

公表時間
4月28日(土)14時00分

2012年4月28日
日 本 銀 行

経済・物価情勢の展望 (2012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

1. はじめに

今回の展望レポート（経済・物価情勢の展望（2012年4月））では、2013年度までの日本経済の見通しを示す。以下では、まず、わが国経済の先行きを左右する国際金融資本市場や海外経済の動向を記述し、その後、わが国の金融環境を評価する。それらを踏まえて、相対的に蓋然性が高いと判断される経済・物価の見通し（中心的な見通し）を記述した後、それに対する上振れ要因・下振れ要因を検討する。最後に、金融政策運営の基本的な考え方を整理する。

2. 国際金融資本市場および海外経済

昨年夏以降、国際金融資本市場では、欧州債務問題に対する懸念を主因に、年末にかけては緊張が高まった。これに対して、各国の政府・中央銀行は、さまざまな施策を講じてきた。すなわち、欧州中央銀行（ECB）は、期間3年の大規模な長期資金供給を実施した。債務問題が最も深刻なギリシャに対しては、民間債権者保有分の既存債務削減が実施され、それを受けて欧州連合（EU）および国際通貨基金（IMF）による第2次支援策が決定された。財政規律の向上や資金面からの危機対応力の強化についても、EU各国が「財政協定」に署名したほか、欧州金融安定基金（EFFSF）および欧州安定メカニズム（ESM）の融資能力増強に合意するなど、進展がみられた。この間、日本銀行を含む6中央銀行は、昨年11月末に、国際短期金融市場の緊張への協調対応策として、米ドル資金供給オペレーションの貸付金利の引き下げなどを公表した。これらの措置等を背景に、ユーロやドルの銀行間取引における短期金利が低下するなど、欧米の金融機関の資金調達環境は改善してきており、国際金融資本市場は、全体として落ち着きを取り戻している。財政状況の厳しい国の国債利回り

¹ 4月27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。

は、上昇圧力が根強いが、昨年秋から本年初にかけての局面に比べれば、低下している。

こうしたもとで、昨年末頃に強く懸念されていたテイル・リスク、すなわち、国際金融資本市場が動揺し世界経済が大きく下振れる可能性は低下してきている。また、米国経済の緩やかな改善が続くなど、世界経済にはやや明るい動きがみられるようになってきている。これらを反映して、グローバルな投資家のリスク回避の度合いは、昨年後半に比べて弱まっております。各国株価や国際商品市況の持ち直し、米欧社債市場における信用スプレッドの縮小などの動きがみられた。極端な「安全資産への逃避」が巻き戻された結果、為替市場においても、円は対ドル、対ユーロとも、昨年末頃に比べ幾分円安となっている。

次に、海外経済の動きをみると、2011年春以降、欧州債務問題の影響による国際金融資本市場の緊張の高まりや、新興国・資源国における既往の金融引き締めの影響などから、海外経済の成長ペースは鈍化した。最近の海外経済は、なお減速した状態から脱していないものの、改善の動きもみられている。地域別にみると、米国経済は緩やかな回復を続けている。すなわち、企業部門では、良好な企業収益を背景に設備投資が緩やかに増加している。家計部門についても、バランスシート調整圧力が引き続き重石となっているものの、最近では、雇用情勢の緩やかな改善などから、個人消費は底堅い動きとなっている。欧州経済は、緊縮財政の影響などから停滞色の強い状態が続いているが、最近では、金融資本市場が幾分落ち着きを取り戻しているもとで、全体として、停滞感の一段の強まりには歯止めがかかっている。新興国・資源国経済については、総じて高めの成長を維持しており、このところ、先進国向け輸出が下げ止まっているほか、インフレ率が総じて低下傾向にあり、そのもとで内需が底堅く推移していることから、全体として成長ペースの鈍化傾向が止まってきている。

海外経済の先行きに関する中心的な見通しとしては、国際金融資本市場が総じて落ち着いて推移するとの想定のもとで、新興国・資源国に牽引されるかたちで、徐々に成長率が高まっていき、見通し期間中の年平均成長率は、過去の長期平均との比較で高めになると見込まれる²。国・地域別にみると、米国経済については、バランスシートの調整圧力は残るものの、緩和的な金融環境などを背景に、緩やかな景気回復を続けると考えられる。欧州経済については、債務問題に端を発するテイル・リスクが顕在化しないとの想定のもとで、緩やかな回復に向かうが、その動きは緊縮財政の継続などから抑制されたものになる可能性が高い。この間、新興国・資源国経済については、先進国経済の改善のほか、インフレ圧力の低下やその下での金融緩和などを背景に、生産・所得・支出の好循環が徐々に強まり、高めの成長で推移する可能性が高いと考えられる。

3. わが国の金融環境

わが国の金融環境をみると、日本銀行が強力に金融緩和を推進する中、緩和の動きが続いている。すなわち、市場金利が、長めの金利も含めてきわめて低い水準で推移するもとで、企業の資金調達コストは緩やかに低下している。CPの発行環境は、良好な状態が続いている。社債市場についても、経営環境を巡り不透明感が強い電力会社を除き、発行環境は総じて良好な状態となっている。企業からみた金融機関の貸出態度は、緩和方向の動きが続いている。企業の資金繰りも、総じてみれば、改善した状況にある。資金繰りや企業からみた貸出態度を表わす各種の判断指標は、企業の規模によって緩和度合いに差はあるものの、いずれも2000年以降の平均

² IMFによる世界経済の成長見通し（各国・地域の実質成長率見通しを購買力平価ベースで集計したもの）をみると、本年1月に、昨年9月対比で、欧州を中心に下方修正された後、4月の改定見通しでは小幅ながら上方修正されている。4月時点の2012年の世界経済成長率の見通しは+3.5%であり、2013年には、成長率は+4.1%に再加速する見通しとなっている。ちなみに、1980年以降30年間の平均成長率は+3.3%である。

以上の水準となっている。資金需要面では、運転資金や企業買収関連を中心に、増加の動きがみられている。企業の資金調達残高をみると、銀行貸出の前年比は、昨年末にプラスに転化し、足もとではプラス幅が拡大している。CP・社債については、振れを均してみると、両者合わせて前年比小幅のプラスで推移している。

以上のように、わが国の金融環境は、欧州債務問題を受けて国際金融資本市場の緊張が強かった局面においても、大きな影響を受けることはなく、安定を維持してきた。こうした金融環境の安定の背景として、日本の金融システムが、景気後退、株価下落、長期金利上昇などの負のショックに対し相応の耐性を備えていることや、日本銀行が強力に金融緩和を推進していることが挙げられる。先行きについても、こうした緩和的な金融環境が、国内民間需要の自律回復への動きを支えていくと予想される。もっとも、金融資本市場の国際的な連関が高まっていることを踏まえると、国際金融資本市場の今後の動向次第では、その影響がわが国の金融システムや金融環境に及ぶ可能性には、引き続き注意する必要がある³。

4. わが国の経済・物価の中心的な見通し

(1) 経済情勢

上述の海外経済の動向と内外の金融情勢を踏まえたうえで、わが国経済の先行きについて、相対的に蓋然性が高いと判断される見通し（中心的な見通し）を検討する。

わが国の経済は、リーマン・ショックからの回復の途上において、東日本大震災により再び大きく落ち込んだ後、昨年秋口までは、サプライチェーンの修復につれて、着実に持ち直してきた。その後、2011年度後半は、輸出や生産が海外経済の減速や円高の影響などを受け、景気は横ばい圏内

³ わが国の金融システムの安定性に関する評価について、詳しくは「金融システムレポート」（日本銀行2012年4月）を参照。

の動きとなった。2011年度の成長率は、1月の中間評価時点の見通し通り、震災後の落ち込みを反映して、小幅のマイナスになったと見込まれる。

最近の景気をみると、なお横ばい圏内にあるが、前向きの経済活動に広がりが見られるなど、持ち直しに向かう動きが明確になりつつある。こうした足もとの状況も踏まえつつ、わが国経済の先行きを展望すると、新興国・資源国に牽引されるかたちで海外経済の成長率が再び高まり、また、震災復興関連の需要が徐々に強まっていくにつれて、2012年度前半には緩やかな回復経路に復していくと考えられる。すなわち、輸出が増加基調に復するほか、復興需要の増加が公的需要・民間需要の両面で、年度を通じて景気の押し上げに寄与すると考えられる。こうしたもとの、生産から所得・支出への波及メカニズムも徐々に強まるため、2012年度全体をみると、比較的高い成長率となることが予想される。2013年度については、復興需要による景気押し上げ効果が徐々に減衰していくことなどから、成長率は、2012年度対比では幾分鈍化するものの、海外経済が高めの成長を続けるもとの、潜在成長率をはっきりと上回る成長が続くと考えられる⁴。1月の中間評価時点の見通しと比べると、2012年度および2013年度の成長率は、欧州債務問題が金融市場に大きな混乱をもたらすリスクは低下し、市場環境がやや改善したことなどから、2012年度を中心に、幾分上振れて推移すると考えられる⁵。企業・家計の部門別にやや詳しく述べると、以下の通りである。

企業部門について、輸出は、なお横ばい圏内の動きとなっているが、タイの洪水の影響を受けた落ち込みからは既に回復しているほか、世界的な

⁴ 見通し期間中の潜在成長率を、生産関数アプローチに基づく一定の手法で推計すると、「0%台半ば」と計算される。ただし、潜在成長率は、推計手法や今後蓄積されていくデータにも左右される性格のものであるため、相当幅をもってみる必要がある。

⁵ 今回の見通しにおいては、消費税率引き上げとその影響は織り込んでいない。わが国や各国の過去の経験では、消費税率引き上げ前における駆け込み需要とその後の反動が相応にみられた。

情報関連財の在庫調整にも目途がつきつつあるなど、少しずつ明るい動きがみられ始めている。先行きについては、海外経済が減速局面から脱し、円高の下押し圧力も徐々に弱まっていくと考えられることから、輸出は再び増加基調に復していくと考えられる。震災復興関連の需要については、これまでも、被災した設備の修復や、震災後に一旦抑制された消費関連の需要の復元、瓦礫の処理や仮設住宅の建設などの動きがみられていたが、最近では、公共投資についても増加に転じており、今後、さらに強まっていくと予想される⁶。こうした内外需要を背景に、生産や企業収益が増加していくとみられ、企業の中長期的な成長期待が下振れしないとの想定のもとで、設備投資も緩やかに増加を続けていく可能性が高い⁷。

次に、家計部門について、雇用・所得環境をみると、有効求人倍率が緩やかに上昇しているなど、改善の動きがみられる。先行きについては、被災地を含めた地域間、あるいは業種間の違いは残るとみられるものの、全体としてみれば、生産等の経済活動が持ち直していく中で、その好影響が雇用・所得環境にも徐々に及んでいくと考えられる。ただし、東日本大震災、海外経済減速、円高などを受けた2011年度の企業業績の厳しさが、タイムラグを伴って影響する可能性などを考慮すると、雇用・所得環境の改善が明確になるのは、2012年度後半以降になるとみられる。個人消費についてみると、震災後の落ち込みから経済活動や労働需給が回復し、消費者マインドも改善するもとの、このところ、底堅さを増している。こうした動きには、自動車に対する需要刺激策の効果などの一時的な要因や、高齢

⁶ 震災復興関連の予算をみると、平成23年度補正予算と平成24年度予算の東日本大震災関係経費をあわせて、「東日本大震災からの復興の基本方針」で示された、当初5年間で少なくとも19兆円程度、という事業規模のほとんどが、すでに手当てされている。これは、日本全体のGDPの約4%、被災4県（岩手県、宮城県、福島県および茨城県）のGDPの6割強に達する大規模なものである。

⁷ ちなみに、内閣府の「企業行動に関するアンケート」（調査時点は本年1月）をみると、先行き3年間あるいは5年間の平均経済成長率に関する企業の見通しは1%台半ばとなっており、震災前に行われた昨年調査結果とくらべて、幾分上昇している。

化に対応した潜在需要の掘り起こしが徐々に進んでいることなども寄与している。先行きの個人消費については、雇用・所得環境が改善に向かうもとで、徐々に伸びを高めていくと予想される。この間、住宅投資については、低金利や復興需要などを背景に、見通し期間を通じて、緩やかに増加していくと考えられる。

(2) 物価情勢

日本銀行は、物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資することを理念として、金融政策を運営している。その際、中長期的に持続可能な物価の安定と整合的と判断する物価上昇率を、「中長期的な物価安定の目途」として数値で示している。具体的には、「中長期的な物価安定の目途」については、消費者物価の前年比上昇率で2%以下のプラスの領域にあると判断しており、当面は1%を目途としている。こうした「中長期的な物価安定の目途」を踏まえつつ、物価の動向を点検する。

消費者物価（除く生鮮食品、以下同じ）の前年比の推移をやや長い目で振り返ると、2009年8月に過去最大の下落幅（-2.4%）となった後、労働や設備の稼働状況、すなわちマクロ的な需給バランスが緩やかな改善傾向を続ける中、2009年末頃から下落幅は着実に縮小を続け、最近では、概ねゼロ%で推移している。

先行きの物価を巡る環境を展望すると、マクロ的な需給バランスは、上述の通り、景気が緩やかな回復をたどるもとで、改善していくと考えられる。中長期的な予想物価上昇率については、市場参加者やエコノミストの見方は概ね1%程度で安定的に推移しているほか、家計の見方にも大きな変化はみられず、見通し期間においても安定的に推移すると想定できる。国際商品市況については、地政学リスクの高まりなどから原油価格を中心に強含んでおり、先行きについても、新興国の経済成長に伴う食料・エネルギーの需要拡大などを背景に、基調的には緩やかな上昇傾向をたどると

想定される。

以上の環境を前提に、物価情勢の先行きを展望すると、国内企業物価指数の前年比は、国際商品市況の緩やかな上昇や、マクロ的な需給バランスの改善を反映して、見通し期間を通じて緩やかな上昇を続けると見込まれる。消費者物価の前年比は、中長期的な予想物価上昇率が安定的に推移するとの想定のもと、マクロ的な需給バランスの改善を反映して、今回の見通し期間後半にかけて0%台後半となり、その後、当面の「中長期的な物価安定の目途」である1%に遠からず達する可能性が高い。

今回の消費者物価の見通しを、1月の中間評価時点と比較すると、景気の見通しが幾分上方修正されており、その分、マクロ的な需給バランスの改善も見込まれるうえ、為替円高の修正や原油価格上昇の影響もあって、幾分上振れしている。

上記のとおり、物価情勢は、「中長期的な物価安定の目途」に向かって改善しているが、その実現にはなお時間がかかるとみられる⁸。この点について、実体経済の強さが物価上昇圧力を生み出すというメカニズムに即して整理すると、循環的な要因と構造的な要因の双方が作用していると考えられる。循環的な要因としては、リーマン・ショックによる景気の落ち込みがきわめて大きかったため、マクロ的な需給バランスは現在なお改善途上にあることが挙げられる。このため、先行き景気が緩やかな回復をたどるもとでも、マクロ的な需給バランスが概ねバランスした状態に達し、マクロの需給面から物価を押し上げる力がある程度明確になってくるのは、見通し期間の終わり頃になると予想される。また、構造的な要因としては、経済成長率が趨勢的に低下してきたことが挙げられる。すなわち、他国に例をみない急速な高齢化に対して、成長力を強化する取り組みや社会保障

⁸ 1990年代以降の消費者物価（除く生鮮食品）の前年比の動きを年度ベースでみると、1年間に約1%ポイント改善したのは、消費税率の引き上げや国際商品市況の大幅な上昇といった要因が影響した時期に限られている。

制度の持続可能性を高める見直しが十分に進まなかったことで、企業や家計の成長期待が弱まり、支出行動が慎重化した。こうした状況が、物価の下落圧力をもたらす要因として作用してきたと考えられる。

5. 上振れ要因・下振れ要因

(1) 経済情勢

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（中心的な見通し）である。こうした見通しに対する上振れまたは下振れ要因としては、以下のような点に注意する必要がある。

第1に、国際金融資本市場や国際商品市況の影響を含めた、海外経済の動向である。国際金融資本市場が動揺し世界経済が大きく下振れるテイル・リスクは低下したが、そうしたリスクの根源的な原因である欧州債務問題の解決には、なお多くの課題が残っている。欧州中央銀行の資金供給等により市場の安定が保たれている間に、周縁国における競争力の引き上げや、財政の持続可能性の確保といった改革が着実に進めば、市場からの信認が強化され、世界経済の上振れ要因となる可能性がある一方で、改革の実行に関する懸念が再燃した場合には、国際金融資本市場における緊張が再び高まり、世界経済ひいてはわが国経済の下振れ要因となりうる。

こうした国際金融資本市場を通じるルートのほかにも、海外経済にはなお様々な不確実性がある。欧州経済については、ユーロ圏中核国の国際競争力の強さなどを背景に上振れる可能性がある一方、周縁国における財政緊縮や金融環境の悪化から下振れる可能性もある。米国経済については、バランスシート調整の進捗度合いについて不確実性が大きい。住宅価格がピークを打ち既に5～6年が経過していることを踏まえると、バランスシート調整圧力は徐々に減衰してきているとみられる。したがって、雇用の改善とも相まって住宅市場の底打ちがはっきりしてくれば、景気回復のモメンタムが強まる可能性がある。一方、調整がさらに長引き、景気回復の

ペースが想定以上に緩やかなものにとどまる可能性もある。このほか、米国については、財政政策の帰趨を巡る不確実性も高い。新興国・資源国については、物価安定と成長が両立する形でソフトランディングできるかどうか、なお不透明感が強い。潜在需要が強いことや、財政・金融政策により景気を支える余地が大きいことなどを踏まえると、インフレ圧力が速やかに低下すれば、成長率が上振れる可能性もある一方で、根強い賃金上昇や原油高などからインフレ圧力が十分に鎮静化されず、成長率が下振れる可能性もある。

この間、国際商品市況については、地政学リスクの高まりなどによって原油価格等が一段と上昇した場合、世界経済の下振れリスクが高まるほか、資源輸入国であるわが国にとっては、交易条件の悪化から企業収益や家計の実質購買力が下押しされる。一方、国際商品市況の上昇が世界経済の拡大を反映したものである場合には、輸出拡大等のプラス面が、交易条件悪化のマイナス面を上回る可能性もある。

第2に、復興関連需要を巡る不確実性がある。復興関連需要については、最近では、復興計画の策定が進められ、補正予算等の執行が進捗する中で、資本ストックの復元などに向けた公共投資も含めて、復興関連需要は徐々に強まってきている。先行きについても、復興関連需要は、一段と明確になっていくと予想されるが、一方で、こうした動きが、建設労働者の不足を始めとした様々な供給サイドのボトルネックによって影響を受ける可能性もある。また、復興関連需要がどの程度成長率を押し上げるかについては、それが一時的な需要増加にとどまらず、地域経済の再生に向けた道筋がよりはっきりし、将来に関する不確実性が低下してくることを通じて民間需要の継続的な増加につながるかどうか重要であり、現時点では幅を持ってしておく必要がある。

第3に、企業や家計の中長期的な成長期待に関する不確実性がある。中

心的な見通しでは、企業や家計の中長期的な成長期待に大きな変化は生じないと考えているが、今後の展開によっては上下双方向に変化する可能性がある。例えば、グローバル需要の取り込みや内外における立地の最適化が企業の重要な課題であることを踏まえると、今後も海外での生産や業務の拡大が見込まれるが、それに代わる新たな国内生産活動が生まれてこない場合は、企業や家計の国内の需要や雇用に関する中長期的な成長期待が低下する可能性がある。電力需給を巡る問題についても、夏場などの電力需要期において、天候要因等によっては、生産活動への制約となる可能性があるが、こうした短期的な影響だけでなく、中長期的な成長期待の下振れにつながりうるという点に注意が必要である。他方、グローバル需要の開拓、高齢層のニーズや多様化した内需の掘り起こし、業務リスク管理体制の見直し、エネルギー関連の技術やビジネスモデルの革新など、様々な分野において、日本経済の成長力強化に向けた取り組みが着実に進められ、その成果が現れ始めれば、中長期的な成長期待が上振れることも考えられる。

第4に、わが国の財政の持続可能性を巡る様々な問題がある。例えば、高齢化の進行にもかかわらず、近年、家計の貯蓄率が下げ止まっていることなどを踏まえると、人々は、政府債務残高の累積から、社会保障制度の維持可能性や将来の税負担増などへの不安を感じ、支出行動を慎重化させている可能性がある。財政の持続可能性に対する信認が低下するような場合には、そうした人々の将来不安の強まりから、経済の下振れにつながるおそれがある。他方、中長期的な財政再建の道筋が明らかになり、また、社会保障制度の維持可能性が高まれば、人々の将来不安は軽減され、経済に好影響が及ぶと考えられる。なお、金融市場のグローバル化が進展している現状を踏まえると、多くの先進国で公的債務残高への懸念が生じている中で、わが国の財政運営に対する市場の目も厳しくなってきているとみ

られる。そうしたもとの、仮に財政再建に向けた取り組みが不十分であると市場に評価された場合は、長期金利の上昇を招き、金融機関の経営ひいては日本経済全体に悪影響が及ぶと考えられる。

(2) 物価情勢

物価情勢の先行きについても、上下両方向の不確実性がある。まず、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が及ぶとみられる。また、物価に固有の要因としては、第1に、企業や家計の中長期的な予想物価上昇率の動向が挙げられる。消費者物価の前年比上昇率が1%に達するにはなお時間を要すると判断されるが、そうした環境のもとで、企業や家計が物価はなかなか上昇しないという予想を強めた場合、実際の物価にも、賃金とともに下方圧力がかかる可能性がある。他方、成長力強化への取り組みが成功し、差別化された新たな財・サービスが広く創出されていけば、潜在需要が顕在化するかたちで価格が上昇し、中長期的な予想物価上昇率が高まることも考えられる。こうしたシナリオにおいては、経済成長率が上振れるとともに、物価は経済成長率の上振れから予想される以上に上振れる可能性がある。

第2に、輸入物価の動向である。原油については、地政学リスク等を背景に、大きく変動する可能性があるほか、それ以外の一次産品の価格動向についても、上下両方向に不確実性がある。また、為替相場の変動も、実体経済を通じる間接的な波及経路のほか、輸入物価を通じるより直接的な経路を通じて、消費者物価に変化をもたらさう。

6. 金融政策運営

以上の経済・物価情勢について、「中長期的な物価安定の目途」を念頭に置いた上で、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。

まず、第1の柱、すなわち先行き2013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中心的な見通しについて点検する。上述の通り、わが国経済は、新興国・資源国に牽引されるかたちで海外経済の成長率が再び高まり、また、震災復興関連の需要が徐々に強まってくにつれて、2012年度前半には緩やかな回復経路に復していくと考えられる。消費者物価の前年比は、中長期的な予想物価上昇率が安定的に推移するとの想定のもと、マクロ的な需給バランスの改善を反映して、今回の見通し期間後半にかけて0%台後半となり、その後、当面の「中長期的な物価安定の目途」である1%に遠からず達する可能性が高い。こうした経済・物価見通しを総合的に評価すると、やや長い目でみれば、日本経済は、物価安定のもとでの持続的成長経路に復していくと考えられる。

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⁹。景気面では、欧州債務問題に端を発するテイル・リスクは低下しているが、国際金融資本市場や海外経済を巡り、なお大きな不確実性が存在する。また、国際商品市況の一段の上昇が、交易条件の悪化に伴う実質購買力低下などを通じて、国内民間需要を下押しする可能性もある。さらに、復興関連需要については、今後の強まり方や経済効果などを巡る不確実性がある。この間、中長期的な成長期待については、成長力強化への取り組み次第では、上振れ・下振れ双方向の可能性がある。財政の持続可能性確保へ向けた取り組みも、経済動向に大きな影響を及ぼし得る。物価面では、国際商品市況や中長期的な予想物価上昇率の動向などを、注視する必要がある。

先行きの金融政策運営については、上述の2つの柱による点検を踏まえ、強力な金融緩和の推進と成長基盤強化の支援の双方を通じて、デフレ脱却に向けて適切な政策運営に努めていく。

⁹ 例えば、発生確率は必ずしも大きくないものの、発生した場合には経済・物価に大きな影響を与える可能性があるリスク要因も含めて、点検を行っている。

すなわち、第1に、日本銀行は、当面の「中長期的な物価安定の目途」である消費者物価の前年比上昇率1%を目指して、それが見通せるようになるまで、実質的なゼロ金利政策と金融資産の買入れ等の措置により、強力に金融緩和を推進していく。ただし、金融面での不均衡の蓄積を含めたリスク要因を点検し、経済の持続的な成長を確保する観点から問題が生じていないことを条件としている。この点、現時点において、過度に楽観的な期待に基づいて金融的な不均衡が生じているとは考えにくい¹⁰。もっとも、政府債務残高が顕著に累増しているなかで、金融機関は多くの国債を保有しており、何らかのきっかけで、長期金利が上昇した場合、経済・金融に大きな影響を与える可能性がある点に留意しておく必要がある。こうした観点からは、金融政策の運営に対する信認を維持していくことが重要である。

第2に、日本銀行としては、強力な金融緩和の推進と併せて、わが国経済の成長基盤強化にも、中央銀行の立場から引き続き取り組んでいく。

わが国経済は、現在、急速な高齢化のもとで、趨勢的な成長率の低下という長期的・構造的な課題に直面している。こうした課題を克服し、新たな経済成長の基礎を築いていくためには、民間企業が付加価値の創造力を高め、外需の取り込みや内需の掘り起こしを進める必要がある。また、このような企業の前向きな活動を支えていくために、政府が環境整備に努めることや、民間金融機関が成長基盤強化に向けた取り組みを行うことも、重要である。さらに、政府債務が対GDP比でみて先進国中最大となっているもとで、中長期的な財政の持続可能性をしっかりと確保していくことも不可欠である。このように、民間企業、金融機関、政府、日本銀行がそれぞれの役割に即して取り組みを続けていくことが、重要である。

¹⁰ 詳しくは「金融システムレポート」（日本銀行2012年4月）を参照。

(参考1)

▽2011～2013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)
2011年度	-0.2～-0.2 <-0.2>	+1.7	0.0
1月時点の見通し	-0.4～-0.3 <-0.4>	+1.8～+1.9 <+1.8>	-0.1～0.0 <-0.1>
2012年度	+2.1～+2.4 <+2.3>	+0.4～+0.7 <+0.6>	+0.1～+0.4 <+0.3>
1月時点の見通し	+1.8～+2.1 <+2.0>	-0.1～+0.2 <+0.1>	0.0～+0.2 <+0.1>
2013年度	+1.6～+1.8 <+1.7>	+0.7～+0.9 <+0.8>	+0.5～+0.7 <+0.7>
1月時点の見通し	+1.4～+1.7 <+1.6>	+0.6～+1.0 <+0.8>	+0.4～+0.5 <+0.5>

(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) 2011年度について、実質GDPは政策委員の見通し。国内企業物価指数と消費者物価指数(除く生鮮食品)は実績値。

(注4) 消費者物価指数の参考指数として、連鎖基準指数が公表されている。その連鎖基準指数ベースでみた場合、先行き2013年ごろの前年比は、通常の固定基準年指数に基づく今回の消費者物価見通しに比べて、若干低くなっている可能性がある。

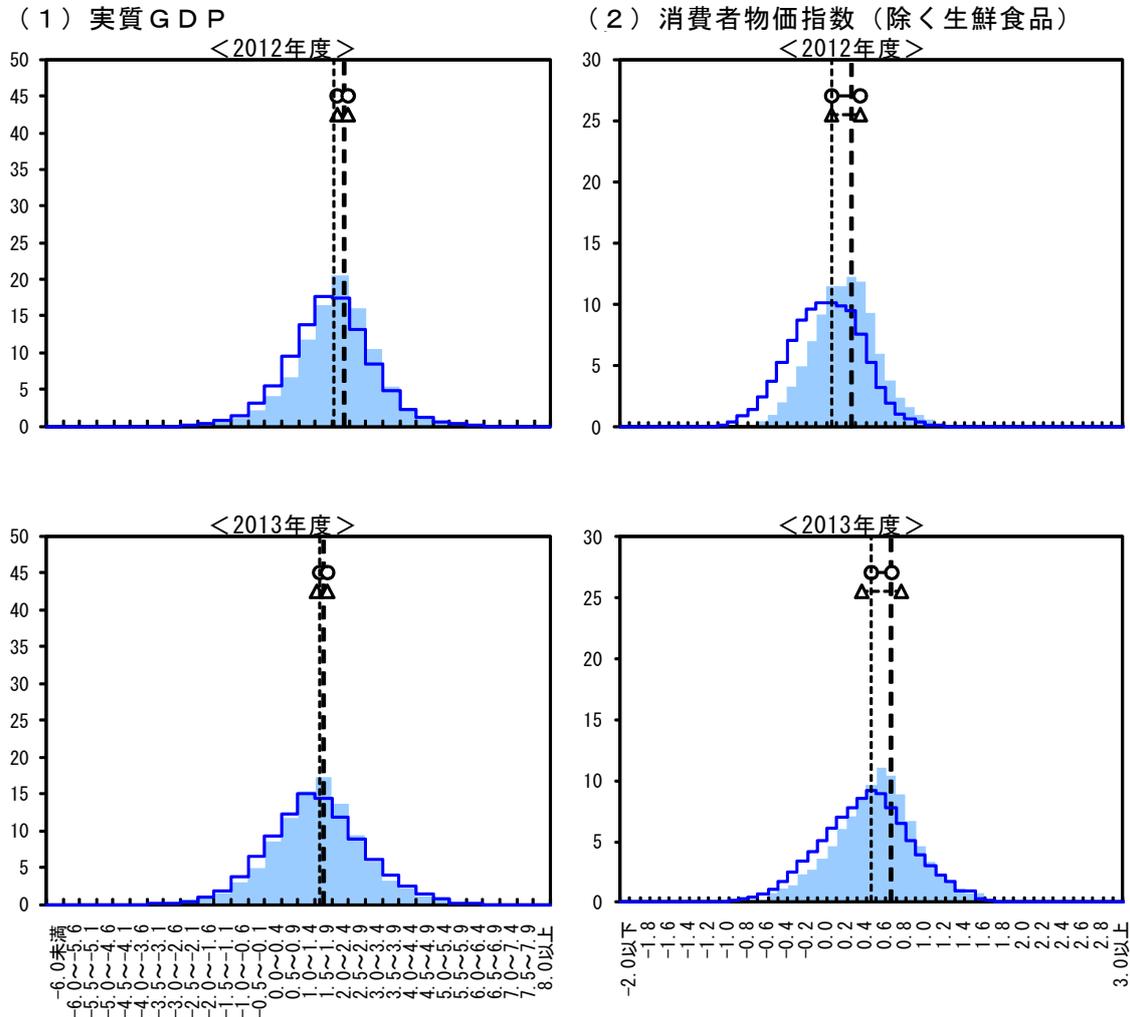
(注5) 政策委員全員の見通しの幅は下表の通りである。

—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)
2011年度	-0.2～-0.1	+1.7	0.0
1月時点の見通し	-0.5～-0.3	+1.7～+1.9	-0.1～0.0
2012年度	+2.1～+2.4	+0.3～+0.8	+0.1～+0.4
1月時点の見通し	+1.8～+2.2	-0.2～+0.2	-0.2～+0.3
2013年度	+1.5～+1.8	+0.6～+1.0	+0.4～+0.8
1月時点の見通し	+1.4～+1.8	+0.5～+1.0	+0.2～+0.6

(参考2)

リスク・バランス・チャート



【背景説明】

1. 2011年度の経済・物価・金融情勢

(経済動向)

東日本大震災の影響により大きく落ち込むかたちで始まった2011年度の日本経済は、サプライチェーンの修復やマインドの改善から、夏場にかけて急速に持ち直した(図表1(1))。秋以降は、海外経済の減速や円高の影響などから、そうした動きが一服し横ばい圏内となったが、年度末にかけて、再び持ち直しに向かう動きがみられるようになった。

年度後半の展開をやや詳しくみると、欧州債務問題や新興国・資源国における既往の金融引き締めの影響などを背景に、海外経済の成長ペースは鈍化した(図表2)。また、投資家のリスク回避姿勢の強まりなどを背景に、年末にかけて為替円高が進んだ(図表3(2))。これらに加えて、タイの洪水に伴う供給制約の発生もあって、震災後の落ち込みから急速に持ち直していた輸出や生産は頭打ちとなり、横ばい圏内での動きとなった(図表4、5)。ただし、年度末にかけては、タイの洪水による下押し圧力が減衰し、世界的な情報関連財の在庫調整も進むなど、先行きの持ち直しをうかがわせる動きもみられるようになった。一方、国内民間需要については、震災後一旦抑制された需要の復元などを背景に、設備投資、個人消費、住宅投資が持ち直し傾向をたどった(図表6、7、8)。公共投資については、震災後に、仮設住宅の建設や社会インフラの復旧作業などを背景に下げ止まったあと、累次に亘る補正予算の執行が進捗するにつれて、1～3月には増加に転じた。このように、国内需要が秋以降も堅調に推移したため、非製造業を中心とした内需関連企業の活動や業況も、比較的しっかりした動きが続いた(図表1(2)、9(3))。

以上のような実体経済動向を反映し、労働や設備の稼働状況は、夏場に震災後の落ち込みを取り戻したあと、横ばいないしはごく緩やかな上昇傾向をたどった（図表 10）。短観の生産・営業用設備判断D I と雇用人員判断D I を資本・労働分配率で加重平均した指標をみると、「過剰」超幅は6月にいったん拡大したあと、9月には縮小し、それ以降も内需関連業種を中心にごく緩やかな縮小傾向をたどった。また、マクロ的な需給バランスの推計値も、マイナス幅は、震災後いったん拡大したが、再び縮小に向かった。

（物価動向）

物価面をみると、国内企業物価の前年比は、2011 年春頃までの国際商品市況の上昇を反映して、年央にかけてプラス幅を拡大した（図表 11(1)）。もっとも、秋以降は、年末頃にかけての国際商品市況の反落の影響から、国内企業物価も前年比プラス幅を縮小した。企業向けサービス価格（除く国際運輸）の前年比は、企業の経費節減の動きなどを受けて下落が続いたが、やや長い目でみた企業活動の回復傾向等を背景に、振れを伴いつつも下落幅は縮小した（図表 11(2)）。消費者物価（除く生鮮食品、以下同じ）の前年比については、2009 年末頃から下落幅が縮小を続け、最近は概ねゼロ%となっている（図表 12(1)）。基準改定の影響を受けにくく、基調的な物価変動を示しやすいと考えられる刈込平均値¹¹やラスパイレス連鎖指数¹²でも、同様の傾向がよりはっきりと確認できる（図表

¹¹ 10%刈込平均値は、個別品目の前年同月比を値の小さな順に並び替え、値の大きい品目と小さい品目をウエイトベースでそれぞれ10%控除して、残った品目の前年同月比を加重平均して算出。一時的な攪乱要因の影響を除いたうえで基調的な物価変動を捕捉し、将来の総合指標の変化の方向を予測するという観点からみると、10%刈込平均値は、総合（除く生鮮食品）と並んで、パフォーマンスが高い。

¹² ラスパイレス連鎖指数についてはBOX 1 を参照。

12(2))。また、消費者物価を構成する各品目の前年比について、上昇品目の割合から下落品目の割合を差し引いた指標をみると、なお下落品目の多い状況にあるが、緩やかな改善傾向が確認できる(図表 13(1))。家計調査における単価の動きをみても、大きな振れを伴いつつも、均してみると改善傾向にある(図表 13(2))¹³。こうした消費者物価の動向は、企業や家計の中長期的な予想物価上昇率が安定的に推移する中、やや長い目でみた国際商品市況の上昇やマクロ的な需給バランスの緩やかな改善の影響が、タイムラグを伴いながら、物価面に及んできたことを示していると考えられる。消費者物価の前年比の内訳をみると、財では、石油製品がプラス寄与を幾分縮小する一方、食料工業製品が僅かながらプラス寄与に転じたほか、耐久消費財のマイナス寄与が縮小したため、全体では、年度末にかけて、マイナスがごく緩やかに縮小した(図表 14(2))。一方、サービスでは、家賃が小幅マイナスを続け、外食は横ばい圏内の動きとなった(図表 14(3))。そうした中、他のサービスが、外国パック旅行の動きなどを受けて、2011 年度半ばにかけてプラス寄与を幾分拡大したあと、年度末にかけてマイナス寄与に転化し、これがサービス全体の動きを形成した。一方、公共料金については、電気・ガス代の動きなどを背景に、上昇幅が緩やかに拡大した(図表 14(1))。

(金融市場動向)

国際金融資本市場をみると、欧州債務問題については、防火壁の強化、

¹³ 消費者物価では、品質一定のもとでの物価変動を捉えるために、銘柄を固定するか、また銘柄を変更するときには品質変化を調整したうえで、価格調査を行っているのに対して、家計調査の単価では、そうした品質変化を考慮に入れていない。最近の家計調査の単価が前年比上昇しているのは、物価が下がりにくくなったということの他に、家計が、同じ品目でもより品質の高い高額品を購入しているという動きが反映されていると考えられる。

財政ガバナンスの強化、競争力の回復といった根本的な課題への対応にはなお時間を要するとみられるが、欧州中央銀行（ECB）による3年物オペによる潤沢な資金供給を受けて、欧州系金融機関の資金繰り懸念が後退したほか、ギリシャ支援に一定の進展がみられたこともあって、金融機関の資金調達環境には、改善がみられた。財政問題に懸念を持たれている諸国のクレジット・デフォルト・スワップ・プレミアムや、国債利回りの対ドイツ国債スプレッドは、足もとは幾分上昇の動きもみられているが、昨年秋から本年初にかけての局面に比べれば、総じて低下した（図表 15）。

欧州債務問題が国際金融資本市場に大きな混乱を引き起こすテイル・リスクが低下し、米国経済の緩やかな改善が続くもとの、グローバルな投資家のリスク回避の度合いは年明け以降弱まった。米欧の株価は持ち直し、インプライド・ボラティリティも大きく低下した（図表 16）。為替相場についても、昨年未まで安全資産として買われていた円が売られる一方、ユーロや新興国・資源国通貨が買い戻される動きとなった（図表 17）。

米欧の短期金融市場では、上述のECBによる3年物オペの実施に加え、昨年11月に、カナダ銀行、イングランド銀行、日本銀行、ECB、米国連邦準備制度およびスイス国民銀行が協調して、米ドル資金供給オペの適用金利の引き下げ等の措置を講じたこともあって、銀行間取引にかかる信用スプレッドは、はっきりと低下した（図表 18(1)）。企業金融面について、米欧の社債市場では、年明け以降、投資家のリスク回避の度合いが弱まるもとの、信用スプレッドが縮小した（図表 18(2)）。

この間、米国では、政策金利が低い水準に維持された。欧州では、昨年未にかけて、財政、金融システムおよび実体経済の三者の間に負の相

乗作用がみられたことを受け、ECBが、11月と12月にそれぞれ0.25%の利下げを実施したほか、銀行貸出やユーロ資金市場の流動性を支援する観点から、12月に3年物オペの実施、預金準備率の引き下げ、適格担保要件の緩和等の措置を決定した（図表19(1)）。

新興国・資源国の金融政策は国ごとに違いがみられているが、物価の上昇率が緩やかに縮小したこともあって、金融政策を引き締めから緩和に転じる動きがみられた（図表19(2)）。新興国・資源国を全体としてみると、物価上昇圧力が根強く、物価安定と成長が両立するかたちでソフトランディングできるかどうか、なお不透明感が高い状況が続いた。

日本銀行は、2012年2月の金融政策決定会合において、「中長期的な物価安定の目途」を導入し、政策姿勢を明確化するとともに、資産買入等の基金を55兆円程度から65兆円程度に増額し、長期国債の買入額を10兆円程度増額する決定を行うなど、強力に金融緩和を推進している。こうしたもとで、わが国の金融資本市場をみると、短期金融市場では、コールレートがきわめて低い水準で推移し、国庫短期証券利回りも1年物まで含めて0.1%程度での動きとなった（図表20(1)）。

銀行間取引にかかる信用スプレッドも、わが国の金融機関のバランスシートの健全性が保たれているもとで、安定的に推移した（前掲図表18(1)）。

また、為替スワップ市場を通じたドル調達プレミアムをみると、円を見合いとしたドル調達プレミアムは、昨年末にかけて欧州債務問題を巡る市場の緊張が高まる局面では上昇したが、年明け以降、明確に低下した（図表20(2)）。

短期金利の先物レートをみると、短期金利は今後2～3年にわたり低水準で推移するという市場の見方が反映されている（図表20(3)）。

長期金利については、日本銀行が包括的な金融緩和政策により、長めの市場金利の低下を促すもとで、2年物国債利回りは0.1%程度と低水準で安定的に推移した¹⁴。5年物国債利回りも、0.3%程度まで低下したほか、10年物国債利回りも、1%程度の低水準で横ばい圏内の動きとなった（図表 21）。

株価は、米国株価が持ち直すもとで海外投資家の投資姿勢が積極化したことや、為替が円安方向に転じたことなどを背景に、昨年末頃に比べて上昇した（図表 22(1)(2)）。不動産投資信託（J-REIT）も、投資家のリスク回避の度合いが弱まるもとで、幾分水準を切り上げた（図表 22(3)）。

為替相場をみると、年明け以降、グローバルな投資家のリスク回避の度合いが弱まるもとで、円の対ドル相場、対ユーロ相場が幾分下落するなど、やや円安方向の動きとなった（前掲図表 17）。

（金融環境）

わが国の金融環境をみると、緩和の動きが続いた。

企業の資金調達コストは、引き続き緩やかに低下した。すなわち、C/P市場では、信用スプレッドが低い水準で安定的に推移し、良好な発行環境が続いた（図表 23(1)）。社債市場の発行スプレッド水準は、月々の動きはスプレッドが厚い投資法人債（REIT債）の発行の有無などにより変動したが、基調的にみれば、震災前と同程度の低い水準で推移した（図表 23(2)）。この間、低格付け銘柄については、やや過熱感のあつ

¹⁴ 日本銀行は、資産買入等の基金による国債買入において、買入対象を残存期間が1年以上2年以下の国債としてきた。これは、わが国の資金調達構造をみると、相対的に長期の社債やモーゲージローンの割合が高い米国と異なり、期間3年以下の貸出等の割合が高いことなどを踏まえたものである。

た昨年央頃に比べて発行スプレッドが僅かに拡大したが、引き続き落ち着いていた状況となった。このように、社債の発行環境は、総じて良好な状態が続いた。新規の貸出金利は、長めの市場金利の低下などを反映して、緩やかな低下傾向が続いた（図表 23(3)）。成長率や物価との関係でみると、低金利の緩和効果はなお減殺されている面もあるが、企業の支払金利は、収益力に比べて、十分低い水準で推移した（図表 24）。

企業の資金調達の容易さという観点から、企業からみた金融機関の貸出態度をみると、大企業、中小企業ともに、緩和方向の動きが続き、各種の判断指標は 2000 年以降の平均以上の水準となった（図表 25(1)）。

企業の資金繰り面では、中小企業も含めて総じて改善した状態となり、やはり各種の判断指標が、2000 年以降の平均以上の水準となった（図表 25(2)）。

こうしたわが国の金融環境は、欧州債務問題による国際金融資本市場の緊張が強かった局面においても、米欧とは異なって、緩和的な状態が保たれた。社債の信用スプレッドについて、米欧では、昨年後半を中心にかなり上昇する局面もみられたが、わが国ではその間も一貫して低水準で落ち着いた状況にあった（図表 26）。金融機関の貸出態度についても、米欧では、欧州を中心に昨年末にはっきりと慎重化した。わが国では、そうした海外の影響がほとんどみられなかった（図表 27）。

以上の金融環境のもとで、企業の資金需要面をみると、企業が設備投資をキャッシュ・フローの範囲内に抑える動きを続けるもとで、資金需要は全体として力強さを欠いて推移した。そうした中であっても、震災後の生産活動の回復を受けて、運転資金需要が増加したほか、グローバル戦略の強化の動きなどを背景に、企業買収関連の資金需要にも増加の動きがみられた。これらを受けて、銀行貸出残高の前年比は、プラス幅

が拡大した（図表 28(1)）。C P 残高の前年比はプラスで推移したが、3 月末については償還が増加したこともあって、前年並みとなった（図表 28(2)）。社債残高の前年比は、C P への振り替わりもあって、最近は小幅のマイナスとなっている（図表 28(3)）。この間、社債の発行額は、発行スプレッドが極めて低い水準で推移するもとの、引き続き発行体の裾野の広がりを伴いつつ、総じて前年並みの発行額で推移した（図表 29）。

マネタリーベースの前年比は、2 桁の伸びを続けてきたが、3 月は、震災以降の大規模な流動性供給により前年水準が高かったことから、小幅ながらマイナスとなった。この点、マネタリーベースの水準を対名目 GDP 比率で見ると、引き続き既往ピーク圏で推移した。マネーストック（M2）の前年比は、2%台後半～3%程度の伸びで推移した（図表 30）。

地価は、都市部・地方圏とも下落を続けているが、下落幅は徐々に縮小してきている。具体的に 2012 年の地価公示（1 月 1 日時点）をみると、東京、大阪、名古屋の三大都市圏および地方圏において、商業地・住宅地ともに、地価は前年比でマイナスとなったが、マイナス幅は幾分縮小した（図表 31）。東京都区部における半期ごとの調査をみても、前期比でみた下落幅は縮小した。

2. 2012 年度～2013 年度の経済・物価の見通し

（経済・物価見通し）

先行きのわが国経済は、2012 年度前半には、新興国・資源国に牽引されるかたちで海外経済の成長率が再び高まり、また、震災復興関連の需要が徐々に強まっていくにつれて、生産から所得・支出への波及メカニ

ズムが働き始め、緩やかな回復経路に復していくと考えられる。2012 年度全体でみると、震災やタイの洪水による供給制約の影響を受けた 2011 年度の反動もあって、輸出や国内民間需要が高めの伸びとなることや、公共投資も復興需要からプラスに寄与するため、比較的高い成長率となることが予想される¹⁵。2013 年度については、復興需要による景気押し上げ効果が徐々に減衰していくことなどから、成長率は、2012 年度対比では鈍化するものの、新興国・資源国を中心とする堅調な海外需要のもとで、潜在成長率をはっきりと上回る成長が続くと考えられる。

以上の見通しを年度ベースの実質 GDP 成長率で示すと、2012 年度は 2% 台前半、2013 年度は 1% 台後半と想定される。こうした見通しを 1 月の中間評価における見通しと比較すると、2012 年度を中心に、幾分上振れとなる。

物価情勢の先行きを物価指数に即してみると、国内企業物価の前年比は、緩やかな上昇を続けると考えられる。消費者物価の前年比については、中長期的な予想物価上昇率が安定的に推移するとの想定のもと、マクロ的な需給バランスの改善を反映して、今回の見通し期間後半にかけて 0% 台後半となり、その後、当面の「中長期的な物価安定の目途」である 1% に遠からず達する可能性が高い。こうした見通しを 1 月の中間評価における見通しと比べると、国内企業物価については、その後の国際商品市況の上昇や円高修正の動きが影響し、2012 年度は上振れとなるが、2013 年度は概ね不変となる。消費者物価については、景気の見通しが幾分上方修正されており、その分、マクロ的な需給バランスの改善も

¹⁵ こうした経済見通しについては、電力需給の逼迫によって経済活動が制約されることはないとの前提に基づいている。因みに、震災後の節電努力により、単位電力当たりでみた生産性は大きく上昇している（図表 32）。

見込まれるうえ、為替円高の修正や原油価格上昇の影響もあって、2012年度、2013年度ともにやや上振れとなる。

以上のような経済・物価情勢を踏まえると、名目所得については、緩やかに回復していくことが展望できる。

以下、経済・物価の変動メカニズムについて補足する。

(政府支出)

復興事業支出については、平成23年度の第1次補正予算(約4兆円)、第2次補正予算(約2兆円)、第3次補正予算(約9.2兆円)、平成24年度予算(約3.8兆円)によって、「東日本大震災からの復興の基本方針」で示された事業規模(当初5年間で少なくとも19兆円)のほとんどが予算手当された。公共工事の発注の動きを示す公共工事請負金額は、2011年度半ば頃以降、振れを伴いながらも増加を続けており、工事の進捗を示す公共工事出来高も、年明け以降、増加に転じている(図表33(1))。今後、こうした震災関連支出の執行が本格化することにより、公共投資全体でも、2012年度中は高水準を維持すると見込まれる¹⁶。

(海外経済)

2011年春以降、欧州債務問題の影響による国際金融資本市場の緊張の高まりや、新興国・資源国における既往の金融引き締めの影響などから、海外経済の成長ペースは鈍化した。最近の海外経済は、なお減速した状態から脱していないものの、改善の動きもみられている。

海外経済の先行きに関する中心的な見通しとしては、新興国・資源国に牽引されるかたちで、徐々に成長率が高まっていき、見通し期間中の

¹⁶ こうした結果、既に高い水準にある政府債務残高は、先行き、さらに上昇することが見込まれる(図表33(3)~(4))。

年平均成長率は、過去の長期平均との比較で高めになると見込まれる（前掲図表 3 (1)）。国・地域別にみると、米国経済については、バランスシート調整圧力は残るものの、緩和的な金融環境が経済の下支えに働くと考えられることなどから、緩やかな景気回復を続けると考えられる。欧州経済については、債務問題に端を発するテイル・リスクが顕在化しないとの想定のもとでも、債務問題が、緊縮財政の継続などを通じて実体経済に作用するため、景気回復の動きは抑制されたものになる可能性が高い。この間、新興国・資源国経済については、先進国経済の改善のほか、インフレ圧力の低下やその下での金融緩和などを背景に、生産・所得・支出の自律的な好循環が徐々に強まり、高めの成長で推移する可能性が高いと考えられる。

（輸出入）

実質輸出は、足もとなお横ばい圏内にあるが、タイの洪水を受けた落ち込みからは既に回復しているほか、世界的な情報関連財の在庫調整にも目途がつつあるなど、少しずつ明るい動きがみられ始めている（図表 34）。また、上述のとおり、海外経済には改善の動きもみられているほか、為替レートについても、一頃に比べ円高の動きが幾分修正されている。こうした点も踏まえたうえで、先行きを展望すると、新興国・資源国に牽引されるかたちで海外経済の成長率が再び高まり、円高の下押し圧力が徐々に弱まっていくにつれて、輸出は次第に増加していくと考えられる。

ただし、近年、新興国のキャッチアップ等を背景に、日本製品の対外競争力が趨勢的に低下してきている。日本の対外競争力を、日系メーカーの世界シェアや、輸出入の相対関係に基づく国際競争力係数で確認すると（図表 35、36）、資本財は、総じて高い競争力を維持しているとみら

れる。しかし、情報関連や家電製品では、2000年代半ばの為替円安局面を含め、日系メーカーの世界シェアが趨勢的に低下しており、競争力係数をみると、旧来型の家電製品に続いて、このところテレビ等のIT家電の競争力低下が顕著となっている。また、鉄鋼では、中国の国際競争力係数が上昇する中、わが国の世界シェアが低下してきている。自動車関連については、輸入が限定的であるため競争力係数はなお高いが、リーマン・ショック以降、為替円安の動きが修正されたことや、震災やタイの洪水などの供給制約の影響もあって、世界シェアは低下気味である。以上のような対外競争力の趨勢的な低下は、海外経済の回復ペースとの関係でみて、輸出の増加ペースを幾分抑制する要因になるものと想定している。

一方、実質輸入は、増加傾向を続けている（前掲図表4）。これには、①原発停止の影響から燃料輸入が増えていること、②震災後の代替輸入や為替円高も契機となって、中間財を中心に品質・供給力が向上したアジア製品の輸入が増えていること、③海外メーカーの新製品（スマートフォンやタブレットPC）に対する需要が高まっていること、などが影響しているとみられる。こうした輸入の増加要因は、代替輸入の動きや円高の影響などについては徐々に減衰するとみられるが、全体としてみれば先行きもある程度持続すると考えられる。そうしたもとの国内需要が増加を続け輸出や生産も次第に回復していくことから、見通し期間を通じ、実質輸入は増加傾向を続けると予想される。

（対外収支と貯蓄投資バランス）

貿易収支をみると、2011年度は、1979年度以来の赤字となったと見込まれる（図表37）。これには、国際商品市況高を反映した輸入価格上昇のほか、震災やタイの洪水による供給制約を背景とした実質輸出の減少や、

原発停止に伴う燃料輸入を反映した実質輸入の増加の影響が大きい。先行きは、供給制約による実質輸出の下押し要因が解消するものの、復興需要などを背景に国内需要が強めに推移するほか、原発停止による燃料輸入の動きが残ると考えられる。こうしたことから、貿易収支については、赤字が一段と拡大する可能性は小さいものの、赤字の縮小ペースは緩やかなものにとどまると予想される。

こうしたもとの、経常収支は、当面、横ばい圏内で推移したあと、2013年度にかけて黒字幅が幾分回復すると考えられる。経常収支の黒字基調が維持されるのは、対外資産の蓄積を背景に所得収支が比較的大きな黒字を続けるためである。所得収支の先行きについては（図表 38）、海外経済減速に伴う対外資産の利回り低下がラグをもって影響するため、当面、黒字幅が幾分縮小するとみられる。もともと、その後は、海外経済の成長率が再び高まることを反映して、直接投資収益を中心に所得収支も緩やかに拡大していくと考えられる。

経常収支と概念的に一致する貯蓄投資バランスについてみると（図表 39）、見通し期間においては、一般政府の大幅な赤字が続くものの、民間部門は大幅な貯蓄超過で推移すると見込まれるため、全体としては、貯蓄超過で推移すると考えられる¹⁷。これを貯蓄率と投資率に分けてみると（図表 40）、まず、貯蓄率については、景気回復に伴う税収増加などを主因に、今後、政府部門の貯蓄率はマイナス幅を縮小することが見込まれるが、消費の増加や高齢化などを背景に、家計部門の貯蓄率は緩やかに低下するため、わが国全体の貯蓄率はゼロ%近傍で推移すると見込まれ

¹⁷ 経常収支と貯蓄投資バランスの関係については、BOX 2を参照。

る¹⁸。一方、投資率については、固定資本減耗を差し引いたネットベースでみると、住宅投資（家計部門）や設備投資（企業部門）の回復により、マイナス幅は縮小するものの、全体ではマイナスの領域にとどまると考えられる。これは、新規の国内投資額が固定資本減耗を下回ること、すなわち実物ストックの減少を意味する。その背景には、人口減少に伴って家計の住宅ストックが減少することや、内外の投資収益率格差に基づき企業がグローバル展開を積極化する過程で、国内より海外の資本ストックの蓄積を優先させることがある。このように、経済全体でみて、先行き、貯蓄率が投資率を上回って推移すると予想されるが、これは経常収支の黒字基調が維持されるという見通しと整合的である。

（企業の収益環境と設備投資）

企業収益は、現状、製造業が大企業中心に弱めの一方、非製造業は電力業を除けば堅調に推移するなど、業種・規模によるばらつきを伴いつつも、全体としては横ばい圏内の動きとなっている（図表 41）。年度で見ると、2011 年度に、震災やタイの洪水、海外経済減速や円高などの影響から、製造業大企業や電力業を中心に落ち込んだあと、2012 年度以降は、生産や需要の増加につれて、次第に増益基調に復していくと予想される。

設備投資は、被災した設備の修復などから、緩やかな増加基調にある。やや長い目でみると、設備投資は、リーマン・ショック後の大幅な落ち込みからの回復過程にあるとみられ、先行きも、経済活動や企業収益が回復するもとの、緩やかな増加を続ける見通しにある（図表 42）。3 月短観で 2012 年度の設備投資計画（土地を除き、ソフトウェアを含むベース）をみても、当初計画としては、過去数年を上回り、景気回復局面であっ

¹⁸ 過去における、部門別貯蓄投資バランスの動きについての詳細は、BOX 3 を参照。

た 2004～2007 年度の平均並みとなっている。

製造業の設備投資については、海外生産シフトが抑制要因として作用するとみられるが、現状かなり圧縮された水準にあるため、海外経済に関する不確実性が低下し、生産や収益が持ち直していけば、増加基調は維持されると考えられる。一方、非製造業については、国内需要が堅調に推移するもとの、緩やかに増加していくと予想される。とくに、通信関連では、スマートフォン需要の急増に伴い、設備投資は拡大することが見込まれる。また、高齢者ビジネスに関連した設備投資も、相応に出てくると考えられる。この間、震災関連についてみると、被災地においては、毀損した設備の修復がある程度進んだとみられるが、先行き、被害の大きい地域における本格的なインフラ整備などに伴って、民間設備の修復・建替えもさらに進んでいくと予想される。被災地以外でも、首都圏を中心に耐震強化・業務継続関連の投資が活発化するほか、自家発電設備の増強や節電関連投資も増加していくと考えられる。

こうした設備投資の見通しを、幾つかの代表的な指標を用いて評価すると、先行き設備投資が緩やかに増加していく姿は、過去の経験則や中長期の経済成長力と概ね整合的なものと考えられる(図表 43、44)。まず、設備投資対 GDP 比率は、2000 年以降の平均を徐々に上回っていくことが予想されるが、これは過去の景気回復局面に概ね沿った動きである。また、設備投資対キャッシュ・フロー比率は、概ね、足もとの企業の期待成長率に見合った水準となっている。潜在成長率等から求めた長期均衡水準と比較しても、設備投資は、リーマン・ショック後にそれをかなり下回る水準まで低下したあと、見通し期間の後半にかけて、長期均衡に近い水準まで高まっていくと考えられる。この点、こうした長期均衡は、潜在成長率ひいては成長期待によって変化しうる。すなわち、規制

改革や事業再構築の進展等により、中長期の成長期待が高まる場合には、設備投資が想定以上に上積みされる可能性がある一方、成長期待が下方にシフトする場合には、設備投資も下振れる可能性がある。

(企業の対外投資活動)

2011 年は、震災の影響により企業収益は厳しい状況となったが、企業の対外投資活動は大きく伸びた。まず、対外直接投資額をみると、2011 年は 2008 年に次ぐ過去 2 番目の大きさとなった (図表 45(1))。また、対外的な企業の M&A (合併・買収) も大きく増加した (図表 45(2))。こうした企業の積極的な対外投資の動きは、為替が円高に振れたことも一因であるが、基本的には、海外現地需要取り込みのための活動拠点の拡充といった動機による面が大きいと考えられる (図表 45(3))。これまでの動きをみると、こうした海外直接投資の収益率は、国内の投資収益率よりも高い (図表 45(4))。企業が、先行き、海外現地需要の取り込みなど収益率の高い対外投資活動を活発化する場合には、連結ベースでみた企業の収益力が高まるとともに、前述のような対外収支面では、所得収支の増加がより明確になっていく可能性がある。ただし、高い収益機会にはリスクが伴うものであり、海外投資活動については、適切なリスク管理が求められる。

(雇用・所得環境と家計の支出行動)

雇用・所得環境は、堅調な国内需要などを反映して労働需給に改善の動きがみられており、雇用者報酬は横ばい圏内の動きとなっている (図表 46、47)。先行きについては、経済活動の回復に伴い労働需給の改善が続き、企業収益も持ち直していくにつれて、それらの好影響が雇用者報酬にも徐々に及んでいくと考えられる。ただし、当面は、①賞与を中心

に、2011年度の厳しい企業業績がラグを伴って影響していくことや、②公務員給与の引き下げが行われることなどから、雇用者報酬も横ばい圏内で推移する可能性が高い。足もと労働分配率が高止まっている点も踏まえると、2012年度上期から経済活動が回復するとしても、雇用者報酬の改善がはっきりしてくるのは、2012年度下期以降になると考えられる。

現状の労働分配率の高止まりには、賃金・雇用の両面が影響している。まず賃金面についてみると、2011年度の冬季賞与が、企業収益との対比で強めとなった。この背景としては、①製造業大企業を中心に、2010年度の好業績が反映され、2011年度の業績悪化があまり反映されなかったこと、②復興関連需要の恩恵を受けている建設業が堅調であったこと、などが影響している（図表 47(3)）。前者については、夏冬型で賞与を決定する企業が多く、震災発生前に、年間賞与額がほぼ決定していたためと考えられる。これらの企業は、2011年度の業績を踏まえて、2012年度の賞与を抑制する可能性が高い（図表 47(4)）。一方、雇用面についてみると、2011年度は、震災やタイの洪水の影響などから経済活動が停滞する中であっても、雇用が概ね維持されたことから、一人当たりの労働生産性は、長期トレンドからかなり下方に乖離している（図表 48(1)(2)）。これは、マクロ的にみれば、雇用に過剰感が残っていることを示している。このため、先行き経済活動が回復しても、当面は、雇用の回復や失業率の低下が緩やかなものにとどまると考えられる（図表 48(3)）。また、被災地を中心とした雇用のミスマッチの高まりが¹⁹、雇用回復や失業率低下のペースをさらに緩やかにする可能性がある。

個人消費をみると、家計所得が伸びない中であっても、このところ底

¹⁹ 被災地の雇用情勢についてはBOX 4を参照。

堅さを増している（前掲図表 7、図表 49）。この背景としては、基本的には、震災後の落ち込みから、経済活動や労働需給が回復し、消費者マインドも改善していることを指摘することができるが、それに加えて、①ペントアップ需要や被災地における生活再建消費、②震災後の消費者心理の変化（「絆消費」など）、③高齢者消費の増加、④エコカー補助金などの政策効果、⑤円高メリット、といった様々な要因が複合的に影響しているためと考えられる²⁰。

このうち、高齢者消費の増加について、やや仔細にみると、人口に占める高齢者の比率は年々高まり、個人消費に占める比率も 65 歳以上が 3 割、60 歳以上では 4 割強に達するなど（家計調査ベース）、高齢者の消費の重要性は着実に高まっている（図表 50(1)(2)）。ライフサイクル仮説によると、高齢者は、毎期の所得よりも資産に依存して消費する割合が高く、消費行動が景気に左右されにくい。実際、60 歳以上の消費性向は、それ以下の年齢に比べ大幅に高い（図表 50(3)）。また、マクロの消費性向は、こうした消費性向の高い高齢者の数が増加することによって、持続的に押し上げられている（図表 50(4)）。さらに、最近の特徴は、高齢者の消費性向が傾向的に高まっているという点である（前掲図表 50(3)）。高齢者の消費性向の高まりは、2000 年代前半については、介護保険の導入によって、高齢者の将来不安が低下したことが影響した可能性が考えられる。一方、最近の消費性向の高まりには、そもそも高い消費性向をもつ「団塊の世代」（いわゆる「アクティブシニア層」）が高齢層に達してきていること、また、高齢者ビジネスに関する企業側の取り組みが徐々

²⁰ こうした消費の堅調さに関する企業ヒアリングの結果については、「各地域における最近の個人消費の動向とその背景」（地域経済報告（さくらレポート）、2012 年 4 月）を参照。

に進んでいること、などが影響していると考えられる²¹。

先行きの個人消費については、マクロ的な観点からみると、公務員給与引き下げなどが下押し要因となるものの、景気回復を背景に雇用・所得環境が次第に改善に向かうことから、個人消費も徐々に伸びが高まっていくと考えられる。先に掲げた要因についてみると、消費者心理の変化は評価が難しく、政策効果や円高メリットは、当面作用しつつも、次第に減衰していくと考えられる²²。一方で、ペントアップ需要や生活再建消費については、一時的な要素もあるが、今後、被災地での復興が本格化していくことを踏まえれば、先行きも相応に維持される可能性が高い。また、高齢者消費については、高齢者の需要を取り込む企業側の対応が徐々に進んでいる点も踏まえれば、ある程度持続的な効果を持ち得ると考えられる。こうした要因などから、個人消費は、見通し期間中、家計所得に比してやや強めに推移すると予想される。

住宅投資については、このところ持ち直し傾向にある（前掲図表8）。先行きについては、震災後一旦抑制された需要の復元に加え、被災住宅の再建も次第に顕在化するとみられるほか、住宅取得促進策の効果もあって、徐々に増加していくと考えられる。

（物価変動を取り巻く環境）

国際商品市況は、世界経済に関する不確実性の低下やイラン情勢を巡る地政学リスクの高まりから、昨年末頃をボトムとして、原油を中心に

²¹ 高齢者の個人消費についてはBOX 5を参照。

²² リーマン・ショック後、累積的にはかなりの為替円高が進んでおり、輸入財の円建て価格の押し下げに作用している。もっとも、同時に、国際商品市況や現地通貨建ての財価格が上昇しているため、円高のペースほど輸入財の円建て価格が下落しているわけではない。このため、消費者や小売業者では、ある程度の円高メリットを指摘しつつも、過去の急速な円高局面に比べればメリットは感じにくいとの声が多い模様である。

上昇している（図表 51）。先行きについては、やや長い目でみれば、海外経済の成長に沿って、国際商品市況も緩やかに上昇することが想定される。こうした国際商品市況の動きを踏まえると、国内のエネルギー価格や食料品価格についても、緩やかな上昇傾向が続くと考えられる。

中長期的な予想物価上昇率について、市場参加者やエコノミストによるアンケート調査をみると、ここ数年、概ね1%程度で安定的に推移している（図表 52）²³。家計について、アンケート調査から推計される中長期的な予想物価上昇率をみると、最近では横ばい圏内で推移している（図表 52(1)）。

マクロ的な需給バランスについては、やや長い目でみると、震災などによる振れを伴いつつも、リーマン・ショックによる落ち込みからの緩やかな改善傾向が維持されている（図表 53(1)）。先行きについても、日本経済が潜在成長率を上回る成長を続けることに伴って、マクロ的な需給バランスは改善を続けていくと予想される²⁴。

先行きの消費者物価については、中長期的な予想物価上昇率が1%程度で安定しているという想定のもとで、今後、マクロ的な需給バランスの改善を反映して、今回の見通し期間後半にかけて0%台後半となり、その後、当面の「中長期的な物価安定の目途」である1%に遠からず達する可能性が高い。

²³ 予想物価上昇率を把握するための様々な指標については、BOX 6を参照。

²⁴ 潜在成長率については、リーマン・ショック後の経済の落ち込みを受けて、資本ストックの伸びが鈍化したことなどから、一時的に0%近傍まで低下した（図表 53(2)）。その後、経済が緩やかに成長する中で、資本ストックの伸びや潜在的な労働投入量の改善などもあって、緩やかに伸び率は高まっている。見通し期間中の潜在成長率については、生産関数アプローチに基づく一定の手法で推計すると、「0%台半ば」と計算される。ただし、潜在成長率は、推計手法や今後蓄積されていくデータにも左右される性格のものであるため、相当幅をもってみる必要がある。

消費者物価とマクロ的な需給バランスの間には、やや長い目でみると緩やかな正の相関関係があると考えられる。実際、消費者物価の動きをマクロ的な需給バランスとの関係で見ると、これまでのところ、マクロ的な需給バランスが緩やかな改善傾向をたどる中で、下落幅が徐々に縮小してきている（図表 54(1)）。基準改定の影響を受けにくい連鎖指数についても、同様の関係が確認できる（図表 54(2)）。もともと、消費者物価の前年比が改善する方向に転じてから1%ポイント上昇するまでにかかる時間については、マクロ的な需給バランスの水準が高く、上昇ペースも速かった1980年代後半には1年程度、一方、マクロ的な需給バランス水準が低く、上昇ペースも遅かった1990年代半ばには2年程度かかっている（図表 55）。こうした過去の経験則に基づくと、現状、概ねゼロ%である消費者物価の前年比が1%に達するには、相応の時間がかかると考えられる。

なお、過去においては、連鎖指数の前年比は、通常の固定基準年指数の前年比に比べて、基準年（現在は2010年）から時間が経つにつれ、低めとなる傾向があった。こうした点を踏まえると、連鎖指数の2013年頃の前年比は、固定基準年指数を念頭に置いた今回の消費者物価見通しに比べて、幾分低くなっている可能性がある。ただし、BOX 1で整理したように、今次基準年指数については、価格下落の大きいテレビなどのウエイトが2011年以降低下しているため、その乖離幅は比較的小さなものにとどまると考えられる。

以 上

(BOX 1) 消費者物価のラスパイレス連鎖指数

消費者物価のラスパイレス連鎖指数（以下、連鎖指数）は、固定基準年指数と異なり、毎年、①個別品目のウェイトを更新し²⁵、②個別品目ごとの指数水準を前年の12月の指数水準が100になるようにリセットしたうえで、全体の指数が作成される²⁶。これらは、物価の基調を判断するうえで、以下のようなメリットをもつと考えられる。

(ウェイト更新のメリット)

連鎖指数では、ウェイトが毎年更新されるため、最近時点における消費者の支出構造が反映されるというメリットがある。2010年の支出構造をみると、家電エコポイント制度によって、テレビなど耐久消費財への支出が大幅に増加したが、2011年には反動により大きく減少した（図表56(2)(3)）。固定基準年指数の場合、2010年のような特殊な年の支出ウェイトがその後5年間使用されることになり、耐久消費財価格の影響が過大評価されることになる。その点、連鎖指数では、毎年支出ウェイトが変わるため、家電エコポイント制度など一時的な要因の影響が持続しない。

(指数水準リセットのメリット)

テレビやパソコンなど継続的に価格が大きく下落する品目が存在する場合、固定基準年指数では、そうした財の指数水準が時間の経過とともに低くなるため、全体の指数の前年比に与える影響が小さくなっていく。このため、固定基準年指数の前年比は連鎖指数よりも高めとなり、基準時点から離れるに従って、その乖離が大きくなるという傾向がある（図表56(1)）²⁷。基準改定時には、固定基準年指数では、指数水準が、5年間の変化が累積された水準から100に一気にリセットされるため、これら品目の価格下落の影響が、非連続的に大きくなり、段差が生じる。一方、連鎖指数の場合、指数水準を毎年リセットするため、基準改定時に固定基準年指数のような大きな段差が生じない。

²⁵ 前年の家計調査の結果などをもとに、支出ウェイトが計算される。

²⁶ 2010年基準のラスパイレス連鎖指数からの措置。2005年基準のラスパイレス連鎖指数では、前年の暦年平均値が100になるようにリセットしていた。

²⁷ 基準改定の翌年については、固定基準年指数と連鎖指数はほぼ同じ動きとなるが、前年の暦年平均値を100にリセットするか（固定基準年指数）、前年の12月を100にリセットするか（連鎖指数）で若干の差が出る。

(BOX 2) 経常収支と貯蓄投資バランス

(経常収支と貯蓄投資バランスの考え方)

一国の経常収支の動きは、その国の貯蓄投資バランスの動きと一致する。一国の経済を簡便的に示すと、下記の通りとなる。

$$\text{国民所得} = \text{消費} + \text{投資} + \text{経常収支} \cdots \text{①}$$

ここで、国民所得から消費を引いたものが貯蓄、そして貯蓄と投資の差が貯蓄投資バランスであるため、これが経常収支と一致することになる。

$$\text{国民所得} - \text{消費} = \text{貯蓄} \cdots \text{②}$$

$$\text{①と②より、貯蓄} - \text{投資} = \text{貯蓄投資バランス} = \text{経常収支} \cdots \text{③}$$

したがって、一国として貯蓄が投資を上回る状態（貯蓄超過の状態）は、経常収支黒字と一致する。わが国の過去の経常収支と貯蓄投資バランスの推移をみると、経常黒字＝貯蓄超過の状態が続いている（前掲図表 39）。両者の関係は、例えば、経常収支が先に決まり、貯蓄投資バランスが後で決まるといった因果関係ではなく、家計、企業、政府の各経済主体の行動の結果、同時に決定されるものである。

(経常収支・貯蓄投資バランスを評価するうえでの留意点)

このところの経常収支黒字の縮小や、海外生産シフトの動き、少子高齢化を背景とした家計貯蓄率の低下懸念などにより、経常収支や貯蓄投資バランスに対する注目が集まっている。以下では、上記の概念整理をもとに、経常収支や貯蓄投資バランスをみるうえでの留意点を示す。

- (1) 海外現地生産シフトは、必ずしも経常黒字の縮小につながるとは限らない。海外に生産設備が移管されれば、わが国からの輸出の抑制を通じて貿易収支を下押しし、経常黒字の縮小に作用する。しかし、その一方で、海外子会社からの配当等の受け取りが増加するため、所得収支を通じて経常黒字の拡大にも寄与する。海外生産拡大によって、それ以前に比べグローバル需要の取り込みを大きく増加させることができれば、所得収支の拡大が貿易収支の減少を上回る可能性もある。これを貯蓄投資バランスからみると、海外現地生産シフトは、所得収支を通じて国民所得を支える一方、国内設備投資に抑制的に働くため、貯蓄投資バランス（＝経常収支）面からは、貯蓄超過幅が拡大する可能性もあるということになる。

(2) 少子高齢化による家計貯蓄率の低下が、経常黒字の縮小につながるとは限らない。家計の貯蓄率は、少子高齢化によって、所得よりも蓄積した資産に依存して消費を行う高齢者の比率が高まるため低下するが、一方で住宅投資も減少するため、家計の投資率も低下する。この結果、家計の貯蓄投資バランスがどのように変化するかは、先験的には不明である。また、少子高齢化に伴う人口減少がわが国の成長率を下押しすると考えると、企業はグローバル需要の取り込みのために、海外現地生産シフトを加速するかもしれない。その際、上記の整理のように、国内投資は縮小するため、場合によっては、一国全体の貯蓄超過幅が拡大することもありえる。

(3) 対外総資産が約 580 兆円、対外純資産が約 260 兆円と積み上がっている中で、そこから得られる所得収支は、このところ 10 兆円を超えている（前掲図表 38）。当面は、こうした対外資産からの収益によって、大幅な所得収支の黒字を確保することが可能となっており、貿易赤字が更に大幅に拡大しない限りにおいては、経常黒字は続く可能性が高い。また、企業の海外展開によって、新興国向けなどを中心に収益率の高い直接投資が拡大すれば、所得収支の黒字幅は更に拡大する可能性もある。

(BOX 3) 部門別の貯蓄投資バランスの動き

わが国の貯蓄投資バランスをやや長い目でみると、貯蓄超過（＝経常収支黒字）の状態が続いてきた（前掲図表 40(1)）。これを貯蓄率と投資率に分けてみると、いずれも長期的に低下傾向にある。以下では、家計部門、企業部門、政府部門のそれぞれについて、貯蓄率、投資率の過去の推移を確認する。

(家計部門)

2000年代にかけては、投資率が横ばいとなる中で、高齢化を主因に貯蓄率が低下してきたことから、貯蓄超過幅が縮小した（前掲図表 40(2)）。もっとも、2000年代後半以降は、投資率（主として住宅投資）が低下する一方、定額給付金など各種の所得移転があったにもかかわらず消費が抑制されたため、貯蓄率が上昇に転じた。その結果、貯蓄超過幅が拡大した。これは、リーマン・ショック後の景気後退局面において、財政赤字の拡大もあって家計が先行きに対する不安を高めた結果、住宅投資を抑制するとともに、消費も抑制したためと考えられる。ちなみに、世帯主の年齢別の消費性向をみると、後述するように60歳以上の消費性向が上昇した一方、59歳以下の消費性向がやや低下（貯蓄率が上昇）している（前掲図表 50(3)）。

(企業部門)

1980年代後半から1990年代前半にかけては、バブル期に設備投資が大きく盛り上がったことを映じて、投資超過の状態が続いた（前掲図表 40(3)）。バブル崩壊後は、企業がバランスシート調整を進める中で設備投資が抑制された一方、事業再構築や人件費抑制などによる企業収益の改善が貯蓄の増加につながり、2000年代を通じて、企業部門は貯蓄超過の状態が続いた。リーマン・ショック後は、投資率が落ち込む一方、貯蓄率は概ね横ばい圏内の動きとなったため、企業の貯蓄超過幅は拡大した。

(政府部門)

1990年前後は、税収の増加を反映して貯蓄が大幅に伸びたことから、貯蓄超過となった（前掲図表 40(4)）。その後、資産バブルの崩壊に伴い税収が落ち込む中で、累次の景気対策により投資率が高止まりしたため、投資超過額（＝財政赤字）が大幅に拡大した。2000年代半ばには、景気回復による税収増加や支出抑制策を背景に、投資超過額（＝財政赤字）は一旦縮小したが、リーマン・ショック後は、税収の大幅な落ち込みや各種社会給付の増額などを反映して、投資超過額（＝財政赤字）が拡大した。

(BOX 4) 被災地の雇用情勢

被災地の雇用環境をみると、震災直後は悪化したが、このところ改善の動きがみられている(図表 57(1))。東北地方の被災3県(岩手県、宮城県、福島県)では、建設業を中心に幅広い業種で求人が大幅に増加しているため、全国と比べても求人倍率の改善ペースは速い(図表 57(2))。もっとも、こうした労働需要の高まりは、これまでのところ、十分な雇用増加には結びついていない。

これには、復興関連需要から求人が高まっている建設業関連では、水産加工業や農漁業といった震災前の前職とで求められるスキルが大きく異なることなどが影響していると考えられる。また、被災地での雇用保険の給付期間が通常に比べ最大210日間延長されたため、労働供給の伸びが低い水準にとどまっていることも影響している可能性がある(図表 57(3))。

雇用保険の期限が順次到来していることなどから、労働供給は回復に向かうとみられるが、ミスマッチの解消には時間がかかるとみられる。また、建設業など特定の業種における労働需給の逼迫は、それら業種の賃金への持続的な上昇圧力となる可能性がある(図表 57(4))。

(BOX 5) 高齢化と個人消費

最近の個人消費の特徴としては、①高齢者の消費の重要性が高まっていること、②さらに、高齢者の消費性向が傾向的に高まっているという点である(前掲図表 50(3))。後者については、年々高齢者の消費意欲が高まってきていることを意味するが、この点に関連して、年齢階層別のパネルデータを用いた分析を紹介する。

年齢階層別のパネルデータを用いた分析(コーホート分析)では、①各年齢階層において、どの年に生まれたかに関係なく、共通にみられる特徴(年齢効果)と、②特定の年代に生まれた世代に特有にみられる特徴(世代効果)、に分けて分析することが可能である。

分析に基づくと、①については、勤労年齢層の消費性向は低く、高齢層の消費性向は高い、という傾向が観察される(図表 58(1)①)。これは、ライフサイクル仮説と整合的な結果である。すなわち、勤労年齢層は、所得に比べて消費を抑え、将来リタイアした場合に備えて貯蓄を行なう。一方、高齢層は、主な所得は年金であるため勤労年齢層に比べ所得水準が低く、蓄積した資産に依存して消費活動を行なう比率が高いことから、消費を所得で割った消費性向は高くなる。

②の世代効果については、第二次世界大戦の終了直後に生まれた「団塊の世代」と呼ばれる人々が、その前後の世代に比べて、消費性向が高いという結果が得られた(図表 58(1)②)。最近の高齢層の消費性向の高まりには、そもそも高い消費性向をもつ世代(いわゆる「アクティブシニア層」)が、高齢層に達してきていることが影響していると考えられる。

高齢層の消費支出構成を、それ以下の年齢層と比較すると、「交際費」「保健医療」「食料」「旅行」などの比率が、高いことが特徴である(図表 58(2))。最近企業は、こうした高齢者の消費意欲の高さを取り込むため、サービス産業を中心に、アクティブシニア層向けの商品・サービスの開発や供給体制を強化しつつある。

(BOX 6) インフレ予想を把握するための様々な指標

物価の先行きに対する家計や企業の見方を表すインフレ予想は、金融政策運営にあたって、重要な情報を提供する²⁸。第1に、インフレ予想は、将来の物価変動を考慮に入れた実質金利の変化を通じて、家計の消費や企業の投資などの意思決定に作用し、ひいては景気変動に影響を与える。すなわち、名目金利が一定でも、インフレ予想の変化を通じて実質金利が変化すれば、金融環境の引締め・緩和の度合いは変化し得る。第2に、インフレ予想は、賃金・価格設定行動を通じて、実際の物価上昇率に影響を及ぼす。企業や家計は、先行きの物価変動が予想されるのであれば、それを考慮に入れて販売価格や賃金を決定しようとするからである。

以上2つの観点からは、短期的なインフレ予想よりも、中長期的なインフレ予想の動向が重要である。この理由として、1つめの「景気への影響」という観点からは、実質金利が大きな影響を与えるのは、耐久消費財や機械・建設設備の購入、すなわちかなり長い期間を念頭においた異時点間の意思決定に対してであることが挙げられる。2つめの「実際の物価に影響を与える」という観点からは、企業の価格設定行動や家計の消費行動が、中長期的なインフレ予想、言い換えれば社会に根づいた物価観によって規定される面が大きいと考えられる点が挙げられる。

インフレ予想を把握する手法は、大きく分けると、家計や企業、エコノミストへのサーベイ調査に基づくものと、市場価格情報から抽出するものに分類できる(図表59(1))。これらの各種指標には、それぞれメリット、デメリットがあるため、特定の指標に偏ることなく幅広く点検し、インフレ予想の動向を包括的に捉えることが重要である。

例えば、企業の販売価格や仕入価格の先行き予想については、常に自社にとって不利な方向で答えるバイアスがあるものの、企業物価指数の短期的な先行きを予測するうえで、一定の有用性を持つことが知られている。一方、家計の短期的なインフレ予想は、ガソリンや食料品など購入頻度の高い品目の短期的な価格動向に、影響されやすいことが指摘されている²⁹。

²⁸ わが国や海外のインフレ予想指標の詳しい解説については、日銀レビュー「インフレ予想について」(2008-J-15、2008年)や同「中長期の予想物価上昇率に関するサーベイの有用性について」(2011-J-8、2011年)を参照。

²⁹ このほか、サーベイ調査については、家計や企業が、品質の変化を考慮したうえで回答しているか明確ではないという点にも注意が必要である。実際の物価指数では、品質一定

エコノミストによるインフレ予想については、短期的な予測に加え、今後5年間、10年間といった中長期的な予測も利用可能である点で有用性は高く、わが国のみならず各国の中央銀行によって幅広く利用されている。もっとも、そうしたエコノミストのインフレ予想は、実際の家計の消費行動や企業の賃金・価格設定行動とどの程度関係しているのか明らかでない、というデメリットもある。さらに、エコノミストが「中長期的には中央銀行が目指しているインフレ率に収束するはず」といった経済理論に基づいて回答しているとすれば、中央銀行がそうしたエコノミストの予想を点検しても、自分の姿を鏡に映して見ているに過ぎない可能性もある（looking into the mirror problem）。

物価連動国債やインフレ・スワップ取引といった市場価格情報から抽出されるインフレ予想は、多様な市場参加者の見方が集約された指標と考えられる半面、実際には、市場流動性の状況に大きな影響を受けることに注意する必要がある。

とりわけ、わが国の物価連動国債については、2008年のリーマン・ショックを契機に、それまで物価連動国債の主要な保有主体であった海外金融機関の多くが、ポジションを急激に縮小したこともあって、市場流動性が大きく低下した。その後も、わが国の投資家は、グローバルな金融危機に伴うデフレ圧力が強まる中で、償還時の元本が保証されない物価連動国債への投資を忌避する傾向を続けた。こうした中、2008年8月を最後に、物価連動国債の新規発行は停止されているほか、国債整理基金による買入消却も大規模に実施されている。その結果、わが国の物価連動国債の市場規模は、ピーク時の8兆円強から、最近では4兆円を下回る水準まで減少しており、その国債発行残高全体に占める比率も1%を下回るなど、米国とは状況がかなり異なっている（図表59(2)）³⁰。このように市場流動性が顕著に低下したもとでは、物価連動国債の利回りには、固定利付国債に比べて、大きな流動性プレミアムが上乘せされる。このため、インフレ予想として用いられるブレイク・イーブン・インフレ率（BEI）——固定利付国債と物価連動国債の利回り格差から求められるもの——の水準は、無視できない下方バイアスを持っているほか、その動きは、必ずしもインフレ予想の変化だけでなく、固定利付国債と物価連動国債の流動性の差の変化からも影響を受けると考えられる。

のもとでの物価変動を捉えるために、品質が向上した分は価格の低下として処理している。

³⁰ ただし、財務省は、償還時の元本に対してフロアを付与するなど、商品設計を見直したうえで、物価連動国債の発行再開に向けて、市場関係者も交え実務的な検討を行っている。

インフレ・スワップについても、米国では比較的活発に取引が行われている一方、わが国では機関投資家等によるインフレ・ヘッジ需要が低く、取引量も少ないため、情報ベンダーなどによって市場価格情報が提供されていない状況にある。

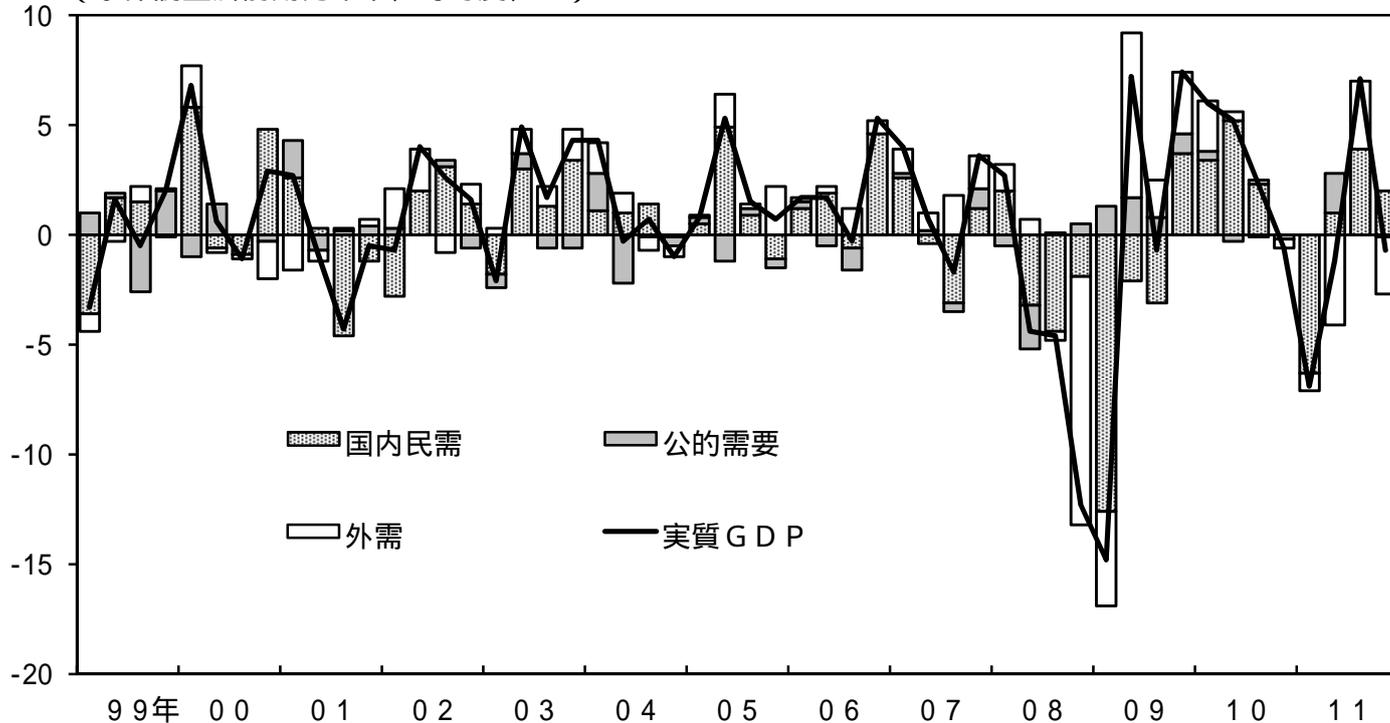
経済・物価情勢の展望（2012年4月）参考計表

- | | |
|----------------------------|----------------------------|
| (図表 1) 実質GDPと業況判断 | (図表 36) 国際競争力係数 |
| (図表 2) 海外経済 | (図表 37) 貿易収支 |
| (図表 3) 海外経済と為替レート | (図表 38) 所得収支と対外資産・負債 |
| (図表 4) 輸出入 | (図表 39) 経常収支と貯蓄投資バランス |
| (図表 5) 鉱工業生産 | (図表 40) 部門別の貯蓄投資バランス |
| (図表 6) 企業収益と設備投資 | (図表 41) 企業収益 |
| (図表 7) 個人消費 | (図表 42) 設備投資計画 |
| (図表 8) 住宅投資 | (図表 43) 資本ストック循環 |
| (図表 9) 全産業活動指数 | (図表 44) 設備投資の水準評価 |
| (図表 10) 生産要素の稼働状況 | (図表 45) 企業の対外投資活動 |
| (図表 11) 企業物価 | (図表 46) 雇用者所得 |
| (図表 12) 消費者物価(1) | (図表 47) 雇用・賃金 |
| (図表 13) 消費者物価(2) | (図表 48) 労働市場の需給環境 |
| (図表 14) 消費者物価(3) | (図表 49) 可処分所得・消費性向・貯蓄率 |
| (図表 15) ソブリン・リスク・プレミアム | (図表 50) 高齢化と個人消費 |
| (図表 16) 米欧の株価とボラティリティ | (図表 51) 国際商品市況と海外経済 |
| (図表 17) 為替相場 | (図表 52) 物価の見方 |
| (図表 18) 主要国金融市場の信用スプレッド | (図表 53) 需給ギャップと潜在成長率 |
| (図表 19) 政策金利 | (図表 54) 需給ギャップとインフレ率(1) |
| (図表 20) 短期金利 | (図表 55) 需給ギャップとインフレ率(2) |
| (図表 21) 長期金利 | (図表 56) 消費者物価のラスパイレス連鎖指数 |
| (図表 22) 株価・REIT市場 | (図表 57) 被災地の雇用情勢 |
| (図表 23) CP・社債スプレッドと貸出金利 | (図表 58) 高齢者消費の特徴 |
| (図表 24) 金利水準と実体経済 | (図表 59) インフレ予想の抽出に用いられる情報等 |
| (図表 25) 企業金融 | |
| (図表 26) 日米欧の社債金利(流通利回り) | (参考図表) 地域別の景気の総括判断 |
| (図表 27) 日米欧における銀行の貸出運営スタンス | (地域経済報告) |
| (図表 28) 貸出残高とCP・社債発行残高 | |
| (図表 29) 社債の発行スプレッドと発行額 | |
| (図表 30) マネタリーベースとマネーストック | |
| (図表 31) 地価 | |
| (図表 32) 電力需要の動向 | |
| (図表 33) 公共投資と政府債務残高 | |
| (図表 34) ITサイクル | |
| (図表 35) 日系メーカーの世界シェア | |

実質GDPと業況判断

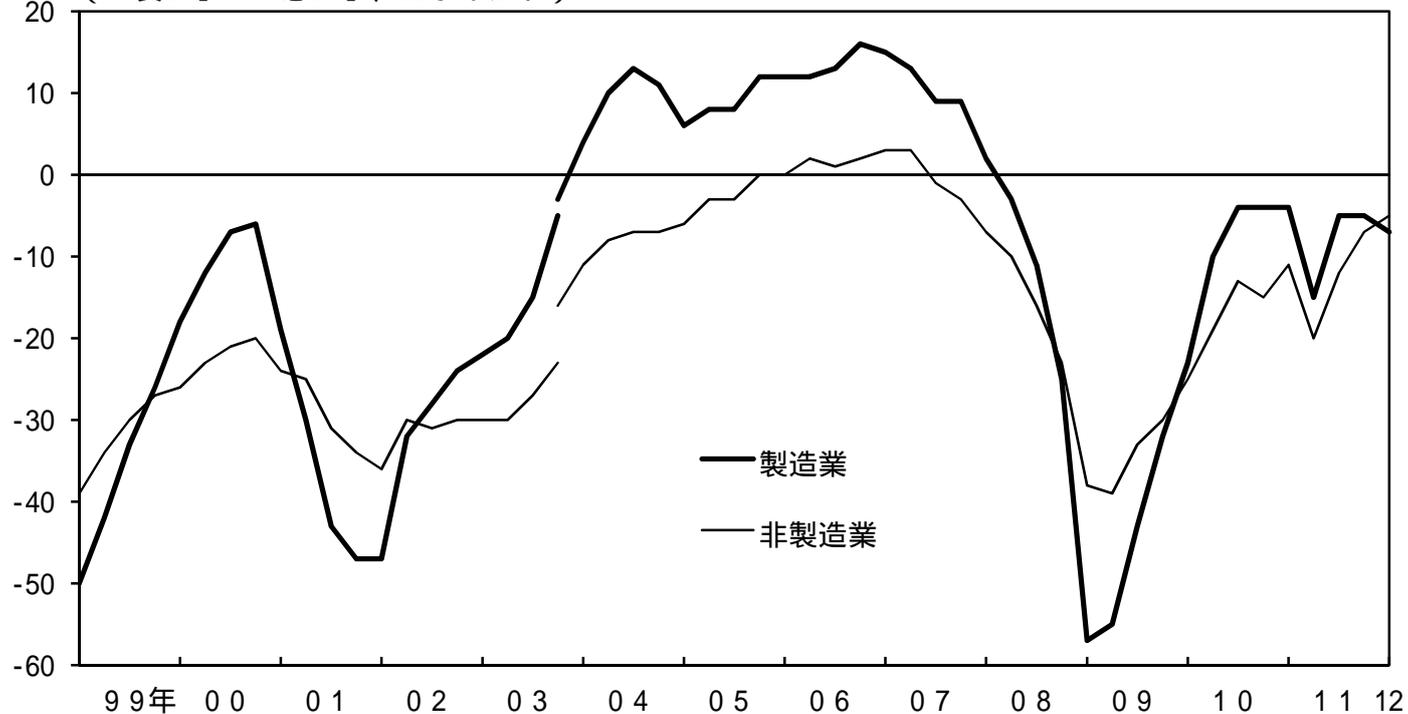
(1) 実質GDP

(季節調整済前期比年率、寄与度、%)



(2) 業況判断

(「良い」 - 「悪い」、%ポイント)

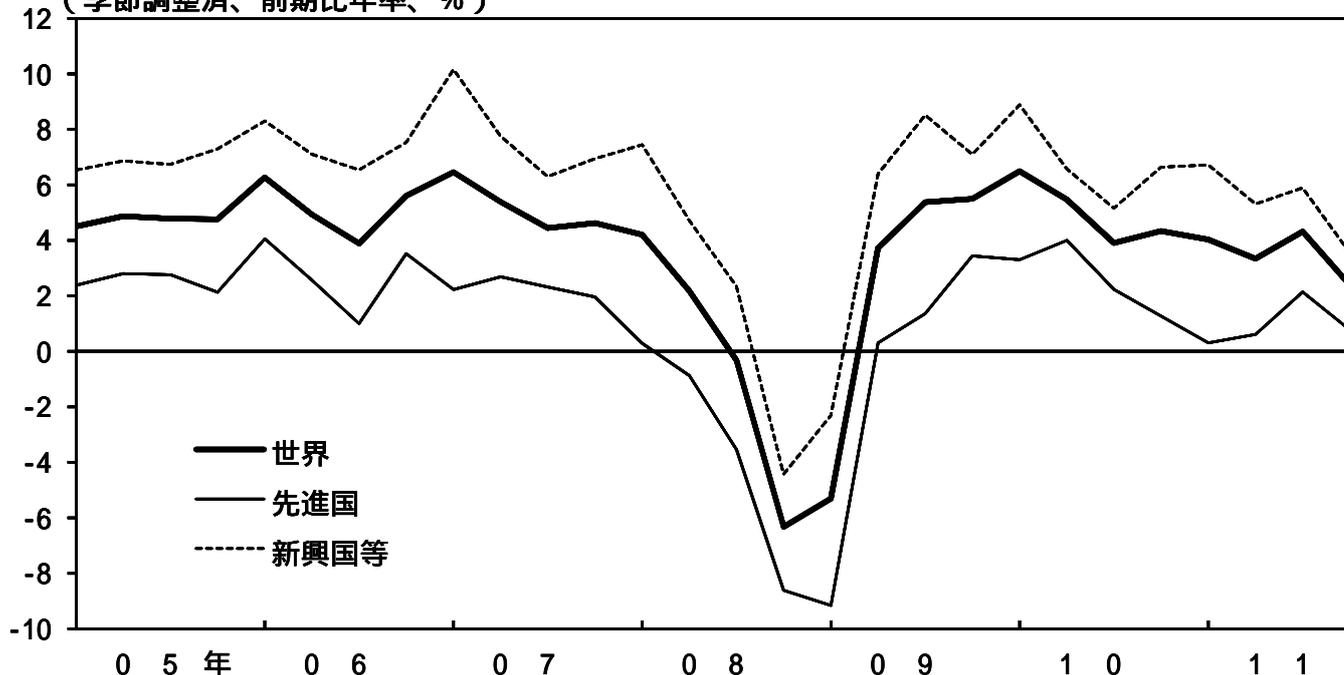


(注) 1. 短観ベース。計数は、全規模合計。
2. 2004/3月調査より見直しを実施。旧ベースは2003/12月調査まで、新ベースは2003/12月調査から。

(資料) 内閣府「国民経済計算」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

海外経済

(1) 世界経済の実質成長率
(季節調整済、前期比年率、%)

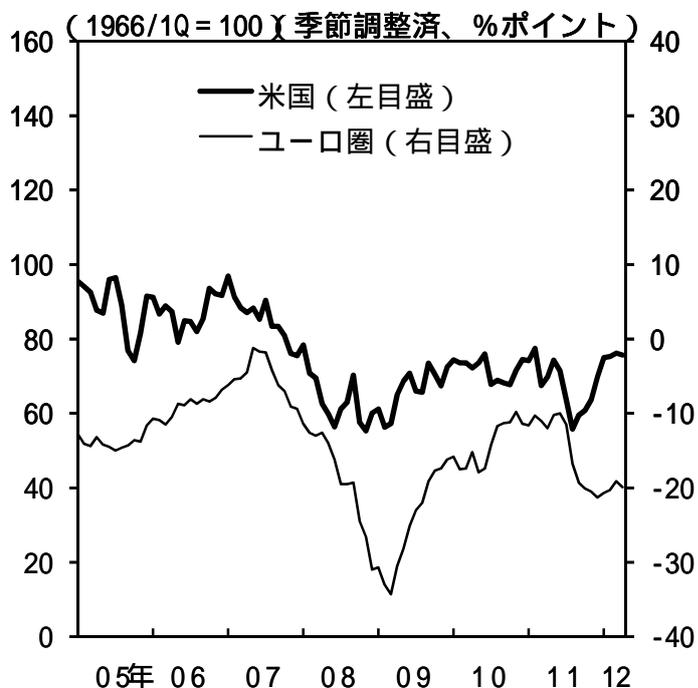


(注) 1. IMF公表のGDPウエイト(購買力平価基準)を用いて算出。
 2. 世界の実質成長率は、184か国ベース。先進国は、日本・米国・ユーロ圏17か国および英国。
 3. 新興国等には、過去の実質GDP成長率の年次データをもとに、四半期GDPを試算したものを含む。

(2) 企業の景況感



(3) 家計の景況感

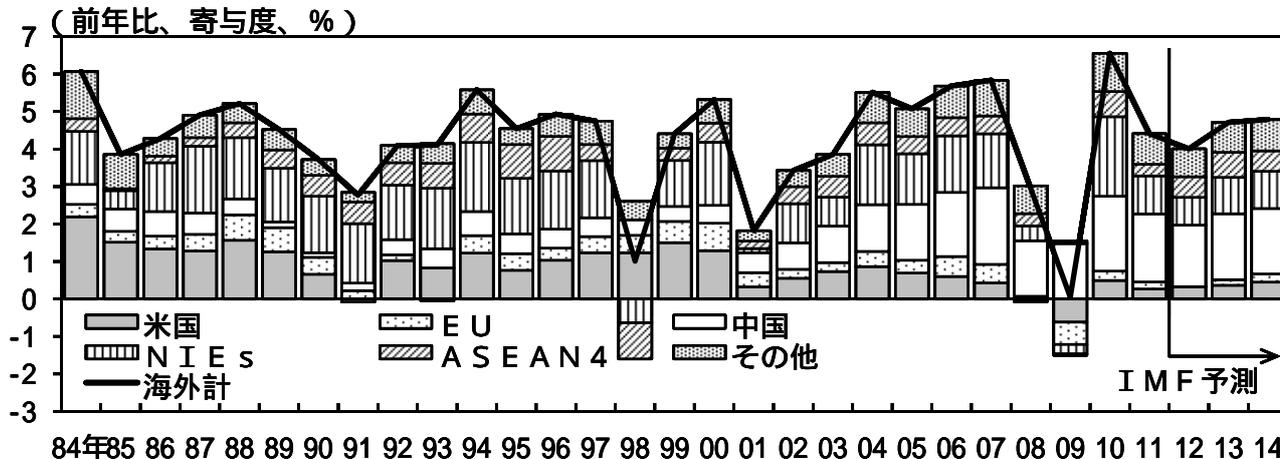


(注) 1. (2)、(3)の米国は、それぞれISM製造業指数、ロイター/ミシガン大学消費者信頼感指数。ISM製造業指数は、50%を上回ると製造業の景気拡大、50%を下回ると製造業の景気縮小の目安とされている。
 2. (2)、(3)のユーロ圏は、欧州委員会景況感指数の製造業コンフィデンスと消費者コンフィデンス。いずれも0%ポイントを上回ると景況感の改善、0%ポイントを下回ると景況感の悪化の目安とされている。

(資料) IMF「World Economic Outlook」、各国統計局、欧州委員会、トムソン・ロイター、H A V E R

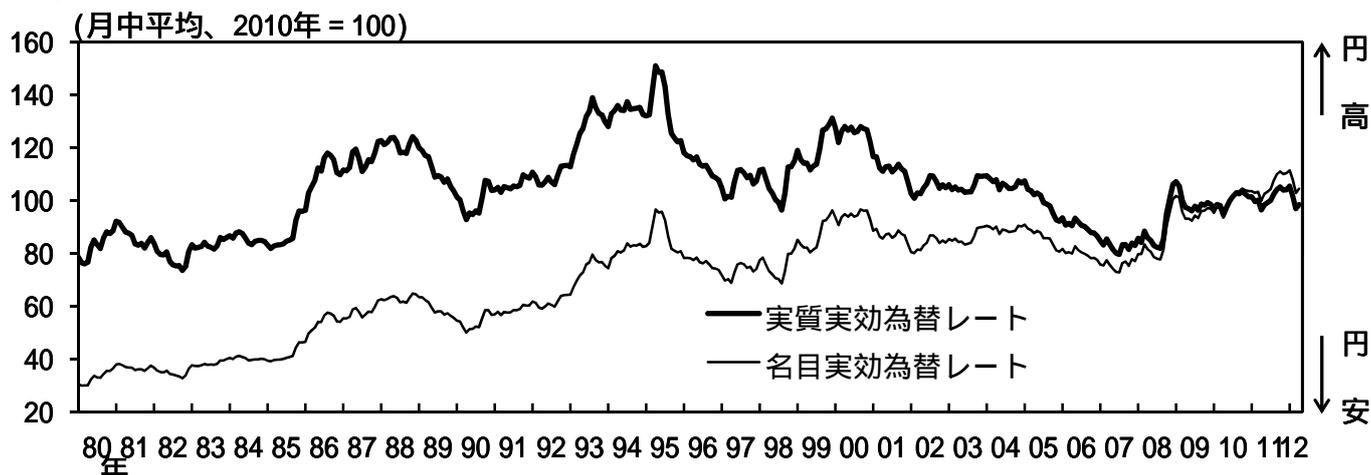
海外経済と為替レート

(1) わが国が直面する海外経済の実質成長率



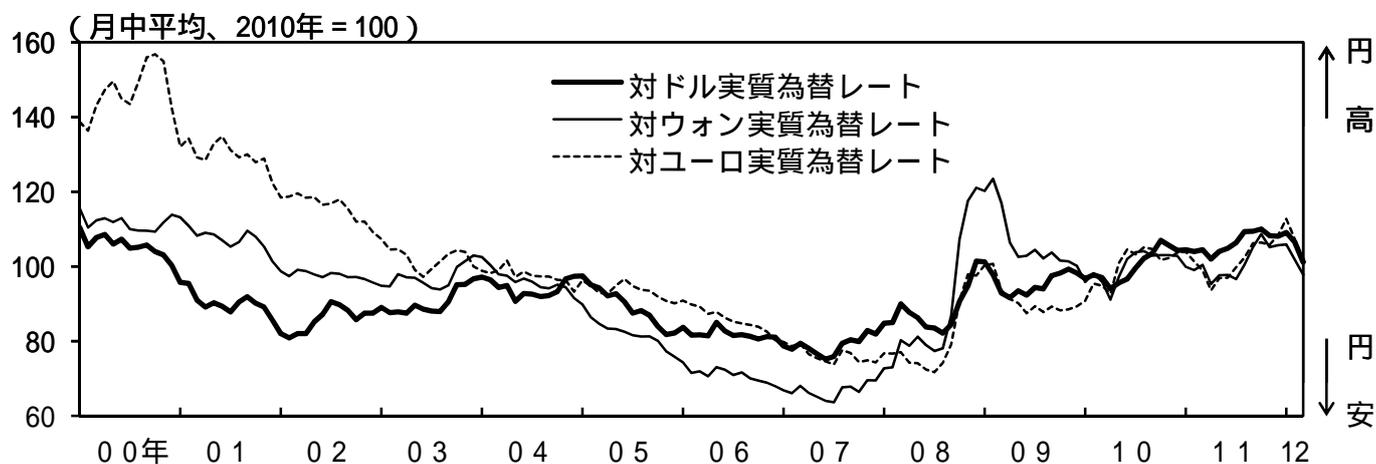
(注) 海外経済成長率は、各国のGDP成長率を、わが国の通関輸出ウエイトで加重平均したものの。

(2) 実効為替レート



(注) 1. BISのブロードベース。1993年以前はナローベースを使用して接続。
2. 2012/4月分は、日本銀行の名目実効為替レート(円インデックス)を用いて算出。

(3) 実質為替レート

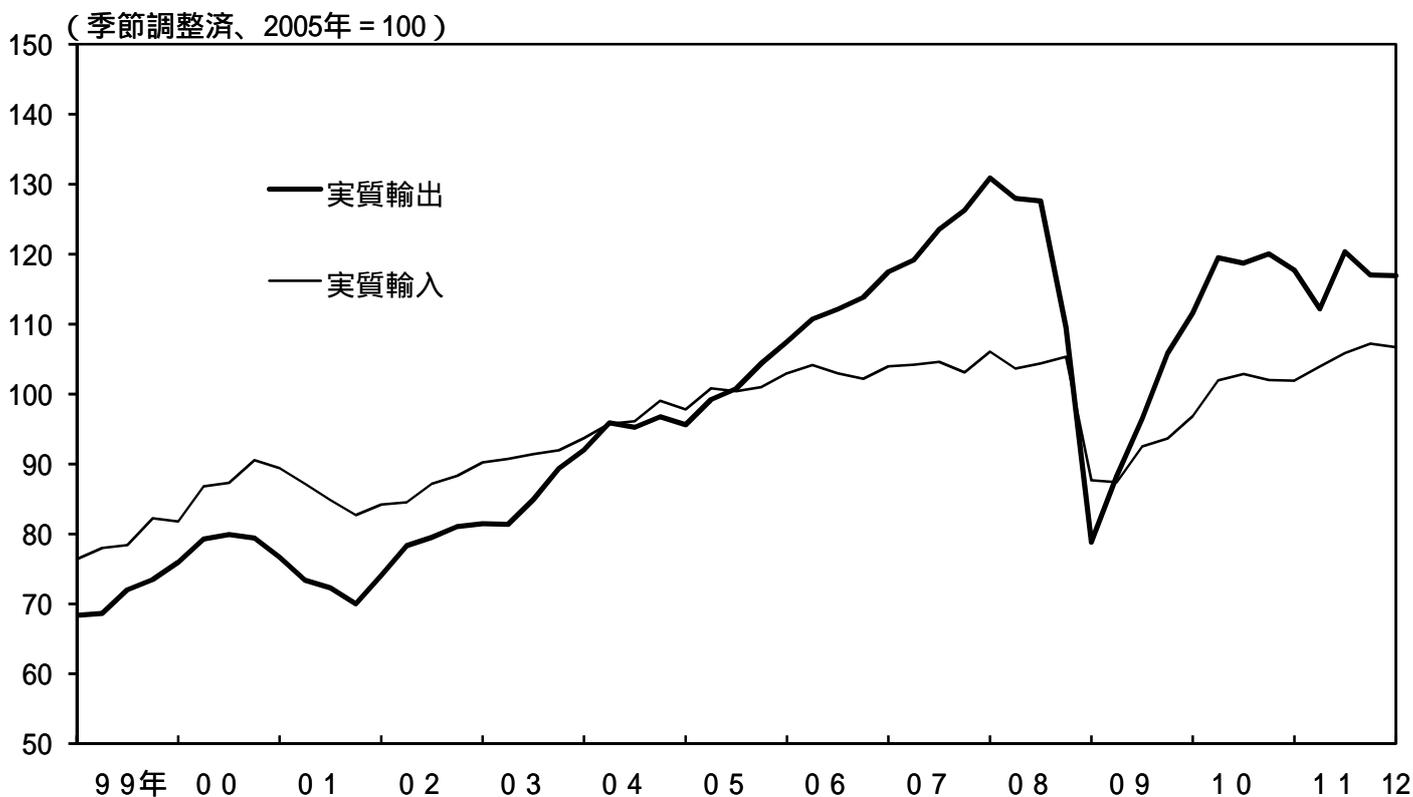


(注) 実質為替レートは、「円の対象通貨建て名目為替レート×(日本の消費者物価指数/対象国・地域の消費者物価指数)」で算出。各国・地域の消費者物価指数は総合指数を使用。

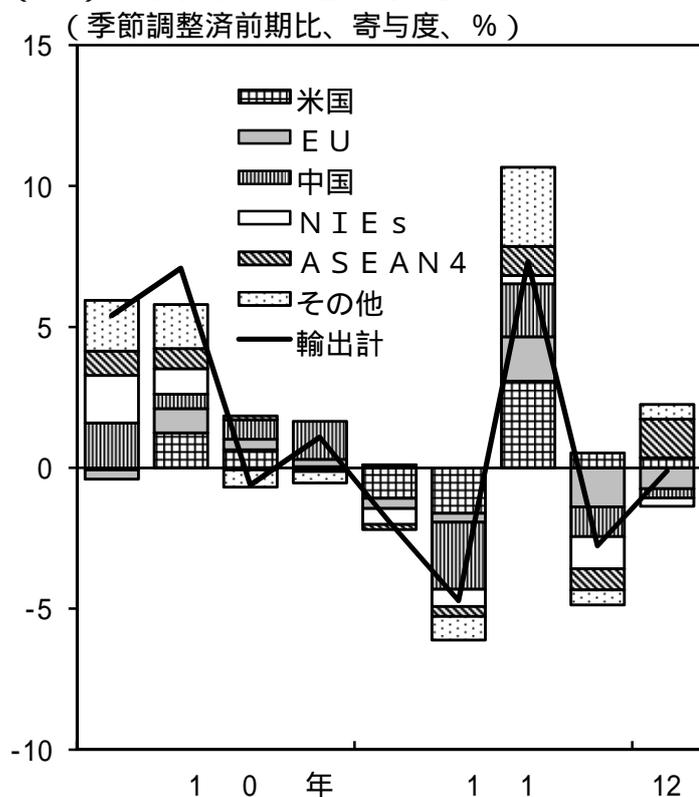
(資料) IMF「World Economic Outlook」、財務省「貿易統計」、BIS、日本銀行、CEIC、総務省「消費者物価指数」、Bloomberg等

輸出入

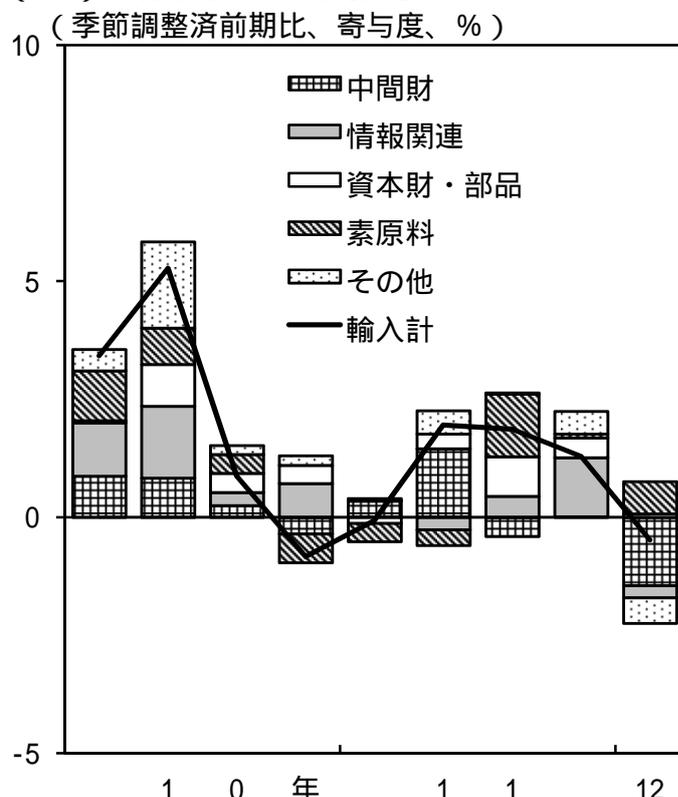
(1) 実質輸出入



(2) 実質輸出の地域別内訳



(3) 実質輸入の財別内訳



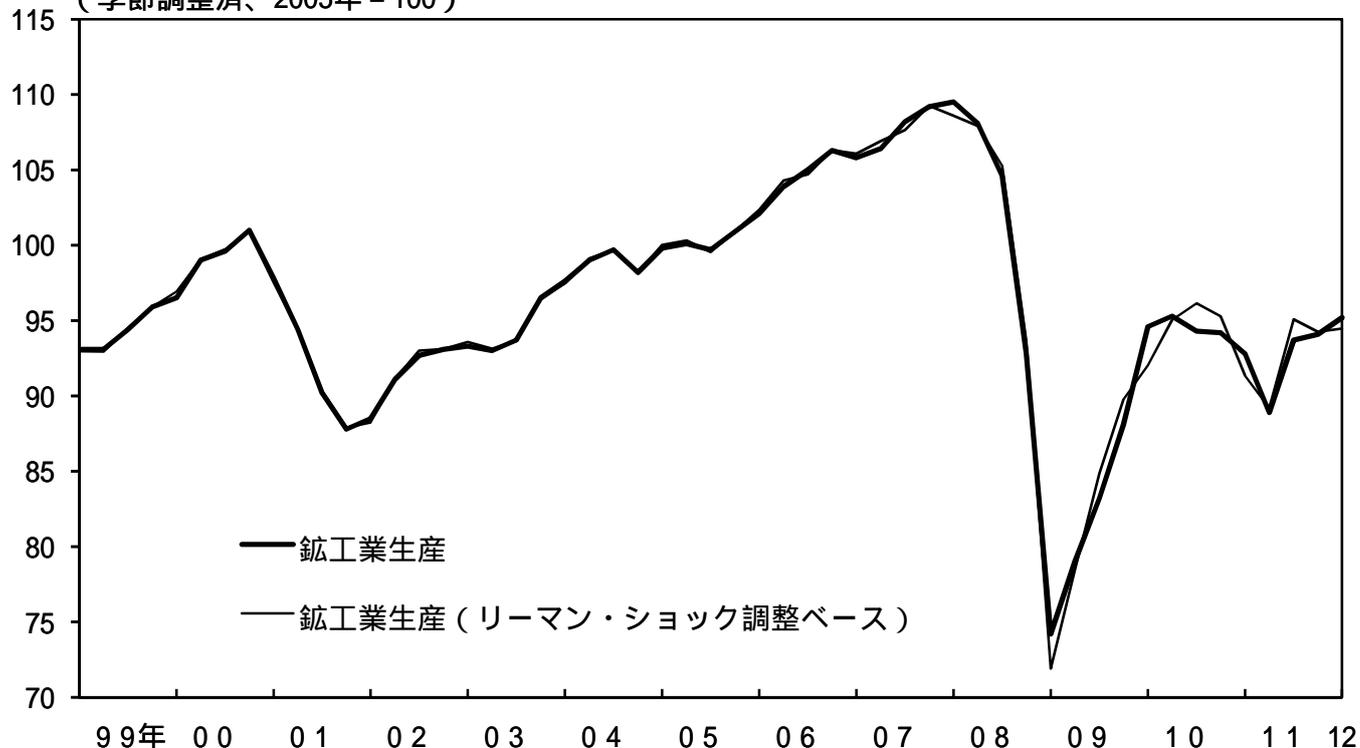
(注) 実質輸出入は、2011年確定値を反映させたくため、過去に遡って計数が改訂されている。ただし、(2)、(3) の地域別・財別の計数は確定値を反映させておらず、季節調整替えも実施していない。

(資料) 財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」

鉛工業生産

(1) 鉛工業生産

(季節調整済、2005年 = 100)

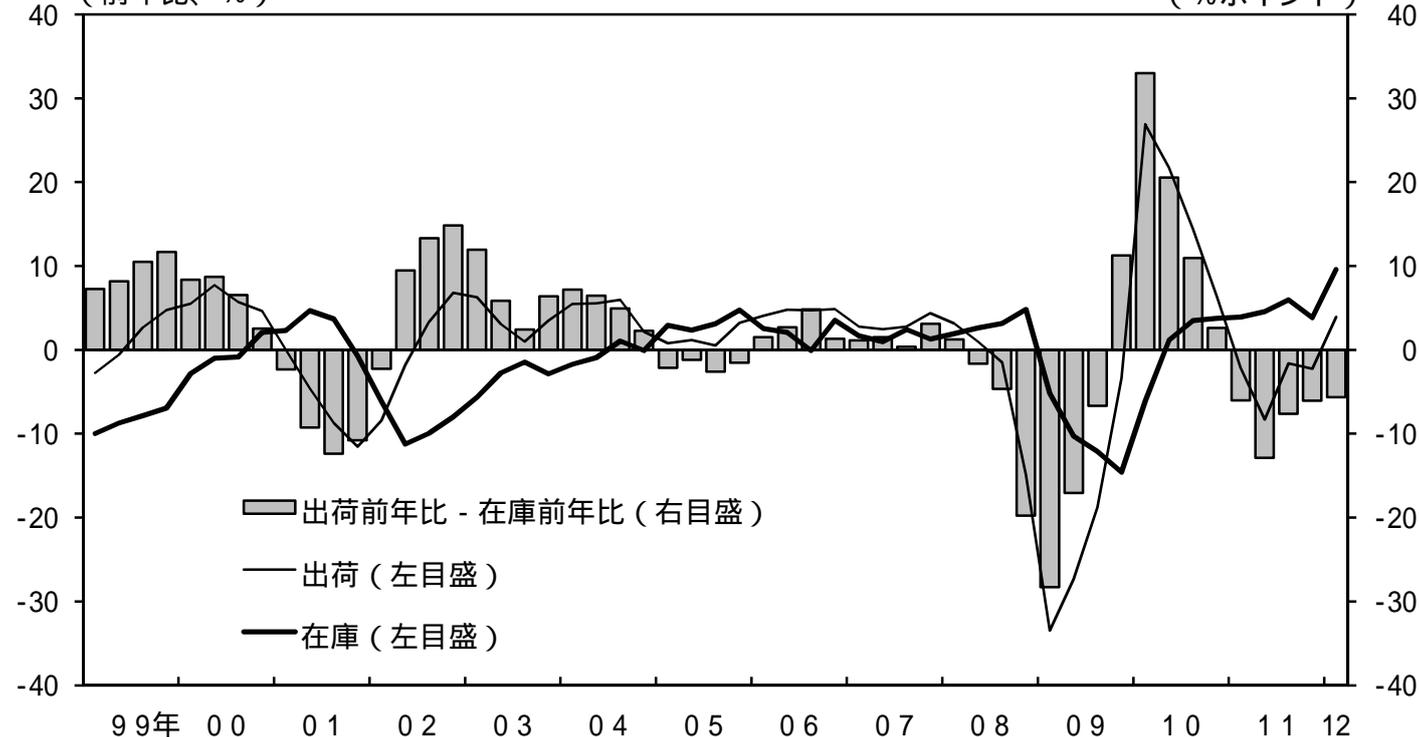


(注) 鉛工業生産 (リーマン・ショック調整ベース) は、リーマン・ショック後の大幅な経済変動を異常値として、検出・処理するといった調整を行った季節調整値 (日本銀行調査統計局の試算値)。

(2) 出荷・在庫バランス (鉛工業)

(前年比、%)

(%ポイント)

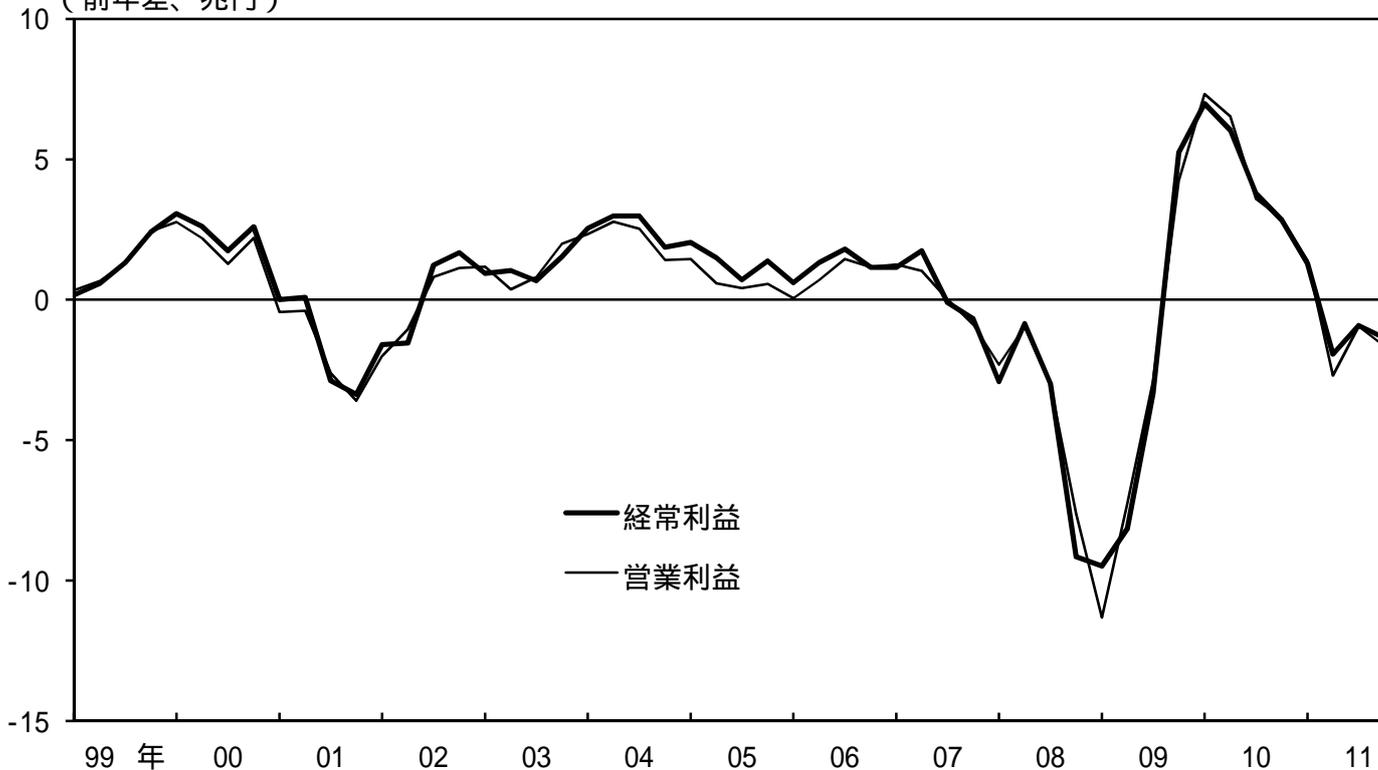


(資料) 経済産業省「鉛工業指数統計」

企業収益と設備投資

(1) 企業収益

(前年差、兆円)



(注) 法人季報ベース。計数は、全産業全規模合計。金融業、保険業を除く。

(2) 設備投資

(季節調整済年率換算、兆円)



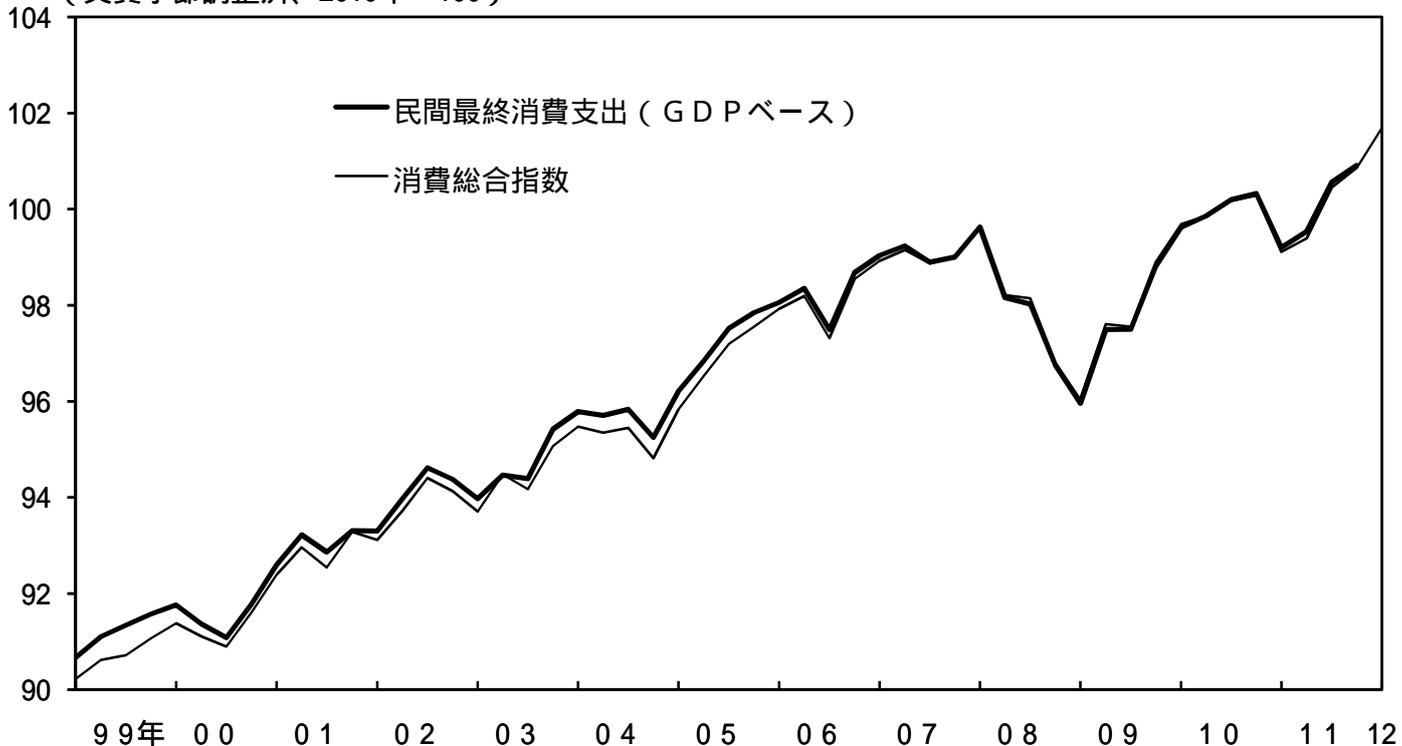
(注) GDPベース。計数は、実質民間企業設備投資。

(資料) 財務省「法人企業統計季報」、内閣府「国民経済計算」

個人消費

(1) 民間最終消費支出・消費総合指数

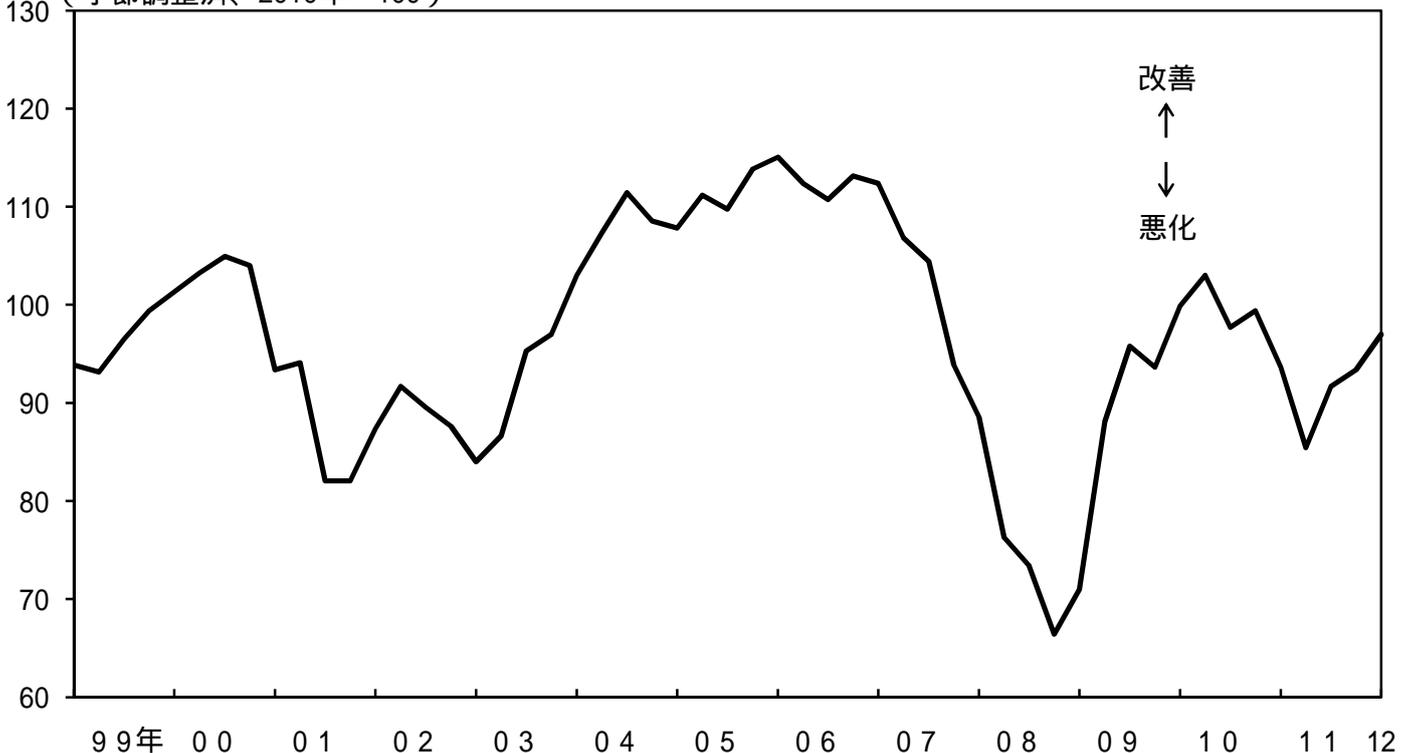
(実質季節調整済、2010年 = 100)



(注) 消費総合指数の2012/1Qは、1~2月の値。

(2) 消費者態度指数

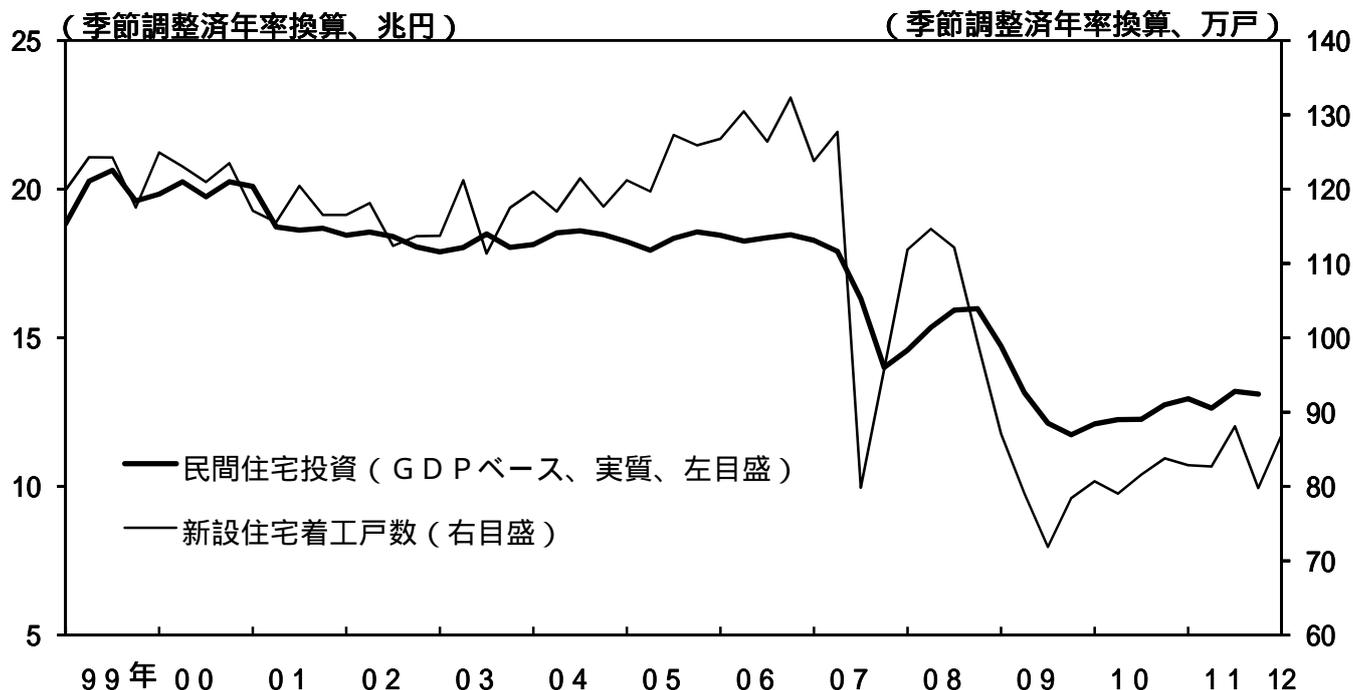
(季節調整済、2010年 = 100)



(資料) 内閣府「国民経済計算」「消費総合指数」「消費動向調査」

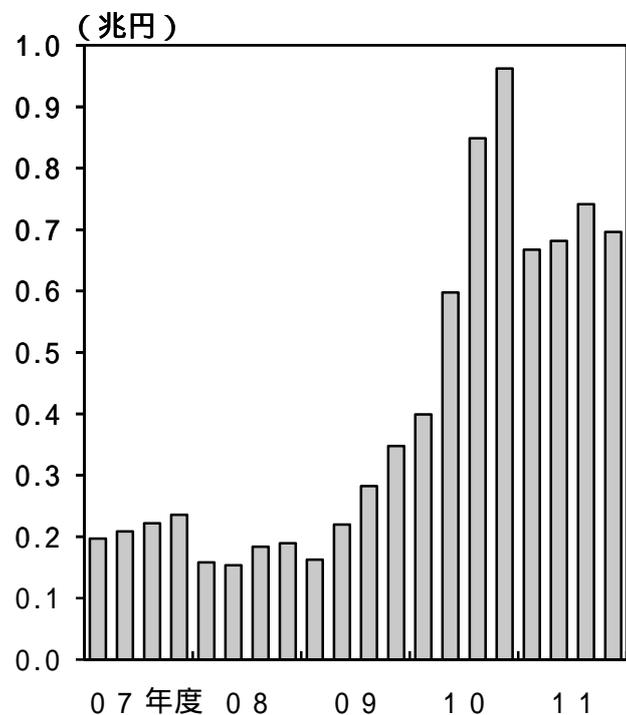
住宅投資

(1) 新設住宅着工戸数と住宅投資

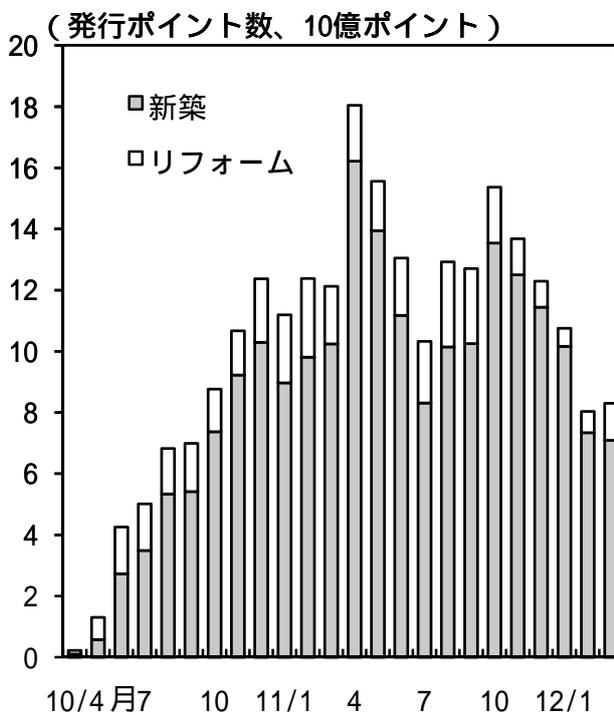


(注) 新設住宅着工戸数の2012/1Qは、1~2月の値。

(2) フラット35の新規融資実行額



(3) 住宅エコポイント

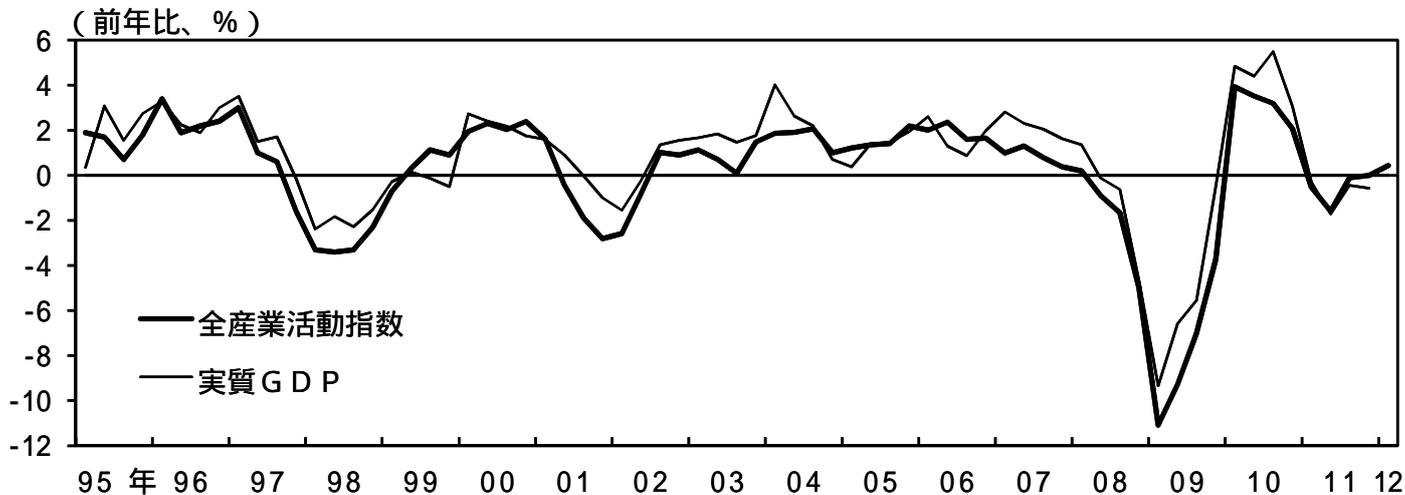


- (注) 1. フラット35は、一定の基準を満たす住宅の新築または購入に対して、住宅金融支援機構が民間金融機関と提携して提供する、長期固定金利住宅ローン。借入期間は15~35年。
 2. 住宅エコポイントは、一定の省エネルギー性基準を満たす住宅の新築またはリフォームに対して発行されるポイント。同ポイントは、省エネ商品や、東日本大震災により被災した地域の商品等と交換できる。

(資料) 国土交通省「建築着工統計」、内閣府「国民経済計算」、住宅金融支援機構、住宅エコポイント事務局

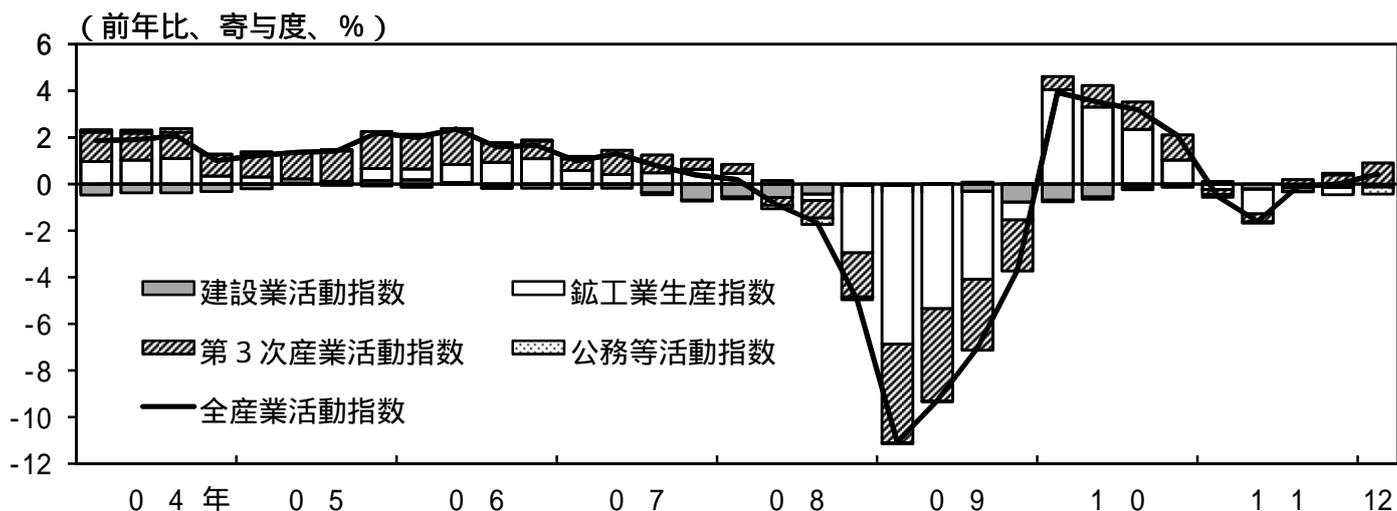
全産業活動指数

(1) 全産業活動指数と実質GDP

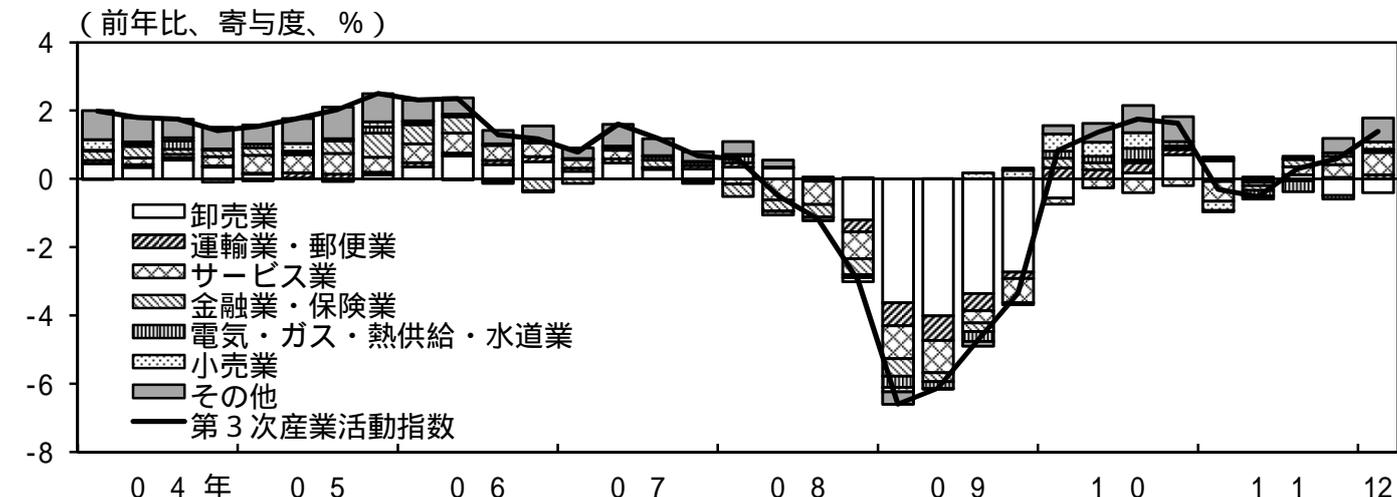


(注) 2012/1Qは、1~2月の前年同期比 (下のいずれの図表も同じ) 。

(2) 全産業活動指数の内訳



(3) 第3次産業活動指数の内訳



(注) サービス業は、学術研究・専門・技術サービス業、生活関連サービス業・娯楽業、その他サービス業 (公務等を除く) の合計。

(資料) 経済産業省「全産業活動指数」、「第3次産業活動指数」、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.

(「過剰」 - 「不足」、%ポイント、逆目盛)



(注) 1. 全産業全規模合計 (下のいずれの図表も同じ)。

2. 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 (下のいずれの図表も同じ)。

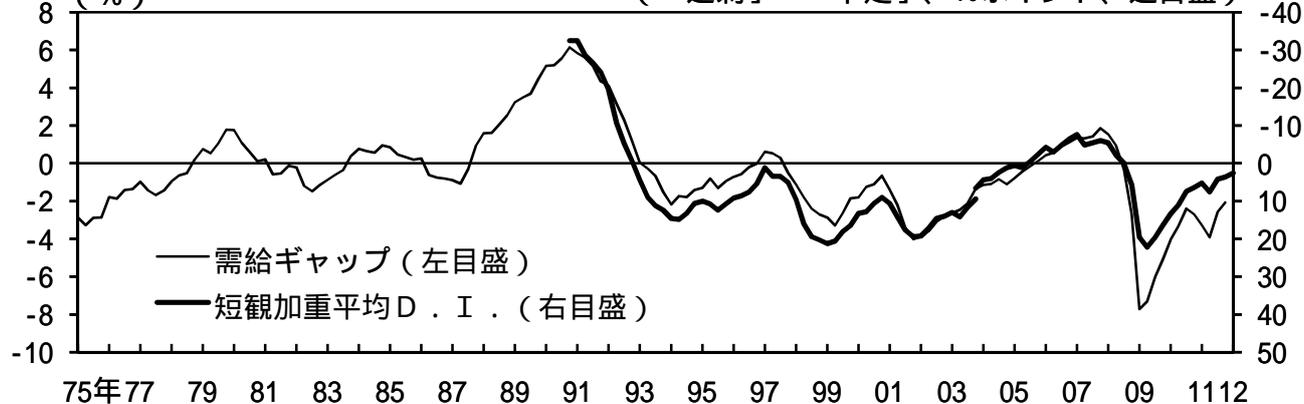
(2) 雇用人員判断D.I.

(「過剰」 - 「不足」、%ポイント、逆目盛)



(3) 短観加重平均D.I.と需給ギャップ

(%) (「過剰」 - 「不足」、%ポイント、逆目盛)

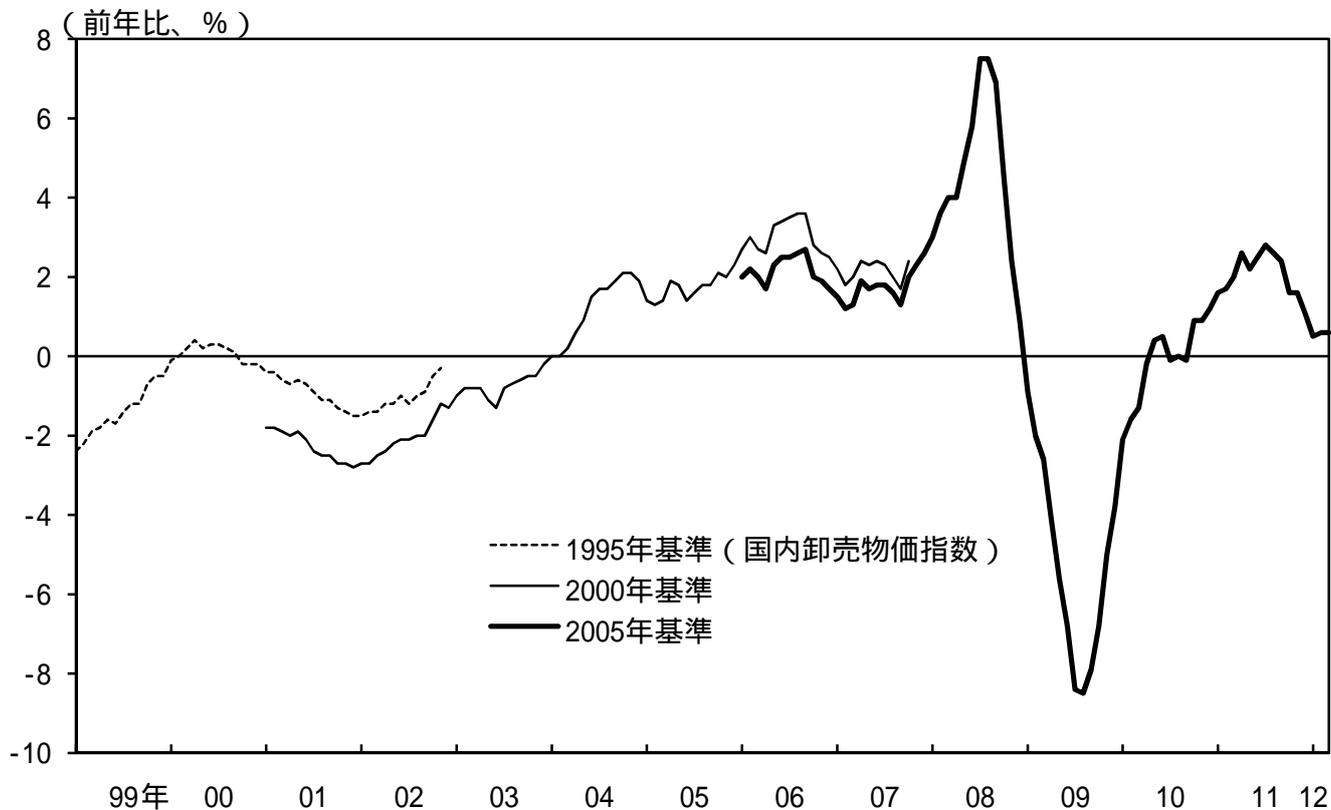


(注) 短観加重平均D.I.は、生産・営業用設備判断D.I.と雇用人員判断D.I.を資本・労働分配率 (1990~2010年度平均) で加重平均して算出。需給ギャップは、日本銀行調査統計局の試算値。具体的な計測方法については、日銀レビュー「GDPギャップと潜在成長率の新推計」(2006年5月)を参照。

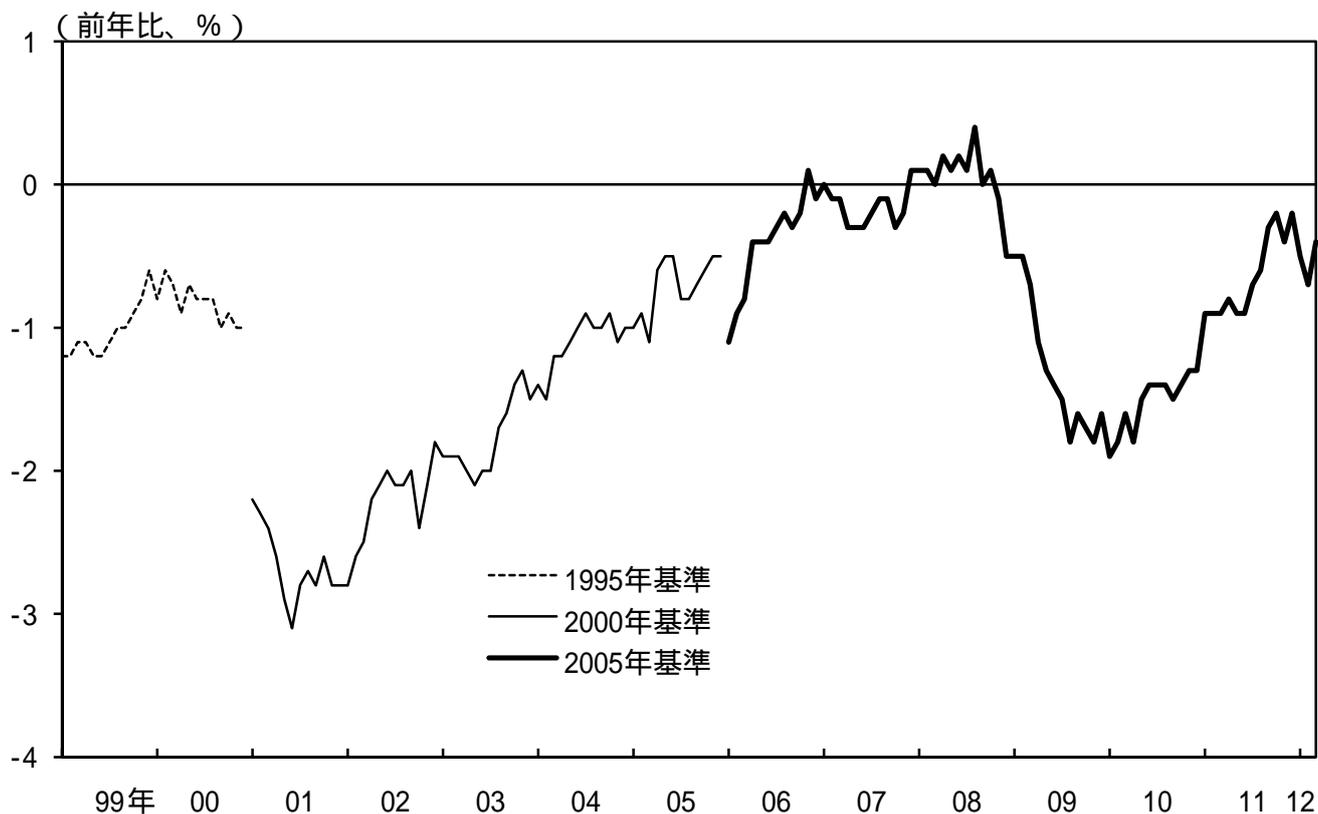
(資料) 内閣府「国民経済計算」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、総務省「労働力調査」、厚生労働省「毎月勤労統計」、「職業安定業務統計」、経済産業省「鉱工業指数統計」等

企業物価

(1) 国内企業物価指数



(2) 企業向けサービス価格指数 (総平均除く国際運輸)

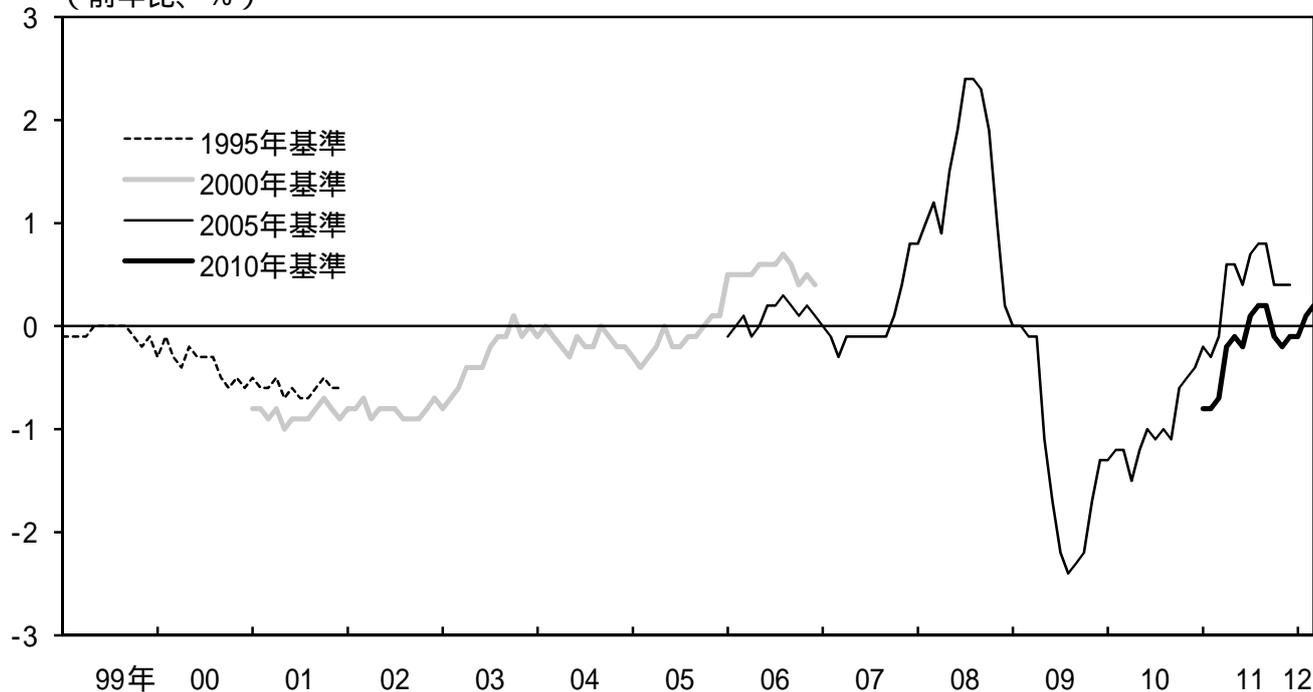


(資料) 日本銀行「企業物価指数」「卸売物価指数」「企業向けサービス価格指数」

消費者物価 (1)

(1) 消費者物価指数

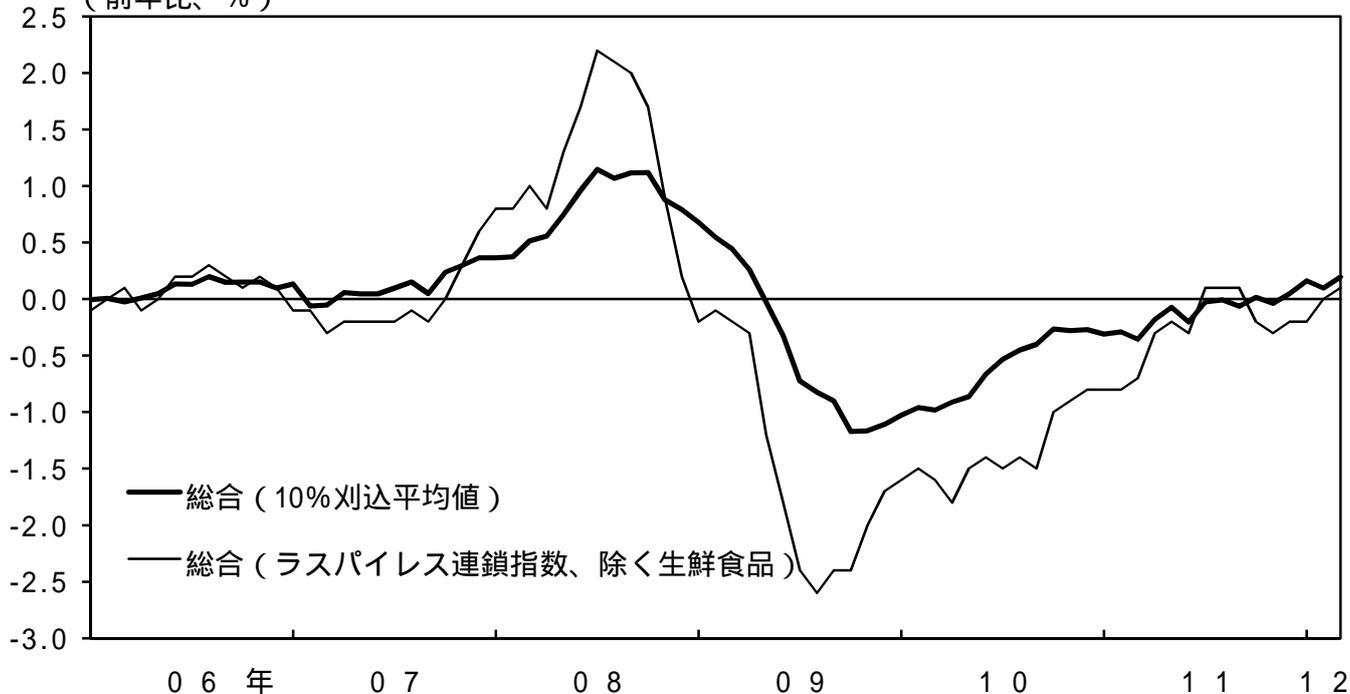
(前年比、%)



(注) 総合除く生鮮食品。

(2) 刈込平均値とラスパイレス連鎖指数

(前年比、%)



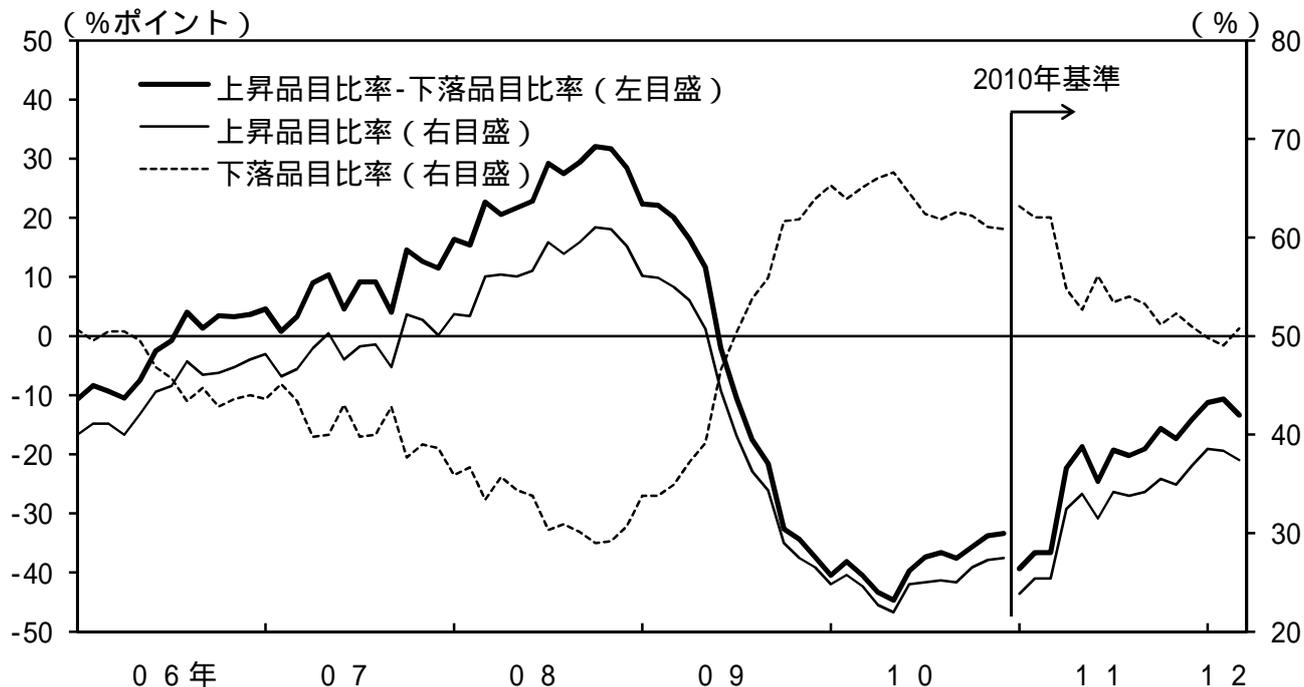
(注) 1. 10%刈込平均値は、個別品目の前年同月比を値の小さな順に並び替え、値の大きい品目と小さい品目をウェイトベースでそれぞれ10%控除して、残った品目の前年同月比を加重平均して算出。

2. 2006年のラスパイレス連鎖指数は、固定基準年指数の前年同月比。2010年以前のラスパイレス連鎖指数の前年同月比は2005年基準、2011年以降は2010年基準。

(資料) 総務省「消費者物価指数」

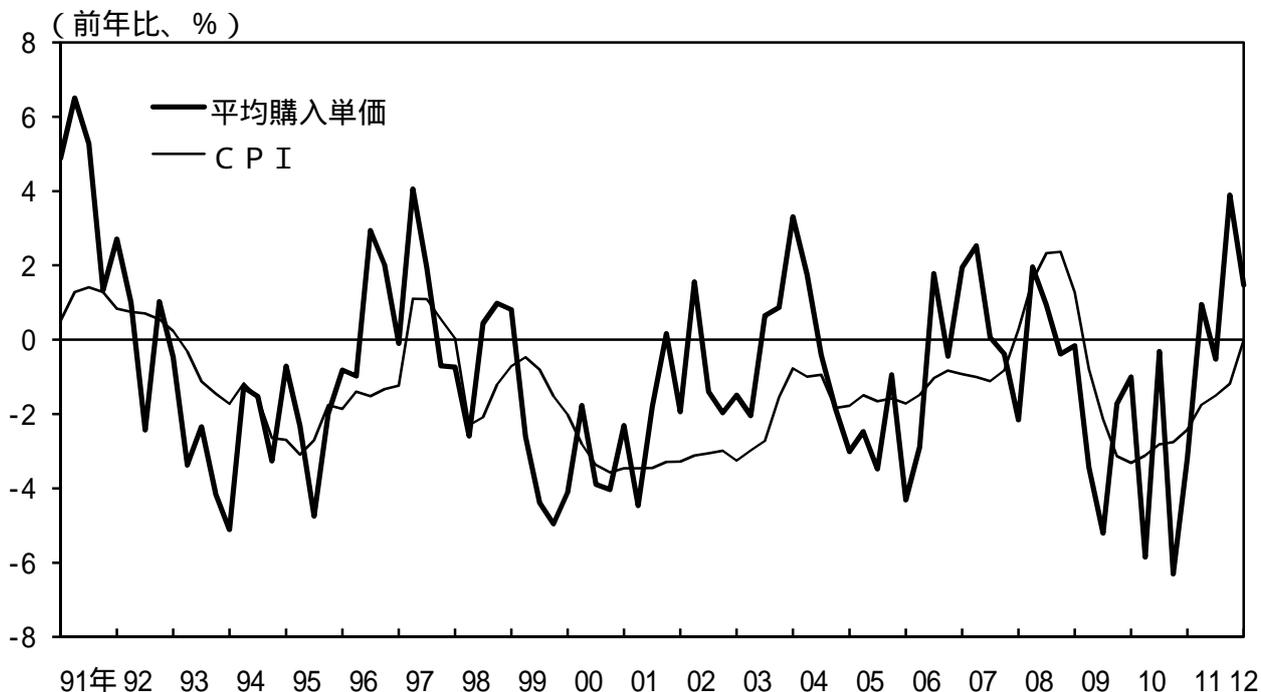
消費者物価 (2)

(1) 上昇・下落品目比率



(注) 前年比上昇・下落品目の割合。総合除く生鮮食品。

(2) 家計調査の購入単価



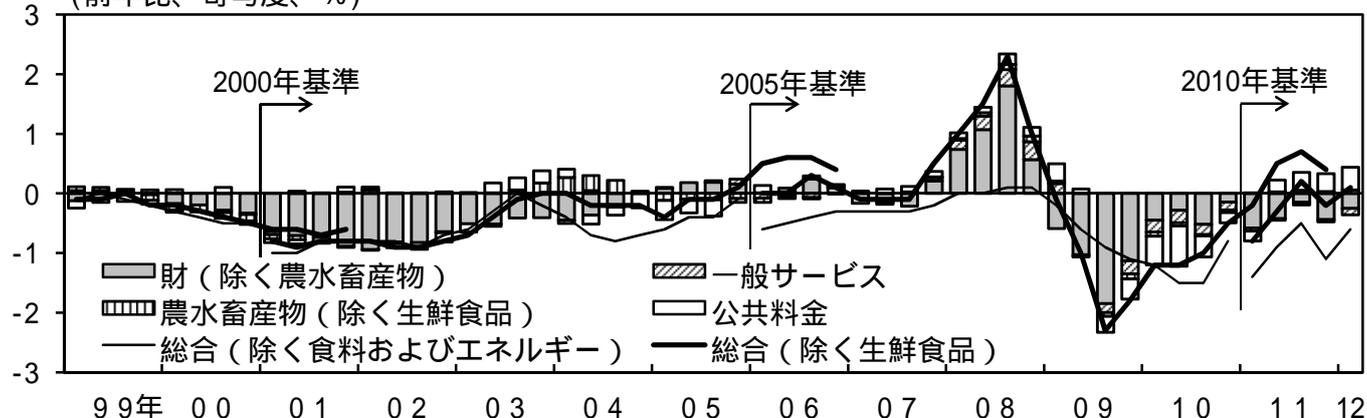
- (注) 1. 家計調査とC P Iの両方で継続してデータが存在する品目を抽出し、食料工業製品、農水畜産物(除く生鮮食品)、被服、耐久消費財、その他財について積み上げたもの。
2. その他財は、「財」から被服(=「衣料」+「シャツ・セーター・下着類」)、「食料工業製品」、「農水畜産物」、「耐久消費財」、「石油製品」、「電気・都市ガス・水道」を除いたもの(「」内は総務省公表ベースのC P I分類)。
3. 2012/1Qは、1~2月の前年同期比。

(資料) 総務省「消費者物価指数」「家計調査報告」

消費者物価 (3)

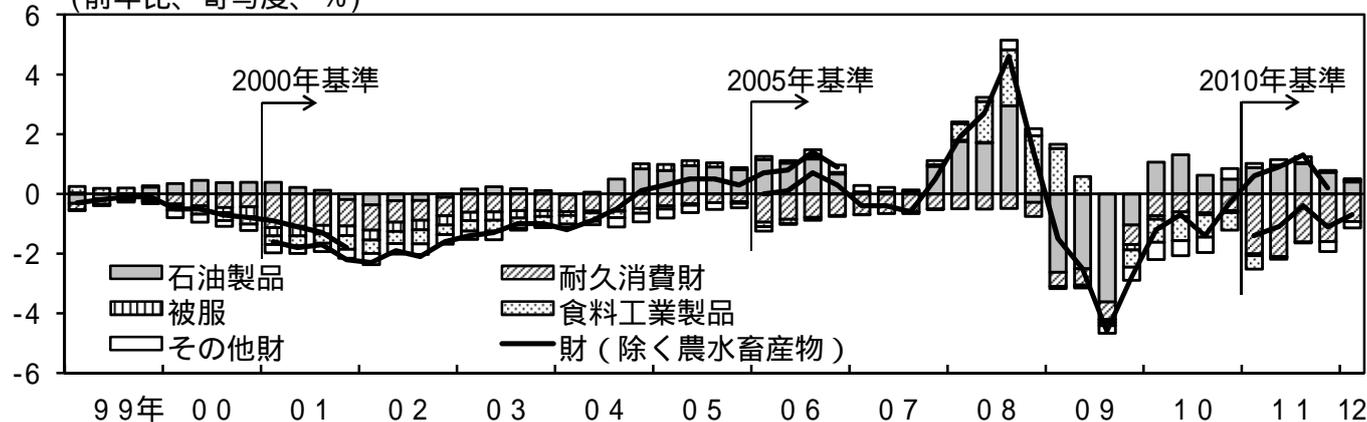
(1) 総合 (除く生鮮食品)

(前年比、寄与度、%)



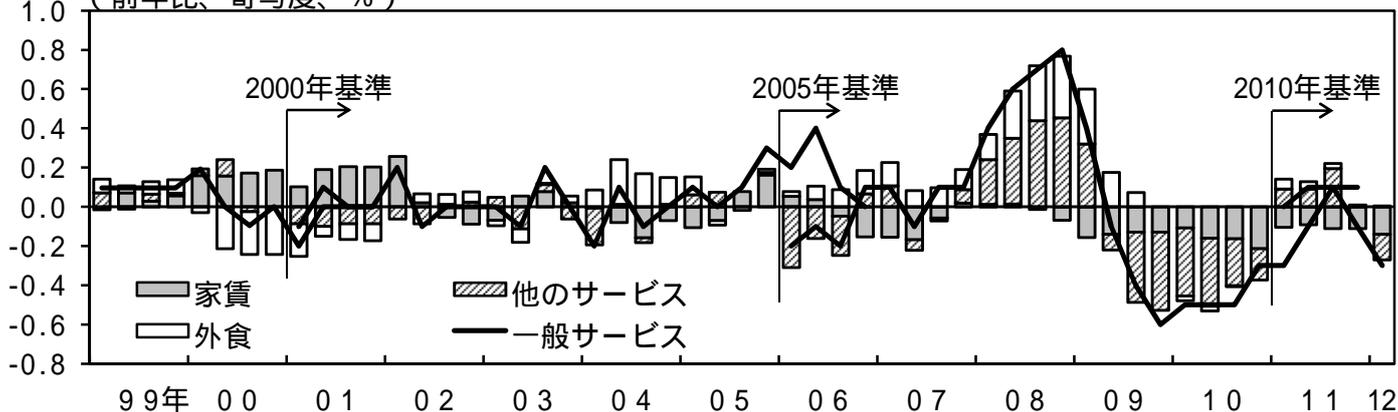
(2) 財 (除く農水畜産物) の要因分解

(前年比、寄与度、%)



(3) 一般サービスの要因分解

(前年比、寄与度、%)



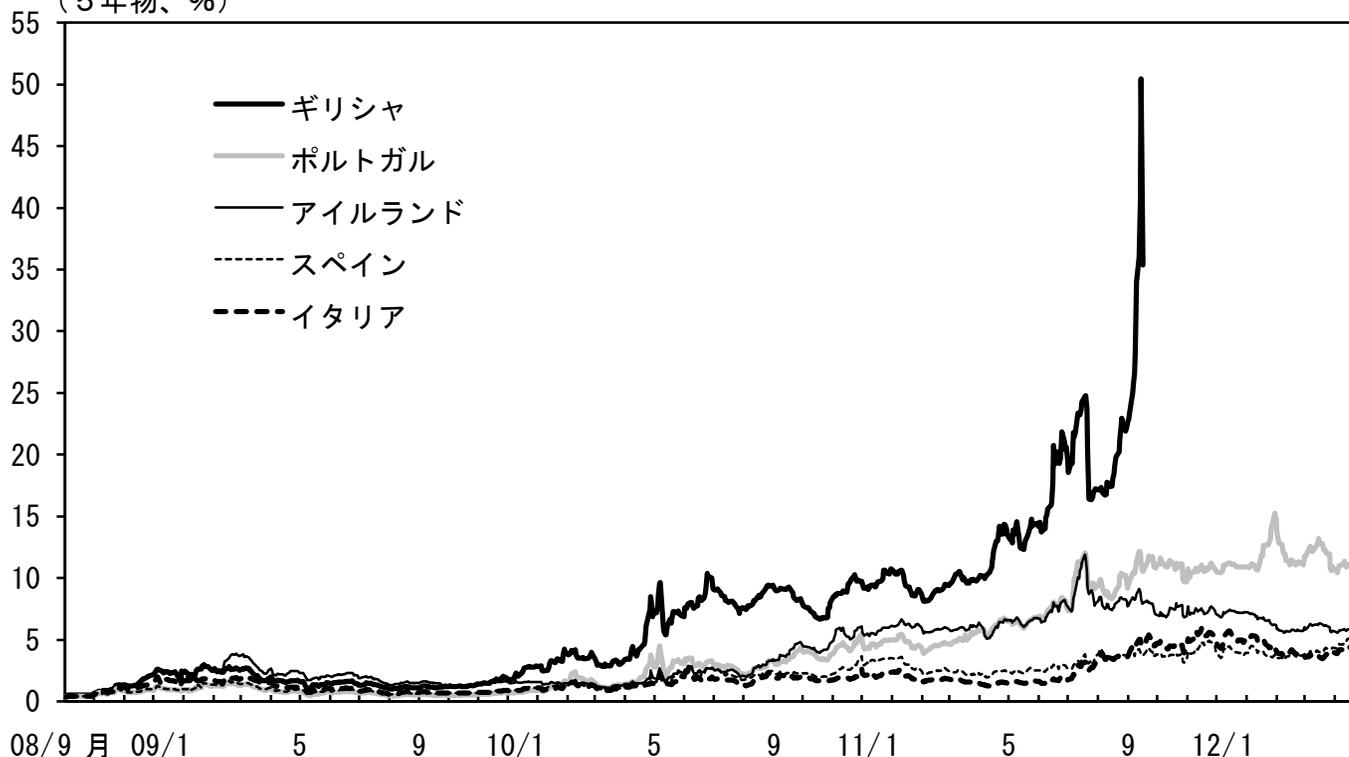
- (注) 1. 分類は、原則、総務省に則している。
ただし、以下の分類については、組み替えて定義している (「 」 内は総務省公表ベース) 。
財 = 「 財 」 - 「 電気・都市ガス・水道 」
公共料金 = 「 公共サービス 」 + 「 電気・都市ガス・水道 」
被服 = 「 衣料 」 + 「 シャツ・セーター・下着類 」
家賃 = 「 民営家賃 」 + 「 持家の帰属家賃 」
2. 「 食料 」 は 「 酒類 」 を除く。
3. 総合 (除く生鮮食品) 、総合 (除く食料およびエネルギー) 、一般サービスの前年比以外は、
指数から作成。

(資料) 総務省「消費者物価指数」

ソブリン・リスク・プレミアム

(1) ソブリンCDSプレミアム

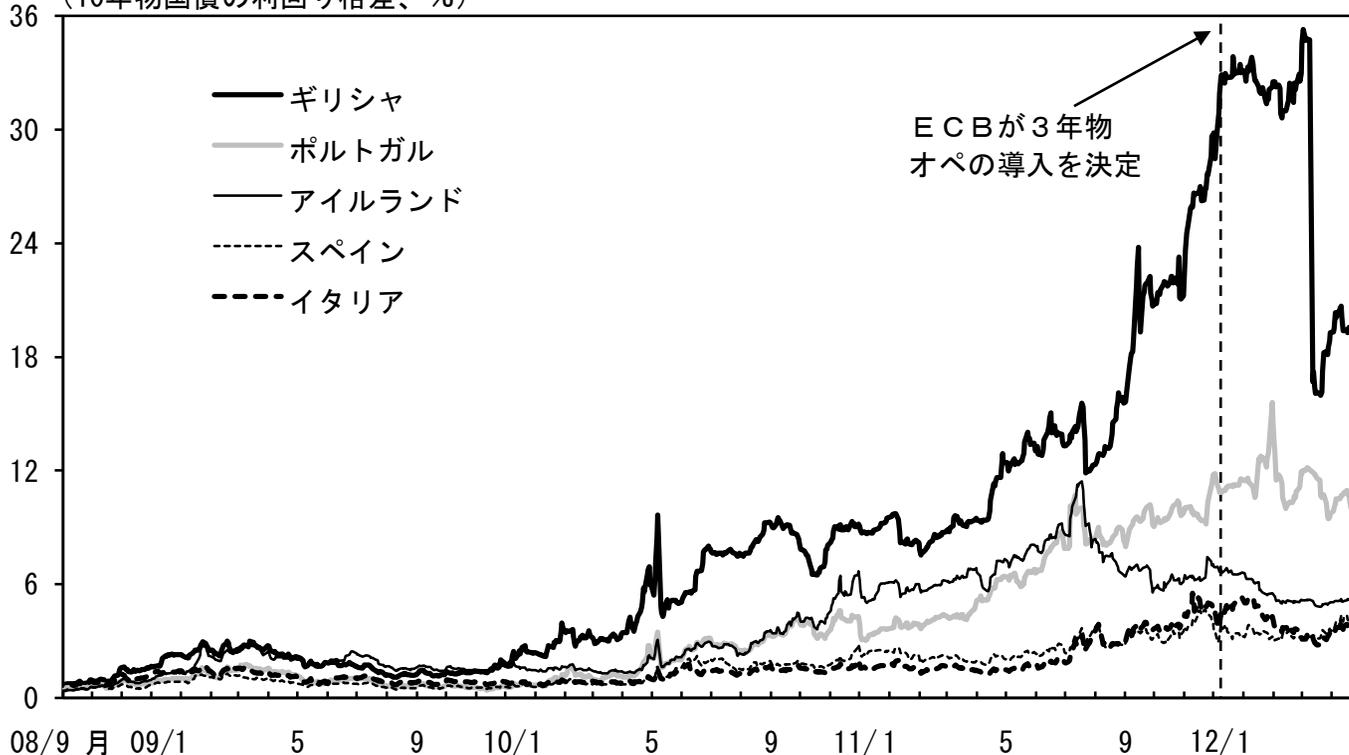
(5年物、%)



(注) ギリシャのCDSプレミアムは、市場取引の減少により更新が停止されている。

(2) 欧州各国とドイツの国債の利回り格差

(10年物国債の利回り格差、%)



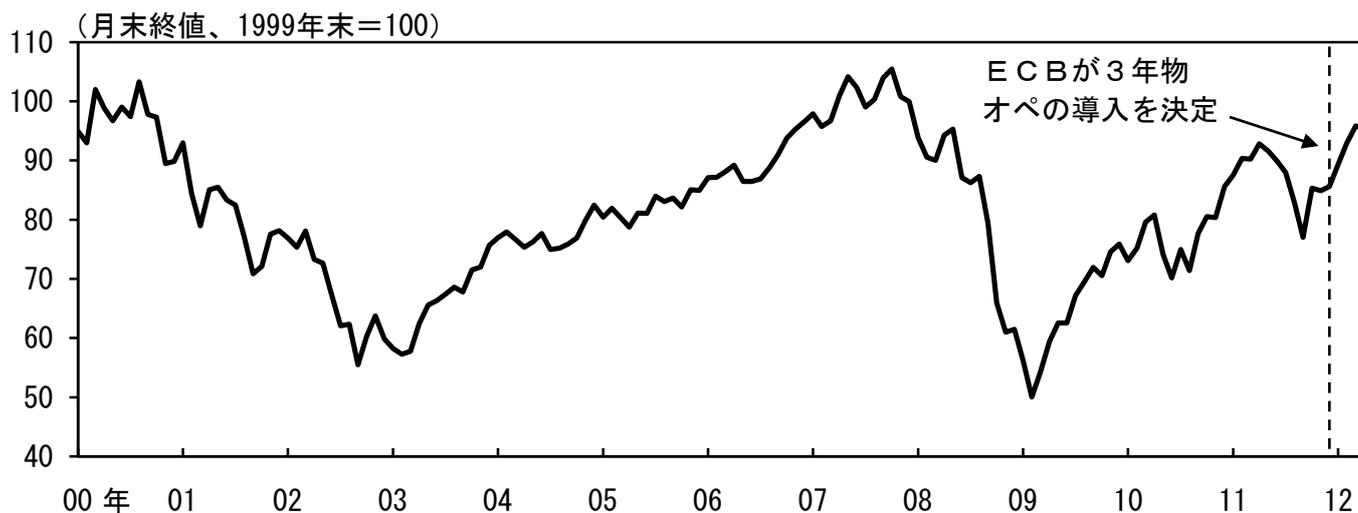
(注) 1. アイルランドの2011年10月12日以降は、2010年10月から国債の新規市中発行が停止されているため、9年物国債利回りを使用。

2. ギリシャの利回り格差は、2012年3月12日の債務再編により大きく縮小している。

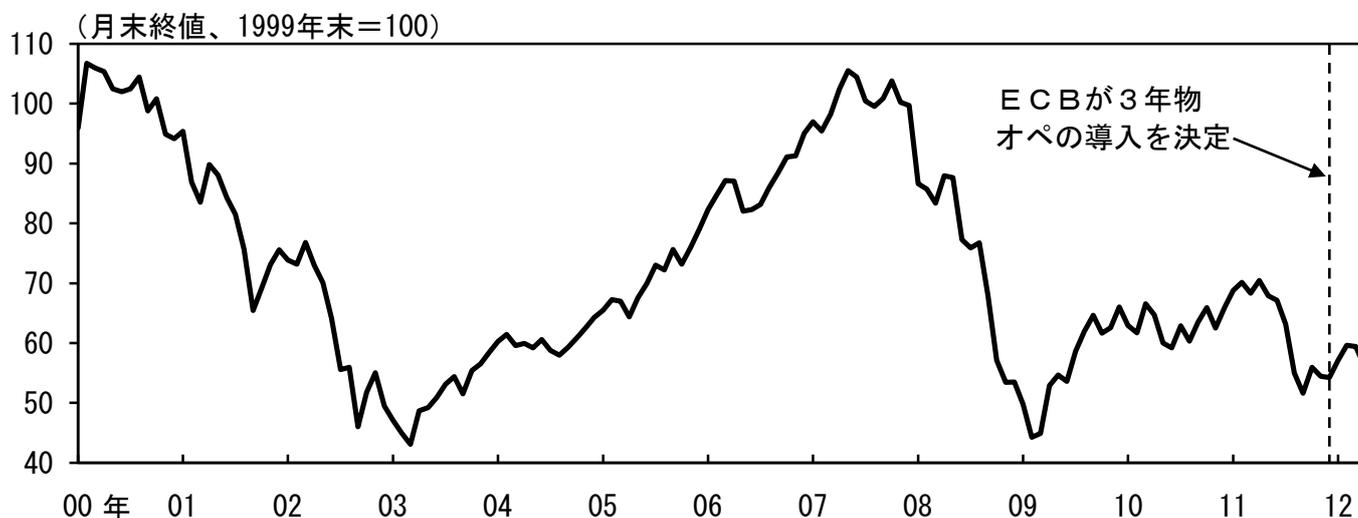
(資料) Bloomberg

米欧の株価とボラティリティ

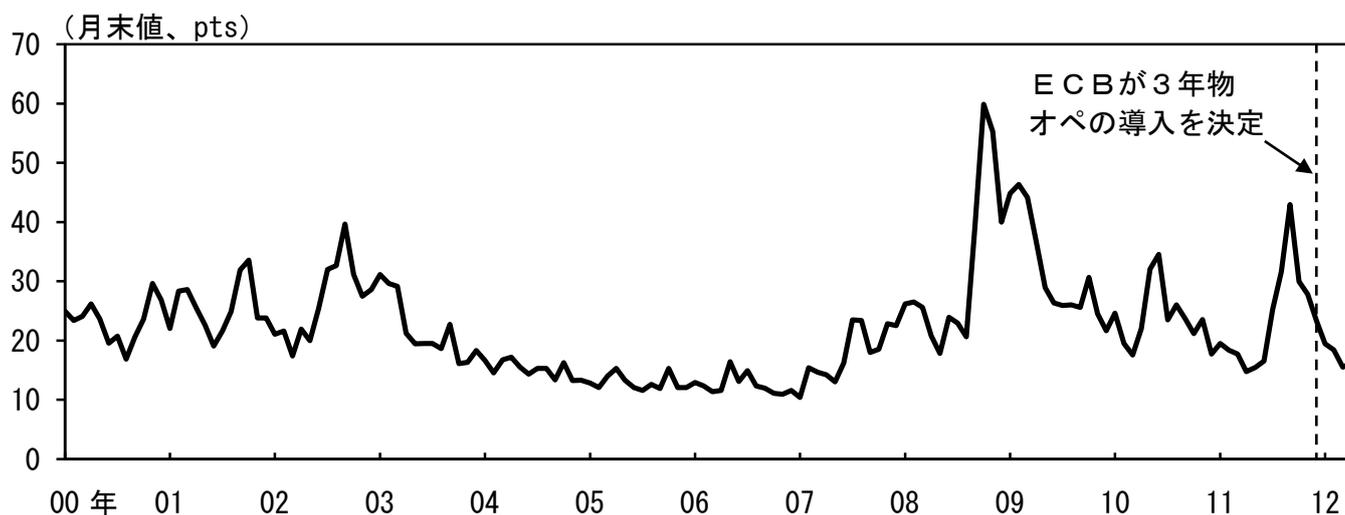
(1) 米国株価 (S&P500)



(2) 欧州株価 (EURO STOXX)

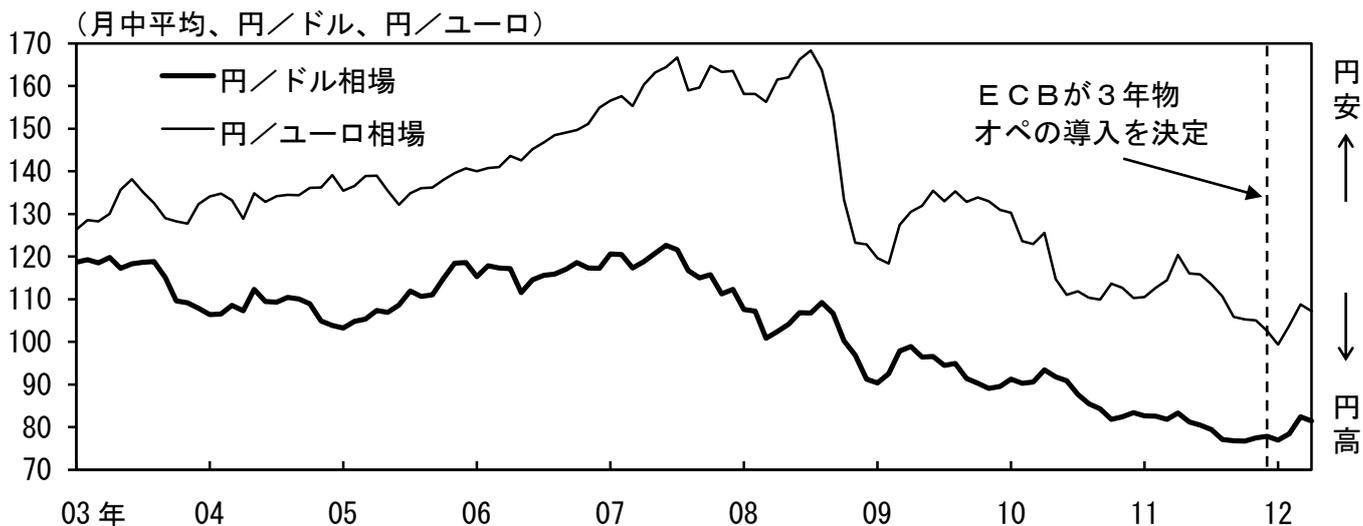


(3) 米国株価のインプライド・ボラティリティ (VIX指数)

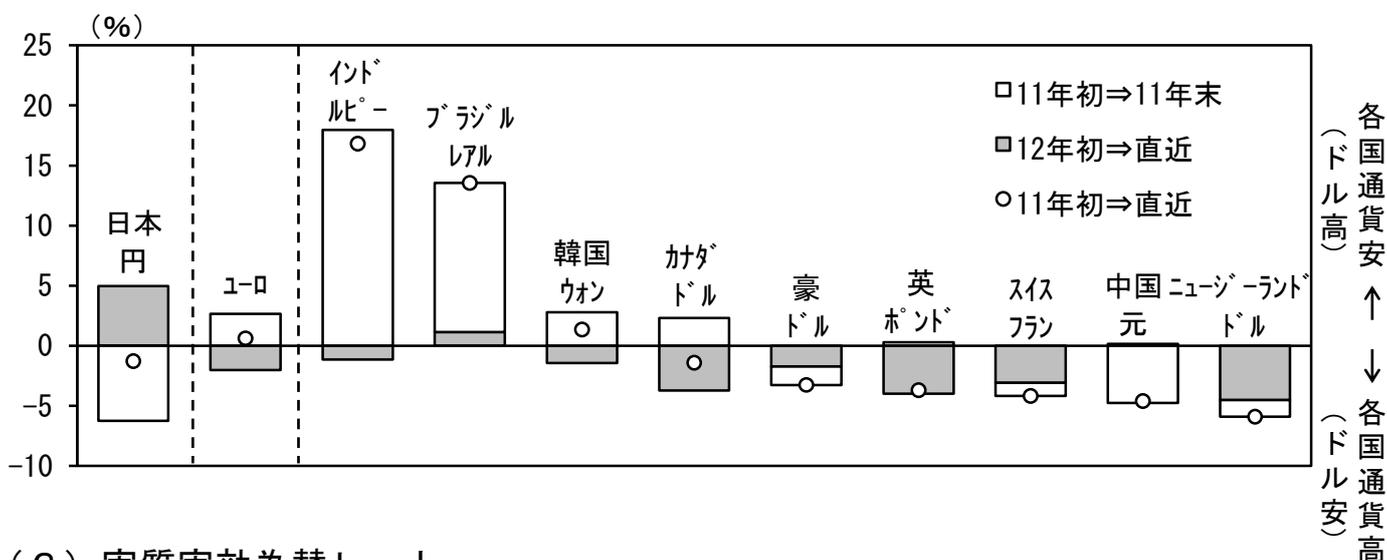


為替相場

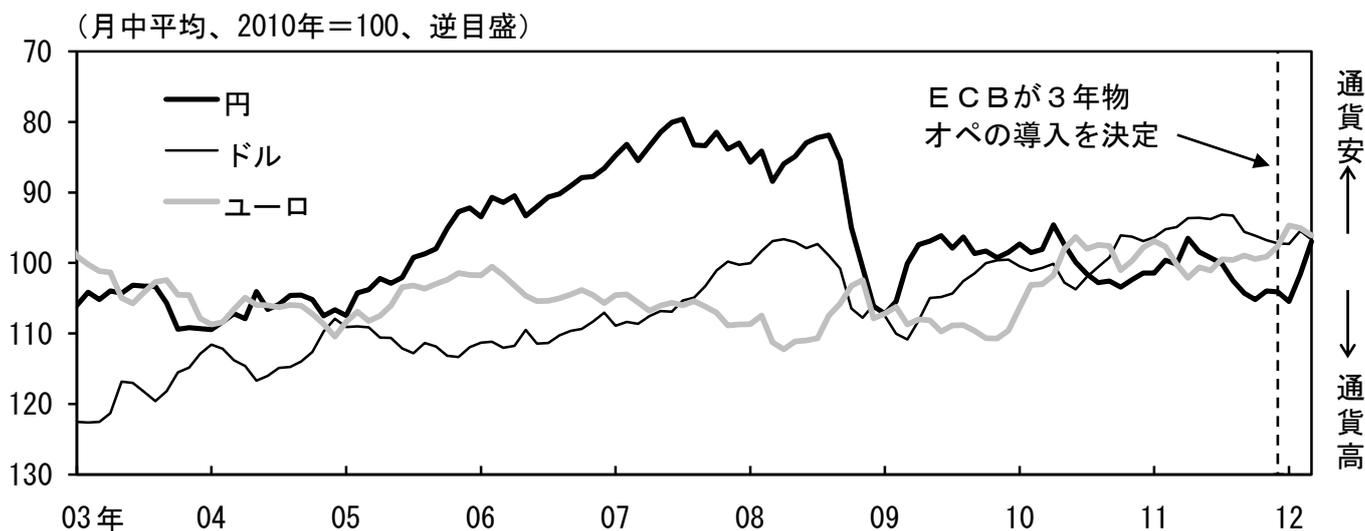
(1) 円ドル・円ユーロ相場



(2) 各国通貨の対ドルレート変化率 (2011年初対比)



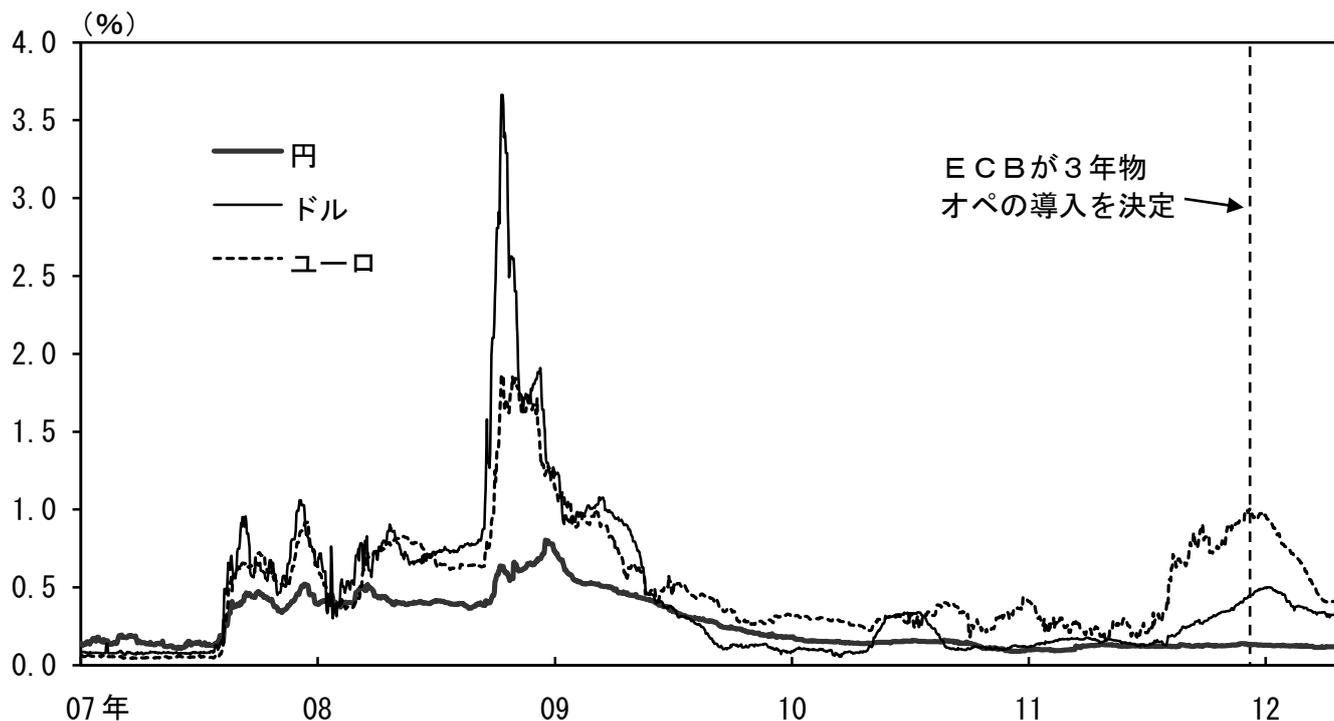
(3) 実質実効為替レート



(注) 実質実効為替レートはB I Sのブロードベース。
(資料) B I S、日本銀行、Bloomberg

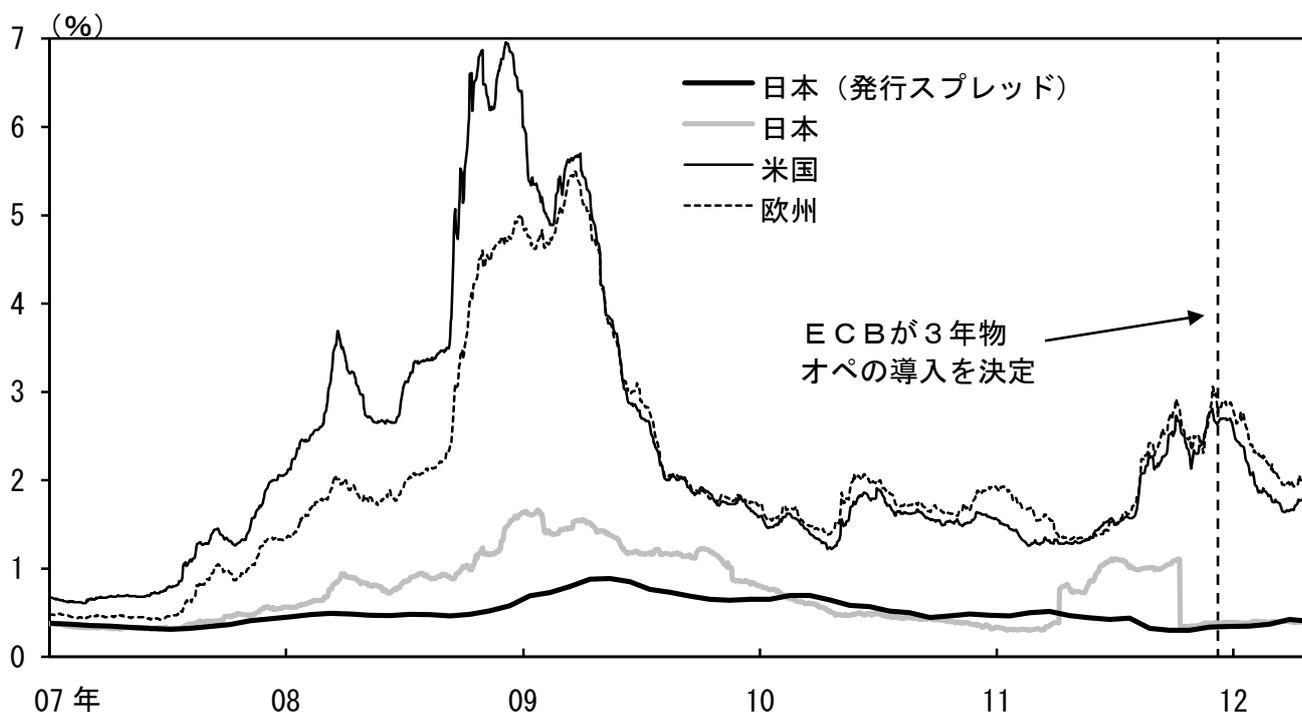
主要国金融市場の信用スプレッド

(1) 円、ドル、ユーロのターム物の信用スプレッド



(注) ターム物の信用スプレッド=LIBOR3か月物-OISレート3か月物

(2) 主要国の社債の信用スプレッド

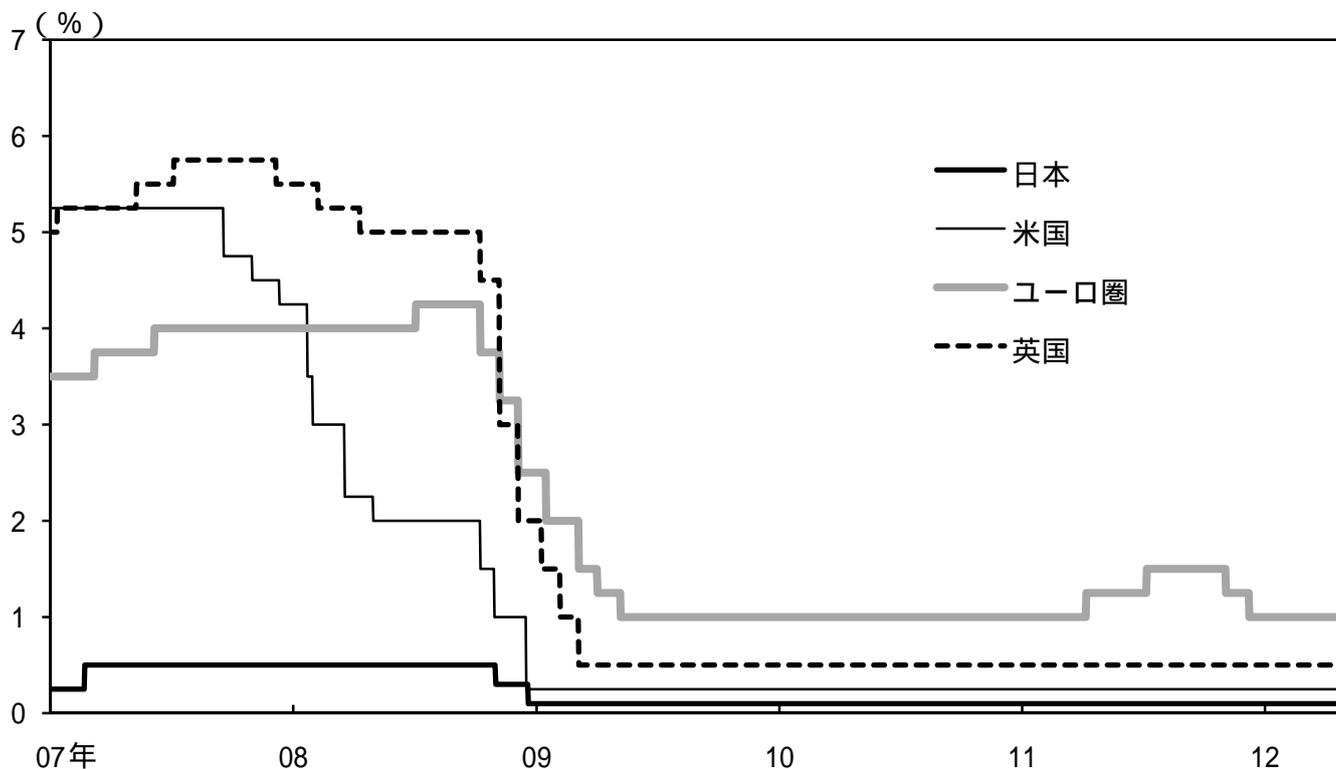


- (注) 1. 社債の信用スプレッド=社債流通利回り-国債流通利回り
日本は5年物。米国、欧州は3~5年物。社債の格付けは全てA格。
格付けは、日本はR&Iによる。米国、欧州は、ムーディーズ、S&P、フィッチによる。
2. 発行スプレッドについては図表23を参照。
3. 日本の社債の信用スプレッドは、スプレッドの大きい一部銘柄の格付変更の影響から、大きく変動している。

(資料) 日本証券業協会、キャピタル・アイ、アイ・エヌ情報センター、Bloomberg

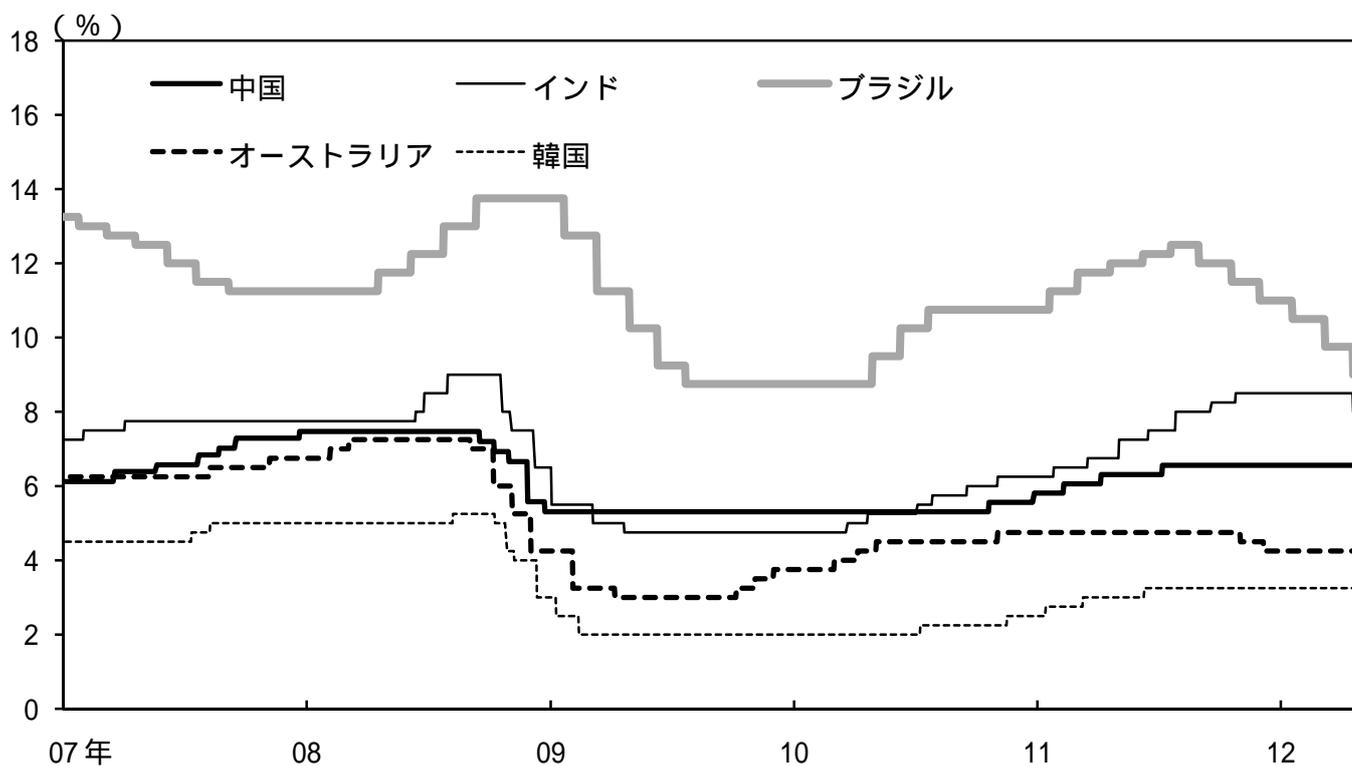
政策金利

(1) 先進国



(注) 2008年12月16日以降の米国の翌日物金利の誘導目標は0~0.25%、準備預金の付利金利は0.25%。
2010年10月5日以降の日本の翌日物金利の誘導目標は0~0.1%程度、補完当座預金制度の適用利率は0.1%。

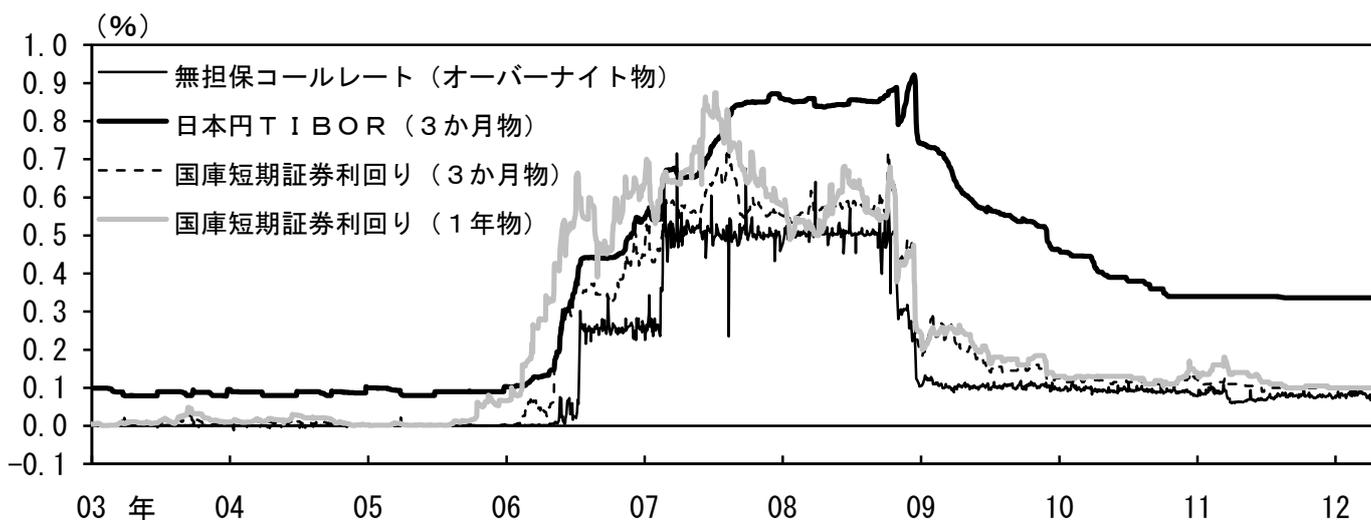
(2) 新興国・資源国



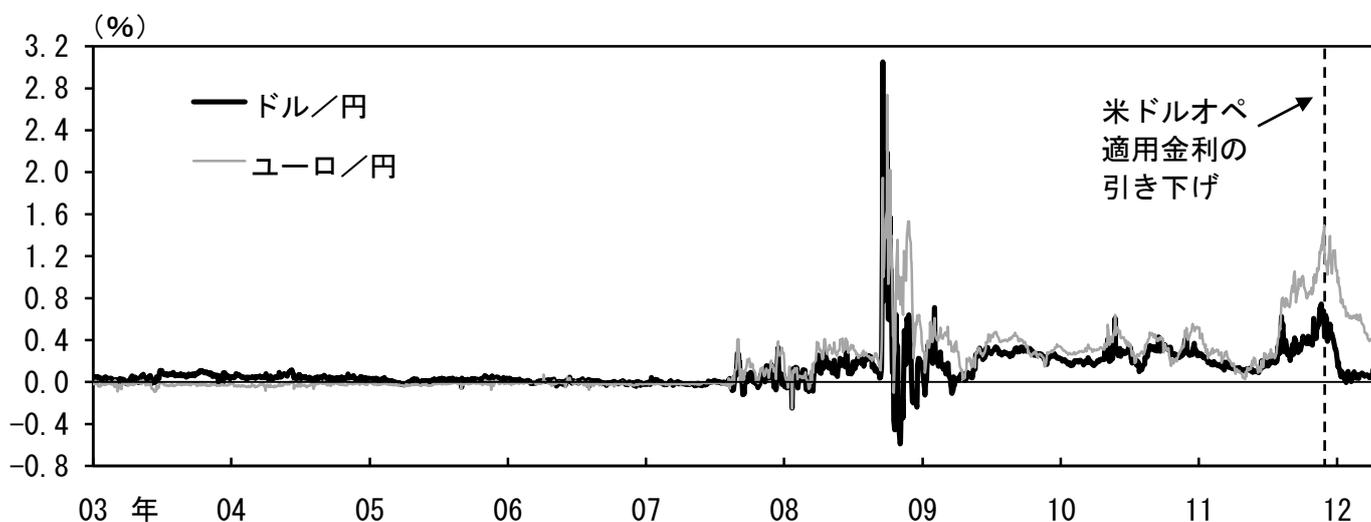
(資料) 日本銀行、Bloomberg

短期金利

(1) 短期金利

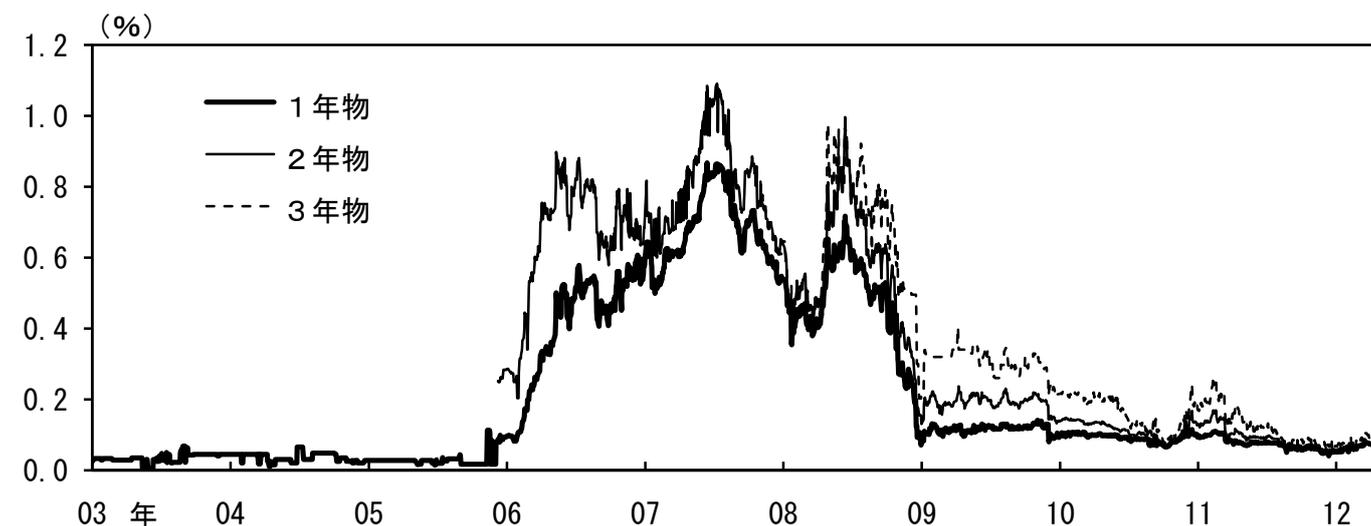


(2) ドル資金調達プレミアム



(注) 円またはユーロ資金を用いた3か月物のドル資金調達金利とドルLIBOR3か月物との差。

(3) 日本円OISレート

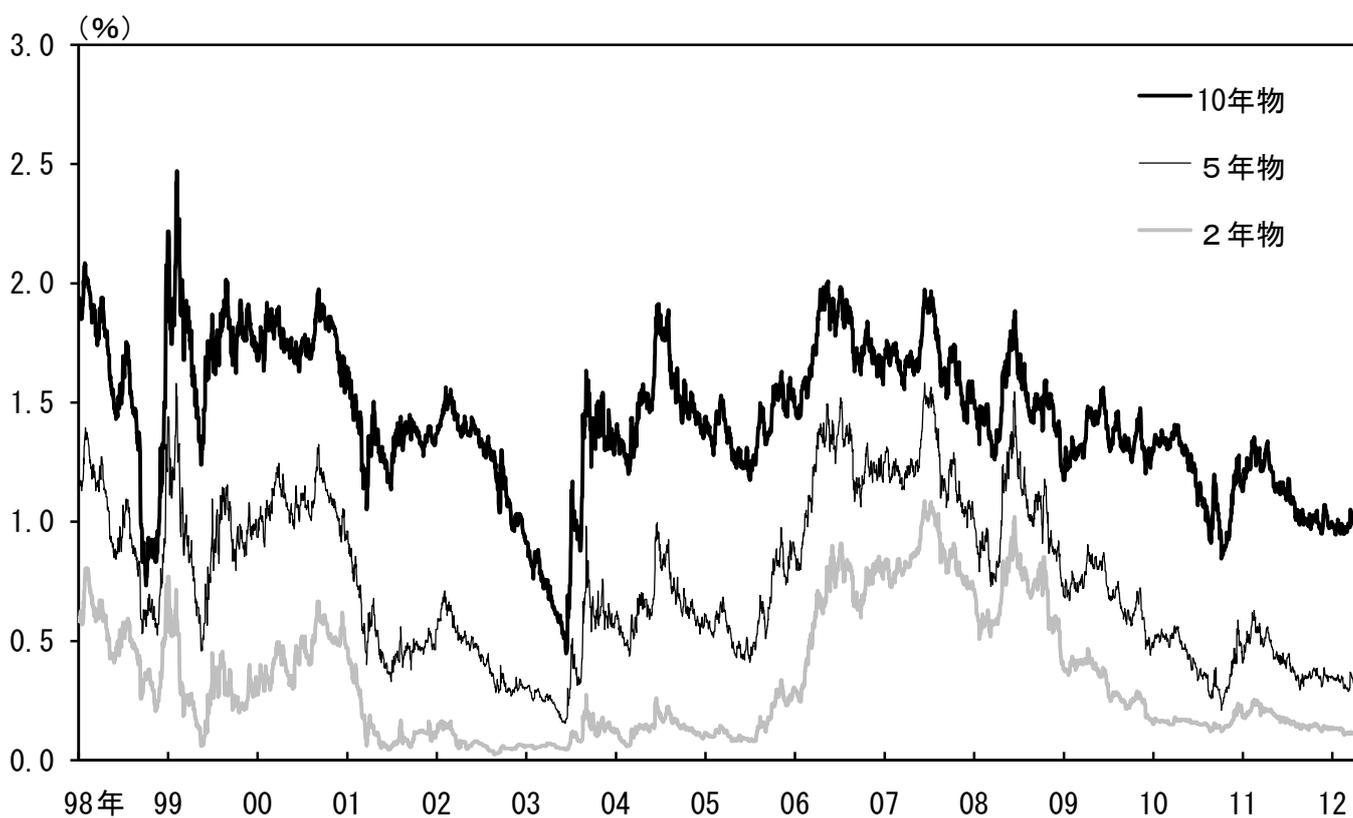


(注) 2年物、3年物のOISレートは、市場取引が少ないこともあり一部データ欠損が生じている。

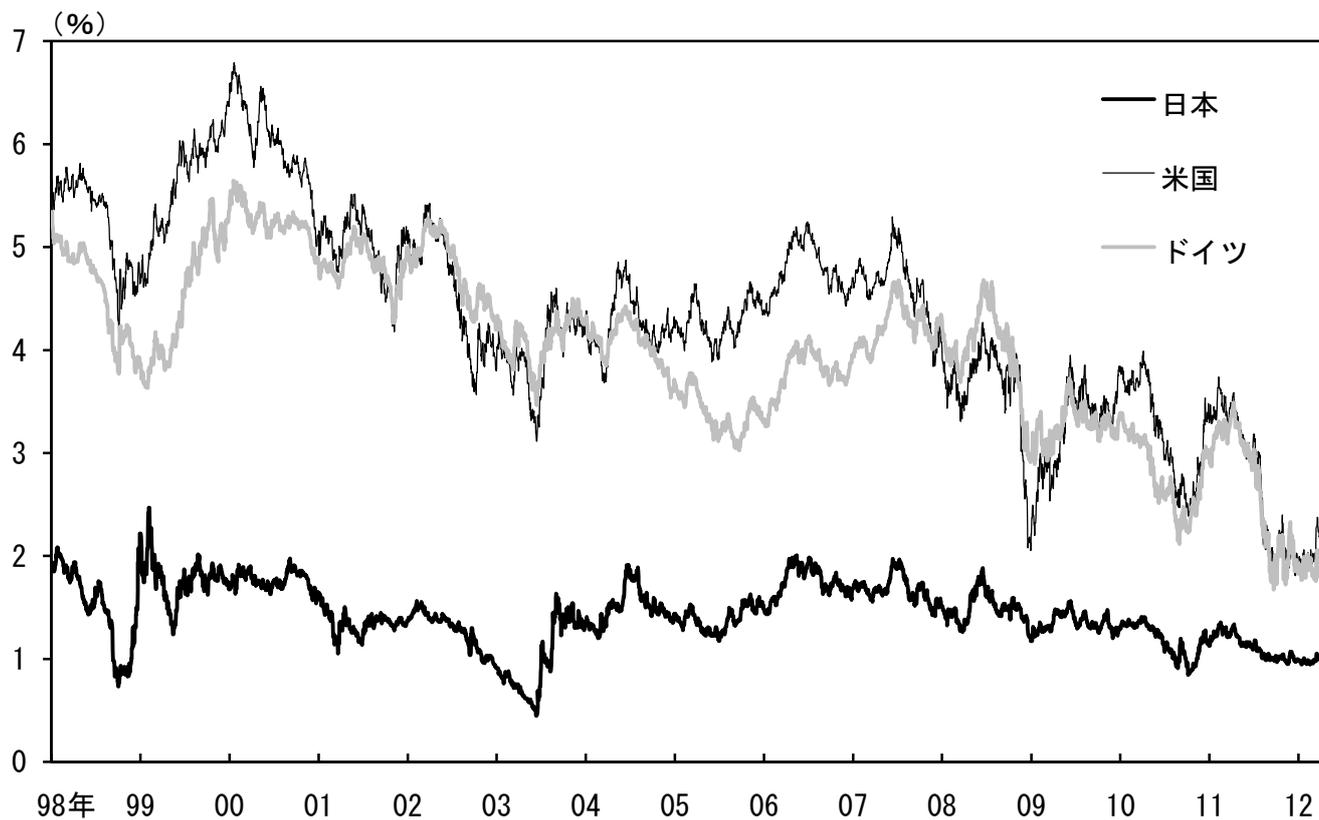
(資料) 日本銀行、Bloomberg

長期金利

(1) 国債利回り

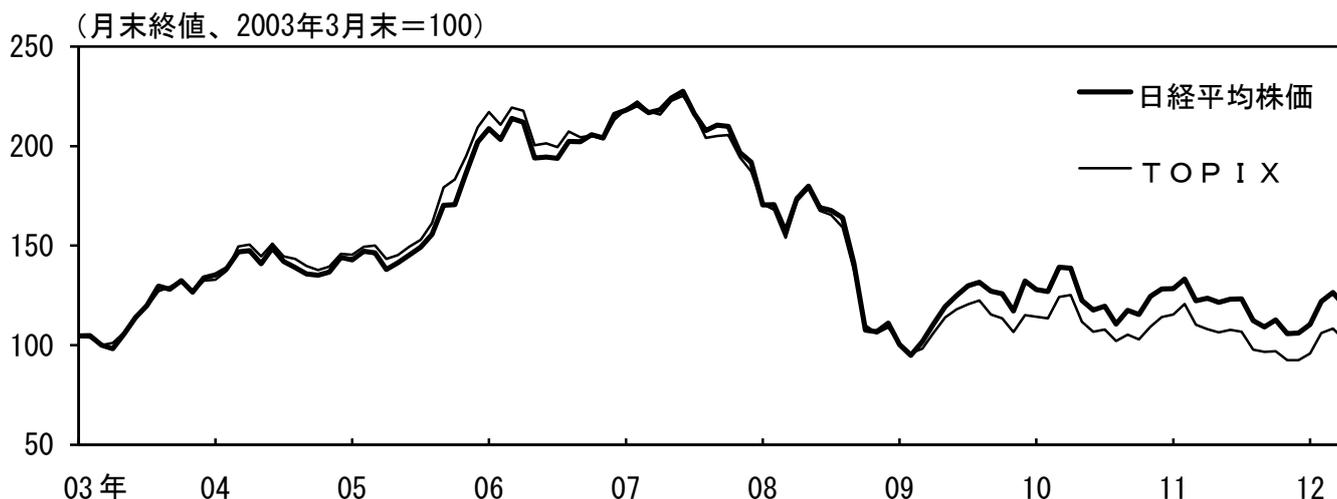


(2) 主要国の長期金利 (10年物国債利回り)

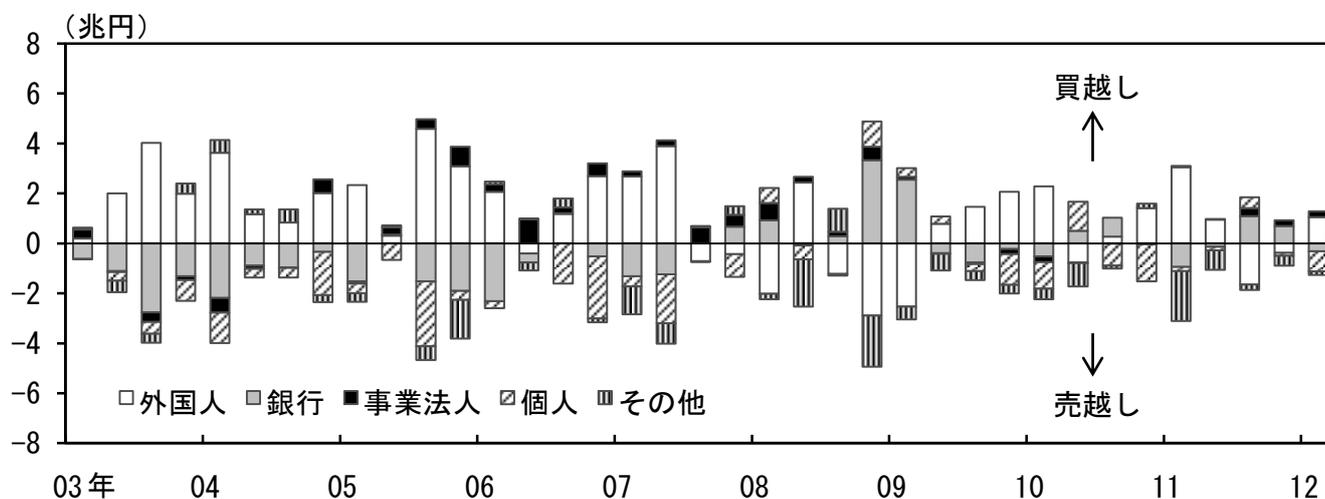


株価・REIT市場

(1) 株価

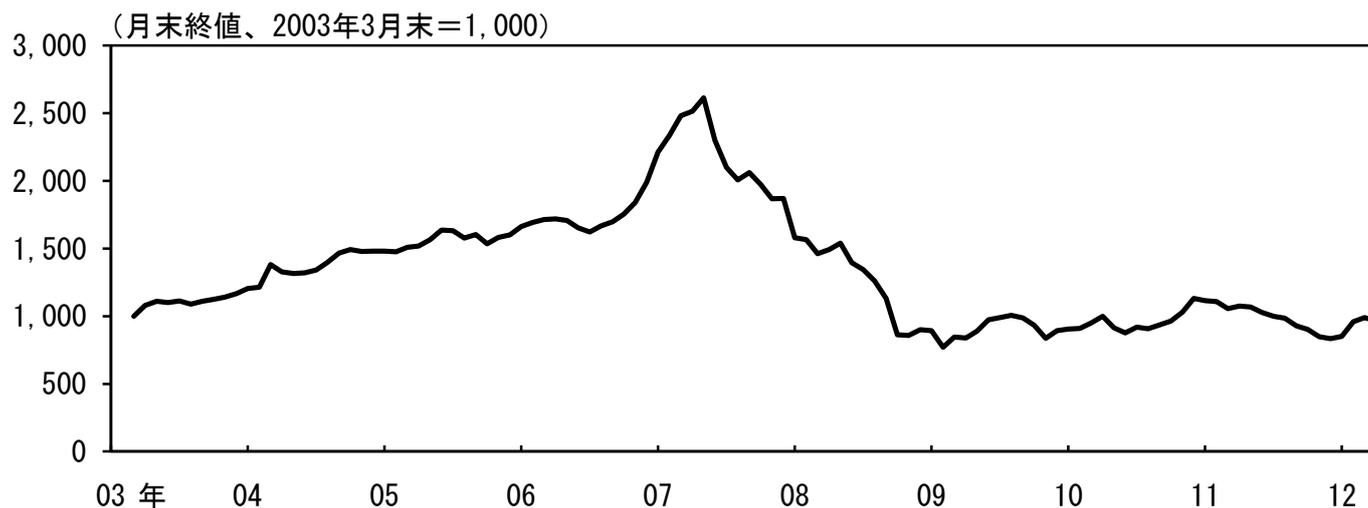


(2) 主体別売買状況



(注) 三市場 (東証・大証・名証) 1、2部計。

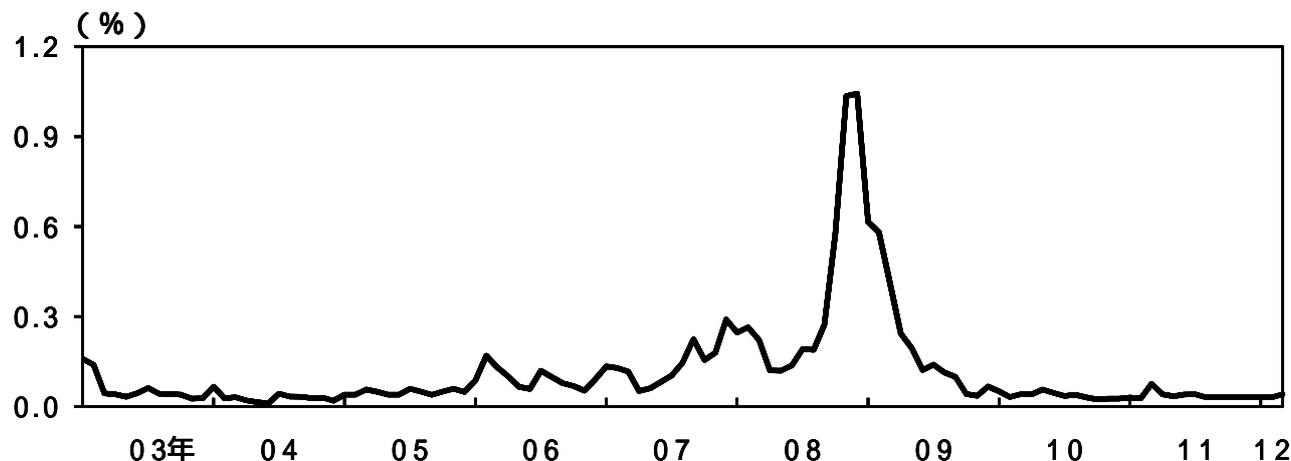
(3) 東証REIT指数



(資料) 日本経済新聞社、東京証券取引所、Bloomberg

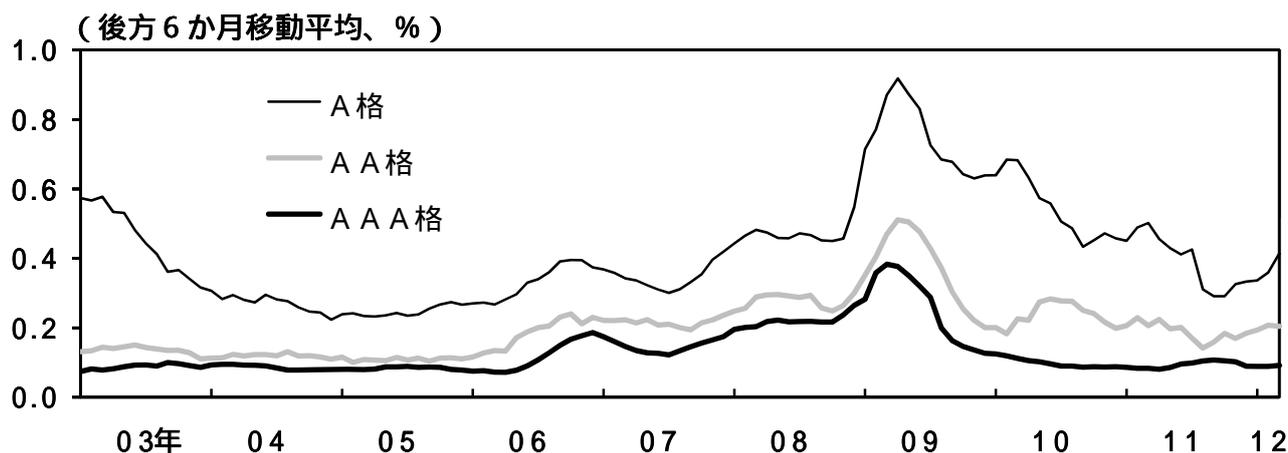
CP・社債スプレッドと貸出金利

(1) CPの信用スプレッド



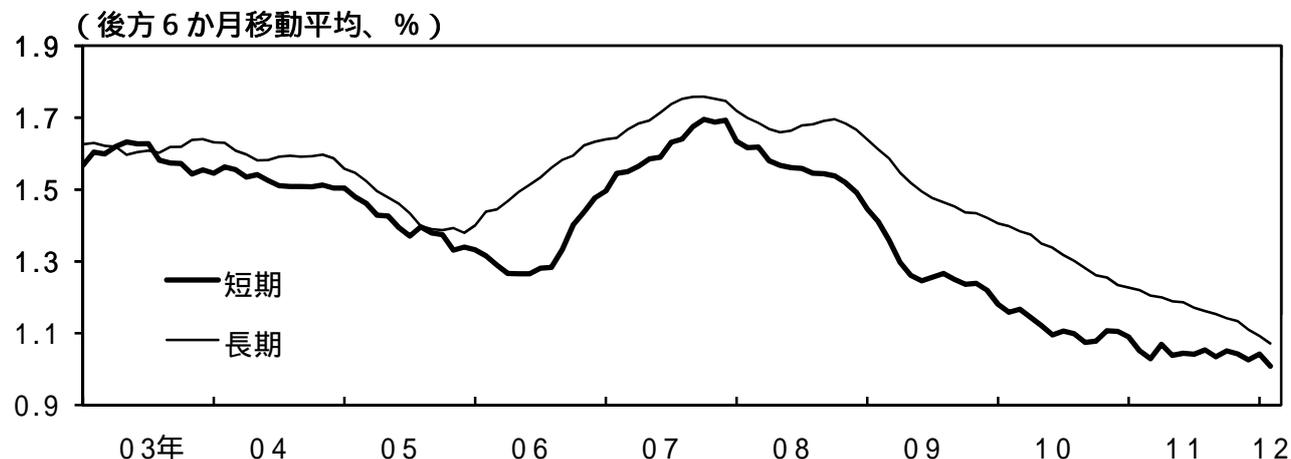
(注) CPの信用スプレッド = CP発行レート (3 か月物) - 国庫短期証券流通利回り (3 か月物)。CP発行レートは、2009/9月以前は a - 1 格以上、2009/10月以降は a - 1 格。

(2) 社債発行スプレッド



(注) 1. 社債発行スプレッド = 社債発行金利 - 同年限の国債流通利回り。全年限の単純平均値、起債日ベース。対象は国内公募社債で、銀行や証券会社などの発行分は除く。
2. 格付けは、ムーディーズ、S & P、R & I、J C Rの最高格付で分類。

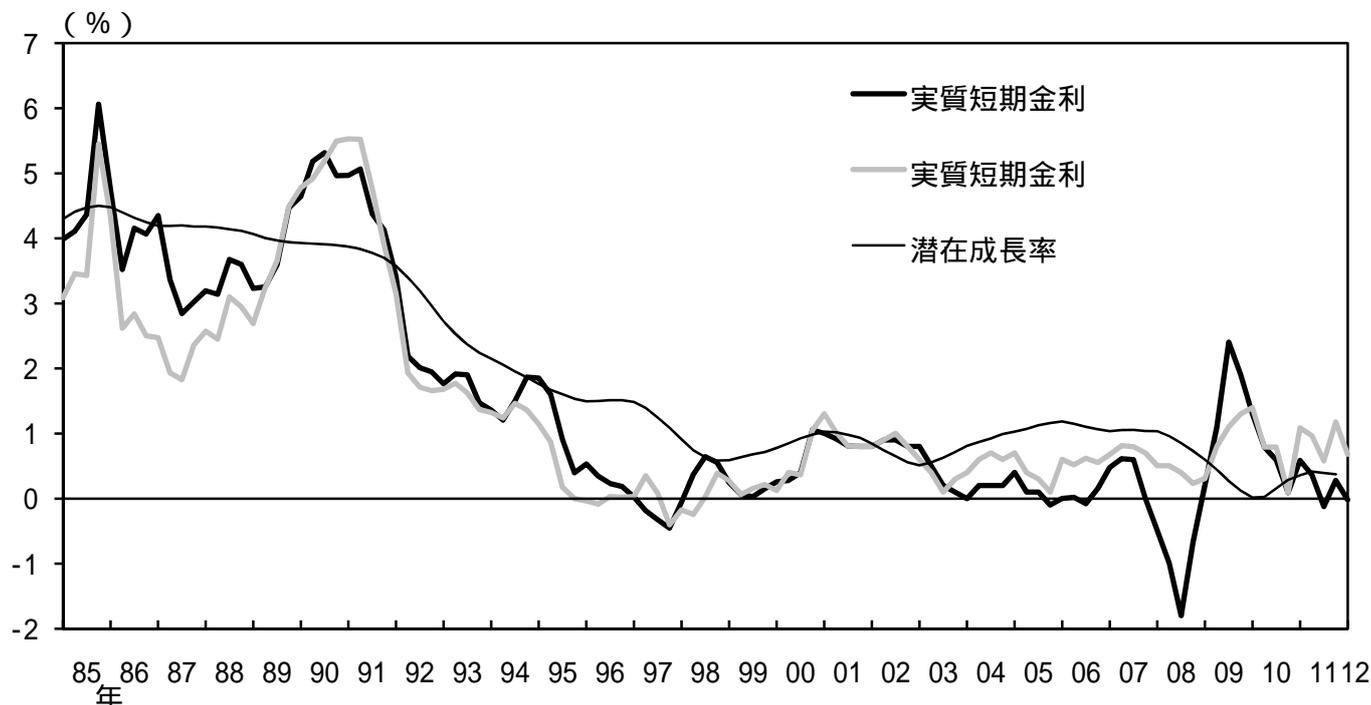
(3) 新規貸出約定平均金利



(資料) 日本銀行「国内コマーシャルペーパー発行平均金利」「貸出約定平均金利」、証券保管振替機構、キャピタル・アイ、アイ・エヌ情報センター、Bloomberg

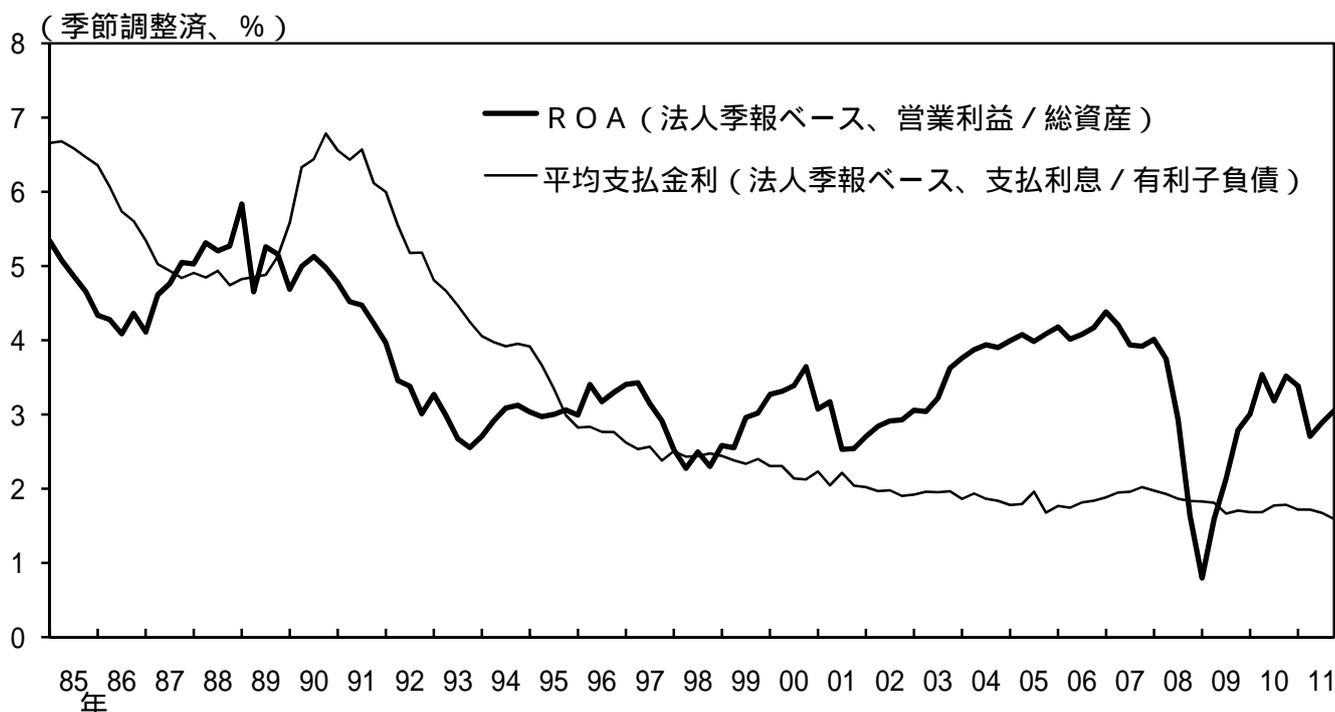
金利水準と実体経済

(1) 実質短期金利と成長率



- (注) 1. 実質短期金利 = 無担保コールレート (0/N物) - 消費者物価指数 (総合除く生鮮食品) 前年比
2. 実質短期金利 = 無担保コールレート (0/N物) - 消費者物価指数 (総合除く食料 酒類を除く・エネルギー) 前年比
3. 消費者物価指数は、消費税調整済み。2001/1Q以降は、高校授業料を除く。
4. 潜在成長率は、日本銀行調査統計局の試算値。

(2) 企業のROAと平均支払金利



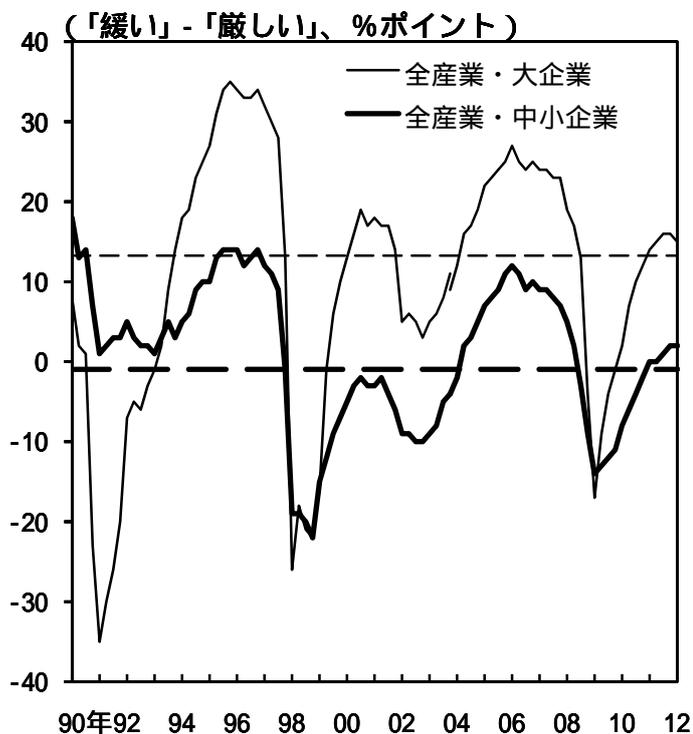
- (注) 1. 全産業全規模合計。金融業、保険業を除く。
2. 有利子負債は、長短期借入金、社債、受取手形割引残高の合計。

(資料) 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

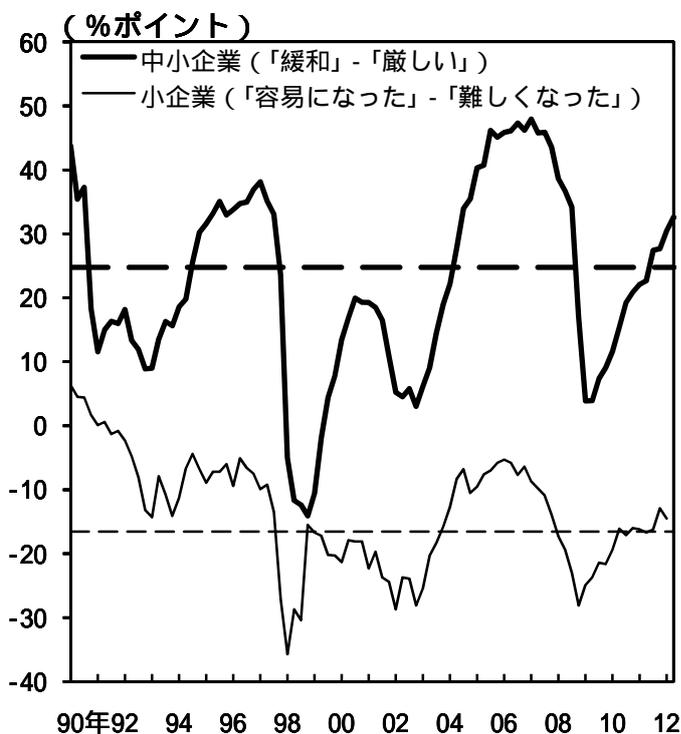
企業金融

(1) 企業からみた金融機関の貸出態度

<短観>



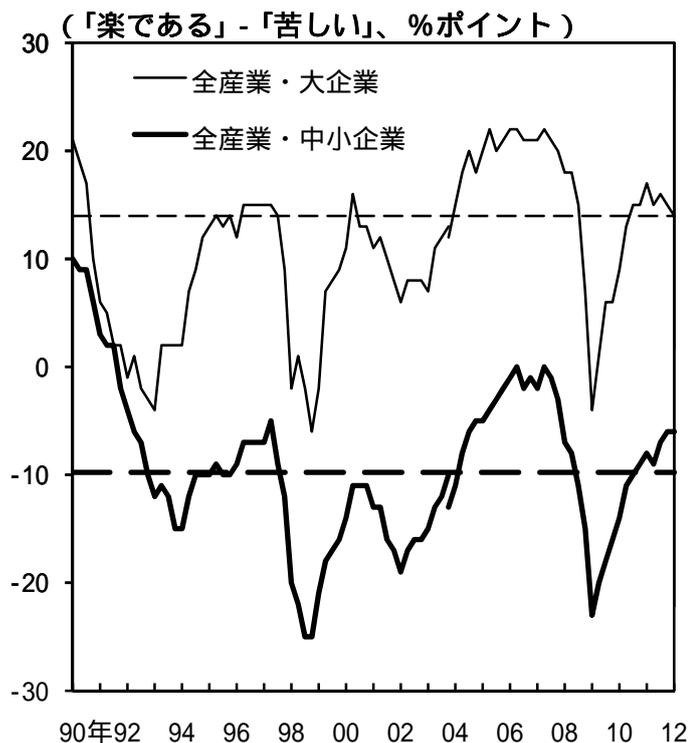
<日本公庫>



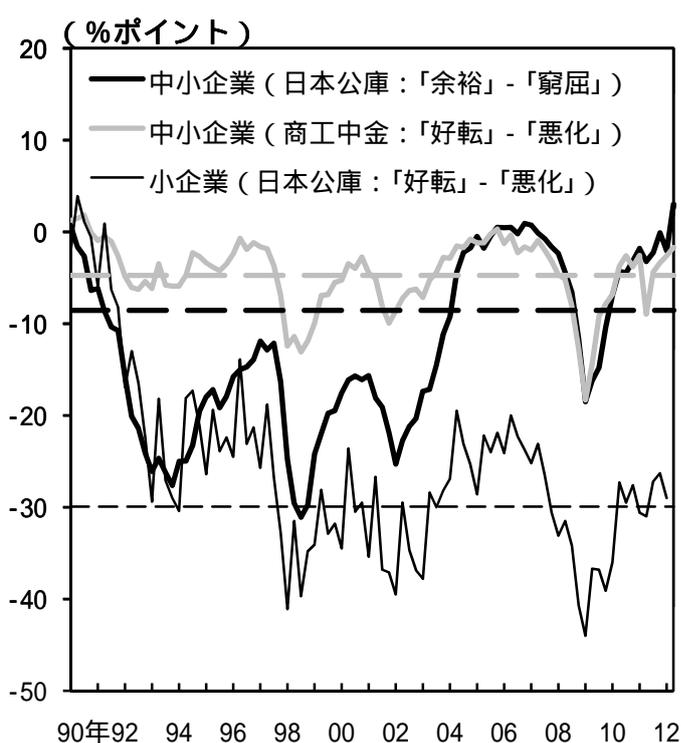
(注) 短観は2004/3月調査より見直しを実施。旧ベースは2003/12月調査まで、新ベースは2003/12月調査から。破線は2000年以降の平均値(下の図表も同じ)。

(2) 企業の資金繰り

<短観>



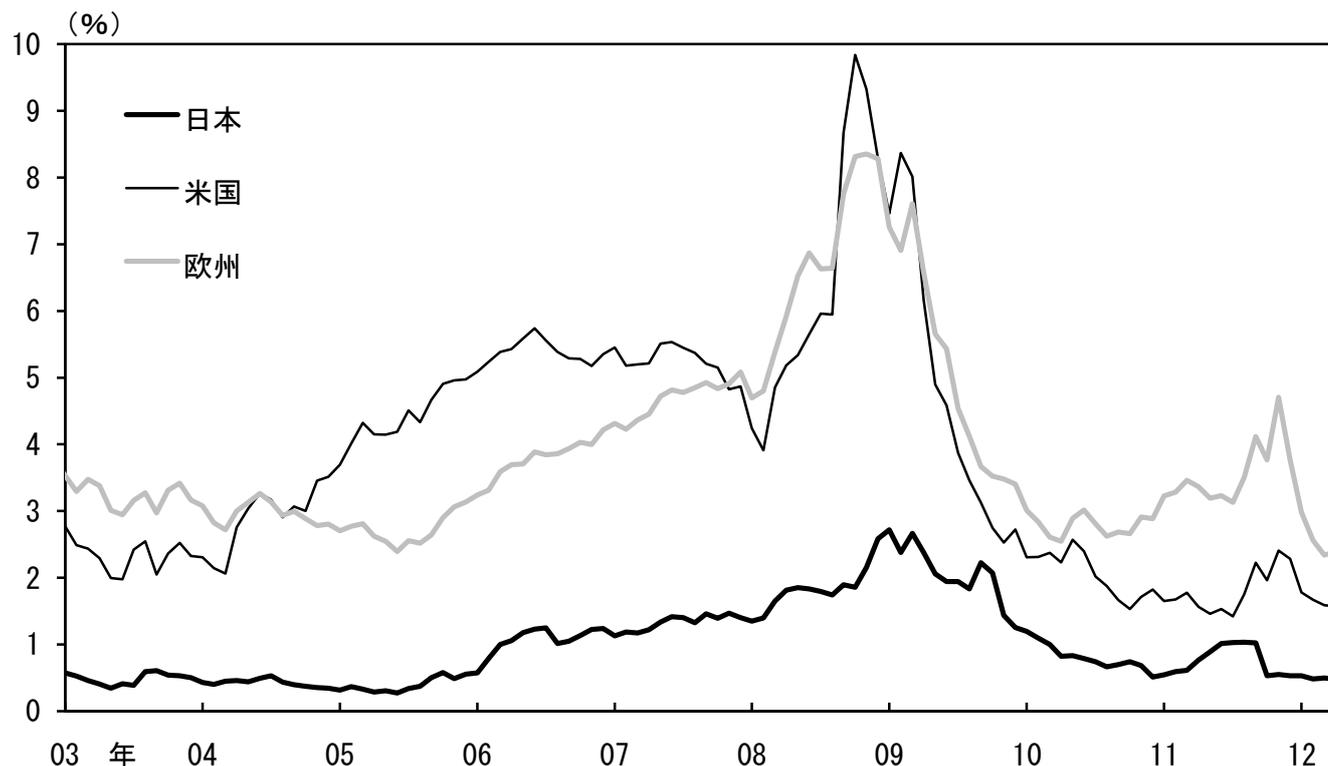
<日本公庫・商工中金>



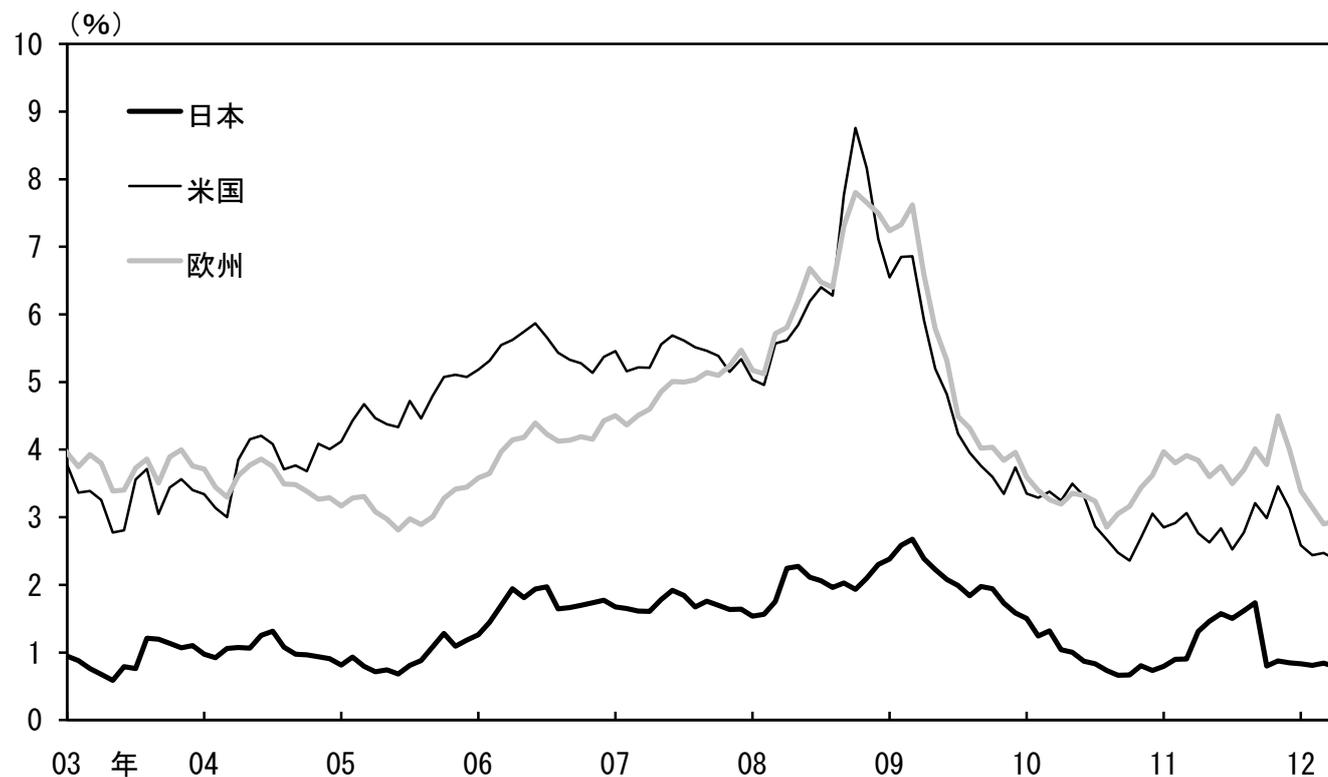
(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、商工中金「中小企業月次景況観測」、日本政策金融公庫「中小企業景況調査」「全国中小企業動向調査結果(小企業編)」

日米欧の社債金利（流通利回り）

(1) 2年



(2) 5年



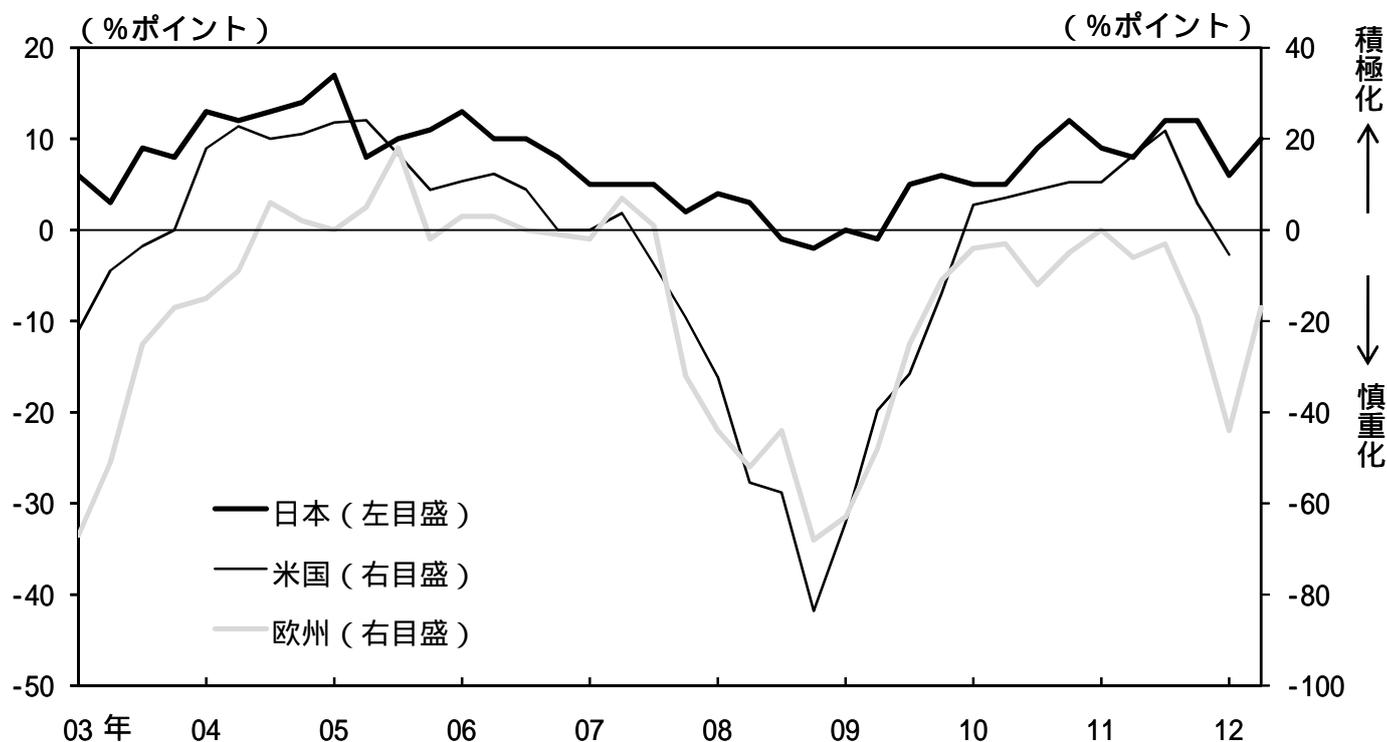
(注) 1. 格付けは全てA格。格付けは、日本はR&Iによる。米国、欧州は、ムーディーズ、S&P、フィッチによる。

2. 日本の社債金利が震災後大きく上昇した後、低下しているのは、基本的に一部電力銘柄のスプレッド拡大とその後の格下げに伴う当該影響の剥落を反映したものである。

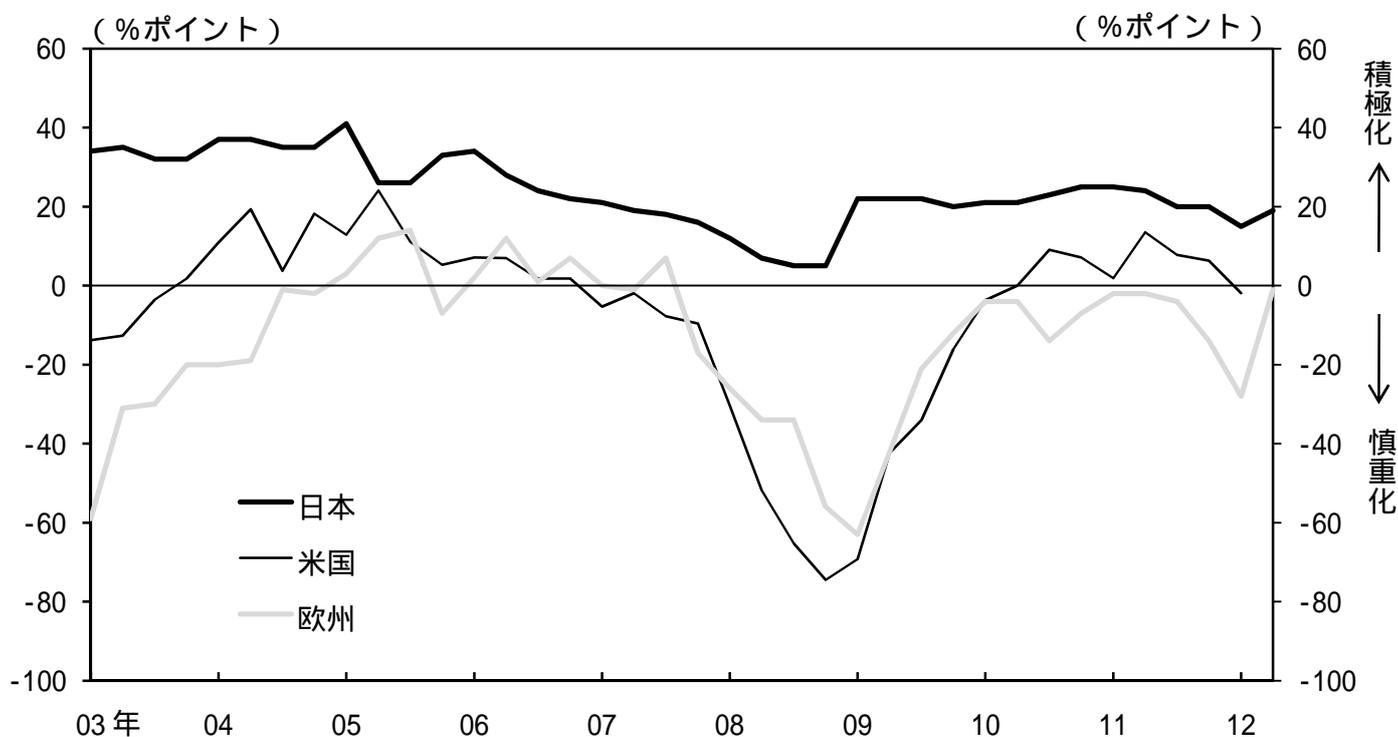
(資料) Bloomberg

日米欧における銀行の貸出運営スタンス

(1) 大企業向け



(2) 中小企業向け



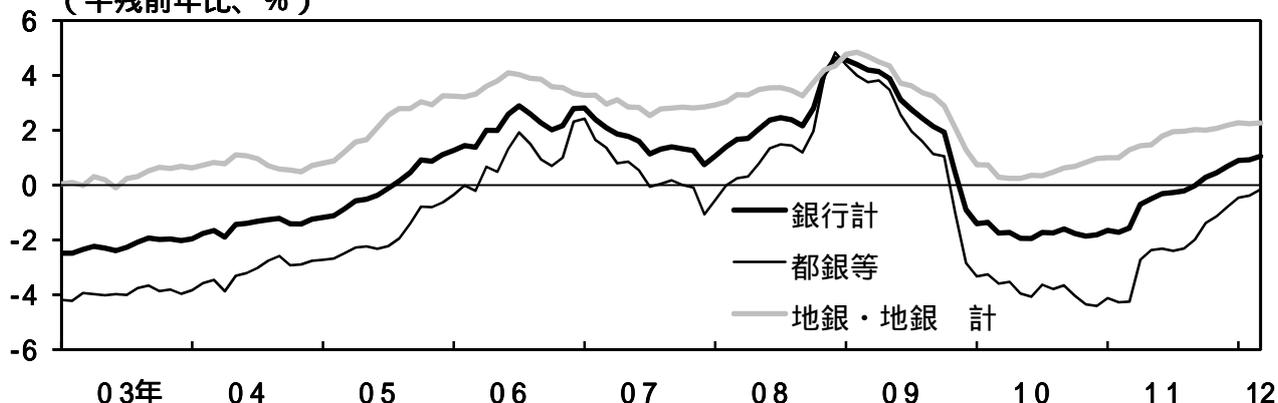
(注) (1)の米国は大・中企業向け。(2)の米国は小企業向け。
日本: 「積極化」+0.5×「やや積極化」-0.5×「やや慎重化」-「慎重化」。
米欧: 「eased considerably」+「eased somewhat」-「tightened somewhat」-
「tightened considerably」

(資料) 日本銀行「主要銀行貸出動向アンケート調査」、FRB、ECB

貸出残高と C P ・ 社債発行残高

(1) 民間銀行貸出残高

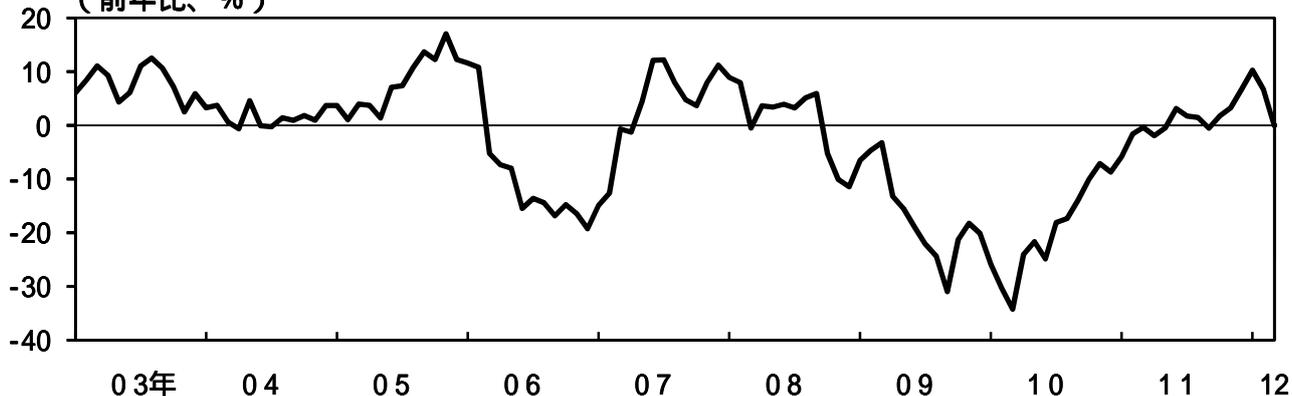
(平残前年比、%)



(注) 貸出債権の流動化・償却による変動分等を調整したものの。

(2) C P 発行残高

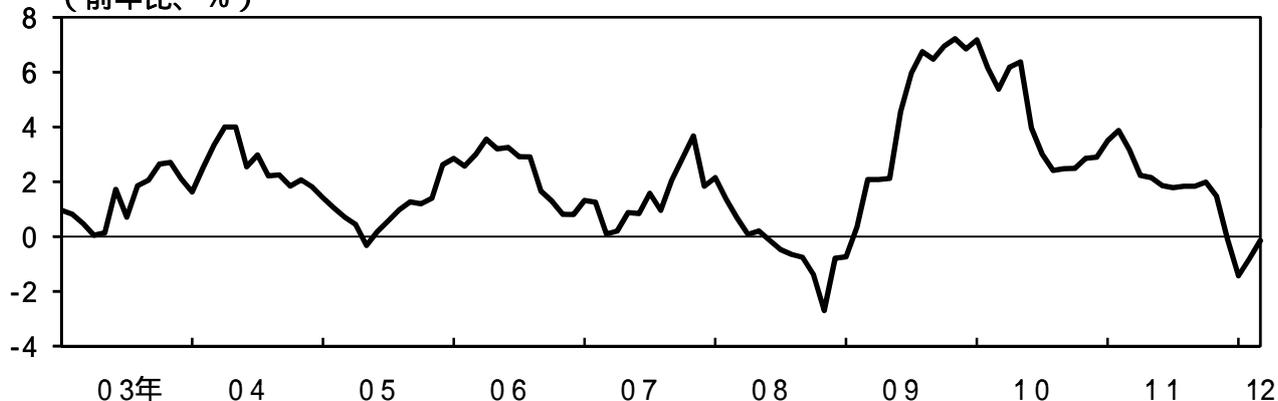
(前年比、%)



(注) 短期社債 (電子 C P) の残高前年比。銀行、証券会社および外国会社等による発行分を含まず、ABCPを含む。なお、2008/3月以前は、日本銀行と当座勘定取引のある銀行・証券会社の引受によるものの残高前年比。

(3) 社債発行残高

(前年比、%)

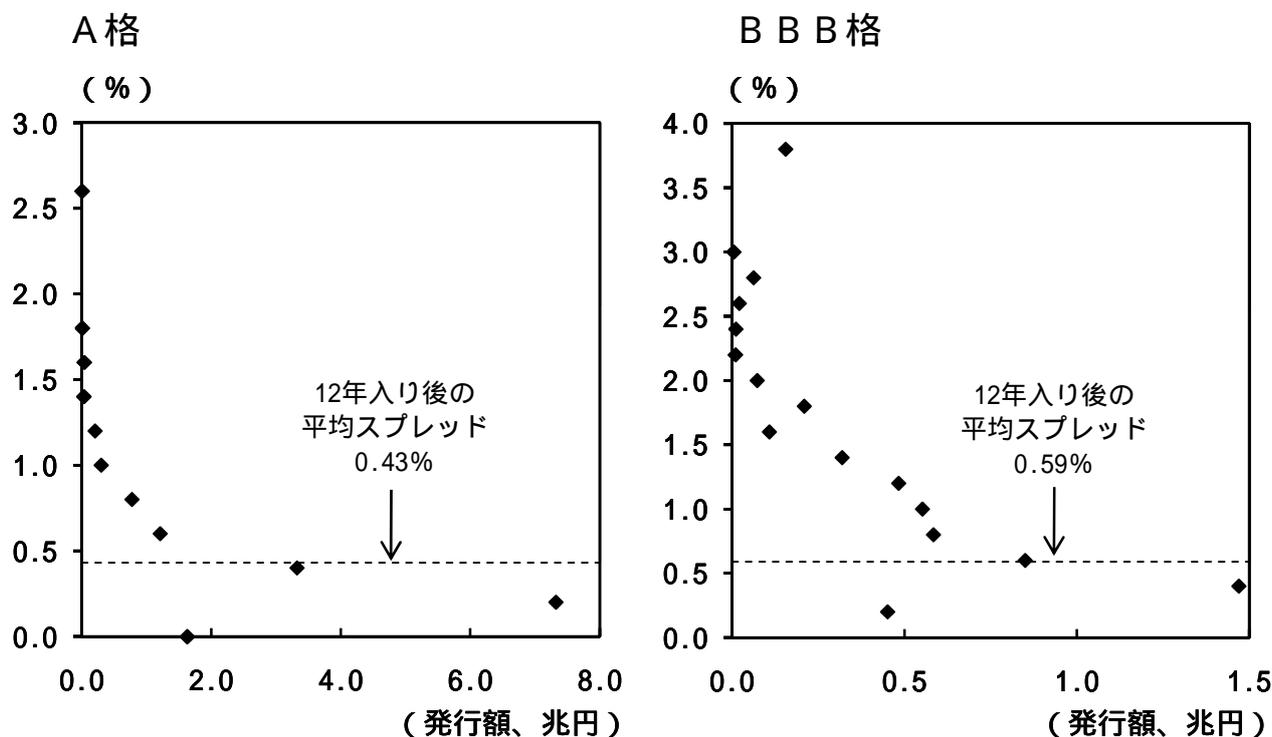


(注) 国内、海外で発行された普通社債の合計値。銀行発行分を含む。国内発行分は、振替債の残高。ただし、2008/4月以前については、振替債以外も含む残高合計値を段差修正して接続。

(資料) 日本銀行「貸出・資金吸収動向等」、証券保管振替機構、日本証券業協会、アイ・エヌ情報センター

社債の発行スプレッドと発行額

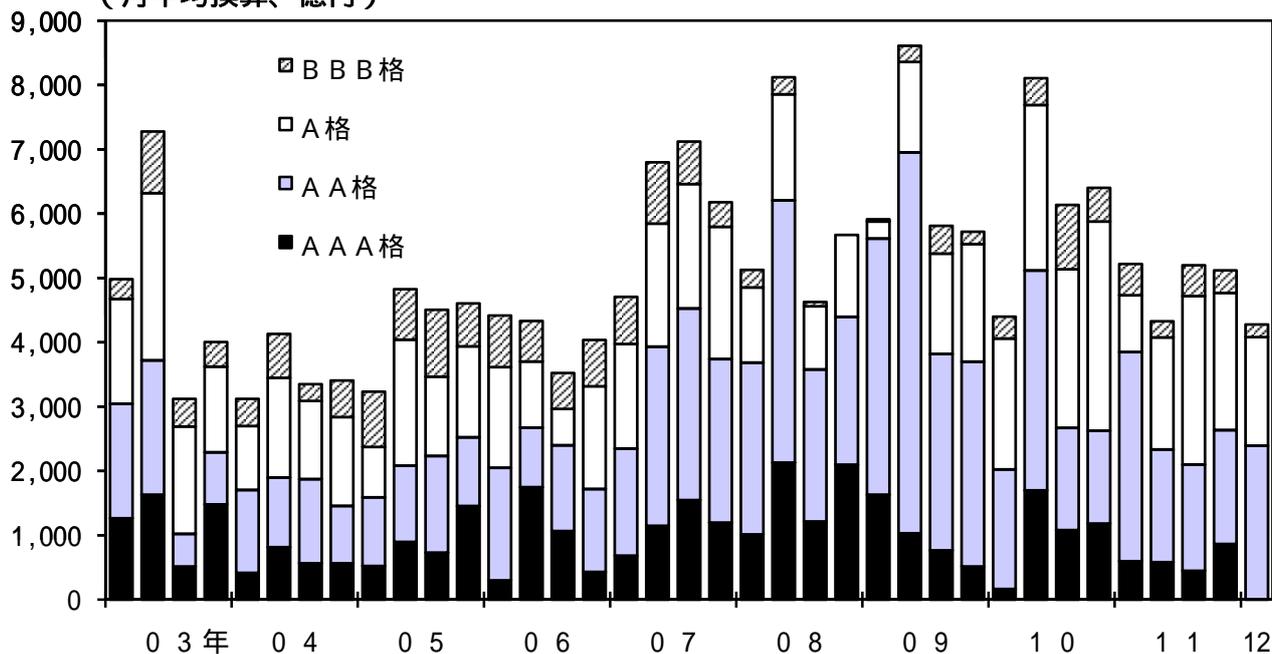
(1) 社債発行スプレッド



- (注) 1. 社債発行スプレッド = 社債発行金利 - 同年限の国債流通利回り。全年限の単純平均値、起債日ベース。対象は国内公募社債で、銀行や証券会社などの発行分は除く。
2. 集計対象期間は、2002年1月から2012年3月まで。
3. 格付けは、ムーディーズ、S & P、R & I、J C Rの最高格付で分類(下の図表も同じ)。
4. A 格、B B B 格とも0.2%刻みでプロット。

(2) 社債発行額

(月平均換算、億円)

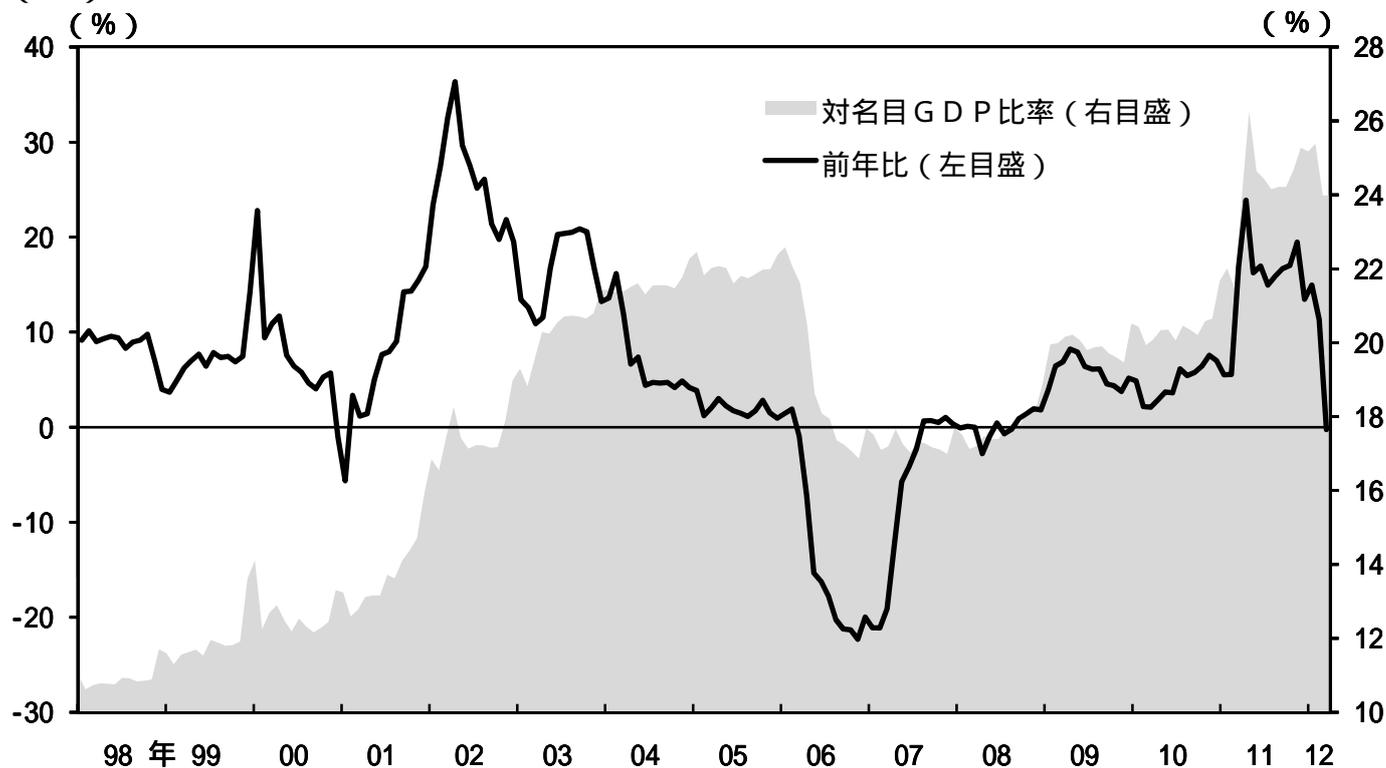


(注) 起債日ベース。対象は国内公募社債で、銀行発行分は除く。

(資料) キャピタル・アイ、アイ・エヌ情報センター

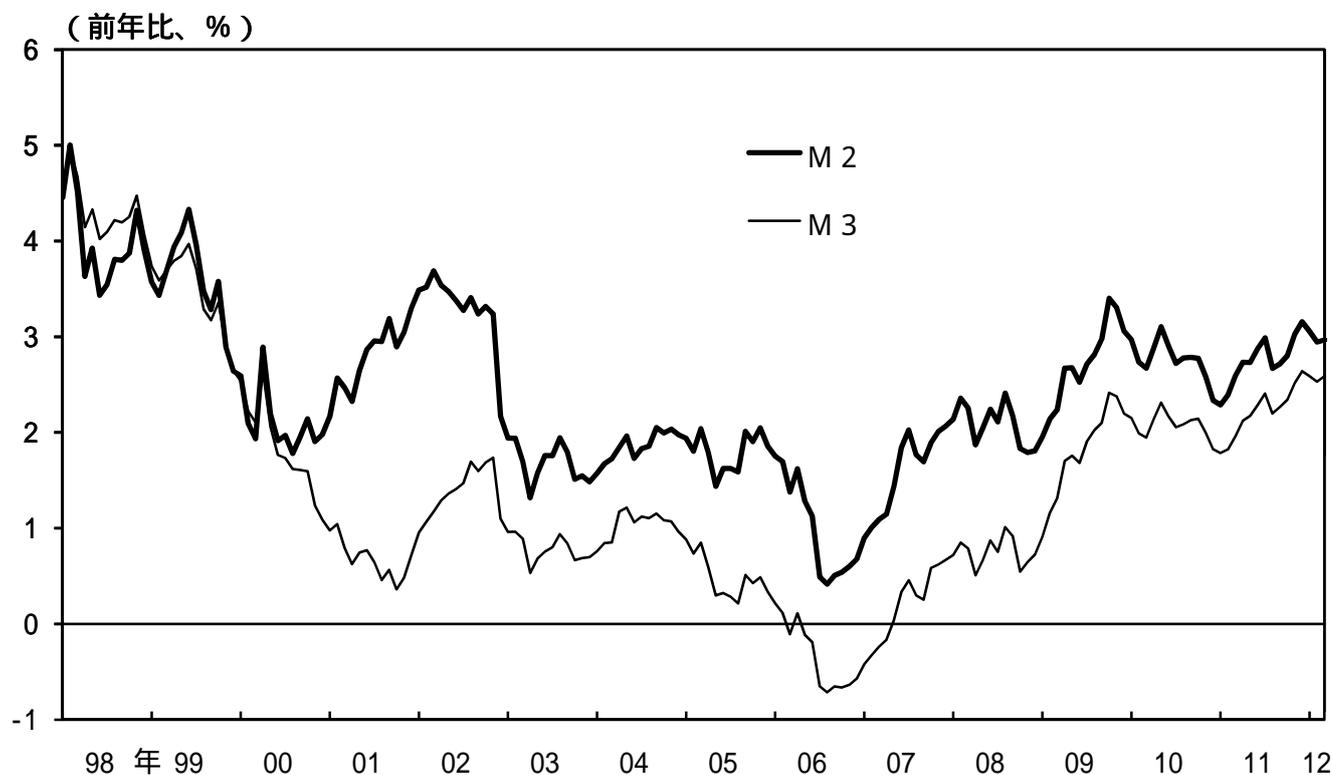
マネタリーベースとマネーストック

(1) マネタリーベース



(注) 2012/1Qの名目GDPは、2011/4Qの値。

(2) マネーストック

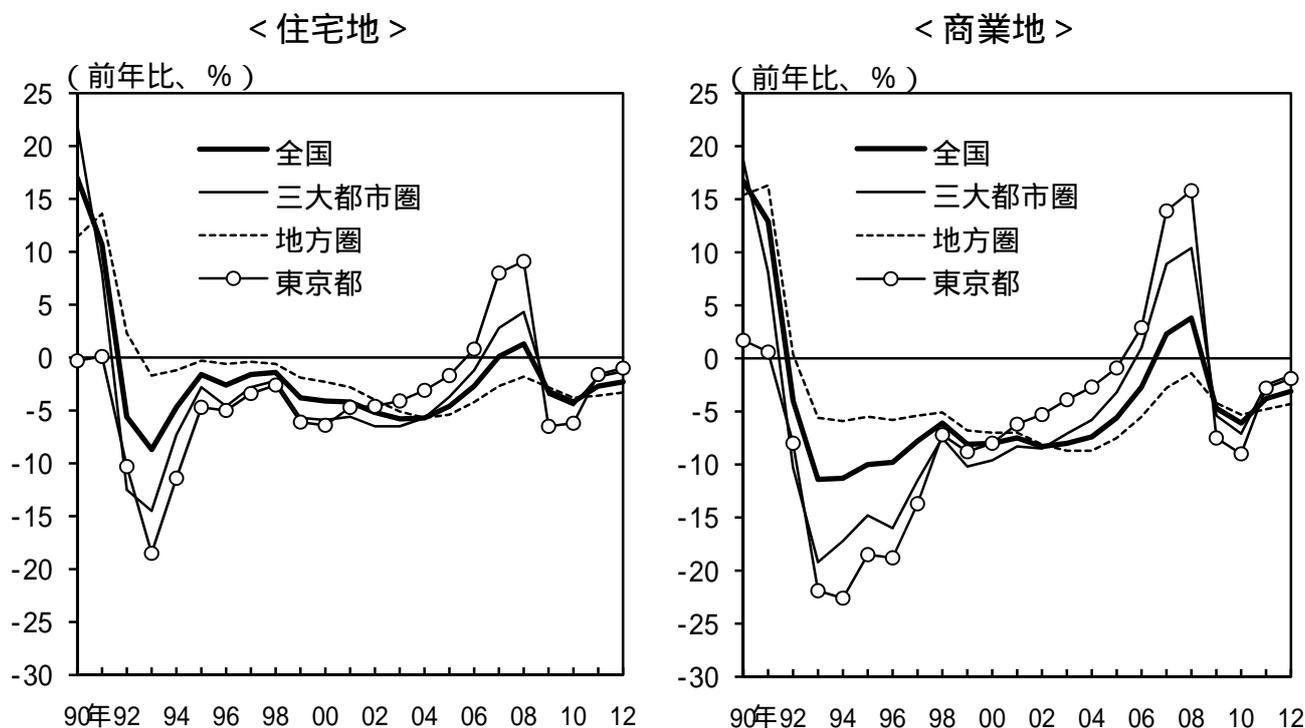


(注) 2004/3月以前のM2、M3は、それぞれマネーサプライ統計の「M2 + CD」、
「M3 + CD - 金銭信託」を利用。

(資料) 内閣府「国民経済計算」、日本銀行「マネタリーベース」「マネーストック」
「マネーサプライ」

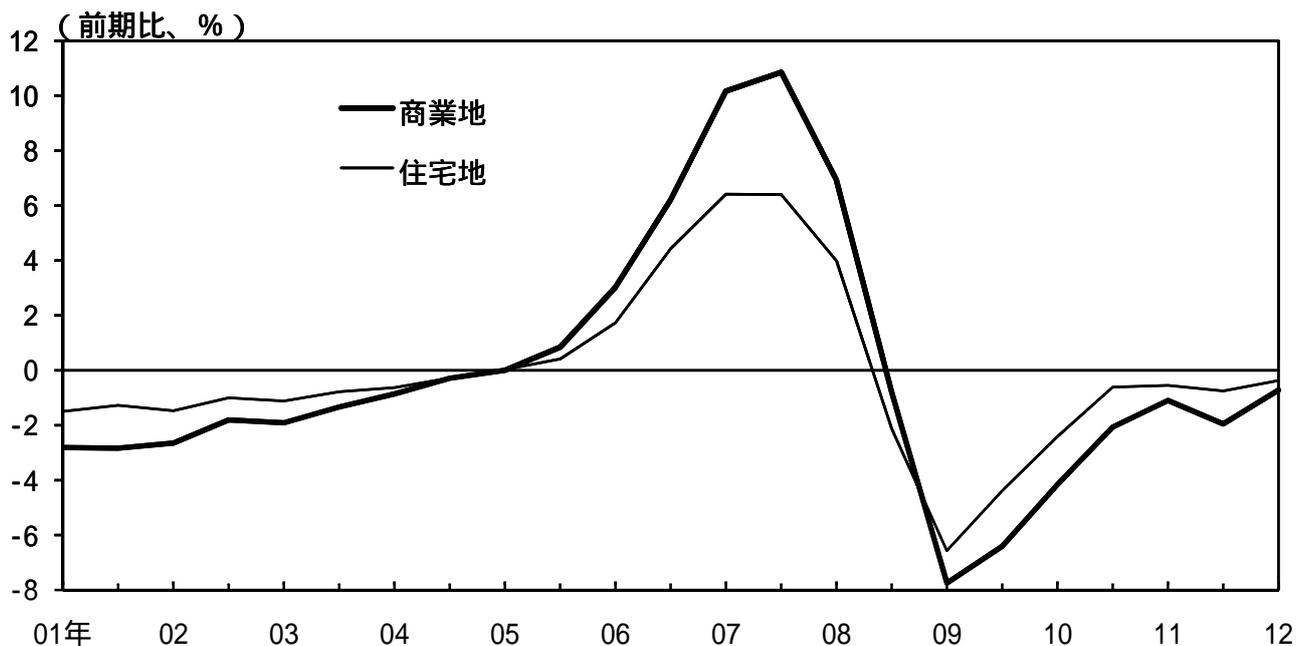
地 価

(1) 地価公示



- (注) 1. 1月1日時点の地価を調査。
2. 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

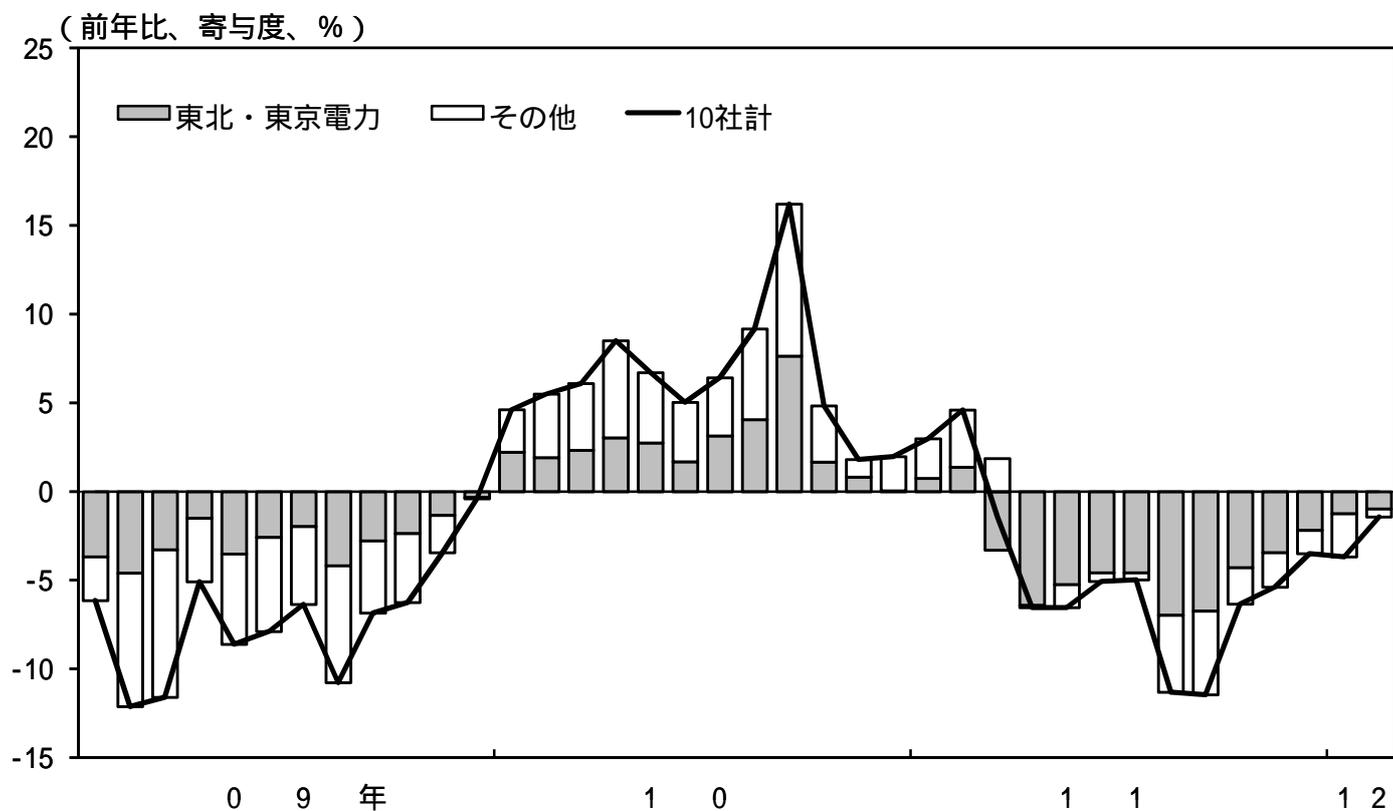


- (注) 地価公示および都道府県地価調査の共通地点（住宅地45地点、商業地34地点）における半期ベースの比較。

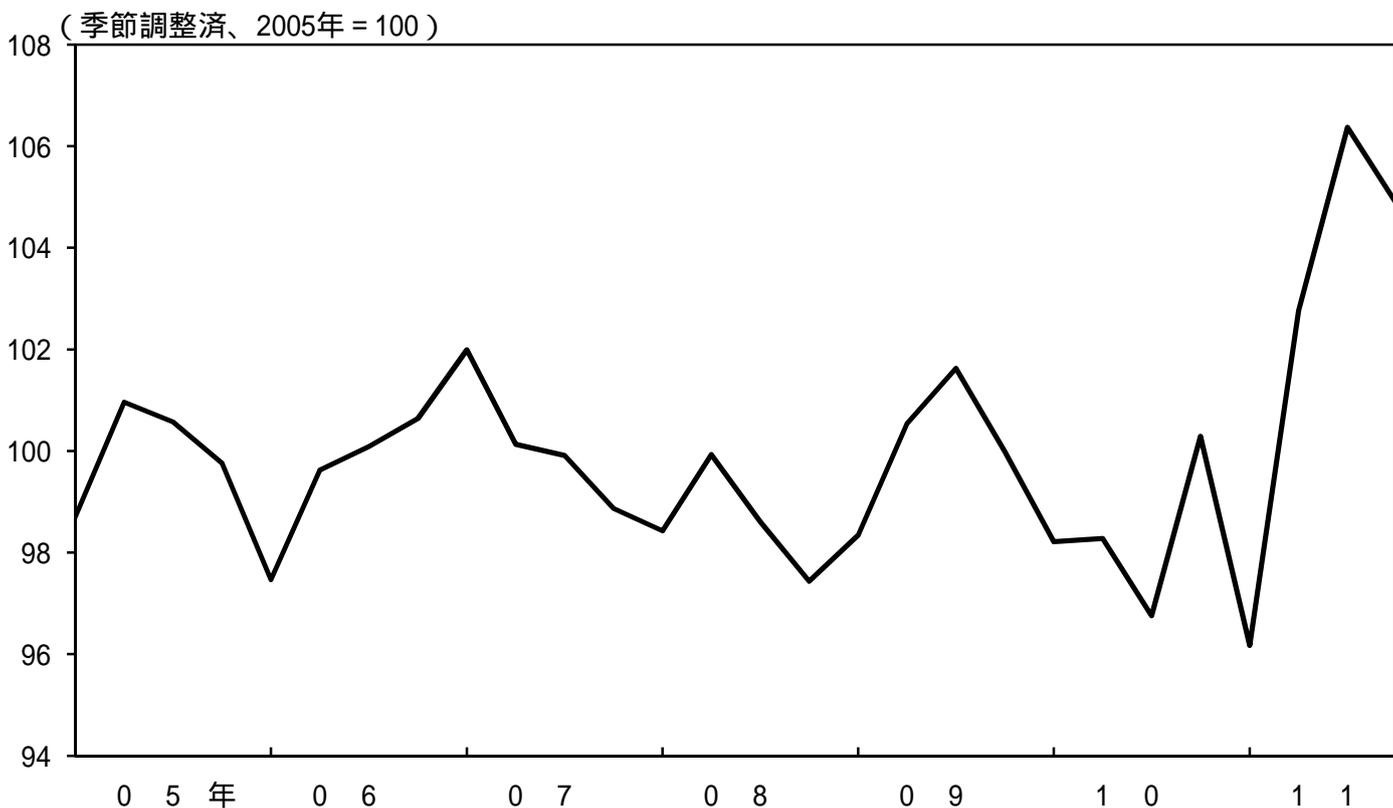
(資料) 国土交通省「地価公示」「都道府県地価調査」

電力需要の動向

(1) 消費電力量の推移 (10社計)



(2) 電力生産性 (実質GDP / 消費電力量 (10社計))

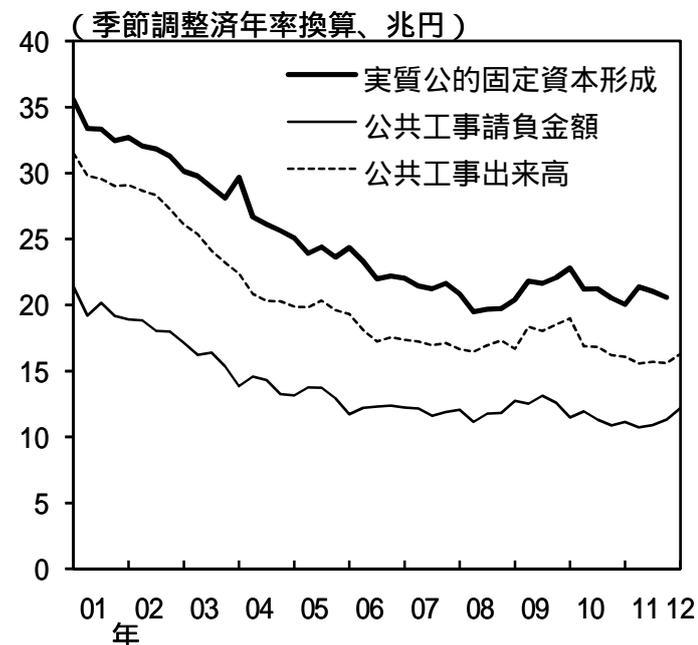


(注) (2)の消費電力量(10社計)は、X-12-ARIMAによる季節調整値。

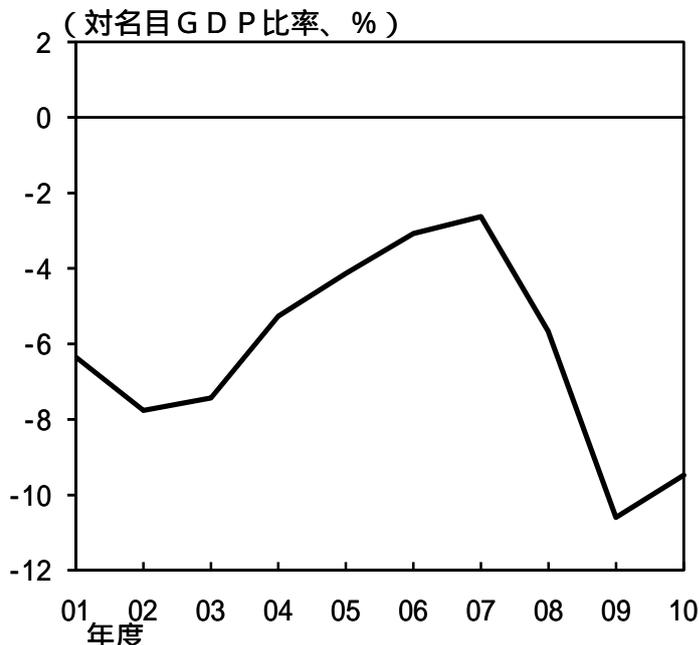
(資料) 電気事業連合会「電力需要実績」、内閣府「国民経済計算」

公共投資と政府債務残高

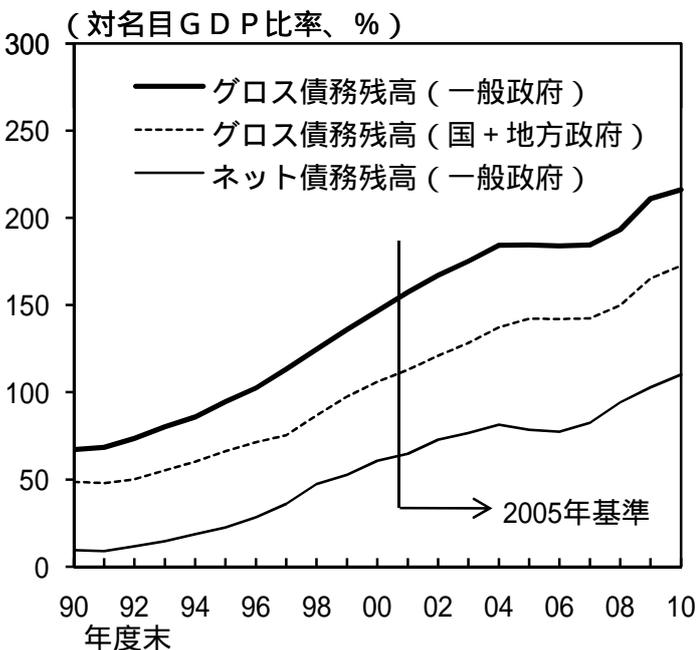
(1) 公共投資



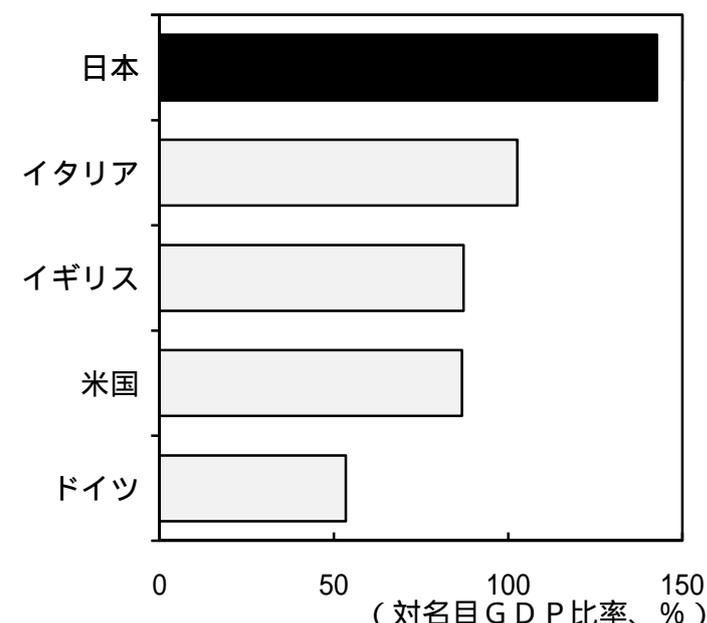
(2) 財政収支



(3) 政府債務残高



(4) 各国の政府債務残高 (ネット)

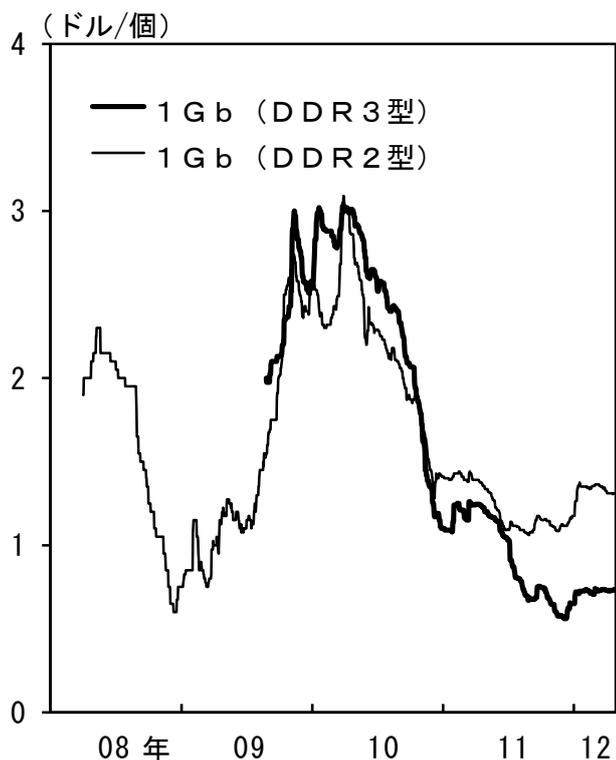


- (注) 1. (1) の公共工事出来高の2012/1Qは、1~2月の値。
 2. (2) は、預金保険機構の保有する交付国債の償還 (2001年度、2002年度) や、財政投融资特別会計 (公的金融機関) から国債整理基金特別会計 (一般政府) への繰入れ (2006、2008年度)、財政投融资特別会計から一般会計への繰入れ (2009、2010年度) に伴う、貯蓄投資差額の変動を除去した実勢ベース。
 3. (3) の一般政府は、国・地方政府・社会保障基金の合計値 (内閣府「国民経済計算」)。
 4. (3) のグロス債務残高 (国 + 地方政府) は、内閣府「経済財政の中長期試算」 (2012/1月) における公債等残高の値。
 5. (3)、(4) のネット債務残高は、グロス債務残高から金融資産を差し引いたもの。
 6. (4) は、2013年の IMF 予測 (一般政府ベース)。

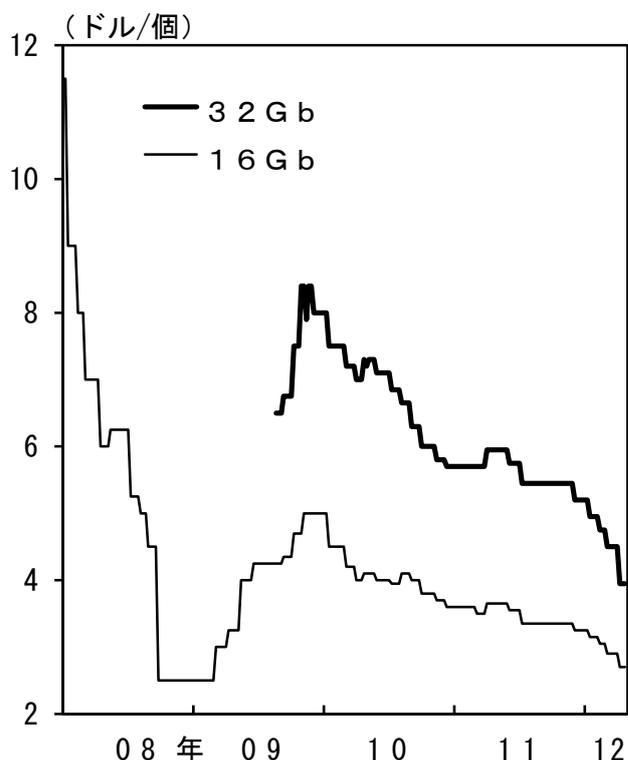
(資料) 内閣府「国民経済計算」、「経済財政の中長期試算」、国土交通省「建設総合統計」、東日本建設業保証株式会社他「公共工事前払金保証統計」、IMF「World Economic Outlook」

ITサイクル

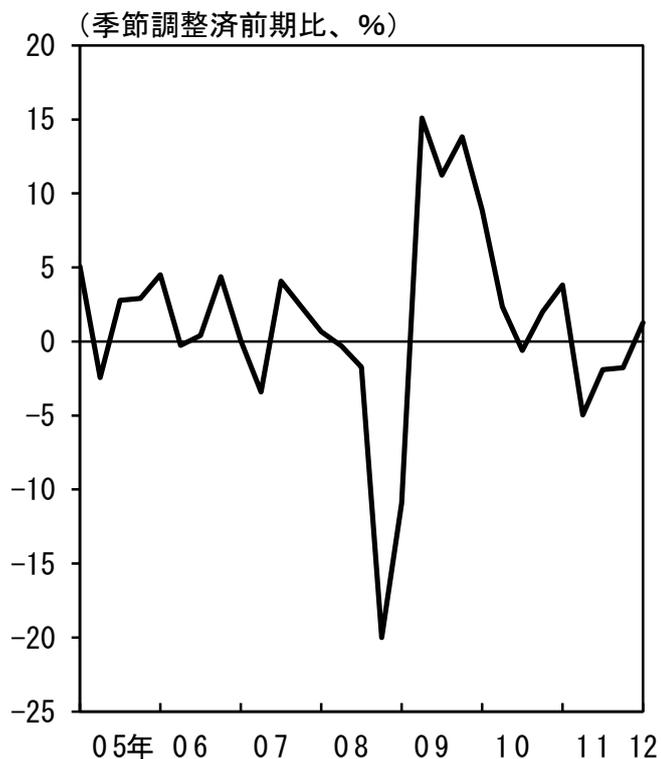
(1) DRAM価格の推移



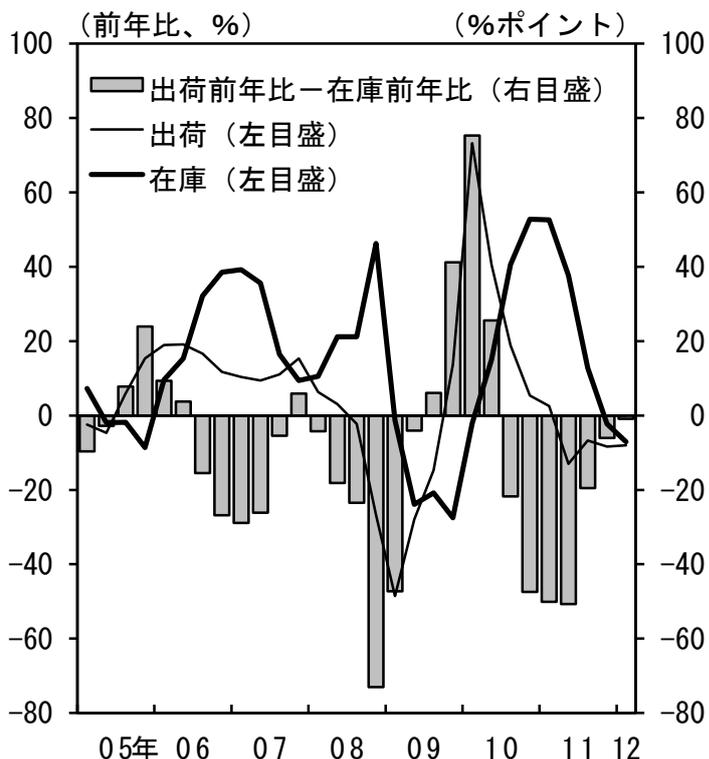
(2) NANDフラッシュメモリ価格の推移



(3) 世界半導体出荷



(4) 電子部品・デバイスの出荷在庫バランス

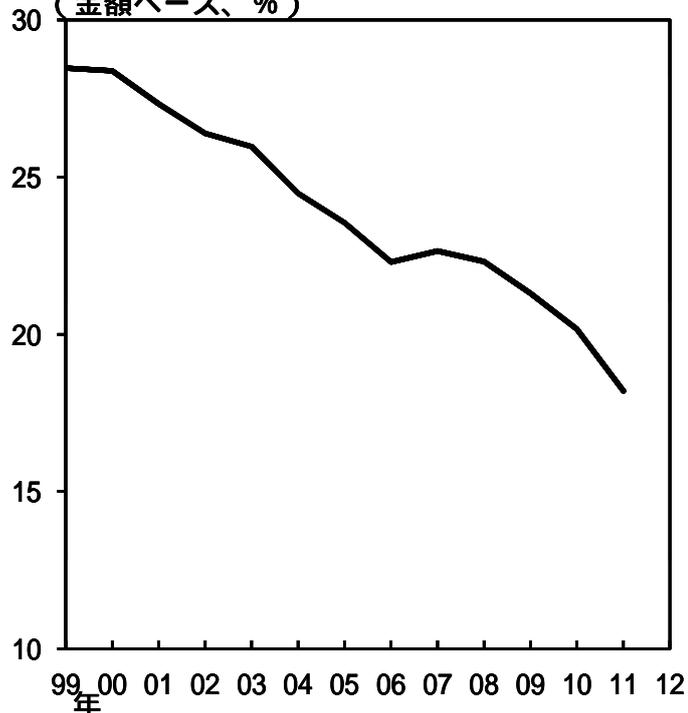


(注) (3) の2012/1Qは、1~2月の2011/10~12月対比。

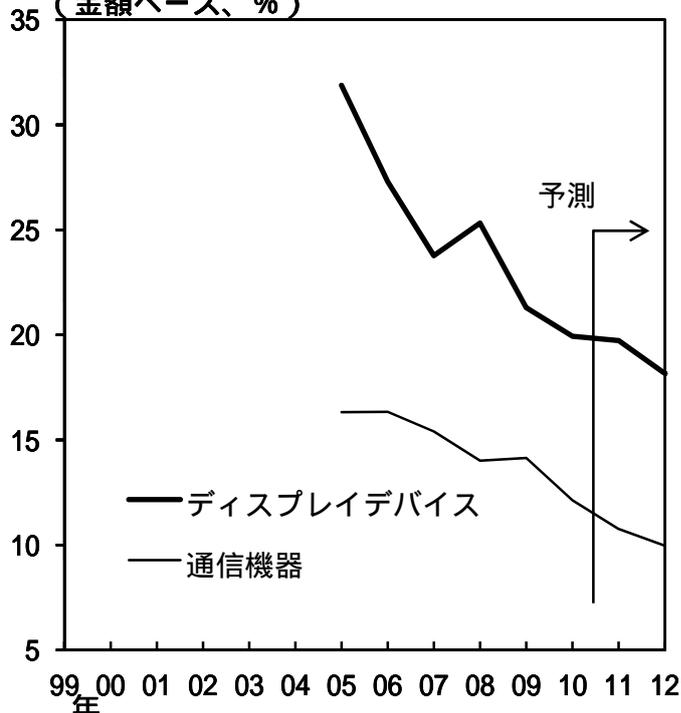
(資料) 日経Financial QUEST、W S T S、経済産業省「鉱工業指数統計」

日系メーカーの世界シェア

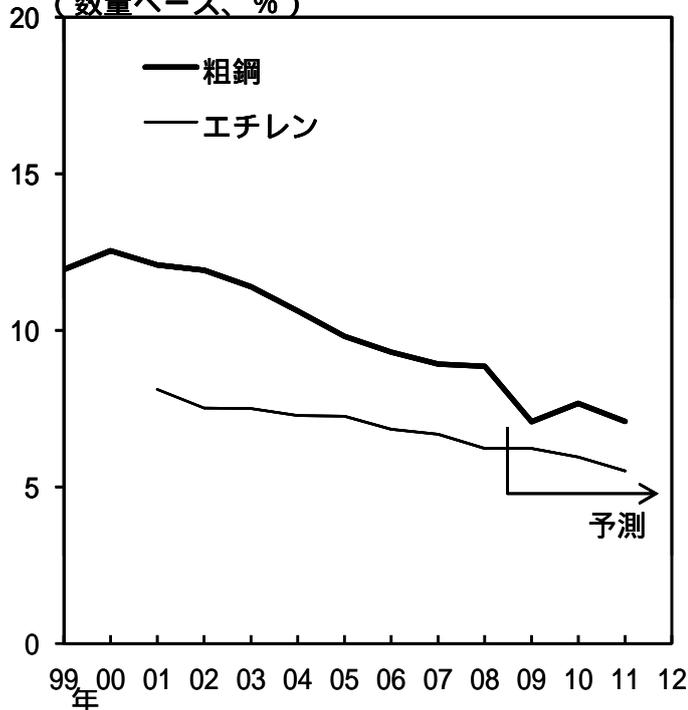
(1) 半導体
(金額ベース、%)



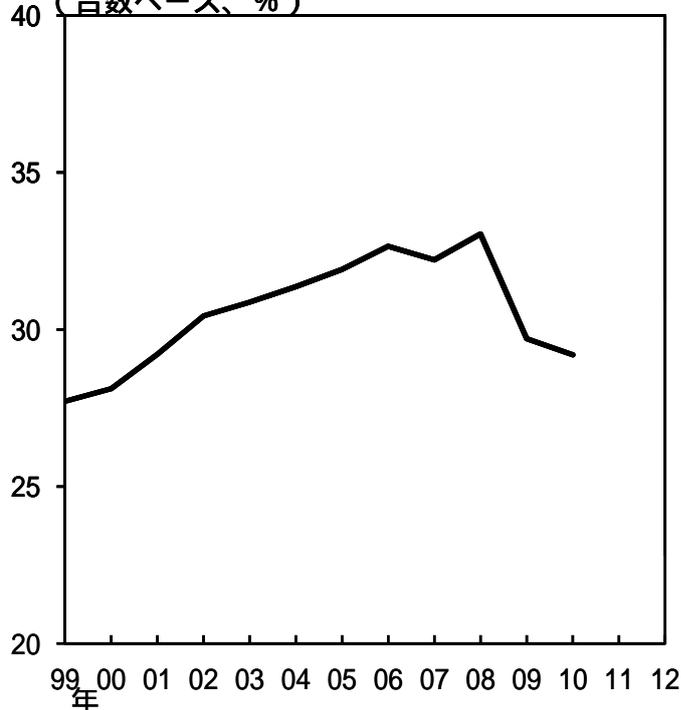
(2) その他のIT関連製品
(金額ベース、%)



(3) 中間財
(数量ベース、%)



(4) 自動車
(台数ベース、%)



(注) 1. (1)、(2)、(4)は、日系メーカーの世界シェア。(3)は、日本の国内生産量の世界シェア。

2. (1)は、ガートナーのデータ(2012/3月)をもとに日本銀行調査統計局にて作成。

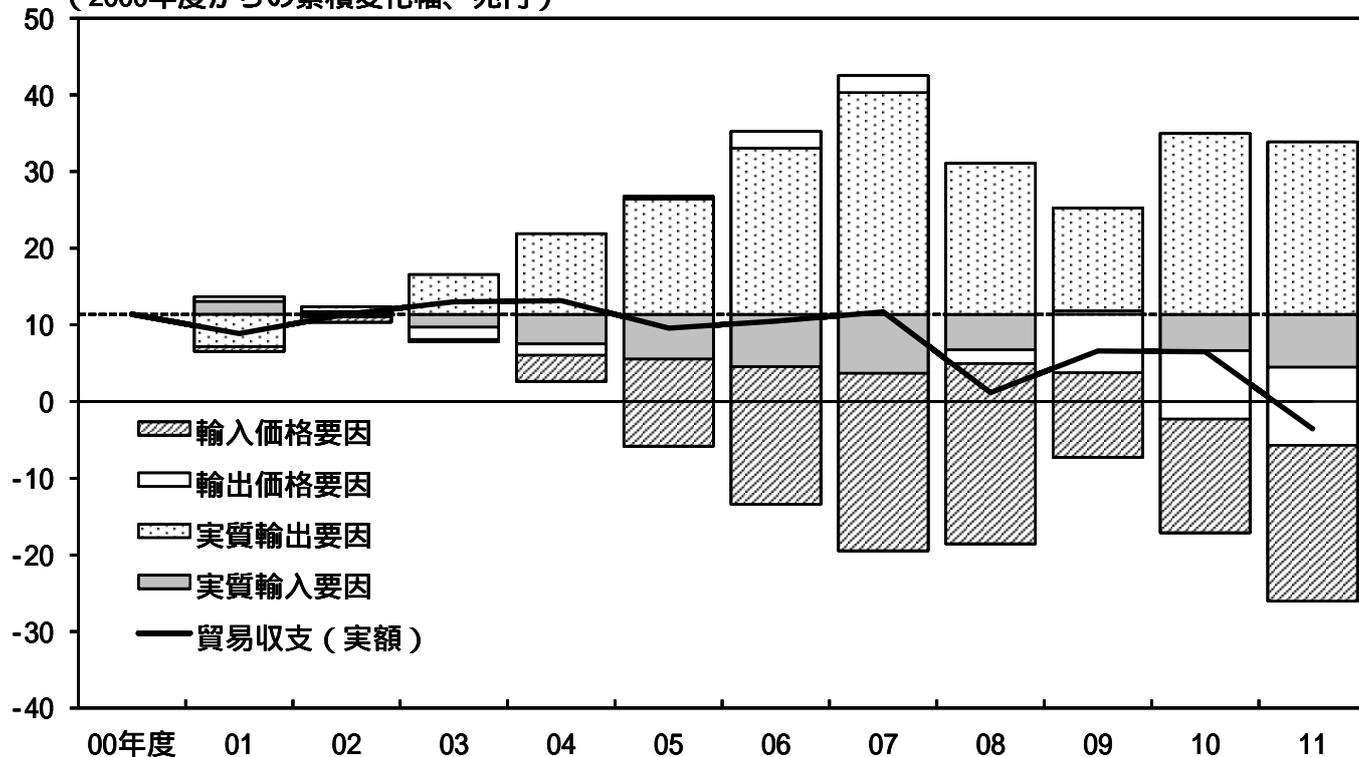
3. (2)の2011年以降の値は、J E I T Aによる2011/12月時点の予測値。

4. (3)のエチレンの2009年以降の値は、経済産業省による2010/5月時点の予測値。

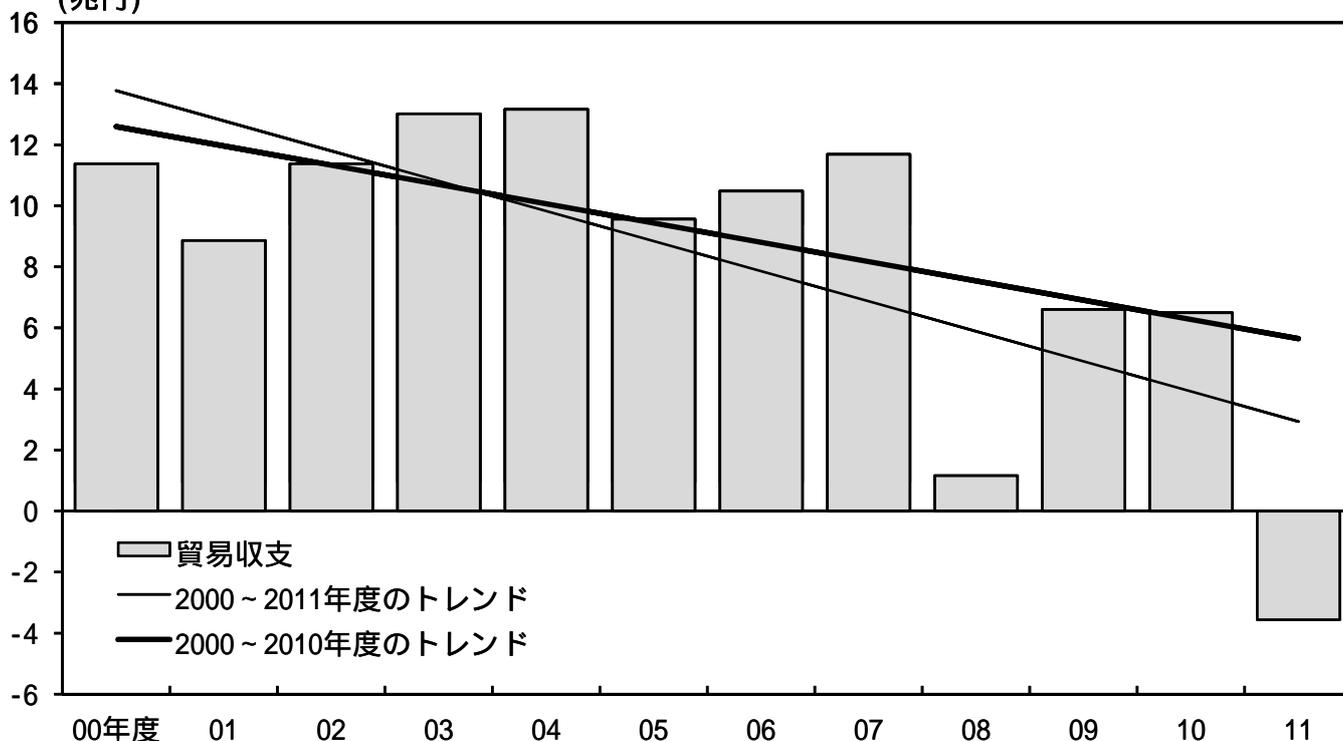
(資料) ガートナー、J E I T A「電子情報産業の世界生産見通し」、日本鉄鋼連盟、世界鉄鋼協会、O I C A、経済産業省「世界の石油化学製品の今後の需給動向」

貿易収支

(1) 貿易収支の要因分解
(2000年度からの累積変化幅、兆円)



(2) 貿易収支のトレンド
(兆円)

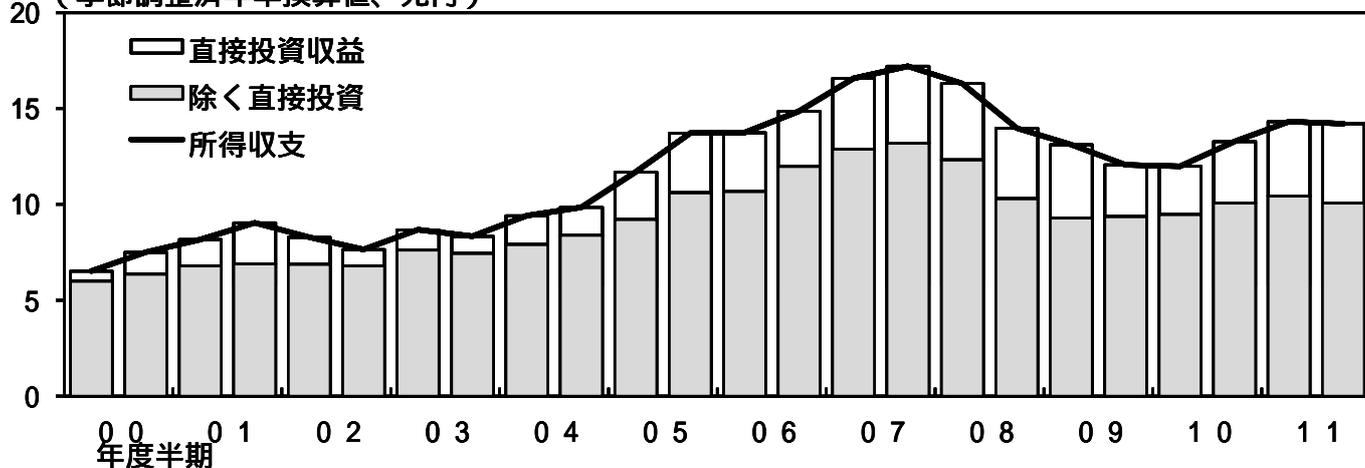


(注) 1. 貿易収支は、国際収支ベース。2011年度は、2011/4～2012/2月の年率換算値。
2. (1) の輸出(入)価格と実質輸出(入)の交差項は、輸出(入)価格要因に含む。
貿易収支はその年の実額を表し、各要因は2000年度からの累積変化幅。
点線は2000年度の貿易収支の水準。
(資料) 財務省・日本銀行「国際収支状況」、財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」

所得収支と対外資産・負債

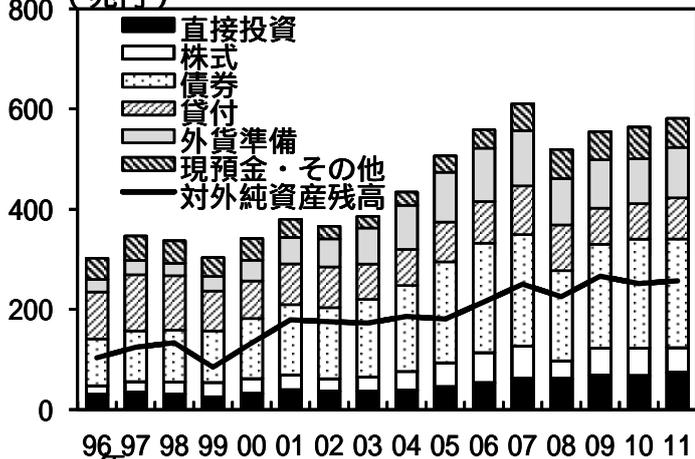
(1) 所得収支の推移

(季節調整済年率換算値、兆円)



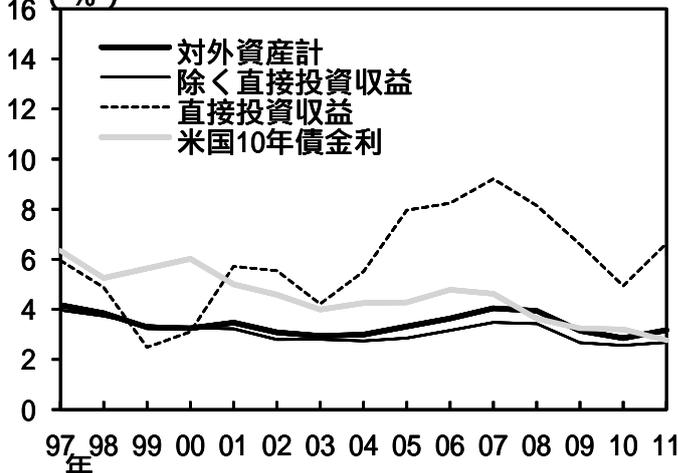
(2) 対外資産

(兆円)



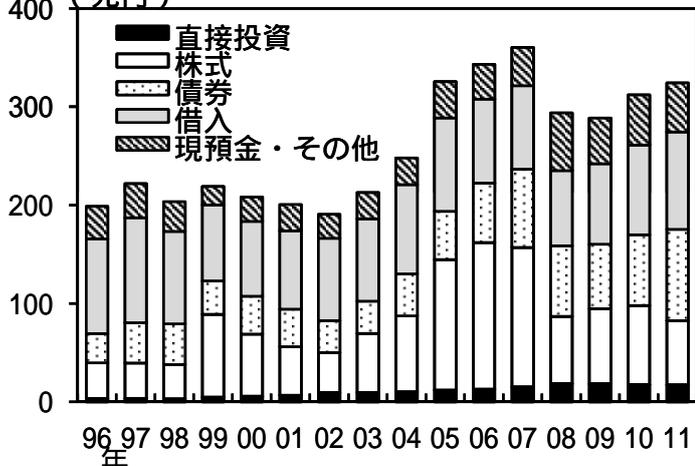
(3) 対外資産の利回り

(%)



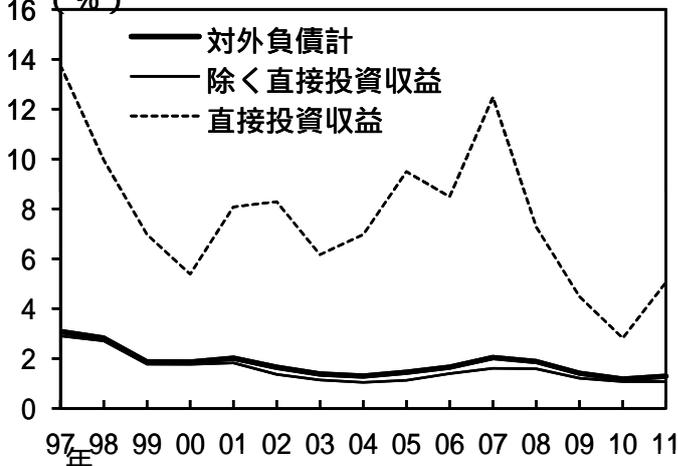
(4) 対外負債

(兆円)



(5) 対外負債の利回り

(%)

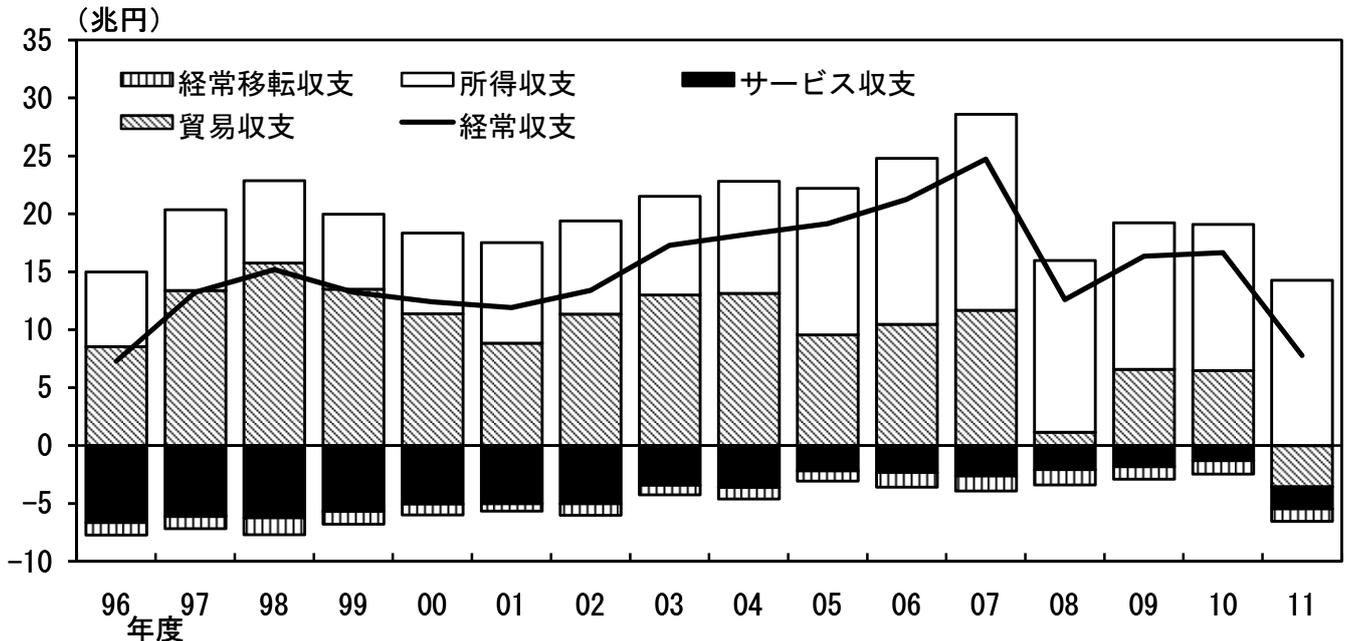


- (注) 1. (1) の2011年度下半期は2011/10～2012/2月の年率換算値。
2. (2) ～ (5) の 2011年末の対外資産・負債残高は12月末値 (速報) を使用。
12月末値 (速報) では、「金融派生商品」が計上対象から除外されている。
3. (3)、(5) の利回りは、期末期初の残高平均に対する所得収支の割合。

(資料) 財務省・日本銀行「国際収支状況」、Bloomberg

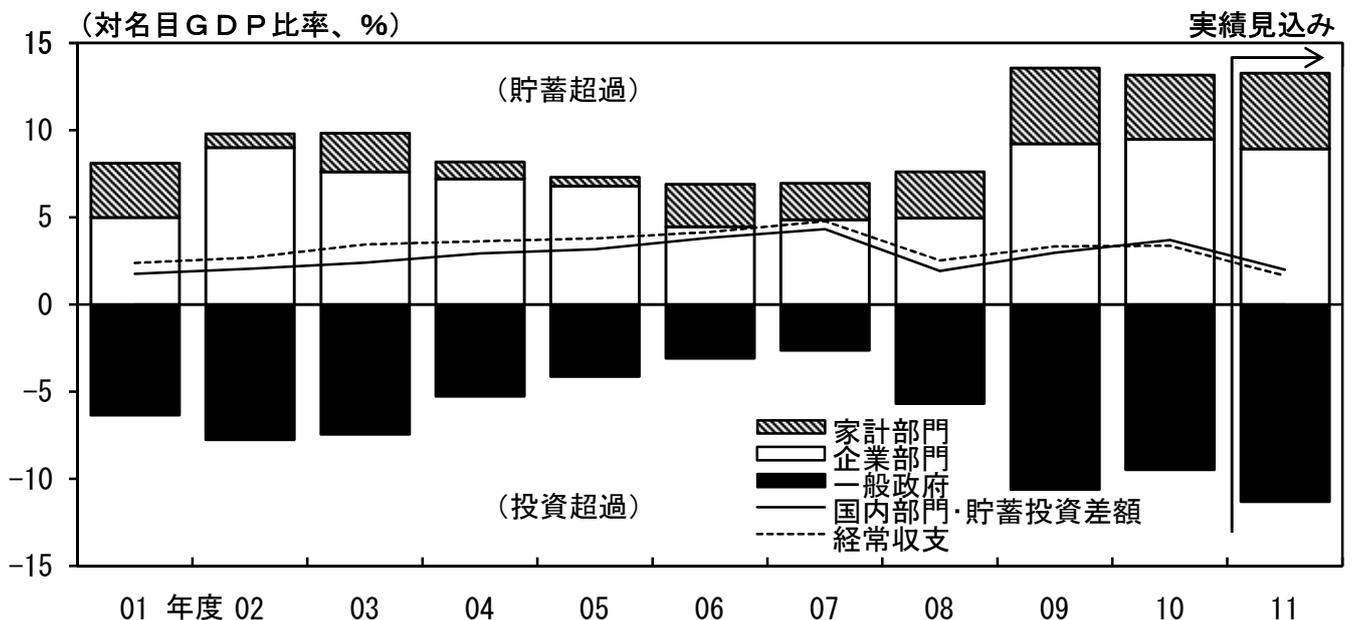
経常収支と貯蓄投資バランス

(1) 経常収支の内訳



(注) 2011年度の経常収支及び内訳は、2011/4～2012/2月の年率換算値。

(2) 貯蓄投資バランス

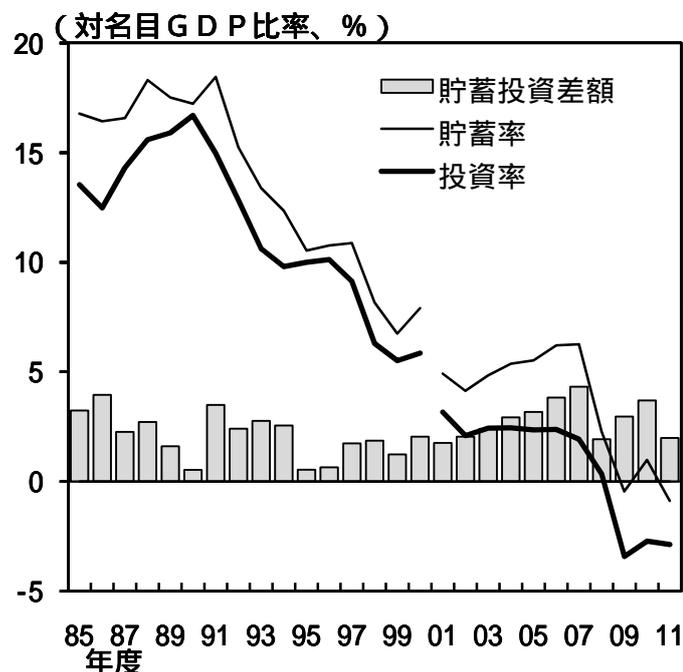


- (注) 1. 預金保険機構の保有する交付国債の償還(2001、2002年度)や、高速道路保有・債務返済機構の資産・負債の一般会計への継承(2005年度)、財政投融资特別会計(公的金融機関)から国債整理基金特別会計(一般政府)への繰入れ(2006、2008年度)、財政投融资特別会計から一般会計への繰入れ(2009、2010年度)に伴う、貯蓄投資差額の変動を除去した実勢ベース。
2. 2011年度の民間最終消費支出、民間住宅投資は、2011/2～4Qの前年比を用いて算出。国内部門・貯蓄投資差額は、経常収支との前年度における乖離(2010年度名目GDP比率-0.3%)を差し引くことにより算出。
3. 2011年度の名目GDP、一般政府貯蓄投資バランスは、内閣府「経済財政の中長期試算(2012/1月)」に基づく。家計部門貯蓄投資バランスは、図表49で試算されている名目可処分所得を用い、民間最終消費支出および民間住宅投資を差し引くことにより算出。企業部門貯蓄投資バランスは、国内部門・貯蓄投資差額から先の2部門を差し引くことにより算出。

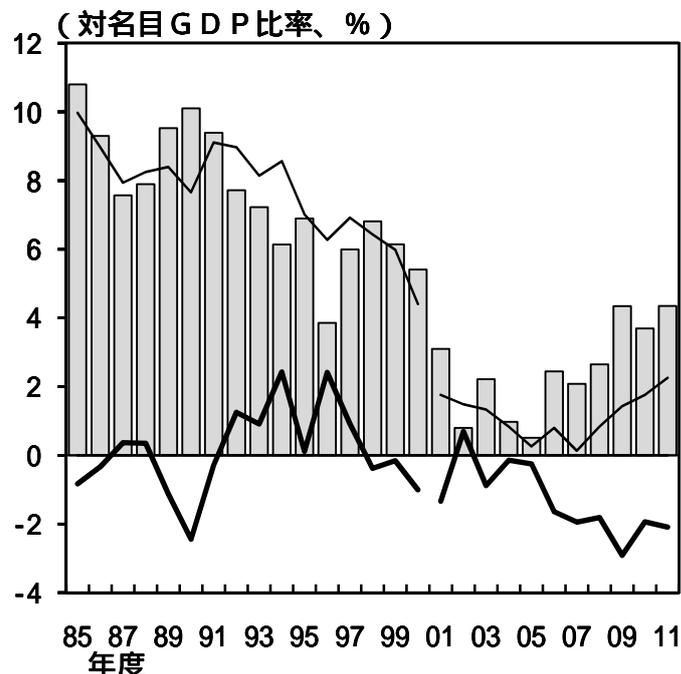
(資料) 内閣府「国民経済計算」「経済財政の中長期試算」、財務省・日本銀行「国際収支状況」

部門別の貯蓄投資バランス

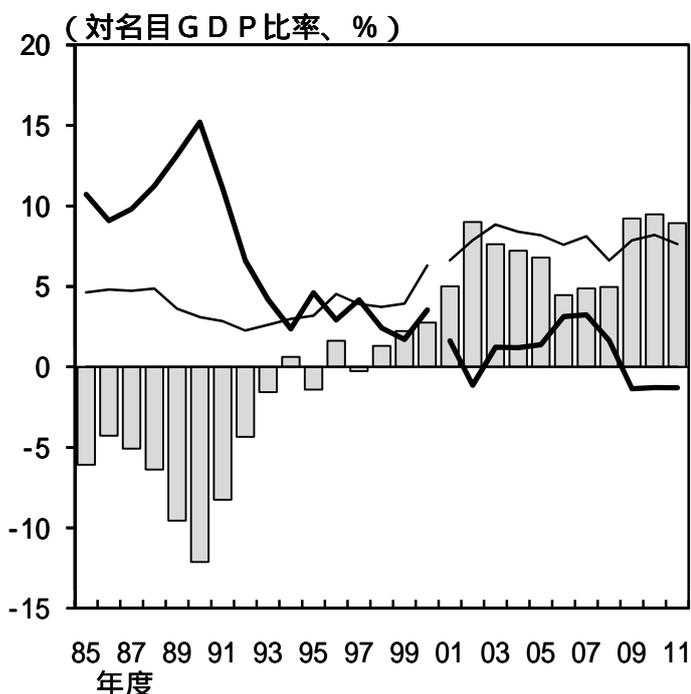
(1) 一国全体



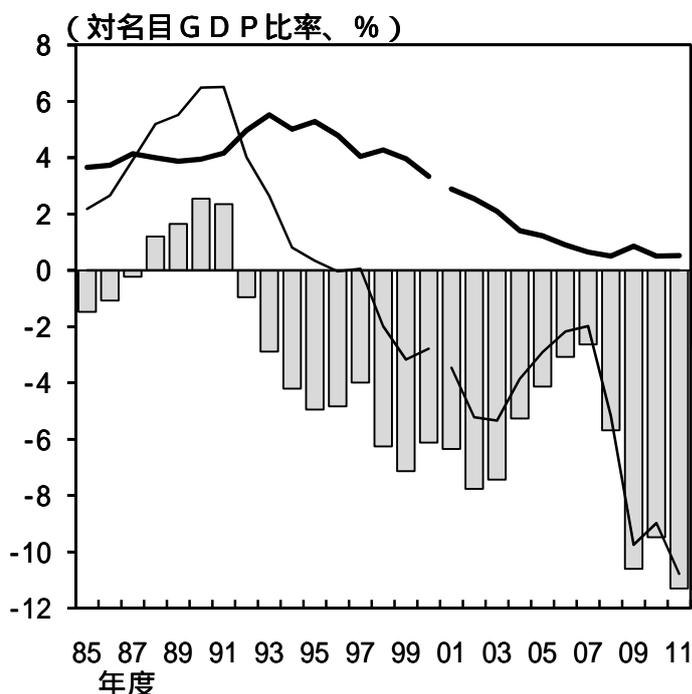
(2) 家計部門



(3) 企業部門



(4) 一般政府部門



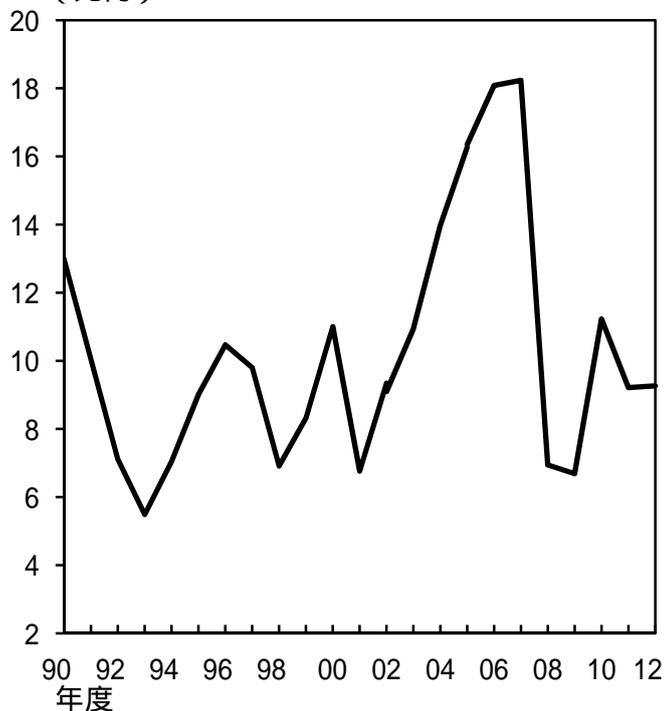
- (注) 1. 投資率 = (総固定資本形成 - 固定資本減耗 + 土地投資 + 在庫投資) / 名目 GDP
 2. 預金保険機構の保有する交付国債の償還 (1998年度 ~ 2002年度) や、国鉄長期債務 (1998年度)、国有林野累積債務 (1998年度)、高速道路保有・債務返済機構の資産・負債 (2005年度) の一般会計への継承、財政投融资特別会計 (公的金融機関) から国債整理基金特別会計 (一般政府) への繰入れ (2006、2008年度)、財政投融资特別会計から一般会計への繰入れ (2009、2010年度) に伴う、貯蓄投資差額の変動を除去した実勢ベース。
 3. 2000年度以前は2000年基準、2001年度以降は2005年基準。
 4. 2011年度は実績見込み。試算方法については、図表39参照。

(資料) 内閣府「国民経済計算」、「経済財政の中長期試算」、財務省・日本銀行「国際収支状況」

企業収益

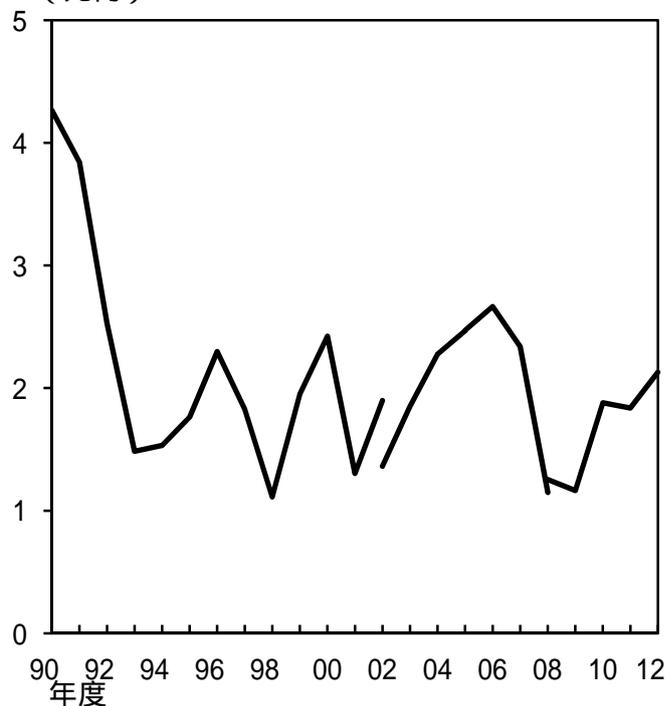
(1) 製造業大企業

(兆円)



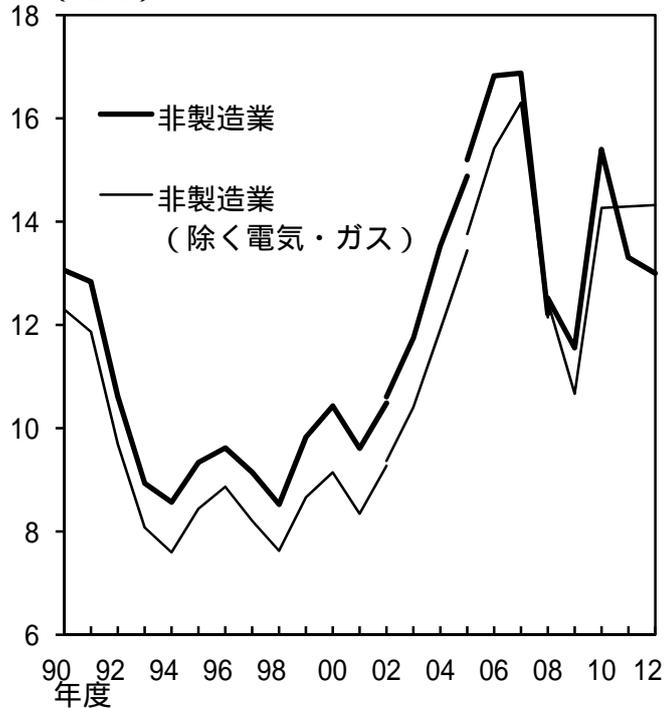
(2) 製造業中小企業

(兆円)



(3) 非製造業大企業

(兆円)



(4) 非製造業中小企業

(兆円)

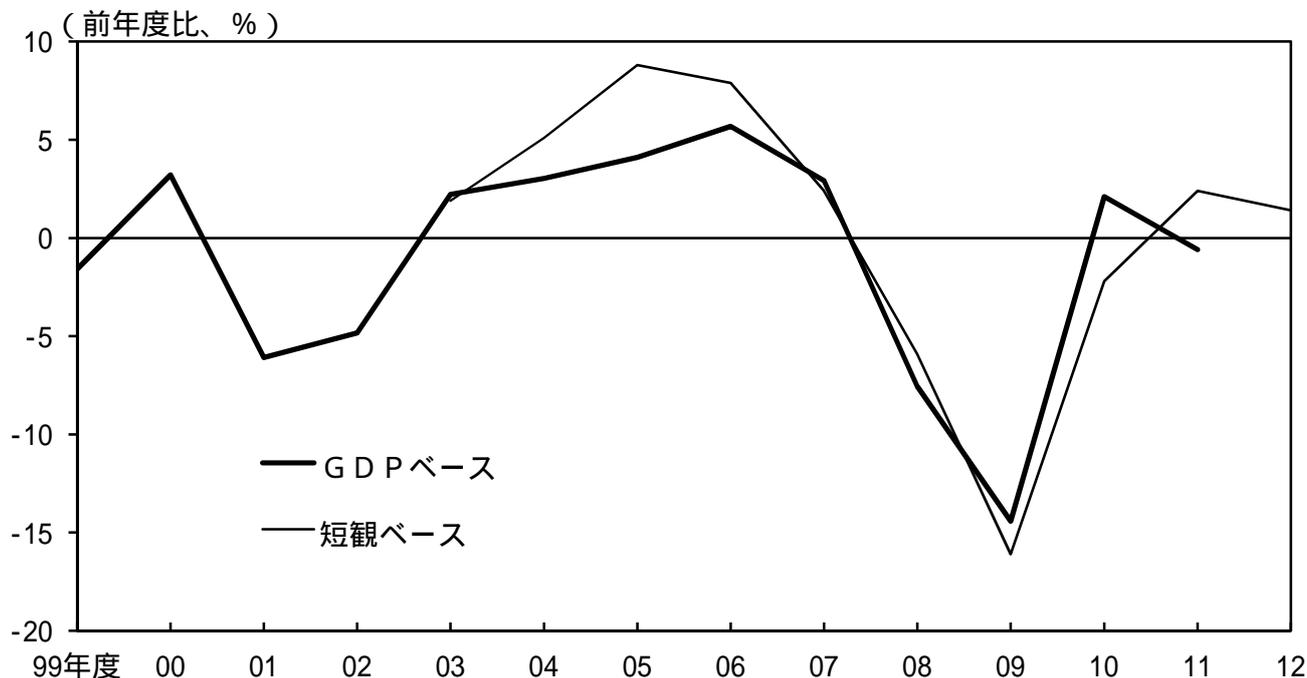


- (注) 1. 経常利益ベース。
2. 2011年度および2012年度は、2012/3月調査時点の企業の予測値。
3. 2004/3月調査より、調査対象企業の拡充を含む幅広い見直しを実施した。
また、2007/3月調査と2010/3月調査では、定例の調査対象企業の見直しを行った。
このため、これらのタイミングで、計数には不連続(段差)が生じている。

(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

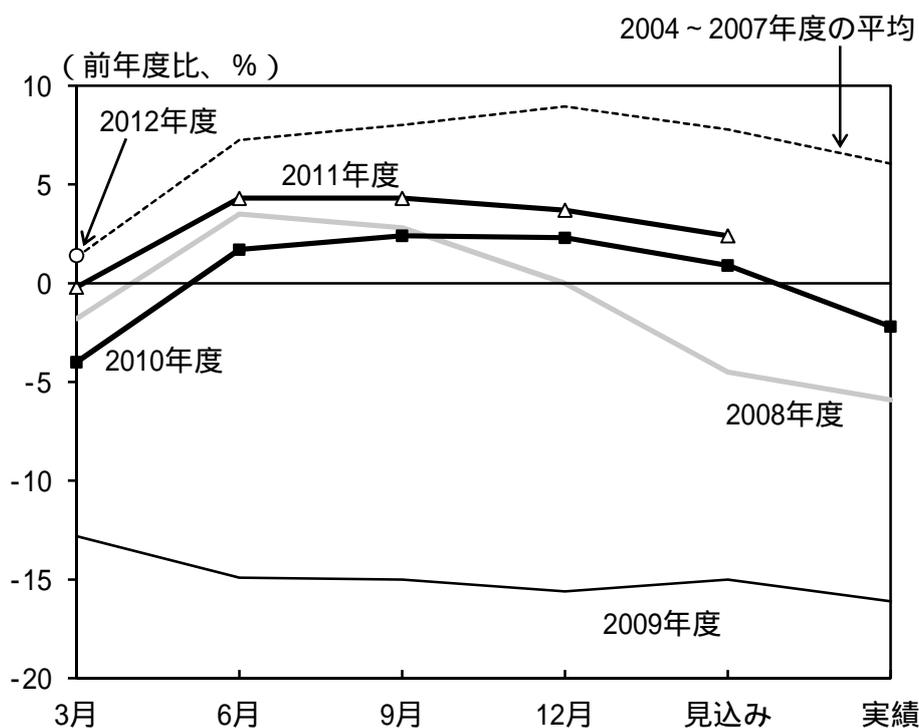
設備投資計画

(1) 設備投資



- (注) 1. GDPベースは、名目民間企業設備投資。2011年度は2011/2～4Qの前年同期比。
2. 短観ベースは、全産業全規模合計。ソフトウェア投資額を含み、土地投資額は含まない。
2008年度以前の計数はリース会計対応前ベース、2009年度以降の計数はリース会計対応ベース
(下の図表も同じ)。
3. 短観ベースの2011年度および2012年度は、2012/3月調査時点の企業の予測値。

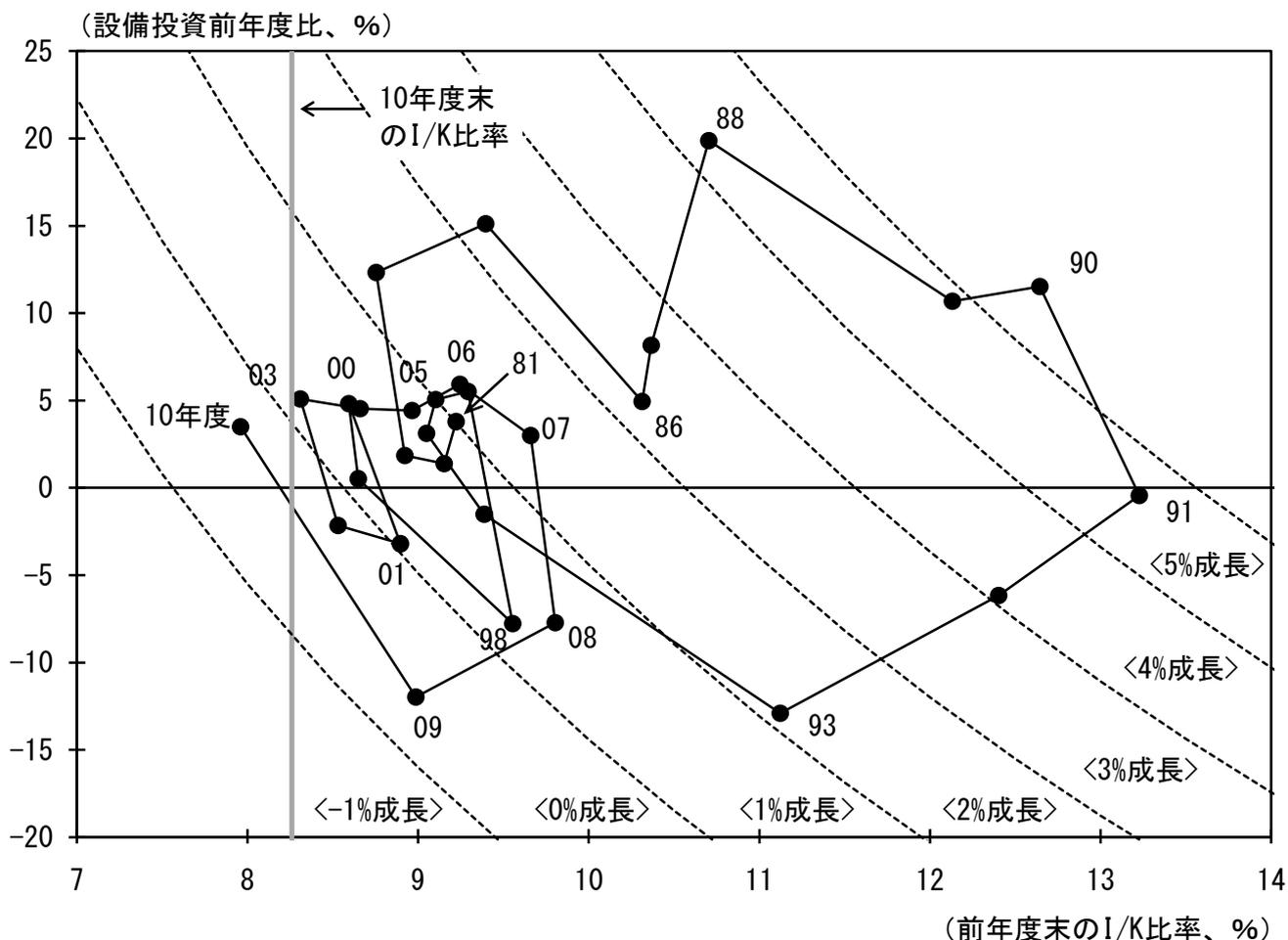
(2) 設備投資計画



- (注) 短観ベース。2010/3月調査では、調査対象企業の見直しを実施した。このため、2009年度については、12月調査までは見直し前の計数、見込みおよび実績は見直し後の計数となっている。

(資料) 内閣府「国民経済計算」、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。

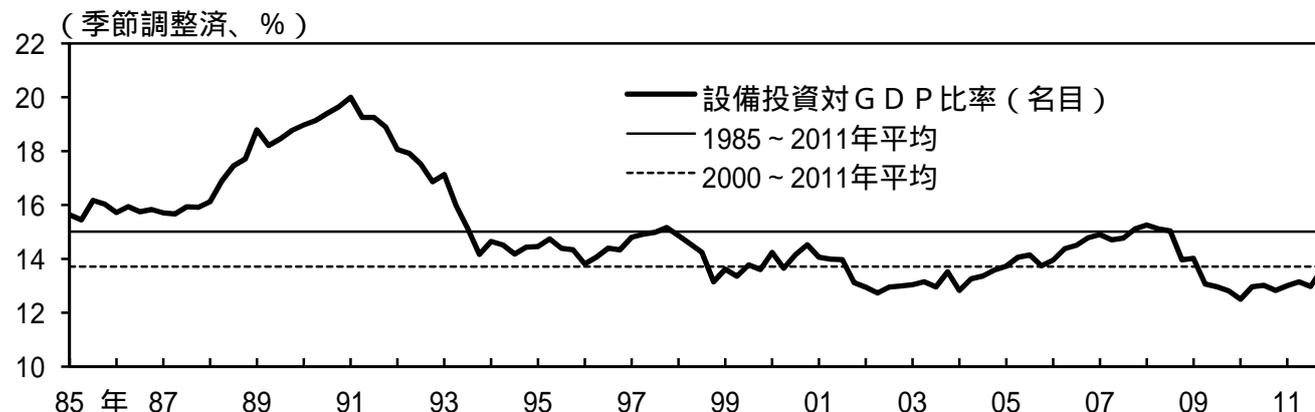
$$\underbrace{\text{設備投資前年度比}}_{\text{縦軸}} \times \underbrace{\text{前年度末のI/K比率}}_{\text{横軸}} = \text{期待成長率} + \text{資本係数のトレンド成長率} + \text{減耗率}$$

・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。

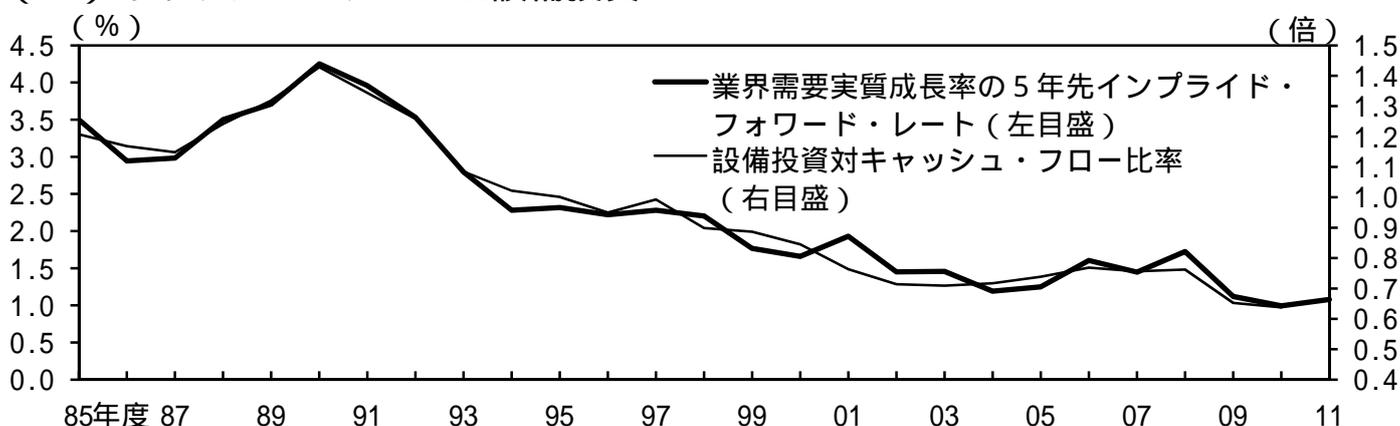
(資料) 内閣府「国民経済計算」、経済産業研究所「日本産業生産性データベース」

設備投資の水準評価

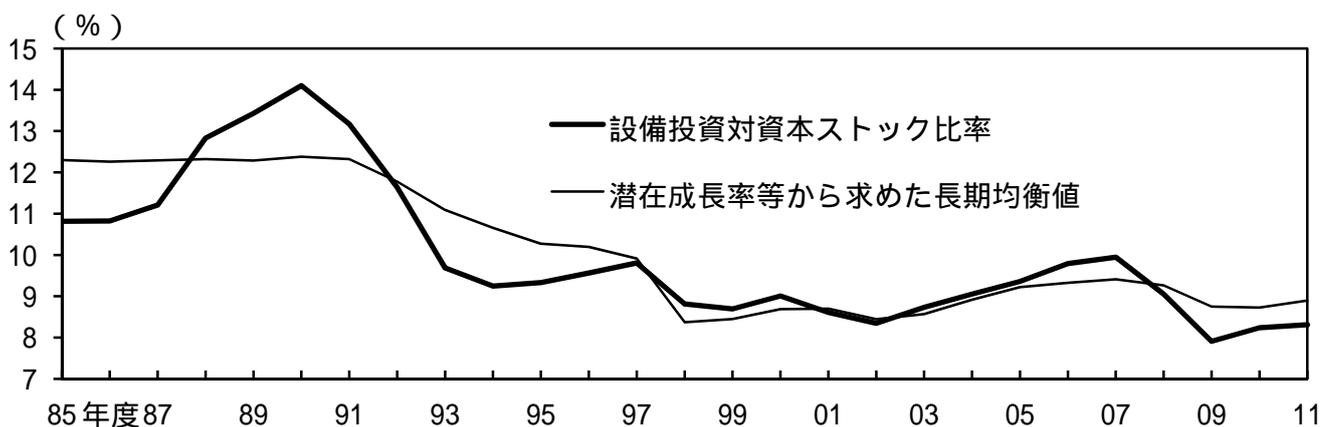
(1) 設備投資対GDP比率 (名目)



(2) キャッシュ・フローと設備投資



(3) 設備投資対資本ストック比率 (I_t/K_{t-1})

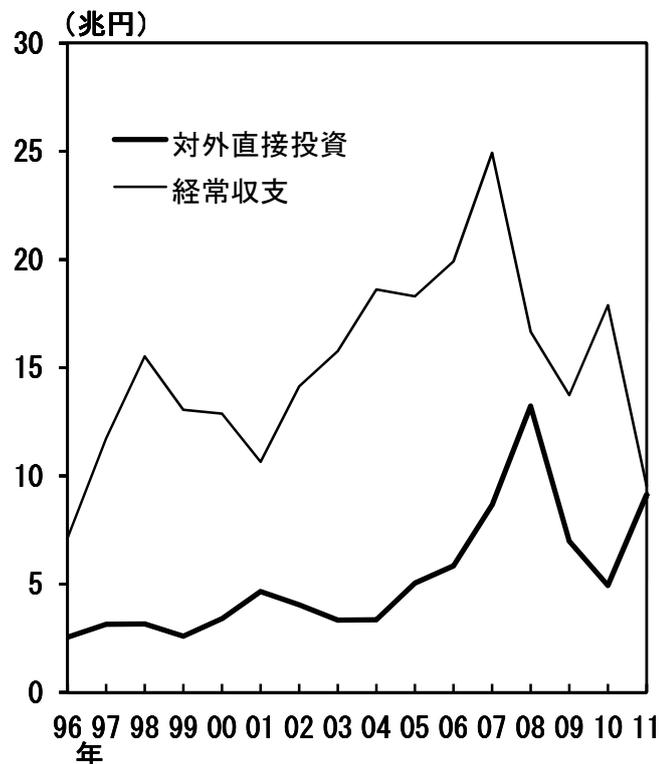


- (注) 1. (2) のインプライド・フォワード・レートは、企業行動に関するアンケート調査に基づく。各年度は調査年度の数字 (調査時点は当該年度の1月または2月) 。
2. (2) の設備投資対キャッシュ・フロー比率はSNAベース。キャッシュ・フローは (固定資本減耗 + (営業余剰 + ネット財産所得) × 1/2) として算出。2000年度以前は2000年基準の計数を使用。
3. $(I_t/I_{t-1}) \cdot (I/K)_{t-1} = \text{減耗率} + \text{資本係数のトレンド成長率} + \text{潜在成長率}$ の関係 (図表43の説明参照) を用いて、この左辺を整理すると、 $I_t/K_{t-1} = \text{減耗率} + \text{資本係数のトレンド成長率} + \text{潜在成長率}$ となる。(3) ではこれを潜在成長率等から求めた長期均衡値としている。
4. (3) の2011年度は、2011/2～4Qの年率換算値。

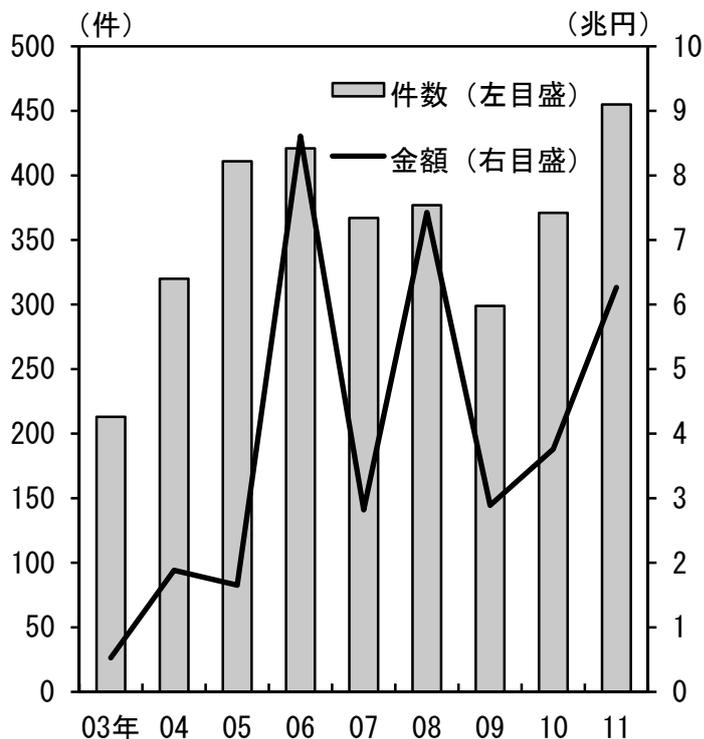
(資料) 内閣府「国民経済計算」「企業行動に関するアンケート調査」、
経済産業研究所「日本産業生産性データベース」等

企業の対外投資活動

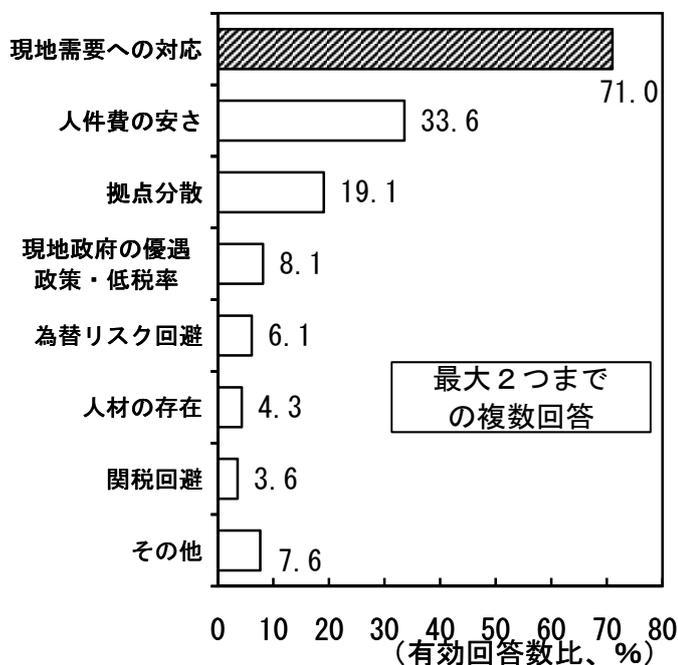
(1) 対外直接投資



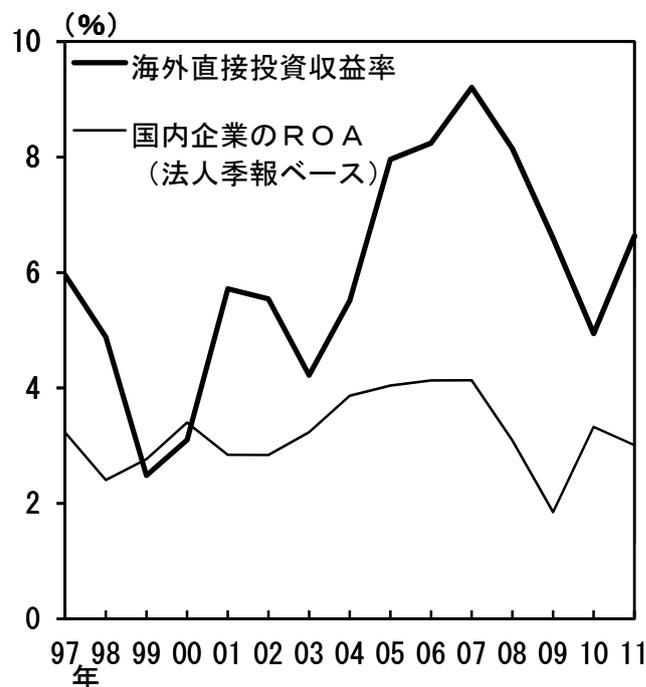
(2) 海外M&A



(3) 海外設備投資を行う動機



(4) 国内と海外の収益率

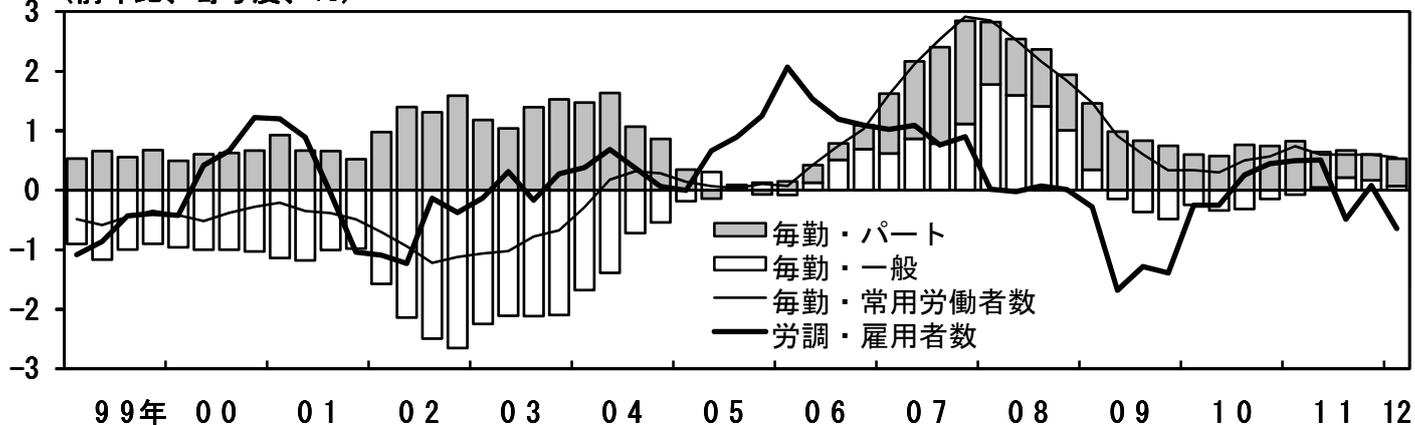


- (注) 1. (2) は日本企業が買収側等、外国企業が被買収側等のM&A。
 2. (3) は日本政策投資銀行「企業行動に関する意識調査結果」(2011/7月調査)に基づく。
 3. (4) の海外直接投資収益率は直接投資収益(受取)÷直接投資資産残高×100。2011年末の直接投資資産残高は12月末値(速報)を使用。12月末値(速報)では、「金融派生商品」が計上対象から除外されている。
 4. (4) のROAは営業利益÷総資産×100。各年の4四半期平均。全規模全産業合計。金融業、保険業を除く。

(資料) 財務省・日本銀行「国際収支状況」、レコフデータ「MARR」、日本政策投資銀行「企業行動に関する意識調査結果」、財務省「法人企業統計季報」

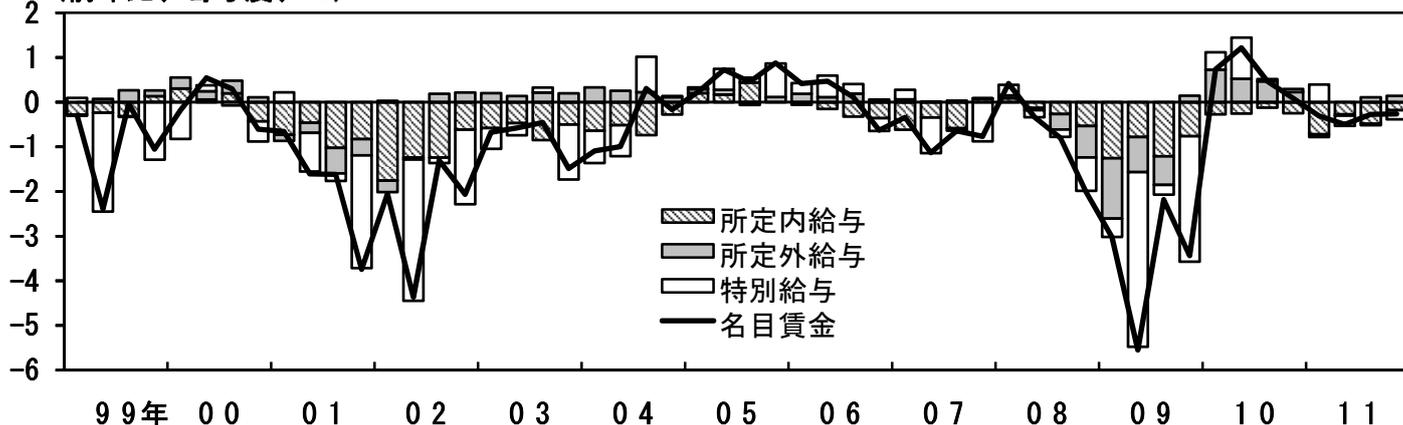
雇用者所得

(1) 雇用者数 (前年比、寄与度、%)



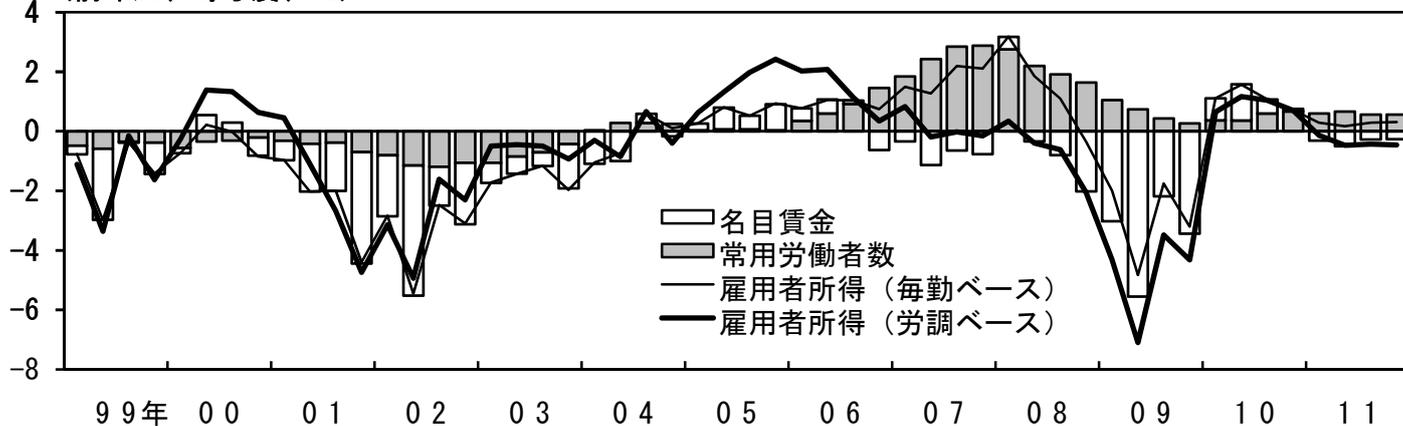
(注) 1. 毎月勤労統計(「毎勤」)の計数は、事業所規模5人以上(下のいずれの図表も同じ)。
2. 2012/1Qは、1~2月の前年同期比。

(2) 名目賃金 (前年比、寄与度、%)



(注) 四半期は以下のように組替えている(下の図表も同じ)。
第1四半期: 3~5月、第2: 6~8月、第3: 9~11月、第4: 12~2月。

(3) 雇用者所得 (前年比、寄与度、%)



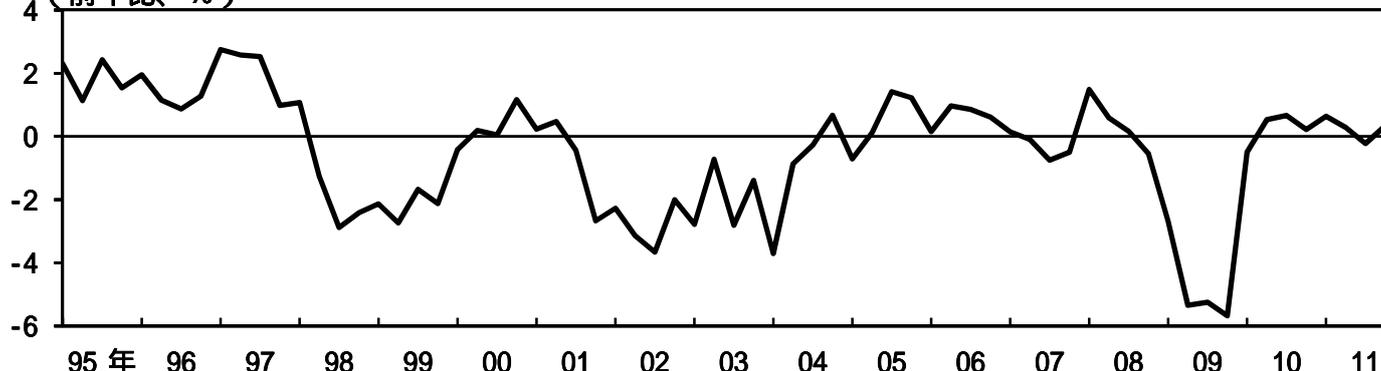
(注) 雇用者所得は以下のように算出。
雇用者所得(毎勤ベース) = 常用労働者数(毎勤) × 名目賃金(毎勤)
雇用者所得(労調ベース) = 雇用者数(労調) × 名目賃金(毎勤)

(資料) 厚生労働省「毎月勤労統計」、総務省「労働力調査」

雇用・賃金

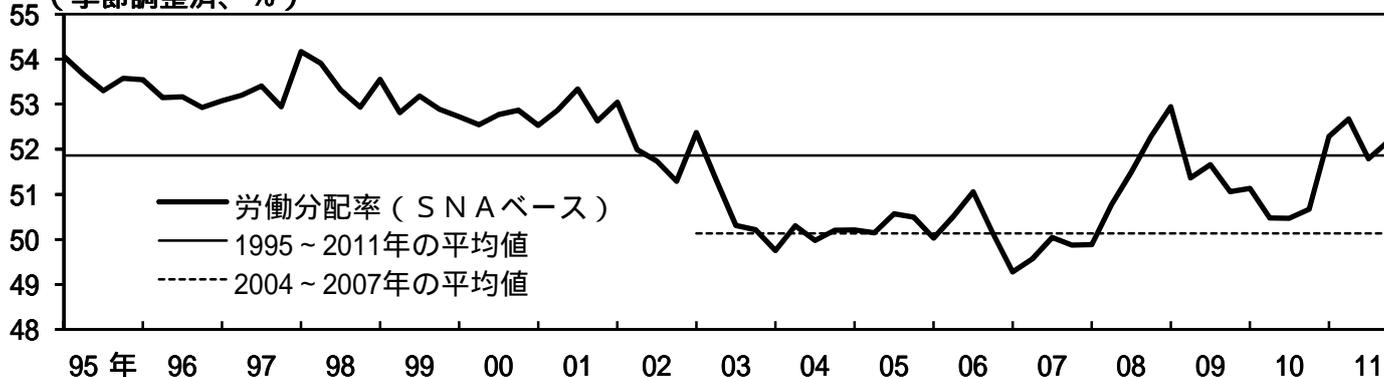
(1) 雇用者報酬 (SNAベース)

(前年比、%)



(2) 労働分配率

(季節調整済、%)

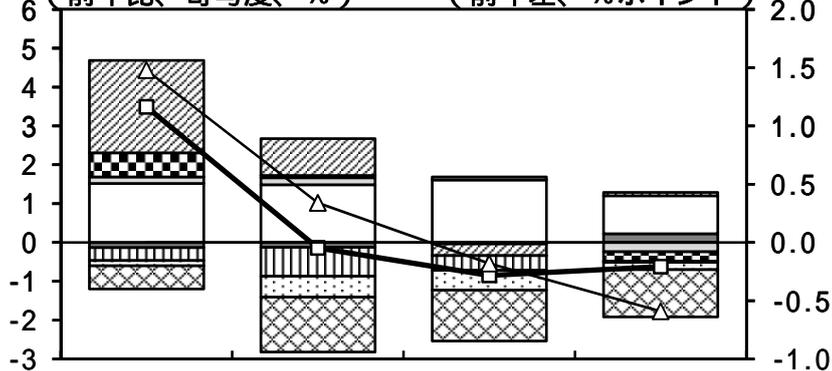


(注) 労働分配率 = 名目雇用者報酬 / 名目 GDP × 100

(3) 賞与の推移

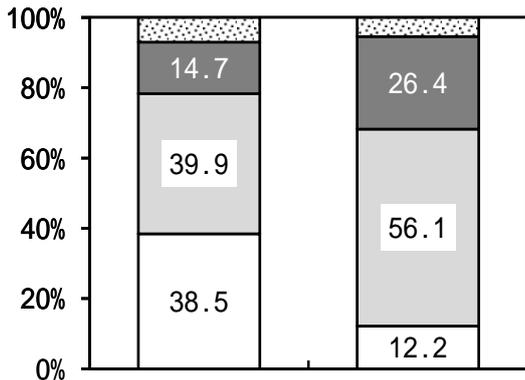
(前年比、寄与度、%)

(前年差、%ポイント)



■ 建設 □ 製造 □ 情報通信 ■ 運輸・郵便
 ■ 卸売・小売 ■ 教育・学習 ■ 医療・福祉 ■ その他
 □ 調査計 △ 売上高経常利益率 (右目盛)

(4) 夏季賞与の見通し



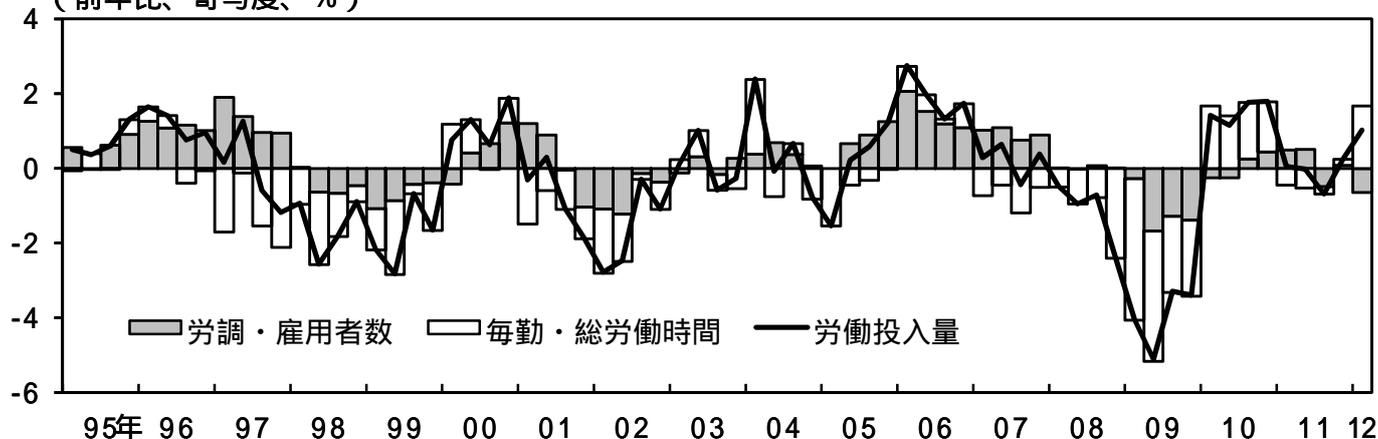
- (注) 1. (3) の賞与は、賞与支給月 (夏 : 6 ~ 8 月、冬 : 11 ~ 翌 1 月) における毎勤・特別給与の合計の前年比。毎勤の計数は、事業所規模 5 人以上。
 2. (3) の売上高経常利益率は日銀短観の全産業全規模の計数。11 年度は企業による計画値。
 3. (4) は労務行政研究所のアンケート結果。2012 年度の集計対象は、東証第 1 部および 2 部上場企業の人事・労務担当部長 148 人。

(資料) 内閣府「国民経済計算」、厚生労働省「毎月勤労統計」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、労務行政研究所

労働市場の需給環境

(1) 労働投入量

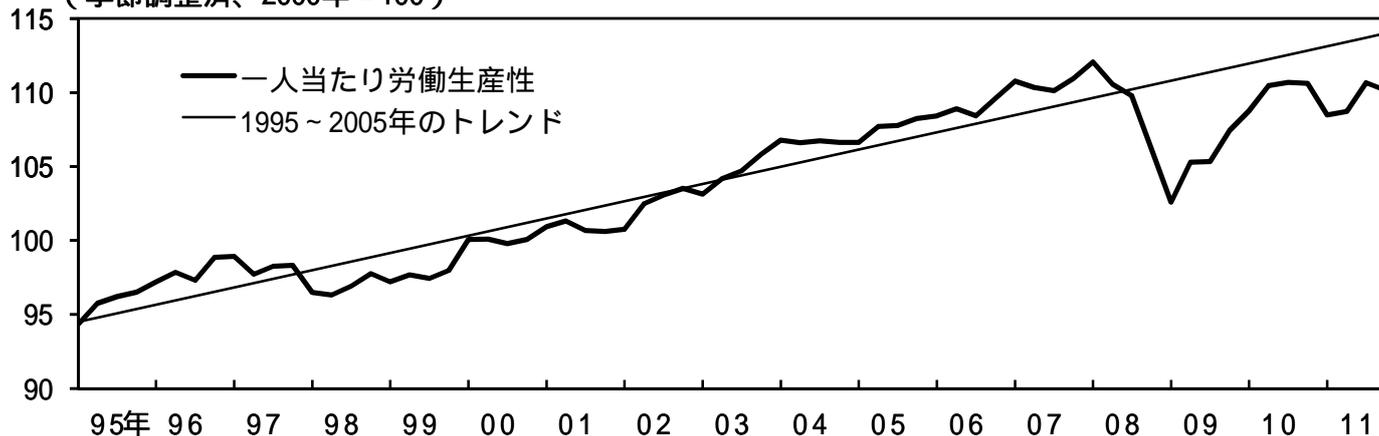
(前年比、寄与度、%)



(注) 1. 毎勤の計数は、事業所規模 5 人以上。
2. 2012/1Qは、1~2月の前年同期比。

(2) 一人当たり労働生産性

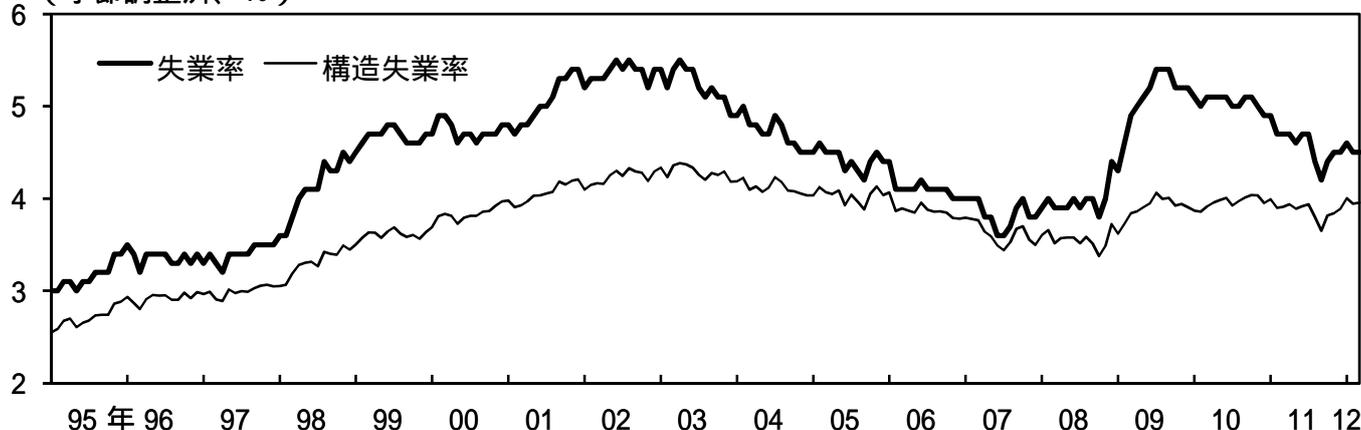
(季節調整済、2000年 = 100)



(注) 一人当たり労働生産性 = 実質 GDP / 就業者数

(3) 失業率

(季節調整済、%)

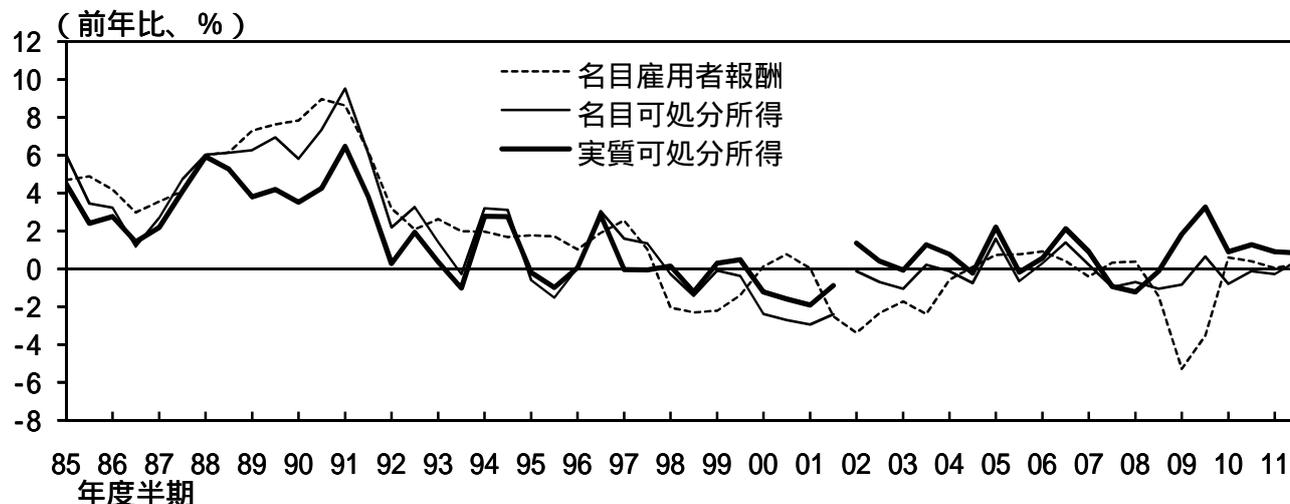


(注) 構造失業率は、失業率と欠員率の関係を表す曲線を推計したうえで、両者が等しくなるような失業率として定義。こうして求められた構造失業率(日本銀行調査統計局による推計値)は、摩擦的失業や労働需給のミスマッチによる失業等を捉えていると考えられる。

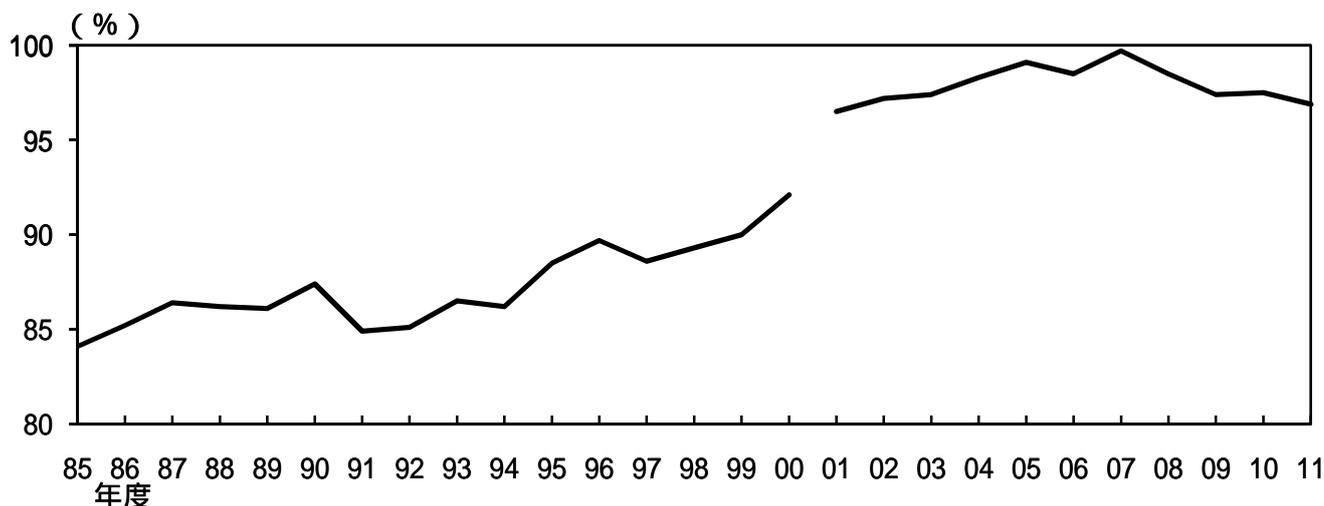
(資料) 総務省「労働力調査」、厚生労働省「毎月勤労統計」「職業安定業務統計」、内閣府「国民経済計算」

可処分所得・消費性向・貯蓄率

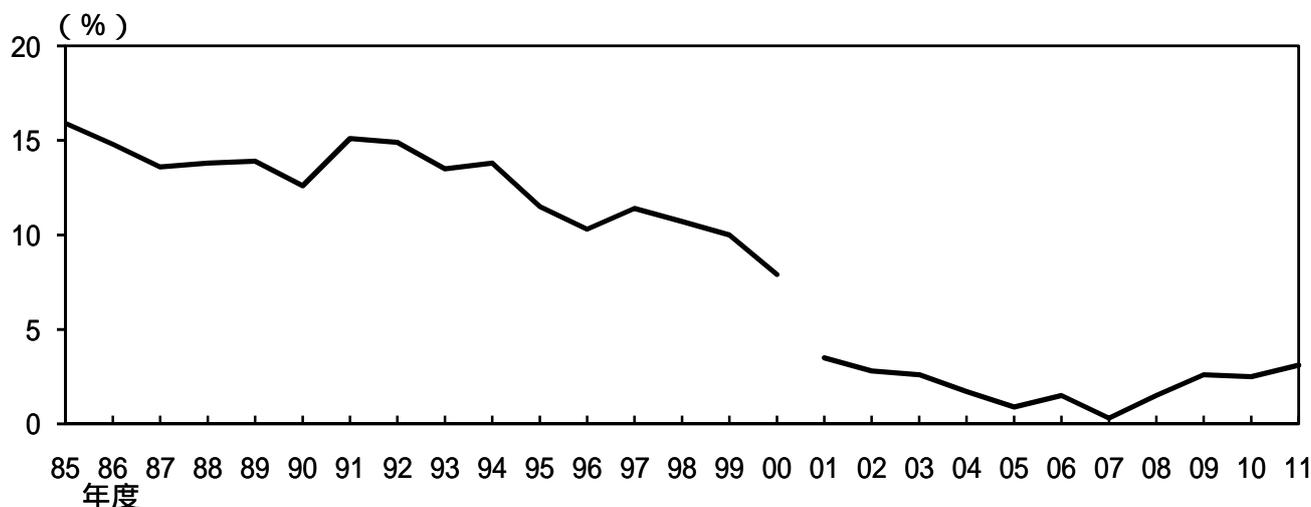
(1) 雇業者報酬と可処分所得



(2) 消費性向



(3) 家計貯蓄率

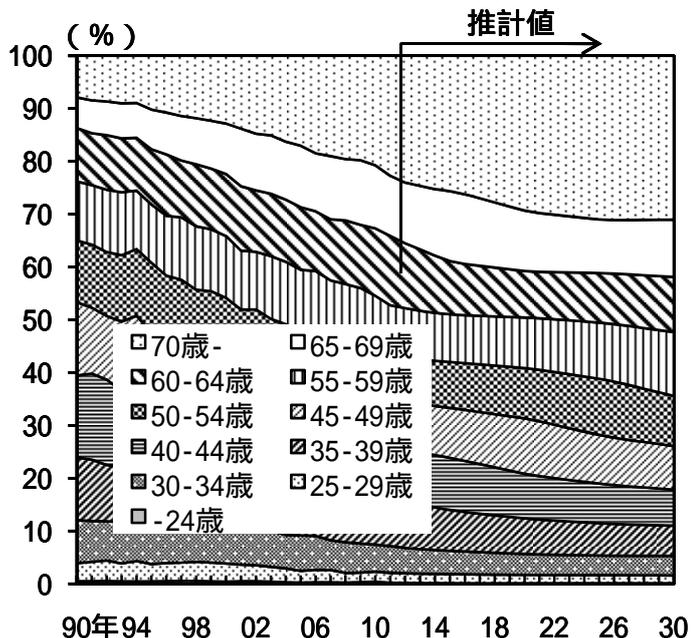


- (注) 1. (1) の2011年度下半期の名目雇業者報酬は、2011/2～4Qの前年比を用いて算出。
2. 消費性向、家計貯蓄率は、SNAベース。
3. 2000年度以前は2000年基準、2001年度以降は2005年基準。
4. 2011年度下半期の可処分所得、2011年度の消費性向、家計貯蓄率は、一連の経済対策・施策による、政府から家計への移転所得を加味した、日本銀行調査統計局による試算値。

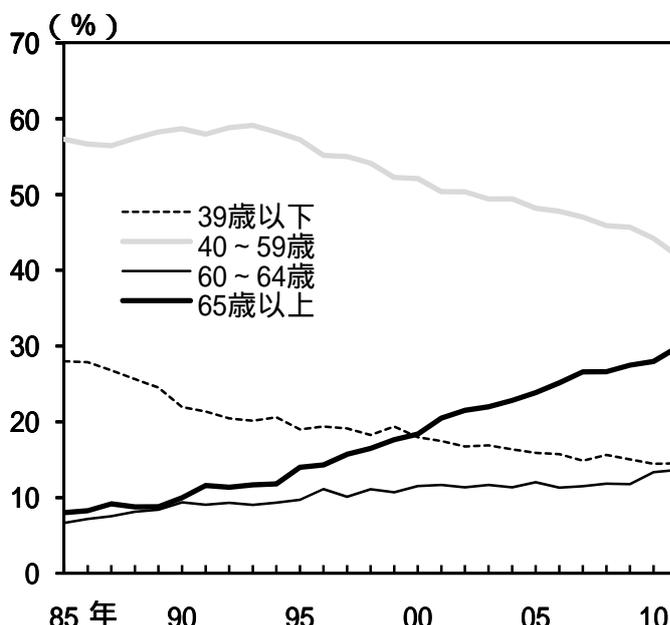
(資料) 内閣府「国民経済計算」、総務省「消費者物価指数」、各年度予算書等

高齢化と個人消費

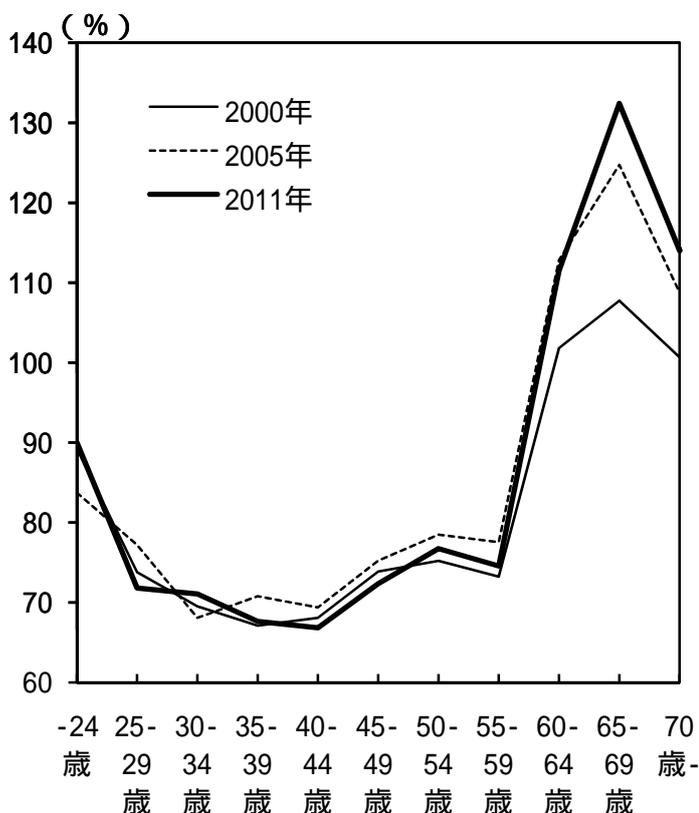
(1) 年齢別世帯数の推移



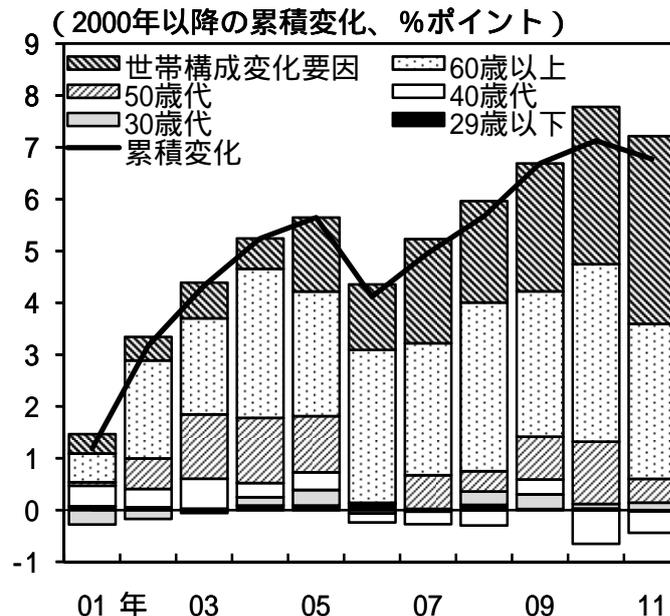
(2) 個人消費における年齢別シェア



(3) 年齢別消費性向



(4) 消費性向の累積変化



(注) 要因分解は、次の式による。

$$\frac{C'_t - C_t}{Y'_t - Y_t} = \sum_i \left[\underbrace{\left(\frac{C'_i - C_i}{Y'_i - Y_i} \right)}_{\text{消費性向前年差}} \underbrace{\frac{1}{2} \left(\frac{Y'_i + Y_i}{Y'_t + Y_t} \right)}_{\text{年齢階層内変化要因}} + \underbrace{\left(\frac{Y'_i - Y_i}{Y'_t - Y_t} \right) \frac{1}{2} \left(\frac{C'_i + C_i}{Y'_i + Y_i} \right)}_{\text{世帯構成変化要因}} \right]$$

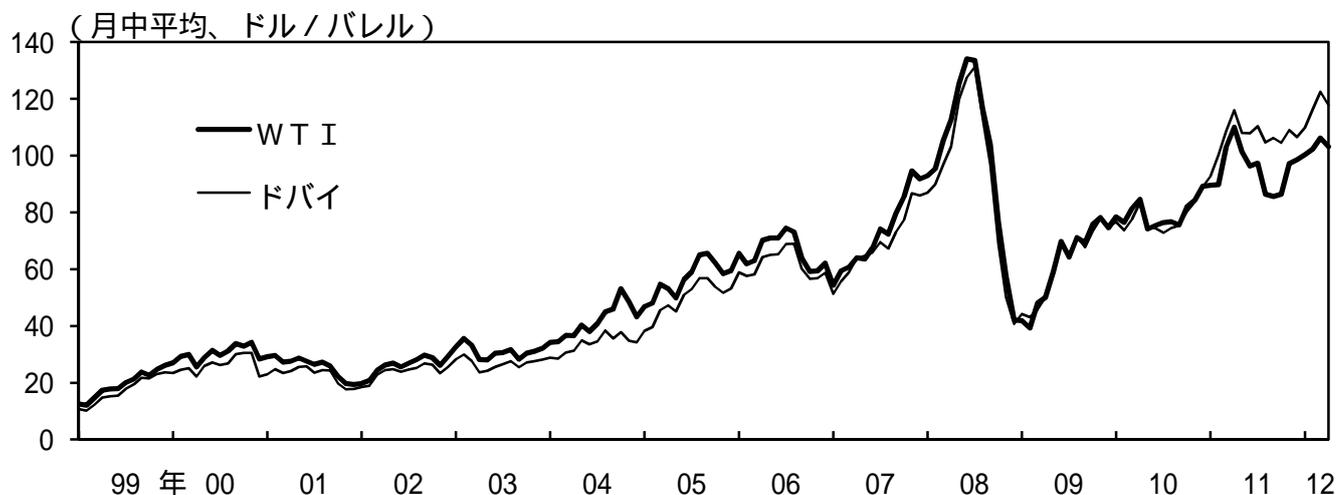
C: 消費支出、Y: 可処分所得、i: 年齢階層、C': C_{t+1}

- (注) 1. (1)、(2)は、家計調査の二人以上の世帯を用いて算出。1999年以前は、農林漁家世帯を除くベース、2000年以降は農林漁家世帯を含むベース。
 2. (1)の1999年以前の70歳以上世帯数は、2000年時点の65歳以上世帯に対する比率を用いて算出。2012年以降は、社会保障・人口問題研究所の将来推計世帯数(2008年3月推計)を用いた推計値。
 3. (3)、(4)の消費性向は、勤労者世帯と無職世帯で加重平均した消費支出と可処分所得を用いて算出。

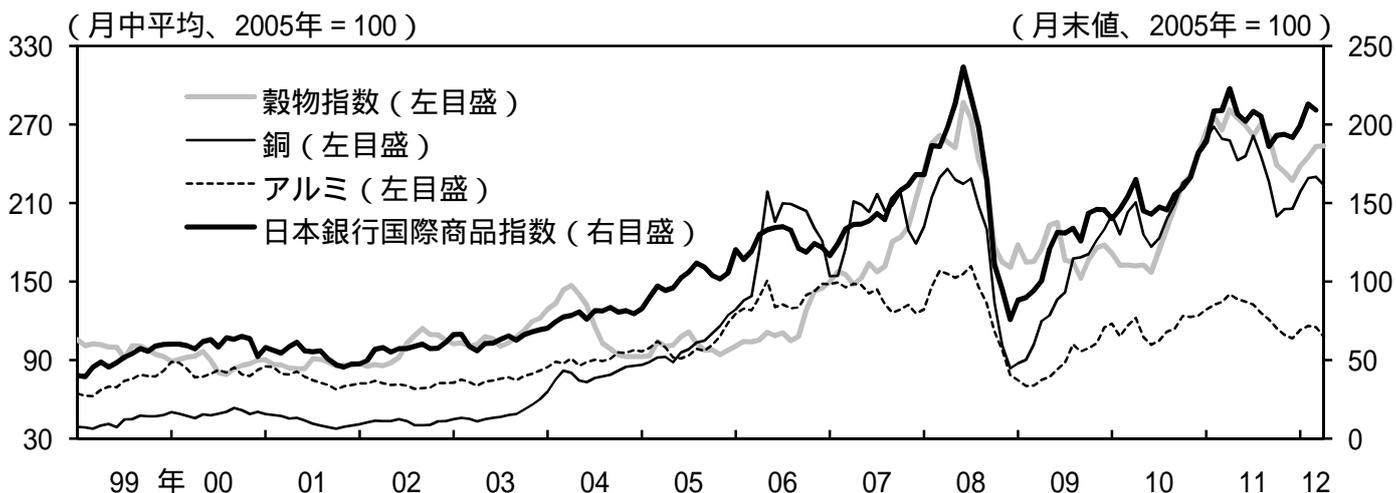
(資料) 総務省「家計調査報告」、国立社会保障・人口問題研究所「日本の世帯数の将来推計」

国際商品市況と海外経済

(1) 原油価格

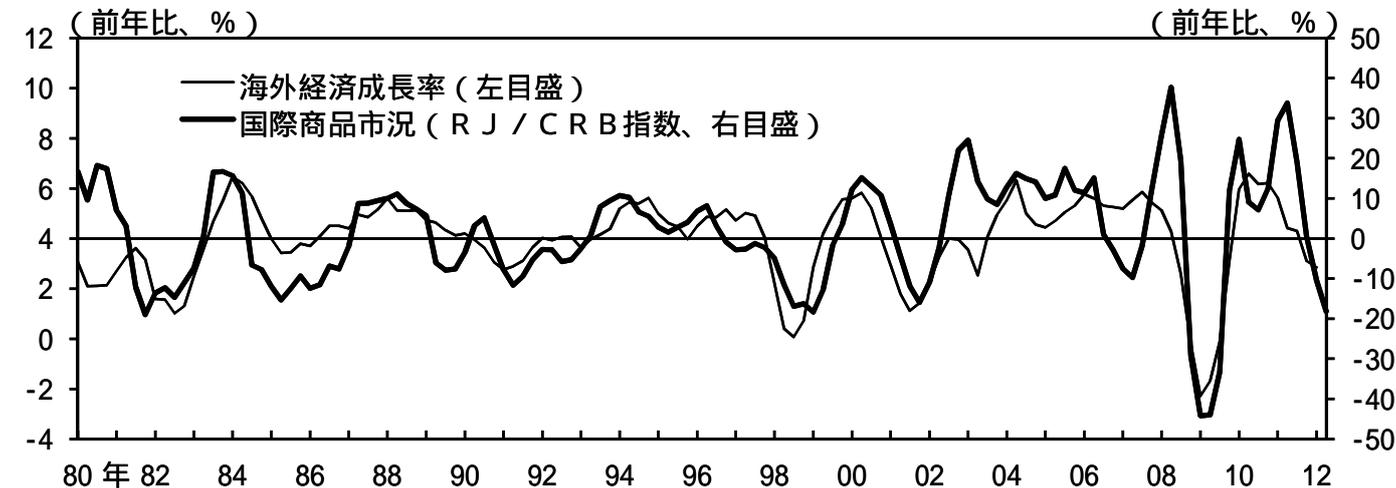


(2) 国際商品市況



(注) 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。

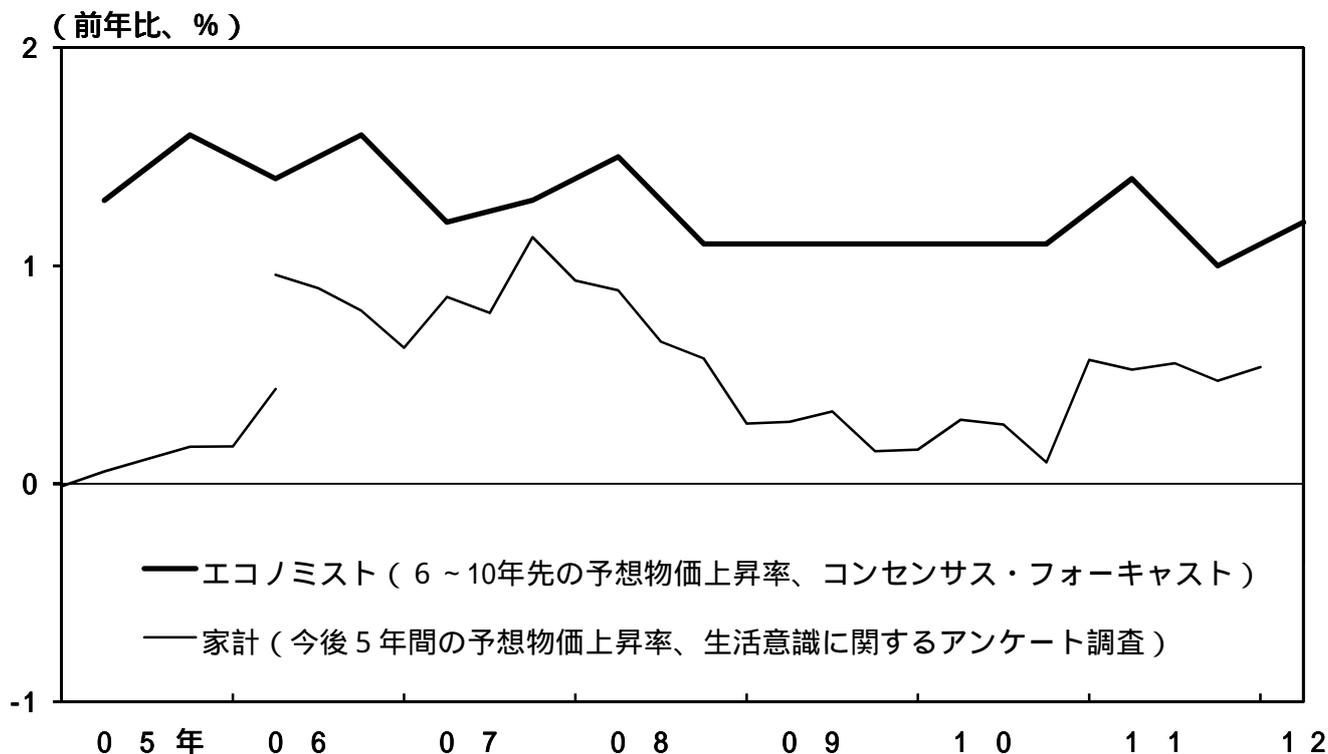
(3) 国際商品市況と海外経済



(資料) 日本銀行「日本銀行国際商品指数」、I M F 「World Economic Outlook」等

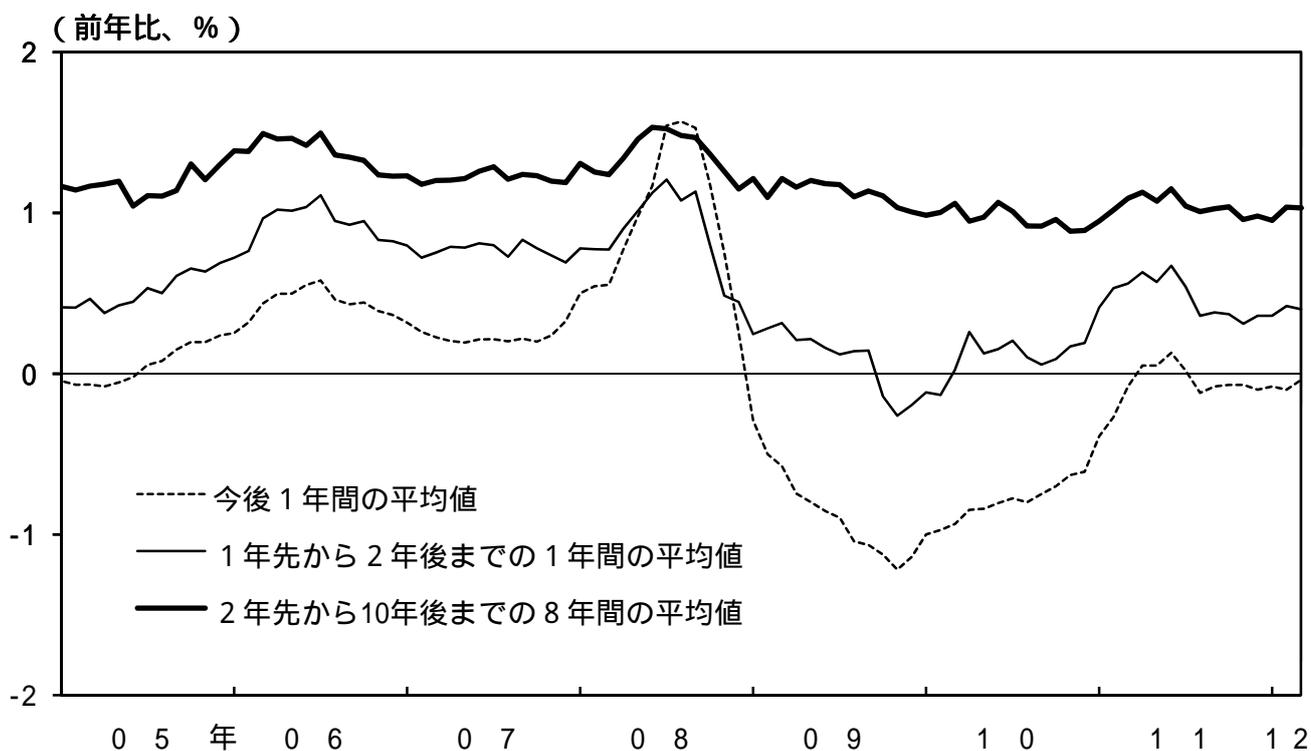
物価の見方

(1) エコノミストと家計の予想物価上昇率



(注) 家計は、修正カールソン・パーキン法により推計したもの。推計の詳細については、日銀レビュー「インフレ予想 (Inflation Expectations) について」 (2008年12月) を参照。

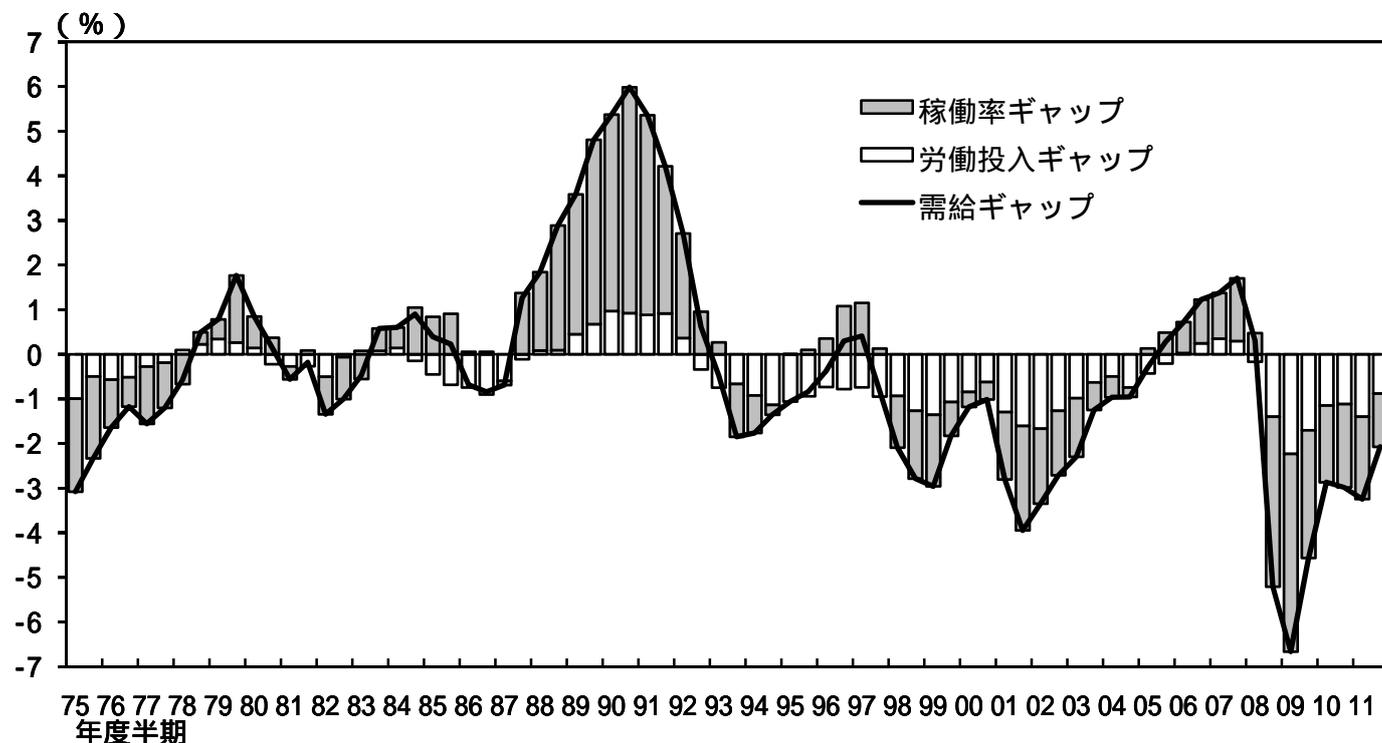
(2) 市場参加者の予想物価上昇率 (QUICK調査)



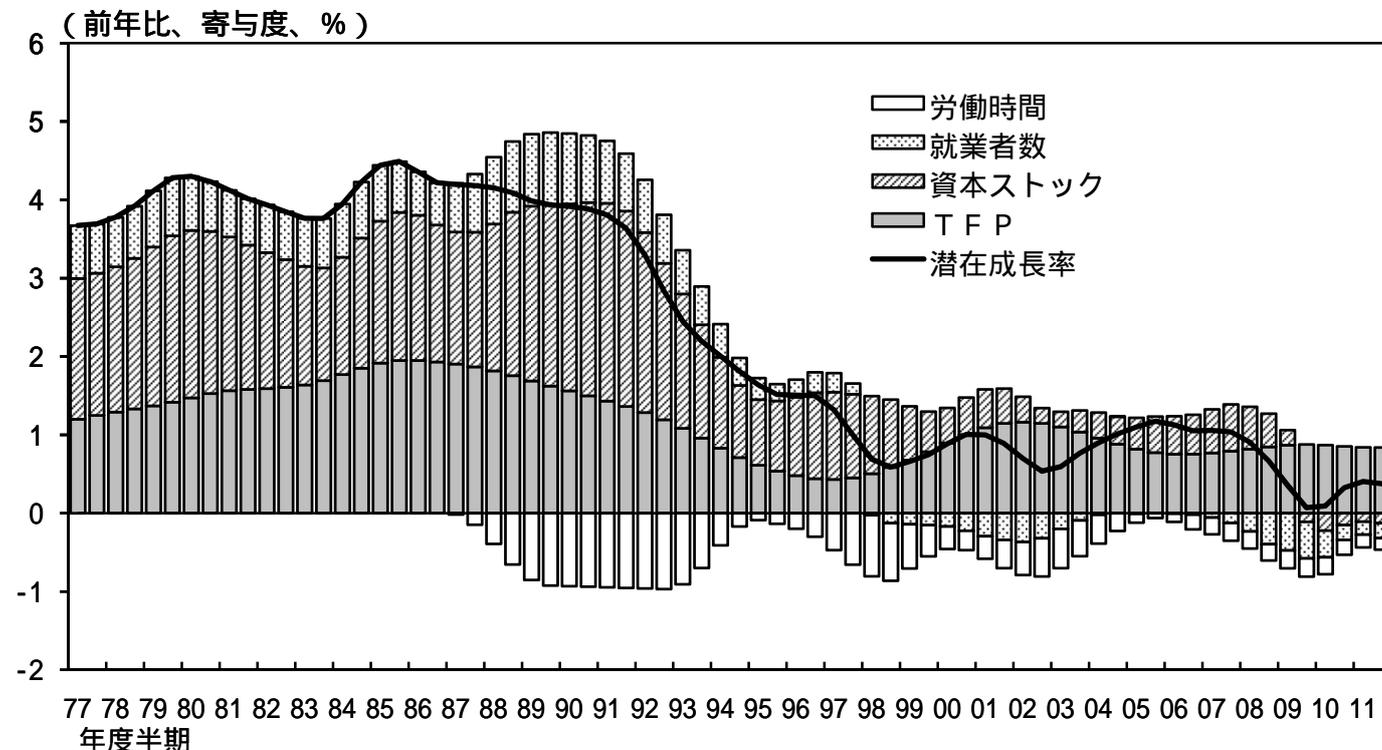
(資料) 日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」、コンセンサス・フォーキャスト、QUICK月次調査 (債券)

需給ギャップと潜在成長率

(1) 需給ギャップ



(2) 潜在成長率



(注) 1. 日本銀行調査統計局の試算値。具体的な計測方法については、日銀レビュー「GDPギャップと潜在成長率の新推計」(2006年5月)を参照。

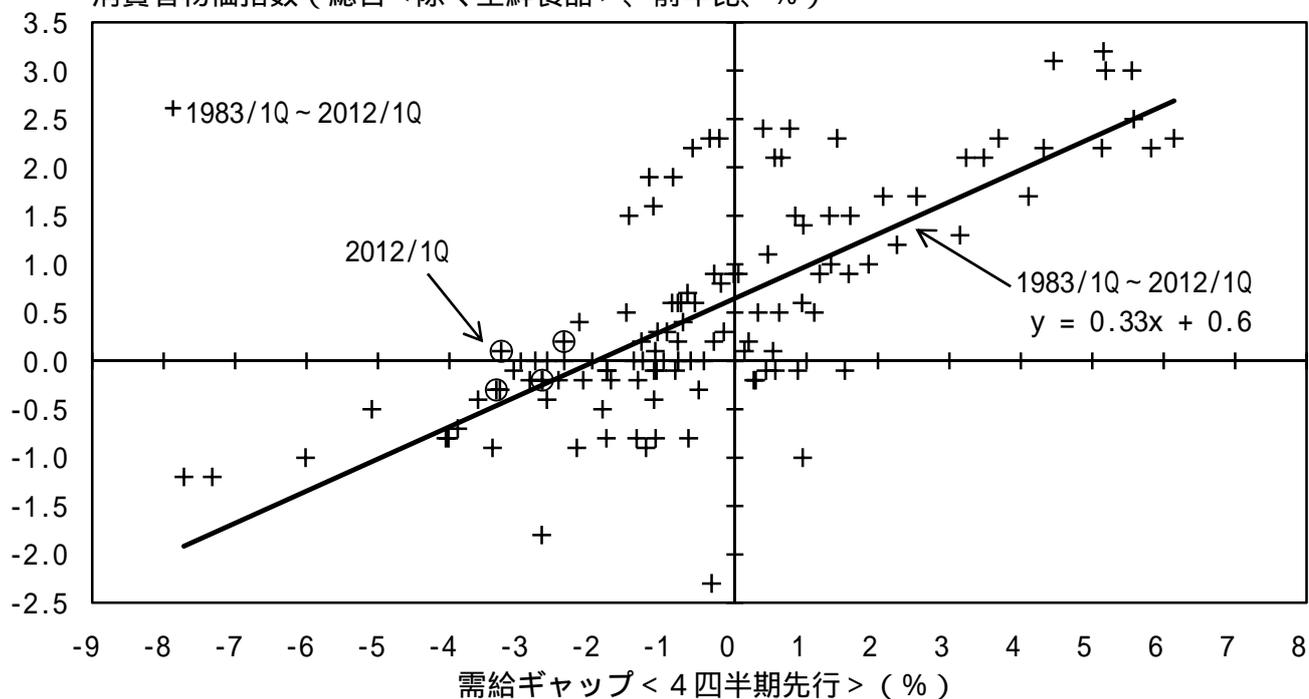
2. 2011年度下半期は、2011/4Qの値。

(資料) 内閣府「国民経済計算」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、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」等

需給ギャップとインフレ率 (1)

(1) フィリップス曲線 (総合除く生鮮食品)

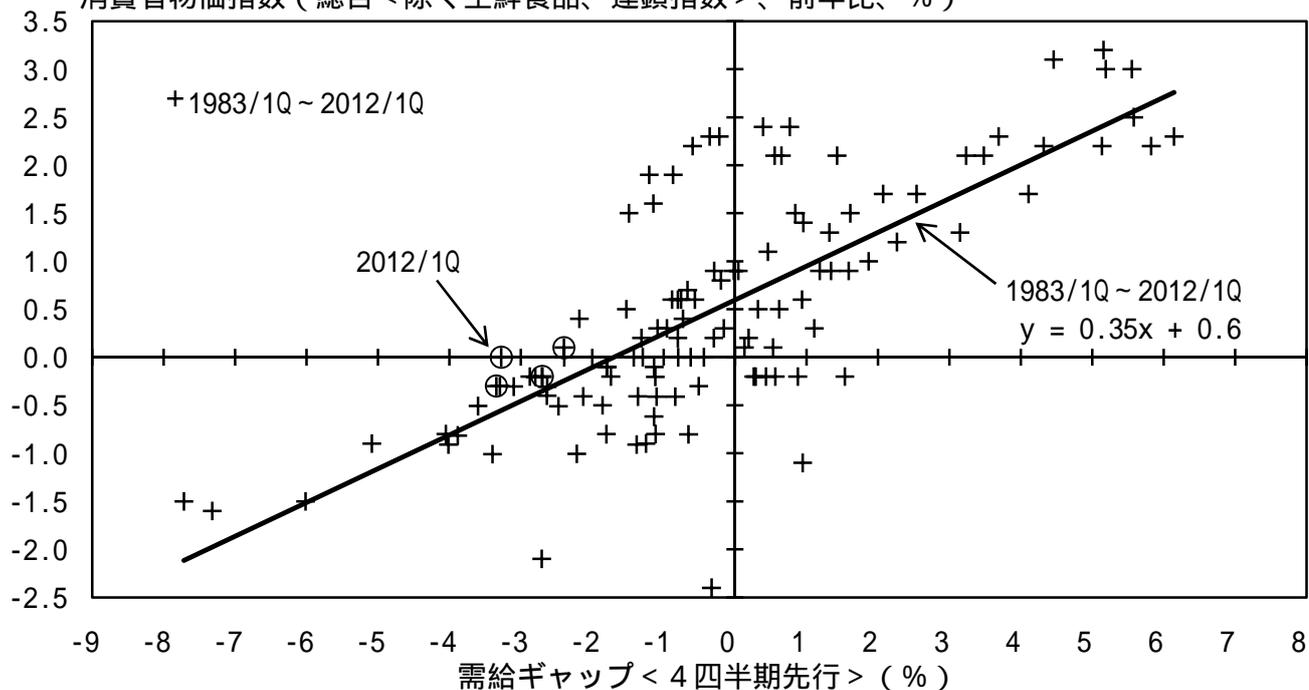
消費者物価指数 (総合 < 除く生鮮食品 >、前年比、%)



- (注) 1. 印は直近1年 (下の図表も同じ) 。
2. 消費者物価指数の前年比は、消費税調整済み (下の図表も同じ) 。
3. 需給ギャップは日本銀行調査統計局の試算値。具体的な計測方法については、日銀レビュー「GDPギャップと潜在成長率の新推計」(2006年5月) を参照 (下の図表も同じ) 。

(2) フィリップス曲線 (総合除く生鮮食品、連鎖指数)

消費者物価指数 (総合 < 除く生鮮食品、連鎖指数 >、前年比、%)

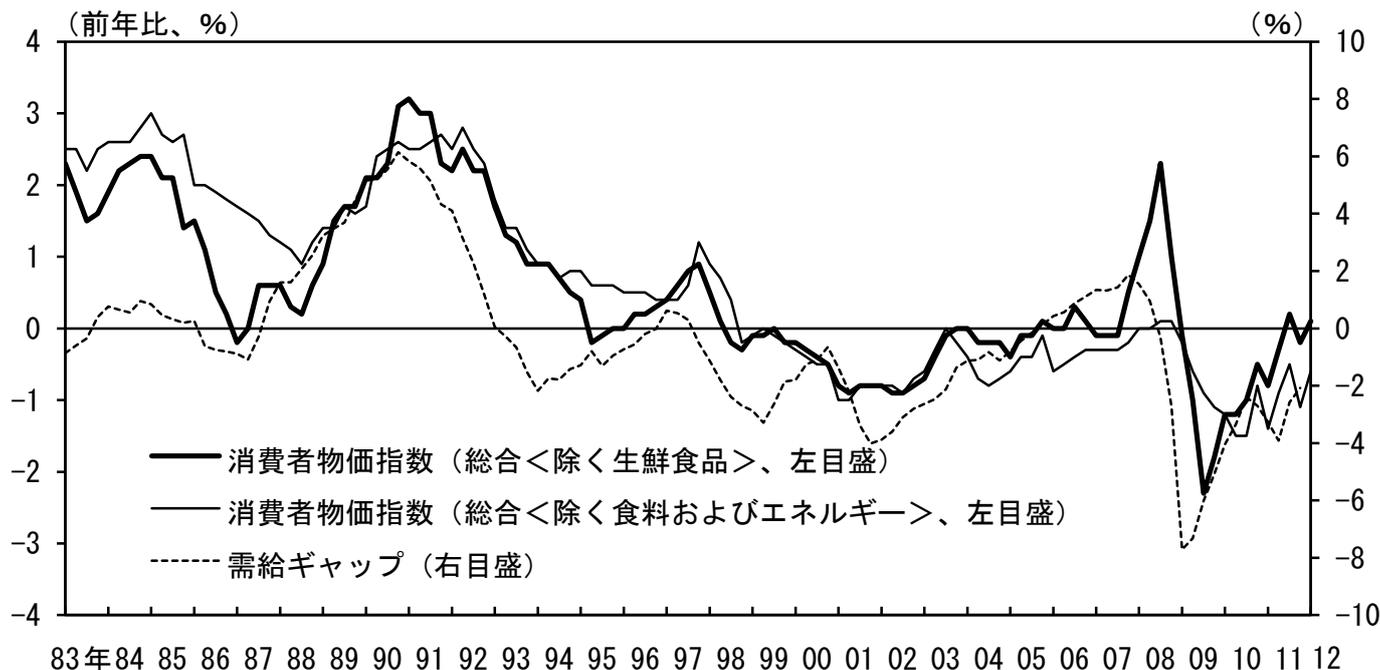


- (注) 消費者物価指数の2000/4Qまでは固定基準年指数、2001/1Q以降は連鎖指数に基づく。ただし、2000年基準の連鎖指数は日本銀行調査統計局の試算値。

(資料) 総務省「消費者物価指数」、内閣府「国民経済計算」等

需給ギャップとインフレ率 (2)

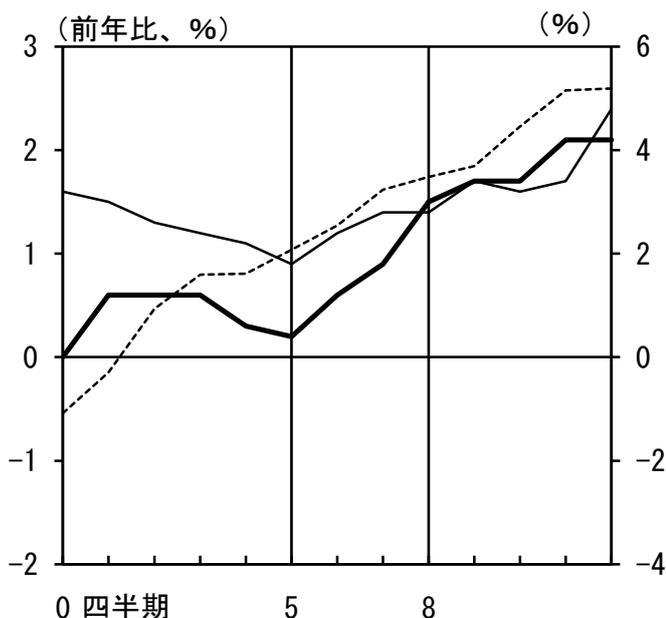
(1) 需給ギャップと消費者物価



- 83年84 85 86 87 88 89 90 91 92 93 94 95 96 97 98 99 00 01 02 03 04 05 06 07 08 09 10 11 12
- (注) 1. 「食料」は「酒類」を除く(下の図表も同じ)。
 2. 消費者物価指数の前年比は、消費税調整済み(下の図表も同じ)。
 3. 需給ギャップは日本銀行調査統計局の試算値。具体的な計測方法については、日銀レビュー「GDPギャップと潜在成長率の新推計」(2006年5月)を参照(下の図表も同じ)。

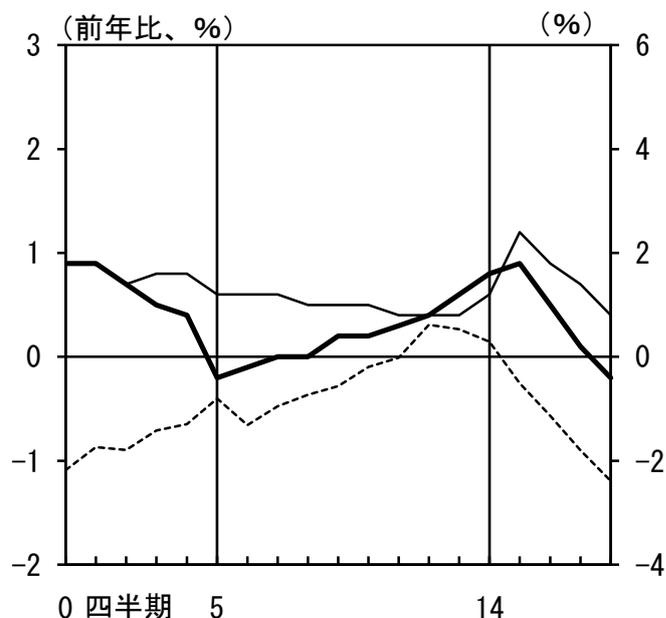
(2) 局面比較

①1987/2Q以降



	需給ギャップ改善の時期	CPI上昇の転換点	転換点から+1%上昇
時期	1987/2Q	1988/3Q	1989/2Q
CPI前年比	--	0.2%	1.5%

②1994/1Q以降

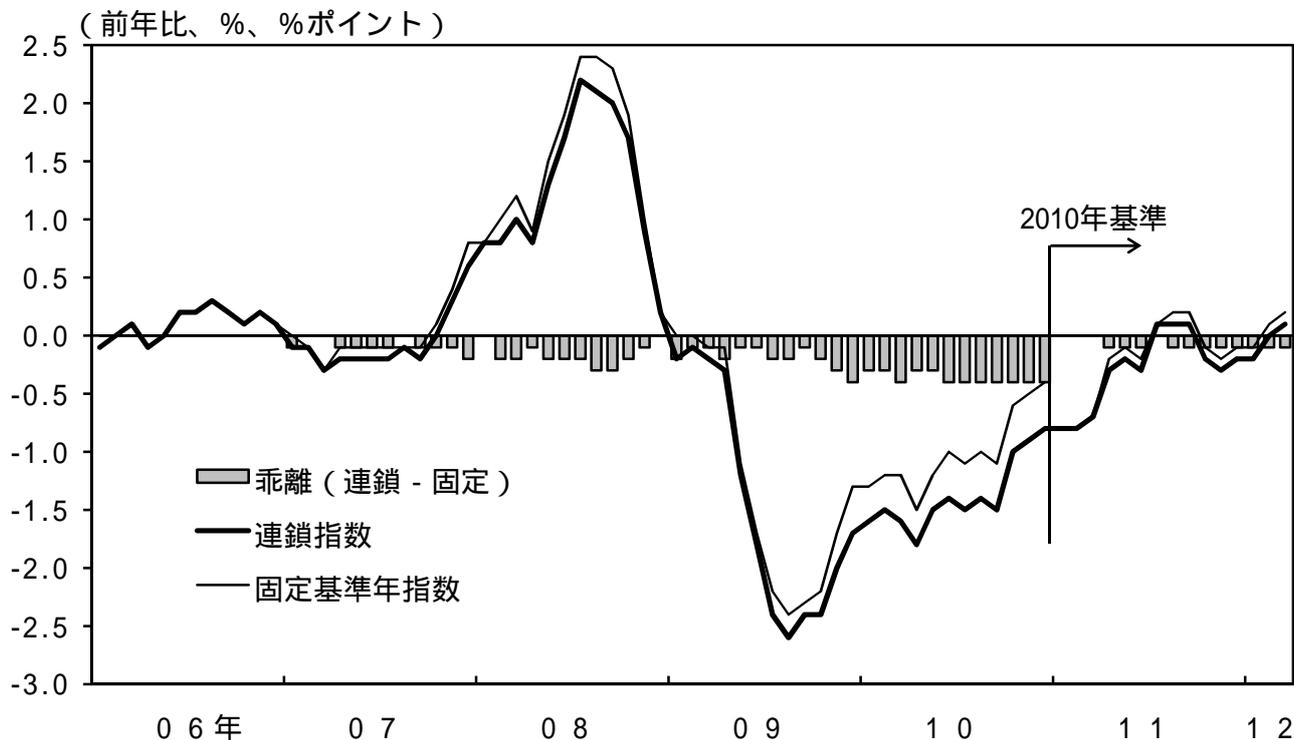


	需給ギャップ改善の時期	CPI上昇の転換点	転換点から+1%上昇
時期	1994/1Q	1995/2Q	1997/3Q
CPI前年比	--	-0.2%	0.8%

(注) CPIは、総合除く生鮮食品。
 (資料) 総務省「消費者物価指数」、内閣府「国民経済計算」等

消費者物価のラスパイレス連鎖指数

(1) 固定基準年指数と連鎖指数 (総合除く生鮮食品)



(注) 2006年のラスパイレス連鎖指数は、固定基準年指数の前年同月比。2010年以前のラスパイレス連鎖指数の前年同月比は2005年基準、2011年以降は2010年基準。

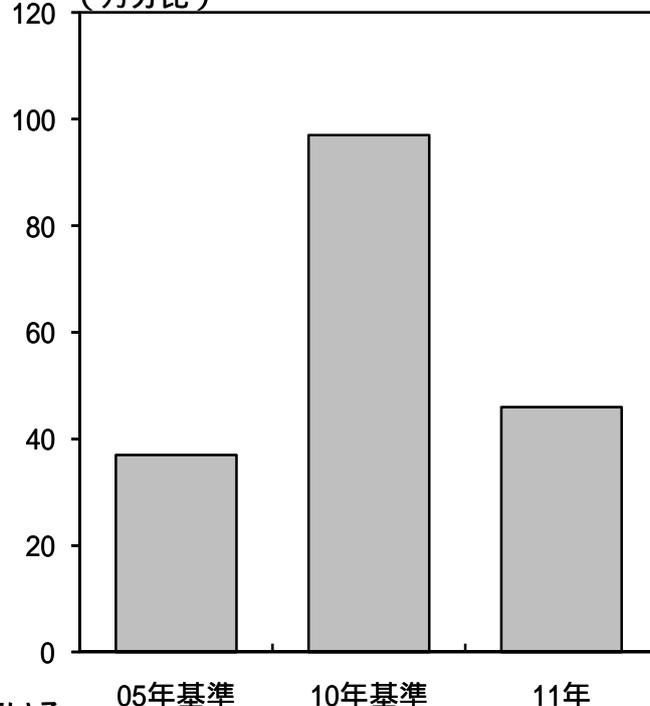
(2) 2011年消費者物価ウエイト

(万分比)

	2010年 (A)	2011年 (B)	差 (B) - (A)
総合	10,000	10,000	-
総合 (除く 生鮮食品)	9,604	9,611	7
農水畜産物 (除く 生鮮食品)	293	294	1
財 (除く農水 畜産物)	3,729	3,690	-40
耐久消費財	660	583	-77
石油製品	359	377	18
食料工業 製品	1,337	1,350	13
公共料金	1,712	1,753	41
一般サービス	3,869	3,873	4

(3) テレビのウエイト

(万分比)



(注) 1. (2) の分類は、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」

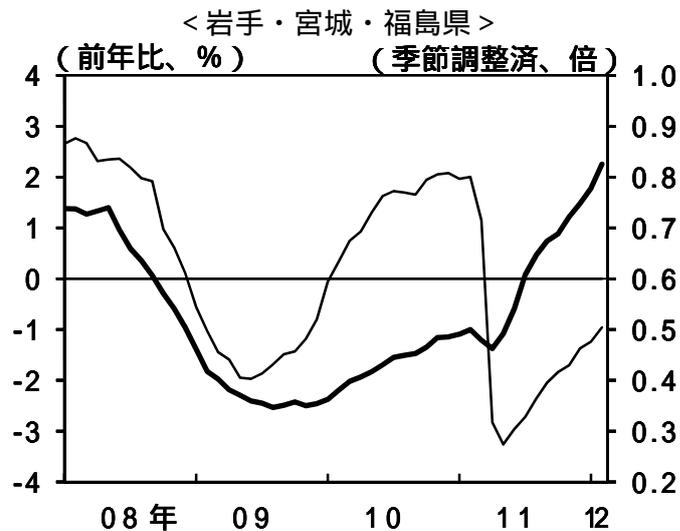
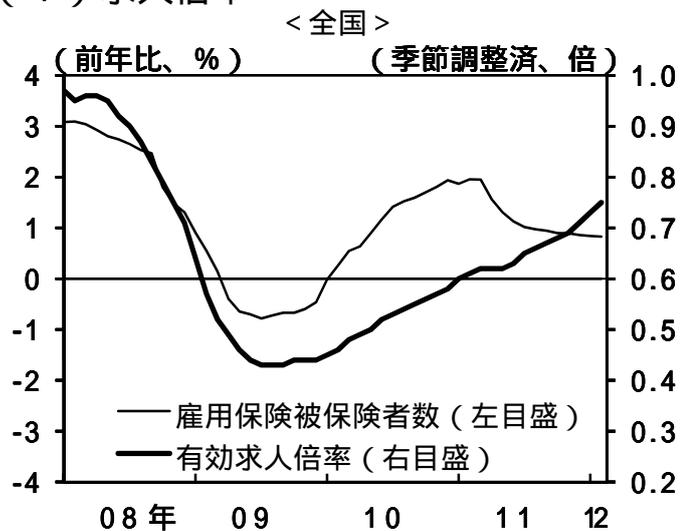
公共料金 = 「公共サービス」 + 「電気・都市ガス・水道」

2. (3) の05年基準は中間年見直し後。

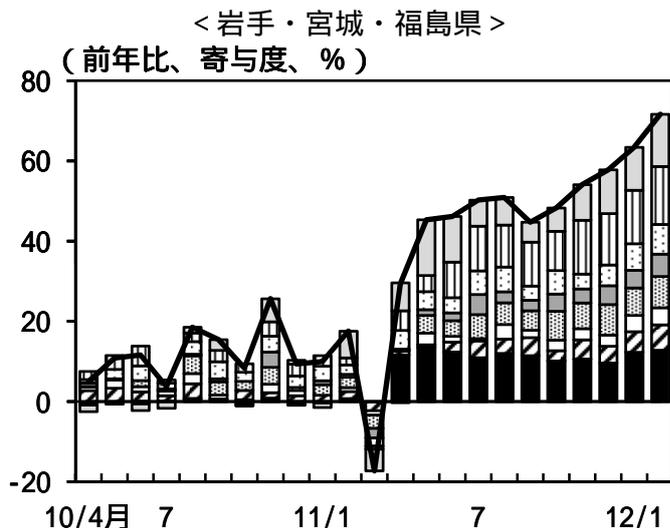
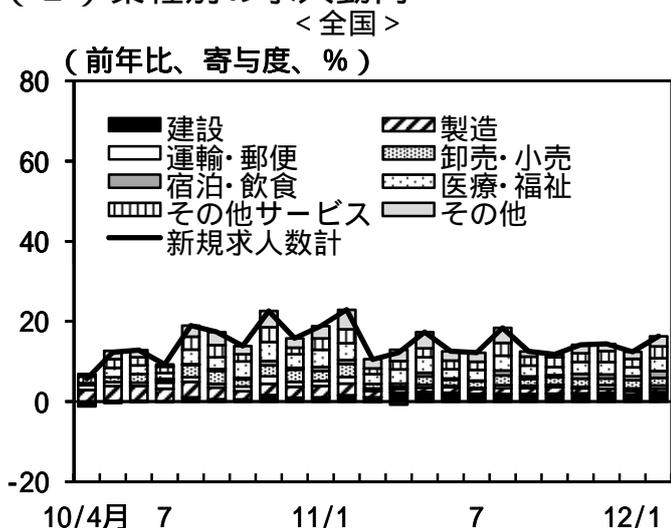
(資料) 総務省「消費者物価指数」

被災地の雇用情勢

(1) 求人倍率



(2) 業種別の求人動向

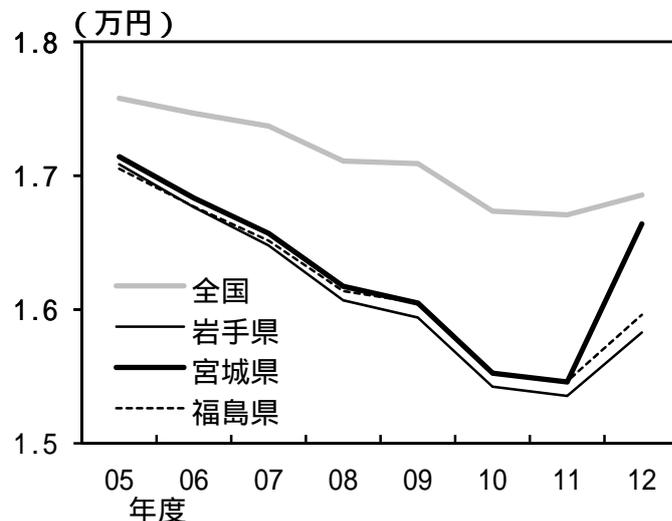


(3) 被災地における雇用保険延長措置

09/3月～	個別延長給付	+ 60日
11/5月～	個別延長給付 特例措置	+ 60日
+) 10月～	広域延長給付	+ 90日
最長延長期間		+ 210日

リーマン・ショック対応で導入。45歳未満、指定された地域に居住、公共職業安定所長が特に認めた、のいずれかに該当する場合対象となる。東日本大震災による休業・離職等が対象。岩手県、宮城県、福島県の沿岸地域等に居住する求職者が対象。

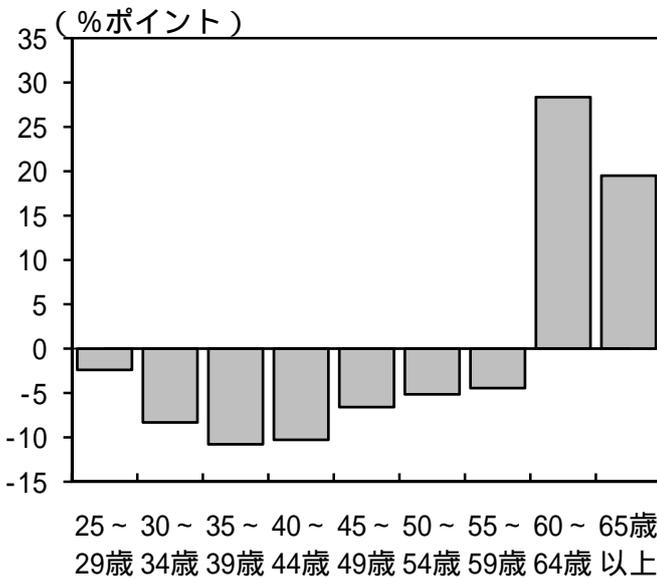
(4) 公共工事設計労務単価



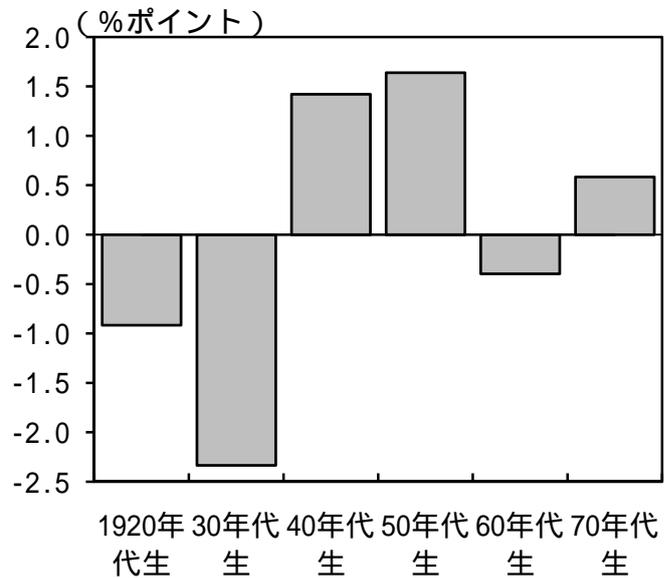
(資料) 厚生労働省「職業安定業務統計」「雇用保険事業月報」、各県労働局「一般職業紹介状況」、国土交通省等

高齢者消費の特徴

(1) コーホート分析による消費性向 年齢効果



世代効果



< コーホート分析の概要 >

消費性向の変化を、特定の年齢に固有の特徴（年齢効果）、特定の世代に固有の特徴（世代効果）、観測時点に固有の効果（時間効果）に分解するため、年齢別消費性向を被説明変数、世代ダミー、年齢ダミー、調査年ダミー、年齢別失業率を説明変数とする下記の式を推計した。は、各年齢・世代ダミーに係るパラメータの推定値を、平均 = 0 で基準化した値。

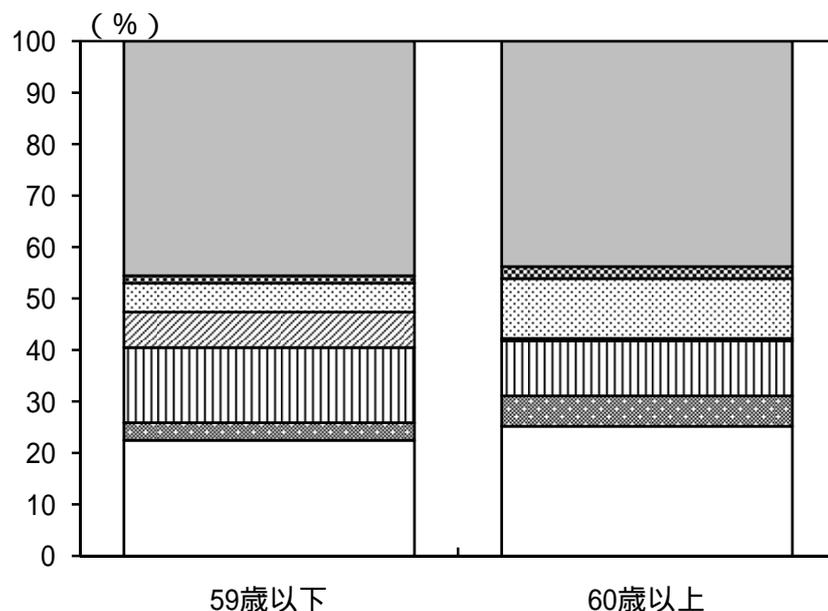
< 推計式 >

$$\text{消費性向}_{i,t} = \text{const} + \alpha_i \text{年齢ダミー}_i + \beta_{j=t-i} \text{世代ダミー}_{j=t-i} + \gamma_t \text{調査年ダミー}_t + \delta_i \text{年齢別失業率}_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

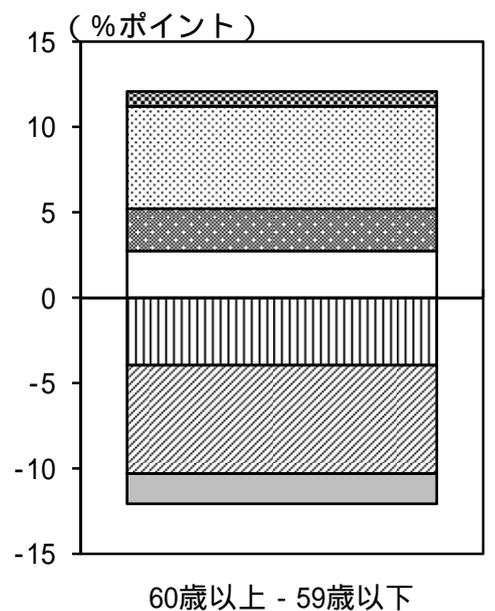
データ期間：1986～2011年 観測数：260 修正R²：0.93

(2) 年齢階層別にみた消費支出(2011年平均、二人以上の世帯)

各世帯の消費ウェイト



高齢者世帯とそれ以外世帯の差



(資料) 総務省「家計調査報告」「労働力調査」

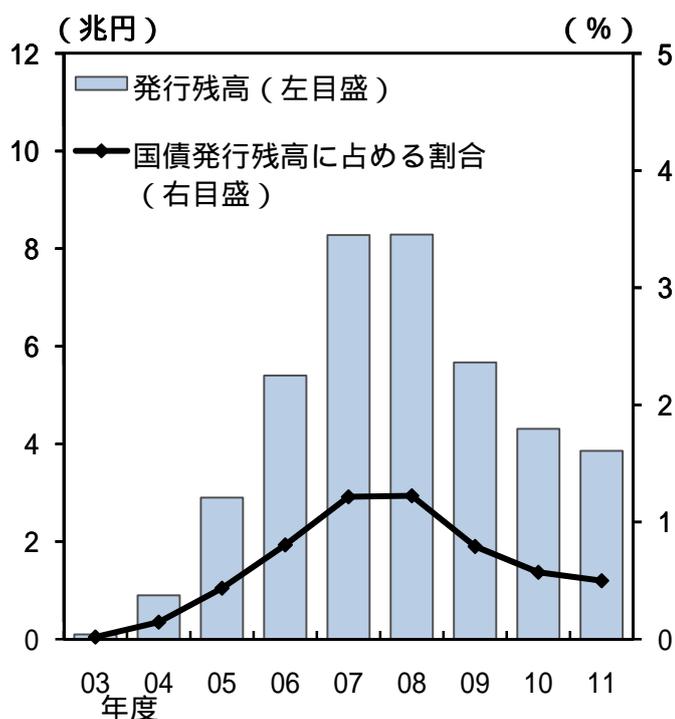
インフレ予想の抽出に用いられる情報等

(1) インフレ予想に関する指標・調査

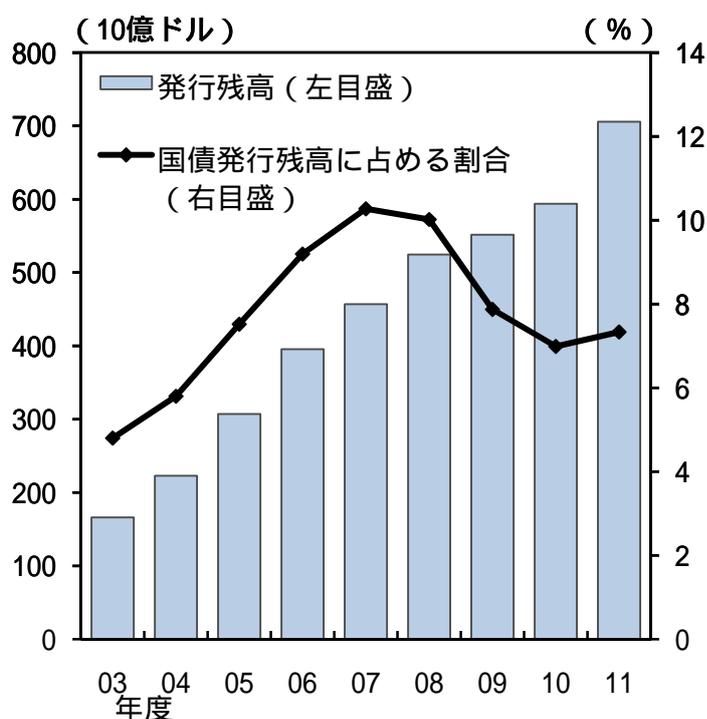
手法	主体	具体例
実績	家計	消費者物価指数 生活意識に関するアンケート調査
	企業	企業物価指数 短観
先行き		
サーベイ (定性・定量)	家計	生活意識に関するアンケート調査 消費動向調査
	企業	短観(販売・仕入価格の先行き予想)
	エコノミスト	ESPフォーキャスト調査 コンセンサス・フォーキャスト
	市場参加者	QUICK月次調査(債券)
市場価格情報	市場参加者	BEI(固定利付国債利回り・物価連動国債利回り) インフレ・スワップ・レート インプライド・フォワード・レート

(2) 物価連動国債の発行残高

<日本>



<米国>



(注) 日本の国債発行残高は普通国債 + 財投債。米国の国債発行残高は非市場性国債を含まない。日本の直近は11/12月の値。

(資料) 財務省、CEA「Economic Report of the President」

地域別の景気の総括判断 (地域経済報告)

	1月判断	前回との比較	4月判断
北海道	持ち直しの動きが一服し、横ばい圏内で推移している	⇒	横ばい圏内で推移している
東北	震災関連特需による押し上げ効果もあって、被災地以外の地域では震災前を上回る水準にまで復してきているほか、被災地の一部でも経済活動再開の動きがみられるなど、全体として回復している	⇒	震災関連需要による押し上げ効果もあって、被災地以外の地域では震災前を上回って推移しているほか、被災地でも経済活動再開の動きがみられるなど、全体として回復している
北陸	全体としては持ち直しの動きが続いているものの、一部でそのペースが緩やかになっている	⇒	全体としては持ち直しの動きが続いているものの、一部でそのペースが緩やかになっている
関東甲信越	海外経済の減速や円高の影響等から、持ち直しの動きに一服感がみられている	⇒	海外経済の減速や円高の影響等から、横ばい圏内の動きとなっている
東海	持ち直しの動きを続けているが、そのテンポは緩やかになっている	⇒	持ち直しの動きを続けている
近畿	足踏み状態となっている	⇒	足踏み状態となっている
中国	持ち直しの動きが一服している	⇒	横ばい圏内の動きとなっている
四国	生産面で弱い動きがみられるものの、全体としては持ち直し基調にある	⇒	生産面でみられた弱めの動きが和らぎつつあるもとで、全体としては持ち直している
九州・沖縄	海外経済の減速等の影響が生産面で広がってきており、持ち直しの動きが鈍化している	⇒	全体として持ち直しの動きが続いているが、そのテンポは緩やかなものにとどまっている

(注) 全文は、<http://www.boj.or.jp/research/brp/rer/rer120412.htm/>を参照。

(資料) 日本銀行「地域経済報告(2012年4月)」