

公表時間
11月1日(金)14時00分

2013年11月1日
日 本 銀 行

経済・物価情勢の展望
(2013年10月)

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

引用・転載・複製を行う場合は、出所を明記してください。

【基本的見解】¹

1. わが国の経済・物価の中心的な見通し

(1) 経済情勢

わが国の景気は、緩やかに回復している。需要面をみると、輸出は持ち直しつつもやや勢いに欠ける一方、個人消費をはじめ国内需要は堅調に推移している。こうした内外需要を反映して、生産面では、鉱工業生産の増加ペースが緩やかにとどまる一方で、サービスや建設など非製造業の活動は強めに推移している。

先行きは、内需が堅調さを維持する中で、外需も緩やかながら増加していくと見込まれ、生産・所得・支出の好循環は持続すると考えられる。このため、わが国経済は、2回の消費税率引き上げに伴う駆け込み需要とその反動の影響を受けつつも、基調的には潜在成長率を上回る成長を続けると予想される²。

こうした見通しの背景にある前提は、以下のとおりである。

第1に、日本銀行が「量的・質的金融緩和」を着実に推進していく中で、金融環境の緩和度合いは一段と強まっていくと考えられる。すなわち、「量的・質的金融緩和」のもとで、名目長期金利の上昇圧力は抑制されている一方、予想物価上昇率は全体として上昇しており、実質金利は低下方向にある。銀行貸出残高の前年比は、緩やかにプラス幅を拡大している。このような緩和的な金融環境が民間需要を刺激する効果は、景気の改善につれて強まっていくと考えられる。

¹ 10月31日開催の政策委員会・金融政策決定会合で決定されたものである。

² わが国の潜在成長率を、一定の手法で推計すると、見通し期間平均では「0%台半ば」と計算されるが、見通し期間の終盤にかけて徐々に上昇していくと見込まれる。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。

第2に、海外経済については、4月の展望レポート時点の想定と比べると幾分弱めに推移しているが、国際金融資本市場が総じて落ち着いて推移するとの前提のもとで、先進国を中心に、次第に持ち直していく姿を見込んでいる。主要国・地域別にみると、米国経済については、緩和的な金融環境が維持され、財政面の下押し圧力も次第に和らいでいくことなどを背景に、回復テンポは徐々に増していくと予想される。欧州経済についても、債務問題に伴う調整圧力は残るものの、家計や企業のマインド好転などに支えられ、次第に持ち直していくと考えられる。中国経済については、当局が構造調整を進めつつも、同時に景気下支え策を講じていく中で、現状程度の安定成長が続くとみられる。一方、その他の新興国・資源国経済については、金融環境の引き締め傾向もあって、当面、成長に勢いを欠く状態が続く可能性が高い。

第3に、公共投資は、既往の各種経済対策の効果に加え、新たに策定される予定の経済対策による追加の押し上げ効果も予想されることから、2014年度上期にかけて高水準で推移するとみられる。

第4に、政府による規制・制度改革や今後見込まれる各種の企業向け減税措置、企業による内外需要の掘り起こしなどもあって、企業や家計の中長期的な成長期待は、緩やかに高まっていくと想定している。

以上を前提に、見通し期間の景気展開をやや詳しく述べると、2013年度下期については、海外経済が持ち直しに向かう中で、これまでの為替相場の動きもラグを伴いつつ下支えとなり、輸出や鉱工業生産は緩やかながらも増加していくと見込まれる。そうしたもとで、企業収益の改善に伴い設備投資は持ち直しがより明確となるとともに、個人消費も雇用・所得環境の改善に支えられて底堅く推移するとみられる。加えて、個人消費や住宅投資では消費税率引き上げ前の駆け込み需要が発生するため、2013年度下

期の成長率はかなり高めになると予想される³。2014年度の成長率については、上期を中心に駆け込み需要の反動が出ることから、前年度に比べればかなり鈍化するとみられる。ただし、海外経済の持ち直しが明確となる中で輸出が伸びを高めるほか、金融緩和や各種企業減税の効果などから設備投資もしっかりとした増加を続けるため、潜在成長率を上回る成長は維持されると考えられる。2015年度についても、2回目の消費税率引き上げによる振れは予想されるが、生産・所得・支出の好循環は維持され、潜在成長率を超える成長が続くと見込まれる。以上の見通しを7月の中間評価と比べると、成長率は概ね不変である。

(2) 物価情勢

消費者物価（除く生鮮食品、以下同じ）の前年比は、このところプラス幅を拡大しており、最近ではゼロ%台後半となっている。

物価上昇率を規定する主たる要因について先行きを展望すると、第1に、マクロ的な需給バランスは、消費税率引き上げの影響による振れを伴いつつも、緩やかな改善傾向をたどり、見通し期間後半にかけて需要超過幅を拡大させていくと予想される。この間、労働需給の引き締め傾向は明確となり、名目賃金にも次第に上昇圧力がかかっているとみられる。第2に、中長期的な予想物価上昇率については、「量的・質的金融緩和」のもとで、実際の物価上昇率の高まりもあって上昇傾向をたどり、「物価安定の目標」である2%程度に向けて次第に収斂していくと考えられる。こうした予想物価上昇率の高まりは、企業や家計を含めた価格・賃金形成に徐々に浸透していくとみられる。第3に、輸入物価については、国際商品市況や為替相場の動きを反映して、当面は上昇要因として作用すると見込まれる。

³ 消費税率の引き上げが年度毎の成長率に及ぼす影響を定量的に試算すると、2013年度+0.3%ポイント程度、2014年度-0.7%ポイント程度、2015年度+0.2%ポイント程度となる。ただし、これらは、その時々所得環境や物価動向にも左右されるなど不確実性が大きく、相当な幅をもつてみる必要がある。

以上を踏まえ、消費者物価の前年比（消費税率引き上げの直接的な影響を除くベース）の先行きを展望すると⁴、マクロ的な需給バランスの改善や中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを反映して上昇傾向をたどり、見通し期間の後半にかけて、「物価安定の目標」である2%程度に達する可能性が高いとみている。こうした見通しを7月の中間評価と比較すると、概ね不変である。

2. 上振れ要因・下振れ要因

(1) 経済情勢

上記の中心的な経済の見通しに対する上振れ、下振れ要因としては、第1に、海外経済の動向に関する不確実性がある。米国経済については、新型エネルギーの影響や財政問題の帰趨などによって、回復ペースが上下双方向に変化する可能性がある。欧州経済については、当面は弱さが残る中で、債務問題の今後の展開を含め引き続き注意が必要である。中国経済については、過剰設備や過剰債務といった構造問題の影響を巡って不確実性が高い。それ以外の新興国・資源国については、一部の国が経常収支赤字など構造的な課題を抱えており、国際金融資本市場の動向と併せて、注視していく必要がある。

第2に、家計の雇用・所得動向がある。前述のとおり、これまでの景気回復は、個人消費を中心とした堅調な国内需要が主導してきた。先行きも国内需要が堅調さを維持していくためには、雇用・所得環境の改善が消費を支えるという前向きな循環が持続することが重要である。この点、企業収益が改善する一方、企業を取り巻く競争環境が引き続き厳しい中であって、労働需給の引き締めや予想物価上昇率の高まりに伴い賃金が上昇し

⁴ 2回の消費税率引き上げが物価に及ぼす影響について、税率の引き上げ分が現行の課税品目すべてにフル転嫁されると仮定して機械的に試算すると、2014年度の消費者物価は2.0%ポイント、2015年度下期の消費者物価は1.3%ポイント（2015年度全体では0.7%ポイント）押し上げられる。

ていくかどうか注視していく必要がある。

第3は、消費税率引き上げの影響である。消費税は、消費一般に広く課税する間接税であり、税率の引き上げは家計の実質可処分所得にマイナスの影響を及ぼす。一方、①政府において各種の経済対策等が講じられる予定であること、②消費税率引き上げは家計部門で以前から相応に織り込まれているとみられること、③財政や社会保障制度に関する家計の将来不安を和らげる効果も期待されることなどから、消費へのマイナスの影響をある程度減殺する力も働くと考えられる。消費税率引き上げの影響は、駆け込み需要とその反動の規模も含め、その時々所得環境や物価の動向によって変化し得るため注意が必要である。

第4に、企業や家計の中長期的な成長期待は、規制・制度改革や税制改正の今後の展開、企業部門におけるイノベーション、家計部門の所得環境などによって、上下双方向に変化する可能性がある。また、やや長い目でみれば、2020年夏の東京オリンピック開催による押し上げ効果も期待される。

第5に、財政の中長期的な持続可能性に対する信認が低下するような場合には、人々の将来不安の強まりや経済実態から乖離した長期金利の上昇などを通じて、経済の下振れにつながる惧れがある。一方、財政再建の道筋に対する信認が高まり、人々の将来不安が軽減されれば、経済が上振れる可能性もある。

(2) 物価情勢

物価に固有の上振れ、下振れ要因としては、第1に、企業や家計の中長期的な予想物価上昇率の動向について不確実性が高い。人々のインフレ予想が、過去にみられた物価や賃金の緩やかな下落を反映して、なかなか高まらない可能性がある一方、実際の物価や賃金の上昇率が高まっていく過程で、予想物価上昇率が比較的早期に上昇する可能性もある。加えて、消

費税率引き上げに伴う幅広い品目の一斉の価格上昇が、人々のインフレ予想に与える影響についても注意してみていく必要がある。

第2に、マクロ的な需給バランスに対する物価の感応度についても不確実性がある。企業が、厳しい競争環境が続く中でも、財・サービスや労働の需給の引き締まりに応じて、価格や賃金を引き上げていくかどうか注意が必要である。

第3に、国際商品市況や為替相場の変動などに伴う輸入物価の動向や、その国内価格への転嫁の状況についても、引き続き不確実性が高い。

3. 金融政策運営

以上の経済・物価情勢について、「物価安定の目標」のもとで、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⁵。

まず、第1の柱、すなわち中心的な見通しについて点検すると、見通し期間の後半にかけて、日本経済は、2%程度の物価上昇率が実現し、持続的成長経路に復する可能性が高いと判断される。

次に、第2の柱、すなわち金融政策運営の観点から重視すべきリスクについて点検すると、中心的な経済の見通しについては、海外経済の動向など不確実性は大きいものの、リスクは上下にバランスしていると評価できる。物価の中心的な見通しについても、中長期的な予想物価上昇率の動向を巡って不確実性は大きいものの、リスクは上下に概ねバランスしていると考えられる。より長期的な視点から金融面の不均衡について点検すると、現時点では、資産市場や金融機関行動において過度な期待の強気化を示す動きは観察されない。もっとも、政府債務残高が累増する中で、金融機関の国債保有残高は引き続き高水準である点には留意する必要がある⁶。

⁵ 日本銀行「金融政策運営の枠組みのもとでの「物価安定の目標」について」（2013年1月22日）参照。

⁶ 詳しくは「金融システムレポート」（日本銀行2013年10月）を参照。

金融政策運営については、「量的・質的金融緩和」のもとで、实体经济や金融市場、人々のマインドや期待など、好転の動きが幅広くみられており、わが国経済は2%の「物価安定の目標」の実現に向けた道筋を順調にたどっている。今後とも、日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う。

(参考)

▽2013～2015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	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	消費税率引き上げの 影響を除くケース
2013年度	+2.6～+3.0 <+2.7>	+0.6～+1.0 <+0.7>	/
7月時点の見通し	+2.5～+3.0 <+2.8>	+0.5～+0.8 <+0.6>	
2014年度	+0.9～+1.5 <+1.5>	+2.8～+3.6 <+3.3>	+0.8～+1.6 <+1.3>
7月時点の見通し	+0.8～+1.5 <+1.3>	+2.7～+3.6 <+3.3>	+0.7～+1.6 <+1.3>
2015年度	+1.3～+1.8 <+1.5>	+1.6～+2.9 <+2.6>	+0.9～+2.2 <+1.9>
7月時点の見通し	+1.3～+1.9 <+1.5>	+1.6～+2.9 <+2.6>	+0.9～+2.2 <+1.9>

(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、既に決定した政策を前提として、また先行きの政策運営については市場の織り込みを参考にして、上記の見通しを作成している。

(注3) 今回の見通しでは、消費税率が2014年4月に8%、2015年10月に10%に引き上げられることを織り込んでいるが、各政策委員は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いた消費者物価の見通し計数を作成している。

(注4) 消費税率引き上げの直接的な影響を含む2014年度と2015年度の消費者物価の見通しは、税率引き上げが現行の課税品目すべてにフル転嫁されることを前提に、物価の押し上げ寄与を機械的に計算したうえで(2014年度：+2.0%ポイント、2015年度：+0.7%ポイント)、これを上記の政策委員の見通しに足し上げたものである。

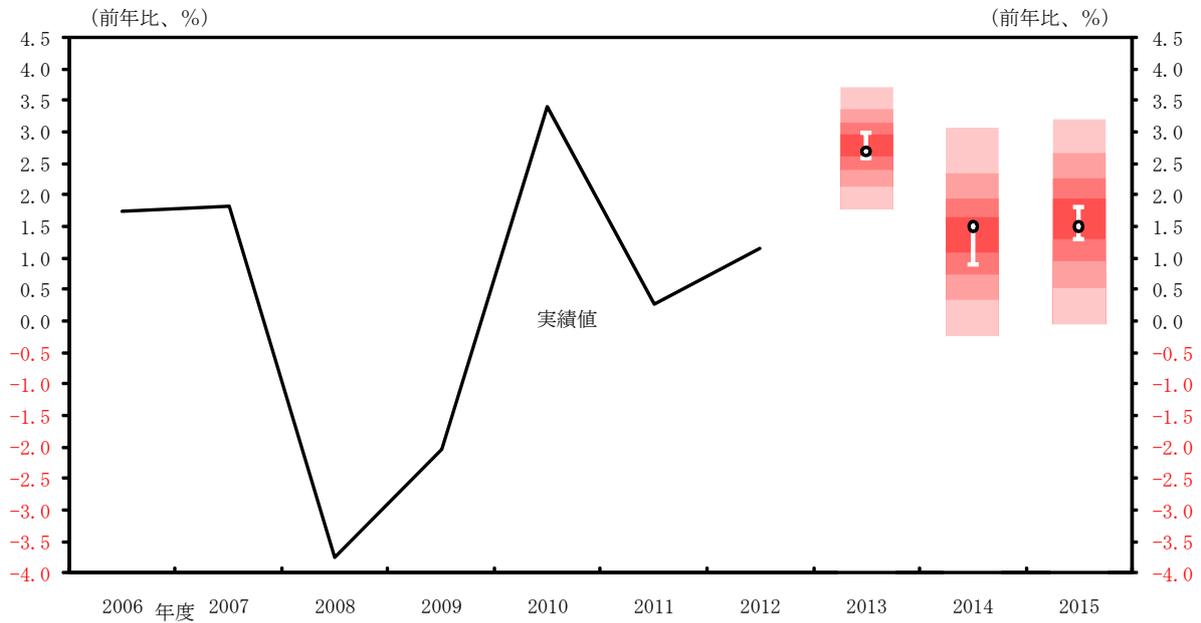
(注5) 政策委員全員の見通しの幅は下表の通りである。

——対前年度比、%。

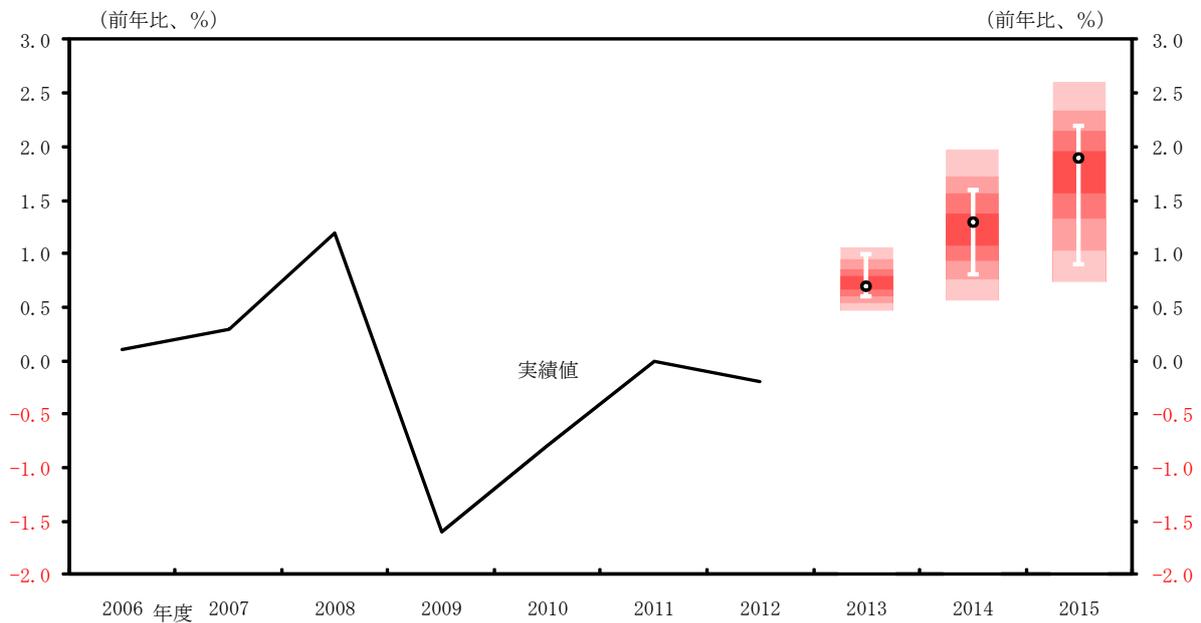
	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	消費税率引き上げの 影響を除くケース
2013年度	+2.6～+3.0	+0.6～+1.0	/
7月時点の見通し	+2.3～+3.0	+0.4～+1.0	
2014年度	+0.5～+1.6	+2.6～+3.7	+0.6～+1.7
7月時点の見通し	+0.4～+1.5	+2.6～+3.7	+0.6～+1.7
2015年度	+1.2～+2.0	+1.4～+2.9	+0.7～+2.2
7月時点の見通し	+1.2～+2.1	+1.4～+3.0	+0.7～+2.3

▽政策委員の見通し分布チャート

(1) 実質GDP



(2) 消費者物価指数 (除く生鮮食品)



(注1) 上記の見通し分布は、各政策委員の示した確率分布の集計値（リスク・バランス・チャート）について、①上位10%と下位10%を控除したうえで、②下記の分類に従って色分けしたもの。なお、リスク・バランス・チャートの作成手順については、2008年4月の「経済・物価情勢の展望」BOXを参照。

上位40%~下位40%	上位30%~40% 下位30%~40%	上位20%~30% 下位20%~30%	上位10%~20% 下位10%~20%
-------------	------------------------	------------------------	------------------------

(注2) 棒グラフ内の○は政策委員の見通しの中央値を表す。また、縦線は政策委員の大勢見通しを表す。

(注3) 消費者物価指数 (除く生鮮食品) は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベース。

【背景説明】

1. 2013年度前半の経済・物価情勢

(経済動向)

最近までの日本経済を振り返ると（図表1）、本年入り後に下げ止まったあと、金融緩和や各種経済対策の効果もあって国内需要が底堅く推移し、海外経済も徐々に持ち直しに向かうもとで、年央頃には緩やかな回復経路に復した。

やや詳しくみると、海外経済については、一部に緩慢な動きもみられているが、全体としては徐々に持ち直しに向かっている（図表2、3）。米国では、堅調な民間需要を背景に、景気は緩やかに回復している。欧州の景気は、緩やかな後退を続けてきたが、最近は下げ止まっており、持ち直しに向けた動きもみられる。中国経済は、一頃に比べて幾分低めの成長率で安定してきている。この間、中国以外の新興国・資源国経済の一部には、弱めの動きがみられている。

こうした海外経済の持ち直しに向けた動きに加えて、為替相場動向も下支えとなって、輸出は持ち直し傾向にある（図表4）。設備投資は、企業の収益や業況感が改善する中で、これまで底堅く推移してきた非製造業に加えて、製造業についても前向きな動きがみられ始めており、全体として持ち直している（図表5、6）。公共投資は、各種経済対策の押し上げ効果が本格化するもとで、増加を続けている（図表7(1)(2)）。住宅投資も、先行指標である新設住宅着工戸数の水準が春以降切り上がっており、このところ工事進捗ベースでも増加している（図表7(3)）。個人消費は、やや長い目でみて消費者マインドが改善傾向にあることや（図表8(2)）、最近では雇用・所得環境にも改善の動きがみられるもとで（図

表9)、引き続き底堅く推移している(図表8(1))。以上のような内外需要の動きを反映して、鉱工業生産は緩やかに増加している(図表10(1)(2))。

最近の景気展開の特徴を、GDPの需要項目に即してみると(図表11)、海外経済の成長率のはっきりとは高まらないもとの、輸出は持ち直しつつも勢いをやや欠く動きとなっている。設備投資についても、全体として持ち直しているが、製造業では回復の動きはなお緩慢である。一方、個人消費や政府支出は、しっかりした増加を示しており、景気全体の回復をけん引している。こうした状況を反映して、サービスや建設など非製造業の活動は、製造業の生産に比べて、改善の姿がより明確となっている(図表10(3))。

以上のような景気展開のもとで、労働や設備の稼働状況を捉える指標をみると、短観の生産・営業用設備判断DIと雇用人員判断DIの加重平均や、マクロ的な需給ギャップの推計値は、緩やかな改善を続けている(図表12)。

(物価動向)

物価面をみると、国内企業物価の前年比は、国際商品市況や為替相場の動きを背景に、年度初にプラスに転じ、その後はプラス幅を緩やかに拡大している(図表13(1))。企業向けサービス価格(除く国際運輸)の前年比は、企業収益の改善などを背景にマイナス幅が縮小傾向を続け、最近は概ねゼロ%となっている(図表13(2))。消費者物価(除く生鮮食品)の前年比の推移をみると(図表14(1))、年度初は昨年のエネルギー関連や耐久消費財の動きの反動から、一旦マイナスとなった。その後は、原油市況や為替相場を反映して、エネルギー関連(石油製品・電気代)が再び上昇している。また、個人消費が底堅く推移するもとの、コスト

高を転嫁する動きがみられたこともあって、財（除く農水畜産物）に分類される耐久消費財、食料工業製品やその他財、一般サービスの内訳である外食などで、徐々に改善の動きが広がった（図表 15）。このため、除く生鮮食品全体の前年比もプラスに転じ、最近は0%台後半となっている。消費者物価の基調的な変動を捉える指標として、刈込平均値⁷やラスパイレス連鎖指数⁸、消費デフレーターをみると、昨年央以降、改善が一服していたが、このところ再び改善している（図表 14(2)）。また、消費者物価（除く生鮮食品）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ても、このところ比較的是っきりと改善している（図表 16(1)）。家計調査における単価の動きをみても、前年比の上昇傾向が続いている（図表 16(2)）。

この間、地価は、下落幅が徐々に縮小してきている。都市部では、小幅ながら上昇に転じている一方、地方圏では、下落を続けている。2013年の都道府県地価調査（7月1日時点）で地価の前年比をみると、東京、大阪、名古屋の三大都市圏では、商業地がプラスに転じたほか、住宅地は概ね下げ止まった。また、地方圏においては、商業地・住宅地ともに、マイナスとなったが、マイナス幅は縮小している（図表 17）。

⁷ 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したもの。これにより、大きな相対価格変動の影響が概ね除去されることになる。

⁸ 消費者物価指数の参考指数としてラスパイレス連鎖指数が公表されている。ラスパイレス連鎖指数とは、①毎年、基準年の品目ウエイトを更新し、個別品目の指数水準を100にリセットして集計した値を計算したうえで、②その前年比を、前年同月の連鎖指数に掛け合わせることで繋いだ指数である。品目改廃やモデル式の見直しといった要因を除けば、実質的に毎年基準年を更新した指数を作成していることに等しい効果をもつ。

2. 金融情勢

(金融環境)

わが国の金融環境は、緩和した状態にある。

日本銀行は、4月に導入した「量的・質的金融緩和」のもとで、マネタリーベースが年間約60～70兆円に相当するペースで増加するよう、長期国債買入れなどを進めている。こうしたなか、マネタリーベースは大幅に増加しており、前年比の伸び率も拡大を続けている(図表18)。日本銀行は、今後も、「量的・質的金融緩和」のもとで、マネタリーベースが上記のペースで増加するよう金融市場調節を行っていく⁹。

企業の資金調達コストは、低水準で推移している。CPの発行スプレッドは、一頃幾分拡大していた一部の銘柄についても、業況が改善に向かったことで縮小した状態となっており、低い水準で推移している(図表19(1))。社債の発行スプレッドは、電力債などの高めの発行金利での起債もみられているものの、総じてみれば低い水準で推移している(図表19(2))。新規の貸出金利をみると、短期、長期ともに既往ボトム圏の低い水準で推移している(図表20(1))。こうしたもとで、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ている(図表20(2))。

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、改善傾向が続いており、各種のDIは2000年以降の平均を上回る水準となっている(図表21(1))。企業の資金繰り面では、大企業、中小企業ともに、総じて改善した状態にある。各種のDIは2000年以降の平均を上回る水準となっているほか、中小企業では、概ね2006年頃の水準まで改善している(図表21(2))。

⁹ この方針のもとで、マネタリーベースは、2013年末には200兆円、2014年末には270兆円となる見込みである。

企業の国内での資金需要面をみると、引き続き、原燃料コストの増加等もあって運転資金需要が増加しているほか、医療・福祉といった高成長が見込まれる分野での資金需要や、企業買収や資源権益取得といったグローバル戦略強化の動きなどを背景とした資金需要にも増加の動きがみられている。こうしたもとで、銀行貸出残高の前年比は、緩やかにプラス幅を拡大しており、このところ2%台前半のプラスとなっている(図表 22(1))。CP・社債合計の発行残高の前年比は、プラスが続いていたが、9月は小幅のマイナスとなっている(図表 22(2))。商品別にみると、前年の社債からCPへの振り替わりの反動もあって、社債残高の前年比はプラス、CP残高の前年比はマイナスとなっている。

マネースtock (M2) の前年比は、銀行貸出の増加などを背景に、プラス幅を拡大しており、このところ3%台後半の伸びとなっている(図表 23(1))。対名目GDP比率をみると、緩やかな上昇傾向にある(図表 23(2))。

(金融市場動向)

国際金融資本市場では、欧州安定メカニズム (ESM) やECBの国債買入れプログラム (OMT s) などの既存のバックストップに加え、銀行監督一元化でも進展がみられたこともあって、欧州債務問題が市場の動揺と世界経済の大きな下振れにつながるテイル・リスクは低減した状態が続いている。この間、米国の金融政策に関して、雇用情勢が改善を続けるもとで、FRBによる資産買入れの縮小観測が台頭するなど、投資家の間で様々な思惑が巡らされた。FRBによる資産買入れの縮小観測が強まる局面では、米欧の長期金利が上昇し、新興国からの資本流出が進むなど、国際金融資本市場は、米国の金融政策を巡る思惑に影響されやすい展開となった。

各市場の動向をみると、米欧株価は、米欧経済が改善傾向にあるも
とで、緩やかな上昇基調を続けている（図表 24(1)）。一方、新興国では、
F R Bによる資産買入れの縮小観測などを背景に、経常収支赤字国を中
心に為替の対ドル相場が下落し、株価も低下する局面がみられたが、最
近はそうした観測が一頃より後退したことなどから、為替の対ドル相場、
株価とも反発している（前掲図表 24(1)、図表 27(2)）。米独の長期金利
については、経済情勢が改善傾向にあるもとで、F R Bによる資産買入
れの縮小が意識されたことから、大幅に上昇したが、最近は資産買入れ
の縮小観測が一頃より後退するなか、金利上昇の動きは幾分巻き戻され
ている（図表 25(1)）。この間、外貨資金の調達環境は落ち着いた状況が
続いている。米ドルおよびユーロのL I B O R－O I Sスプレッドをみ
ると、低い水準で安定的に推移している（図表 26(2)）。

わが国の金融資本市場をみると、短期金利は、日本銀行による潤沢な
資金供給が続くもとで、長めのターム物を含めて低位に抑制されている
（図表 26(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、安定的に推移して
いる（前掲図表 26(2)）。

長期金利は、ボラティリティの高まりを受けた市場参加者の投資姿勢
の慎重化や米長期金利の上昇を背景に上昇する局面もみられたが、日本
銀行による長期国債買入れオペが進捗するもとで、同オペの弾力的な運
営もあって、米独の長期金利が大幅に上昇するなかでも安定的に推移し
ており、このところ0.6%程度となっている（前掲図表 25(1)）。

株価は、昨年末から5月にかけて大幅に上昇した後、投資家による利
益確定売りを受けて一旦調整する局面もみられたが、基調的には、企業
収益の改善期待などを背景に、上昇傾向を辿っている（前掲図表 24(1)）。

不動産投資信託（J-REIT）市場では、J-REIT価格が、昨年末以降オフィス市況の改善期待などから大幅に上昇した後、本年度入り後は、大型の新規上場案件の公表を受けた需給悪化懸念や海外のREIT価格下落の影響もあって下落した。もっとも、最近は幾分持ち直している（図表 24(2)）。

為替市場をみると、円の対ドル相場は、本年度初にかけて円安方向の動きが続いたが、その後は90円台後半から100円台前半のレンジ圏内で、概ね横ばいの動きとなっている（図表 27）。円の対ユーロ相場は、欧州情勢の不透明感が後退するもとの、緩やかながらユーロ高方向の動きが続いている。

3. 2013年度後半～2015年度の経済・物価の見通し

（経済・物価見通し）

わが国経済の先行きを展望すると、2回の消費税率引き上げに伴う駆け込み需要とその反動の影響を受けつつも¹⁰、前向きな循環メカニズムが働くもとの、基調的には潜在成長率を上回る成長を続けると予想される。

先行きの景気展開についてやや詳しく述べると、2013年度下期には、内需が堅調に推移するもとの、外需の改善も次第に明確になっていくと考えられる。まず、公共投資は、当面、増加傾向で推移したあとは、高水準で横ばい圏内の動きとなると見込まれる。輸出や鉱工業生産は、海外経済が持ち直すにつれて、緩やかに増加していくと予想される。そうしたもとの、企業収益が改善を続けることに伴い、これまで先送りされていた維持更新の動きが広がることもあって、企業の設備投資の持ち直

¹⁰ 前回（2013年4月）の展望レポートと同様、消費税率が2014年4月に8%、2015年10月に10%に引き上げられることを前提としている。

しがより明確となるほか、雇用・所得環境の改善に支えられるかたちで個人消費の底堅さが続くなど、企業、家計双方の部門において、前向きの循環メカニズムがよりはっきりと働いていくと考えられる。加えて、個人消費を中心に、1回目の消費税率引き上げ前の駆け込み需要が相応の規模で発生すると予想されることから、下期の成長率は上期からさらに幾分高まり、年度全体の成長率もかなり高めになると考えられる¹¹。

2014年度から2015年度にかけても、消費税率引き上げによる振れの影響を受けつつも、基調的には潜在成長率を上回る成長が見込まれる。2014年度については、今後予定されている総額5兆円規模の経済対策の実施を前提とすると、公共投資は、上期中、引き続き高水準で推移したあと、次第に減少傾向となると見込まれる。輸出は、海外経済の持ち直しが次第にはっきりするもとの、伸び率を高めると考えられる。さらに、国内民間需要は、基調的な動きとしては、前向きの所得形成が続き、各経済主体による成長力強化への取り組みの効果もあって成長期待が次第に高まるもとの、金融緩和効果も強まっていくため、設備投資を中心にしっかりした動きを続ける可能性が高い。経済政策パッケージの一環として実施が予定されている各種企業減税策も、設備投資にプラスに作用して

¹¹ 消費税率の引き上げは、主として税率の引き上げ前後の駆け込み需要の発生とその反動（異時点間の代替効果）を通じて、経済に影響を及ぼすと考えられる。すなわち、2013年度下期に、1回目の消費税率引き上げ前の駆け込み需要が発生したあと、2014年度上期にはその反動から成長率が大きく鈍化すると予想される。2015年度にも、上期に2回目の消費税率引き上げ前の駆け込み需要の発生と、下期にその反動が予想されるが、2回目については、①税率の引き上げ幅が小さいこと、②1回目の引き上げ前にある程度前倒して駆け込み需要が発生している可能性なども踏まえると、駆け込みの規模はそれほど大きくならないと考えられる。以上を踏まえ、消費税率引き上げが年度毎の成長率に及ぼす影響を定量的に試算すると、2013年度+0.3%ポイント程度、2014年度-0.7%ポイント程度、2015年度+0.2%ポイント程度となる。ただし、これらは、その時々々の所得環境や物価動向にも左右されるなど不確実性が大きく、相当な幅をもってみる必要がある。消費税率引き上げが経済に与える影響について、詳しくは2012年10月の展望レポートのBOX3を参照。

いくと考えられる。この間、個人消費については、各種の税負担が実質可処分所得の押し下げに働くなか、上期を中心に、消費税率引き上げ前の駆け込みの反動も相応に生じるとみられるが、基調的には、雇用・所得環境の改善に支えられて、底堅さが維持されると考えられる。

2015年度については、公共投資が減少傾向をたどるほか、設備投資も、資本ストックの充足に伴い、循環的にみれば次第に減速方向となる。ただし、海外経済が長期平均並みの成長ペースに復すること、国内面では、成長期待がさらに幾分高まるもとの、金融緩和効果や各種企業減税の効果も強まっていくこと、などを背景に、潜在成長率を超える成長が続くと予想される。

以上の見通しを年度ベースの実質GDP成長率で示すと、2013年度は3%弱、2014年度および2015年度は1%台半ばと、「0%台半ば」とみられる潜在成長率を上回って推移すると予想される。こうした見通しを7月の中間評価と比較すると、成長率は概ね不変である。

消費税率引き上げの直接的な影響を除いて物価情勢の先行きを展望すると¹²、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、0%台後半からプラス幅を次第に拡大し、2013年度下期中には1%程度に達するとみられる。その後については、これまで全体の押し上げに作用してきたエネルギー関連（石油製品、電気代）のプラス幅が縮小する一方、マクロ的な需給バランスの改善が続き、そのもとで中長期的な予想物価上昇率も高まっていくことなどから、次第に上昇傾向をたどり、見通し期間の後半にか

¹² 2回の消費税率引き上げが物価に及ぼす影響について、税率の引き上げ分が現行の課税品目すべてにフル転嫁されると仮定して機械的に試算すると、2014年度の消費者物価は2.0%ポイント、2015年度下期の消費者物価は1.3%ポイント（2015年度全体では0.7%ポイント）押し上げられる。消費税率引き上げが物価に与える影響について、詳しくは2012年10月の展望レポートのBOX5を参照。

けて、「物価安定の目標」である2%程度に達する可能性が高いとみている。こうした見通しを7月の中間評価と比較すると、概ね不変である。

以下、経済・物価の見通しの前提およびメカニズムについて補足する。

(政府支出)

公共投資は、緊急経済対策に基づく2012年度補正予算や公共投資に厚めの配分となっている2013年度当初予算、さらには復興関連予算増額の効果が本格化するもとの、増加を続けている(前掲図表7(1)(2))。先行きについては、緊急経済対策などの押し上げ効果が既に相当程度顕在化していることを踏まえると、当面、増加基調で推移したあとは、高水準で横ばい圏内の動きとなると見込まれる。2014年度入り後については、今後予定されている新たな経済対策の効果が年度初から顕在化することを前提とすると、暫くは高水準が続くと考えられる。その後、見通し期間の後半にかけては、減少に転じていくとみられるが、社会インフラの維持更新ニーズの高まりなどを背景に、相応の水準は維持されると想定している。この間、政府債務残高の対名目GDP比率は(図表28)、既に高い水準にあるが、先行きは、高齢化に伴う社会保障関連支出の増加などから、消費税率の引き上げや景気回復に伴う税収の増加を織り込んで、引き続き上昇していくと予想される。

(海外経済)

先行きの海外経済については、国際金融資本市場が総じて落ち着いて推移するとの前提のもとで、先進国を中心に、次第に持ち直していくと考えられる。成長率に即してみると、世界的な信用バブル崩壊の影響がなお残ることからリーマン・ショック以前の時期に比べれば低めにとどまるものの、見通し期間後半にかけて、過去の長期平均並みの水準に復

していくと予想される（前掲図表 3 (1)）¹³。主要国・地域別にみると、米国経済については、財政面からの景気下押し圧力が次第に和らいでいくとみられることもあって、民需を中心に徐々に回復テンポが増していくと予想される。欧州経済については、経済主体のマインドの改善や輸出の回復を背景に、次第に持ち直しに転じていくと考えられる。中国経済については、一頃に比べて伸び率はやや低めとなりつつも、内需が引き続き堅調に推移するなかで、安定した成長が維持されるとみられる。一部に弱さが窺われる中国以外の新興国・資源国経済についても、当面は成長に勢いを欠く状態が続くが、やや長い目でみれば、米国をはじめとする先進国経済の改善などに伴って、成長率は再び持ち直していくと見込まれる。

もともと、先行きの海外経済については、上下両方向に不確実性が大きい。欧州経済は次第に持ち直しに向かうとみられるが、そのテンポはごく緩やかなものにとどまると予想されるほか、債務問題の帰趨や金融システム健全化に向けた動きには引き続き注意を要する。中国経済については、政府の景気下支え策もあって、現状程度の安定成長が続くと見込まれるが、製造業部門を中心とした過剰設備問題や、過剰債務の影響を巡る不確実性は依然として大きい。また、米国経済の回復ペースについては、新型エネルギーの影響などから上振れる可能性がある一方、財政問題の帰趨次第では、金融市場や経済主体のマインドへの悪影響から

¹³ IMF が 10 月に発表した各国・地域の成長率の見通しをわが国の通関輸出ウエイトで加重平均したものをみると（前掲図表 3 (1)）、2013 年+3.4%、2014 年+4.1%、2015 年+4.3%と、海外経済の成長率は過去の長期平均並みのペースへと緩やかに加速していく見通しとなっている。ただし、見通し期間終期に至っても、世界的な信用バブル崩壊の影響がなお残ることから、リーマン・ショック以前の時期に比べると低めの成長にとどまっている。ちなみに、1980 年から 2012 年までの 33 年間の平均成長率は+4.1%、リーマン・ショック前の 5 年間（2003～2007 年）の平均成長率は+5.3%である。

下振れる可能性もある。このほか、中国以外の新興国・資源国についても、構造改革への取り組みやそれに対する国際金融資本市場の反応など、先行きの展開には不確実性が大きい。

(輸出入)

輸出は、海外経済が徐々に持ち直しに向かう中で、これまでの為替相場の動きもラグを伴いつつ下支えとなって、持ち直し傾向にある。

実質輸出の動きを地域別にみると（前掲図表4(2)）、米国向けは、米国景気が緩やかに回復するもとの、昨年末以降の為替相場動向の影響もあって、自動車関連を中心に増加基調をたどっている。昨年度は減少が続いたEU向けも、今年度入り後は、欧州景気の動向を反映して、下げ止まりから持ち直しに向かう動きがみられている。東アジア向けについてみると、中国向けは、自動車関連中心に日中関係の影響が薄れているほか、情報関連の一部でも改善の動きがみられており、全体として持ち直しつつある。NIEs向けも、情報関連分野における在庫調整の終了やスマートフォンの新商品向けの部品需要などを背景に、一部に持ち直しの動きもみられている。一方、ASEAN向けは減少を続けている。財別にみると（前掲図表4(3)）、自動車関連が増加を続けているほか、資本財・部品や情報関連なども、次第に下げ止まりから緩やかな持ち直しに向かっている。

このように輸出は、全体として持ち直し傾向にはあるが、勢いをやや欠く動きとなっている。これには、わが国が比較優位を維持している資本財・部品の持ち直しがなお鈍いことも影響している（図表29(1)①）。資本財・部品の輸出は昨年後半に大きく落ち込んだが、その背景には、①欧州債務問題や米国の「財政の崖」などに起因した不確実性の高まりが、世界的な投資抑制に繋がったこと、②アジア、とりわけ中国の過剰設備を背景に需給緩和が鮮明となったこと、などがあったと考えられる。

2013 年度入り後、最近までの動きをみると、①の要因に伴う下押し圧力は、半導体製造装置の回復（図表 29(1)②）、米国における企業マインドの改善や資本財受注の持ち直しなどにみられるように（図表 29(2)①）、ある程度は改善している。その一方で、②の要因については、中国のビジネスサーベイにおける稼働率の低さなどを踏まえると（図表 29(2)②）、さほど改善していないように見受けられる。

先行きの輸出は、海外経済の持ち直しなどを背景に、緩やかに増加していくと考えられる。この間、為替相場をみると（前掲図表 3(2)）、円相場はリーマン・ショック以前の水準にまで減価した状態が続いており、こうした動きも、引き続き輸出の下支えとして作用していくとみられる。

ただし、先行きの輸出の増加ペースについては、①上述のような中国を中心とした新興国における過剰設備問題による投資調整圧力に加えて、②信用バブル崩壊の後遺症による世界的な投資活動や耐久財消費の回復力の緩慢さ、③海外生産シフト拡大の影響、といった輸出を抑制する要因が残存すると考えられるため、海外経済全体の成長ペースや為替相場の水準と比べると、幾分抑制されたものとなる可能性が高い。リーマン・ショック以前の局面におけるわが国の輸出は、比較優位を持つ資本財・部品や自動車関連を中心に、大幅に増加していた（前掲図表 4(1)）。これらについては、信用バブルのもと、先進国中心に過去のトレンドを大きく上回っていたことから、その後反動が大きくでており、最近でも需要はリーマン・ショック以前をはっきりと下回っている（図表 30(1)(2)）。また、輸送機械を含めた製造業全体として、新興国中心に海外生産比率が趨勢的に拡大するもとの、現地調達比率も拡大していることも（図表

30(3))、輸出の伸びを抑制する方向に働くと考えられる¹⁴。

一方、実質輸入は、再び増加に向かう動きがみられている（前掲図表4(1)）。先行きについても、一部では為替相場の動向が抑制要因として作用するものの、国内需要が堅調に推移するもとの、鉱工業生産の動きにあわせて、緩やかに増加していくと予想される。

(対外収支と貯蓄投資バランス)

貿易収支をみると（図表31(1)）、2012年度にかけて赤字幅が拡大したあと、2013年度も同程度の赤字が続いている。これには、輸出の持ち直しが緩やかなものにとどまっていることに加え、輸入についても、底堅い国内需要や原発停止の継続に伴う燃料輸入、さらには為替相場などを反映した輸入価格上昇によって、名目ベースで引き続き高水準となっていることが影響している¹⁵。ただし、サービス収支については、訪日外国人の増加を背景に旅行収支の受取が増加傾向にあることなどから、このところ赤字幅は縮小している。所得収支についても、対外資産の蓄積を背景に、昨年末以降の為替相場の動きを受けた円換算値の上振れもあって、黒字幅が一段と拡大している。このため、経常収支全体では、黒字基調が維持されている。先行きは、海外経済の持ち直しなどに伴う輸出の増加などを背景に、貿易収支の赤字幅は縮小基調をたどり、サービス収支についても、赤字幅の縮小傾向が続くとみられる。加えて、所得収

¹⁴ ただし、為替相場が一頃に比べて円安になっていることを踏まえると、海外生産や現地調達拡大の拡大トレンドに基本的な変化はなくとも、そのペースはこれまでに比べて幾分緩やかになっていく可能性がある。

¹⁵ 為替が円安になる局面においては、輸出数量が増加するまでに多少のラグがあるため、貿易収支は、輸入価格の上昇からいったん悪化し、その後、改善に向かうといういわゆるJカーブ効果が働く。足もとまでの大きな貿易赤字には、そうした効果も影響していると考えられる。

支の黒字幅も緩やかな拡大傾向を続けると予想されるため、経常収支の黒字幅は緩やかながら拡大していくと想定される。

概念的に経常収支と表裏の関係にある国内の貯蓄投資バランスについてみると（図表 31(2)）、見通し期間においては、民間部門の貯蓄超過幅は緩やかに縮小する一方、一般政府の赤字幅は、消費税率引き上げに伴う税収の増加もあって、それを幾分上回るペースで縮小すると見込まれる。このため、国内全体の貯蓄超過幅は、緩やかに拡大していくとみられる。

（企業の収益環境・設備投資）

企業収益は、製造業、非製造業とも改善している（図表 32）。先行きについても、電力料金の値上げなどが下押し要因として作用するものの、国内需要が堅調に推移するもとの、輸出の緩やかな増加や為替相場の動きにも支えられ¹⁶、改善を続けると予想される。ただし、見通し期間の終盤にかけては、賃金の上昇など家計への分配がより進むため、企業収益の伸び率は徐々に鈍化していくと考えられる。

設備投資は、全体として持ち直しており（前掲図表 6 (2)）、出遅れていた製造業にも改善に向かう動きがみられている。先行きについては、企業収益の改善や金融緩和効果などを背景に、緩やかな増加基調を続けると考えられる。こうした見通しの背後にあるメカニズムをやや詳しく述べると、以下のとおりである。

第1に、「量的・質的金融緩和」の効果は、見通し期間中、設備投資を後押ししていくと考えられる。この点、投資採算の観点からみると、景

¹⁶ 企業収益の動きをみると（前掲図表 6 (1)）、経常利益の増加が営業利益の増加をはっきりと上回る状態が続いている。この点については、為替相場の動きもあって、海外子会社からの配当受け取りなどの増加が影響していると考えられる。

気回復に伴い資本収益率が上昇していくと同時に、予想物価上昇率の高まりなどを反映して実質金利が低下していくため、金融緩和の投資刺激効果は強まっていくと予想される（図表 33(1)）。また、経済政策パッケージの一環として予定されている各種企業減税の効果も、資本コストの低下、キャッシュフローの上振れといったルートを通じて、設備投資を支えていくと考えられる。

第2に、設備投資は、リーマン・ショックや震災後の落ち込みから漸く回復過程に入ったばかりで水準はなお低いため、経済活動の水準がさらに高まり、企業収益の改善が続けば、循環的にペント・アップ需要が顕在化しやすいと考えられる。これまでの投資抑制姿勢を反映して、製造業を中心に、資本ストックが全体として減少しているほか（図表 33(2)）、残存する設備の老朽化が進行していることもあって（図表 33(3)）、維持更新投資に対する潜在需要は大きいと考えられる。この点、資本ストック循環の観点から設備投資を評価すると、期待成長率が0%台半ばにとどまるとしても、当面は、高めの伸び率が期待できる（図表 34(1)）。また、設備投資の水準を名目GDPやキャッシュフローなどとの対比でも（図表 35(1)(2)）、長期的にみれば低めの水準にあり、増加余地は大きいように窺われる。このため、輸出や鉱工業生産が増加し、設備の稼働率の水準が回復していくにつれて（図表 33(4)）、設備投資は緩やかな増加に向かう可能性が高いと考えられる。実際、短観では、2013年度について、しっかりとした設備投資計画が示されている（図表 34(2)）。

第3に、政府の規制・制度改革や今後見込まれる各種の企業向け減税措置、企業の事業再構築など競争力・成長力強化に向けた前向きな取り組みなどもあって、企業の中長期的な成長期待は緩やかに高まっていくと考えられる。前述した景気循環的な押し上げ効果は、見通し期間の終

盤にかけて、資本ストックが充足されるに伴い次第に緩やかになると考えられるが、成長期待の高まりは、資本ストックの積み上がりに伴う設備投資の減速圧力を和らげる方向に作用すると考えられる。設備投資の対資本ストック比率の観点から考えても（図表 35(3)）、見通し期間後半にかけて潜在成長率のごく緩やかに高まるもとで¹⁷、設備投資は潜在成長率に見合う水準にまで緩やかに増加していくと考えられる。

（雇用・所得環境）

雇用・所得環境をみると、労働需給面では、底堅い内需を受けて非製造業の労働需要が増加を続けていることに加え、輸出や鉱工業生産の持ち直しを背景に製造業にも漸く前向きな動きがみられ始めていることから、全体でも緩やかながら着実な改善が続いている（前掲図表 9）。労働投入量（雇用者数×総労働時間）も、雇用者数の伸びを主因に、このところ緩やかに増加している（図表 36(1)）。この間、労働力人口比率の動きをみると（図表 36(2)）、高齢化に伴う人口動態の変動が趨勢的な押し下げ要因として働いているが、このところ女性や高齢者の労働参加の増加によって幾分上昇するなど、これまでの低下トレンドには歯止めがかかっている。非労働力人口の中で、「就業を希望し、かつすぐに仕事につける状態にあるが、適当な仕事がないため求職活動を行っていない人（求職意欲喪失者）」の割合が歴史的な低水準となるなど（図表 36(3)）、潜在的な労働供給余力が低下しているとみられるなか、経済活動の高まりに伴って企業側の雇用不足感が高まるもとで（前掲図表 9(1)）、女性や高齢者の労働力活用が一段と進んでいると考えられる。

こうした労働需給の改善は、名目賃金にも影響し始めている。すなわ

¹⁷ 潜在成長率の動きについては、後述の注 20 を参照。

ち、一般労働者の一人当たり名目賃金の前年比は、所定外賃金の増加や夏季賞与の3年振りのプラス転化に伴い、小幅のプラスとなってきており、パートの時間当たり名目賃金もごく緩やかに前年比プラス幅を拡大している（図表 37(2)）。そうしたなかで、労働者全体でみた一人当たりの所定内給与が未だ前年比マイナスとなっている点については、パート比率の趨勢的な上昇に加え、最近では、前述した通り女性や高齢者の一層の活用に伴い、パートの労働時間がさらに短時間化していることも作用している（図表 37(1)）。こうした平均賃金の動きは、前述した労働需給の改善や雇用者数の増加と同時並行的に進んでいる現象であり、雇用者数と一人当たり賃金を乗じた雇用者所得をみれば、前年比でプラスに転じてきているなど（前掲図表 9 (4)）、所得環境は全体として改善しつつある。

先行きについては、労働需給の改善傾向が続き、失業率は引き続き緩やかな低下傾向をたどっていくと見込まれる（前掲図表 9 (3)）¹⁸。そうしたもとの、名目賃金にも、次第に上昇圧力がかかっていくと考えられる（図表 37(3)）。とりわけ見通し期間の後半にかけては、労働需給の引き締まりの影響に加え、予想物価上昇率の高まりもあって、ベースアップも含めた所定内給与の上昇を伴いながら、賃金の上昇傾向がはっきりしてくると想定している。

こうしたもとの、雇用者所得は、見通し期間中、徐々に伸びを高めていくと考えられる。労働分配率については（図表 37(4)）、先行き景気回

¹⁸ 前掲図表 9 (3)では、失業率（＝職が見つからない労働者の比率）と欠員率（＝働き手が見つからない職の比率）が等しいときに、労働需給は全体として均衡していると考え、そのときの失業率を構造的失業率とみなしている。ただし、わが国では、統計的に失業率がほぼ一貫して欠員率を上回って推移する傾向にあり、こうした方法によって推計した構造的失業率については幅をもって評価する必要がある。

復が続くもとで、緩やかな低下基調をたどるものの、見通し期間後半にかけては、前回の景気拡大局面の後半に当たる 2004～2007 年の平均をやや上回る水準で下げ止まると想定している¹⁹。

(家計の支出行動)

個人消費については、引き続き底堅く推移している。その背景には、団塊の世代をはじめとした高齢者層の活発な消費行動が下支え要因として底流に作用するもとで、年初以来、消費者マインドの改善、株価上昇や為替相場動向を反映した金融資産の価値増加による資産効果が（図表 38(4)）、個人消費の押し上げに働いてきたことがあると考えられる。最近、年初来の押し上げ効果が持続しつつも徐々に緩やかとなる一方で、個人消費の底堅さを支える要因として、前述した雇用・所得環境の改善の重要性が増しつつある。

見通し期間を通して見た個人消費は、消費税率引き上げによる振れを伴いつつも、全体として緩やかな増加基調が維持されると予想される。こうした見通しの背後にあるメカニズムとして、第 1 に、高齢者の消費が、需要側（団塊世代の高い消費意欲）と供給側（企業による高齢者需要の掘り起こし）双方の要因から、持続的に消費全体を下支えしていくことが考えられる（図表 38(3)）。第 2 に、前述のとおり、雇用者所得の改善が次第にはっきりしていくことが、勤労者世帯を中心に消費を後押ししていくと考えられる。ただし、名目可処分所得の伸びは税や社会保障の負担増加もあって緩やかなものにとどまるうえ、消費税率引き上げや電力値上げなどが実質所得を抑制する方向に働くと予想される（図表

¹⁹ これは、規制緩和もあって派遣労働者を中心とした非正規雇用が大きく拡大し、そのことが賃金の下方圧力として作用していた 2004～2007 年頃と異なり、現下の局面では、こうした面からの賃下げ圧力は幾分弱まっていると考えているためである。

38(1))。こうしたもとで、前述の通り高齢者の消費が堅調に推移することもある。見通し期間中、基調的にみれば、個人消費は家計所得に比べてやや強めに推移し、消費性向はごく緩やかに上昇していくとみられる(図表 38(2))。

住宅投資は、増加している(前掲図表 7(3))。これには消費税率引き上げ前の駆け込みのみならず、不動産価格や金利の先高観、さらには雇用・所得環境の改善もあって、リーマン・ショック後に大きく抑制されていた需要のペント・アップが顕在化していることも影響していると考えられる。先行きについても、消費税率引き上げによる振れを伴いつつも、基調としては、被災住宅の再建に加え、金融緩和効果の後押しもあって、底堅く推移すると考えられる。

(物価変動を取り巻く環境)

先行きの物価情勢を展望するにあたり、物価上昇率を規定する主たる要因について点検する。第1に、マクロ的な需給バランスは、緩やかな改善を続けている(図表 39(1))。先行きのマクロ的な需給バランスは、消費税率引き上げによる振れを伴いつつも、潜在成長率を上回る成長が続くという景気展開を反映して²⁰、見通し期間中、緩やかな改善基調をたどると考えられる。そのもとで、見通し期間の半ば頃にはマクロ的な需要超過に転じ、見通し期間後半にかけて需要超過幅を拡大させていくと

²⁰ 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 39(2))。その後は、実体経済が緩やかに成長する中で、潜在成長率は幾分持ち直している。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、期間平均では「0%台半ば」と計算されるが、見通し期間の終盤にかけて資本蓄積などに伴い徐々に上昇していくと見込まれる。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、相当の幅をもってみる必要がある。

予想される。

第2に、中長期的な予想物価上昇率については、マーケットの指標や各種アンケート調査などを踏まえると、全体として上昇しているとみられる。債券市場関係者に対するサーベイ調査をみると、昨年末以降、予想物価上昇率は高まりつつある。固定利付国債と物価連動国債の利回り較差から求められるブレイク・イーブン・インフレ率についても、やや長い目でみた上昇傾向を維持している²¹ ²²。エコノミストに対するサーベイ調査をみても、中長期の予想物価上昇率は上昇している（図表40）。また、各種サーベイ調査から家計の見方をみても、短中期の予想物価上昇率は上昇している（図表41）。先行きについても、「量的・質的金融緩和」のもとで中長期的な予想物価上昇率は上昇傾向をたどり、「物価安定の目標」である2%程度に向けて次第に収斂していくと考えられる。景気の持続的な改善が続くとの見通しのもとで、実際の物価上昇率が高まっていくとみられることも、こうした動きに寄与していくと考えられる。

第3に、輸入物価は、国際商品市況や為替相場の動きを反映して、一頃に比べ上昇している（図表42）。先行きについては、世界経済の持ち直しに沿って、総じてごく緩やかな上昇傾向をたどると考えられる。

以上を踏まえ、消費税率引き上げの直接的な影響を除いて物価情勢を展望すると、国内企業物価は、当面、昨年末以降の為替相場動向の影響を主因に、前年比プラス幅を拡大し、その後も、世界経済や製品需給の

²¹ ただし、わが国の物価連動国債については、直近の市場規模が3兆円台半ばで、国債発行残高全体に占める比率も1%を下回るなど、市場流動性の低い状態が続いている。このため、ブレイク・イーブン・インフレ率の変動には、市場参加者の予想物価上昇率の変化に加え、物価連動国債の流動性プレミアムの変動も無視できない影響を及ぼしている可能性が高く、解釈にあたっては十分留意する必要がある。

²² ブレイク・イーブン・インフレ率や一部のサーベイ指標には、消費税率引き上げの影響が含まれていることにも注意する必要がある。

改善を背景に、緩やかな上昇を続けると見込まれる。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、0%台後半からプラス幅を次第に拡大し、2013年度下期中には1%程度に達するとみられる。その後については、これまで全体の押し上げに作用してきたエネルギー関連（石油製品、電気代）のプラス幅が縮小する一方、マクロ的な需給バランスの改善が続き、そのもとで中長期的な予想物価上昇率も高まっていくことなどから、次第に上昇傾向をたどり、見通し期間の後半にかけて、「物価安定の目標」である2%程度に達する可能性が高いとみている²³。

こうした物価見通しをマクロ的な需給バランスとの関係（いわゆるフィリップス曲線）で整理すると（図表 43）、消費者物価の前年比は需給バランスの改善に伴い過去の正の相関に沿って上昇していくとともに、予想物価上昇率の高まりからフィリップス曲線自体も徐々にシフトアップしていく姿を想定している。この点、刈込平均値や上昇・下落品目比率など消費者物価の基調的な変動を捉える指標の動きをみると（図表 44）、前回の景気回復局面（2003～2007 年頃）では、需給ギャップ対比で抑制的な動きとなっていたが、最近はそうした乖離はみられていない。当時は、労働派遣の規制緩和や輸入品を活用した低価格戦略など、マクロの需給とは別の「負の価格ショック」が物価の押し下げ要因となっていたと考えられる。一方、今次局面では、新興国における賃金上昇や為替相場の動向、労働規制面の動き、さらには企業の価格設定行動の変化等を踏まえ、当時のような「負の価格ショック」は発生しないと想定してい

²³ 前述（注 8）の連鎖基準指数の前年比は、過去において、通常の固定基準年指数の前年比に比べて、基準年から時間が経つにつれ、低めとなる傾向があった。もっとも、今次基準年指数（2010 年基準）については、価格の下落テンポが早く連鎖基準指数と固定基準年指数の乖離が生じやすいテレビなどについて、ウエイトが 2011 年以降低下しているうえ、そもそもその下落幅が一頃に比べて小さくなっていることから、連鎖基準指数と固定基準年指数の乖離幅は、先行き比較的小さなものととどまると考えられる。

る。ただし、わが国経済では15年近くにわたってデフレ状態が続いてきただけに、①マクロ的な需給バランスに対する物価の感応度（フィリップス曲線の傾き）、②企業や家計の中長期的な予想物価上昇率の動向（フィリップス曲線のシフトアップの程度）ともに不確実性は大きく、消費者物価が想定通り上昇していくか十分注意してみていく必要がある。

この間、物価と名目賃金の関係を確認しておく（図表45）、消費者物価と時間当たり賃金との間には、長い目でみれば概ね同時に変動するといった安定的な関係が確認される。上記の見通しでは、先行き、労働需給の引き締めや人々の予想物価上昇率の上昇を反映して時間当たり賃金が緩やかに上昇していく中で、消費者物価も徐々に上昇率を高めていく姿を想定している。

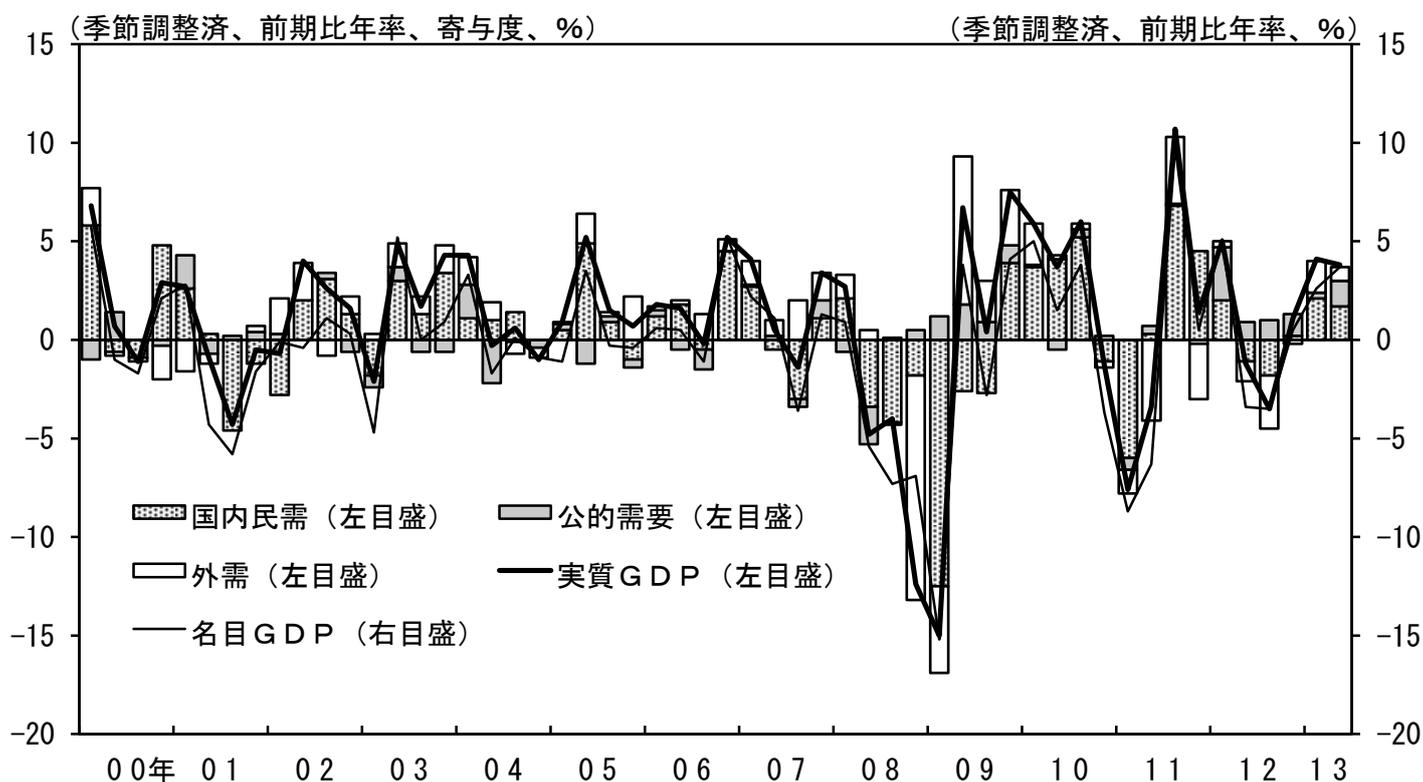
以 上

経済・物価情勢の展望（2013年10月）参考計表

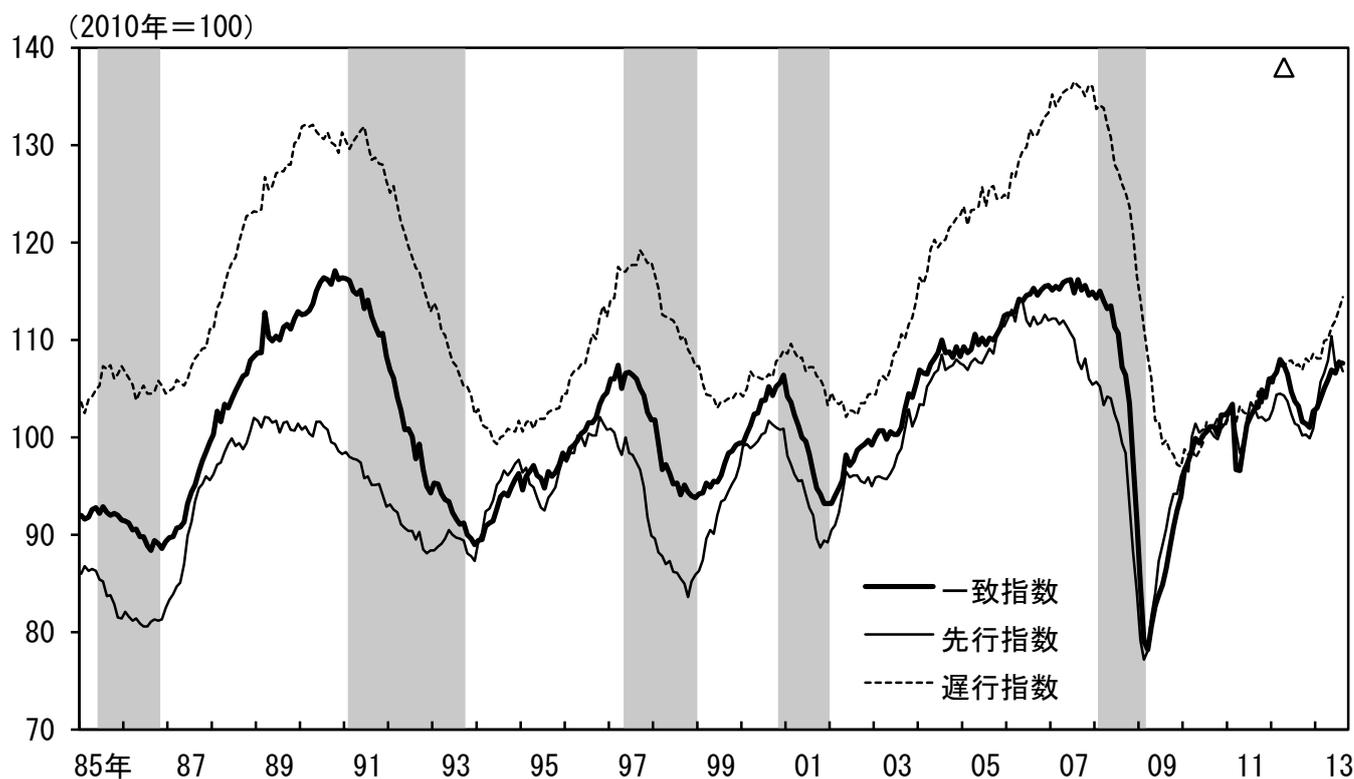
- | | |
|---------------------------|--------------------------------|
| (図表 1) GDPと景気動向指数 | (図表 28) 政府債務残高 |
| (図表 2) 世界経済 | (図表 29) 資本財輸出 |
| (図表 3) 海外経済と為替レート | (図表 30) 輸出を取り巻く環境 |
| (図表 4) 輸出入 | (図表 31) 経常収支と貯蓄投資バランス |
| (図表 5) 業況判断 | (図表 32) 企業収益 |
| (図表 6) 企業収益と設備投資 | (図表 33) 設備投資を支える要因 |
| (図表 7) 公共投資と住宅投資 | (図表 34) 資本ストック循環と設備投資計画 |
| (図表 8) 個人消費 | (図表 35) 設備投資の水準評価 |
| (図表 9) 雇用・所得環境 | (図表 36) 労働需給 |
| (図表 10) 鉱工業生産・全産業活動指数 | (図表 37) 最近の賃金の動き |
| (図表 11) コンポーネント別にみた実質GDP | (図表 38) 個人消費を取り巻く環境 |
| (図表 12) 生産要素の稼働状況 | (図表 39) 需給ギャップと潜在成長率 |
| (図表 13) 国内企業物価と企業向けサービス価格 | (図表 40) 予想物価上昇率(1) |
| (図表 14) 消費者物価(1) | (図表 41) 予想物価上昇率(2) |
| (図表 15) 消費者物価(2) | (図表 42) 輸入物価と国際商品市況 |
| (図表 16) 消費者物価(3) | (図表 43) 需給ギャップと物価上昇率(1) |
| (図表 17) 地価 | (図表 44) 需給ギャップと物価上昇率(2) |
| (図表 18) マネタリーベースと長期国債買入れ | (図表 45) 物価と賃金 |
| (図表 19) CP・社債スプレッド | |
| (図表 20) 貸出金利 | (参考図表) 地域別の景気の総括判断
(地域経済報告) |
| (図表 21) 企業金融 | |
| (図表 22) 貸出残高とCP・社債発行残高 | |
| (図表 23) マネーストック | |
| (図表 24) 株価・REIT価格 | |
| (図表 25) 長期金利 | |
| (図表 26) 短期金利 | |
| (図表 27) 為替相場 | |

GDPと景気動向指数

(1) GDP



(2) 景気動向指数 (CI)



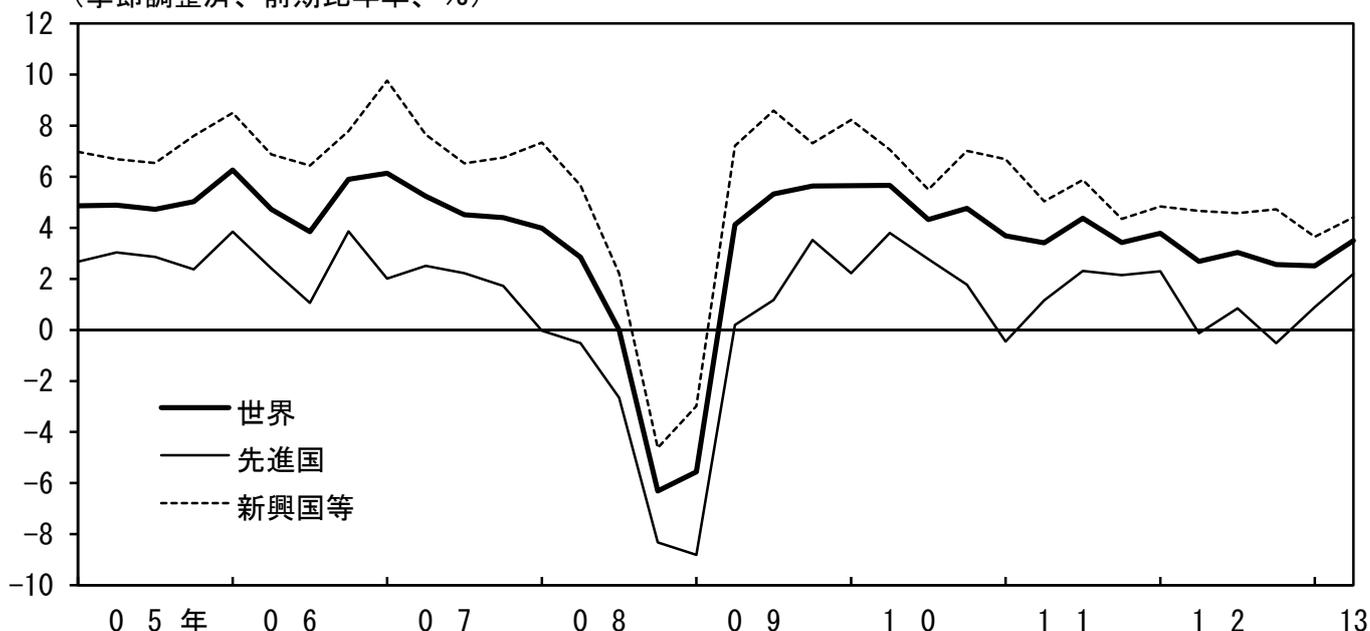
(注) シャドー部分は景気後退局面。△は直近の景気の山。

(資料) 内閣府「国民経済計算」「景気動向指数」

世界経済

(1) 世界経済の実質成長率

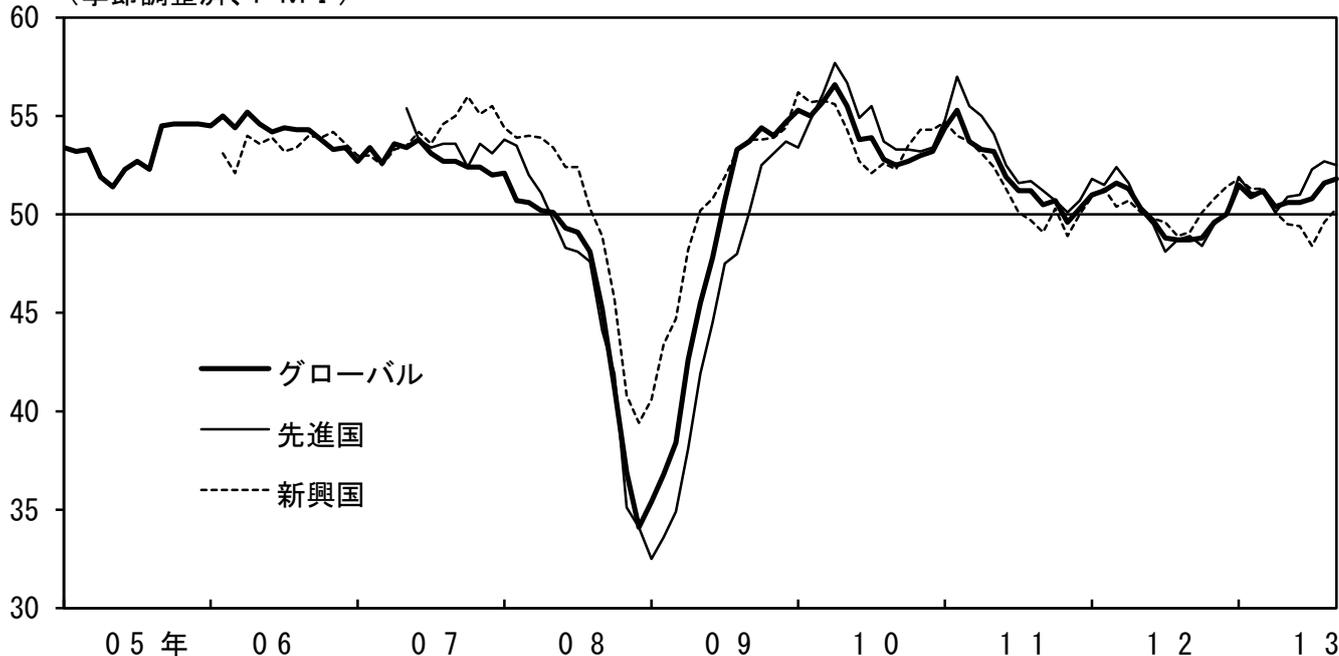
(季節調整済、前期比年率、%)



- (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、189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(製造業)

(季節調整済、PMI)

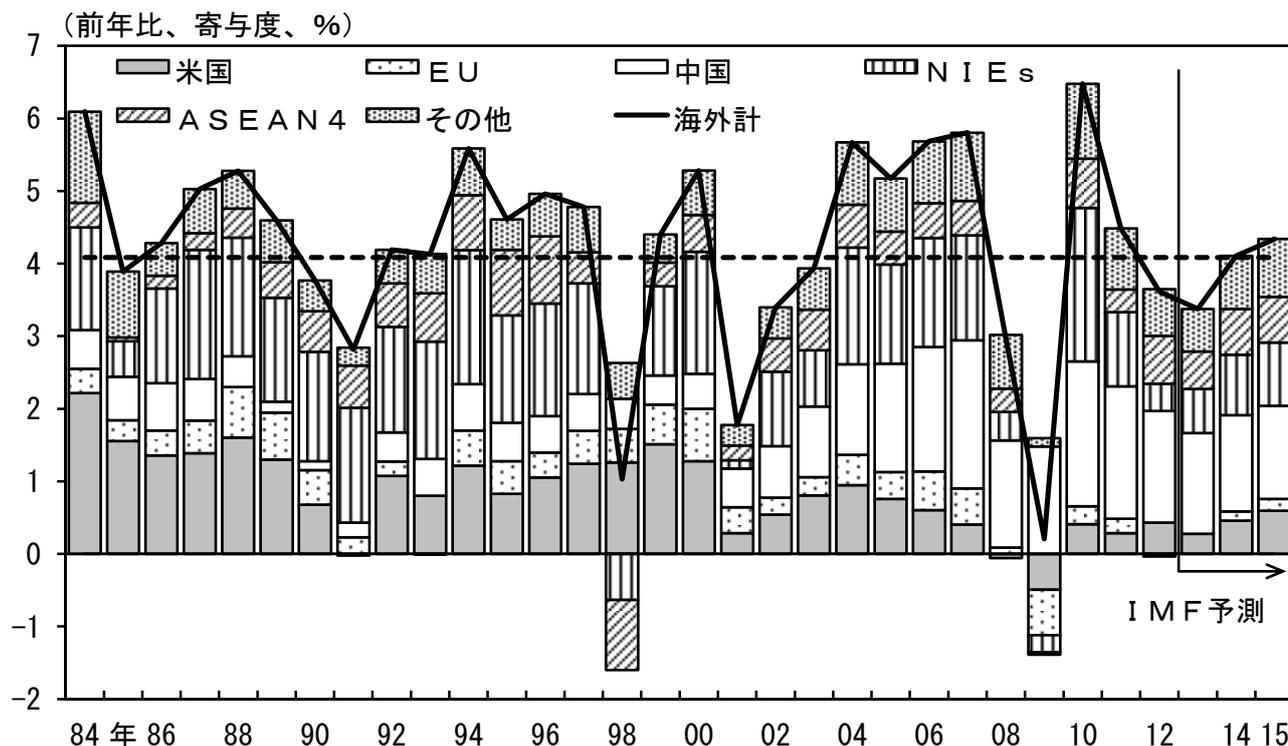


- (注) 1. PMI(購買担当者指数)のうち、グローバルはMarkitの公表値。先進国は、4か国・地域(米国、ユーロ圏、英国、日本)のMarkit公表値を、新興国は、11か国・地域(中国、韓国、台湾、シンガポール、インド、オーストラリア、ロシア、トルコ、ポーランド、チェコ、ブラジル)のMarkit公表値を、IMF公表のGDPウエイトによって加重平均したもの。
2. 50を上回ると製造業の景気拡大、50を下回ると製造業の景気悪化の目安とされている。

(資料) IMF「World Economic Outlook」、Markit(© and database right Markit Economics Ltd 2013. All rights reserved.)等

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) 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。破線は1980～2012年の平均値(4.1%)。

(2) 円の実効為替レート

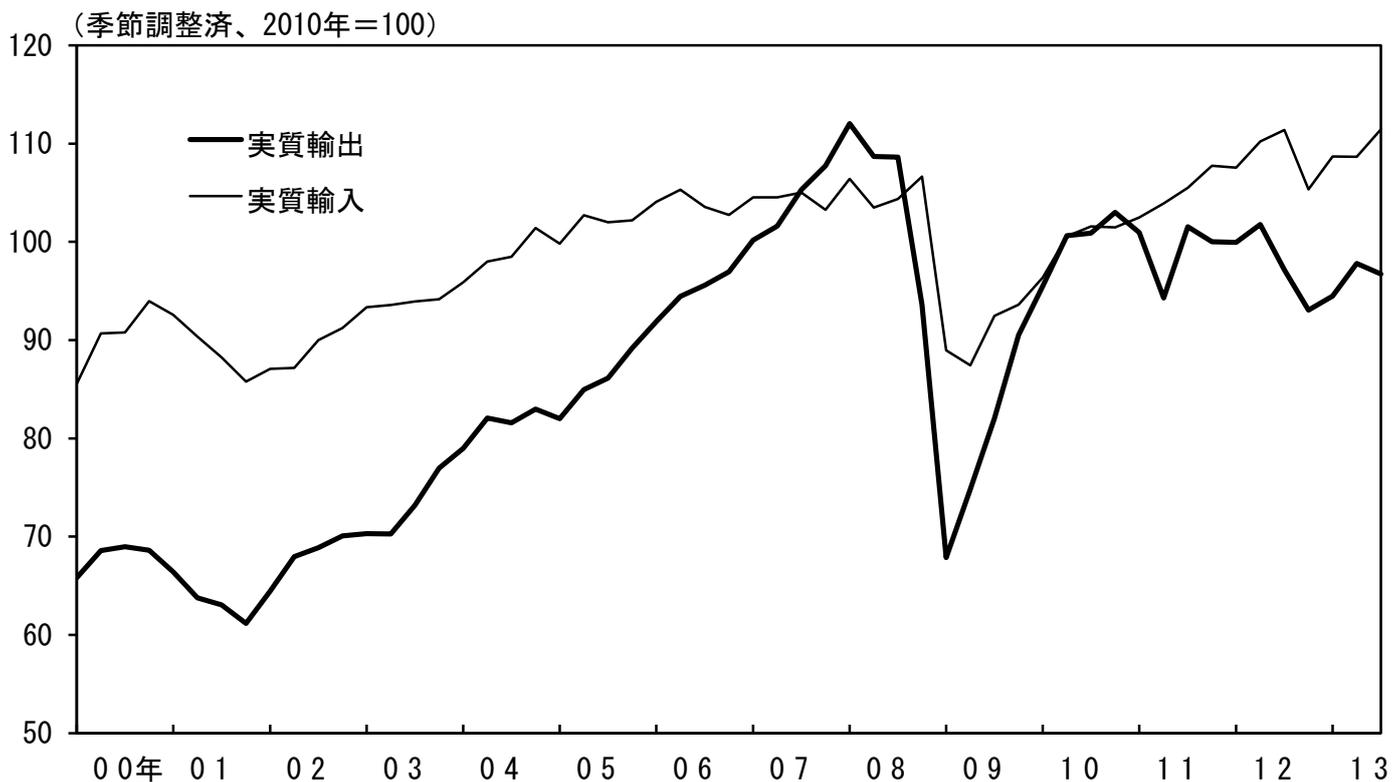


(注) 1. BISのブロードベース。1993年以前はナローベースを使用して接続。
2. 2013/10月分は、日本銀行の名目実効為替レート(円インデックス)を用いて算出。

(資料) IMF「World Economic Outlook」、財務省「貿易統計」、BIS、日本銀行

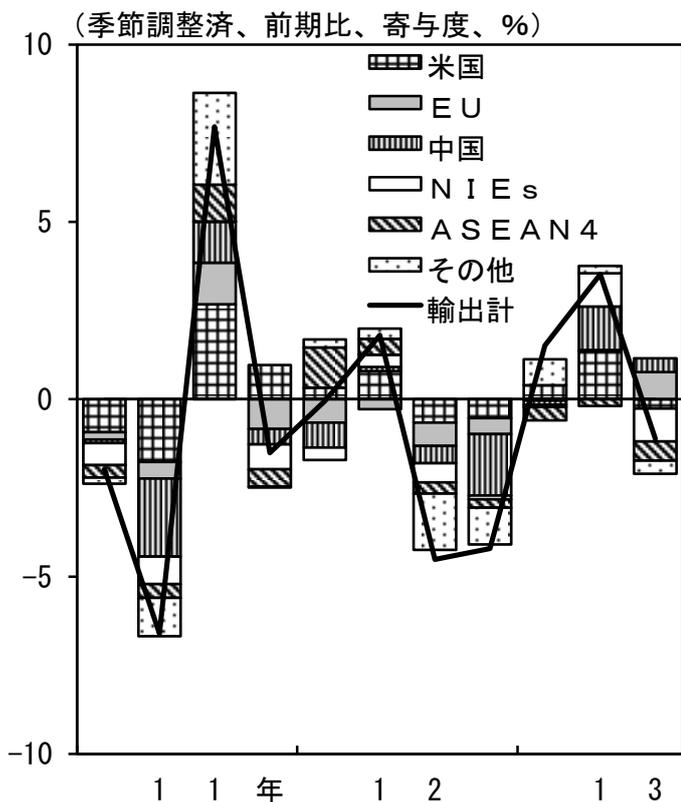
輸出入

(1) 実質輸出入

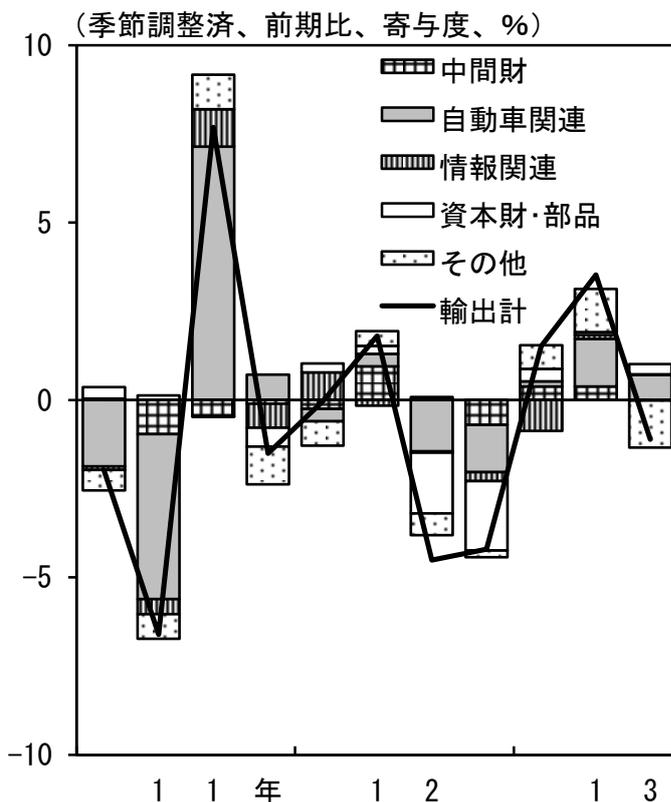


(注) X-12-ARIMAによる季節調整値 (下のいずれの図表も同じ)。

(2) 実質輸出の地域別内訳



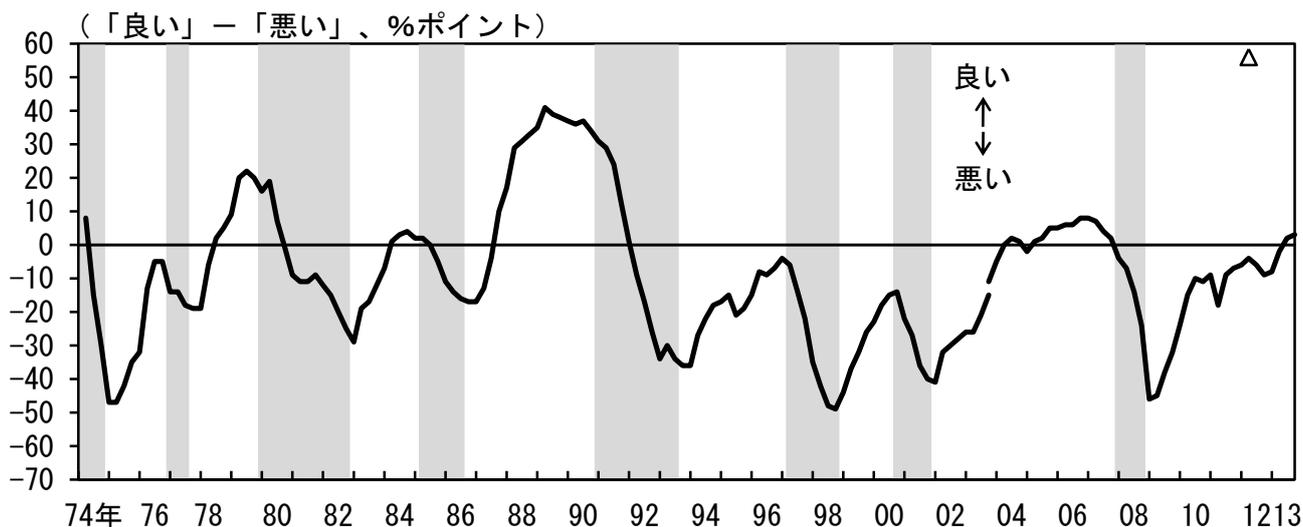
(3) 実質輸出の財別内訳



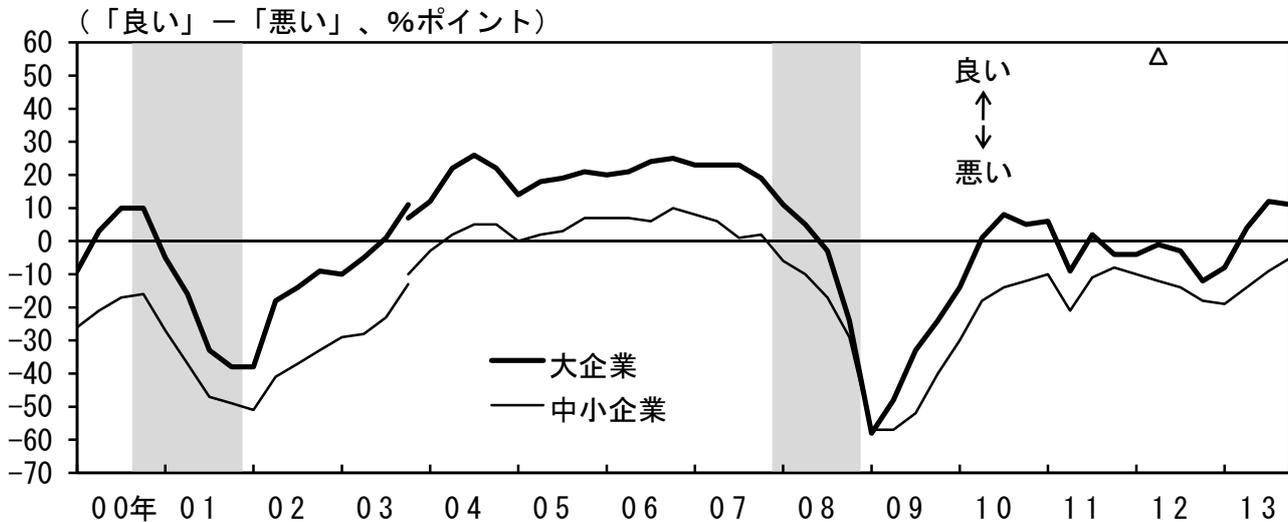
(資料) 財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」

業況判断

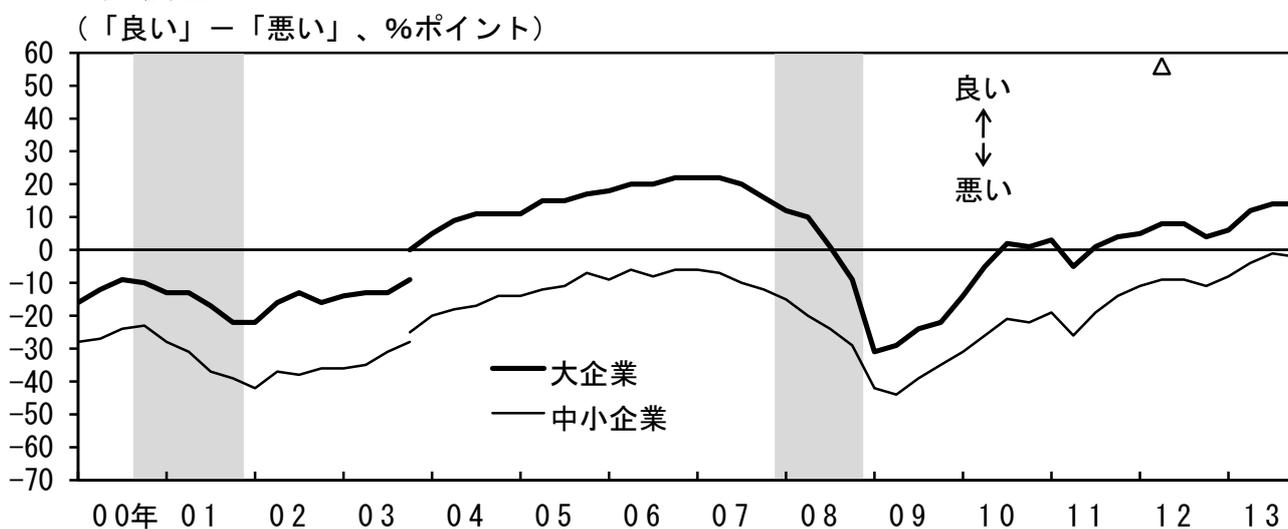
(1) 全産業全規模



(2) 製造業



(3) 非製造業



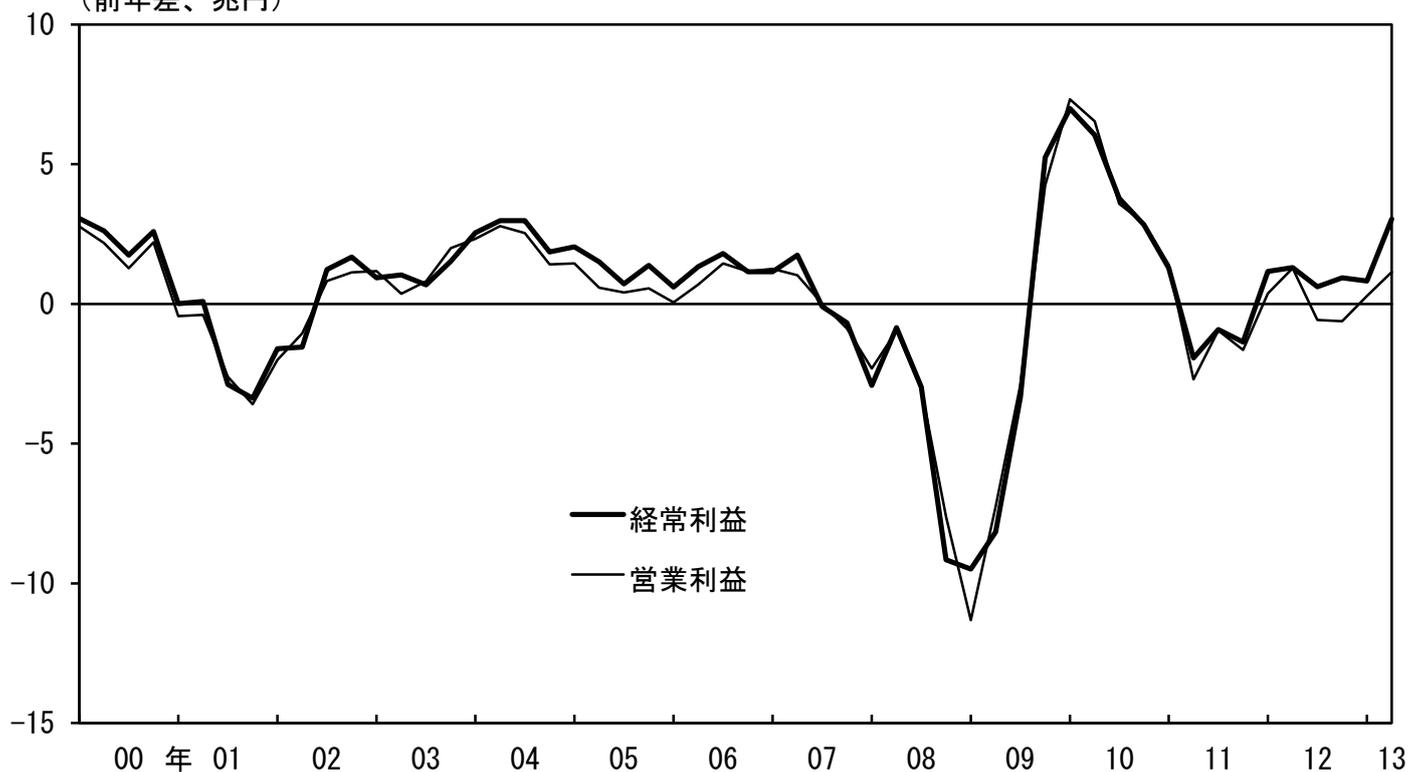
(注) 1. 2004/3月調査より見直しを実施。旧ベースは2003/12月調査まで、新ベースは2003/12月調査から。2013/4Qは、2013/9月調査時点の企業の予測値。
2. シャドー部分は景気後退局面。△は直近の景気の山。

(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

企業収益と設備投資

(1) 企業収益

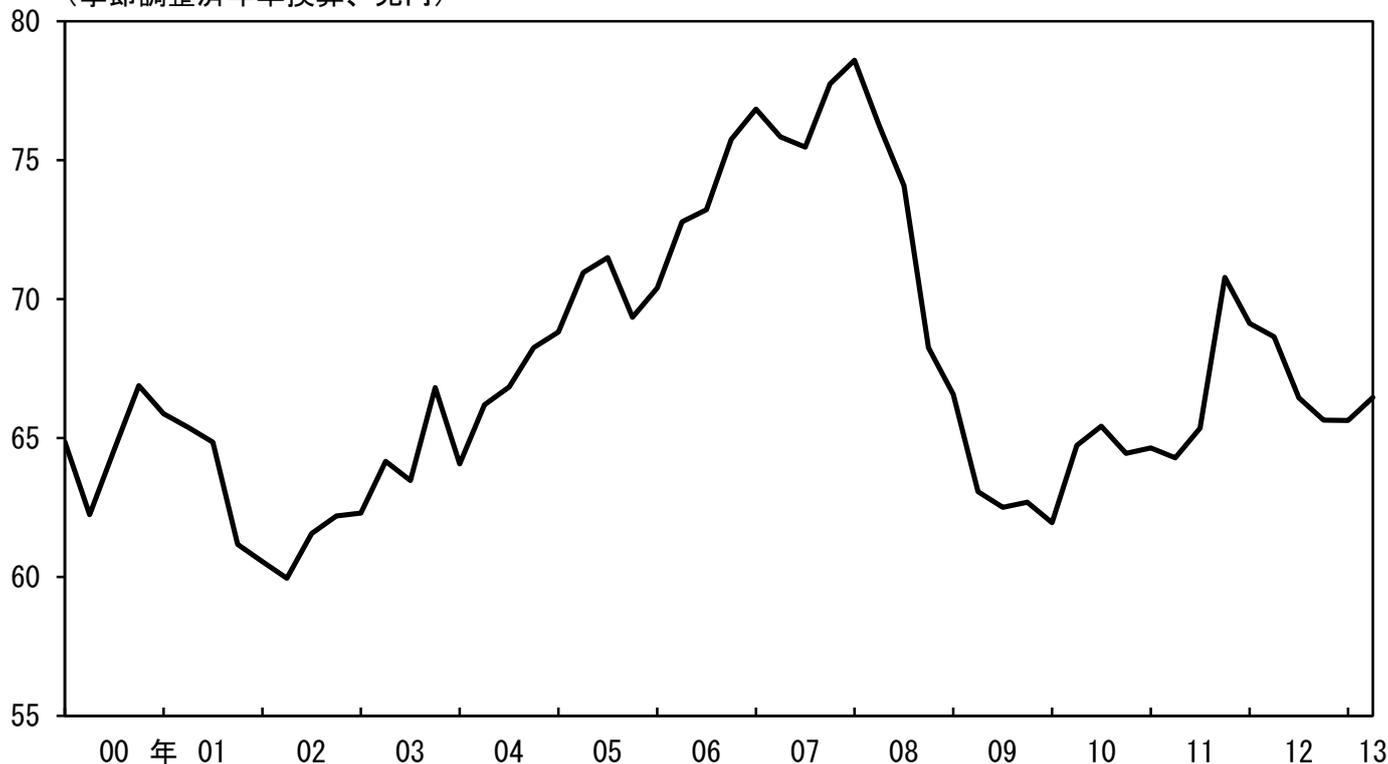
(前年差、兆円)



(注) 法人季報ベース。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)

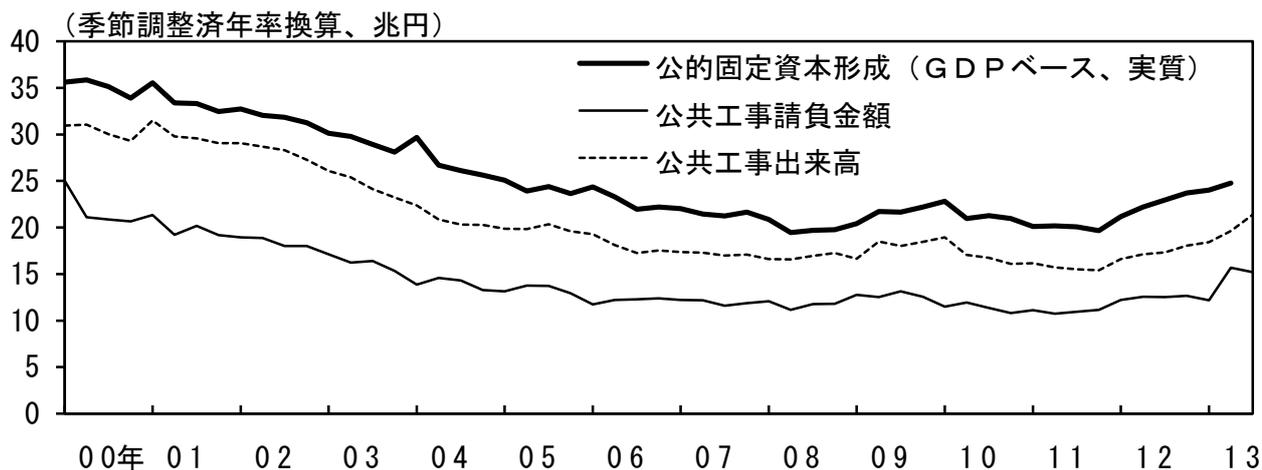


(注) GDPベース。実質民間企業設備投資。

(資料) 財務省「法人企業統計季報」、内閣府「国民経済計算」

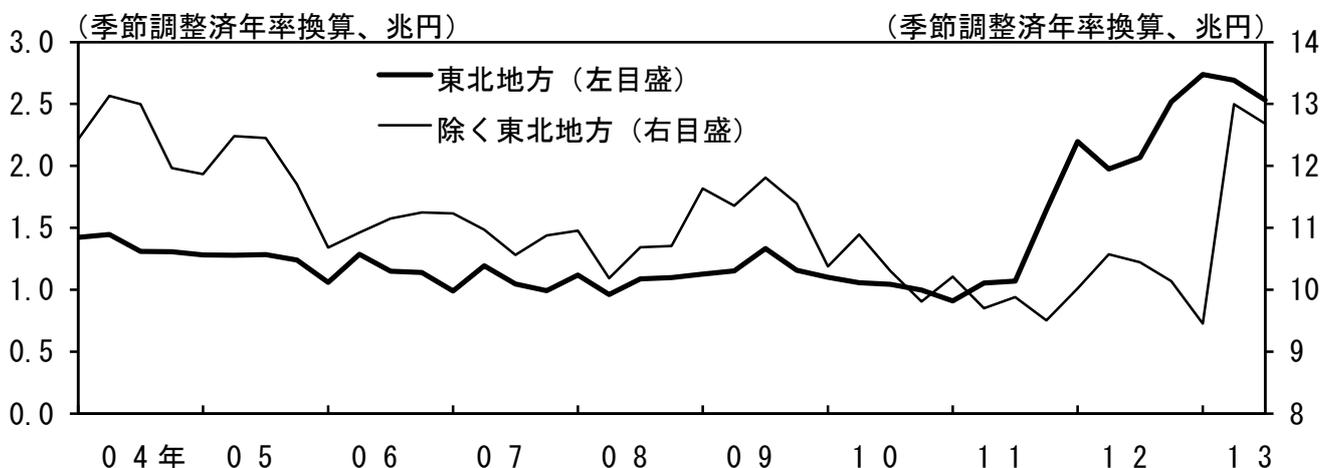
公共投資と住宅投資

(1) 公共工事関連指標



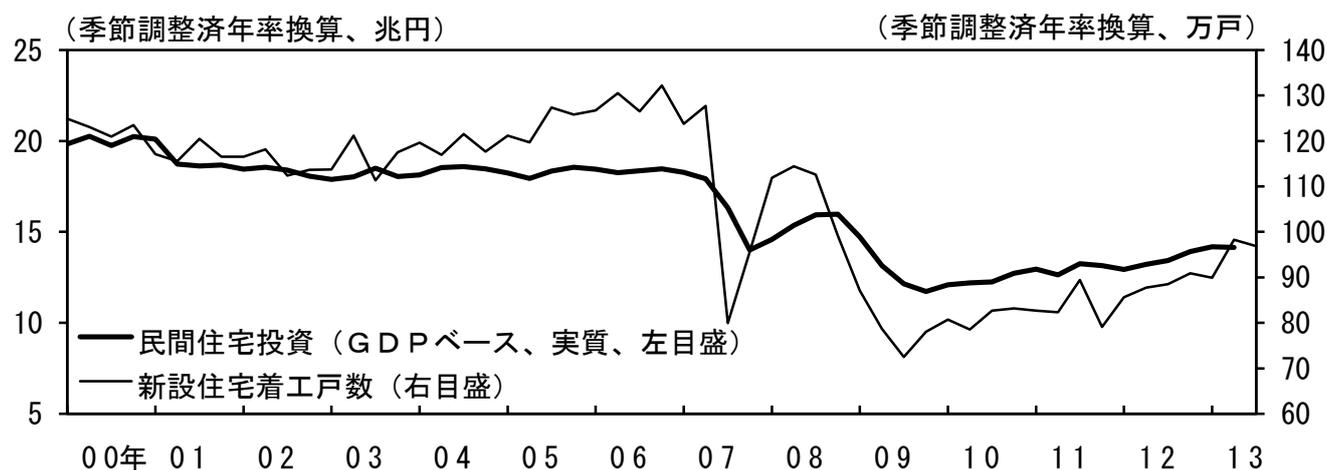
(注) 1. 公共工事請負金額、公共工事出来高は、X-12-ARIMAによる季節調整値。
2. 公共工事出来高の2013/3Qは、7~8月の値。

(2) 地域別にみた公共工事請負



(注) X-12-ARIMAによる季節調整値。除く東北地方は、(1)の公共工事請負金額から、東北地方を差し引いた値。

(3) 新設住宅着工戸数と民間住宅投資



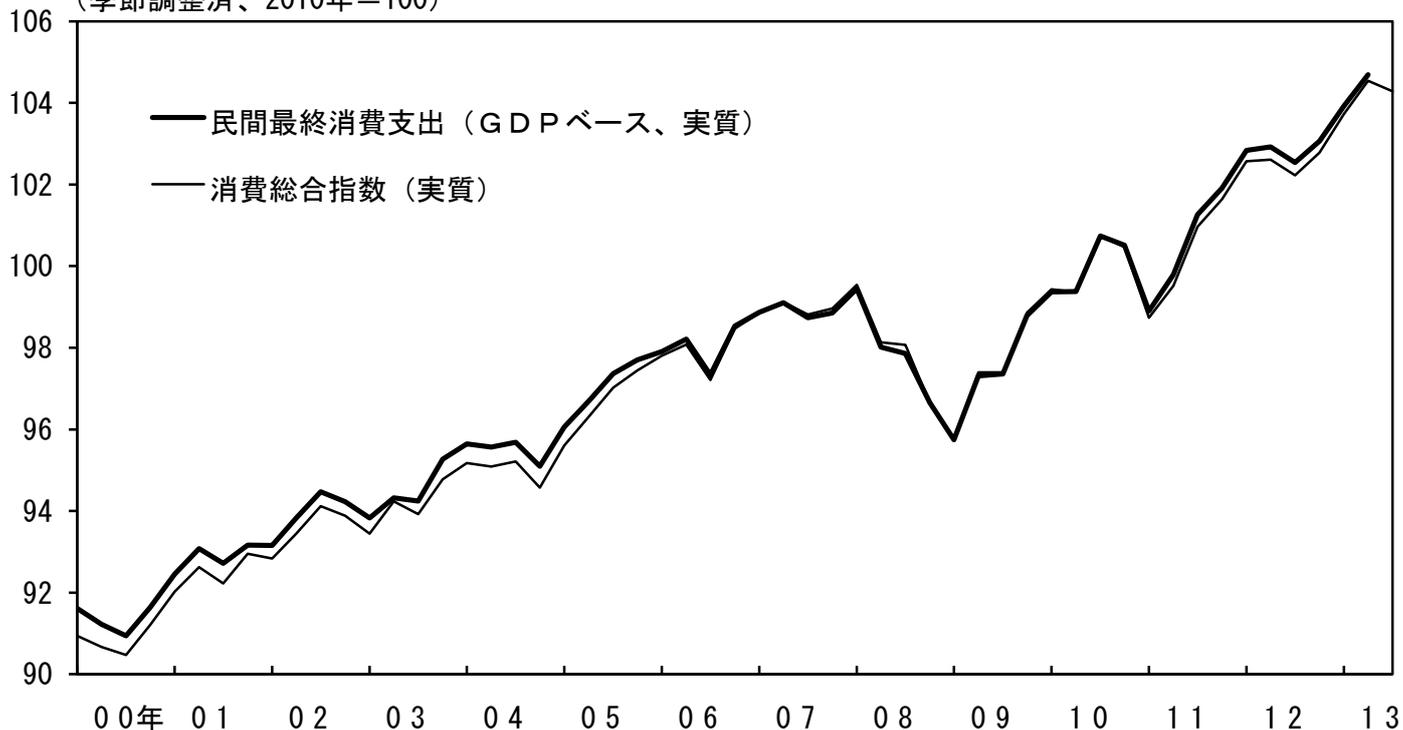
(注) 新設住宅着工戸数の2013/3Qは、7~8月の値。

(資料) 内閣府「国民経済計算」、東日本建設業保証株式会社他「公共工事前払金保証統計」、国土交通省「建設総合統計」「建築着工統計」

個人消費

(1) 民間最終消費支出・消費総合指数

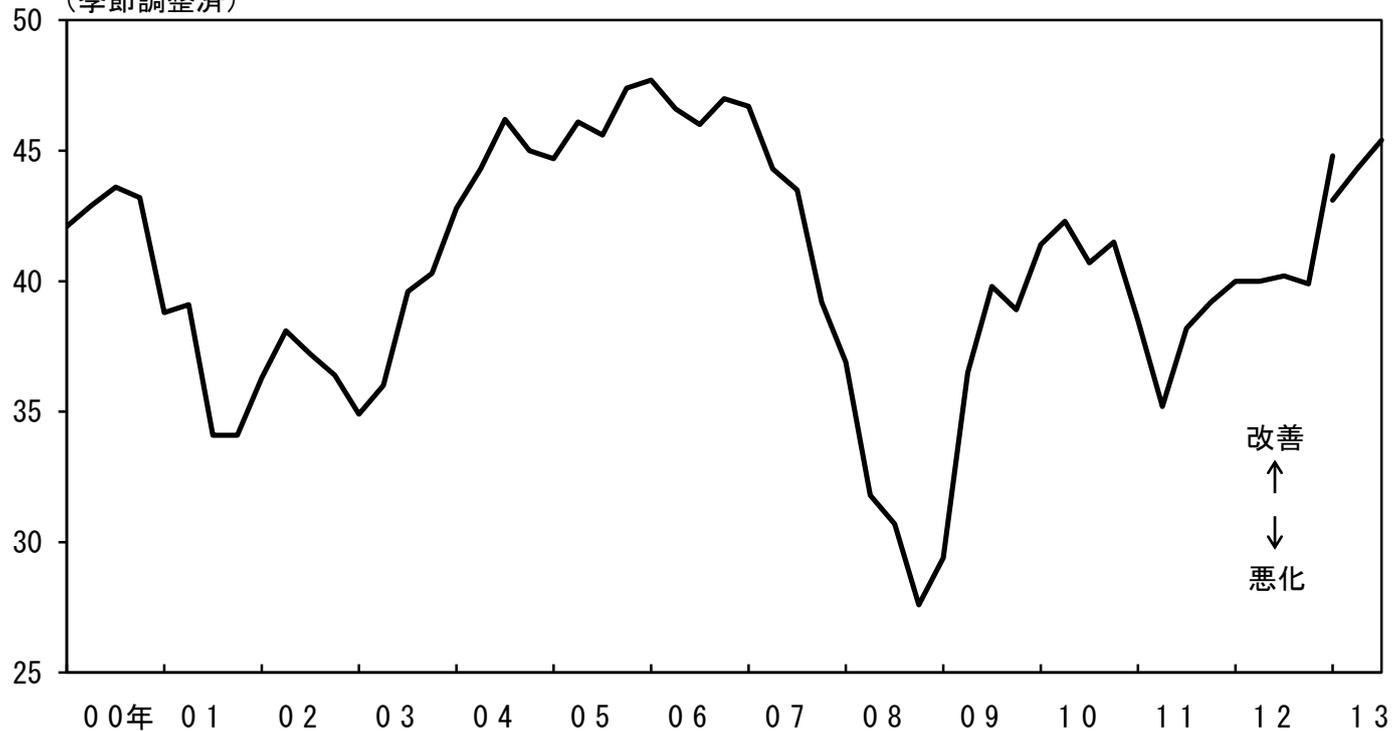
(季節調整済、2010年=100)



(注) 消費総合指数の2013/3Qは、7~8月の値。

(2) 消費者態度指数

(季節調整済)



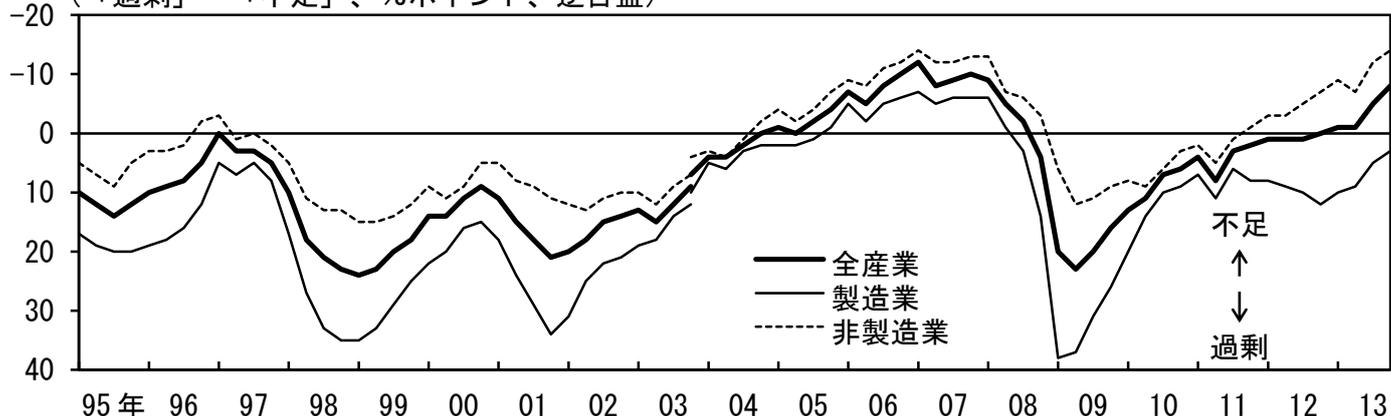
(注) 消費者態度指数は、2013/4月に郵送調査方法への変更等が行われたため、2013/3月以前の訪問留置調査ベースの計数と不連続が生じている。なお、郵送調査ベースの2013/1Qの値は試験調査による参考値を使用。

(資料) 内閣府「国民経済計算」「消費総合指数」「消費動向調査」

雇用・所得環境

(1) 雇用人員判断D. I.

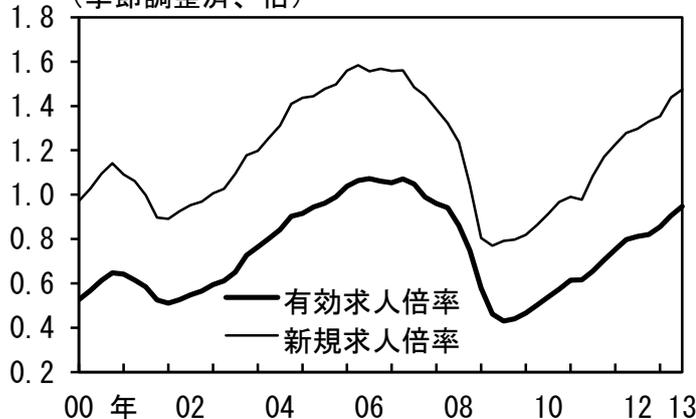
(「過剰」－「不足」、%ポイント、逆目盛)



(注) 全規模合計。2004/3月調査より見直しを実施。旧ベースは2003/12月調査まで、新ベースは2003/12月調査から。2013/4Qは、2013/9月調査時点の企業の予測値。

(2) 求人倍率

(季節調整済、倍)



(3) 失業率

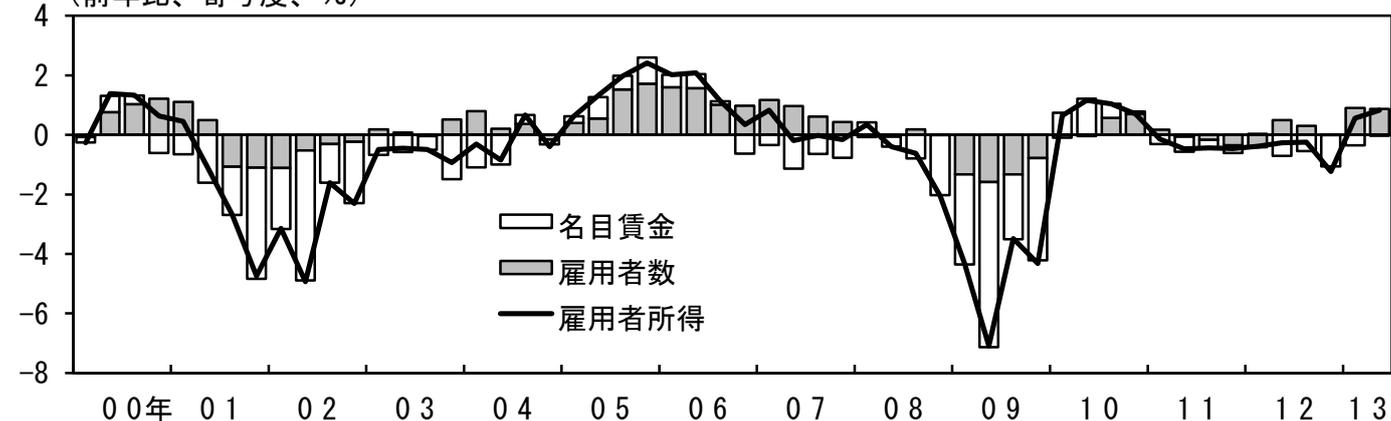
(季節調整済、%)



(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。

(4) 雇用者所得

(前年比、寄与度、%)



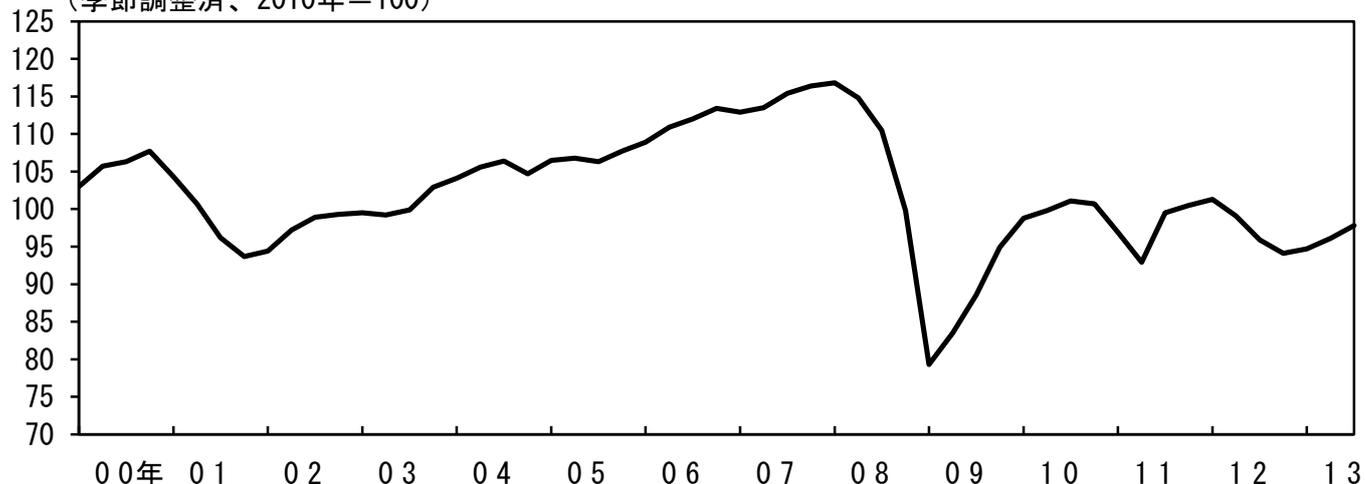
(注) 四半期は次のように組替えている。第1四半期:3~5月、第2:6~8月、第3:9~11月、第4:12~2月。
雇用者所得=雇用者数(労働力調査)×名目賃金

(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、厚生労働省「職業安定業務統計」「毎月勤労統計」、総務省「労働力調査」

鋳工業生産・全産業活動指数

(1) 鋳工業生産

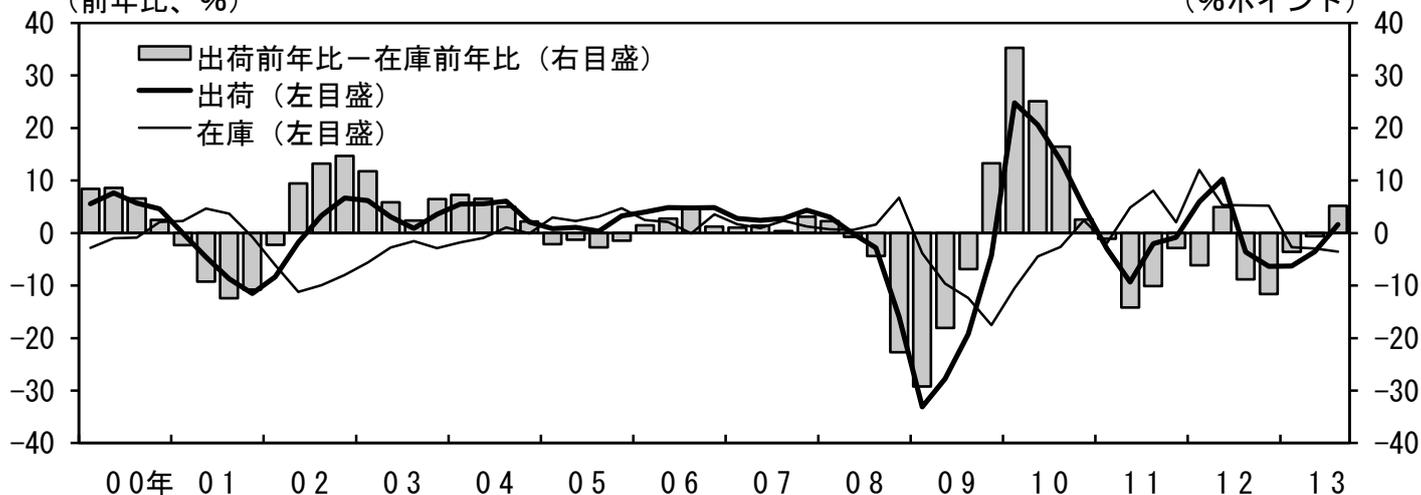
(季節調整済、2010年=100)



(2) 出荷・在庫バランス (鋳工業)

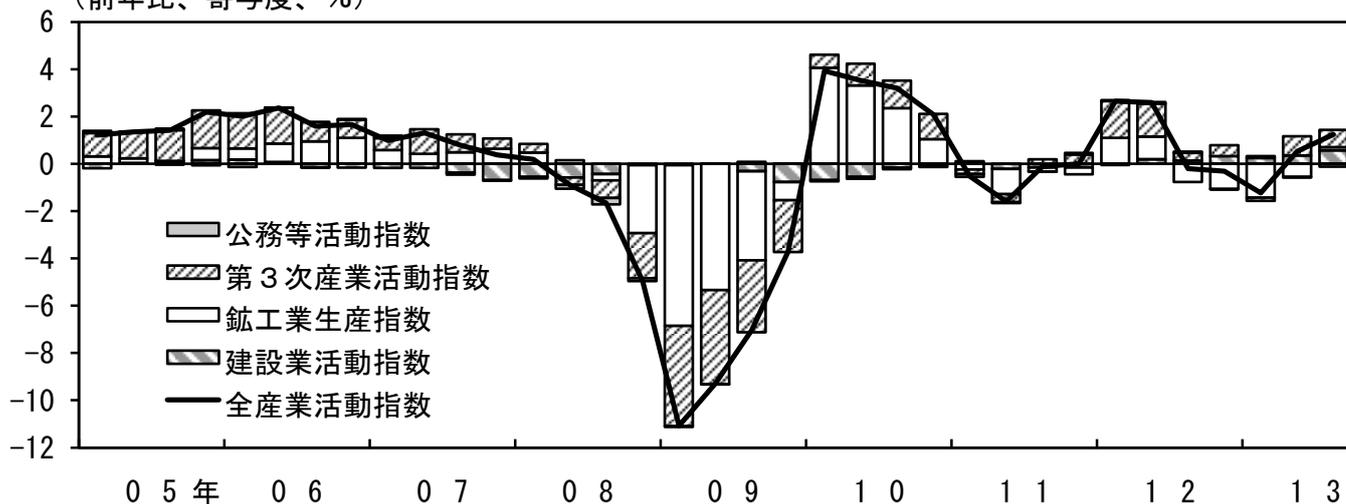
(前年比、%)

(%ポイント)



(3) 全産業活動指数

(前年比、寄与度、%)

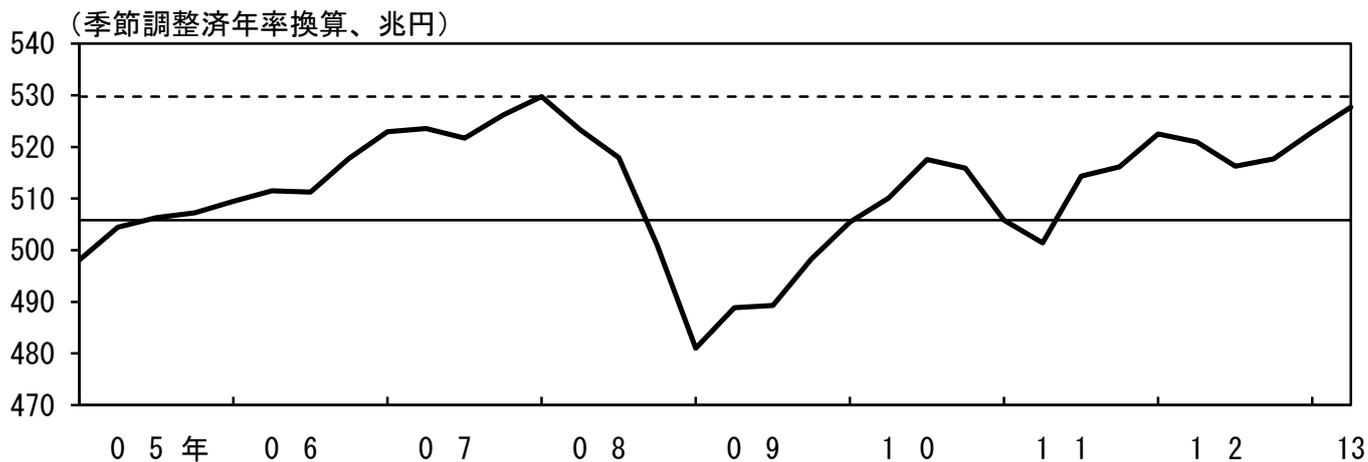


(注) 2013/3Qは、7~8月の前年同期比。

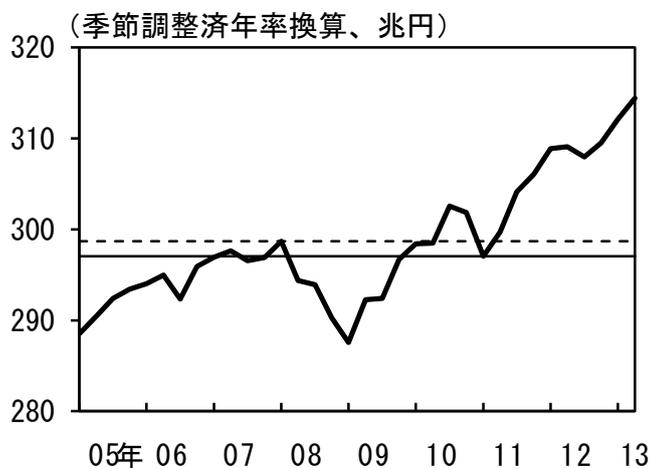
(資料) 経済産業省「鋳工業指数統計」「全産業活動指数」

コンポーネント別にみた実質GDP

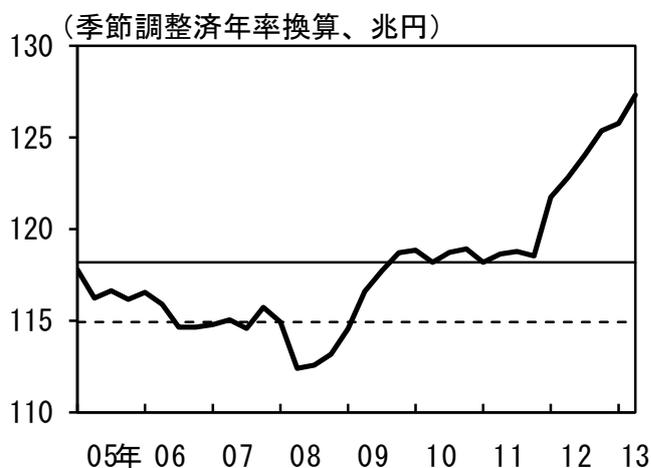
(1) 実質GDP



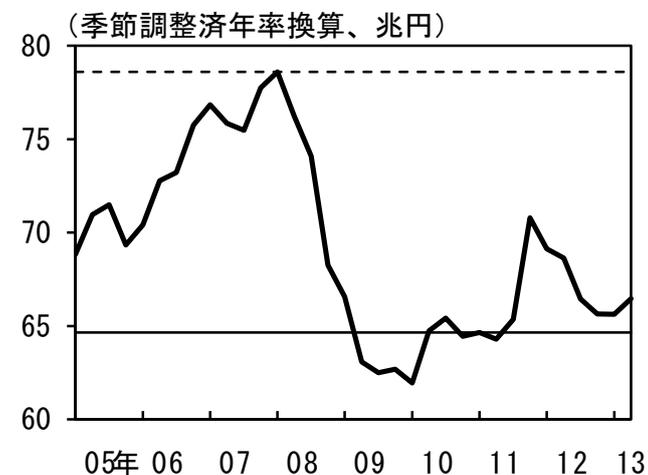
(2) 個人消費



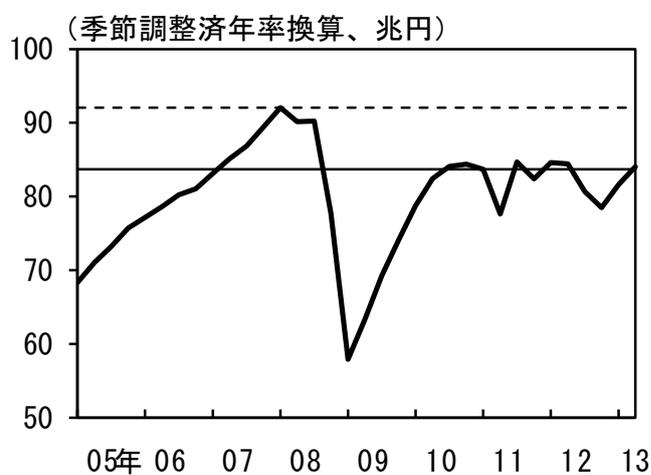
(3) 公的需要



(4) 設備投資



(5) 輸出



(注) 破線は2008/1Q (リーマン・ショック直前に実質GDPがピークとなった時点)、
細実線は2011/1Q (東日本大震災発生時) の値。

生産要素の稼働状況

(1) 生産・営業用設備判断D. I.

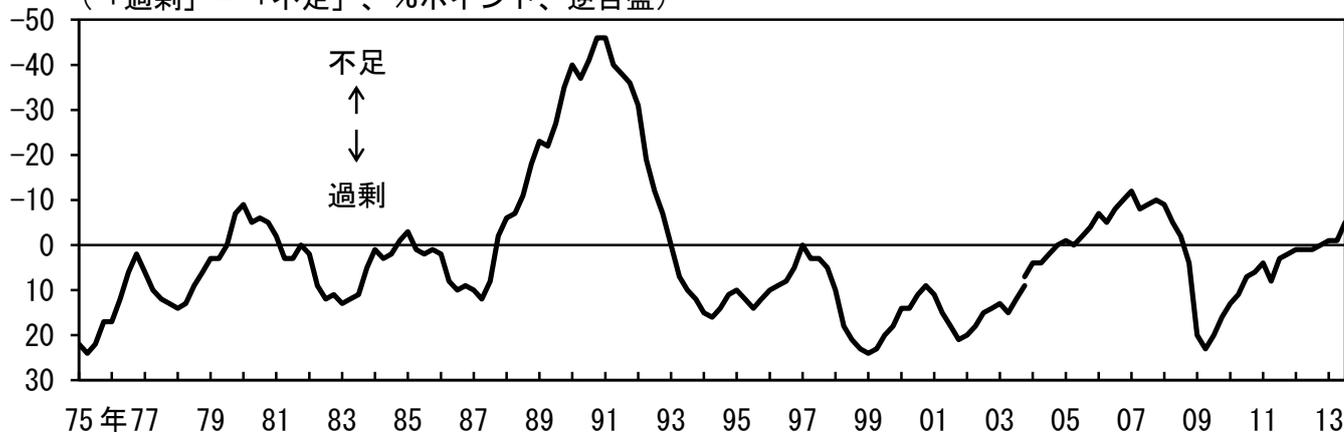
(「過剰」 - 「不足」、%ポイント、逆目盛)



(注) 全産業全規模合計。2004/3月調査より見直しを実施。旧ベースは2003/12月調査まで、新ベースは2003/12月調査から(下のいずれの図表も同じ)。

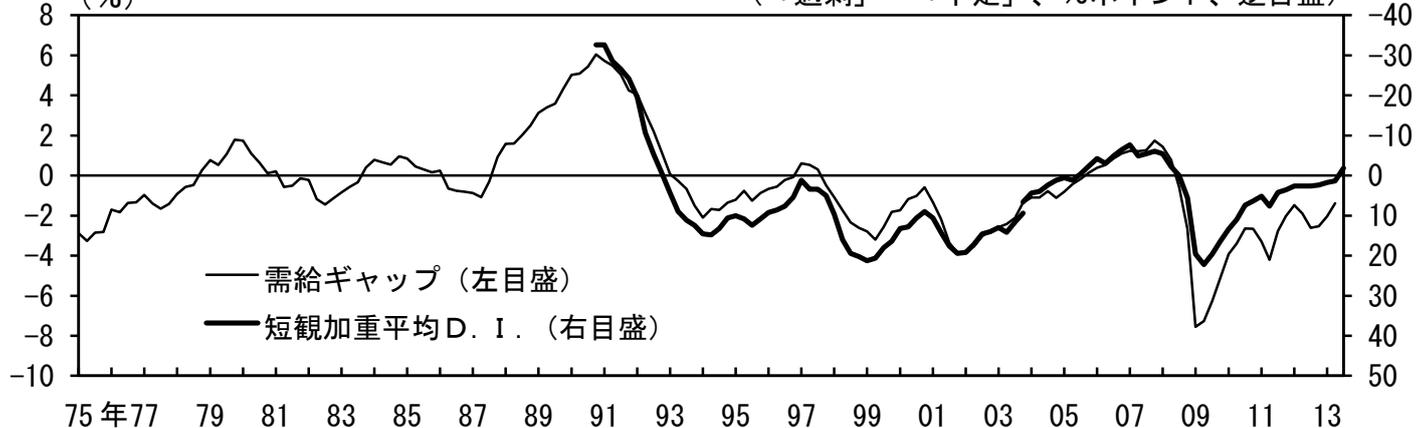
(2) 雇用人員判断D. I.

(「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)

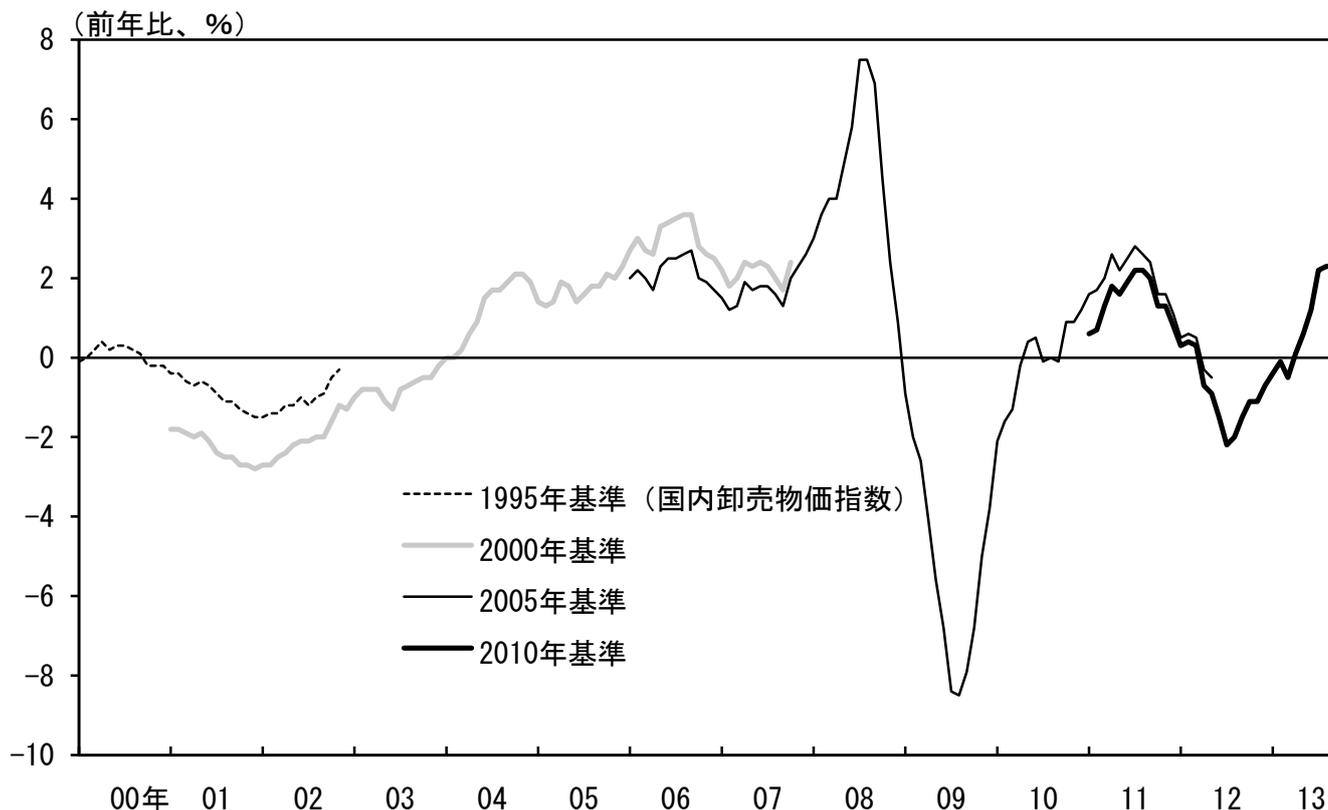


(注) 短観加重平均D. I. は、生産・営業用設備判断D. I. と雇用人員判断D. I. を資本・労働分配率(1990~2011年度平均)で加重平均して算出。需給ギャップは、日本銀行調査統計局の試算値。具体的な計測方法については、日銀レビュー「GDPギャップと潜在成長率の新推計」(2006年5月)を参照。

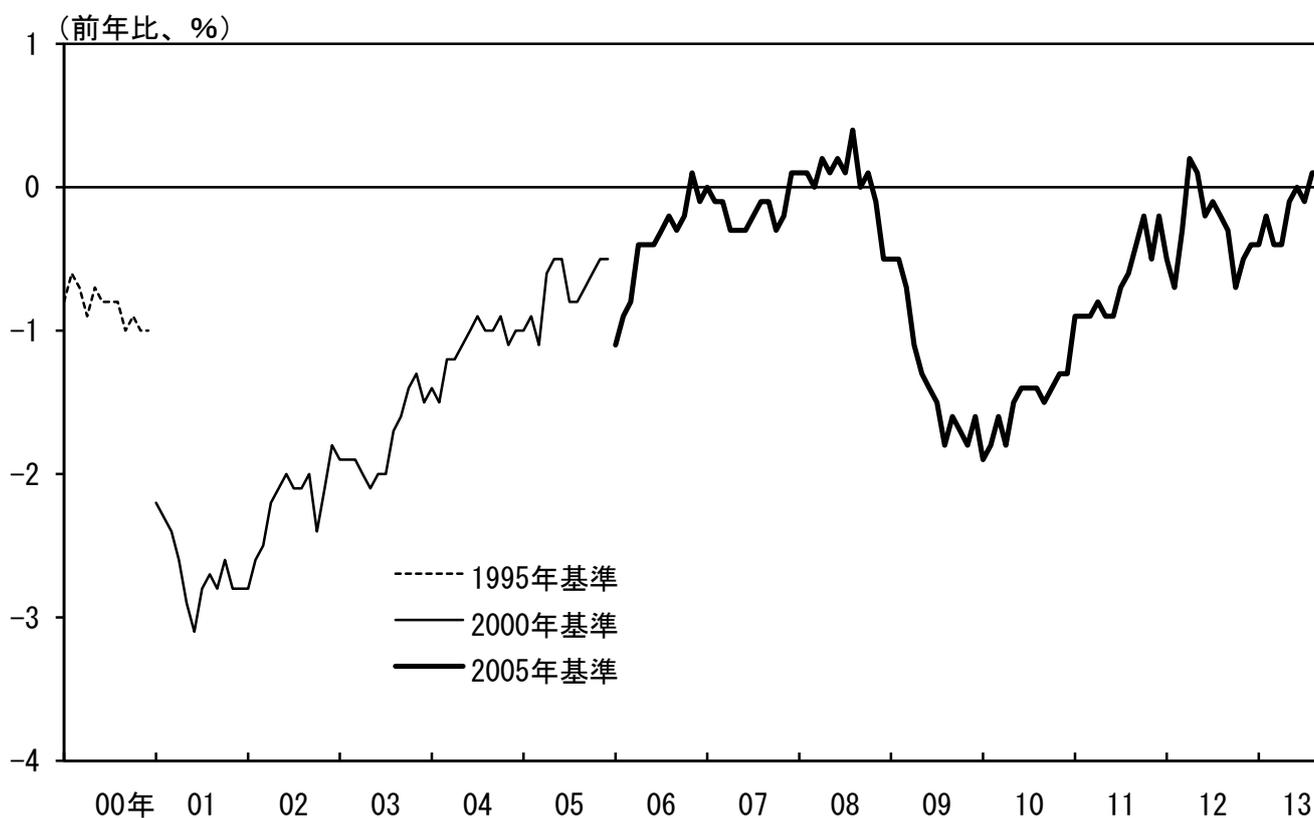
(資料) 内閣府「国民経済計算」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、総務省「労働力調査」、厚生労働省「毎月勤労統計」「職業安定業務統計」、経済産業省「鉱工業指数統計」等

国内企業物価と企業向けサービス価格

(1) 国内企業物価指数



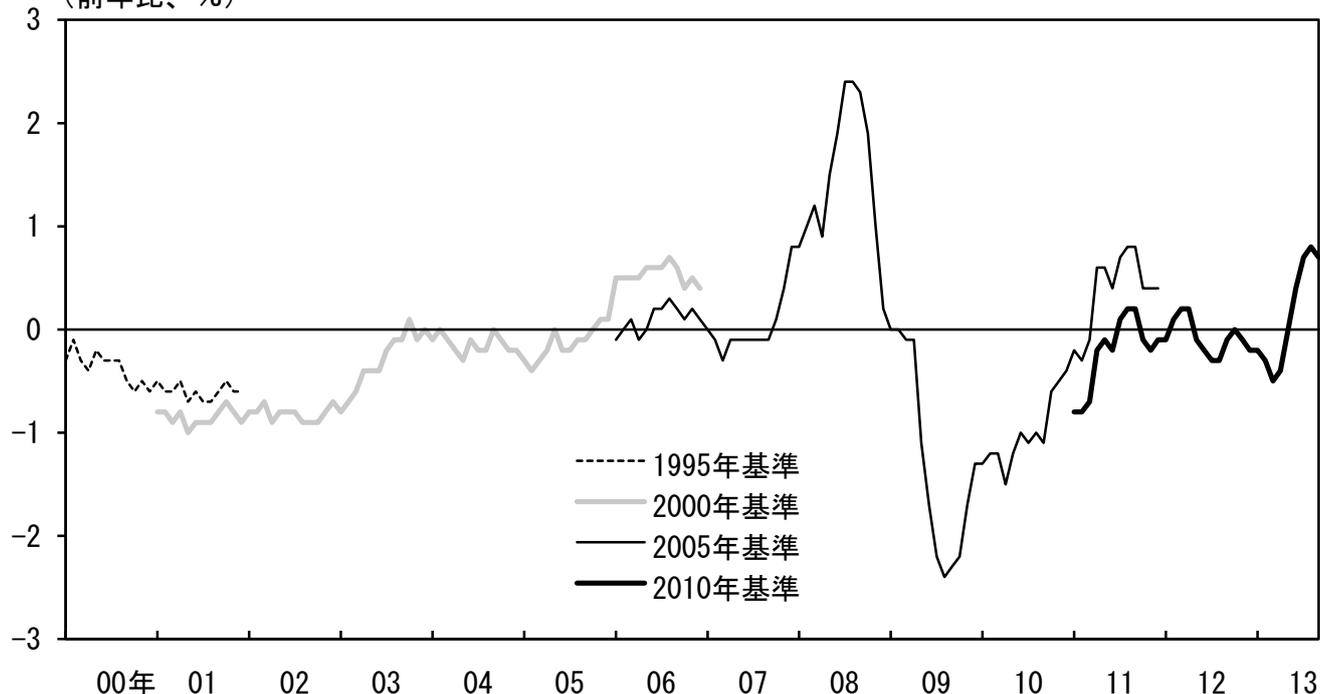
(2) 企業向けサービス価格指数 (総平均除く国際運輸)



消費者物価(1)

(1) 消費者物価指数

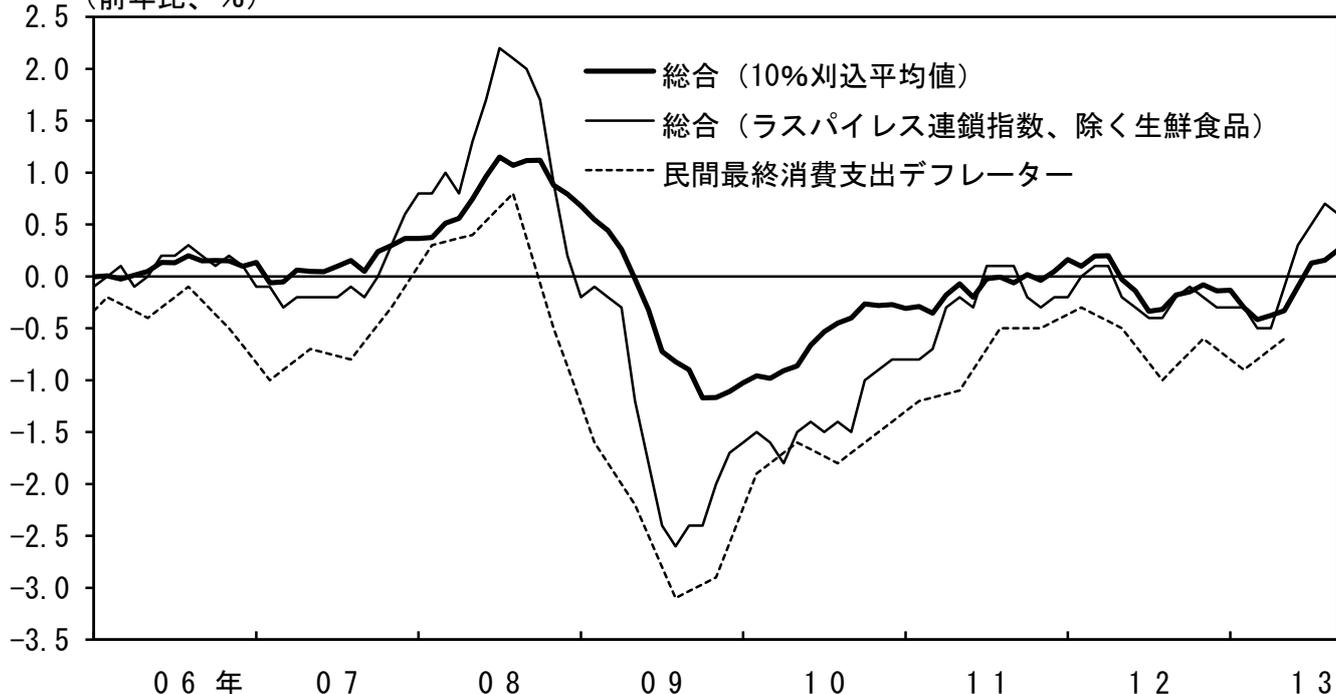
(前年比、%)



(注) 総合除く生鮮食品。

(2) 刈込平均値・ラスパイレス連鎖指数・消費デフレーター

(前年比、%)



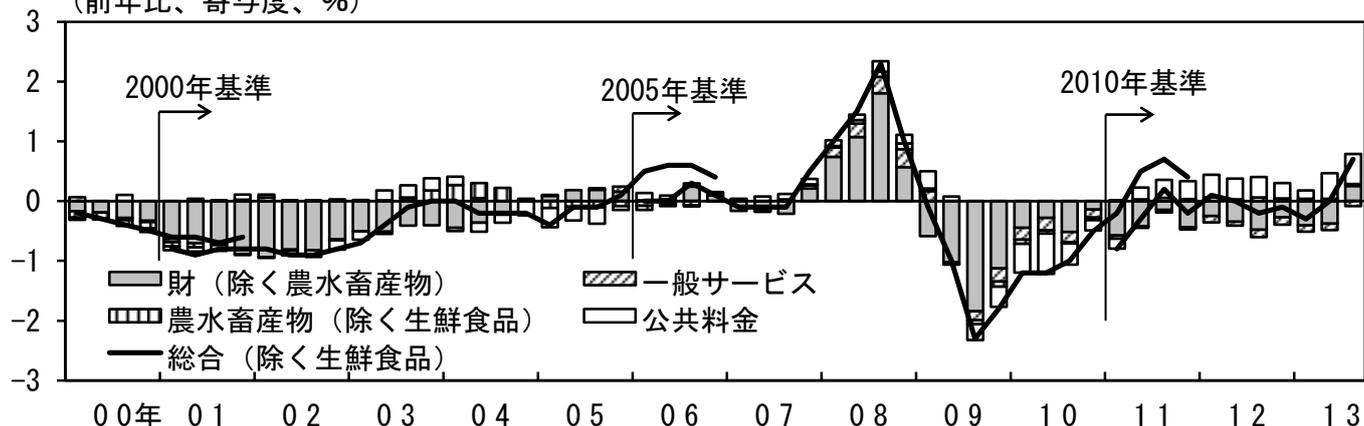
- (注) 1. 10%刈込平均値は、個別品目の前年同月比を値の小さな順に並び替え、値の大きい品目と小さい品目をウェイトベースでそれぞれ10%控除して、残った品目の前年同月比を加重平均して算出。
2. 2006年のラスパイレス連鎖指数は、固定基準年指数の前年同月比。2010年以前のラスパイレス連鎖指数の前年同月比は2005年基準、2011年以降は2010年基準。

(資料) 総務省「消費者物価指数」、内閣府「国民経済計算」

消費者物価(2)

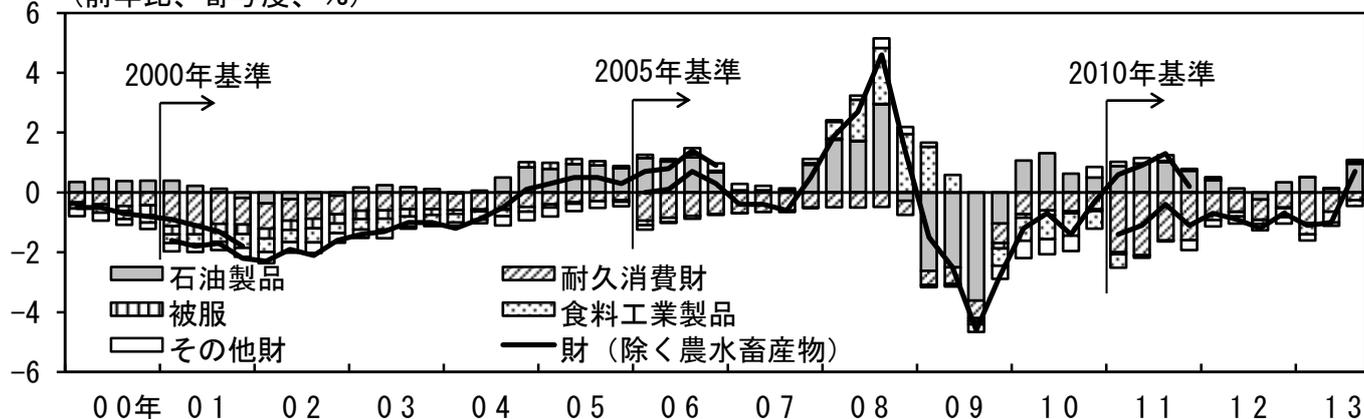
(1) 総合(除く生鮮食品)の要因分解

(前年比、寄与度、%)



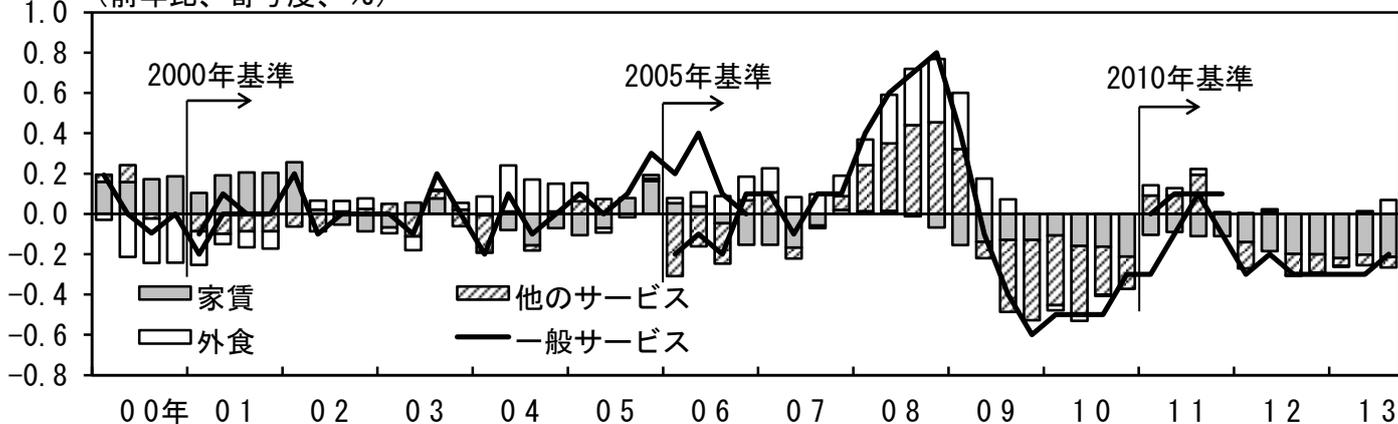
(2) 財(除く農水畜産物)の要因分解

(前年比、寄与度、%)



(3) 一般サービスの要因分解

(前年比、寄与度、%)

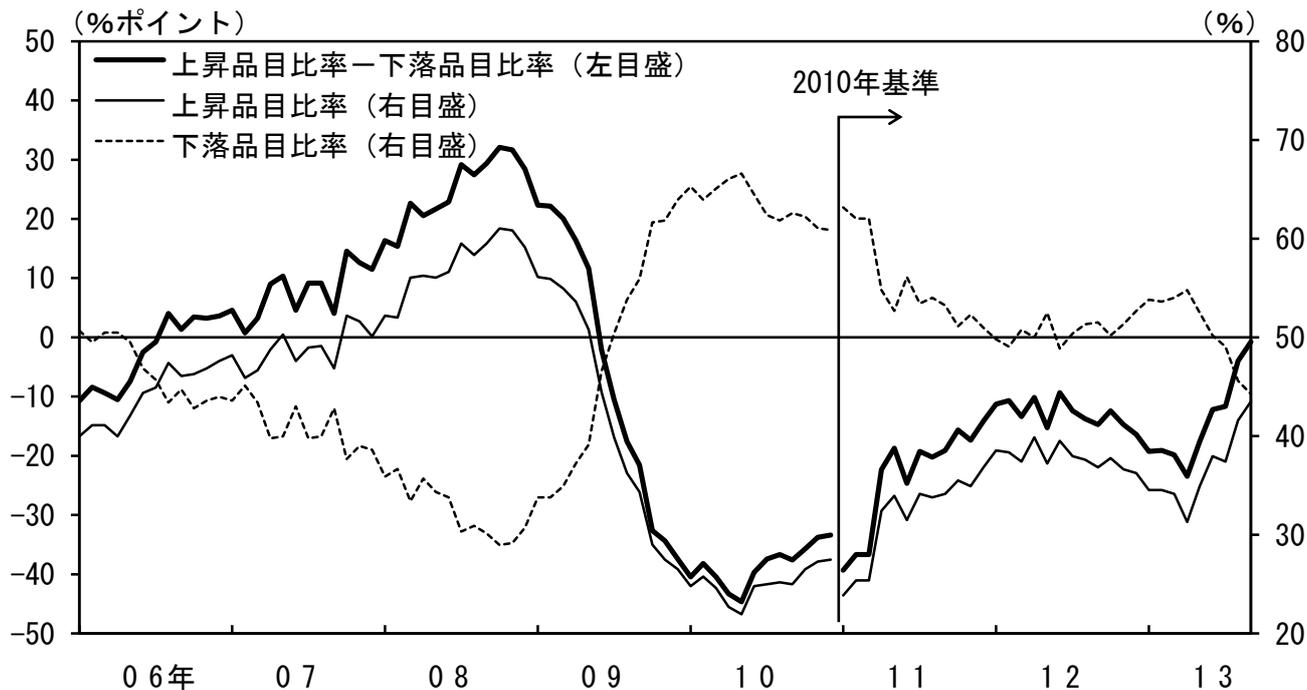


- (注) 1. 分類は、原則、総務省に則している。
ただし、以下の分類については、組み替えて定義している(「」内は総務省公表ベース)。
財 = 「財」 - 「電気・都市ガス・水道」
公共料金 = 「公共サービス」 + 「電気・都市ガス・水道」
被服 = 「衣料」 + 「シャツ・セーター・下着類」
家賃 = 「民営家賃」 + 「持家の帰属家賃」
2. 総合(除く生鮮食品)、一般サービスの前年比以外は、指数から作成。

(資料) 総務省「消費者物価指数」

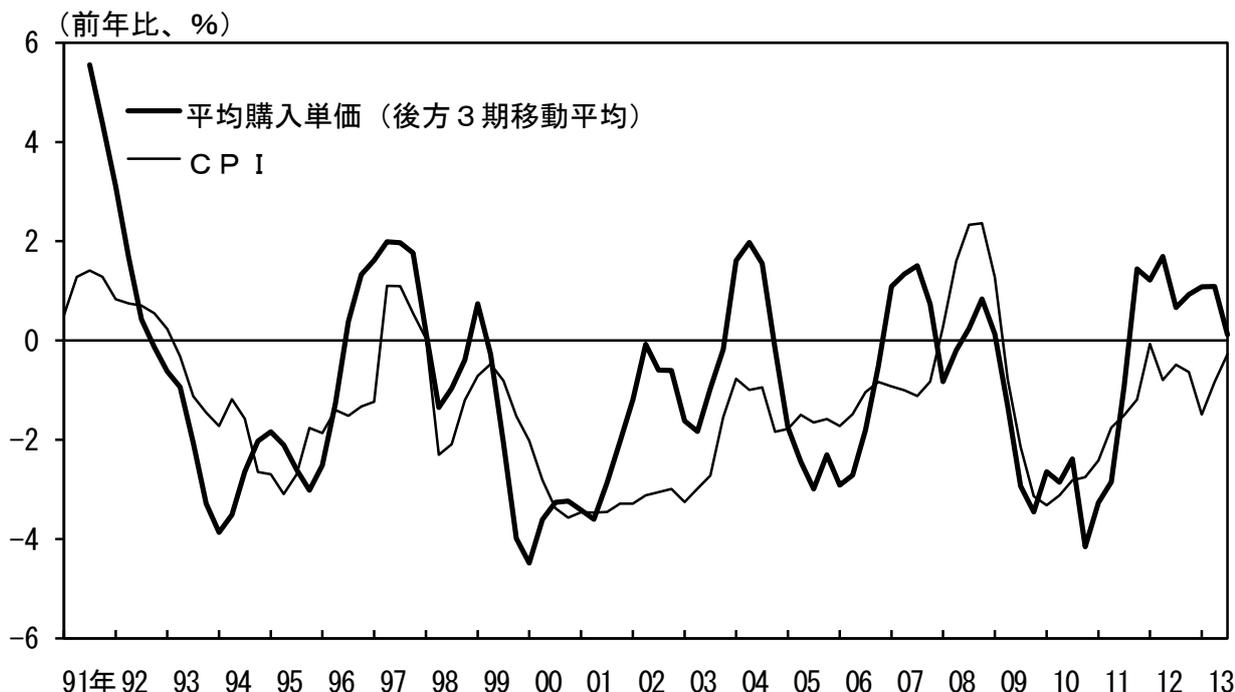
消費者物価 (3)

(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

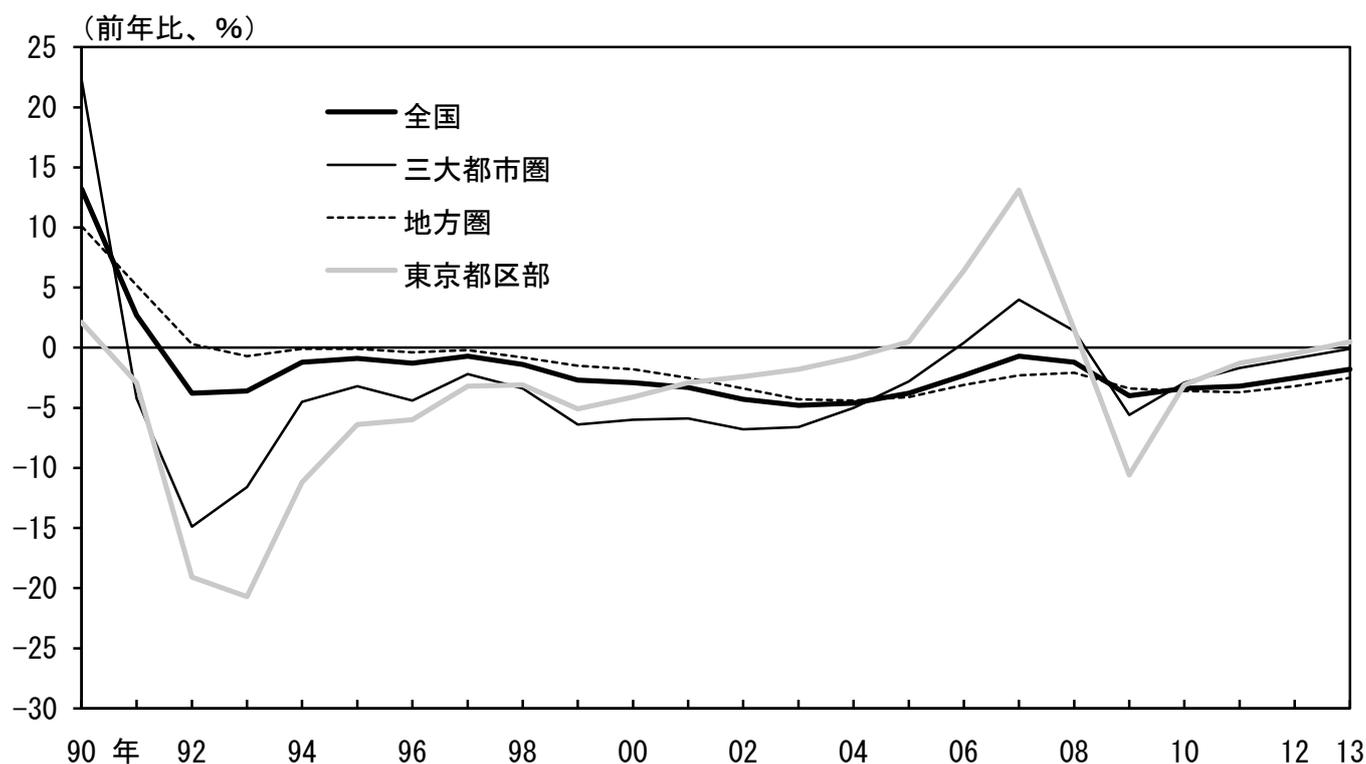


- (注) 1. 家計調査とCPIの両方で継続してデータが存在する品目を抽出し、食料工業製品、農水畜産物(除く生鮮食品)、被服、耐久消費財、その他財について積み上げたもの。
2. その他財は、「財」から被服(=「衣料」+「シャツ・セーター・下着類」)、「食料工業製品」、「農水畜産物」、「耐久消費財」、「石油製品」、「電気・都市ガス・水道」を除いたもの(「」内は総務省公表ベースのCPI分類)。
3. 2013/3Qは、7~8月の前年同期比。

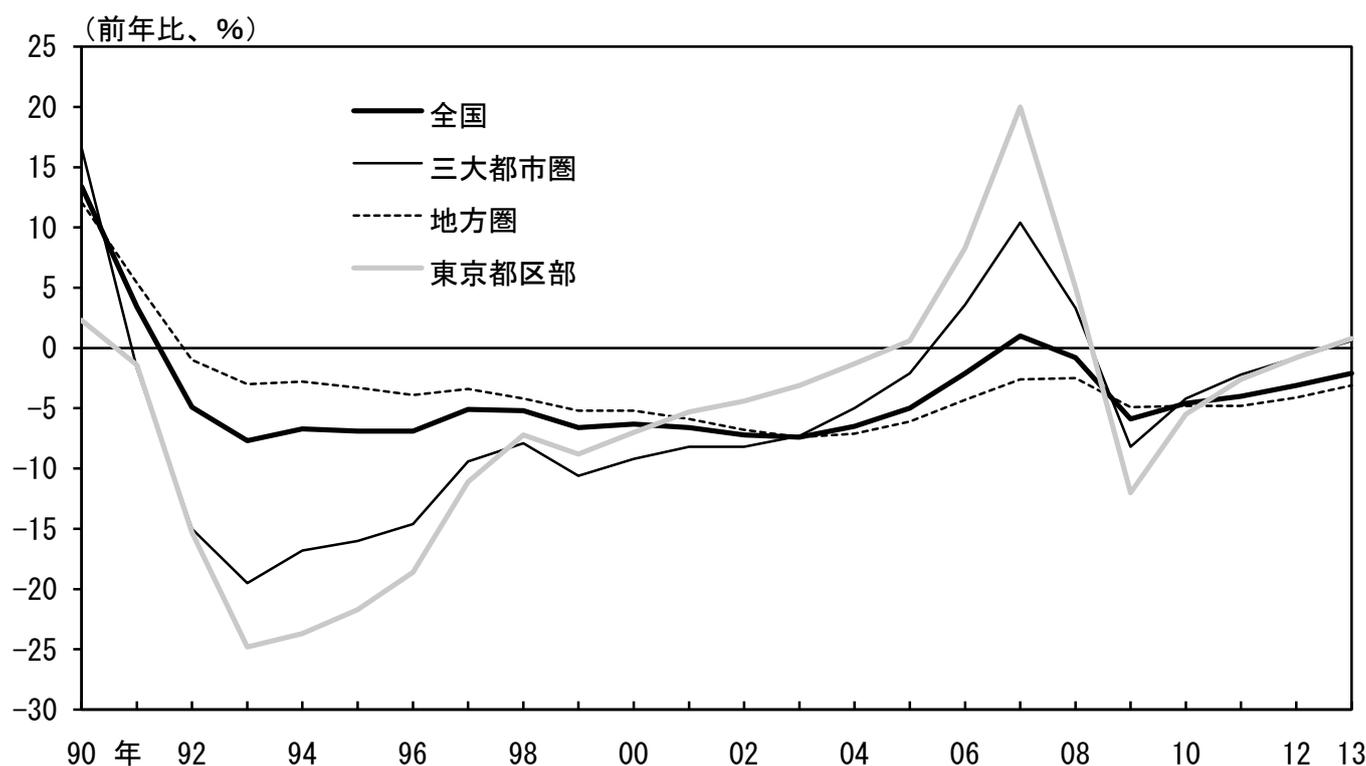
(資料) 総務省「消費者物価指数」「家計調査報告」

地価

(1) 住宅地



(2) 商業地



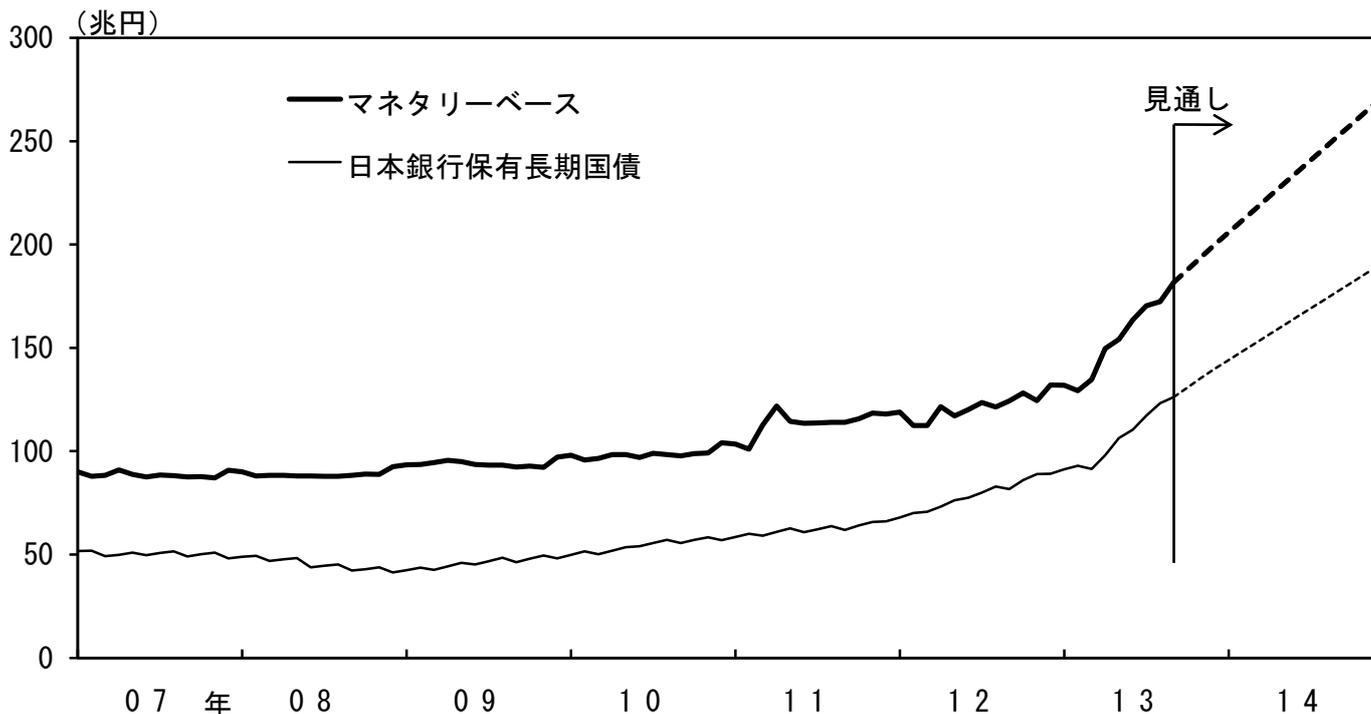
(注) 1. 7月1日時点の地価を調査。

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。

(資料) 国土交通省「都道府県地価調査」

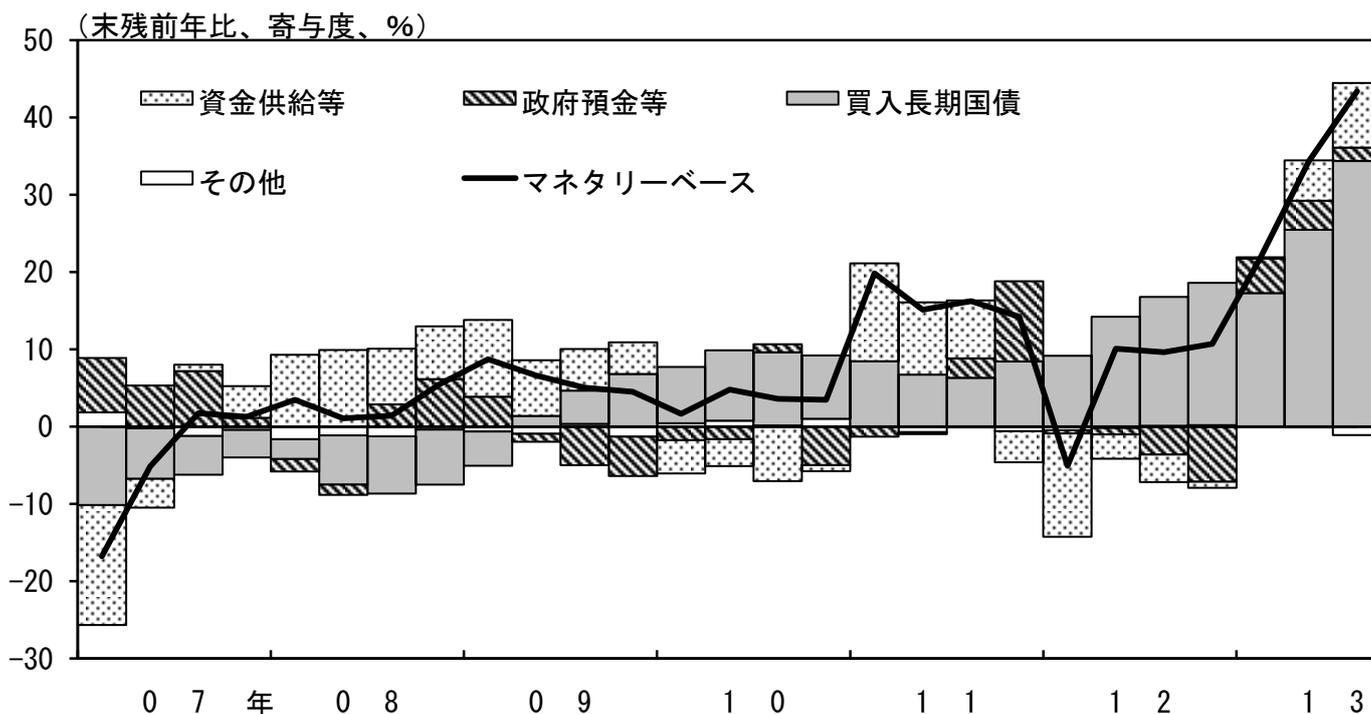
マネタリーベースと長期国債買入れ

(1) マネタリーベースと日本銀行保有長期国債



(注) マネタリーベースの実績値は月中平均値。マネタリーベースの見通し値および日本銀行保有長期国債は月末値。

(2) マネタリーベースの前年比

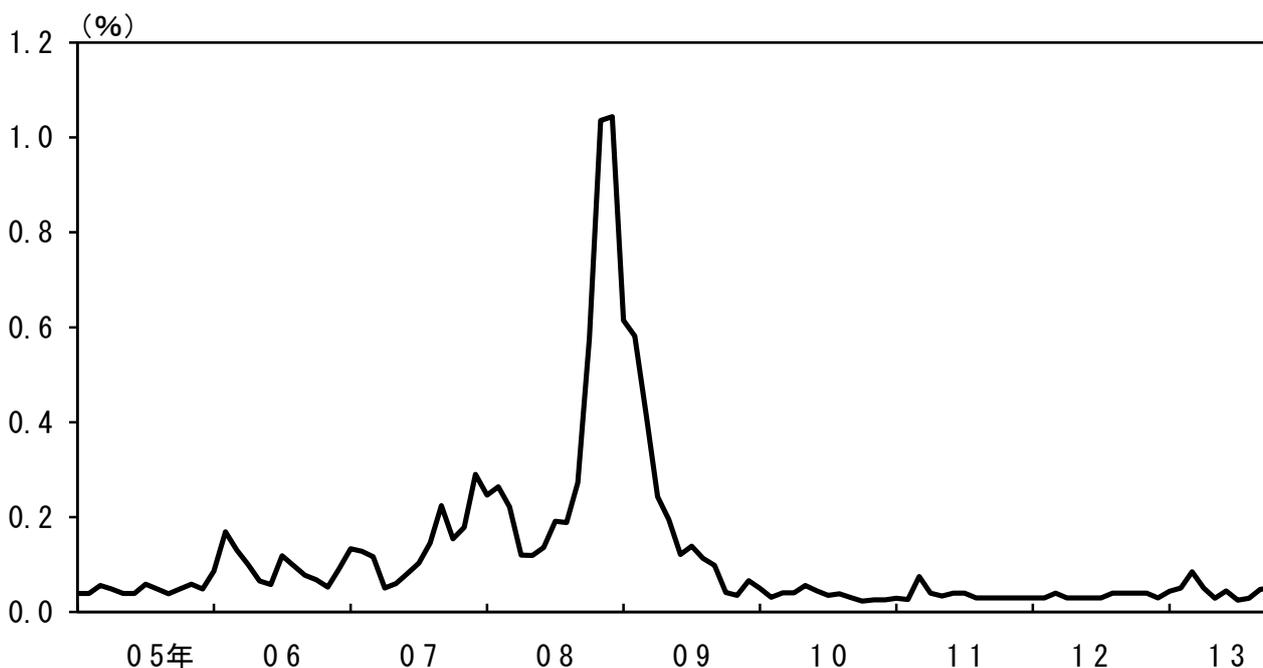


(注) 資金供給等は、金融市場調節による資産の買入れ(長期国債以外)、共通担保オペ、貸出支援基金等の残高。政府預金等には対政府売現先、引受国庫短期証券等を含む。

(資料) 日本銀行「マネタリーベースと日本銀行の取引」「マネタリーベース」「営業毎旬報告」

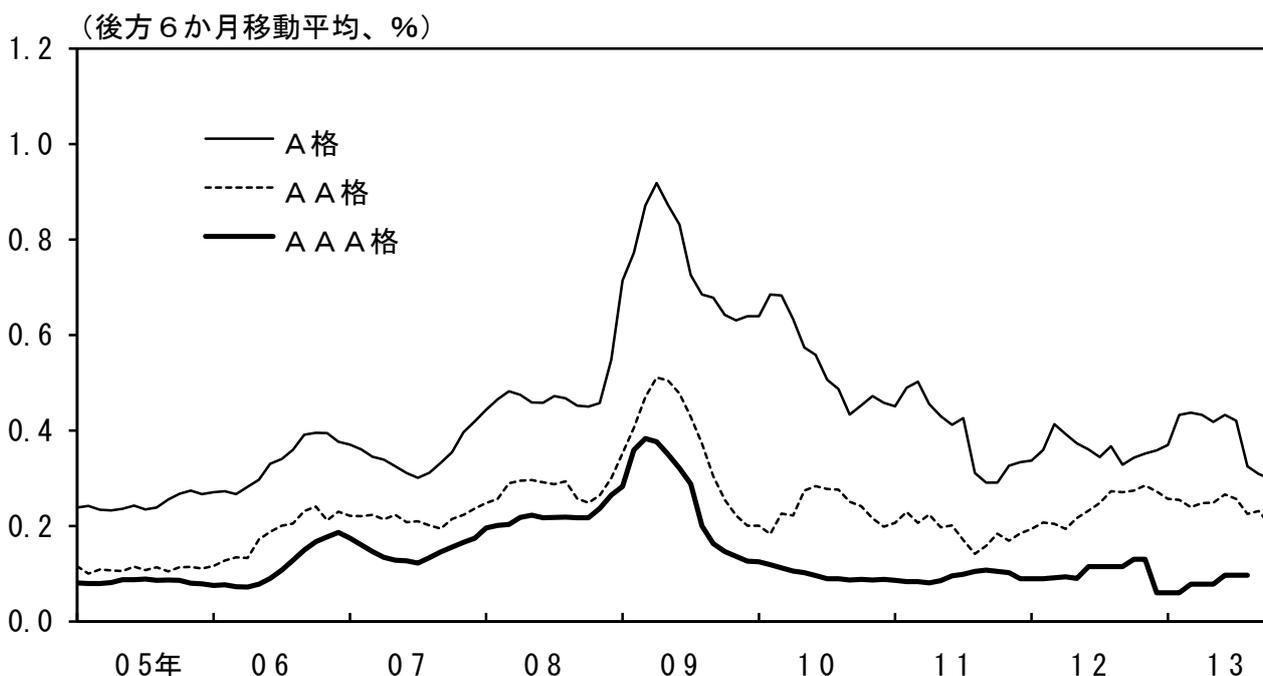
CP・社債スプレッド

(1) CPの発行スプレッド



(注) CPの発行スプレッド=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) 社債の発行スプレッド

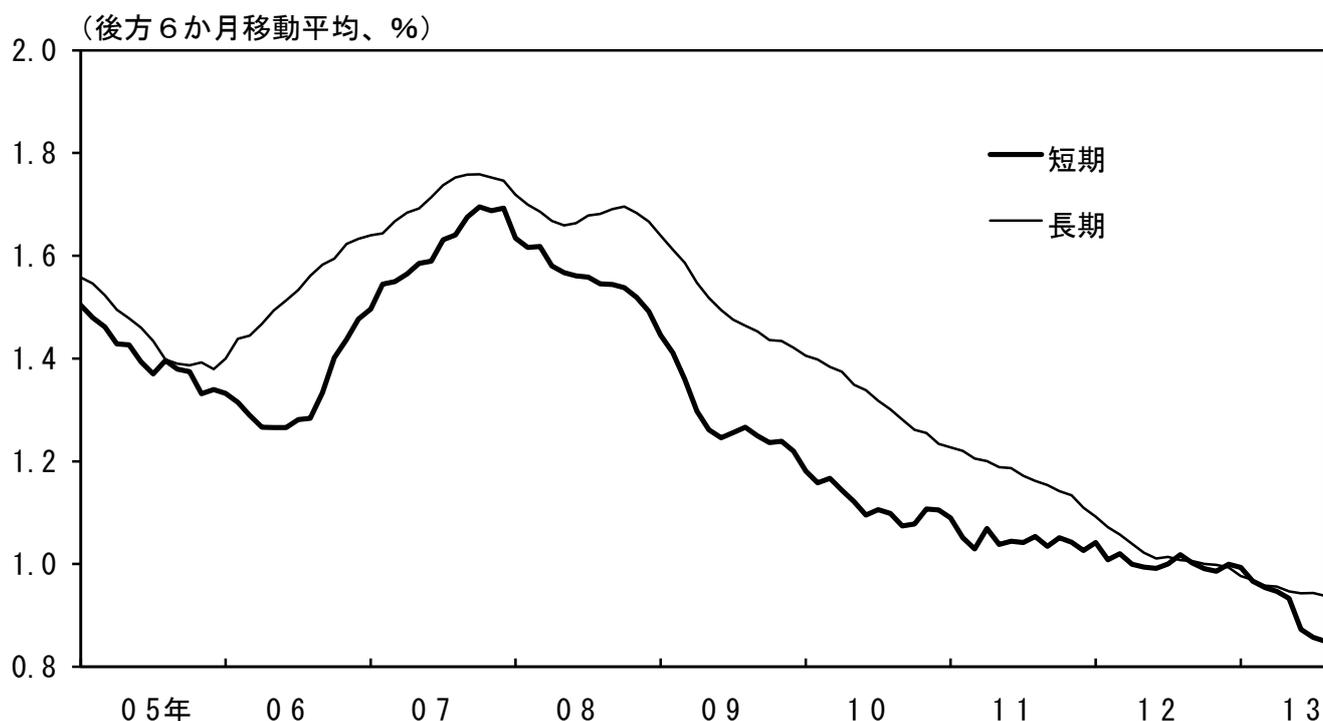


(注) 1. 社債の発行スプレッド=社債発行金利-同年限の国債流通利回り
全年限の単純平均値、起債日ベース。対象は国内公募社債で、銀行や証券会社などの発行分は除く。
2. 格付けは、ムーディーズ、S&P、R&I、JCRの最高格付で分類。
3. 2013/4~10月は対象となるAAA格の発行は無い。

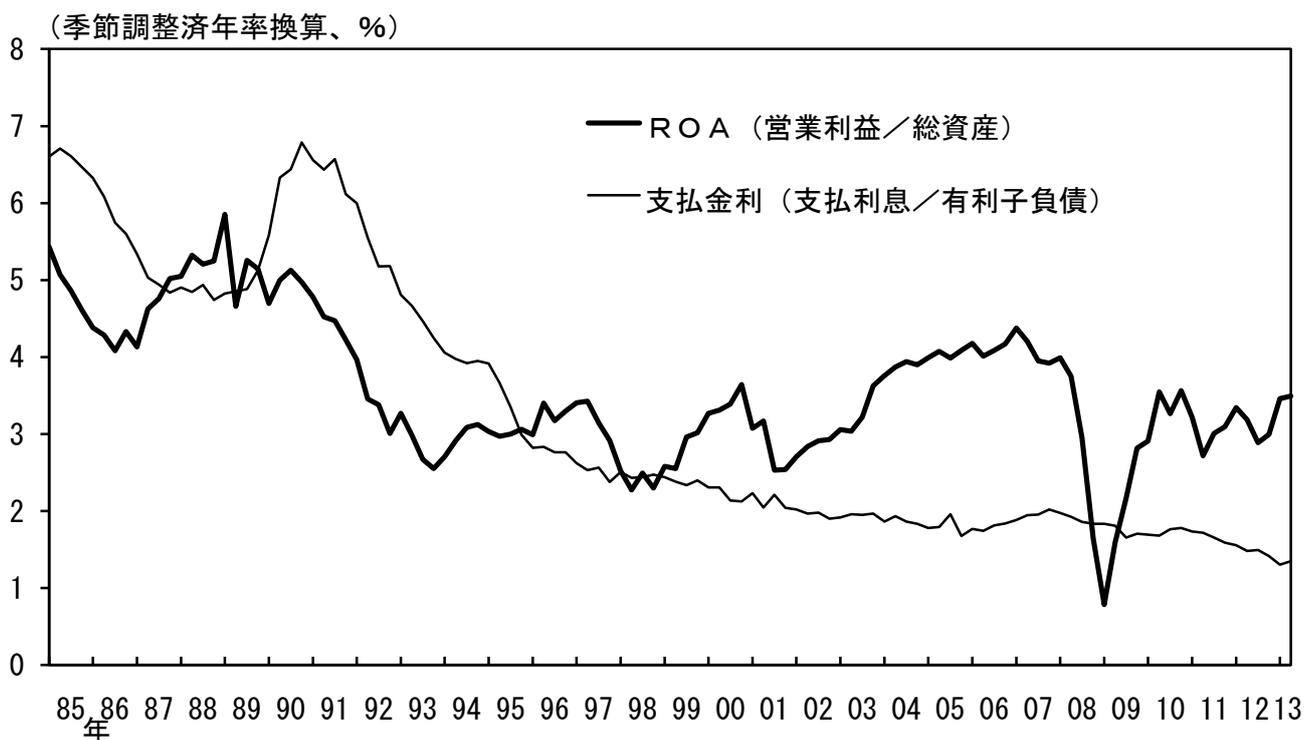
(資料) 日本銀行「国内商業紙発行平均金利」、証券保管振替機構、
キャピタル・アイ、アイ・エヌ情報センター、Bloomberg

貸出金利

(1) 新規貸出約定平均金利



(2) 企業のROAと支払金利



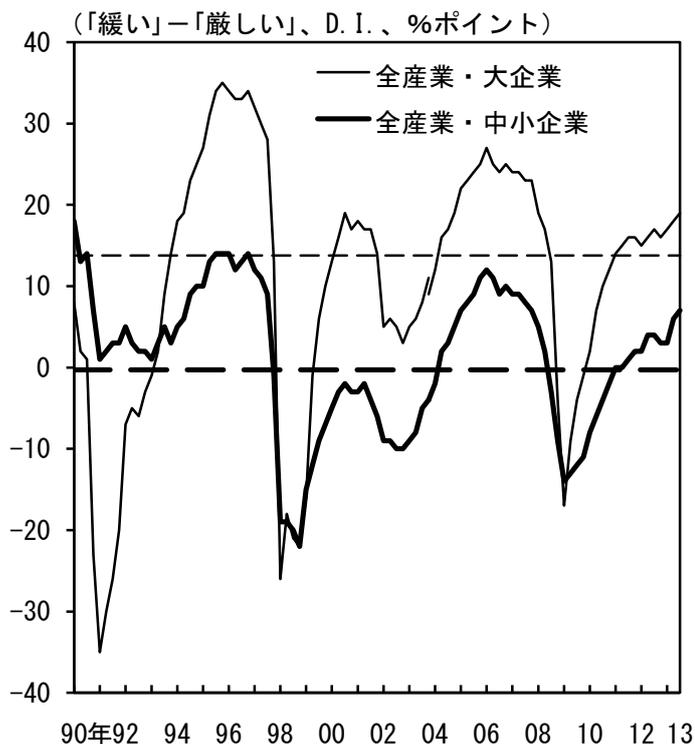
(注) 1. 法人季報ベース。全産業全規模合計。金融業、保険業を除く。
2. 有利子負債は、長短期借入金、社債、受取手形割引残高の合計。

(資料) 日本銀行「貸出約定平均金利」、財務省「法人企業統計季報」

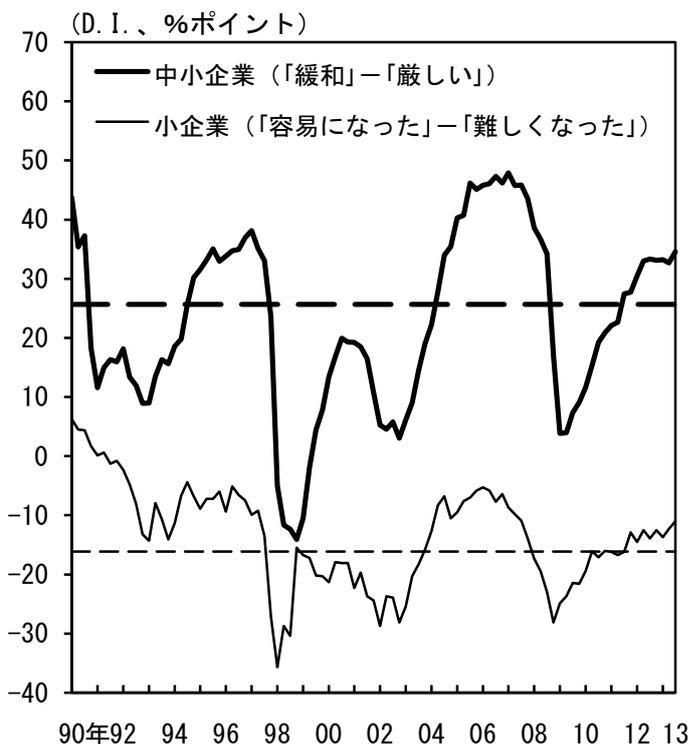
企業金融

(1) 企業からみた金融機関の貸出態度

<短観>

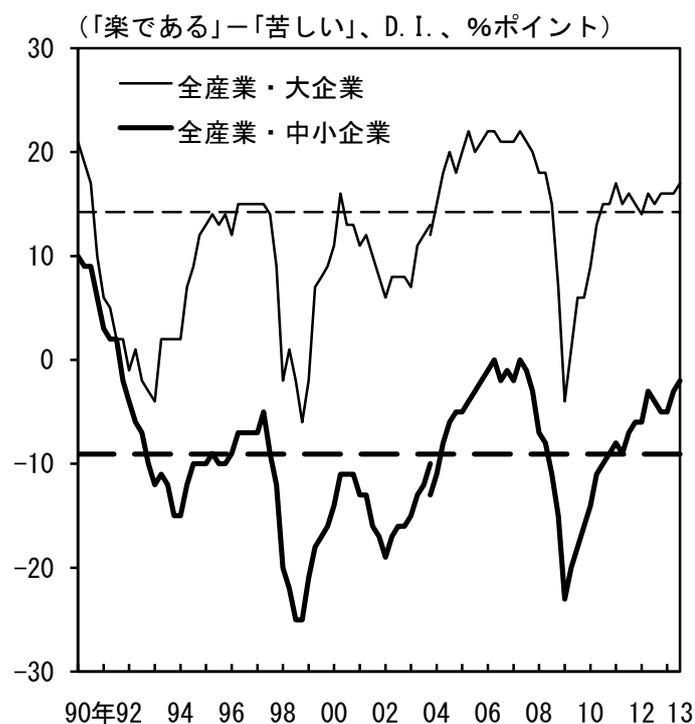


<日本公庫>

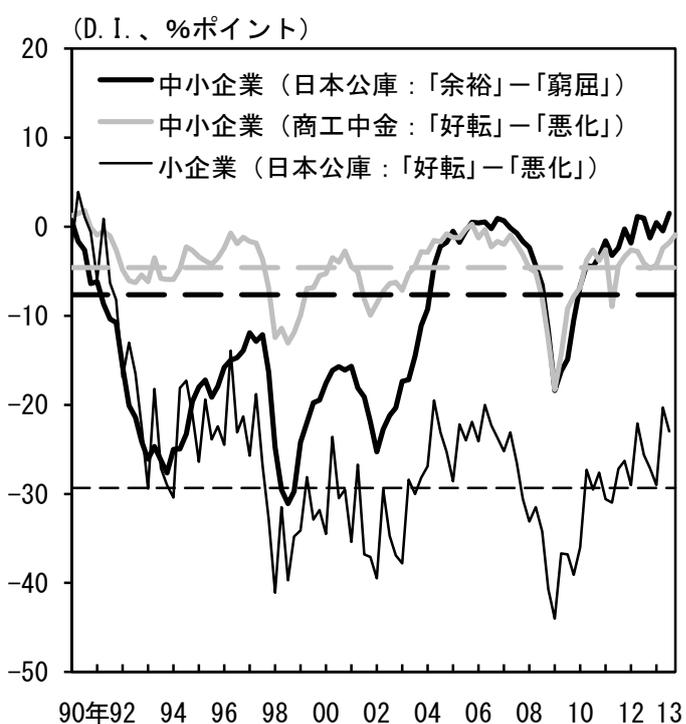


(2) 企業の資金繰り

<短観>



<日本公庫・商工中金>



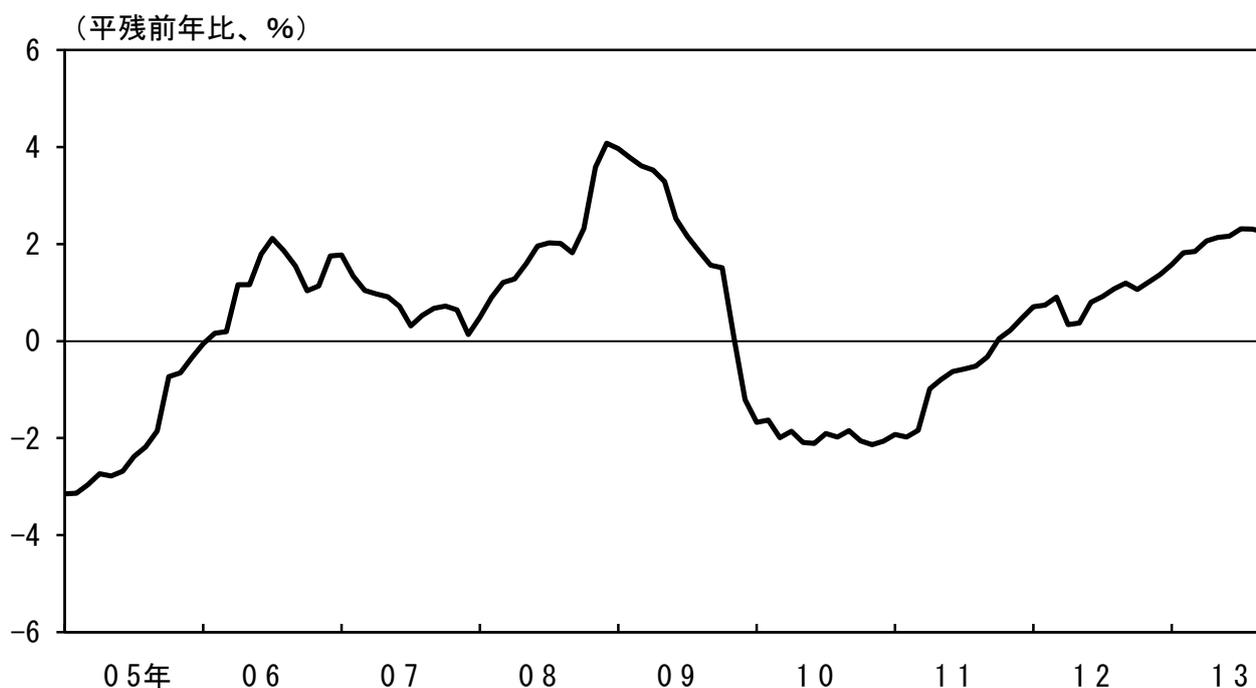
(注) 1. 短観は2004/3月調査より見直しを実施。旧ベースは2003/12月調査まで、新ベースは2003/12月調査から。破線は2000年以降の平均値。

2. 商工中金の2013/4Qは、10月の値。

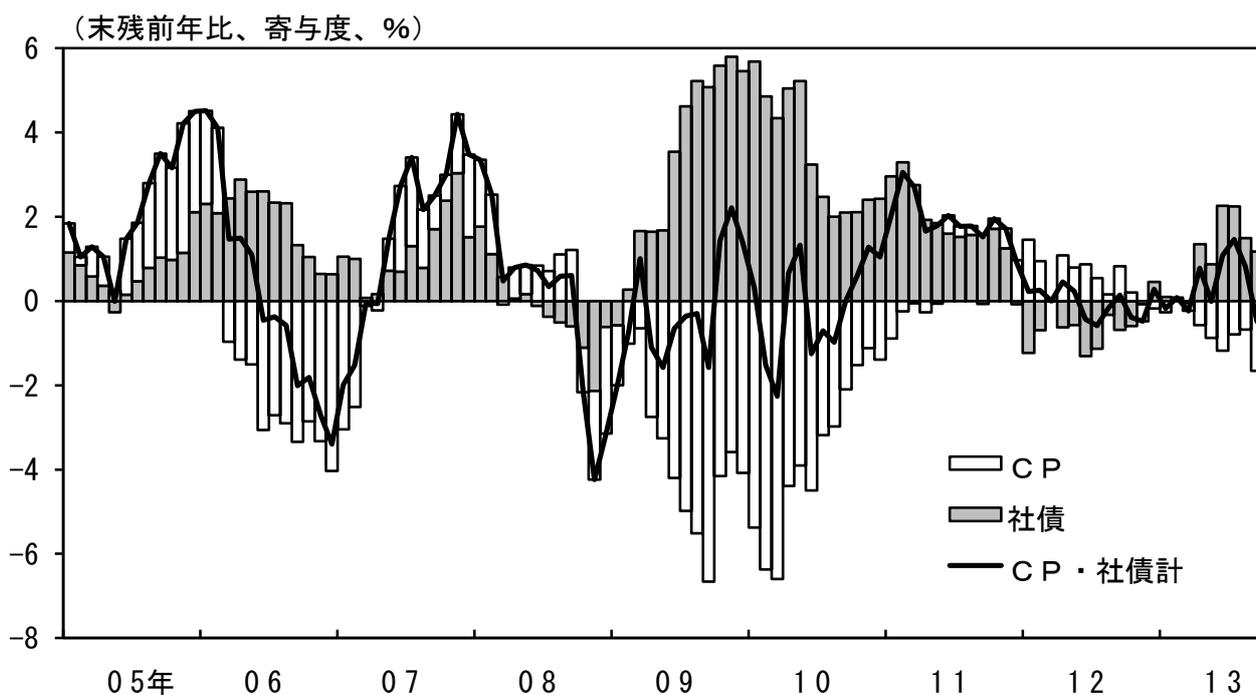
(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、商工中金「中小企業月次景況観測」、日本政策金融公庫「中小企業景況調査」「全国中小企業動向調査結果(小企業編)」

貸出残高と CP・社債発行残高

(1) 民間銀行貸出残高 (銀行計)



(2) CP・社債発行残高

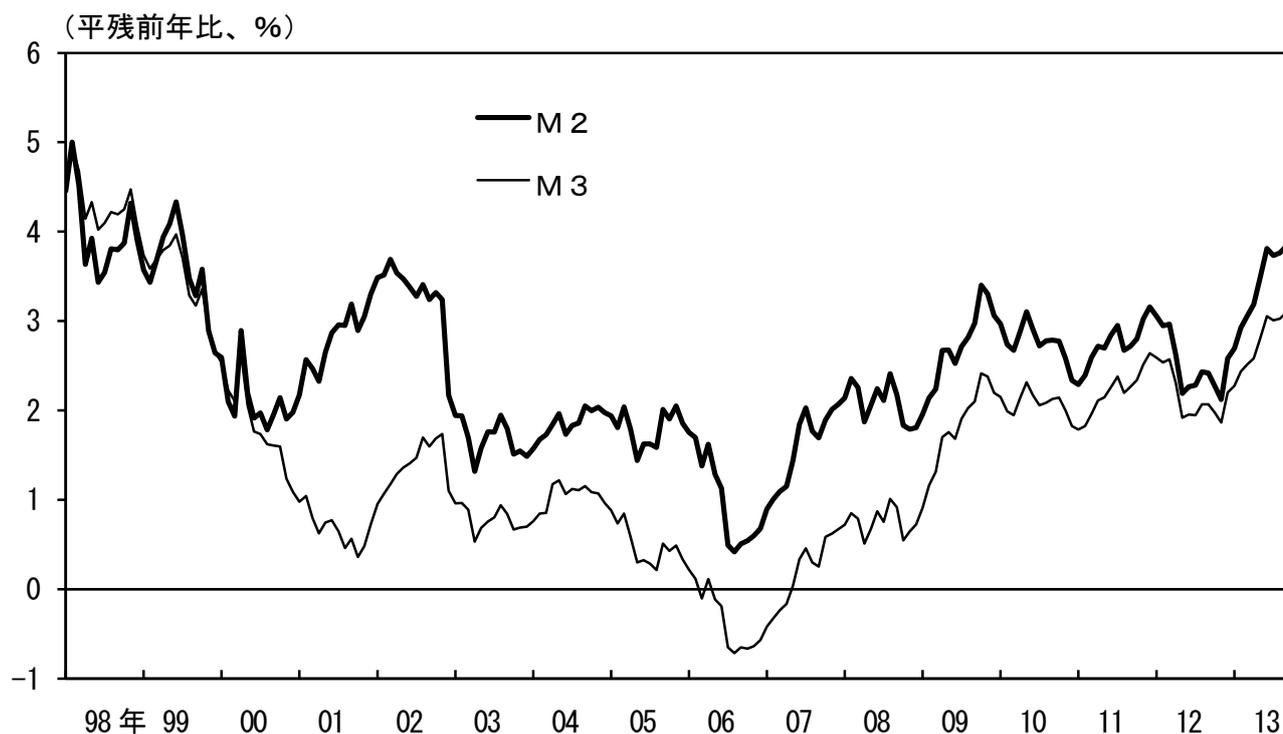


- (注) 1. CPは短期社債(電子CP)の残高。銀行、証券会社および外国会社等による発行分を含まず、ABC CPを含む。なお、2008/3月以前は、日本銀行と当座勘定取引のある銀行・証券会社の引受によるものの残高。
 2. 社債は国内、海外で発行された普通社債の合計値。銀行発行分を含む。国内発行分は、振替債の残高。ただし、2008/4月以前については、振替債以外も含む残高合計値を段差修正して接続。

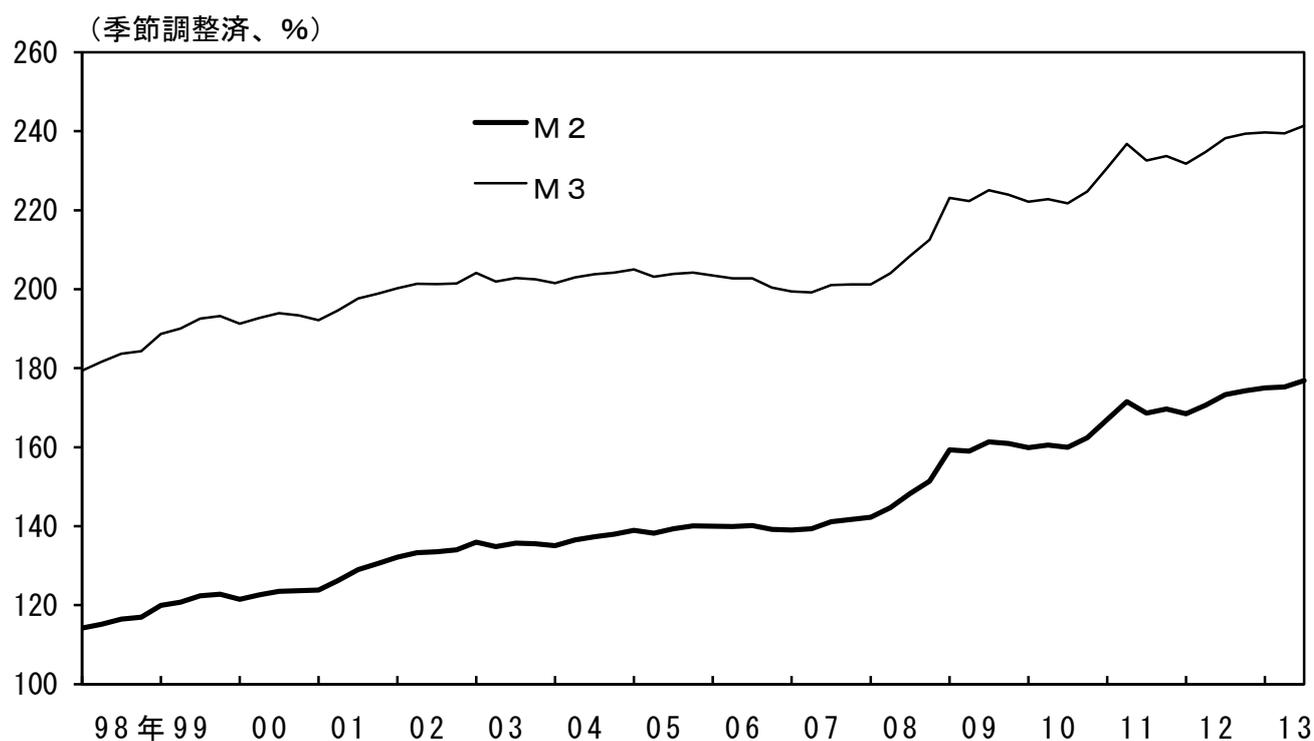
(資料) 日本銀行「貸出・資金吸収動向」「貸出・預金動向」、証券保管振替機構、日本証券業協会、アイ・エヌ情報センター

マネーストック

(1) 前年比



(2) 対名目GDP比率

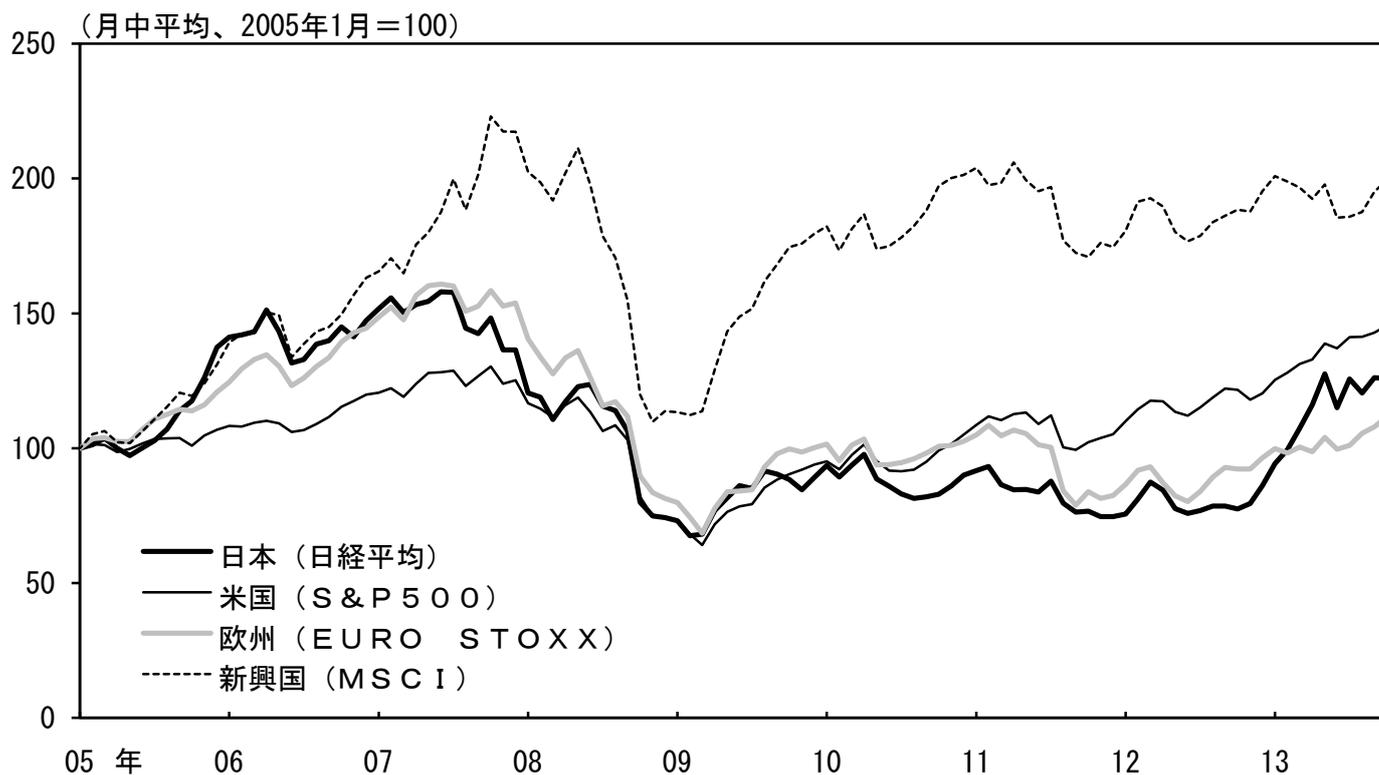


(注) 2003/3月以前のM2、M3は、それぞれマネーサプライ統計の「M2 + CD」、
「M3 + CD - 金銭信託」を利用。2013/3Qの名目GDPは、2013/2Qの値。

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

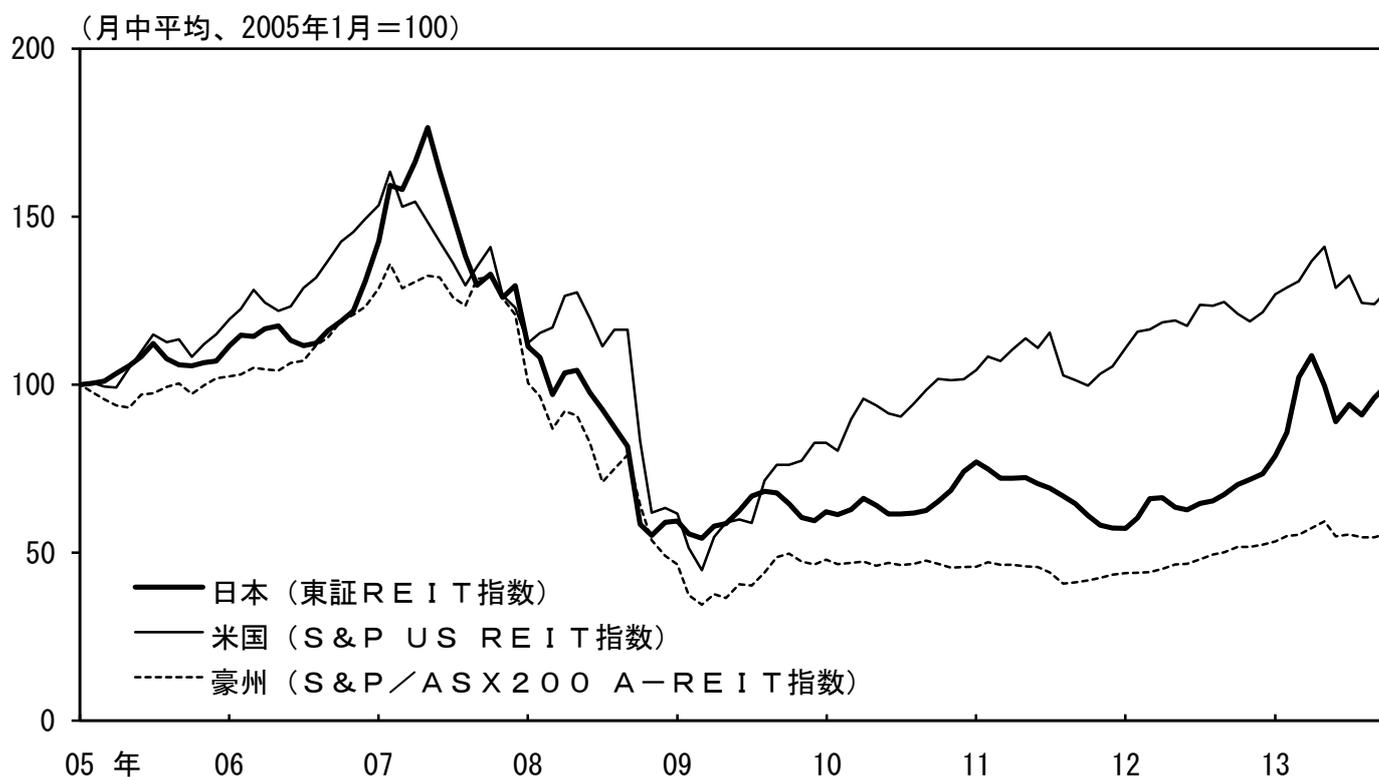
株価・REIT価格

(1) 主要株価指数



(注) 新興国は、MSCIエマージング（現地通貨建て）を利用。

(2) 主要REIT指数

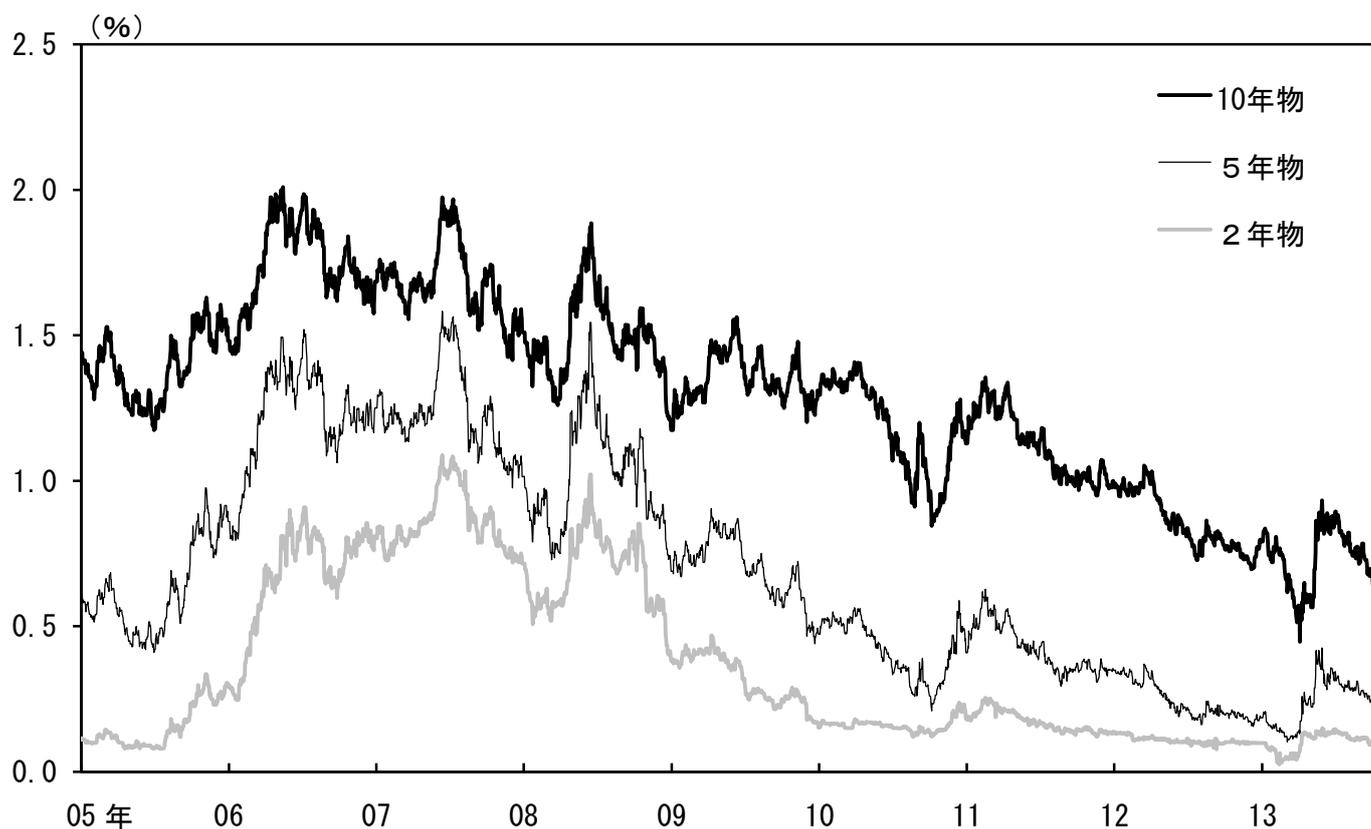


長期金利

(1) 主要国の長期金利 (10年物国債利回り)



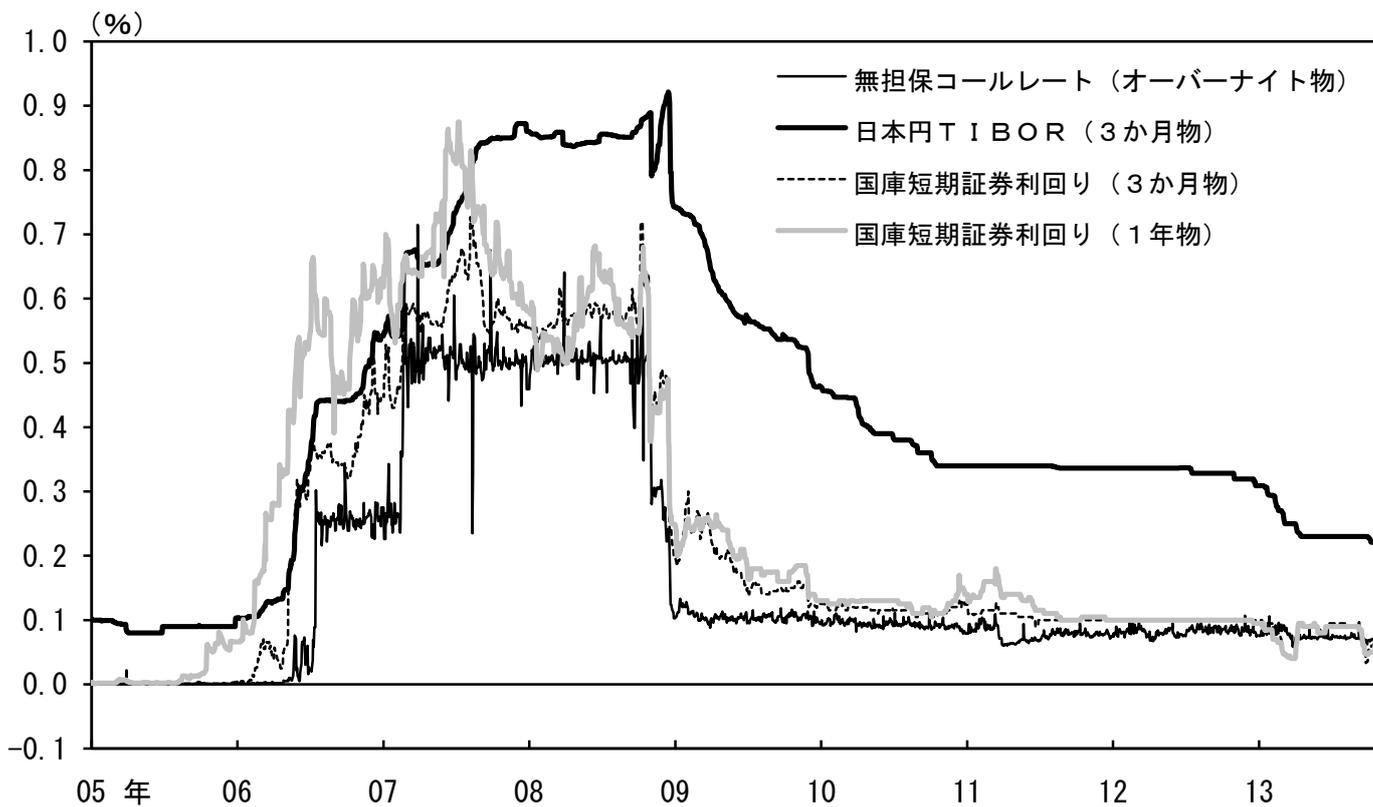
(2) 日本の国債利回り



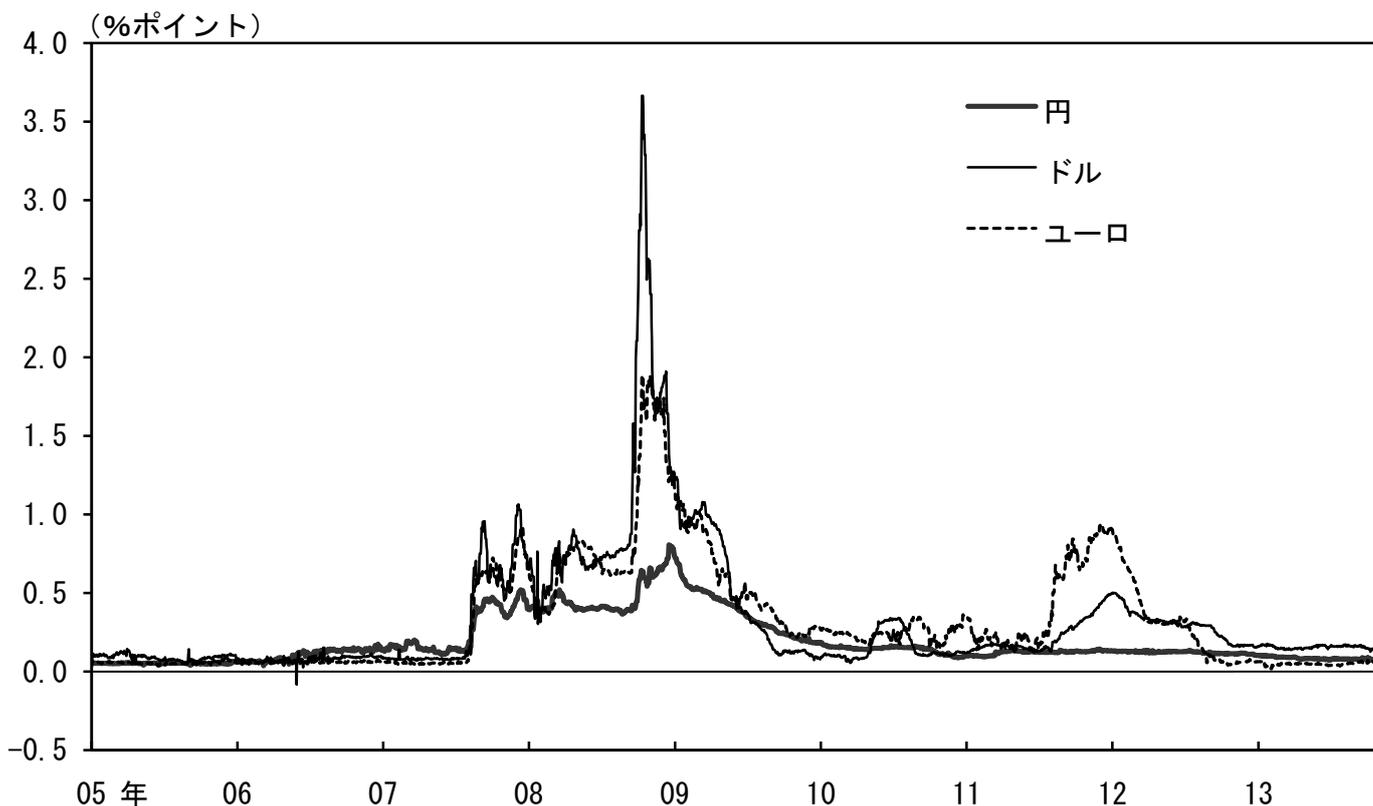
(資料) Bloomberg

短期金利

(1) 短期金利



(2) 円、ドル、ユーロのターム物の信用スプレッド



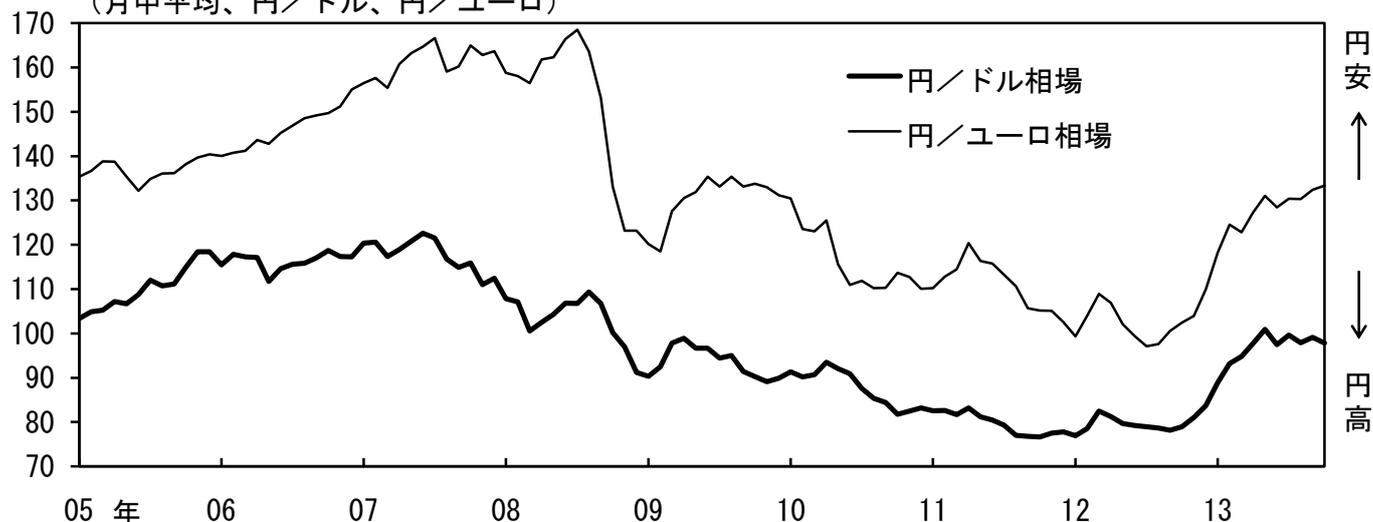
(注) ターム物の信用スプレッド=LIBOR3か月物-OISレート3か月物

(資料) 日本銀行、Bloomberg

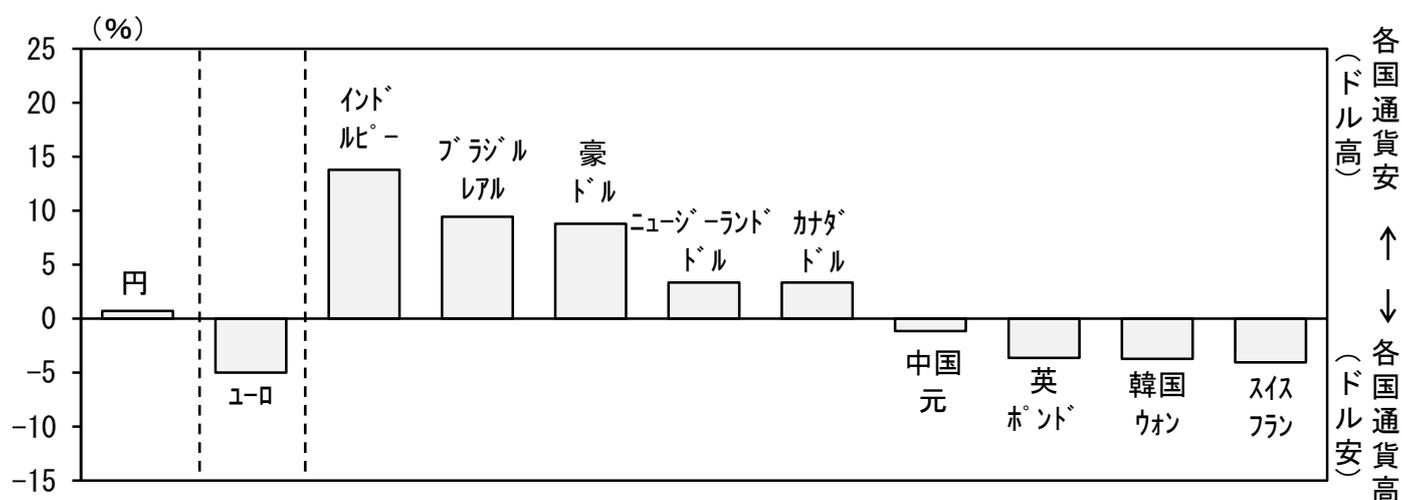
為替相場

(1) 円ドル・円ユーロ相場

(月中平均、円/ドル、円/ユーロ)

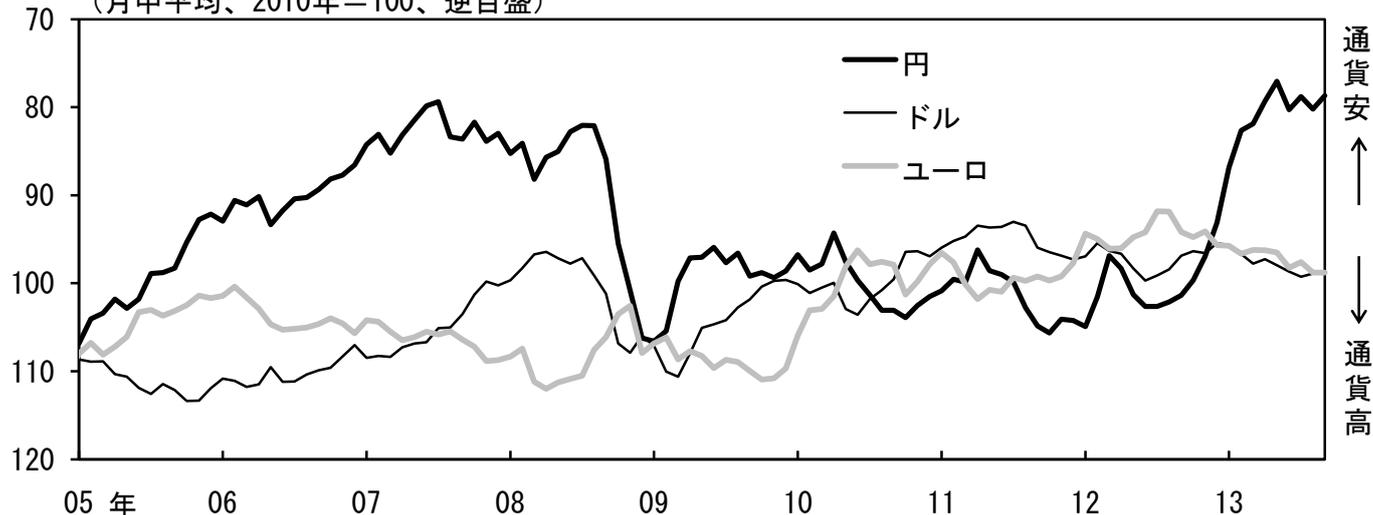


(2) 各国通貨の対ドルレート変化率 (2013年4月末対比)



(3) 実質実効為替レート

(月中平均、2010年=100、逆目盛)

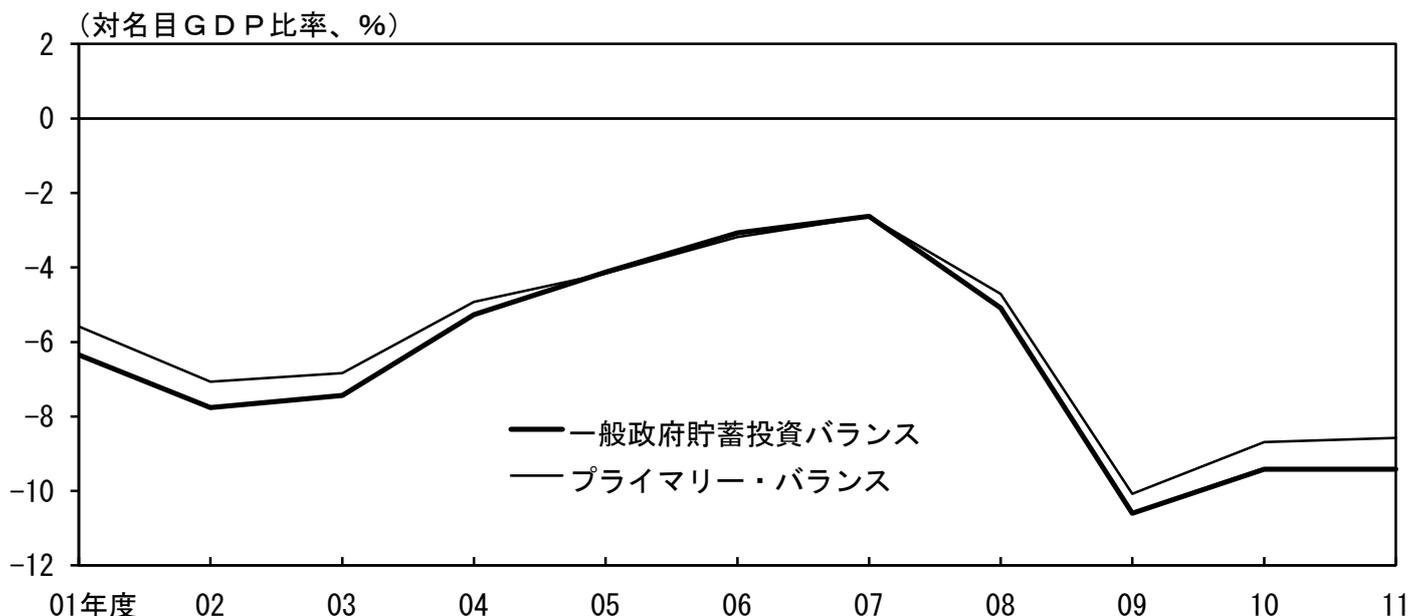


(注) 実質実効為替レートはB I Sのブロードベース。

(資料) B I S、Bloomberg

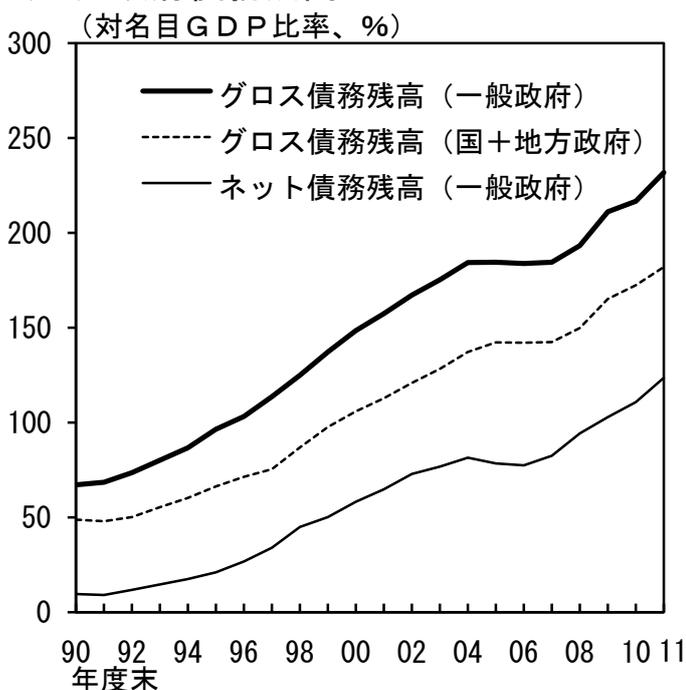
政府債務残高

(1) 財政収支



(注) 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(2008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(2008~2011年度)、鉄道建設・運輸施設整備支援機構から一般会計への繰入れ(2011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) 政府債務残高



(3) G7諸国の政府債務残高

(対名目GDP比率、%)

	財政収支	政府債務残高<グロス>	政府債務残高<ネット>
日本	-9.9	219.1	135.9
米国	-8.7	106.3	87.1
ドイツ	0.2	89.2	50.9
イギリス	-6.5	103.9	70.9
イタリア	-2.9	140.2	112.9
フランス	-4.9	109.7	70.7
カナダ	-3.2	85.5	34.5

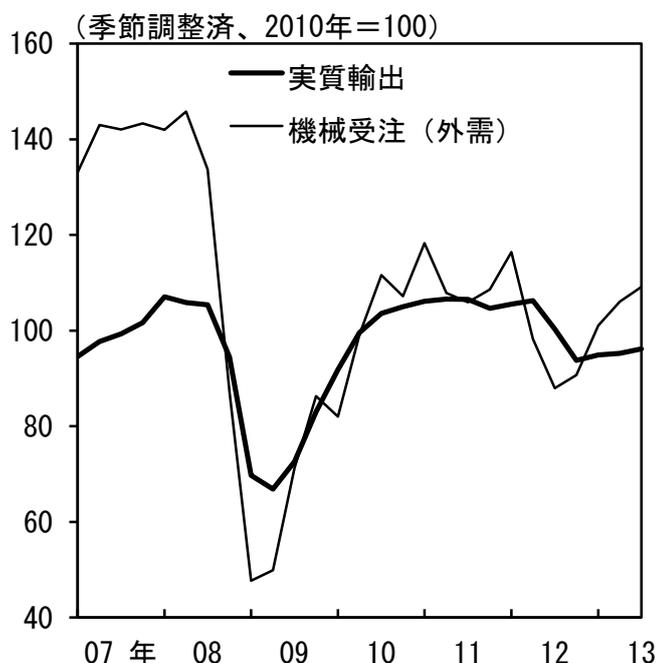
- (注) 1. (2)の一般政府は、国・地方政府・社会保障基金の合計値。
 グロス債務残高(国+地方政府)は、内閣府「中長期の経済財政に関する試算(2013/8月)」の公債等残高の値。ネット債務残高は、グロス債務残高から金融資産を差し引いたもの。
 2. (2)の一般政府の1993年度以前は2000年基準、1994年度以降は2005年基準。国+地方政府の2000年度以前は2000年基準、2001年度以降は2005年基準。
 3. (3)は一般政府の2012年の値。ネット債務残高は、グロス債務残高から金融資産を差し引いたもの。

(資料) 内閣府「国民経済計算」「中長期の経済財政に関する試算」、OECD「Economic Outlook」等

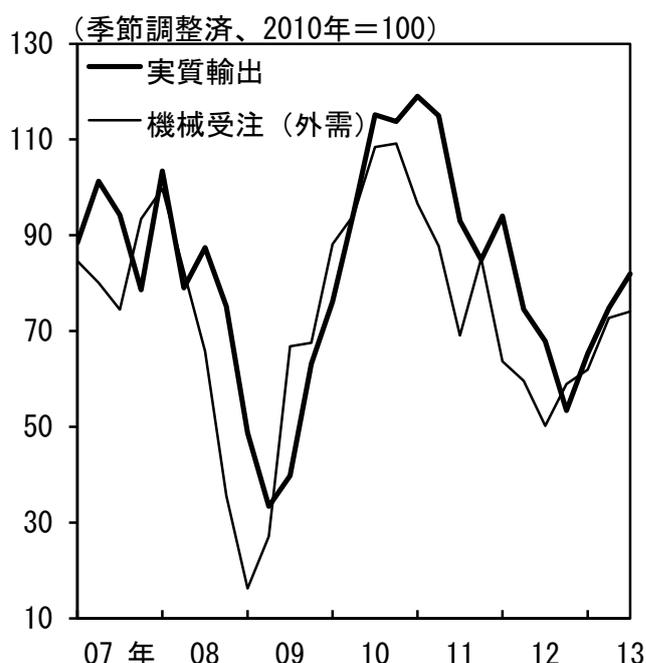
資本財輸出

(1) 資本財・部品の輸出と機械受注(外需)

① 資本財・部品の合計



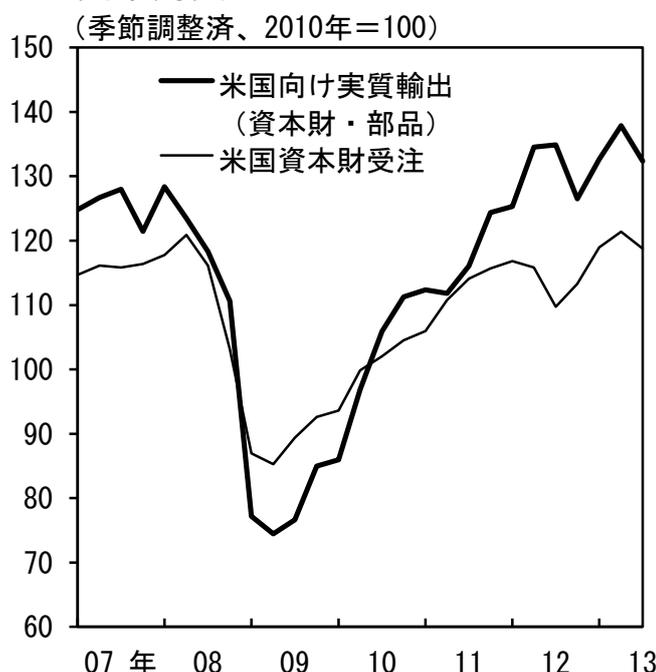
② うち半導体製造装置



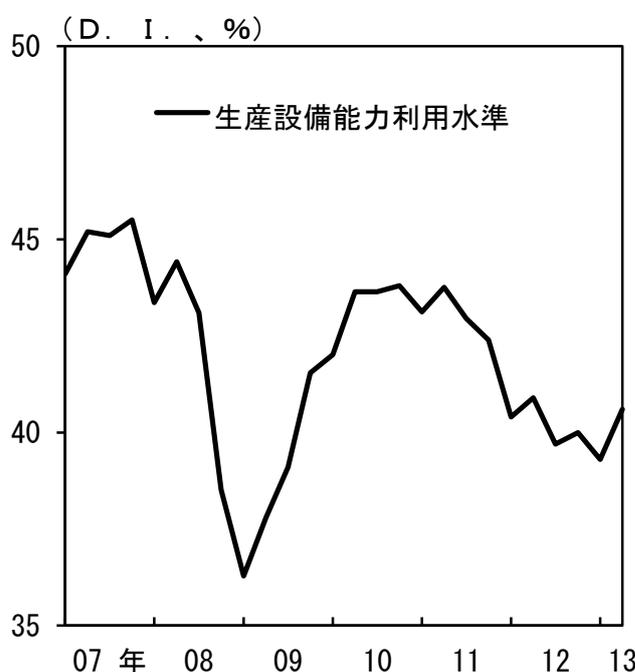
- (注) 1. 実質輸出、②の機械受注(外需)は、X-12-ARIMAによる季節調整値。
 2. ②の実質輸出は、部分品・付属品等を含む。
 3. 機械受注(外需)の2013/3Qは、7~8月の値。

(2) 資本財輸出を巡る環境

① 米国向け資本財・部品輸出と米国の資本財受注



② 中国人民銀行5,000社ビジネスサーベイ



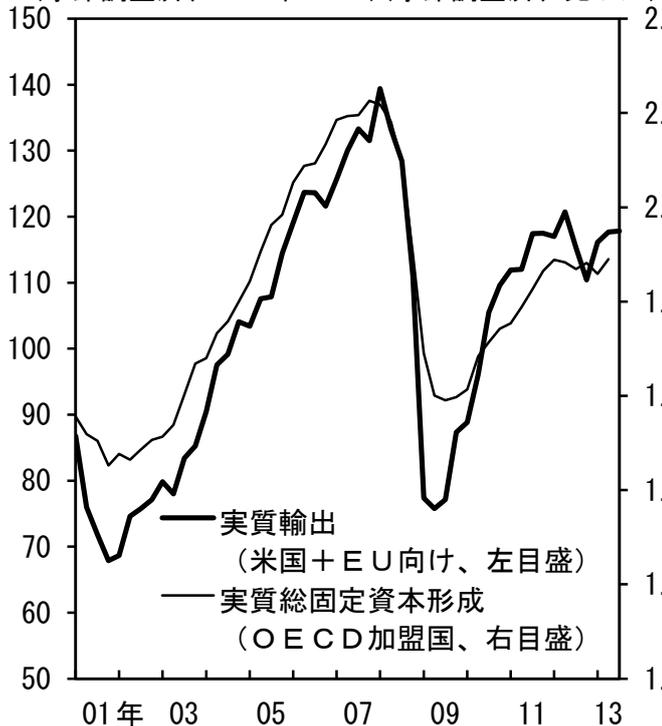
- (注) 1. ①の米国資本財受注は、国防関連及び航空機を除くベース。
 2. ②は、2つの選択肢(稼働率が「高すぎる」「低すぎる」)の回答比率をもとに算出されるD. I.。D. I.は、0~100%の値をとる。

(資料) 内閣府「機械受注統計」、財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」、CEIC

輸出を取り巻く環境

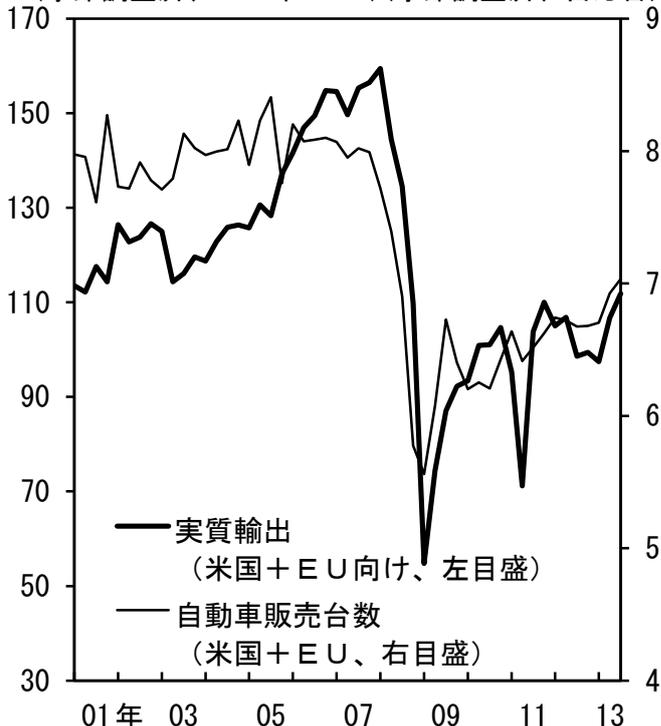
(1) 資本財・部品の輸出とグローバルな設備投資

(季節調整済、2010年=100)(季節調整済、兆ドル)



(2) 自動車関連の輸出と自動車販売

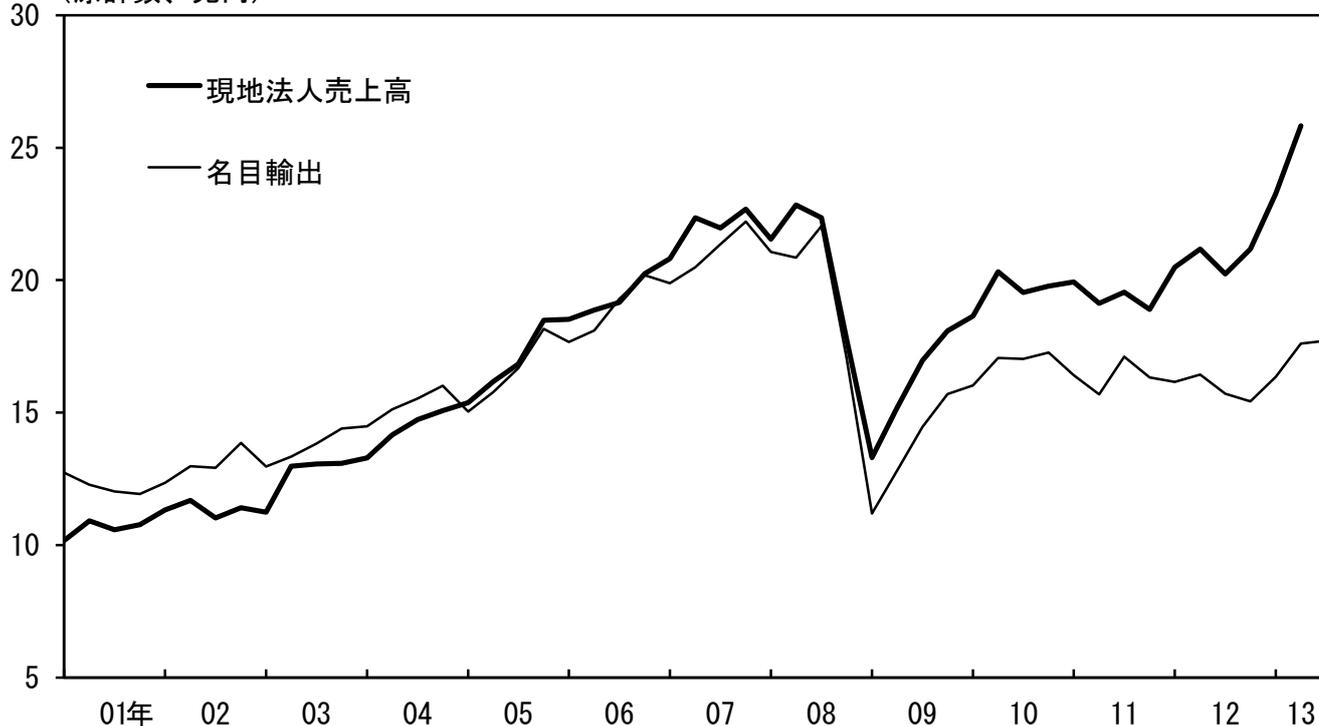
(季節調整済、2010年=100)(季節調整済、百万台)



(注) 実質輸出、(2)の自動車販売台数は、X-12-ARIMAによる季節調整値。

(3) 海外現地法人売上高(製造業)と輸出

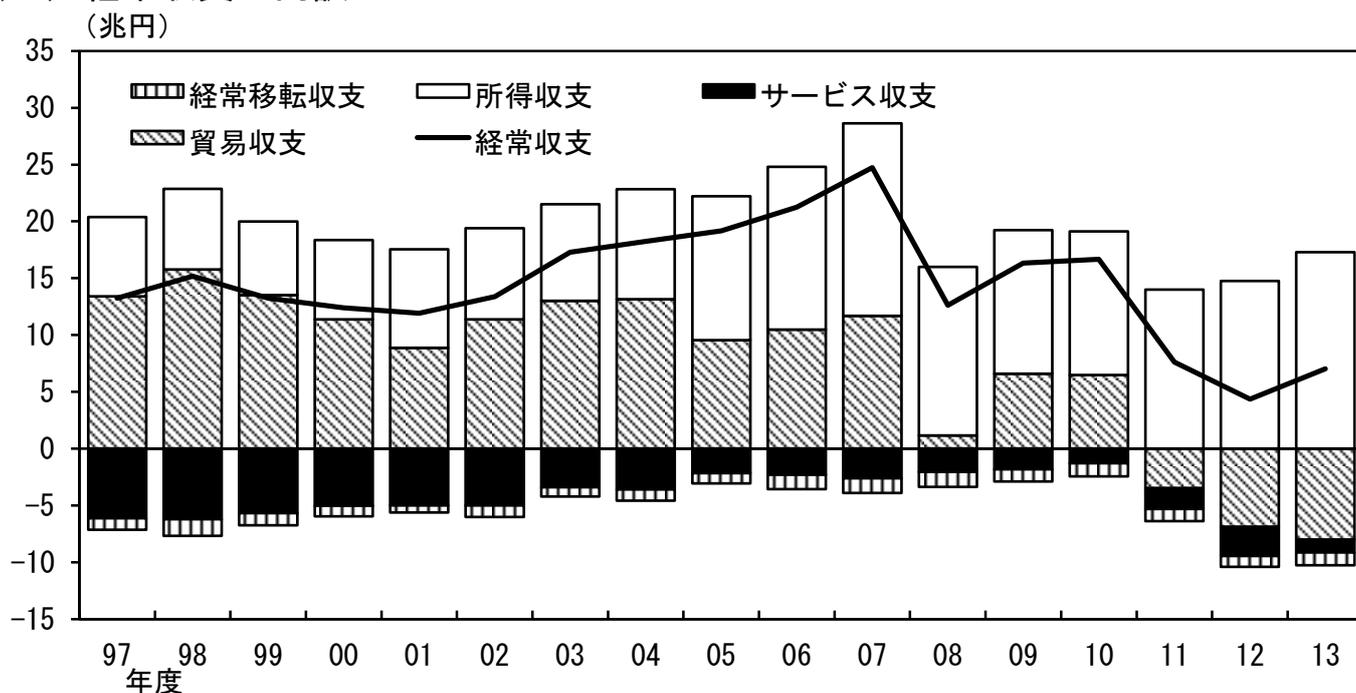
(原計数、兆円)



(資料) 財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」、OECD、BEA、ACEA、経済産業省「海外現地法人四半期調査」

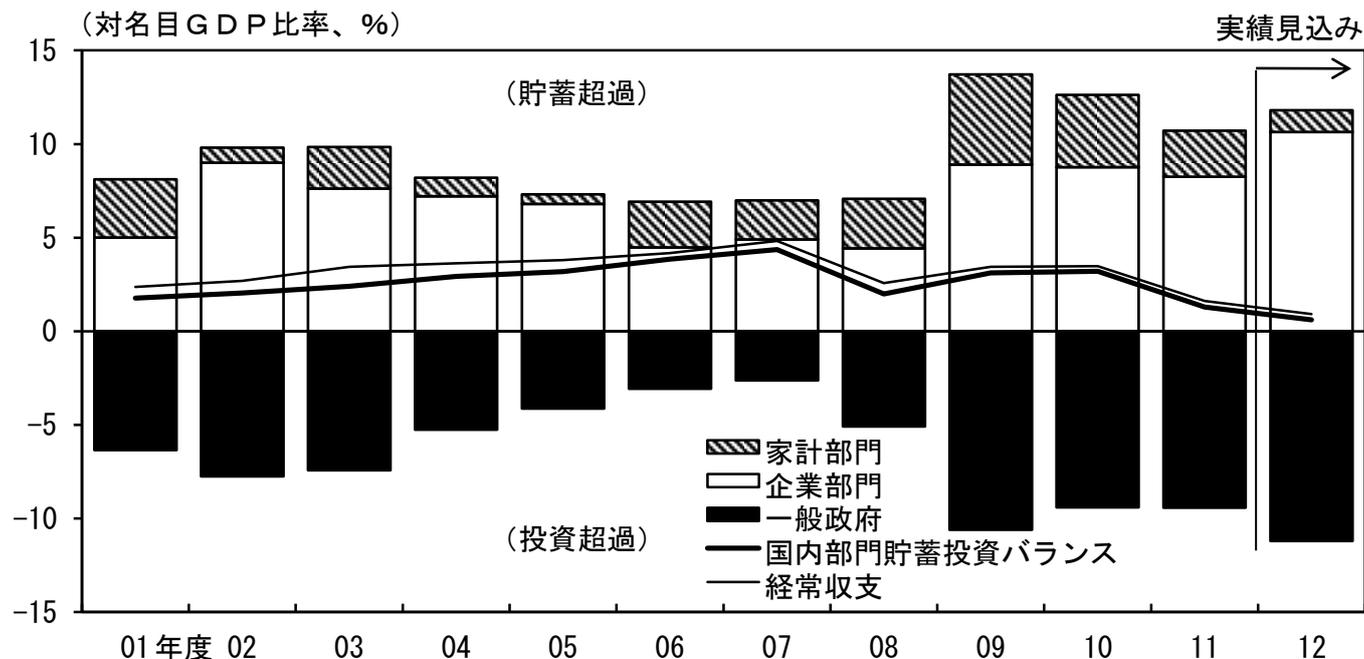
経常収支と貯蓄投資バランス

(1) 経常収支の内訳



(注) 2013年度は、4～8月の年率換算値。

(2) 貯蓄投資バランス

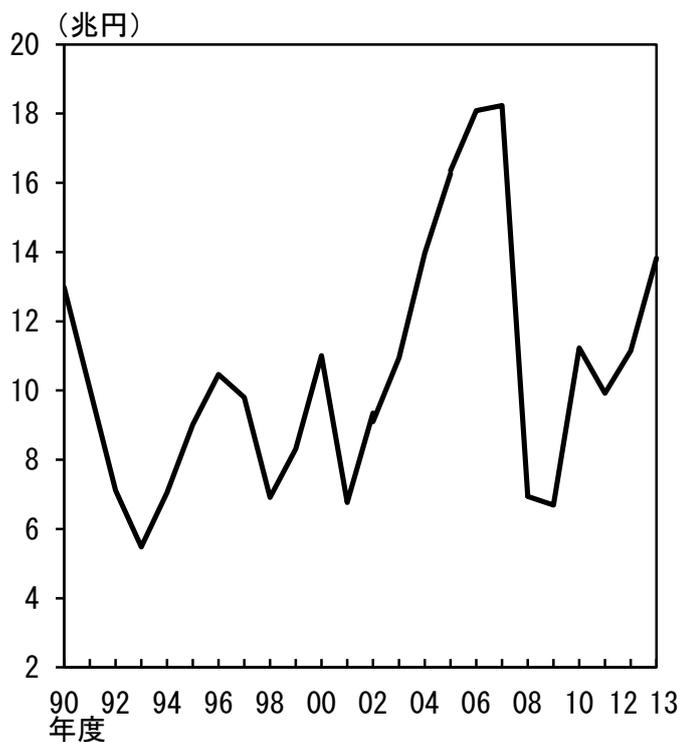


- (注) 1. 全ての計数について、図表28(1)と同じ処理を施した実勢ベース。
 2. 2012年度の一般政府貯蓄投資バランスは、内閣府「中長期の経済財政に関する試算(2013/8月)」に基づく。家計部門貯蓄投資バランスは、図表38(1)で試算されている名目可処分所得を用い、民間最終消費支出および民間住宅投資を差し引くことにより算出。企業部門貯蓄投資バランスは、国内部門貯蓄投資バランスから先の2部門を差し引くことにより算出。
 3. 2012年度の国内部門貯蓄投資バランスは、経常収支との前年度における乖離(2011年度名目GDP比率+0.3%)を差し引くことにより算出。

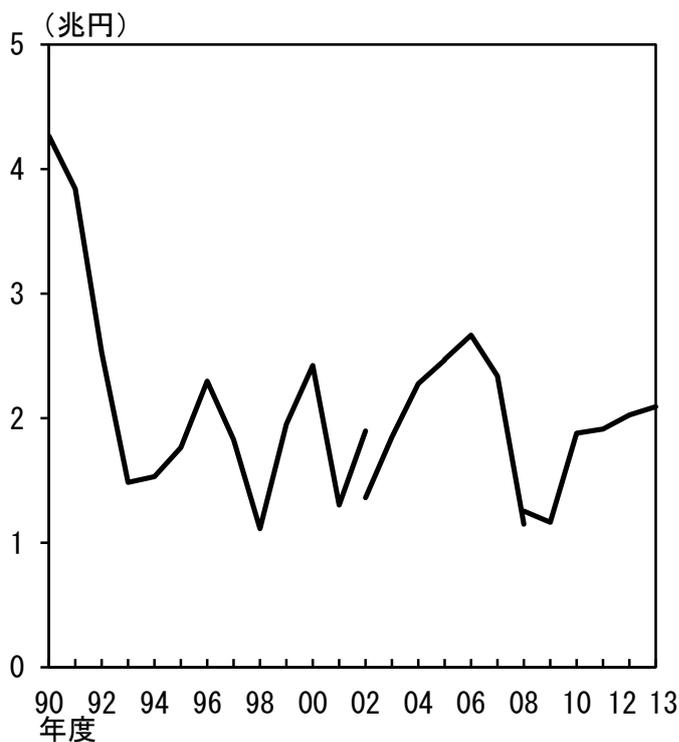
(資料) 内閣府「国民経済計算」「中長期の経済財政に関する試算」、財務省・日本銀行「国際収支状況」

企業収益

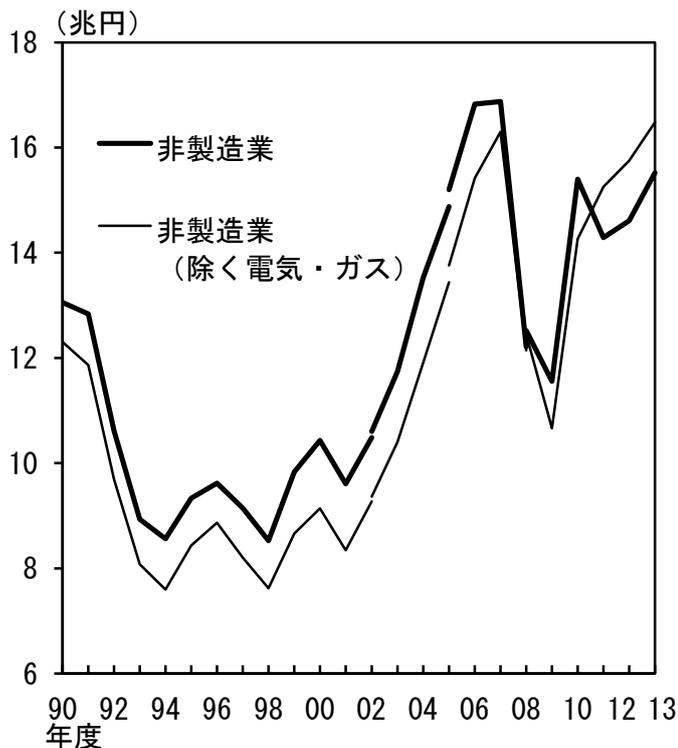
(1) 製造業大企業



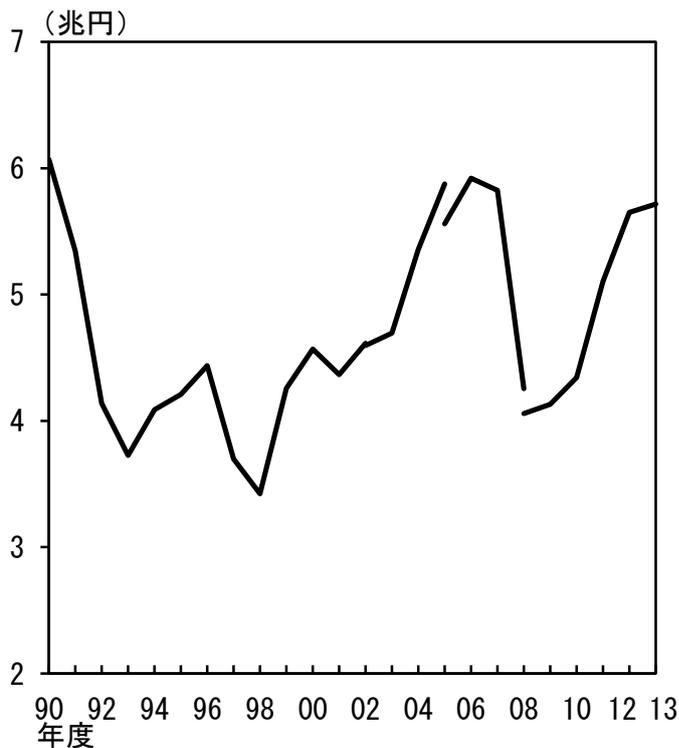
(2) 製造業中小企業



(3) 非製造業大企業



(4) 非製造業中小企業

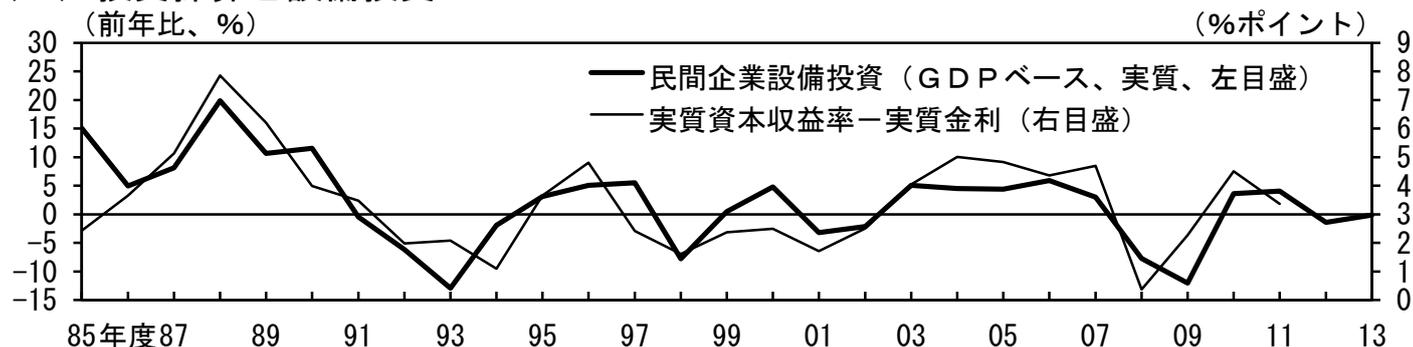


(注) 経常利益ベース。2013年度は、2013/9月調査時点の企業の予測値。
2004/3月調査より、調査対象企業の拡充を含む幅広い見直しを実施した。
また、2007/3月調査と2010/3月調査では、定例の調査対象企業の見直しを行った。
このため、これらのタイミングで、計数には不連続(段差)が生じている。

(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

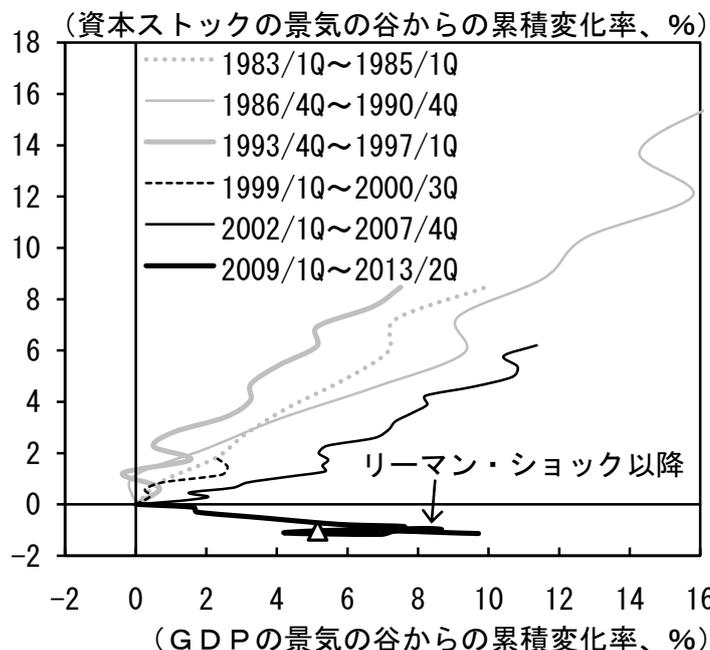
設備投資を支える要因

(1) 投資採算と設備投資

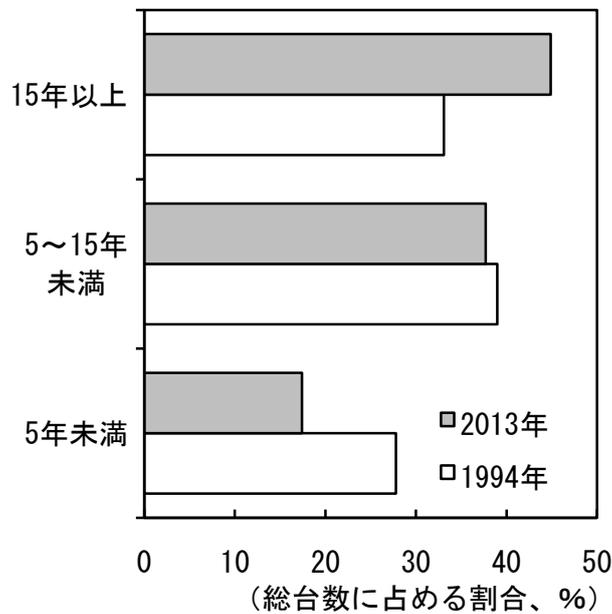


- (注) 1. 2013年度は、2013/2Qの値を用いて算出。
 2. 実質資本収益率=実質営業余剰/実質資本ストック×100
 3. 実質金利=長期プライムレート-1年先の内需デフレーター前年比

(2) 景気循環と資本ストック

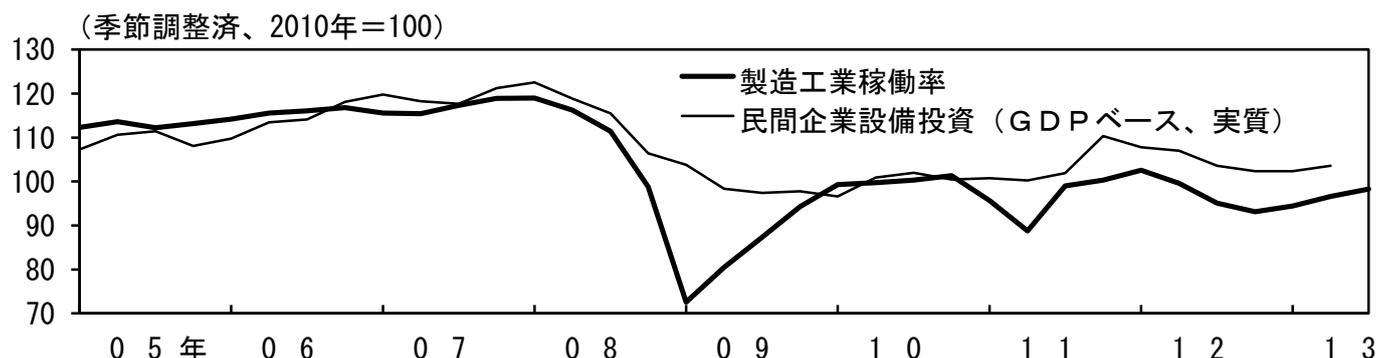


(3) 生産設備保有期間 (製造業)



- (注) (2) の△は、東日本大震災発生。1986/4Q~1990/4Qの景気回復局面では、最終的には、GDPの累積変化率は25%、資本ストックの累積変化率は25%に到達。また、2009/3月からの景気循環の景気の山は、2012/4月と暫定的に設定されている。

(4) 製造工業稼働率と設備投資



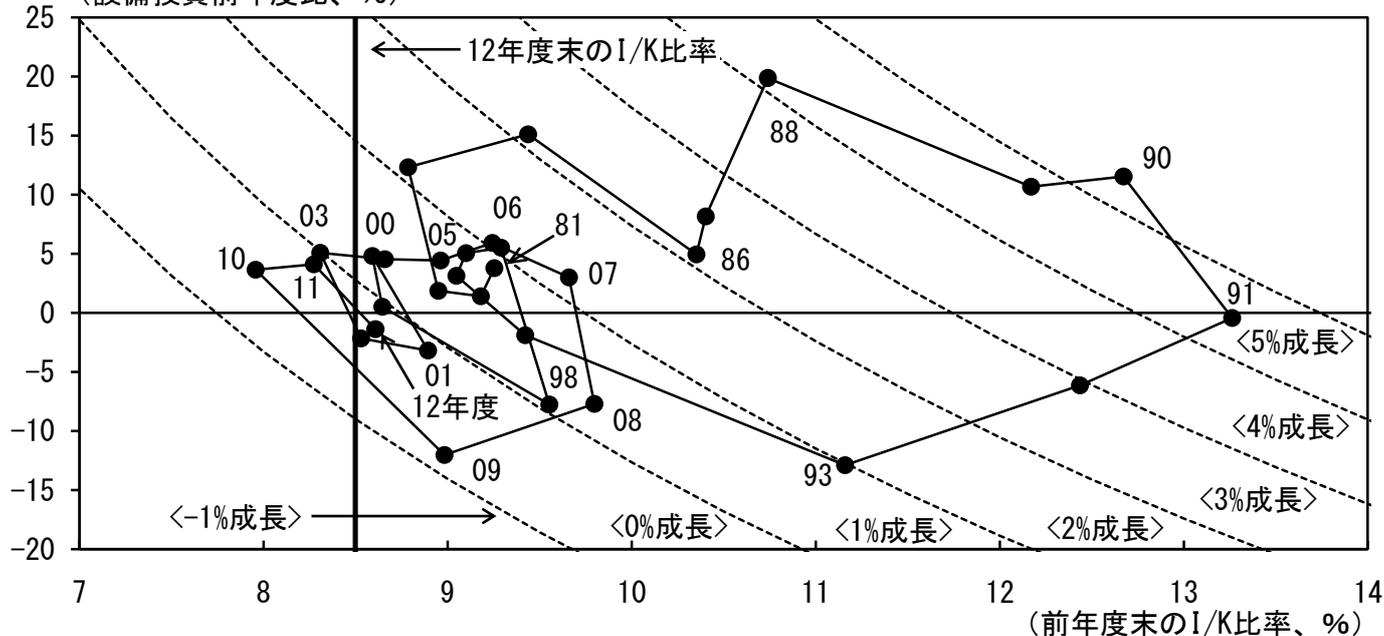
- (注) 2013/3Qは、7~8月の値。

(資料) 内閣府「国民経済計算」、
 経済産業省「生産設備保有期間等に関するアンケート調査」「鉱工業指数統計」等

資本ストック循環と設備投資計画

(1) 資本ストック循環

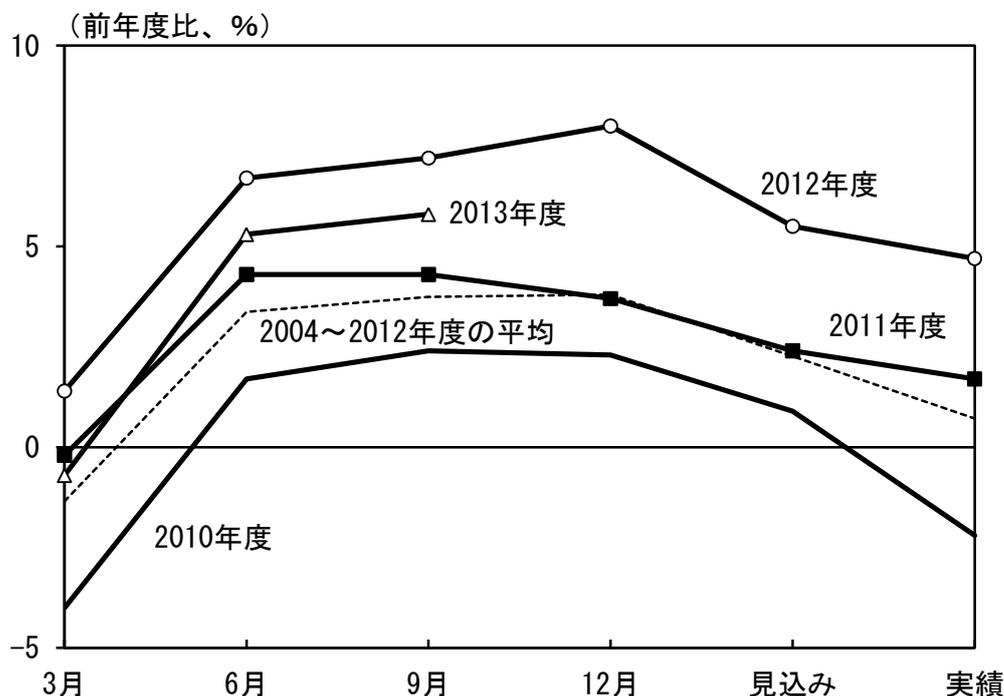
(設備投資前年度比、%)



- ・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みることで、設備投資の局面評価をすることができる。

(2) 設備投資計画（短観・全産業全規模）

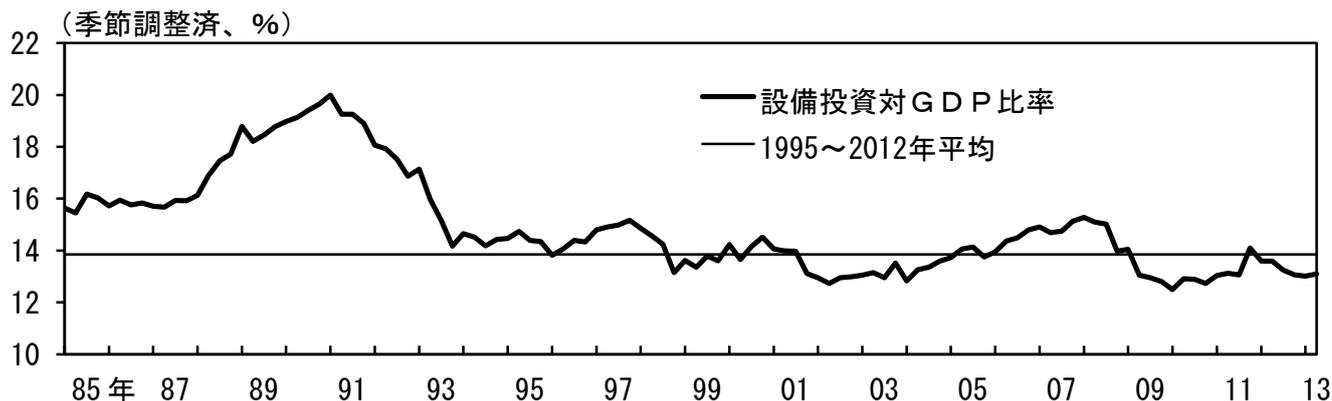


(注) ソフトウェア投資額を含み、土地投資額は含まない。

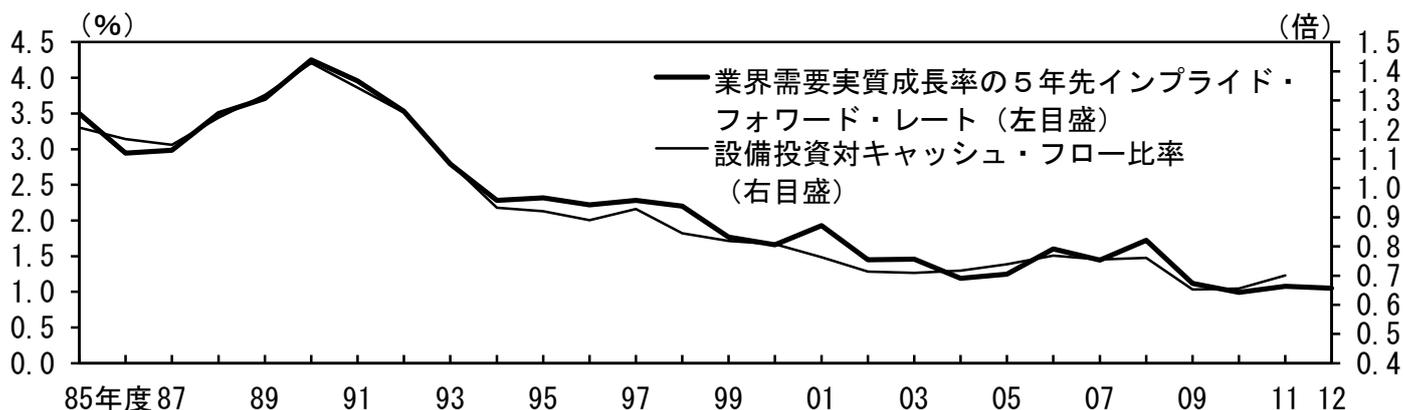
(資料) 内閣府「国民経済計算」、経済産業研究所「日本産業生産性データベース」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

設備投資の水準評価

(1) 設備投資対GDP比率 (名目)

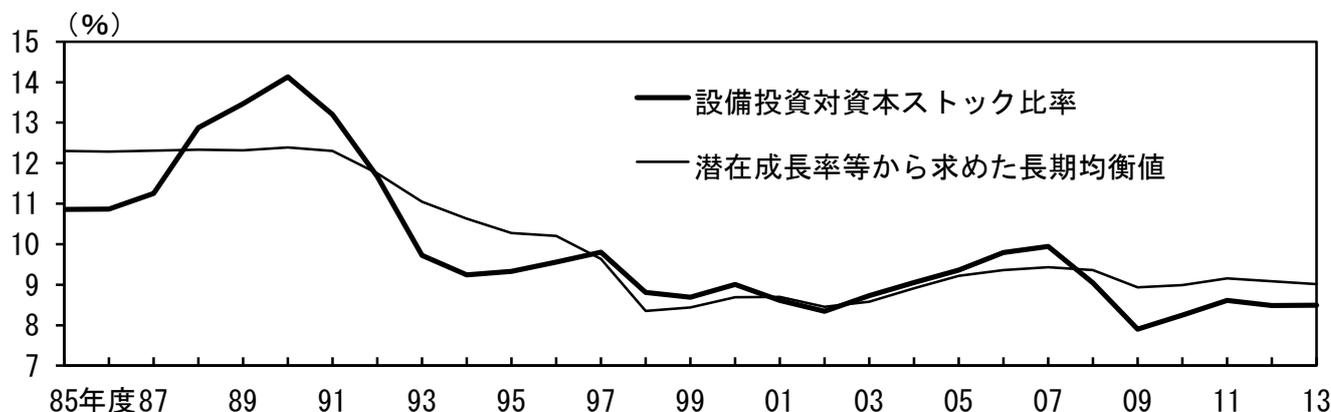


(2) キャッシュ・フローと設備投資



- (注) 1. 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。調査時点は各年度の1月または2月。
2. 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。1993年度以前は2000年基準の計数を使用。

(3) 設備投資対資本ストック比率 (I_t/K_{t-1})

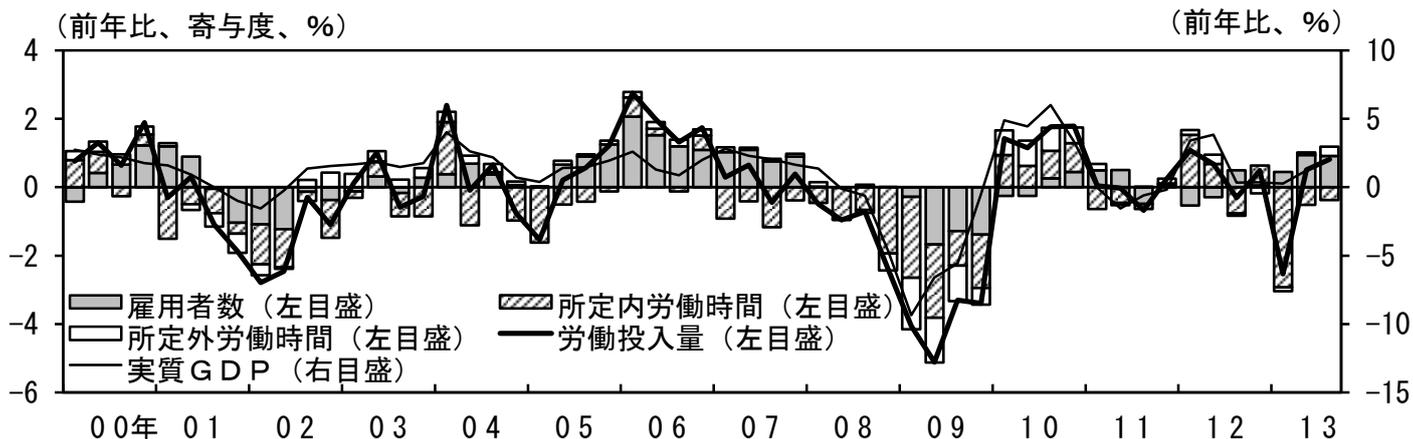


- (注) 1. 2013年度は、2013/2Qの値。
2. $(I_t/I_{t-1}) \cdot (I/K)_{t-1}$ = 期待成長率 + 資本係数のトレンド成長率 + 減耗率の関係 (図表34の説明参照) から、潜在成長率と整合的な設備投資対資本ストック比率を求めると、 I_t/K_{t-1} = 潜在成長率 + 資本係数のトレンド成長率 + 減耗率となる。これを潜在成長率等から求めた長期均衡値としている。

(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

労働需給

(1) 労働投入量と実質GDP



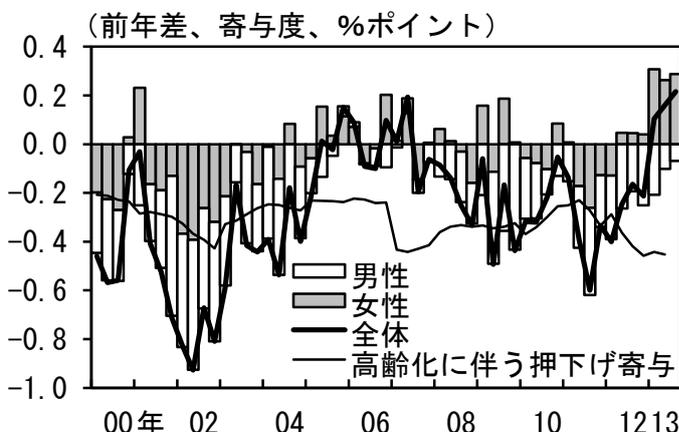
(注) 1. 2013/3Qは、7~8月の前年同期比。
 2. 労働投入量=雇業者数(労働力調査)×総実労働時間(所定内労働時間+所定外労働時間)

(2) 労働力人口比率

①水準

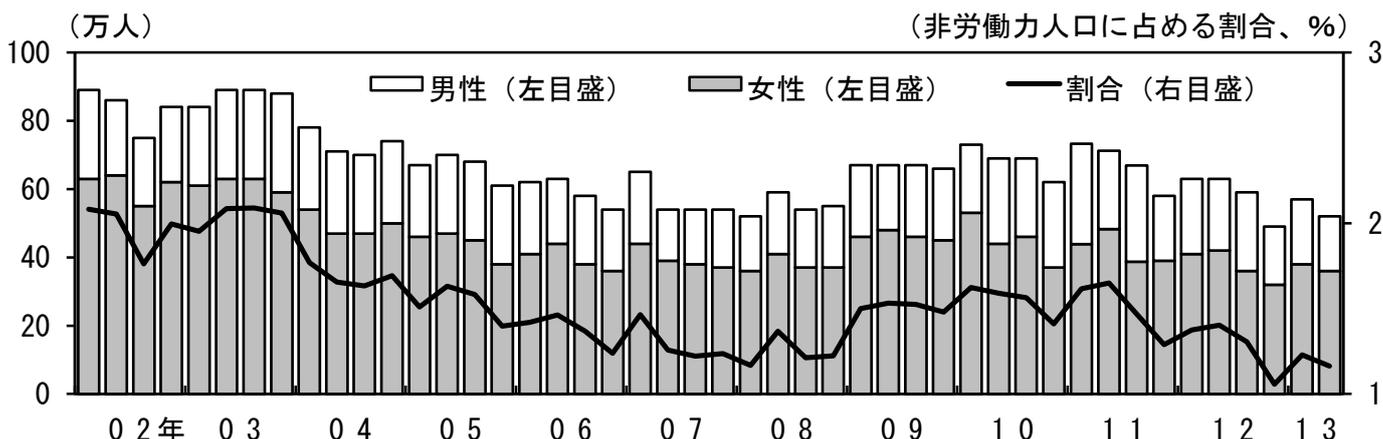


②前年差



(注) 1. 労働力人口比率=労働力人口/15歳以上人口×100。①はX-12-ARIMAによる季節調整値。
 2. ②は男女別の労働力人口比率の前年差を、前年の15歳以上人口の男女比で加重して作成。高齢化に伴う押下げ寄与は、労働市場に参加する割合が低い高齢人口の増加による労働力人口比率の低下幅を表し、年齢階層別労働力人口比率を年齢ダミー等で回帰した結果を用いて推計。

(3) 求職意欲喪失者



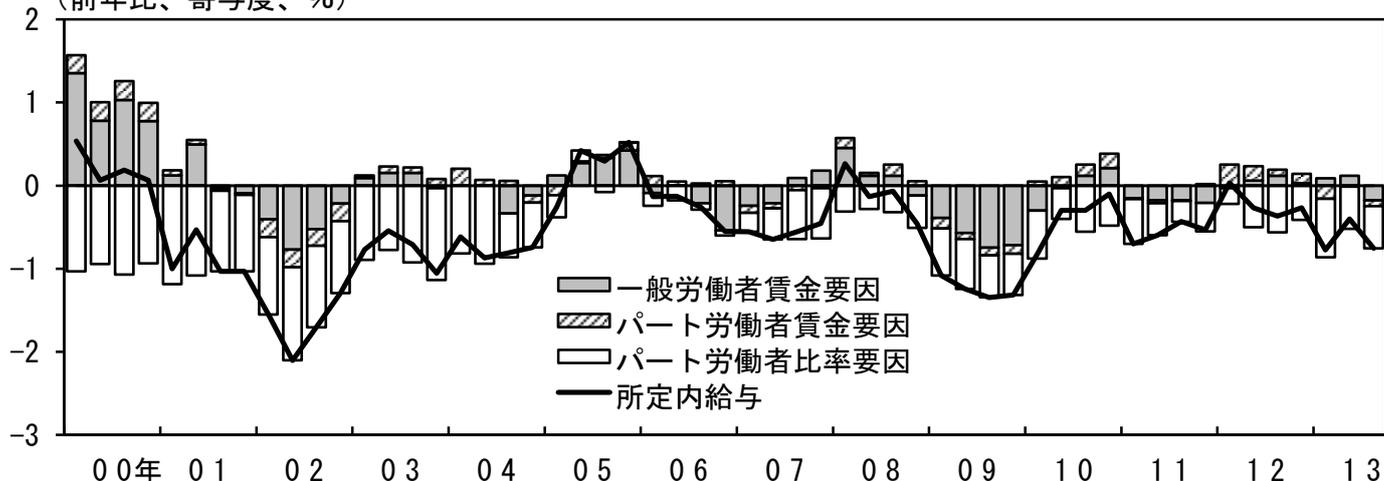
(注) 求職意欲喪失者は、非労働力人口のうち就業を希望し、かつすぐに仕事につける状態にあるが、適当な仕事がないため求職活動を行っていない者。2011/1~3Qは試算値。

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

最近の賃金の動き

(1) 所定内給与

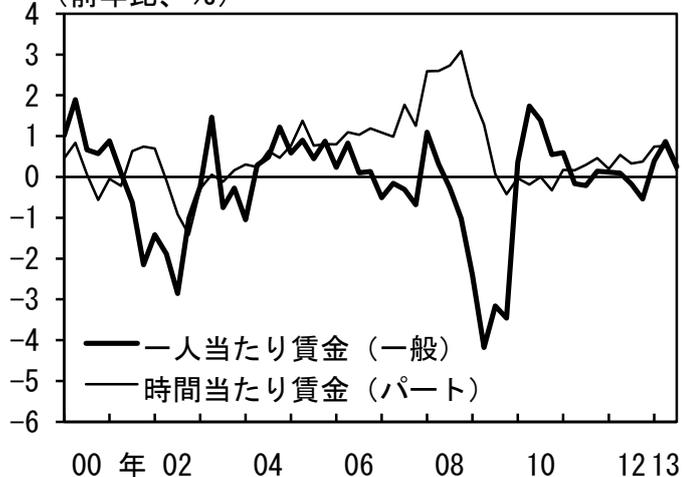
(前年比、寄与度、%)



(注) 2013/3Qは、7~8月の前年同期比(下の(2)、(3)も同じ)。

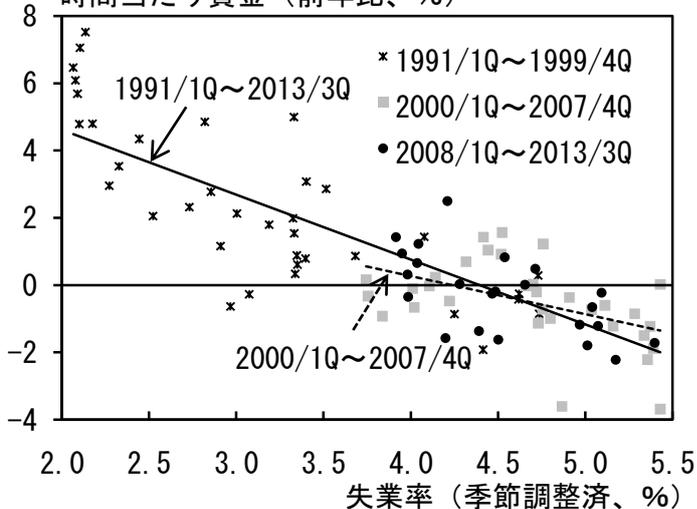
(2) 一般・パート別賃金

(前年比、%)



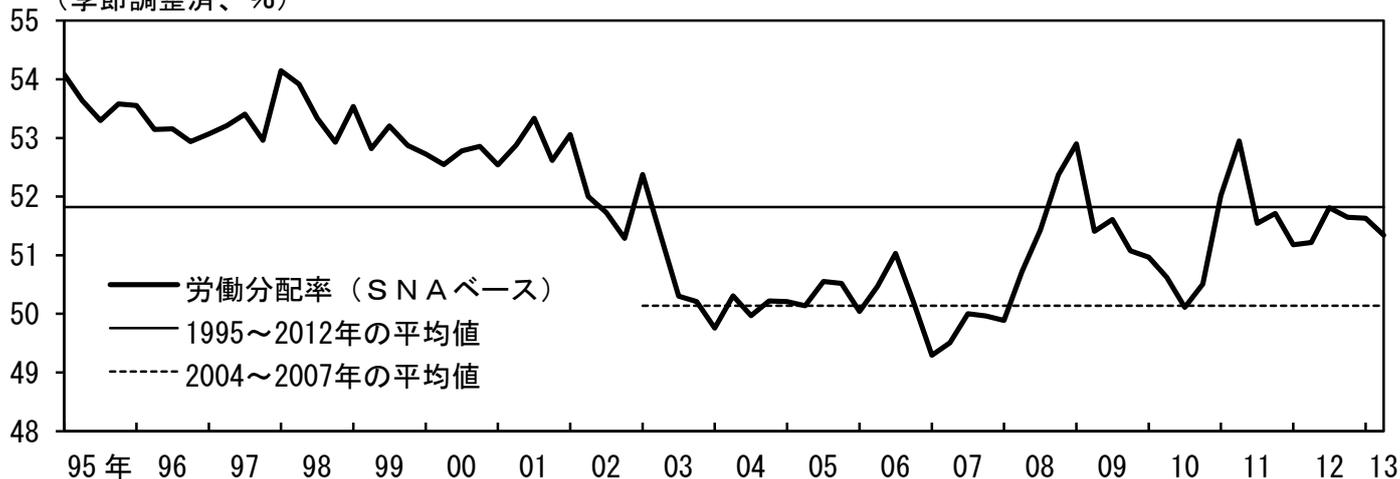
(3) 失業率と時間当たり賃金

時間当たり賃金(前年比、%)



(4) 労働分配率

(季節調整済、%)

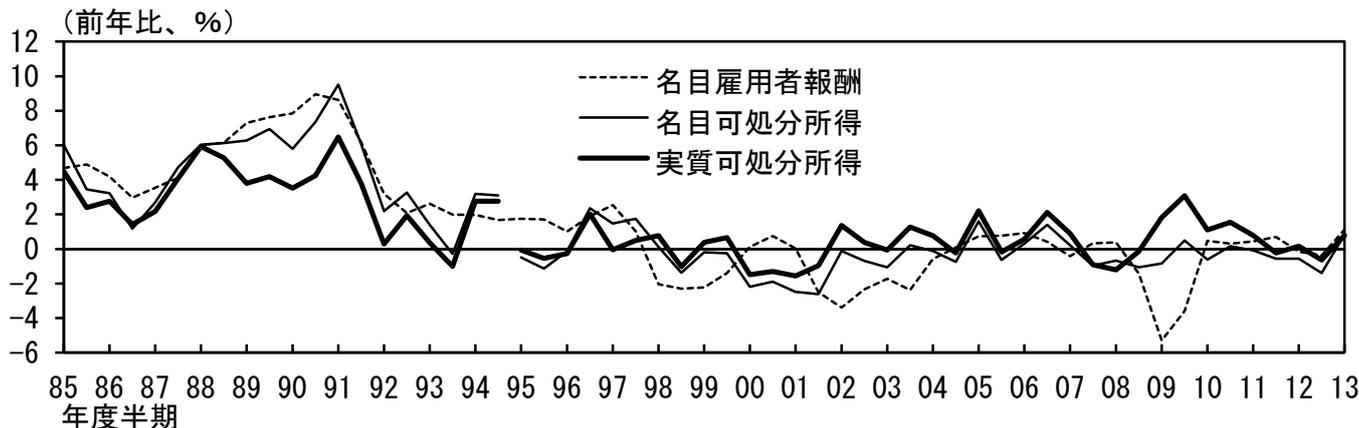


(注) 労働分配率=名目雇用者報酬/名目GDP×100

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

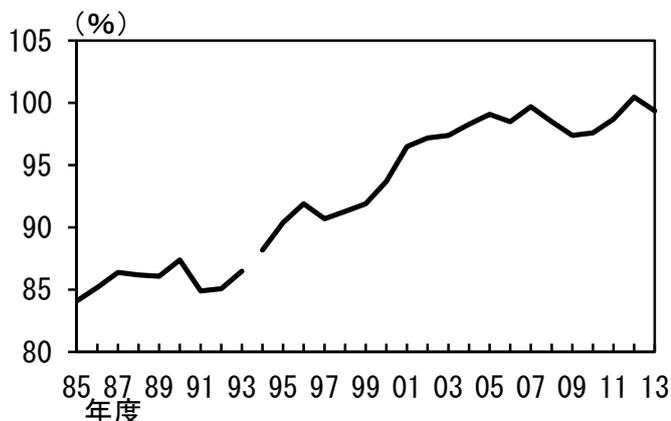
個人消費を取り巻く環境

(1) 雇用者報酬と可処分所得

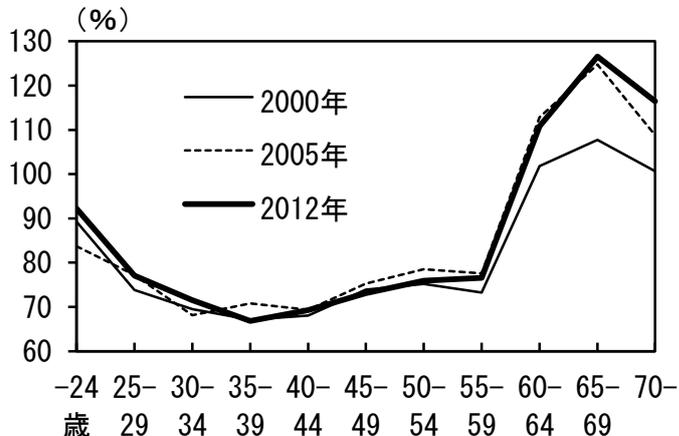


- (注) 1. 名目雇用者報酬の2013年度上半期は、2013/2Qの前年同期比。
 2. 可処分所得の1994年度以前は2000年基準、1995年度以降は2005年基準。
 3. 2012、2013年度は、一連の経済対策・施策による、政府から家計への移転所得を加味した、日本銀行調査統計局による試算値(下の図表(2)も同じ)。

(2) マクロの消費性向



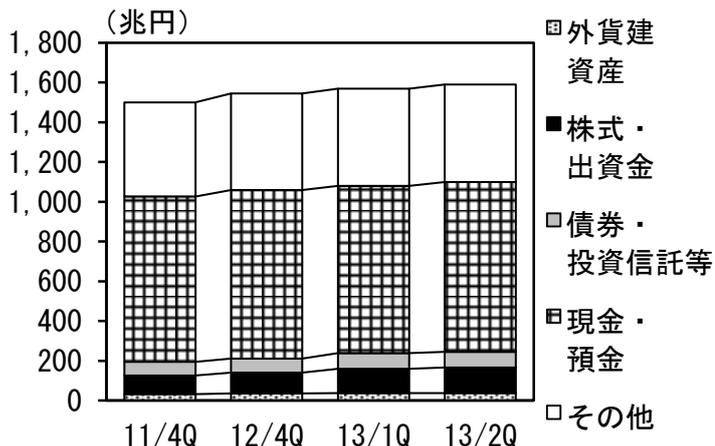
(3) 年齢階層別の消費性向



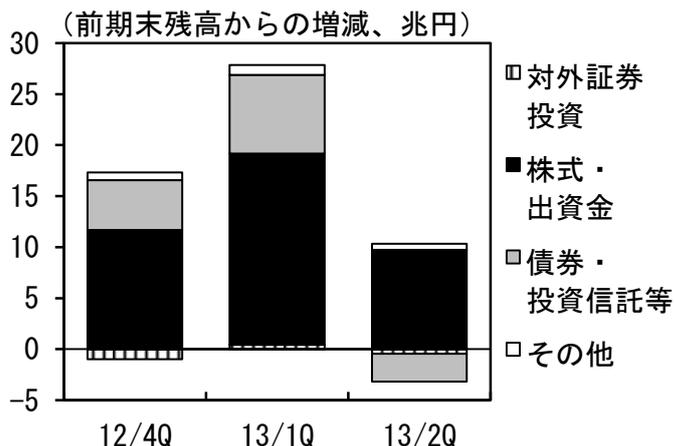
- (注) 1. (2)はSNAベース。1993年度以前は2000年基準、1994年度以降は2005年基準。
 2. (3)は家計調査ベース。勤労者世帯と無職世帯で加重平均した消費支出と可処分所得を用いて算出。

(4) 家計の金融資産

① 残高



② 資産価格変動に伴う残高の増減

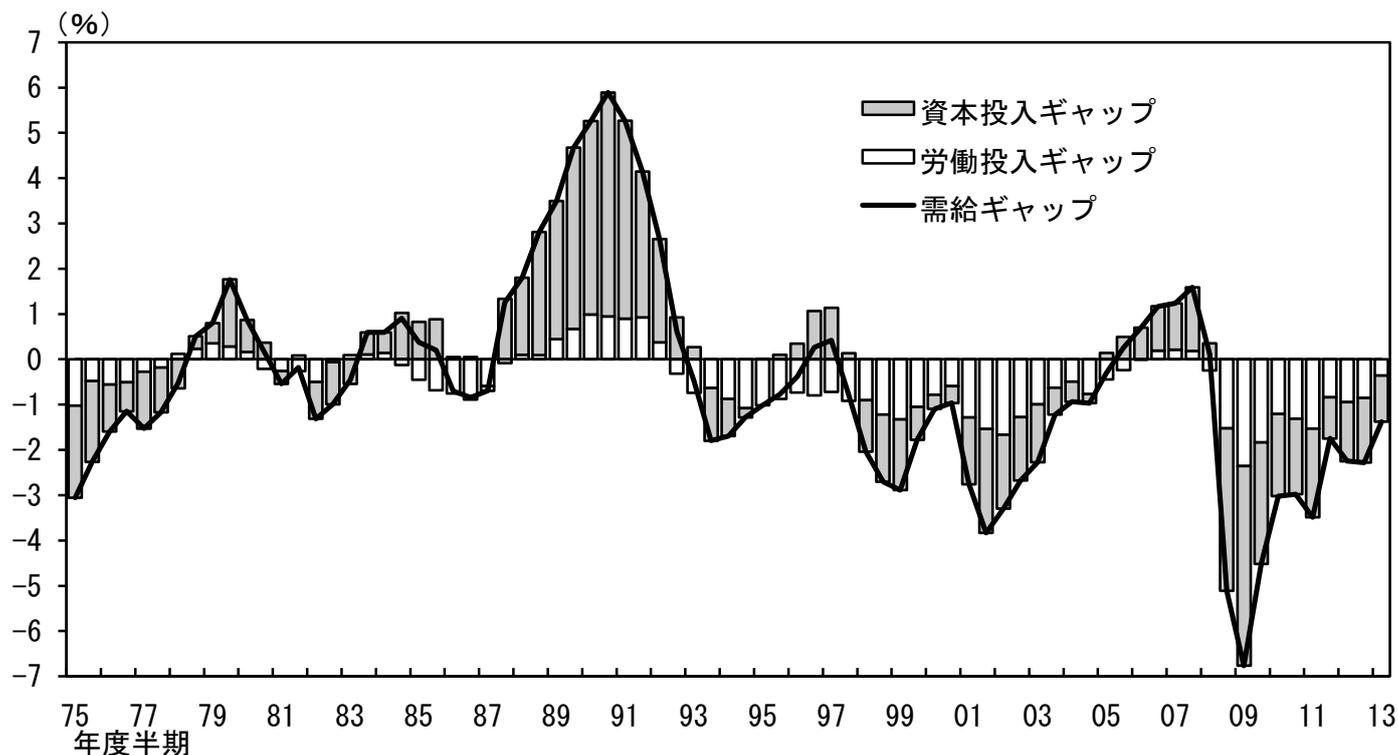


- (注) 1. ①の債券・投資信託等は外貨建投資信託を除き、現金・預金は外貨預金を除く。
 2. ②は資金循環統計の調整表ベース。

(資料) 内閣府「国民経済計算」、総務省「家計調査報告」、日本銀行「資金循環統計」、各年度予算書等

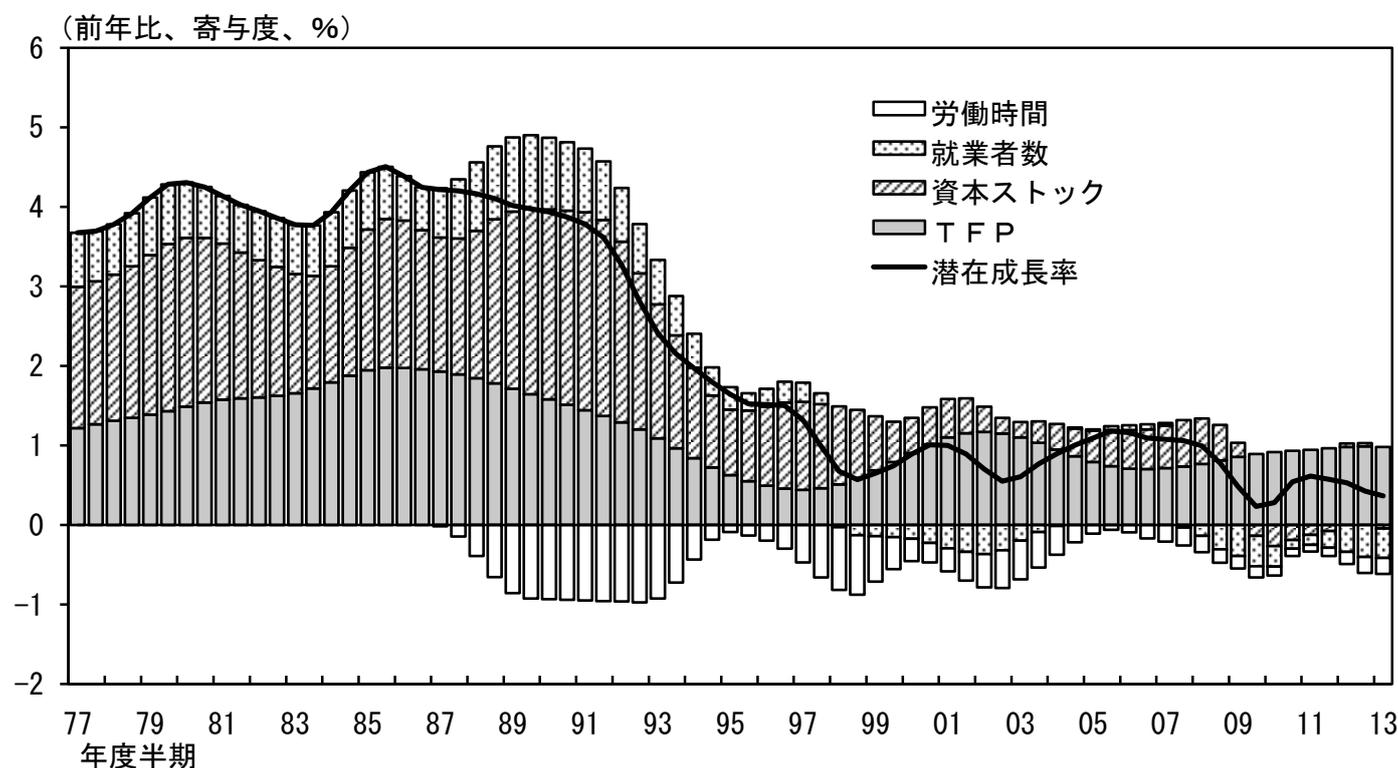
需給ギャップと潜在成長率

(1) 需給ギャップ



- (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(下の図表も同じ)。
2. 2013年度上半期は、2013/2Qの値(下の図表も同じ)。

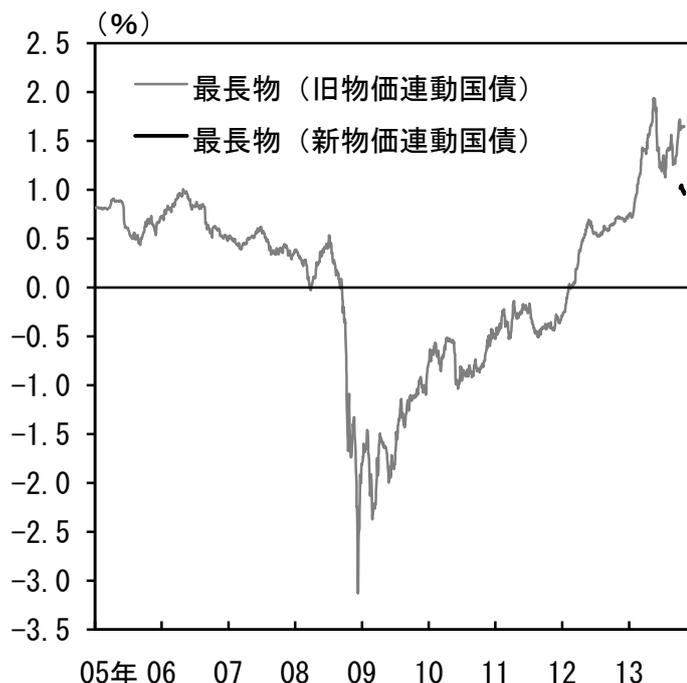
(2) 潜在成長率



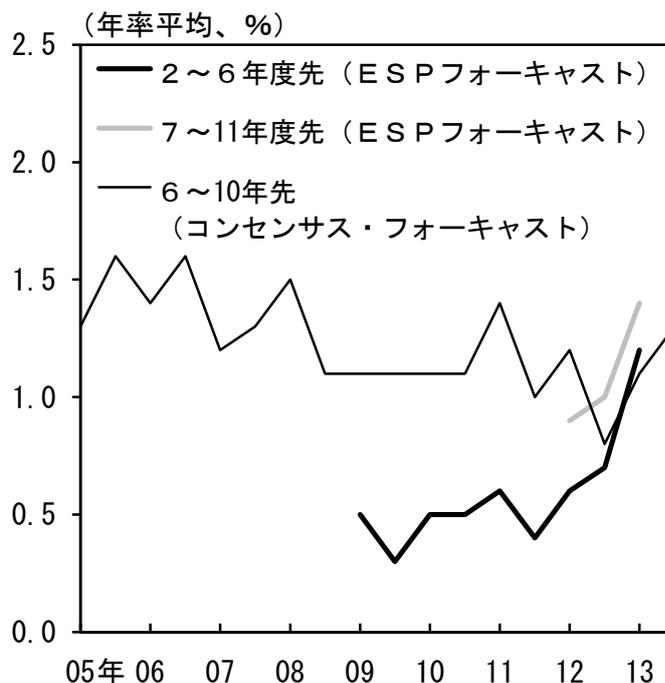
(資料) 内閣府「国民経済計算」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、総務省「労働力調査」、厚生労働省「毎月勤労統計」「職業安定業務統計」、経済産業省「鉱工業指数統計」等

予想物価上昇率 (1)

(1) 市場参加者の予想物価上昇率
(物価連動国債のBEI)

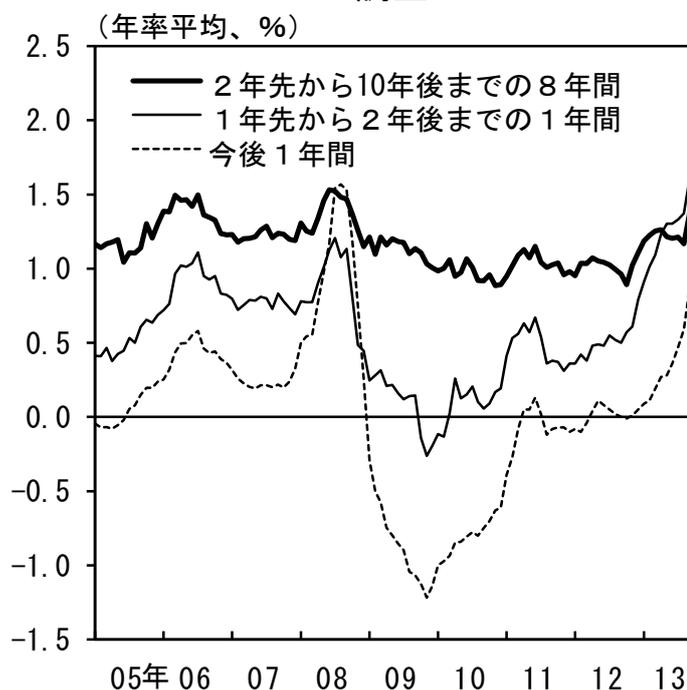


(2) エコノミストの予想物価上昇率

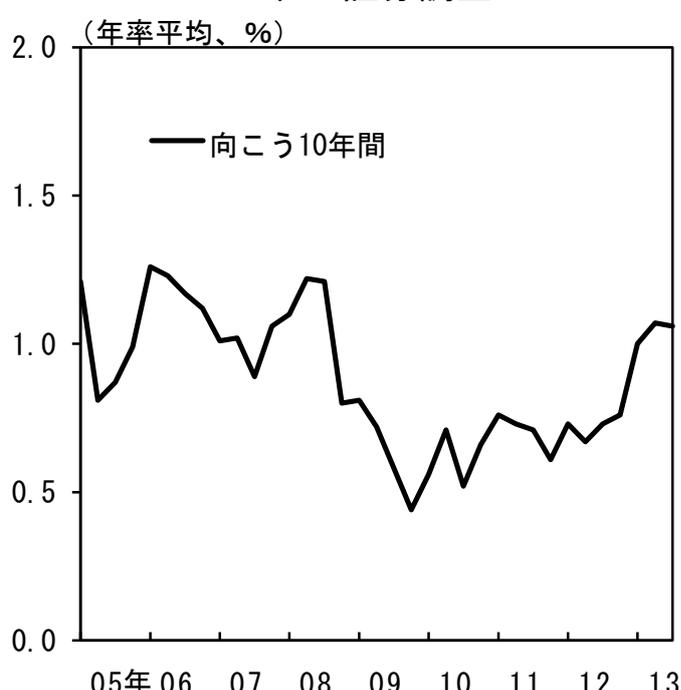


- (注) 1. (1) のBEIは、固定利付国債利回りー物価連動国債利回り。物価連動国債のうち、2013/10月以降に発行されたものを新物価連動国債、それ以外を旧物価連動国債と呼称。最長物は、それぞれの時点で残存期間が最も長い物価連動国債(足もとは旧物価連動国債が2018/6月償還の銘柄、新物価連動国債が2023/9月償還の銘柄)の利回りを用いて算出。
2. (2) のESPフォーキャストは、消費税率引き上げの影響を除くベース。

(3) 市場参加者の予想物価上昇率
<QUICK調査>



<みずほ証券調査>



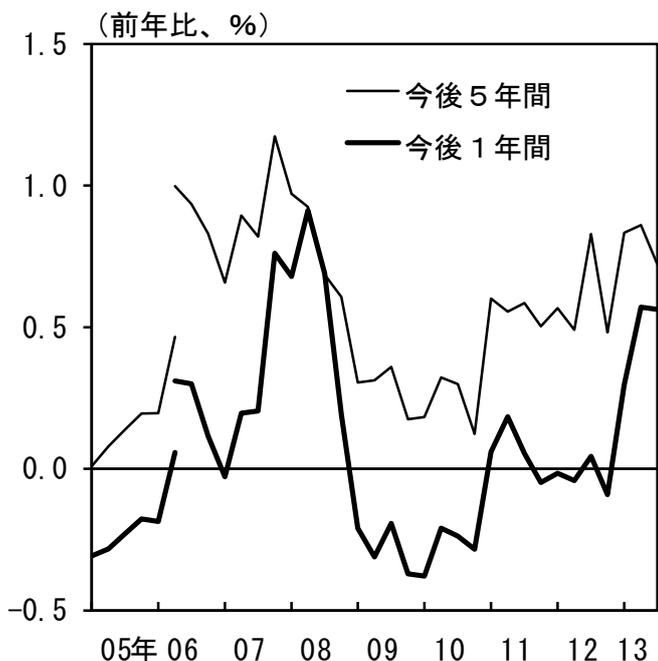
- (注) QUICK調査は、2013/9月調査から、消費税率引き上げの影響を含む計数を回答するよう質問項目に明記。みずほ証券調査は、消費税率引き上げの影響を除くベース。

(資料) Consensus Economics「コンセンサス・フォーキャスト」、JCER「ESPフォーキャスト」、QUICK「QUICK月次調査(債券)」、みずほ証券「Investor Survey」、Bloomberg

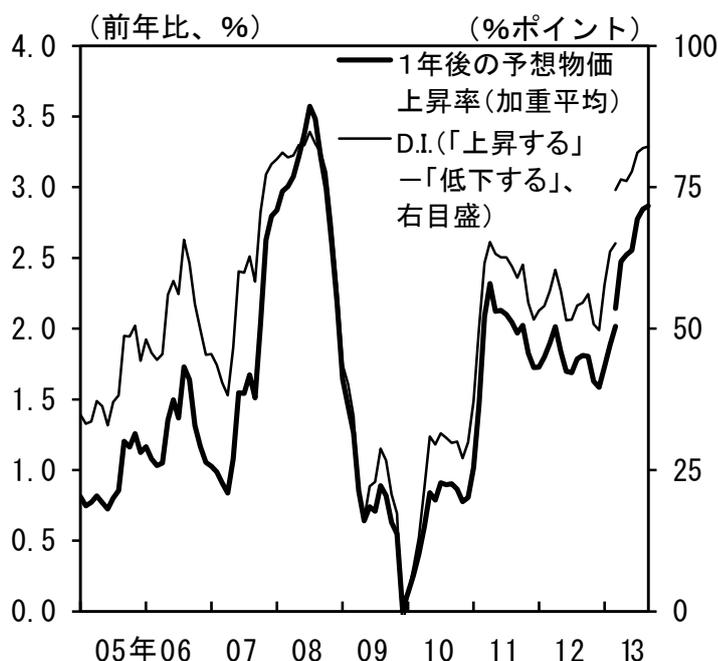
予想物価上昇率 (2)

(1) 家計の予想物価上昇率

<生活意識に関するアンケート調査>



<消費動向調査>

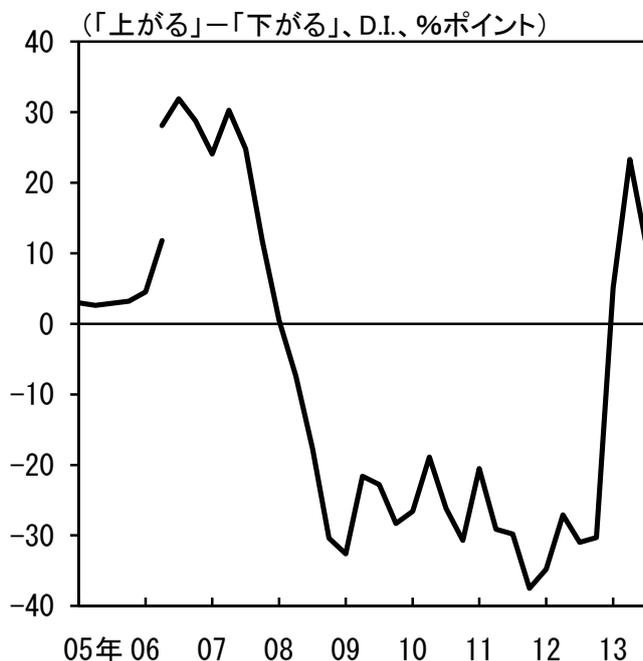
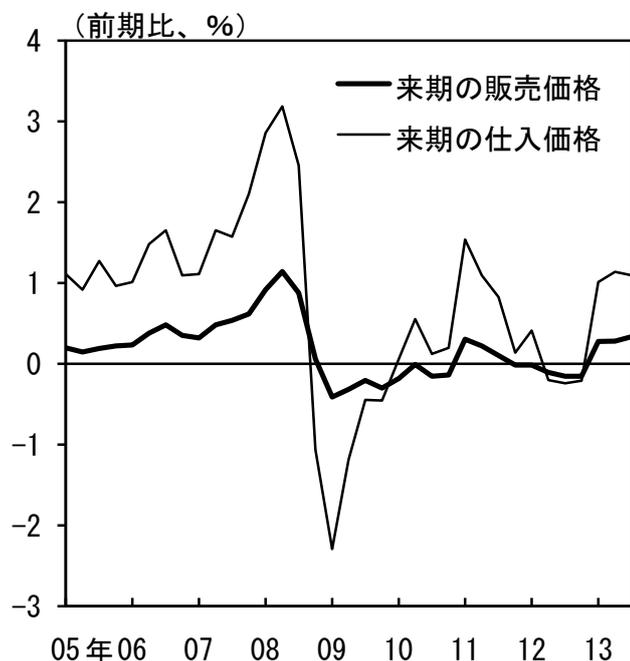


- (注) 1. 生活意識に関するアンケート調査による予想物価上昇率は、修正カールソン・パーキン法により推計したもの(下の(2)も同じ)。推計の詳細については、日銀レビュー「インフレ予想(Inflation Expectations)について」(2008年12月)を参照。2013/6月調査からは、消費税率引き上げの影響を除くベースで回答するよう、質問項目に明記。
2. 消費動向調査による1年後の予想物価上昇率は総世帯ベース。加重平均は、「-5%以上低下」は-5%、「-5%~-2%低下」は-3.5%、「-2%未満低下」は-1%、「2%未満上昇」は+1%、「2%~5%上昇」は+3.5%、「5%以上上昇」は+5%、のインフレ率をそれぞれ予想していると仮定して計算したもの。

(2) 企業の予想物価上昇率 (短観)

(参考) 家計の地価見通し

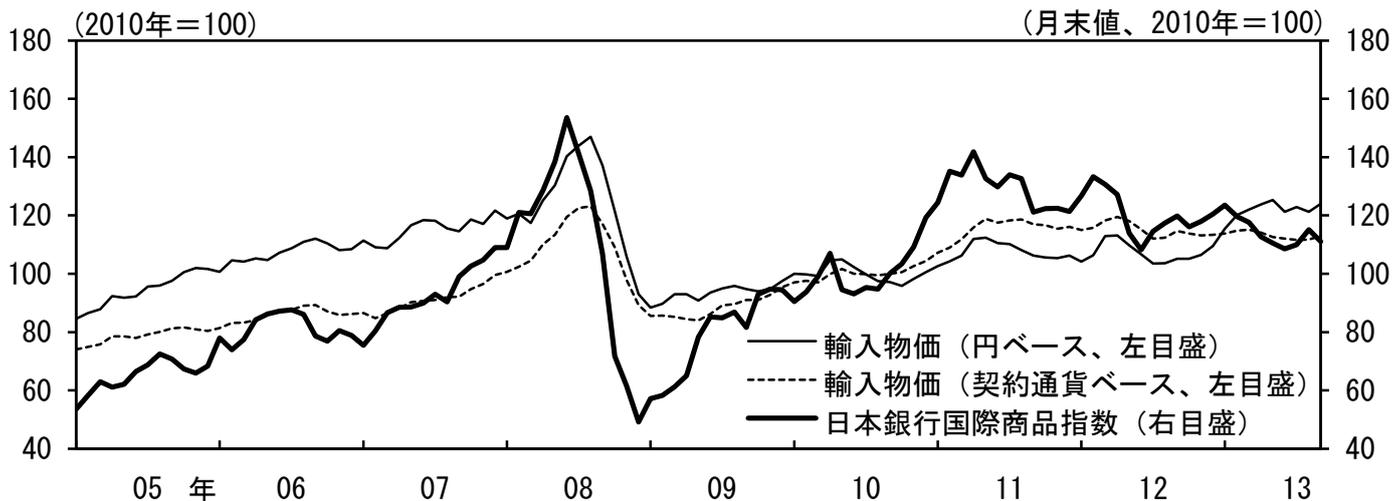
(生活意識に関するアンケート調査)



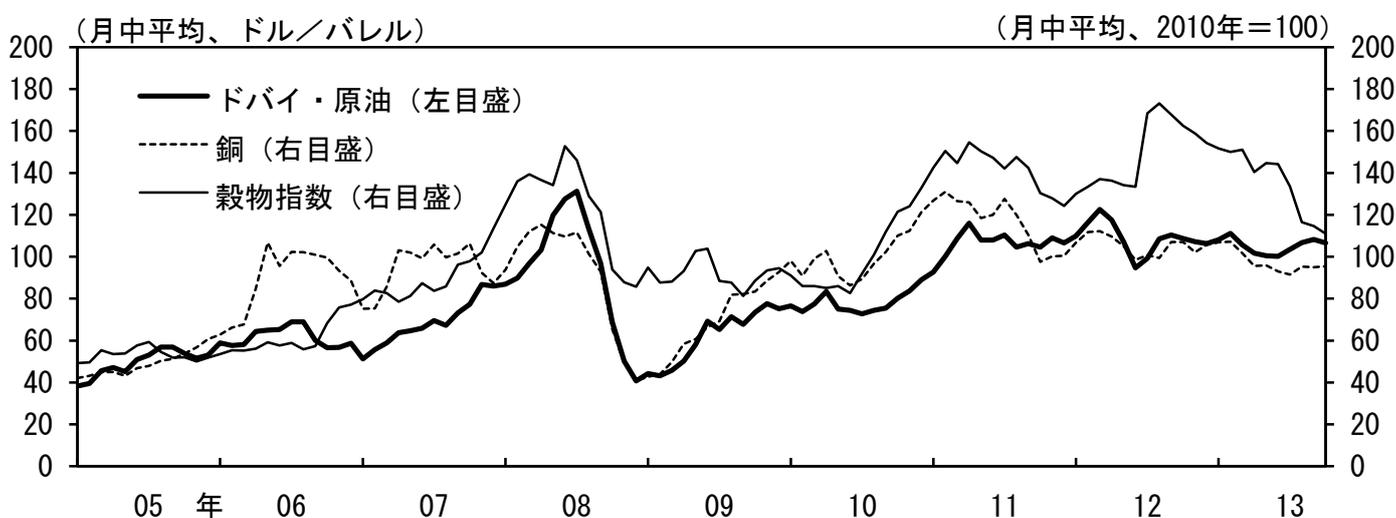
(資料) 日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」「全国企業短期経済観測調査」「企業物価指数」、総務省「消費者物価指数」、内閣府「消費動向調査」

輸入物価と国際商品市況

(1) 輸入物価と国際商品指数

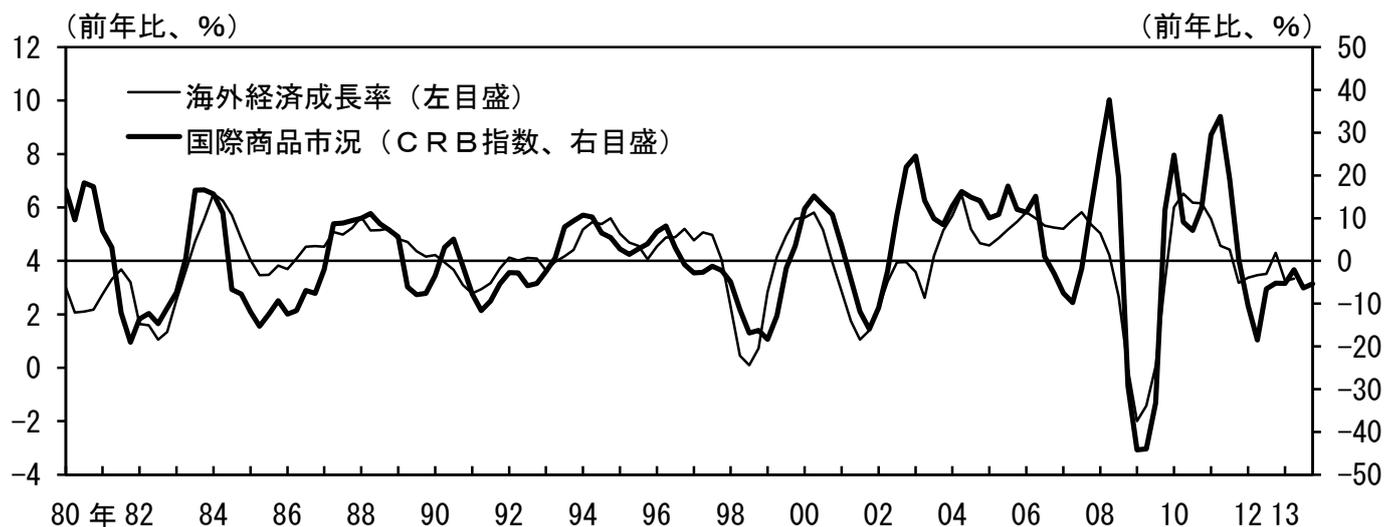


(2) 原油・非鉄金属・穀物価格



(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。

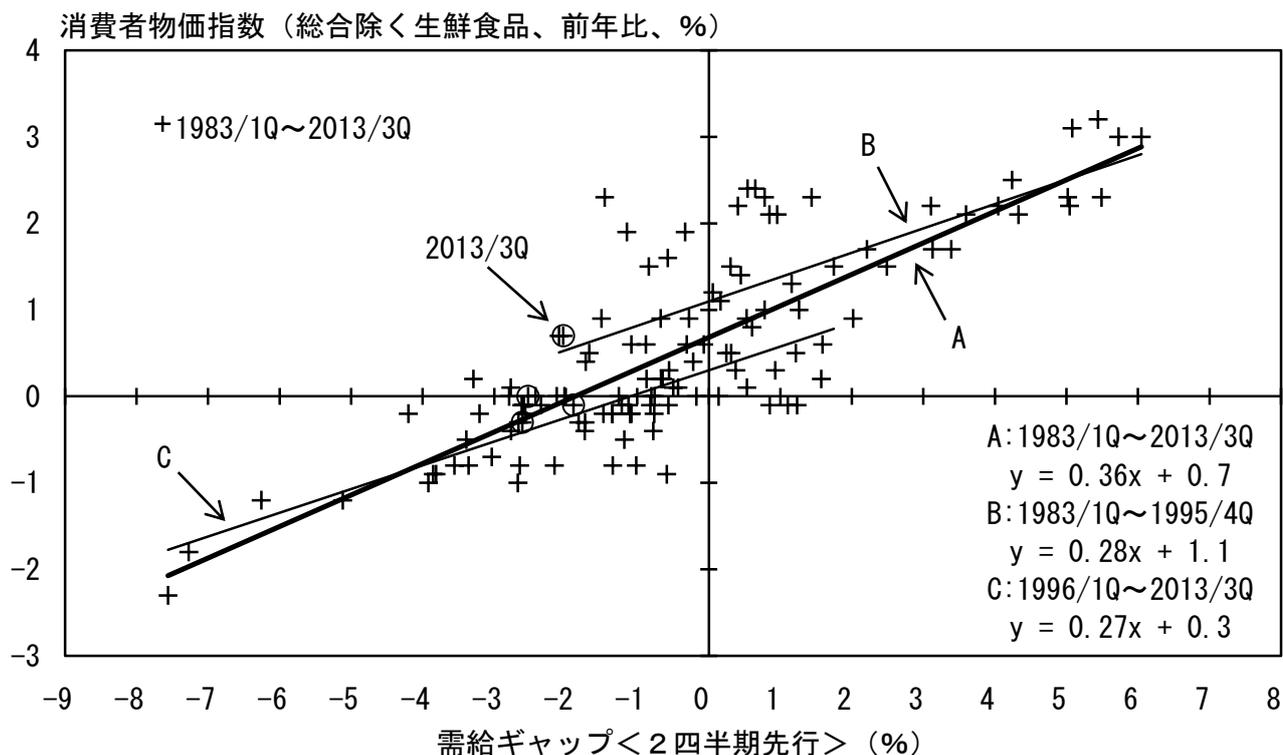
(3) 国際商品市況と海外経済



(資料) 日本銀行「企業物価指数」「日本銀行国際商品指数」、IMF「World Economic Outlook」等

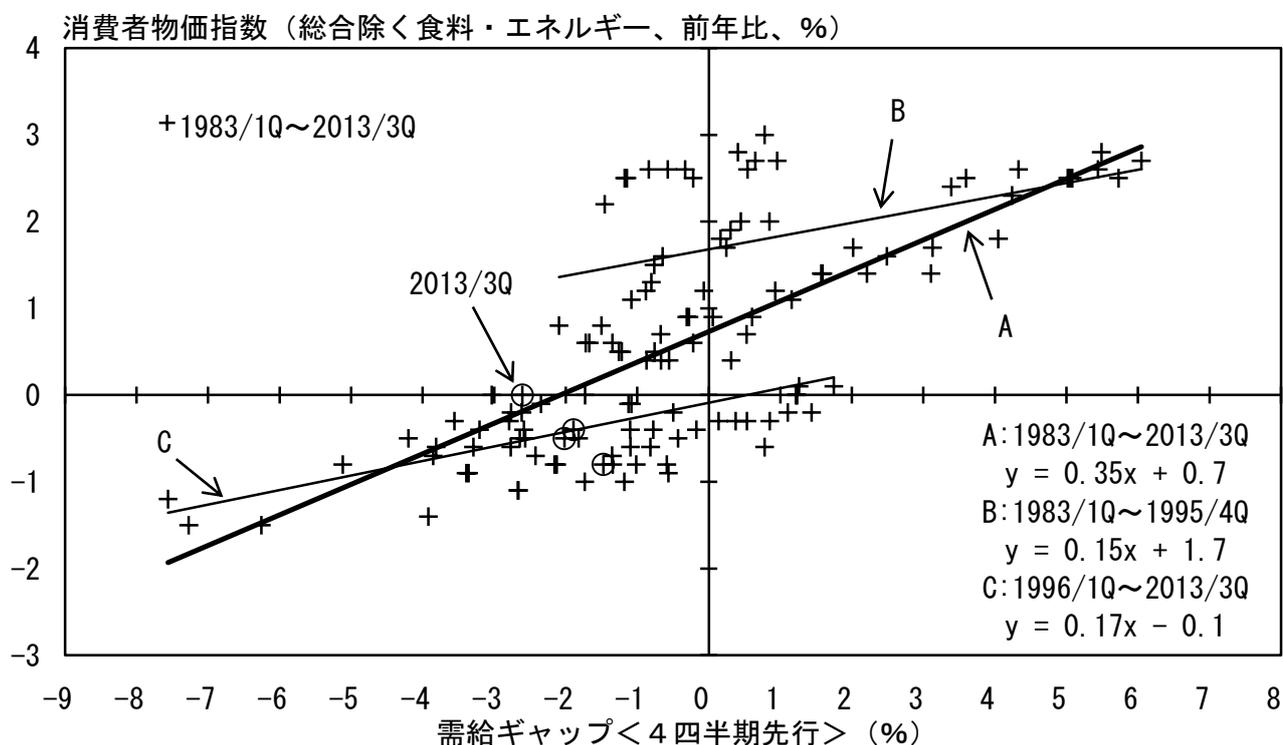
需給ギャップと物価上昇率 (1)

(1) フィリップス曲線 (総合除く生鮮食品)



- (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)。
4. 需給ギャップのラグは消費者物価との時差相関が最も高くなる時点を選択 (下の図表も同じ)。

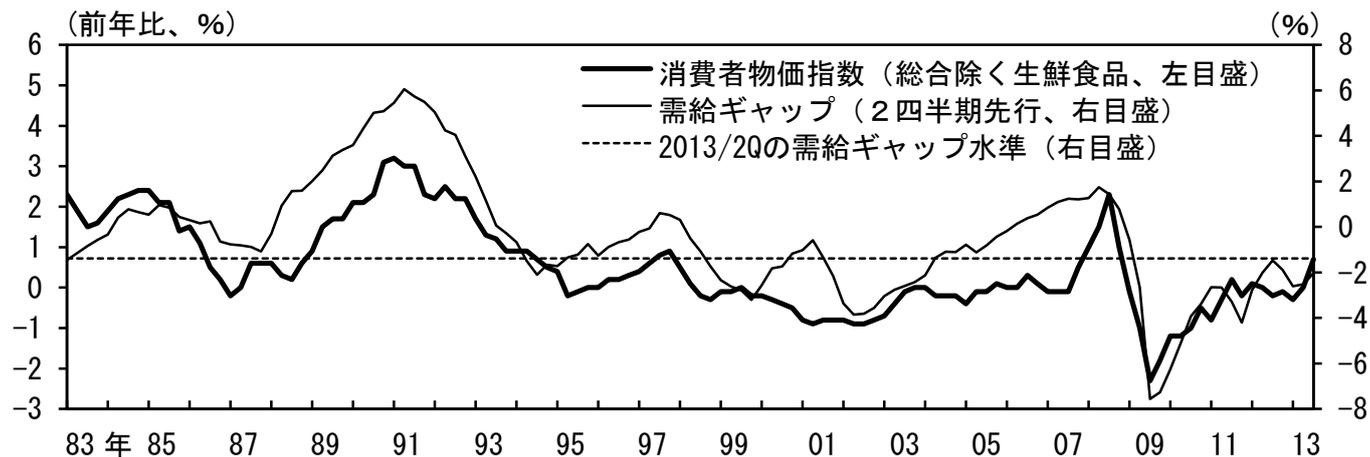
(2) フィリップス曲線 (総合除く食料・エネルギー)



(資料) 総務省「消費者物価指数」、内閣府「国民経済計算」等

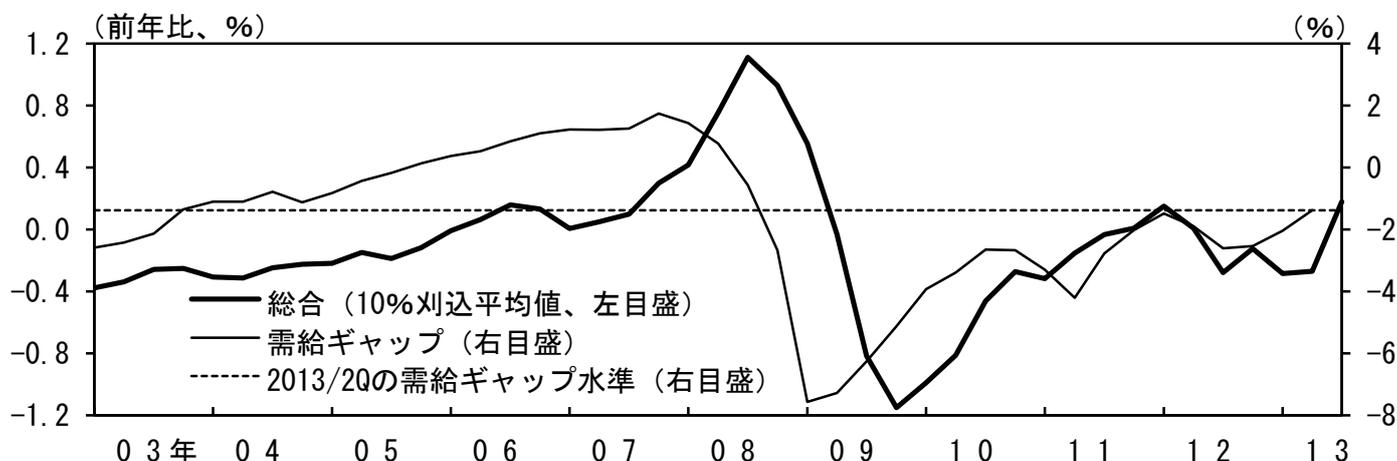
需給ギャップと物価上昇率(2)

(1) 需給ギャップと消費者物価指数(総合除く生鮮食品)



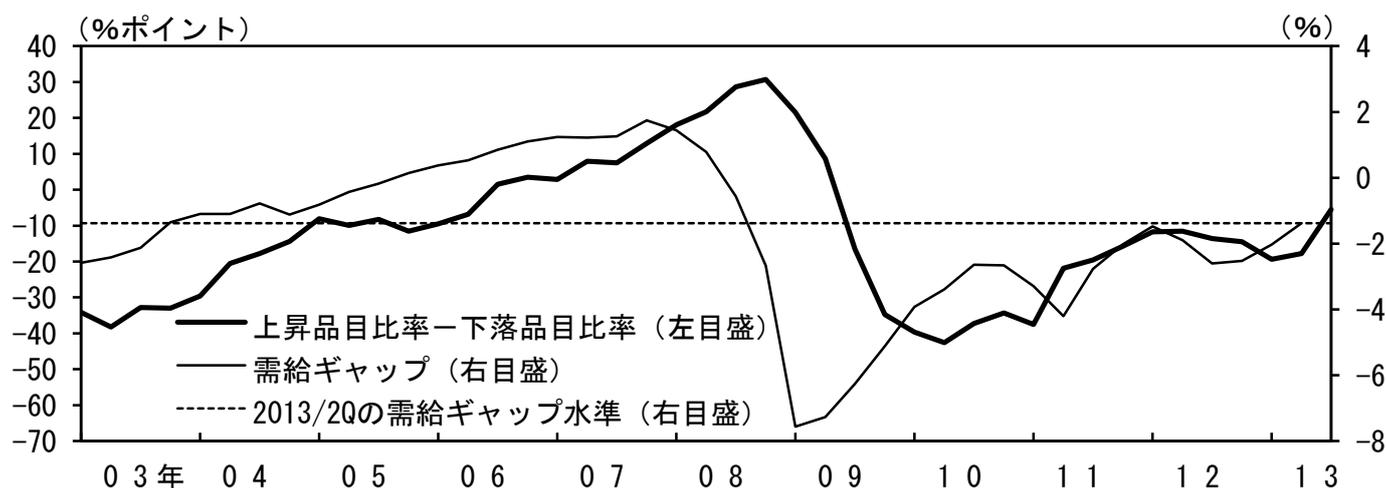
- (注) 1. 消費者物価指数の前年比は、消費税調整済み。
2. 需給ギャップは日本銀行調査統計局の試算値。具体的な計測方法については、日銀レビュー「GDPギャップと潜在成長率の新推計」(2006年5月)を参照(下のいずれの図表も同じ)。

(2) 需給ギャップと消費者物価指数の刈込平均値



- (注) 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べ替え、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。

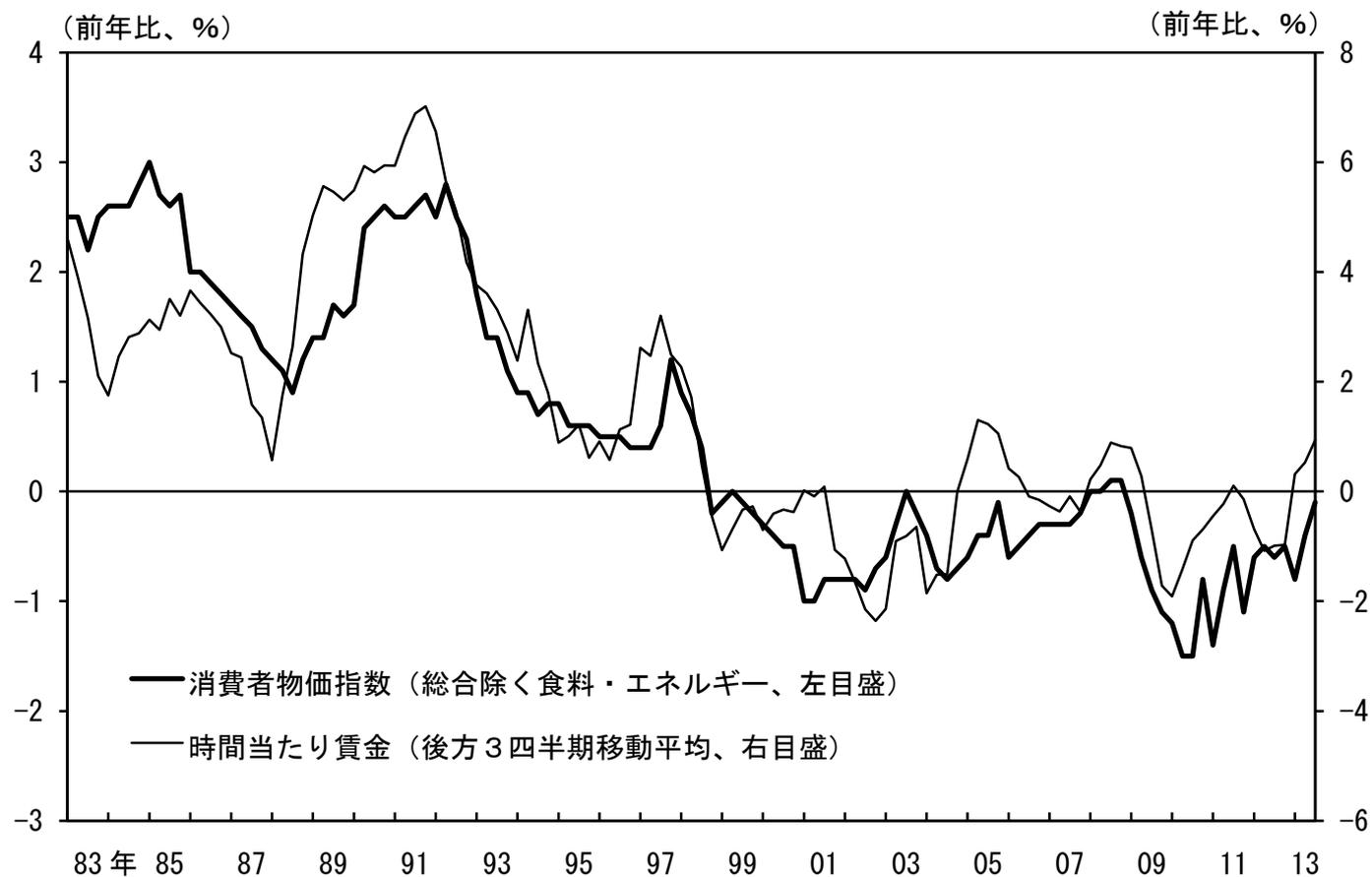
(3) 需給ギャップと消費者物価指数の上昇下落品目



- (注) 前年比上昇・下落品目の割合。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

物価と賃金



- (注) 1. 2013/3Qは、7~8月の前年同期比。
2. 消費者物価指数の前年比は、消費税調整済み。
3. 時間当たり賃金の1990/4Qまでは事業所規模30人以上の計数。

(資料) 総務省「消費者物価指数」、厚生労働省「毎月勤労統計」

地域別の景気の総括判断（地域経済報告）

	7月判断	前回との比較	10月判断
北海道	持ち直している		緩やかに回復しつつある
東北	回復しつつある		回復している
北陸	持ち直している		着実に持ち直している
関東甲信越	持ち直している		緩やかに回復している
東海	持ち直している		緩やかに回復している
近畿	緩やかに持ち直している		緩やかに回復している
中国	全体として緩やかに持ち直している		全体として緩やかに回復している
四国	持ち直しつつある		緩やかに回復しつつある
九州・沖縄	持ち直している		緩やかに回復している

(注) 全文は、<http://www.boj.or.jp/research/brp/rer/rer131021.htm/>を参照。

(資料) 日本銀行「地域経済報告（2013年10月）」