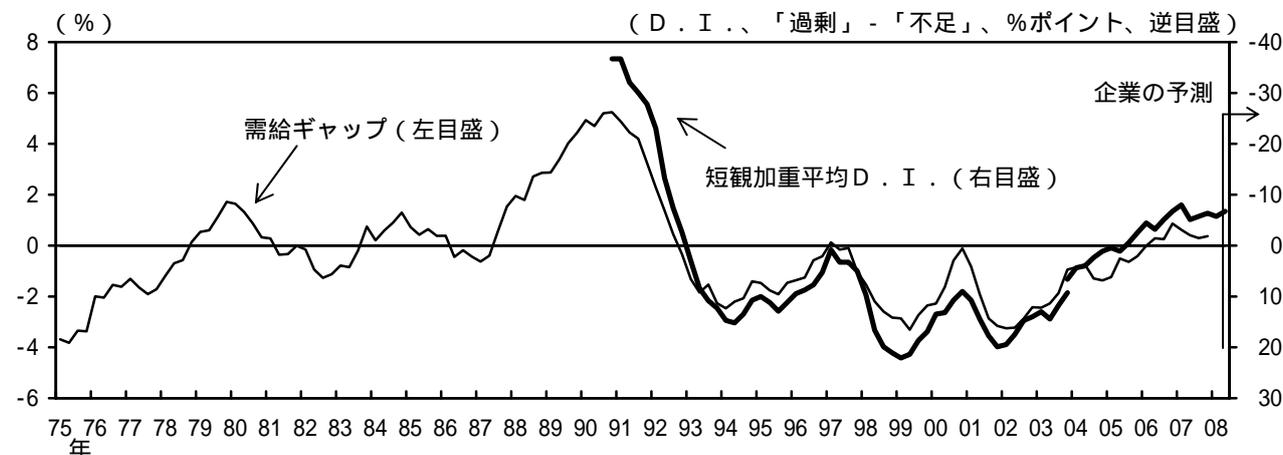


(注) 1. 生産・営業用設備判断D.I.は全規模合計。短観は2004年3月調査より見直しを実施。旧ベースは2003年12月調査まで、新ベースは2003年12月調査から(下の(2)、(3)も同じ)。
2. 製造業稼働率指数の2008/1Qは、1~2月の値。

(2) 雇用人員判断D.I.(短観)



(3) 短観加重平均D.I.と需給ギャップ



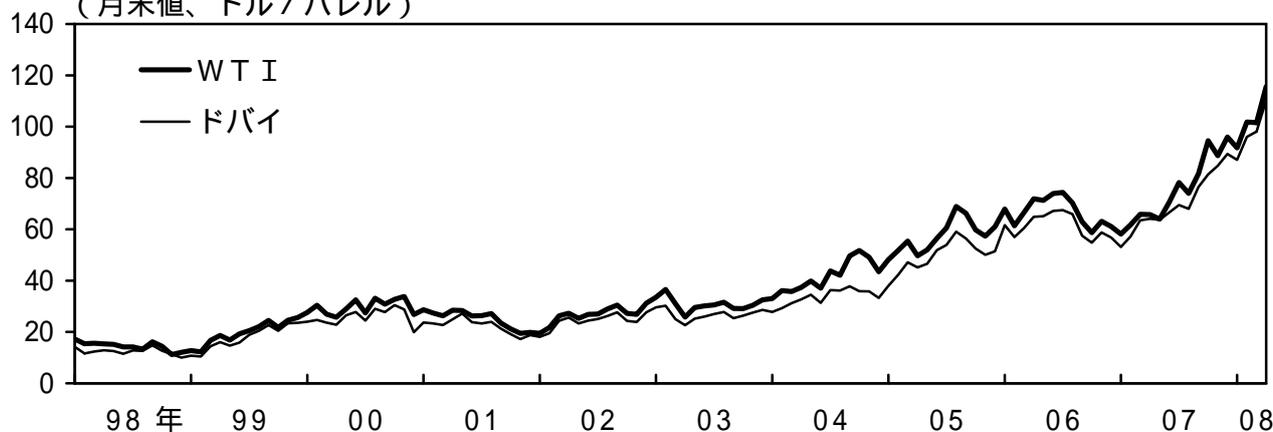
(注) 生産・営業用設備判断D.I.と雇用人員判断D.I.を資本・労働分配率(1990~2006年度平均)で加重平均して求めた。需給ギャップは、日本銀行調査統計局の試算値。

(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

商品市況

(1) 原油価格

(月末値、ドル/バレル)

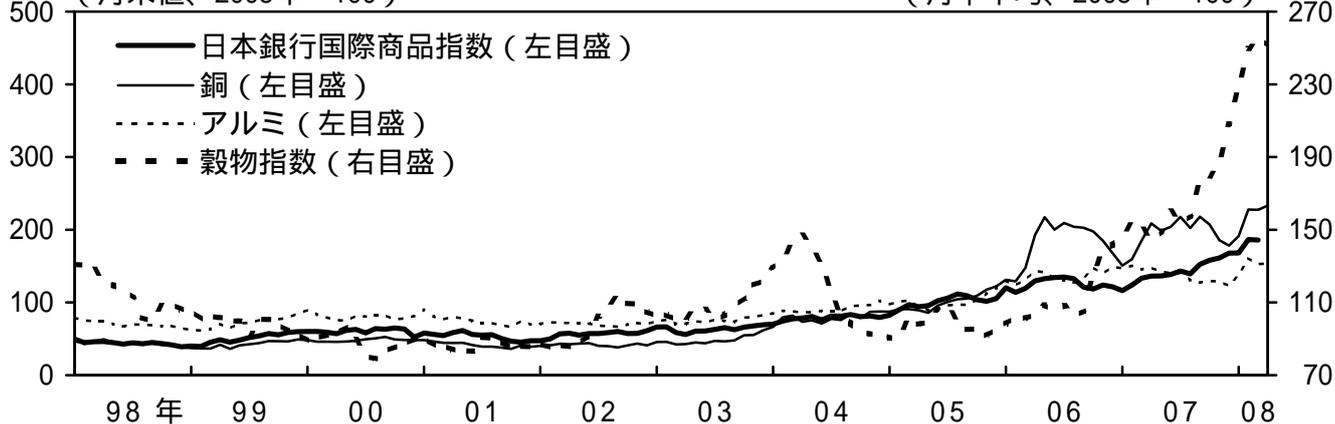


(注) 2008/4月の計数は、直近の終値。

(2) 国際商品市況

(月末値、2005年 = 100)

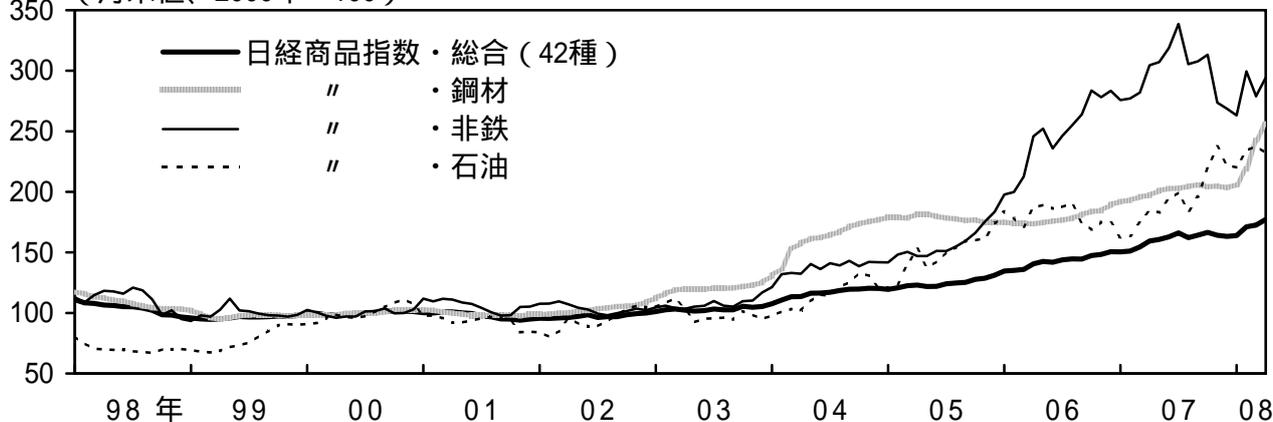
(月中平均、2005年 = 100)



- (注) 1. 2008/4月の計数は、直近の終値 (穀物指数は直近までの平均値) 。
 2. 穀物指数は、穀物 (小麦、大豆、トウモロコシ) の国際商品市況を加重平均したもの。
 加重平均に用いるウエイトは、貿易統計の輸入金額から算出。

(3) 国内商品市況

(月末値、2000年 = 100)

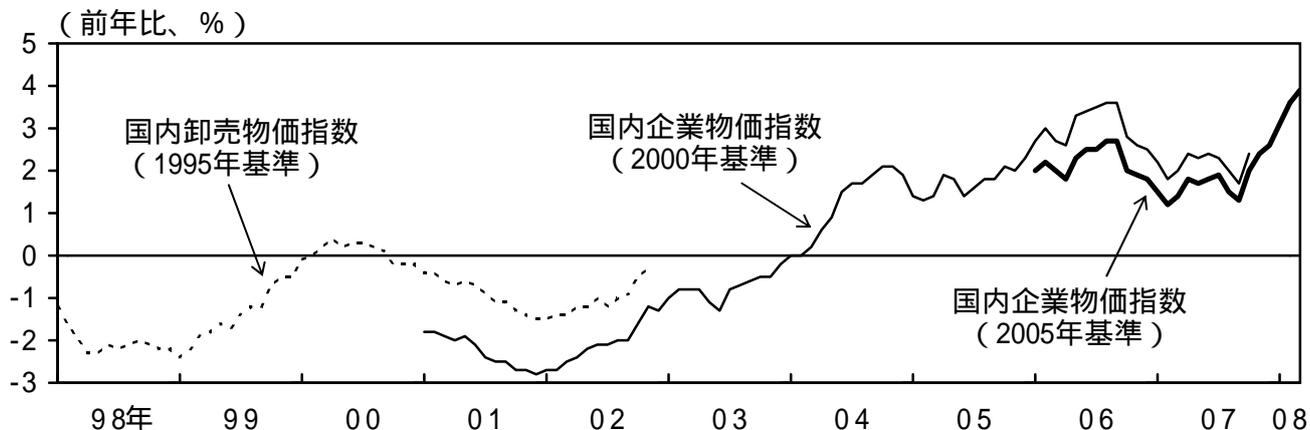


- (注) 1. 鋼材：棒鋼、H形鋼、鋼板など 非鉄：銅地金、アルミニウム地金など
 石油：ガソリン、灯油、軽油、C重油
 2. 2008/4月の計数は、直近の終値。

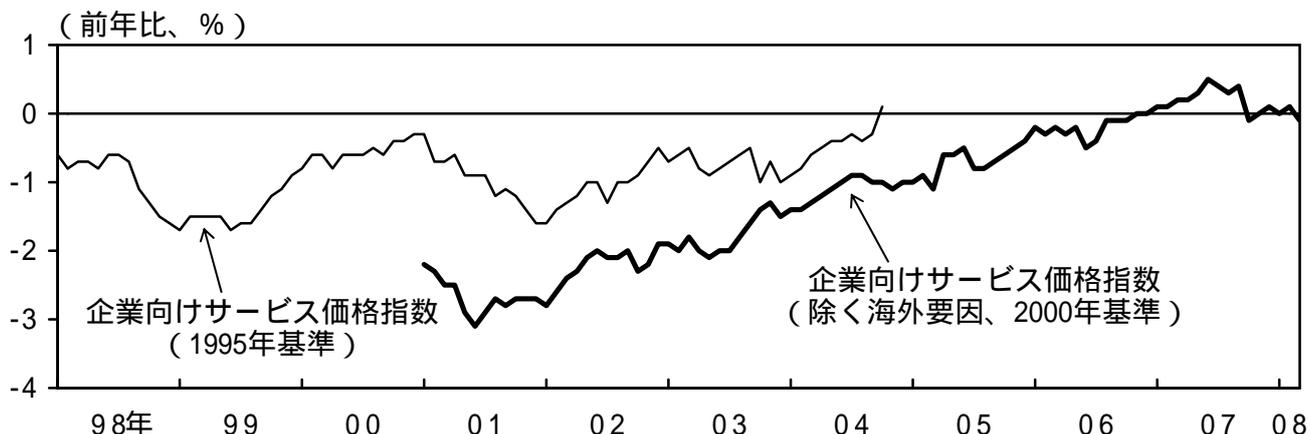
(資料) 日本銀行「日本銀行国際商品指数」、日本経済新聞社等

物 価

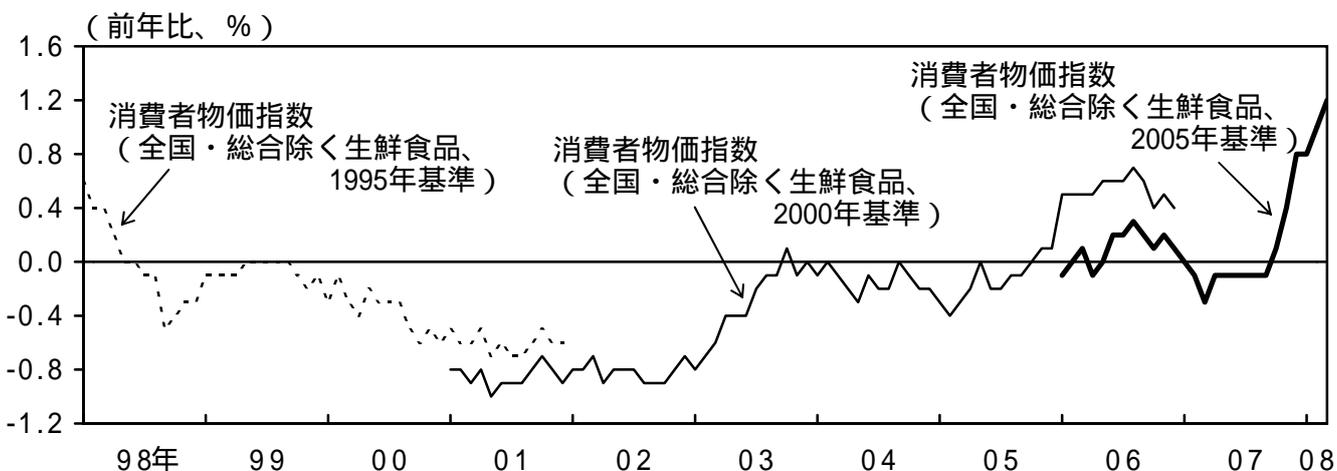
(1) 国内企業物価指数



(2) 企業向けサービス価格指数



(3) 消費者物価指数

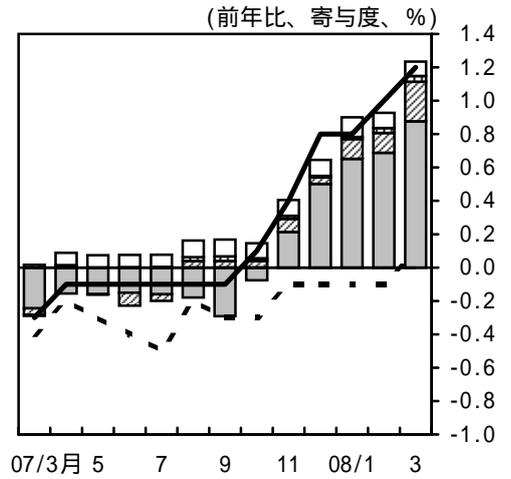
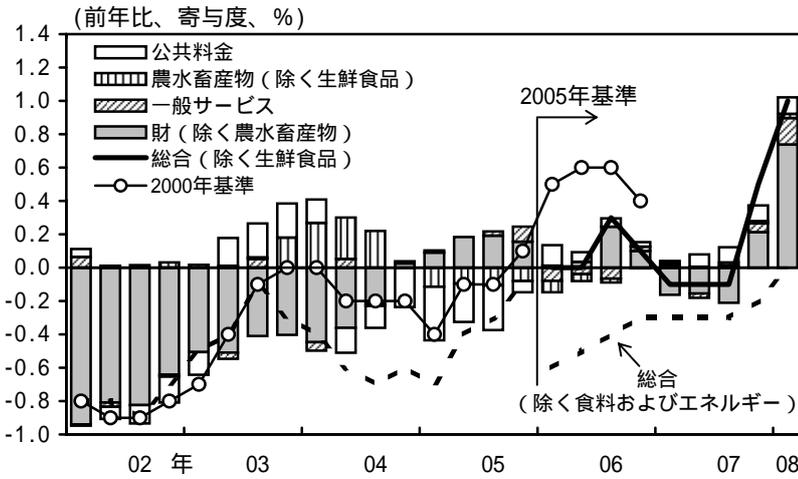


- (注) 1. 消費税調整済み。
2. 企業向けサービス価格指数における海外要因は、国際航空旅客輸送、定期船、不定期船、外航タンカー、外航貨物用船料、国際航空貨物輸送を指す。

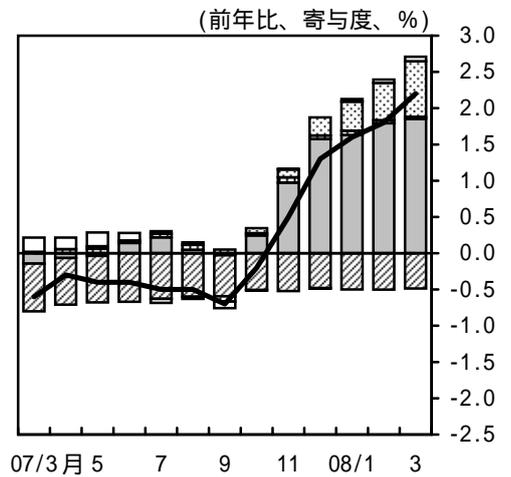
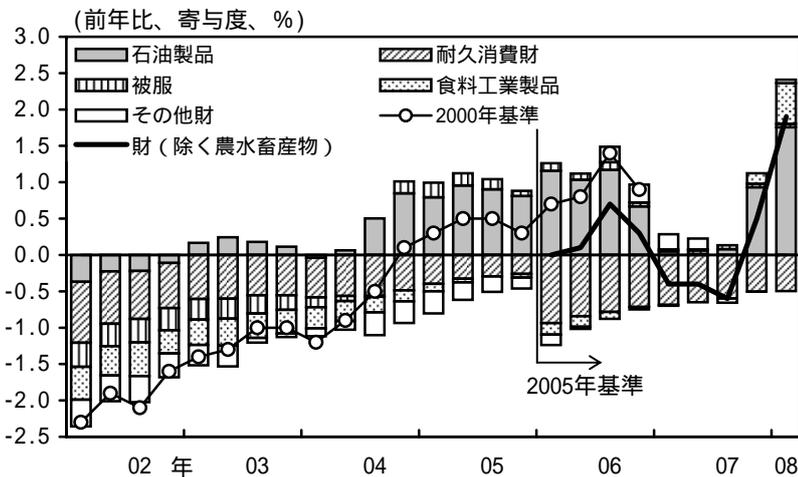
(資料) 総務省「消費者物価指数」、日本銀行「企業物価指数」「卸売物価指数」「企業向けサービス価格指数」

消費者物価

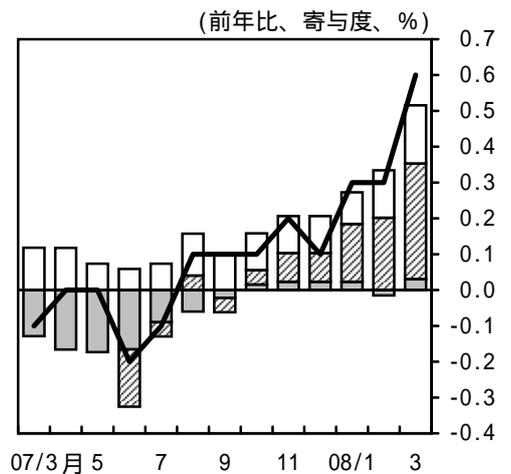
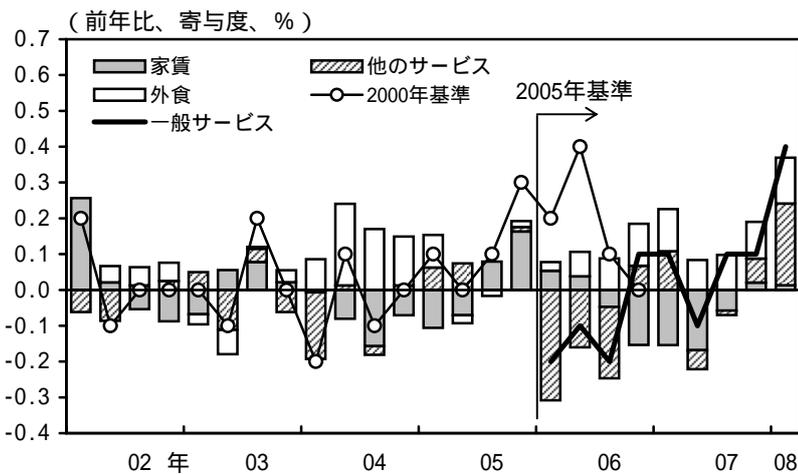
(1) 総合 (除く生鮮食品)



(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

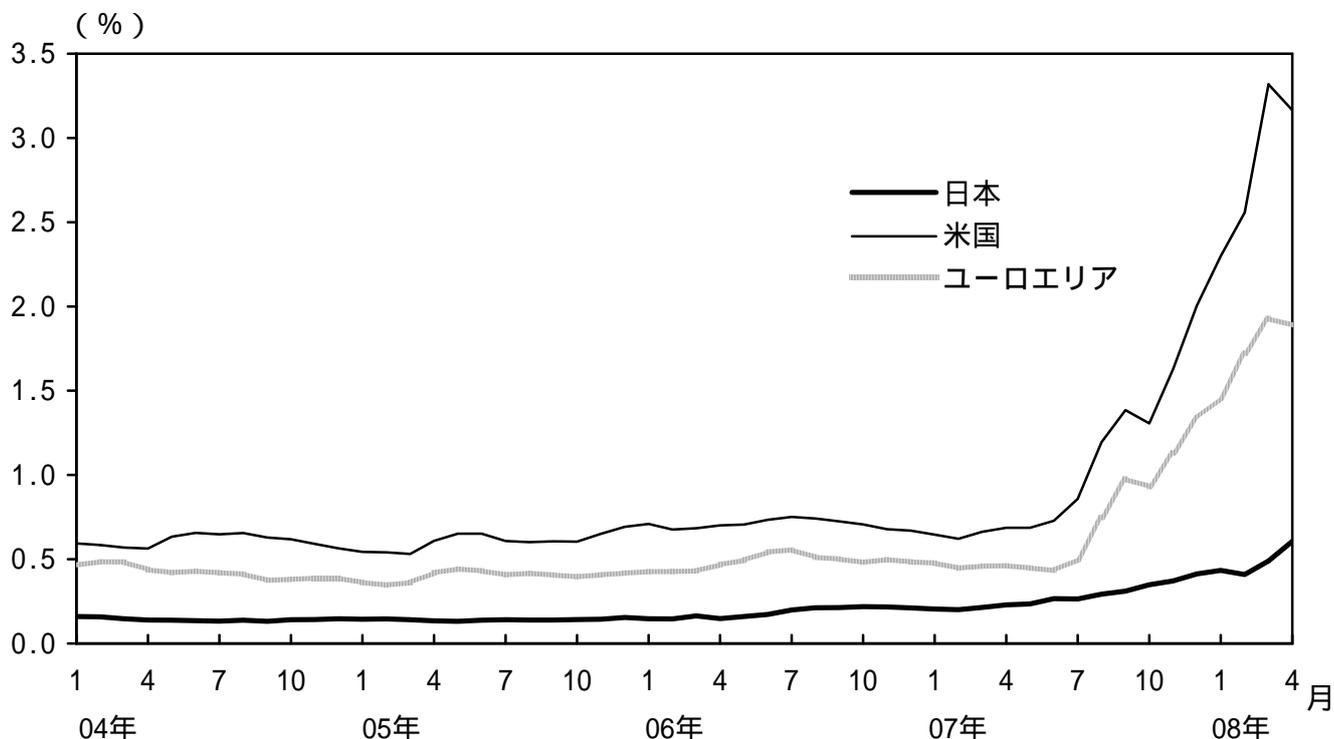


- (注) 1. 分類は、原則、総務省に則している。
 ただし、以下の分類については、組み替えて定義している (「 」 内は総務省公表ベース) 。
 財 = 「財」 - 「電気・都市ガス・水道」
 公共料金 = 「公共サービス」 + 「電気・都市ガス・水道」
 被服 = 「衣料」 + 「シャツ・セーター・下着類」
 家賃 = 「民営家賃」 + 「持家の帰属家賃」
 2. 「食料」は「酒類」を除く。また、「エネルギー」は「電気代」、「都市ガス代」、「プロパンガス」、「灯油」、「ガソリン」から成る。

(資料) 総務省「消費者物価指数」

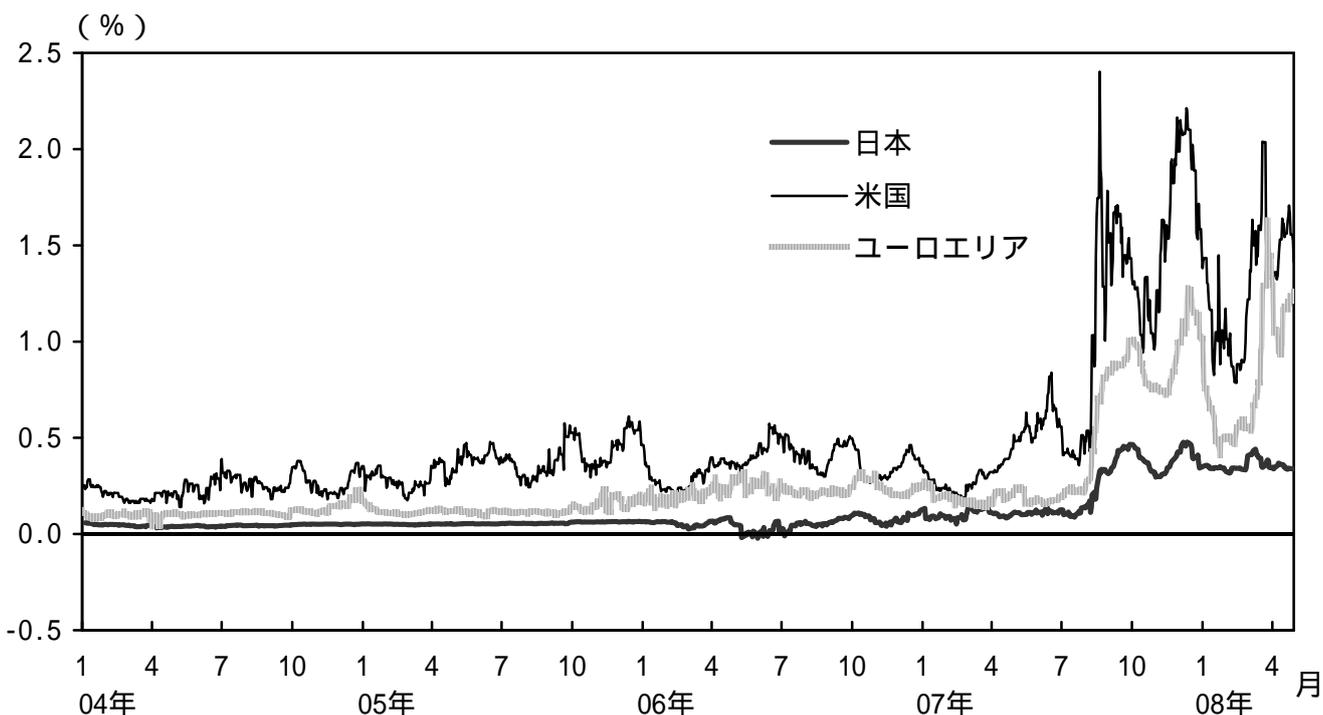
主要国の信用スプレッド

(1) 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。

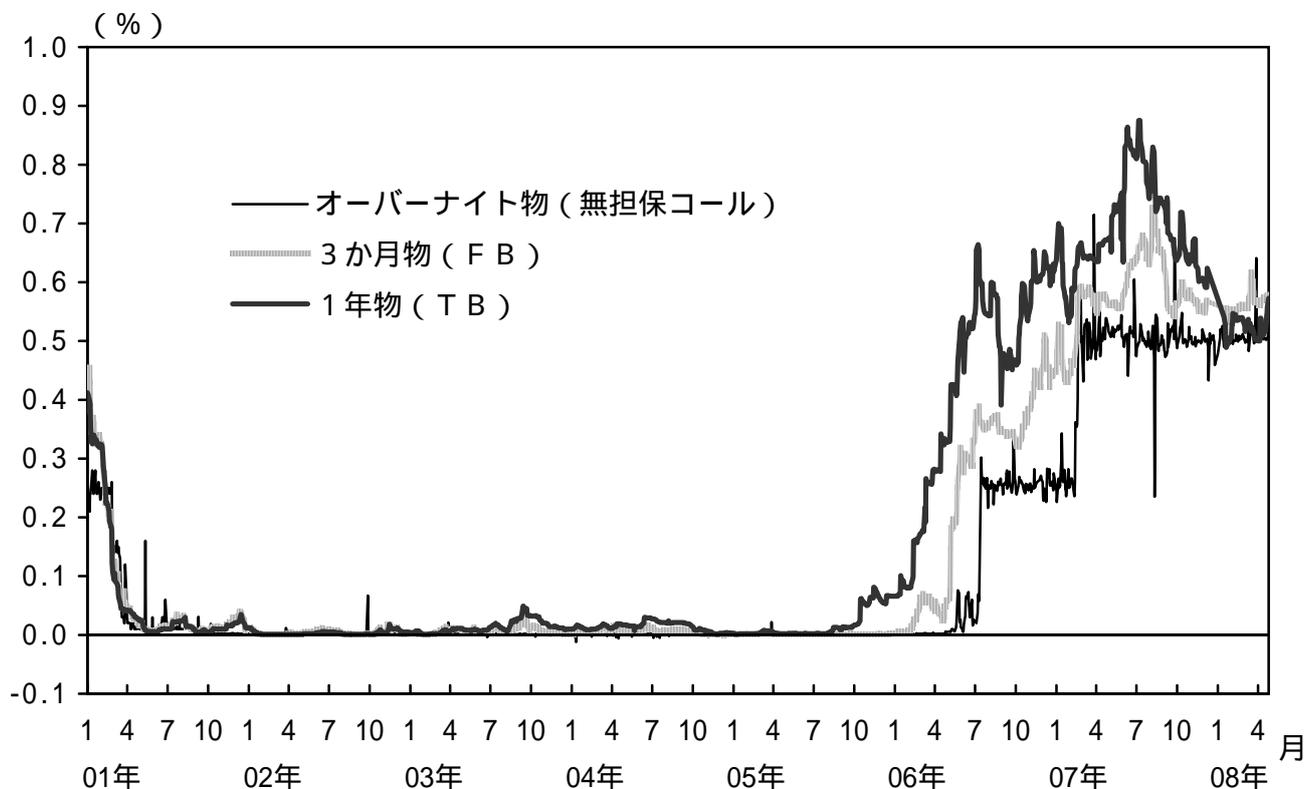
(2) 主要国のターム物の信用スプレッド (LIBOR - TB/FB、3 か月物)



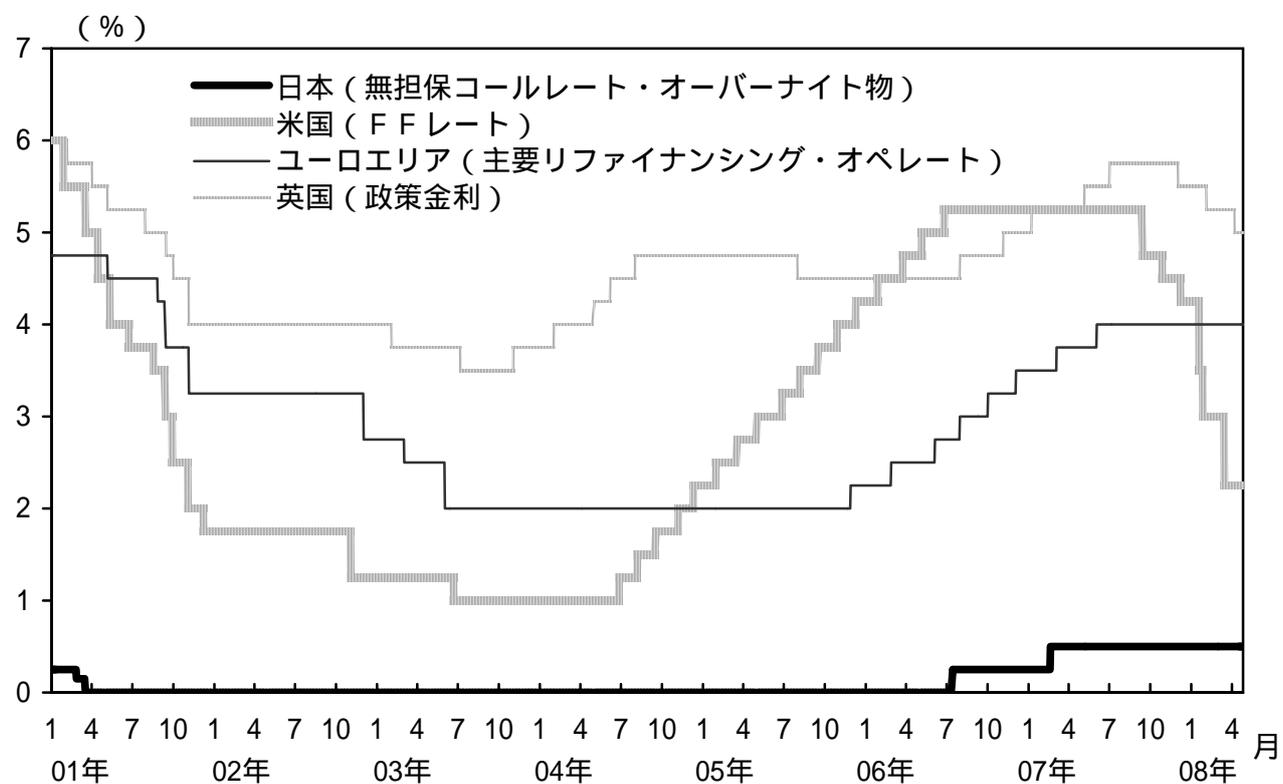
(資料) 日本証券業協会、メリルリンチ、Bloomberg、日本相互証券

短期金利

(1) 短期金利



(2) 主要国の政策金利

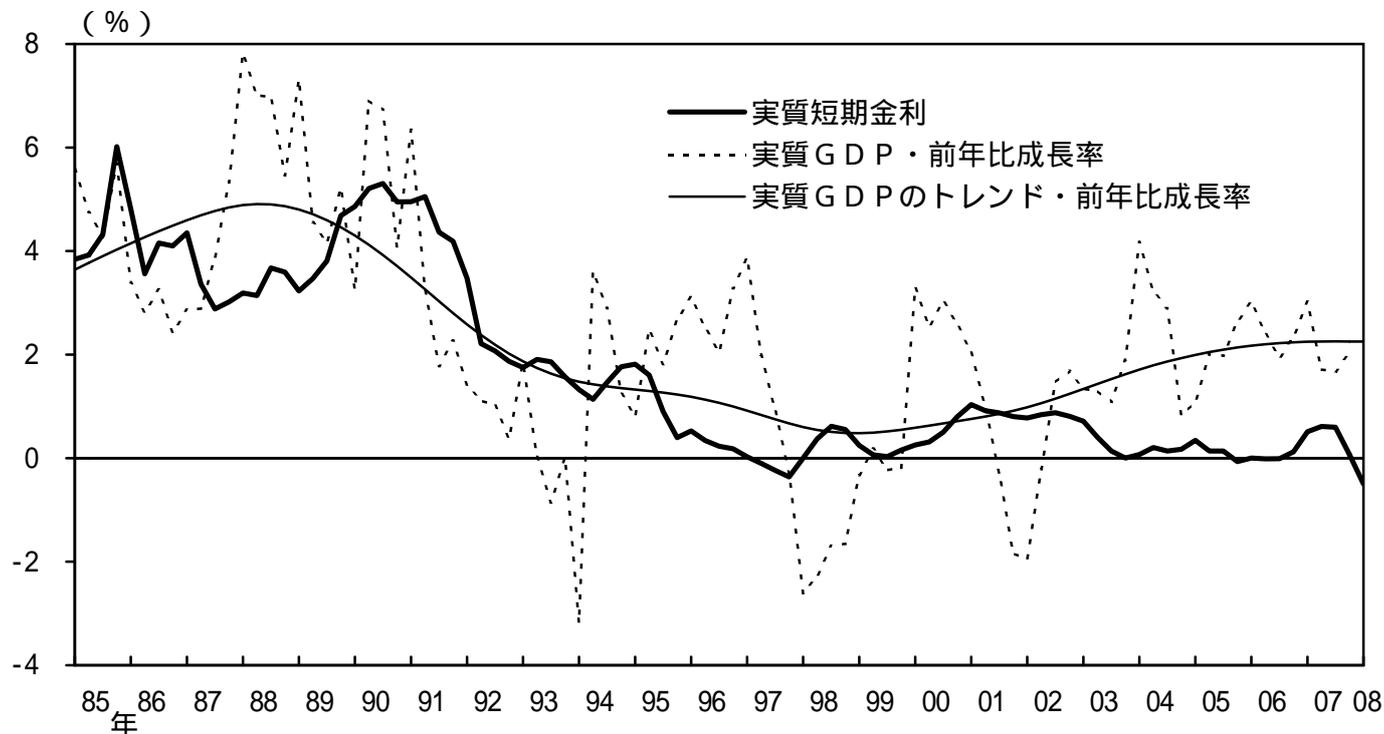


(注) 日本の政策金利は、金融市場調節の操作目標が日銀当座預金残高であった期間は 0 % とした。

(資料) 日本銀行、各国中央銀行、Bloomberg

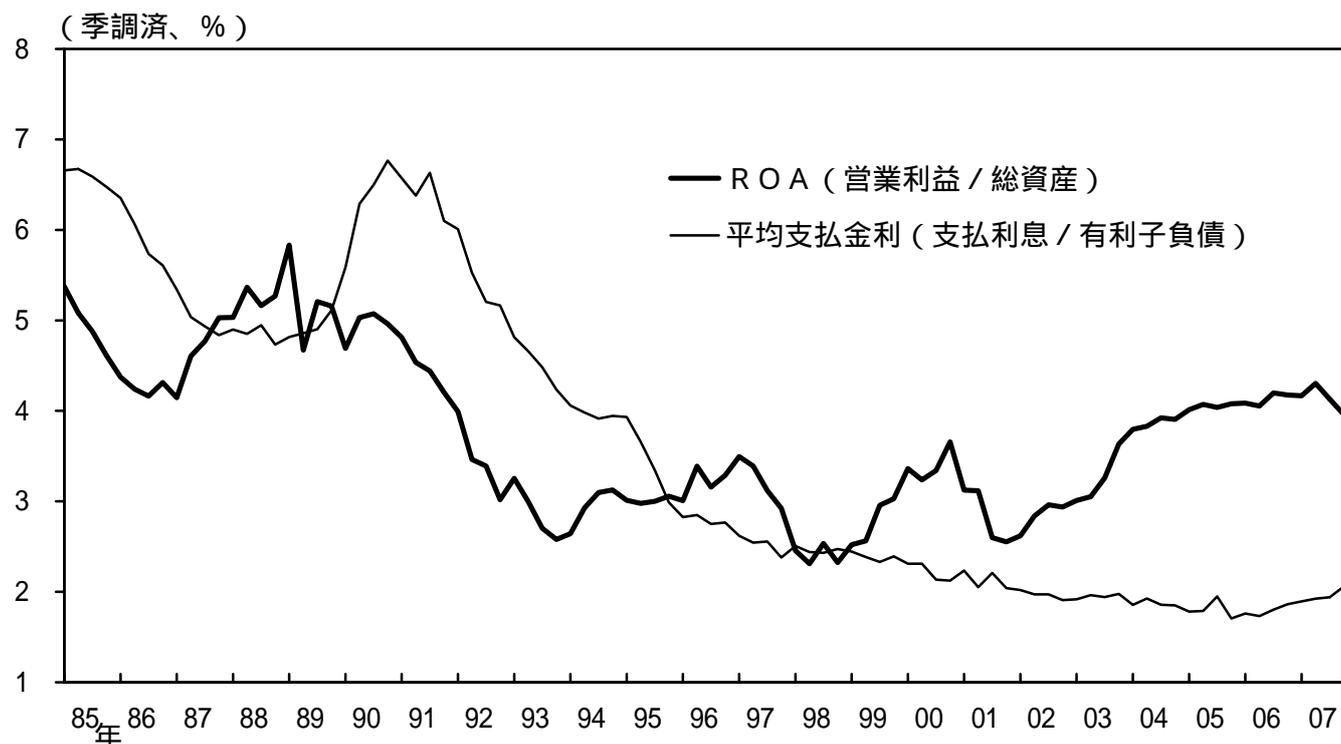
金利水準と実体経済

(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。

(2) 企業のROAと利払い率 (法人季報・全産業全規模)

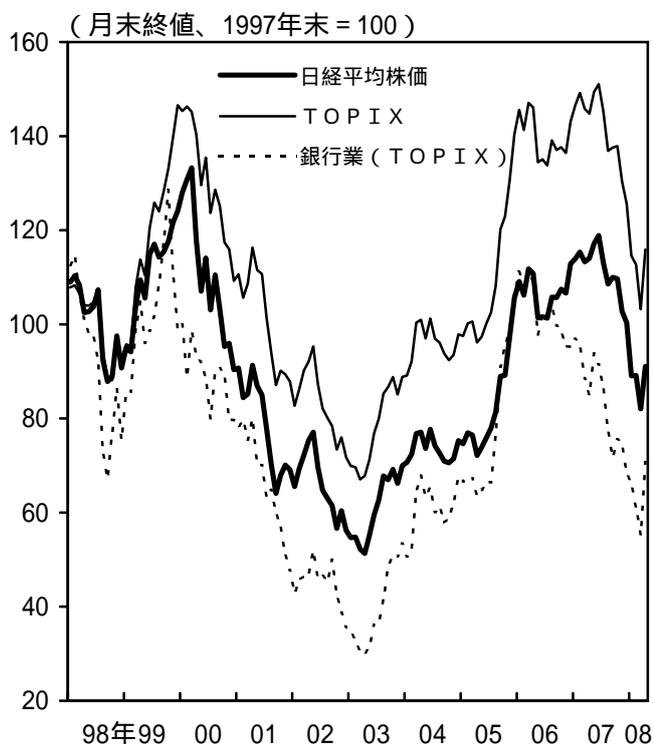


(注) 有利子負債は、長短借入金、社債、手形割引残高の合計。

(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

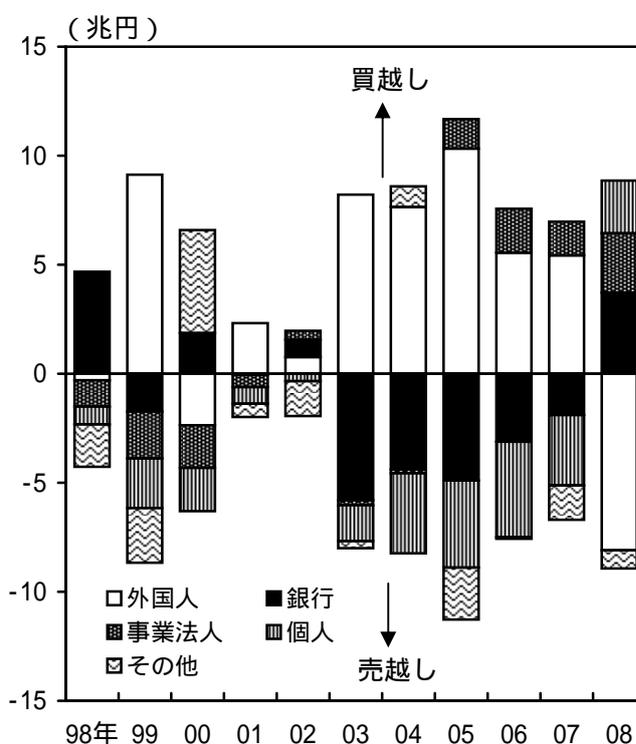
株 価

(1) 株 価



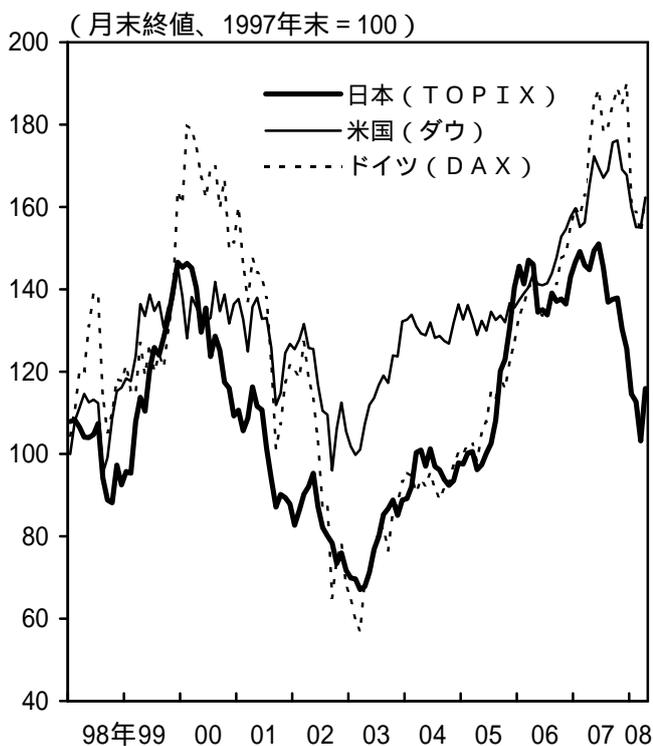
(注) 2008/4月の計数は、直近の終値。

(2) 主体別売買状況



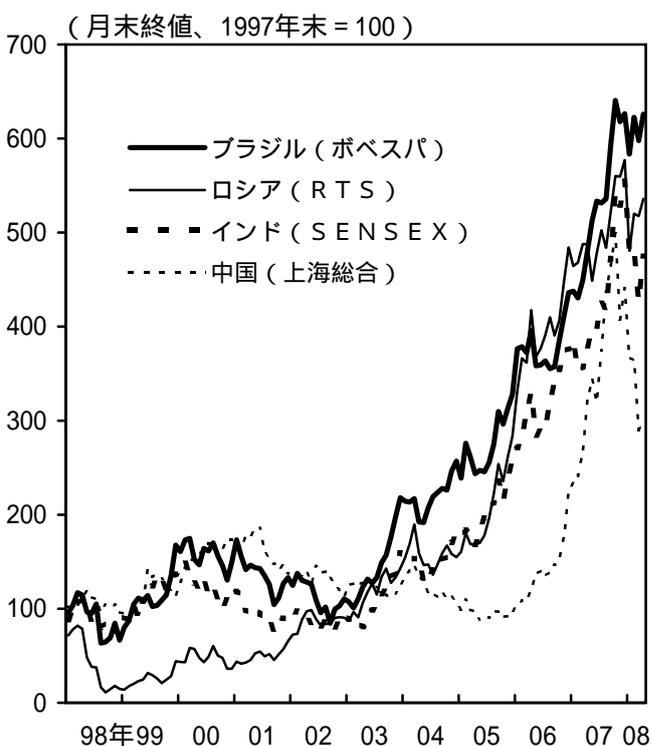
(注) 1. 三市場 (東証・大証・名証) 1、2部計。
2. 2008年の計数は、1-3月の年換算値。

(3) 主要国の株価



(注) 2008/4月の計数は、直近の終値。

(4) B R I C s 諸国の株価



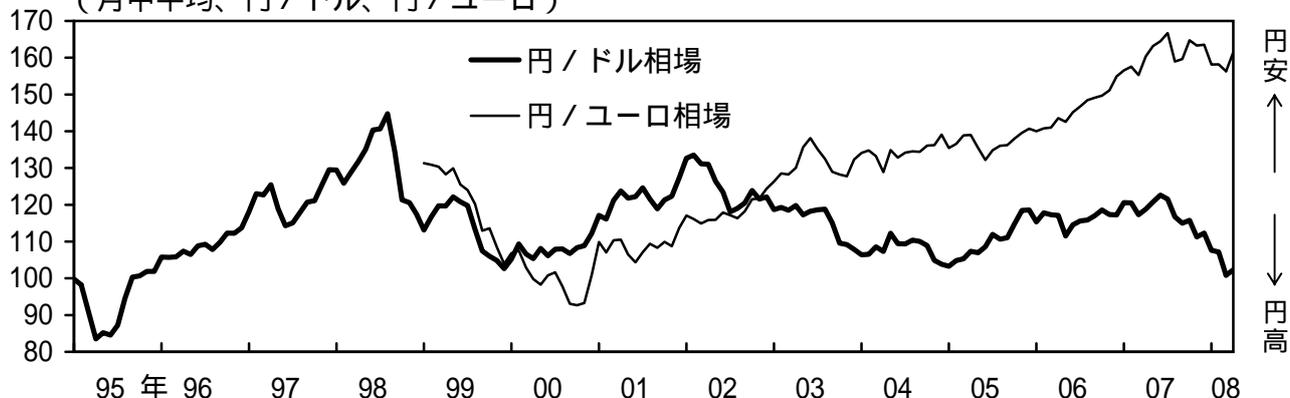
(注) 2008/4月の計数は、直近の終値。

(資料) 日本経済新聞社、東京証券取引所、Bloomberg

為替相場

(1) 円ドル・円ユーロ相場

(月中平均、円 / ドル、円 / ユーロ)



(注) 2008/4月は、直近までの平均値 (下の(2)、(3)も同じ)。

(2) 名目実効為替レート

(月中平均、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)

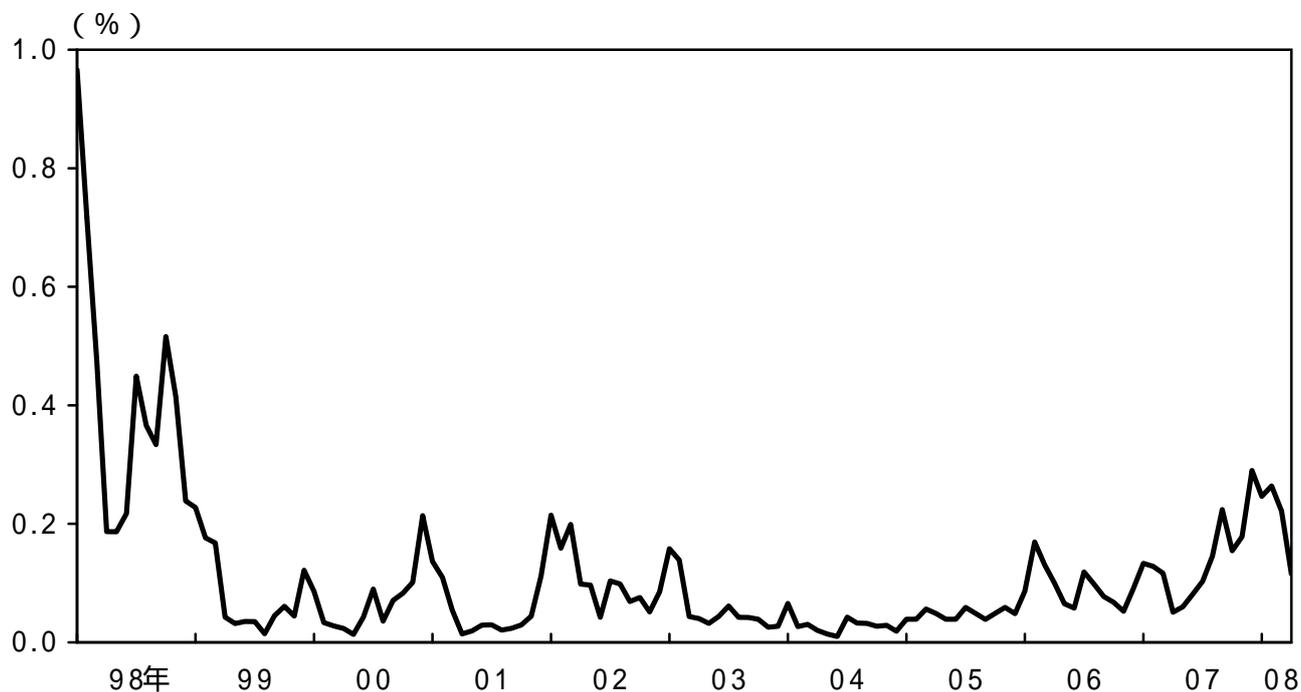


(注) 通関輸出金額ウエイト上位15通貨に対する為替相場を当該国・地域の物価指数で実質化し、同ウエイトで加重平均したもの。

(資料) 日本銀行

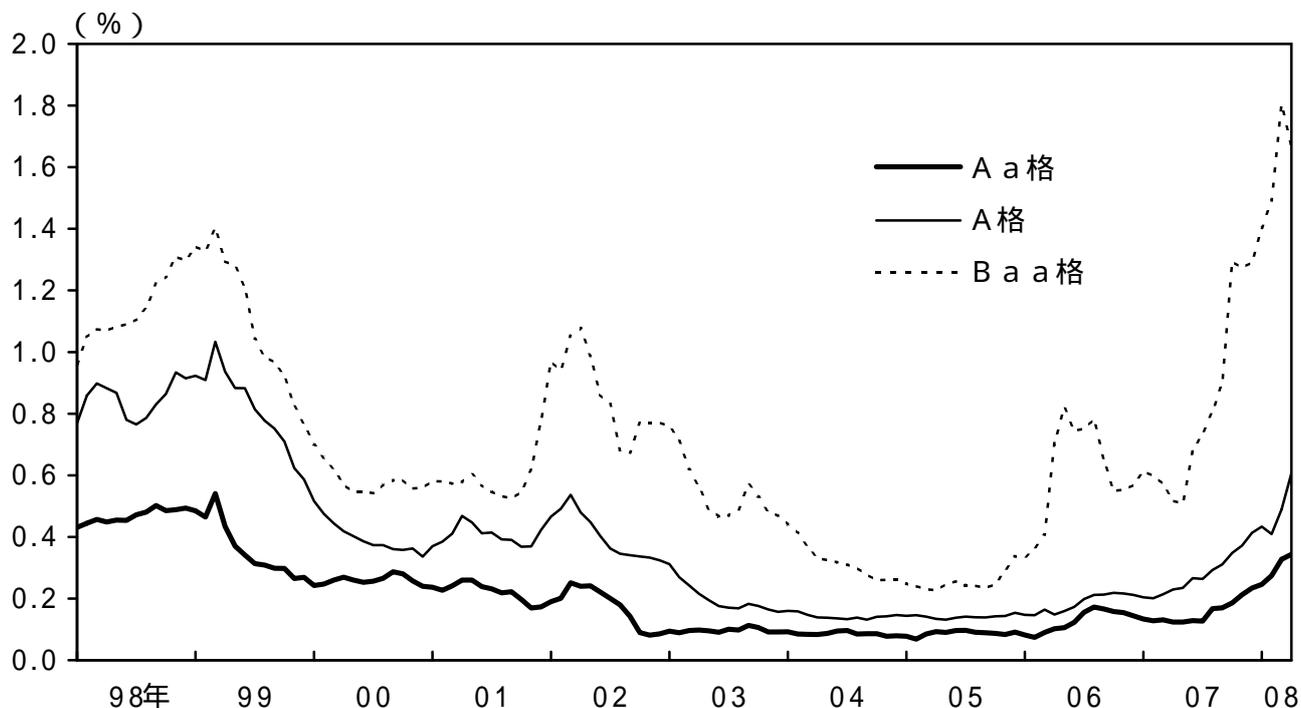
日本の信用スプレッド

(1) C P の信用スプレッド



- (注) 1. C P の信用スプレッド (3 か月物) = C P 発行レート - 短国流通利回り
2. C P 発行レートは A 1 格以上のもの。
3. 2008/4月の値は、直近までの平均値 (下の(2)も同じ)。

(2) 社債の信用スプレッド



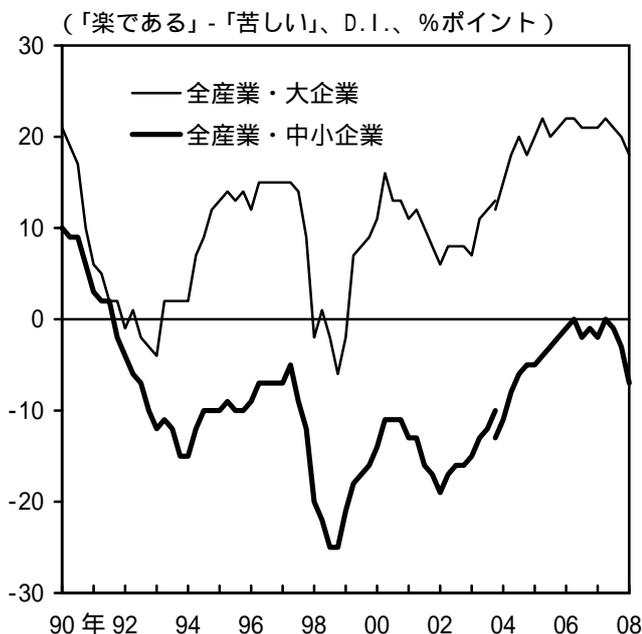
- (注) 1. 社債の信用スプレッド (5 年物) = 社債流通利回り - 国債流通利回り
2. 社債の格付けはムーディーズによる。

(資料) 日本銀行、日本相互証券、日本証券業協会

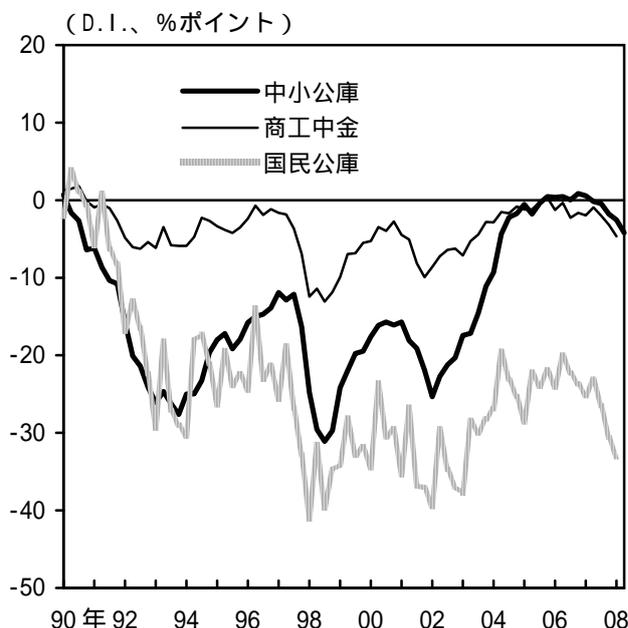
企業金融

(1) 企業の資金繰り

< 短観 >



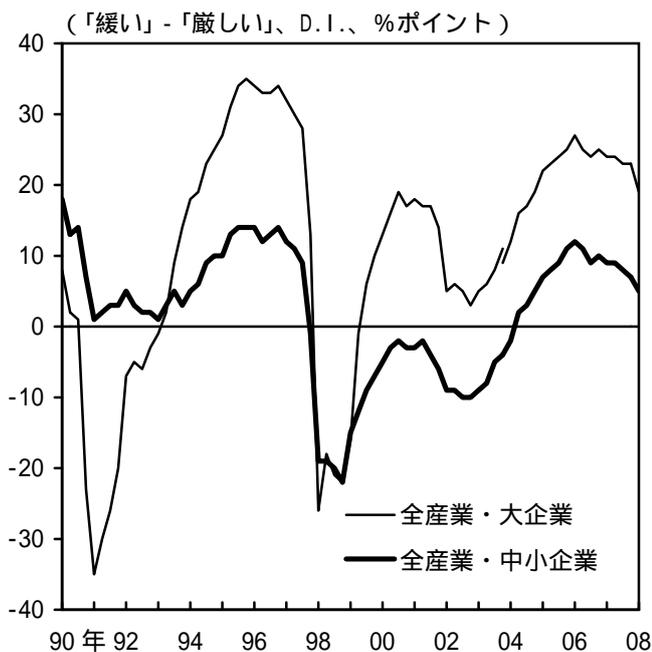
< 中小公庫・商工中金・国民公庫 >



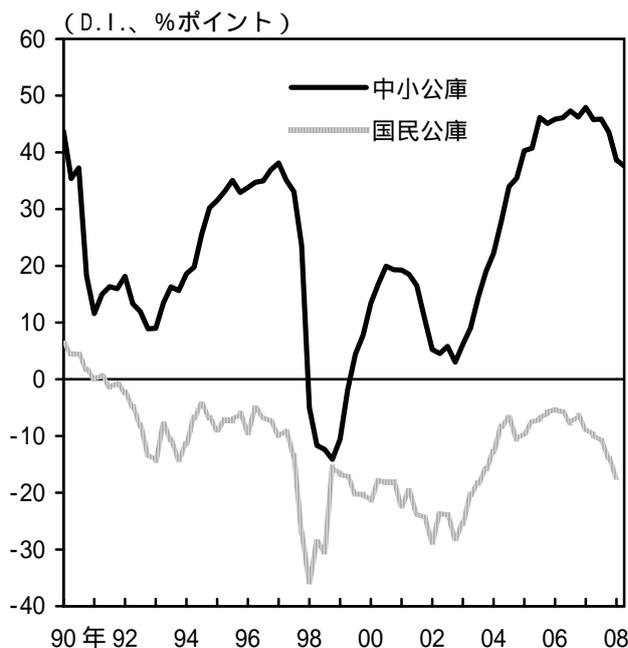
- (注) 1. 短観は04/3月調査より見直しを実施。旧ベースは03/12月調査まで、新ベースは03/12月調査から(下の(2)も同じ)。
2. 中小公庫のD.I.は「余裕」-「窮屈」、商工中金、国民公庫のD.I.は「好転」-「悪化」。
3. 中小公庫の計数は、四半期平均値。2008/2Qは4月の値(下の(2)も同じ)。
4. 商工中金の計数は、四半期平均値。

(2) 企業からみた金融機関の貸出態度

< 短観 >



< 中小公庫・国民公庫 >

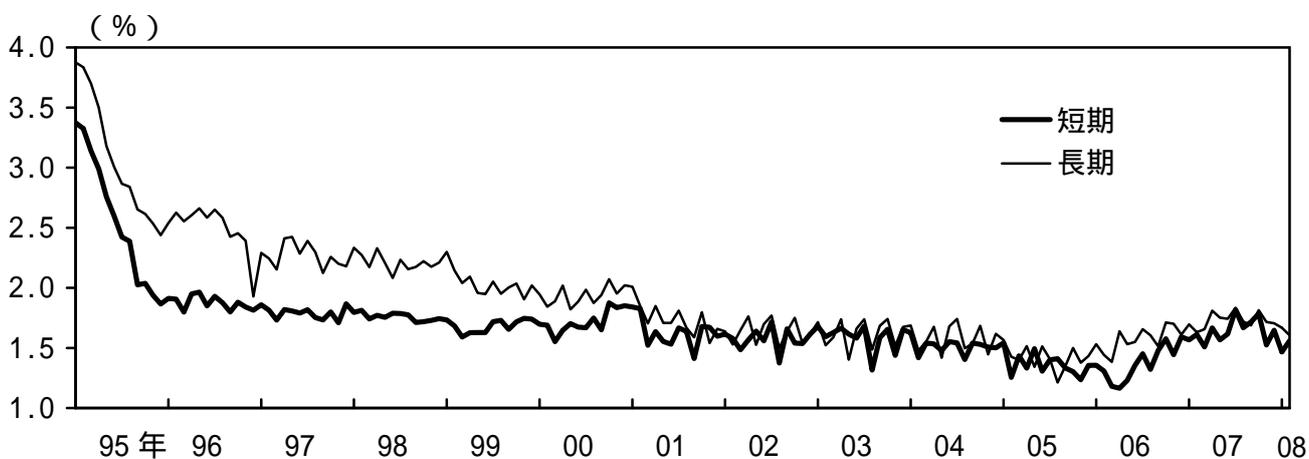


- (注) 中小公庫のD.I.は「緩和」-「厳しい」、国民公庫のD.I.は「容易になった」-「難しくなった」。

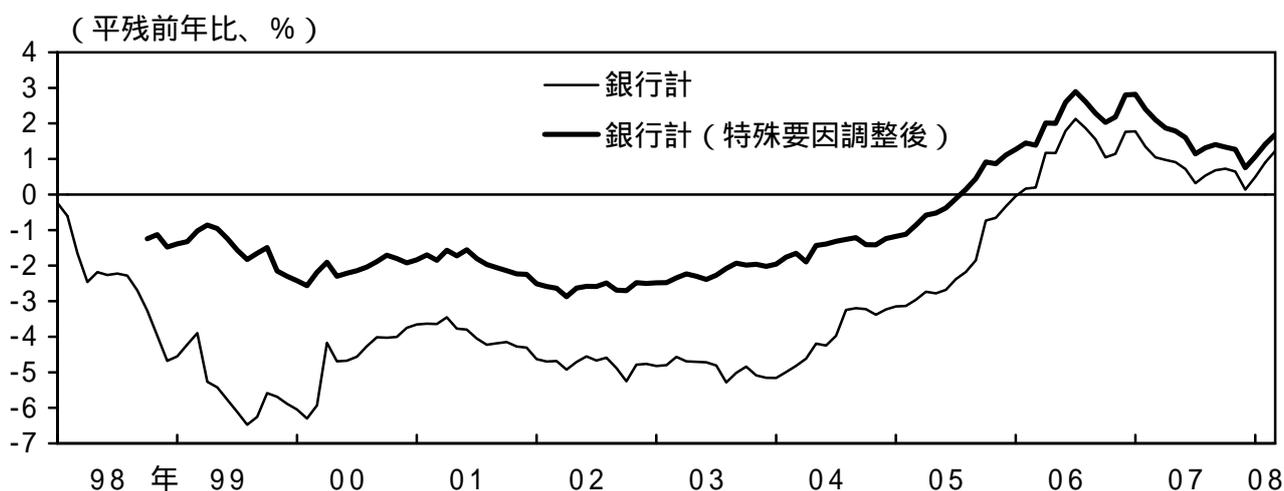
(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」、中小企業金融公庫「中小企業景況調査」、
商工中金「中小企業月次景況観測」、国民生活金融公庫「全国小企業動向調査結果」

貸出・マネーサプライ

(1) 新規貸出約定平均金利

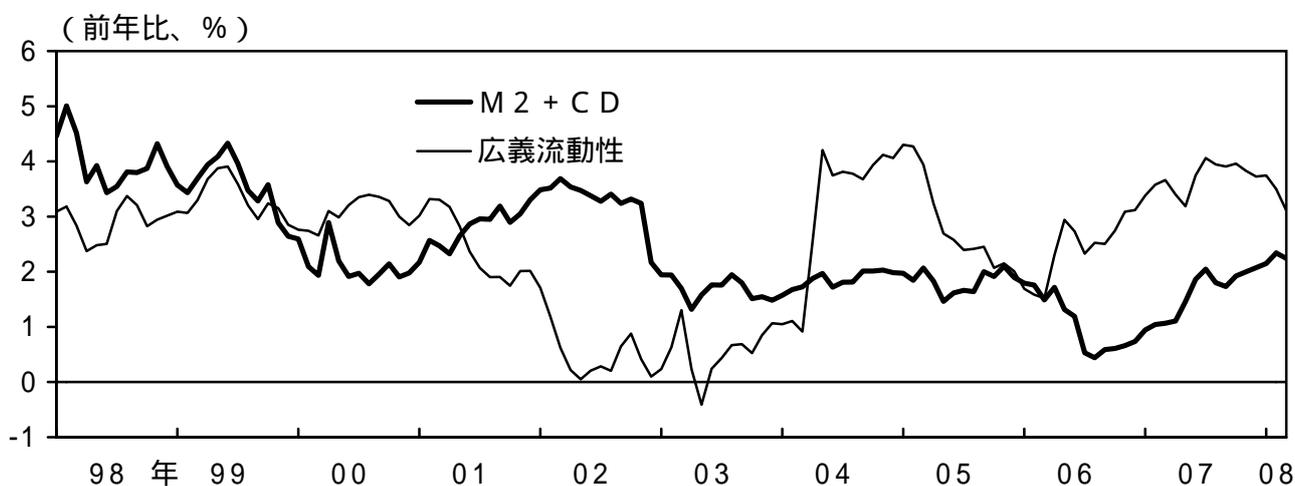


(2) 民間銀行貸出



(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。

(3) マネーサプライ

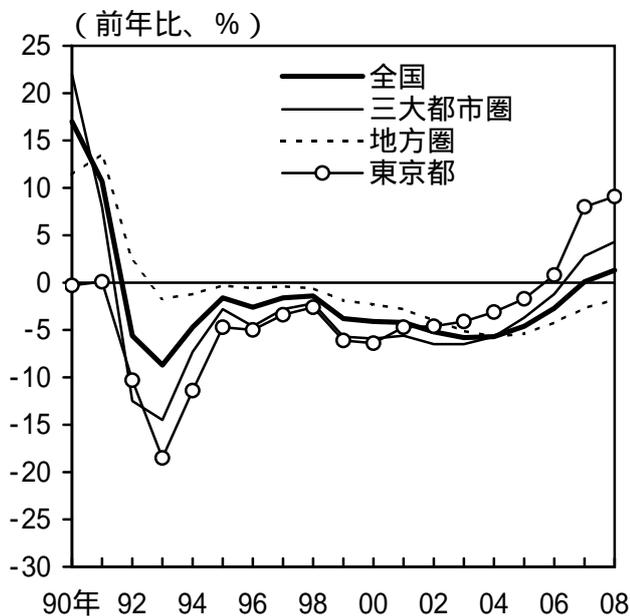


(資料) 日本銀行「貸出・資金吸収動向等」「マネーサプライ」「貸出約定平均金利」

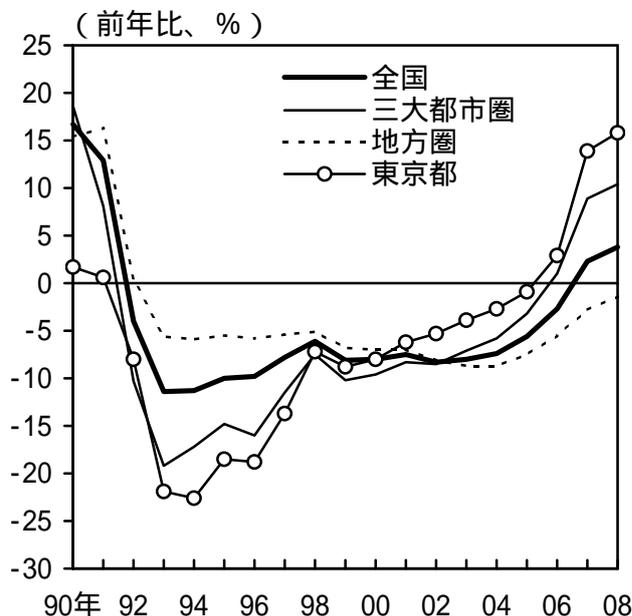
地 価

(1) 地価公示 (1 / 1 日時点)

< 住宅地 >



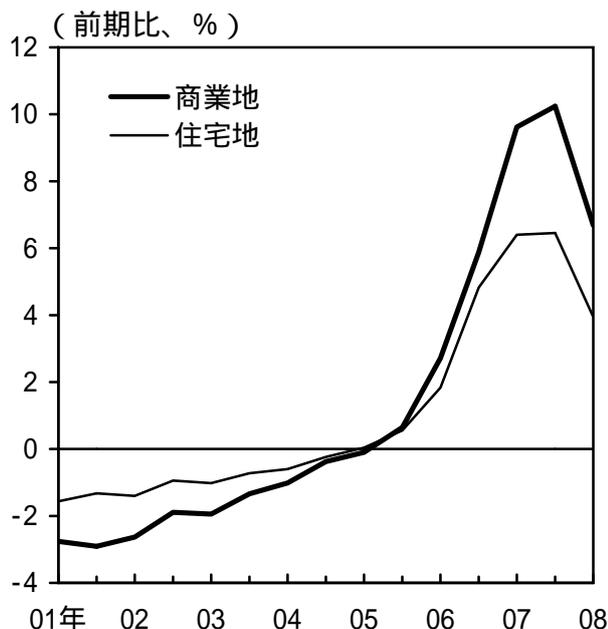
< 商業地 >



(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。地方圏とは、三大都市圏以外を指す。

(2) 東京都区部の地価の動向

< 2001年以降の動き >



< 足もとの動き >

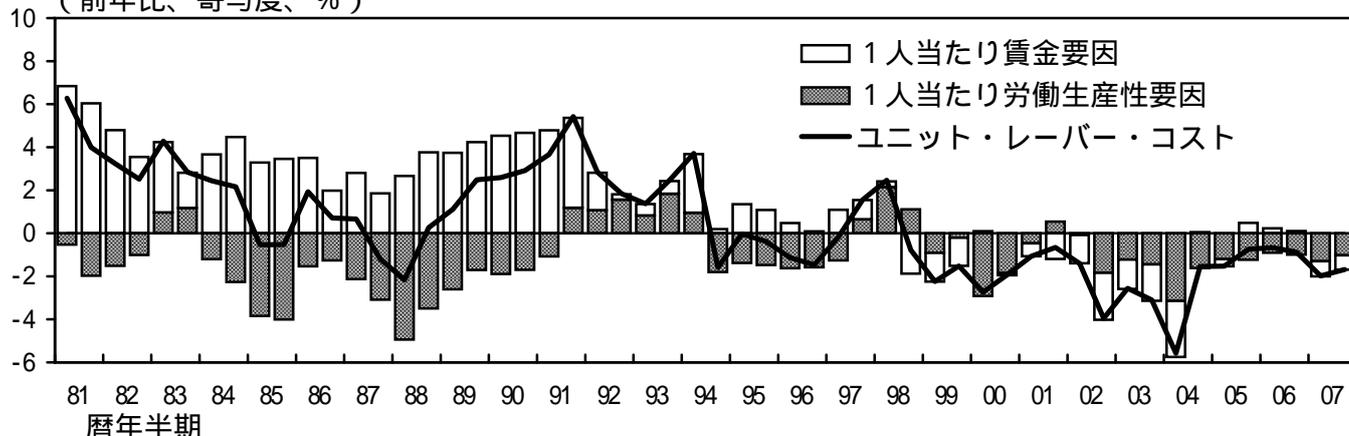
	(%)	
	商業地	住宅地
年間変動率		
07.1.1 08.1.1	17.7	10.9
上期変動率		
07.1.1 07.7.1	10.3	6.8
下期変動率		
07.7.1 08.1.1	6.7	3.8

(注) 地価公示および都道府県地価調査の共通地点 (住宅地58地点、商業地44地点) における半期ベースの比較。ただし、足もとの動きにおける計数は、住宅地65地点、商業地59地点ベース。

賃金と物価

(1) ユニット・レーバ－・コスト

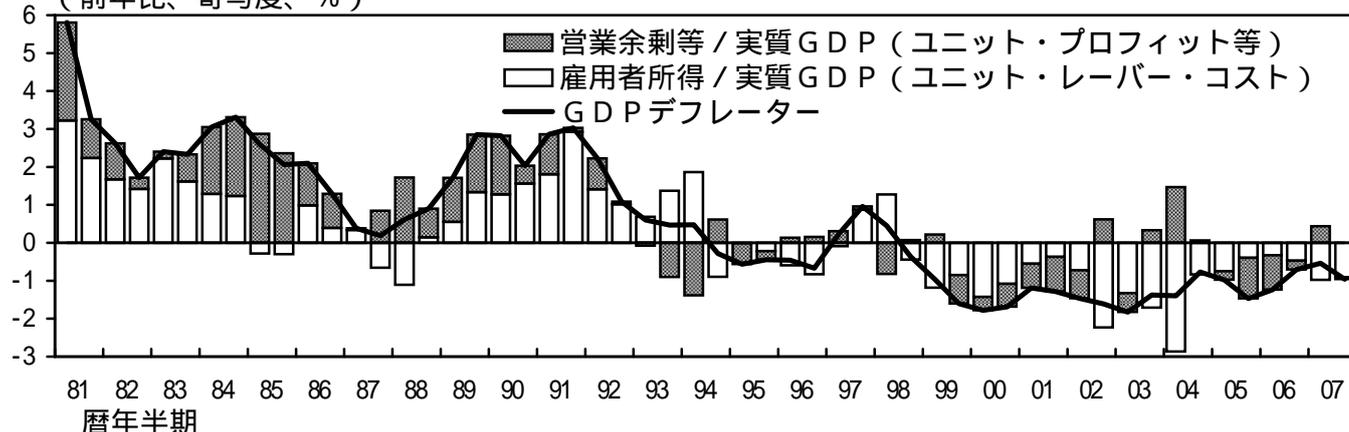
(前年比、寄与度、%)



(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

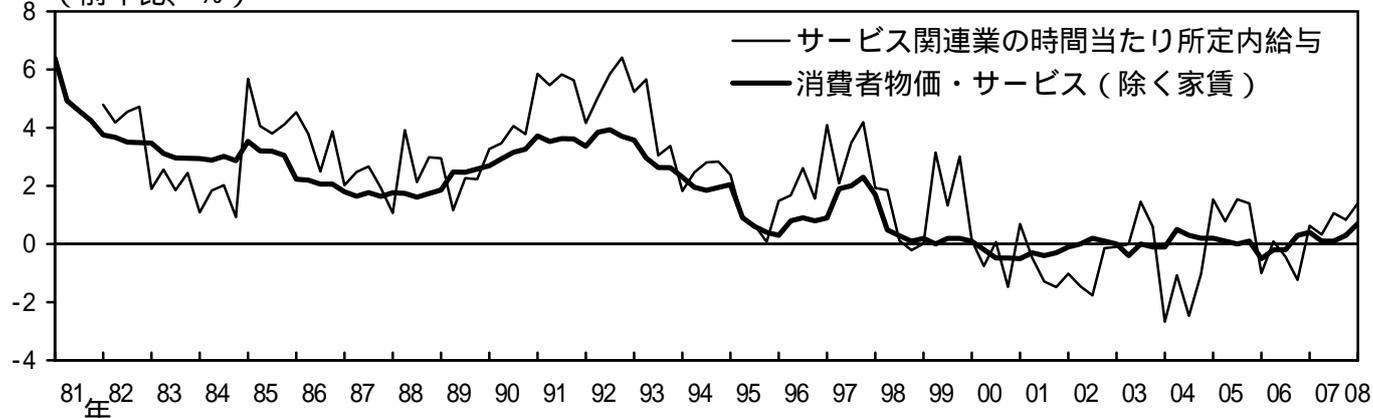
(前年比、寄与度、%)



(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、%)



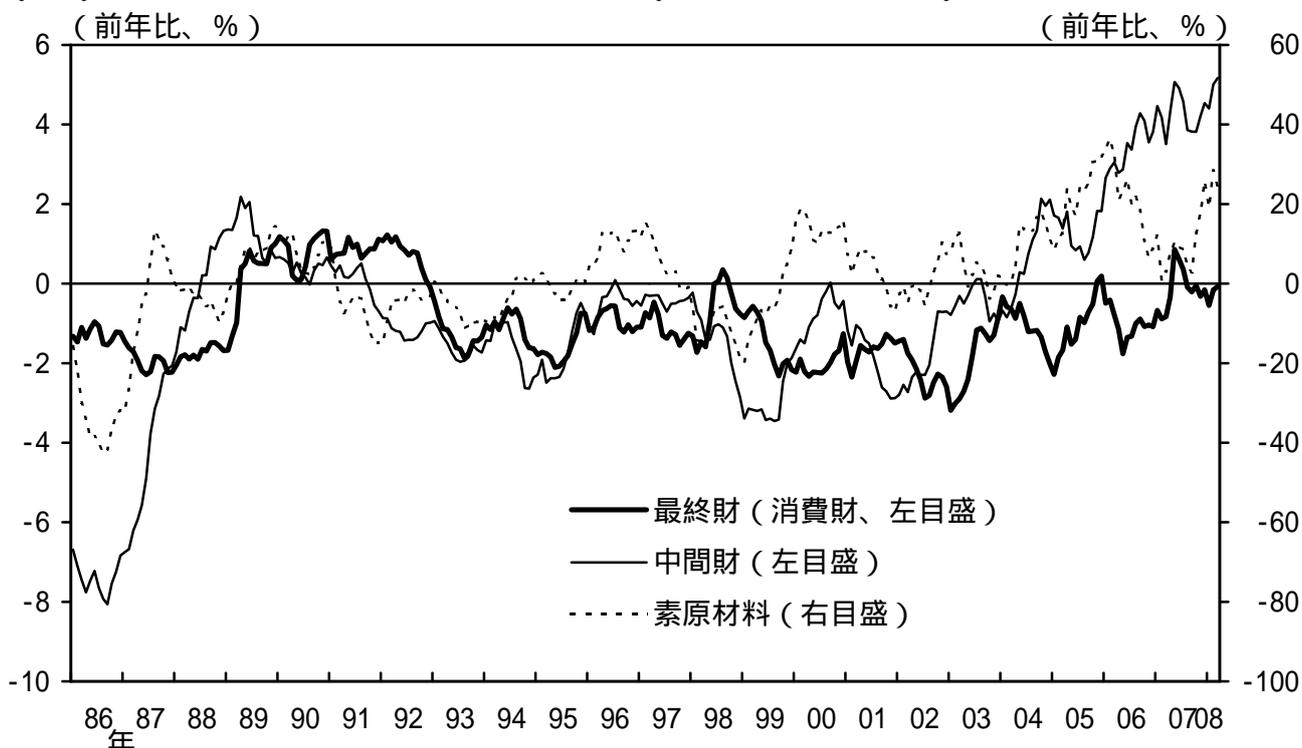
(注) 1. 賃金は、2000年までは、旧業種区分によるサービス業に飲食店を加えたもの。2001年以降は、新業種区分によるサービス業に飲食店、宿泊業および他教育・学習支援を加えたもの。事業所規模30人以上のデータを使用。

2. 2008/1Qのサービス関連業の時間あたり所定内給与は、1～2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」

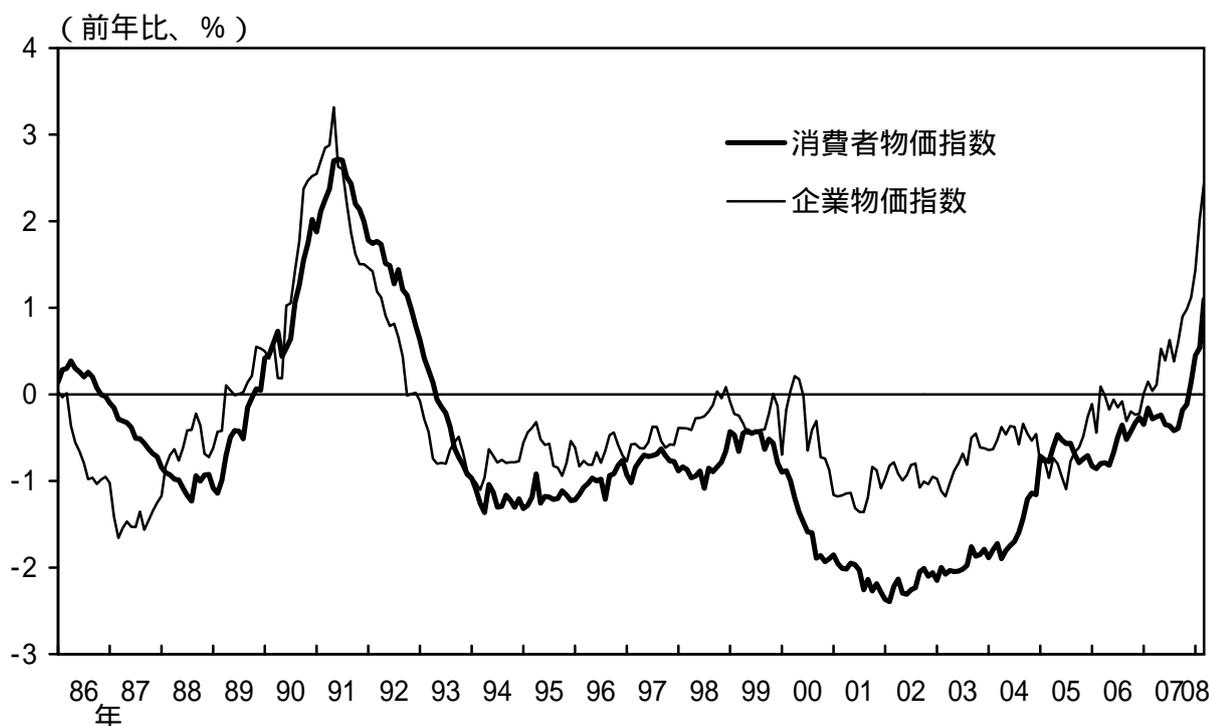
需要段階別にみた物価の動向

(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) 企業物価指数と消費者物価指数の共通品目



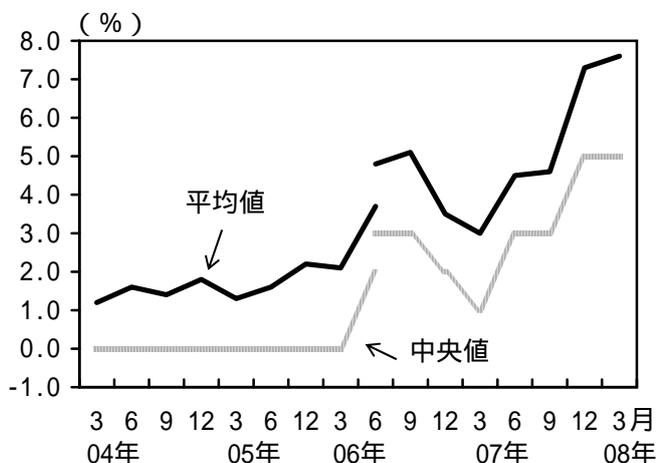
- (注) 企業物価指数と消費者物価指数の接続指数 (2005年 = 100) から共通する品目を抜粋し、それぞれを消費者物価指数のウエイト (2005年基準) で加重平均したもの。但し、廃止品目、2000年基準以降の新規採用品目、農水畜産物、石油・石炭製品、たばこを除く。

(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」

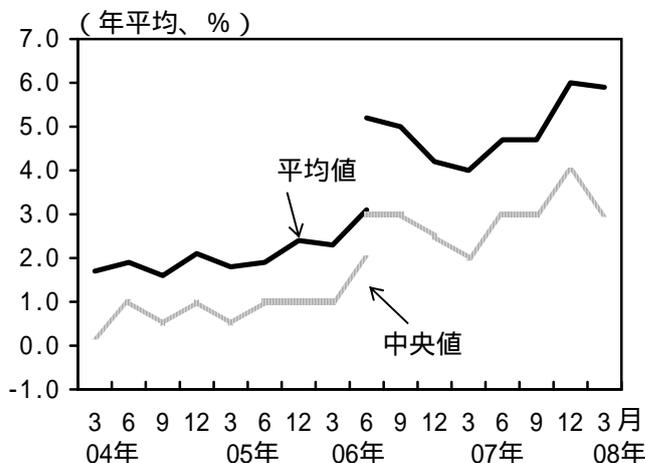
物価の先行きに対する見方

(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

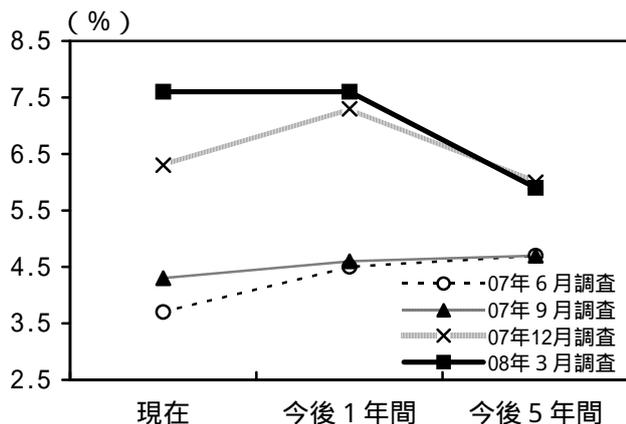


今後5年間のインフレ率

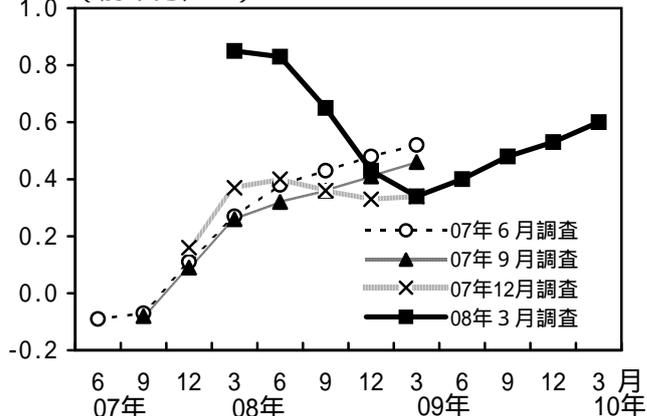


(2) エコノミストのインフレ予想 (ESPフォーキャスト調査)

物価上昇率に対する認識および予想 (平均値)



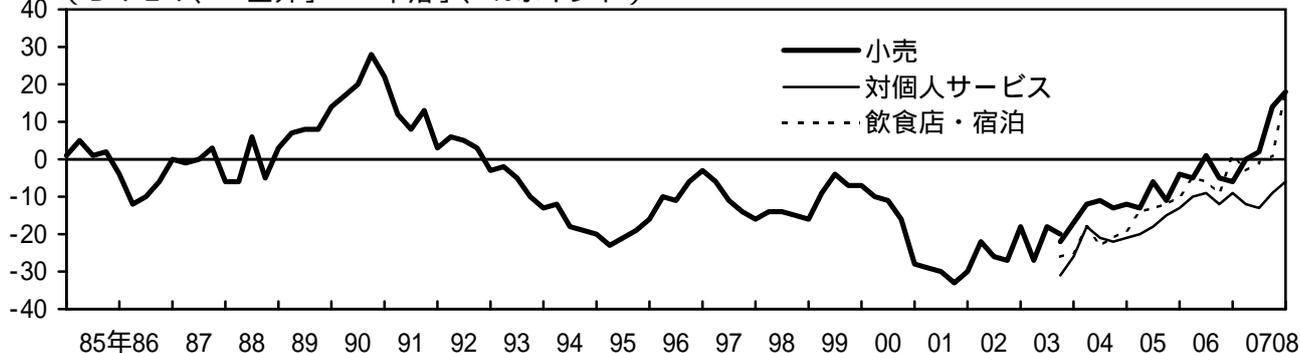
(前年比、%)



(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)

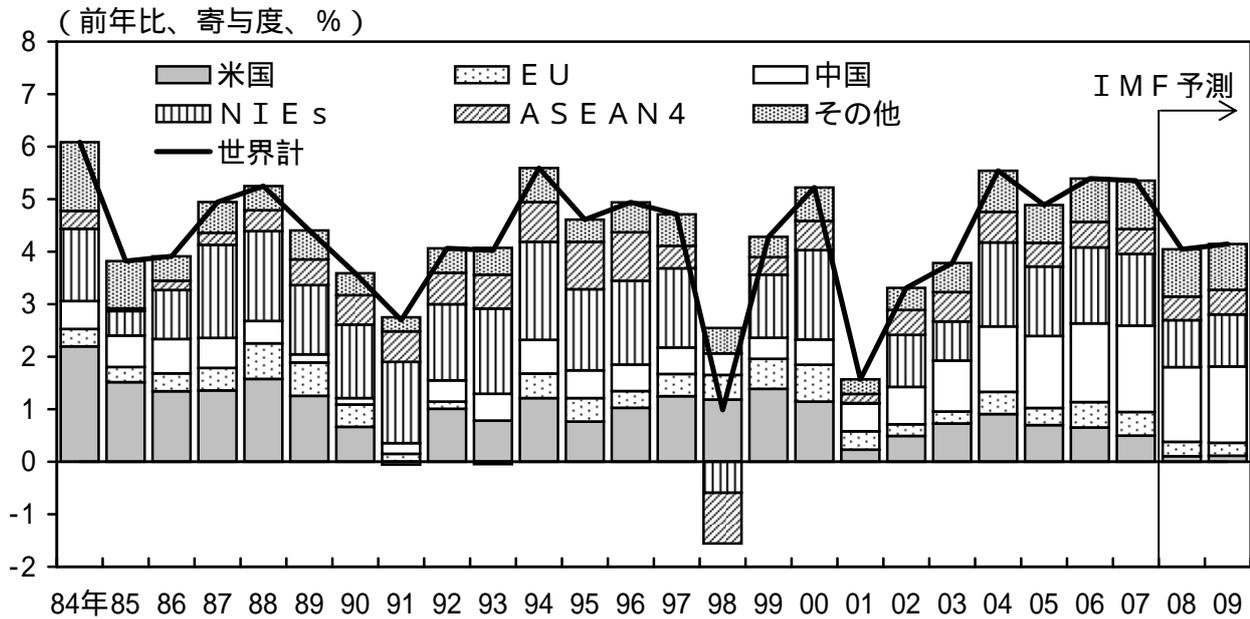


(注) 1. 全規模合計。
2. 2004年3月調査より見直しを実施。旧ベースは2003年12月調査まで、新ベースは2003年12月調査から。

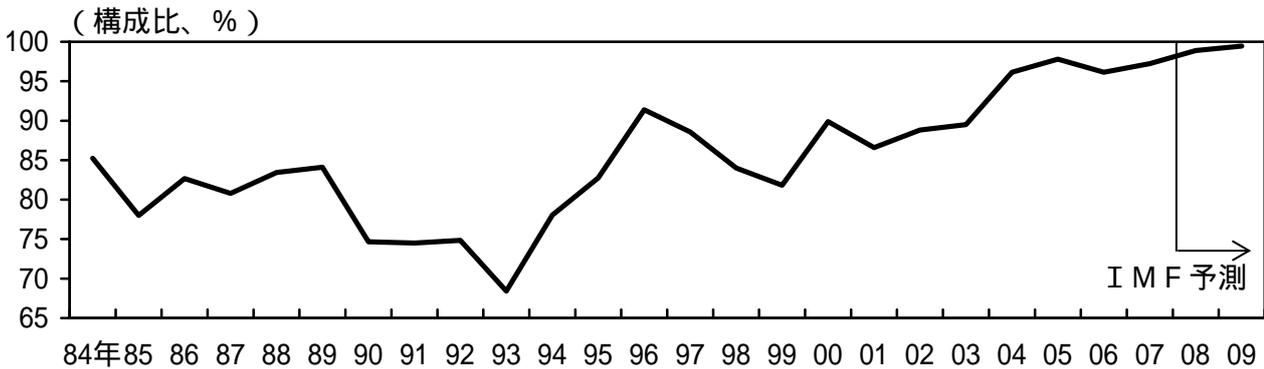
(資料) 日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」、「全国企業短期経済観測調査」、
経済企画協会「ESPフォーキャスト調査」

海外経済

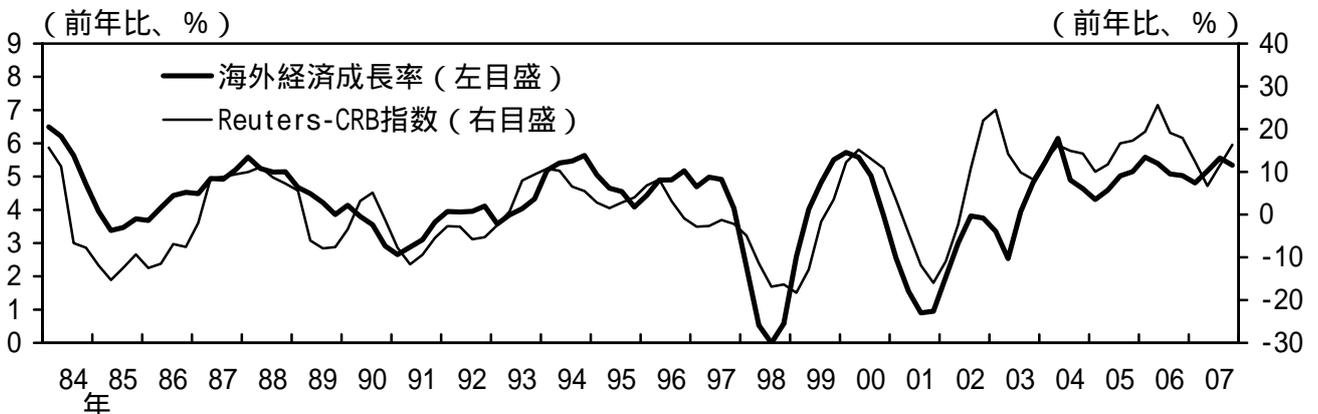
(1) わが国が直面する海外経済の成長率



(2) プラス成長国の割合



(3) 海外経済成長率と商品市況



(注) 1. 計数は、Reuters-CRB指数を除き、IMFの世界経済見通しに基づく。
2. (1)は、各国のGDP成長率を、わが国の通関輸出ウエイトで積み上げたもの。
なお、08年以降の値は、IMFの各国GDP予測を使用。
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。
(資料) IMF「World Economic Outlook」、財務省「外国貿易概況」等

世界経済の多極化

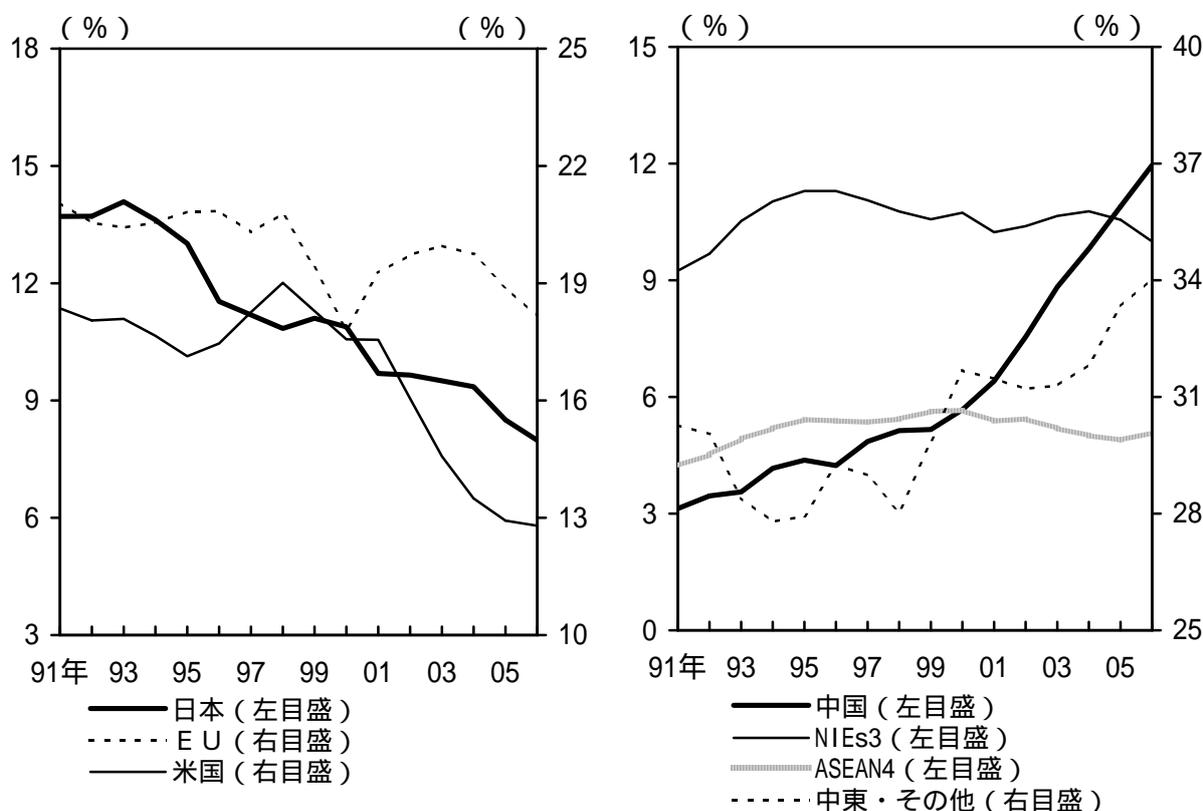
(1) 国・地域別にみた輸出の伸び率 (実質、01 - 06年)

(年率換算、%)

		輸出先								
		日本	中国	NIEs3	ASEAN4	米国	E U	中東	その他	世界への輸出
輸出元	日本		23.6	10.1	6.2	2.9	6.3	12.1	12.5	9.1
	中国	12.6		25.1	27.4	27.3	30.5	29.8	33.6	26.5
	NIEs3	7.2	19.7	14.9	16.7	3.7	11.7	12.8	13.9	13.0
	ASEAN4	4.5	25.6	8.9	13.2	4.2	5.9	12.6	12.9	8.9
	米国	-1.7	20.5	4.2	1.7		3.1	10.9	4.9	4.7
	E U	-1.4	14.4	3.1	-1.0	0.8	4.9	5.0	6.5	4.8
	中東	5.7	20.7	5.4	6.0	1.9	6.2	10.4	8.4	6.9
	その他	5.4	29.6	4.9	7.6	2.5	10.0	11.6	10.2	7.6
	世界からの輸入	4.7	21.5	10.9	10.1	4.0	6.5	10.1	9.2	7.8

(注) I M F 統計による名目値を、国連統計の輸出元別輸出デフレーターで実質化したもの。
 N I E s 3 は、韓国、香港、シンガポール。
 A S E A N 4 は、タイ、マレーシア、フィリピン、インドネシア。
 シャドーは、世界の伸び率を上回ったことを示す。

(2) 輸出における国・地域別シェア (名目ベース)

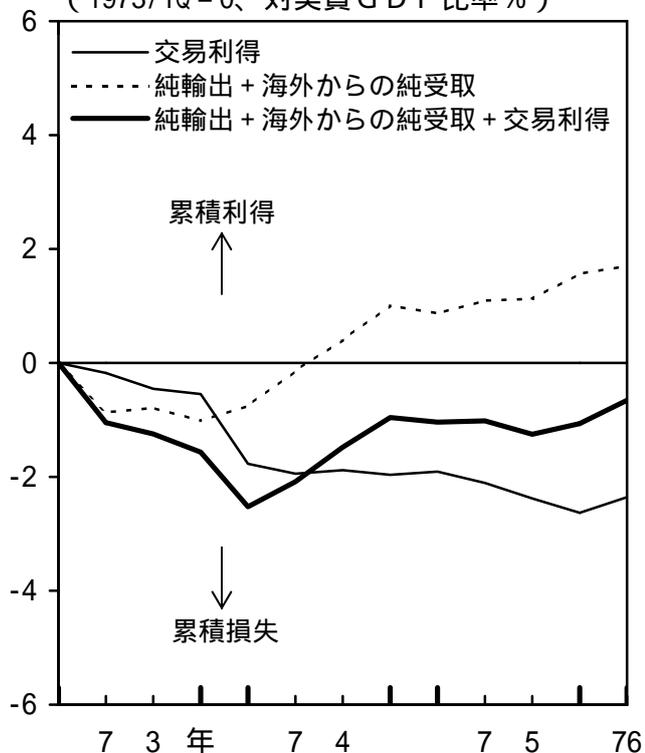


(注) 名目域外輸出における各地域のウエイト。

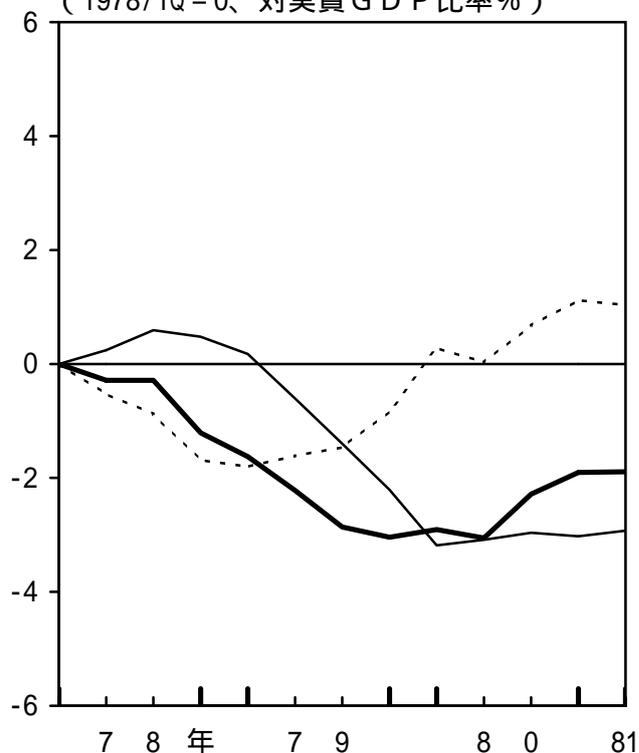
(資料) I M F 「Direction of Trade Statistics」、
 国連「National Accounts Main Aggregates」

交易利得と海外からの所得

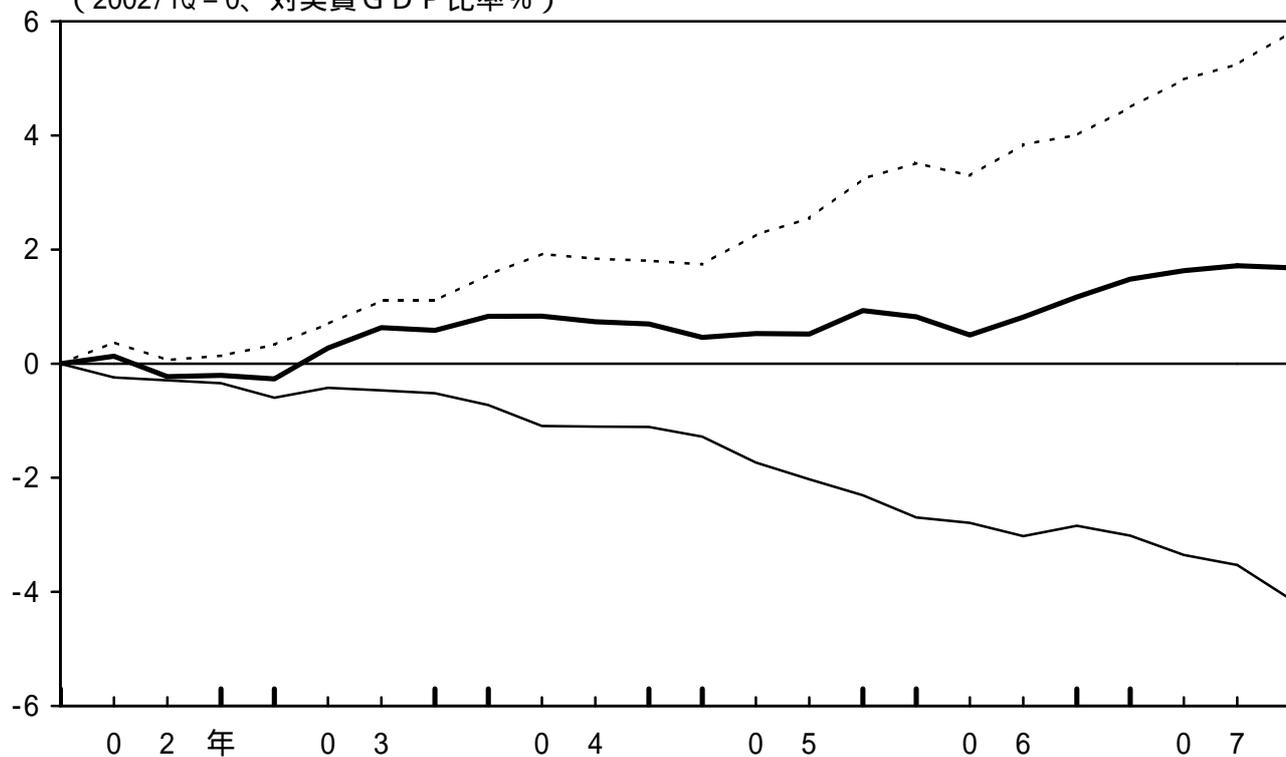
(1) 第一次オイルショック時
(1973/1Q = 0、対実質 GDP 比率 %)



(2) 第二次オイルショック時
(1978/1Q = 0、対実質 GDP 比率 %)



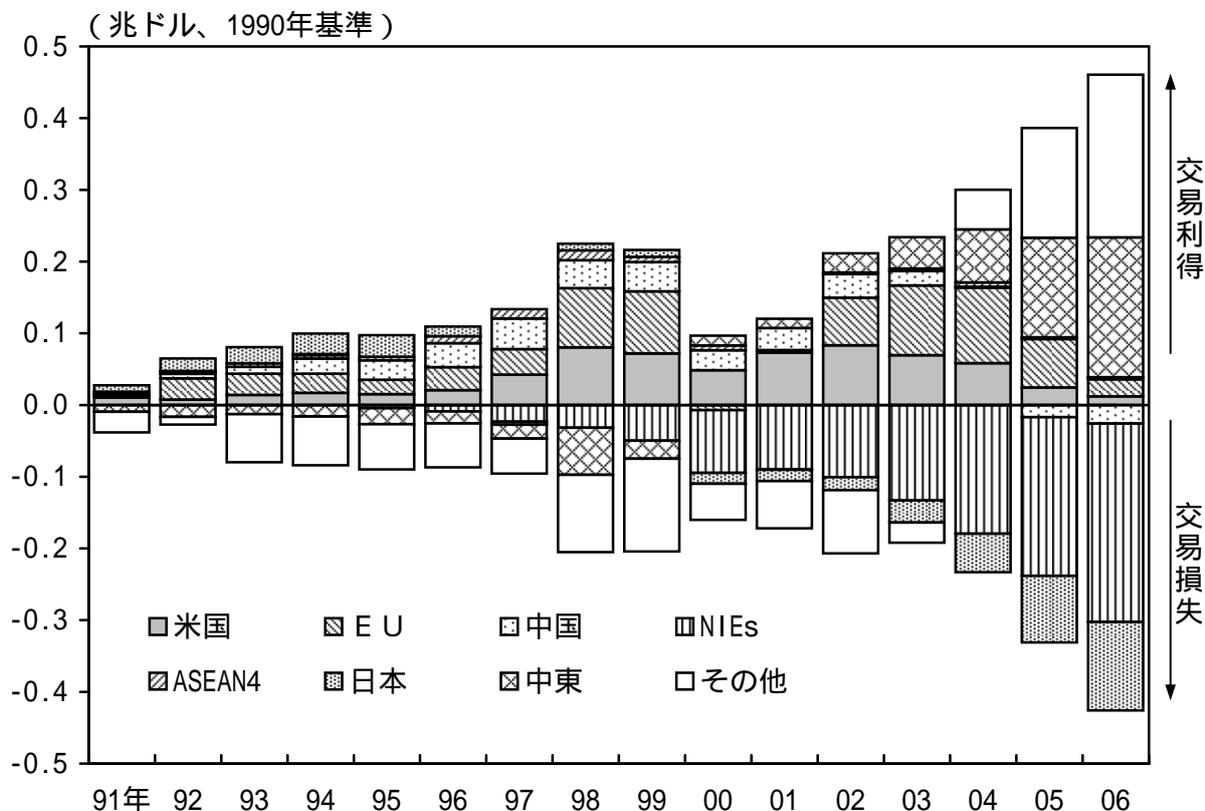
(3) 今回
(2002/1Q = 0、対実質 GDP 比率 %)



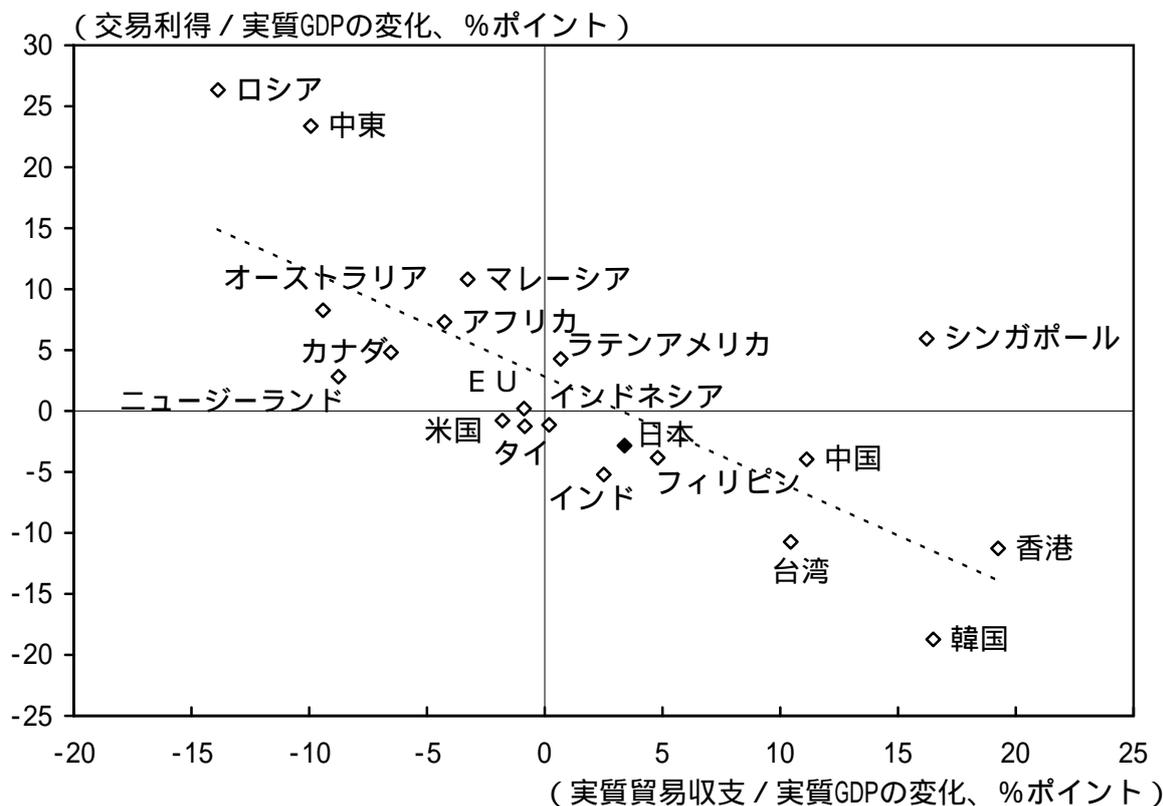
(資料) 内閣府「国民経済計算」

世界の交易利得と純輸出

(1) 世界の交易利得



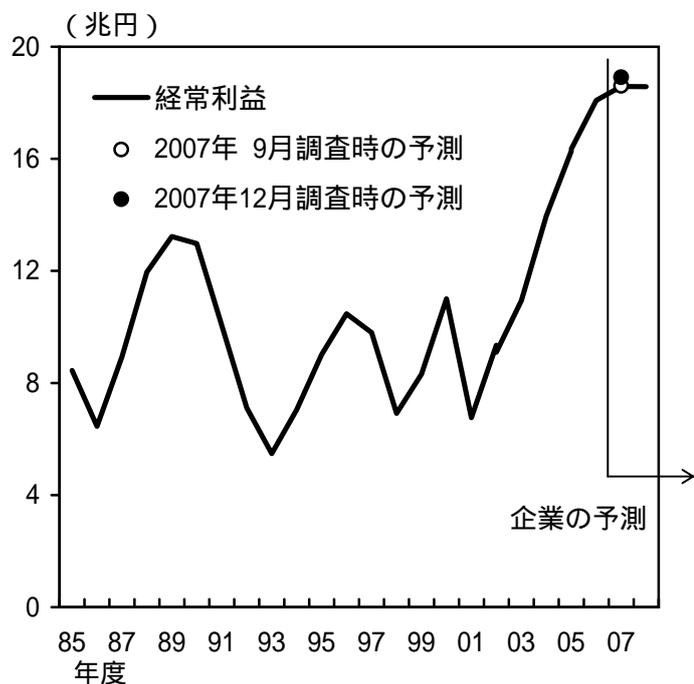
(2) 交易利得と純輸出の関係 (01年 06年の変化)



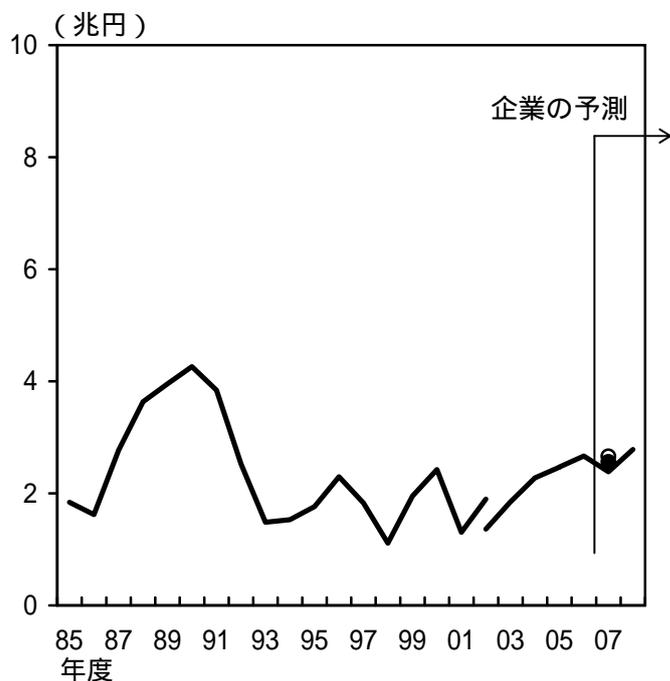
(資料) 国連「National Accounts Main Aggregates」

企業収益

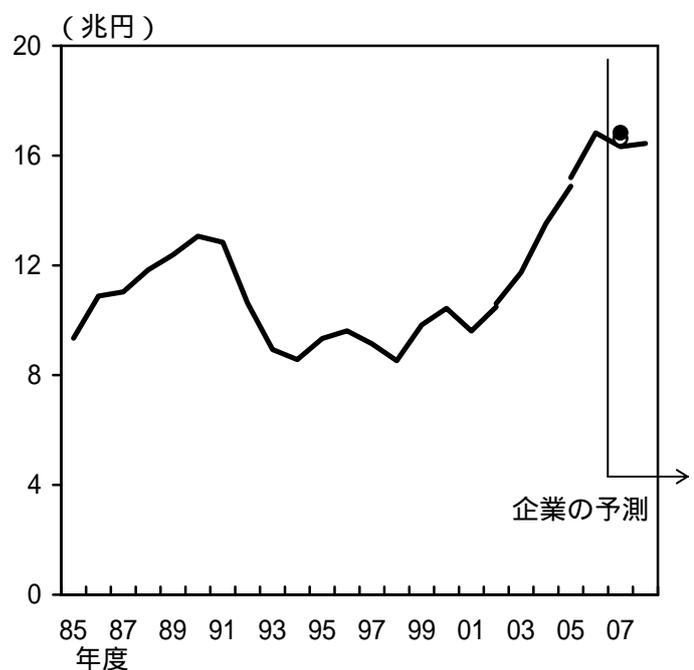
(1) 製造業大企業



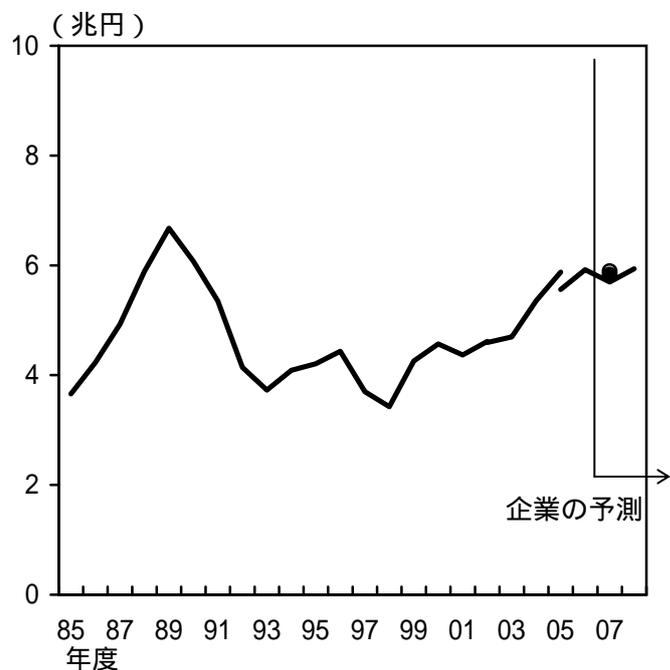
(2) 製造業中小企業



(3) 非製造業大企業



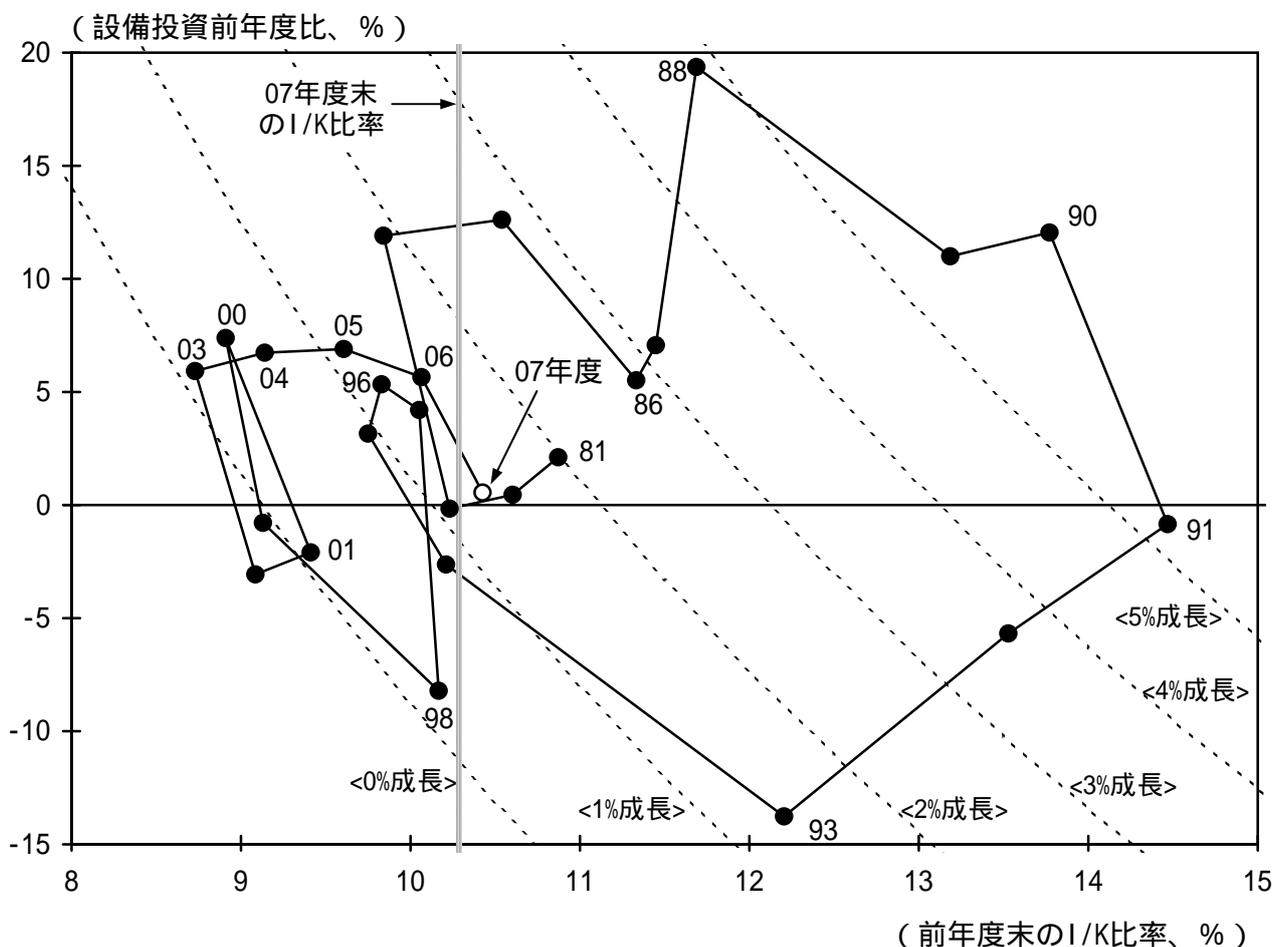
(4) 非製造業中小企業



- (注) 1. 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。
2. 「企業の子測」は、2008年3月調査時の予測。

(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

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。

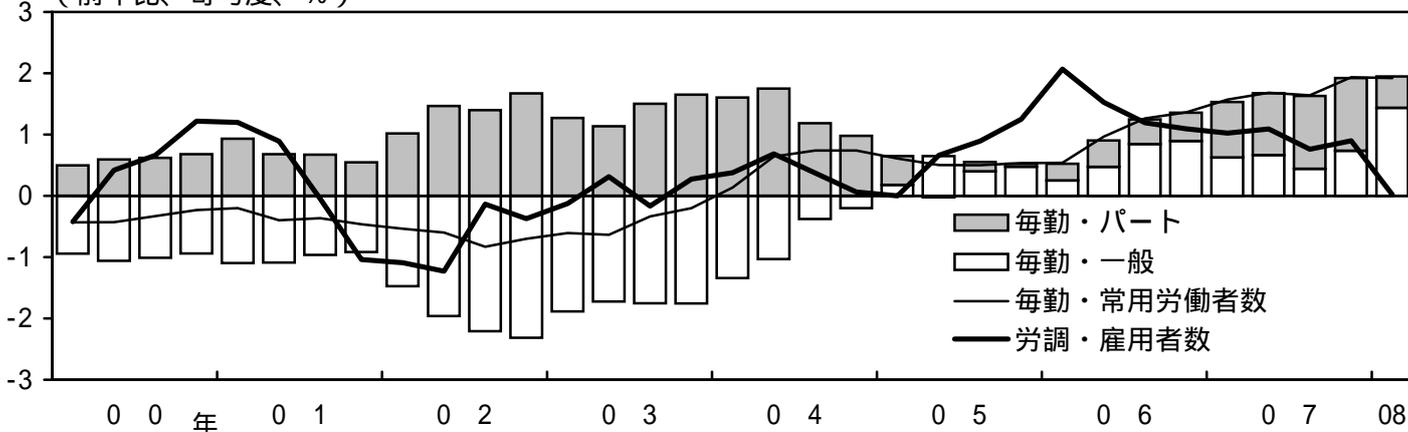
(注) 2007年度の設備投資については、2008/1Qの伸び率を2007/2Q～4Qの伸び率の平均と仮定して算出。

(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2008年版」

雇用・所得環境

(1) 雇用者数 (労働力調査) と常用労働者数 (毎月勤労統計)

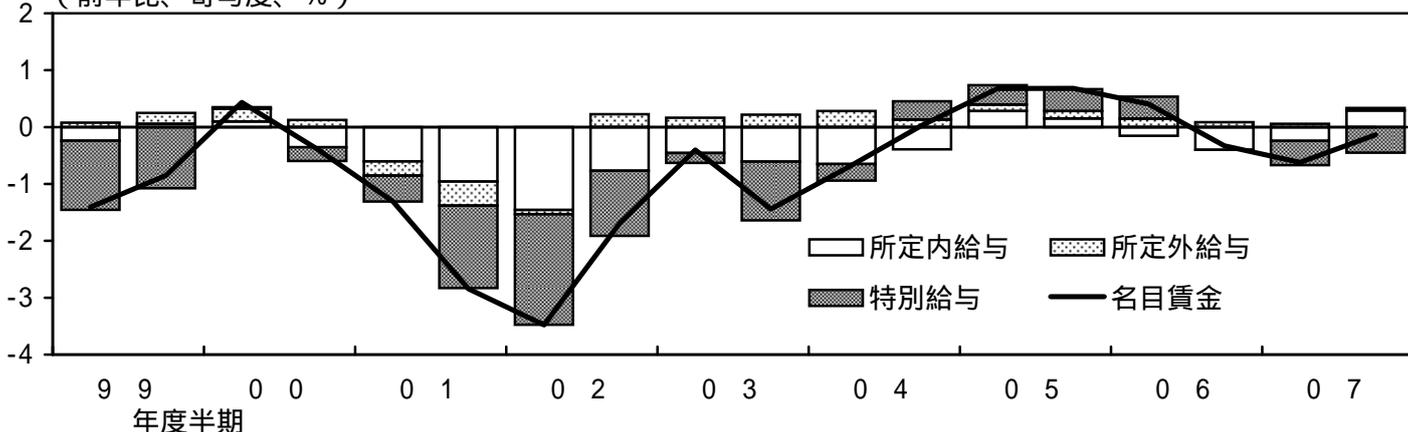
(前年比、寄与度、%)



(注) 1. 毎月勤労統計の計数は、事業所規模5人以上 (以下の図表も同じ) 。
2. 毎月勤労統計の2008/1Qは、1～2月の前年同期比。

(2) 名目賃金

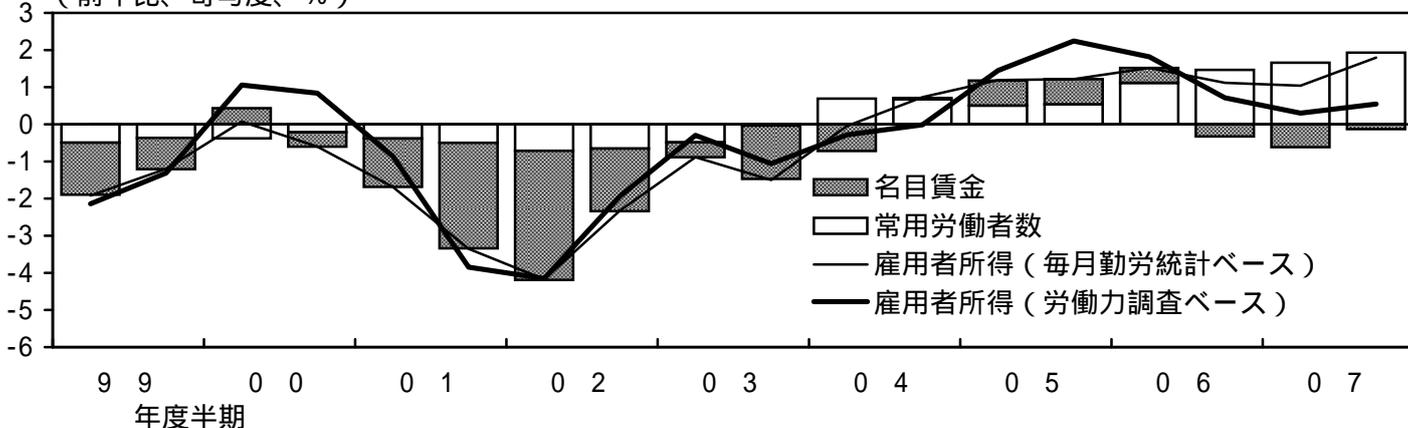
(前年比、寄与度、%)



(注) 2007年度下半期は、2007/10月～2008/2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、%)



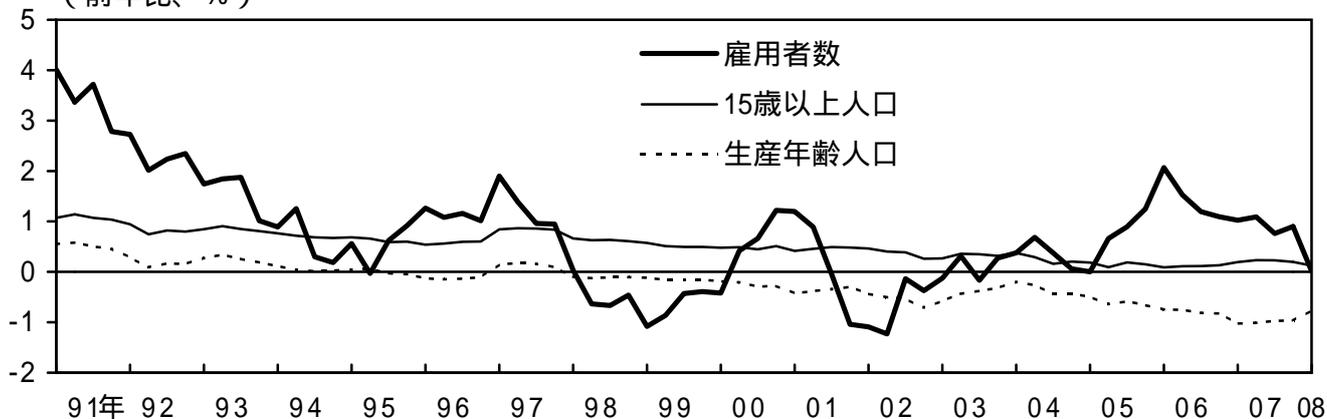
(注) 1. 雇用者所得 (毎月勤労統計ベース) は、常用労働者数 (毎月勤労統計) × 名目賃金 (毎月勤労統計) で算出。
2. 雇用者所得 (労働力調査ベース) は、雇用者数 (労働力調査) × 名目賃金 (毎月勤労統計) で算出。

(資料) 総務省「労働力調査」、厚生労働省「毎月勤労統計」

労働需給と賃金の動向

(1) 雇用者数と 15 歳以上人口

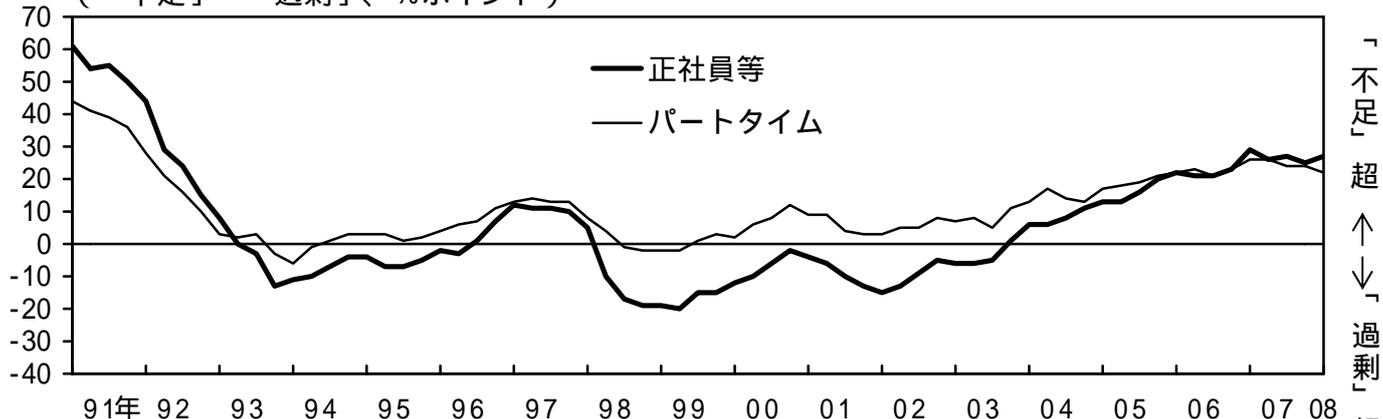
(前年比、%)



(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 .

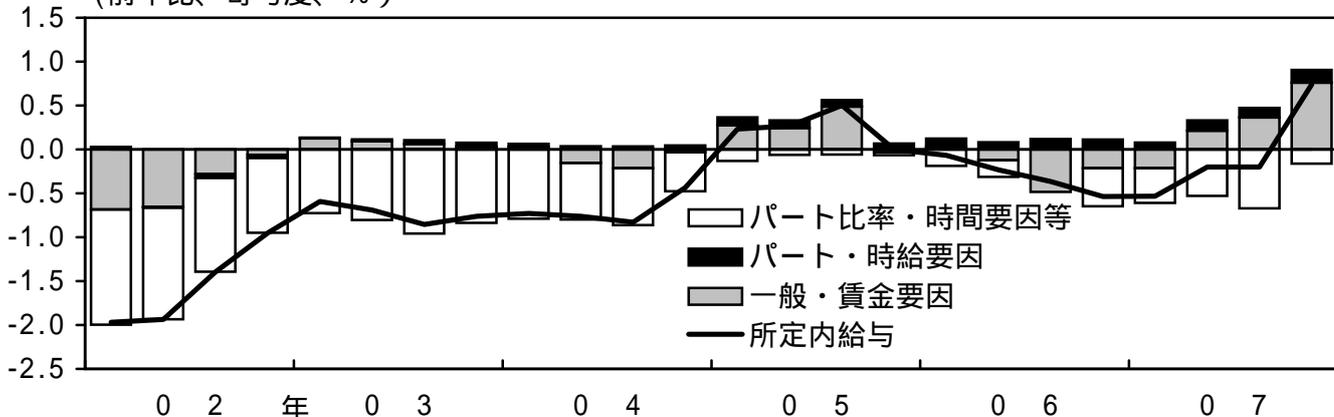
(「不足」 - 「過剰」、%ポイント)



(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) 所定内賃金の要因分解

(前年比、寄与度、%)

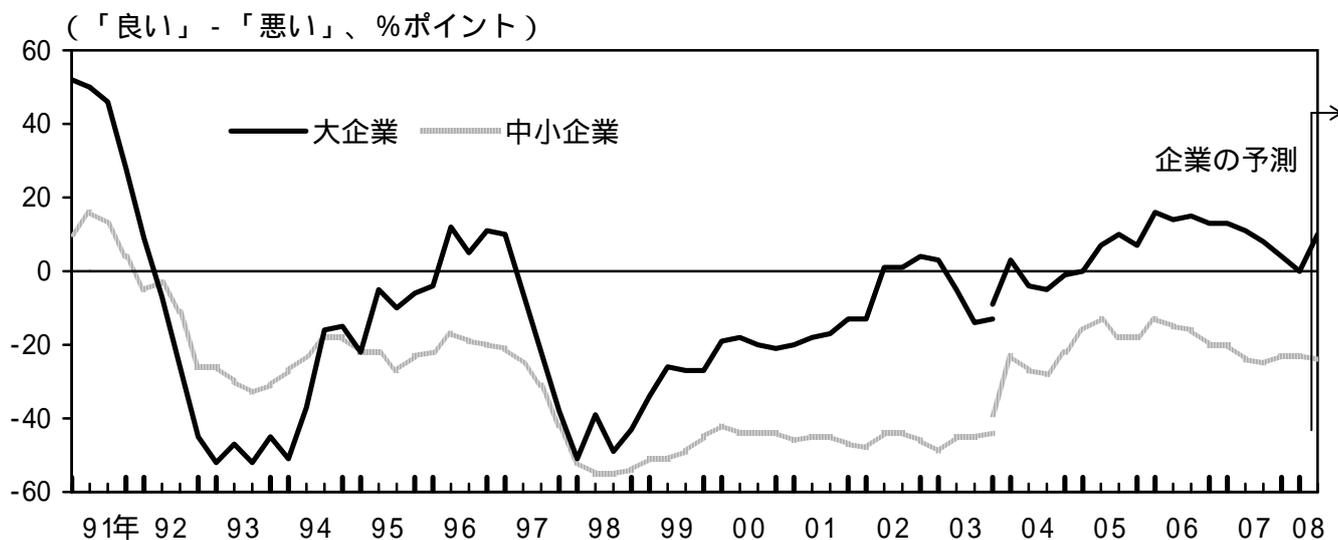


(注) 1. 第1四半期：3～5月、第2：6～8月、第3：9～11月、第4：12～2月。
2. 事業所規模5人以上。

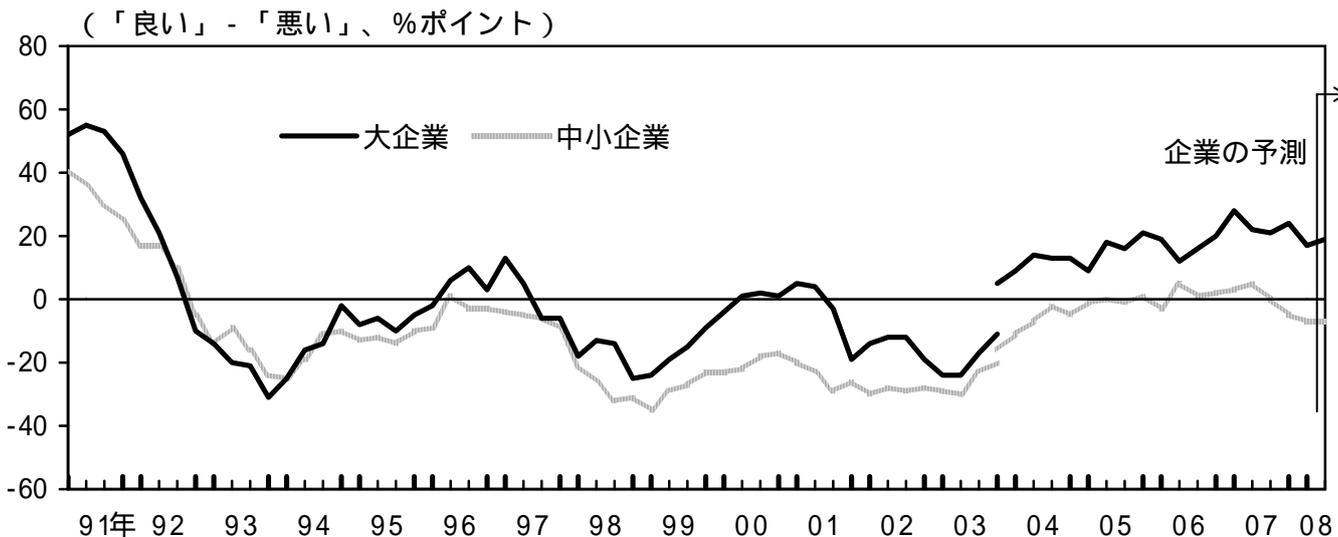
(資料) 総務省「労働力調査」、厚生労働省「毎月勤労統計」「労働経済動向調査」

消費関連企業の業況判断

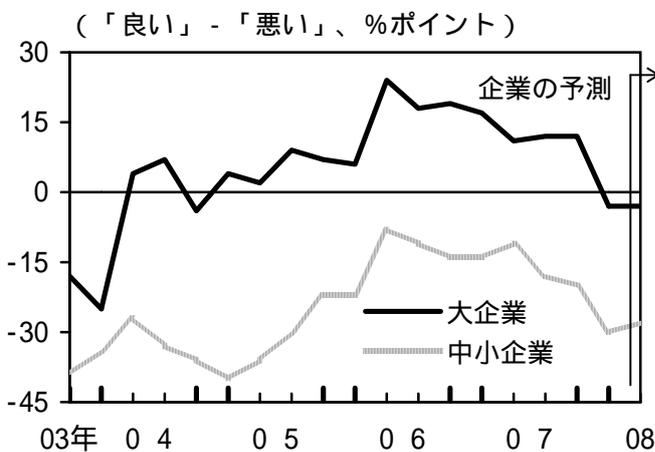
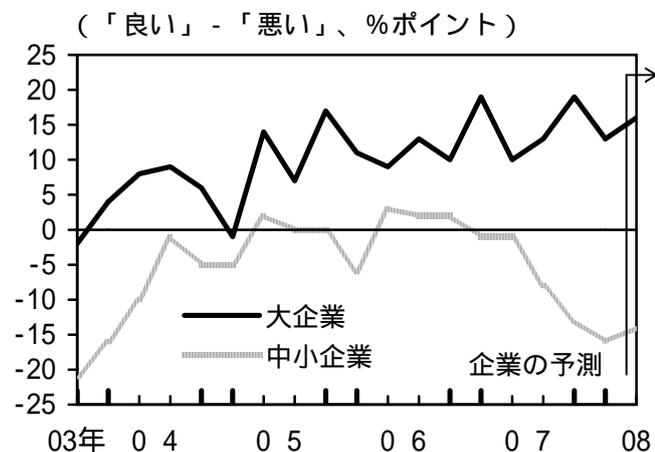
(1) 小売業の業況判断 D . I .



(2) サービス業の業況判断 D . I .



(3) 対個人サービスの業況判断 D . I . (4) 飲食店・宿泊の業況判断 D . I .

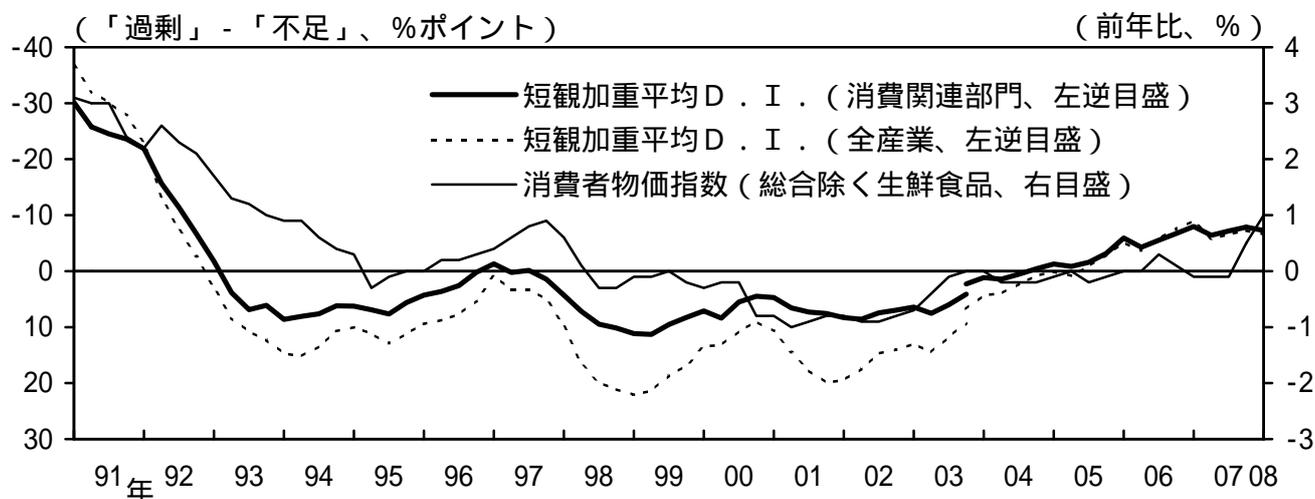


(注) 2004年3月調査より見直しを実施しているため、旧ベースは2003年12月調査まで、新ベースは2003年12月調査から。

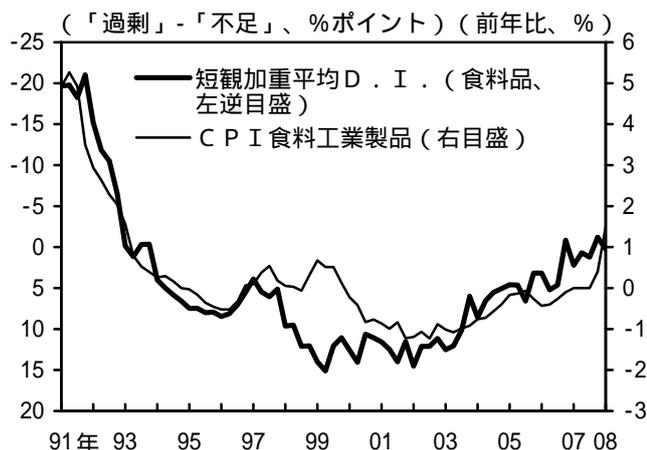
(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

生産要素の稼働状況と消費者物価

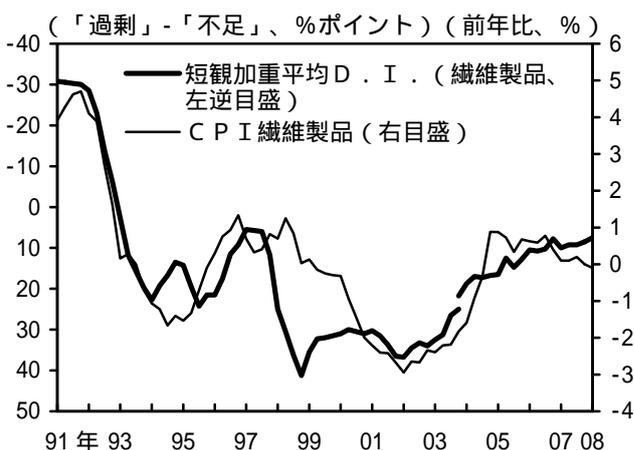
(1) 消費者物価と資源の稼働状況



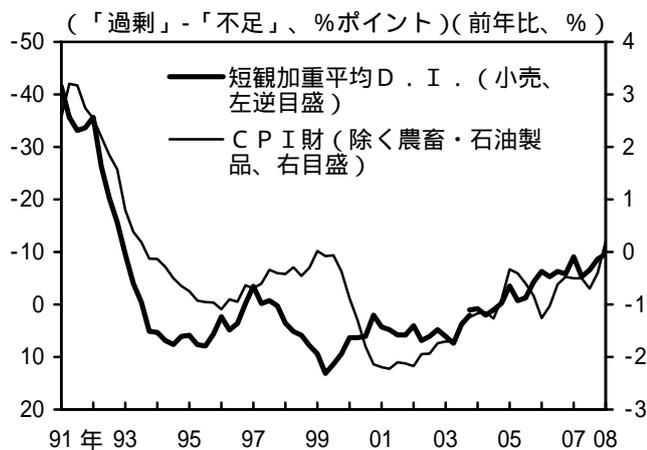
(2) 食料品



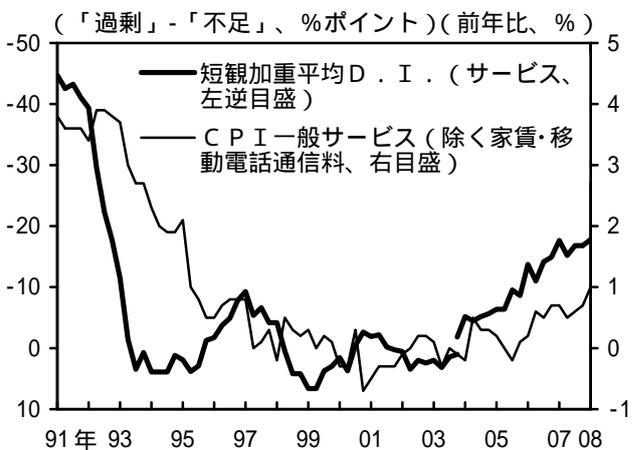
(3) 繊維製品



(4) 小売



(5) サービス

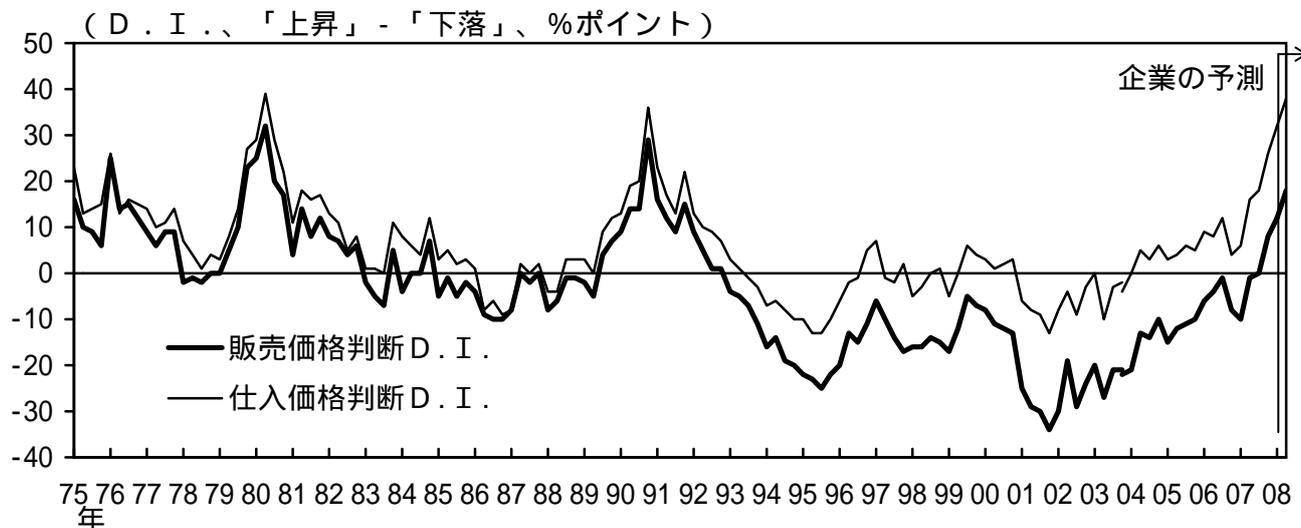


- (注) 1. 短観加重平均D.I.は、生産・営業用設備判断D.I.と雇用人員判断D.I.を資本・労働分配率(1990~2006年度平均)で加重平均したもの(全規模合計)。
2. 消費関連部門の短観加重平均D.I.は、業種別に短観加重平均D.I.を作成した後、2000年産業連関表における家計最終消費支出に占める業種別のウエイトで加重平均したもの。

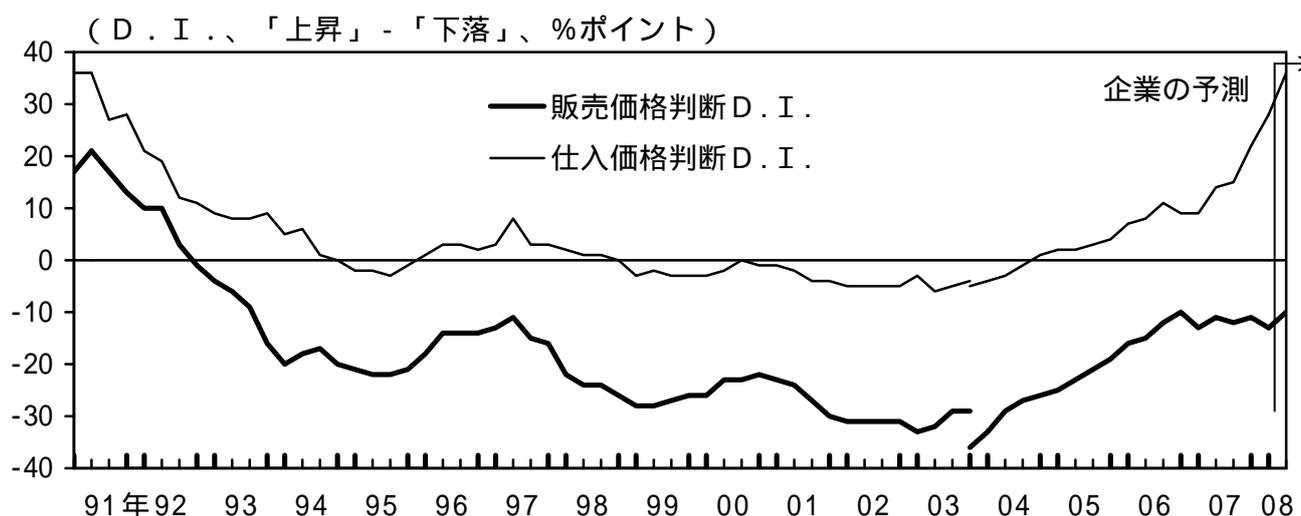
(資料) 総務省「消費者物価指数」「産業連関表」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、内閣府「国民経済計算」

販売価格と仕入価格

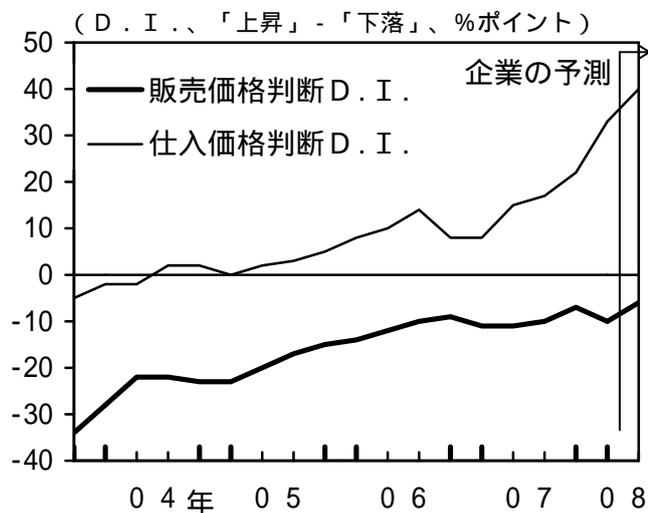
(1) 小売業



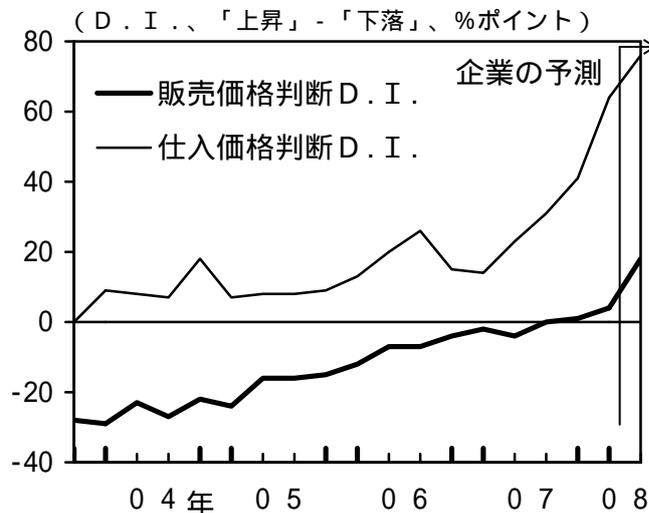
(2) サービス業



(3) 対個人サービス



(4) 飲食店・宿泊

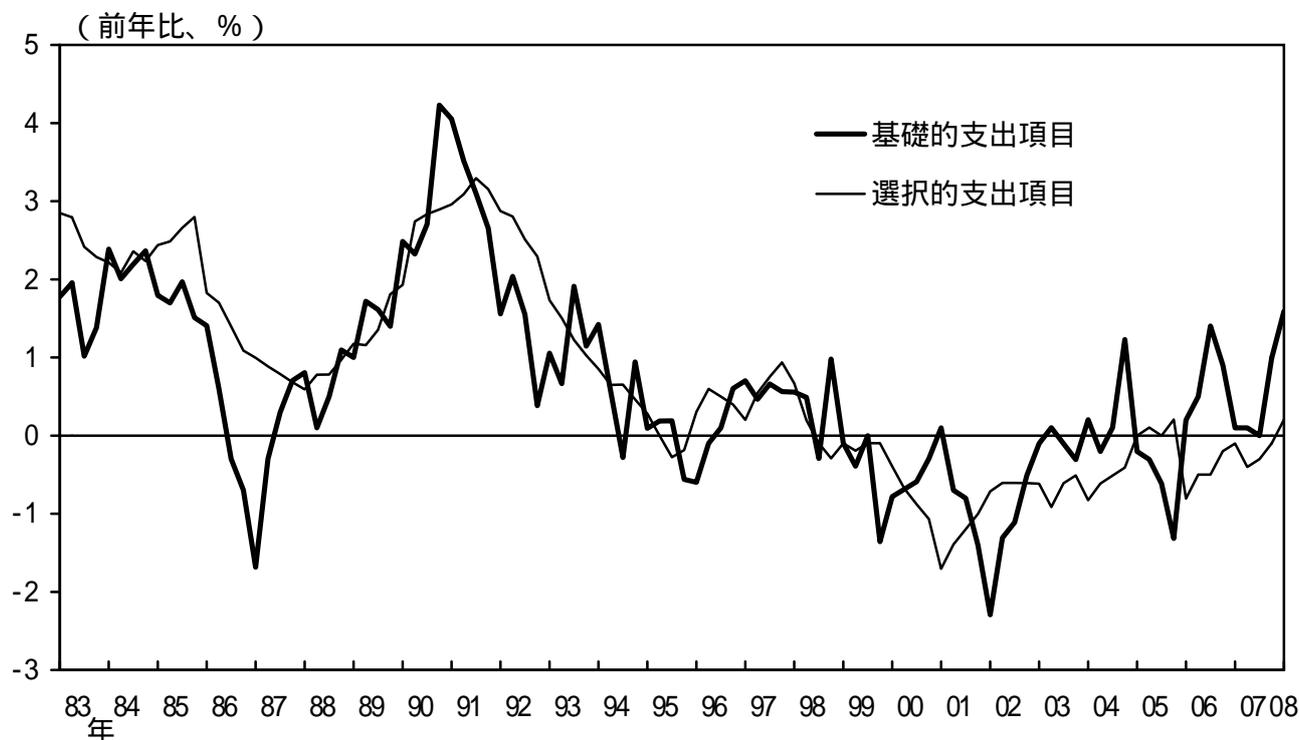


(注) 全規模合計。2004年3月調査より見直しを実施。旧ベースは2003年12月調査まで、
新ベースは2003年12月調査から。

(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

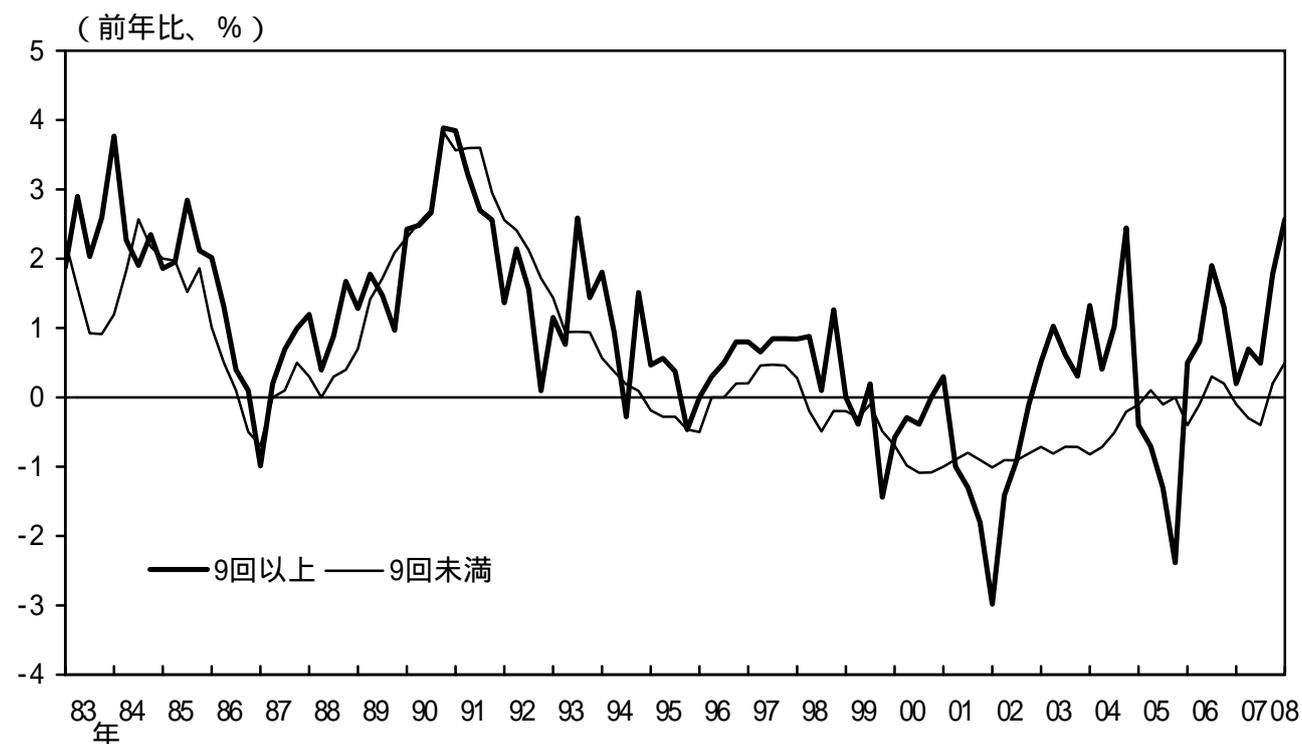
品目特性別にみた消費者物価

(1) 基礎的・選択的支出項目別の物価指数



(注) 支出弾力性(消費支出の総額が1%変化する時に、各項目の消費支出が何%変化するかを示した指標)に基づいて、基礎的支出項目(支出弾力性が1未満、食料工業品・電気代などの必需品)と、選択的支出項目(支出弾力性が1以上、パソコンなどの嗜好品)に区分し、集計したもの。

(2) 年間購入頻度階級別の物価指数



(資料) 総務省「消費者物価指数」

地域別の景気の総括判断（地域経済報告）

	1月判断	判断の 変化	4月判断
北海道	やや弱めの動きとなっている	→	やや弱めの動きが続いている
東北	全体としてみれば、緩やかな回復を続けている	↘	足踏み感がみられている
北陸	一部で弱めの動きがみられるものの、緩やかに回復している	↘	減速している
関東甲信越	緩やかな拡大基調にある	↘	やや減速している
東海	緩やかに拡大している	↘	緩やかな拡大基調にあるが、その速度は足もと鈍化している
近畿	緩やかに拡大している	↘	一部に減速の動きがみられるが、基調としては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	↘	一部に弱さがうかがわれるものの、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	↘	持ち直しの動きがやや弱まっている
九州・沖縄	緩やかな回復を続けている	↘	回復に足踏みがみられる

（注）全文は、http://www.boj.or.jp/type/ronbun/chiiki_rep/chiiki0804.htm を参照。

（資料）日本銀行「地域経済報告（2008年4月）」