

2009年10月30日

日 本 銀 行

経済・物価情勢の展望（2009年10月）

【基本的見解】¹

わが国を含め世界経済は、昨年秋以降の金融危機がもたらしたパニック的な経済・金融活動の収縮という深刻な事態からは脱出しつつある。国際金融資本市場には改善の動きが広がり、世界経済は持ち直している。もともと、これまでの国際金融資本市場や世界経済の安定化は、民間部門における様々な調整の進捗に加え、各国当局による大規模な政策発動に支えられている面も大きい。今後の世界経済は、米欧におけるバランスシート調整の帰趨、世界経済の持ち直しに大きく貢献している新興国経済の動向などに左右される。これらに関する不確実性は、一頃に比べ低下したとはいえ、依然高い状況にある。こうした点を踏まえ、先行きの経済・物価情勢を展望するに当たっては、中心的な見通しと様々なリスク要因に十分注意を払って点検を行うことが必要である。

（経済情勢の見通し）

2009年度前半のわが国経済は、前年度後半の急激かつ大幅な悪化から、持ち直しに向かった。すなわち、内外の在庫調整の進捗や海外経済の持ち直し、とりわけ新興国の回復などを背景に、輸出・生産は大きく増加した。また、政府による経済対策の実施に伴い、公共投資は増加を続けた。もともと、厳しい収益環境や低い稼働率などを背景に設備投資は大幅な減少を

¹ 10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。

続けた。個人消費は、各種対策の効果などから耐久消費財に持ち直しの動きが窺われたものの、雇用・所得環境が厳しさを増す中で、全体としては弱めの動きとなった。

先行き 2009 年度後半から 2011 年度を展望すると、わが国経済は、他の先進国と同様、世界経済の動向に引き続き大きく左右される展開を辿る可能性が高い。現在、わが国の景気は持ち直しつつあり、2009 年度後半は、海外経済の改善と経済対策の効果を背景に、景気は持ち直していくとみられる。2010 年度もこの傾向は維持されるものの、世界経済の回復のペースが緩やかなものに止まるとみられること、国内においても需要刺激策の効果が減衰する中で、雇用・賃金面の調整圧力が残存することなどから、年度半ば頃までは、わが国経済の持ち直しのペースも緩やかなものとなる可能性が高い。その後は、米欧におけるバランスシート調整が相応に進捗するとともに、わが国においても、輸出を起点とする企業部門の好転が家計部門に波及してくるとみられる。このため、2011 年度には、わが国の成長率は、潜在成長率を明確に上回るペースまで高まる見通しである²。

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、全体として、緩やかに回復していく姿を想定している。2009 年度後半は、米欧では、需要刺激策や在庫調整の進捗を背景に景気は持ち直していくと考えられる。新興国・資源国では、もともとバランスシート問題が軽微なため景気刺激策の効果がより強く現れやすいことに加え、海

² 最近時点のわが国の潜在成長率を利用可能なデータで推計すると、大幅な景気悪化により、資本ストックの伸び率が低下していることなどを反映し、従来推定されていた水準よりも低下しているとみられる。見通し期間中の潜在成長率については、一定の手法で推定すると、2009 年 4 月の展望レポート時点の「1%前後」から低下し、「0%台半ば」と計算される。もっとも、経済が大きく変動している現状では、こうした推計について、相当幅をもってみる必要がある。

外からの資本流入の影響や先進国向け輸出の回復もあって、高めの成長を維持するとみられる。2010年度にかけては、各国におけるこれまでの需要刺激策の効果が減衰することから、一時的に回復の勢いが弱まる可能性があるが、米欧当局はマクロ経済政策により景気回復を支えていく姿勢をとっていること、新興国においては内需が潜在的に強いことなどを踏まえると、世界経済の回復基調が途切れる可能性は低いと考えられる。このため、2011年度にかけて世界経済の成長率は徐々に高まっていくとみられる。ただし、世界経済は2000年代半にかけて蓄積された様々な過剰を調整しながらの回復過程にあり、特に米欧ではバランスシート調整の影響が長引くことから、全体として成長のペースは緩やかなものに止まる可能性が高い。

■ 企業部門

製造業では、世界的な在庫調整の進捗や各種政策による需要押し上げ効果により、輸出・生産が増加している。もっとも、生産の水準はこれまでの落ち込みが大きかったこともあり、なお低い水準に止まっている。今後、在庫調整の影響が後退していくほか、内外における需要刺激策の効果が減衰するにつれ、生産の増加ペースが一時的に弱まる局面はありうるが、世界経済の緩やかな回復傾向が持続する限り、生産の増加基調は失われないものとみられる。また、グローバルな需要に関する企業の中長期的な成長期待が大きく下振れするという事態が生じない限り、生産の増加や企業収益の復調に伴い、設備投資も徐々に回復していくと見込まれる。一方、非製造業や中小企業については、製造業におけるコスト削減努力が需要の押し下げ圧力として働くほか、後述するような家計部門の厳しさを踏まえると、回復は製造業より遅れる可能性が高い。

■ 家計部門

個人消費は、各種対策の効果により耐久消費財で持ち直しの動きが続くとみられるものの、厳しい雇用・所得環境が続く中で、全体としては弱め

の動きが続く可能性が高い。最近では、輸出・生産の増加を背景に、所定外労働時間が増加しているほか、新規求人倍率も下げ止まるなど、雇用指標の一部に変化がみられる。もっとも、労働需給の緩和基調は当面続くとみられるほか、賃金も特別給与を中心に厳しい状況が続くものと考えられる。雇用・所得環境の改善は、企業収益の回復に遅れる傾向があるため、個人消費の持続的な回復が展望できるのは、見通し期間の後半となる可能性が高い。

■ 金融環境

わが国の金融環境をみると、C P・社債の発行環境が大幅に好転しているほか、金融機関の貸出態度の厳しさが後退し始めるなど、改善の動きが広がっている。先行きについても、米欧に比べわが国金融システムの頑健性が維持される中、金融機関の貸出態度など、企業の資金調達を巡る情勢は引き続き改善していくものとみられる。一方、資金需要面をみると、昨年度後半以降急激に高まった手許資金積み増しの動きが沈静化しているほか、設備資金需要なども減少傾向が続くとみられる。このような資金需要の減少を背景に、企業の資金繰りが改善する動きと、銀行貸出やC P発行残高が減少するという動きは、並存していく可能性が高い。特に銀行貸出については、昨年度後半、C P・社債の発行が難しくなった時期に、これらに替わる資金供給手段として大きく残高が増加した。したがって、C P・社債市場の改善に伴い、今後、銀行貸出は弱めに推移する可能性が高い。この間、一部非製造業や中小企業を巡る金融環境は、企業業績の改善が製造業や大企業に比べ遅れる傾向があるため、厳しさが残るものとみられる。2010年度以降は、企業の資金調達環境の改善に加え、企業収益の回復を背景に低金利の持つ景気刺激効果が強まり、こうした金融環境全般の改善が、民間需要の自律的な回復を後押しすると期待される。

(物価情勢の見通し)

以上の経済の見通しのもとで、先行きの物価を巡る環境についてみると、まず、財・サービスのマクロ的な需給バランスを反映する労働や設備の稼働状況は、景気が持ち直すにつれて回復していく姿が想定される。ただし、出発点となる本年度初の稼働状況の落ち込み幅が異例に大きかったため、労働や設備の稼働状況は、見通し期間の終盤頃に向け時間をかけて過去の平均的な水準に近づいていく可能性が高い。次に、ユニット・レーバークスト（生産1単位当たりの人件費）は、企業による賃金の抑制姿勢を背景に、低下していく可能性が高い。この間、中長期的な予想物価上昇率は、長期金利の動向や、家計や企業を対象としたアンケート調査等からみて大きくは変化していない。また、国際商品市況は、年明け以降、最近時点まで上昇してきたが、世界経済の成長のペースが緩やかなものに止まる可能性が高いことを踏まえ、先行きは概ね横ばい圏内での推移を想定している。

以上の環境を前提に、物価情勢の先行きを物価指数に即してみると、国内企業物価指数の前年比は、マクロ的な需給バランスの悪化を反映して、2009年度後半も下落を続けるが、国際商品市況の動向を反映し、下落のペースは鈍化するとみられる。2010年度以降は、マクロ的な需給バランスの改善に伴い、下落幅は徐々に縮小すると見込まれる。

消費者物価指数（除く生鮮食品、以下同）の前年比は、2009年度後半には、前年における石油製品価格高騰の反動の影響が薄れてくるため、下落幅はやや大きく縮小する。2010年度以降は、中長期的な予想物価上昇率が安定的に推移すると見込まれる中で、マクロ的な需給バランスが徐々に改善することから、消費者物価指数の前年比下落幅は、引き続き縮小していくと考えられる。もともと、上述したとおり労働や設備の稼働水準の回復は緩やかであり、ユニット・レーバークストも弱めの動きを続けるとみられるため、消費者物価指数の下落幅の縮小ペースは緩慢なものに止まる

と見込まれる。

なお、物価が下落を続ける経済においては、物価下落が起点となって景気を下押しするかどうか重要な問題となる。現在の物価見通しでは、緩やかとはいえ、見通し期間を通じて物価の下落幅は縮小していくとみられるうえ、金融システムや中長期的な予想物価上昇率が安定していることも踏まえると、物価下落が起点となって景気を下押しする可能性は小さいと考えられる。

(上振れ・下振れ要因)

以上は、現時点で相対的に蓋然性が高いと判断される見通しであるが、冒頭に触れたとおり、こうした見通しを巡る不確実性は、一頃に比べ低下したとはいえ、依然高い状況にある。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、米欧におけるバランスシート調整の帰趨である。資産価格の行き過ぎた上昇を伴って債務が大きく拡大した場合、その後の調整過程において、過大な債務比率を正常な状態に戻すため支出が抑制されることは避けられない。過去、日本を含め、こうした調整の大きさと期間が当初の予想を上回るケースが少なからずみられた。米欧のバランスシート調整の過程においても、同様の動きとなる可能性も意識しておく必要がある。すなわち、家計部門を中心に、過大な債務比率を修正する過程で支出抑制傾向が長く続くことがありうる。金融部門では、信用仲介機能が円滑に働かない状況が長期化し、経済活動に対する下押し圧力が長引くリスクがある。また、こうした下で、実体経済や金融システムに脆弱性が残存する中では、何らかのショックをきっかけに再びグローバルな金融資本市場や金融システムが動揺するリスクもある。この場合、わが国の金融資本市場や金融システムにも相応の影響が及び、これが景気を下振れさせることになる。

第2に、新興国・資源国経済の動向である。中国では、大規模なマクロ

経済政策の実施に伴い、内需を中心に高めの成長を実現している。その影響は周辺のアジア新興国や資源国にも及んでいる。また、国際金融資本市場の改善や先進国における大規模な金融緩和は、新興国等に対する資本流入を促し、この面からも、これらの国々の実体経済を後押ししているとみられる。こうした動きがさらに強まる場合、新興国等の経済動向は、わが国経済に対する上振れ要因となる。一方、新興国等における為替政策やマクロ政策の運営次第では、これらの国々の景気が過熱し、資源価格が上昇するおそれがある。この場合、わが国に対しては、資源価格高に伴う交易条件の悪化により、国内民間需要に対する下押し要因となる可能性もある。

第3に、世界各国で取り組んでいる各種政策の今後の展開である。昨年秋以降、日本を含め世界各国は、財政・金融政策、金融システム対策など様々な面で、大規模な政策対応を講じてきた。これらの効果によって、国際金融資本市場には改善の動きが広がり、世界経済は持ち直している。こうした政策運営の今後の展開は、わが国も含め世界経済の動向に大きな影響を与えることになる。すなわち、民間需要が依然として脆弱な状況のもとで、公的な需要刺激策の効果が薄れていく場合には、景気が下振れるリスクがある。この場合、保護主義的な動きが広がり、貿易や金融取引の縮小を通じて、世界経済を更に下押しするリスクがあることにも注意する必要がある。一方、成長率が高まっていく中で緩和的な金融環境が過度に長期間維持されると、経済活動や物価の振幅を大きくするリスクがあることについても、引き続き留意する必要がある。また、必要以上に長期間に亘って公的措置が維持された場合には、非効率な分野に資源が滞留することによって、経済全体の生産性が低下する可能性もある。公的債務残高が増加する中で、財政規律や金融政策運営に対する信認が低下する場合には、長期金利の大幅な変動など金融資本市場に悪影響を及ぼすリスクも存在する。

第4に、企業の中長期的な成長期待の動向である。見通しでは、グローバル需要に関する中長期的な成長期待が維持される中で、海外経済の持ち直しを背景に、設備投資も緩やかに回復することを想定している。しかし、海外経済の下振れなど何らかのきっかけで、わが国の企業の中長期的な成長期待が低下する場合には、設備投資を中心に景気が下振れる可能性がある。また、新興国の持続的成長が展望される一方で、わが国経済の成長期待が回復しない場合には、新興国への投融資が増加する一方で、国内投資が抑制された状態が続く可能性もある。企業の中長期的な成長期待が下振れた場合には、先行きの雇用・所得に対する不安感が高まることによって、家計支出の抑制に繋がるリスクもある。

次に、物価情勢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。景気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、企業や家計の中長期的な予想物価上昇率が挙げられる。わが国経済は、先行きにかけて、労働や設備の稼働状況は回復していくと見込まれるものの、そのペースは緩やかなものに止まる可能性が高い。こうした環境のもとで、企業や家計が持続的な物価下落を予想するような事態が生じた場合には、実際の物価も、賃金とともに下落幅を拡大するリスクがある。第2に、マクロ的な需給バランス、あるいは労働や設備の稼働状況を把握する上での不確実性が大きいことに留意する必要がある。経済が構造的な需要の変化を伴って大幅に落ち込んでいる場合には、資本ストックの陳腐化や削減などから、経済の供給能力や潜在成長率も低下している可能性がある。この場合、過去のデータに依拠した需給ギャップに基づいてマクロ的な需給バランスを推定すると、結果として物価下落圧力を過大に見積もるリスクが存在する。第3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。世界経済の下振れに伴い、一次産品価格も下落するリスクがある一方、新興国の成長が予想以上に強いものである場合や、現在の極めて景気刺激的な政策が維持された場合には、一次産品価格が予想以上に上振れる可能性がある。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³。

まず、第1の柱、すなわち先行き2011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、わが国経済は持ち直しを続けていくと考えられる。また、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比は、2009年度後半以降、下落幅が徐々に縮小していくと見込まれる。こうした動きが持続すれば、日本経済は、やや長い目でみれば、物価安定のもとでの持続的成長経路に復していく展望が拓けると考えられる。

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。景気については、新興国・資源国の経済情勢など、上振れ要因がある一方で、米欧のバランスシート調整の帰趨や企業の中長期的な成長期待の動向など、一頃に比べれば低下したとはいえ、依然として下振れリスクがある。物価面では、新興国・資源国の高成長を背景とした資源価格の上昇によって、わが国の物価が上振

³ 2009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。

れる可能性がある。一方、中長期的な予想物価上昇率の低下などにより、物価上昇率が下振れるリスクもある。

以上の2つの柱による点検を踏まえ、金融政策運営に当たっては、きわめて緩和的な金融環境を維持していく方針である。日本銀行としては、わが国経済が物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰していくことを粘り強く支援していく考えである。

以 上

(参考1)

▽2009～2011年度の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) |
|----------|---------------------|---------------------|---------------------|
| 2009年度 | -3.3～-3.2 <-3.2> | -5.3～-5.0 <-5.2> | -1.5～-1.5 <-1.5> |
| 7月時点の見通し | -3.7～-3.0 <-3.4> | -6.0～-5.8 <-5.9> | -1.5～-1.2 <-1.3> |
| 2010年度 | +0.8～+1.3 <+1.2> | -1.5～-1.0 <-1.4> | -0.9～-0.7 <-0.8> |
| 7月時点の見通し | +0.6～+1.1 <+1.0> | -2.1～-1.5 <-2.1> | -1.2～-0.7 <-1.0> |
| 2011年度 | +1.6～+2.4 <+2.1> | -1.0～-0.3 <-0.7> | -0.7～-0.4 <-0.4> |

(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。

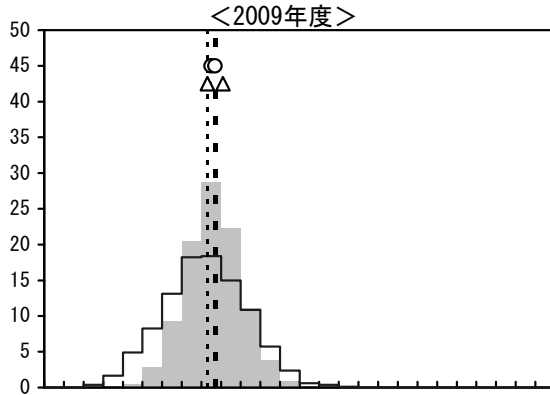
——対前年度比、%。

| | 実質GDP | 国内企業物価指数 | 消費者物価指数 (除く生鮮食品) |
|----------|-----------|-----------|---------------------|
| 2009年度 | -3.4～-3.0 | -5.4～-5.0 | -1.6～-1.4 |
| 7月時点の見通し | -3.8～-3.0 | -6.2～-5.7 | -1.6～-1.2 |
| 2010年度 | +0.7～+1.5 | -1.5～-0.9 | -1.2～-0.7 |
| 7月時点の見通し | +0.5～+1.5 | -2.1～-1.4 | -1.2～-0.6 |
| 2011年度 | +1.4～+2.5 | -1.1～+0.2 | -1.0～-0.3 |

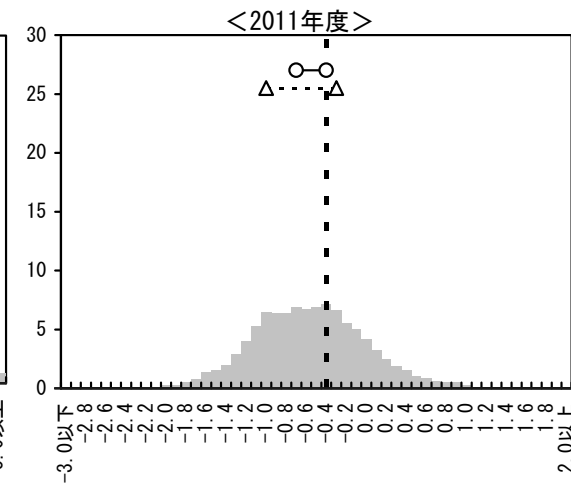
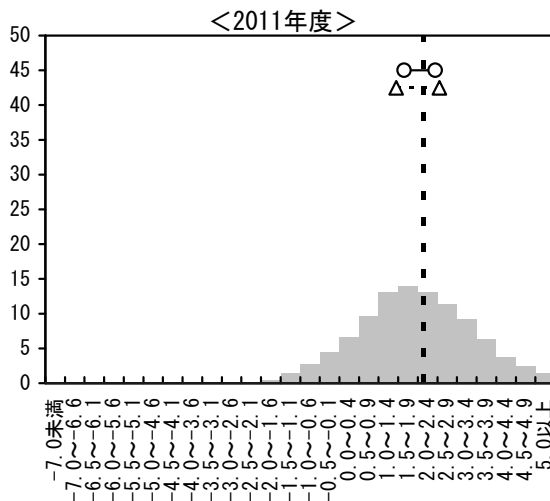
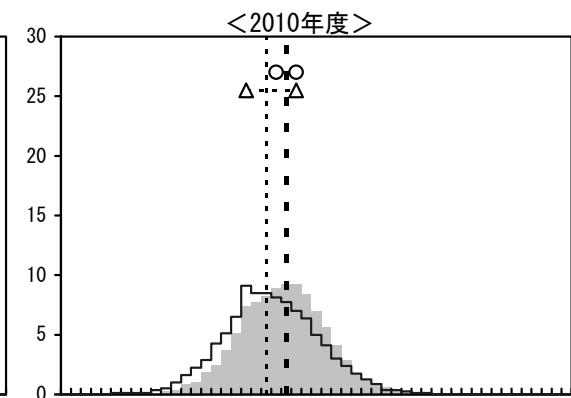
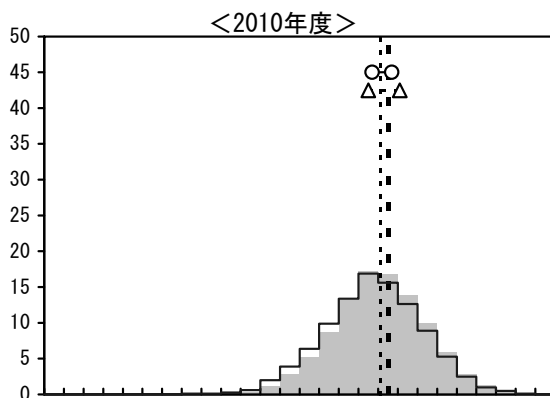
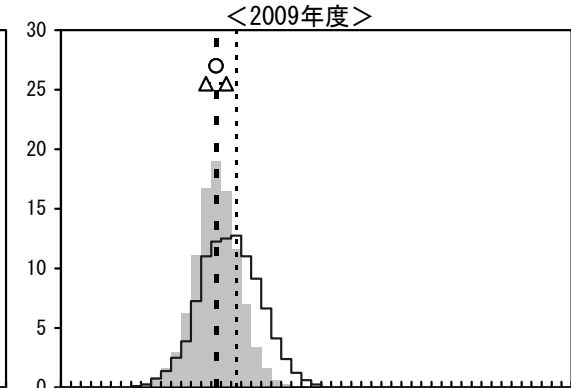
(参考2)

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2009年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、2009年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、2008年4月の「経済・物価情勢の展望」BOXを参照。