

公表時間  
11月4日(火)14時00分

2008年11月4日  
日 本 銀 行

**経済・物価情勢の展望**  
**(2008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】<sup>1</sup>

2008年度から2010年度にかけてのわが国の経済・物価を取り巻く環境を展望すると、国際的な金融情勢の展開やその実体経済への影響、国際商品市況の動向など、著しく不確実性が高まっている。こうした状況下では、先行きの経済・物価動向を見通すに当たって、中心的な見通しの蓋然性が、これまでに比べて高くないことを踏まえ、リスク要因を注意深く点検することが従来以上に重要である。以下、この点を十分に踏まえた上で、経済・物価情勢を検討することとする。

### (経済情勢の見通し)

わが国経済は、既往のエネルギー・原材料価格高の影響や輸出の頭打ちなどから、停滞色が強まっている。2008年度前半の経済は、7月の中間評価時点と比べると、海外経済の下振れや交易条件の悪化に伴う実質購買力の低下を背景に、輸出、国内民間需要ともに下振れて推移したとみられる。

先行き2008年度後半から2010年度を展望すると、2009年度半ば頃までは、停滞色が強い状態が続くと見込まれる。すなわち、既往の交易条件悪化の影響などから、国内民間需要は弱めに推移する可能性が高い。輸出についても、海外経済の減速や為替円高を背景に、弱めの動きとなるとみられる。その後、エネルギー・原材料価格高の影響が薄れ、海外経済も減速局面を脱するにつれて、成長率が徐々に高まっていく姿が想定されるが、その時期は2009年度半ば以降となる可能性が高い。

2008年度、2009年度の成長率は、年度平均でみると、それぞれ0%程度、0%台半ばで推移した後、2010年度の成長率は潜在成長率並みになると考えられる<sup>2</sup>。

---

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

<sup>2</sup> 潜在成長率は、1%台半ばないし後半とみられる。

こうした見通しの内容を、やや詳しくみると、以下の通りである。

## ■ 海外経済

海外経済は、当面、減速が続くとみられる。米国では、住宅価格の大幅な下落が続いており、金融機関の貸出姿勢も厳格化している。このため、政策金利は低水準であるにもかかわらず、金融環境はタイト化しており、民間需要に対して下押し圧力がかかっている。このように、米国では、金融・実体経済の負の相乗作用が生じており、当面、成長率は低い水準に止まると見込まれる。欧州経済も、既往のエネルギー・原材料価格高による域内民間需要の弱まりに加え、輸出環境の悪化や金融環境のタイト化の影響などから減速が続くほか、アジアにおける新興国でも輸出環境の悪化などから成長率はやや鈍化すると考えられる。

先行きは、米欧の金融危機やその影響が、どのように収束するかに大きく依存し、特に米国経済の動向が重要である。米国経済については、住宅市場における調整が進展し、金融システム面での対策の効果が現れるにつれて、次第に持続可能な成長経路に復していく姿が見込まれるが、その時期は見通し期間の後半になると想定している。これに伴い、海外経済全体の成長率の回復が明確化してくるのは、2009年度半ば以降になるものと考えられる。

## ■ 企業部門

企業部門では、既往の原材料価格高に加え、海外経済減速や円高の影響などから、当面、厳しい収益環境が続くものと考えられる。設備投資は、グローバル需要の拡大が中長期的に持続するという期待が維持されれば、企業の設備過剰感が強くない状態が続き、省エネ・省資源化対応などの投資も見込まれることから、大きく落ち込む可能性は低いが、しばらくの間は弱めの動きが続く可能性が高い。先行きは、原材料価格高の影響が一巡し、海外経済が減速局面を脱するにつれて、収益環境が改善していくのに

に伴い、設備投資の伸びも徐々に回復していくと見込まれる。

#### ■ 家計部門

個人消費は、エネルギーや食料品の価格上昇や、雇用・所得環境の悪化により、当面、伸び悩む可能性が高い。先行き、エネルギーや食料品価格の上昇テンポが鈍化し、雇用・所得環境が改善するにつれて、次第に個人消費の伸びも回復していく姿が想定される。

#### ■ 金融環境

現在の低い金利水準は、緩和的な金融環境を通じて民間需要を下支えするとみられる。すなわち、現在、実質短期金利は、潜在成長率と比較しても、引き続き低い水準で推移している。中長期金利は、市場参加者の景気見通しなどを反映して低下してきた。金融環境の評価に当たっては、信用スプレッドやアベイラビリティ（資金量の面での制約）の動向も重要である。わが国の金融資本市場は、欧米に比べると、市場流動性の面での問題は小さく、金融資本市場における信用スプレッドの水準も総じて低い。しかし、短期金融市場では神経質な展開が続いているほか、株価が大幅に下落するなど、国際的な金融面での動揺の影響が、わが国の金融資本市場にも波及してきている。金融機関の融資姿勢やCP・社債市場における投資家の投資姿勢など、企業の資金調達環境の面でも、企業収益の減少や金融機関の信用コストの増加を反映して、見通し期間の半ば頃までは、厳しさが増していく可能性が高い。

#### （物価情勢の見通し）

以上の経済の見通しのもとで、物価を巡る環境についてみると、まず、労働や設備といった資源の稼働状況については、現在、過去の平均ないしそれを若干下回る水準にある。先行きは、当面、成長率が潜在成長率を下回るため、需給バランスは緩和の方向で推移するとみられる。その後、景

気が停滞局面を脱するにつれて、資源の稼働状況も緩やかに回復していく姿が想定される。この間、ユニット・レーバー・コスト（生産1単位当たりの人件費）は、弱めの動きが続く可能性が高い。購入頻度の高い品目の価格が上昇していることなどから、民間経済主体の短期的なインフレ予想は、足もとでは、高めの水準となっていると考えられる。もっとも、長期金利の動向等からみて、中期的なインフレ予想は落ち着きを維持しているとみられ、輸入物価上昇の転嫁分を超えるような物価上昇という二次的効果は生じていない。

物価指数に即してみると、国内企業物価指数は、原油などの商品市況や為替相場にも大きく左右されるが、国際商品市況が再び騰勢を強めない限り、落ち着いた動きとなっていく可能性が高い。

消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比は、中期的なインフレ予想が安定的に推移するとみられる中、需給ギャップや賃金が弱めの動きを続けるほか、エネルギーや食料品価格の落ち着きを反映して、徐々に低下していくと考えられる。その結果、年度平均でみると、2008年度は1%台半ば、2009年度は0%前後、2010年度は0%台前半の伸び率となると予想される。

#### （上振れ・下振れ要因）

以上述べた相対的に蓋然性が高いと判断される見通しについては、経済・物価の面で上下両方向のリスクがあり、特に現在のように不確実性が極めて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。

まず、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要因がある。

第1に、米欧の金融危機の帰趨とその影響である。2007年夏に米国サブプライム住宅ローン問題が表面化して以降、証券化商品価格の大幅な下落や实体经济の悪化に伴う不良債権の増加などを背景に、米欧金融機関の損

失拡大が続いている。このため、金融機関の貸出姿勢が厳格化するとともに、金融資本市場においては、流動性が逼迫する中で、各種の信用スプレッドが拡大するなど緊張が著しく強まっている。今後、金融資本市場の緊張が更に強まる場合には、金融機関や投資家のリスクテイク能力が低下する結果、金融環境が更にタイト化し、金融・実体経済の負の相乗作用が強まることによって、米欧の景気は下振れる可能性がある。また、各国政府や中央銀行の各種対策等によって、金融資本市場の緊張が緩和された後も、金融機関や投資家のリスクテイク姿勢が変化した影響は、残存する可能性も大きい。

第2に新興国・資源国の動向である。中国では、幾分減速しつつも、高い成長が続いており、マクロ経済政策の動向次第では、成長率が上振れる可能性がある。一方、先進国経済の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。その他の新興国では、国際金融資本市場、先進国経済、資源価格の動向次第で、上下両方向のリスクが存在する。資源国では、インフラ投資など積極的な支出活動の拡大により、成長率が上振れる可能性がある。一方、資源価格の反落傾向が持続する場合には、資源国における支出活動が抑制され、成長率が下振れるリスクがある。

第3に、エネルギー・原材料価格の動向である。原油をはじめとする国際商品市況は足もとで反落しているが、中期的にみると、新興国を中心とする需要に支えられて、緩やかに上昇すると想定している。世界経済が持続可能な水準以上で成長した場合、国際商品市況が想定以上に上昇し、各国でインフレ圧力の高まりにつながるリスクがある。その場合、その後の景気下振れ要因となるおそれもある。また、資源輸入国にとっては、海外への所得流出が増加することになり、わが国の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。一方、国際商品市況の下落が続く場合には、交易条件の改善を通じて、国内民間需要を下支えし、成長率が上

振れる要因となる。ただし、国際商品市況の下落が、専ら世界経済の下振れを反映している場合には、輸出の減少も同時に生じることには留意する必要がある。

第4に、企業の成長期待の動向である。見通しでは、経済が停滞する中であっても、中長期的なグローバル需要へ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回復することを想定している。しかし、海外経済の減速が大幅なものとなったり、長引いたりする場合には、企業の成長期待が低下し、設備投資を中心に見通しが下振れる可能性がある。

第5に、金融環境の動向である。今後、国際金融資本市場の緊張が更に高まり、わが国の市場への影響が強まる場合や、金融機関の貸出態度が厳しさを増す場合などには、金融面から実体経済への下押し圧力が高まる可能性がある。一方、やや長い目で見た場合には、成長率が徐々に高まっていく中で、緩和的な金融環境が続く場合、金融・経済活動や物価の振幅が大きくなるリスクには、引き続き留意する必要がある。2000年代半ば頃からの世界経済を振り返ると、緩和的な金融環境が続くもとで、それ以前に比べて高い成長が長期間にわたって続き、その間に、実体経済や金融面で不均衡が蓄積したと考えられる。現在の世界的な金融の混乱やエネルギー・原材料価格の高騰とその後の世界経済の成長率鈍化も、こうした不均衡の調整過程で生じている現象とみられる。

次に、物価上昇率の先行きについても、上振れ・下振れ両方向の不確実性が高い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。また、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が続けば、消費者のインフレ予想は高い状態が続く可能性がある。また、企業においても、既往の原材料価格の上昇を製

品価格に転嫁する動きが続き、中期的なインフレ予想が上振れるリスクがある。これらの場合、物価は予想より上振れることになる。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ケースも生じうる。第2に、輸入物価の動向が挙げられる。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。世界経済の下振れリスクが顕現化する場合には、一次産品価格も更に下落し、消費者物価の下落につながる可能性がある。また、為替相場の変動も、実体経済の振幅を通じるルートに加え、輸入物価の変化を通じて、消費者物価に相応の変化をもたらし得る。

#### (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<sup>3</sup>。

まず、第1の柱、すなわち先行き2010年度までの経済・物価情勢について、相対的に蓋然性が高いと判断される見通しについて点検する。上述した通り、わが国経済は、2009年度半ば以降、潜在成長率に向かって成長率が徐々に高まっていく姿が想定されるが、当面は、停滞色が強い状態が続くと見込まれる。また、消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比は、当面は、2%台半ばの水準から徐々に低下し、2009年度に0%前後となった後、2010年度には0%台前半になるとみられる。このように、わが国経済は、やや長い目で見れば、物価安定のもとでの持続的な成長経路に復して

---

<sup>3</sup> 2008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、1%程度となっている。

いく可能性が相対的に高いと判断される。ただし、こうした見通しは、世界経済の見通しに大きく依存する。世界経済や国際金融資本市場の状況を踏まえると、世界経済全体の調整が進捗し、日本経済の回復に向けた条件が整うには、相応の時間を要するとみられるほか、見通しに関する不確実性が高まっている点には十分留意する必要がある。

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、国際金融資本市場・米欧金融システムや海外経済を巡る不確実性など、景気の下振れリスクが高まっていることに注意する必要がある。また、金融機関の貸出態度が厳しさを増す場合には、わが国においても、金融面から実体経済への下押し圧力が高まる可能性があることについては留意する必要がある。物価面では、エネルギー・原材料価格の更なる上昇や、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には注意する必要がある。ただし、物価の上振れリスクは、以前と比べると小さくなっていると考えられる。一方、景気の下振れリスクが顕現化した場合や国際商品市況が更に下落した場合には、物価上昇率が想定以上に低下する可能性もある。

以上の2つの柱に基づく点検を踏まえると、日本経済は、やや長い目で見れば、物価安定のもとでの持続的な成長経路に復していく姿が想定されるものの、こうした見通しに対する不確実性は高まっており、実体経済の下振れリスクも大きくなっている。

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、適切に金融政策を運営していく方針である。特に、当面は、米欧金融システムや国際金融資本市場の動向とその影響を中心に、経済の下振れリスクに注意を払う必要がある。

金融資本市場の緊張が高まる局面において、中央銀行としてなし得る重

要な貢献は、流動性供給を通じた金融市場の安定維持である。低金利による金融緩和効果を最大限に発揮するためにも、金融市場の安定は重要な条件となる。日本銀行は、今後とも、各国中央銀行と緊密な連絡をとりつつ、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、金融市場の安定確保に万全を期していく。

(参考1)

政策委員の大勢見通し

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	+0.1~+0.2 <+0.1>	+4.3~+4.8 <+4.6>	+1.5~+1.6 <+1.6>
7月時点の見通し	+1.2~+1.4 <+1.2>	+4.7~+5.0 <+4.8>	+1.7~+1.9 <+1.8>
2009年度	+0.3~+0.7 <+0.6>	-1.4~-0.4 <-0.8>	-0.2~+0.2 <0.0>
7月時点の見通し	+1.4~+1.6 <+1.5>	+1.8~+2.0 <+1.8>	+1.0~+1.2 <+1.1>
2010年度	+1.5~+1.9 <+1.7>	-0.3~+0.5 <+0.3>	+0.1~+0.5 <+0.3>

(注1)「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。

(注2)各政策委員は、政策金利について市場金利に織り込まれたとみられる市場参加者の予想を参考にしつつ、上記の見通しを作成している。

(注3)政策委員全員の見通しの幅は下表の通りである。

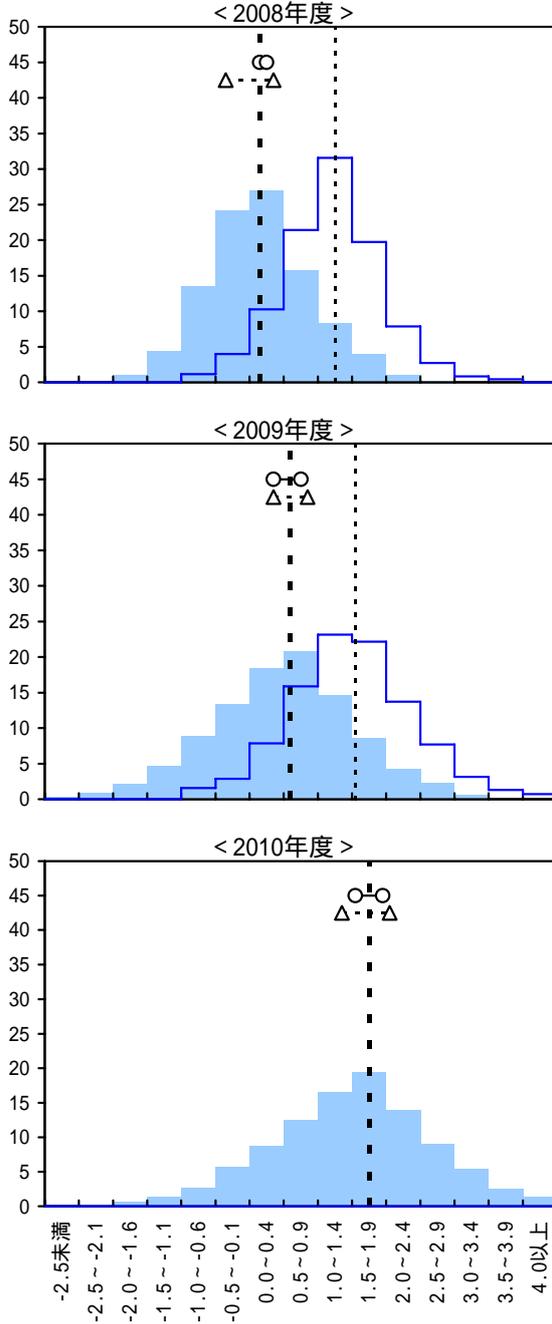
対前年度比、%。

	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2008年度	-0.4~+0.3	+4.0~+4.8	+1.5~+1.7
7月時点の見通し	+1.1~+1.5	+4.6~+5.2	+1.5~+2.0
2009年度	+0.3~+0.8	-1.5~-0.2	-0.3~+0.3
7月時点の見通し	+1.4~+1.7	+1.7~+2.4	+1.0~+1.3
2010年度	+1.3~+2.0	-0.3~+0.6	-0.1~+0.5

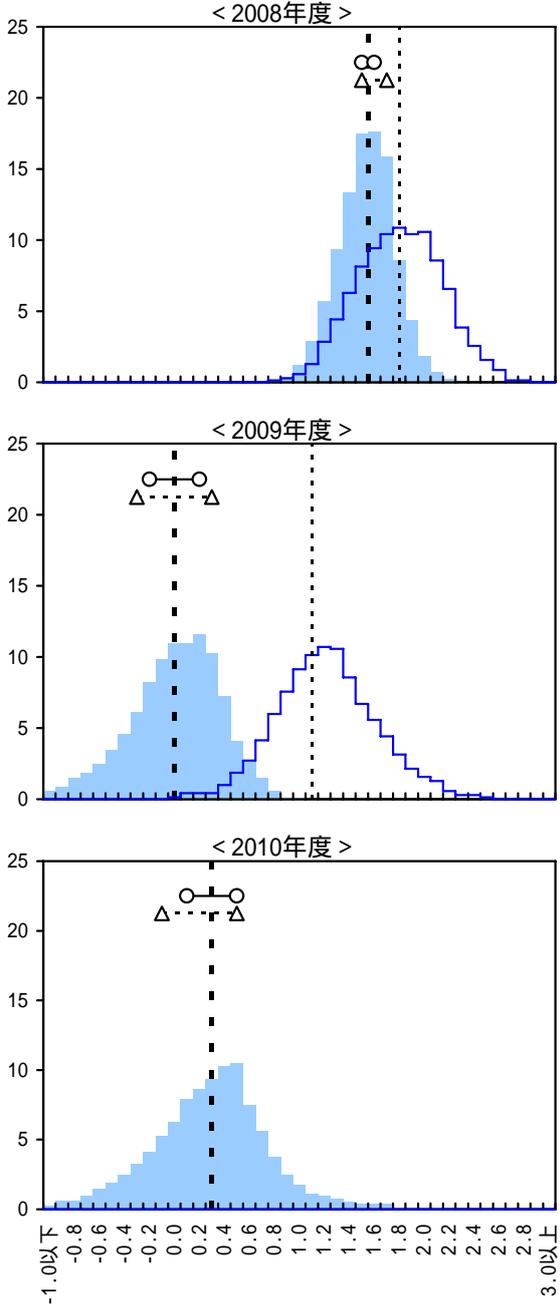
(参考2)

## 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。今回の確率分布は棒グラフで示されている。実線は7月時点の確率分布を表す。
- (注2) 縦の太点線は、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。
- (注3) 縦の細点線は、7月時点の政策委員の見通しの中央値を表す。
- (注4) リスク・バランス・チャートの作成手順については、本年4月の「経済・物価情勢の展望」BOXを参照。

## 【背景説明】

### 1. 2008年度上期の経済・物価・金融情勢

#### (経済動向)

2008年度上期のわが国経済を振り返ると、国内民間需要は、エネルギー・原材料価格高の影響などを背景に、弱めの動きとなった。また、景気の牽引役であった輸出についても、頭打ちとなった。そうしたもとで、生産は弱めに推移し、景気は次第に停滞色を強めた。実質GDP成長率をみると、前期比では閏年要因の影響などから振れのやや大きい展開となったが(図表1(1))、振れが均された前年比では(図表1(2))、2007年度下期に比べはつきりと鈍化し、潜在成長率を明確に下回る小幅のプラス成長にとどまったとみられる<sup>4</sup>。また、景気動向指数をみると(図表1(3))、一致指数は緩やかな低下傾向をたどった<sup>5</sup>。

やや詳しくみると、輸出は、米欧を中心に海外経済が全体として減速するもとで、ガソリン高が需要抑制要因となった自動車関連を中心に、徐々に頭打ちとなった(図表2)。国内面については、エネルギー・原材料価格高に伴う交易条件の悪化などを背景に、企業収益が減少し、企業の業況感はさらに慎重化した(図表3)。そうしたもとで、設備投資は減少に転じた(図表4)<sup>6</sup>。個人消費は、雇用者所得の伸び悩みやエネルギー・食料

---

<sup>4</sup> 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%台半ばないし後半とみられる。ただし、この推計値については、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。

<sup>5</sup> 景気動向指数(CI)の一致指数は、昨年未以降、弱い動きを続けており、内閣府の基調判断は、6月分から「悪化」(=景気後退の可能性が高いことを暫定的に示す)となっている(図表1(3))。

<sup>6</sup> 法人企業統計の名目設備投資は、4～6月以降、ファイナンス・リースに関する会計基準変更の影響からリース業が大幅に落ち込んだこともあって、はつきりと減少した。ファイナンス・リース物件は、従来は貸し手側(リース業者)で固定資産(設備投資)として計上され、借り手側(一般企業)ではオフバランス処理されることが多かった。

品価格の上昇などから、次第に弱めの動きとなった（図表5）。住宅投資は、改正建築基準法施行の影響による大幅な落ち込みからは持ち直したものの、同改正法施行前に比べて低い水準までの回復にとどまった。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た。この間、輸入は、国内景気停滞の影響に加え、輸入価格上昇を受けた輸入原材料節減の動きから、弱めに推移し、実質GDP成長率を下支えする方向に作用した。

以上の需要動向のもとで、鉱工業生産は、年初以降3四半期連続で、減少した（図表6）。業種別にみると、輸送機械や電子部品・デバイス、一般機械など多くの業種で、減少した。出荷も、3四半期連続で、減少した。在庫については、横ばい圏内で推移したが、出荷が弱めの動きを続けたため、両者のバランスはやや悪化した。

このような2008年度上期の景気展開を、前回（4月）の「経済・物価情勢の展望」（展望レポート）や7月の中間評価における見通しと比べると、下振れて推移した。下振れた背景は、原油価格の急騰などから、一時的にせよ交易条件が大幅に悪化したこと、欧米を中心に海外経済の減速傾向が強まるもとで、輸出が頭打ちとなったこと、などである。こうした交易条件悪化や海外経済減速の影響は、マクロの所得形成を示す実質GDI（国内総所得）や実質GNI（国民総所得）が、2008年度に入り、はっきりと前年比マイナスに転じた点にも現れている（図表7）<sup>7</sup>。実質GN

---

これが、2008年4月1日以降開始される事業年度から適用される新しいリース会計基準により、貸し手側では流動資産として、借り手側で固定資産として計上されることとなった。設備投資をどちらでカウントするかの違いであるため、原則として、設備投資の集計値に影響は出ないはずであるが、借り手が中小企業の場合などには借り手側では会計処理を変更しなくてよいとの例外規定があることなどから、全体ではリース業側のマイナス効果が残る。なお、GDPベースの設備投資は、この影響を取り除くような方法で推計が行われている。

<sup>7</sup> 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・輸入デフレーター加重平均 - 実質純輸出

Iの前年比の内訳をみると、2007年度までは、交易損失の拡大がある程度緩やかであったうえ、純輸出や海外からの所得純受取（利子・配当等）のプラス寄与拡大がそれを相殺するというバランスが成り立っていた。ところが、2008年度上期には、交易損失の拡大が急激となる一方、純輸出等の増加テンポが鈍化し、両者のバランスははっきりと悪化した。

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、2008年度上期には、過去の平均ないしはそれを若干下回る水準まで低下した（図表8）。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、需給緩和方向への動きとなり、不足超幅がほぼ解消した。また、経済全体の需給ギャップ（GDPギャップ）の推計値をみると、過去の景気循環の平均を若干下回る水準まで低下した。

#### （物価動向）

物価面をみると、原油をはじめとする国際商品市況の上昇を背景に、国内企業物価、消費者物価（除く生鮮食品）とも、夏にかけて伸び率が大きく高まった（図表9、10）。国内企業物価の前年比は、鉄鋼や石油製品の価格上昇を主因に、2008年7月に+7.3%まで上昇したが、これは1981年1月（+8.1%）以来27年振りに高い上昇率である。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、エネルギーや食料品の価格上昇などから、2008年7～8月に+2.4%まで上昇したが、これは、消費税率引き上げの影響で物価が上昇した1997年度を除くと、1992年6月（+2.5%）以来16年振りに高い上昇率である。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比について詳しくみると（図表11）、石油製品や食料工業製品（ともに図中「財」に区分）、外食（図中「一般サービス」に区分）、電気・ガス代（図中「公共料金」に区分）を中心に、プラス幅が拡大した。

4月の展望レポートにおける見通しと比べると、国際商品市況の上昇を主因として、国内企業物価指数、消費者物価指数とも、上振れて推移した。

7月の中間評価では、国内企業物価指数や消費者物価指数の見通しを上方修正したが、国内企業物価については、それと比べても、さらに上振れた。

もっとも、国内経済の需給バランスが幾分緩和方向に振れるもとの、小売段階を中心に、厳しい競争環境を意識した値上げ抑制スタンスは、根強く維持された。こうしたことを反映して、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、引き続き0%近傍で推移した。

#### (金融市場動向)

2007年夏に米国のサブプライム住宅ローン問題が表面化して以降、証券化商品価格の大幅な下落や実体経済の悪化に伴う不良債権の増加などを背景に、米欧金融機関の損失拡大が続いた。このため、国際金融資本市場では、各種の信用スプレッドが拡大するなど、緊張が強まった。特に、米欧金融機関の破綻や救済が相次いだ9月半ば以降、ドル短期金融市場における調達圧力は大幅に高まり、銀行間レートの対短期国債スプレッドは大きく拡大した(図表12(1))。このようなドル短期資金の調達圧力の高まりに対処するため、9月18日以降、日本銀行をはじめとする9中央銀行は、米国連邦準備制度とスワップ協定を締結・拡充し、ドル資金供給オペレーションを導入・拡充した(図表13)。また、国際的な金融の混乱が、先行きの経済成長に対する大きな下振れリスクとなっているとの判断のもと、10月8日に米国・欧州等の中央銀行は政策金利の引き下げを行った。10月10日に開催されたG7では、国際金融資本市場の安定性と金融システムに対する信認を確保するためのアクション・プランが採択され、その後、アクション・プランに沿った様々な政策が、各国政府・中央銀行から公表された。この間、企業金融面についても、米欧市場では、社債の信用スプレ

ッドが大幅に拡大し、米欧の金融機関の与信姿勢も更にタイト化した。

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が、9月中旬以降は、国際金融資本市場の緊張の高まりの影響がみられた。9月上旬頃までは、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、ターム物金利も概ね安定的に推移してきた（図表14）。もっとも、9月半ば以降は、市場参加者のリスク回避姿勢の強まりから、無担保コールレートのばらつきが拡大し、ターム物の銀行間レートが強含む局面もみられた。ユーロ円金利先物レートや各種のフォワード・レートは、6月以降低下したが、足もとでは横ばい圏内の動きとなった（図表15）。この間、実質短期金利は、潜在成長率との関係からみて、引き続き低い水準で推移した（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、6月半ばにかけて上昇したが、その後、下落に転じ、9月上旬頃からは横ばい圏内の動きとなっている（図表17）。また、株価は、米欧金融システムや世界的な景気悪化に対する懸念を背景に、9月半ば以降、米欧株価につられて大幅に下落した。10月10日のG7で採択されたアクション・プランに沿った各種政策が各国政府・中央銀行から公表された後は、株価は一旦下げ止まったが、その後は振れの大きい展開となった（図表18(1)）。為替相場は、夏場にかけて円安方向への動きが続いていたが、その後円高となった（図表19）。

#### （金融環境）

わが国の金融環境についてみると、総じて緩和的な金融環境が続いていたが、収益環境の悪化を背景に、中小・零細企業や一部の業種で資金繰りが悪化した。また、9月中旬以降は、国際金融資本市場における緊張の高

まりの影響が一部にみられた。

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た。もっとも、企業収益や実体経済の動向を背景に、金融機関は信用リスクに対して慎重化しており、中小・零細企業や一部の業種では、資金繰りや金融機関の貸出態度が厳しいとする先が増えた（図表 20）。C P・社債の発行環境は、夏場頃までは、下位格付先や一部業種を除き、全体としてみれば良好な状態にあった。ただし、国際金融資本市場の緊張が高まった9月中旬以降は、信用スプレッドが拡大するなど、発行環境がやや悪化した（図表 21）。

資金需要面においては、収益環境の悪化に伴いキャッシュフローが減少する中、原材料価格上昇を反映した運転資金需要が増え、民間の資金需要は緩やかに増加した。

こうしたもとで、貸出金利は、全体として極めて低い水準で推移した。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た（図表 22(1)）。また、民間銀行貸出は緩やかに増加した（図表 22(2)）。C P・社債発行残高は、前年を上回って推移した。

この間、マネーストック（M2）は、前年比2%程度の伸びとなった。マネーストックに投資信託や国債などを加えた広義流動性は、投資信託の伸び縮小から、前年比1%を下回る伸びにまで減速した（図表 22(3)）。

地価は、都市部における上昇テンポが大幅に鈍化したほか、地方圏では引き続き下落が続いた。2008年の都道府県地価調査（7月1日時点）をみると、東京、大阪、名古屋の三大都市圏では、商業地、住宅地ともに、上昇テンポが大幅に鈍化した（図表 23）。特に、東京都区部では、半年前と比較すると、住宅地、商業地ともに下落に転じた<sup>8</sup>。地方圏では、商業地、

---

<sup>8</sup> 地価公示および都道府県地価調査の共通地点における半期ベースの比較。

住宅地ともに、下落が続いた。

## 2 . 2008 年度下期 ~ 2010 年度の経済・物価の見通し

### ( 経済・物価見通し )

2008 年度下期以降のわが国経済を展望すると、2009 年度半ば頃までは、海外経済の減速局面が続き、既往の交易条件悪化の影響も残ることなどから、停滞色の強い状態が続く可能性が高い。すなわち、輸出と国内民間需要とともに弱めに推移するもとで、鉱工業生産は減少傾向を続けるとみられる。

2009 年度半ば頃からは、 国際金融資本市場や米欧の金融システムが安定化に向かい、海外経済が減速局面を脱していくこと、 国際商品市況が総じて安定的に推移すること、の 2 点を前提とすれば、輸出と国内民間需要とともに回復基調を取り戻し、日本経済の成長率は潜在成長率へ次第に近づいていくと予想される。

2010 年度については、 海外経済が高めの成長を取り戻すこと、 国際商品市況が上昇するとしてもそのテンポは緩やかなものにとどまること、の 2 点を前提とすれば、輸出・生産を起点とした前向きな循環メカニズムが再び明確になり、金融緩和効果も強まっていくと考えられる。また、停滞局面の間に労働や設備の稼働水準がいったん低下し、それらを無理なく引き上げる余地が生まれていくことを考えると、2010 年度は、潜在成長率並みの成長率を展望することができる。

以上の見通しを年度ベースの実質 GDP 成長率で示すと、2008 年度は 0 % 程度、2009 年度は 0 % 台半ば、2010 年度は 1 % 台半ばから後半程度となる。これを 4 月の展望レポートや 7 月の中間評価の見通しと比較すると、2008 年度、2009 年度は、ともにかんがりの下振れとなる。

先行きの物価を取り巻く環境をみると、2009 年度半ば頃までは、成長率

が潜在成長率を下回って推移するため、労働や設備の稼働水準が低下し、需給緩和方向への動きが続くと考えられる。その後は、資源の稼働状況も緩やかに回復していく姿が想定される。ユニット・レーバークスト（実質GDP1単位当たりの人件費）は（図表24(1)）、2008年度に実質GDP成長率の低下を主因にほぼ下げ止まるが、2010年度にかけては、賃金の抑制が続くもとで成長率が回復するため、低下幅が再び幾分拡大するとみられる。この間、エネルギーや食料品など、購入頻度の高い品目の価格が上昇していることなどから、民間経済主体の短期的なインフレ予想は、足もとでは高めの水準となっていると考えられる（図表25）。もっとも、長期金利の動向等からみて、中期的なインフレ予想は落ち着きを維持しているとみられ、輸入物価上昇の転嫁分を超えるような物価上昇という二次的効果は生じていない。

以上を踏まえると、2008年夏にかけての国際商品市況の大幅な上昇とその後の反落がインフレ率を振幅させるが、基調的なインフレ圧力は低いまま推移すると考えられる。世界経済が高めの成長を回復したあとも、国際商品市況の上昇が緩やかなものにとどまるとの前提のもとで、国内企業物価の前年比は、2008年度に4%台半ばまで上昇したあと、2009年度、2010年度はともに0%前後の伸び率になると予想される。また、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、2008年度に1%台半ばまで高まるが、2009年度は0%前後、2010年度は0%台前半の伸び率になると予想される。こうした国内企業物価、消費者物価の見通しを、4月の展望レポート時点と比較すると、夏までの国際商品市況の大幅な上昇とその後の反落を主因に、2008年度は上振れる一方、2009年度は下振れとなる。7月の中間評価時点との比較では、2008年度はやや下振れ、2009年度は、国際商品市況の反落や実体経済の下振れの影響から、下振れとなる。

( 輸出入を取り巻く環境 )

過去数年間、中国をはじめとする新興国や資源国の力強い景気拡大などを背景に、わが国が直面する海外経済の成長率は5%ないしそれを幾分上回るペースで推移した(図表26)。最近は、米欧では成長の減速が明確化しているが、新興国や資源国では幾分減速しつつも総じて高い成長が続いていることから、海外経済全体としては、1998年や2001年のような急減速とはなっていない。今回の見通しでは、先行きの海外経済について、2009年度半ば頃までは、減速局面が続く、その後は、減速局面を脱し次第に成長率を高めていく、という見方を前提にしている。ただし、2004年から2007年までのような高い成長率は、過度に緩和的な金融環境に刺激されていた面もあることや、原油等の資源の需給逼迫を伴うものであったことを踏まえると、持続可能なペースを超えていたと考えられる。2010年度までを展望すると、海外経済は持続可能な成長経路に復していくと考えられるが、その水準は、再び5%まで達するとは想定しにくい。このような海外経済の見方を前提とすれば、わが国の輸出は、2009年度半ば頃までは、為替円高の影響もあって弱めで推移し、その後は、海外経済成長の回復とともに、2007年度までよりは緩やかながら、増勢を取り戻していくと考えられる。

こうした先行きのシナリオについては、大きな不確実性が存在している。2007年夏に米国サブプライム住宅ローン問題が表面化して以降、証券化商品価格の大幅な下落や実体経済の悪化に伴う不良債権の増加などを背景に、米欧金融機関の損失拡大が続いている。このため、米欧金融機関の貸出姿勢が厳格化するとともに、金融資本市場においては、流動性が逼迫する中で、各種の信用スプレッドが拡大するなど緊張が著しく強まっている。今後、金融資本市場の緊張が更に強まる場合には、金融機関や投資家のリスクテイク能力が低下する結果、金融環境が更にタイト化し、金融・実体

経済の負の相乗作用が強まることによって、米欧の景気は下振れる可能性がある。その影響は、貿易取引の停滞やリスクマネーの極端な収縮を通じて、アジアを含めた他地域に波及し、世界経済全体としてもかなりの下振れとなるリスクがある。その場合には、わが国経済にも、輸出、生産、設備投資の下振れを主因に調整が深まる、国際商品市況の一段の下落により消費者物価が下押しされる、などのかたちで影響が及ぶと考えられる。また、各国政府や中央銀行の各種対策等によって、金融資本市場の緊張が緩和された後も、金融機関や投資家のリスクテイク姿勢が変化した影響は、残存する可能性も大きい。

一方、米欧金融システム健全化への見込みが早期に立つ場合などには、米欧経済の持ち直しが早まることや、新興国や資源国の成長モメンタムが強まることを通じて、海外経済が上振れる可能性もある。ただし、その場合は、省エネ・省資源への対応が世界規模で十分進まない限り、国際商品市況の騰勢が再び強まるリスクがある<sup>9</sup>。すなわち、世界経済は一時的に上振れても、グローバル・インフレの圧力が高まることによって、結局その後の成長が制約される可能性がある。わが国経済に即してみると、純輸出等を通じるプラス面よりも交易損失のマイナス面が上回り、企業や家計の支出行動が抑制される可能性がある。

この間、輸入は、弱めの動きが続いている。これには、国内需要の弱さに加えて、国際商品市況高等を背景に、企業が輸入原単位の改善（1単位の生産に必要な輸入原材料の削減）に努めていることなどが影響している（図表 28）。そうした企業行動は、やや長い目で見た「新価格体系」への適応という構造的な側面が大きいとみられるため、今後しばらくの間は、輸入が伸びにくい状況が続く可能性が高い。このことは、実質 GDP 成長

---

<sup>9</sup> 国際商品市況は、世界経済の成長に対して、若干遅行しつつ総じて高い相関を持ちながら変動している（図表 27）。

率を下支えする方向に作用すると考えられる。

#### (企業の収益環境と支出行動)

マクロの所得形成をみると、前述の通り、このところ、交易損失の拡大に伴い、実質GDIや実質GNIが前年比マイナスとなっている。そうしたもとで、企業部門では、収益の減少が明確になってきている。9月短観の事業計画で経常利益をみると(前掲図表3)、2008年度は、全産業・全規模ベースで2年連続の減益見通しとなっており、2007年度まで増益を維持していた大企業でも減益に転じる見込みである。こうした収益の弱さは、大幅なエネルギー・原材料価格高による面が大きい。

ただし、収益の水準には、大企業と中小企業で大きな違いがある。すなわち、大企業は、2002年以降の景気回復の中で、固定費や変動費比率を抑制して損益分岐点の伸びを高めないようにしつつ、売上の拡大を実現してきたため、2006～07年度の収益は歴史的にみて非常に高い水準となっていた(図表29)<sup>10</sup>。一方、中小企業は、景気回復期に収益水準がさほど高まらないまま、足もとの減益局面を迎えているため、大企業以上に厳しい状況にある。

今後の企業収益を展望すると、2009年度前半にかけては、景気停滞に伴い売上が伸び悩むもとでも、国際商品市況の反落による交易条件の好転から、次第に下げ止まりに向かうと予想される。その後は、交易条件面からのプラス効果は薄れていくが、輸出・生産の増加が次第にはっきりしていくことによって、収益も回復していくと考えられる。

設備投資についてみると、企業収益が減少傾向をたどり、輸出の先行きに関する不透明感も高まる中で、中小企業のみならず、大企業においても、

---

<sup>10</sup> 損益分岐点売上高比率が低いことは、売上高対比でみた収益水準が高いことを意味する。

設備投資を見合わせる動きが出てきている。当面、そうした動きが続く中で、設備投資は弱めに推移するとみられる。ただし、新興国を中心とする世界需要の中長期的な成長に関して、企業の期待が基本的には維持されていくことを前提とすれば、大企業を中心に戦略的な投資が底堅く推移し、設備投資全体としても大きな落ち込みは回避されると考えられる。企業の財務体質が全体としては健全であることや（図表 30）、資源価格高に対応して省エネ・省資源を目的とした投資が進むとみられることも（図表 31(1)）、設備投資の落ち込みを和らげる要因になると考えられる。資本ストック循環図をみても（図表 32）、これまでの設備投資は、1%台半ばの期待成長率と整合的な水準を超えない範囲で行われてきており、現時点で過大な資本ストックは積み上がっていないと考えられる。

2010年度までを展望すると、既に述べた海外経済や国際商品市況の前提のもとでは、金融緩和の効果も次第に強まると予想されるため、設備投資の伸び率は次第に回復すると考えられる。ただし、2008～09年度の落ち込みが限定的であるとすれば、2010年度の設備投資については、2003～06年度のような高い伸びとなる蓋然性も低い<sup>11</sup>。

設備投資を巡る不確実性については、当面は、海外経済に起因する下振れリスクに最も注意が必要である。海外経済の下振れが、グローバル需要に対する企業の中期的な成長期待を低下させるような場合には、資本ストックの過剰感も高まり、設備投資が大幅に調整されるリスクがある。一方、2010年度までを展望すると、海外経済の立ち直りが早い場合には、金融緩和の効果と相まって、設備投資が上振れていく可能性もある。

（雇用・所得環境と家計の支出行動）

---

<sup>11</sup> 2003～06年度は、その直前の設備投資がきわめて低い水準まで落ち込んでいたため、潜在成長率と整合的な投資水準を回復するだけでも、高い伸び率が実現されていく局面にあった。

雇用面についてみると、労働力調査の雇用者数の前年比は、本年入り後、概ねゼロ%近傍で推移している（図表 33(1)）。毎月勤労統計の常用労働者数の前年比も、昨年末頃をピークに、伸び率が低下している。雇用者数に一人当たり労働時間を乗じた労働投入量は、所定外労働時間の減少などを反映して、前年比マイナスとなっている（図表 34(1)）。

当面は、景気の停滞局面が続くことを反映して、生産の減少と軌を一にしつつ、雇用者数は弱めに推移し、労働需給も緩和方向の動きとなる可能性が高い。非正規雇用比率が上昇している分、労働投入量は経済の変動を速やかに反映して動きやすくなっている可能性があり、実際、雇用者数と実質 GDP の時差相関を計測すると、以前よりも同時相関が強まっている（図表 34(2)）<sup>12</sup>。一方で、現時点で雇用過剰感はさほど高まっていないことから、企業の中期的な成長期待が崩れない限り、大幅な雇用調整には至らないとみられる。2010 年度までを展望すると、生産年齢人口（15 歳以上 65 歳未満）が前年比 1 % 程度の減少を続ける一方、雇用者数の増加率は回復に転じていくと予想されるため、労働需給は再び改善へ向かうと考えられる。

一人当たり名目賃金は、経済活動の弱さや企業収益の減少等を背景に、前年比ごく僅かなプラスにとどまっている（図表 33(2)(3)）。先行きも、当面、収益環境の厳しさや労働需給の緩和が続くとみられることから、賃金は引き続き伸び悩む可能性が高い。2010 年度までを展望すると、上述の通り労働需給は改善に向かうが、経済全体の需給バランスが過去の平均的な水準まで回復しないと予想される。そうしたもとで、企業による賃金抑制圧力が、幾分減衰しつつも作用し続けるとみられるため、賃金の伸びは

---

<sup>12</sup> ただし、1980～1990 年代には、時短の局面や、バブル期のように変動の大きな局面が含まれているため、それらを、大幅かつ長期の景気後退期を含まない 2000 年以降の時期と単純に比較してよいかどうかは、議論の余地がある。

さほど高まらないと考えられる。

個人消費をみると、雇用者所得がほとんど増加していない一方、消費者物価は上昇しているため、弱めの動きとなっている。当面、物価上昇に伴う実質可処分所得の減少が続くもとで、個人消費は伸び悩むとみられる。ただし、大幅な雇用調整が避けられ、家計の恒常所得——中期的な期待所得——がそれほど低下しないとすれば、実質所得の減少ほどには個人消費は落ち込まず、結果的に消費性向はトレンドを一時的に上回って上昇する可能性が高い(図表 35(1))。その後は、まず物価上昇率が低下し、ついで 2009 年度中には雇用者所得が増加基調に復していくと予想されるため、個人消費は次第に持ち直していく可能性が高い。もっとも、2008 年度にいったん消費性向の上昇テンポが速まれば、その後は反動が生じ、2009～2010 年度においても、個人消費の回復ペースはごく緩やかなものにとどまると考えられる。

なお、消費者マインドは、このところ大幅に悪化している。過去の局面を振り返ってみると、1997～1998 年と 2001 年には、ほぼ同じように消費者マインドが悪化した。実際の個人消費は、前者では落ち込む一方、後者では底堅く推移した(図表 35(2))。両者の違いは、耐久財において最もはっきりとみられた。これは、前者の局面では、金融システム不安の高まりが家計の恒常所得を下振れさせた一方、後者の局面では、恒常所得のさらなる低下には至らなかったとみられる中で、値頃感のある商品の投入が消費者の購買意欲を刺激したため、と考えられる。今回の局面では、これらの点について、消費者マインドの悪化は物価高を反映している側面が大きく、恒常所得の下振れによる面は小さい、デジタル家電が新製品投入や価格低下などによる需要喚起力を保ち続ける、と考えられる。そうであるとすると、個人消費は、マインド指標が示すほどには悪化しない可能性が高い。ただし、この点については不確実性も大きい。十分な注意

が必要である。

住宅投資は、マンション価格の上昇、家計所得の伸び悩み、地価の先安観、などを背景に、今後、弱含みで推移する可能性が高い（図表 36）。ただし、ライフスタイルの多様化に伴う世帯数の増加や、地方から都市への人口流入などの要因が、住宅の潜在需要を下支えしている。先行きも、こうした潜在需要に大きな変化がないとすれば、家計の恒常所得が下振れない限り、住宅投資の大幅な落ち込みは回避されると考えられる。2010 年度にかけては、雇用・所得環境が徐々に好転するほか、価格面の調整が進むもとで、低金利の効果も強まると予想される。そうした状況を背景に、潜在需要が刺激され、住宅投資は緩やかな増加に転じていくと想定される。

#### （物価変動を取り巻く環境）

最近の消費者物価の動きをみると、厳しい競争環境から小売段階での値上げ抑制スタンスが根強い中であっても、メーカー段階での値上げの動きを受けて、価格引き上げの動きが広がっている（図表 37、38）<sup>13</sup>。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 2% を超える水準までプラス幅を拡大した。ただし、内訳をみると、上昇はエネルギー（石油製品、電気・ガス代）や食料品（食料工業製品、農水畜産物、外食）で目立っており、それ以外の分野での価格上昇が総じて小幅なものにとどまっている点に、大きな変化はみられていない。エネルギーや食料品の価格上昇には、コスト上昇がとりわけ大きいことのほか、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

---

<sup>13</sup> 消費者物価指数（除く生鮮食品）を構成する 521 品目について、上昇/下落品目の数を確認すると、2006 年 8 月以降は、価格上昇品目の割合が価格下落品目の割合を上回っており、足もと 2008 年 8 月はその差が 27.4%ポイントまで拡大している（上昇品目の割合 58.3%、下落品目 30.9%）。こうした傾向は、このところ大幅に上昇しているエネルギーや食料品を除いても、確認できる。

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 39）。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。

先行きの消費者物価指数(除く生鮮食品)を展望すると、2008年夏の2%台半ばをピークに徐々に低下していくが、2008年度下期は、2008年夏までの国際商品市況高の影響が残ることから、概ね前年比+1%前後で推移するとみられる。2009年度入り後は、石油製品が押し下げに転じ、食料品価格の押し上げも緩やかになるうえ、経済全体の需給バランスの緩和や個人消費の伸び悩みのもとで、前年比はさらに低下傾向をたどると予想される（図表 40）。2010年度については、海外経済が成長率を高めるもとで、国際商品市況が緩やかな上昇に転じても、中期的なインフレ予想が安定的に推移すると見込まれる中、需給バランスは過去の平均的な水準まで改善しないため、前年比の上昇はごく緩やかなものにとどまると考えられる。その結果、年度ベースの前年比は、2008年度に+1%台半ばに高まったあと、2009年度は0%前後、2010年度は0%台前半の伸び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。世界経済の下振れが顕現化する場合には、一次産品価格も更に下落し、消費者物価の前年比がマイナスに転じる可能性がある。物価を巡る固有の上振れ・下振れ要因としては、小売・流通等の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、逆に、コストプッシュ型の物価上昇が二次的効果を通じて基調的な

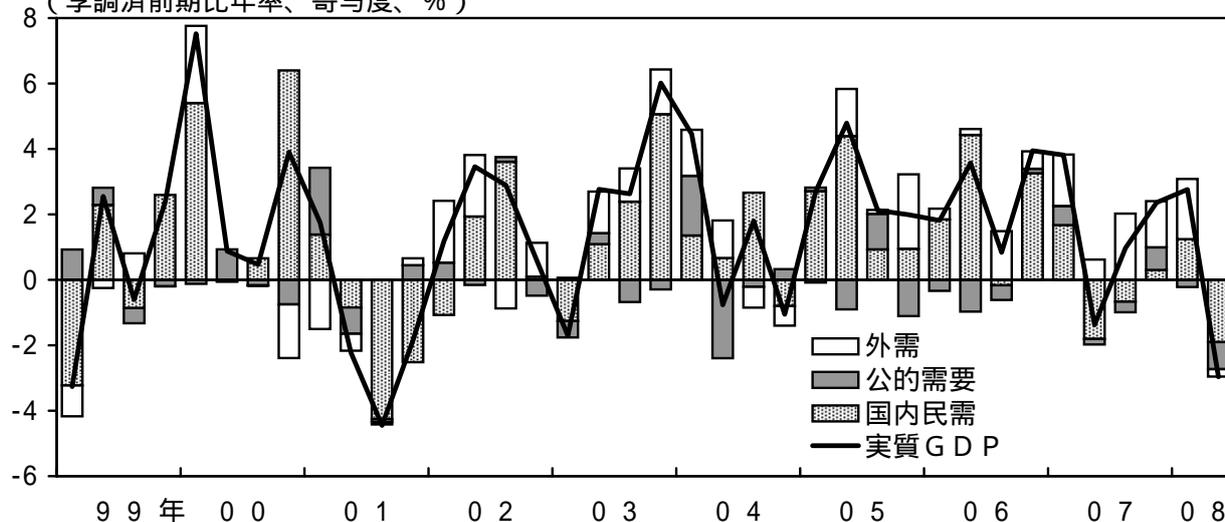
インフレ圧力上昇に繋がる可能性、などが考えられる。このうち後者について、現時点で基調的なインフレ圧力の上昇に繋がる兆候はみられないが、家計のインフレ予想や企業の価格設定行動には引き続き注意が必要である。また、世界経済の上振れ・下振れリスクが顕在化しない場合でも、原油をはじめとする一次産品の価格は、供給面の状況や資源効率の改善の程度などにより、上下両方向に大きく振れるリスクがある。為替相場の変動も、实体经济の振幅を通じるルートに加え、輸入物価の変化を通じて、消費者物価に相応の変化をもたらす得る。

以 上

# 実質 GDP と景気動向指数

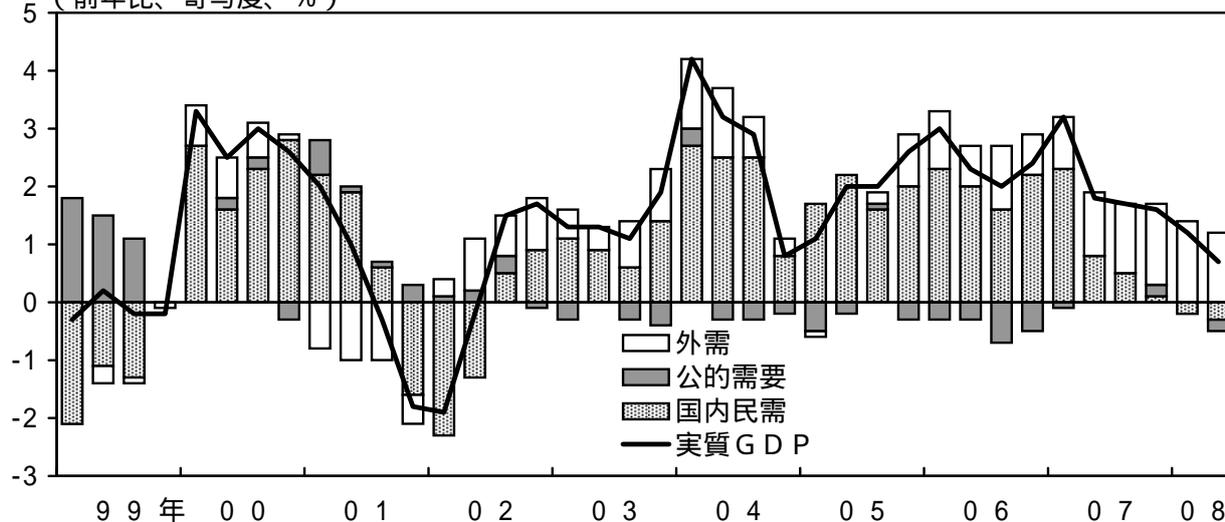
## ( 1 ) 実質 GDP ( 前期比 )

( 季調済前期比年率、寄与度、 % )



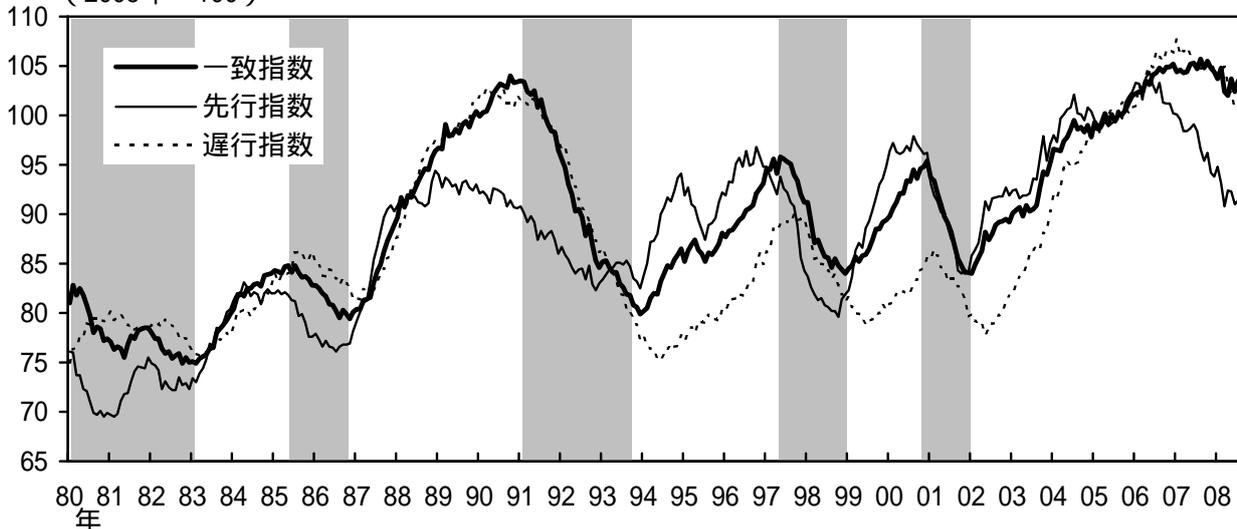
## ( 2 ) 実質 GDP ( 前年比 )

( 前年比、寄与度、 % )



## ( 3 ) 景気動向指数 ( C I )

( 2005年 = 100 )



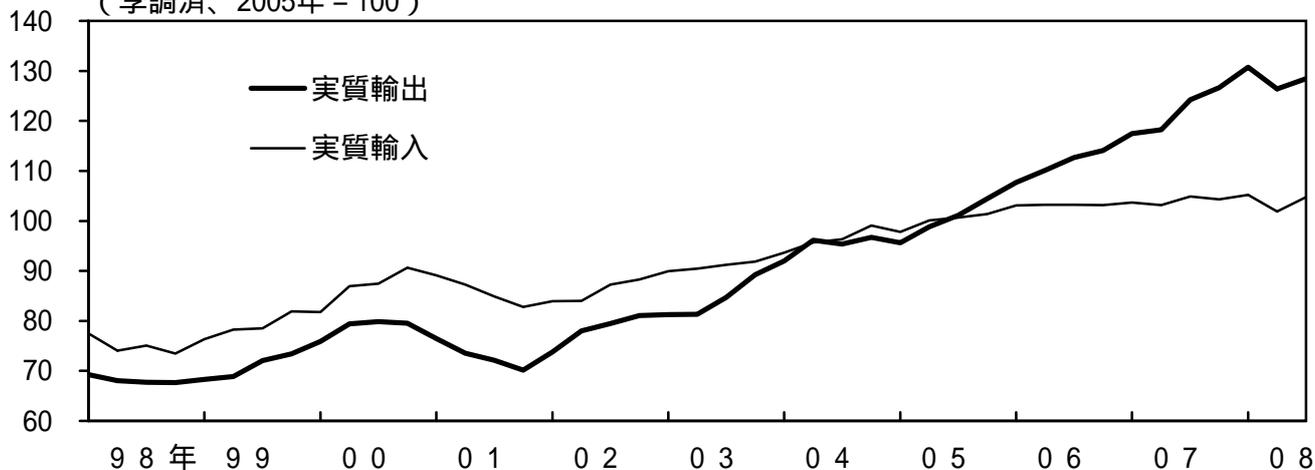
( 注 ) シャドー部分は景気後退局面。

( 資料 ) 内閣府「国民経済計算」「景気動向指数」

# 輸出入

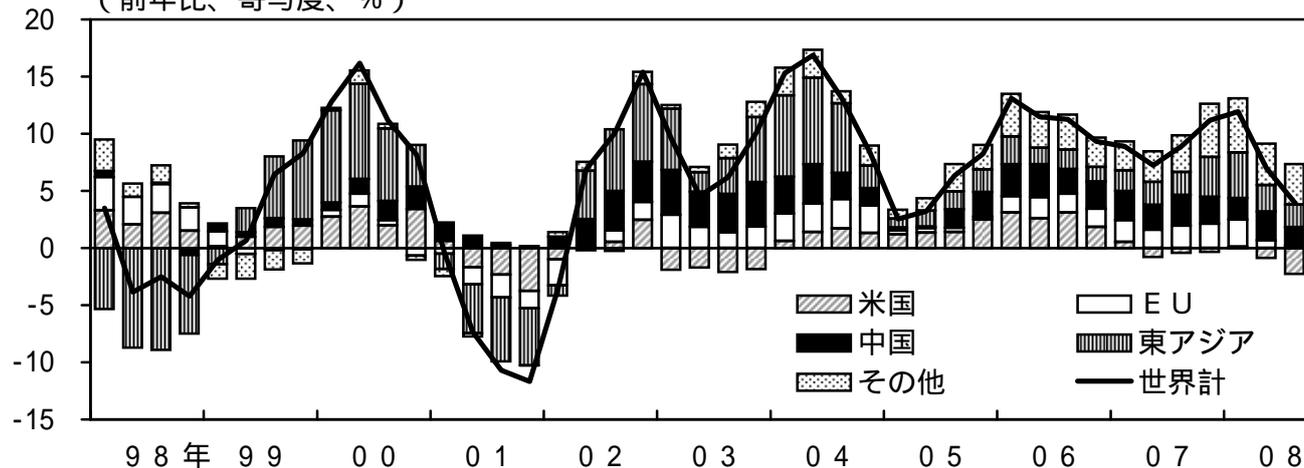
## (1) 実質輸出入

(季調済、2005年 = 100)



## (2) 実質輸出の地域別内訳

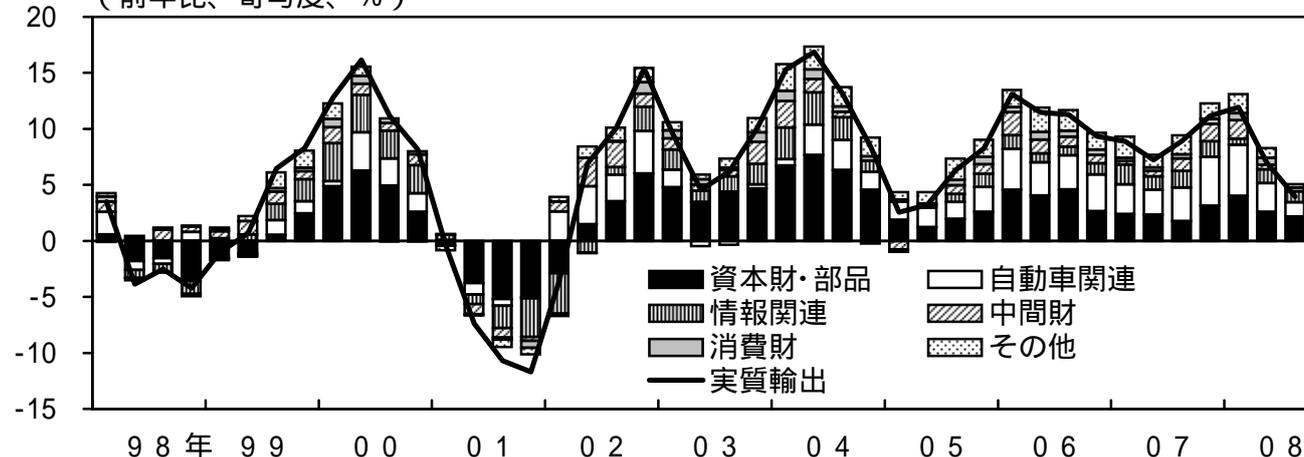
(前年比、寄与度、%)



(注) 東アジアはNIEsとASEAN4の合計。

## (3) 実質輸出の財別内訳

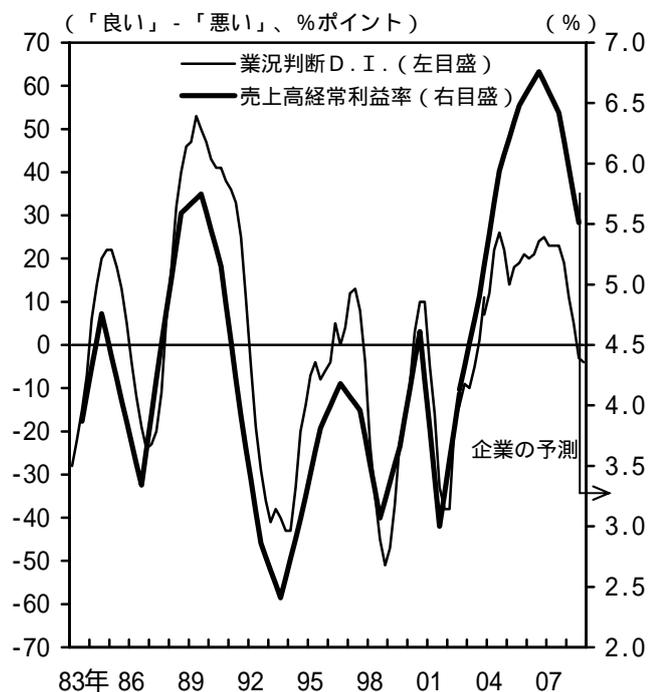
(前年比、寄与度、%)



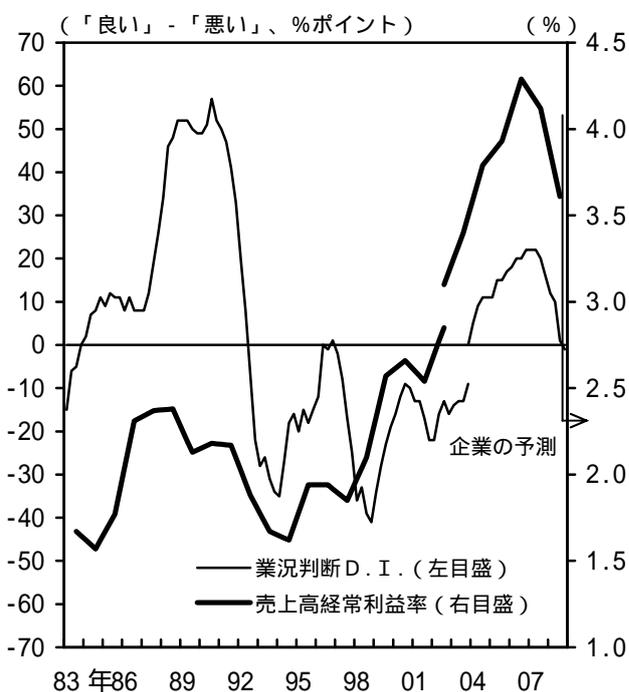
(資料) 財務省「外国貿易概況」、日本銀行「企業物価指数」

# 企業収益

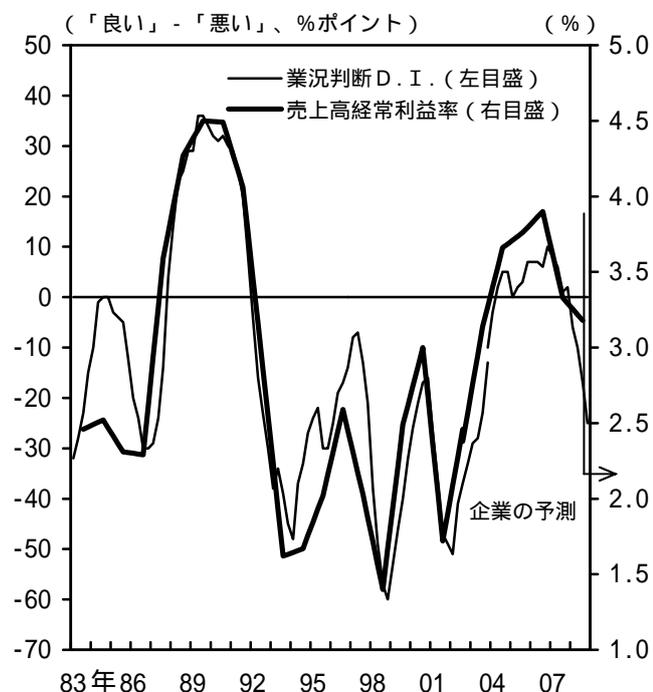
( 1 ) 製造業大企業



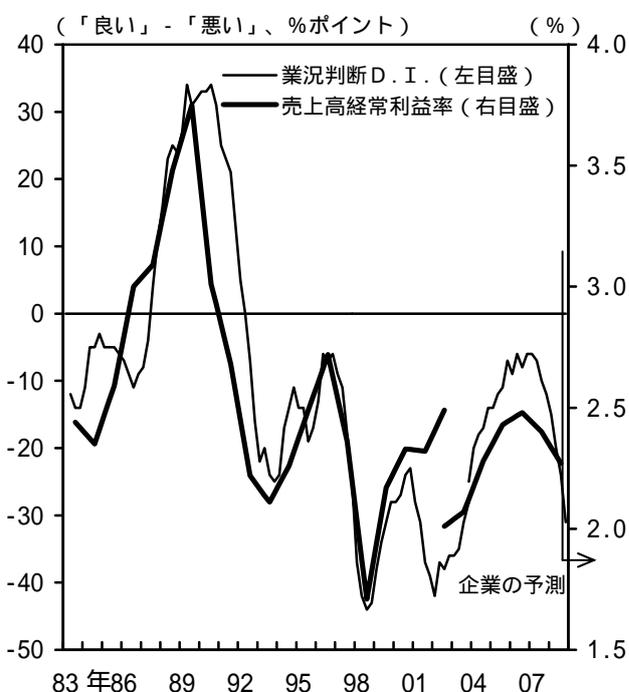
( 2 ) 非製造業大企業



( 3 ) 製造業中小企業



( 4 ) 非製造業中小企業



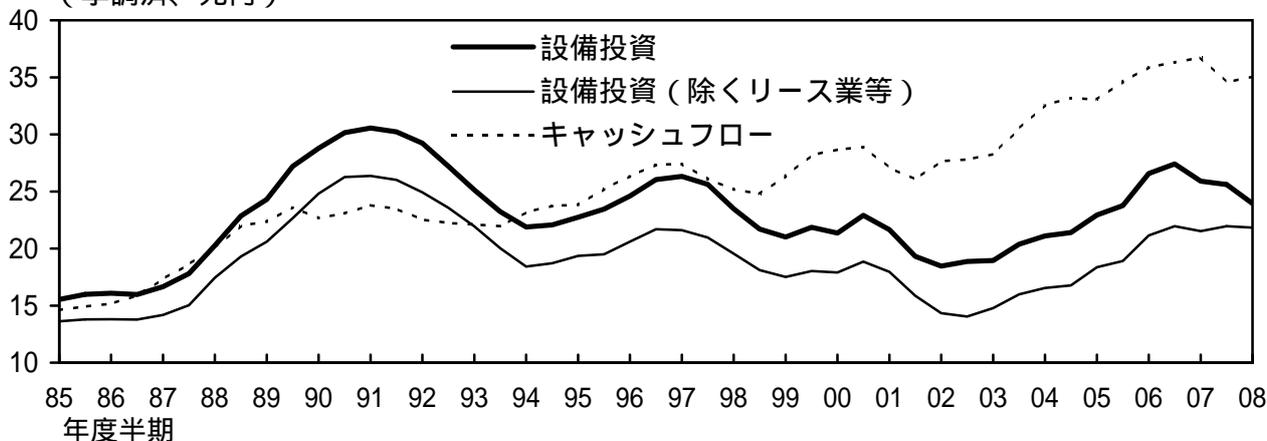
- (注) 1. 売上高経常利益率は、年度計数(3Qにプロット)。2008年度は9月調査時点の計画値。  
2. 短観は、2004/3月調査において、調査対象企業の拡充を含む幅広い見直しを実施したため、計数に不連続が生じている。新ベースの計数は、業況判断D.I.については2003/12月調査以降、売上高経常利益率については2002年度以降。

(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 )

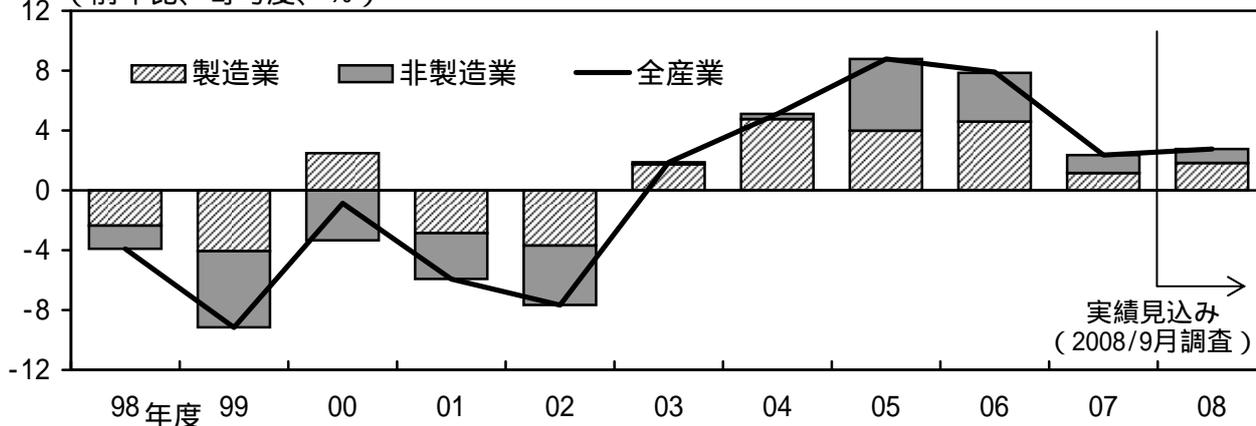
( 季調済、兆円 )



- ( 注 ) 1. 金融業・保険業を除く全産業全規模。キャッシュフロー = 減価償却費 + 経常利益 / 2。  
 2. 設備投資 (除くリース業等) は、2004/2Q以降はリース業、その他の物品賃貸業、広告・その他の事業サービス業を、2004/1Q以前は事業所サービス業を除いて作成した系列。  
 3. 2008年度上半期については、2008/3Qの前年比を2008/2Qと同じと仮定して計算した。

## ( 2 ) 設備投資計画 ( 短観・全規模 )

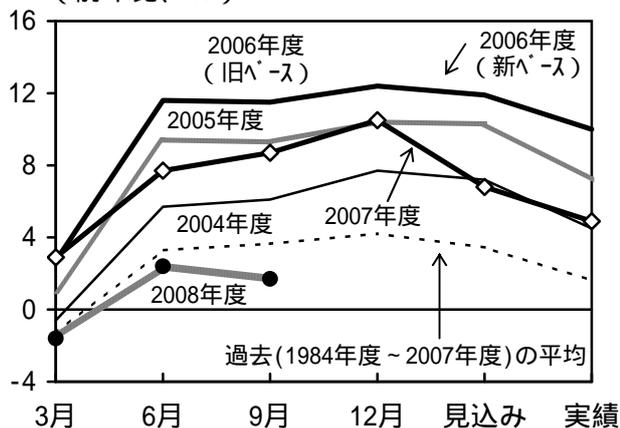
( 前年比、寄与度、% )



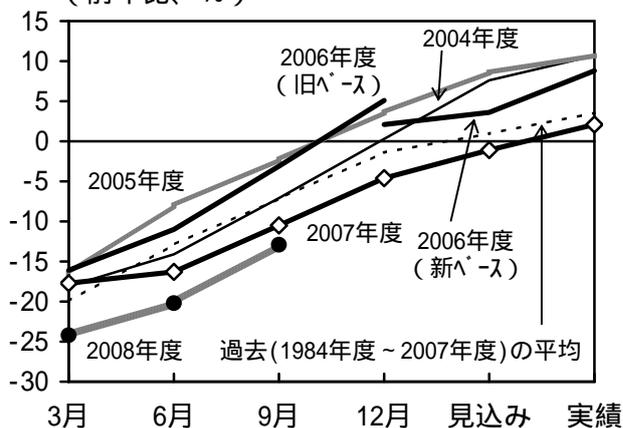
- ( 注 ) 2002年度までは土地を含み、ソフトウェアを除く。  
 2003年度からは土地を除き、ソフトウェアを含む。

## ( 3 ) 設備投資計画の修正状況 ( 短観・全産業 )

( 前年比、% ) < 大企業 >



( 前年比、% ) < 中小企業 >



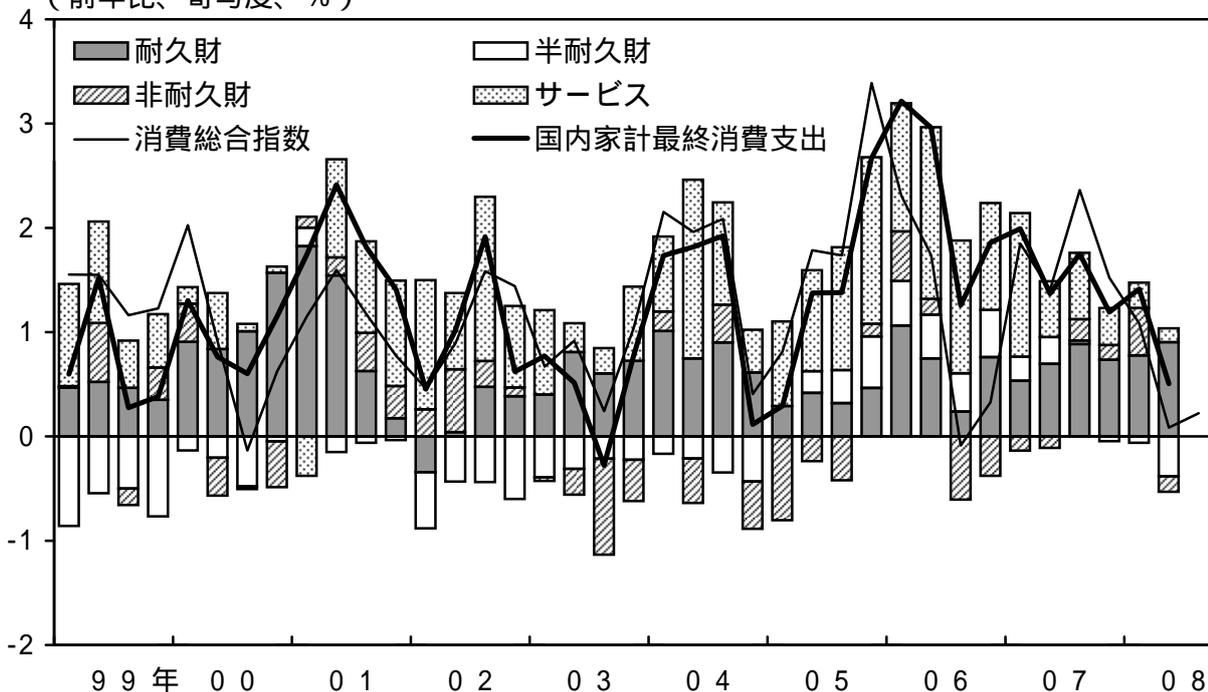
- ( 注 ) 土地を含み、ソフトウェアを除く。2007/3月調査では、定例の調査対象企業の見直しを行った。

( 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、% )

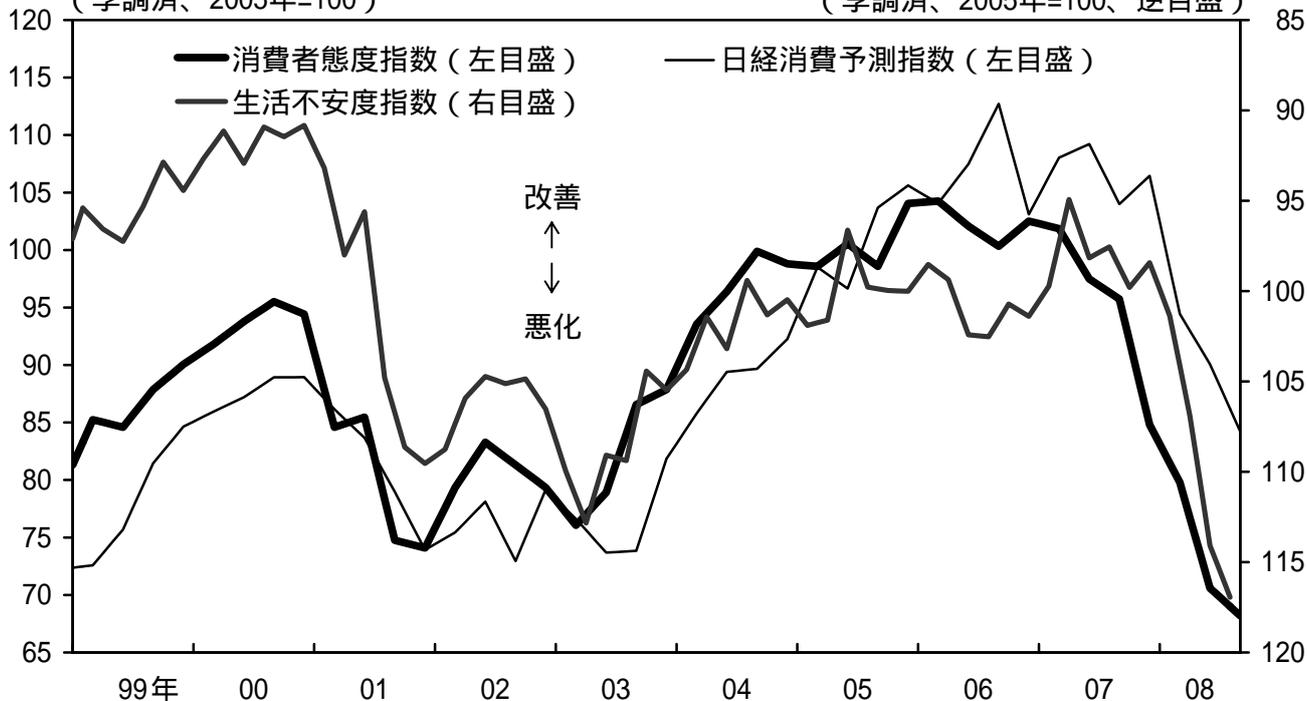


( 注 ) 消費総合指数の2008/3Qは、7～8月の前年同期比。

## ( 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 )

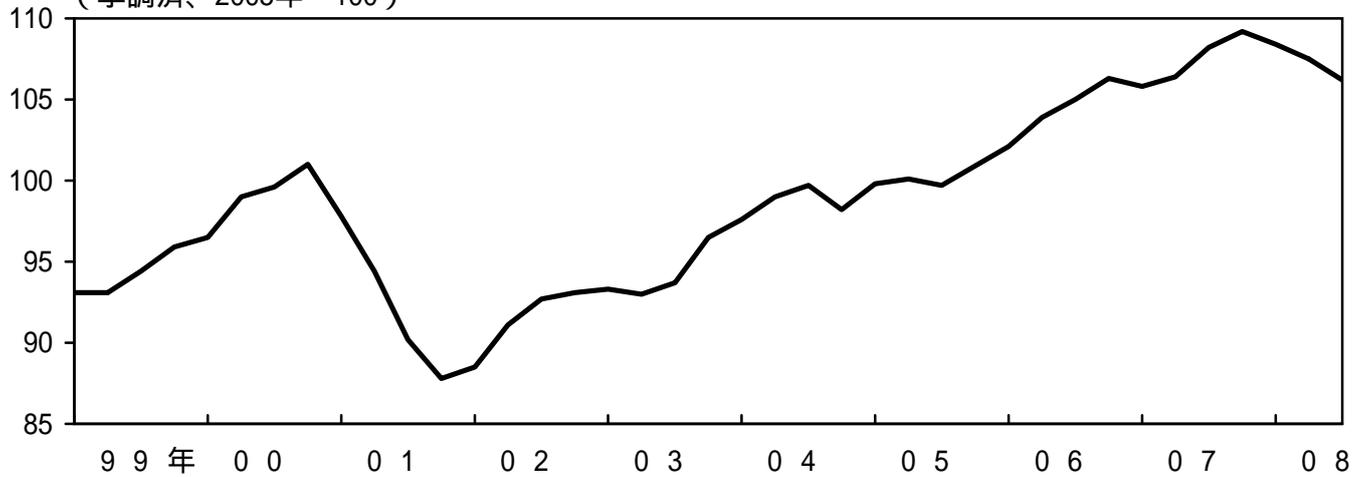


( 資料 ) 内閣府「国民経済計算」「消費動向調査」「消費総合指数」、日本経済新聞社「日経消費予測指数」、日本リサーチ総合研究所「消費者心理調査」

# 鋳工業生産

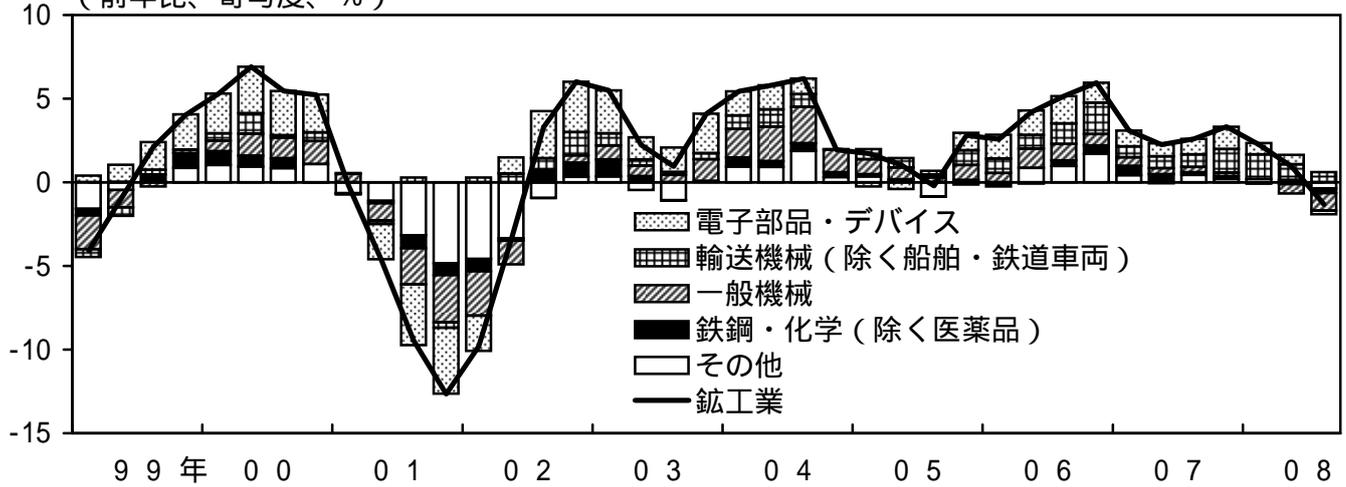
## ( 1 ) 鋳工業生産

( 季調済、2005年 = 100 )



## ( 2 ) 生産の業種別寄与度

( 前年比、寄与度、% )

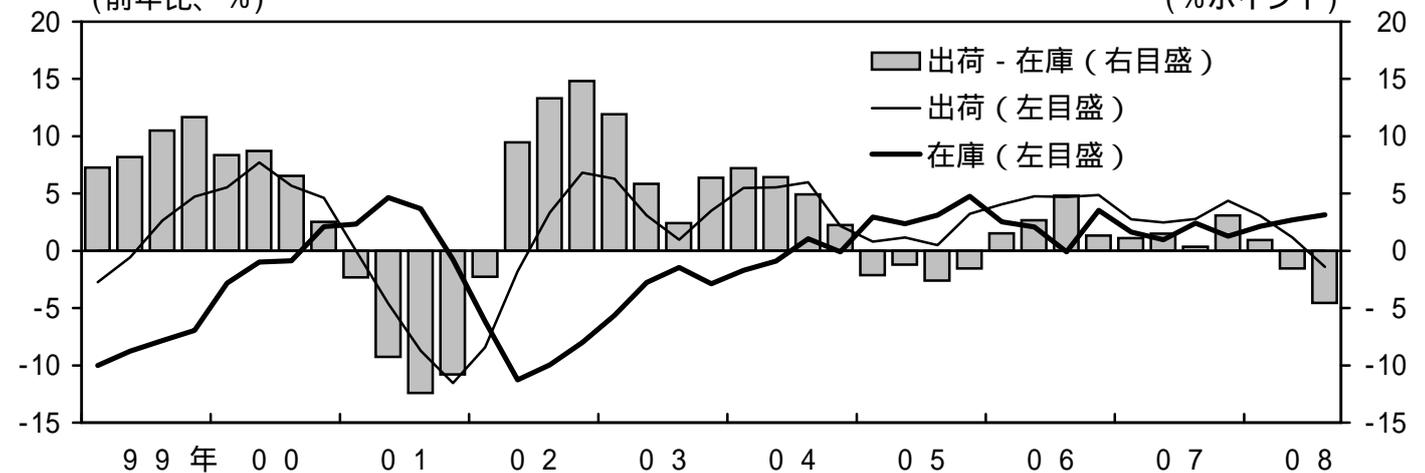


( 注 ) 2003年以前は、2000年基準の指数を用いて算出。

## ( 3 ) 出荷・在庫バランス ( 鋳工業 )

( 前年比、% )

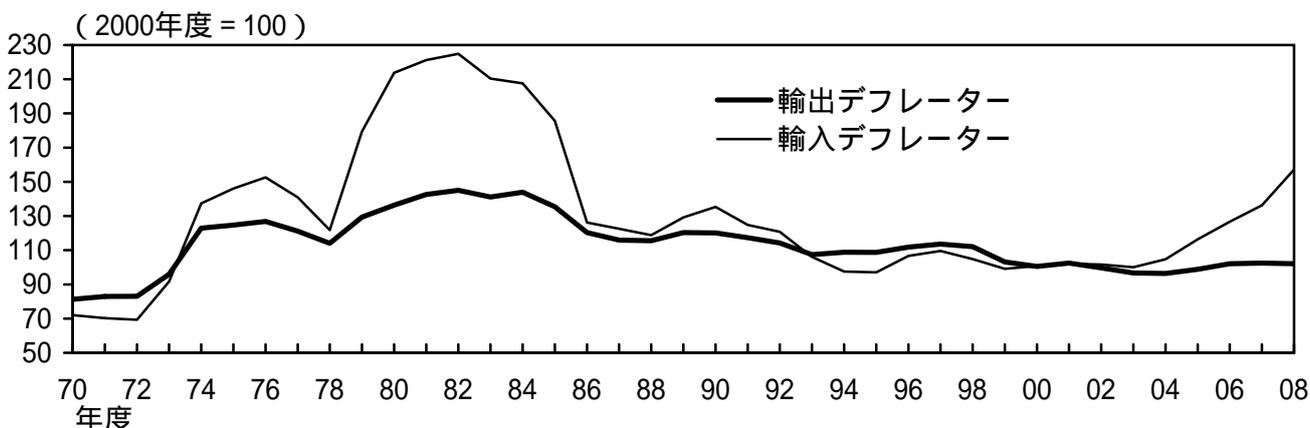
( %ポイント )



( 資料 ) 経済産業省「鋳工業指数統計」

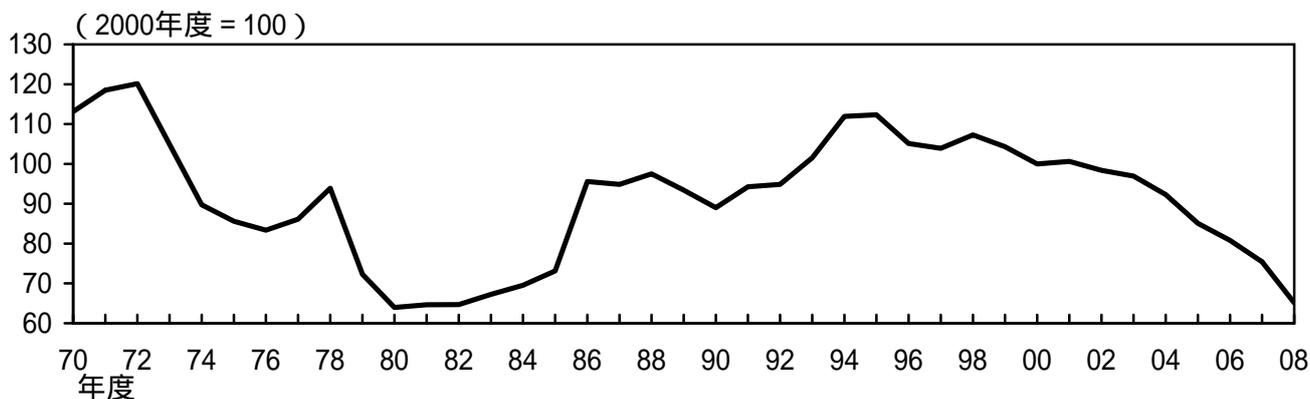
## マクロの所得形成

## ( 1 ) 輸出入価格

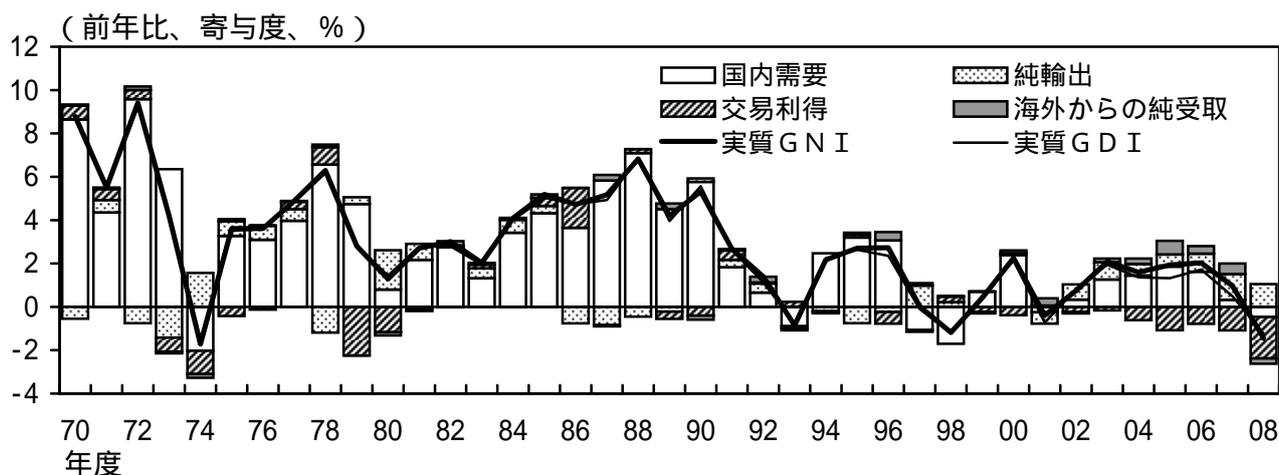


( 注 ) SNAベース。2008年度は、2008/2Qと企業物価指数の前年比で延長した3Qの平均値  
( 下の ( 2 ) も同じ )。

## ( 2 ) 交易条件指数 ( 輸出デフレーター / 輸入デフレーター )



## ( 3 ) 実質GDIと実質GNI



( 注 ) 1. 2008年度は、2Q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

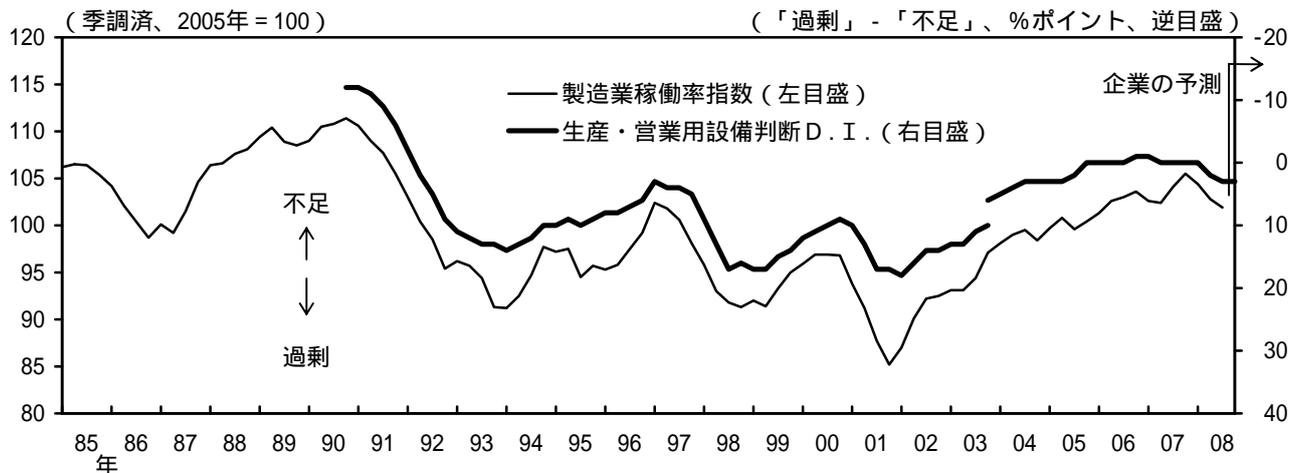
実質GNI = 実質GDI + 海外からの所得の純受取 ( 利子・配当等 )

= 実質GDP + 交易利得 + 海外からの所得の純受取 ( 利子・配当等 )

( 資料 ) 内閣府「国民経済計算」、日本銀行「企業物価指数」

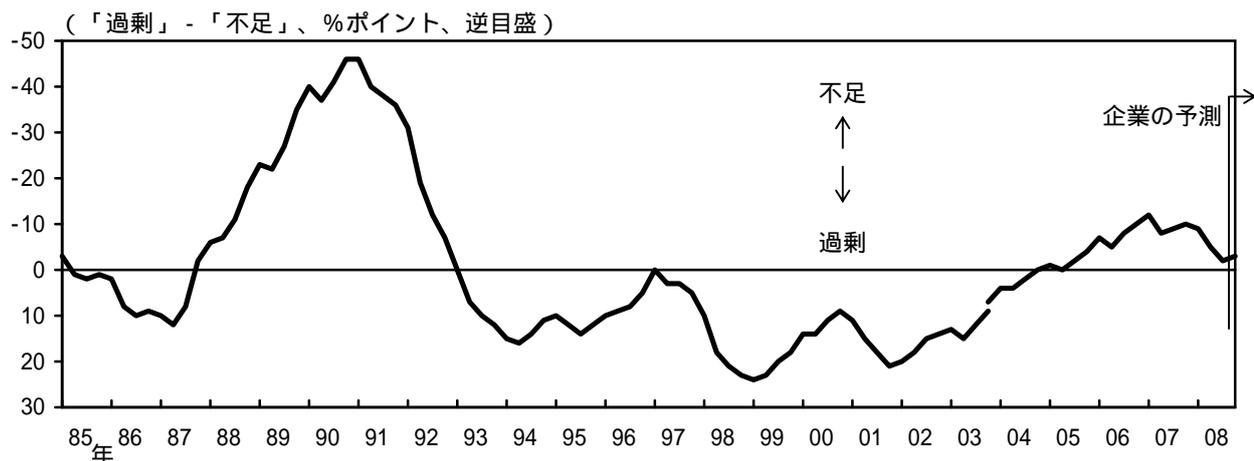
# 生産要素の稼働状況

## ( 1 ) 生産・営業用設備判断D.I.と稼働率指数

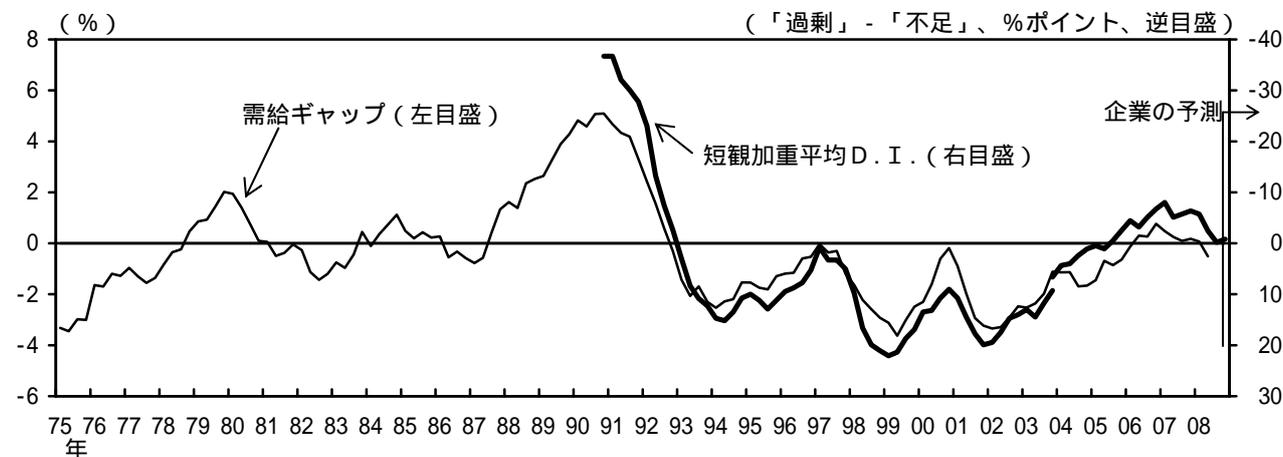


(注) 1. 短観のD.I.は、全産業全規模。2004/3月調査より見直しを実施。  
旧ベースは2003/12月調査まで、新ベースは2003/12月調査から(下の(2)、(3)も同じ)。  
2. 製造業稼働率指数の2008/3Qは、7~8月の値。

## ( 2 ) 雇用人員判断D.I.



## ( 3 ) 短観加重平均D.I.と需給ギャップ



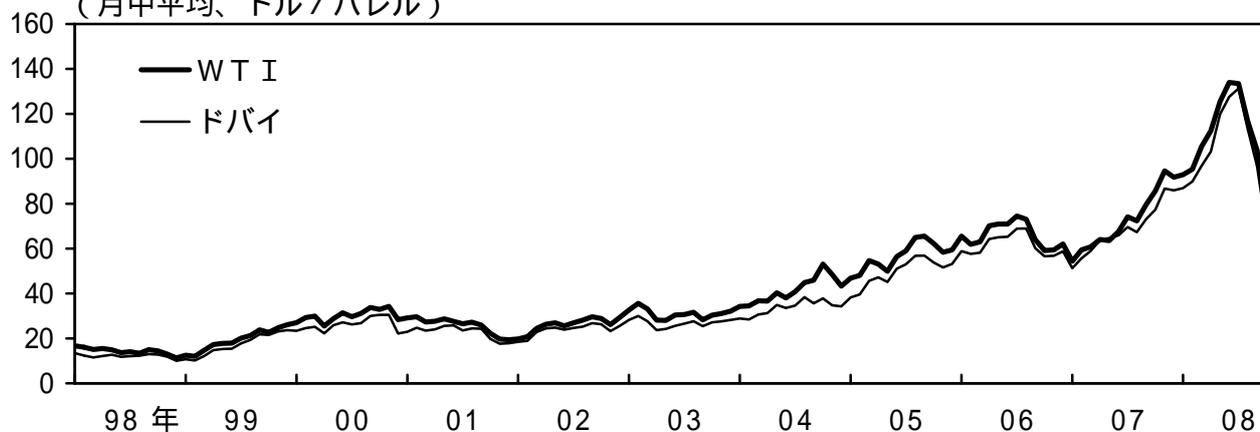
(注) 生産・営業用設備判断D.I.と雇用人員判断D.I.を資本・労働分配率(1990~2006年度平均)で加重平均して算出。需給ギャップは、日本銀行調査統計局の試算値。

(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

( 月中平均、ドル/バレル )

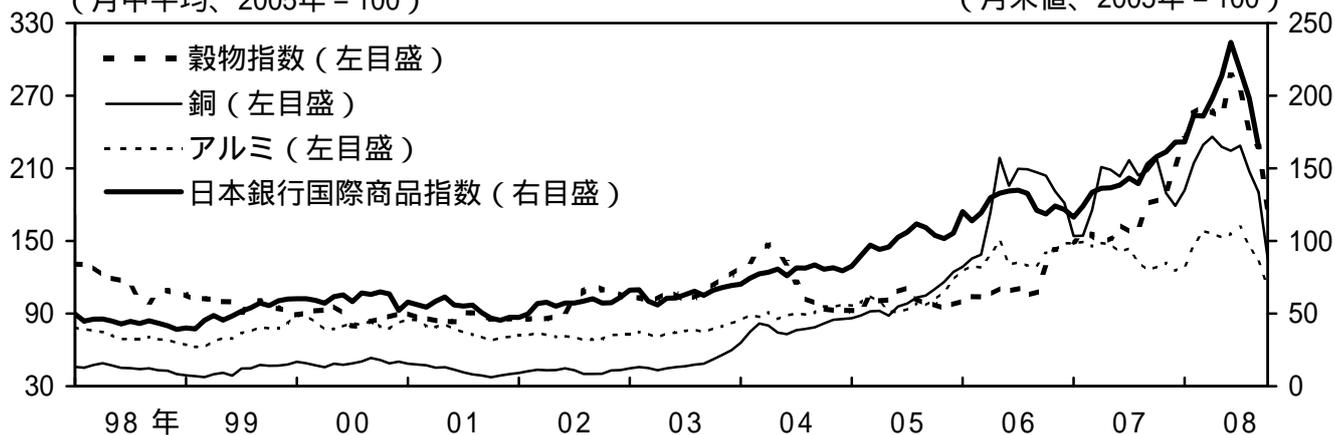


( 注 ) 2008/10月の計数は、30日までの平均値。

## ( 2 ) 国際商品市況

( 月中平均、2005年 = 100 )

( 月末値、2005年 = 100 )

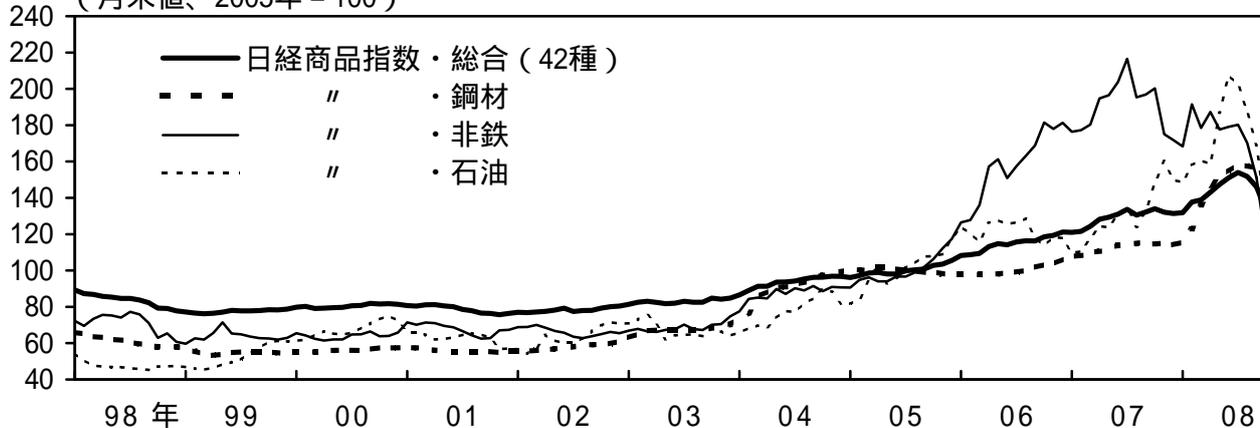


( 注 ) 1. 2008/10月の計数は、30日までの平均値。

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、2005年 = 100 )

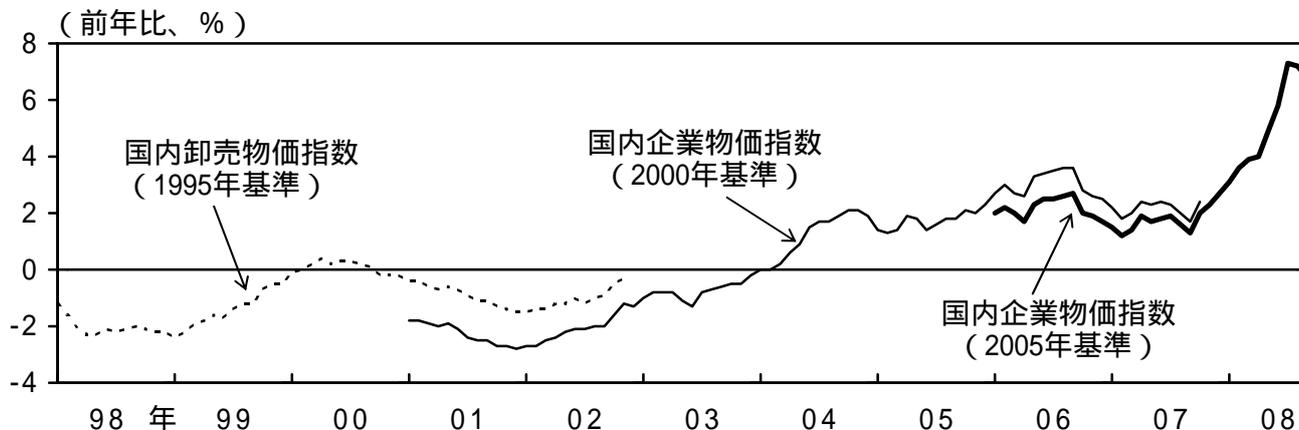
( 注 ) 1. 鋼材：棒鋼、H形鋼、鋼板など 非鉄：銅地金、アルミニウム地金など  
石油：ガソリン、灯油、軽油、C重油

2. 2008/10月の計数は24日の値。

( 資料 ) 日本銀行「日本銀行国際商品指数」、日本経済新聞社等

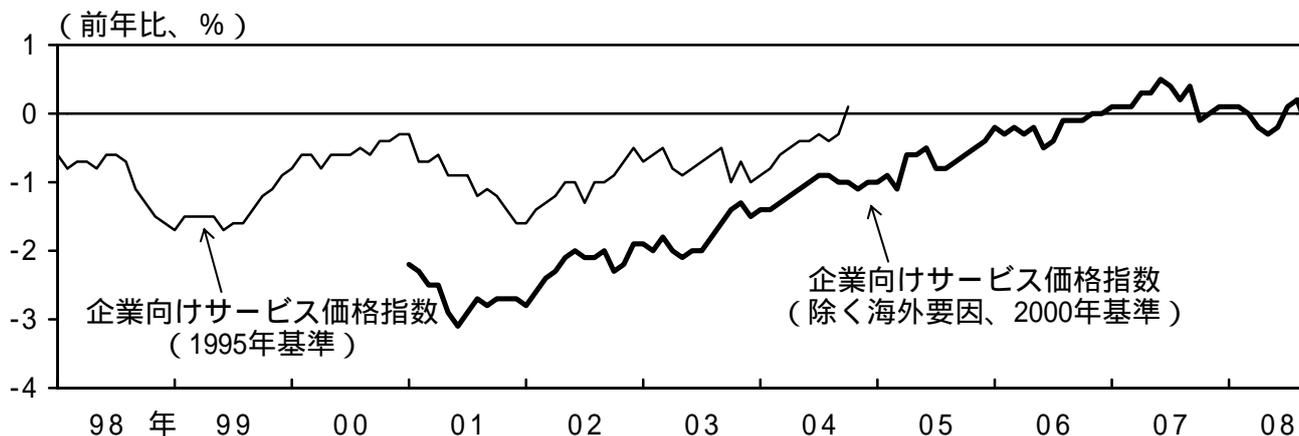
# 物 価

## ( 1 ) 国内企業物価指数



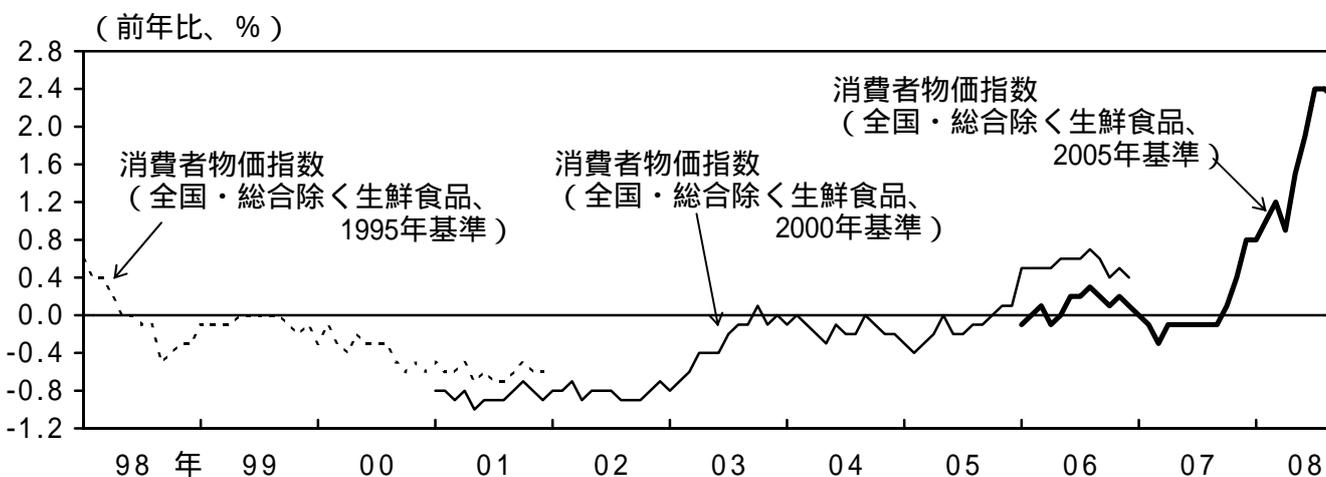
( 注 ) 消費税調整済み ( 下の図表も同じ ) 。

## ( 2 ) 企業向けサービス価格指数



( 注 ) 海外要因は、国際航空旅客輸送、定期船、不定期船、外航タンカー、外航貨物用船料、国際航空貨物輸送を指す。

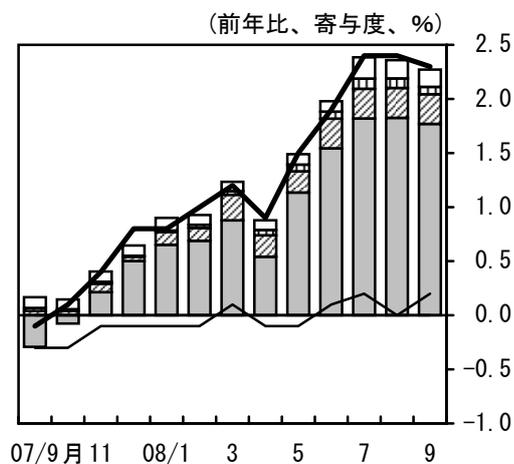
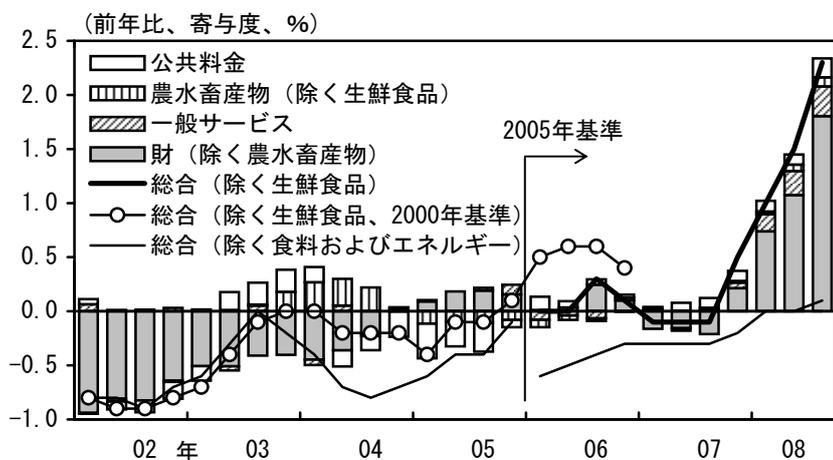
## ( 3 ) 消費者物価指数



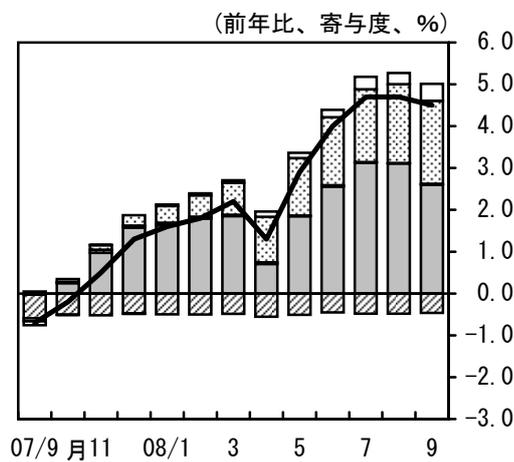
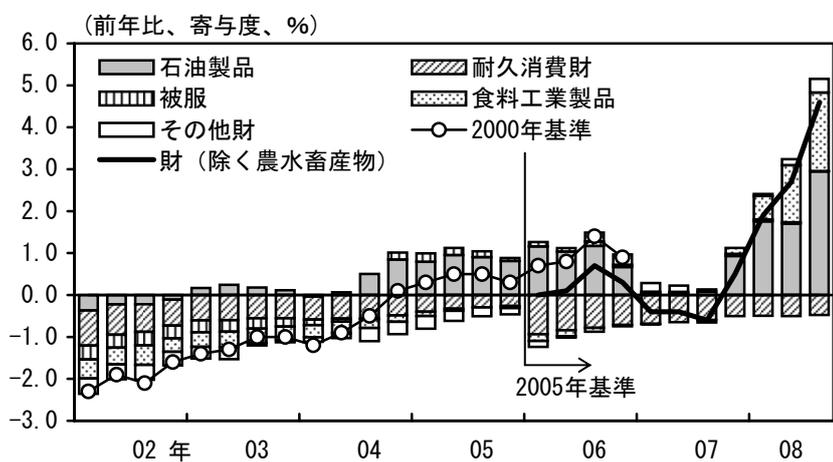
( 資料 ) 総務省「消費者物価指数」、日本銀行「企業物価指数」「卸売物価指数」「企業向けサービス価格指数」

# 消費者物価

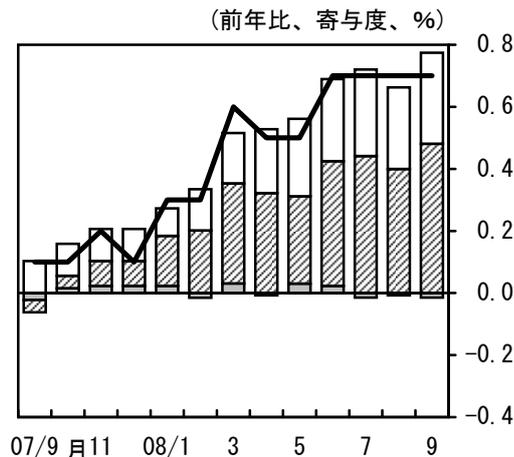
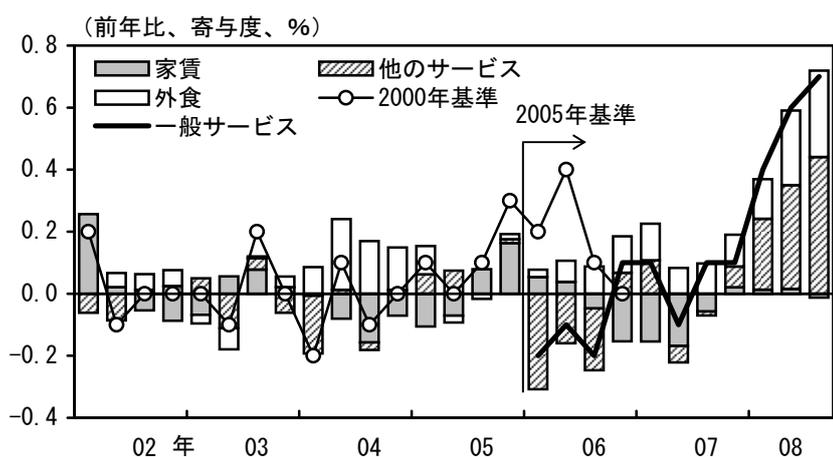
## (1) 総合 (除く生鮮食品)



## (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

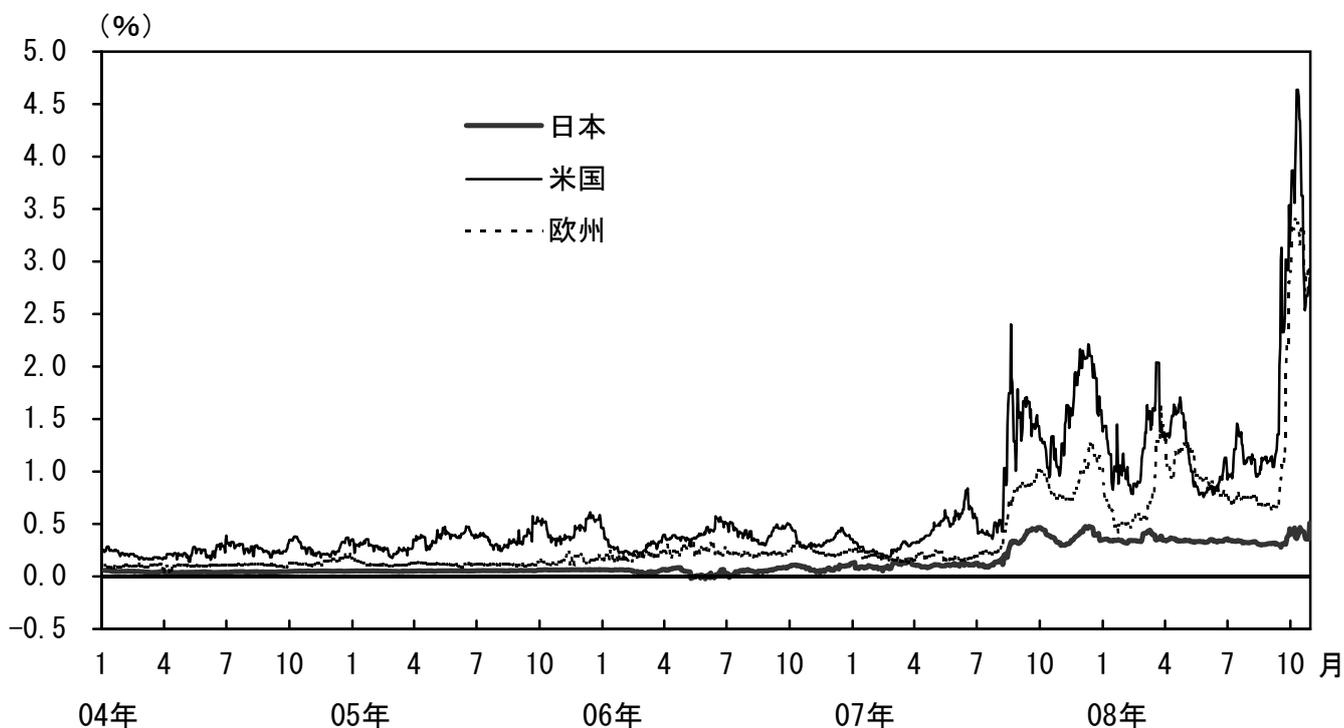


- (注) 1. 分類は、原則、総務省に則している。  
 ただし、以下の分類については、組み替えて定義している(「」内は総務省公表ベース)。  
 財 = 「財」 - 「電気・都市ガス・水道」  
 公共料金 = 「公共サービス」 + 「電気・都市ガス・水道」  
 被服 = 「衣料」 + 「シャツ・セーター・下着類」  
 家賃 = 「民営家賃」 + 「持家の帰属家賃」  
 2. 「食料」は「酒類」を除く。また、「エネルギー」は「電気代」、「都市ガス代」、「プロパンガス」、「灯油」、「ガソリン」から成る。

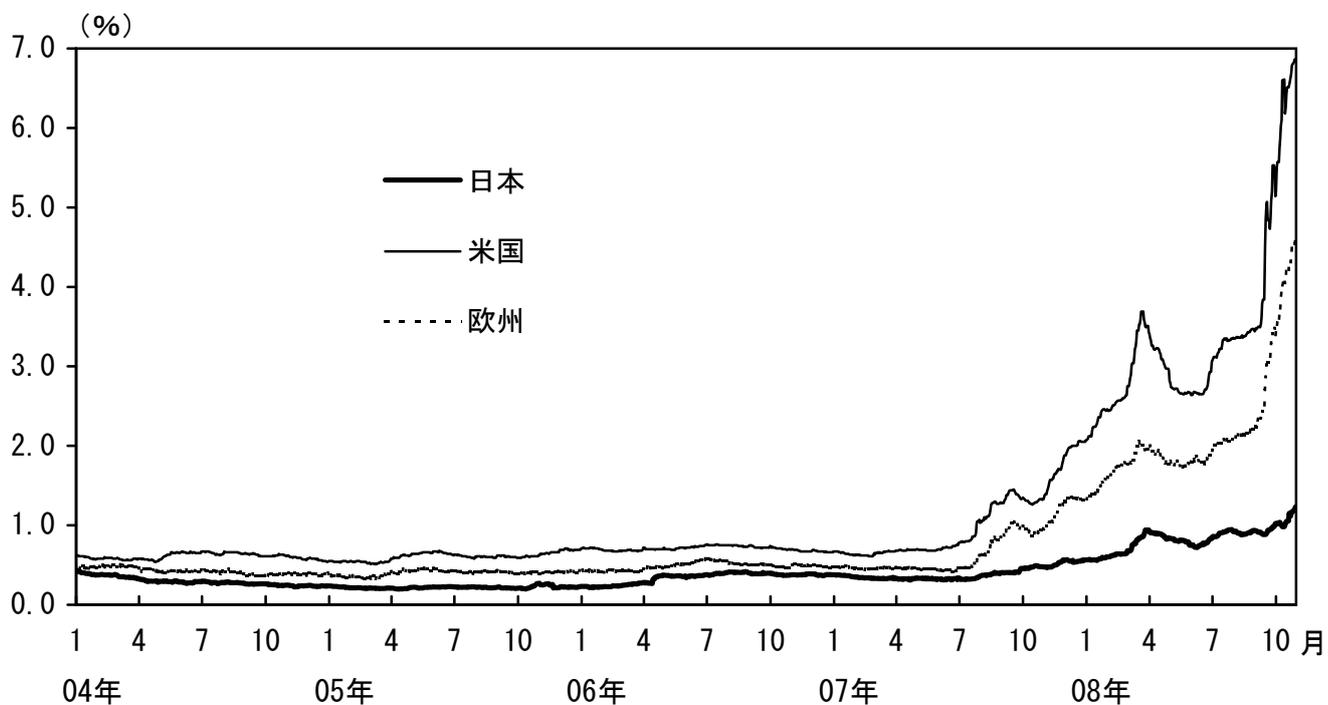
(資料) 総務省「消費者物価指数」

## 主要国の信用スプレッド

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



(2) 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、欧州は3~5年物。  
3. 社債の格付けは全てA格。格付けは日本はR&Iによる。米国、欧州は、ムーディーズ、S&P、フィッチによる。

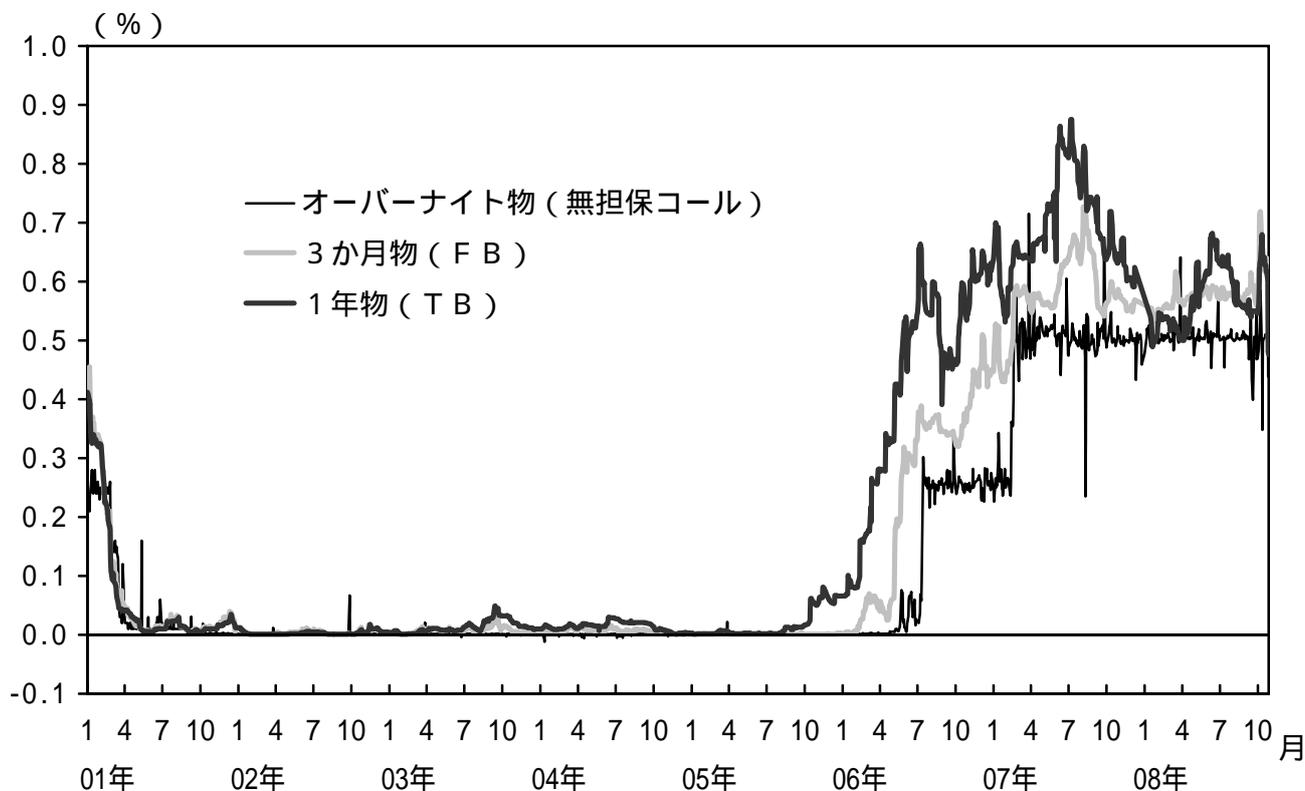
(資料) 日本証券業協会、メリルリンチ、Bloomberg、日本相互証券

## ドル供給オペレーションの導入・拡充の動き

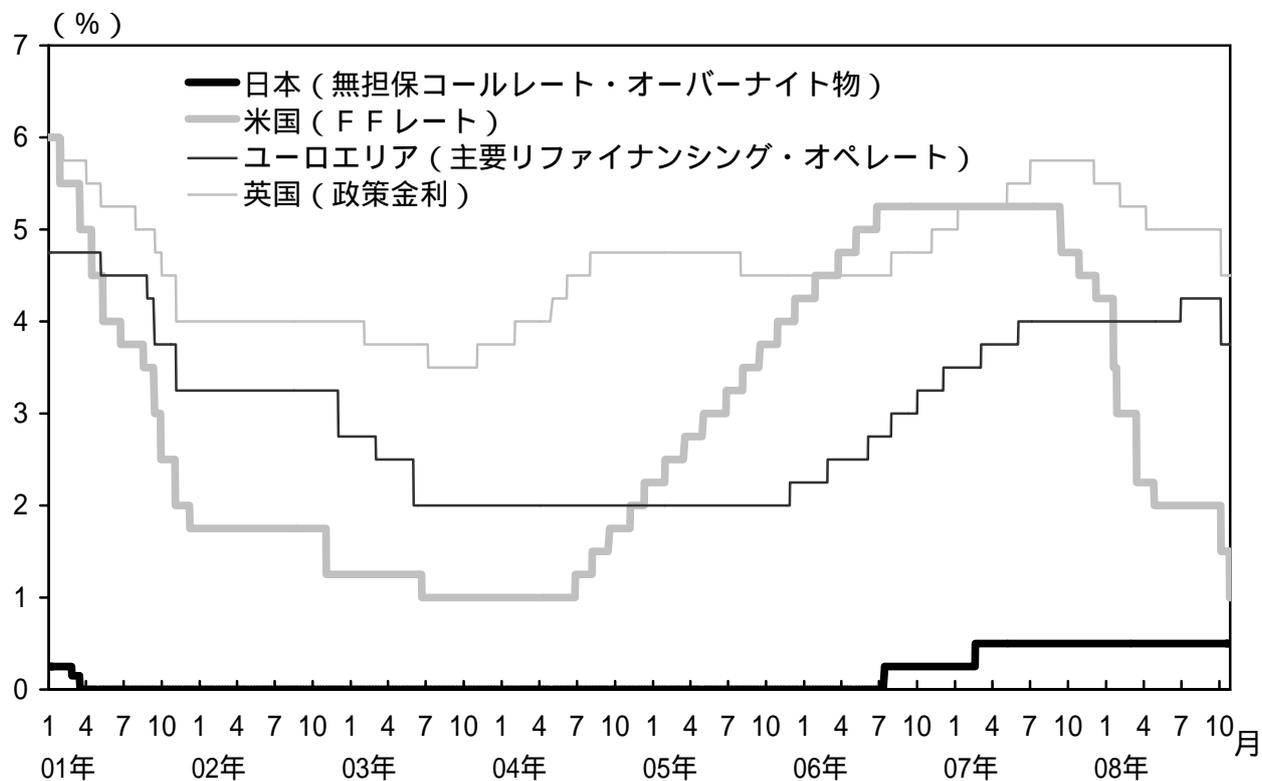
07 年 12 月 12 日	米国連邦準備制度は、欧州中央銀行、スイス国民銀行との間で新たにスワップ協定を締結。各中央銀行は、スワップ協定を原資に、ドル供給オペを導入。
08 年 3 月 11 日	米国連邦準備制度は、欧州中央銀行、スイス国民銀行との間でスワップ協定を拡充。
08 年 5 月 2 日	米国連邦準備制度は、欧州中央銀行、スイス国民銀行との間でスワップ協定を拡充。各中央銀行は、スワップ協定を原資に、ドル供給オペを拡充。
08 年 7 月 30 日	米国連邦準備制度は、欧州中央銀行との間でスワップ協定を拡充。欧州中央銀行、スイス国民銀行は、スワップ協定を原資に、ドル供給オペを拡充。
08 年 9 月 18 日	米国連邦準備制度は、欧州中央銀行、スイス国民銀行との間でスワップ協定を拡充するとともに、新たに日本銀行、イングランド銀行、カナダ銀行とスワップ協定を締結。各中央銀行は、スワップ協定を原資に、ドル供給オペを導入または拡充。
08 年 9 月 24 日	米国連邦準備制度は、オーストラリア準備銀行、スウェーデン中央銀行、デンマーク国民銀行、ノルウェー銀行との間でスワップ協定を締結。
08 年 9 月 26 日	米国連邦準備制度は、欧州中央銀行、スイス国民銀行との間でスワップ協定を拡充。欧州中央銀行、スイス国民銀行、イングランド銀行は、スワップ協定を原資に、ドル資金供給オペを拡充。
08 年 9 月 29 日	米国連邦準備制度は、各中央銀行とのスワップ協定を大幅に拡充するとともに、スワップ協定の期間を、従来の 09 年 1 月末から 09 年 4 月末まで延長。
08 年 10 月 13 日	欧州中央銀行、スイス国民銀行、イングランド銀行は、固定金利を提示して担保の範囲内で供給総額に制限を設けずにドル資金を供給するオペを導入。これに伴い、米国連邦準備制度は、これら中央銀行との間のスワップ協定の限度額を撤廃。日本銀行も、同様の措置の導入に向けて検討を行うと公表。
08 年 10 月 14 日	日本銀行は、固定金利を提示して担保の範囲内で供給総額に制限を設けずにドル資金を供給するオペを導入。これに伴い、米国連邦準備制度は、日本銀行との間でスワップ協定の限度額を撤廃。
08 年 10 月 28 日	米国連邦準備制度は、ニュージーランド準備銀行との間で新たにスワップ協定を締結。
08 年 10 月 29 日	米国連邦準備制度は、ブラジル中央銀行、メキシコ中央銀行、韓国銀行、シンガポール通貨庁との間で新たにスワップ協定を締結。

# 短期金利

## ( 1 ) 短期金利



## ( 2 ) 主要国の政策金利

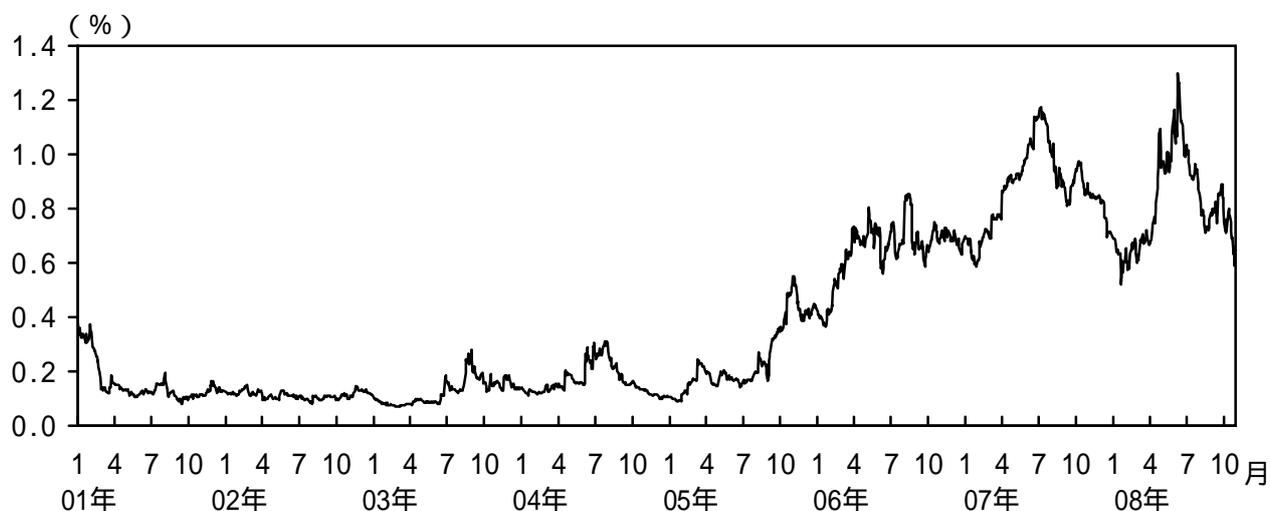


( 注 ) 日本の政策金利は、金融市場調節の操作目標が日銀当座預金残高であった期間は 0 % とした。

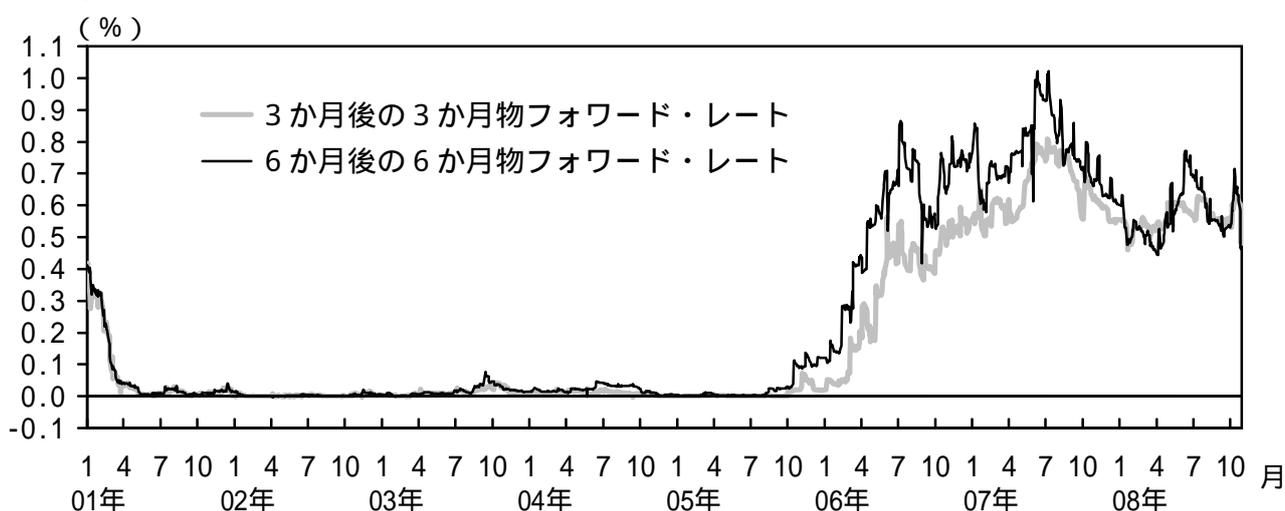
( 資料 ) 日本銀行、各国中央銀行、Bloomberg

## 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 )

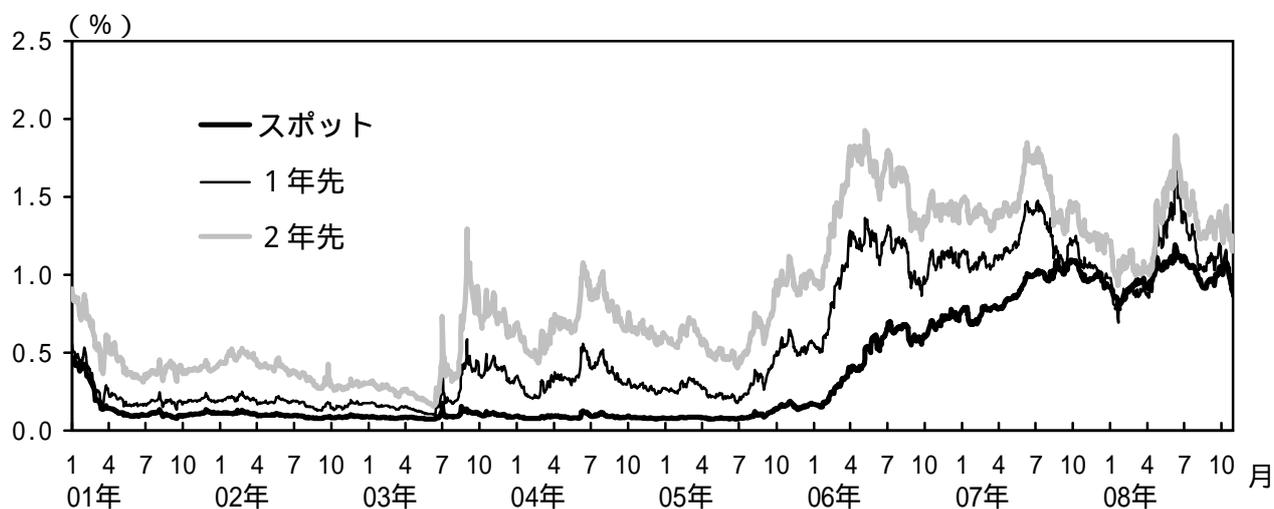


### ( 2 ) T B ・ F B からみたフォワード・レート



( 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

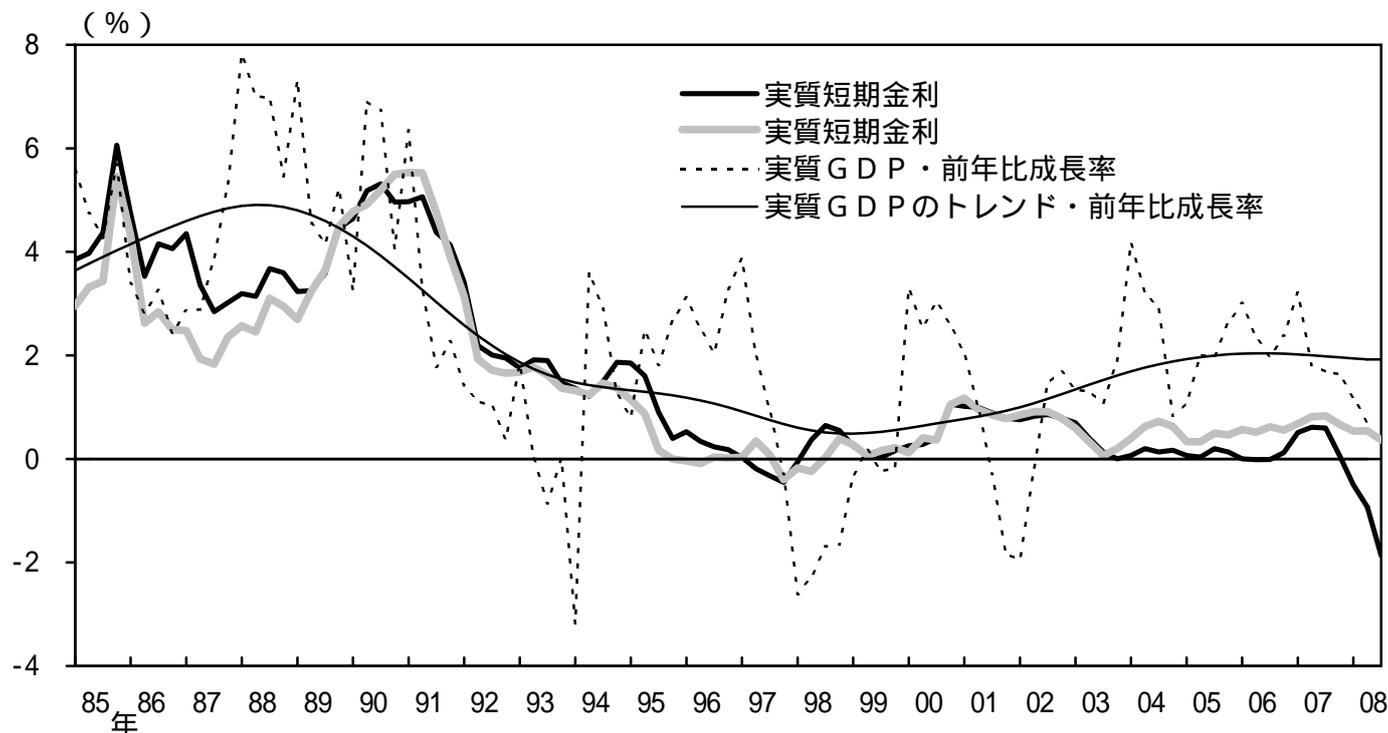


( 注 ) 円 - 円スワップ・レートから算出。

( 資料 ) 東京金融取引所、ロイター、Bloomberg

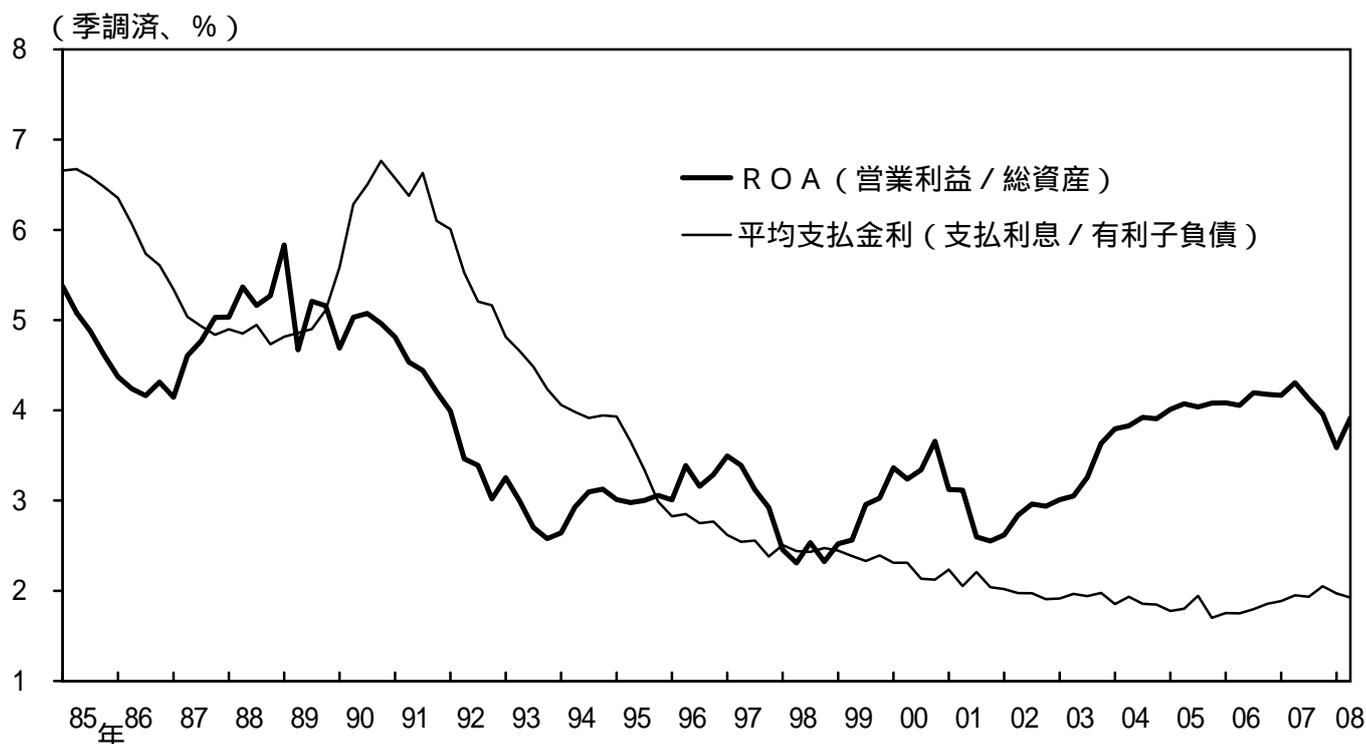
## 金利水準と実体経済

### ( 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 ( O / N 物 ) - 消費者物価指数 ( 総合除く生鮮食品 ) 前年比  
2. 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 ( 総合除く食料 酒類を除く・エネルギー ) 前年比  
3. 実質 GDP のトレンドは H P フィルターにより計算。

### ( 2 ) 企業の R O A と利払い率 ( 法人季報・全産業全規模 )

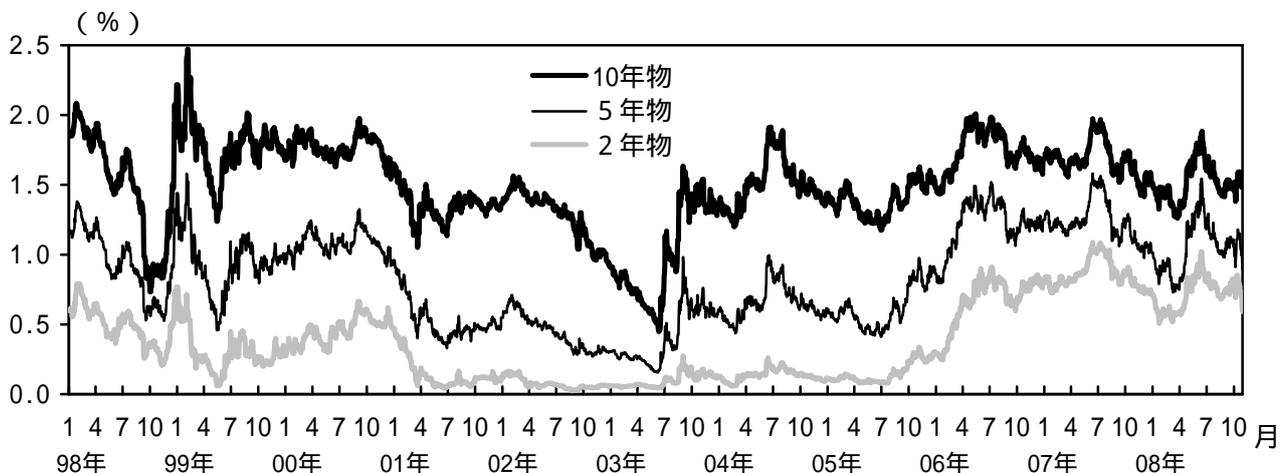


( 注 ) 有利子負債は、長短期借入金、社債、手形割引残高の合計。

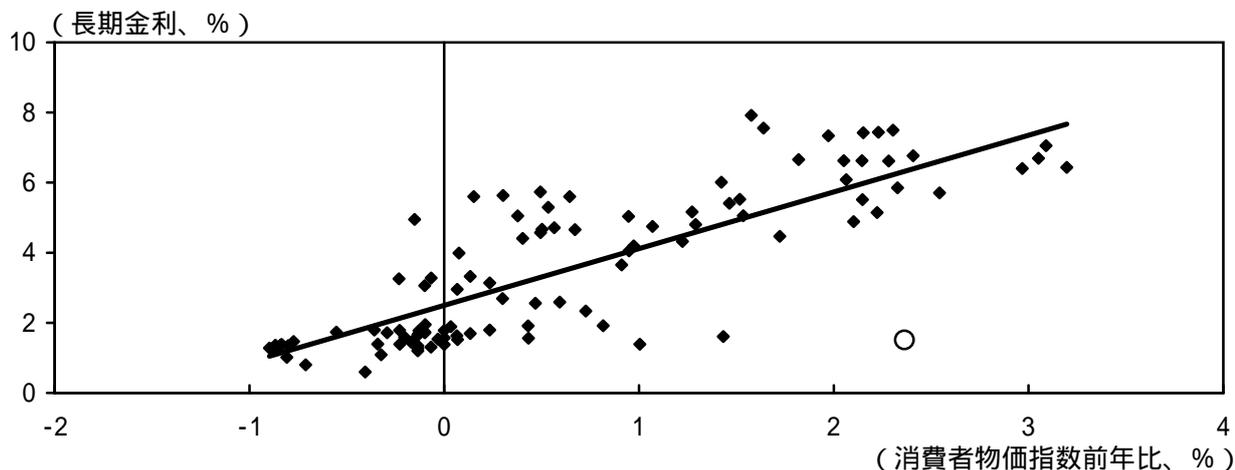
( 資料 ) 内閣府「国民経済計算」、総務省「消費者物価指数」、財務省「法人企業統計季報」、日本銀行

# 長期金利

## ( 1 ) 国債利回り

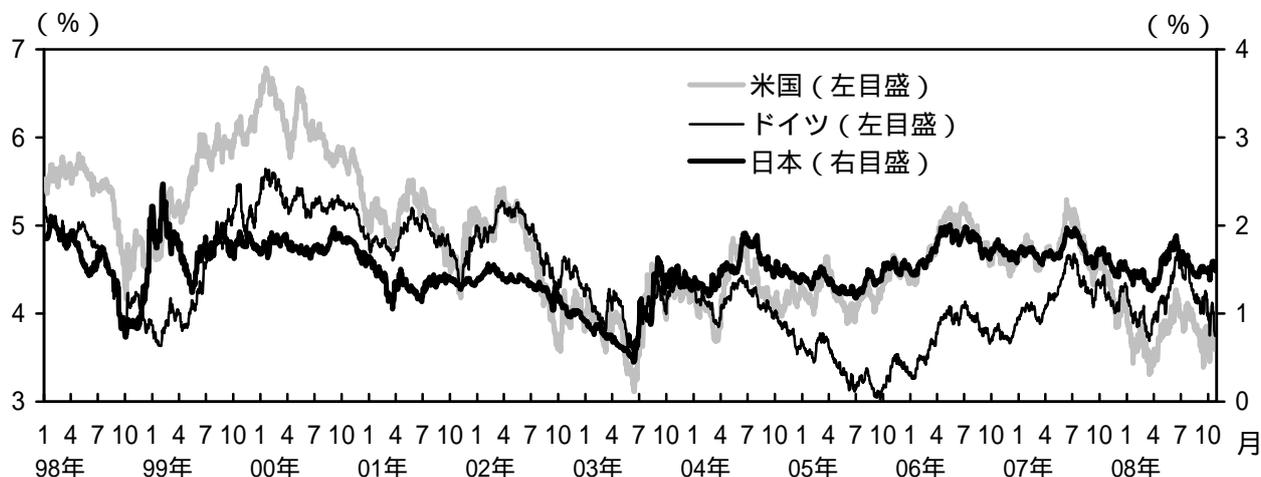


## ( 2 ) 長期金利と消費者物価変化率



- ( 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 ~ 2008/3Q。白丸は直近データ。

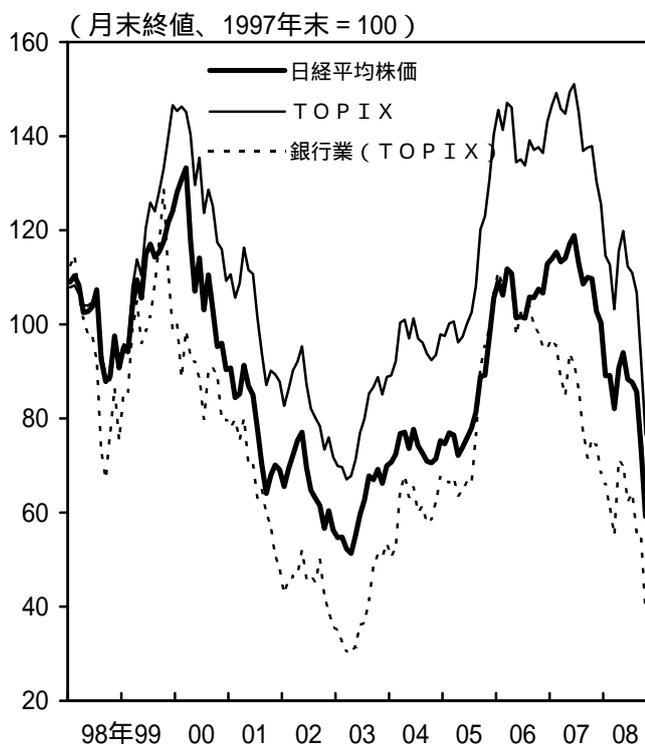
## ( 3 ) 主要国の長期金利 ( 10年物国債利回り )



( 資料 ) 総務省「消費者物価指数」、日本相互証券、Bloomberg

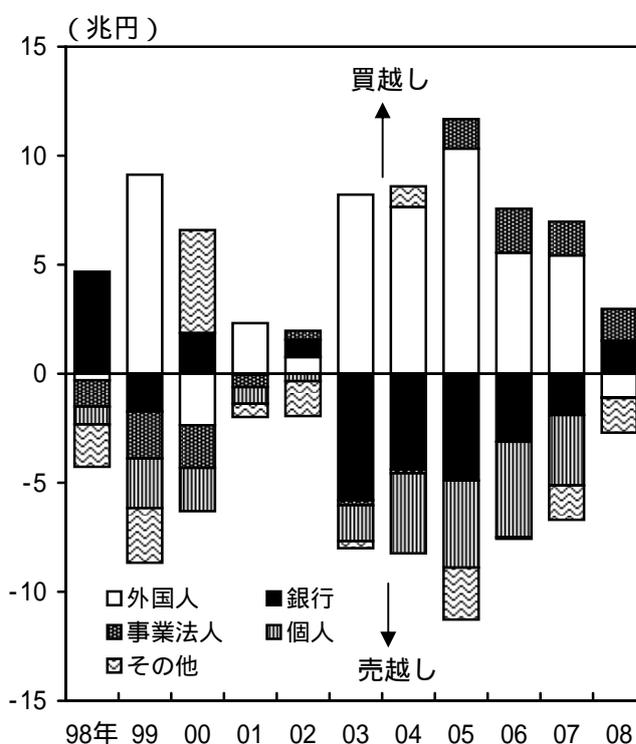
# 株 価

## ( 1 ) 株 価



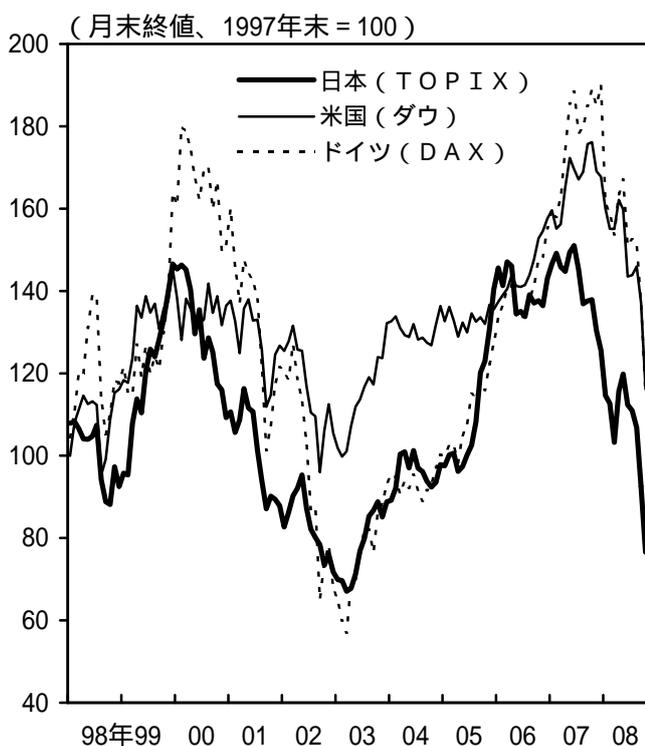
( 注 ) 2008/10月の計数は、直近の終値  
( 下の ( 3 )、( 4 ) も同じ )。

## ( 2 ) 主体別売買状況

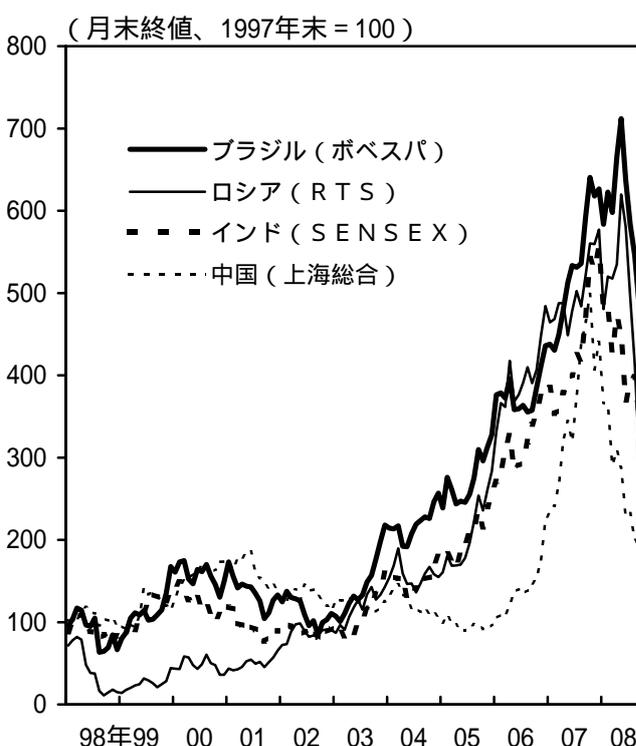


( 注 ) 1. 三市場 ( 東証・大証・名証 ) 1、2部計。  
2. 2008年の計数は、1～9月の年換算値。

## ( 3 ) 主要国の株価



## ( 4 ) B R I C s 諸国の株価

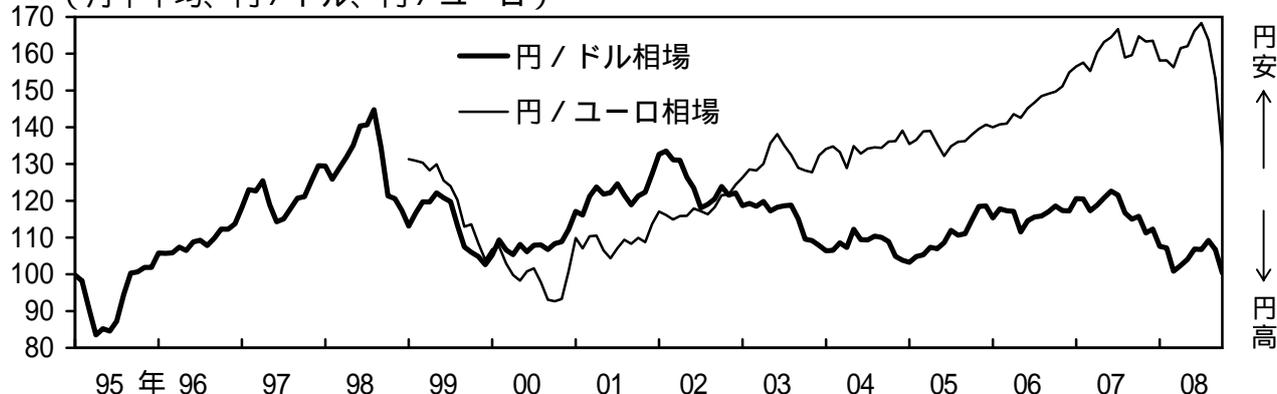


( 資料 ) 日本経済新聞社、東京証券取引所、Bloomberg

## 為替相場

### ( 1 ) 円ドル・円ユーロ相場

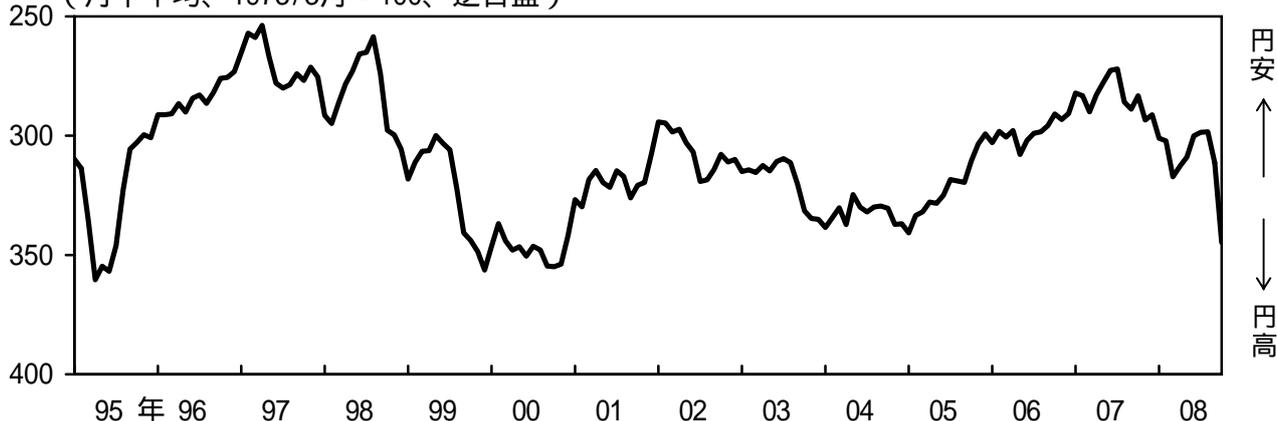
( 月中平均、円 / ドル、円 / ユーロ )



( 注 ) 2008/10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 )



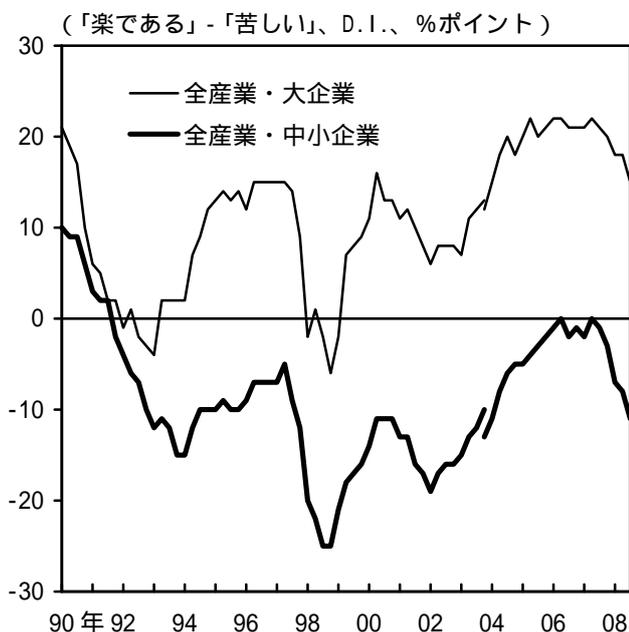
( 注 ) 通関輸出金額ウエイト上位15通貨に対する為替相場を当該国・地域の物価指数で実質化し、同ウエイトで加重平均したもの。

( 資料 ) 日本銀行

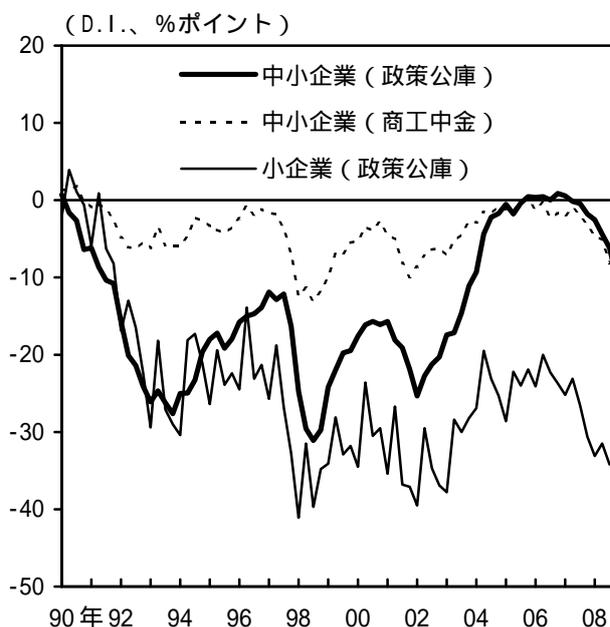
# 企業金融

## ( 1 ) 企業の資金繰り

< 短観 >



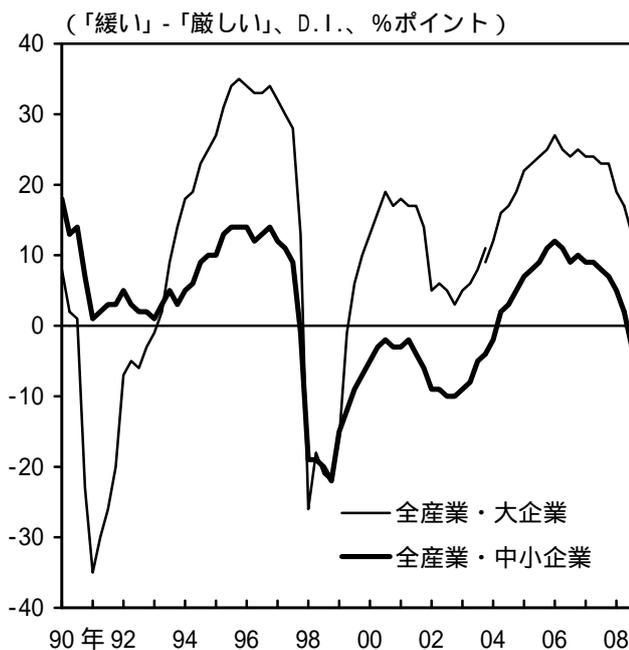
< 政策公庫・商工中金 >



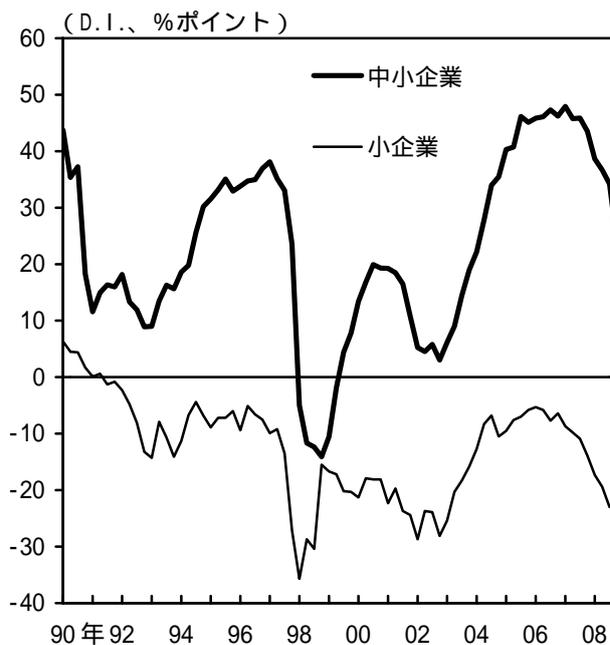
- ( 注 ) 1. 短観は2004/3月調査より見直しを実施。旧ベースは2003/12月調査まで、新ベースは2003/12月調査から(下の(2)も同じ)。  
2. 「中小企業(政策公庫)」のD.I.は「余裕」-「窮屈」、「中小企業(商工中金)」、「小企業(政策公庫)」のD.I.は「好転」-「悪化」。  
3. 「中小企業(政策公庫)」、「中小企業(商工中金)」の計数は、四半期平均値であり、08/4Qは10月の値(下の(2)も同じ)。

## ( 2 ) 企業からみた金融機関の貸出態度

< 短観 >



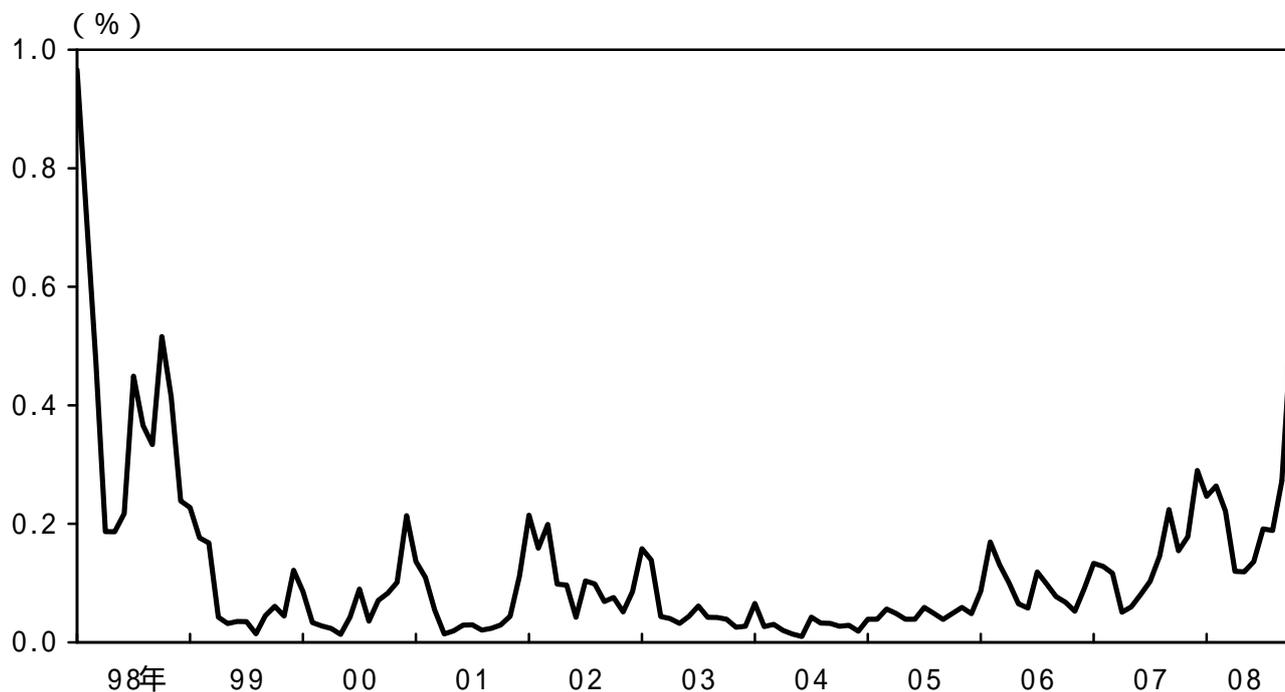
< 政策公庫 >



- ( 注 ) 「中小企業(政策公庫)」のD.I.は「緩和」-「厳しい」、「小企業(政策公庫)」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」、商工中金「中小企業月次景況観測」、日本政策金融公庫「中小企業景況調査」、「全国中小企業動向調査結果(小企業編)」

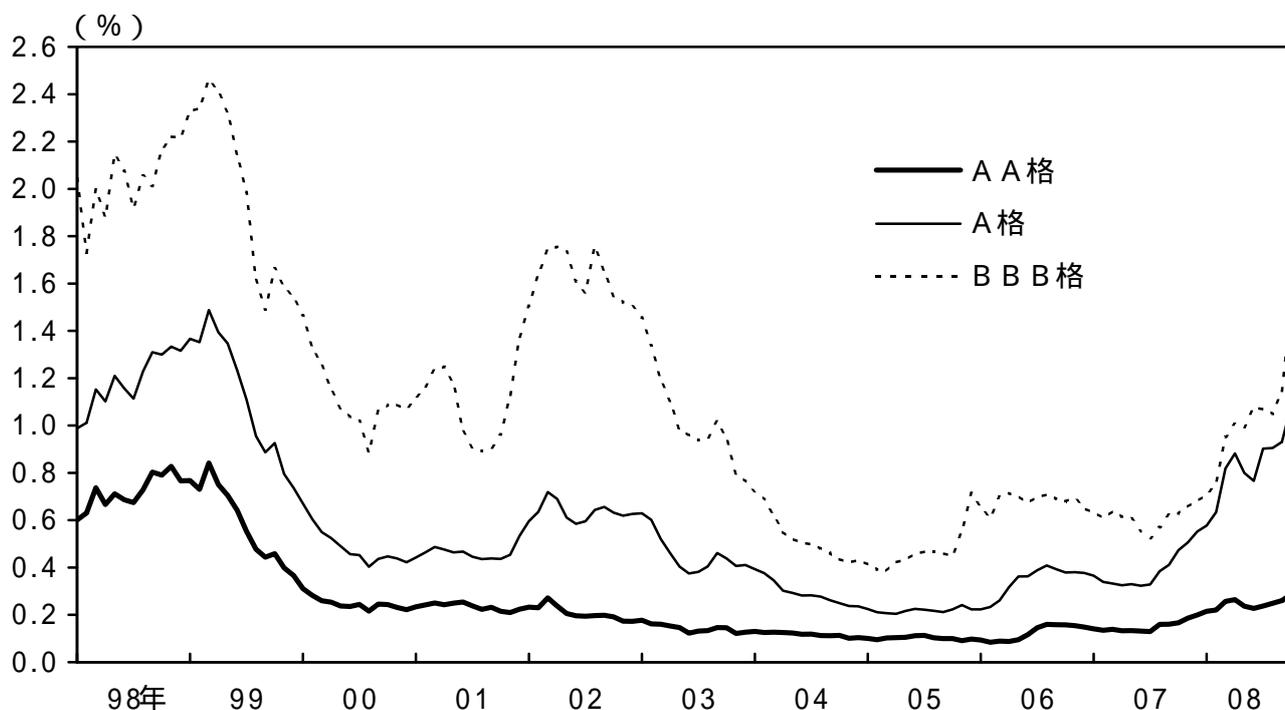
## 日本の信用スプレッド

### ( 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. 2008/10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

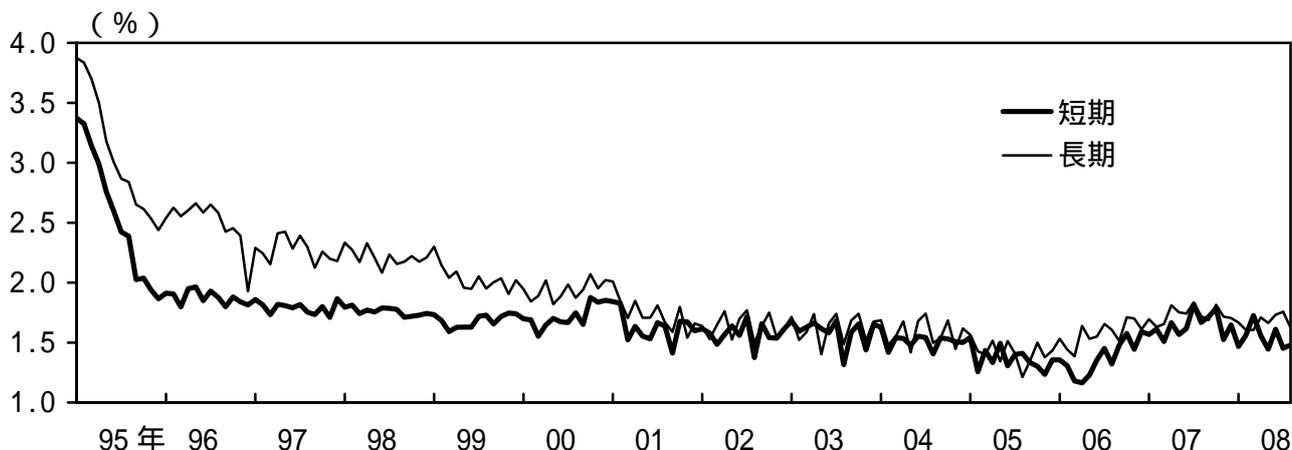


- ( 注 ) 1. 社債の信用スプレッド ( 5 年物 ) = 社債流通利回り - 国債流通利回り  
2. 社債の格付けは R & I による。

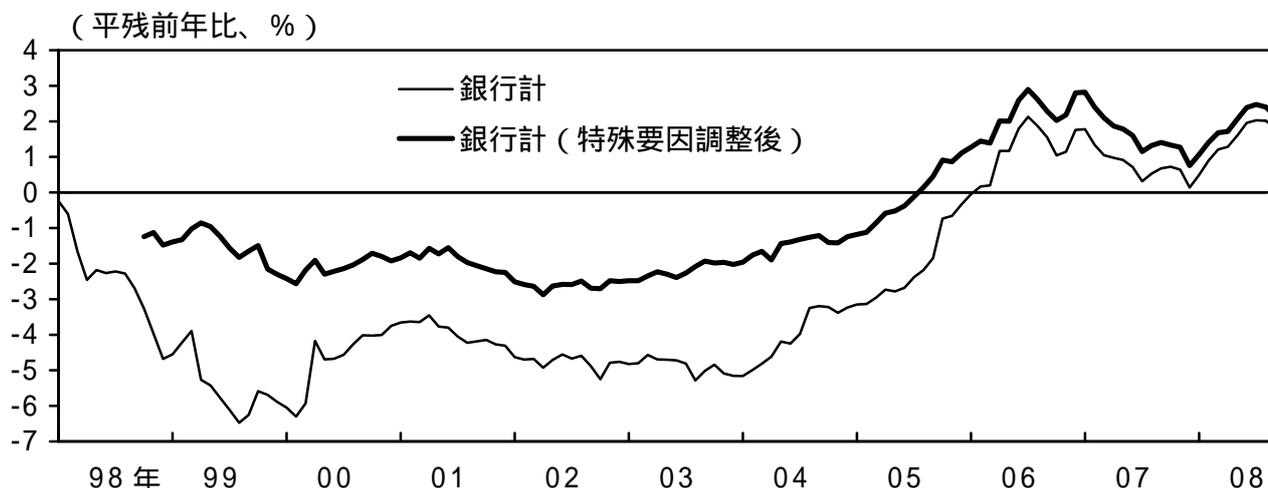
( 資料 ) 日本銀行、日本相互証券、日本証券業協会

## 貸出・マネーストック

### ( 1 ) 新規貸出約定平均金利

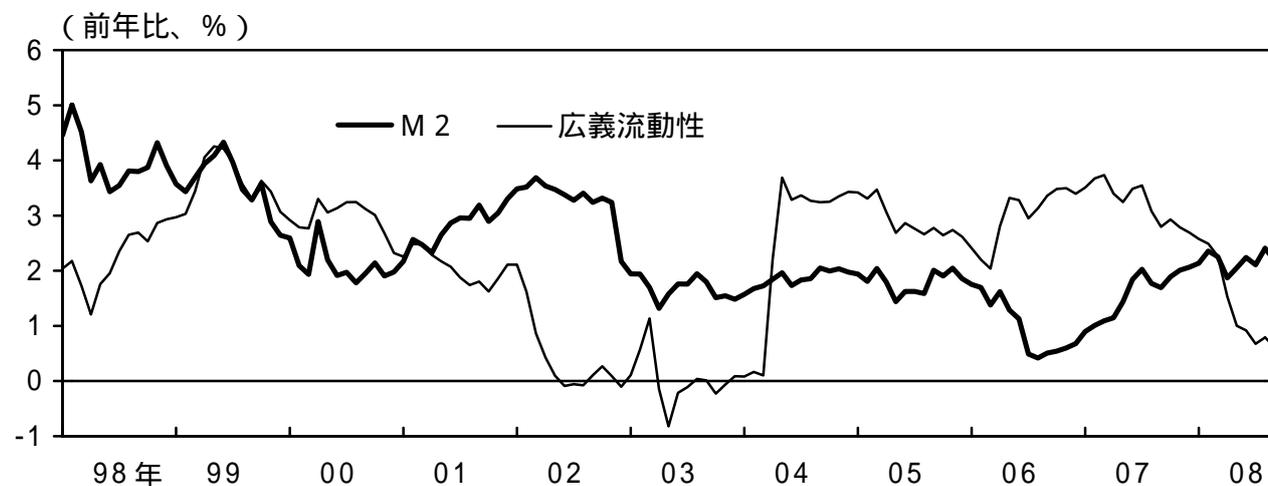


### ( 2 ) 民間銀行貸出



( 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。

### ( 3 ) マネーストック

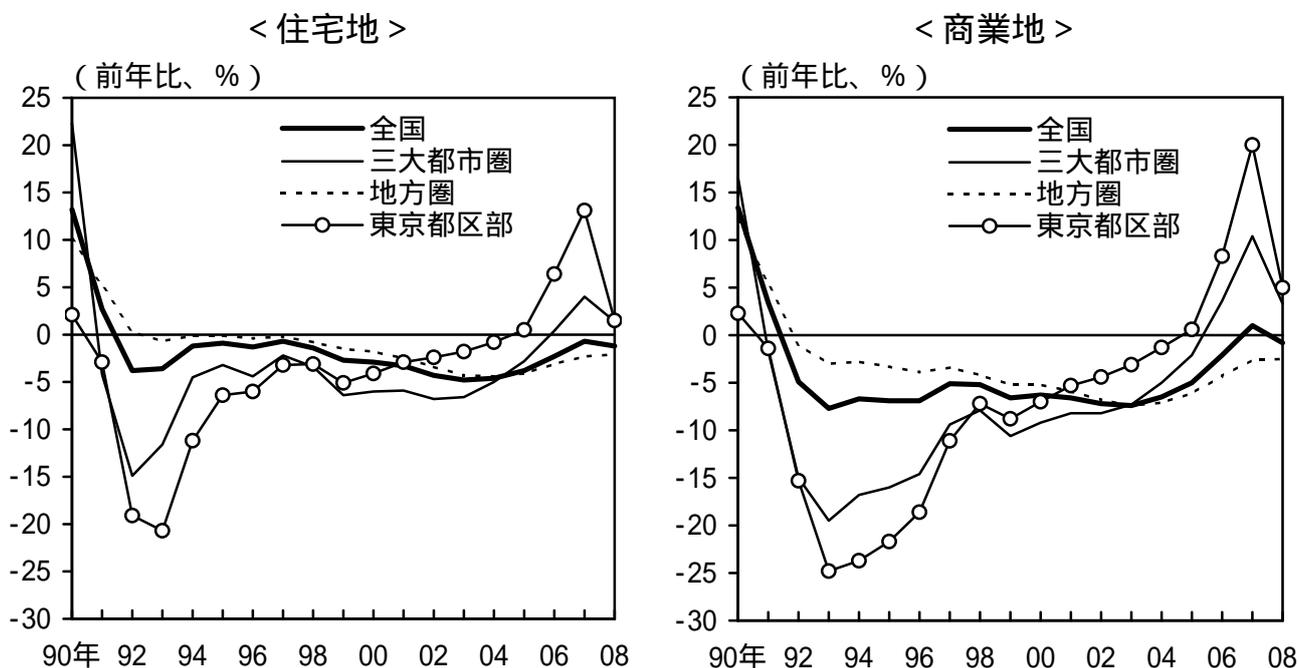


( 注 ) 2004/3月以前のM2、広義流動性は、それぞれマネーサプライ統計の「M2 + CD」、  
「広義流動性 - 債券現先・現金担保付債券貸借」を利用。

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

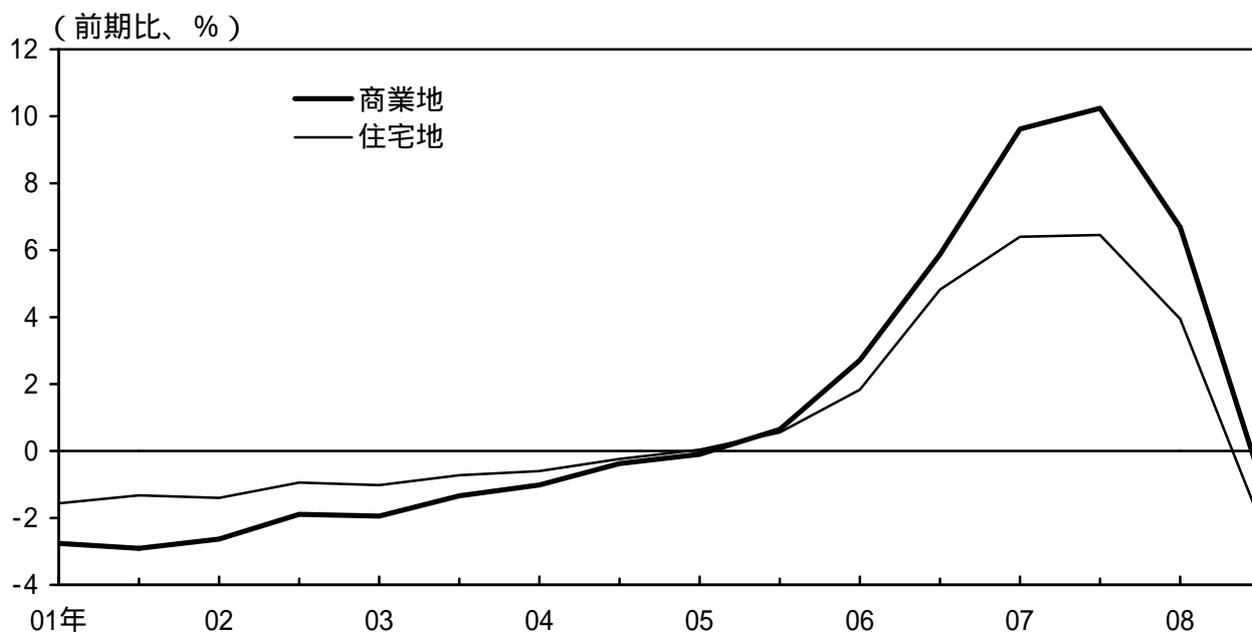
# 地 価

## ( 1 ) 都道府県地価 ( 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。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



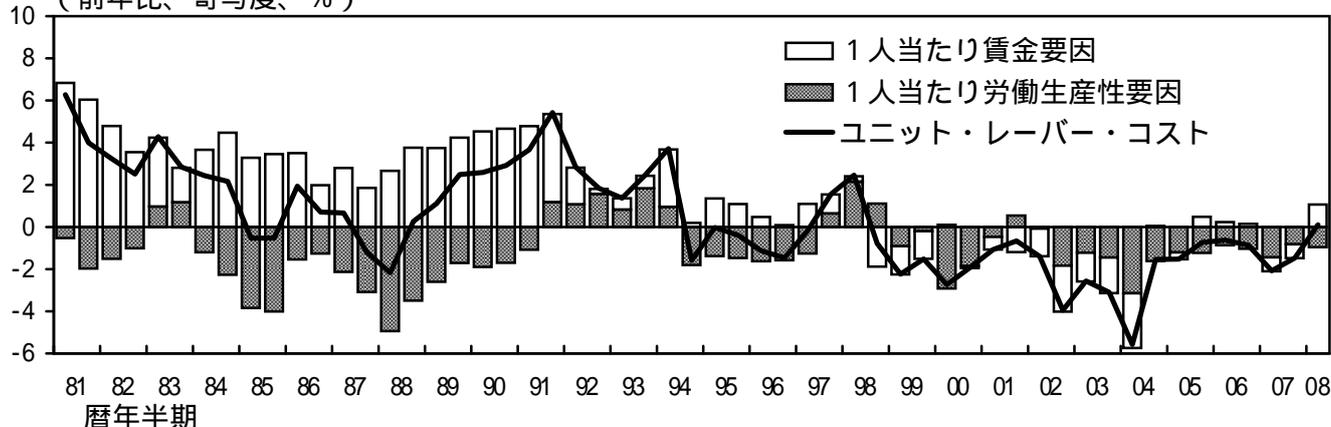
( 注 ) 地価公示および都道府県地価調査の共通地点 ( 住宅地58地点、商業地44地点 ) における半期ベースの比較。

( 資料 ) 国土交通省「地価公示」「都道府県地価調査」

## 賃金と物価

### (1) ユニット・レーバークスト

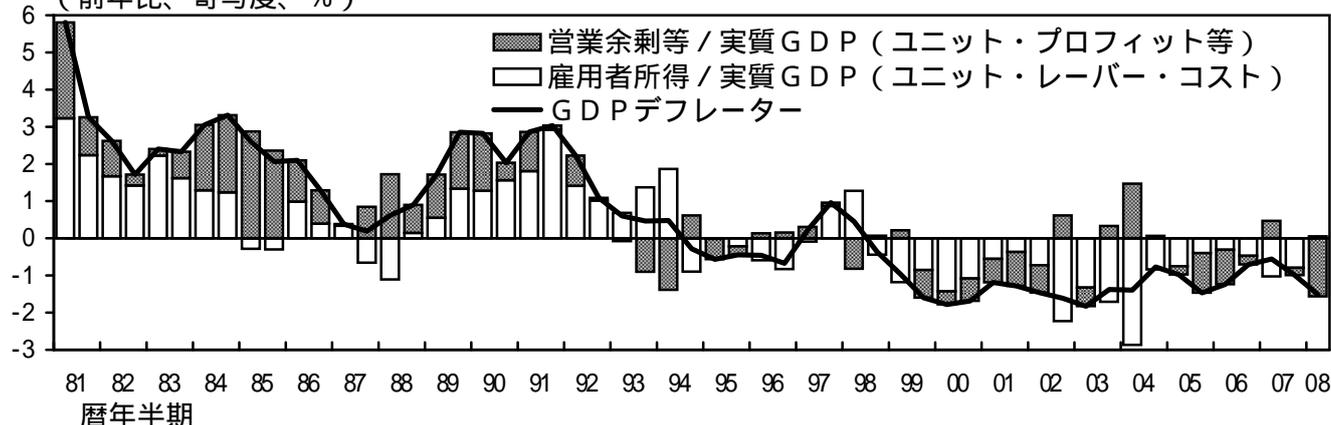
(前年比、寄与度、%)



(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

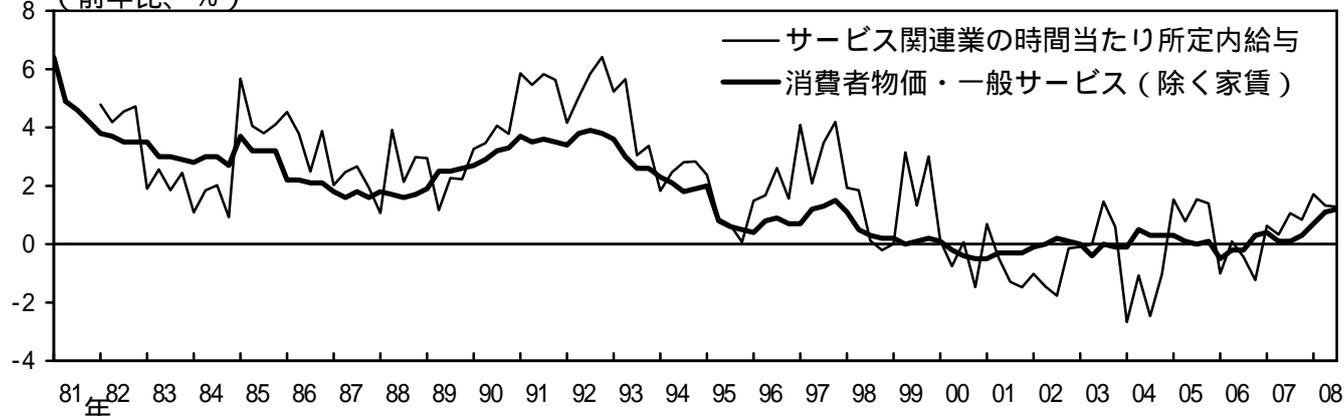
(前年比、寄与度、%)



(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、%)



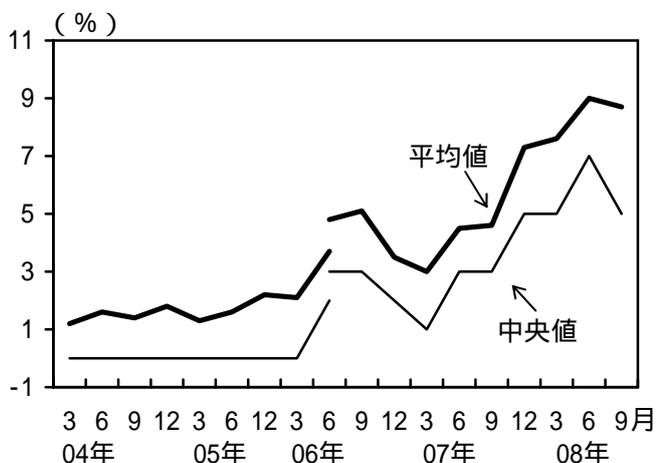
- (注) 1. 賃金は、2000年までは、旧業種区分によるサービス業に飲食店を加えたもの。2001年以降は、新業種区分によるサービス業に飲食店、宿泊業および他教育・学習支援を加えたもの。事業所規模30人以上のデータを使用。  
2. 消費者物価指数は消費税調整済み。  
3. 2008/3Qは、7~8月の前年同期比。

(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」

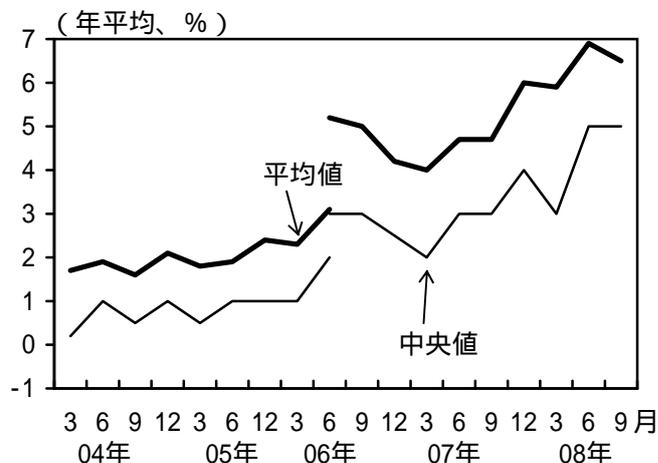
## 物価の先行きに対する見方

### ( 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

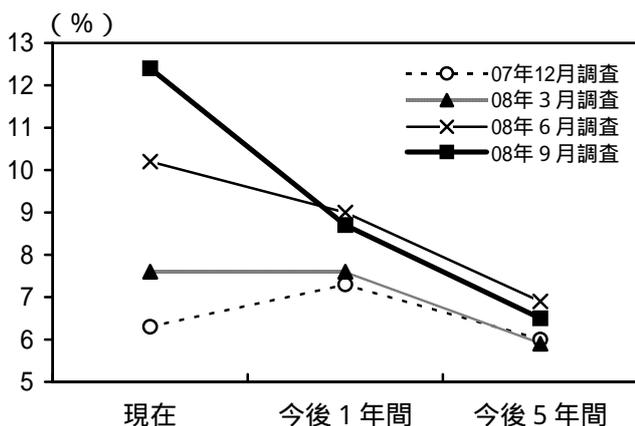


今後5年間のインフレ率

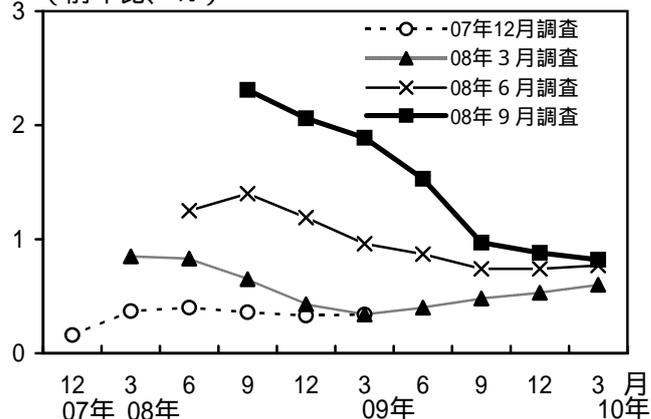


### ( 2 ) エコノミストのインフレ予想 ( ESPフォーキャスト調査 )

物価上昇率に対する認識および予想 ( 平均値 )



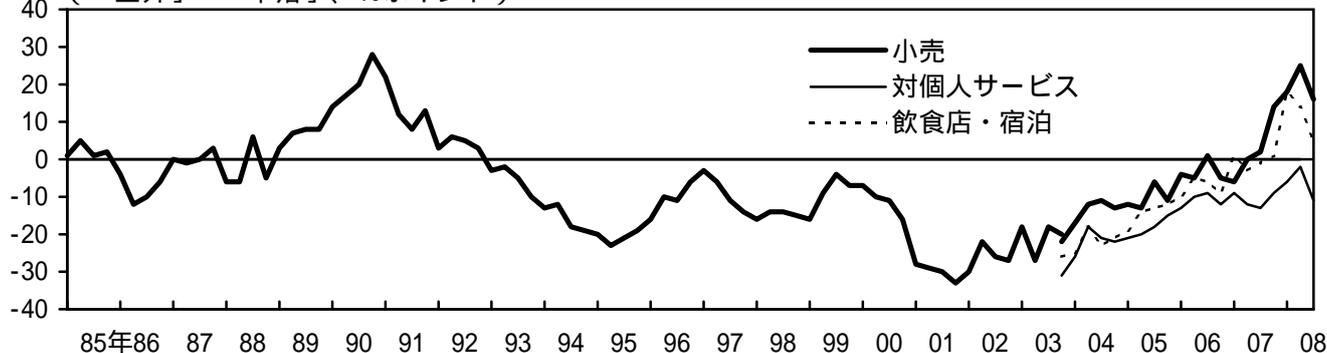
( 前年比、 % )



( 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> )

( 「上昇」 - 「下落」、%ポイント )

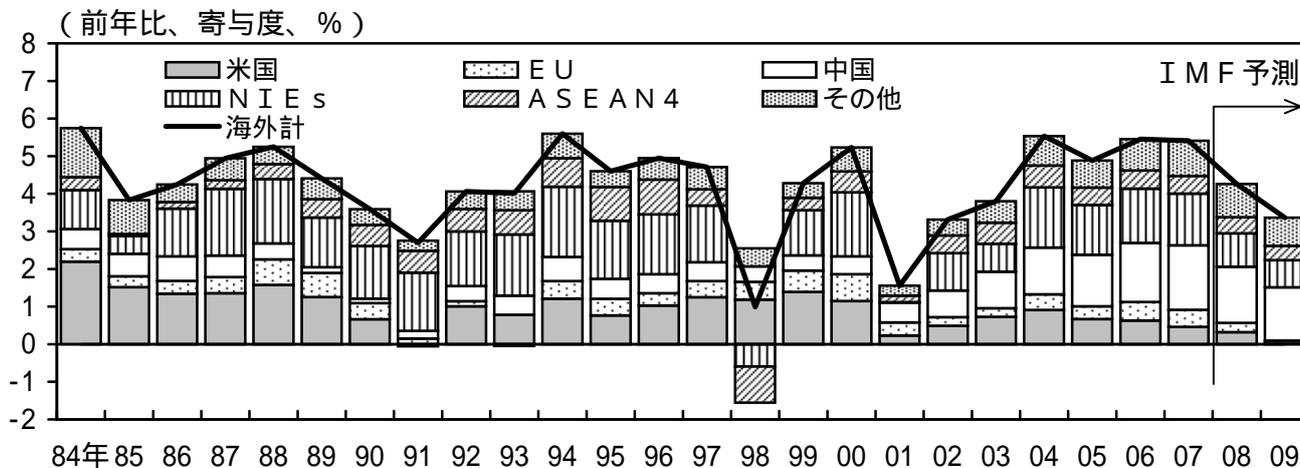


( 注 ) 1. 全規模合計。  
2. 2004年3月調査より見直しを実施。旧ベースは2003年12月調査まで、新ベースは2003年12月調査から。

( 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」

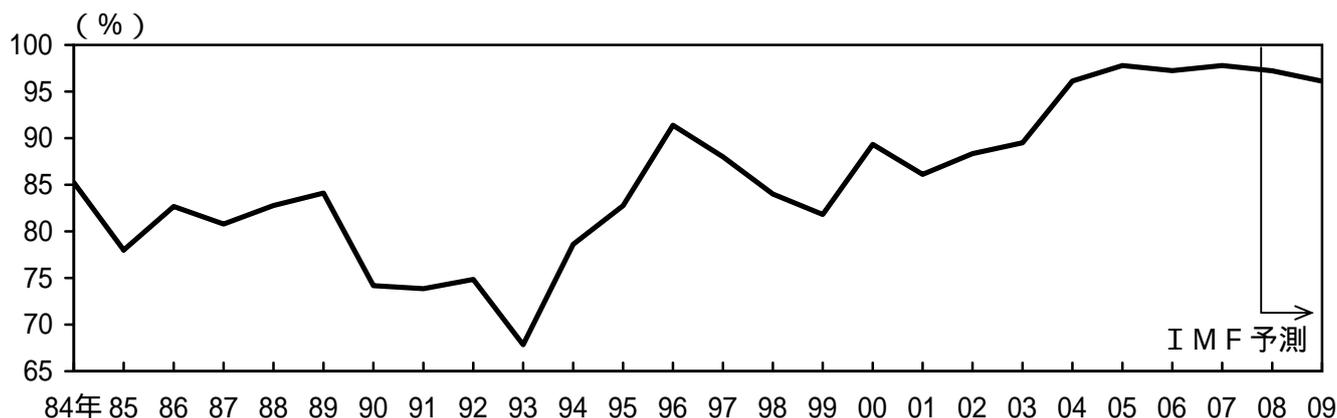
# 海外経済

## (1) わが国が直面する海外経済の成長率

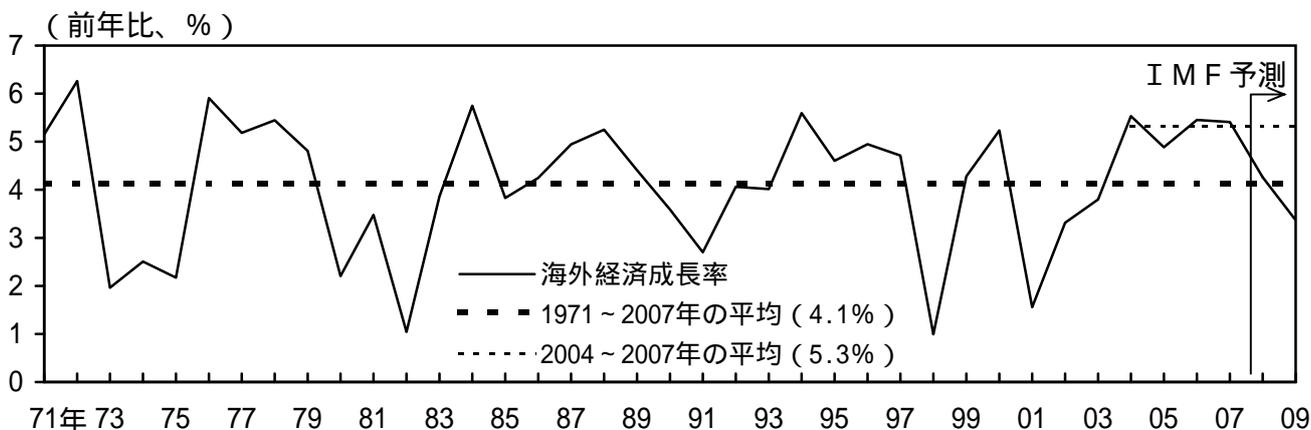


(注) 各国のGDP成長率を、わが国の通関輸出ウエイトで積み上げたもの(下の(3)も同じ)。

## (2) プラス成長国の割合



## (3) わが国が直面する海外経済の成長率(長期時系列)

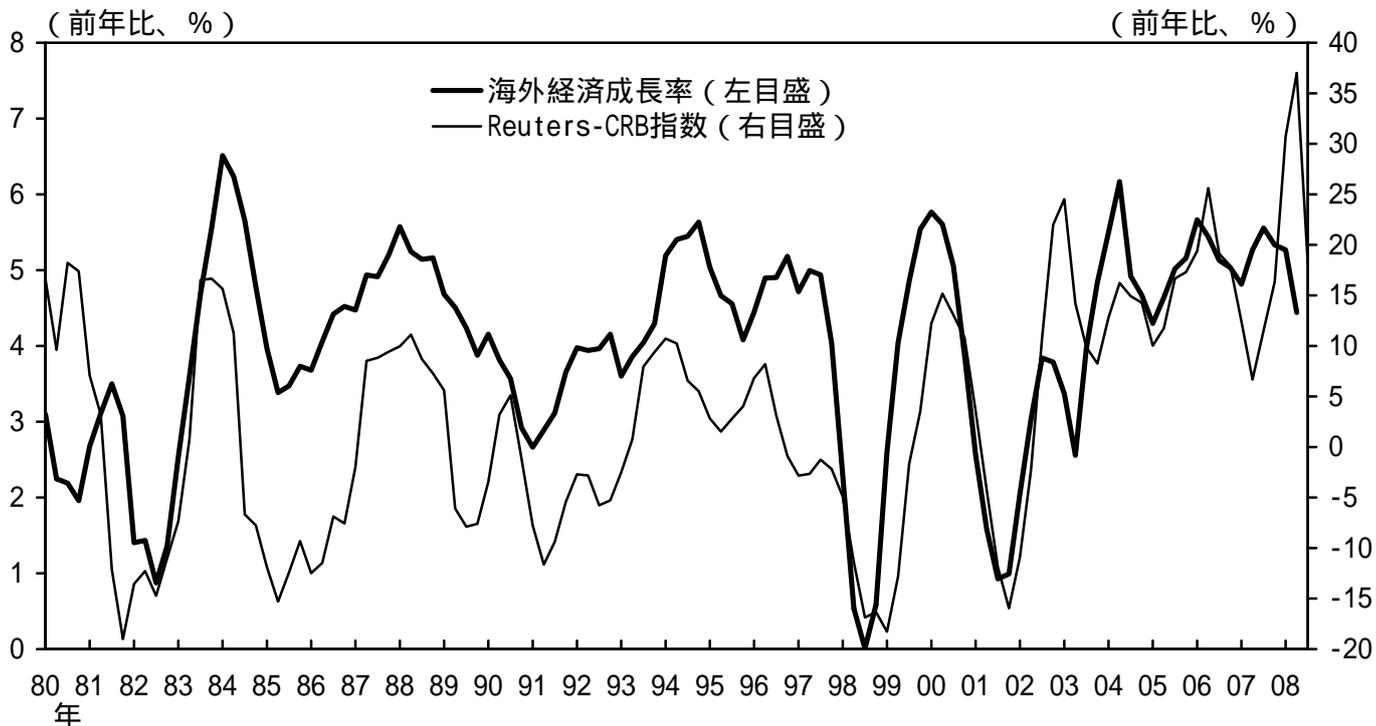


(注) 各国のGDP成長率は、1979年以前は国際連合、それ以降はIMFの計数。

(資料) IMF「World Economic Outlook」、財務省「外国貿易概況」、国際連合「National Accounts Main Aggregates」等

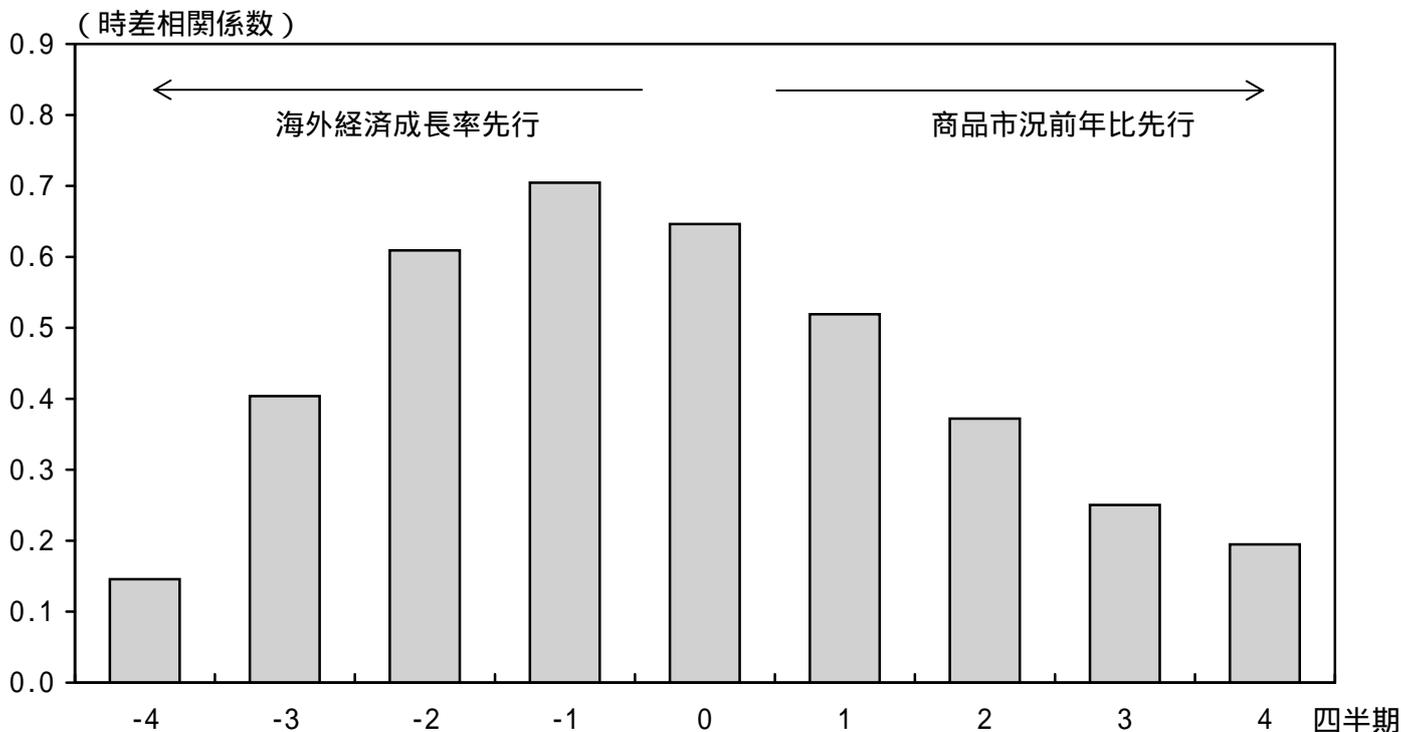
## 海外経済成長率と商品市況

### ( 1 ) 海外経済成長率と商品市況



( 注 ) 海外経済成長率は、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。

### ( 2 ) 海外経済成長率と商品市況の時差相関

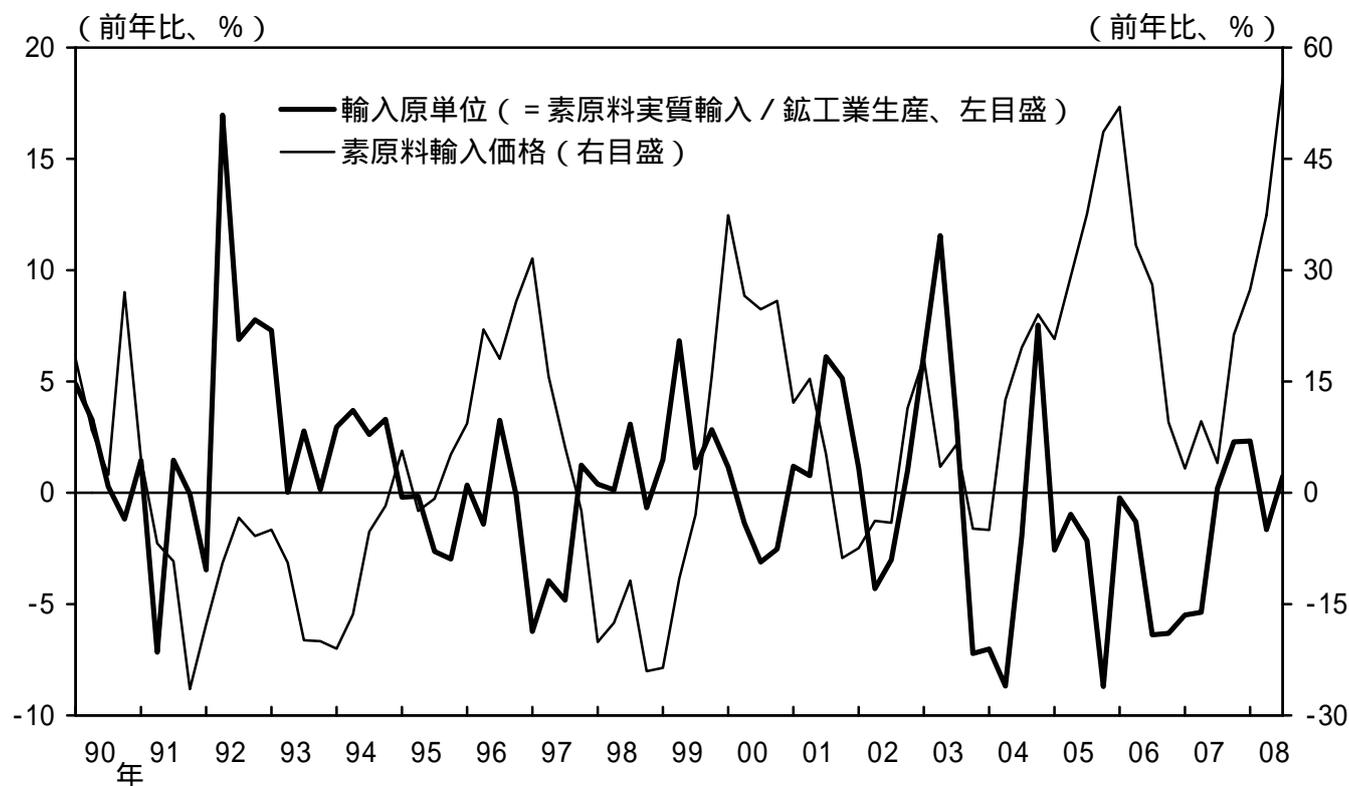


( 注 ) 期間は1990/1Q ~ 2008/2Q。

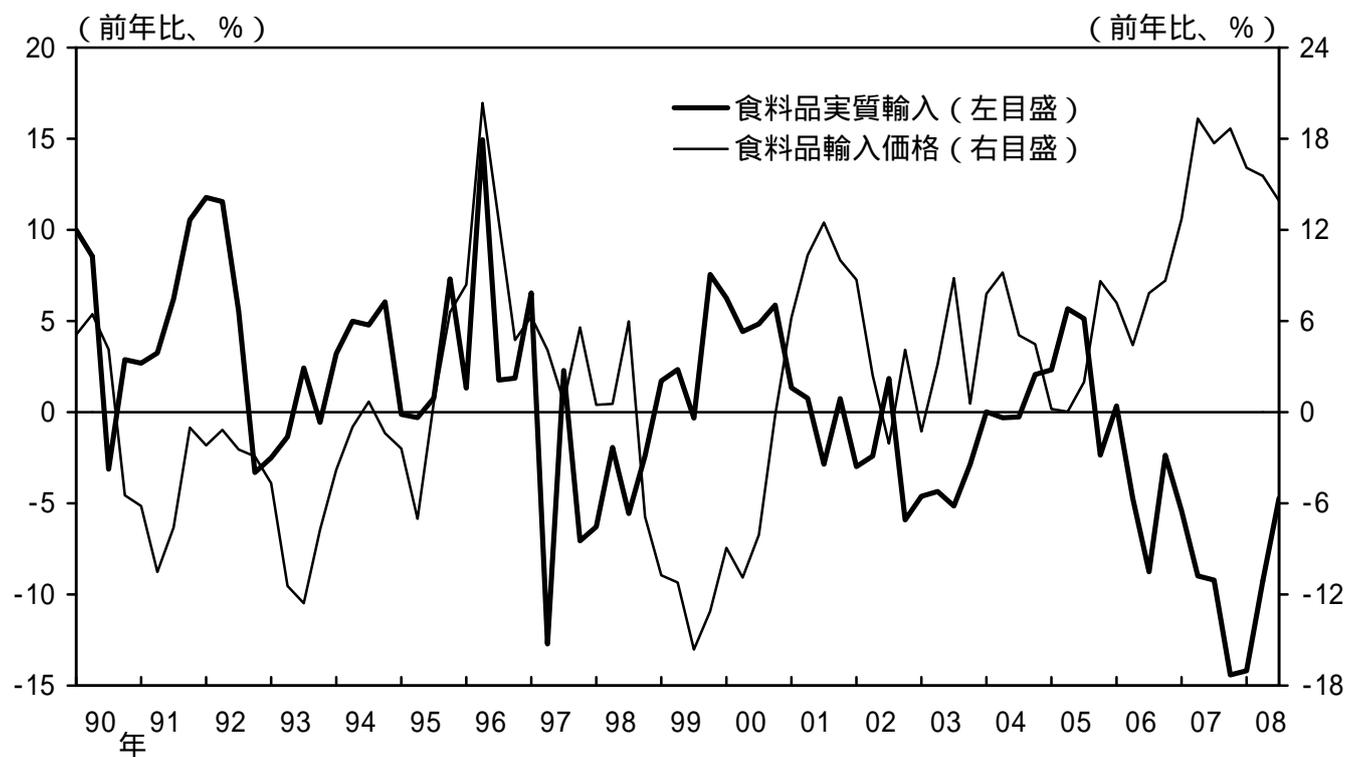
( 資料 ) IMF 「World Economic Outlook」、財務省「外国貿易概況」等

## 財別にみた実質輸入の動向

### ( 1 ) 素原料



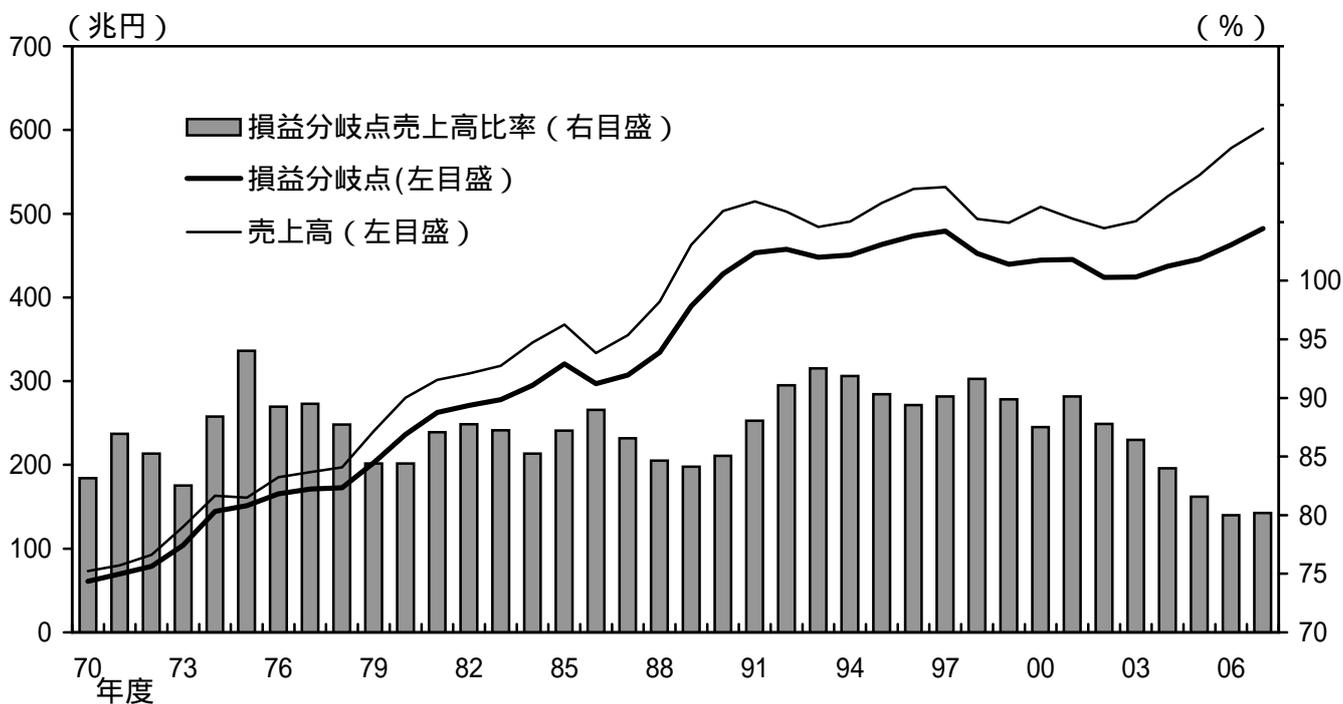
### ( 2 ) 食料品



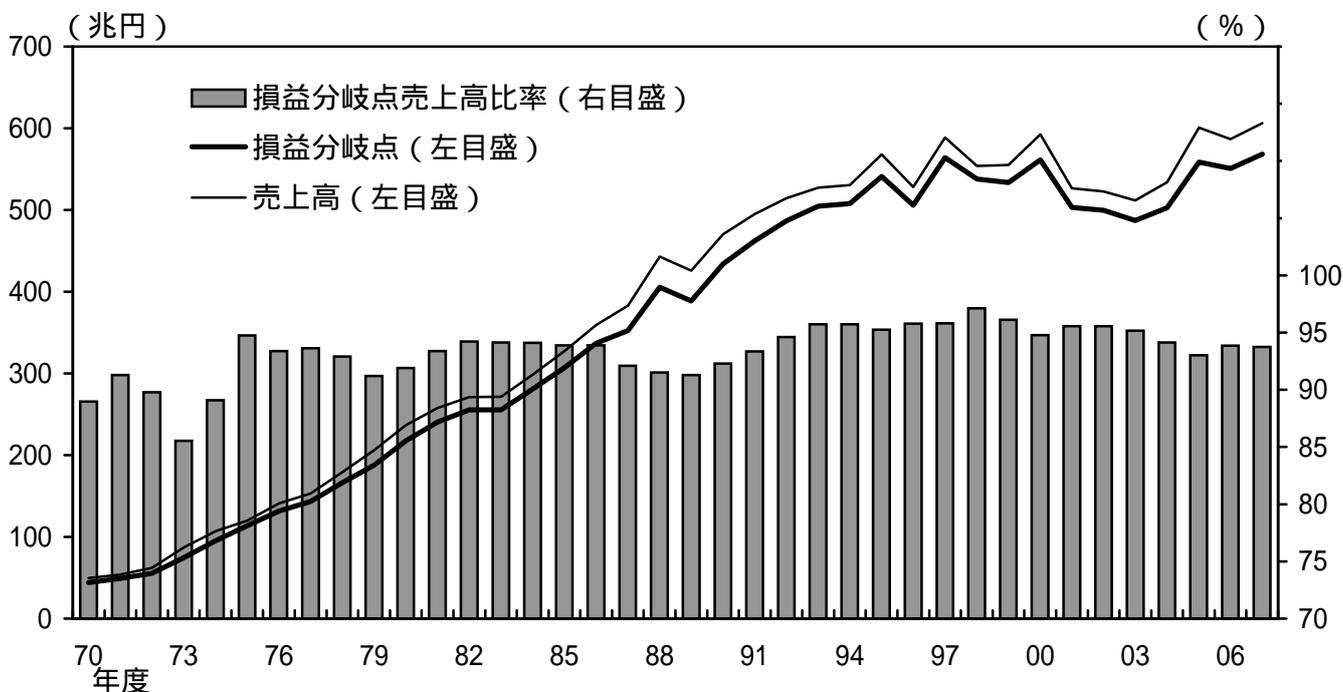
( 資料 ) 日本銀行「企業物価指数」、財務省「外国貿易概況」、経済産業省「鋳工業指数統計」

# 損益分岐点売上高比率

## (1) 大企業



## (2) 中小企業

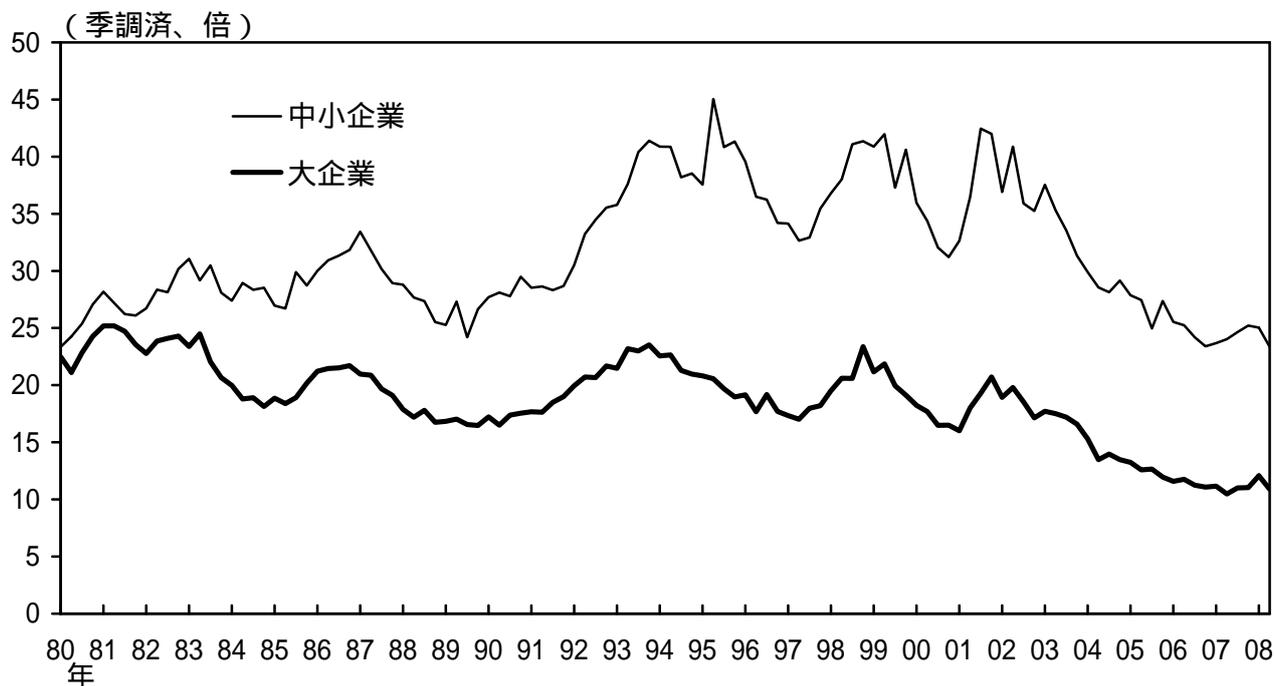


- (注) 1. 大企業は資本金10億円以上、中小企業は資本金1千万円以上1億円未満。  
大企業、中小企業ともに電気業、ガス・熱供給・水道業を除く。  
2. 損益分岐点 = 固定費 / 限界利益率  
固定費 = 人件費 + 減価償却費 + 純営業外費用 + 販管費 × 0.7  
限界利益率 = 1 - 変動費比率 = 1 - (売上高 - 固定費 - 経常利益) / 売上高

(資料) 財務省「法人企業統計年報」

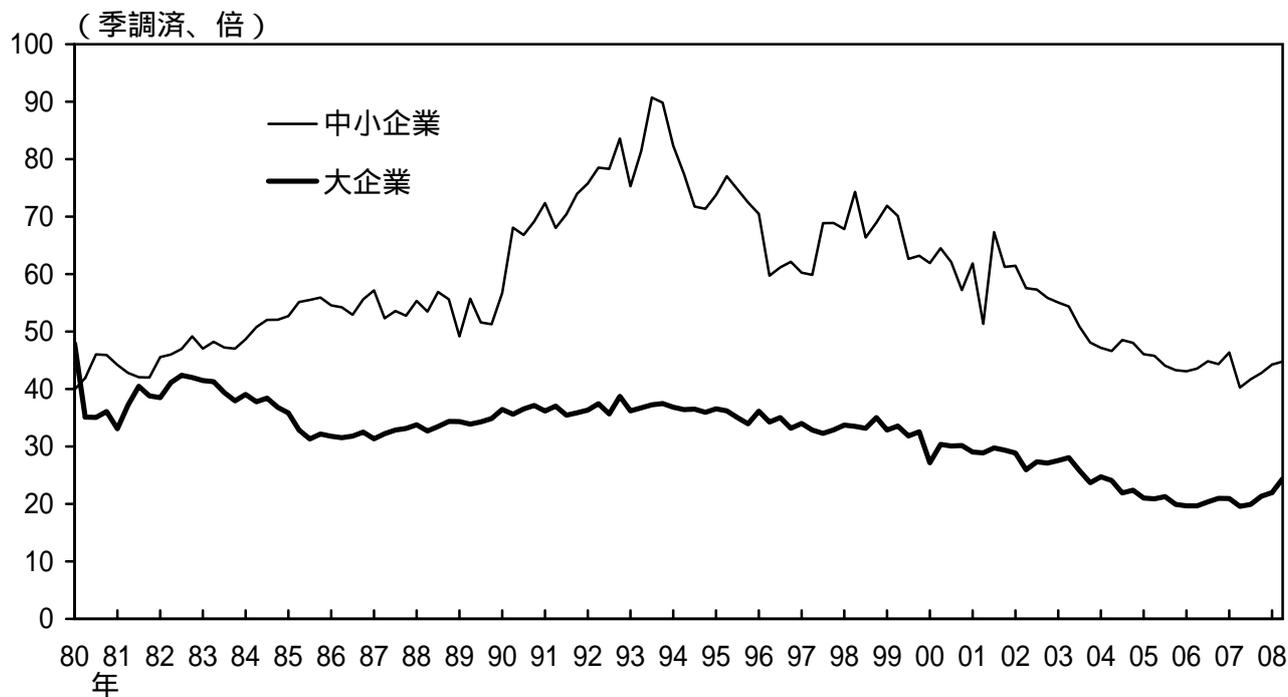
## 有利子負債の対キャッシュフロー比率

### ( 1 ) 製造業



- ( 注 ) 1. データは断層修正済み。大企業は資本金10億円以上、中小企業は資本金1千万円以上1億円未満(下の図表も同じ)。  
2. 有利子負債 = 長短期借入金 + 社債  
キャッシュフロー = 減価償却費 + 経常利益 / 2

### ( 2 ) 非製造業



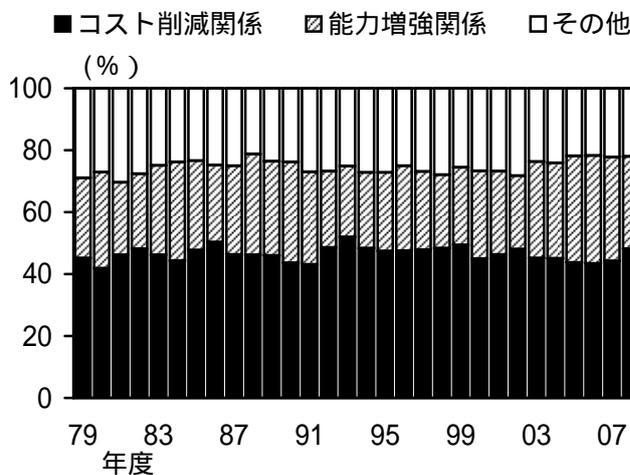
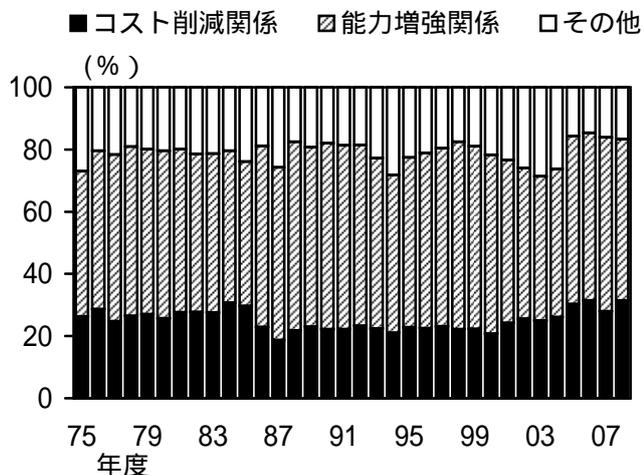
( 資料 ) 財務省「法人企業統計季報」

# 設備投資の動機別内訳

## ( 1 ) 設備投資の動機別内訳

### 大企業 ( 全産業 )

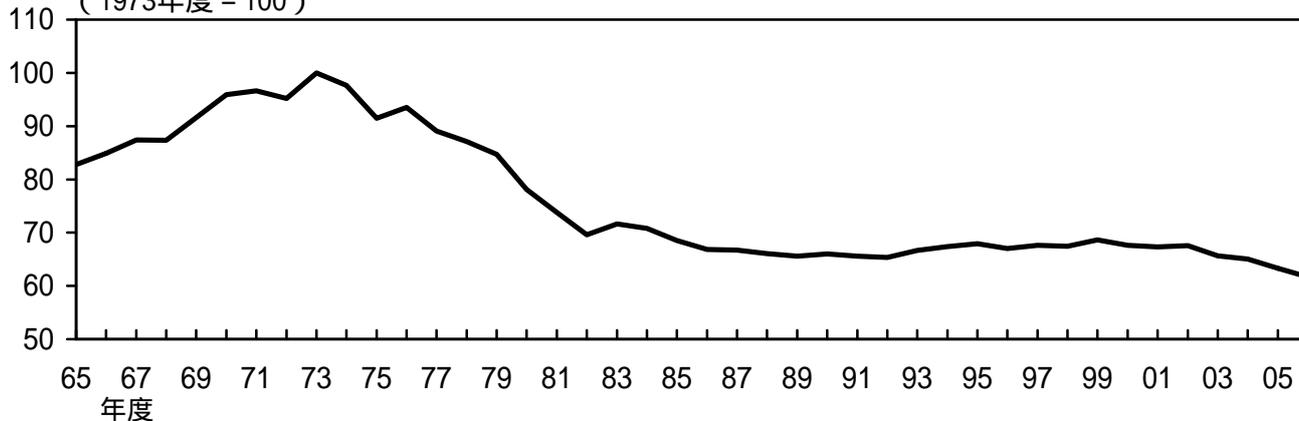
### 中小企業 ( 製造業 )



(注) 「コスト削減関係」は省力化、省エネ化、合理化、維持補修等を、「能力増強関係」は能力増強、能力拡充、製品高度化等をまとめたもの。2008年度は計画値。

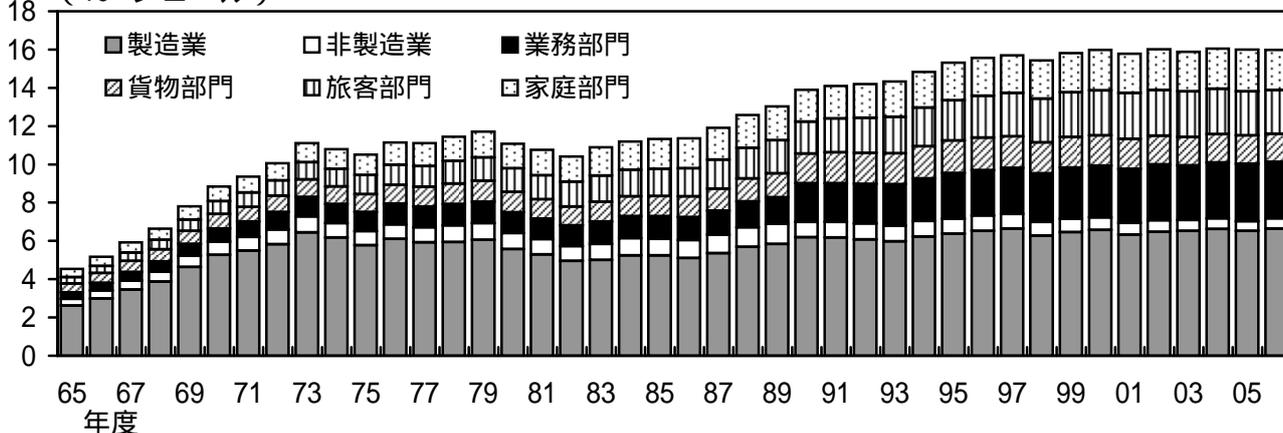
## ( 2 ) 最終エネルギー消費 / 実質 GDP

( 1973年度 = 100 )



## ( 3 ) 最終エネルギー消費の部門別内訳

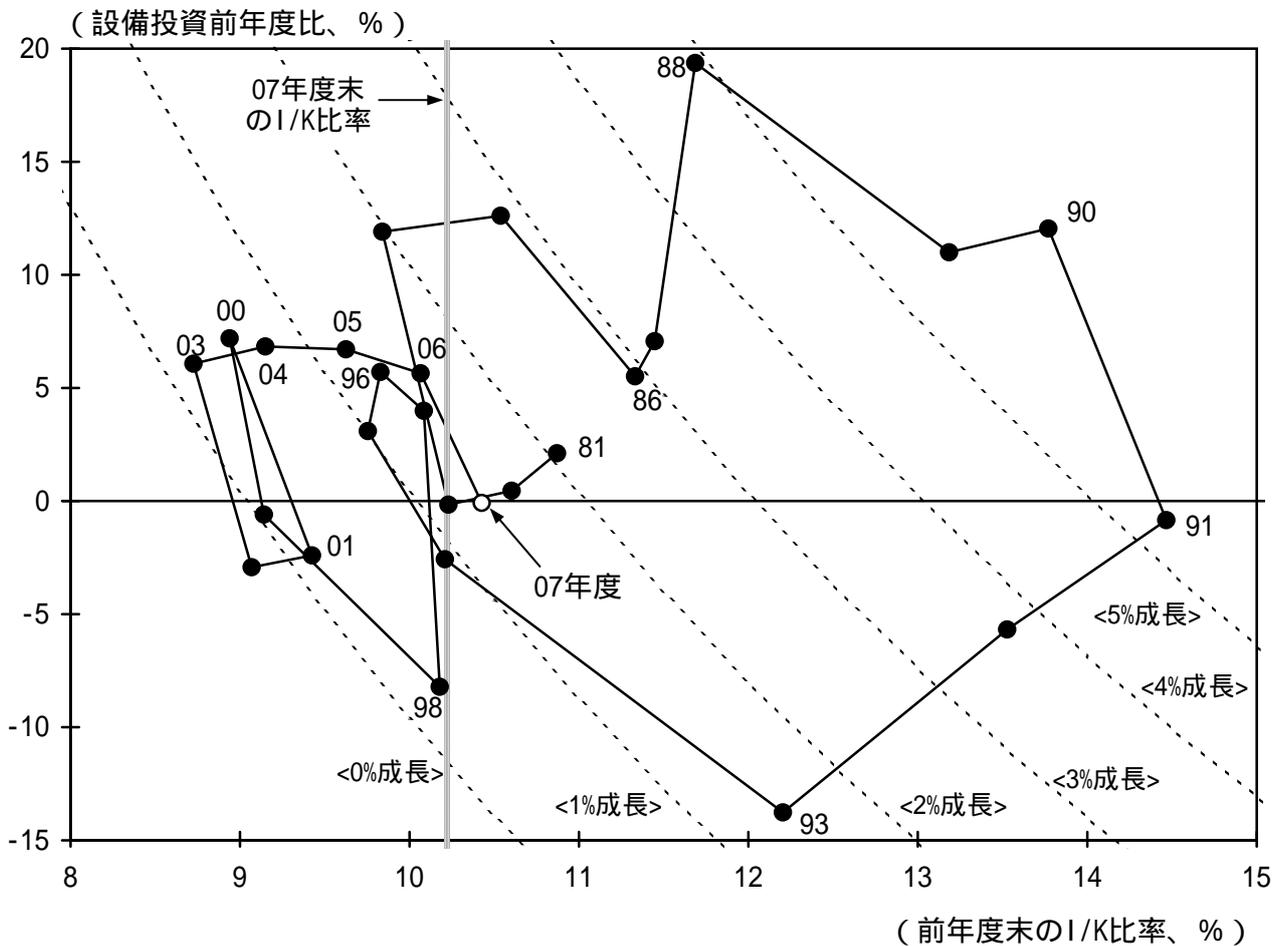
(  $10^{18}$ ジュール )



(注) 非製造業は農林水産業、建設業、鉱業。業務部門は卸小売業、飲食・宿泊業、サービス業等。

(資料) 日本政策投資銀行「設備投資計画調査」、日本政策金融公庫「中小製造業設備投資動向調査」、資源エネルギー庁「総合エネルギー統計」、「エネルギー白書」、内閣府「国民経済計算」

# 資本ストック循環



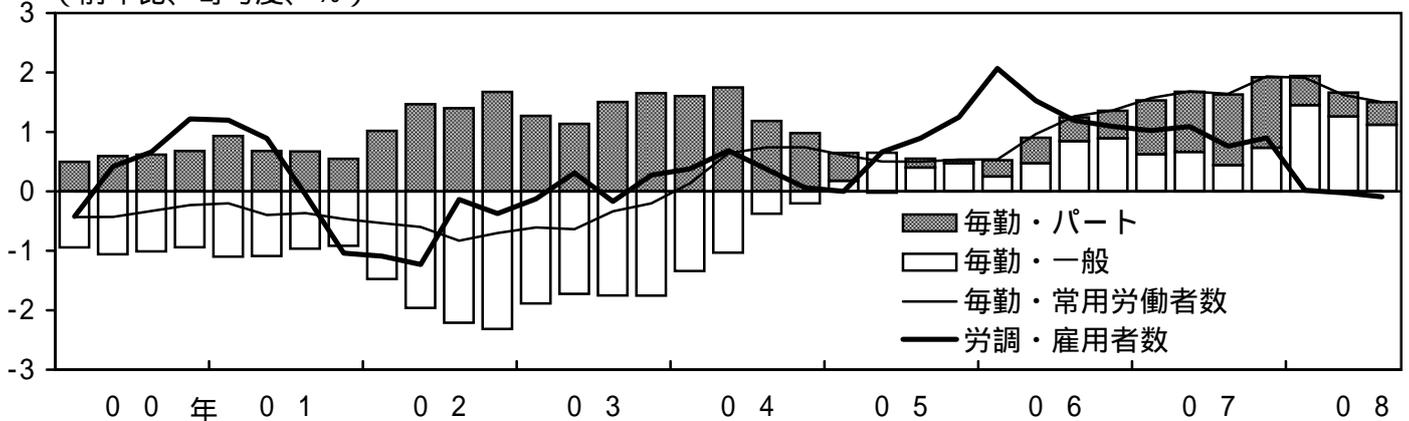
- 資本ストック循環図は、設備投資・資本ストック比率（I/K比率）と設備投資前年度比の関係をプロットしたものである。
- 両変数の間には、下記の関係があることから、期待成長率ごとに双曲線を描くことができる。  
$$\underbrace{(\text{設備投資前年度比})}_{\text{縦軸}} \times \underbrace{(\text{前年度末のI/K比率})}_{\text{横軸}} = \text{期待成長率} + \text{資本係数のトレンド} + \text{減耗率}$$
- このようにしてプロットされた点と、その時々に見込まれる期待成長率に対応する双曲線との関係を見ることで、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2008年版」

## 雇用・所得環境

### ( 1 ) 労働力調査・雇用者数と毎月勤労統計・常用労働者数

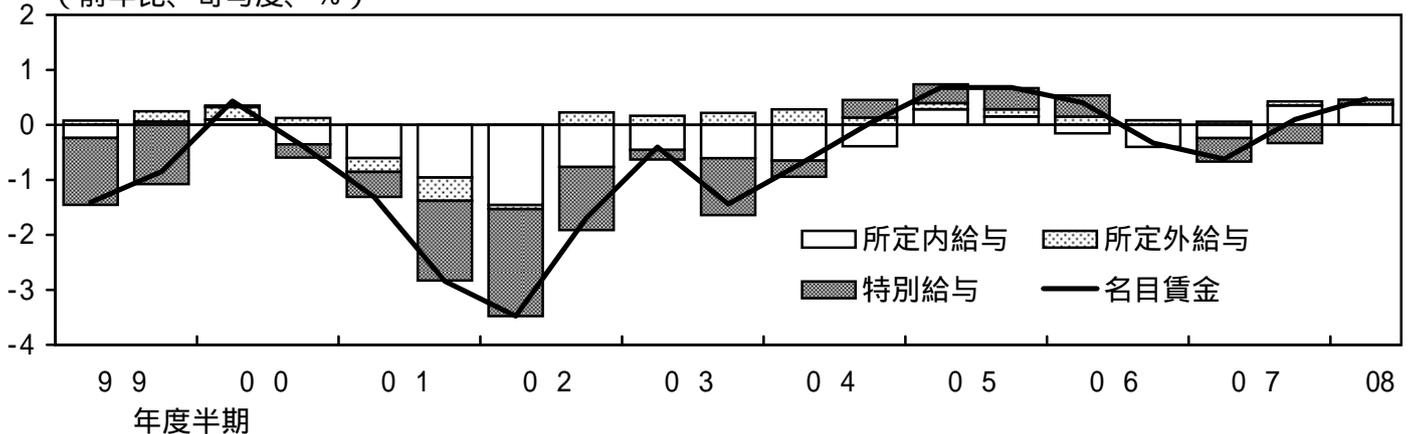
( 前年比、寄与度、% )



( 注 ) 1. 毎月勤労統計の計数は、事業所規模 5 人以上 ( 下の図表も同じ ) 。  
2. 2008/3Qは、7~8月の前年同期比。

### ( 2 ) 名目賃金

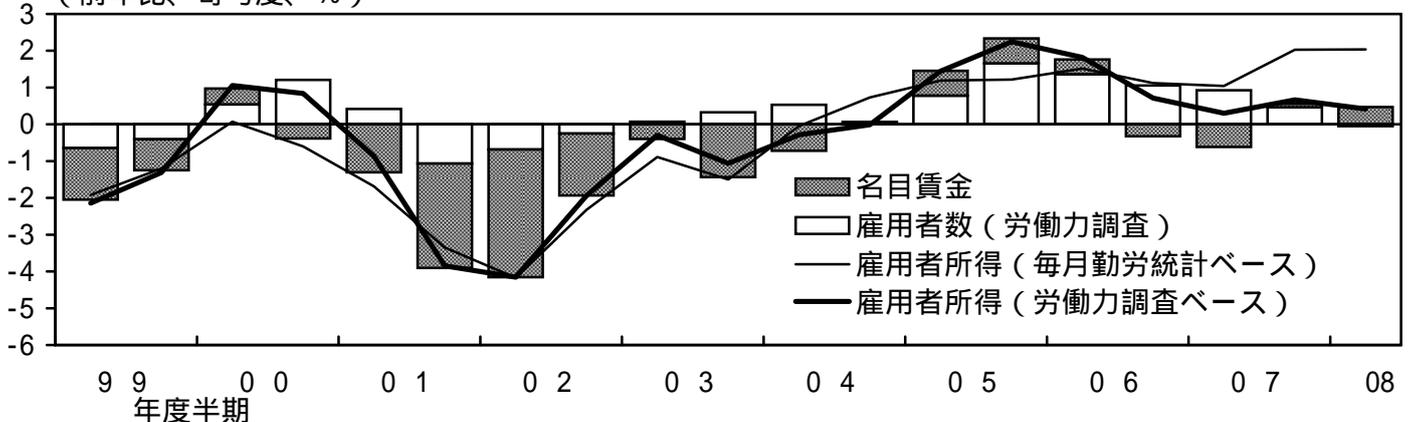
( 前年比、寄与度、% )



( 注 ) 2008年度上半期は、2008/4~8月の前年同期比 ( 下の ( 3 ) も同じ ) 。

### ( 3 ) 雇用者所得

( 前年比、寄与度、% )

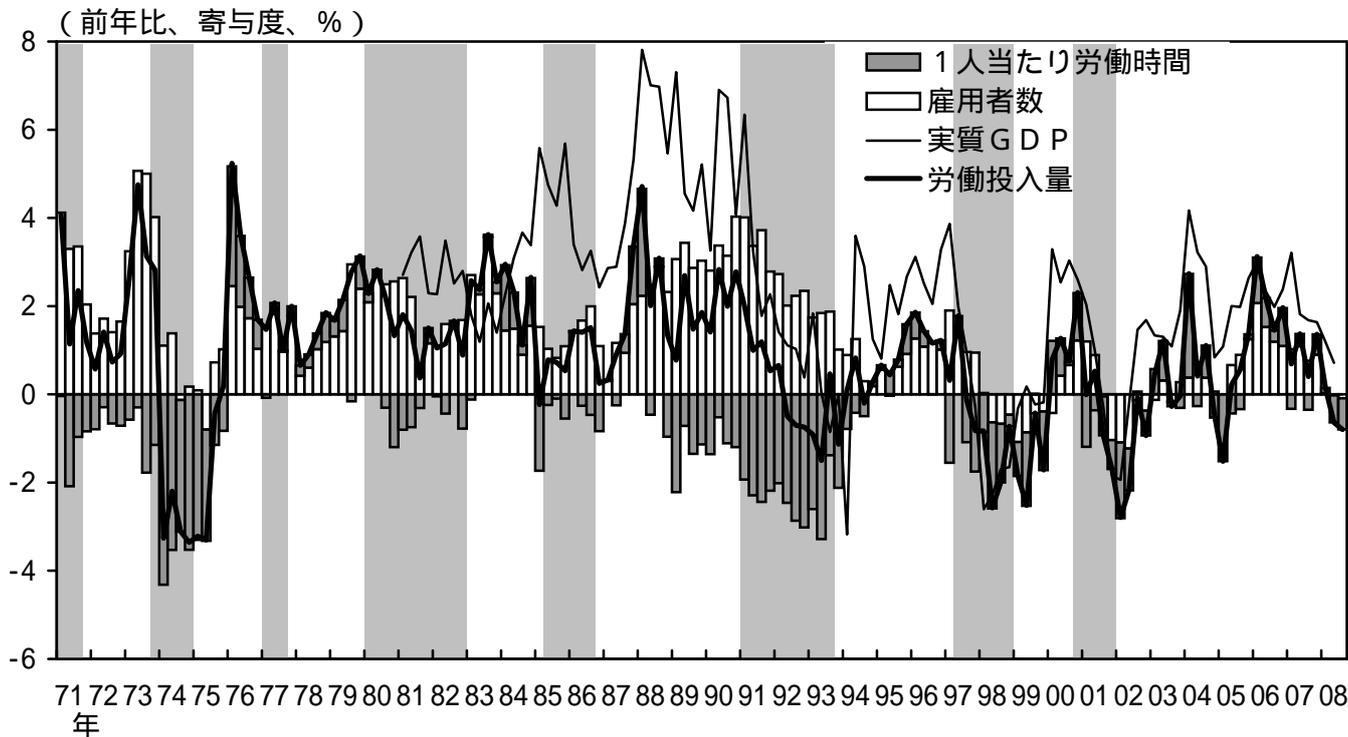


( 注 ) 1. 雇用者所得 ( 毎月勤労統計ベース ) は、常用労働者数 ( 毎月勤労統計 ) × 名目賃金 ( 毎月勤労統計 ) で算出。  
2. 雇用者所得 ( 労働力調査ベース ) は、雇用者数 ( 労働力調査 ) × 名目賃金 ( 毎月勤労統計 ) で算出。

( 資料 ) 総務省「労働力調査」、厚生労働省「毎月勤労統計」

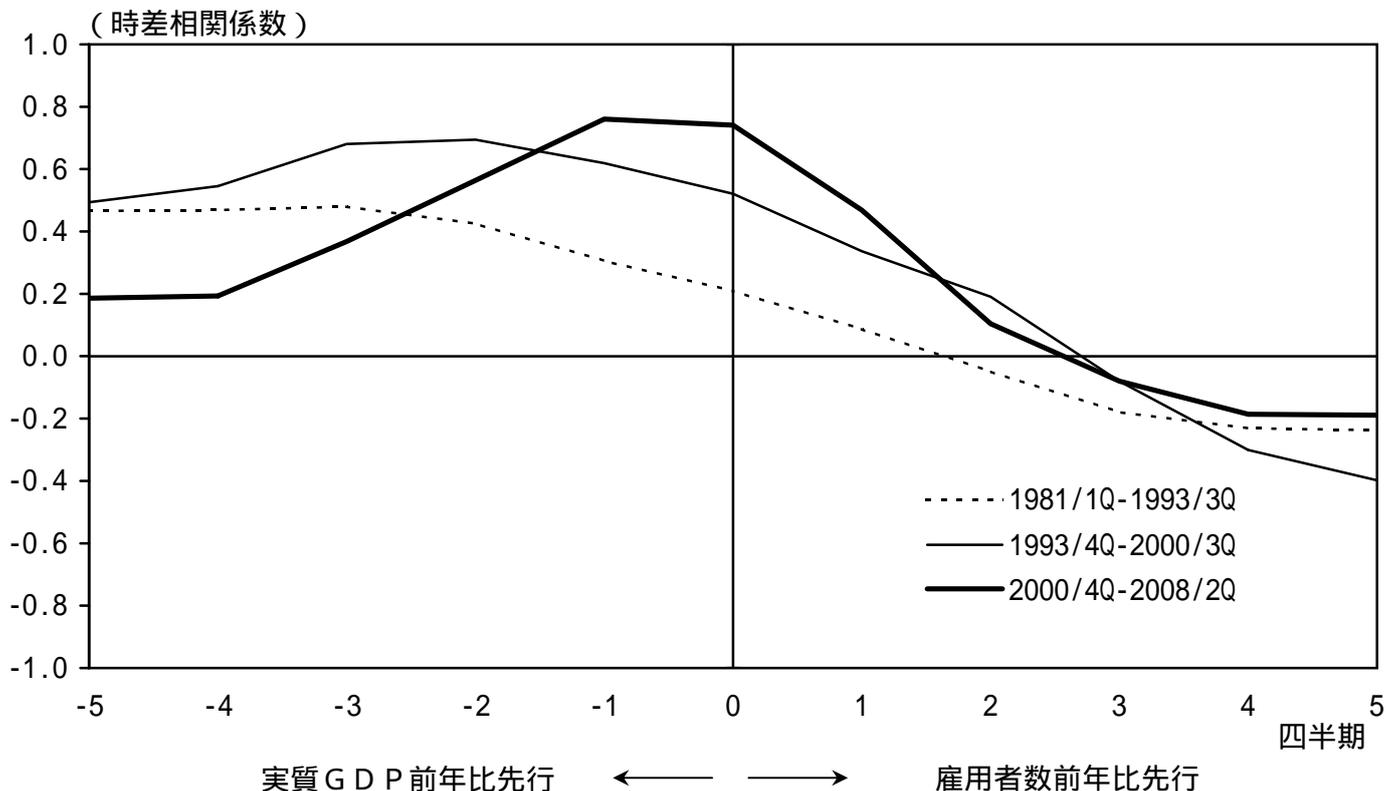
# 労働投入量

## ( 1 ) 労働投入量と実質 GDP



- ( 注 ) 1. シャドー部分は景気後退局面。
- 2. 2008/3Qは、7～8月の前年同期比。
- 3. 1人あたり労働時間は事業所規模30人以上ベース。

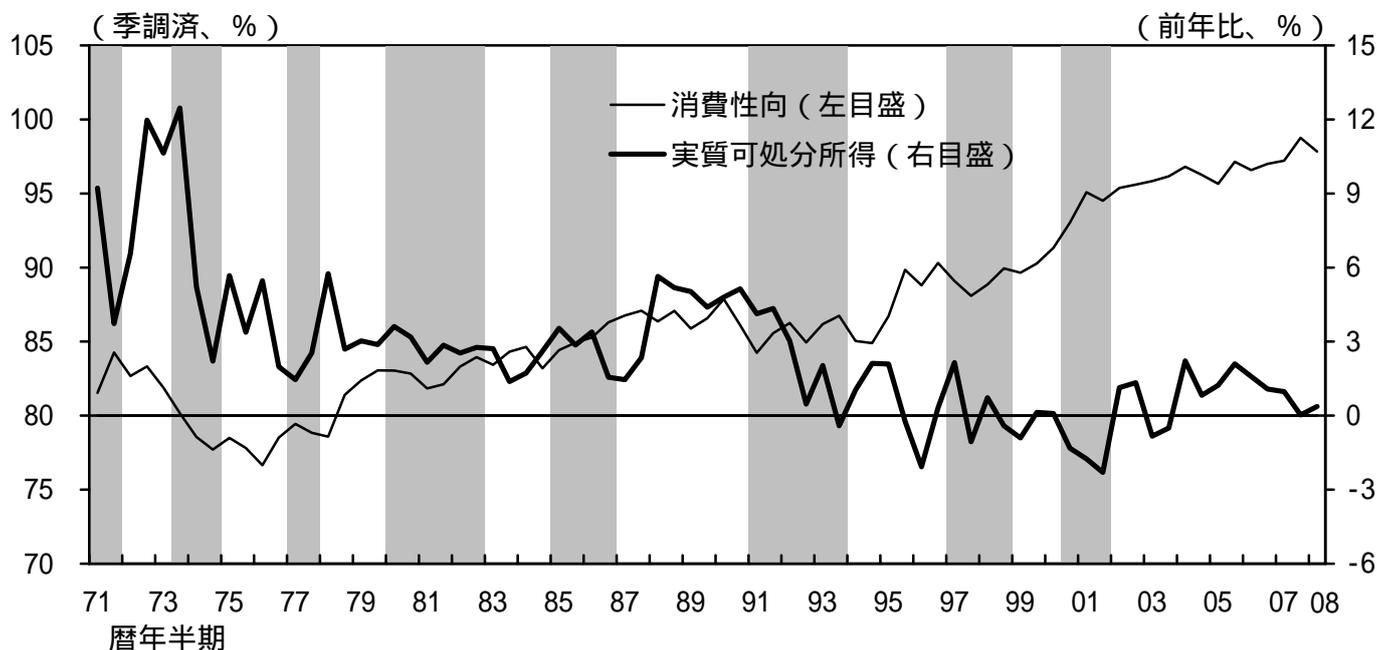
## ( 2 ) 雇用者数と実質 GDP の時差相関



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

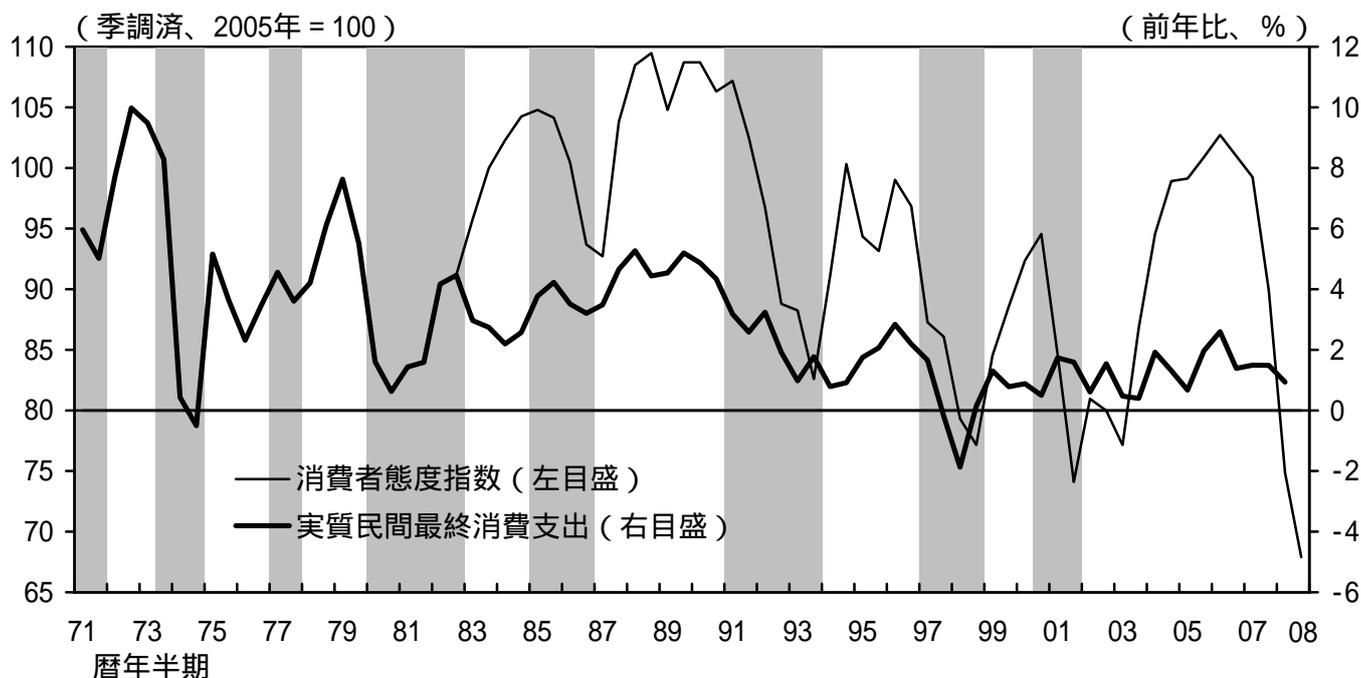
## 個人消費と消費者マインド

### ( 1 ) 消費性向と実質可処分所得



- ( 注 ) 1. シャドー部分は景気後退局面 ( 下の ( 2 ) も同じ ) 。  
2. 実質可処分所得は民間最終消費支出デフレーターで実質化。  
3. 2007年度以降の可処分所得は、日本経済新聞社がとりまとめた2008年3月期配当金総額見込み、財務省「租税及び印紙収入、収入額調」、総務省「地方税収入見込額」等を用いて試算。  
4. 消費性向はSNAベース。

### ( 2 ) 消費者態度指数と実質民間最終消費支出

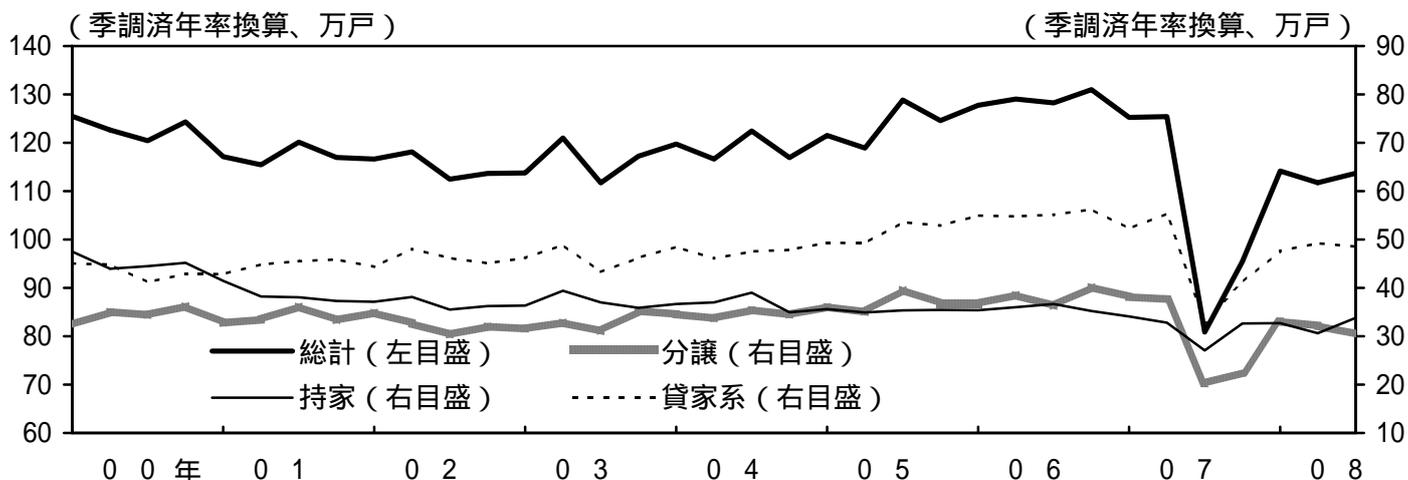


( 注 ) 消費者態度指数の2008年下期は3Qの値。

( 資料 ) 内閣府「国民経済計算」、「消費動向調査」、財務省「租税及び印紙収入、収入額調」、日本銀行「資金循環統計」、総務省「地方税収入見込額」、日本経済新聞

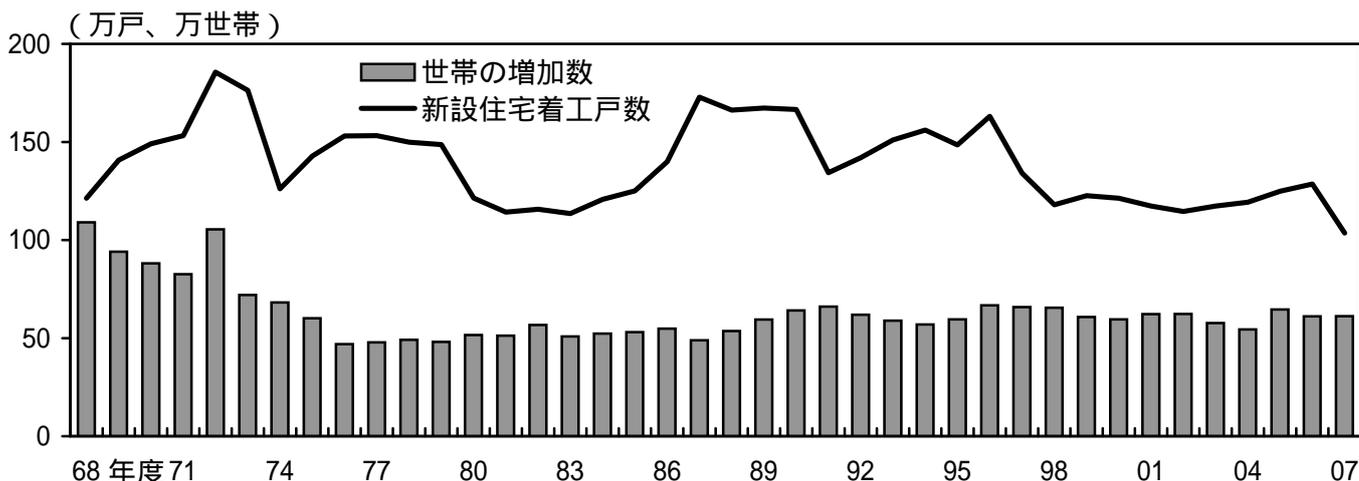
# 住宅投資

## ( 1 ) 新設住宅着工戸数

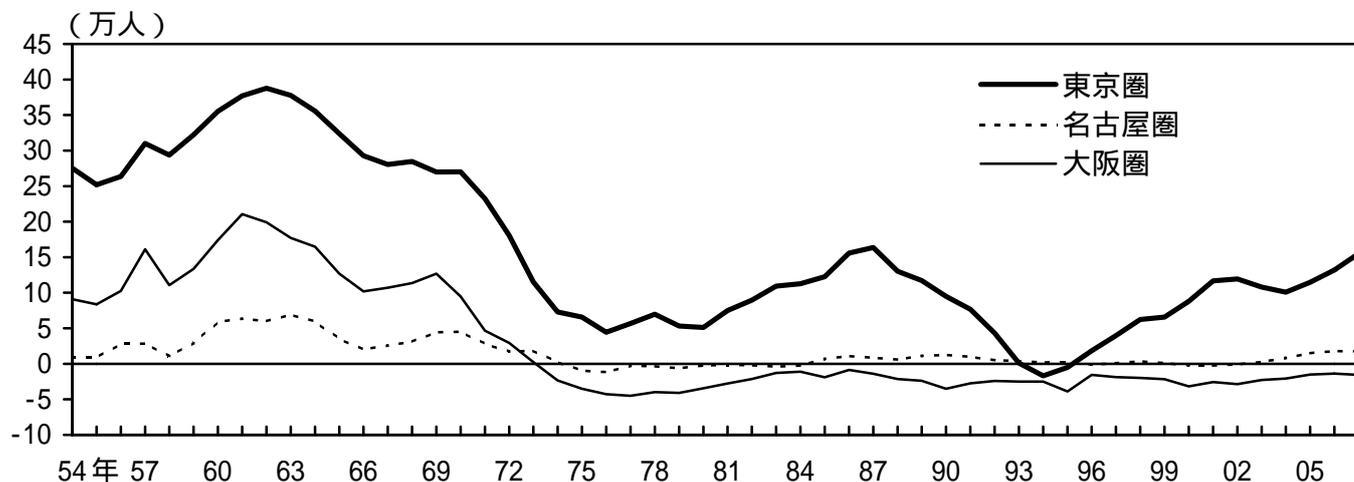


( 注 ) 2008/3Qは、7~8月の値。

## ( 2 ) 新設住宅着工戸数と世帯の増加数



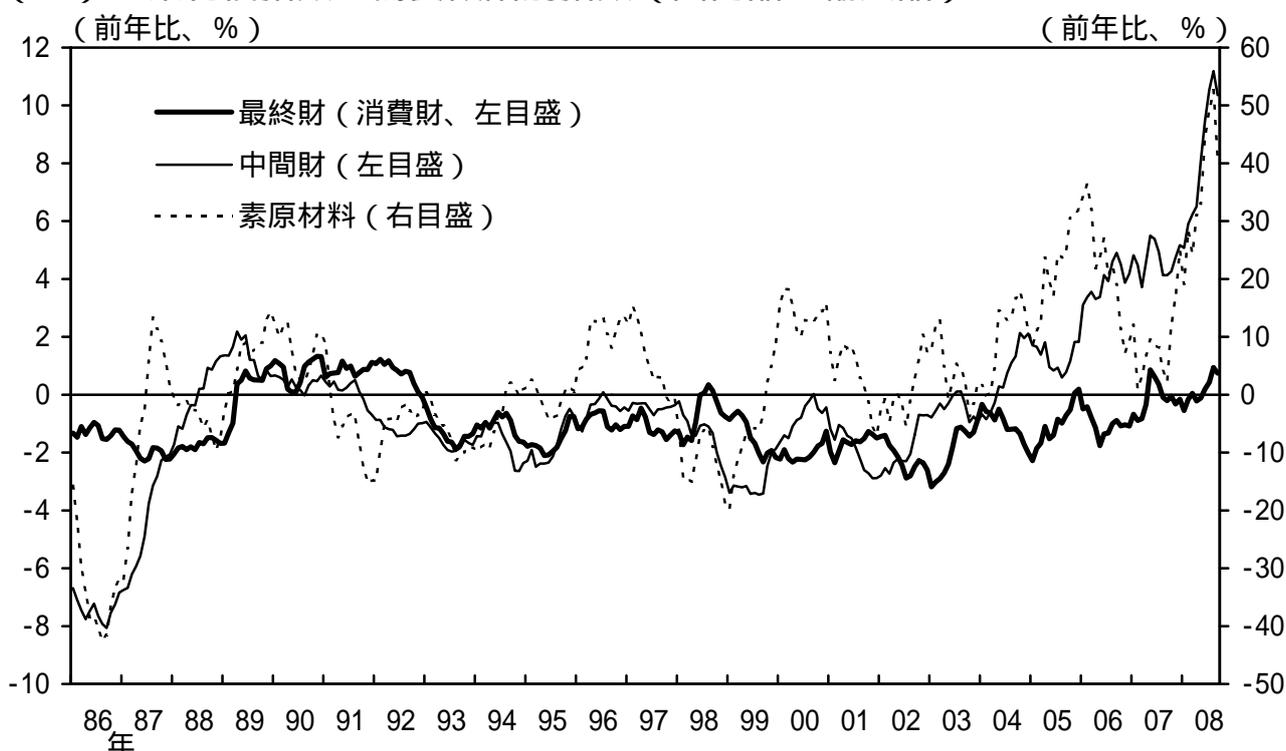
## ( 3 ) 三大都市圏の転入超過数



( 資料 ) 国土交通省「建築着工統計」、  
総務省「住民基本台帳に基づく人口・人口動態及び世帯数」、「住民基本台帳人口移動報告」

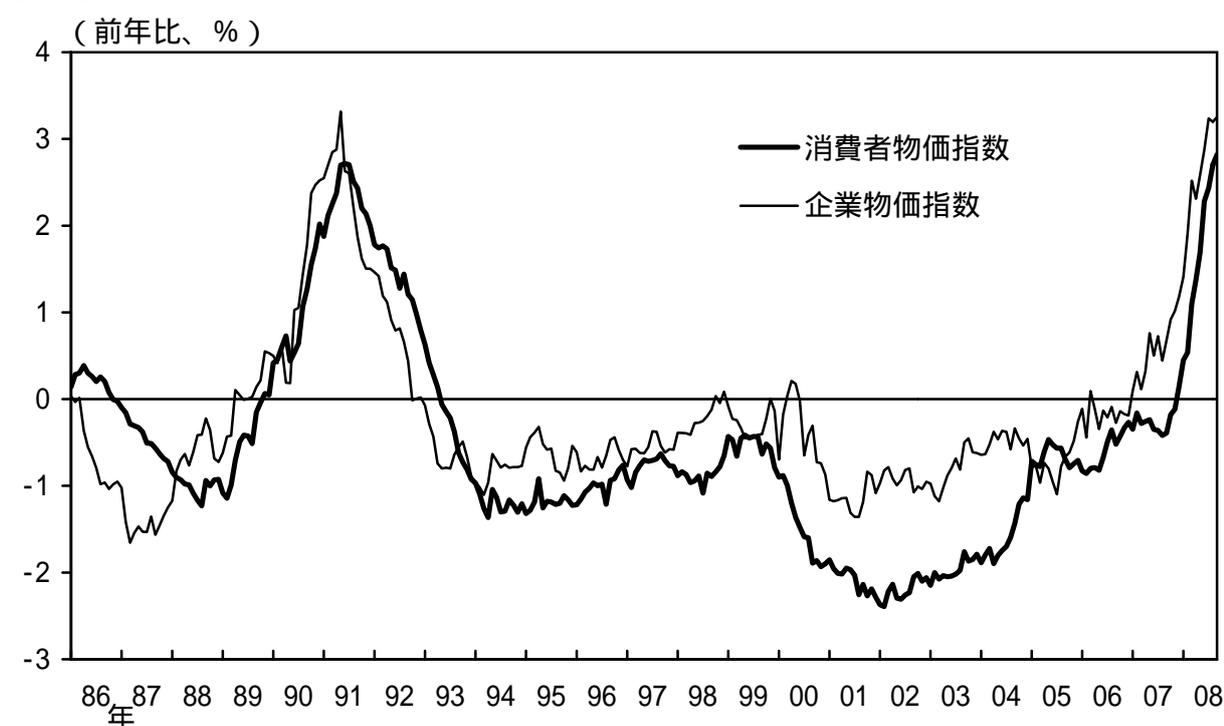
## 需要段階別にみた物価の動向

### ( 1 ) 企業物価指数・需要段階別指数 ( 国内品と輸入品 )



- ( 注 ) 1. 消費税調整済み。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。  
3. 中間財・最終財は、石油・石炭製品を除く。

### ( 2 ) 企業物価指数と消費者物価指数の共通品目

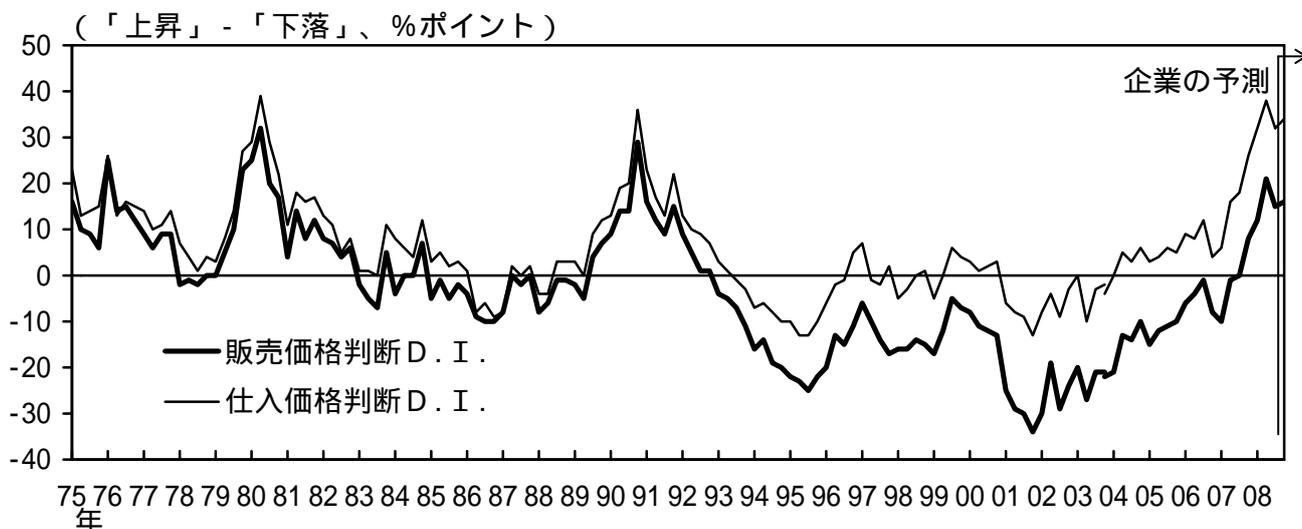


- ( 注 ) 企業物価指数と消費者物価指数の接続指数 ( 2005年 = 100 ) から共通する品目を抜粋し、それぞれを消費者物価指数のウエイト ( 2005年基準 ) で加重平均したもの。但し、廃止品目、2000年基準以降の新規採用品目、農水畜産物、石油・石炭製品、たばこを除く。

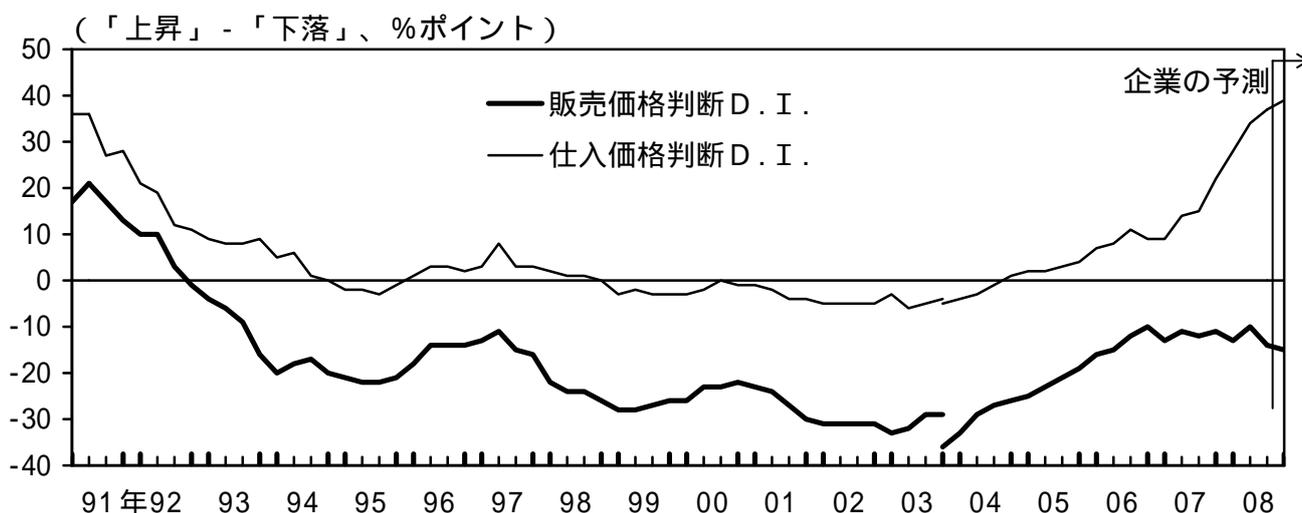
( 資料 ) 総務省「消費者物価指数」、日本銀行「企業物価指数」「卸売物価指数」

## 販売価格と仕入価格

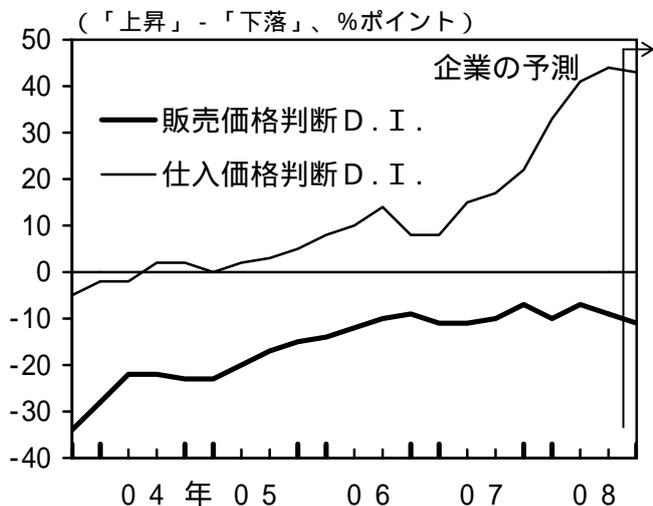
### ( 1 ) 小売業



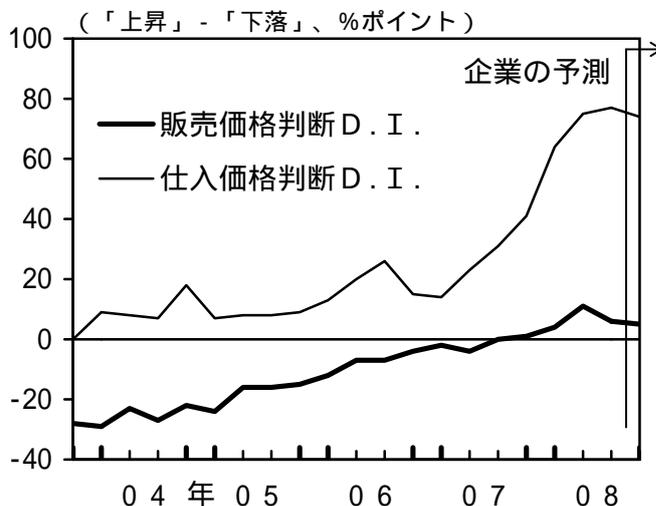
### ( 2 ) サービス業



### ( 3 ) 対個人サービス



### ( 4 ) 飲食店・宿泊

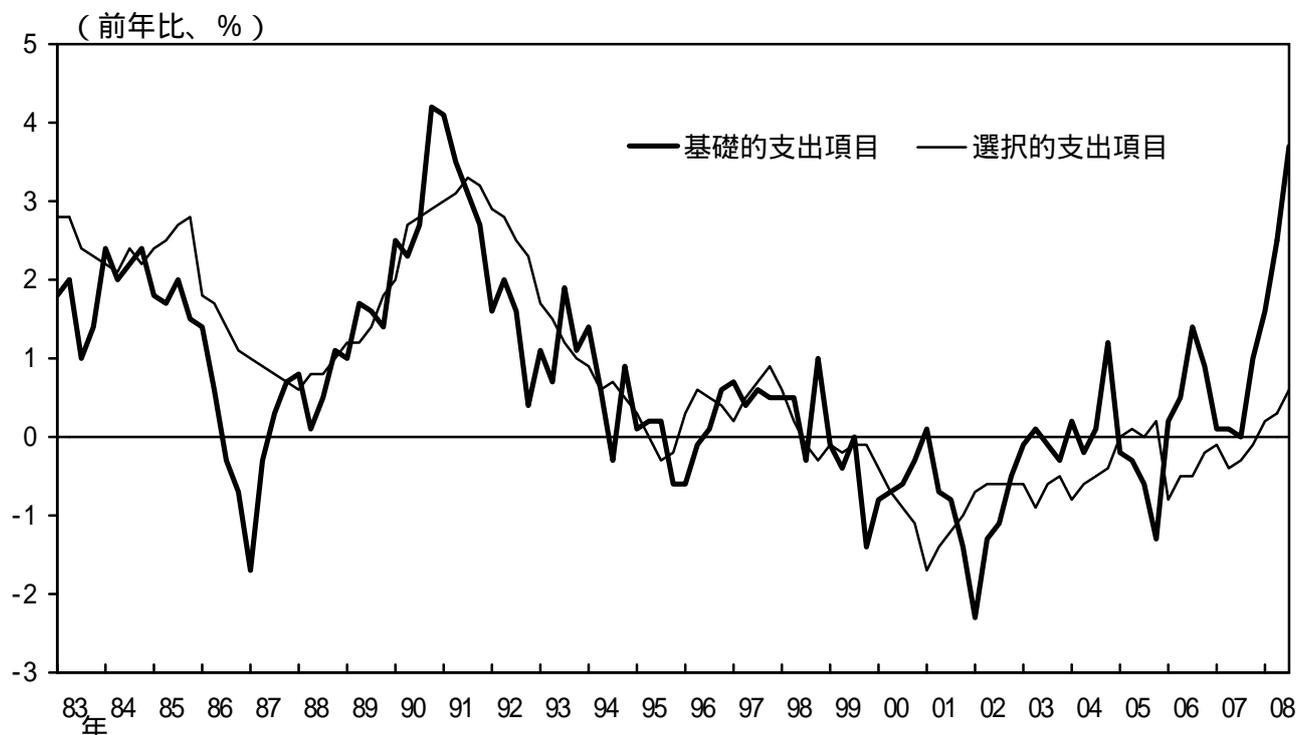


( 注 ) 全規模合計。2004/3月調査より見直しを実施。旧ベースは2003/12月調査まで、  
新ベースは2003/12月調査から。

( 資料 ) 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

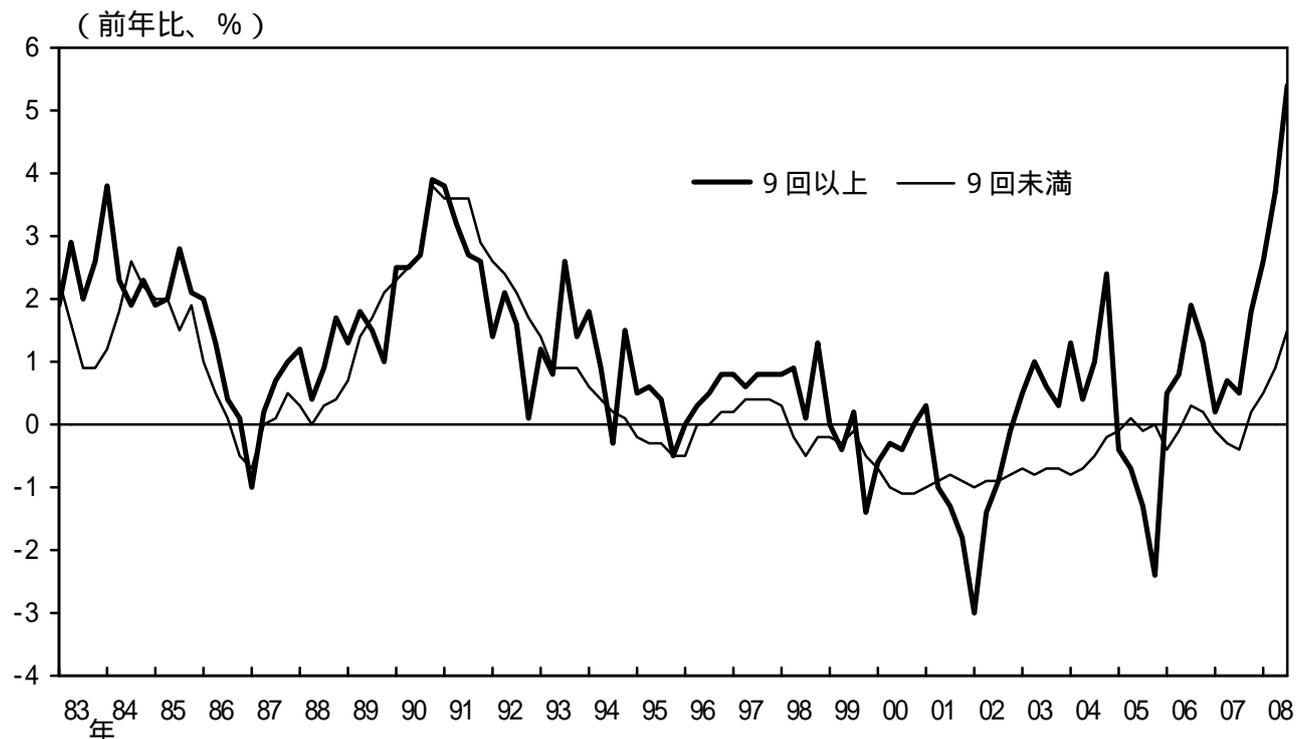
### ( 1 ) 基礎的・選択的支出項目別の物価指数



(注) 1. 消費税調整済み(下の(2)も同じ)。

2. 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、食料工業製品・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。

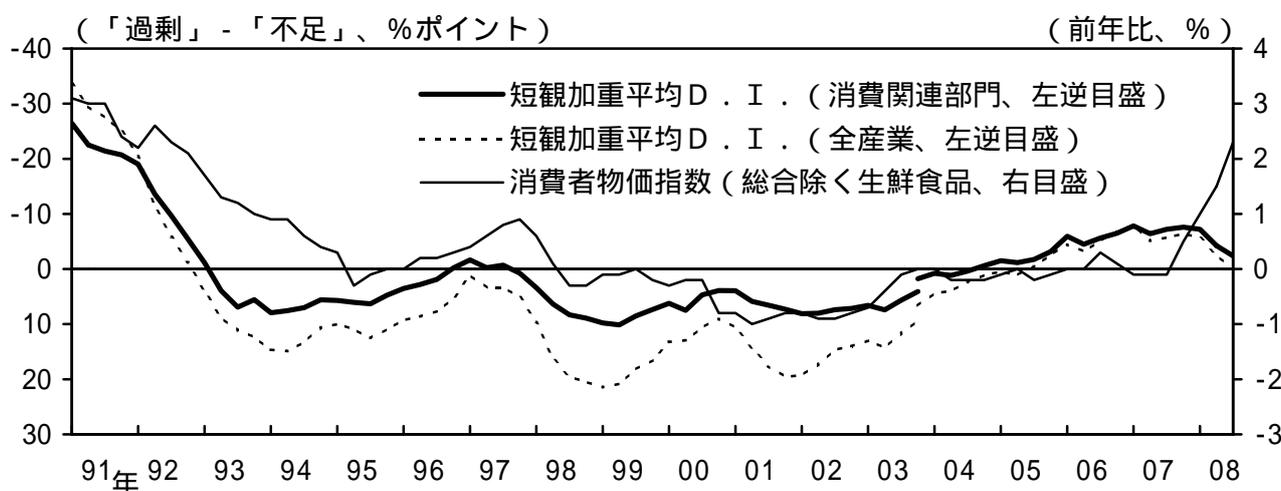
### ( 2 ) 年間購入頻度階級別の物価指数



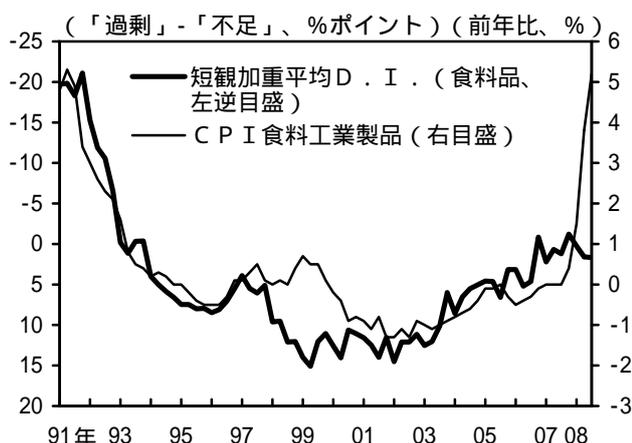
(資料) 総務省「消費者物価指数」

## 生産要素の稼働状況と消費者物価

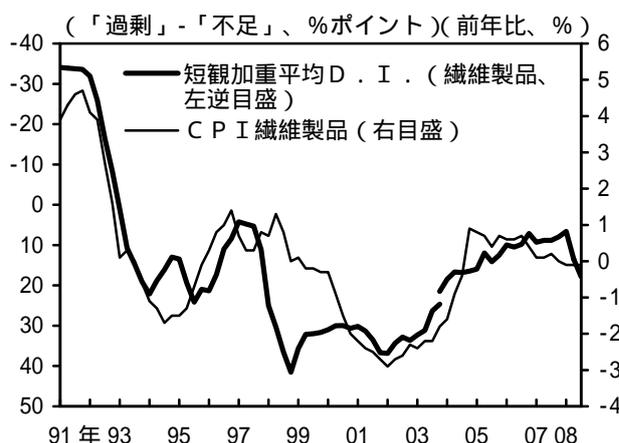
### ( 1 ) 消費者物価と資源の稼働状況



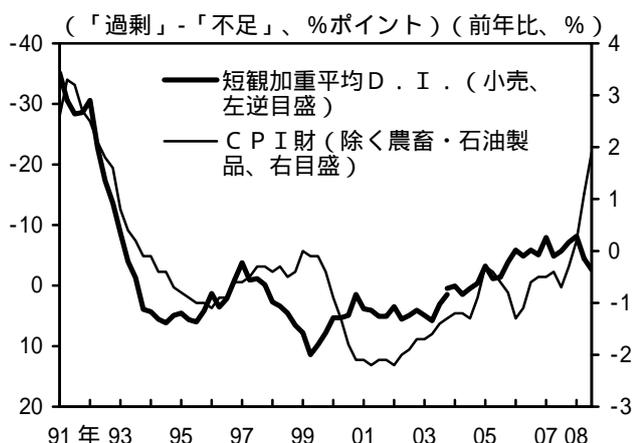
### ( 2 ) 食料品



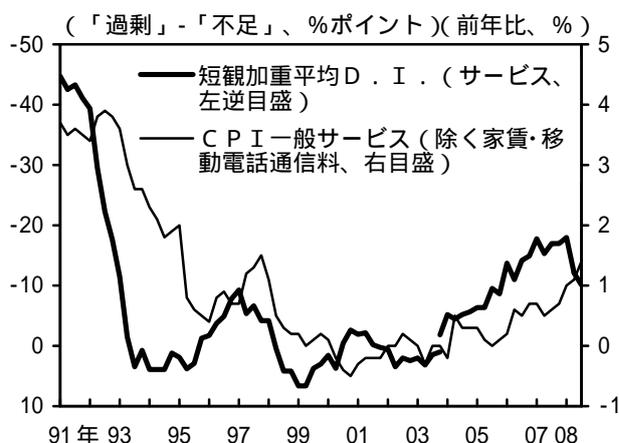
### ( 3 ) 繊維製品



### ( 4 ) 小売



### ( 5 ) サービス



(注) 1. 消費税調整済み。

2. 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・労働分配率で加重平均したもの(全規模合計)。

3. 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、2005年産業連関表における民間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」

## 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	弱めの動きとなっている		やや厳しい状況にある
東北	足踏み感がみられている		弱めの動きが広がっている
北陸	減速感が幾分増している		停滞している
関東甲信越	減速している		停滞している
東海	引き続き高水準にあるが、足もとは減速がはっきりしてきている		なお高水準を保ちつつも、下降局面にある
近畿	減速している		停滞している
中国	全体としては緩やかな回復を続けているが、そのテンポは、このところ鈍化している		一部に弱い動きがみられるが、全体としては概ね横ばいで推移している
四国	横ばい圏内の動きとなっている		やや弱めの動きとなっている
九州・沖縄	足踏み感が強まっている		停滞している

(注) 全文は、[http://www.boj.or.jp/type/ronbun/chiiki\\_rep/chiiki0810.htm](http://www.boj.or.jp/type/ronbun/chiiki_rep/chiiki0810.htm) を参照。

(資料) 日本銀行「地域経済報告(2008年10月)」