

経済・物価の将来展望とリスク評価 (2003年4月)^(注1)

2003年4月30日
日 本 銀 行

日本銀行は、今回公表する「経済・物価の将来展望とリスク評価」より、金融政策運営と金融環境等に関するパートを新設することとしました。

また、参考計表である「政策委員の見通し」において、これまでの「大勢見通し」および「全員の見通し」に加え、新たに委員の見通しの「中央値」（見通しを高低の順番に並べたとき中央にある値、メジアン）も、公表することとしました。

これらは、金融政策の透明性向上という観点から、日本銀行の金融政策運営に対する考え方や、経済・物価情勢についての見方を、よりわかりやすく伝える取り組みの一環として行うものです。

1. 昨年度の日本経済の動向

昨年度の日本経済を振り返ると、景気は、輸出や生産の増加を受けて、年度前半には下げ止まった。その後、年度後半は、海外経済やわが国金融システムなどを巡る不透明感が強まる中、概ね横這いの動きを続けた（図表1～3）。

昨年10月末に公表した「経済・物価の将来展望とリスク評価」では、標準的なシナリオとして、「景気は（2002年度）下期中は、回復へのはっきりとした動きがみられないまま推移する可能性が高く、物価はなお緩やかな下落傾向が続く」という姿を想定した。その後の経済・物価情勢は、概ねこのようなシナリオに沿った動きとなった。もっとも、実質GDPの成長率

は、企業物価指数の導入に伴うデフレータ改定の影響に加え、対アジア輸出が中国向けを中心に強めに推移したことや、所得が減少する中でも消費が相対的に底固さを維持したこともあって、やや上振れた。

2. 本年度の経済・物価・金融情勢 (経済・物価の標準シナリオ)

本年度の経済の姿を展望すると、海外経済が緩やかに回復することを前提とすれば、輸出や生産が今後再び伸びを高め、経済の前向きの循環が働き始めると考えられる。

こうしたもとで、企業収益はリストラ効果もあって回復傾向を続け、設備投資も、本年度は

(注1) 「経済・物価の将来展望とリスク評価（2003年4月）」は、4月30日開催の政策委員会・金融政策決定会合で決定されたものである。

徐々に回復していく可能性が高い。この間、個人消費は概ね横這い圏内の動きを続けるとみられる。このような最終需要の動きを反映し、景気は徐々に回復に転じると予想される。

ただし、わが国経済が過剰債務や過剰雇用といった根強い構造調整圧力を抱えていることを踏まえると（図表4、5）、景気の回復テンポは緩やかなものにとどまる可能性が高い。

上記のような需要の回復テンポを前提とすれば、本年度中は、需給ギャップが明確に縮小するには至らないとみられる。こうしたことを背景に、物価は、なお緩やかな下落傾向を続けると予想される。

（需要項目別の動き）

公共投資は、現時点で入手可能な情報から判断する限り、昨年度に引き続き、本年度も減少する見通しである。

輸出は、海外経済が緩やかな回復を続けることを前提とすれば、需要の堅調なアジア向けや、わが国が比較優位を有するデジタル家電関連などを中心に、本年度中、再び伸びを高めていくと考えられる。

企業部門の動きをみると、今後、輸出が上述のような推移を辿れば、既に在庫水準がかなり低くなっているだけに、生産は再び増勢を強めると考えられる。他方、企業収益がリストラ効果もあって回復傾向を辿り、キャッシュフローも改善する中、設備投資は抑制的な水準に止まってきた（図表6）。このような状況を踏まえれば、設備投資も徐々に回復していくとみられる。

家計部門の動きを展望すると、雇用者所得は、企業収益が回復傾向を続けるとみられることや、企業の人件費削減の動きが昨年度中にかんがりの

程度進んだこともあって、本年度中、前年比マイナス幅は徐々に縮小し、物価変動を勘案した実質ベースでは次第に下げ止まっていくと考えられる。このような所得の動きを背景に、個人消費も横這い圏内の動きを辿るとみられる。ただし、これまで名目所得が減少する中にあって、個人消費は消費性向の上昇に支えられて底固く推移しており、消費性向が今後さらに高まることは期待し難いことや、社会保障負担の増大等が可処分所得を減少させる方向に作用することを勘案すると、本年度中、個人消費が明確な増加をみる可能性は低い。

（物価の動向）

物価の動きにはさまざまな要因が影響するが、基調的な要因であるマクロ的な需給バランスの動きを展望すると、本年度、日本経済の短期的な供給能力の伸びは年率1%台とみられる一方、前述のように、需要の伸びは緩やかなものに止まるとみられる。このため、需給ギャップが明確に縮小するには至らず、需給面からは物価低下圧力がかかり続けると考えられる。

これに加えて、賃金も基調的には減少を続けると見込まれるほか、技術革新や規制緩和、安値輸入品の影響など、供給サイドからの物価低下圧力も作用し続けると考えられる。

この間、企業の価格設定行動をみると、低価格戦略には、ひと頃に比べて一服感が窺われる。加えて、医療制度改革に伴う診療費の上昇や一部間接税負担の増加、さらには、既往の原油価格上昇やこれに伴う電力料金の上昇、素材市況の上昇等は、物価の下落幅を幾分縮小させる方向に作用するとみられる。

これらの要因を反映して、本年度の国内企業物価や消費者物価は緩やかな下落を続けるが、

前年比マイナス幅は幾分縮小する見通しである
(図表7)。

(金融面の動き)

金融面では、日本銀行による潤沢な資金供給が継続されるもとで、金融市場では極めて緩和的な状況が維持されるとみられる。

しかし、前述のように、設備投資をはじめとする最終需要の回復が緩やかなものに止まることに加え、企業の過剰債務圧縮の動きも続く下では、企業の資金需要が増加に転じていくことまでは期待しにくい。金融機関サイドでも、借り手のリスクをより正確に反映した貸出金利の設定努力が継続されるものと予想される。このような状況のもとで、民間銀行貸出は減少を続けるとみられる。また、社債、C P等資本市場を通じた調達も、企業の資金需要の動向を反映し、横這い圏内の動きに止まる可能性が高い。

量的金融指標の動きを展望すると、超低金利環境のもと、現金や流動性預金といった流動性の高い安全資産への資金シフトが底流として続いていることから(図表8)、マネタリーベースやマネーサプライも、経済活動に比べて高めの伸びを続けると予想される。

3. リスク評価

金融政策運営に当たっては、上記のような展望を標準的なシナリオとして想定しているが、同時に、以下に述べるような下振れないし上振れの可能性(リスク要因)も念頭に置く必要がある。

(海外経済の動向)

第1のリスク要因として挙げられるのは、海外経済の動向である。

前述のような標準的なシナリオは、引き続き、

海外経済の緩やかな回復と、これに伴う外需の増加に依存する部分大きい。しかし、いわゆる地政学的リスクは、一頃に比べ減少したとはいえ、なお残っているほか、最近では新型コロナウイルス(SARS)の影響が懸念されるなど、海外経済を取り巻く不確定要因は大きい。

こうした中で、米国経済については、これまでの高水準の設備投資や株価の下落に伴い、資本ストック面やバランスシート面での調整圧力が残存しているとみられるほか、欧州経済も、一部に金融システム面での脆弱性を抱える中、内需の盛り上がり欠ける展開を辿っている。また、これまで相対的に堅調を維持し、日本との経済関係も強まっている東アジア経済についても、新型コロナウイルスの経済への影響が懸念されている。このように、海外経済を取り巻く不透明感が引き続き強い中で、今後とも海外景気が回復傾向を辿っていくのかどうか、注意が怠れない。

さらに、世界経済全体に不確定な要因が多いことを踏まえると、国際的な資金の流れとそれが為替レートなどに及ぼす影響についても引き続き注視していく必要がある。

(金融資本市場の動向)

第2のリスク要因としては、株価も含めた金融資本市場の動向が挙げられる。

株式市場では、経済や金融システムを巡る不透明感に加え、株式持ち合い解消や企業年金基金による代行返上を巡る動きもあって、株価が不安定な地合いを続けている。株価の下落は、企業や家計のマインドや企業財務・利益への影響を通じて支出行動に影響を与えるほか、保有株式の価値の減少を通じて金融機関の与信行動を慎重にする可能性がある。逆に、上述のような不透明感が低下すれば、株価への好影響を通

じて実体経済にプラスの影響を与えていく可能性もあろう。

国債市場では、わが国の国債残高が先進国中最高水準に達する中で、金融機関は多額の国債を保有している。現在、長期金利は既にきわめて低い水準にあるが、仮に景気と整合的でない形で長期金利の上昇が生じた場合、金融機関の経営が金利変動に大きな影響を受ける可能性があることには留意が必要である。

(国内民間需要の動向)

第3のリスク要因としては、個人消費や設備投資など、国内民間需要の動向が挙げられる。

前述の標準シナリオでは、個人消費が概ね横這い圏内で推移する中、設備投資が緩やかな回復傾向を辿る姿を想定している。

これまで個人消費は、雇用者所得が減少するもとで、消費性向の上昇に支えられ、全体として横這い圏内で推移してきた。それだけに、先行き不透明感の増大による消費者マインドの悪化が個人消費を下振れさせるリスクには、注意が必要である。

また、設備投資についても、海外経済の下振れリスクへの意識の強まりや、株価下落など金融資本市場の影響などを通じて、企業の投資姿勢が消極化するリスクを念頭に置く必要がある。他方、設備投資は、企業のキャッシュフロー重視の経営姿勢の下で、これまでキャッシュフロー対比でみて抑制的な水準に止まってきただけに、需要の先行きに対する企業の期待が強まる場合には、緩和的な金融環境と相まって、設備投資の回復力が幾分強まる可能性もあろう。

(不良債権処理や金融システムの動向)

第4のリスク要因としては、不良債権処理や

金融システムの動向が挙げられる。

前述の標準的なシナリオでは、金融機関が不良債権処理や経営体質の強化に向けた取り組みを進めるもとで、企業の資金調達環境は、現状程度の緩和的な状況が概ね維持されることを前提としている。

しかし、最近の銀行株価の動きなどからみて、市場は、先行きの金融機関の収益性について、なお慎重な見方を変えていない。こうした中で不良債権処理に関する展開が、国民や市場の受け止め方などによって、経済に対し上下いずれの方向にも作用し得る点には、留意が必要である。

すなわち、不良債権処理の加速が、金融機関の貸出姿勢の慎重化や信用リスクに対する市場の警戒感の強まりを通じて、企業金融全般の引き締まりを招く場合には、景気への下押し圧力として働くことになる。一方、不良債権処理が、長い目でみた金融機関の収益力や金融システムの強化、さらには効率的な資源の再配分につながるものと受け止められれば、金融資本市場がこれらを取り先取りして前向きの評価を示すことなどを通じて、経済にプラスの影響を及ぼす可能性も考えられる。

4. 金融政策運営と金融環境

(日本銀行当座預金残高の動向)

日本銀行は2001年3月、物価の継続的な下落に対処し、持続的な経済成長の基盤を整備するという観点から、金融市場調節の主たる目標を翌日物金利から日本銀行当座預金残高という「量」に変更し、潤沢な資金供給を行うという、いわゆる「量的緩和政策」に踏み切った。また、この政策の枠組みを、消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで続けることを宣言した。

この政策の採用以降、日本銀行当座預金残高の目標値は、経済金融情勢を踏まえて徐々に引き上げられてきた。このような潤沢な資金供給を反映して、日本銀行当座預金の残高は、大きく拡大している(図表9上)。

(短期金融市場の動向)

短期金利は、上記のような潤沢な資金供給のもとで、ターム物金利まで含め、ほぼゼロ近傍での推移が続けている(図表9下)。また、経済にさまざまなショックが加わる下でも、1997～98年頃の状況とは異なり、金融機関の貸出態度の慎重化から信用が急激に収縮するといった事態は回避されている(後出図表13、16)。

最近の動きをみても、3月20日(日本時間)に米国等の対イラク軍事行動が開始され、さらに銀行株価が下落する中であっても、短期金利は低位安定し、金融機関の流動性懸念はほぼ払拭された状況が続いた。

(先行きの短期金利に関する市場の見方)

先行きの短期金利に対する市場参加者の見方を先物金利から窺うと、量的緩和政策の採用以降、最近に至るまで、市場では、先行き、短期金利が大きく上昇することはないという予想が定着している(図表10上)。市場参加者の間では、量的緩和政策の継続に関する日本銀行の宣言を受け、「現実の消費者物価上昇率が安定的にプラスになるまでは、短期金利は引き上げられない」との予想が定着しているようにみられる。このことが、金利変動リスク・プレミアムの低下に結び付いているように窺われる。

(長期金利の動向)

長期金利は、量的緩和政策の開始以降、振れ

を伴いつつも低下傾向を辿っており、最近では10年債で0.6%台、20年債でも0.9%台といった歴史的低水準で推移している(図表11、12)。このような金利低下の基本的な背景としては、景気の先行きに対する慎重な見方や、内外経済を取り巻く不透明感の強まりが挙げられる。

同時に、量的緩和政策の採用に伴い、主として3～4年までの比較的短めの期間のイールド・カーブが低下したことや、金利のボラティリティも低下傾向を辿っていることからみて(図表11)、量的緩和政策の下での金融緩和継続の宣言も、金利リスク・プレミアムの低下を通じて、長めの金利の低下を促す方向に作用してきたと考えられる。

(信用スプレッドの動向)

短期国債とコマーシャル・ペーパー(CP)との利回り格差をみると、量的緩和政策のもとで、総じて低い水準にある(図表13上)。

長期の国債と社債との利回り格差をみると、高格付け社債についての利回り格差は、ほぼ一貫して縮小傾向を辿っている。低格付け社債については、一時、市場参加者の信用リスクに対する認識の強まりを反映してスプレッドが拡大する局面もみられたが、最近では急速に低下している(同下)。

(金融の量的側面)

マネタリーベース(現金および日銀当座預金)は高い伸びを続けているが、太宗を占める銀行券については、ペイオフ解禁の延期や金利低下効果の一巡などを反映して、伸び率が低下傾向にある。

民間銀行貸出は、前年比2%台の減少が続いている(図表14、図表16上)。

このような状況の下、マネーサプライの伸びは、マネタリーベースの高い伸びが信用乗数の低下によって相殺される形で、経済活動の伸びをやや上回る程度に止まっている（図表 15）。

民間銀行貸出の低迷には、企業の慎重な投資姿勢を反映し、資金需要が弱いという要因と、不良債権問題を抱える銀行部門のリスクテイク能力が十分でないという供給面の要因が共に作用している。銀行の貸出姿勢をみると、銀行は、優良企業に対しては、貸出を増加させようとする姿勢を続ける一方で、信用力の低い先に対しては慎重な貸出姿勢を維持しており、企業からみた金融機関の貸出態度も、中小企業等では総じて厳しい状況が続いている（図表 16 中、下）。

（資産価格の動向）

株価は、量的緩和政策の採用後も下落傾向を辿っている（図表 17 上）。地価は、一部地域については下げ止まりの動きもみられているが、全体としては下落基調を続けている（同下）。

為替相場の動向をみると、円の対米ドル相場は、日米の景況感などを反映し、2002 年初頭まで円安の動きが進んだが、その後は逆に円高方向の動きを辿り、最近では概ね 120 円前後の水準で推移している。この間、円の対ユーロ相場は、2001 年以降、総じてみれば円安傾向を辿っている（図表 18）。

（金融環境の評価）

以上みてきたように、量的緩和政策の下での潤沢な資金供給は、流動性懸念の払拭や長めの金利も含めた金利の低下、さらには信用スプレッドの縮小などに寄与しているとみられる。このように、日本銀行の金融緩和政策は、さまざまなショックが流動性不安につながるルートを遮

断し、金融市場の安定を確保することを通じて、デフレ・スパイラルの防止に寄与してきたと考えられる。

しかしながら、民間銀行貸出が減少を続けるなど、金融システムの信用仲介機能は万全とはいえない。実体経済活動も、これまでのところ、十分刺激されるには至っていない。

5. 日本経済の持続的成長軌道への復帰とデフレ克服の展望

今回の「展望レポート」が主たる対象としている 2003 年度においては、実質成長率の見通しは 1 % 程度に止まり、また、物価も下落基調を脱するには至らないとの想定となっている。

成長率や需給ギャップと物価との関係を見ると、成長率が高まれば、需給ギャップの縮小を通じて、ある程度の期間を経て物価上昇率が高まるという関係が観察される（図表 19）。したがって、デフレからの脱却を実現するためには、何よりもまず、民間の需要や成長期待を高めることが大前提となる。そのためには、経済活動の担い手である民間経済主体はもとより、政府、日本銀行それぞれの持続的な取り組みが不可欠である。

まず、民間企業の取り組みという点では、これまでの財務リストラや労働慣行の見直し、効率的な国際分業の追求など経営体質改善に向けた努力を通じて、企業の収益力は、製造業を中心に改善されてきているように窺われる（図表 20）。

そうした企業の努力を後押しする政府の取り組みという点では、グローバルな競争の激化や情報通信革命の進展、労働市場の構造変化、少子高齢化等のさまざまな環境変化に柔軟に対応する能力を確保するため、規制や税制、歳出面

での改革などを進める必要がある。この点では、「構造改革と経済財政の中期展望」等において、基本的な戦略が示されている。

また、金融システムの面では、不良債権問題や、金融機関が経営体力面で厳しい状況に置かれていることなどが、金融緩和の波及メカニズムを制約している。このため、不良債権問題の克服や金融機関の収益力の強化などを通じて、金融システムを早期に健全化していくことが重要となる。この点では、最近、借り手のリスクや収益性をより正確に反映した貸出金利を設定する動きもみられる。同時に、資産担保証券市場をはじめとする新しい金融市場が発展しつつあることも、民間の経済活動を金融面から後押

しする上で前向きの変化として評価できる。

日本銀行としても、経済の持続的成長軌道への早期復帰とデフレ克服の実現のため、潤沢な資金供給を通じて金融市場の安定を確保し、デフレ・スパイラルの防止に引き続き努力する必要がある。同時に、金融調節面や企業金融の円滑化のための工夫などを通じて、金融緩和の波及メカニズムを強化する取り組みを続けていくことも重要である。

以上のような取り組みを、幅広い経済主体が粘り強く続けていけば、経済の調整の進捗に伴って成長期待が上昇し、経済活動が高まっていくと考えられる。

(参 考)

▽昨年10月の「経済・物価の将来展望とリスク評価」における
政策委員の大勢見通し^(注2) (2002年度)と実績見込み

——対前年度比、%

	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
10月時点見通し	+0.2 ~ +0.5	-0.9 ~ -0.7
実績	+1.8	-0.8

(注) 実質GDPの「実績」は、1～3月期実質GDPが前期比横這いと仮定して計算した見込み値である。
なお、企業物価指数の導入 (2002年12月) に伴い、GDPの推計に用いるデフレータが2001年に
溯って改訂されたため、上記表の上段と下段では、GDPの系列が異なっている。

▽政策委員の大勢見通し^(注2)

——対前年度比、%。なお、< >内は政策委員見通しの中央値。
()内は昨年10月時点。

	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2003年度	+0.8 ~ +1.1 < +1.0 > (+0.4 ~ +1.0)	-1.0 ~ -0.9 < -1.0 > (-0.7 ~ -0.4)	-0.5 ~ -0.4 < -0.4 > (-0.6 ~ -0.4)

(注) 政策委員の見通しを作成するに当たっては、先行きの金融政策運営について、不変を前提としている。
なお、「国内企業物価指数」欄の () 内に記載されている昨年10月時点での見通しは、国内卸売物価
指数についての見通し。

(注2) 「大勢見通し」は、各政策委員の見通しのうち最大値と最小値を1個ずつ除いて、幅で示したものである。政策委員全員の見通しの幅は下表のとおりである。

——対前年度比、%。()内は昨年10月時点。

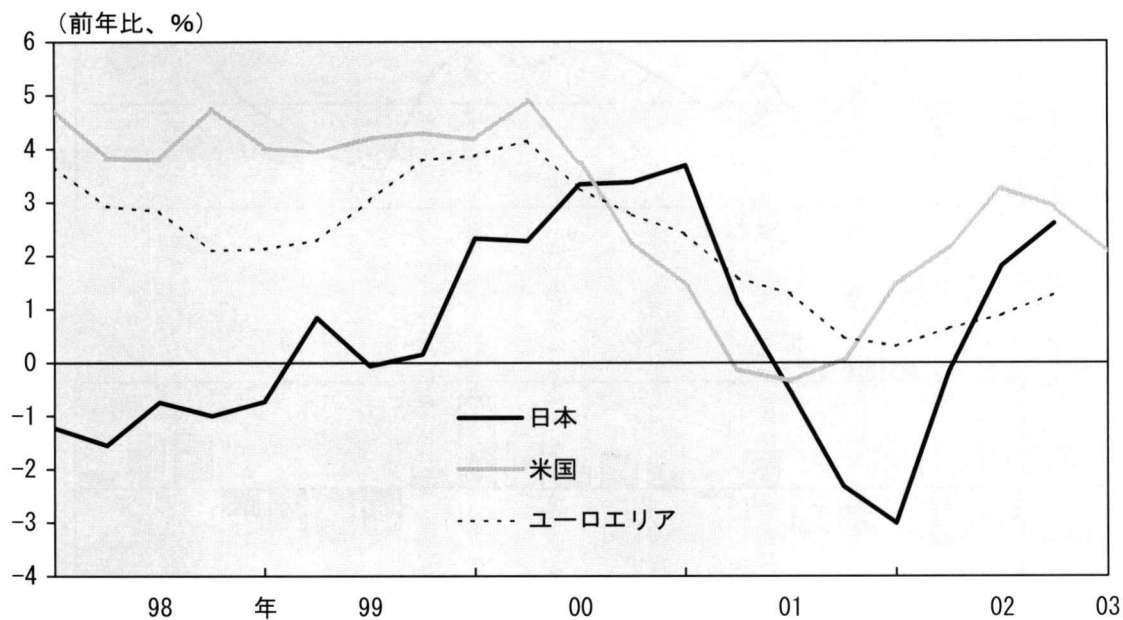
	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2003年度	+0.8 ~ +1.2 (+0.4 ~ +1.5)	-1.0 ~ -0.3 (-0.8 ~ 0.0)	-0.6 ~ -0.2 (-0.7 ~ -0.3)

(注) 「国内企業物価指数」欄の () 内に記載されている昨年10月時点での見通しは、
国内卸売物価指数についての見通し。

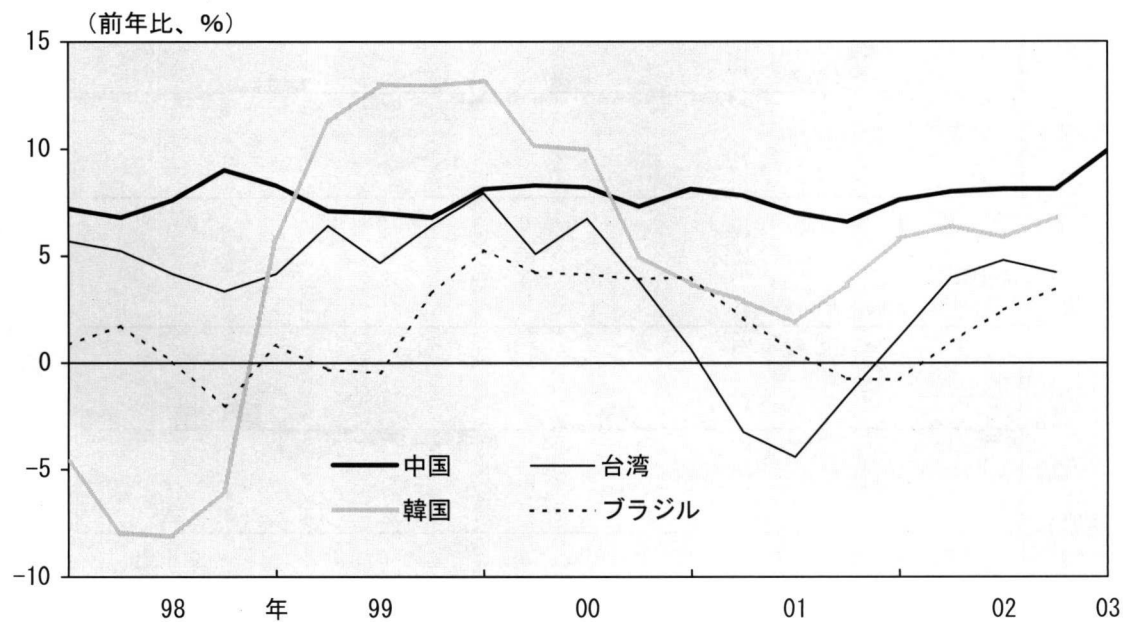
(図表 1)

海外経済動向

(1) 先進主要国の経済成長率



(2) エマージング主要国の経済成長率

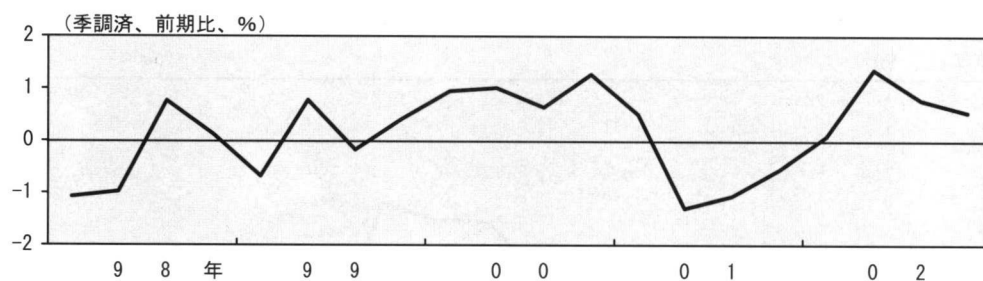


(資料) 各国政府、中央銀行、欧州委員会

(図表2)

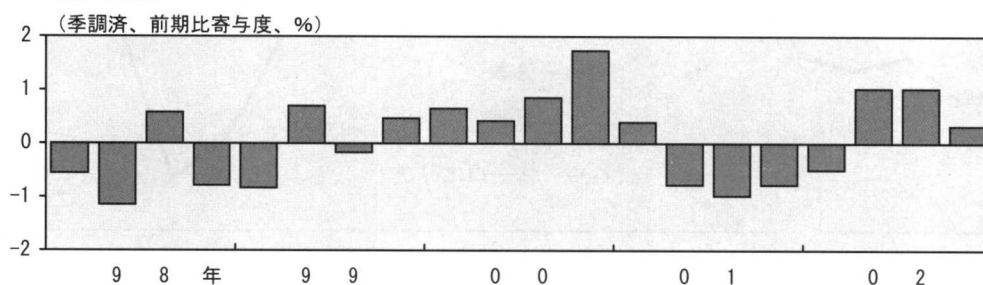
実質GDPの推移

(1) 実質GDP

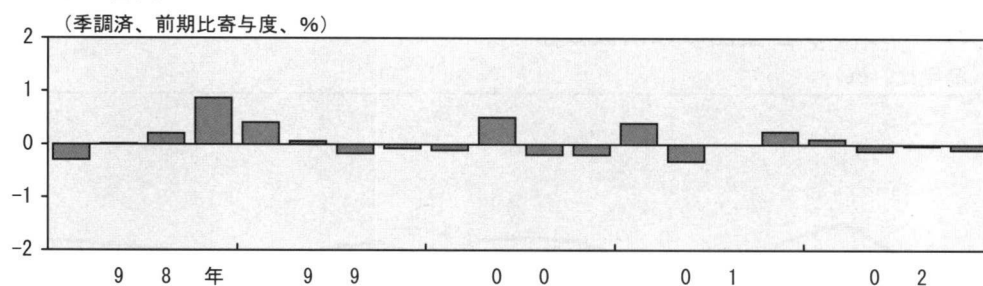


(2) 項目別寄与度

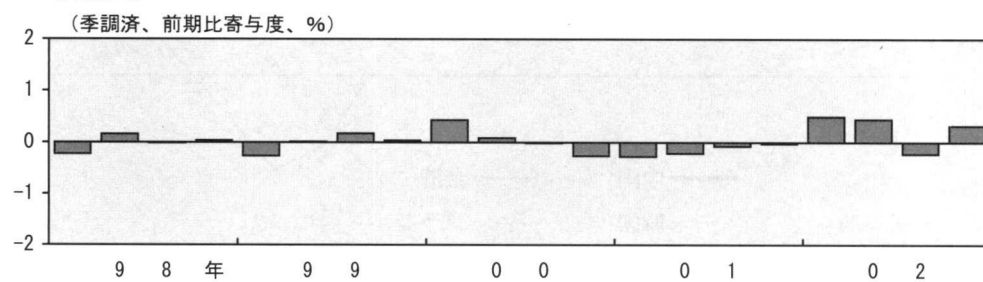
(国内民需)



(公的需要)



(純輸出)



(注) 2002年8月に内閣府が発表した新しい推計方法に基づく計数を利用。

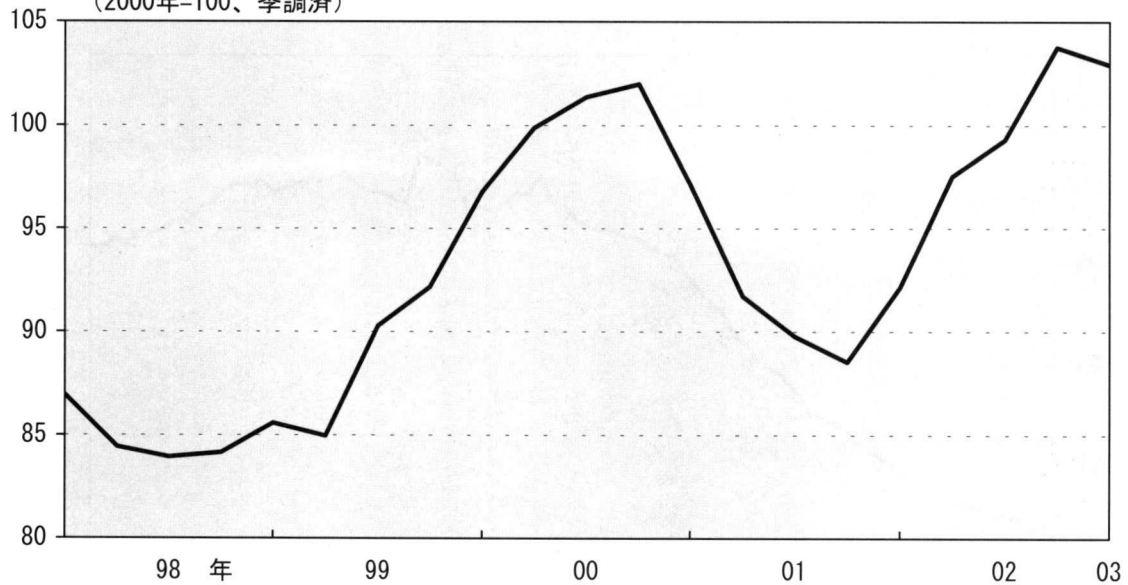
(資料) 内閣府「国民経済計算」

(図表3)

輸出および生産の動向

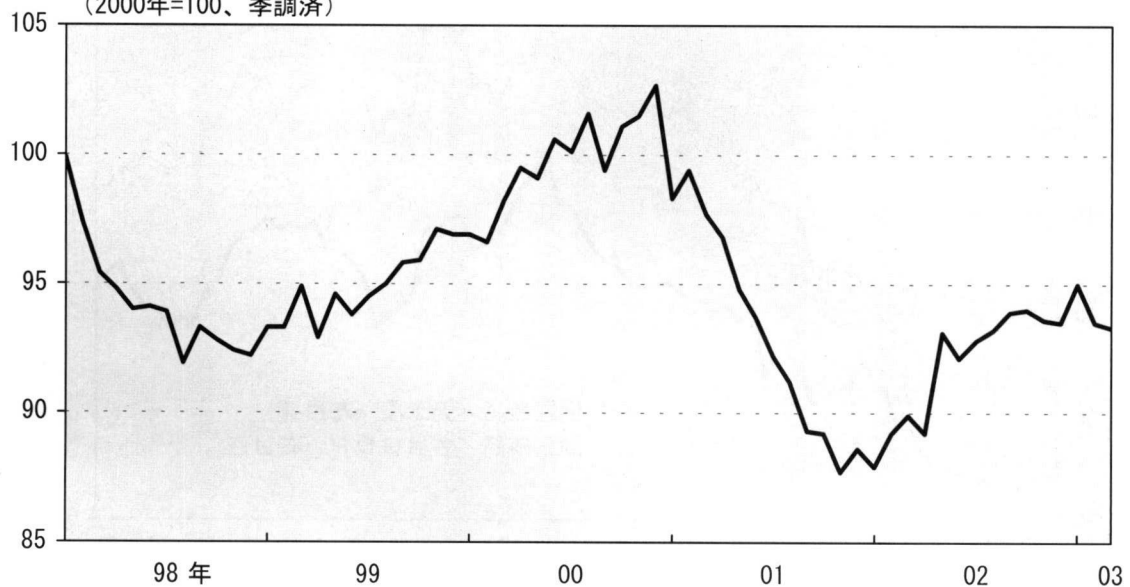
(1) 実質輸出

(2000年=100、季調済)



(2) 生産

(2000年=100、季調済)

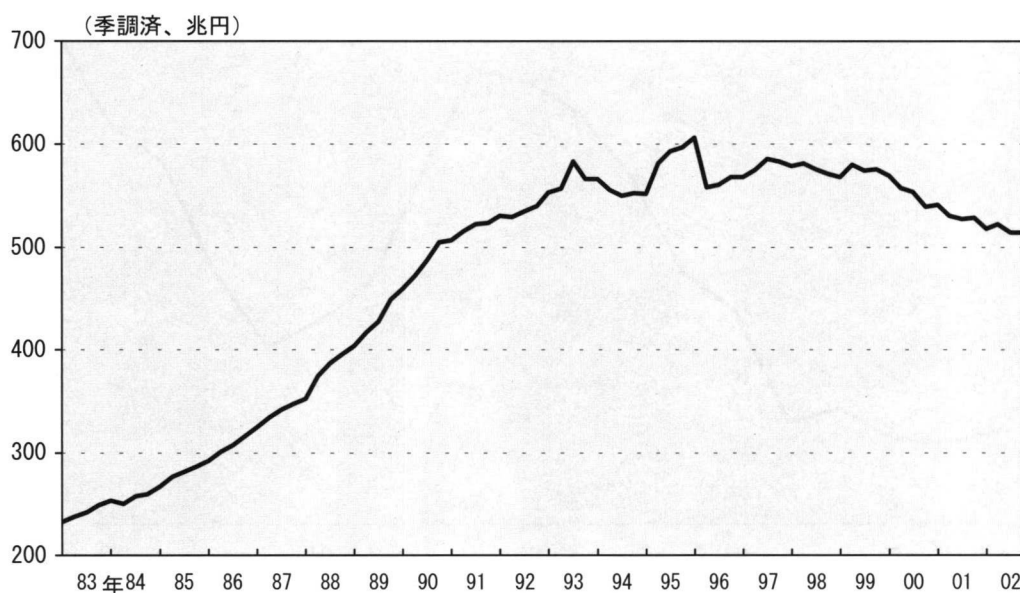


(資料) 財務省「外国貿易概況」、日本銀行「卸売物価指数」「企業物価指数」
経済産業省「鉱工業指数統計」

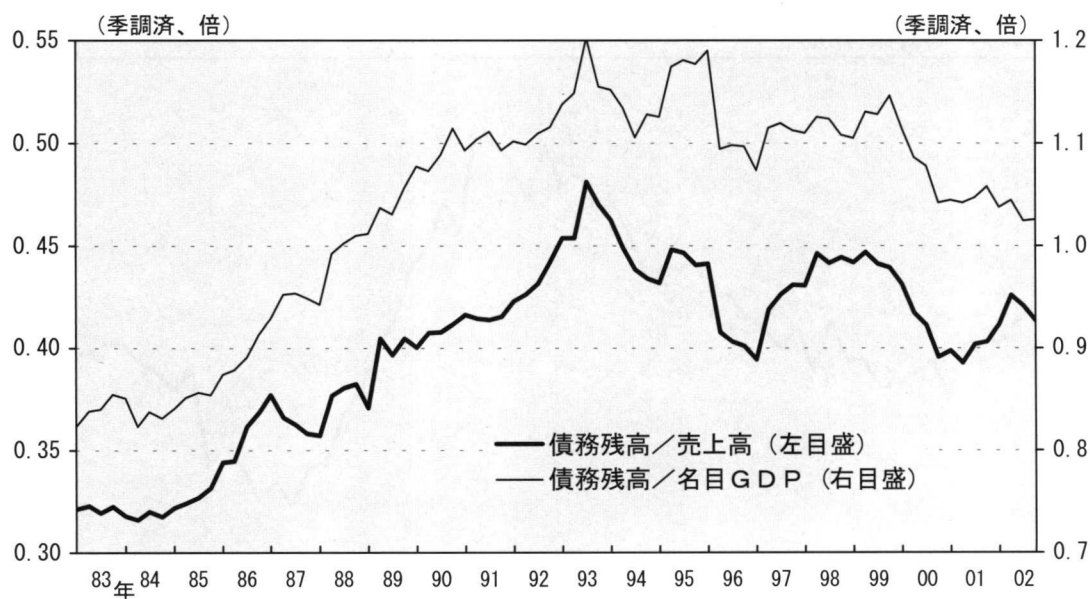
(図表4)

企業の過剰債務調整圧力

(1) 債務残高



(2) 売上高、名目GDPに対する比率



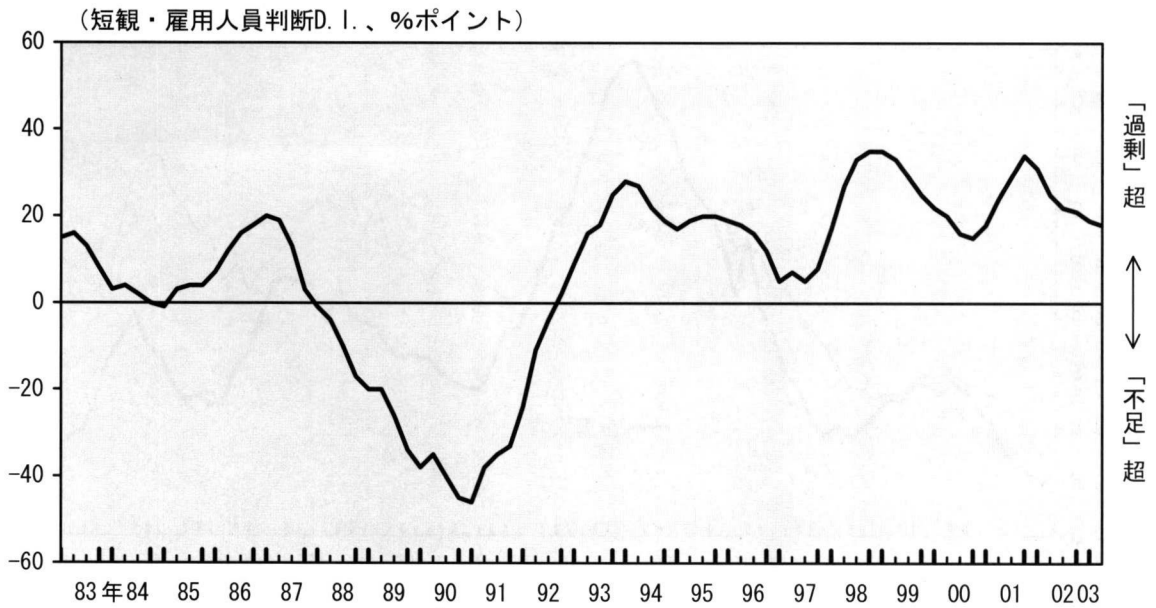
(注) 債務残高＝長期・短期借入金＋社債＋受取手形割引残高

(資料) 財務省「法人企業統計季報」、内閣府「国民経済計算」

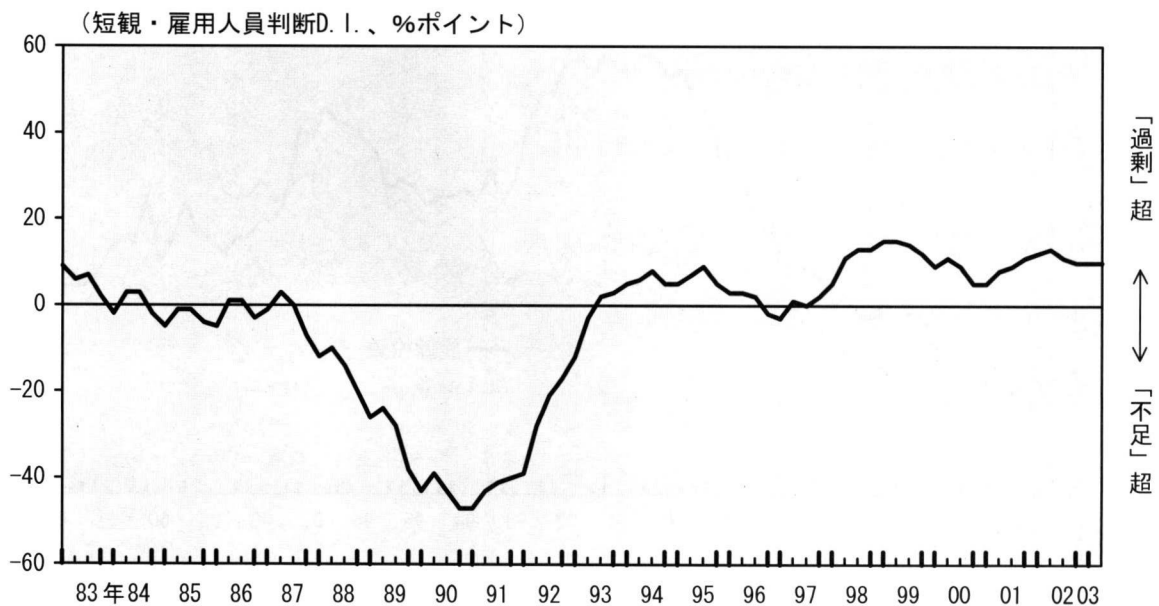
(図表5)

企業の雇用調整圧力

(1) 製造業



(2) 非製造業



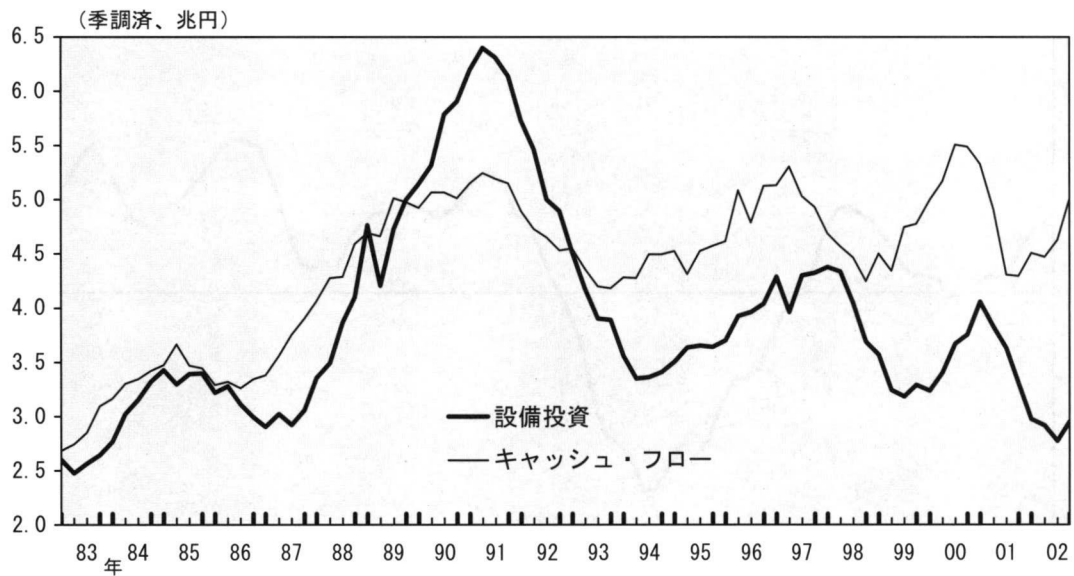
(注) 全規模計。2003/2Qの値は企業の予測値。

(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」

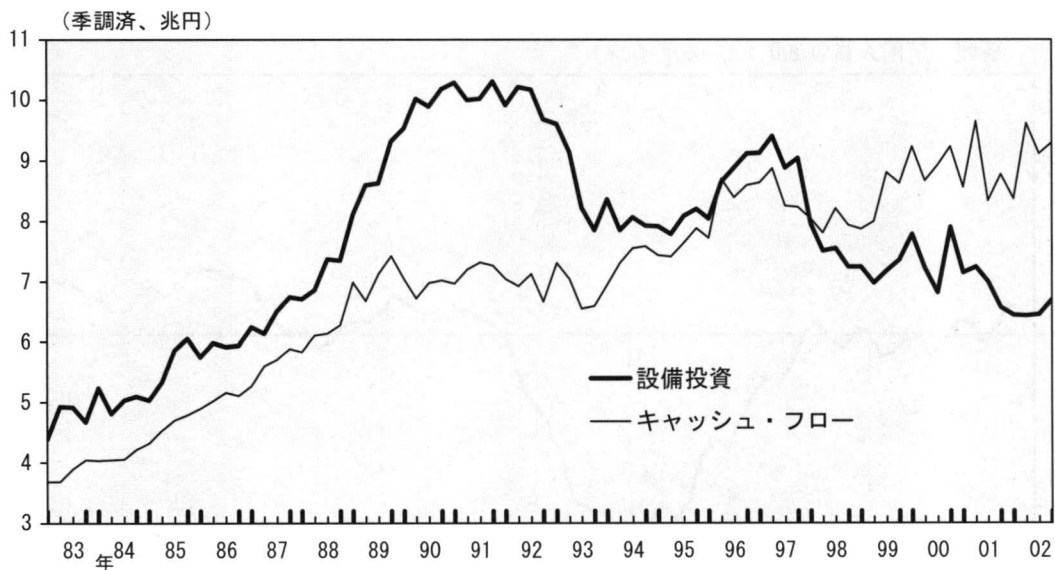
(図表6)

企業のキャッシュ・フローと設備投資

(1) 製造業



(2) 非製造業



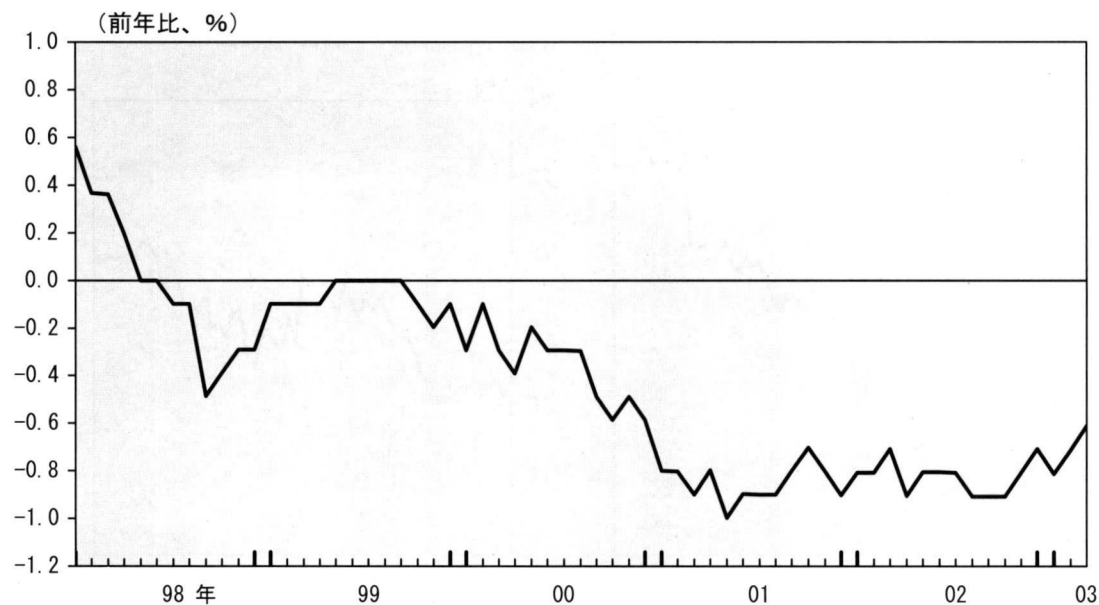
- (注) 1. 全規模計。非製造業はその他サービス大企業を除くベース。
2. キャッシュ・フローは、 $(\text{減価償却費} + \text{経常利益} \times 1/2)$ により算出。

(資料) 財務省「法人企業統計季報」

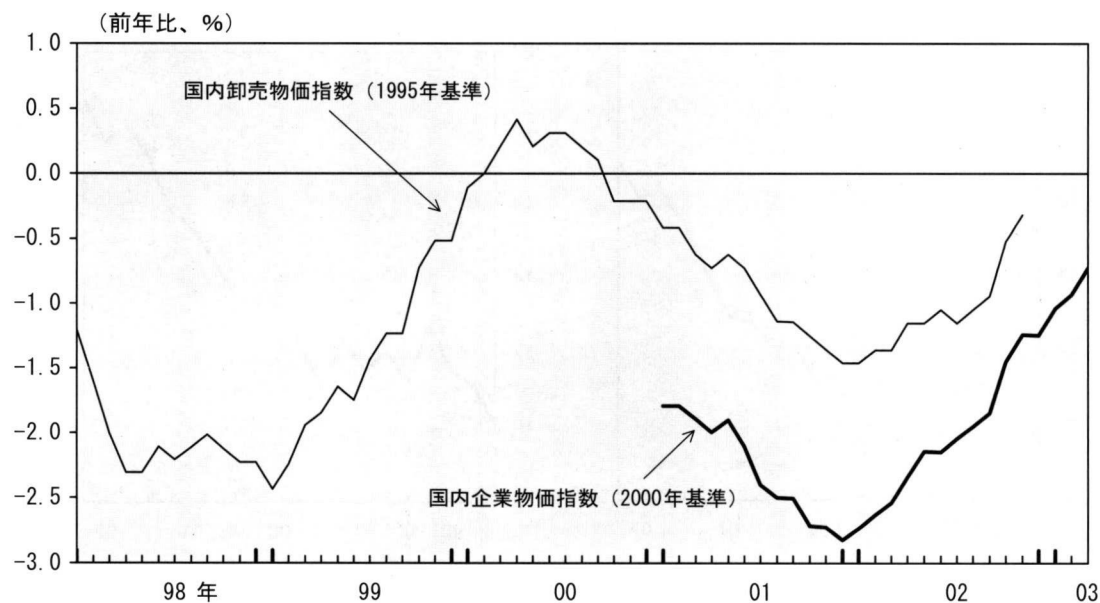
(図表7)

物価の動向

(1) 消費者物価指数 (除く生鮮食品)



(2) 国内企業物価指数



- (注) 1. それぞれ消費税率引上げの影響を調整した計数。
2. 2000年12月以前の消費者物価は、1995年基準の指数に基づく。

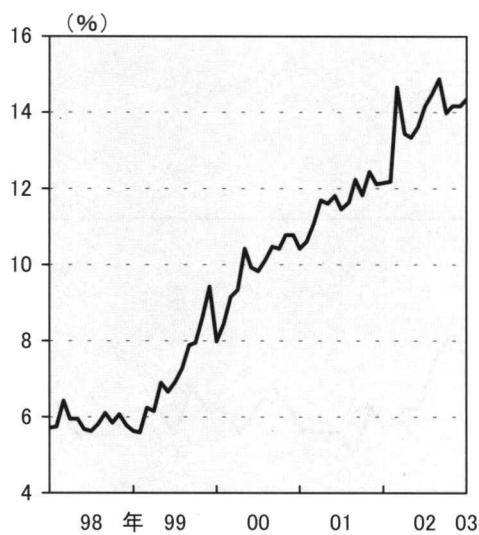
(資料) 総務省「消費者物価指数」、日本銀行「卸売物価指数」「企業物価指数」

(図表 8)

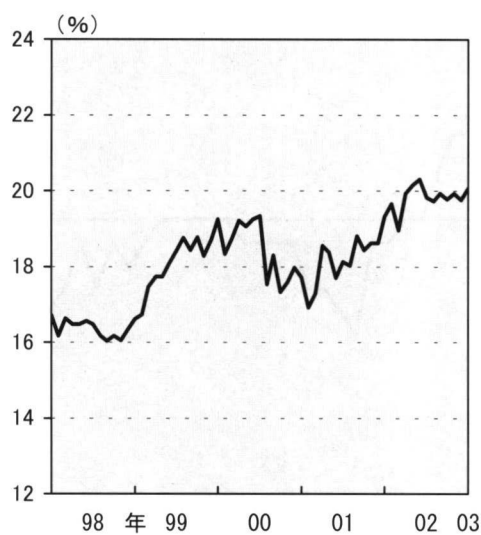
安全資産選好

ー 各経済主体の資産に占める安全資産のウェイト ー

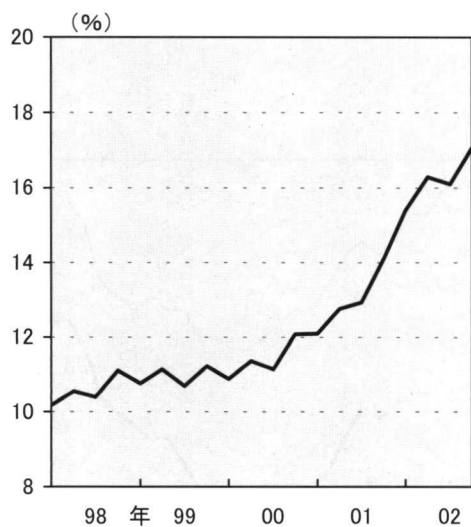
(1) 国内銀行



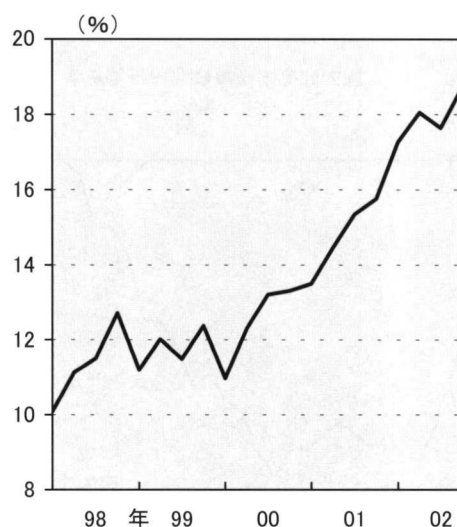
(2) 生命保険・損害保険会社



(3) 家計



(4) 民間非金融法人企業



(注) 安全資産のウェイトは以下のように算出。

銀行：(現金＋日銀当預＋国債)／総資産

生損保：(現金・預貯金＋国債)／運用資産計

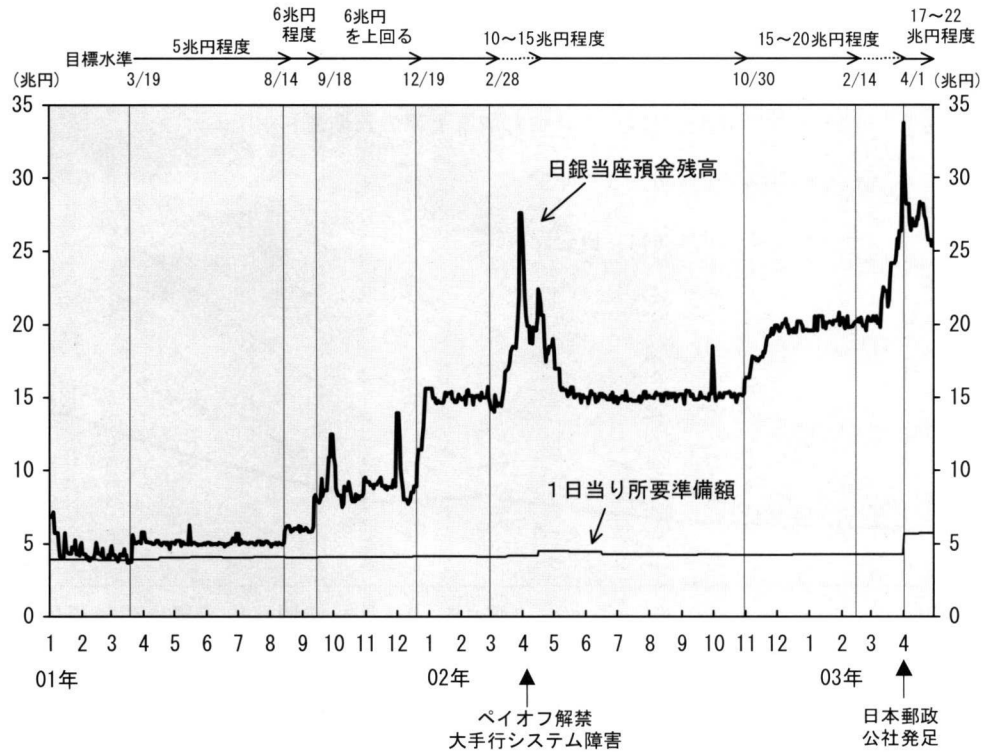
家計・民間非金融法人企業：(現金＋流動性預金＋国債)／金融資産計

(資料) 生命保険協会、日本損害保険協会、日本銀行

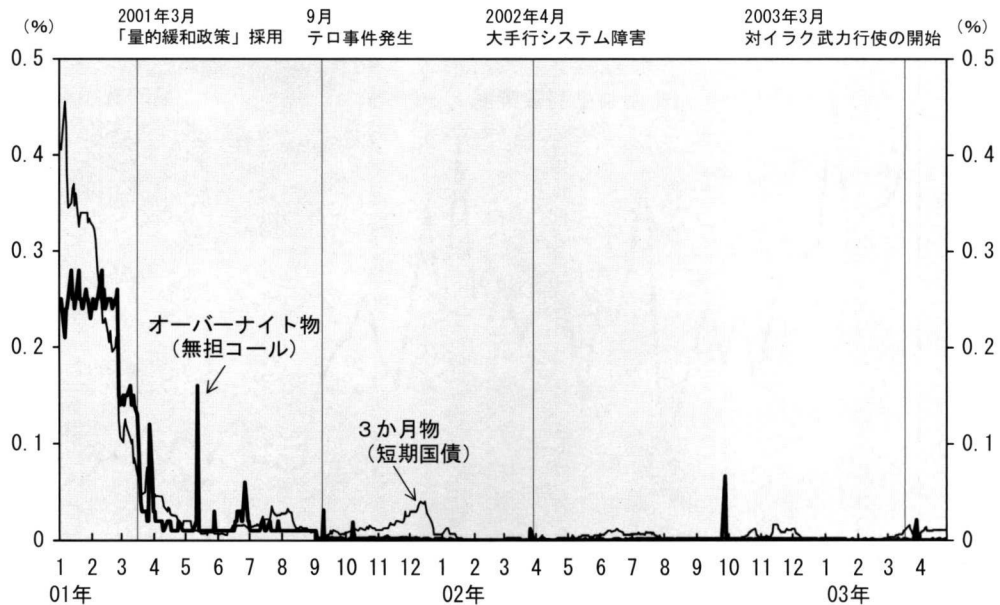
(図表9)

日銀当座預金および短期金利の動向

(1) 日銀当座預金の動向



(2) 短期金利の動向

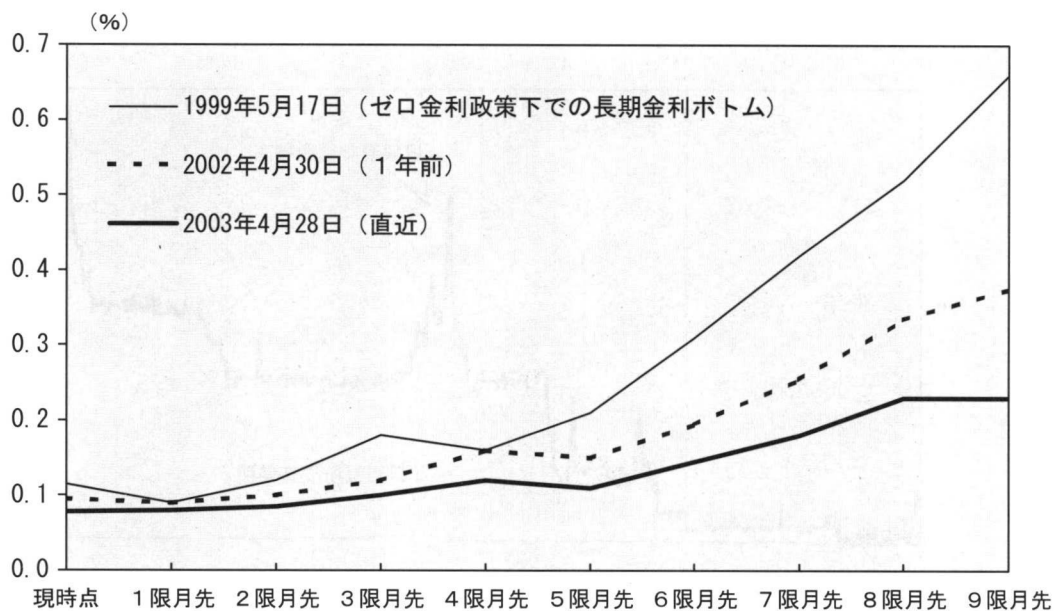


(資料) 日本銀行、日本相互証券

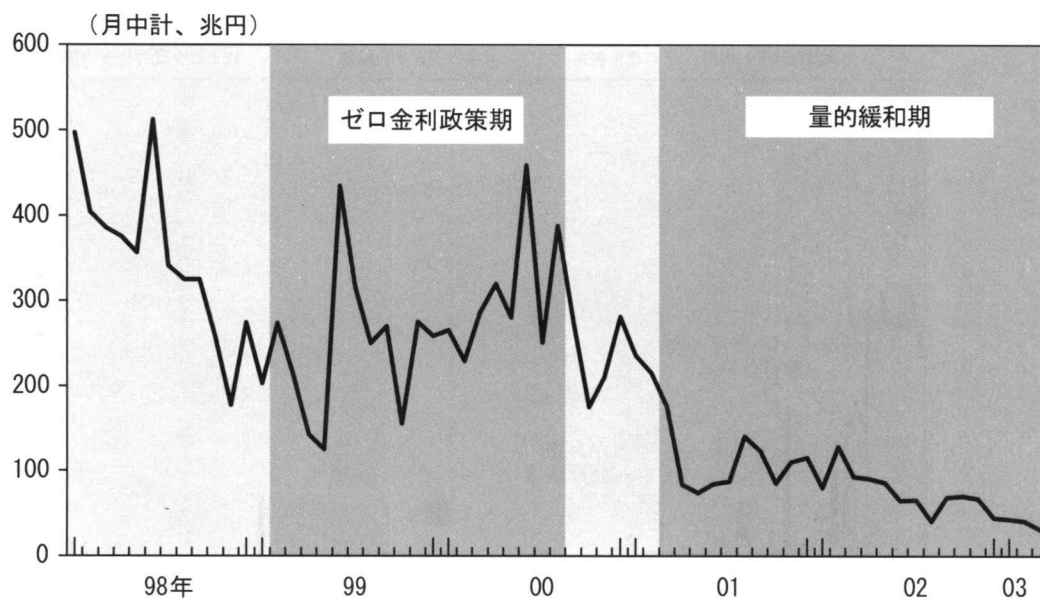
(図表 10)

先物金利

(1) ユーロ円金利先物 3 か月



(2) ユーロ円金利先物売買高

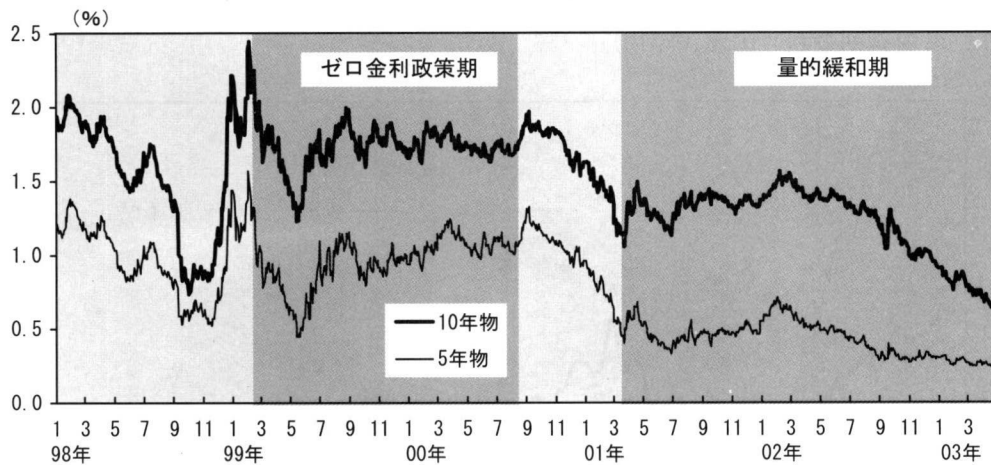


(資料) 東京金融先物取引所

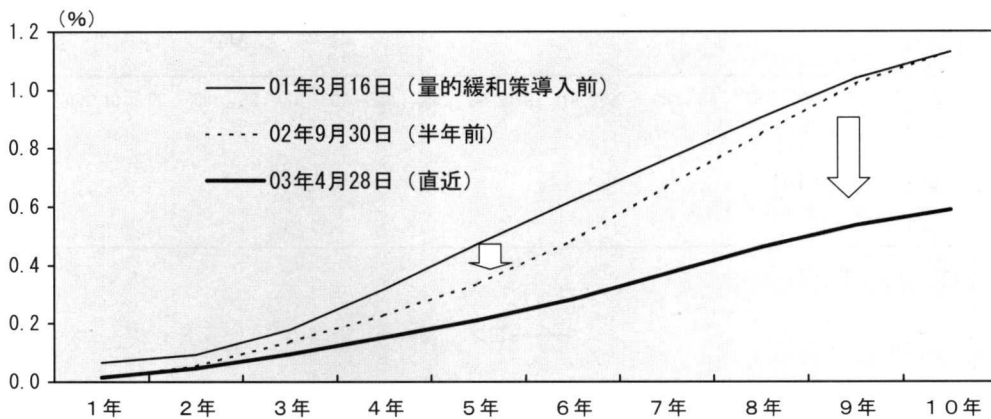
(図表 1 1)

長期金利

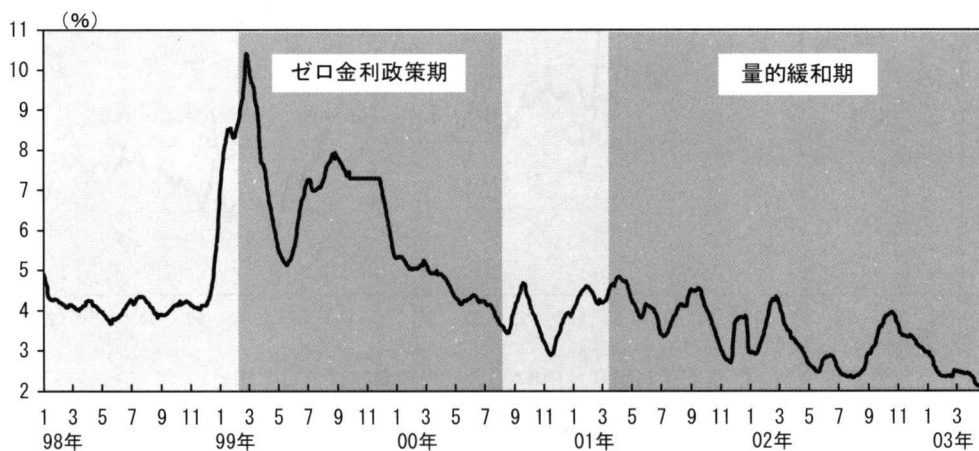
(1) 長期金利



(2) イールドカーブ



(3) 長期金利のボラティリティ

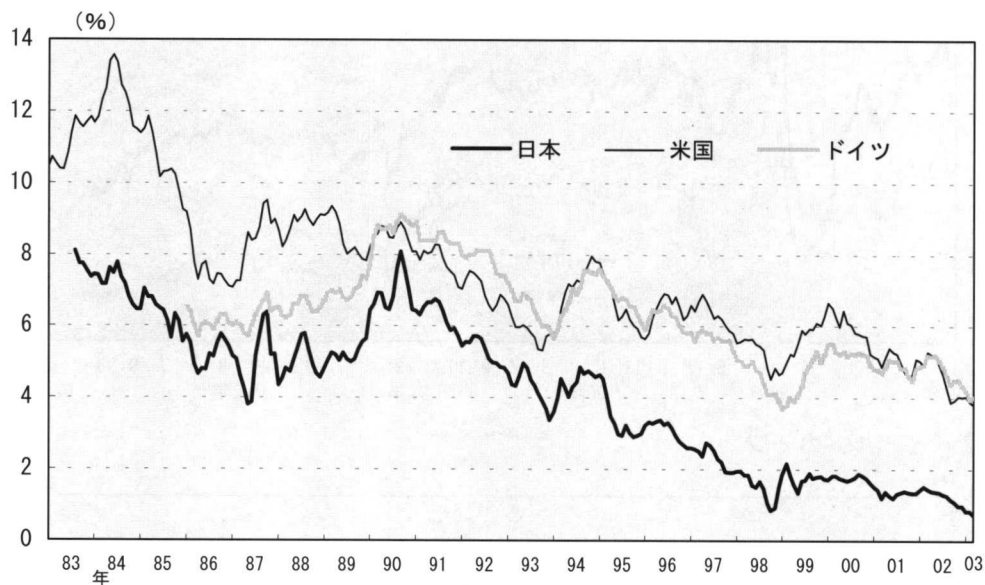


(資料) Bloomberg、日本証券業協会、東京証券取引所

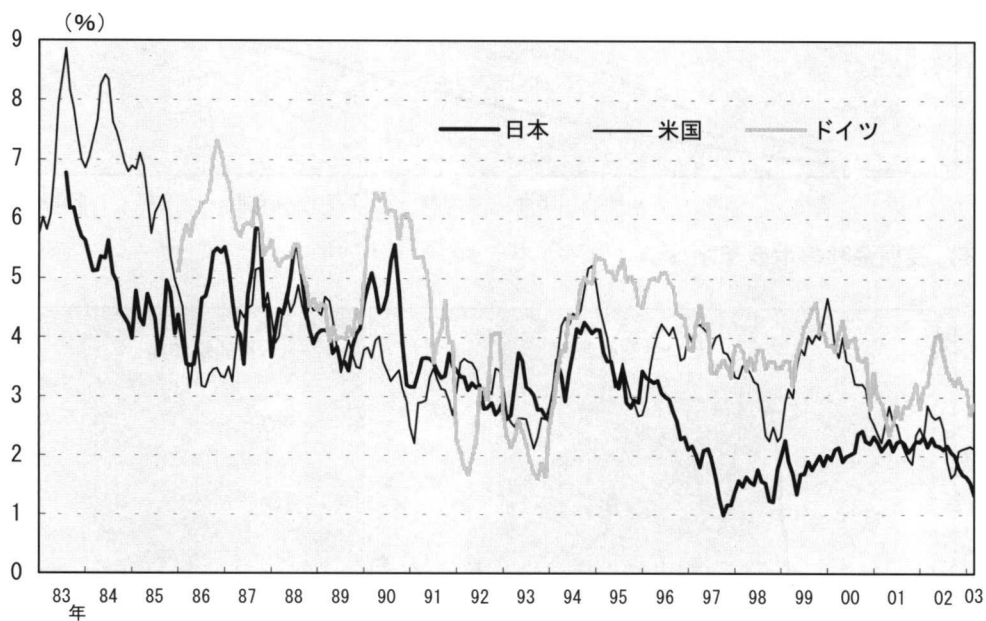
(図表 12)

長期金利の国際比較

(1) 名目長期金利 (国債10年物)



(2) 実質長期金利



(注1) 実質長期金利＝国債流通利回り(10年物)－CPI前年比、として算出。

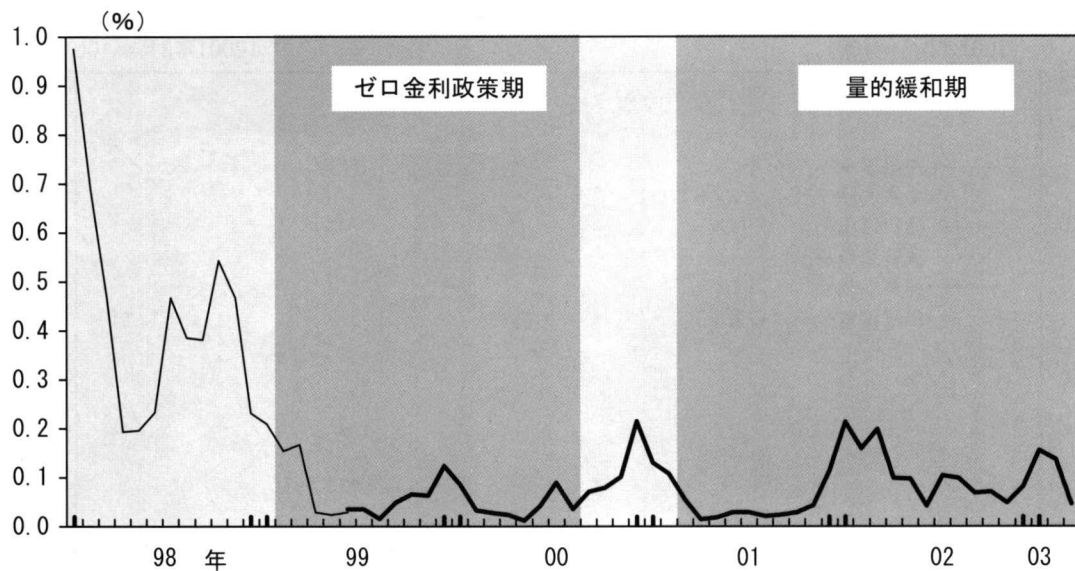
(注2) CPIは、日本は除く生鮮(消費税要因調整後)、米国はコアベース。
ドイツのデータは91年までは、旧西独ベース。

(資料) 総務省「消費者物価指数」、日本相互証券、各国政府等

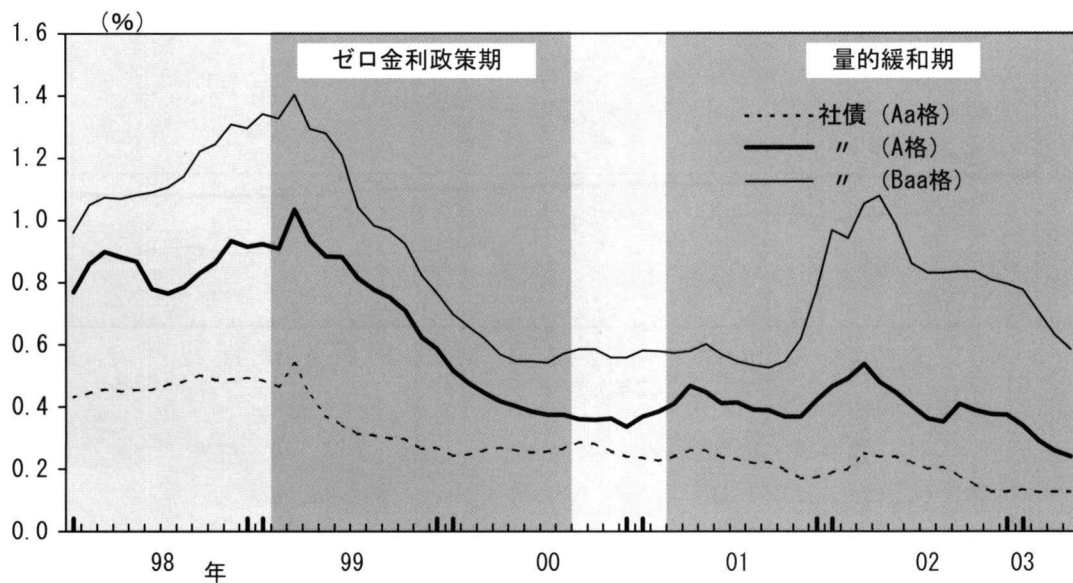
(図表13)

信用スプレッドの動向

(1) 短期の信用スプレッド (CP発行レートー短国流通利回り、3か月物)



(2) 長期の信用スプレッド (社債流通利回りー国債流通利回り、5年物)



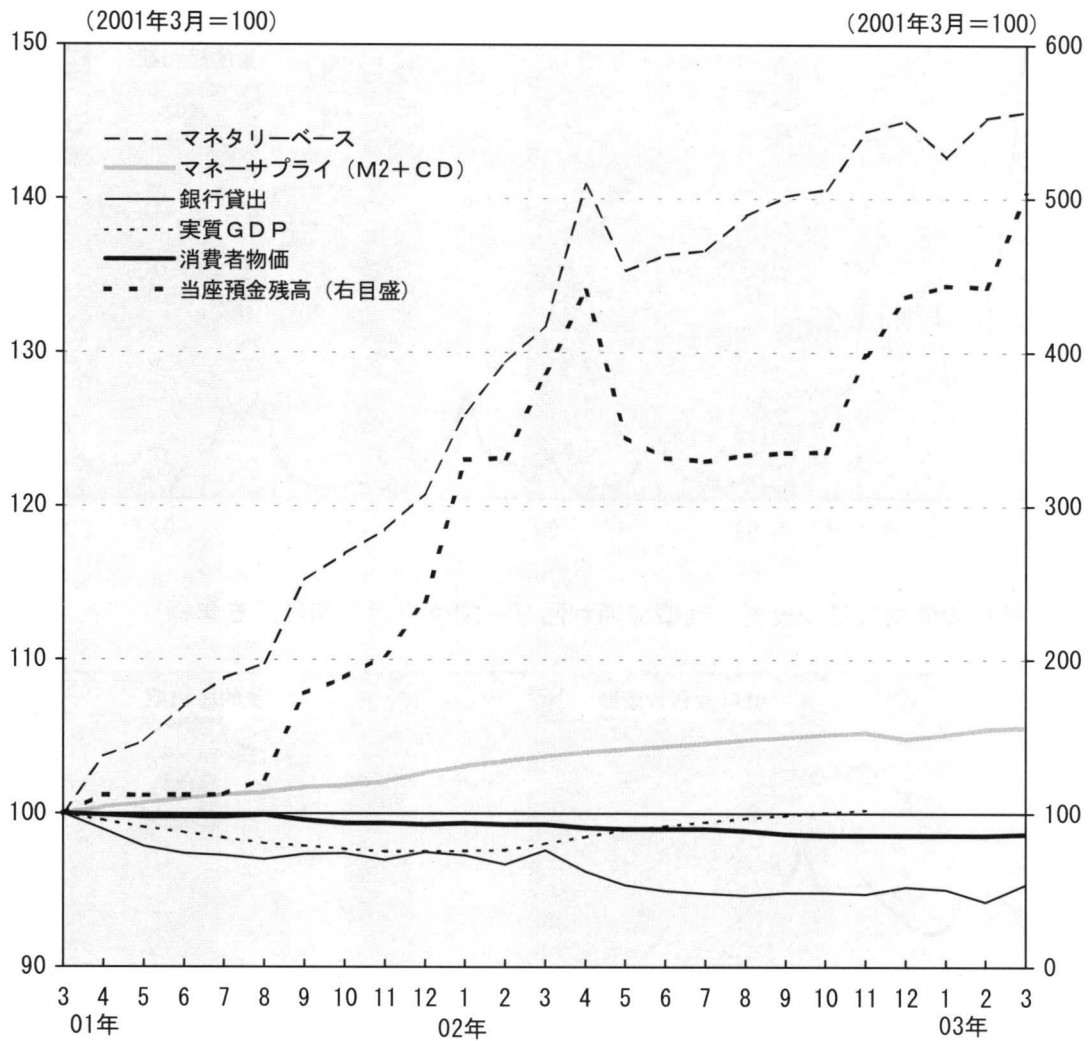
- (注) 1. CP発行レートはA1格以上のもの。99年5月以前の短国流通利回りは6か月物。
2. 社債の格付けはムーディーズによる。
3. 長期の信用スプレッドの2003年4月の値は4月28日までの平均。

(資料) 日本銀行、日本相互証券、日本証券業協会

(図表 1 4)

量的金融指標と経済活動

— 量的緩和採用以降の各種経済指標 —

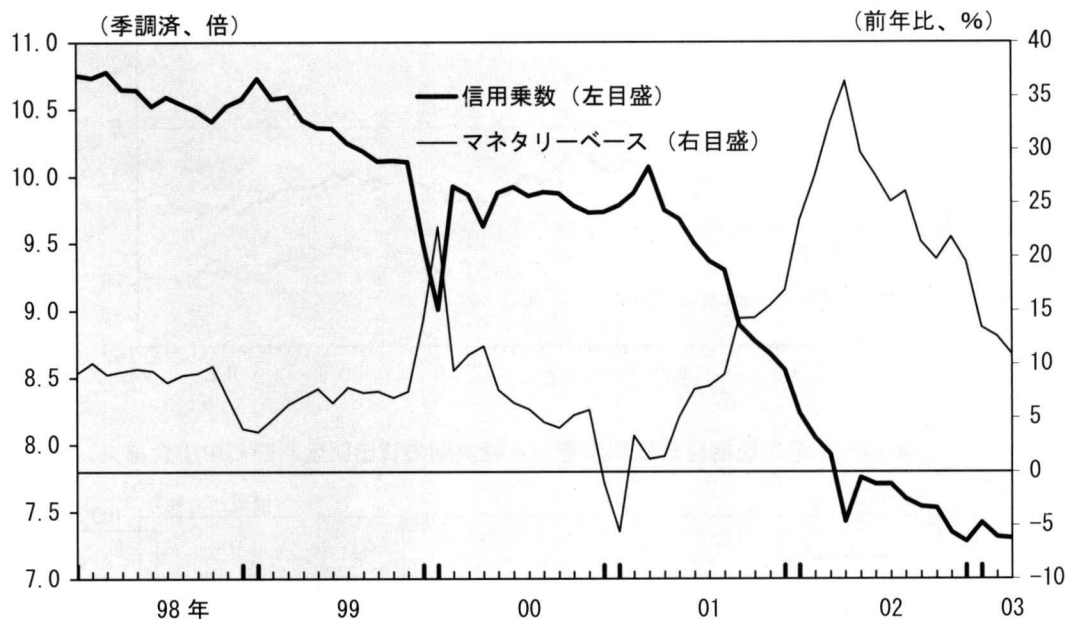


(資料) 内閣府「国民経済計算」、総務省「消費者物価指数」、日本銀行

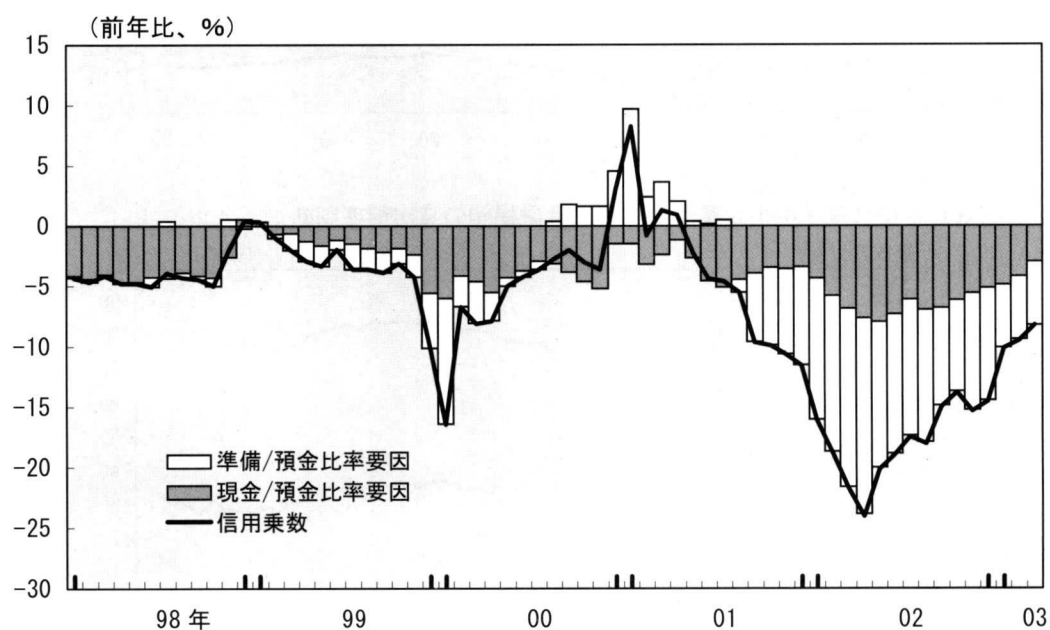
(図表15)

信用乗数

(1) マネタリーベースの伸びと信用乗数 (=M2+CD/マネタリーベース)



(2) 信用乗数(前年比)の要因分解

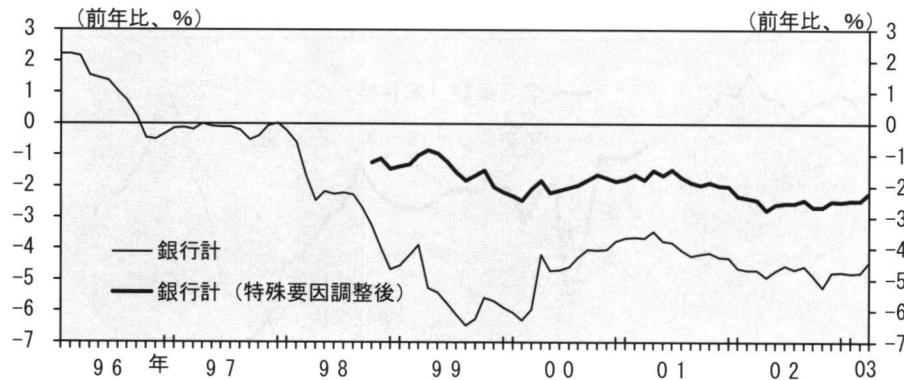


(資料) 日本銀行

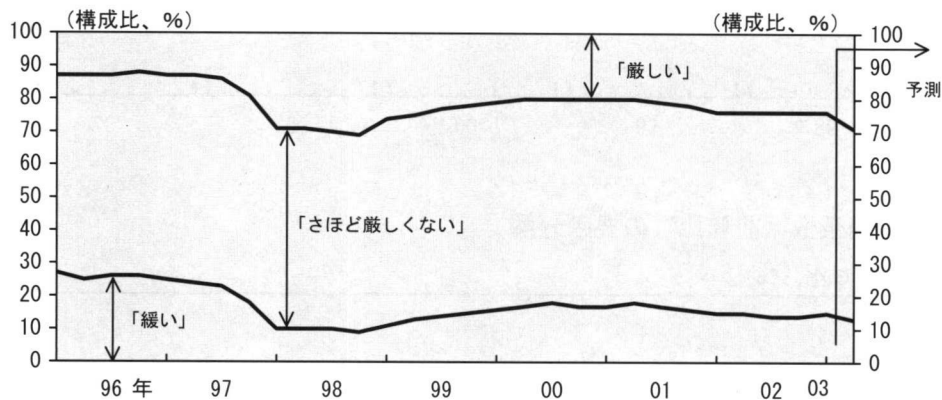
(図表 16)

銀行貸出および金融機関の融資スタンス

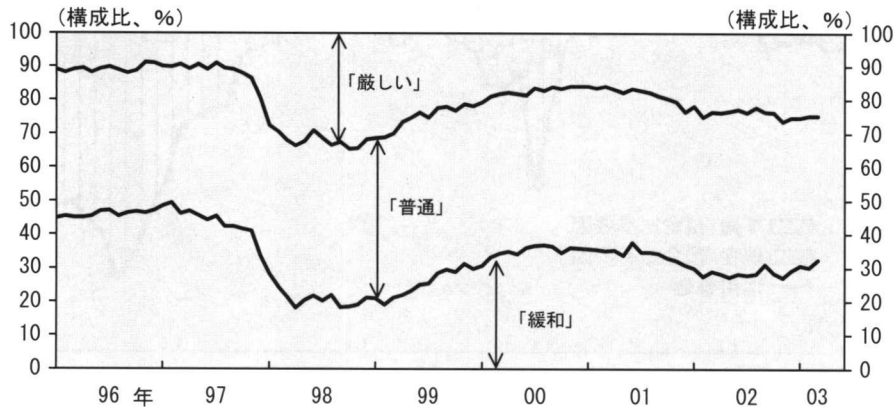
(1) 民間銀行貸出



(2) 日本銀行・企業短期経済観測調査 (金融機関の貸出態度判断<中小企業>)



(3) 中小公庫・中小企業景況調査 (金融機関の貸出態度判断)

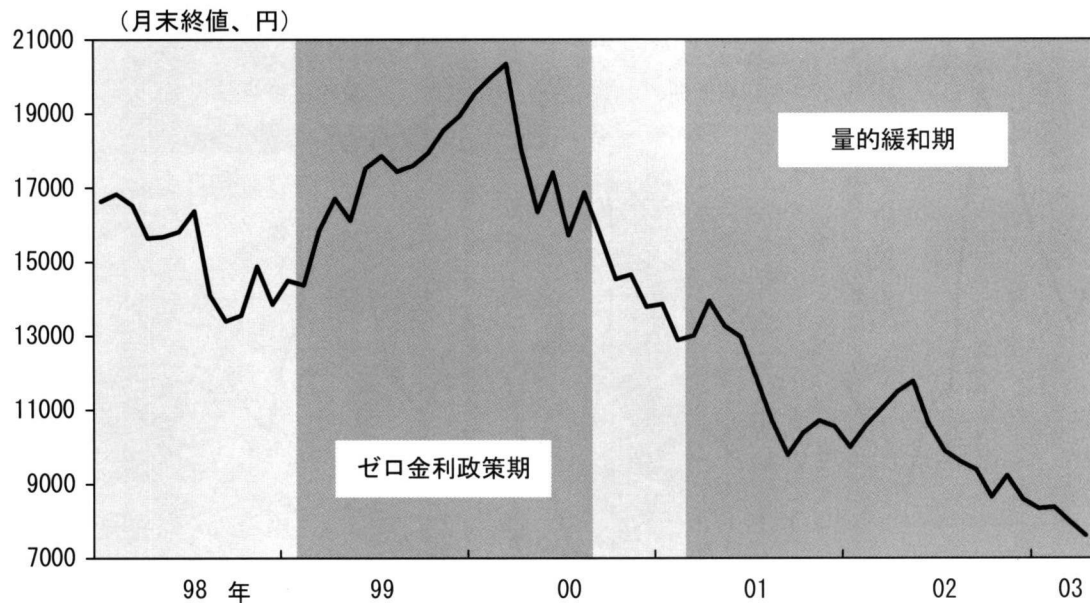


(資料) 日本銀行「貸出・資金吸収動向等」「企業短期経済観測調査」、中小企業金融公庫「中小企業景況調査」

(図表17)

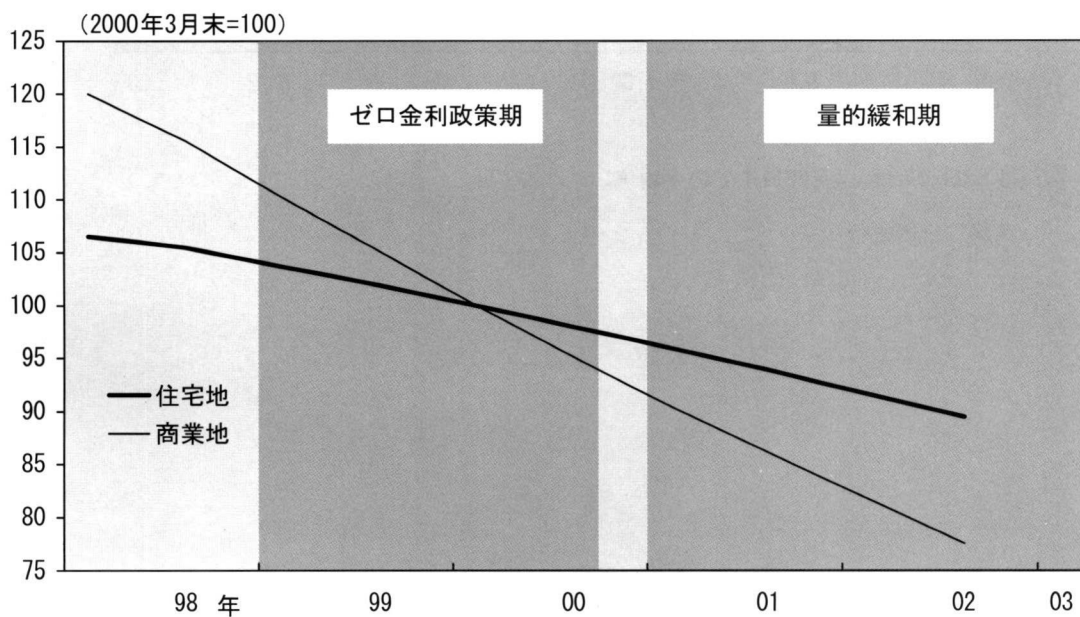
資産価格の動向

(1) 株価 (日経平均)



(注) 4月の計数は、4月28日の終値。

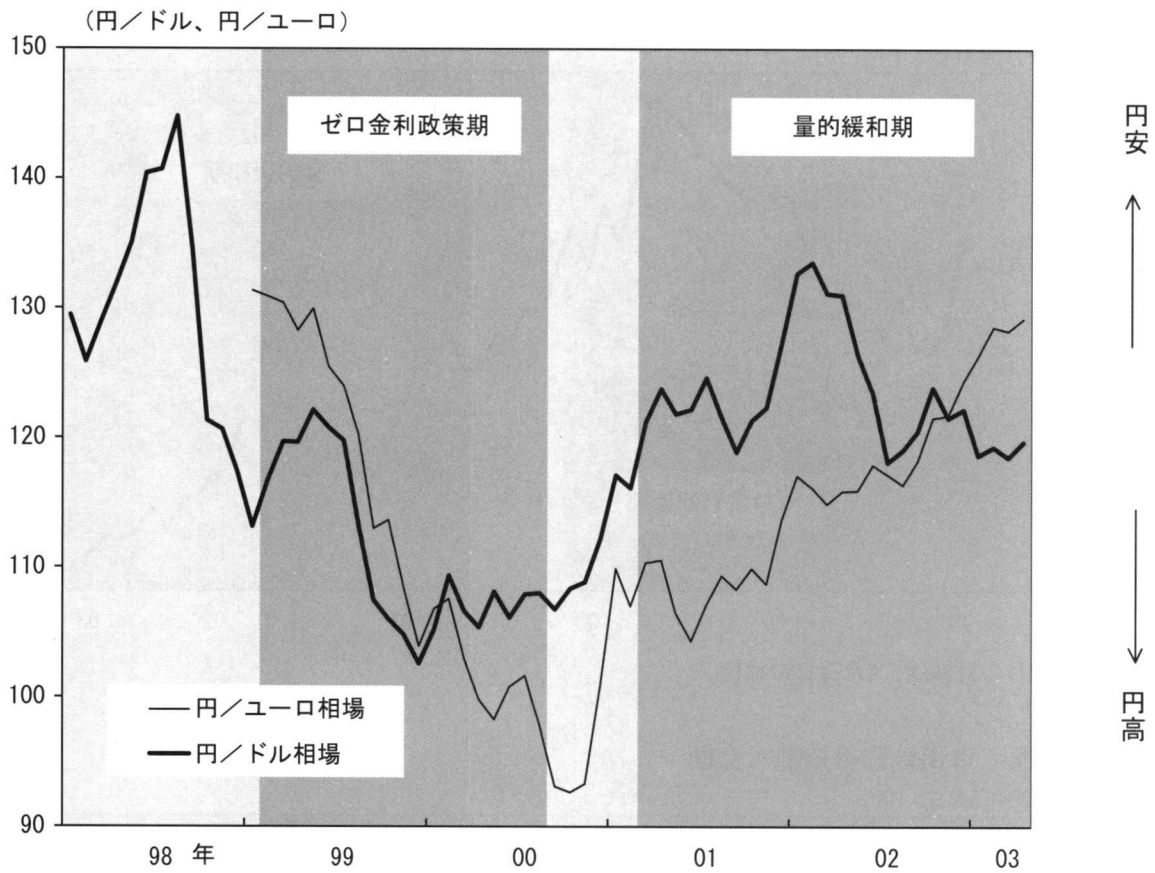
(2) 地価 (市街地価格指数<全国>)



(資料) 日本経済新聞社「日本経済新聞」、日本不動産研究所「市街地価格指数」

(図表18)

為替相場



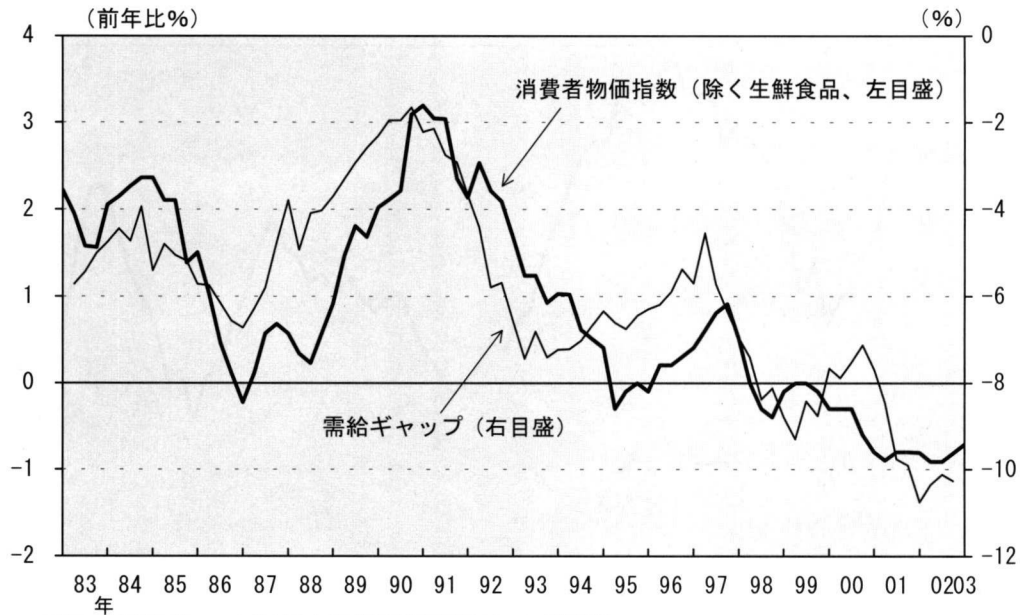
(注) 03/4月は、4月28日までの平均値。

(資料) 日本銀行

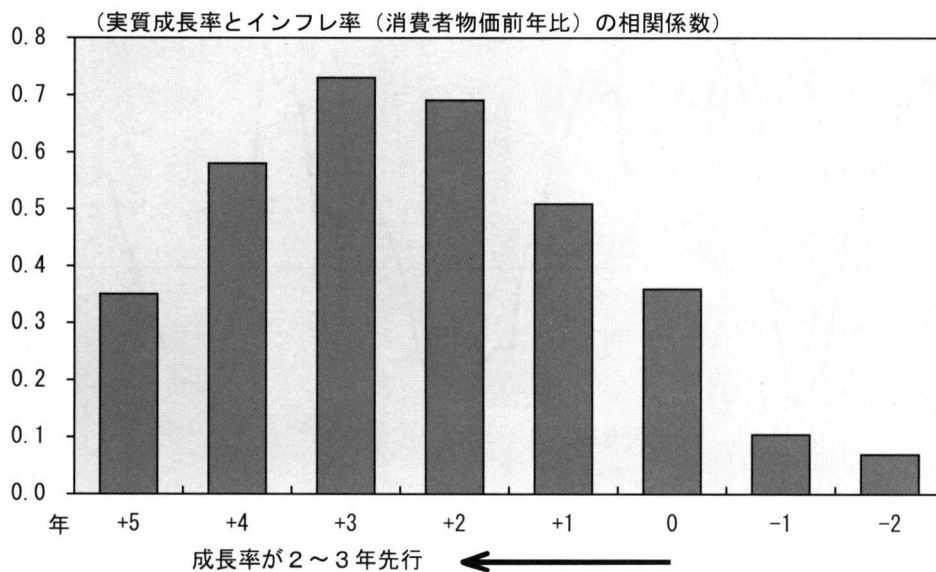
(図表19)

成長率、需給ギャップと物価

(1) 需給ギャップと物価



(2) 成長率と物価の時差相関



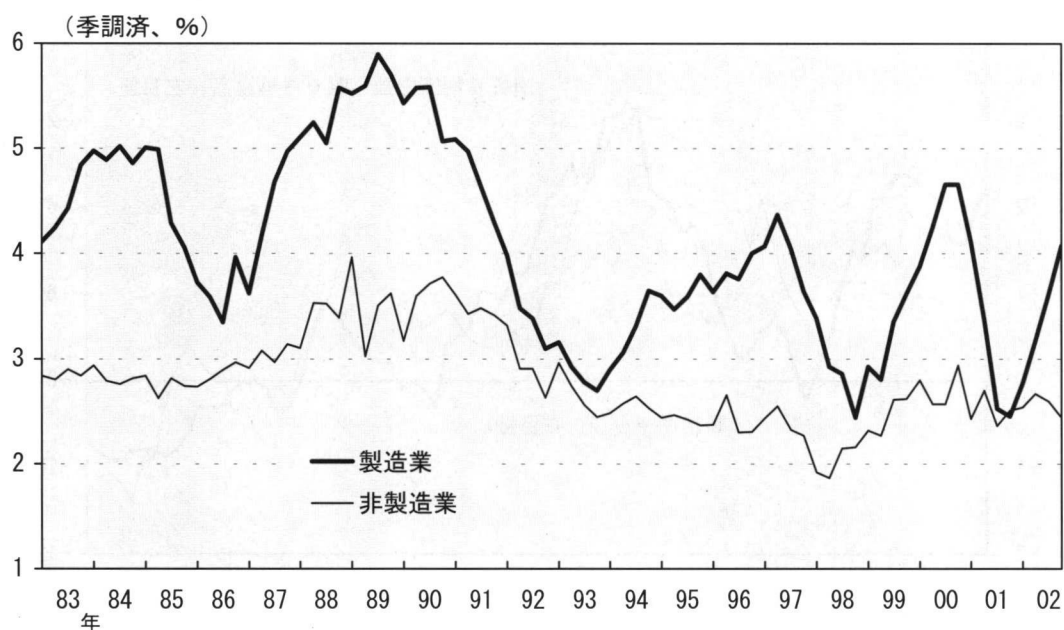
(注) 1. 消費者物価は、消費税導入及び税率引き上げの影響を調整したベース。
2. 1981～2001年度のデータを利用。

(資料) 内閣府「国民経済計算」、総務省「消費者物価指数」

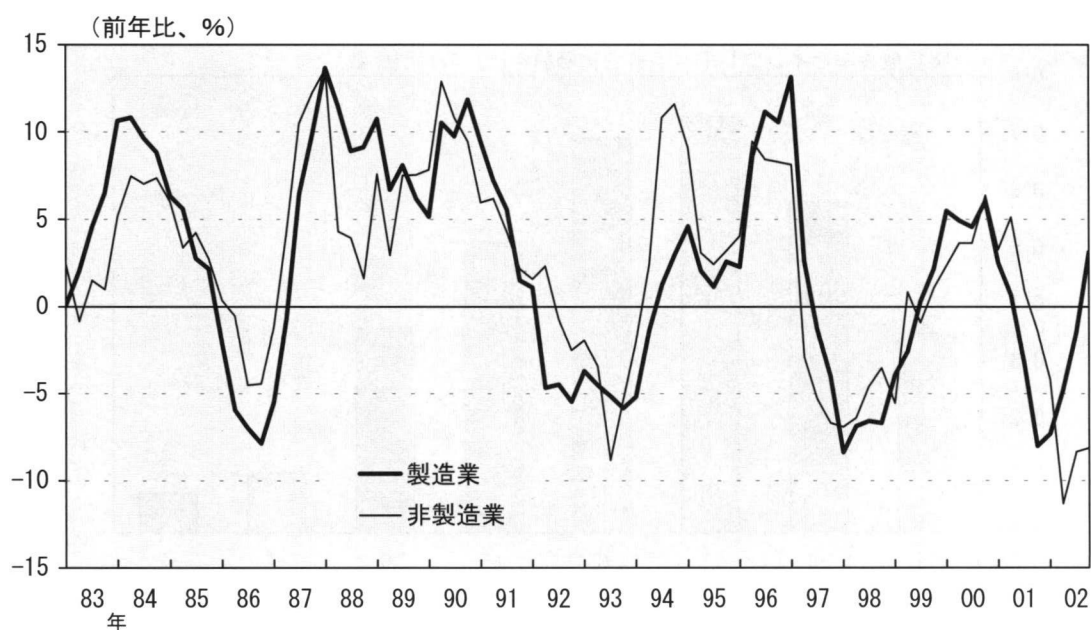
(図表20)

企業の収益性

(1) 売上高営業利益率の推移



(2) 売上高の推移



(注) 全規模計。非製造業はその他サービス大企業を除くベース。

(資料) 財務省「法人企業統計季報」