

経済・物価の将来展望とリスク評価 (2003 年 10 月)

2003 年 11 月 4 日

日 本 銀 行

■ 基本的見解 (注 1) ■

(経済・物価の標準シナリオ)

わが国経済の先行きを展望すると、本年度下期には前向きの循環が動きはじめ、来年度を通じて回復が続くと予想される。前回（本年 4 月）の「経済・物価の将来展望とリスク評価」の標準シナリオと比べると、全体としてやや上振れて推移していると考えられる。

まず前提となる海外経済は、IT 関連需要の回復もあって米国や東アジアなどを中心に高めの成長を続けると予想される。こうしたもとで、わが国の輸出や生産は増加していくものとみられる。企業収益は経営体質の改善努力ともあいまって改善し、設備投資も増加傾向を続ける可能性が高い。

ただし、過剰債務や過剰雇用などの構造的な制約要因が残存するとみられるため、先行きの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。実際、雇用者所得は下げ止まるものの、企業の人件費抑制姿勢が根強く、明確な改善を示すには至らないと考えられる。このため、個人消費は概ね横這い圏内の動きを続けるとみられる。なお、実質 GDP 成長率については、GDP デフレーターの下落幅が他の物価指数に比べて大きめになる傾向が強まっている中で、その分これまでよりも高めに算出される可能性がある。

需給ギャップは、こうした緩やかな景気回復のもとで本年度から来年度にかけて小幅縮小するものの、現状のマイナス幅はかなり大きい。ため、需給面では物価を押し下げる圧力が幾分残存する可能性が高い。消費者物価指数は、本年度、来年度とも小幅の下落が続くと予想される。

(リスク評価)

日本銀行としては、以上のような経済・物価の姿を標準的なシナリオとして想定している。ただ、こうしたシナリオには、以下のような上振れまたは下振れの可能性がある。

(注 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。

第1に、海外経済の動向である。海外経済を取り巻く不透明感は緩和されているが、米国の雇用情勢や世界のIT関連需要の動向、東アジア経済の成長率などによっては、わが国の景気が上記の標準シナリオより上振れまたは下振れることも考えられる。

第2に、金融・為替市場の動向である。市場は中長期的には実体経済の動向を反映して動くが、短期的には様々な要因によって変動する。株価、長期金利、為替相場の変化の程度や組み合わせ如何によっては、経済活動に対して影響が生じることも予想される。

第3に、不良債権処理や金融システムの動向である。このところ大手行を中心に不良債権残高が減少し引当率も高まっているなど、不良債権処理は一定の進捗をみせている。また、株価の上昇もあって、金融システムに対する不安感は後退している。こうしたもとで、金融システムの問題が企業金融や実体経済に悪影響を与えるリスクは、これまでに比べれば減少しているが、なお大きなリスク要因として残っている。

第4に、国内民間需要の動向である。標準シナリオにおいては、製造業大企業を中心に回復する姿を展望しているが、その非製造業や中小企業、家計部門への広がりや、将来の需要に対する企業の期待などによっては、上振れまたは下振れる可能性がある。

(デフレ克服の展望と金融政策運営)

デフレから脱却し持続的な成長軌道に復帰するためには、循環的な回復に加えて、過剰債務や過剰雇用、金融システム面の弱さなど構造的な問題への対応の進展などを通じて、企業や家計の成長期待が高まっていくことが必要である。この点、企業の過剰債務や過剰雇用の問題は、一部の製造業大企業では解消しつつあるものの、非製造業や中小企業などを中心に引き続き残存している。また、不良債権処理をはじめとする金融システムの健全化に向けた動きも一層進めていく必要がある。

日本銀行は2001年3月以降量的緩和政策を採用しているが、この政策は、金融市場の安定や緩和的な企業金融の環境を維持することに寄与し、実体経済に対してしっかりと下支え効果を発揮している。金融資本市場では、長期金利の上昇などがみられたが、一方で株価は上昇した。企業の資金繰りは幾分改善しており、緩和的な資金調達環境が概ね維持されている。

日本銀行は、消費者物価指数を基準とする明確かつ具体的なコミットメントに沿って量的緩和政策を堅持していくことによって、日本経済の持続的な成長軌道への復帰を支えていきたいと考えている。また、金融機関の金融仲介機能が万全とはいえない中であって、貸出やCP、社債をはじめとするクレジット市場の整備等を通じて金融政策の波及メカニズムを強化し、金融緩和の効果が経済全体に行き渡るよう努めていく所存である。

(参 考)

▽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。

	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	+2.3 ~ +2.6 <+2.4>	-0.9 ~ -0.5 <-0.7>	-0.3 ~ -0.1 <-0.2>
4 月時点の見通し	+0.8 ~ +1.1 <+1.0>	-1.0 ~ -0.9 <-1.0>	-0.5 ~ -0.4 <-0.4>
2004 年度	+2.3 ~ +2.6 <+2.5>	-0.8 ~ -0.4 <-0.6>	-0.5 ~ -0.2 <-0.3>

(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。

(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、%。

	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	+2.3 ~ +2.7	-0.9 ~ -0.5	-0.3 ~ 0.0
4 月時点の見通し	+0.8 ~ +1.2	-1.0 ~ -0.3	-0.6 ~ -0.2
2004 年度	+2.0 ~ +2.8	-0.9 ~ 0.0	-0.5 ~ +0.5

【背景説明】

1. 経済・物価・金融情勢

（本年度上期の経済・物価）

本年度上期のわが国経済は、年前半における海外経済の減速を受けて、昨年中増加傾向にあった輸出や生産が減速するなど、総じて横這い圏内で推移した。しかし、夏から秋口にかけては、設備投資が緩やかに回復する中、海外経済の好転により輸出が再び幾分増加し始め、企業の業況感も改善するなど、緩やかな景気回復へ向けた動きがみられるようになった（図表1～4）。そうしたもとで、物価はなお緩やかな下落が続けたが、一時的な要因がかなり影響して下落幅は縮小し、9月の消費者物価（全国、除く生鮮食品、以下同じ）は、前年比-0.1%となった（図表5）。

本年4月末に公表した前回の「経済・物価の将来展望とリスク評価」の標準的なシナリオでは、本年度の経済について、「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」という姿を想定した。こうした想定との対比で景気の展開をみると、年度当初こそ地政学的リスクや新型肺炎（SARS）の影響などが懸念された。しかし、その後は、海外経済の回復力が幾分強めとなり、昨年来の企業収益の改善を背景に設備投資がやや早めに回復し始めるなど、想定と比べ全体としてやや上振れて推移していると考えられる。物価面でも、国内企業物価、消費者物価とも、前年比マイナス幅は、4月末時点での想定に比べて幾分小さめとなっている。

（経済の展望）

本年度下期から来年度までのわが国経済を展

望すると、まず前提となる海外経済については、米国および東アジアを中心に比較的しっかりした回復が続けると予想される。そうしたもとで、ごく最近みられつつある輸出や生産の増加の動きが、次第にはっきりしていくと考えられる。その場合、企業収益は、経営体質の改善努力ともあいまって、改善傾向が続けるとみられる。また、設備投資は、現在キャッシュフロー対比でなお大幅に抑制されているが、増加傾向がより明確なものとなっていく可能性が高い（図表6）。雇用者所得も、下げ止まり傾向が次第に明確化していくと考えられる。このように、本年度下期にはわが国経済に前向きの循環が働き始め、来年度を通じて緩やかな景気回復が続くと展望することができる。

ただし、厳しい財政状況のもとで、公共投資は減少基調をたどるとみられる。また、企業部門における過剰債務や過剰雇用は、ひと頃に比べて改善しつつあるとはいえ、非製造業を中心に根強く残存している。不良債権処理も進捗しつつあるものの、それが金融仲介機能の改善を通じて経済の前向きの動きを促すまでには至っていない。このように、構造的な制約要因が引き続き作用するもとでは、企業の中期的な期待成長率が上昇するまでに、かなりの時間を要するとみられる。家計部門についても、企業の人件費抑制姿勢が根強いもとで、雇用者所得がはっきりと改善するには至らず、個人消費は横這い圏内の動きにとどまると予想される。これらを踏まえると、本年度下期から始まると予想される景気回復は、来年度になってもあまり加速せず、総じて緩やかなものにとどまる可能性が高いと考えられる。

もっとも、最近のGDP統計をみると（前掲図表4）、GDPデフレーター作成に関する技

術的な理由もあって、実質GDP成長率がこれまでより高めに算出されている可能性がある^(注3)。こうした統計の傾向が今後も続けば、「緩やかな景気回復」のもとにあっても、実質GDP成長率の計数はある程度高めのものとなる可能性が高い。

(物価の展望)

物価の先行きを展望するに当たって、最も重要なマクロ的な需給バランスを考えると、景気が緩やかな回復を続けるもとで、次第に改善していくことが予想される。しかし、需給ギャップは、現状のマイナス幅がかなり大きく(図表7)、上述した程度の緩やかな景気回復では縮小幅は小幅にとどまるため、来年度中も物価低下圧力が幾分残存する可能性が高い。

この間、技術革新による物価低下圧力は、引き続き作用し続けるとみられる。また、企業の低価格戦略は、ひと頃ほど積極的なものではなくなっているが、今後の帰趨については現時点では予測し難い。

以上を踏まえると、国内企業物価や消費者物価は、基調的にみる限り、その下落テンポは次第に緩やかになっていく方向にあるが、本年度、来年度とも小幅の下落が続くと予想される。こうした中で、これまでの消費者物価の下落幅縮小には、4月の医療費自己負担引き上げ、7月のたばこ税引き上げなど、一時的な要因がかなり寄与している。また10月以降は、冷夏の影響による米価格の上昇も見込まれる^(注4)。しかし、こうした要因は、消費者物価の前年比変化率を1年間押し上げるが、その後は押し上げ効果が

消える性格のものである。このため、消費者物価の前年比については、本年度中にいったんマイナス幅をかなり縮小した後、来年度には、こうした各種の要因が剥落していくにつれて、下落幅はむしろ幾分拡大するものと予想される。

(金融面の動き)

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

しかし、企業の資金需要については、設備投資は回復するもののキャッシュフローの範囲内にとどまるとみられることや企業の過剰債務圧縮の動きも続くと予想されることを考えると(図表8)、明確に増加に転じていくことは期待しにくい。金融機関サイドでは、優良な企業に対して貸出を増加させようとする姿勢を強める一方、信用力の低い先に対しては引き続き慎重な貸出姿勢を維持するものと考えられる。このような状況のもとで、民間銀行貸出や社債・CP等による企業の資金調達、減少幅は縮小するもののなお減少を続ける可能性が高い。マネーサプライについては、経済活動が上向くことは伸び率を高める要因となるが、これまで続いてきた流動性の高い安全資産への資金シフトはやや勢いが衰える可能性があり(図表9)、この面からは伸び率が低下する方向に作用すると考えられる。

2. リスク評価

(海外経済の動向)

米国経済については、家計支出に支えられて

(注3) この点についてはBOXを参照。

(注4) 全国に先立って明らかになった東京の速報値によると、10月の米価格の上昇の消費者物価前年比に対する寄与度は+0.1%である。

引き続き緩やかな回復基調にある。またIT関連財を中心に製造業の受注や設備投資にも明るい動きがみられるほか、生産も持ち直しつつある。もっとも、雇用面の弱さなど、民間需要の回復力はなお盤石とはいえない面が残っている。また、米国経済は、いわゆる「双子の赤字」の問題を抱えているだけに、生産性上昇の持続性に対する疑念が生じた場合、金融資本市場や為替市場の反応を通じて、米国のみならず世界経済に悪影響を及ぼす懸念がある。また、欧州経済は下げ止まりつつあるもののなお下振れリスクが大きい状況が続いているほか、東アジアでも、家計部門のバランスシート調整が続いている韓国などで景気下振れのリスクがある。このほか、新型肺炎の終息等により海外経済の先行きに関する不透明感は緩和されたとはいえ、イラクなど中東情勢をはじめとするいわゆる地政学的リスクは残存している。また、世界的なIT関連需要はこのところ回復しているが、わが国の輸出に大きな影響を与えるだけに、その動向を注視していく必要がある。逆に、米国の雇用情勢の回復、世界のIT関連需要の強さ、中国の成長の程度などによっては、海外経済の成長率が上振れる可能性もある。

（金融・為替市場の動向）

株価、長期金利、為替相場の変化の程度や組み合わせ如何によっては、経済活動に対して影響が生じることも予想される（図表10）。

株式市場では、わが国経済の先行きに関する見方が改善する中で、海外からの積極的な投資が継続していることもあって、株価は4月末のボトムに比べ4割程度上昇している（図表11）。なかでも銀行株価は、2倍近い水準となっている。株価の変動は、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、保有株式の価値の変動を通じて金融機関の与信行動に変化をもたらす可能性がある。

長期金利は、夏場にかけて上昇した後、現在は1%台の前半で推移している（図表12）。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。こうしたもとで長期金利の動向は、金融機関の収益や自己資本の状況に影響を与え得る。企業の資金調達コストについては、社債発行金利が幾分上昇しているものの、長期貸出の中にも短期金利に連動する条件のものが多くもあって、全体としては極めて低い水準で推移している（図表13）。

為替相場に関しては、最近円高が進行している（図表14）。先行きの為替相場の動向によっては、輸出や企業収益にマイナスの影響を与え、経済全体が下振れる懸念がある。

（不良債権処理や金融システムの動向）

金融システム面の動きをみると、このところ大手行を中心に不良債権残高が減少し引当率も高まっているなど、不良債権処理は一定の進捗をみせている（図表15）。また株価の上昇もあって、金融システムに対する不安感は後退している。こうしたもとで、標準シナリオにおいては、企業の資金調達環境は、緩やかな状況が概ね維持されることを前提としている。

金融システムの問題が企業金融や実体経済に悪影響を与えるリスクは、これまでに比べれば減少しているが、なお大きなリスク要因として残っている。先行きの金融機関の経営状況や不良債権処理の進展の度合いは、企業金融面への影響や金融資本市場の反応を通じて、経済に対

し上下いずれの方向にも作用し得る。

(国内民間需要の動向)

上記の標準シナリオでは、製造業大企業を中心に回復する姿を展望しており、非製造業や中小企業、家計部門を含めた全体としての国内民間需要が十分に高まるかについては、不透明な部分が残っている。一方、これらの部門にも想定以上に回復の動きが広がる可能性もある。また、需要の先行きに対する企業の見方が、上記のようなリスク要因の顕現化等によって下振れたり、逆に過剰債務や過剰雇用などの問題への取り組みがある程度進展する中で上振れれば、設備投資の回復力に影響すると考えられる。

3. 日本経済の持続的な成長軌道への復帰とデフレ克服の展望

来年度までの期間においては、潜在成長率を若干上回る成長が実現する可能性があるが、需給ギャップの縮小は小幅に止まり、物価は下落傾向を続ける可能性が高い。デフレから脱却し持続的な成長軌道に復帰するためには、こうした循環的な回復に加えて、過剰債務や過剰雇用の問題、金融システム面の弱さなど構造的な問題への対応の進展などを通じて、企業や家計の成長期待が高まる必要がある。

この点、民間企業の取り組みに関しては、これまでの財務面、労働慣行、経営組織等の見直し、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中心に改善されてきているように窺われる(図表16)。非製造業や中小企業については、収益力が改善する企業も増えつつあるが、全体的には引き続き過剰債務や過剰雇用の問題を抱え、企業の対応努力が続いている(図表17~18)。

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、少子高齢化等の様々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、「経済財政運営と構造改革に関する基本方針2003」等において、構造改革に関する基本的な考え方が示されている。

日本銀行としては、量的緩和政策を堅持し、金融緩和の効果が経済全体に行き渡るよう努めていくことで、日本経済の持続的な成長軌道への復帰を支えていきたいと考えている。

4. 金融政策運営と金融環境の評価

2001年3月の量的緩和政策の採用以降、日本銀行は日本銀行当座預金残高の目標値を引き上げ、残高は現在30兆円程度で推移している(図表19上)。

短期金利は、日本銀行による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を続けている(同下)。

先物金利は量的緩和政策導入以降低位で安定してきたが、6月頃から上昇した後、9月以降やや低下している(図表20)。

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たどってきたが、6月以降上昇し、これまで極めて低い水準で推移してきたボラティリティも高まった(前掲図表12)。この基本的な背景には、景況感の改善があると考えられる。ただ、8月後半にかけて、中短期ゾーンの金利の上昇がみられたことについては、金融機関のポジション運営などの技術的な要因も影響している。この間、量的緩和政策の継続に関する日本銀行のコミットメントについて、市場が懐疑的になったことも影響しているとの

指摘も聞かれた。日本銀行は、量的緩和政策の枠組みを堅持することを繰り返し説明するとともに、10月10日には「金融政策の透明性の強化について」を公表し、量的緩和政策継続に関するコミットメントをより明確にした。

短期国債と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21上)。長期の国債と社債との利回り格差については、このところ長期金利の上昇を受けて若干上昇しているが、クレジット・クランチが発生した1997~98年や、市場参加者の信用リスクに対する見方が厳しくなった2002年春頃の水準と比べれば、低い水準にとどまっている(同下)。

企業金融面では、企業の資金需要は低迷している。民間銀行は、優良企業に対して貸出を増加させようとす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いるが、条件設定などの面で貸出姿勢を若干緩和する動きも窺われる。企業からみた金融機関の貸出態度や企業の資金繰り状況は、中小企業等ではなお厳しい状況にあるが、幾分改善している(図表22)。社債・CPなどの市場を通じた企業の資金調達環境は高格付け企業を中心に総じて良好な状況にある。

こうしたもとで、民間銀行貸出は前年比2%程度の減少が続いている。また、CPの発行残高は前年を上回っており、社債の発行残高は前年並みの水準となっている(図表23)。

マネタリーベース(現金および日銀当座預金)は、日本銀行の潤沢な資金供給のもとで、前年を上回って推移している(図表24)。歴史的にみても、日本銀行のバランスシートは、過去半世

紀にわたりGDPの10%程度の規模であったが、最近では30%程度まで拡大している(図表25)。マネーサプライは、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ているが、経済活動との対比ではやや高めの伸びを続けている(図表26~27)。

株価は、景気の先行きに対する見方が改善する中、海外からの積極的な株式投資が継続していることもあって、5月以降上昇した(前掲図表11)。また、為替相場の動向をみると、円の対米ドル相場、対ユーロ相場ともに円高方向に転じている(前掲図表14)。この間地価は、首都圏の中心部など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(図表28)。

以上のように、量的緩和政策のもと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や信用スプレッドの低位での推移など金融市場の安定や緩和的な企業金融の環境を維持することに寄与し、実体経済に対してしっかりと下支え効果を発揮している。

日本銀行は、消費者物価指数を基準とする明確かつ具体的なコミットメントに沿って量的緩和政策を堅持していく方針を明らかにしている。このことは、日本経済の持続的な成長軌道への復帰を支えていくものと考えられる。

この間、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なお万全とはいえない状況が続いている。こうした状況のもと、日本銀行は、資産担保証券の買入れを開始するなど、クレジット市場の整備等を通じて金融政策の波及メカニズムを強化し、金融緩和の効果が経済全体に行き渡るよう努めている。

[BOX]

GDPデフレーターの特徴

GDPデフレーターは、名目GDPを需要項目別の実績値を集計して得た実質GDPで割ることによって算出されるが、最近はこのGDPデフレーターのマイナス幅が他の物価指数に比べて大きめに出る傾向が強まっている(BOX図表1上)。

最近のGDPデフレーターをみると、設備投資デフレーターの下落加速を伴いつつ、前年比-2~-3%といった大幅な下落となっており、消費者物価や国内企業物価の下落幅が縮小している状況と乖離している。こうした乖離の重要な一因は、個々の価格を物価指数に合成していく際に用いられる指数算式の違いにあるとみられる。単純化のため、価格下落の著しいIT財の代表としてコンピューターと、その他の財の代表として食料品の2つの財からなり、それぞれの取引金額の比率が常に5:95で一定であるような経済を考えよう。また、食料品の価格が不変であるのに対し、コンピューターの場合、毎年30%のペースで性能が向上しているため、物価統計の考え方では「価格が毎年30%下落する」状態にあると仮定する。この場合、取引金額を価格で割り戻して計算されるコンピューターの数量は、その分増加していることになる(BOX図表2)。

こうした経済における物価下落率は、常識的には毎年1.5%と認識されるべきであろう(コンピューターの価格下落率30%×取引額シェア5%)。実際、毎年ウェイトを再計算して基準年を更新していく「連鎖指数」(米国のGDPデフレーター等の計算で用いられている手法)という物価指数を用いれば、この経済の物価下落率は常に1.5%と計算される。しかし、現実には、連鎖指数の作成が実務的に煩雑であるなどの事情から、基準年を5年程度固定する物価指数を用いることが多い。そうした基準年固定型の物価指数を大別すると、基準年の数量ウェイトを用いる「ラスパイレス指数」と、その年その年の数量ウェイトを用いる「パーシェ指数」があり、消費者物価などは前者に属する一方、GDPデフレーターは後者に属する。

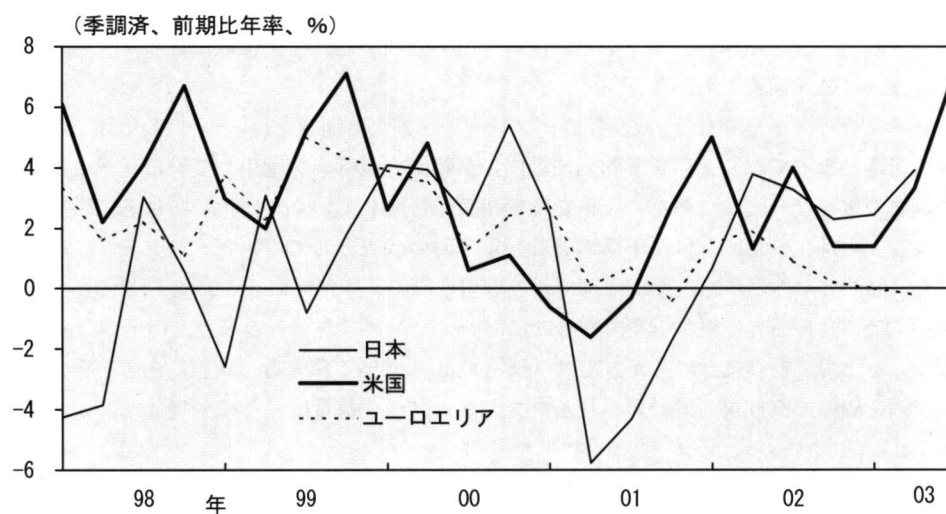
先ほどの仮想経済で試してみると、ラスパイレス指数の下落率は連鎖指数よりも小さく、パーシェ指数の下落率は大きく計算される。また、下落率が連鎖指数から乖離する度合いは、ラスパイレス指数、パーシェ指数いずれも基準年から遠ざかるにつれて大きくなる。以上のことから、現実にも、少なくとも指数算式の面から、消費者物価の下落率が実勢より小さめに、GDPデフレーターの下落率は、逆に実勢よりも大きめに算出されている可能性が高い。ただし、消費者物価の基準年が2000年であるのに対しGDP統計の基準年は1995年と古くなっていることなどをも踏まえると、GDPデフレーターのバイアスの方がやや大きめになっているのではないかと推測される。

このように、最近のGDPデフレーターが以前より低めに出ているならば、実質GDPはこれまでより高めに算出されていることになる。因みに、全産業活動指数のボトムからの動きを実質GDPと比較してみると、今局面は過去の局面と異なって、実質GDPの増加テンポが全産業活動指数のそれを大幅に上回っている(BOX図表1下)。実質成長率がこれまでより高めに算出されている可能性を考えると、需給ギャップが改善するためには、従来念頭に置いていた1%台に比べ高めの実質成長率が必要と考えられる。

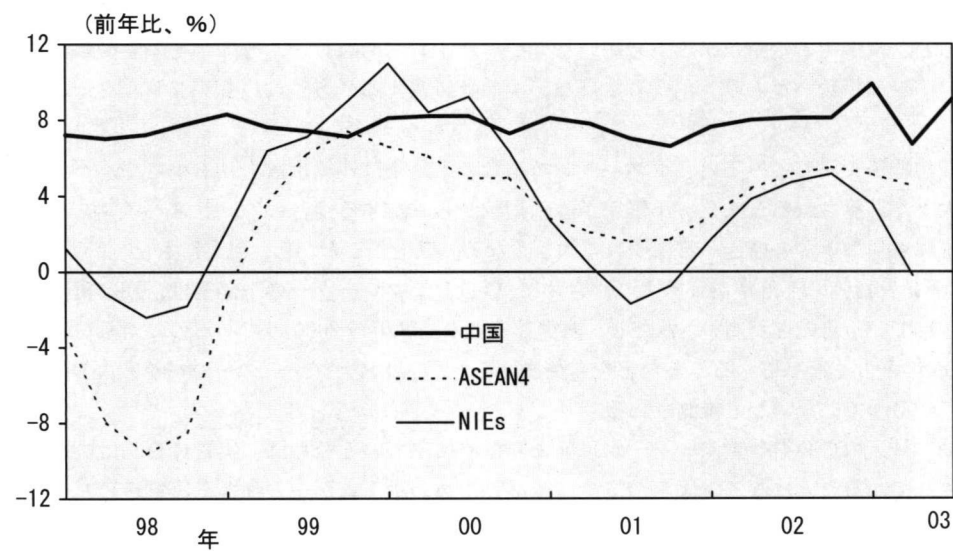
(図表 1)

海外経済

(1) 先進主要国の経済成長率



(2) 東アジア諸国の経済成長率



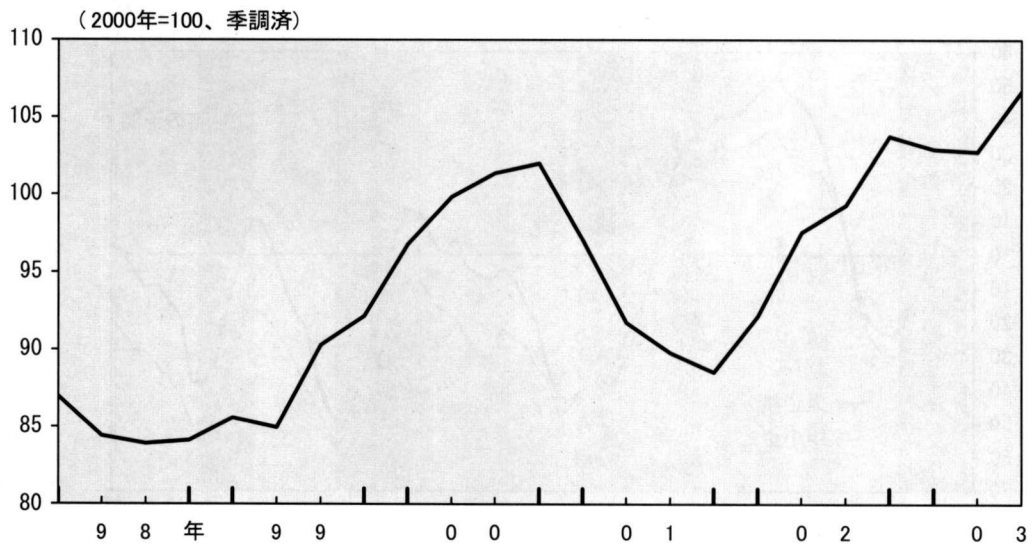
(注) 1. ASEAN4は、タイ、マレーシア、フィリピン、インドネシア。
2. NIEsは、韓国、台湾、香港、シンガポール。

(資料) 各国政府、中央銀行、欧州委員会

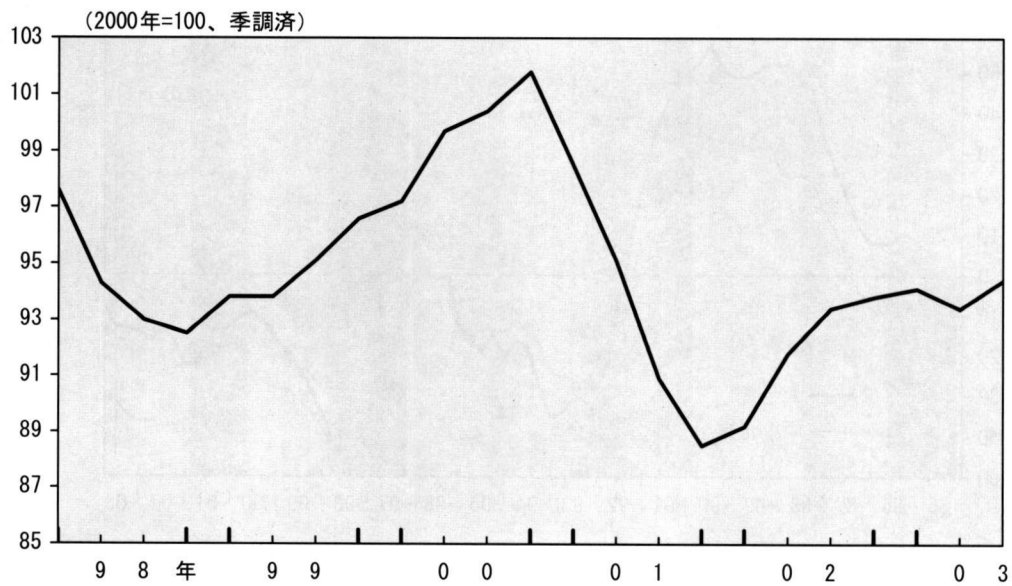
(図表 2)

輸出および生産

(1) 実質輸出



(2) 生産

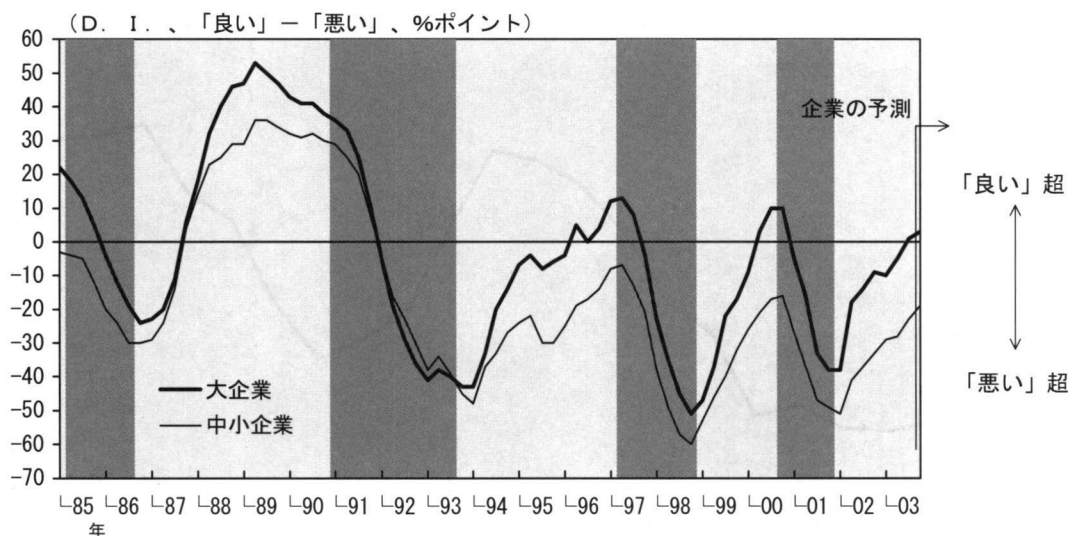


(資料) 財務省「外国貿易概況」、日本銀行「企業物価指数」、経済産業省「鉱工業指数統計」

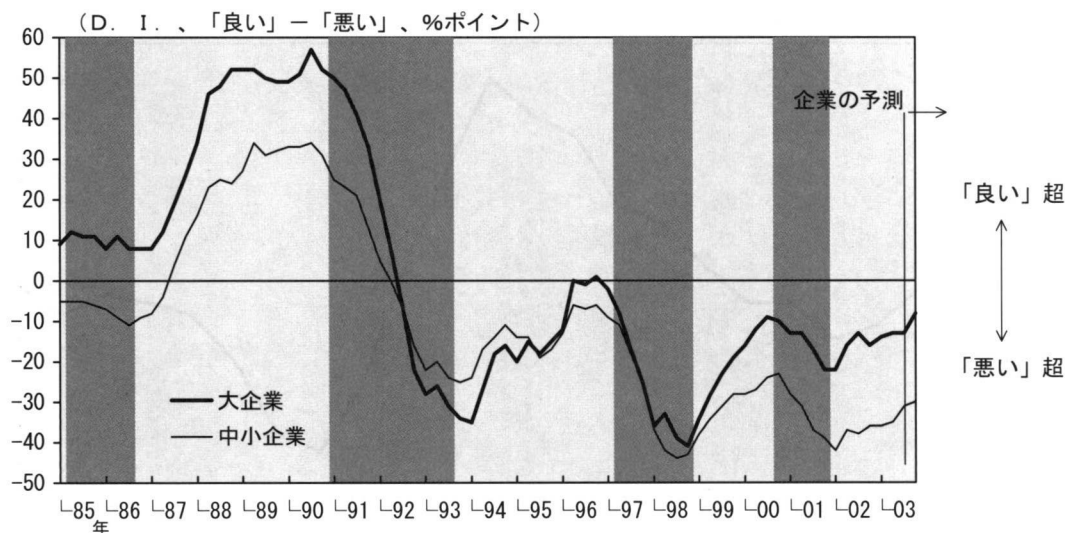
(図表 3)

業況判断

(1) 製造業



(2) 非製造業



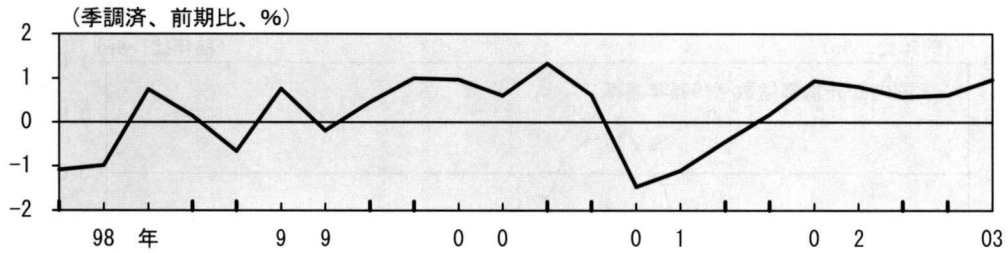
- (注) 1. 大企業 : 常用雇用者数1,000人以上の企業が対象。
中小企業 : 常用雇用者数が製造業50~299人、卸売20~99人、小売・サービス・リース20~49人、その他非製造業50~299人の企業が対象。
2. シャドー部分は景気後退局面。

(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」

(図表 4)

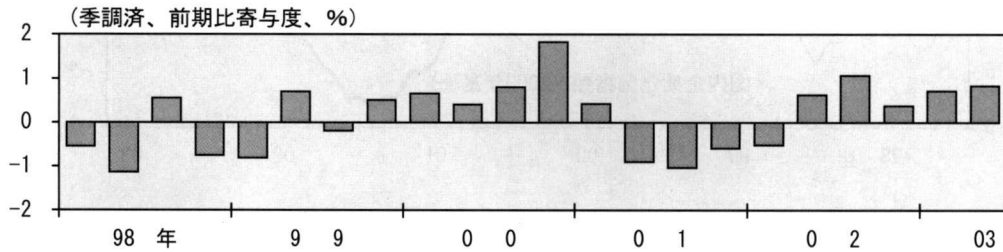
実質GDPの推移

(1) 実質GDP

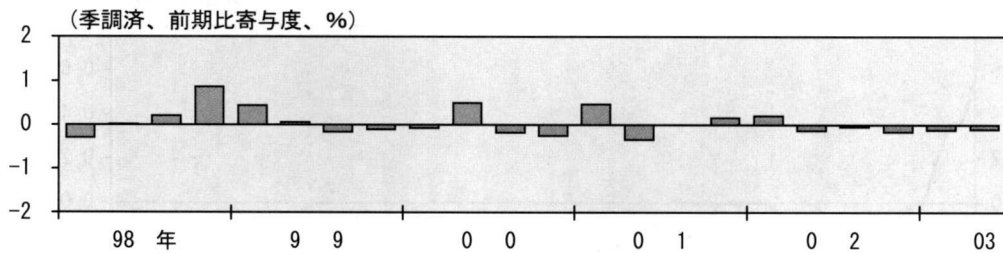


(2) 項目別寄与度

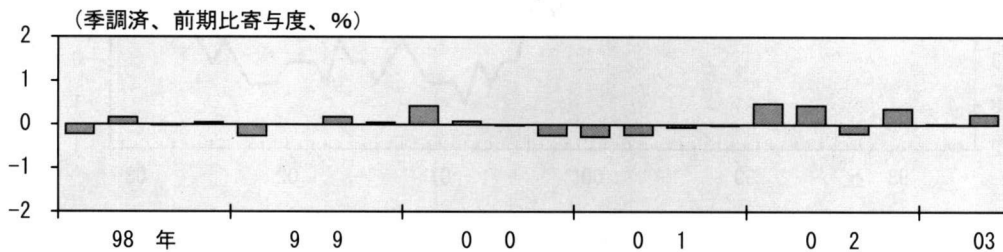
(国内民需)



(公的需要)



(純輸出)



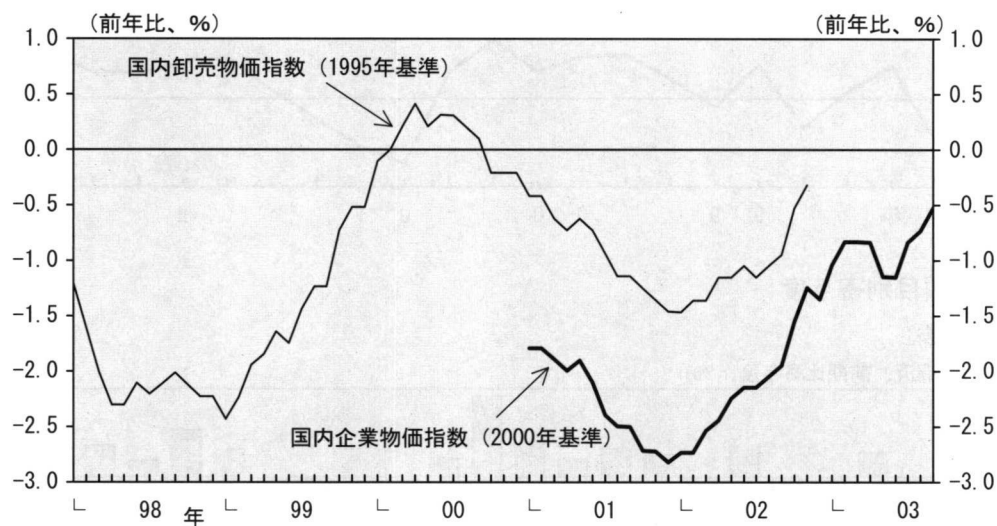
(注) 1999/10～12月については、「参考系列」を使用した。

(資料) 内閣府「国民経済計算」

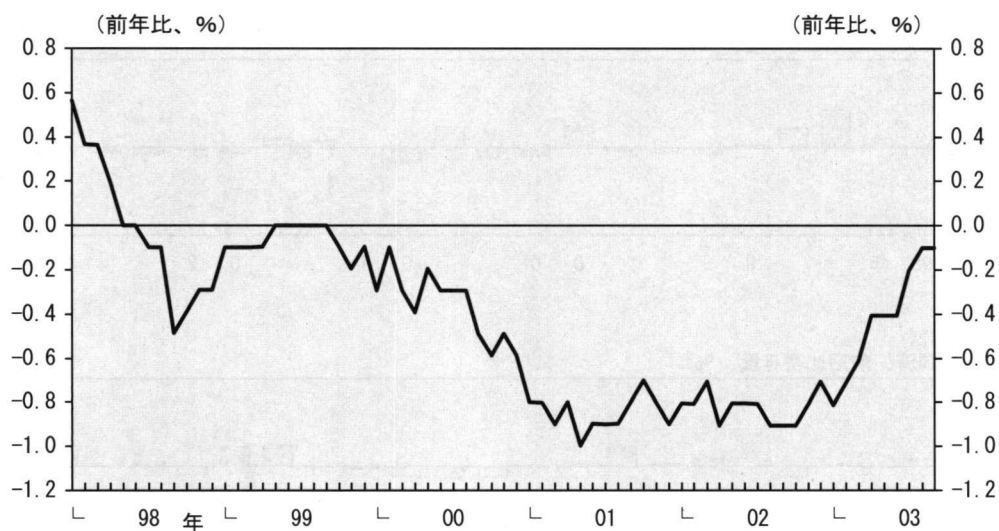
(図表 5)

物価

(1) 国内企業物価指数



(2) 消費者物価指数 (除く生鮮食品)

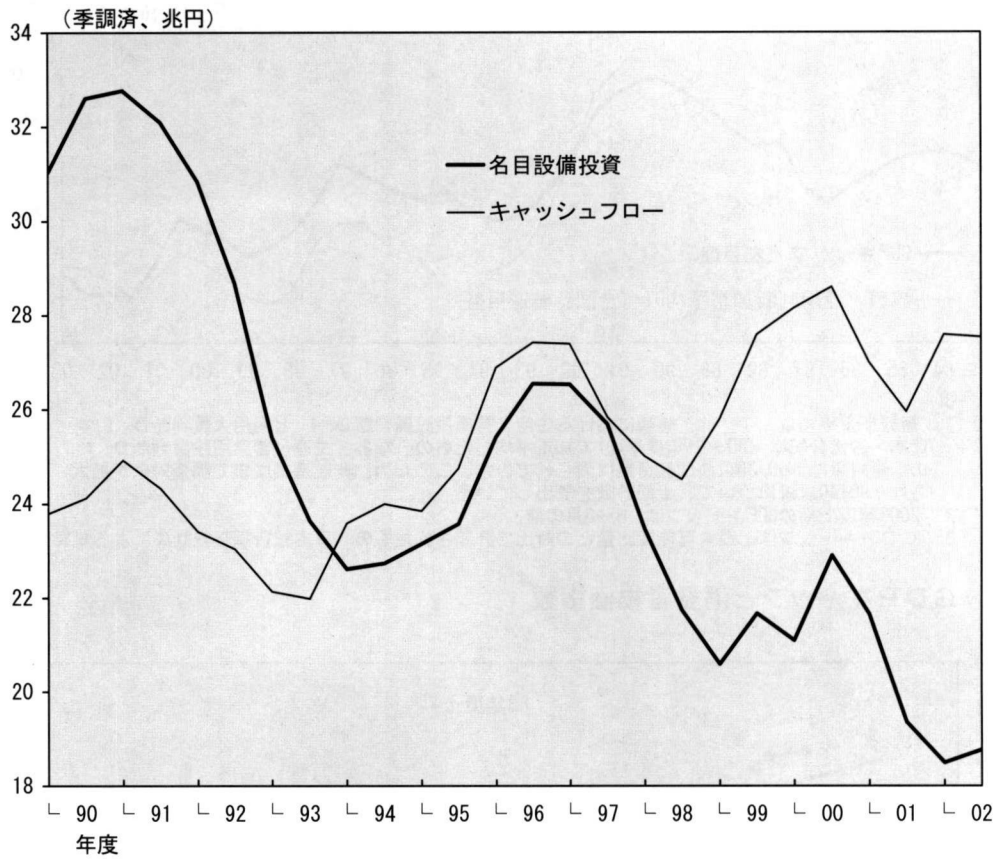


- (注) 1. それぞれ消費税率引き上げの影響を調整した計数。
2. 2000年12月以前の消費者物価は、1995年基準の指数に基づく。

(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 6)

企業のキャッシュフローと設備投資

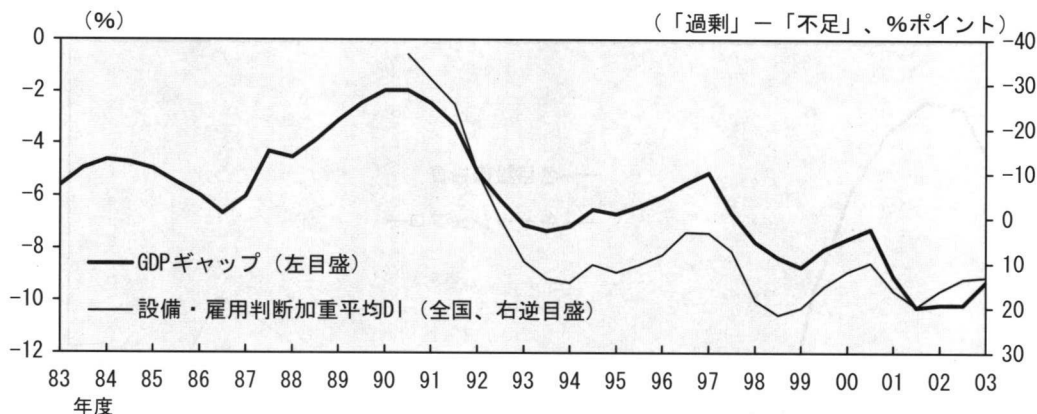


- (注) 1. 断層修正済み。X-11による季節調整値。
2. その他サービス大企業を除いたベース。
3. キャッシュ・フローは、 $(\text{減価償却費} + \text{経常利益} \times 1/2)$ により算出。
(資料) 財務省「法人企業統計季報」

(図表 7)

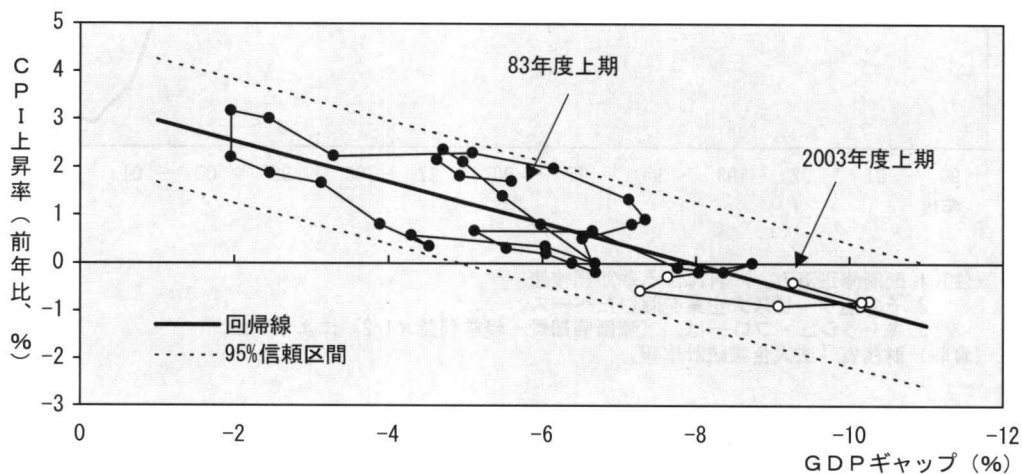
需給ギャップと物価

(1) GDPギャップと短観加重平均D. I.



- (注) 1. 短観加重平均D. I. は、短観における生産・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(90～01年度平均)で加重平均したもの。なお、生産・営業用設備判断D. I. の調査対象は、90/3Q以前は製造業に限られていた。このため、非製造業にまで調査対象が拡大された90/4Q以降については、上記計数を算出している。
2. 2003年度上期のGDPギャップは、4～6月の値。
3. GDPギャップは、最大可能産出量との対比で計算されたもの(日本銀行調査統計局による試算)。

(2) GDPギャップと消費者物価指数



- (注) 1. 推計式: $CPI上昇率 = 3.39 + 0.43 \times GDPギャップ$
(11.16) (8.96)

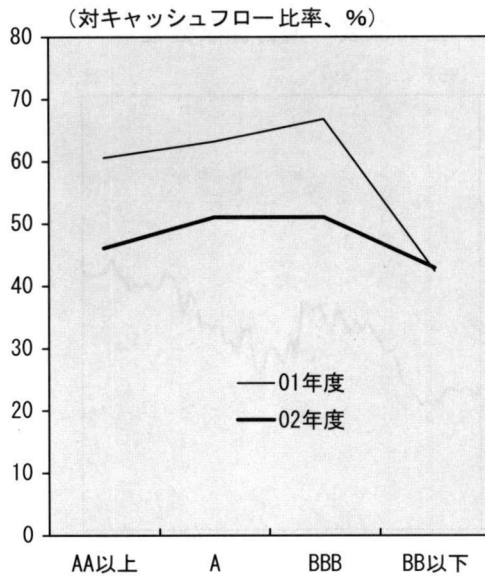
- (サンプル: 83年度上期～2002年度下期、 $R^2: 0.68$ 、標準誤差: 0.65、括弧内はt値。)
2. CPI (総合除く生鮮食品)は消費税調整済み。2000年までの前年比は95年基準に基づく。
3. 散布図の期間は、83年度上期～2003年度上期。ただし、2003年度上期は4～6月の値。
4. 2000年度上期以降については、白丸で表示してある。

(資料) 内閣府「国民経済計算」「民間企業資本ストック」、経済産業省「鉱工業指数統計」、厚生労働省「毎月勤労統計」、総務省「消費者物価指数」、日本銀行「企業短期経済観測調査」等

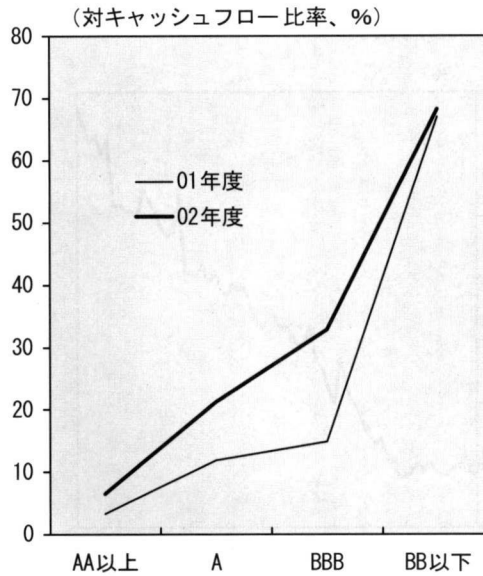
(図表 8)

格付別のキャッシュフローの使途

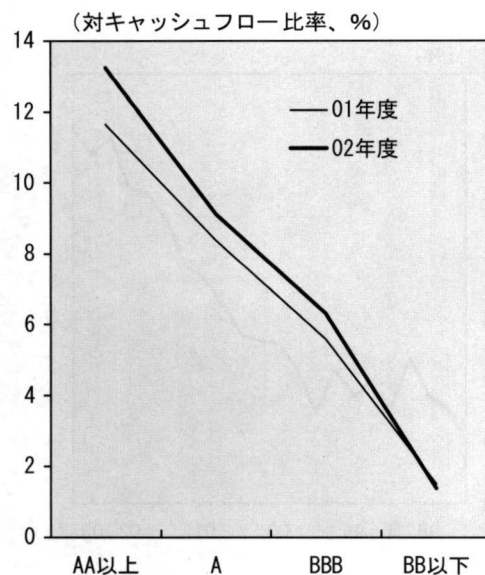
(1) 設備投資



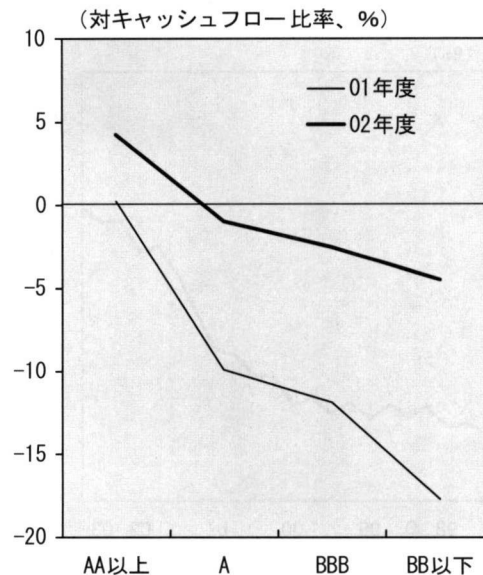
(2) 債務削減



(3) 自己株取得・配当支払



(4) キャッシュ増減額



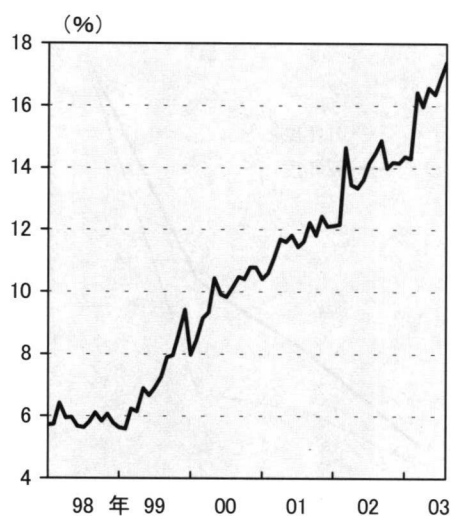
(注) 1. 集計対象は上場企業499社。格付けは格付投資情報センターによるもの。
2. キャッシュフロー＝営業キャッシュフロー＋固定資産・有価証券売却額

(資料) 格付投資情報センター、各社決算資料

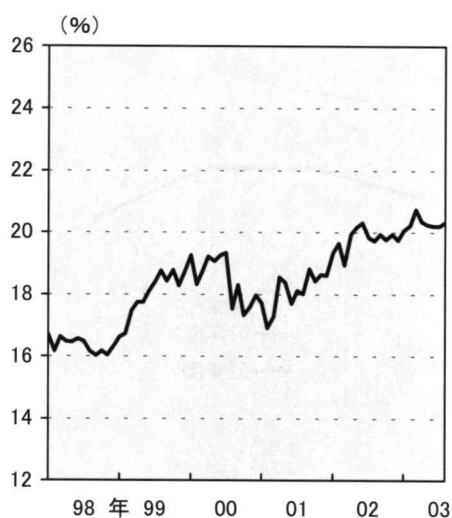
(図表 9)

安全資産選好

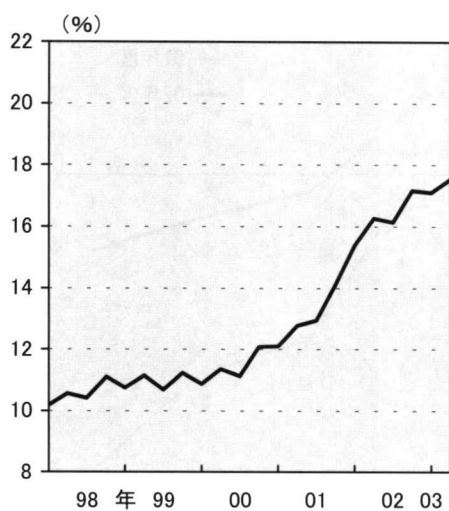
(1) 国内銀行



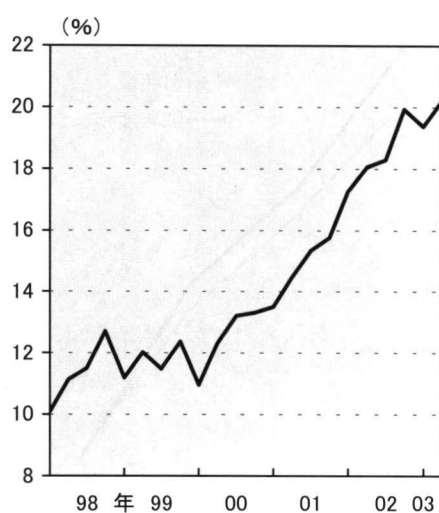
(2) 生命保険・損害保険会社



(3) 家計



(4) 民間非金融法人企業



(注) 安全資産のウエ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

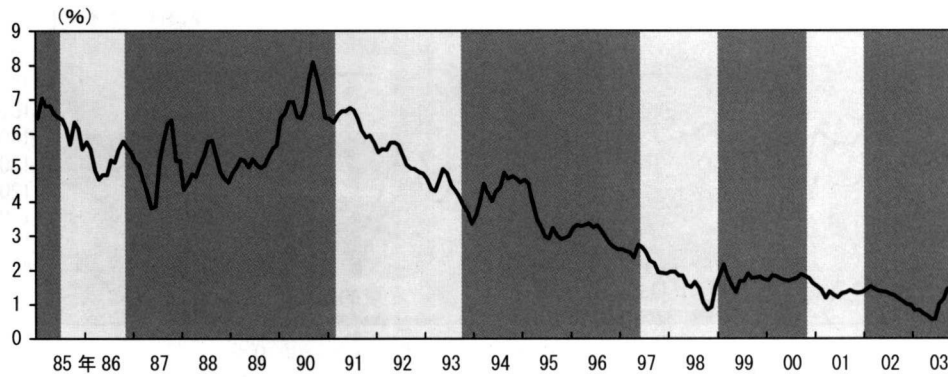
家計・民間非金融法人企業：(現金＋流動性預金＋国債)／金融資産計

(資料) 生命保険協会、日本損害保険協会、日本銀行

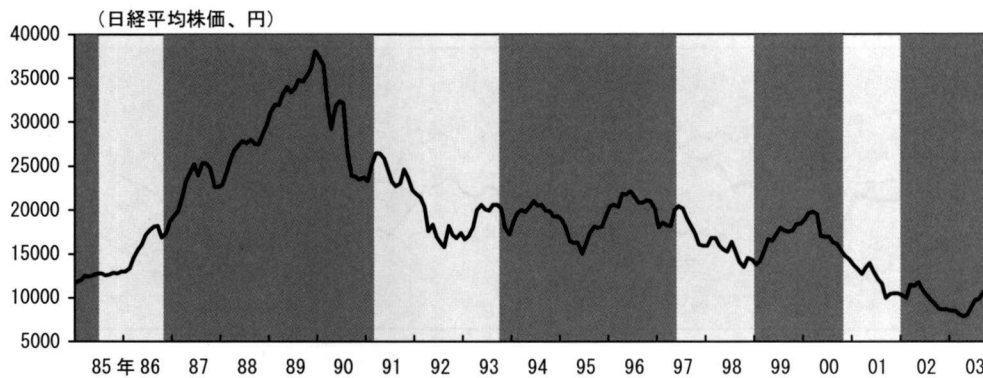
(図表10)

金融市場の長期的な動向

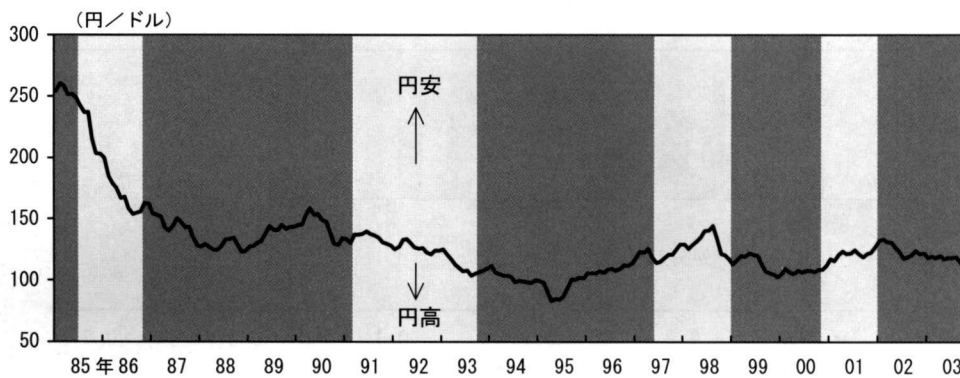
(1) 長期金利



(2) 株価



(3) 為替レート



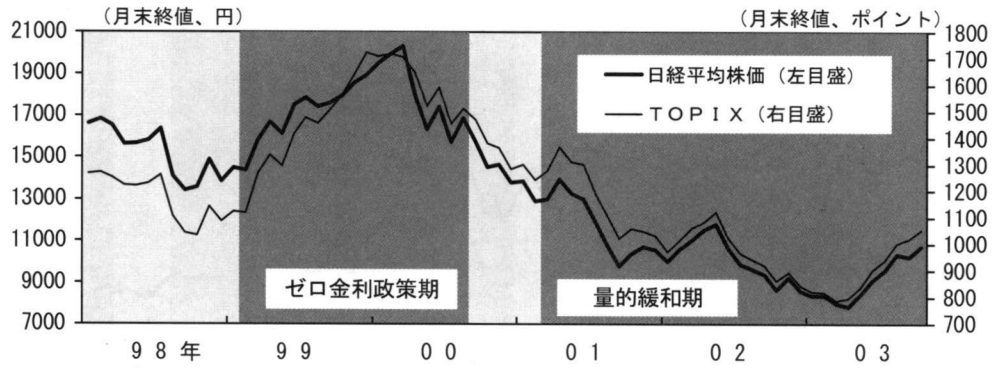
(注) 1. いずれも月中平均。10月は10月30日までの平均値。
2. シャドーは景気拡大局面。

(資料) 日本銀行、日本経済新聞社「日本経済新聞」、日本相互証券

(図表 11)

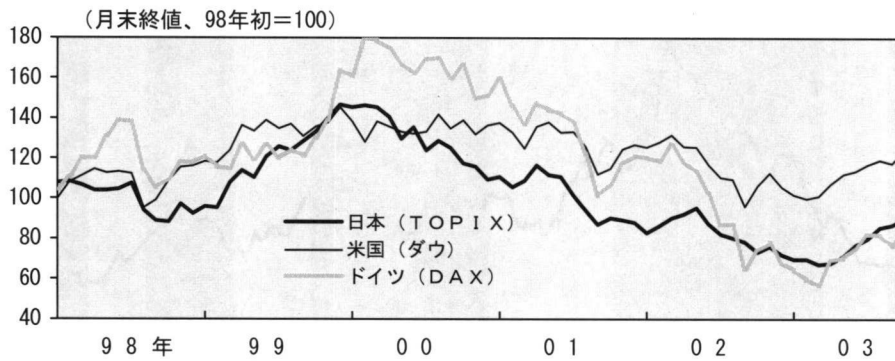
株価

(1) 株価 (日本)



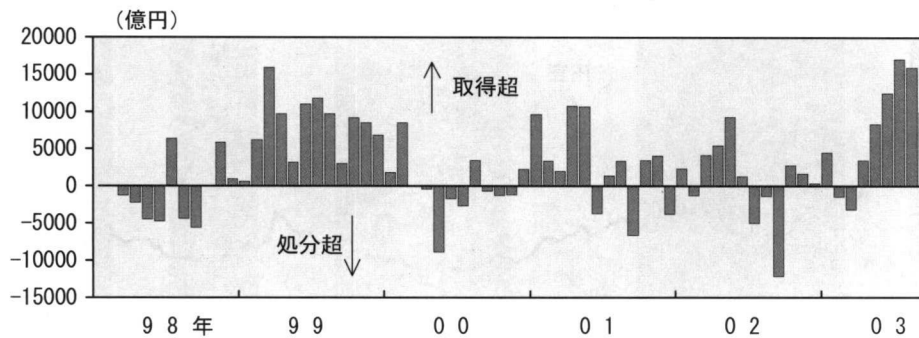
(注) 10月の計数は、10月30日の終値。

(2) 主要国の株価



(注) 10月の計数は、10月30日の終値。

(3) 対内株式投資



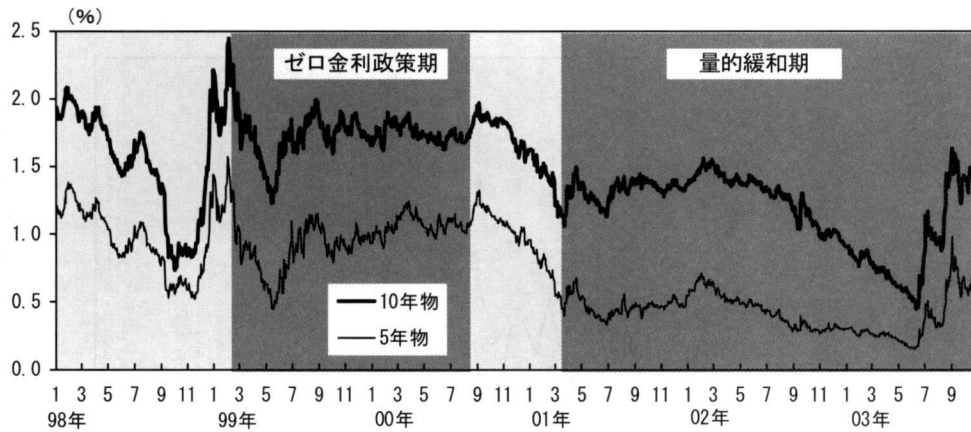
(注) 対内株式投資は、取得及び処分のネット。約定日ベース (月中合計)。

(資料) 日本経済新聞社「日本経済新聞」、財務省「対内及び対外証券投資等の状況」

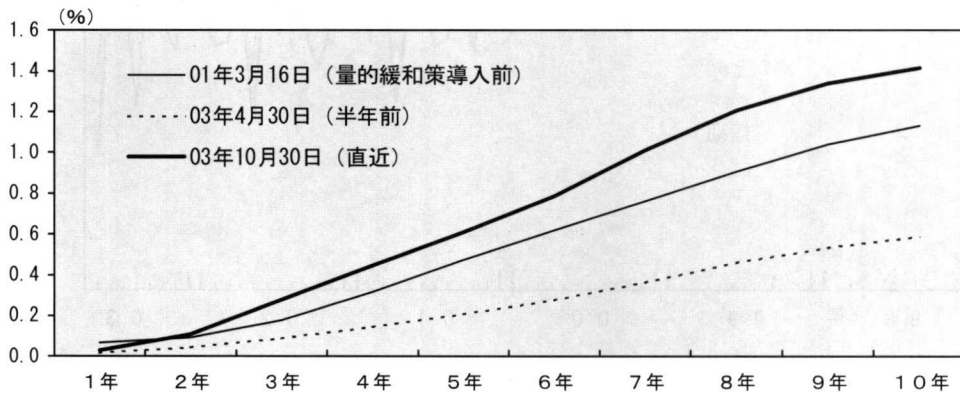
(図表12)

長期金利

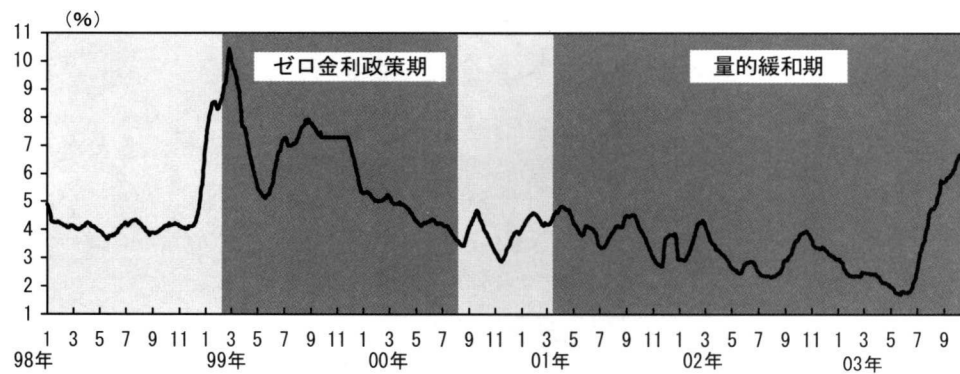
(1) 長期金利



(2) イールドカーブ



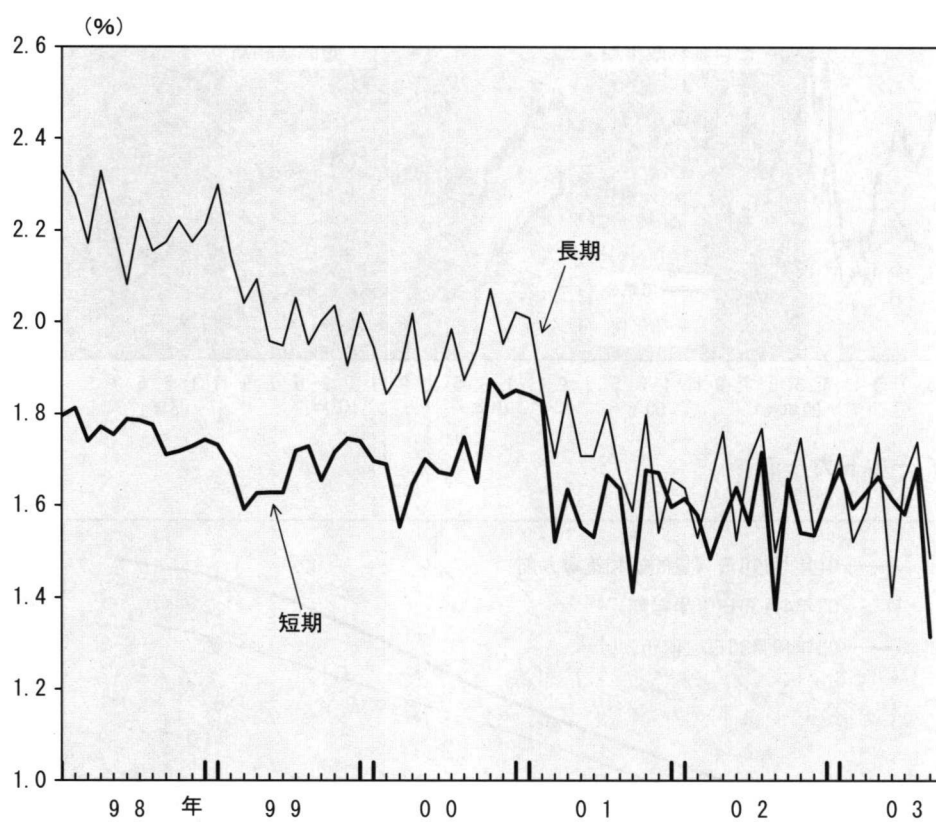
(3) 長期金利のインプライドボラティリティ



(資料) Bloomberg、日本証券業協会、東京証券取引所

(図表13)

貸出約定平均金利



(注) 新規実行分。

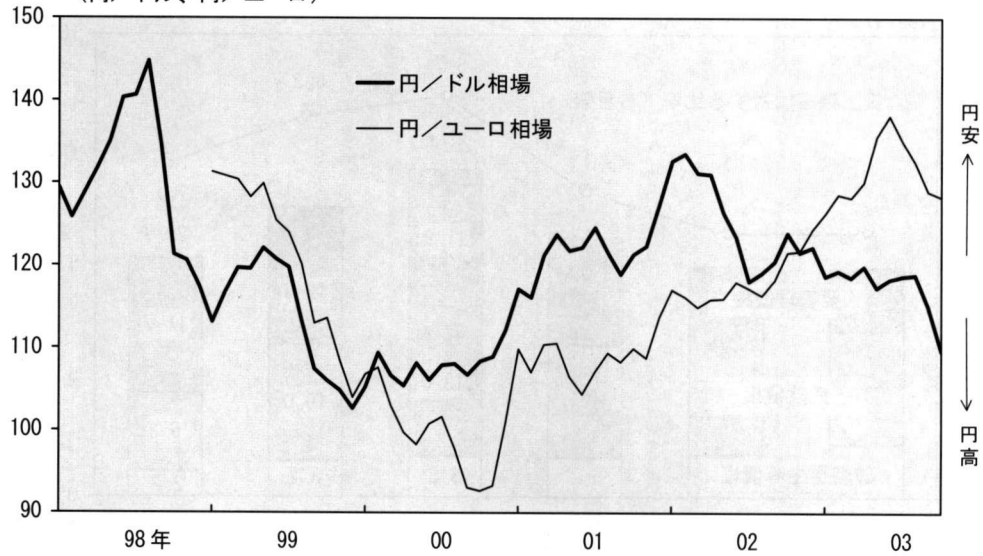
(資料) 日本銀行

(図表14)

為替相場

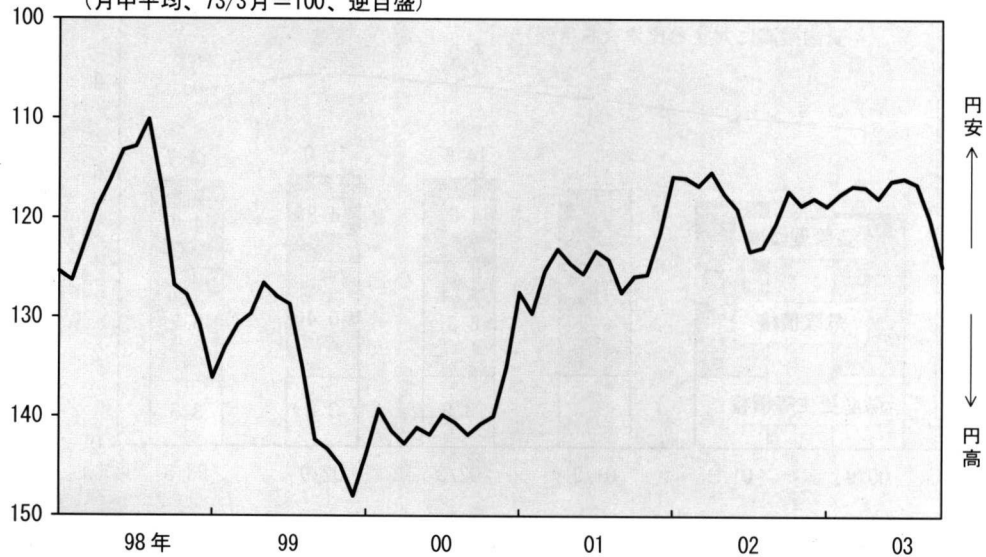
(1) 円ドル・円ユーロ相場

(円/ドル、円/ユーロ)



(2) 実質実効為替レート

(月中平均、73/3月=100、逆目盛)



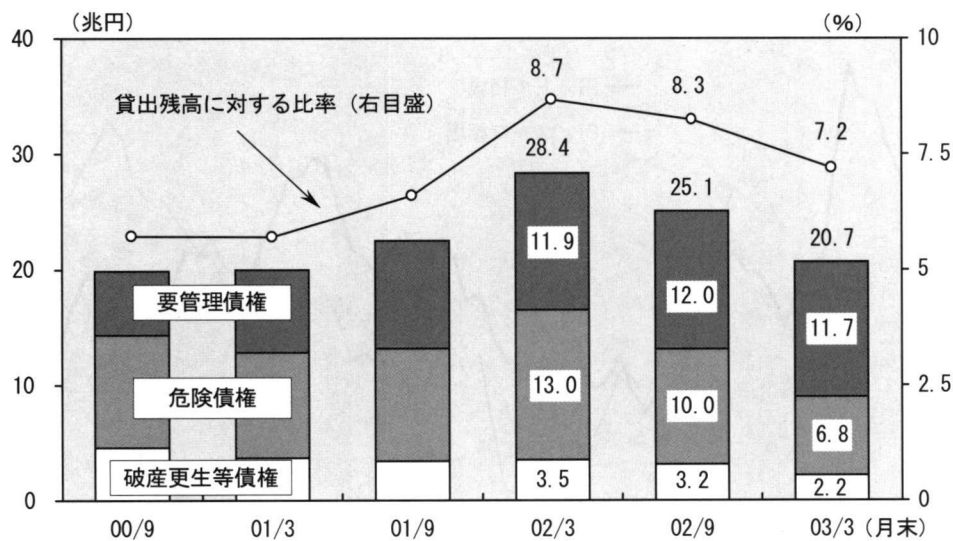
(注) 03/10月は、直近までの平均値。

(資料) 日本銀行

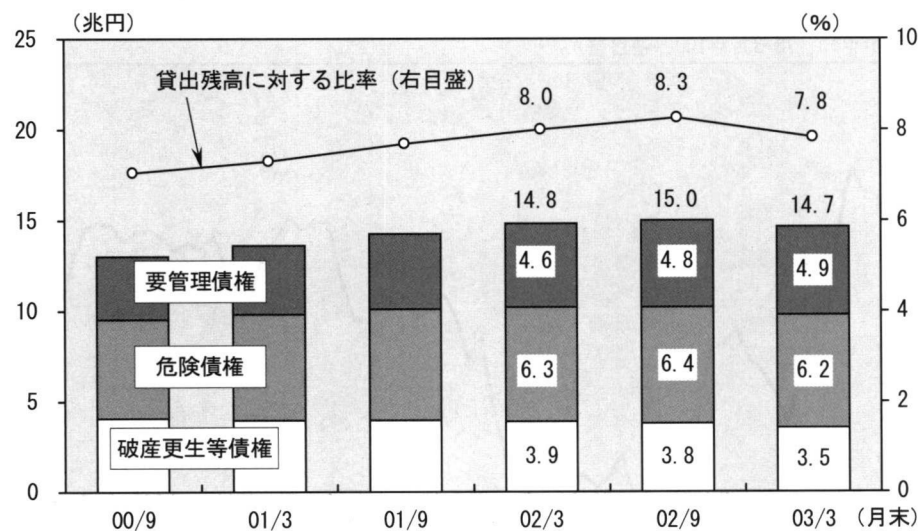
(図表 15)

不良債権残高

(1) 大手行



(2) 地域銀行



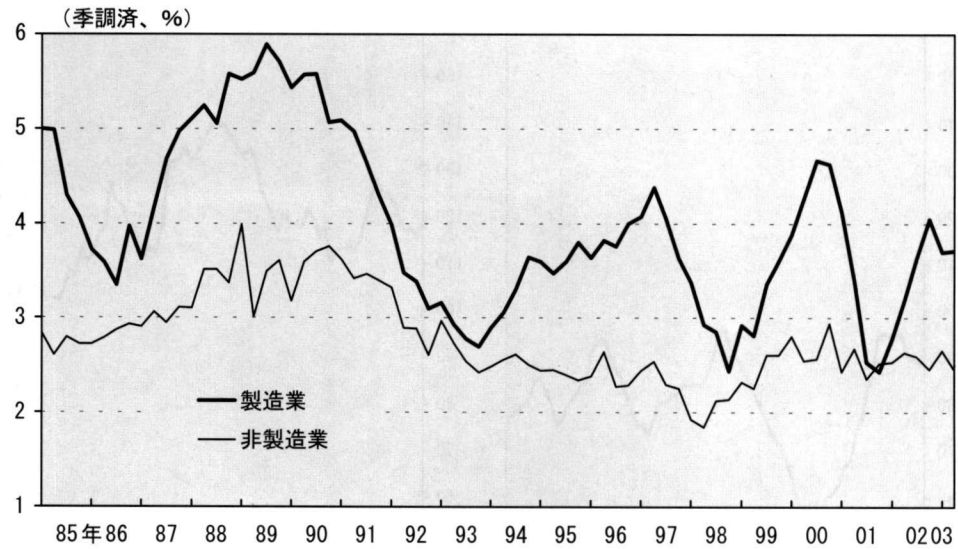
(注) 金融再生法に基づく公表不良債権残高。

(資料) 日本銀行、金融庁

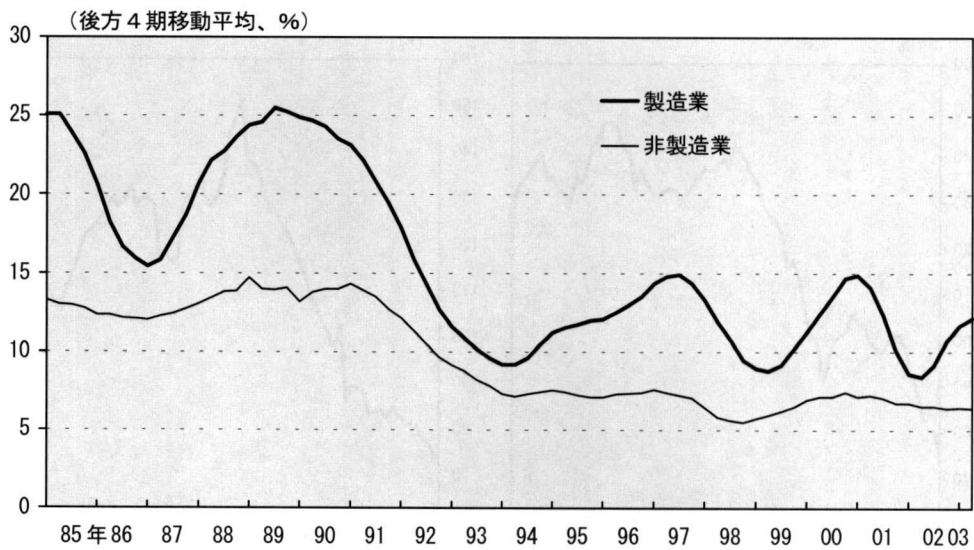
(図表16)

企業の収益

(1) 売上高営業利益率



(2) ROA

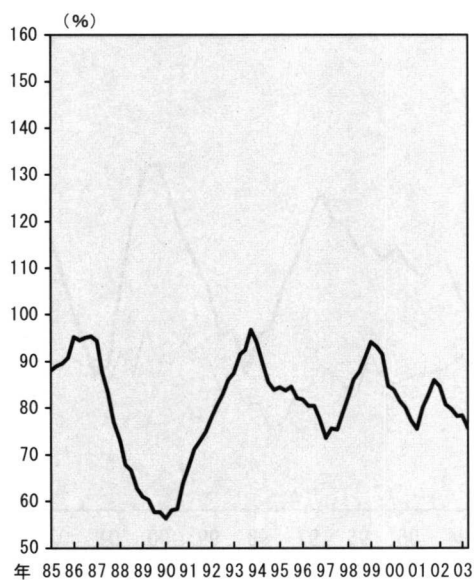


(注) 1. 全規模計。非製造業はその他サービス大企業を除くベース。
2. $ROA = \text{営業利益} / (\text{土地} + \text{その他有形固定資産})$

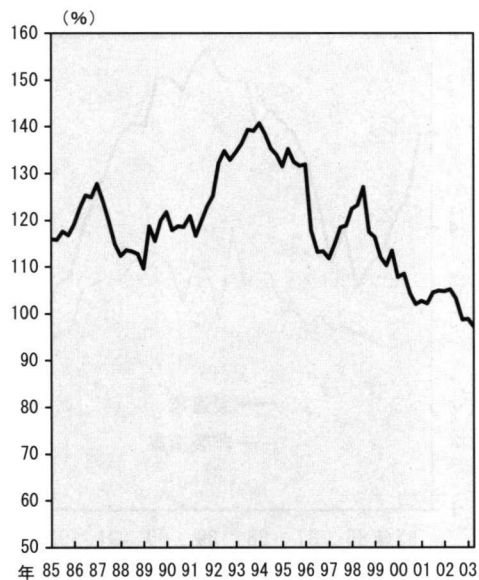
(資料) 財務省「法人企業統計季報」

企業の過剰債務調整圧力

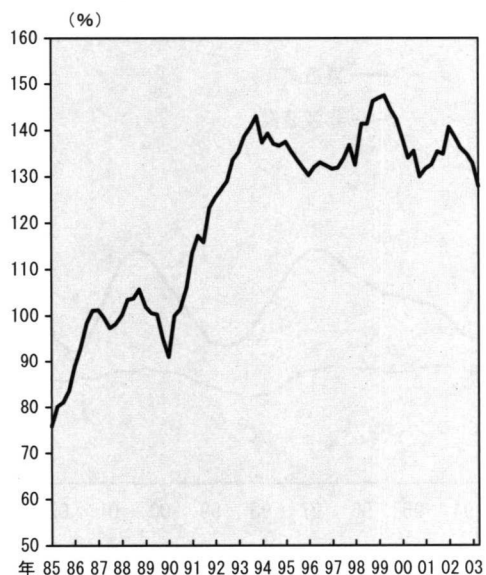
(1) 製造業・大企業



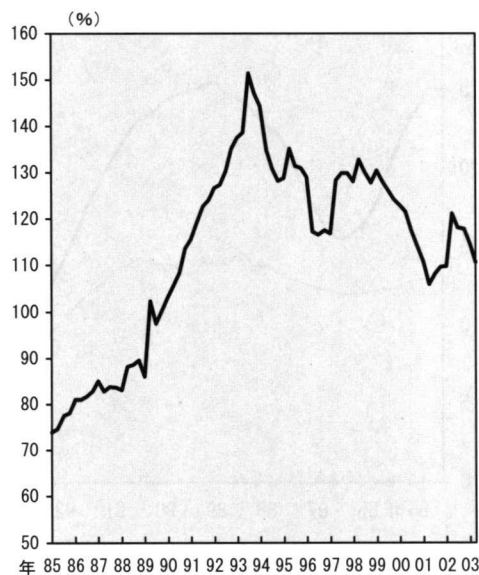
(2) 製造業・中堅中小企業



(3) 非製造業・大企業



(4) 非製造業・中堅中小企業



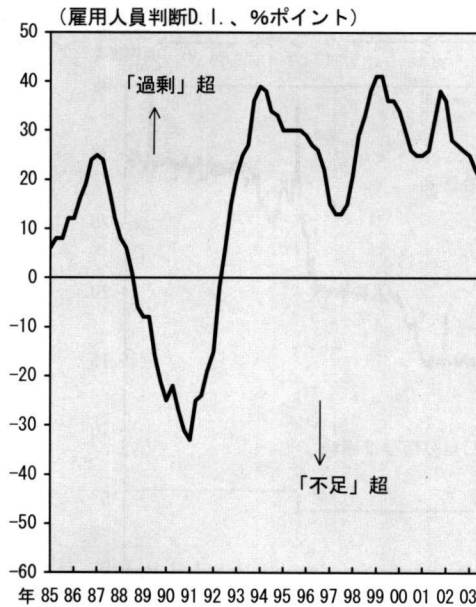
- (注) 1. 債務残高の対売上高比率。
 2. 債務残高＝金融債務（社債＋長短借入＋受取手形割引残高）－現預金
 3. 非製造業・大企業は、除く電力・ガス・その他サービス。

(資料) 財務省「法人企業統計季報」

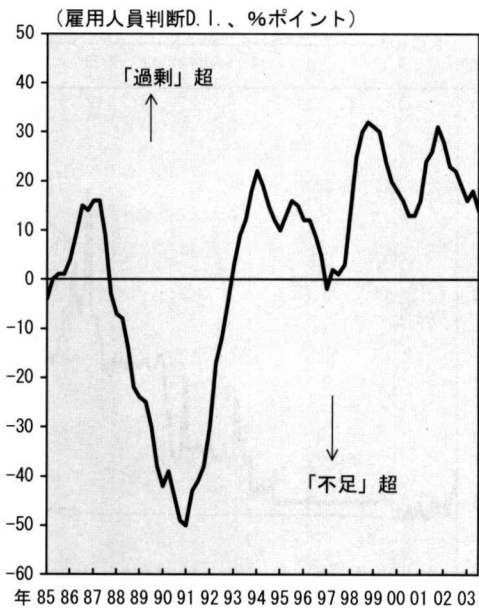
(図表18)

企業の雇用調整圧力

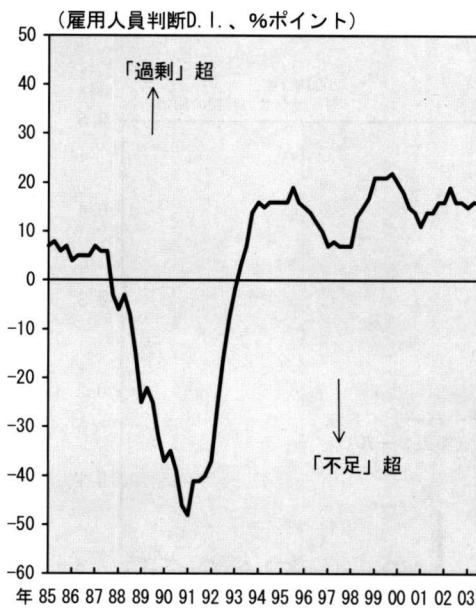
(1) 製造業・大企業



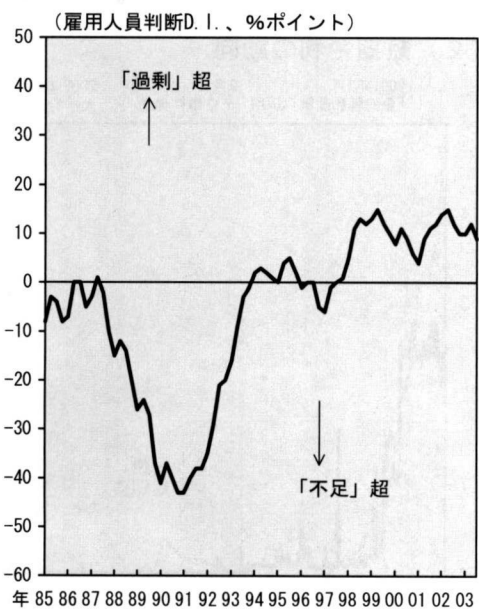
(2) 製造業・中小企業



(3) 非製造業・大企業



(4) 非製造業・中小企業

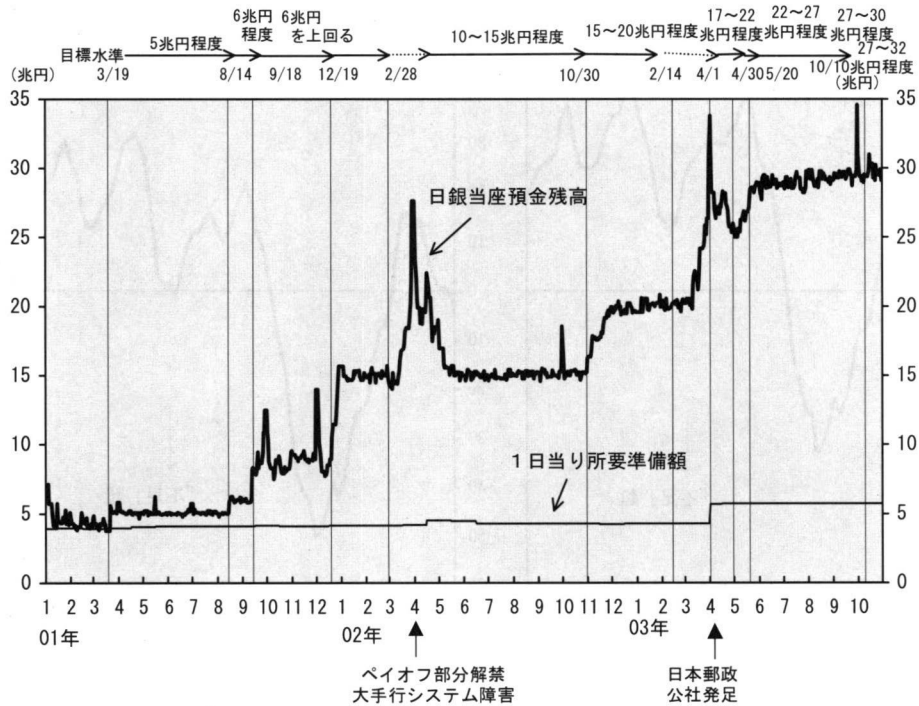


(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」

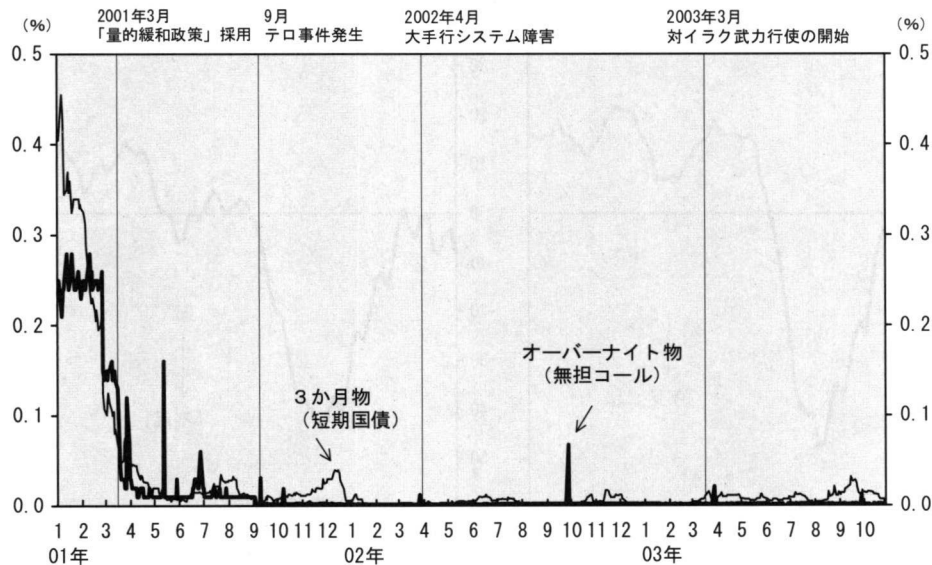
(図表19)

日銀当座預金および短期金利

(1) 日銀当座預金の動向



(2) 短期金利の動向

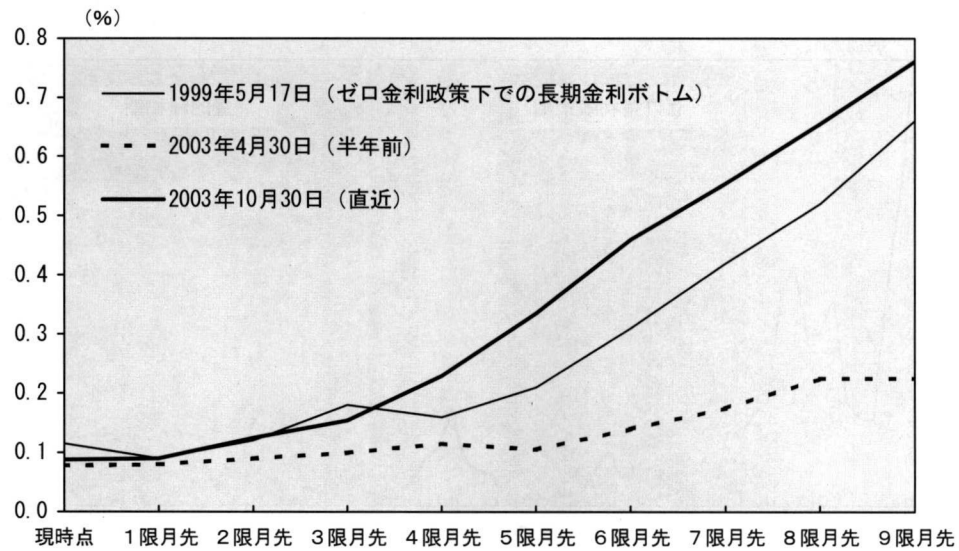


(資料) 日本銀行、日本相互証券

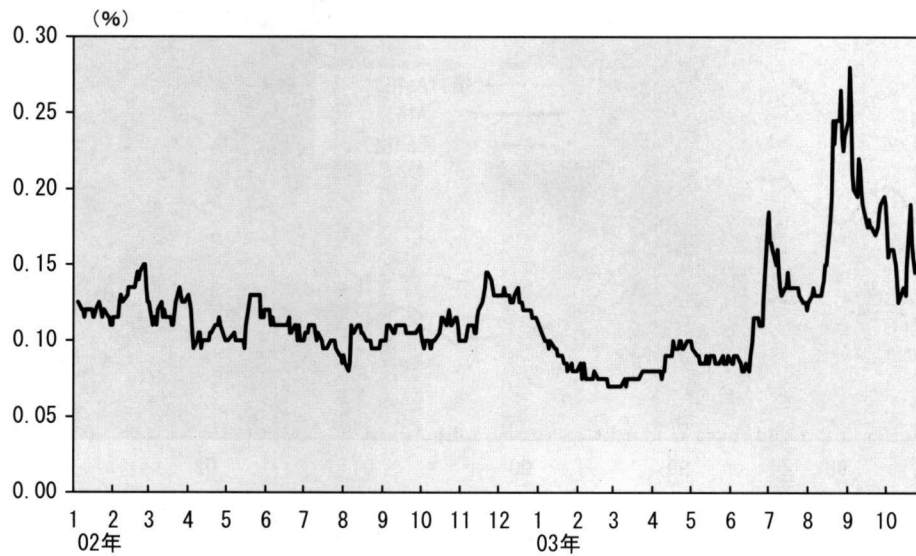
(図表20)

ユーロ円先物金利

(1) ユーロ円金利先物3か月



(2) ユーロ円金利先物3か月（中心限月）の推移

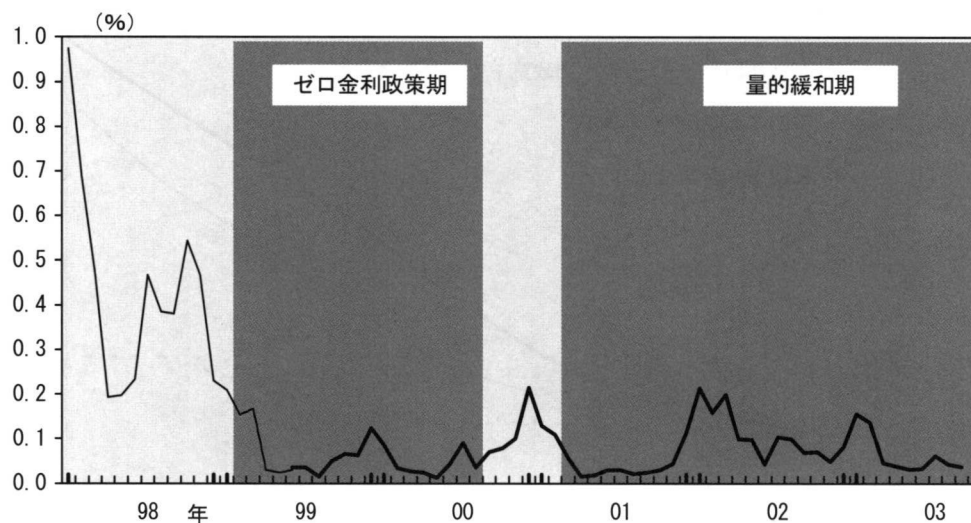


(資料) 東京金融先物取引所

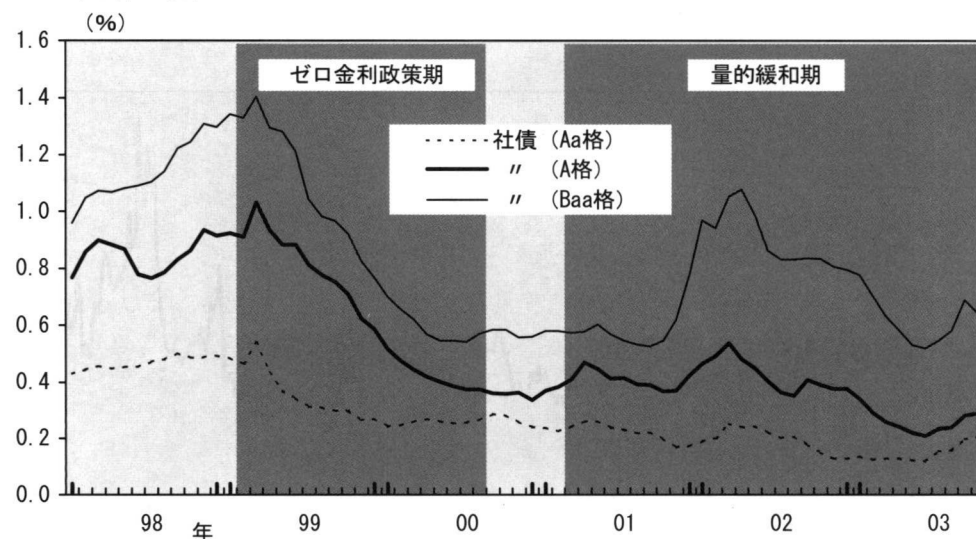
(図表 2 1)

信用スプレッド

(1) 短期の信用スプレッド



(2) 長期の信用スプレッド



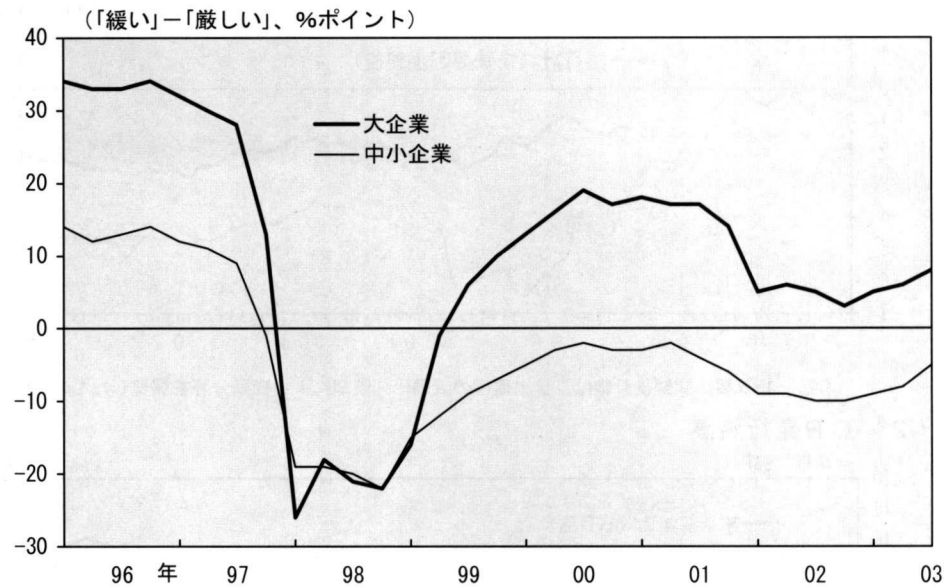
- (注) 1. 短期の信用スプレッド (3 か月物) は、CP発行レート—短期流通利回り。
2. 長期の信用スプレッド (5 年物) は、社債流通利回り—国債流通利回り。
3. CP発行レートはA1格以上のもの。99年5月以前の短期流通利回りは6か月物。
4. 社債の格付けはムーディーズによる。
5. 長期の信用スプレッドの2003年10月の値は10月30日までの平均。

(資料) 日本銀行、日本相互証券、日本証券業協会

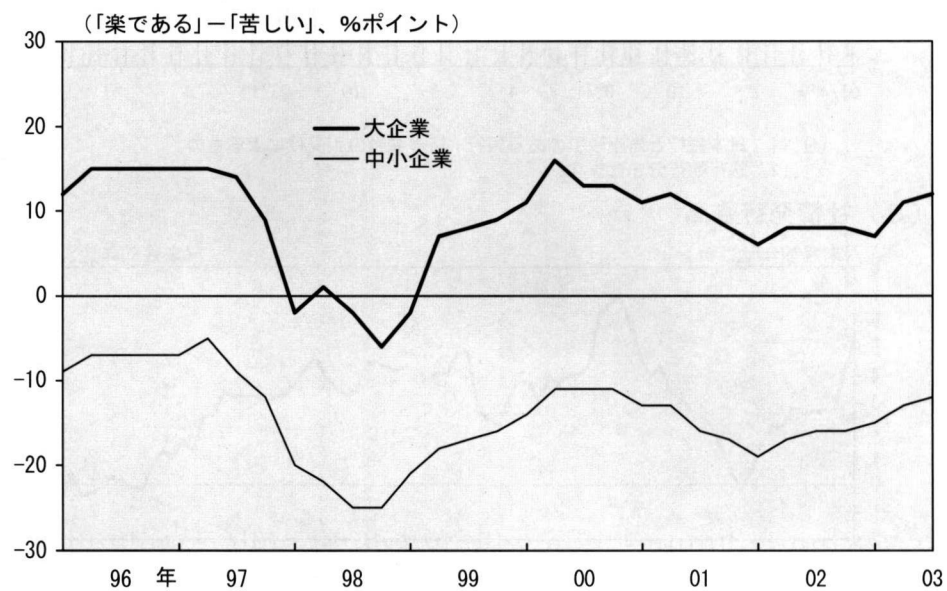
(図表22)

金融機関の貸出態度および企業の資金繰り

(1) 金融機関の貸出態度判断D. I.



(2) 企業の資金繰り判断D. I.

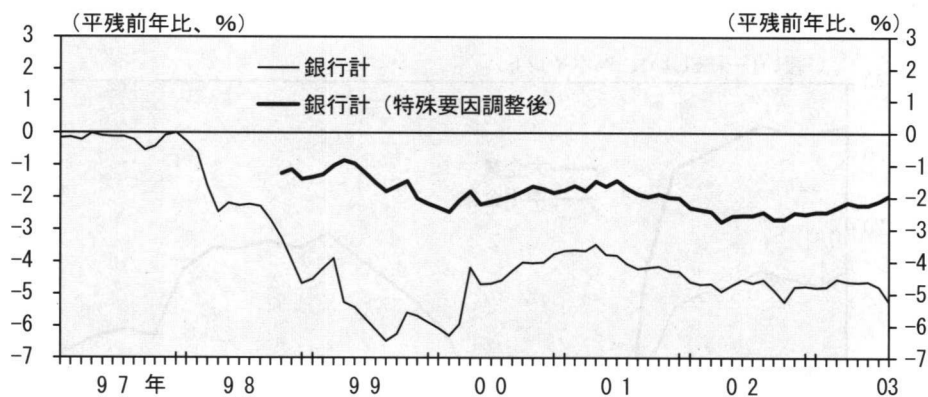


(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」

(図表 23)

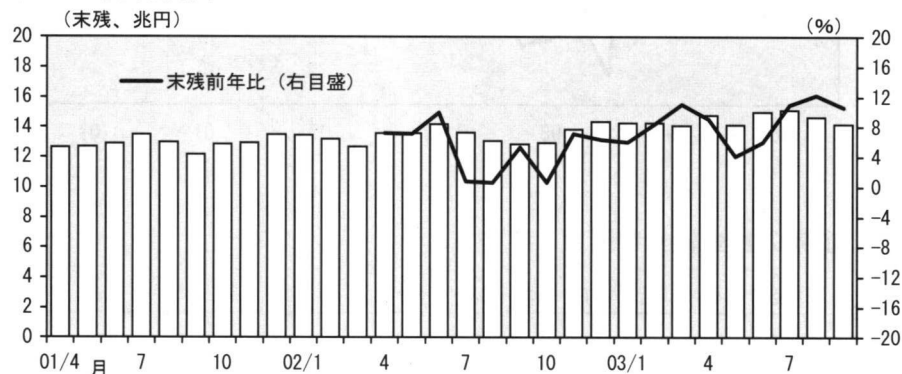
企業の資金調達

(1) 民間銀行貸出



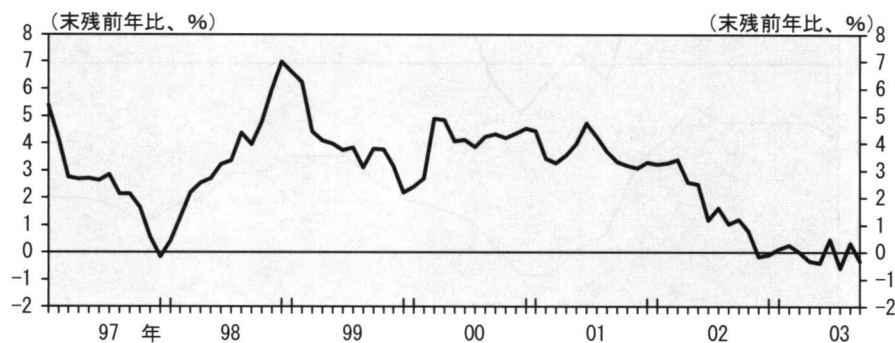
(注) 特殊要因調整後計数は、貸出債権の流動化・償却による変動分等を調整したもの。

(2) CP発行残高



(注) 1. 日本銀行と当座取引のある銀行・証券会社の引受けによるもの。
2. 銀行発行分を含まない。

(3) 社債発行残高

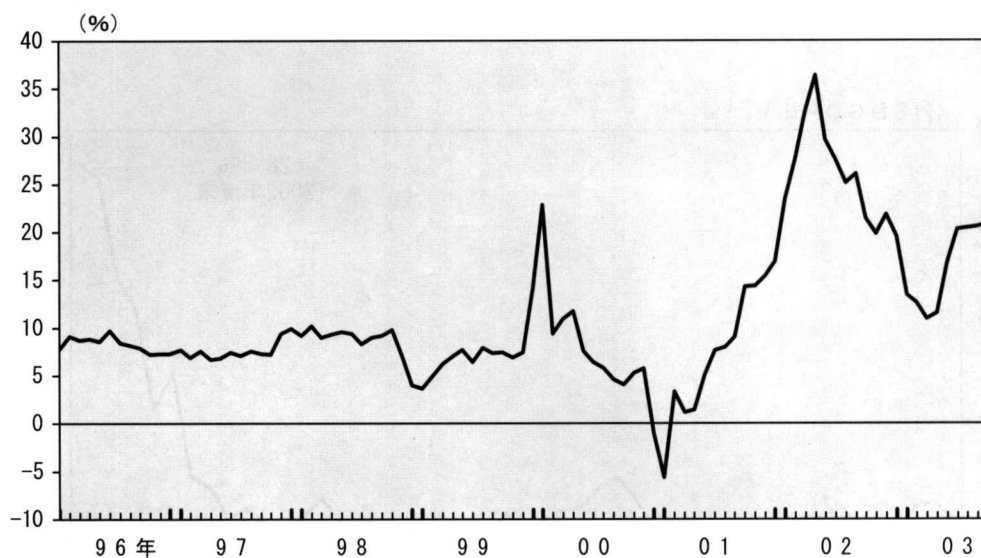


(資料) 日本銀行、日本証券業協会、アイ・エヌ情報センター

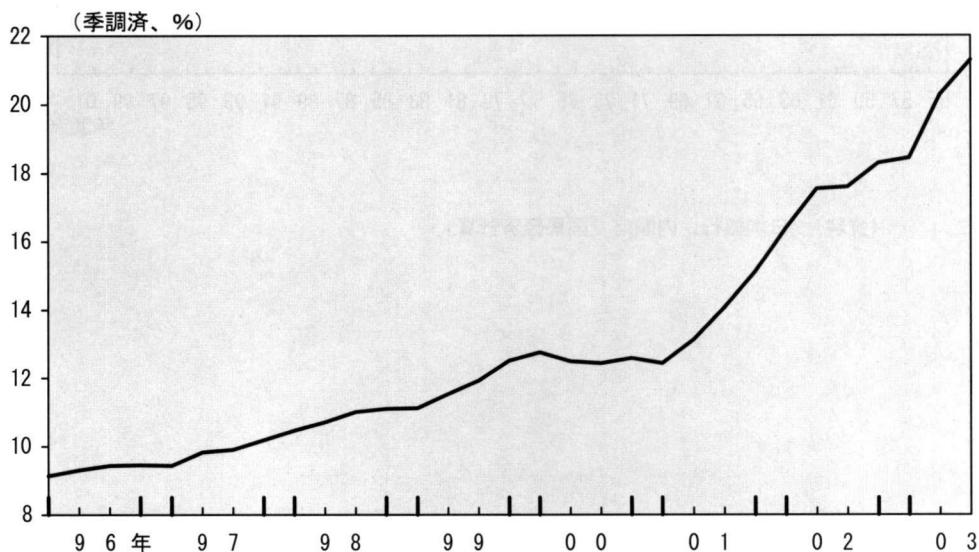
(図表24)

マネタリーベース

(1) 前年比



(2) 対名目GDP比率



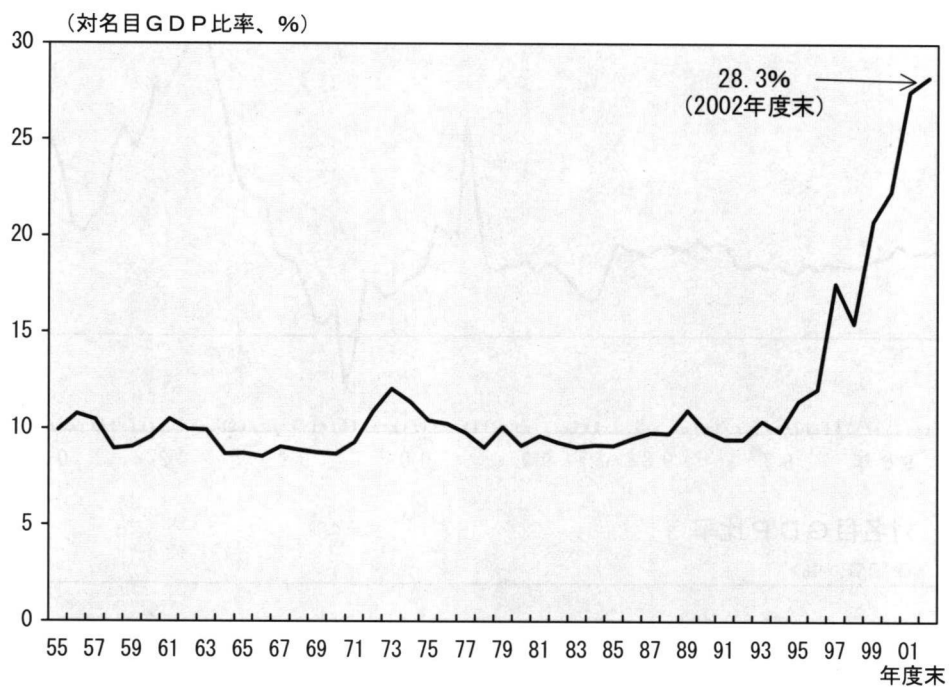
(注) 1. マネタリーベース＝流通現金（銀行券および貨幣くともに金融機関保有分を含む）＋日銀当座預金

2. 2003/3Qの名目GDPは、2003/2Qから横這いと仮定。

(資料) 内閣府「国民経済計算」、日本銀行

(図表 25)

日本銀行のバランスシートの規模



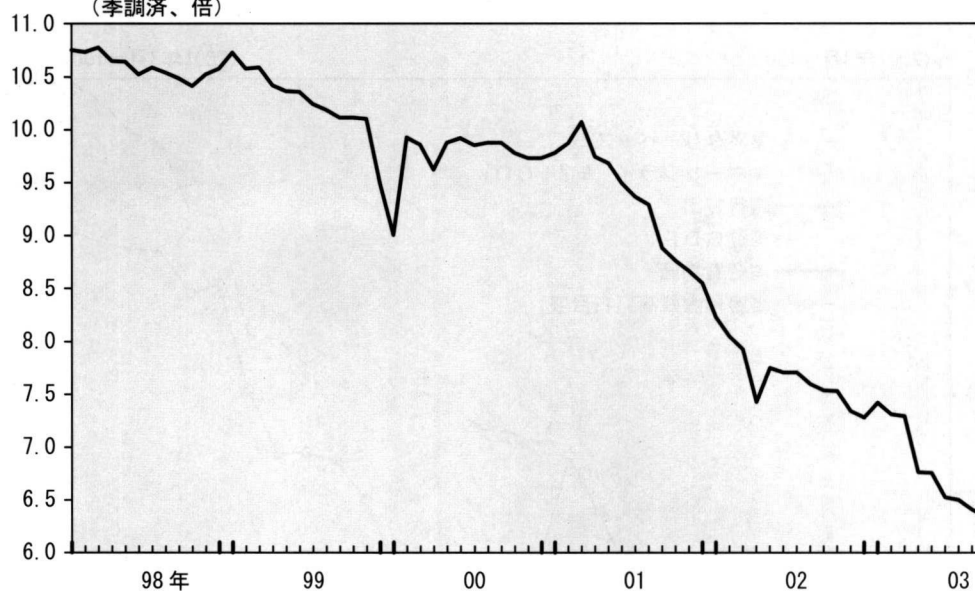
(資料) 日本銀行、内閣府「国民経済計算」

(図表26)

信用乗数

(1) 信用乗数

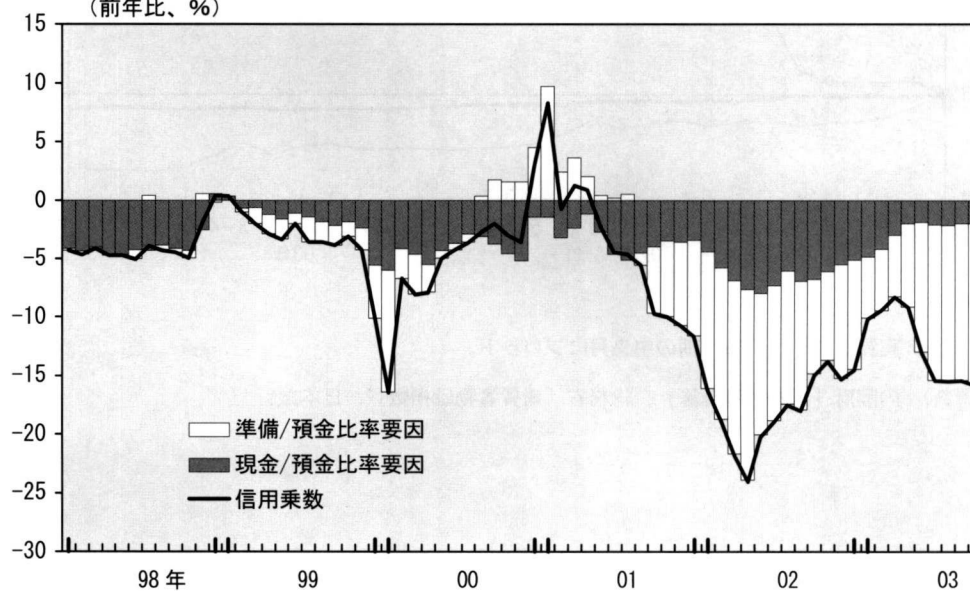
(季調済、倍)



(注) 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

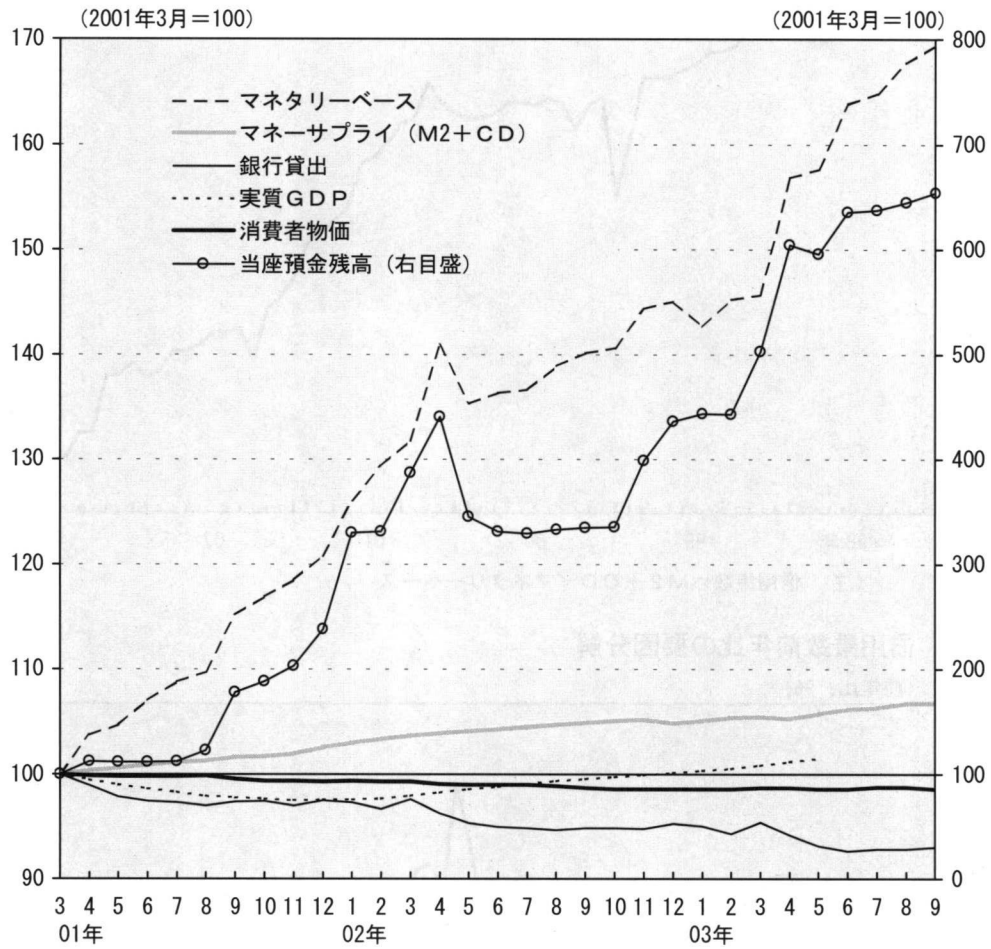
(前年比、%)



(資料) 日本銀行

(図表 27)

量的金融指標と経済活動



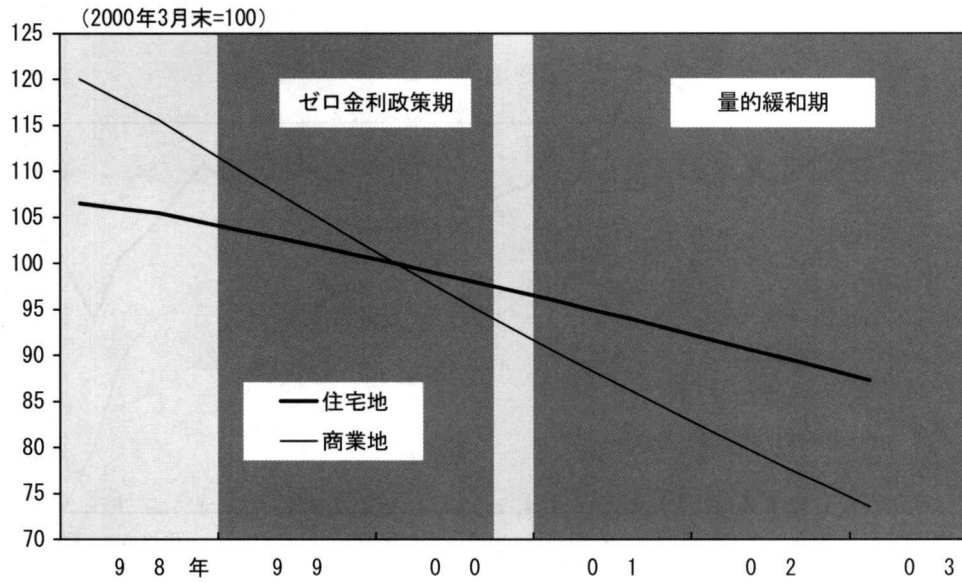
(注) 実質GDPは各四半期の中央月にプロット。

(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

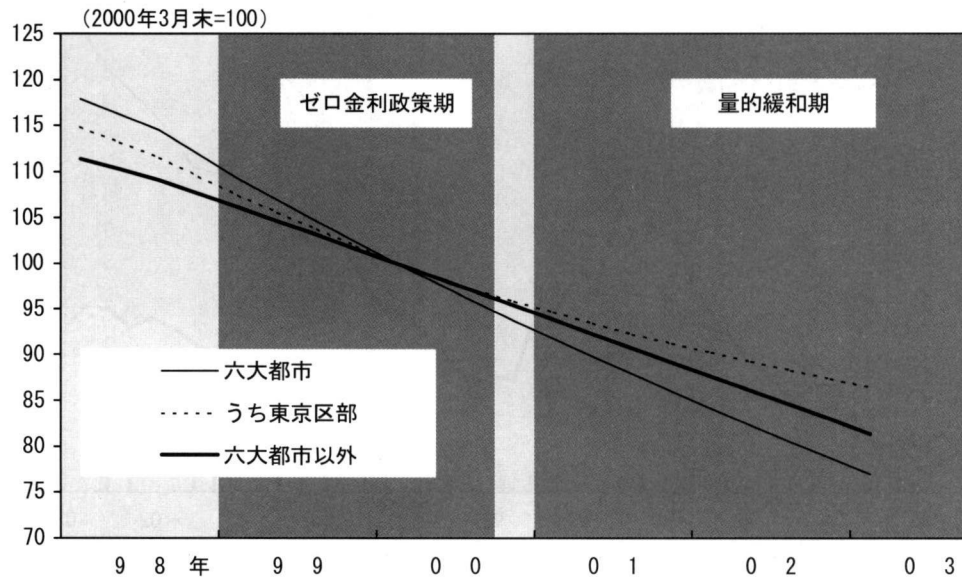
(図表28)

地価

(1) 用途別



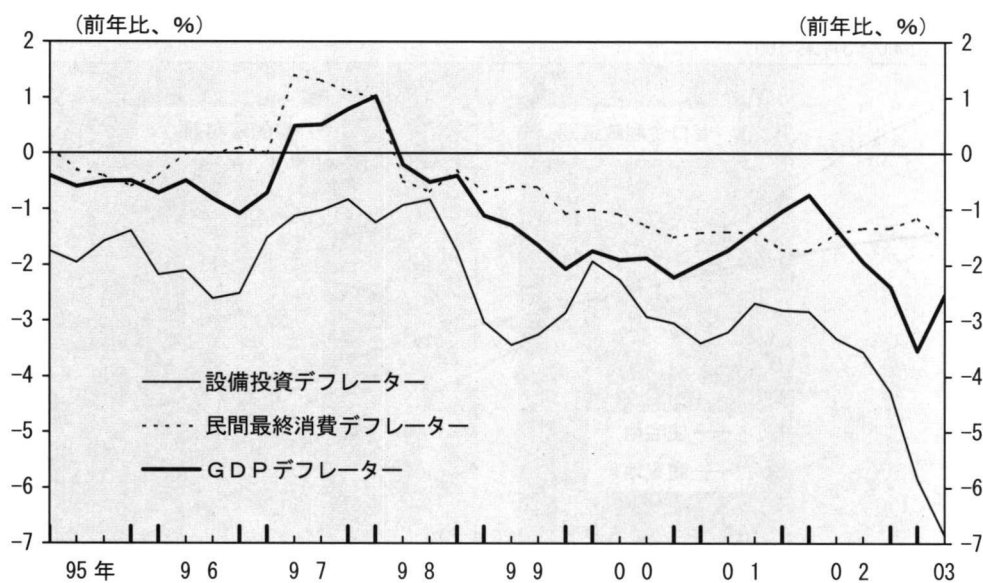
(2) 地域別



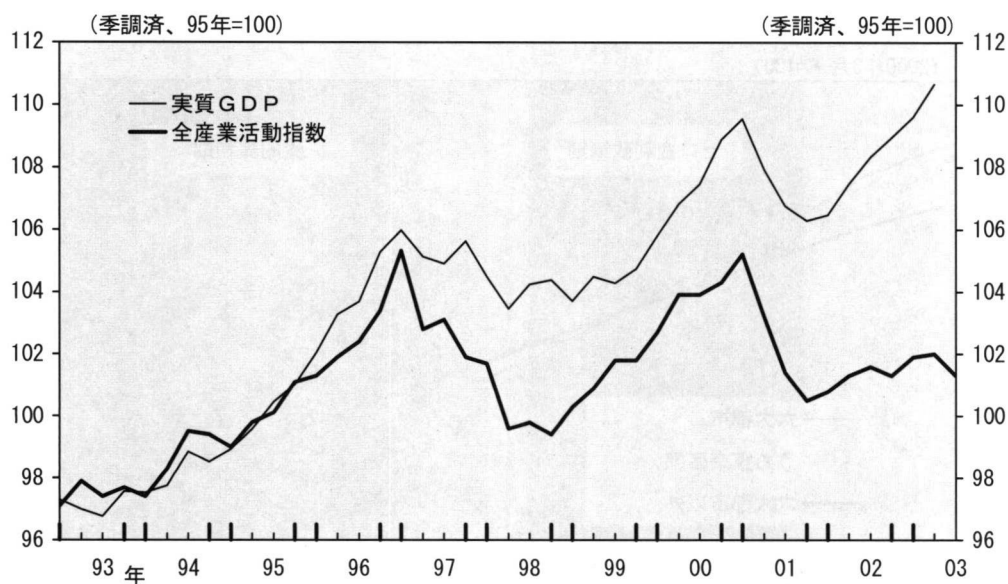
(資料) 日本不動産研究所「市街地価格指数」

GDPデフレーターと実質GDP

(1) GDPデフレーター



(2) 実質GDPと全産業活動指数



- (注) 1. 1994/1～3月から1999/10～12月の、実質GDPとデフレーターについては、「参考系列」を使用した。
 2. 全産業活動指数の2003/7～9月は、7～8月の平均値。

(資料) 内閣府「国民経済計算」、経済産業省「第3次産業活動指数」

(BOX 図表2)

物価指数算式の数値例

前提

- ① 食料品とコンピューターの取引金額は、常に95:5。
- ② 食料品は、取引金額、価格とも不変（したがって、数量も不変）。
- ③ コンピューターは、取引金額は不変だが、価格は毎年30%下落（したがって、数量が増加）。

	基準年	1年後	2年後	3年後
食料品 価格	100.0	100.0	100.0	100.0
(前年比、%)		(0.0)	(0.0)	(0.0)
コンピューター 価格	100.0	70.0	49.0	34.3
(前年比、%)		(-30.0)	(-30.0)	(-30.0)
食料品 数量	19.0	19.0	19.0	19.0
(前年比、%)		(0.0)	(0.0)	(0.0)
[数量ウェイト]	[0.950]	[0.930]	[0.903]	[0.867]
コンピューター 数量	1.0	1.4	2.0	2.9
(前年比、%)		(42.9)	(42.9)	(42.9)
[数量ウェイト]	[0.050]	[0.070]	[0.097]	[0.133]
連鎖指数	100.0	98.5	97.0 *	95.6
(前年比、%)		(-1.5)	(-1.5)	(-1.5)
ラスパイレス指数	100.0	98.5	97.5 **	96.7
(前年比、%)		(-1.5)	(-1.1)	(-0.8)
パーシェ指数	100.0	97.9	95.1 ***	91.3
(前年比、%)		(-2.1)	(-2.9)	(-4.0)

* 前年の指数に、各財の価格指数の前年比をその年の取引金額で加重平均したものを掛け合わせて計算。

$$98.5 \times (1.0 \times 0.95 + 0.7 \times 0.05) = 97.0$$

** 各財の価格指数を、基準年の数量ウェイトで加重平均して計算。

$$100.0 \times 0.95 + 49.0 \times 0.05 = 97.5$$

*** 各財の価格指数を、その年の数量ウェイトで加重平均して計算。

$$100.0 \times 0.903 + 49.0 \times 0.097 = 95.1$$