

経済・物価情勢の展望（2004年4月）

2004年4月30日

日 本 銀 行

これまでの「経済・物価の将来展望とリスク評価」「標準シナリオ」及び「リスク評価」については、それぞれ「経済・物価情勢の展望」「2004年度見通し」及び「上振れ・下振れ要因」に改めました。

■ 基本的見解 （注1） ■

（経済・物価情勢の「2004年度見通し」）

わが国経済は、昨年後半以降、輸出の増加を起点に、生産、企業収益が拡大した。これが設備投資の増加につながり、個人消費もやや強めに推移する中で、景気は緩やかな回復を続けた。本年度も、前向きの循環が次第に強まるもとで、景気は回復を続けると予想される。前回（昨年10月）の「経済・物価の将来展望とリスク評価」において示された「標準シナリオ」と比べると、総じて上振れて推移していると考えられる。

上記の見通しをやや詳しく述べると、海外経済は、米国や東アジアを中心に高めの成長を維持するとみられる。このため、輸出や生産は増勢を辿り、企業収益は、経費の節減や財務体質の強化等ともあいまって、増益基調を維持するとみられる。また、企業の有利子負債返済の動きはなお根強く続いているが、全体としては徐々に弱まってきている。こうした中で、設備投資は製造業を中心に増加傾向を続けると予想される。企業の人件費抑制姿勢は引き続き根強いとみられるが、生産活動や企業収益の増加の好影響は、雇用・所得面や資産価格の変化を通じて家計部門にも徐々に及んでいくと考えられる。このため、個人消費は緩やかな回復に向かうと想定される。

国内企業物価は、内外商品市況高や国内需給の改善などを反映し、本年度は前年比若干のプラスとなる可能性が高い。消費者物価についてみると、以上のような景気回復を背景に、物価

（注1）4月28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。

の基調に影響する需給ギャップは着実に縮小すると見込まれる。しかし、これまで下落幅縮小に寄与してきた医療費自己負担の引き上げや米価格の上昇をはじめとする一時的要因が剥落するほか、商品市況上昇が川下段階に及ぼす影響も、企業部門における生産性上昇等によってかなりの程度吸収されると見込まれる。このため、本年度の消費者物価指数は、基調的には依然小幅の下落が続くと予想される。

（上振れ・下振れ要因）

以上述べた「2004 年度見通し」には、以下のような上振れまたは下振れの要因がある。

第 1 に、海外経済の動向である。米国や中国をはじめとするアジアの景気展開次第では、世界景気に上振れ・下振れいずれの可能性もある。また、地政学的なリスクや米国の「双子の赤字」等を巡る海外金融・為替市場の動向によっては、米国のみならず世界経済に悪影響を及ぼす懸念がある。

第 2 に、国内金融・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と方向によっては、経済活動に対して上振れ・下振れいずれにも作用し得る。

第 3 に、国内民間需要の動向である。成長予想の高まりなどにより、企業・家計の支出マインドが強まる場合には、設備投資や個人消費が「2004 年度見通し」に比べ上振れることも考えられる。この点現在は、在庫の水準が低くなっており、最終需要の増加が生産の拡大につながり易い局面にあると考えられる。一方、企業の人件費抑制姿勢の強さ等によっては、企業部門における回復の家計部門への広がりが遅れ、「2004 年度見通し」に比べ下振れの可能性もある。

第 4 に、不良債権処理や金融システムの動向である。大手行を中心に不良債権残高が減少しているほか、地域金融機関においても不良債権処理は一定の進捗をみせている。金融システムに対する不安感は、株価の上昇もあって後退しており、これが最近の銀行券保有需要低下の 1 つの背景になっているとみられる。このように、金融システム面での問題が企業金融や実体経済に悪影響を及ぼす惧れは低くなっているが、潜在的な下振れ要因としては認識しておく必要がある。

（デフレ克服の展望と金融政策運営）

経済の持続的な成長とデフレ克服を実現するためには、民間需要が拡大し成長予想が高まることが前提となる。そのためには、政府、日本銀行の政策努力とともに、経済活動の担い手である民間経済主体の取り組みが重要である。この点、これまで、民間企業は、経営戦略の明確化、コストの削減、財務体質の強化等により収益向上に取り組んでいる。また、金融機関における不良債権処理にも一定の進捗がみられている。政府も各種の規制緩和や金融・税制・歳出

等の分野における改革を通じて、民間の経済活性化の努力を支援している。日本銀行も思い切った金融緩和を行っている。

こうしたもとで、経済には前向きの循環が働き始めており、物価についても需給ギャップが着実に縮小を続けるもとで、前年比のマイナス幅は縮小してきている。今後、幅広い経済主体がこれまでのような取り組みを粘り強く続け、景気回復の動きがさらに確かなものとなっていけば、経済全体の需給バランスの改善が進み、デフレ克服の可能性が高まっていくと考えられる。

日本銀行は、量的緩和政策の枠組みに基づいて極めて潤沢な資金供給を行っており、その結果、短期金利はほぼゼロ%で推移している。また、そうした政策を消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで継続することを約束している。

こうした金融緩和の枠組みは、以下のルートを通じて、民間部門の前向きの経済活動を金融面から支援する役割を果たしている。第1に、量的に潤沢な資金供給は金融市場の安定や緩和的な企業金融環境の維持に貢献している。第2に、景気回復のもとで、前述のような約束を通じて先行きの金利予想の安定が維持され、経済活動における投資採算の改善をもたらす。そうした金利を通じる景気支援効果は、景気が回復し企業収益が改善する状況において、より強まっていくものと考えられる。

日本銀行としては、引き続き量的緩和政策を堅持していくことにより、日本経済の持続的な成長とデフレ克服の実現に取り組んでいきたいと考えている。また、市場を通じる資金仲介の多様化・効率化を図り、金融緩和の波及メカニズムを強化する観点から、貸出債権の売買・証券化市場をはじめとするクレジット市場の整備に向けた市場参加者の取り組みも引き続き支援していく方針である。

(参 考)

▽2003 年度の政策委員の大勢見通し^(注2) と実績見込み

—— 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)
10 月時点見通し	+2.3 ~ +2.6	-0.9 ~ -0.5	-0.3 ~ -0.1
実 績	+2.8	-0.5	-0.2

(注) 1. 2003 年度の政策委員の大勢見通しは、昨年 10 月の「経済・物価の将来展望とリスク評価」において示したものである。

2. 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。また、消費者物価指数の「実績」は、3 月の前年比が 2 月の前年比と同じ (0.0%) と仮定して計算した見込み値である。

▽2004 年度の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)
2004 年度	+3.0 ~ +3.2 <+3.1> 〔 +2.3 ~ +2.6 〕 <+2.5>	+0.1 ~ +0.3 <+0.2> 〔 -0.8 ~ -0.4 〕 <-0.6>	-0.2 ~ -0.1 <-0.2> 〔 -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、%。() 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)
2004 年度	+2.9 ~ +3.5 (+2.0 ~ +2.8)	+0.1 ~ +0.5 (-0.9 ~ 0.0)	-0.2 ~ +0.5 (-0.5 ~ +0.5)

【背景説明】

1. 経済・物価・金融情勢

（昨年度の経済・物価）

昨年度のわが国経済を振り返ると、上期中は総じて横這い圏内で推移したが、下期には緩やかな回復へと転じ、次第に国内需要の底固さが増していく展開となった。すなわち、米国、東アジアの成長加速を受けて、輸出、生産が夏ごろから再びはつきりとした増加に向かい、設備投資は製造業を中心に回復を続けた（図表1～3）。企業から家計への所得の波及は限定的ではあったが、雇用者所得が徐々に下げ止まり方向となり、消費者マインドも改善する中で、個人消費はやや強めの動きを示した。こうしたもとの、企業の業況感は、製造業、大企業中心ではあるが、非製造業や中小企業への広がりもある程度伴うかたちで改善した（図表4）。この間、住宅投資は、年度末にかけて貸家や分譲に回復の動きがみられたが、全体としては低調に推移した。また、公共投資も減少した。

物価は、国内企業物価、消費者物価（全国、除く生鮮食品、以下同じ）とも、前年比ゼロ%近傍にまで下落幅を縮小した（図表5）。これは、基本的には需給環境の緩やかな改善を反映した動きであるが、一時的な要因によって押し上げられた面もある^{（注3）}。また、国内企業物価の下落幅縮小には、世界経済、特に中国の需要拡大などを反映した内外商品市況の高騰も影響した。

昨年10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「標準シナリオ」では、海外経済が高めの成長を続けるもとの、年度下期には輸出、生産が伸びを高め、経済に前

向きの循環が働き始める、という姿を想定した。こうした見通しとの対比では、海外経済の高成長を背景に輸出が予想以上の増加を示したほか、個人消費もやや強めの動きとなったこともあって、総じて上振れて推移したと評価することができる。物価面では、内外の商品市況が予想以上に高騰したため、国内企業物価はやや上振れた一方、消費者物価は概ね見通しどおりの動きであった。

（2004年度の経済の展望）

本年度の経済の姿を展望すると、生産や企業収益の増加を背景に、前向きの循環が次第に強まるもとの、景気は回復を続けると予想される。

すなわち、厳しい財政状況のもとで、公共投資は減少基調を辿るとみられるが、米国および東アジアを中心に海外経済は高めの成長を続けると予想される。こうした動きを受けて、輸出、生産は増加を続け、企業収益も改善を続けるとみられる（図表6）。企業の有利子負債返済の動きは、なお根強く続いているが、全体としては徐々に弱まってきている。こうした中で、設備投資は製造業を中心に増加傾向を続けると予想される。企業の人件費抑制姿勢は引き続き根強いとみられるが、生産活動や企業収益の増加の好影響が雇用・所得面や資産価格の変化を通じて家計部門にも徐々に及んでいくと考えられる。このため、個人消費は緩やかな回復に向かうと想定される。景気拡大のテンポが目立って加速するまでには至らないものの、上記のように回復の波及経路が広がっていくにつれて、前向きの循環が次第に強まり、ある程度持続性を

（注3）具体的には、医療費自己負担の引き上げ（2003年4月）と、たばこ税引き上げ（同7月）、米価格の上昇（秋以降）等が挙げられる。

見込み得る景気回復の姿へ近づいていくことが期待できる。

(2004 年度の物価の展望)

物価の基調的な動きに影響する国内のマクロ的な需給バランスは、景気の回復を反映して着実な改善傾向が続いていくと予想される^(注4)。しかし、需給ギャップの水準はなお大きめであり^(注5) (図表7)、現在予想される程度の改善のもとでは、本年度を通じて小幅の物価低下圧力が残存する可能性が高い。

この間、内外商品市況の上昇は、素材や中間製品の価格を押し上げる方向に働くと予想される。もっとも、①原油等の国際商品市況は上昇しているが、昨年秋以降の円高により、輸入物価全体ではそれほど上昇していないこと、②生産が増加するもとで人件費の抑制が続き、ユニット・レーバー・コスト (生産物一単位当たりの人件費) の低下が当面続くと見込まれること、などを考慮すると、最終財価格やサービス価格への押し上げ圧力は、全体としては限定的なものにとどまるとみられる (図表8)。

以上を踏まえると、本年度の国内企業物価は、前年比若干のプラスとなる可能性が高い。一方消費者物価については、昨年度の一時的要因が、本年度は押し上げに働かなくなることもあり、

本年度は基調的には依然小幅の下落が続くと予想される。

(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。

企業の資金需要については、設備投資は増加傾向を続け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、企業の有利子負債の返済意欲はなお根強いことを考えると (図表9)、減少テンポは緩やかになりつつも、明確に増加に転じていくことは当面期待しにくい。金融機関は、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とみられるが、全体として貸出姿勢を緩和する動きが続くと考えられる。民間銀行貸出は、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 (M2 + CD、以下同じ) については、経済活動が拡大を続けることは伸び率を高める要因となるが、全体として民間銀行貸出が減少を続けるとみられることや、これまでマネーサプライの増加に寄与してきた流動性の高い安全資産への資金シフトの動きは勢いが弱まってきているため (図表10)、その伸びが目立って高まることは期待し難いと考えられる。

(注4) 昨年10月の「経済・物価の将来展望とリスク評価」で述べたように、現行GDP統計においては、GDPデフレーター (パーシェ型) の下落幅が他の物価指数 (ラスパイレス型) に比べ相対的に大きくなる傾向があるが、これには、①パーシェ型指数は、ラスパイレス型指数とは異なり品目のウェイト変化が反映されるが、一般に品質向上が著しく価格下落が大きい品目のウェイトは増加すること、②基準時から離れるほどその影響による両者の乖離が大きくなることが影響していると考えられる。最近のGDPデフレーターが、基準年 (1995年) からの経年に伴う品目間の相対価格やウェイトの動向を反映して以前と比べて低めに出ているならば、実質GDPがその分高めに算出されている可能性がある。このことも考慮すると、需給ギャップが改善するためには、少なくとも2%程度の実質成長率が必要と考えられる。

(注5) 需給ギャップには様々な推計方法があり、また計測上の誤差もあることから、幅をもってみる必要がある (「GDPギャップと潜在成長率」日本銀行調査月報<2003年2月号>参照)。もっとも、足許の需給ギャップは、なお大きめの水準にあるとみられる。

2. 上振れ・下振れ要因

（海外経済の動向）

前述の「2004年度見通し」では、海外経済が米国や東アジアを中心に高めの成長を維持することを想定している。

米国経済は、家計支出が緩やかな増加基調にあるほか、製造業の生産の増加や高い収益を背景に設備投資も着実に増加しており、雇用環境も緩やかに改善を続けるなど、バランスのとれたかたちで回復している。また、東アジア経済も、世界的なIT関連需要の増加や中国の力強い内需拡大等から高い成長を続けている。米国の雇用増加や中国の投資需要が一段と加速するなど米国や中国の景気展開如何では、世界景気が上振れする可能性がある。IT関連財の需要動向は、国際的な分業体制の進展もあって米国や東アジアなど世界経済全体に大きな影響を与えるようになってきているだけに、素材等への需要動向ともあわせ、上振れ・下振れ両方の可能性を注視していく必要がある。

中国経済については、投資活動を中心とする内需過熱への政策対応が奏効し持続的な成長が実現されるかどうかは依然不確実な情勢であり、短期的には上振れの可能性がある一方で、やや長い目でみると調整が生じる可能性がある。欧州経済は、最近までのユーロ高の影響や年金改革等の構造調整を巡る不透明感などもあって、回復感に乏しい展開となっており、下振れの可能性も認識する必要がある。

中東情勢をはじめとするいわゆる地政学的リスクや米国経済が抱える「双子の赤字」の問題等を巡り、金融市場や為替市場に大きな変動が生じた場合、エマージング市場を含めて、国際的な資金の流れに変調を来し、米国のみならず世界経済に悪影響を及ぼす懸念がある。この

間、原油価格がさらに上昇した場合には、世界経済にとって下振れ要因となり得ると考えられる。

（国内金融・為替市場の動向）

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と方向によっては、経済活動に対して上振れ・下振れいずれにも作用し得る。

株価は、景気回復期待が高まる中で、堅調な動きを続けている。株価の大きな変動は、企業や家計のマインド、財務面や収益面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も変化をもたらす可能性がある。

長期金利は、昨年の夏場に上昇した後、1%台半ばで推移している。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、株価の動向との組み合わせ如何にもよるが、長期金利の攪乱的な動きは、金融機関の収益や自己資本の状況、さらには企業の資金調達コスト等を通じて実体経済にも影響を及ぼし得る。

為替相場に関しては、昨年秋以降、円高が進行している。先行きの為替相場の動向によっては、輸出入や企業収益面から経済全体に影響することも考えられる。

（国内民間需要の動向）

「2004年度見通し」では、非製造業の設備投資について、有利子負債返済の動きがなお根強く続いているなど制約要因が引き続き大きく、製造業に比べ弱めの回復にとどまる姿を展望している。また、企業の人件費抑制姿勢は引き続

き根強く、生産活動や企業収益増加の家計部門への波及は徐々に及ぶとみられることから、個人消費は緩やかな回復に向かうと考えられる。この点、景気の回復を受けて、企業や家計の成長予想がさらに高まることなどによって、企業・家計の支出マインドが強まる場合には、個人消費のほか、設備投資が全体として強まることも想定し得る。現在は、在庫水準が低くなっており、最終需要の増加が生産の拡大につながり易い局面にあることから、在庫面より経済活動に対して上振れの作用が及ぶことも考えられる。一方、企業の人件費抑制姿勢が予想以上に強い場合などには、企業部門回復の家計部門への波及や個人消費の回復が遅れる可能性もある。

(不良債権処理や金融システムの動向)

わが国の金融システムは、なお克服すべき課題が少なくない状況にあるが、大手行を中心に経営は健全化の方向にある(図表11)。大手行では不良債権残高が減少するもとで引当率が高まり、自己資本比率も改善している。また、地域金融機関においても、全体としては不良債権残高が減少する方向にある。この間、業況改善に伴い信用コスト率は低下しつつある(図表12)。金融システムに対する不安感は、株価の上昇もあって後退している。こうしたもとで、「2004年度見通し」においては、企業の資金調達環境は緩和的な状況が維持されることを前提としている。

このように、金融システム面での問題が企業金融や実体経済に悪影響を及ぼす惧れは低くなっているが、潜在的な下振れ要因としては認識しておく必要がある。また、来年4月に予定されている流動性預金のペイオフ解禁を控え、このことが金融市場の動きや、実体経済活動に

どのような影響を及ぼすかも注視していく必要がある。

3. 金融環境の評価と金融政策運営

2001年3月の量的緩和政策の採用以降、日本銀行は、経済金融情勢を踏まえて日本銀行当座預金残高の目標値を引き上げ、残高は現在30～35兆円程度で推移している(図表13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)。本年3月は、年度末における一時的な金利上昇もみられず、ここ数年の状況とは様変わりの極めて落ち着いた動きとなった。

先物短期金利は、昨年秋から秋にかけて、一時的にやや強含む局面もあったが、総じて低位で安定的に推移している(図表14)。

長期金利は、昨年6月、10年債が0.4%台まで低下した。その後は、景況感の改善のほか、米国の長期金利上昇もあってやや水準を切り上げ、最近では1.3～1.5%程度の水準で推移している。低水準で推移してきたボラティリティも、昨年6月以降急激に高まったが、年末にかけて徐々に低下し、年明け後は再び低水準で推移している(図表15)。

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、低位で安定的に推移している(図表16上)。長期の国債と社債との利回り格差についてみると、高格付け社債についての利回り格差は、昨年秋から秋にかけて、長期金利が上昇するもとで一時的にやや拡大したが、その後は再び低水準で推移している。また、低格付け社債についても、総じて縮小傾向を辿っている(同下)。

企業金融を巡る環境は、信用力の低い企業に

についてはなお厳しい状況にあるが、総じてみれば緩和される方向にある。CP・社債などの市場を通じた企業の資金調達環境は、発行スプレッドが低位で安定的に推移するなど、高格付け企業を中心に総じて良好な状況が続いている。民間銀行は、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、全体としては貸出姿勢を幾分緩和している。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も改善が続いている（図表17）。貸出約定平均金利は、低位横這いを続けている。この間、低迷が続いていた企業の資金需要は、設備投資が増加するなど企業活動が上向きつつあることから、その減少テンポが幾分緩やかになってきている。

こうしたもて、前年比2%台の減少が続けてきた民間銀行貸出は、昨年秋以降減少幅がわずかながら縮小してきている。また、CP・社債の発行残高は前年を上回って推移している（図表18）。

マネタリーベース（現金および日銀当座預金）についてみると、経済活動（対名目GDP）との対比では上昇を続けており水準は極めて高くなっているが、その約7割を占める銀行券発行残高の伸びが低下してきている中で、前年比1割程度の伸びとなっている（図表19）。銀行券発行残高の伸びの低下は、機会費用である短期金利の低下による銀行券需要の追加的な押し上げ効果が徐々に減衰するとともに、金融システムに対する不安感が大きく後退していることが

影響しているとみられる^{（注6）}。この間、マネーサプライは、企業の有利子負債返済意欲が根強く、民間銀行貸出が減少を続けているもて、前年比1%台の伸びとなっているが、経済活動（対名目GDP）との対比でみれば高い水準を続けている（図表21）。

株価は、昨年半ば頃より、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、大幅に上昇した（図表22）。こうした中、企業のエクイティ・ファイナンスも堅調に推移した。

為替相場の動向をみると、昨年秋以降、米国の「双子の赤字」に対する懸念の強まりと介入警戒感が交錯する中、振れを伴いつつも、円高方向への動きが進んだ（図表23）。

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が続いている（図表24）。

日本銀行は、2001年3月以降、量的緩和政策の枠組みに基づいて、極めて潤沢な資金供給を行っており、その結果、短期金利はほぼゼロ%で推移している。また、そうした政策を消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで継続することを約束しており、昨年10月にはこの約束の明確化を行った。

こうした金融緩和の枠組みは、以下のルートを通じて、民間部門の前向きの経済活動を金融面から支援する役割を果たしている。第1に、

（注6）銀行券需要は所得水準の上昇とともに増加する。他方、名目GDPに対する銀行券発行残高の比率に影響する最大の要因は短期金利の水準であるが、加えて、わが国においては、金融システムに対する不安度も大きく影響してきた。これまで、97～98年頃の金融システム不安や、コンピューター2000年問題、ペイオフ部分解禁などの際に、銀行券を予備的に保有しようとする動きなどを背景に銀行券発行残高は高い伸びを示してきた。しかし、最近では、金融システムに対する不安感が後退するもて、銀行券発行残高の伸び率は鈍化している。また最近では、低金利のもとで銀行券発行残高の日々の変動が小さくなっており、年末や年度末など、従来銀行券需要が高まる時期に以前ほど発行が増えない状況となっている（図表20）。

量的に潤沢な資金供給は、流動性懸念の払拭を通じて、金融市場の安定や緩やかな企業金融環境を維持することに貢献している。第2に、景気回復のもとで、前述のような約束を通じて先行きの金利予想について安定した状態を維持し、経済活動における投資採算の改善をもたらしている。そうした金利を通じる景気支援効果は、景気が回復し企業収益が改善する状況において、より強まっていくものと考えられる(図表25)。

この間、日本銀行は、市場を通じる資金仲介の多様化・効率化を図る観点から、資産担保証券の買入れ基準の緩和や、シンジケート・ローン債権の担保受入れを可能としたほか、貸出債権の売買・証券化市場をはじめとするクレジット市場の整備に向けた市場参加者の取り組みを支援している。

4. 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

経済の持続的な成長とデフレ克服を実現するためには、民間需要が拡大し成長予想が高まることが前提となる。そのためには、政府、日本銀行の政策努力とともに、経済活動の担い手である民間経済主体の取り組みが重要である。

この点、これまでの取り組みをみると、まず、民間企業では、経営戦略の明確化、コストの削減、財務体質の強化や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続けてきている。この結果、製造業では、有利子負債残高や労働分配率がバブル期前の水準まで低下して

いるほか、企業収益も高水準で推移している。また、非製造業でも有利子負債残高の低下と、企業収益の回復傾向がみられている(前掲図表9、図表26)。金融機関における不良債権処理にも一定の進捗がみられている。政府においても、「経済財政運営と構造改革に関する基本方針2003」等々に示された、各種の規制緩和、金融・税制・歳出等の分野における改革が進められてきた。日本銀行も消費者物価指数(全国、除く生鮮食品)を基準とする明確かつ具体的な約束に沿って、思い切った金融緩和を行っている。

こうしたもとで、経済には前向きな循環が働き始めている。また、物価についても、需給ギャップが着実に縮小を続けるもとで、前年比のマイナス幅は縮小しており、人々のデフレ心理も後退してきている(図表27)。

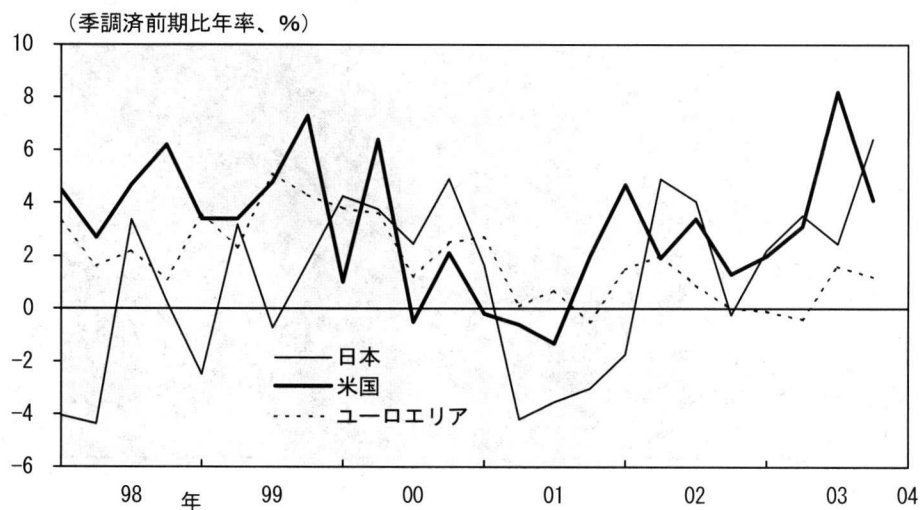
今後、幅広い経済主体がこれまでのような取り組みを粘り強く続け、景気回復の動きがさらに確かなものとなっていけば、経済全体の需給バランスの改善が進み、デフレ克服の可能性が高まっていくと考えられる。

日本銀行としては、引き続き量的緩和政策を堅持していくことにより、日本経済の持続的な成長とデフレ克服の実現に取り組んでいきたいと考えている。また、市場を通じる資金仲介の多様化・効率化を図り、金融緩和の波及メカニズムを強化する観点から、貸出債権の売買・証券化市場をはじめとするクレジット市場の整備に向けた市場参加者の取り組みも引き続き支援していく方針である。

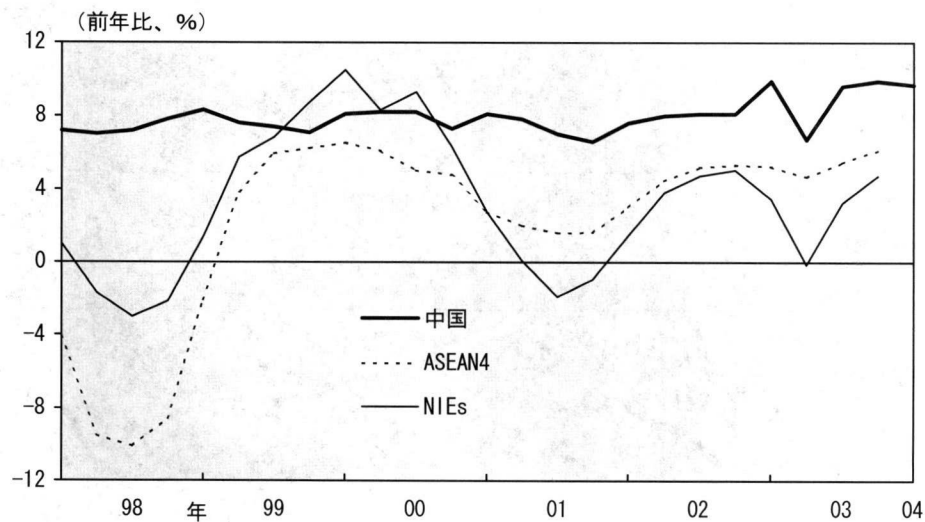
（図表 1）

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

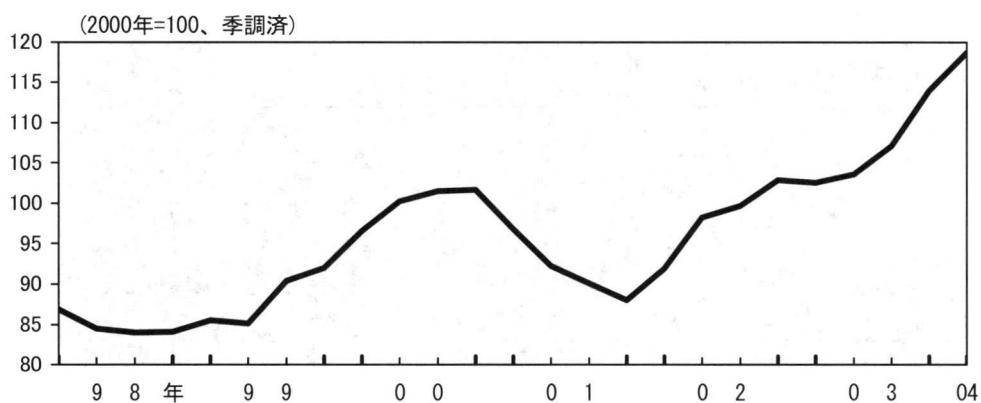


（注）1. ASEAN4は、タイ、マレーシア、フィリピン、インドネシア。
2. NIEsは、韓国、台湾、香港、シンガポール。

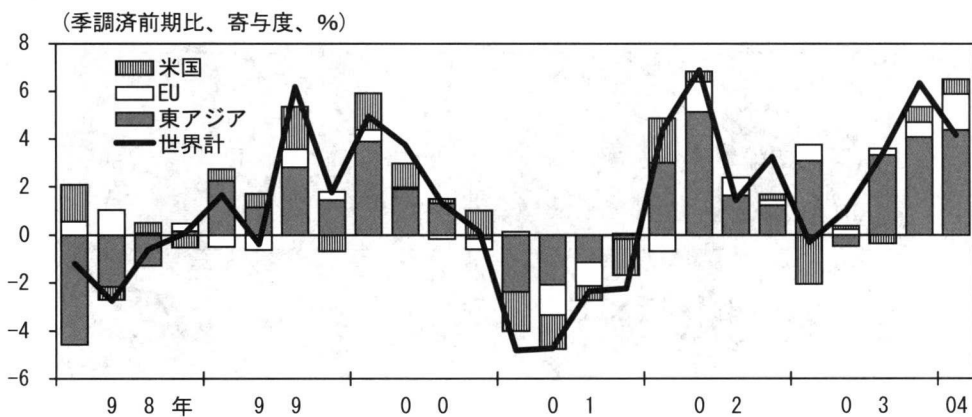
（資料）各国政府、中央銀行、欧州委員会

輸出と鉱工業生産

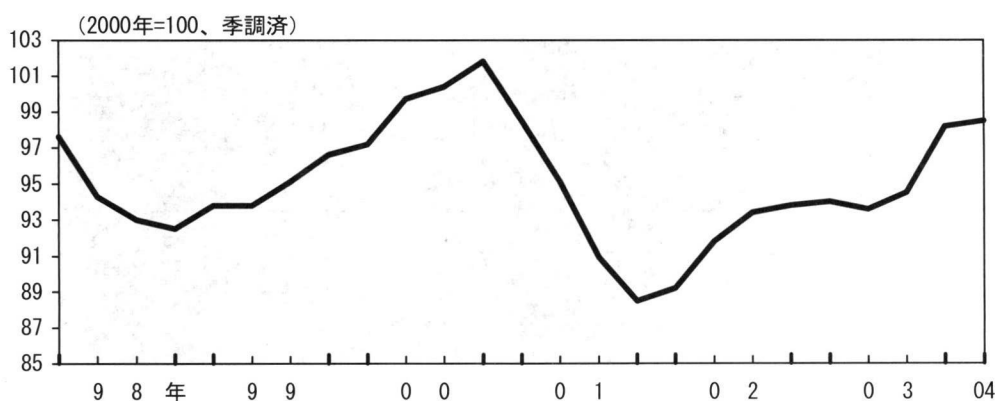
(1) 実質輸出



(2) 実質輸出の地域別内訳



(3) 鉱工業生産

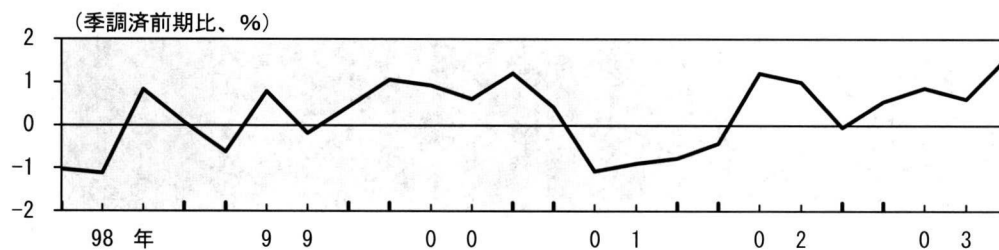


(資料) 財務省「外国貿易概況」、日本銀行「企業物価指数」、経済産業省「鉱工業指数統計」

（図表 3）

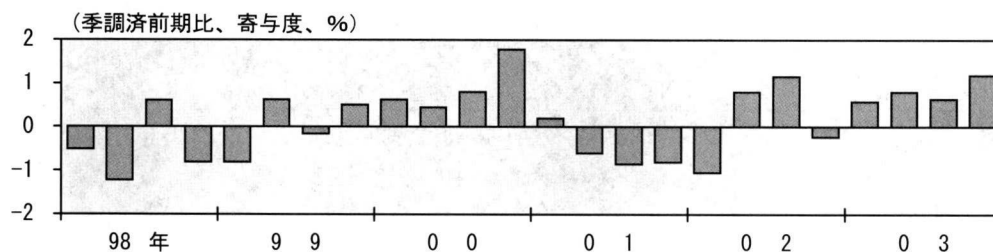
実質 GDP

（1）実質 GDP

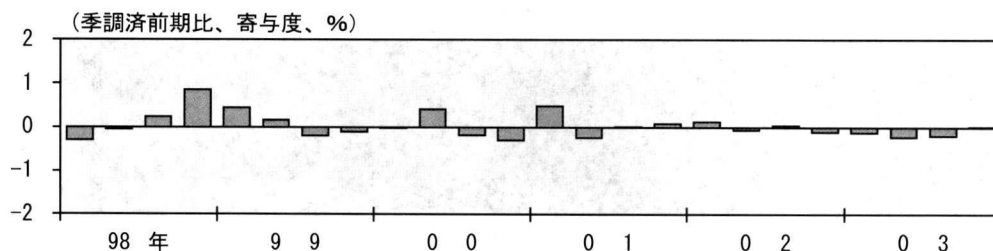


（2）需要項目別寄与度

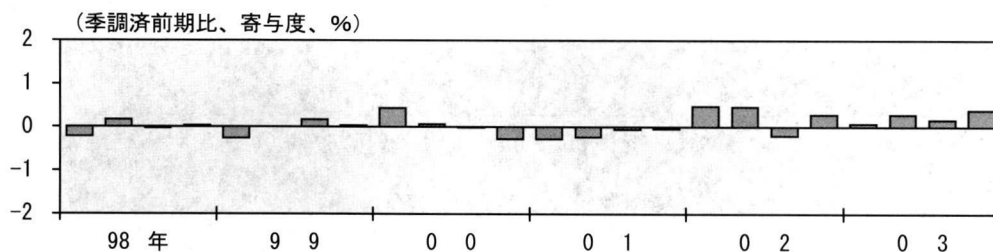
（国内民需）



（公的需要）



（純輸出）

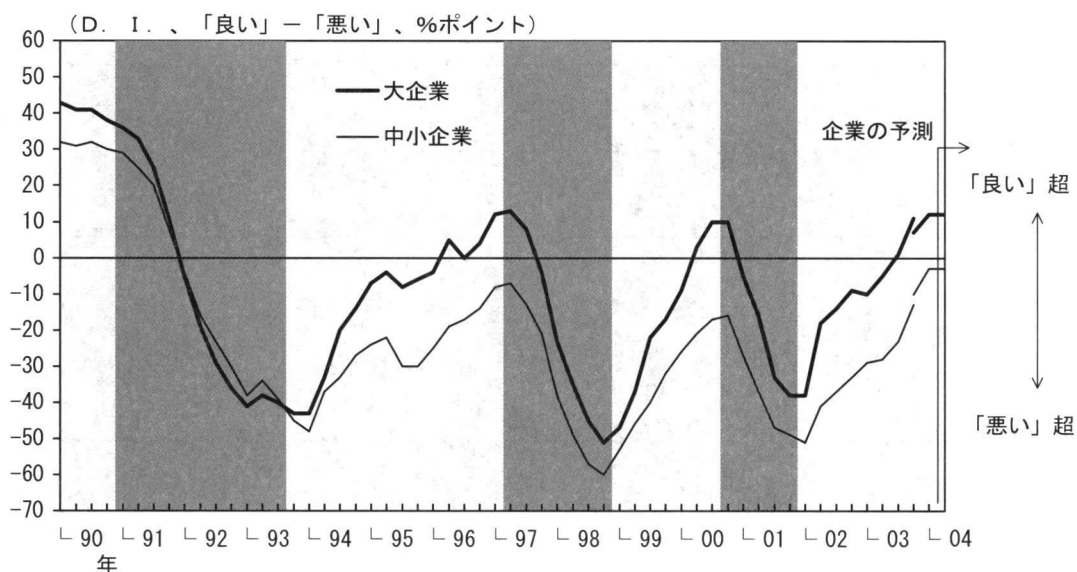


（資料） 内閣府「国民経済計算」

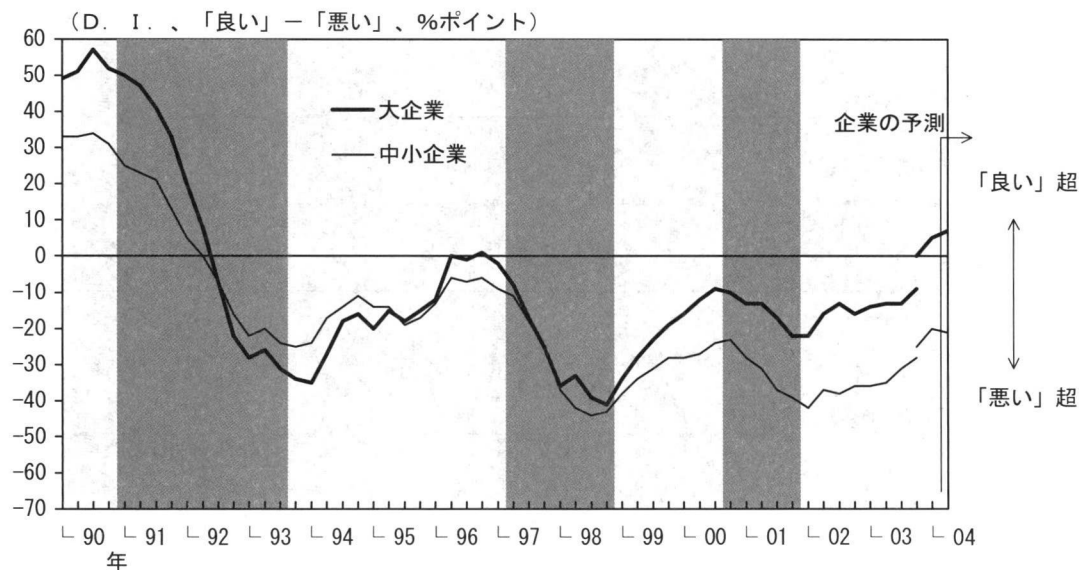
(図表 4)

業況判断

(1) 製造業



(2) 非製造業



- (注) 1. 旧ベース大企業 : 常用雇用者数1,000人以上の企業が対象。
旧ベース中小企業 : 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。
新ベース大企業 : 資本金10億円以上の企業が対象。
新ベース中小企業 : 資本金2,000万円以上1億円未満の企業が対象。
2. 2004年3月調査より見直しを実施。
旧ベースは2003年12月調査まで、新ベースは2003年12月調査から。
3. シャドー部分は景気後退局面。

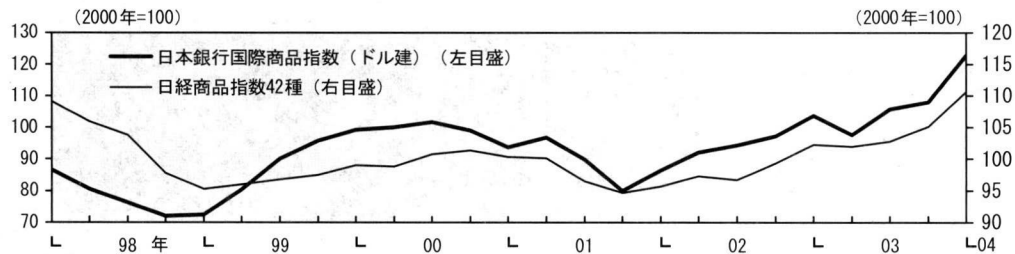
(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」

（図表 5）

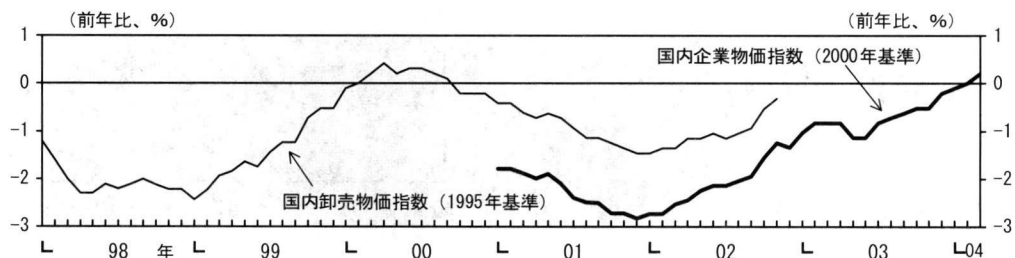
物価および物価を取り巻く環境

（1）物価

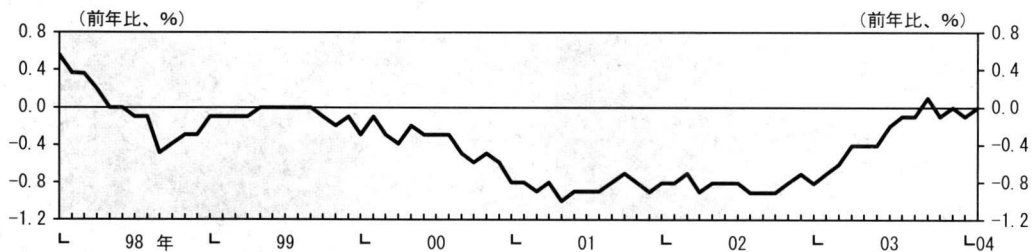
①商品市況



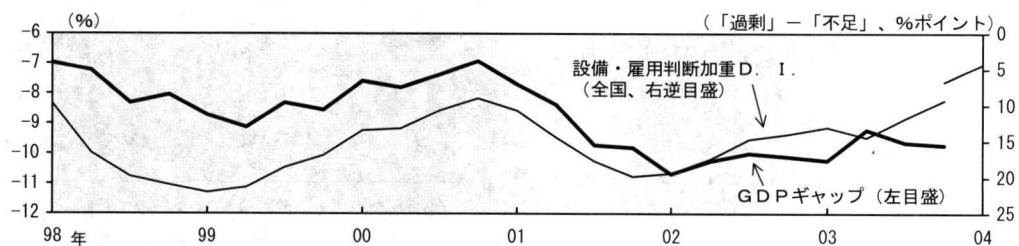
②国内企業物価指数



③消費者物価指数（除く生鮮食品）



（2）GDPギャップと短観加重平均D. I.

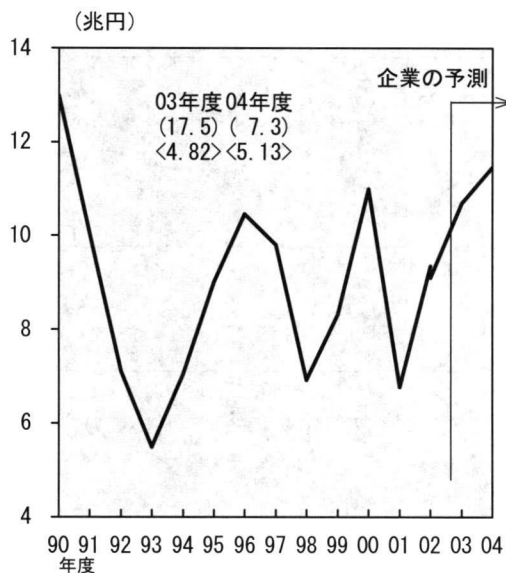


- （注）1. 日本銀行国際商品指数および日経商品指数42種（四半期平均値）は、月末値から作成している。
 2. 国内卸売物価および消費者物価は、消費税率引き上げの影響を調整した計数。
 3. 2000年12月以前の消費者物価は、1995年基準の指数に基づく。
 4. 加重平均D. I. の2003年12月以降は新ベースによる。GDPギャップおよび、加重平均D. I. の詳細については、後掲図表7の注を参照。

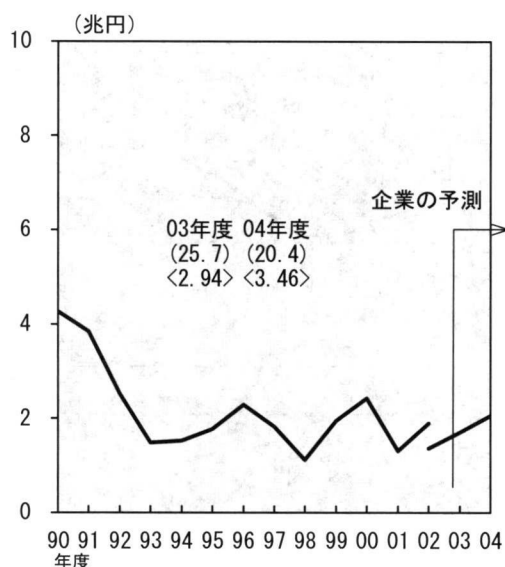
（資料）内閣府「国民経済計算」「民間企業資本ストック」、経済産業省「鉱工業指数統計」、厚生労働省「毎月勤労統計」総務省「消費者物価指数」、日本経済新聞社「日経主要商品価格指数」、日本銀行「日本銀行国際商品指数」「企業物価指数」「卸売物価指数」「企業短期経済観測調査」等

企業収益

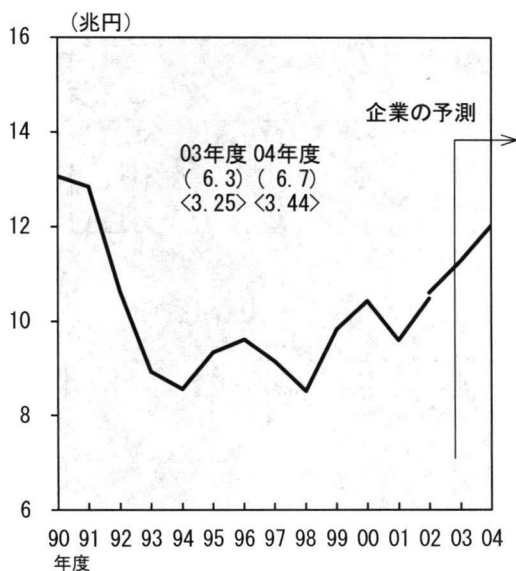
(1) 製造業大企業



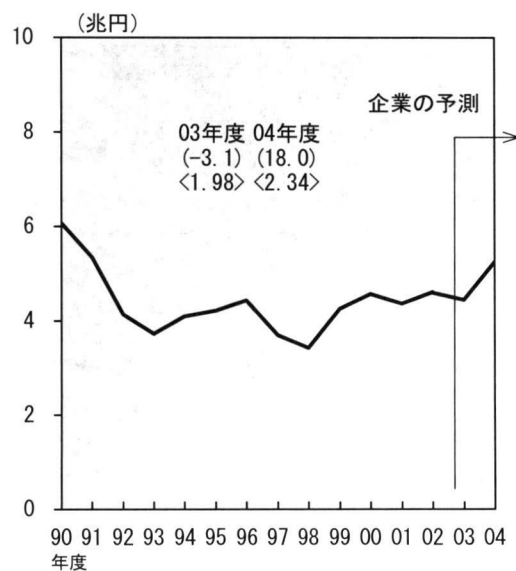
(2) 製造業中小企業



(3) 非製造業大企業



(4) 非製造業中小企業



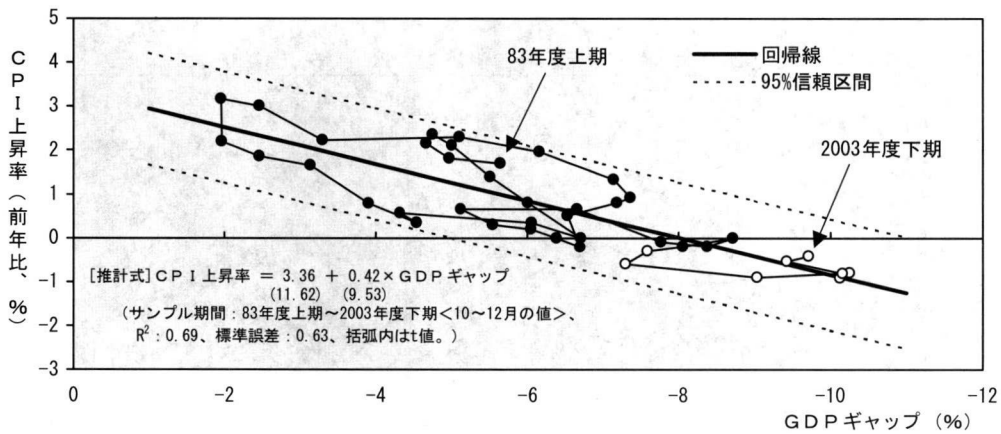
- (注) 1. 旧ベース大企業 : 常用雇用者数1,000人以上の企業が対象。
旧ベース中小企業 : 常用雇用者数が製造業50~299人、卸売20~99人、小売・サービス・リース20~49人、その他非製造業50~299人の企業が対象。
新ベース大企業 : 資本金10億円以上の企業が対象。
新ベース中小企業 : 資本金2,000万円以上1億円未満の企業が対象。
2. ()内は経常利益前年度比(%)、< >内は売上高経常利益率(%)。いずれも新ベース。
3. 2004年3月調査より見直しを実施。
旧ベースは2003年12月調査まで、新ベースは2003年12月調査から。

(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」

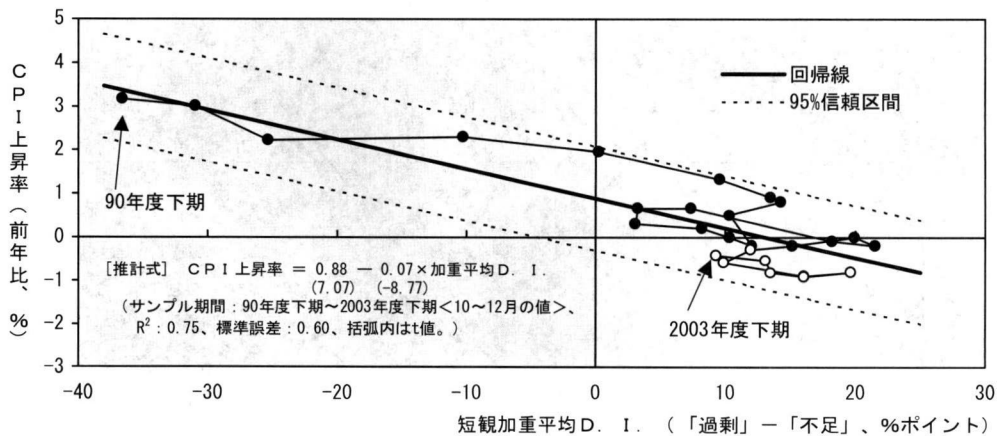
（図表 7）

需給ギャップと物価

（1）GDPギャップと消費者物価指数の変動



（2）短観加重平均D. I. と消費者物価指数の変動



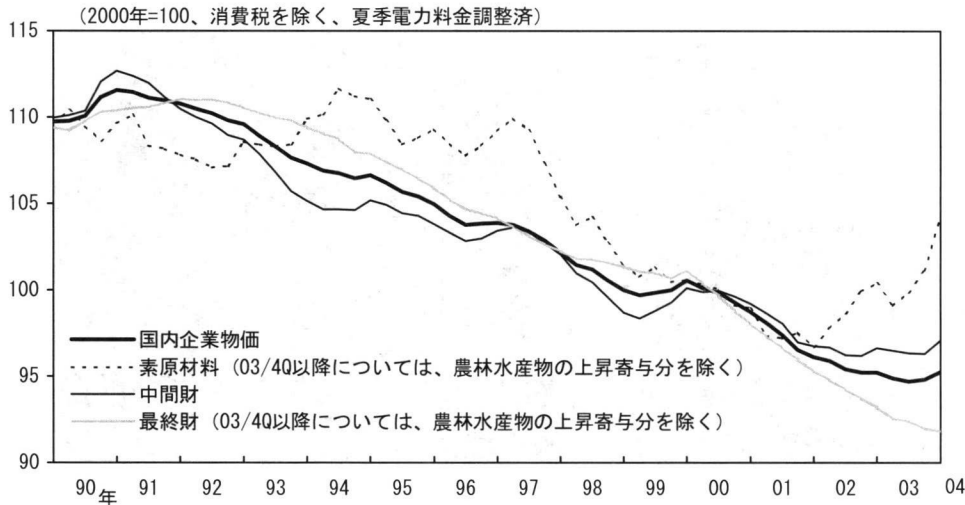
- (注) 1. GDPギャップは、最大可能産出量との対比で計算しており、プラスの値をとる他機関作成のギャップと異なり、いかなるときでもマイナスの値をとる（日本銀行調査統計局による試算）。
 2. 加重平均D. I. は、設備や雇用の過剰度合いに対する企業の実感からGDPギャップと類似の指標を作成したもの。具体的には、生産・営業用設備判断D. I. と雇用人員判断D. I. を資本・労働分配率（90～02年度平均）で加重平均して求めた。なお、生産・営業用設備判断D. I. の調査対象は、90/3Q以前は製造業に限られていた。このため、非製造業にまで調査対象が拡大された90/4Q以降については、上記計数を算出している。上記推計に当たっては旧ベースの指数を使用。
 3. 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。
 4. 2000年度上期以降については、白丸で表示してある。
 5. 2003年度以降の物価については、総合除く生鮮食品から、さらに診療代、たばこおよび米類を除いたもの。

（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

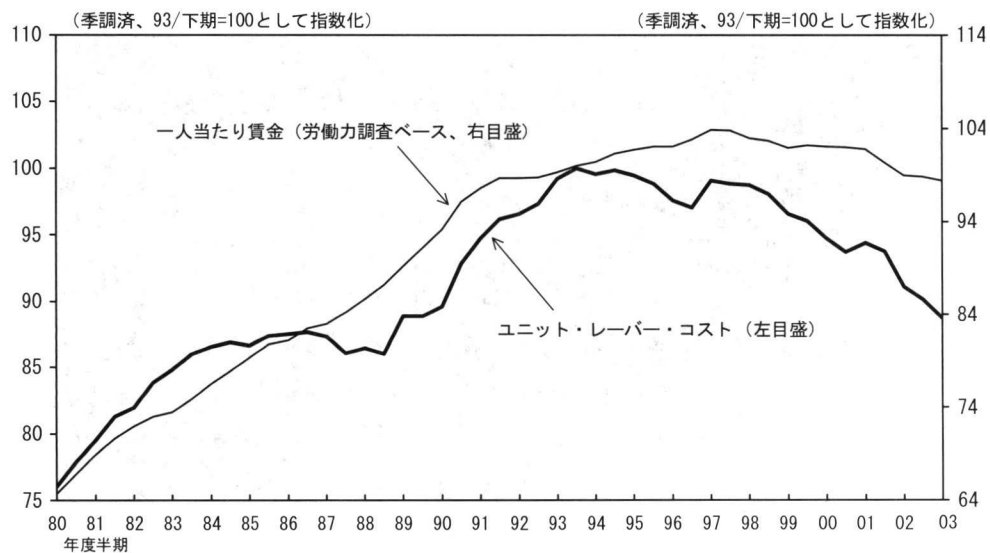
(図表 8)

需要段階別物価とユニット・レーバー・コスト

(1) 需要段階別の国内企業物価



(2) ユニット・レーバー・コスト



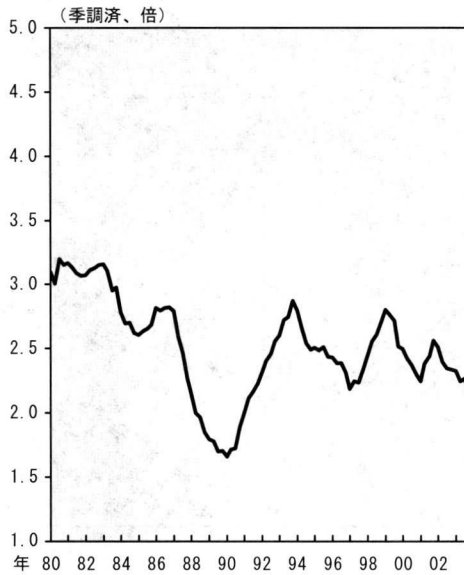
(注) 1. ユニット・レーバー・コスト＝一人当たり賃金／労働生産性＝雇用者報酬／実質国内総生産。
2. 一人当たり賃金 (労働力調査ベース)＝雇用者報酬／雇用者数 (労働力調査ベース)。

(資料) 内閣府「国民経済計算」、総務省「労働力調査」、日本銀行「企業物価指数」

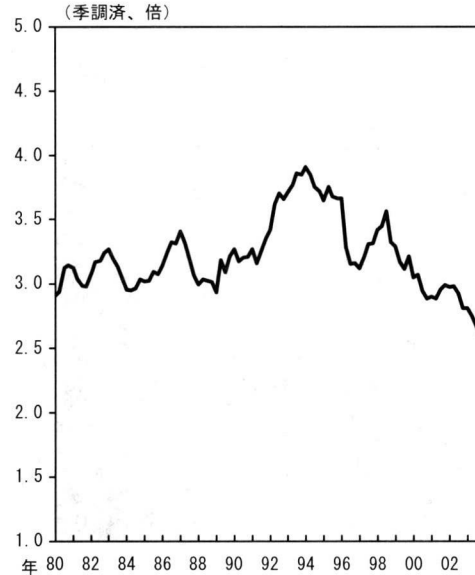
（図表 9）

企業の過剰債務調整圧力

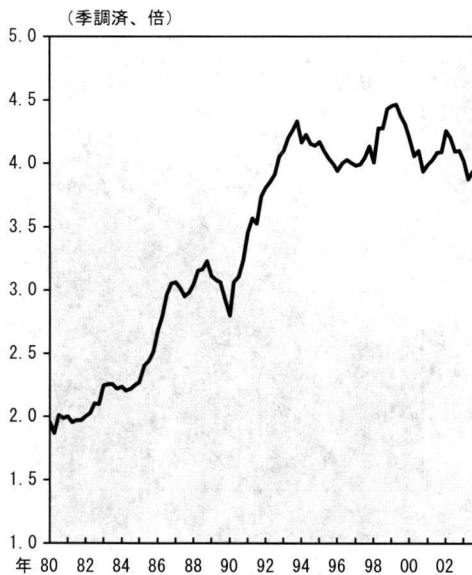
（1）製造業・大企業



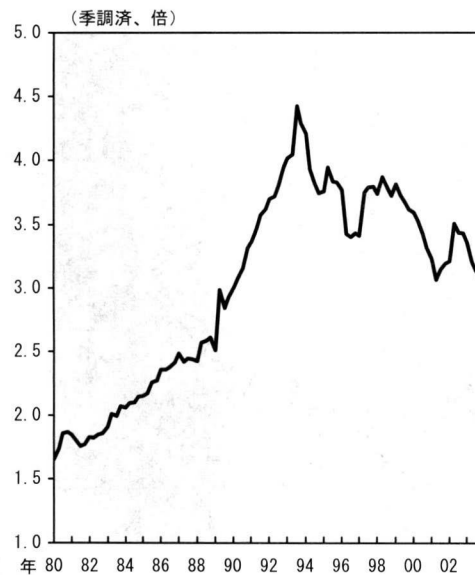
（2）製造業・中堅中小企業



（3）非製造業・大企業



（4）非製造業・中堅中小企業

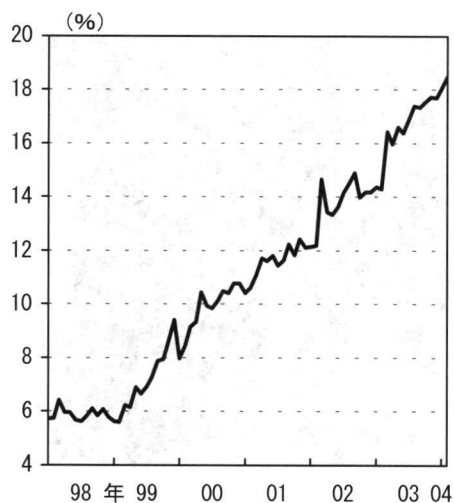


- （注） 1. 債務残高の対月平均売上高比率。
 2. 債務残高＝金融債務（社債＋長短借入＋受取手形割引残高）－現預金
 3. 非製造業・大企業は、除く電力・ガス・その他サービス。

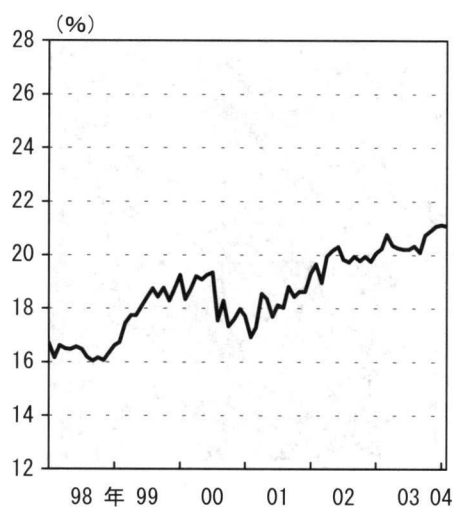
（資料） 財務省「法人企業統計季報」

安全資産選好

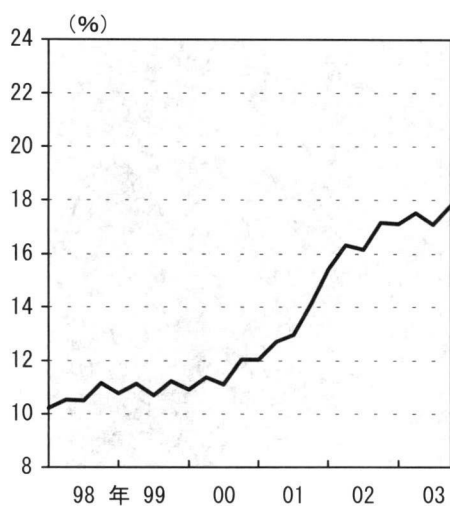
(1) 国内銀行



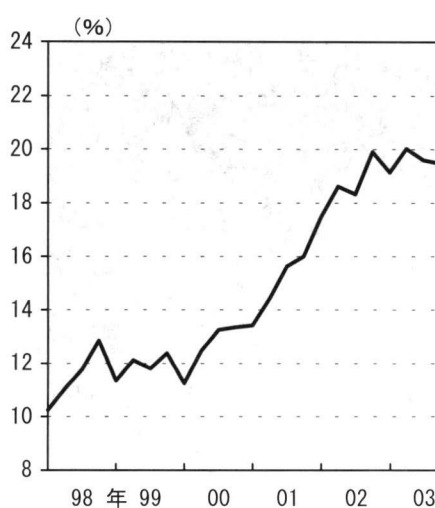
(2) 生命保険・損害保険会社



(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

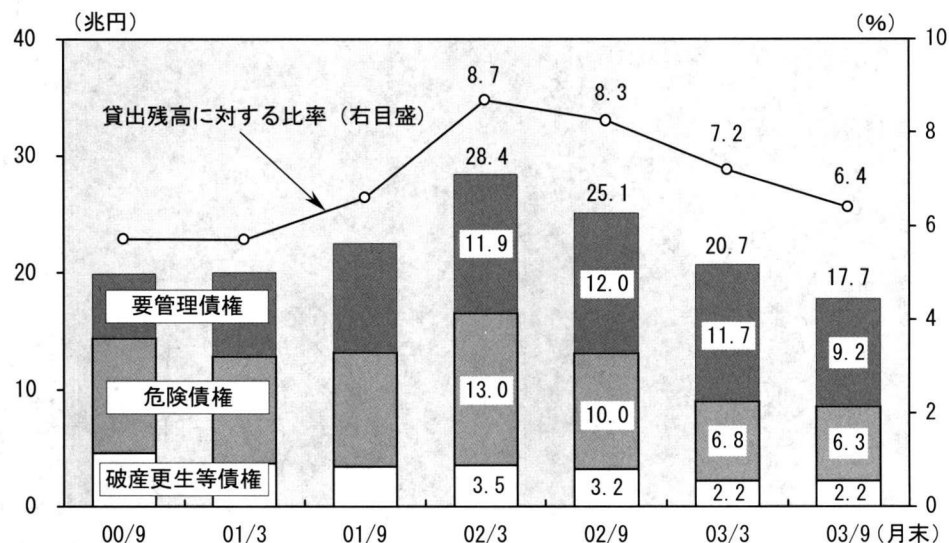
家計・民間非金融法人企業：(現金＋流動性預金＋国債)／金融資産計

(資料) 生命保険協会、日本損害保険協会、日本銀行

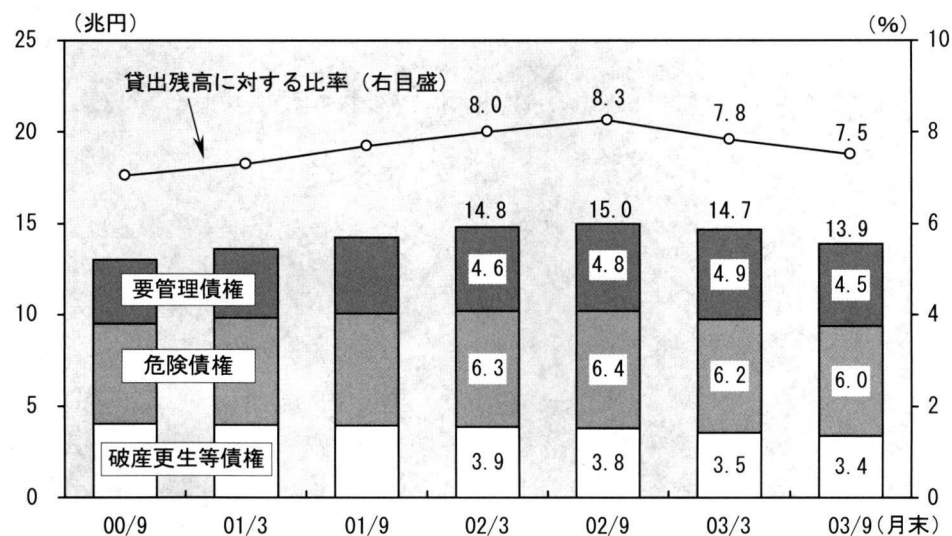
（図表 1 1）

不良債権残高

（1）大手行



（2）地域銀行

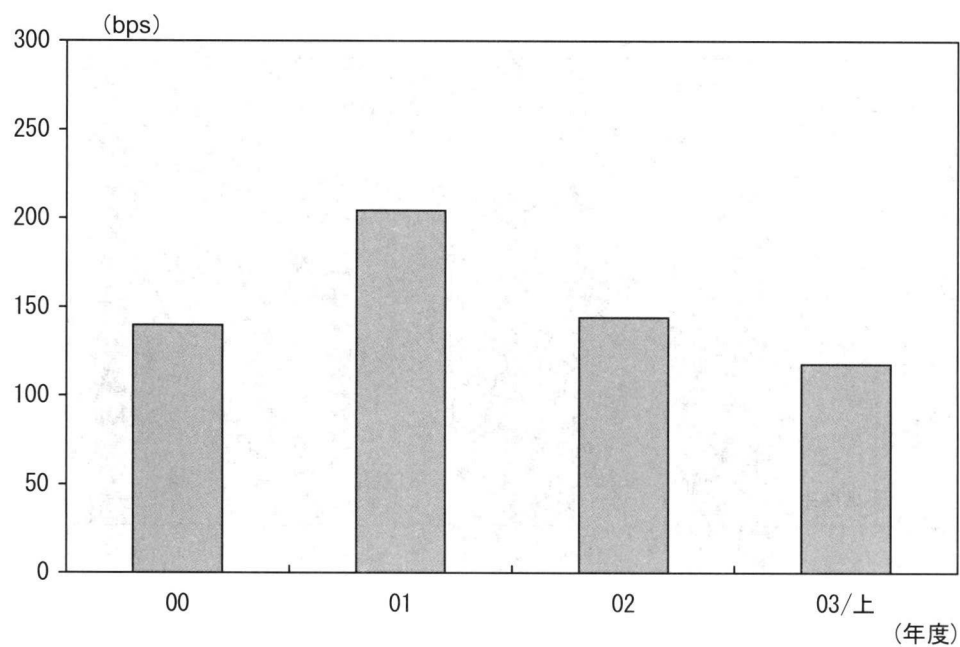


- （注） 1. 金融再生法に基づく公表不良債権残高。
 2. 大手行は都銀、長信銀、信託銀の合計。地域銀行は、地方銀行、第二地方銀行、埼玉りそな銀行の合計。

（資料） 日本銀行、金融庁

(図表 12)

全国銀行の信用コスト率



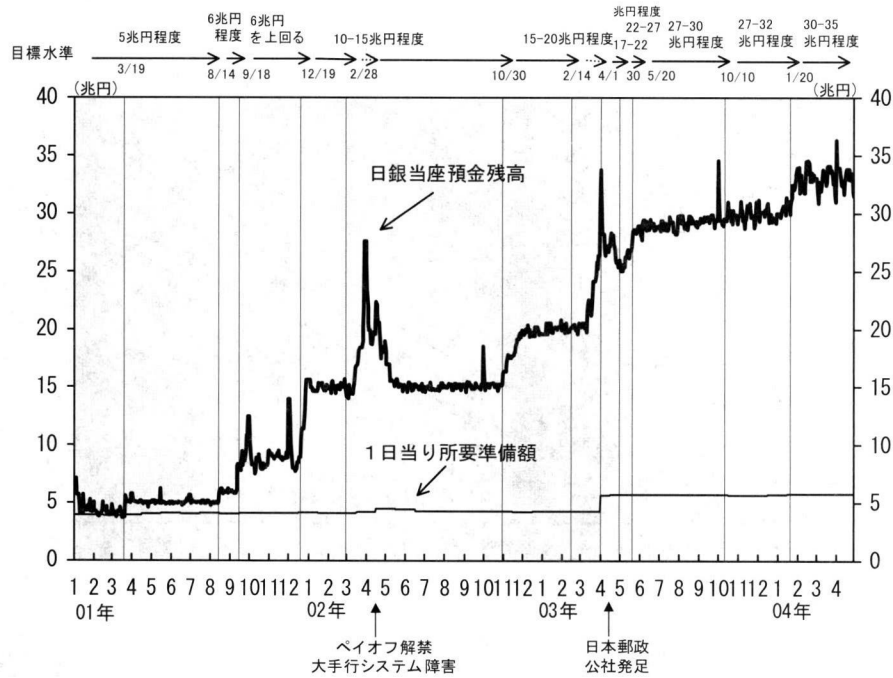
- (注) 1. 信用コスト率 = 期中の不良債権処理に伴う損失／貸出残高。
2. 全国銀行は、03/9月末時点の日本銀行の取引先銀行154行。

(資料) 日本銀行

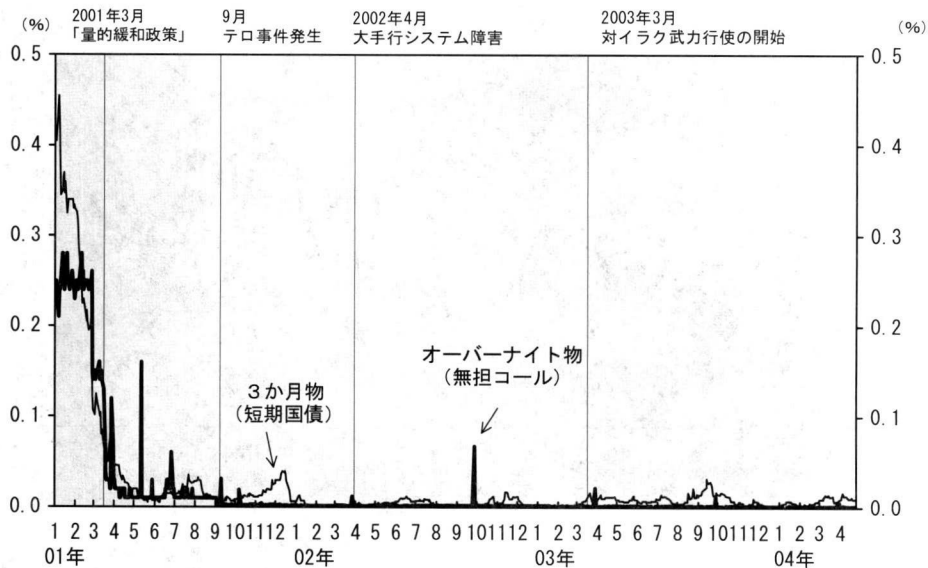
(図表 13)

日銀当座預金および短期金利

(1) 日銀当座預金



(2) 短期金利

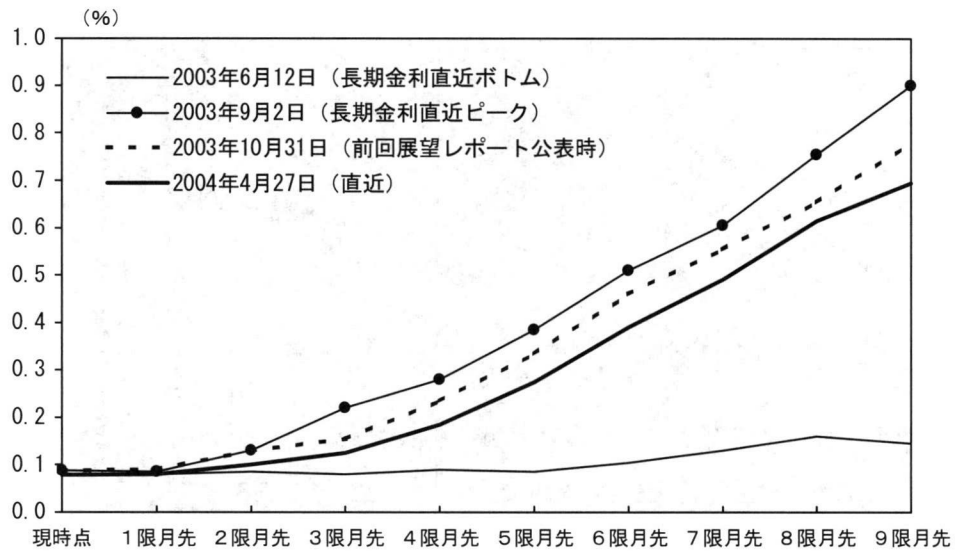


(資料) 日本銀行、日本相互証券

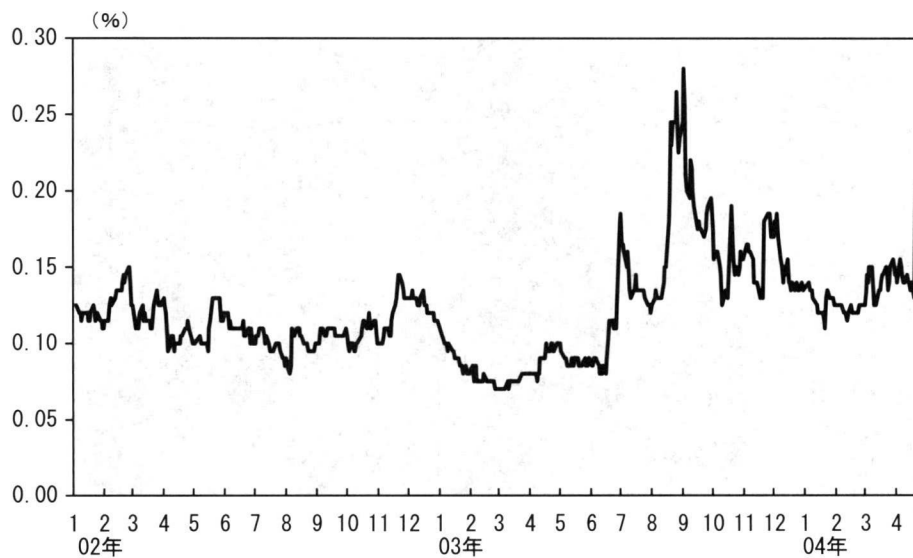
(図表 14)

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

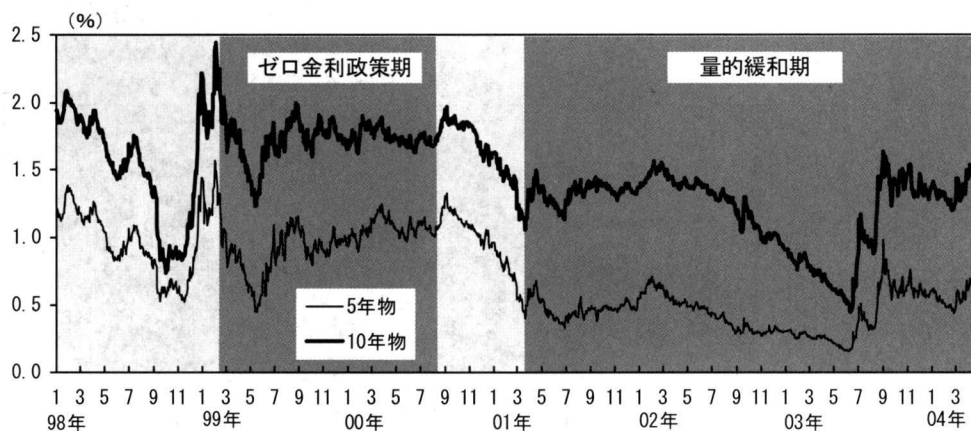


(資料) 東京金融先物取引所

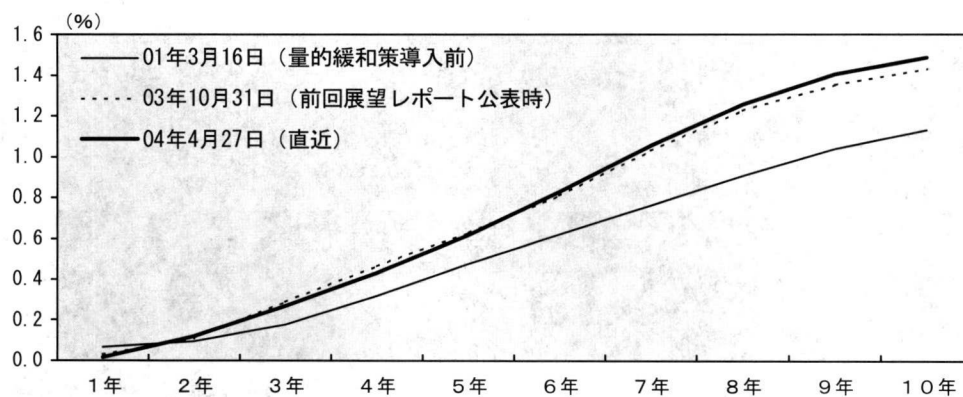
（図表 15）

長期金利

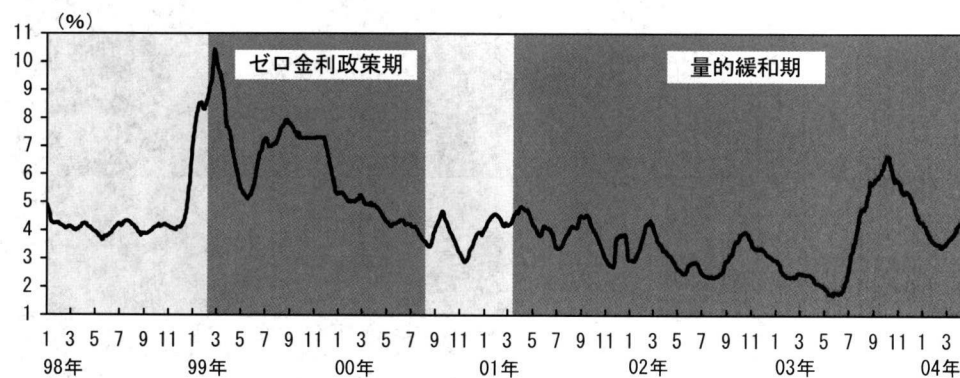
（1）長期国債金利



（2）国債のイールドカーブ



（3）長期国債先物のインプライド・ボラティリティ

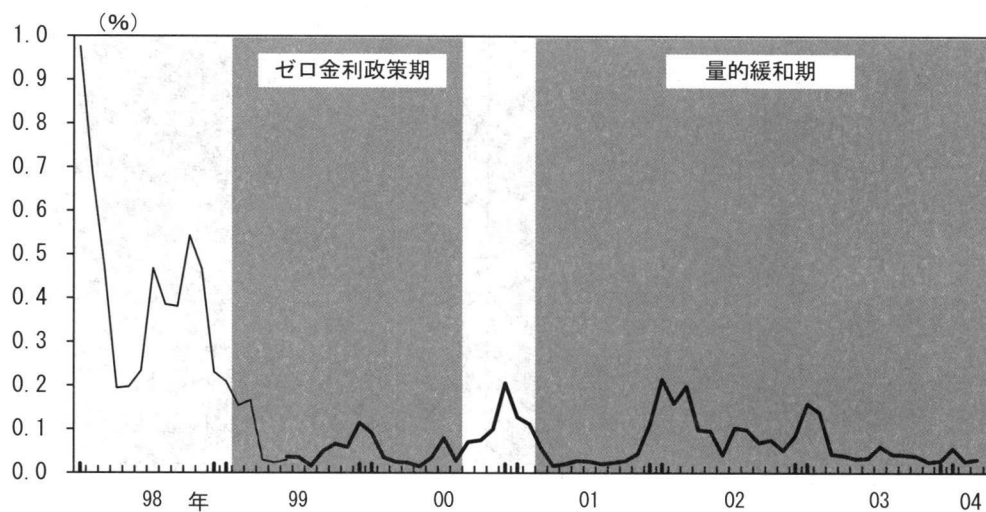


（資料）Bloomberg、日本証券業協会、東京証券取引所

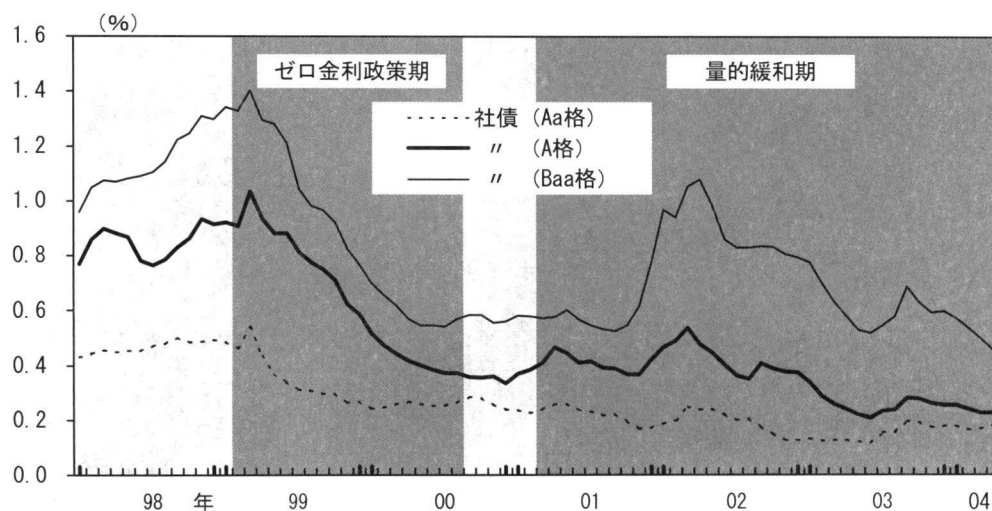
(図表16)

信用スプレッド

(1) CPの信用スプレッド



(2) 社債の信用スプレッド



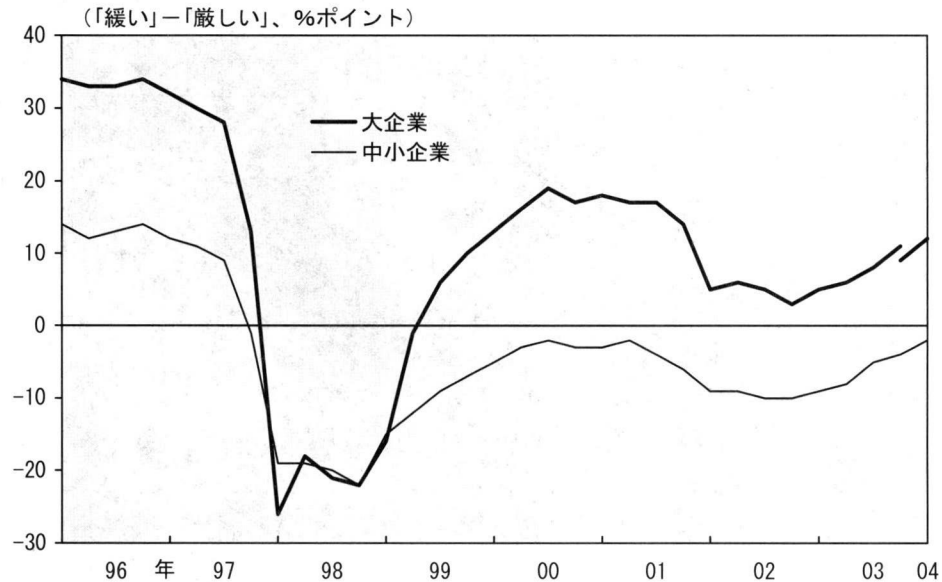
- (注) 1. CPの信用スプレッド(3か月物)は、CP発行レートー短期流通利回り。
2. 社債の信用スプレッド(5年物)は、社債流通利回りー国債流通利回り。
3. CP発行レートはA1格以上のもの。99年5月以前の短期流通利回りは6か月物。
4. 社債の格付けはムーディーズによる。
5. 社債の信用スプレッドの2004年4月の値は4月27日までの平均。

(資料) 日本銀行、日本相互証券、日本証券業協会

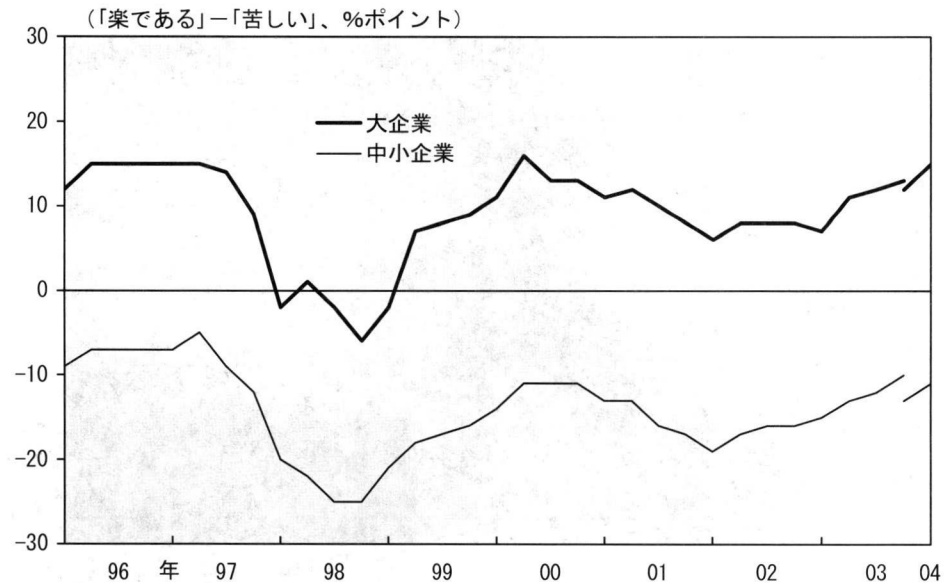
（図表17）

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.



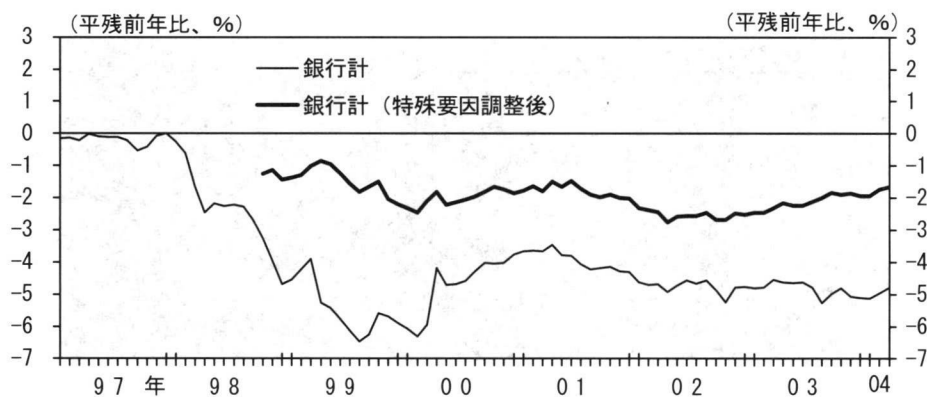
（注）2004年3月調査より見直しを実施。旧ベースは2003年12月調査まで、新ベースは2003年12月調査から。

（資料）日本銀行「企業短期経済観測調査」

(図表 18)

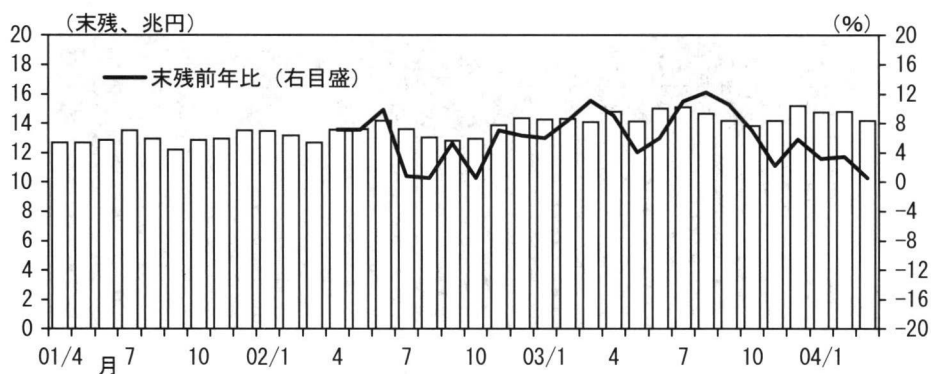
企業の資金調達

(1) 民間銀行貸出



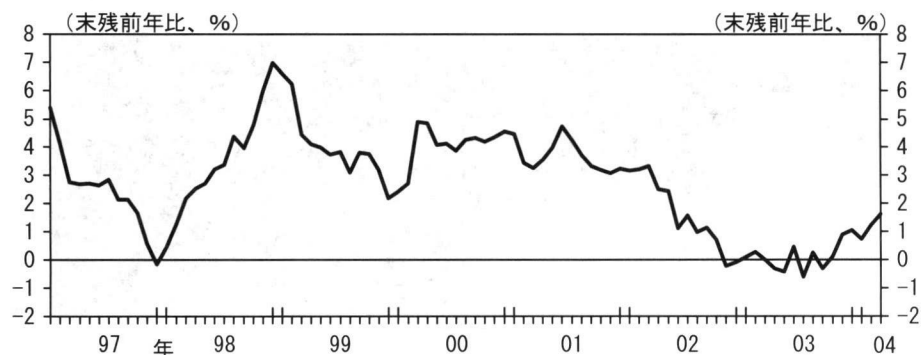
(注) 特殊要因調整後計数は、貸出債権の流動化・償却による変動分等を調整したもの。

(2) CP発行残高



(注) 1. 日本銀行と当座預金取引のある銀行・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

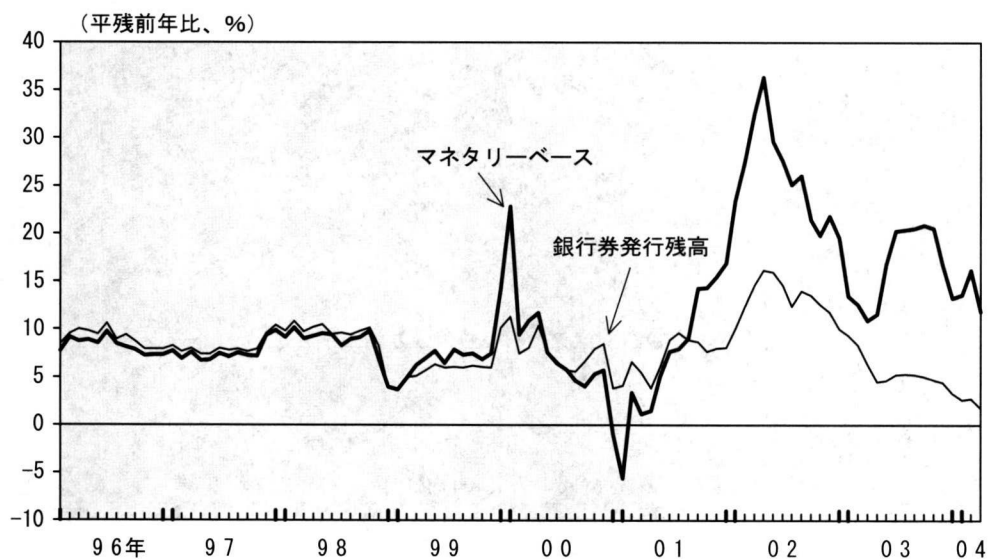


(資料) 日本銀行、日本証券業協会、アイ・エヌ情報センター

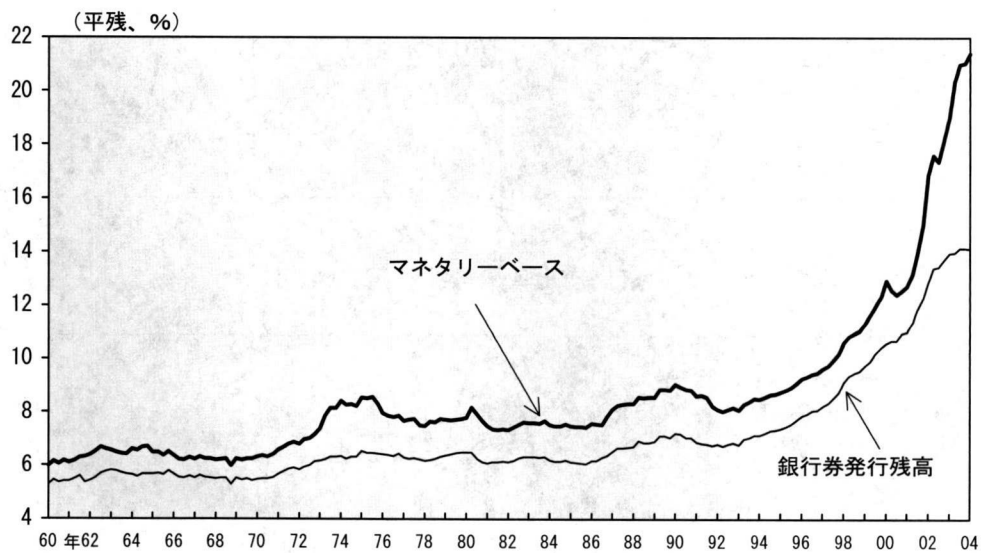
（図表 19）

マネタリーベース

（1）前年比



（2）対名目GDP比率



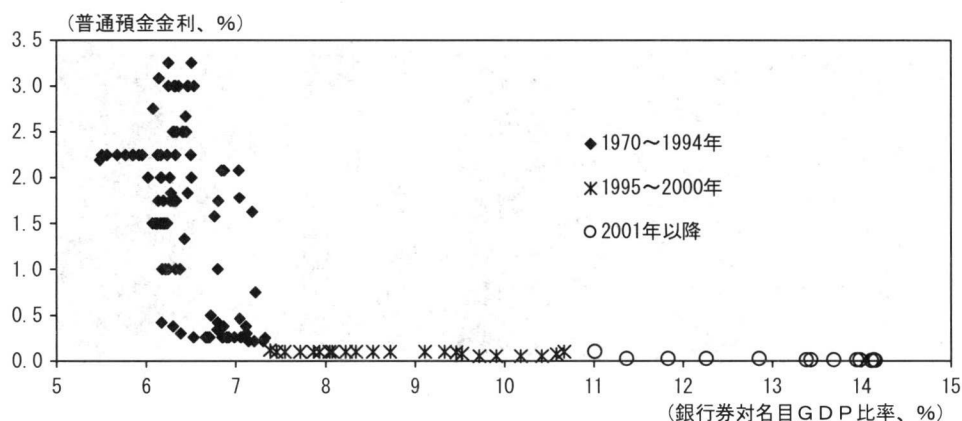
- （注）1. マネタリーベース＝流通現金（銀行券および貨幣とともに金融機関保有分を含む）＋日銀当座預金
 2. 1981年3月以前の日銀当座預金は準備預金。1969年以前の貨幣は末残。
 3. 2004/1Qの名目GDPは、2003/4Qから横這いと仮定。

（資料）内閣府「国民経済計算」、日本銀行

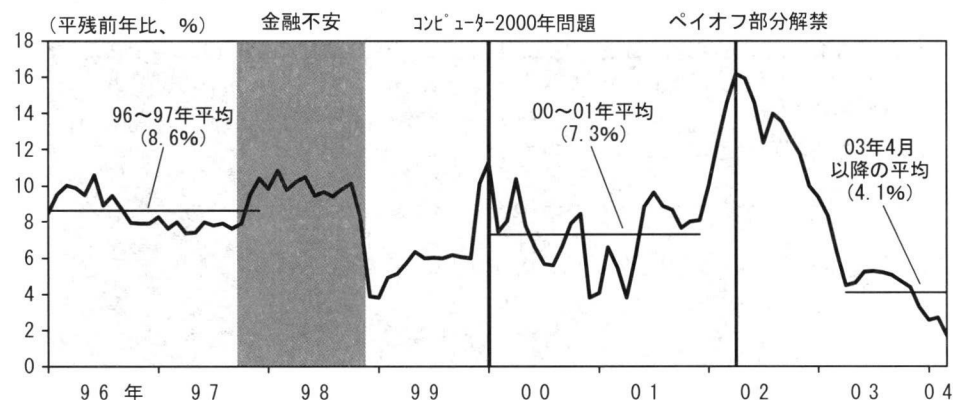
(図表20)

銀行券発行残高

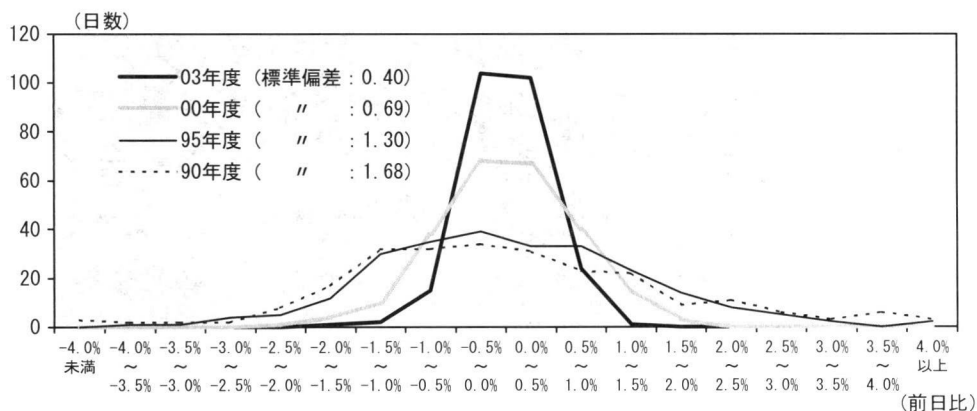
(1) 銀行券発行残高と普通預金金利



(2) 銀行券発行残高の推移



(3) 銀行券発行残高の前日比変化率の分布状況



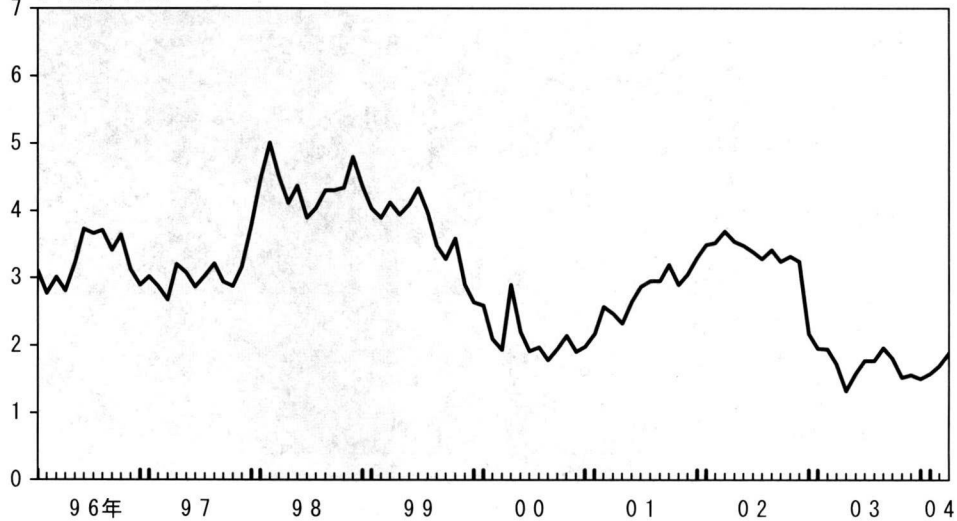
(資料) 内閣府「国民経済計算」、日本銀行

（図表 2 1）

マネーサプライ（M2 + CD）

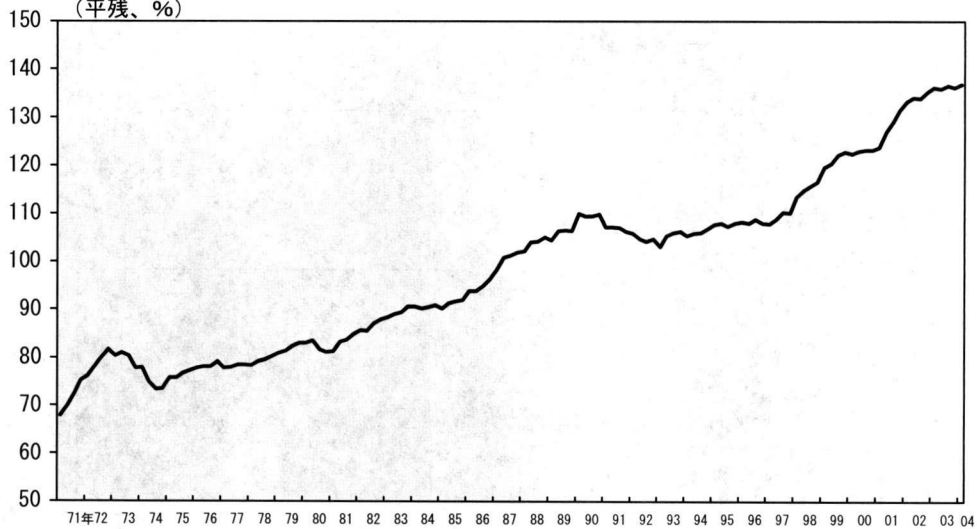
（1）前年比

（平残前年比、％）



（2）対名目GDP比率

（平残、％）



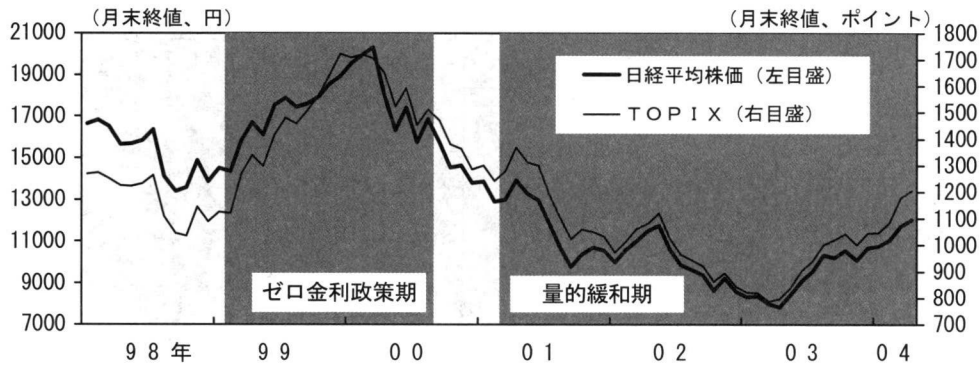
（注）2004/1Qの名目GDPは、2003/4Qから横這いと仮定。

（資料） 内閣府「国民経済計算」、日本銀行

(図表 2 2)

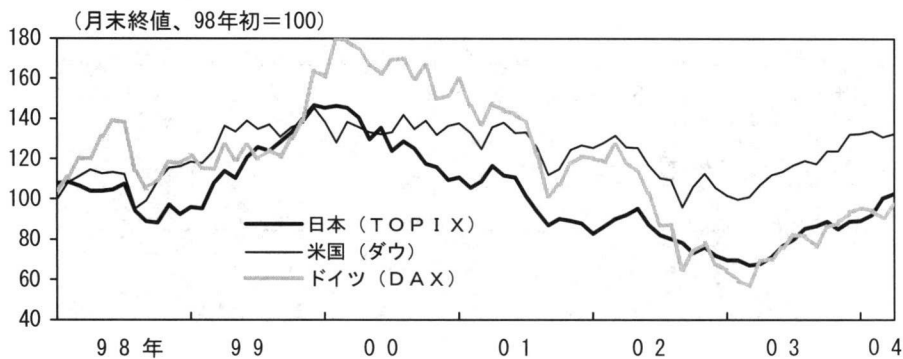
株価

(1) 株価 (日本)



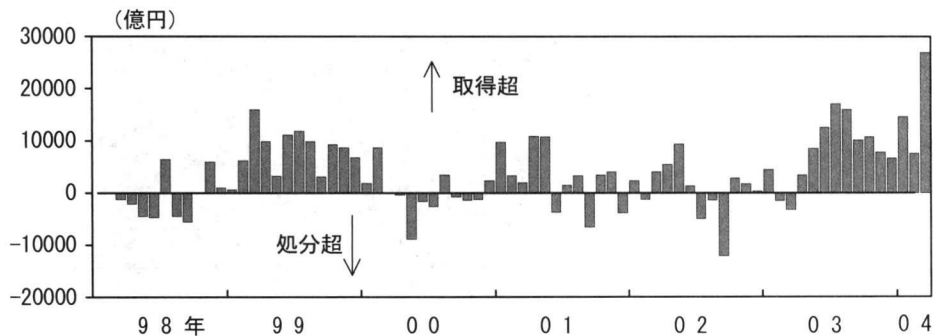
(注) 4月の計数は、4月27日の終値。

(2) 主要国の株価



(注) 4月の計数は、4月27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)。

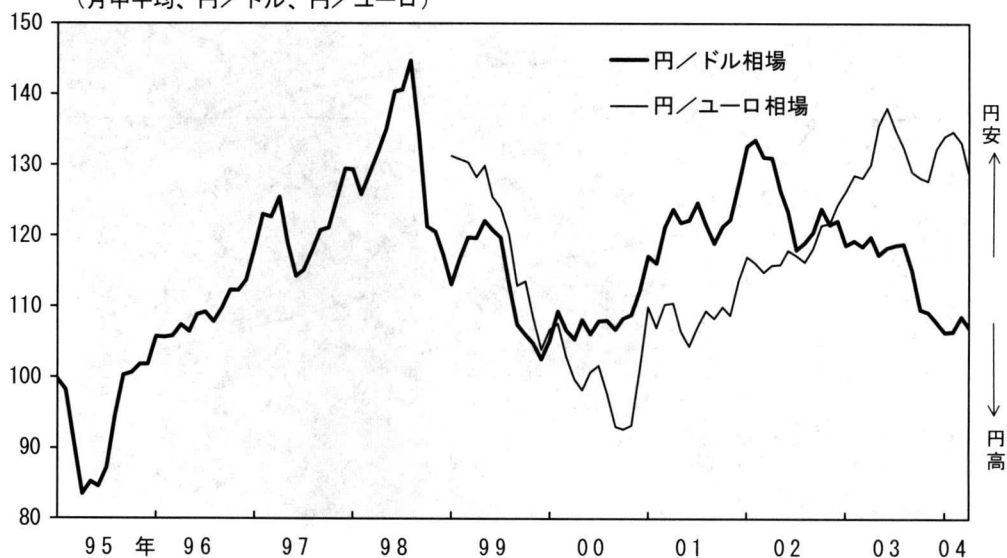
(資料) 日本経済新聞社「日本経済新聞」、財務省「対内及び対外証券投資等の状況」

（図表 2 3）

為替相場

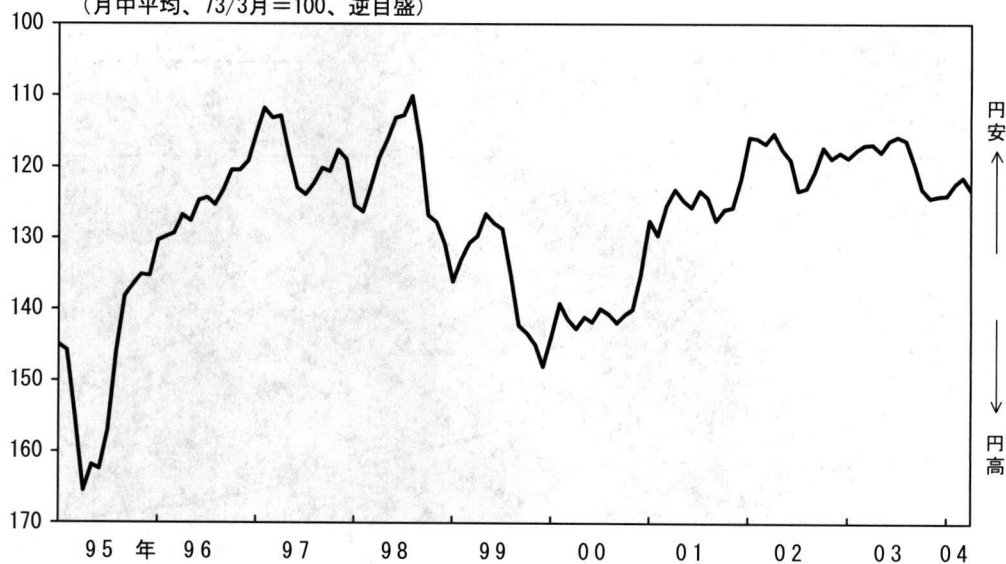
（1）円ドル・円ユーロ相場

（月中平均、円／ドル、円／ユーロ）



（2）実質実効為替レート

（月中平均、73/3月=100、逆目盛）



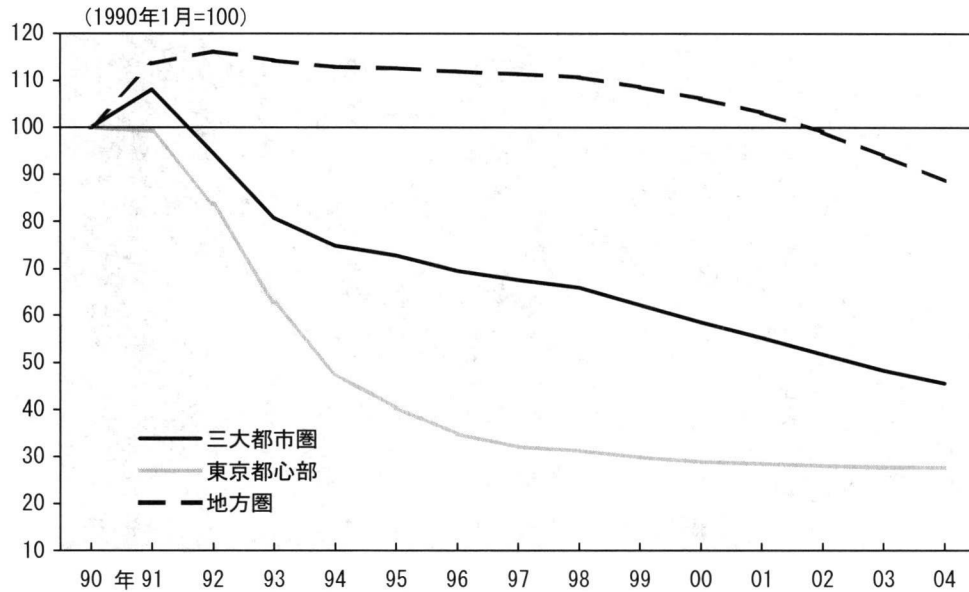
- （注）1. 04/4月は、直近までの平均値。
2. 実質実効為替レートは、輸出ウェイト上位の対15通貨ベース。原則として、生産者物価指数ないしは卸売物価指数を用いて実質化。

（資料） 日本銀行

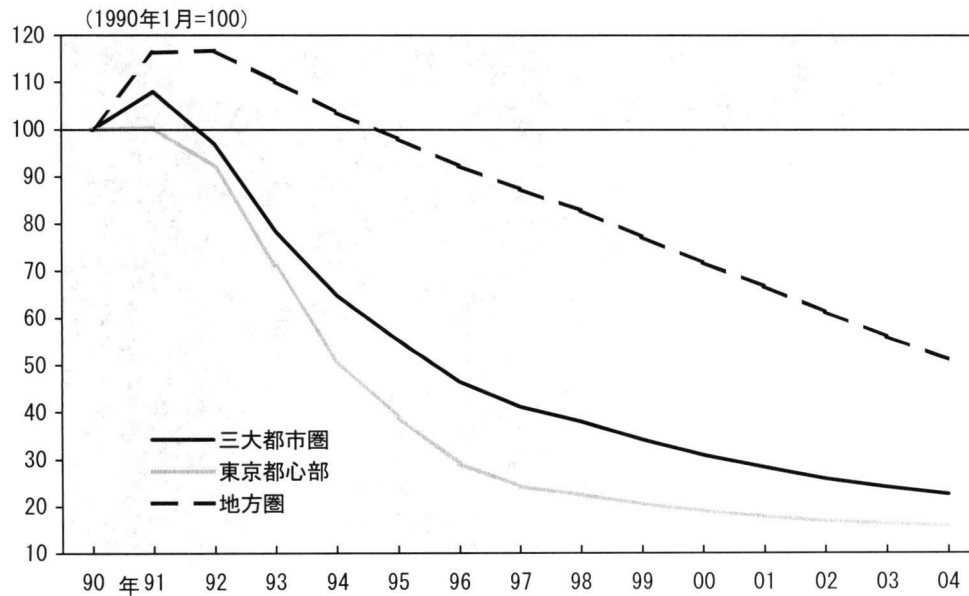
(図表 2 4)

地価

(1) 住宅地



(2) 商業地



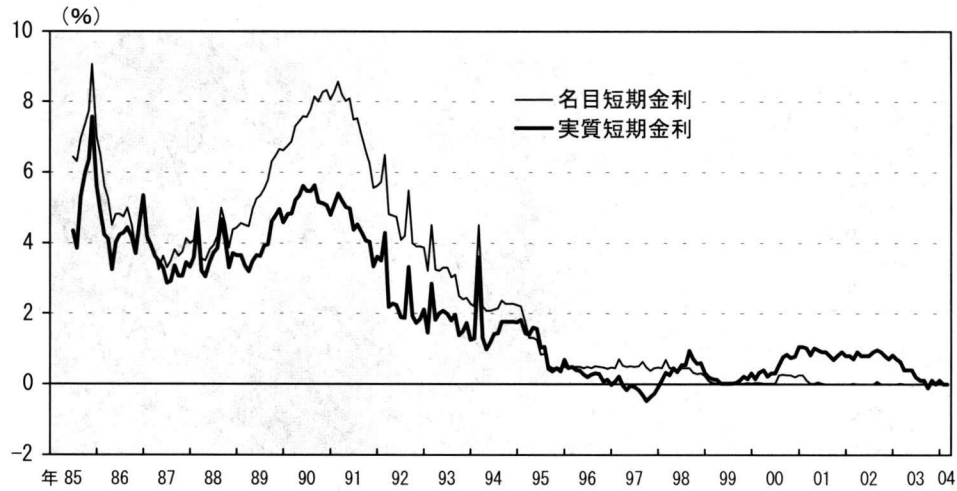
(注) 東京都心部は、千代田区、中央区、港区などの都心8区の平均。

(資料) 国土交通省「地価公示」

（図表 25）

実質金利

（1）短期金利（無担O／N）



（2）長期金利（10年国債）



（注）1. 実質金利＝名目金利－CPI前年比、として算出。

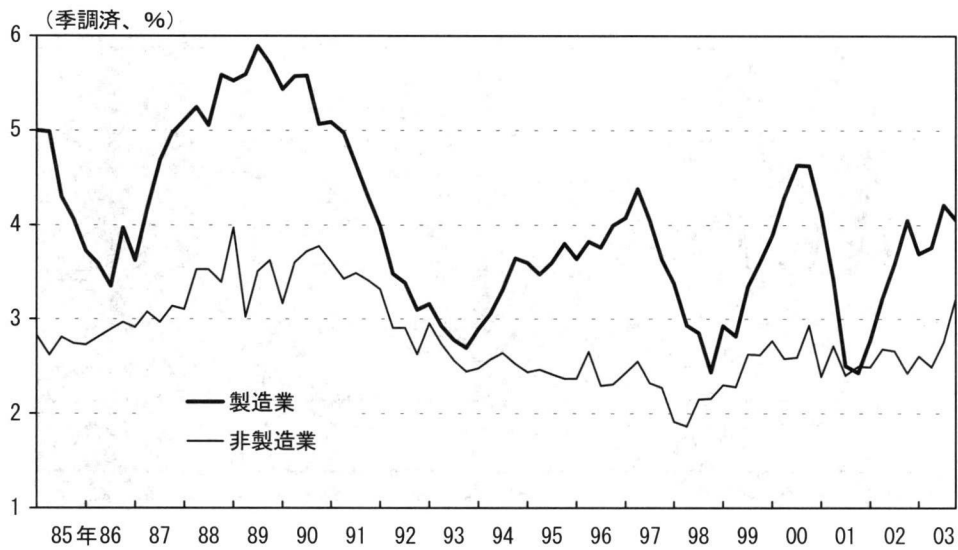
2. CPIは、除く生鮮食品（消費税調整後）。

（資料）総務省「消費者物価指数」、日本銀行、日本相互証券

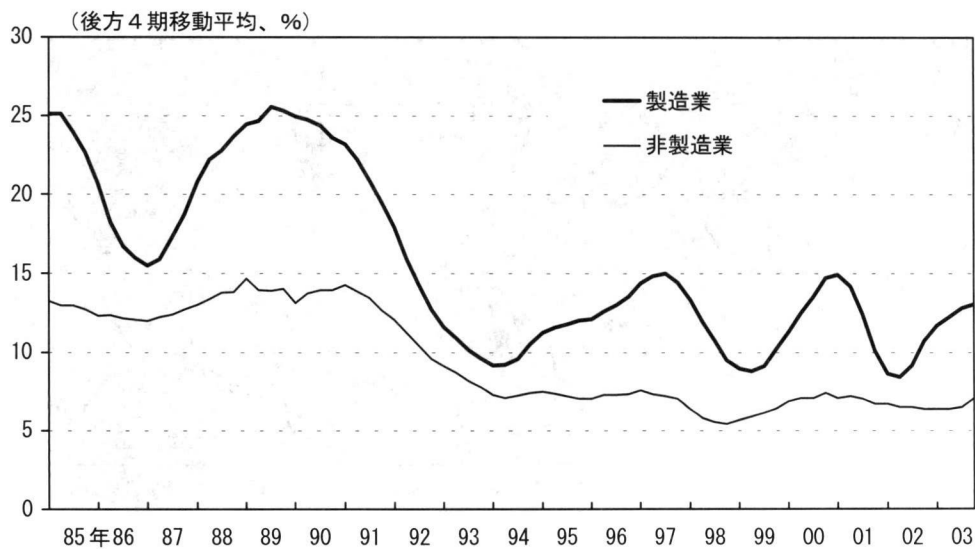
(図表26)

企業の収益

(1) 売上高営業利益率



(2) ROA



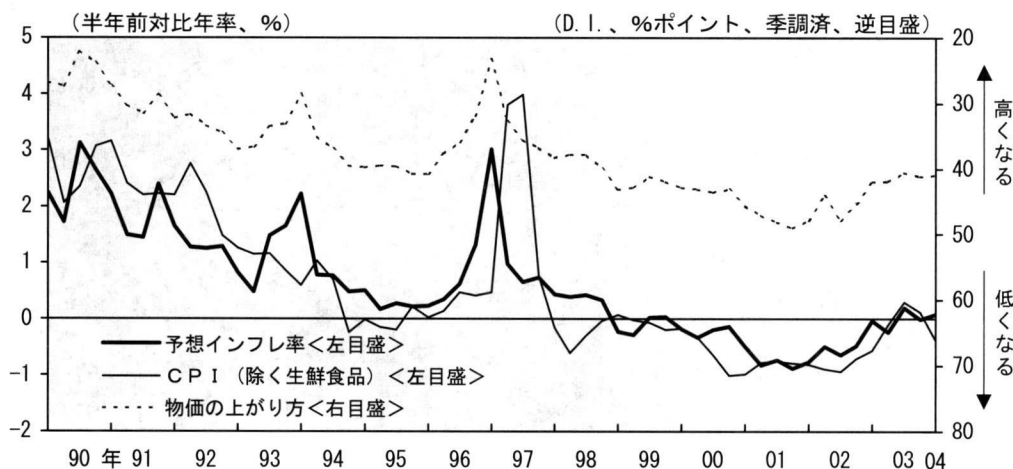
- (注) 1. 全規模計。非製造業はその他サービス大企業を除くベース。
2. $ROA = \text{営業利益} / (\text{土地} + \text{その他有形固定資産})$

(資料) 財務省「法人企業統計季報」

（図表27）

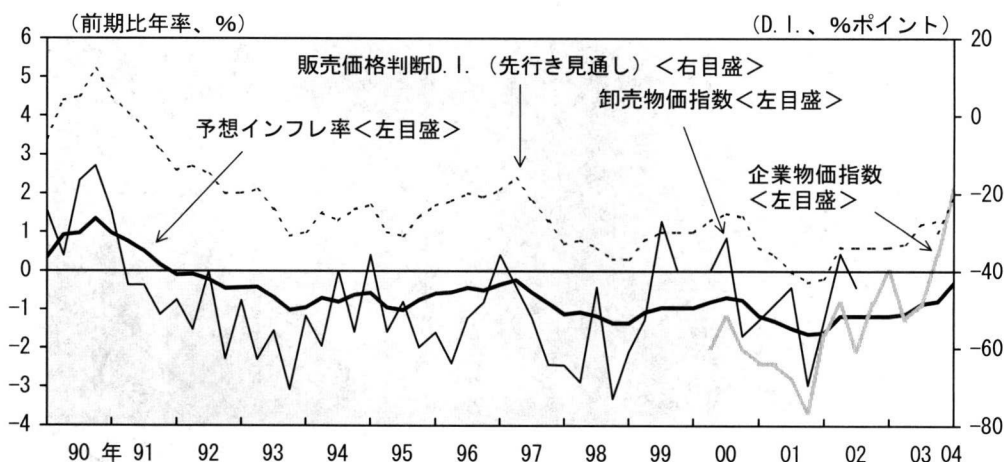
予想インフレ率

（1）カールソン・パーキン法により推計した家計の予想インフレ率



- （注）1. 消費動向調査の「物価の上がり方」（約半年後の物価についての調査）を用いて推計。なお、推計に当たっては、アンケート回答者が物価上昇・下落を認識する臨界点（閾値）の中心値（物価が不変と認識されている点）について、インフレ率ゼロと仮定するのではなく、実際の消費者物価に基づく推計値を用いている。
2. 04年1QのCPIは04年1-2月の03年7-9月対比。
3. 推計期間は90/1Q～03/4Q。

（2）カールソン・パーキン法により推計した企業の予想インフレ率



- （注）1. 短観の販売価格判断D.I.（製造業・全規模）の先行き判断（3か月先の見通し）を用いて推計。なお、推計に当たっては、アンケート回答者が物価上昇・下落を認識する臨界点（閾値）の中心値（物価が不変と認識されている点）について、インフレ率ゼロと仮定するのではなく、実際の卸売物価指数（企業物価指数）に基づく推計値を用いている。
2. 卸売物価指数から企業物価指数への移行及び短観の基準変更に伴う段差は調整済み。
3. 推計期間は90/1Q～04/1Q。

（資料）総務省「消費者物価指数」、内閣府「消費動向調査」、日本銀行「企業短期経済観測調査」「卸売物価指数」「企業物価指数」