

平穩だった日銀の展望レポート

- 新たな枠組みにおける金融政策運営のフォローアップ -

企画調整室（調査情報室） 鈴木 克洋

1. はじめに

2006年4月28日、日本銀行は、「経済・物価情勢の展望」（いわゆる「展望レポート」）を公表した。今回の展望レポートは、量的緩和政策が解除されてはじめてのものであり、ゼロ金利政策の解除を含めた今後の金融政策がどのような考え方の下で運営されていくのか示されるとあって注目をされた。本稿では、本誌第21号の拙稿¹で指摘した「新たな枠組みの金融政策運営」についてのフォローアップとして、今回公表された展望レポートを概観する。

2. 展望レポートの位置づけ

ここで、展望レポートについて簡単におさらいをしてみる。日本銀行は、日本銀行法により金融政策に関して独立性を付与されている²が、一方で、それが独善的に陥ることがないように、金融政策に関する透明性が求められている³。日本銀行は、こうした要請に応えて、政策や業務に関する広報資料を公表している。特に、金融政策に関しては、政策委員会・金融政策決定会合の議事要旨・議事録⁴のほか、「金融経済月報」（以下「月報」という。）や展望レポートが重要な意味を持っている。

まず、月報については、足許の金融経済情勢について分析をしているものであり、金融政策決定会合において、当面の金融調節方針を決定する際の基礎資料として使用されている⁵。一方、展望レポートは、月報よりも長めの期間を対象として、経済・物価情勢の先行きや見通しを分析するとともに、想定される

¹ 鈴木克洋「海図なき航海に乗り出した金融政策」『経済のプリズム第21号』（06年4月）。

² 例えば、日本銀行法第3条第1項「日本銀行の通貨及び金融の調節における自主性は、尊重されなければならない」や同法第5条第2項「日本銀行の業務運営における自主性は、十分配慮されなければならない」の規程など。

³ 例えば、日本銀行法第3条第2項「意志決定の内容及び過程を国民に明らかにするよう務めなければならない」の規程など。

⁴ 議事録は、当該会合から10年を経過した後に公表されることとなっているため、現在まだ公表されたものは存在しない。

⁵ 日銀は、毎月の月中の政策決定会合の当日に、金融経済情勢をとりまとめた「金融経済月報」の基本的見解を公表し、背景説明を含む全文は翌営業日に公表することとしている。

リスク要因についても示そうというものである。月報は「現状判断」、展望レポートは「先行きの状況」という役割分担となっている。

そもそも展望レポートは、2000年8月13日にゼロ金利政策が解除され、その後の金融政策運営の方向が不明確となる中、運営の透明性を確保すべく同年10月に導入されたものである⁶。当時は、デフレの定義やインフレーション政策の導入を求める声があり、これに対して日銀は「『物価安定』についての考え方」（2000年10月13日）を公表し、「『物価安定』の定義を数値で示すことは適当でない」ことを表明した。ただし、その代わりとして、この展望レポートを導入することとし、この中で、先行きの経済・物価情勢の点検と各政策委員が考える先行き（当該年度）の物価上昇率・経済成長率について範囲で示すこととしたのである⁷。

その後、展望レポートは、05年4月から各政策委員の見通しの範囲を「翌年度」にまで拡大したほか、06年3月9日の「新たな金融政策運営の枠組みの導入について」で当面の金融政策運営の考え方を示す媒体となるなど、次第に重要な役割が与えられるようになってきた⁸。今回、展望レポートが特に注目を浴びたのは、市場では7～8月の間にも解除されるとの見方が定着しているゼロ金利政策について、日銀はどのような金融政策運営の方向性を示すのかという点にあった。

3. 経済・物価情勢の見通しとリスク要因

今回の展望レポートで示された経済・物価情勢の見通しとリスク要因をみることとする。

（経済の見通しと上振れ・下振れ要因）

経済の展望としては、海外部門の拡大が継続し、企業部門の好調が続き、企業部門から家計部門への波及がより明確になり、極めて緩和的な金融環境が民間需要を後押しすることなどを背景に、「内需と外需、企業部門と家計部

⁶ 当初は「経済・物価の将来展望とリスク評価」としていたが、04年4月に現在の「経済・物価情勢の展望」に名称が改められた。導入当初は4月及び10月の金融経済月報の中に掲載するものとされたが、1回目は単独で公表されたほか、01年4月からは月報とは独立して公表すると決められたため、月報と同時に公表されたことはない。

⁷ 「各政策委員が考える範囲」という点では、06年3月9日公表の「新たな金融政策の枠組みの導入について」の「物価安定の明確化」においても、消費者物価指数を目標とすることはなかったものの、あくまでそれぞれの政策委員が予想する範囲であるとして示したという点は踏襲されたといえるだろう。

⁸ 04年1月から、毎年1月、7月に公表する金融経済月報において展望レポートで示した経済・物価情勢の見通しについて中間評価が行われている。

門のバランスがとれた形で息の長い拡大を続ける」としている。ただし、今回の景気回復局面は既に4年を経過することから、成熟段階に入り、徐々に経済は減速していくということが示された。このため、06年度は2%台半ば、07年度は2%程度の経済成長率となることが予想されている。

一方、リスク要因については、海外経済の動向（上振れ・下振れの両面）、在庫調整の可能性（下振れ）、企業行動の一段の積極化（上振れから下振れへ）が指摘された。特に、については、米国経済は下振れ要因、中国経済については上振れ要因、は成長率が一時的に大きく上振れた後、ストック調整を強いられる可能性があることが指摘された。

（物価の見通しと上振れ・下振れ要因）

物価については、資源の稼働状況の高まり、ユニット・レーバー・コストが下げ止まりから徐々に上昇していく可能性、企業・家計の物価見通しが短期・中長期とも上方修正されていることなどから、不確実性は伴いながらも、消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）では前年比でみてプラス幅が拡大し、06年度は0%台半ば、07年度は1%弱の伸び率となることが予想されている。

一方、リスク要因については、需給ギャップ⁹のプラス転化による影響（上振れ）、原油・国際商品市況（上振れ・下振れの両面）、潜在成長率の上昇の影響（上振れ・下振れの両面）が指摘された。

4．低すぎる物価の見通し

政策委員の経済と物価の見通しについて、05年4月、05年10月の展望レポートの見通しを含めてグラフに表したのが図表1である¹⁰。これをみると、近年の景気回復局面を反映して、経済の見通しは徐々に強気になってきており、また、物価の見方もわずかながら上昇してきていることがわかる。今回の展望レポートにおける06、07年度の見通しでは、経済成長については、日銀が推計した潜在成長率よりも高めの見通しとなっているが、消費者物価指数上昇率については、「中期的な物価安定の理解」¹¹で示された中心値1%（図表1の×印）

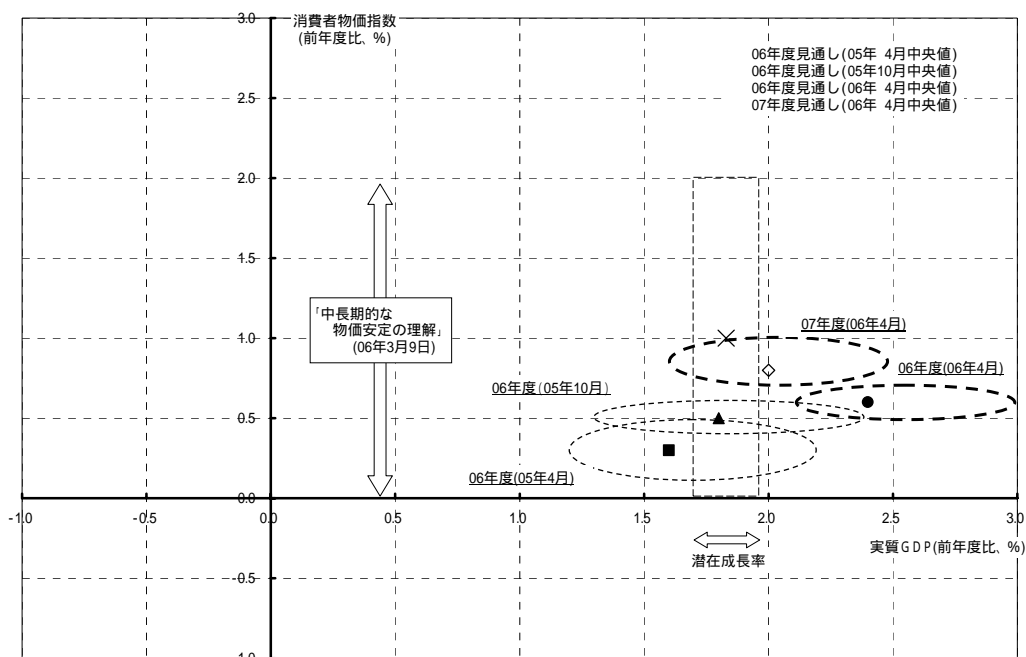
⁹ 今回の展望レポートからこれまでの需給ギャップの定義が変更された。詳しくは補論参照。

¹⁰ 具体的な数値は文章末尾の参考資料を参照。

¹¹ 各政策委員が中長期的に物価安定と考える数値のこと。「新たな金融政策運営の枠組みの導入について」（06年3月9日）で、物価安定の明確化をはかる目的として導入された。現在は「0%～2%であり、1%を中心値として分散」とされており、今後は1年ごとに見直しが行われる。なお、本稿の論点とはしないが、これまで展望レポートの見通しで示された物価見通しをみるとすべてこの範囲内にあり、金融引締めはいつでも行える状態とも捉えることができる。このように、日銀が示す物価安定の範囲が広すぎるのがわかるだろう。

より低位で推移しており、07年度になって、ようやく政策委員全員の見通しの一部がかかったにすぎない¹²。このことは、現時点の判断としては、実際の経済物価情勢が、標準ケースの見通し（上振れ・下振れの無い状態）のとおり推移するならば、当面の間は「物価安定」の情勢まで至ることなく、金融は緩和的な状況が継続される可能性があることを意味している¹³。

図表1 政策委員の経済と物価の見通しの推移



- (注1) 点線丸円は、政策委員全員の見通しの範囲を表す。
- (注2) 点線四角は、物価と経済成長の目標範囲をイメージしたものである。
- (注3) 潜在成長率は、今回日銀が推計した「1%台後半」の範囲をイメージで示した。
- (注4) 05年度値は、消費者物価指数（全国、除く生鮮食料）は実績値、成長率は政府の見込値。
- (出所) 日本銀行「経済・物価情勢の展望」等から作成

ところで、今回の政策委員の経済・物価情勢の見通しの公表から、政策委員の見通しの前提条件が変更されている。それは、先行きの政策運営についての前提として、従前は「不変を前提」としていたのを「政策金利が市場に織り込まれたとみられる市場参加者の予想を参考」にすることに改めたのである¹⁴。

¹² 展望レポートの対象とする消費者物価指数は、全国総合（生鮮食料を除く）ベースであるのに対して、「中期的な物価安定の理解」は全国総合ベースであり、単純には比較できない。

¹³ ただし、この見通しは、現時点の経済情報に基づいているものであるため、展望レポートごとに再点検され、変更されることになるので注意が必要である。

¹⁴ この理由について、福井日銀総裁は、06年4月28日記者会見で「ごく普通のこと、そうなるべくしてなったということ」と回答している。つまり、見通しの前提とする他の長期金利

つまり、各政策委員がゼロ金利の解除及びその後の金利上昇を見込んで予測した値ということである¹⁵。市場では、06年度中には、ゼロ金利政策の解除と概ね2回の利上げを予想しているともいわれており、この点を考慮すれば、06年度の消費者物価指数の0.6%(政策委員大勢見通し中央値)、07年度の0.7%(同)は弱すぎる見通しであるといえよう。

5. 踏襲された当面の金融政策運営の考え方

今回の展望レポートで示された、当面の金融政策運営の考え方(以下「考え方」という。)については、次のとおりである(図表2)。

図表2 当面の金融政策運営の考え方(06年4月展望レポート)

		新しい金融政策の枠組みについて 金融市場調節方針の変更について (2006年3月9日)	経済・物価情勢の展望 (2006年4月28日)
「物価の安定」の明確化 <small>1年ごとに点検</small>		0～2% 中心値1%前後に分散	
経済 の 点 検 物 価 情 勢	先行き1～2年の最も 蓋然性の高い見通し	物価安定のもとで持続的成長を実現	物価安定のもとで持続的成長を実現
	リスク要因	実質金利の低下による景気刺激効果の一段の強まり 経済活動の振幅拡大リスク	実質金利の低下による景気刺激効果の一段の強まり 需給ギャップがゼロ近傍 経済活動の振幅拡大リスク 物価上昇率の大幅変動リスク 経済活動と物価の下振れリスク いわゆるデフレスパイラル発生リスクは小
「当面の金融政策運営の考え方」 の整理		・ゼロ金利の期間経過後、経済物価情勢の変化に応じて徐々に金利水準を調整 のリスク抑制、バランスのとれた成長、物価上昇抑制ならば、極めて低い金利水準を当面維持	・ゼロ金利の期間経過後も、極めて低い金利水準を当面維持 ・経済・物価情勢の変化に応じて、徐々に金利水準を調整
実際の金融政策運営		・無担保コールレート(オーバーナイト物)を、概ねゼロ%で推移するよう促す (2006年3月9日) ・同上 (2006年4月11日)	・無担保コールレート(オーバーナイト物)を、概ねゼロ%で推移するよう促す (2006年4月28日)
金融指標等	【日銀当座預金】	約32.1兆円 約20.2兆円	約18.9兆円(4/28) 約15.9兆円(5/12)
	【コールレート】	0.001%～0.004%(3/31)で推移	0.006%(4/28)～0.010%(5/12)
	【公定歩合】	0.10%(01年9月19日～)	同左
	【長期金利】	1.600%(3/9)～1.975%(4/27)で推移	1.880%(5/1)～2.005%(5/10)で推移
	【消費者物価指数】	0.5%(3月)	-
	【その他】	-	-
		<対象期間:06年3月9日～4月27日>	<対象期間:06年4月28日～5月12日>

(注1) 当座預金残高は、対象期間の初日と末日の金額。

(注2) コールレートは、無担保コールレート(オーバーナイト物)(1日平均値)の対象期間中における最大値と最小値。

(注3) 長期金利は新発10年物国債の流通利回り(終値)の対象期間中における最大値と最小値。

(注4) 消費者物価指数は、全国ベースの生鮮食品を除く総合(前年同月比)。

(出所) 日本銀行ホームページ、日本相互証券ホームページ、総務省「消費者物価指数」等から作成

や株価等の金融変数は市場の予想で決定されている一方、政策金利だけ市場の予想から全く切り離して固定的な前提を置くことは、全体的に整合性がとれないと判断したなどとしている。¹⁵ どの時期に何回の利上げを織り込んでいるかといった細部についての前提は政策委員間で統一していない。

(経済・物価情勢の点検)

「第一の柱」の評価として、先行き1～2年先の蓋然性の高い経済の見通しとしては、物価安定のもとで持続的成長が実現する可能性が高いとした。また、「第二の柱」のリスク要因としては、上方リスクとして、実質金利の低下による景気刺激効果の一段の強まりやゼロ近傍の需給ギャップの影響で、経済活動振幅拡大リスクや物価上昇率の大幅変動リスクが示されたほか、下方リスクとしての経済活動の低迷や物価下落によるデフレスパイラル発生リスクは、金融システムの安定の回復や、設備・雇用・債務のいわゆる「3つの過剰」の解消などによって、その可能性は小さくなったとしている。

(当面の金融政策運営の考え方)

以上の経済・物価情勢の点検を踏まえ、日銀は「考え方」として、ゼロ金利政策後も、「極めて低い金利水準による緩和的な金融環境が当面維持される可能性が高い」とし、「そうしたプロセスを経ながら、経済・物価情勢の変化に応じて、徐々に金利水準の調整を行うことになる」ということを示した。

これらを見て分かるように、今回示された「考え方」は、3月9日の量的緩和時に公表されたものから基本的には変化がなかったとあってよいだろう。このため、市場では「新味がない」や「毒にも薬にもならない」などといった評価が並んでいる。特に、今回は、市場のイベントスケジュール的な観測で7～8月とされるゼロ金利政策解除を控えている状況にもあり、市場における将来の金融政策運営の予見性を高めるためにも、3月9日時点の「考え方」を踏襲するような抽象的・包括的な表現にとどまらず、より踏み込んだ表現が必要だったであろう。この課題は、今後においても求められてくるところである。

また、市場の見方どおりであるとすると、ゼロ金利の解除は、次回の展望レポートを待たず、今回の展望レポートに示された「考え方」をベースとして行われることになる。ゼロ金利政策の解除は、経済にも少なからぬ影響を与えるものであり一大イベントである。今回の考え方が抽象的・包括的であった分、解除の判断理由の明確な説明が求められることになるだろう。

日銀当座預金残高も所要額(約6兆円)へ徐々に近づいており、金融政策は金利上昇という新たな局面を迎えることになる。「新たな金融政策の枠組み」導入後、初めての金融政策運営の転換となるゼロ金利政策の解除は、まさに今後の金融政策の試金石ともなるといえよう。

(参考資料)

経済・物価情勢の展望(06年4月28日)

対前年度比、%

2005年度	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食料)
実績値	-	+2.1 q	+0.1
2006年度	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食料)
2006年4月	+2.1 ~ +3.0 [+2.4]	+1.4 ~ +1.8 [+1.5]	+0.6 ~ +0.6 [+0.6]
時点	(+2.1 ~ +3.0)	(+1.3 ~ +1.8)	(+0.5 ~ +0.7)
2005年10月	+1.6 ~ +2.2 [+1.8]	+0.5 ~ +0.8 [+0.6]	+0.4 ~ +0.6 [+0.5]
時点	(+1.3 ~ +2.4)	(+0.4 ~ +1.0)	(+0.4 ~ +0.6)
2005年4月	+1.3 ~ +1.7 [+1.6]	+0.2 ~ +0.5 [+0.3]	+0.2 ~ +0.4 [+0.3]
時点	(+1.2 ~ +2.2)	(+0.1 ~ +0.5)	(+0.1 ~ +0.5)
2007年度	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食料)
2006年4月	+1.8 ~ +2.4 [+2.0]	+0.8 ~ +1.1 [+1.0]	+0.7 ~ +0.9 [+0.8]
時点	(+1.6 ~ +2.5)	(+0.7 ~ +1.3)	(+0.7 ~ +1.0)

(注1) 数値は、大勢見通し。ただし、[]内は、中央値。()内は、政策委員全員の見通し。

「大勢見通し」は、各政策委員全員の見通しのうち最大値と最小値を1個ずつ除いて、幅で示したものの。

(注2) 各政策委員は、政策金利が市場に織り込まれたとみられる市場参加者の予想を参考にした見通しを作成。なお、05年10月までは政策委員の見通しに当たっては、先行きの政策運営について、不変を前提としている。

(注3) []は、今回発表の分。

(注4) 実績値欄の q は、速報値。

(参考)

平成18年度の経済見通しと経済財政運営の基本的態度(H18.1.20閣議決定)

対前年度比、%、()内は名目GDP

	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数
2005年度	2.7 (1.6)	+1.7	-0.1
2006年度	1.9 (2.0)	+0.9	+0.5

注) 主要な前提は以下のとおり。

なお、これらの前提は、作業のための想定であって、政府としての予測あるいは見通しを示すものではない。

	世界GDP(日本を除く)	円相場(円/ドル)	原油価格(ドル/バレル)
2005年度	3.3	113.6	54.6
2006年度	3.4	118.4	56.5

(備考) 1. 世界GDP(日本を除く)は、国際機関等の経済見通しを基に算出。

2. 円相場は、平成17年11月1日～11月30日の1ヶ月間の平均値(118.4)で以後一定と想定。

3. 原油価格は、平成17年9月1日～11月30日の3ヶ月のスポット価格の平均値に運賃、保険料を付加し、以後一定と仮定(56.5ドル)。

(出所) 日本銀行「経済・物価情勢の展望」、企業物価指数、総務省「消費者物価指数」、平成18年度の経済見通しと経済財政運営の基本的態度、内閣府「国民経済計算」から作成

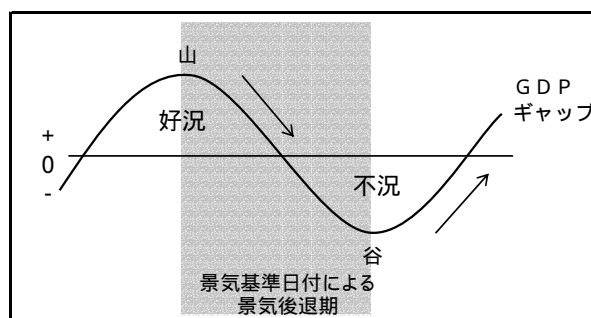
補論 需給ギャップについて

需給ギャップ（GDPギャップともいう。）は、経済全体の供給力（= 潜在GDP）と総需要（= 実質GDP）との乖離度合いを次式のとおりパーセンテージで示したものである。

$$\text{需給ギャップ(\%)} = \frac{\text{実質GDP} - \text{潜在GDP}}{\text{潜在GDP}} \times 100$$

このギャップは景気の状態を示すといわれている。例えば、ギャップの値がプラスの場合は「好況」、マイナスの場合は「不況」を表すだけでなく、ギャップの拡大基調から縮小基調への転換点が景気の「山」、その逆が景気の「谷」を表す（補論図表）。

補論図表 需給（GDP）ギャップ（イメージ）



（出所）鈴木(2005)

また、需給ギャップと物価変化率には正の関係（この関係はフィリップス曲線で表される）が存在しており、需給ギャップは物価に対して変動圧力となる¹⁶。例えば、需給ギャップがプラスの場合は物価上昇圧力が、マイナスの時は物価下落圧力が生じていることになる。なお、こうした需給ギャップの考え方は、内閣府や民間シンクタンクや海外で用いられている一般的な定義であるが、今回、日銀も従来の定義¹⁷を見直し、この一般的な定義に合わせることにした。

¹⁶ 近年はこの関係が希薄かつ不安定になっているとの実証研究も多いが、いずれもデフレ期でのケースであり、デフレから脱却した後、再び関係が強化される可能性も否定できない。

¹⁷ 従来の日銀は、日本のすべての資源（労働及び資本）を投入した場合達成されるであろうGDPの水準を潜在GDPとし、それと実際のGDPとの乖離度合いを需給ギャップと定義してきた。このため、需給ギャップは常にマイナスの値しか表さないこととなり、どの時点で物価上昇圧力となるのかまた下落圧力となるのか不明確であった。

この需給ギャップを計測することは、今後の物価を評価するために有用とされており、物価安定を本源的な目的とする中央銀行にとって重要視される指標の一つである。また、理論的には、中央銀行は金融政策によって需給ギャップに影響を与えることで、インフレ率を望ましい水準に誘導していくことが可能であるとも考えられている¹⁸。

【参考文献】

- 上野泰也「日銀「展望レポート」は平穏」(Mizuho Securities Macro Information) みずほ証券投資戦略部、2006年4月28日
- 木村武・古賀麻衣子「経済変動と3つのギャップ - GDPギャップ、実質金利ギャップ、実質賃金ギャップ」『日銀レビュー』日本銀行調査統計局、2005年2月
- 白石誠司「2006年4月展望レポート～新味なし」(BOJウォッチング No.217) 大和証券SMB C債券調査部、2006年4月28日
- 鈴木克洋「デフレからの脱却の見通し」『経済のプリズム第5号』参議院事務局企画調整室、2005年4月
- 鈴木克洋「海図なき航海に乗り出した金融政策」『経済のプリズム第21号』参議院事務局企画調整室、2006年4月
- 日本銀行金融研究所編『新しい日本銀行【増補版】その機能と業務』有斐閣、2000年12月

(内線3295)

¹⁸ 経路は次のとおりと考えられている。中央銀行は金融政策により名目金利を調整することで、実質金利ギャップ(景気中立的な実質金利、つまり自然利子率と実際の実質金利の幅)に影響を与え、これが財市場を通して需給ギャップを縮小させ、物価を安定させる。この関係を定式化したのが、テーラー型ルールである。なお、物価変動には、実質賃金ギャップ(労働の限界生産力と実際の実質賃金の幅)も影響を与えられている。しかし、これらの計測には不確実性が大きいいため、政策目標として利用するには幅をもってみる必要があるのはいうまでもない。木村・古賀(2005)を参照。