

下振れリスクの高まる中で維持された日銀シナリオ ～日銀展望レポート（2007年10月）～

企画調整室（調査情報室） 鈴木 克洋

1. はじめに

2007年10月31日、日本銀行は、「経済・物価情勢の展望」（以下「展望レポート」という。）を公表した¹。展望レポートは、日銀における先行きの金融政策運営の考え方を公に示す重要なレポートである²。今次の展望レポートにおいては、サブプライムローン問題に端を発する海外経済の減速、改正建築基準法施行に伴う住宅投資の落ち込み、原油価格急騰など先行き経済の不確実性が高まる中、日銀の景気判断と先行きの金融政策運営の考え方に注目が集まった。本稿では、こうした点を中心に、今次の展望レポートの内容を整理することとする。

2. 日銀の展望レポートとは

展望レポートは、経済・物価情勢の先行きや見通しを分析し、想定されるリスク要因について日銀の見解を示すとともに、日銀の先行きの金融政策運営についての考え方を示す情報発信媒体として重要な役割を果たしている。

図表1 新たな金融政策運営の枠組み（概要）

- | |
|--|
| <p>I. 各政策委員が中期的に安定的と考える物価上昇率（「中期的な物価安定の理解」）を念頭に、</p> <p>II. 「2つの『柱』」に基づく経済・物価情勢の点検を行い、
第1の柱： 先行き1～2年の最も蓋然性の高い見通しが物価安定のもとで持続的な成長の経路を辿っているかの点検を行う
第2の柱： 発生の可能性が小さくても発生すれば大きな影響を与える可能性のあるリスク要因についての点検を行う</p> <p>III. 「当面の金融政策運営の考え方」を整理し「展望レポート」に公表する</p> |
|--|

特に、06年3月の量的緩和政策解除の際に導入された「新たな金融政策運営

¹ 同時に、金融調節方針についても現状維持（無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.5%前後で推移するよう促す）とすることが決定された。その後の07年11月13日の政策決定会合においても現状維持が決定されている。

² 展望レポートは、毎年2回、4月と10月に日本銀行政策委員会・政策決定会合の議を経て公表される。また、1月、7月に公表する「金融経済月報」においては、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る。

の枠組み」(図表1)からは、「展望レポート」を間に挟んで「市場との対話」を重ねながら金融政策運営が行われるとされている。

つまり、展望レポートをベンチマークとして、先行きを展望しながら(いわゆる「フォワード・ルッキング」)、足下の経済指標等を点検していけば、市場においても今後の金融政策運営の方向性のある程度は予見できるようになると考えられている。現在、日銀の政策金利は、いまだ0.5%程度と歴史的・世界的にも非常に低い水準である。今後の方向性としては、適正な金利水準への調整(引上げ)が行われていくことは市場での共通認識となっているものの、そのタイミングや引上げのテンポについて、日銀の判断に注目が集まっている。

3. 維持された日銀の先行き経済の標準シナリオ

3-1. 標準シナリオのポイント

日銀の先行きの景気判断については、展望レポートにおいて「基本的見解」の「経済・物価情勢の見通し」として示される。これは、足下の経済情勢等を検証し、仮に大きな情勢の変化がないとすれば実現されるだろうと予想されるシナリオを描いたものであり、「標準シナリオ」ともいわれる。ここでは、海外経済、企業部門、家計部門、金融環境を分析した上で、経済と物価情勢の先行きについて、定性的に評価がされ、大まかな成長率や物価の水準が示される。なお、基本的見解の末尾に参考として各政策委員の見通しも示されている。

今次の展望レポートにおいては、07年8月に表面化したサブプライムローン問題に端を発する世界金融市場の混乱と米国経済の減速、07年6月の改正建築基準法施行に伴う足下の住宅投資の急減、原油を中心とする原材料価格の急騰など、先行き経済の不確実性が高まる中で、これらの状況が標準シナリオにどのように織り込まれるのかが注目された。

結論から言えば、今次の展望レポートでは、海外経済や国際金融資本市場の動向などの下振れリスクを指摘しつつも、「生産・所得・支出の好循環メカニズムが維持されるもとで、息の長い拡大を続ける」とし、従来の標準シナリオを維持した。また、成長率の水準についても、建築基準法改正による住宅投資の下振れが見られるものの、潜在成長率を幾分上回る2%程度で推移する可能性が高いとするほか、消費者物価指数も目先はゼロ%近傍、長い目で見るとプラス幅が次第に拡大すると見られるとするなど、07年4月の時点と大きな変更点はない(政策委員の見通しと展望レポートの概要は文末参考図表参照)。

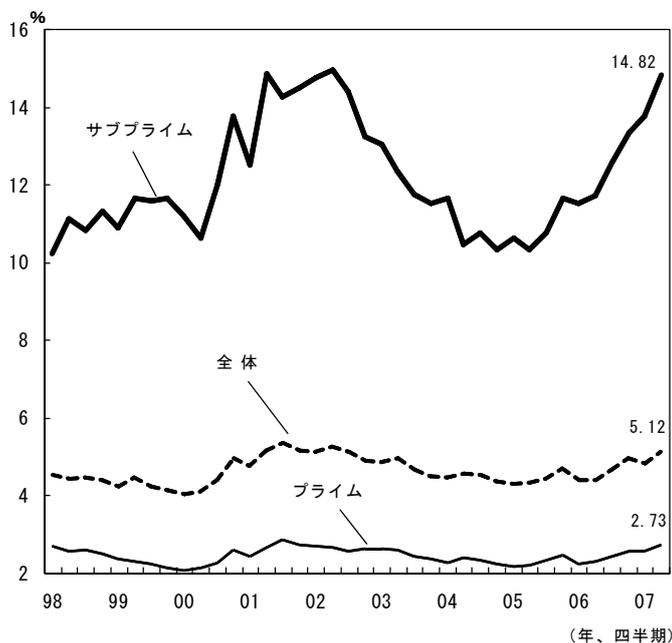
しかし、文面上標準シナリオが維持されたとはいえ、我が国経済を取り巻く経済情勢は、下振れリスクの高まりなど、前回の4月時点と比較して明らかに

変わりつつある。そこで、以下では、標準シナリオの個別項目を外需と内需の両面から見ることにする。特に、外需面ではサブプライムローン問題を抱える「海外経済、国際金融資本市場の動向」に、内需面では一向に実現しない「企業から家計への波及」の背景に焦点をあてる。

3-2. 不確実性が高まる海外経済・国際金融資本市場の先行き (底が見えないサブプライムローン問題)

現在、海外経済や国際金融市場において、いわゆる「サブプライムローン問題」に端を発する世界的な経済の減速と国際金融市場の混乱の長期化への懸念が強まっている³。そもそもサブプライムローン問題は、米国におけるサブプライムローンの延滞率の急増(図表2)という米国の住宅市場の問題であったが⁴、このサブプライムローンと他のローン等を組み合わせて証券化した商品が欧州を中心とする投資家に購入されていたことで、リスクが世界中に拡散されることとなった⁵(図表3)。サブプライ

図表2 米国住宅ローンの延滞率の状況



注) 30日以上延滞債権の割合
資料) 米国抵当銀行協会
(出所) 三菱UFJリサーチ&コンサルティング編『2008年日本はこうなる』241ページ

³ サブプライムローン問題については、基本的な仕組み、問題点、市場動揺の経緯などを『特集サブプライムローン問題』(立法と調査別冊2007.9)にまとめているので参照されたい。

⁴ サブプライムローンとは、米国における住宅ローンの一つの区分で、過去に延滞履歴があるなど信用力の低い個人向け住宅融資のこと。このローンの多くは、当初数年間は優遇金利として据え置かれるが、金利変更(ペイメントリセット)時期を迎えると金利水準が高くなり、返済負担が増加する商品となっている。このローンは、米国住宅バブルのピークの04年頃から急増し、中には返済能力を軽視したものもあったことが指摘されているが、担保となる住宅価格が上昇していたため新たな担保余力が生まれ追加借入が可能であったことから、問題は顕在化しなかった。しかし、05年秋以降、米国住宅市場における在庫率の急上昇と住宅価格の下落に加え、ペイメントリセット期を迎え始めたことで、延滞率が急上昇したと考えられている。

⁵ サブプライムローンの約8割は住宅ローン担保証券(RMBS)に組成され、さらにそれら複数のRMBSが束ねられ合成債務担保証券(CDO)として再証券化されるなど、証券化が幾重にも繰り返されている。このため保有する証券化商品にどの程度のサブプライムローンが組み入れられているのか、最終的な損失が実際にどれだけの規模になるのか分からなくなっている。

には標準シナリオ自体には織り込まれることはなかった。

つまり、今次展望レポートにおける外需関連の標準シナリオは、次のとおりである。

(1) 実体経済面では、米国の景気について、4月時点の「足もと減速」から「米国経済は住宅市場の調整を主因に減速が長引く」と下方修正しながらも、「他の地域が高成長を続けるとみられることから、海外経済全体としては、拡大を続ける」としている。米国の景気減速は他の地域がカバーするといういわゆる「デカップリング論」をもとに、輸出は引き続き増加するとし、

(2) 金融環境面では、「米国サブプライム住宅ローン問題やこれに端を発する国際金融資本市場の変動がわが国の金融環境に及ぼす影響は限定的」であるとして、サブプライムローン問題の影響度は金融機関で様々であるが我が国の金融システム全体としてみれば不安を感じる必要はなく、引き続き緩和的な金融環境が民間需要を後押しする、というものである。

(高まる海外経済の下振れリスク)

このように今次展望レポートでは、これまでの標準シナリオをおおむね維持した上で、リスク要因の高まりを注意深く見ていこうという姿勢となっている。実際にも足下の経済指標、FRBの米国経済見通し⁷、IMFによる海外経済の見直し改訂(図表4)などを見ても、今のところ海外経済が極端に悪化する(している)というものはあまり見られないことから、現段階で必ずしも標準シナリオを変更しなければならないという状況ではないかもしれない。しかし一方で、サブプライムローン問題はその後着地点が見える

図表4 IMFの世界経済見直し

	2007-Apr		2007-Oct	
	2007	2008	2007	2008
	%	%	%	%
米国	2.2	2.8	1.9	1.9
EU	2.8	2.7	3.0	2.5
日本	2.3	1.9	2.0	1.7
中国	10.0	9.5	11.5	10.0
NIEs	4.6	4.6	4.9	4.4
ASEAN4	5.5	5.8	5.6	5.6
世界	4.9	4.9	5.2	4.8

(注1) 暦年成長率

(注2) NIEsは韓国、香港、台湾、シンガポール

ASEAN4はタイ、マレーシア、フィリピン、インドネシア

(出所) IMF "World Economic Outlook"

⁷ 米国経済の先行きは、07年10-12月期は顕著に減速し、08年前半も成長は緩慢であるが、その後、信用収縮と住宅市場の調整の収まりで強くなってくるとしている(米国上下院合同経済委員会におけるバーナンキ連邦準備制度理事会(FRB)議長の見聞録(2007.11.8))。

<<http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20071108a.htm>>

どころか深刻化の様子を見せており、下振れリスクは確実に高まっているのも事実である。

例えば、07年8月のサブプライムローン問題による世界金融市場の動揺後の四半期決算では欧米の金融機関のサブプライム関連損失額が明らかになり、巨額の損失処理が余儀なくされている(図表5)。また、日本の金融機関も当初は

一行当たり多くても数十億円程度の損失とされていたが⁸、9月の中間期決算ではそれを超える損失額が計上されている(図表5)。足下では、引き続きサブプライム関連の証券化商品の格下げや投売りによって価格が下落しているとされる上、08年末までにペイメントリセットを向かえるサブプライムローンがおよそ45万件あるとされていることから⁹、今後更なる延滞率の上昇による証券化商品の価格下落も懸念される。これら商品を保有する金融機関は更に損失を拡大させる可能性が指摘されている¹⁰。

こうした巨額の損失計上は、金融機関のリスクテイク余力を低下させ、最悪の場合には、更なる信用収縮を引き起こしかねない。信用収縮は住宅市場の調整を長期化・深刻化させ、逆資産効果やマインドの悪化を通じて個人消費を落ち込ませるなど米国経済を想定以上に減速さ

図表5 サブプライムローン関連損失額

		2007年第3四半期	2007年第4四半期 (見込み)	備考
メリルリンチ	米系投資	100,035.6		
モルガンスタンレー	米系投資	1,128.0	4,800.0	第3四半期は6~8月
ゴールドマンサックス	米系投資	1,776.0		第3四半期は6~8月
リーマン	米系投資	840.0		第3四半期は6~8月
ベアースターンズ	米系投資	840.0	1,440.0	第3四半期は6~8月
シティグループ	米銀	3,492.0	13,200.0	
バンクオブアメリカ	米銀	656.0	3,600.0	
JPモルガン	米銀	1,966.8		
ドイツ銀行	欧州	3,460.8		
UBS	欧州	5,760.0		
クレディスイス	欧州	2,200.0		
バークレイズ	英国	1,150.0	1,840.0	

		2007年9月期 (2008年3月期中間期)	2008年3月期 (通期見込み)	備考
野村ホールディングス	証券	1,042.0		1~9月では1,456億円
三菱UFJフィナンシャルグループ [†]		40.0	270.0	
みずほフィナンシャルグループ [†]		689.0	1,700.0	
三井住友フィナンシャルグループ [†]		320.0	870.0	
住友信託銀行		90.0	190.0	
中央三井トラスト		1.0	1.0	
新生銀行		197.0		
あおぞら銀行		58.0	118.0~138.0	
イーバンク銀行		18.0		
東京スター銀行	第二地銀	20.0		
滝野川信用金庫	信金	73.7		
農林中央金庫	組合系金融	384.0		
大和生命	生命保険	14.0		
あいおい損害保険	損害保険	252.0		

(注1) 欧米金融機関の数値は、石原(2007)による。
為替レートはUSD=¥120、ERU=¥160、CHF=¥100。

(注2) 日本の金融機関は主要行のほか、損失額が比較的大きい機関を掲載。
(出所) 石原(2007)、各社決算資料、報道資料より作成

⁸ 読売新聞(2007.8.11)、日本経済新聞(2007.8.19)。

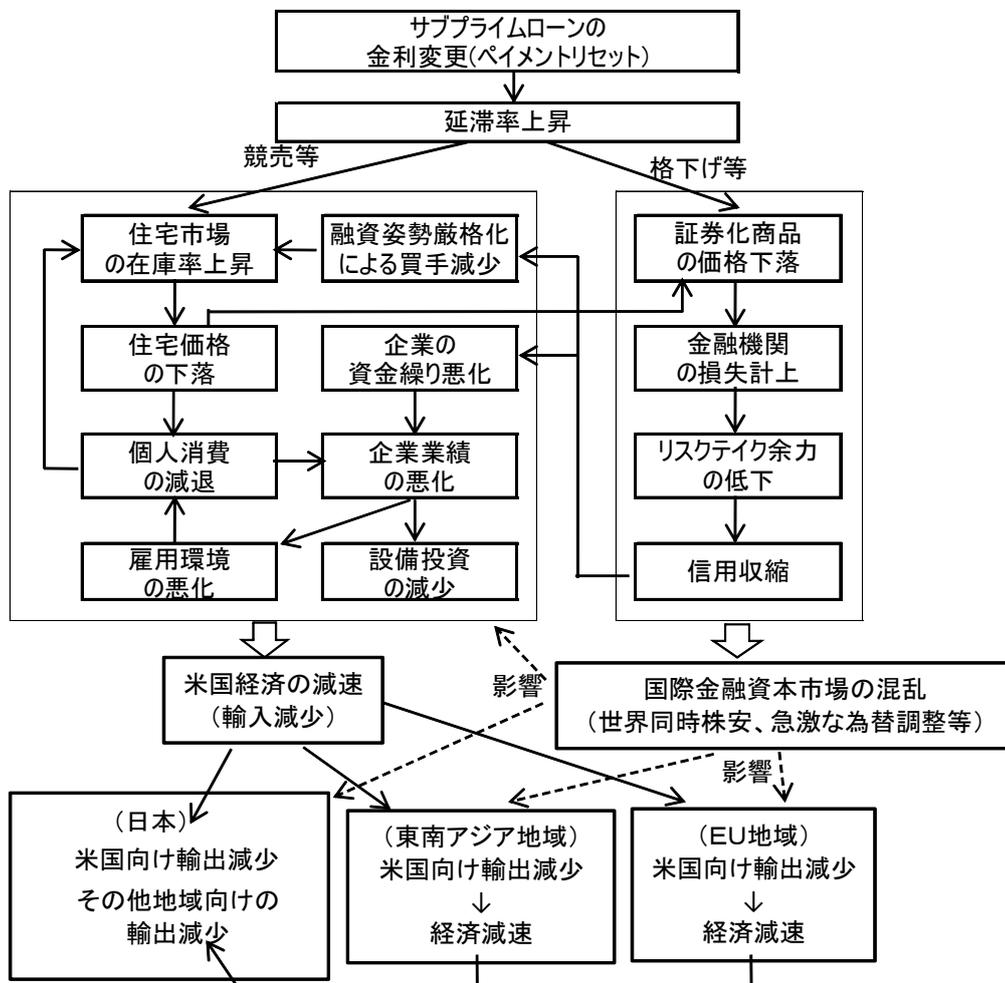
⁹ バーナンキFRB議長証言(脚注7に同じ)。

¹⁰ IMF "Global Financial Stability Report (GFSR)" (2007.9)において最大2,000億ドルの損失の可能性があると試算を公表しているほか、「2,500億~5,000億ドルの損失」とする民間

せることになる。米国の景気悪化は、貿易相手国にとって米国向けの輸出の減少となり、我が国のみならず、米国経済への依存度が決して低くないEU、中国、東南アジア地域の経済にもマイナスに作用する。さらに米国以外のこれら地域の景気減速は、いずれ当該地域への輸出の減少という形で我が国経済にも影響が及んでくることが考えられる（図表6）。その上に、8月のような国際金融市場の動揺が生じたならば、世界同時株安、急激な為替調整によって米国のみならず世界各国の経済減速をよりいっそう深刻にしてしまう可能性がある。

このように、標準シナリオでは「デカップリング」というロジックを基に我が国輸出は好調さを維持するとしているが、次第に高まる海外経済の下振れリスクの中であって、日銀シナリオの脆弱性は否定できない。

図表6 サブプライムローン問題の我が国経済への波及経路（イメージ）



(注) 一般的に理解されている主たる経済の波及経路について表示した
(出所) 筆者作成

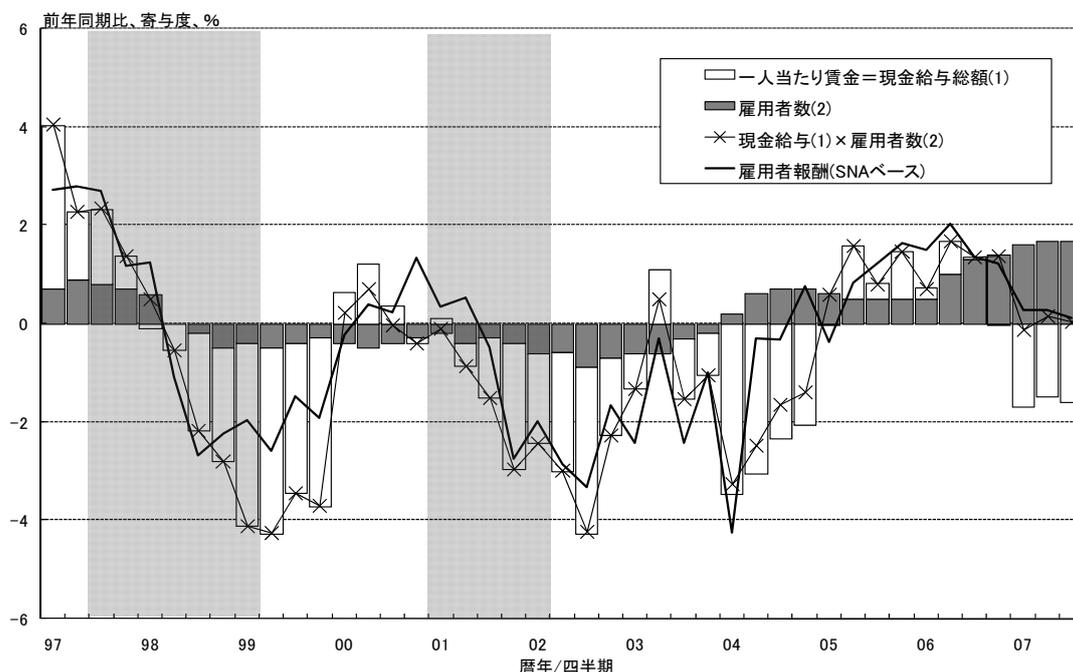
の試算もある（日経金融新聞 2007. 11. 13）。

3-3. いまだ実現されない「企業から家計への波及」シナリオ

以上の海外経済のシナリオを前提にして、内需のシナリオが描かれている。つまり、海外経済の拡大による輸出の増加を背景に、好調な企業収益は、賃金を上昇させるなどして家計の所得を増加させ、これに伴い消費は増大するというという「企業から家計への波及」というシナリオである。輸出主導で回復を続けてきた我が国経済は、いずれ個人消費に交代し、息の長い成長を続けるというものである。このシナリオは、量的緩和政策が解除された06年3月以降、日銀が一貫して取り続けてきたシナリオであり、今次の展望レポートにおいてもこのシナリオは基本的に維持されている。

量的緩和政策解除以降の経済状況を振り返ってみると、経済成長は数字上ではおおむね日銀見通しどおり展開してきたものの、その内訳は、輸出や設備投資という企業部門によって支えられたものであり、他方、家計部門は賃金や個人消費の伸び悩みが見られるなど(図表7)、いまだ経済の牽引役として確固たるものとなっていない。

図表7 雇用者報酬の推移



(注1) 雇用者報酬(SNAベース)の内訳がないため、毎月勤労統計調査で近似させた。

(注2) 雇用者数、現金給与総額は事業所規模5人以上の事業所を対象とした。

(注3) シャド一部分は、景気後退期。

(出所) 内閣府「国民経済計算」、厚生労働省「毎月勤労統計調査」

日銀も企業から家計へのバトンタッチが想定より遅れていることを認めつつも、展望レポートや政策金利引上げの度に、「労働市場の需給がさらに引き締ま

っていく」ので賃金は「いずれは上昇が明確になる」として、「企業から家計への波及」のシナリオを維持し続けてきた。そして、そのシナリオ実現の遅れの理由として、「企業の根深い人件費抑制姿勢など」(06年10月)を挙げていたが、これに「グローバルな競争や資本市場からの規律の高まり」が加わり(07年4月)、今次の展望レポートでは、さらに「原材料高などを背景に、中小企業を中心に人件費抑制が根強い」ことと「賃金水準の高い団塊世代の退職やパート比率上昇に伴う人員構成変化」が加わった。それでも最終的には「労働需給が引き締まるので賃金は上昇する」はずというのが日銀の一貫したシナリオである。

こうしたグローバル化、資本市場の規律、人員構成の変化などは、景気循環的というよりも構造的なものと考えられること、足下の原材料高による価格転嫁が消費者段階ではあまり進んでおらずその分が人件費抑制で吸収されていることなどの状況にあって、これらの要因が簡単に解消されることは考えにくいことを考慮すれば、シナリオは一体いつになったら実現されるのか、実現は可能なのか不明確であり、シナリオの不透明感は払拭できない。さらに、このシナリオは、輸出の拡大が前提となっており、外需における下振れリスクの顕現化によって、「企業から家計へ波及」というシナリオの実現前に景気の腰折れも懸念される。外需の下振れリスクの高まりの中にあって、内需シナリオもその脆弱性が高まっているといえるだろう。

4. 求められる下振れに備えた金融政策運営

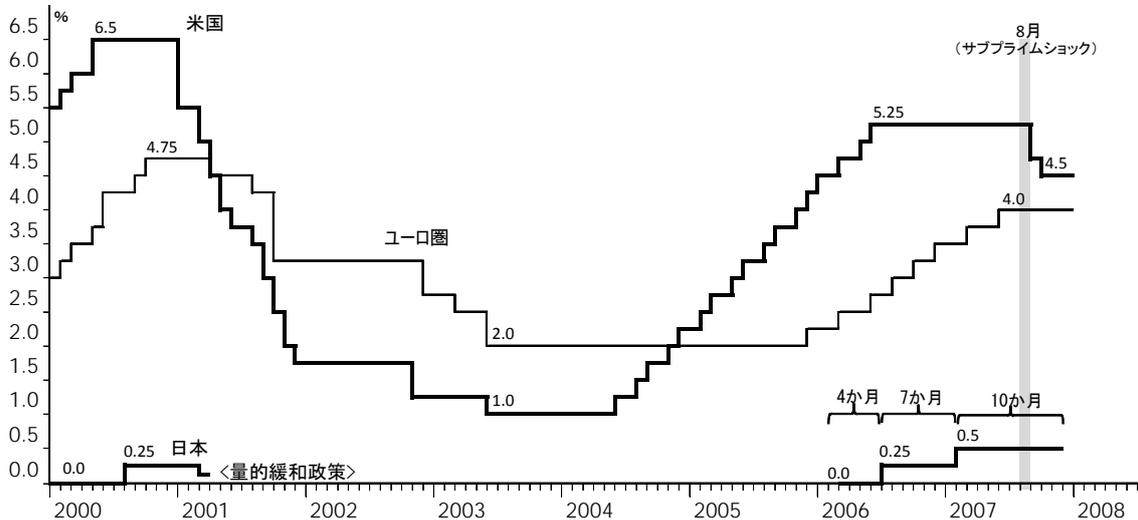
4-1. 新たな金融政策の枠組みにおける金融政策運営

06年3月に「新たな金融政策の枠組み」が導入されてから1年9か月が経過した。新たな金融政策の枠組みでは、(1)先行き1～2年の最も蓋然性の高い見通しが物価安定のもとで持続的な成長の経路を辿っているかの点検(第1の柱)と(2)発生の可能性が小さくても発生すれば大きな影響を与える可能性のあるリスク要因についての点検(第2の柱)を行った上で、(3)当面の金融政策運営の考え方を整理するというものである(前掲図表1)。これまでの実際の運営を振り返ると、(1)では、「標準シナリオ」を用意し、これに基づいて経済と物価の動きを観測し、(2)では、上下両サイドのリスクを点検しながらも、足下の景気ダウンサイドリスクよりも将来のインフレ昂進という上振れリスクに重点を置き¹¹、(3)今のうちから適正な金利水準に向けて金利引上げを行うという政策

¹¹ 今次展望レポートにおいて、サブプライムローン問題に関しては、景気の下振れリスクとする一方で「今般の国際金融資本市場の変動は、長期にわたり良好な世界経済や金融環境が続いてきたもとで、市場参加者のリスク評価に緩みが生じ、その後、市場の自律的機能による巻き

スタンスが維持されてきた。これを基にして2度の政策金利が引き上げられたが、そのペースは非常にゆっくりとしたものだった（図表8）。

図表8 主要国の政策金利の推移



(出所) 日本銀行、連邦準備制度理事会 (FRB)、欧州中央銀行 (ECB)

4-2. 許容範囲が広がる標準シナリオ

本稿で見てきた「標準シナリオ」は、(1)の点検において持続的な成長の基準となるものであり、経済と物価の動きがこのシナリオに沿っていることが政策金利引き上げの条件の一つとなっている。日銀はこれまで一部の指標に「弱め」を認識しているものの、基本的にシナリオに沿ったものと評価してきた。しかし、これらの実際の動きを見ると、むしろ下振れ要因として指摘されてきたように展開しているようである。例えば、米国経済減速懸念は軟着陸でなく長期化の様相を呈し、企業から家計への波及面では賃金がなかなか上昇せず、これに伴って物価上昇も一向に実現しない。これに対して、日銀は、「いずれは上昇する」(06年10月展望レポート)というロジックを用いたり、「(個人消費は)それほど強い予想を持っているわけではない」(07年2月21日総裁記者会見)、「(米国経済の一層の減速は)新たな要因ではなく既にシナリオの中に入っている」(07年11月13日総裁記者会見)など、指標の弱さに応じて実質的にシナリオ

戻しが現実化した一例とみるができる」と将来のインフレ昂進リスクとしての面でもとらえている。また、上下リスクの重点の置き方について、「足許や直近の未来におけるダウンサイドリスクをオーバーにカウントし過ぎると政策は誤る、長い目でみたアップサイドリスクは結構大きい」(07年10月31日総裁記者会見)、「ダウンサイドリスクは比較的距離の近いものを映し出しますのでリスクとして見えやすいわけですが、より長期のアップサイドリスクは見えにくいもの」(07年11月13日総裁記者会見)など上振れリスクにより重点を置いている姿勢がうかがえる。

を下方修正してしまい、シナリオの許容する範囲が下方へ広がっている。いわば「ストライクゾーン」が広がっていると見えよう¹²。

4-3. 求められる下振れに備えた金融政策運営

このように標準シナリオの下方修正を行っていけば、足下で経済や物価の弱い動きが生じてシナリオに沿った動きと評価されることになり、金利上げの条件の一つをクリアすることになってしまう。先述のとおり、海外経済の下振れリスクは高まっている状態にある。日銀の標準シナリオは、外需を起点としていることから、外需リスクの顕在化が内需シナリオへ波及し標準シナリオそのものが崩れてしまう可能性は否定できない。仮にこうした外需の下振れまでもがシナリオに盛り込まれてしまった場合、金利引下げなどの必要な政策判断を遅らせることにならないか懸念されるところである。

現在、政策金利は0.5%と極めて低い水準にある。この超低金利の水準では、今後、海外経済のリスク顕在化による景気減速に対して、金利引下げという伝統的な金融政策では限界がある。過去のデフレ経済ではゼロ金利政策や量的緩和政策の効果は限定的であるとの経験に則すれば、下振れリスクが日本経済に悪影響を及ぼす前のタイミングで行動を起こすことが何よりも大切である。このためにも、下振れリスクにこそ力点を置き、今から下振れリスクに対する施策を検討しておく必要があるだろう。こうすることで、仮に下振れリスクが顕在化したとしても、日本経済の動揺は少しでも緩和されることになると考えられるからである。

【参考文献】

- 石原哲夫「米銀各行の『レベル3』について」『Mizuho Securities Credit Research』みずほ証券、2007年11月16日
- 上野泰也「日銀シナリオのズレと福井総裁発言」『Mizuho Securities Macro Information』みずほ証券、2007年11月14日
- 草場洋方「日銀『展望レポート』(07/10)の評価～今回も『見通しは下振れ、シナリオは維持』～」『みずほマーケットインサイト』みずほ総合研究所、2007年10月31日
- 熊野英生「2007年10月の日銀展望レポート～不透明感の中で標準シナリオを維持～」『BOJ Watching』第一生命経済研究所、2007年10月31日
- みずほ証券「サブプライム問題－緊急避難状況の行く末」『Mizuho Securities Special Report』、2007年8月

¹² 上野(2007)

三菱東京UFJ銀行「米サブプライム問題と金融・経済への影響」『経済レビュー』、
2007年10月5日

三菱UFJリサーチ&コンサルティング編『2008年日本はこうなる』東洋経済新報社、
2007年11月

宮川憲央「下振れを注視しつつも、標準シナリオは維持」『SRI 国内経済ウォッチ』新
光総合研究所、2007年10月31日

矢嶋康次「10月展望レポート(10/31)ー下ぶれリスクは高まるも景気回復・物価上昇シ
ナリオは維持ー」『経済・金融フラッシュ』ニッセイ基礎研究所、2007年11月1日

【金融政策、サブプライムローン問題等の関連レポート】

『立法と調査』

- ・『特集サブプライムローン問題』（別冊、2007.9）

『経済のプリズム』

- ・「量的緩和政策の解除リスク(上)(下)～量的緩和政策の解除に伴う影響の整理～」
(第15、16号、平成17年11月)
- ・「海凶なき航海に乗り出した金融政策ー量的緩和政策解除後の金融政策運営ー」
(第21号、平成18年4月)
- ・「平穏だった日銀の展望レポートー新たな枠組みにおける金融政策運営のフォロ
ーアップー」(第23号、平成18年5月)
- ・「ゼロ金利政策解除の点検ー政策金利復活の意義と日銀の説明責任の観点からー」
(第28号、平成18年8月)
- ・「前回踏襲で強気が際立った日銀展望レポート～2006年10月の『経済・物価情勢
の展望』の評価～」(第32号、平成18年12月)
- ・「景気回復の持続性を占う『企業から家計』への実現～平成19年度政府経済見通
し～」(第35号、平成19年1月)
- ・「『正常化』志向のメッセージとなった政策金利引上げー2月21日の金融市場調
節方針の変更ー」(第38号、平成19年3月)
- ・「先送りされてきた日銀シナリオの実現ー日銀展望レポート(2007年4月)ー」
(第42号、平成19年5月)

(内線 3295)

参考図表1 経済・物価情勢の展望(07年10月31日)

対前年度比、%

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)
2007年10月 時点	+ 1.7 ~ + 1.8 [+1.8] (+ 1.7 ~ + 2.0)	+ 1.9 ~ + 2.1 [+2.0] (+ 1.8 ~ + 2.2)	+ 0.0 ~ + 0.1 [0.0] (+ 0.0 ~ + 0.1)
2007年4月 時点	+ 2.0 ~ + 2.1 [+2.1] (+ 1.9 ~ + 2.5)	+ 0.7 ~ + 0.8 [+0.7] (+ 0.5 ~ + 1.5)	+ 0.0 ~ + 0.2 [+0.1] (- 0.1 ~ + 0.2)
2006年10月 時点	+ 1.9 ~ + 2.4 [+2.1] (+ 1.8 ~ + 2.6)	+ 1.1 ~ + 1.5 [+1.2] (+ 1.0 ~ + 1.7)	+ 0.4 ~ + 0.5 [+0.5] (+ 0.4 ~ + 0.6)
2006年4月 時点	+ 1.8 ~ + 2.4 [+2.0] (+ 1.6 ~ + 2.5)	+ 0.8 ~ + 1.1 [+1.0] (+ 0.7 ~ + 1.3)	+ 0.7 ~ + 0.9 [+0.8] (+ 0.7 ~ + 1.0)

2008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)
2007年10月 時点	+ 1.9 ~ + 2.3 [+2.1] (+ 1.9 ~ + 2.4)	+ 0.9 ~ + 1.2 [+1.0] (+ 0.7 ~ + 1.2)	+ 0.2 ~ + 0.4 [+0.4] (+ 0.3 ~ + 0.6)
2007年4月 時点	+ 2.0 ~ + 2.3 [+2.1] (+ 1.9 ~ + 2.4)	+ 0.8 ~ + 1.0 [+1.0] (+ 0.7 ~ + 1.2)	+ 0.4 ~ + 0.6 [+0.5] (+ 0.3 ~ + 0.6)

- (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。
(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つつ見通しを作成。
(注3) は、今回発表の分。

(参考)

政府の経済見通し

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
2007年度 (見通し)	2.0 (2.2)	+0.7	+0.5
2007年度 経済動向試算	2.1 (2.1)	+1.4	+0.0

- 注1) 2007年度経済動向試算は、内閣府独自の試算であり、政府経済見通しの改定という性格ではない。
注2) 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)
見通し	3.3	117.3	61.1
動向試算	n. a.	122.2	65.8

(出所) 日本銀行『経済・物価情勢の展望』、『平成19年度経済動向試算(内閣府試算)について』、『平成19年度の経済見通しと経済財政運営の基本的態度』、から作成

参考図表 2 日銀展望

	「展望レポート」(2007年4月) (2007年4月27日)	「展望レポート」(2007年10月) (2007年10月31日)
対象年度	2007年度～2008年度	2007年度後半～2008年度

経済・物価情勢の見通し

(1)実体経済	<p>海外経済や国際金融資本市場の動向など不確実な要因はあるものの、</p> <p>生産・所得・支出の好循環メカニズムが維持されるもとの、息の長い拡大を続けると予想</p>	<p>海外経済や国際金融資本市場の動向など不確実な要因はあるものの、</p> <p>生産・所得・支出の好循環メカニズムが維持されるもとの、息の長い拡大を続けると予想</p>
(海外経済)	<ul style="list-style-type: none"> 米国経済は、足もとは住宅市場の調整が続いていることなどから減速しているが、先行きは安定成長へ軟着陸する 海外経済全体では地域的な拡がりを伴って拡大を続ける 	<ul style="list-style-type: none"> 米国経済は、住宅市場の調整を主因に減速が長引く 他の地域が高成長を続けるとみられることから、海外経済全体では拡大を続ける
(企業部門)	<ul style="list-style-type: none"> 好調が続く 設備投資は増加を続ける 	<ul style="list-style-type: none"> 好調が続く 設備投資は増加を続ける
(家計部門)	<ul style="list-style-type: none"> 好調な企業部門から家計部門への波及が、緩やかながら着実に進んでいく 	<ul style="list-style-type: none"> 好調な企業部門から家計部門への波及が、緩やかながら着実に進んでいく
(金融環境)	<ul style="list-style-type: none"> 極めて緩和的な金融環境が引き続き民間需要を後押しする 	<ul style="list-style-type: none"> 極めて緩和的な金融環境が引き続き民間需要を後押しする 米国サブプライム住宅ローン問題やこれに端を発する国際金融資本市場の変動がわが国の金融環境に及ぼす影響は限定的
(2)物価 ＜消費者物価指数＞	<p>原油価格下落などの影響もあって前回見通し対比幾分下振れ</p> <p>目先はゼロ%近傍で推移する可能性が高いものの、より長い目でみると、プラス幅が次第に拡大</p>	<p>規制緩和などを背景に厳しい競争環境にさらされている消費者段階では、原材料高などの価格転嫁は企業間取引ほどには進んでいない</p> <p>目先はゼロ%近傍で推移する可能性が高いものの、より長い目でみると、プラス幅が次第に拡大</p>
(需給ギャップ)	<ul style="list-style-type: none"> 引き続き、需要超過方向で推移 	<ul style="list-style-type: none"> 引き続き、需要超過方向で推移
(ユニット・レーバ・コスト)	<ul style="list-style-type: none"> 低下を続けているものの賃金の緩やかな上昇のもとで、下げ止まりから若干の上昇 	<ul style="list-style-type: none"> 低下を続けているものの賃金が緩やかな上昇に向かうにつれ、下げ止まっていく
(インフレ予想)	<ul style="list-style-type: none"> 先行きにかけて緩やかに上昇 	<ul style="list-style-type: none"> 先行きにかけて緩やかに上昇

上振れ・下振れ要因

(1)実体経済	<p>① 海外経済の動向</p> <p>米国:住宅市場の調整が深いものになった場合、設備投資が下振れた場合には景気の一段の減速</p> <p>中国:固定資産投資や輸出動向次第では上振れ</p> <p>② IT関連財の需給動向</p> <p>③ 金融環境などに関する楽観的な想定に基づく、金融・経済活動の振幅の拡大</p>	<p>① 海外経済の動向</p> <p>米国:住宅市場の調整が一段と厳しくなった場合、金融資本市場の変動が広範に影響する場合には景気の一段の減速</p> <p>欧州:国際金融市場の変動が金融環境に及ぼす影響次第では下振れ</p> <p>中国:固定資産投資を中心に過熱感が強く上振れ</p> <p>② 緩和的な金融環境が続くもとの、金融・経済活動の振幅が拡大する可能性</p>
(2)物価	<p>① 需給ギャップに対する物価の感応度の不確実性</p> <p>② 原油価格をはじめとする商品市況の動向</p>	<p>① 需給ギャップに対する物価の感応度の不確実性</p> <p>② 原油価格をはじめとする商品市況の動向</p>

(出所)日本銀行「経済・物価情勢の展望」、「金融市場調節方針の変更について」、経済財政諮問会議における「福井議員提出資料」等

レポートの概要

	「展望レポート」(2007年4月) (2007年4月27日)	「展望レポート」(2007年10月) (2007年10月31日)
対象年度	2007年度～2008年度	2007年度後半～2008年度

2つの「柱」による点検

● 第1の柱 先行きの経済・物価情勢について最も蓋然性が高いと判断される見通しについての点検	<ul style="list-style-type: none"> わが国経済は、物価安定のもとでの持続的な成長を実現していく可能性が高いと判断 消費者物価の動きは、「中長期的な物価安定の理解」に沿ったものと評価できる 	<ul style="list-style-type: none"> わが国経済は、物価安定のもとでの持続的な成長を実現していく可能性が高いと判断 消費者物価の動きは、「中長期的な物価安定の理解」に沿ったものと評価できる
● 第2の柱 より長期的な視点から、確率は高くなくても発生した場合に生じるコストを意識して重視すべきリスクの点検	<ul style="list-style-type: none"> 金融政策面からの刺激効果が一段と強まり、中長期的にみると、経済・物価の振幅が大きくなったり、非効率な資源配分につながるリスクがある 一方、経済情勢の改善が足踏みするような局面がみられたり、 経済情勢の改善にもかかわらず物価が上昇しない状況が続く可能性もある ただし、企業部門の体力や金融システムの頑健性が高まっていることから、物価下落と景気悪化の悪循環が生じるリスクはさらに小さくなっていると考えられる 	<ul style="list-style-type: none"> 金融政策面からの刺激効果が一段と強まり、中長期的にみると、経済・物価の振幅が大きくなったり、非効率な資源配分につながるリスクがある 今般の国際金融資本市場の変動は、長期にわたり良好な世界経済や金融環境が続いてきたもとの市場参加者のリスク評価に緩みが生じ、その後、市場の自律的機能による巻き戻しが現実化した一例とみることができる また、海外経済や国際金融資本市場の動向に変調が生じた場合に日本経済が影響を受けたり、 経済情勢の改善にもかかわらず物価が上昇しない状況が続く可能性もある ただし、企業部門の体力や金融システムの頑健性が高まっていることから、物価下落と景気悪化の悪循環が生じるリスクはさらに小さくなっていると考えられる

先行きの金融政策の運営方針

<ul style="list-style-type: none"> 昨年3月の量的緩和政策解除以降の金融政策運営を振り返ると(中略)、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ってきた 物価上昇圧力が弱いもとの、調整のペースはゆっくりとしたものであり、極めて低い金利水準による緩和的な金融環境が維持された 「中長期的な物価安定の理解」に照らして、日本経済が物価安定のもとでの持続的な成長軌道を迎える蓋然性が高いことを確認し、リスク要因を点検しながら、経済・物価情勢の改善の度合いに応じたペースで、徐々に金利水準の調整を行うことになると考えられる 	<ul style="list-style-type: none"> これまで、①金融環境は極めて緩和的であり、日本経済が物価安定のもとでの持続的な成長軌道を迎るのであれば、金利水準は引き上げていく方向にある、②引き上げのペースについては、予断を持つことなく、経済・物価情勢の改善の度合いに応じて決定する、という考え方で進めてきた 現実の政策対応は、物価上昇圧力が弱く中で余裕を持って行うことができ、経済・物価の見通しのパスやその蓋然性、上下両方向のリスクなどを、2つの「柱」に基づいて十分に点検しながら、ゆっくりと金利水準を引き上げてきた 「中長期的な物価安定の理解」に照らして、日本経済が物価安定のもとでの持続的な成長軌道を迎える蓋然性が高いことを確認し、リスク要因を点検しながら、経済・物価情勢の改善の度合いに応じたペースで、徐々に金利水準の調整を行うことになると考えられる
--	---

(参考)

政策金利目標	無担保コールレート(オーバーナイト物)を、0.5%前後で推移するよう促す	無担保コールレート(オーバーナイト物)を、0.5%前後で推移するよう促す
--------	--------------------------------------	--------------------------------------

をもとに筆者作成