

# 金利正常化から中立姿勢へ転換した金融政策運営 ～日銀展望レポート（2008年4月）～

企画調整室（調査情報室） 鈴木 克洋

## 1. はじめに

2008年4月30日、日本銀行から「経済・物価情勢の展望」（以下「展望レポート」という。）が公表された<sup>1</sup>。展望レポートは、日銀の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。今次の展望レポートは、08年4月に就任した白川総裁として初めての展望レポートとなる。我が国経済は、現在、サブプライムローン問題を契機とした国際金融資本市場の動揺の中にあつて、先行きの情勢について不確実性を高めている。こうした中で、白川新体制は、今後の金融政策運営について、どのような方向性を示すのかという点に注目が集まった。そこで、本稿では今次の展望レポートの内容を整理することとする。

## 2. 今次の展望レポートのポイント

### 2-1. 金利引上げスタンスからの方向転換（概観）

今次の展望レポートの特筆すべき点は、前回2007年10月の展望レポートまでの金利正常化スタンスから一転して、先行きの金融政策運営に関して、あらかじめ政策金利上げ下げの方向感を明示しないという中立的なスタンスに修正されたという点である。

これまで、福井前総裁の下では、06年3月の量的緩和政策解除以来、「生産・所得・支出の好循環メカニズム」や「企業から家計への波及<sup>2</sup>」といった先行きの標準シナリオを描くとともに、リスクについては「金融・経済活動の振幅が拡大するリスク」という景気過熱リスクに対する懸念を強調しつつ、これを基に、適正な金利水準への引上げ（金利正常化）という大きな方向感の中で、金融政策運営が行われてきた。実際の金融政策も、非常に緩やかなペースではあったが、政策金利は徐々に引き上げられ、現在0.5%の水準まで引き上げられて

---

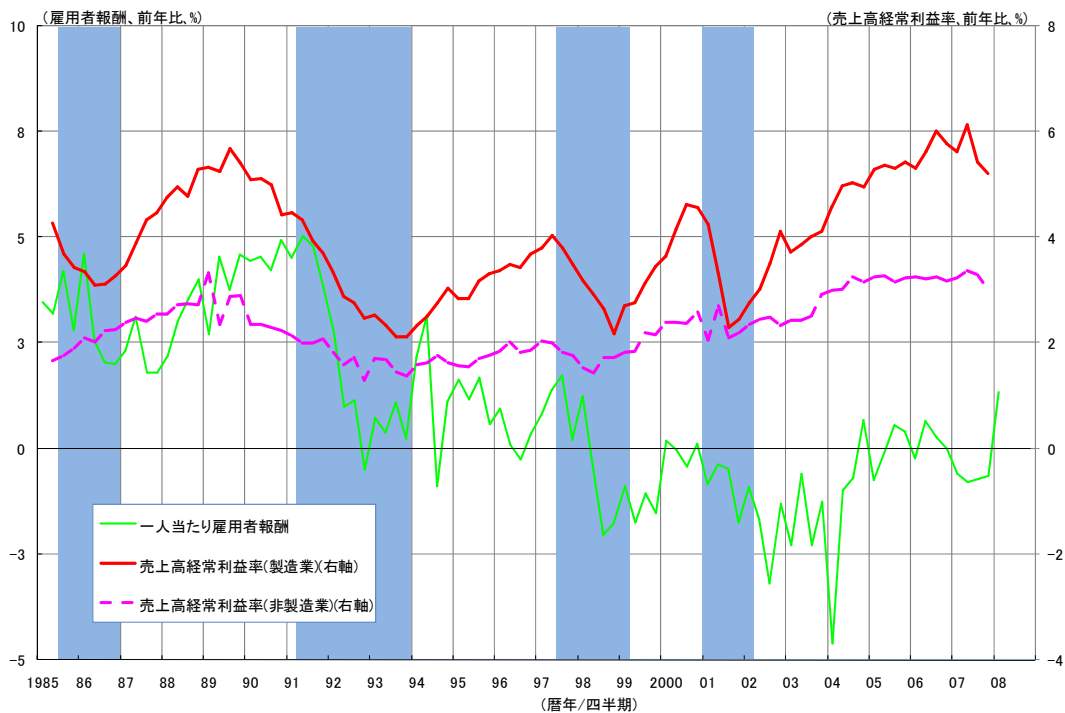
<sup>1</sup> 展望レポートは、毎年2回、4月と10月に日本銀行政策委員会・政策決定会合の議を経て公表される。また、展望レポート公表から3か月後の7月と1月には「金融統計月報」で展望レポートの中間評価が行われている。なお、今次の展望レポートと同時に、当面の金融調節方針について、「現状維持」（無担保コールレート（オーバーナイト物）を0.5%前後で推移するよう促す）も決定された。その後、5月19、20日の決定会合でも「現状維持」となった。

<sup>2</sup> 好調な輸出に支えられて高水準で推移している企業の利益は、いずれは賃金等の増加を通じ

きた。

しかしながら、この間の経済情勢を見ると、経済成長率の数値はおおむね日銀の見通しで推移しつつも、その内訳をみると、引き続き高収益を続ける企業部門に対して、賃金増に結び付かない弱い家計部門という姿が観察され、「企業から家計へ」という想定されたシナリオどおりには進まない状況が続いた（図表1）。それでも日銀は、基本的にこのシナリオを維持してきたほか、サブプライムローン問題に端を発した景気下振れリスクへの懸念に対して、これに注視しつつも景気過熱の上振れリスクを重視する姿勢をとったこと等から、景況感やリスク認識について次第に市場とのギャップが広がっていた<sup>3</sup>。

図表1 企業収益、雇用者報酬の推移



(注1) 売上高経常利益率＝経常利益／売上高

(注2) 一人当たり雇用者報酬＝雇用者報酬／雇用者総数

(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』、総務省『労働力調査』、財務省『法人企業統計季報』

一方、今次の展望レポートにおいては、足下で減速している我が国経済情勢を反映して、従来の金利引上げのロジックであった「生産・所得・支出の好循環メカニズム」というシナリオが削除された。さらに、景気下振れリスクを重視するという姿勢がとられたことによって、景気認識について市場とのギャッ

て家計へ還元され、個人消費が拡大していくというシナリオ。

<sup>3</sup> 過去の展望レポートの概要・評価等については、文末掲載の拙稿各レポート参照。

プも小さくなったとされる<sup>4</sup>。こうした景気認識のもとで、不確実性の高まりを踏まえ、先行き金融政策運営のスタンスも、従来の「金利正常化」から「予め特定の方角性を持つことは適当でない」という中立的な姿勢に変わった<sup>5</sup>。

## 2-2. 経済成長率の見通しは下方修正

先行きの景気について、今次展望レポートでは、08、09年度とも、おおむね潜在成長率並みの水準（1%半ば～後半）で推移するという見通しが示された（図表2）。このうち、08年度は、前回の展望レポートの2%程度（潜在成長率を若干上回る水準）からの下方修正である<sup>6</sup>。

図表2 政策委員の経済・物価見通し

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 (除く生鮮食品)
2007年10月	+ 1.7 ~ + 1.8 [ +1.8 ]	+ 1.9 ~ + 2.1 [ +2.0 ]	+ 0.0 ~ + 0.1 [ 0.0 ]
時点	( + 1.7 ~ + 2.0 )	( + 1.8 ~ + 2.2 )	( + 0.0 ~ + 0.1 )
実績	+1.5	+2.2	+0.3
2008年度	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2008年4月	+ 1.4 ~ + 2.3 [ +1.5 ]	+ 2.4 ~ + 2.8 [ +2.5 ]	+ 0.9 ~ + 1.1 [ +1.1 ]
時点	( + 1.4 ~ + 1.8 )	( + 2.3 ~ + 2.9 )	( + 0.9 ~ + 1.2 )
2007年10月	+ 1.9 ~ + 2.3 [ +2.1 ]	+ 0.9 ~ + 1.2 [ +1.0 ]	+ 0.2 ~ + 0.4 [ +0.4 ]
時点	( + 1.9 ~ + 2.4 )	( + 0.7 ~ + 1.2 )	( + 0.2 ~ + 0.5 )
2007年4月	+ 2.0 ~ + 2.3 [ +2.1 ]	+ 0.8 ~ + 1.0 [ +1.0 ]	+ 0.4 ~ + 0.6 [ +0.5 ]
時点	( + 1.9 ~ + 2.4 )	( + 0.7 ~ + 1.2 )	( + 0.3 ~ + 0.6 )
2009年度	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2008年4月	+ 1.6 ~ + 1.8 [ +1.7 ]	+ 1.3 ~ + 1.8 [ +1.5 ]	+ 0.8 ~ + 1.0 [ +1.0 ]
時点	( + 1.5 ~ + 1.9 )	( + 1.3 ~ + 1.9 )	( + 0.8 ~ + 1.1 )

(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) 国内企業物価指数は、10月時点の見通しは2000年基準、実績は2005年基準に基づき算出された対前年度比。今回の2008年度、2009年度は、いずれも2005年基準に基づく見通し。

(注3) 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。

(注4) [ ]は、今回発表の分。

(出所) 日本銀行『経済・物価情勢の展望』、内閣府『国民経済計算』から作成

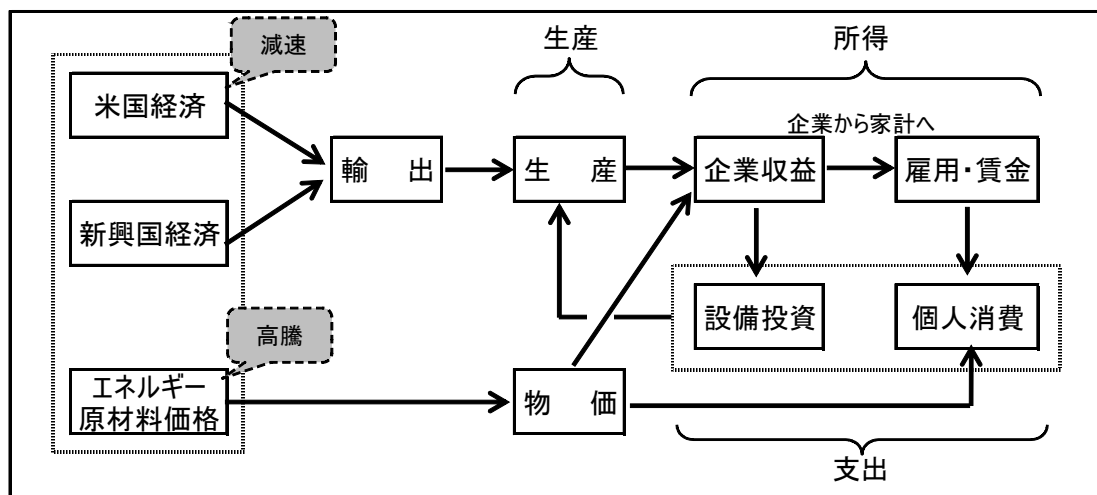
<sup>4</sup> 『日本経済新聞』(2008.5.9)

<sup>5</sup> 今次の展望レポートや総裁記者会見(日本銀行『総裁記者会見要旨』(2008.5.1))では、金融政策運営姿勢について「中立」であることの明言はなかったが、08年5月12日の日本記者クラブにおける総裁講演後の記者会見で白川総裁は「リスク要因が大きく、中立のスタンスをとっている」旨の発言があったと報道されている(『日本経済新聞』(2008.5.13))。

<sup>6</sup> 09年度は今次展望レポートから公表。

この背景には、米国を中心とした海外経済の減速や円高及び大幅なエネルギー・原材料価格の上昇などによって、従来の日銀の標準シナリオであった「生産・所得・支出の好循環メカニズム」が、生産、所得、支出のいずれの面も足下で弱まっていることがある。すなわち、生産面では「横ばい圏内の動き」となり、所得面では「エネルギー・原材料価格高は企業収益等の所得形成力を弱め」、支出面では「設備投資の増勢が鈍化」したのである（図表3）。

図表3 我が国経済の波及経路（イメージ）



（注）一般に理解されている経済の波及経路をイメージ化したが、実際の波及経路は図表ほど単純ではない。

（出所）筆者作成

しかし、その一方で、日銀は、我が国経済が明確に後退するというシナリオまでは描いていない。具体的には、08年度前半は、引き続き海外経済の減速、円高やエネルギー・原材料価格の上昇の影響で減速を続けるものの、その後は、海外経済が減速局面を脱し、エネルギー・原材料価格の影響が薄まっていくので、我が国の所得形成力も回復し、08年度後半、09年度と潜在成長率並みの緩やかな成長経路をたどっていくという姿を描いている。つまり、景気は当面減速が続くものの、やや長い目で見れば、好循環メカニズムが途切れてしまったわけではなく<sup>7</sup>、成長経路を取り戻すとしている。その根拠として、日銀は、(1)米国経済が減速しているが、海外経済が高めの成長を遂げている点、(2)緩和的な金融環境にある点、(3)在庫・設備・雇用面における調整圧力が小さい点をあげている。

<sup>7</sup> 日本銀行『白川副総裁記者会見要旨』（2008.4.9）

### 2-3. 消費者物価指数の見通しは上方修正

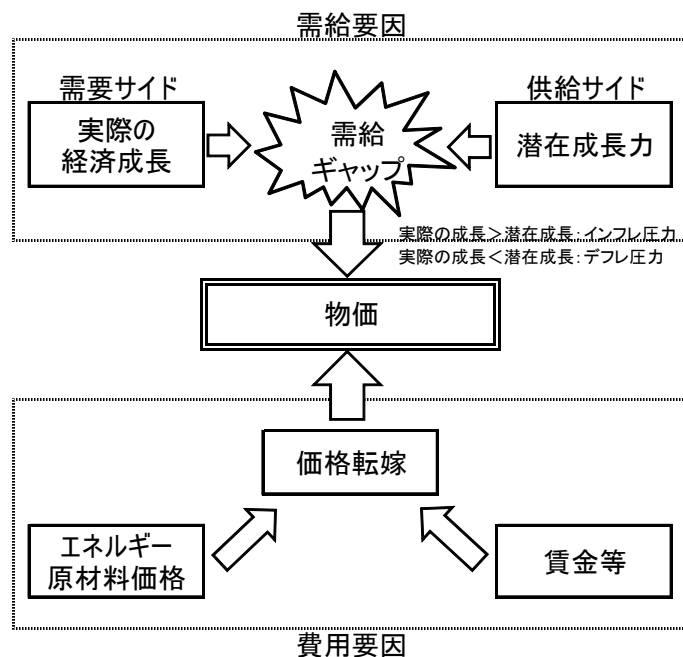
先行きの消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比について、今次展望レポートでは、08、09年度とも、おおむね1%程度で推移するという見通しが示された（前掲図表2）。このうち、08年度は、足下の石油製品や食料品の価格の上昇テンポを反映して、前回の展望レポートにおける物価見通し0.4%程度から上方修正されている。

今回示された消費者物価上昇率1%程度という水準については、日銀は「中長期的な物価安定の理解<sup>8</sup>」で示された「1%程度」という物価安定におおむね沿った値となっており、物価が安定した状態との評価をしている。

こうした見通しの背景について、一般的に物価に影響を与える要因として考えられている「需給面」と「費用面」の両面から確認する<sup>9</sup>（図表4）。

まず、需給面では、2-2節のとおり、経済成長については、潜在成長率並みを見通していることから、需給ギャップはおおむねバランスした状態で推移することになる。こうした状態では、需給面から物価を上げる力はほとんどないとされ

図表4 物価変動への要因（イメージ）



（注）一般に理解されている物価変動の要因をイメージ化した。これらは相互に密接に関連しているため、実際は図表ほど単純なものではない。

（出所）筆者作成

<sup>8</sup> 「中長期的な物価安定の理解」（物価安定の理解）とは、日銀が金融政策運営に当たって、各政策委員が中長期的にみて物価が安定していると理解する物価上昇率を示したものである。この物価安定の理解は、原則としてほぼ1年ごとに点検されることとなっており、今次展望レポートがその時期となっていた。今次展望レポートでは、物価安定の理解について「消費者物価指数の前年比で0～2%程度の範囲内にあり、委員ごとの中心値は、大勢として、1%程度となっている」とされた。なお、物価安定の理解の公表後、この数値は変更されたことがない。  
<sup>9</sup> 需給面は、需要が増加し供給量を上回る超過需要が発生したときにインフレが生じるとする考え方で、需要を引き上げるという「ディマンド・プル・インフレーション」と呼ばれる。他方、費用面は、賃金・原材料価格の上昇を価格に転嫁するためインフレが起こるという考え方で、費用が押し上げるという「コスト・プッシュ・インフレーション」と呼ばれる。

る<sup>10</sup>。一方、費用面では、緩やかな賃金上昇に向かうにつれて、ユニット・レバー・コスト（生産1単位当たりの人件費）のマイナス幅が縮小することや、国際的なエネルギー・原材料価格が高水準で推移することなどから、過去の原材料価格の上昇分も含め、諸コストを価格に転嫁する動きが、企業間取引段階のみならず、消費者段階でも、根強い競争圧力にある程度相殺されながらも、徐々に広がっていくことが予想されている。

このように、今次展望レポートでの08、09年度の消費者物価指数1%程度の物価上昇見通しは、需給面というよりも石油製品や食料品を中心とする価格上昇という費用面からの要因が中心となっていることが理解できる。

#### 2-4. 景気下振れリスクを警戒

以上の経済・物価情勢の見通しは、あくまで日銀の標準的なシナリオにすぎない。現在は、むしろこうしたシナリオ自体が実現できるかどうか、不確実性が極めて高まっている状態にある。

07年7月の米国サブプライムローン問題に端を発した国際金融資本市場の動揺は現在も続いており、米欧金融機関の最終的な損失額や今後の国際金融資本市場の動向は、先行き不透明な状況である。また、米国経済は、住宅価格の下落が止まらず景気停滞の長期化が懸念されているほか、原油や穀物などの国際商品市況も高水準で推移している。

今次展望レポートでは、こうした海外経済や国際金融市場をめぐる不確実性の高まりや、エネルギー・原材料価格高の影響を、我が国経済の景気下振れリスクとして、景気過熱という上振れリスクよりも重視するという姿勢を明示した。前回の展望レポートにおいては、こうした下振れリスクを注視するとしながらも、上振れ、下振れのどちらかに比重を置くという明言はなかった。むしろ展望レポートの全体のトーンや総裁記者会見から判断すると上振れリスクの方を重視していたことからすれば、大きな方向転換である。

加えて、今次展望レポートでは、仮にこうした下振れリスクが顕現化した場合の我が国経済についてのシナリオが描かれている。つまり、下振れリスクの顕現化によって、我が国経済は「①輸出や設備投資の下振れを主因に前向きの循環メカニズムが途切れ、経済成長率が潜在成長率に届かなくなる、②それに国際商品市況の下落も加わって消費者物価の上昇率が低下する」可能性がある。また、海外経済が上振れた場合であっても、「世界経済の高めの成長」と「高水

---

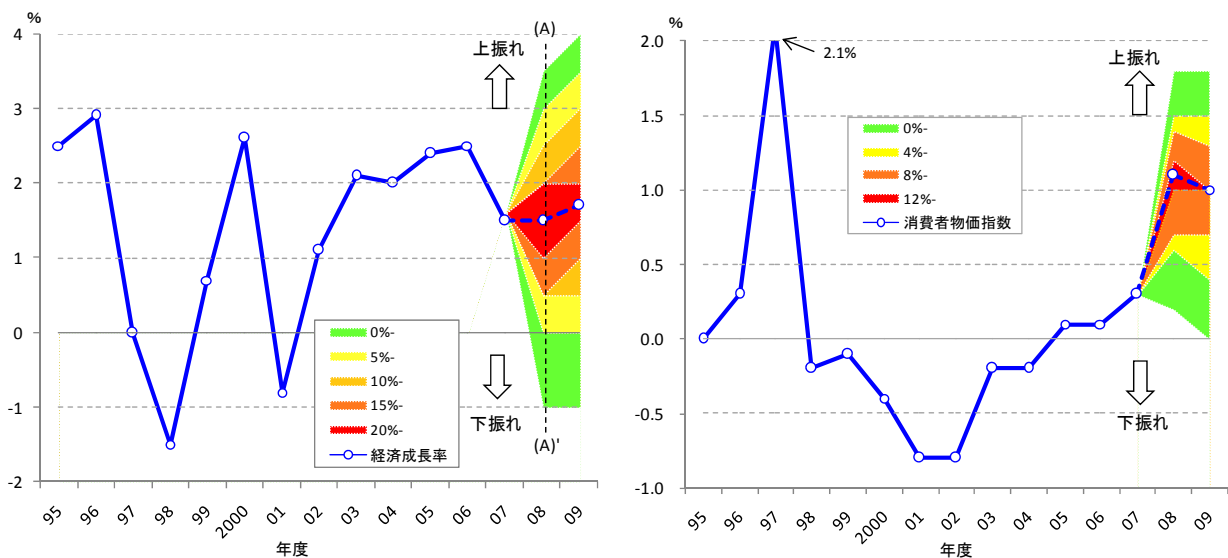
<sup>10</sup> 日本銀行『総裁記者会見要旨』（2008.5.1）

準な国際商品市況」がバランスすることの不確実性は大きいことから、海外経済のわずかな上振れが、商品市況の上昇を加速させる可能性があり、その場合には、世界経済は一時的に上振れても、インフレ圧力の一段の高まりによって、結局その後の成長が制約されることになる。このとき、我が国経済にとっては「純輸出等を通じるプラス面よりも交易利得のマイナス面の方が大きい状態が続いて、企業や家計の支出行動にマイナスの影響が及ぶ可能性がある」というものである。

こうした下振れリスクはどの程度起こる可能性があるのだろうか。この手掛かりとして、今次展望レポートから、「リスク・バランス・チャート」が新たに導入された。これは各政策委員が見通しの上振れ下振れについて想定した確率分布を集計（平均）したものであり、政策委員のリスクのバランスを視覚的に捉えることができる。前回までの展望レポートでは、定性的な記述だけだったことから、今回の定量的に見せるという試みに対して、これを評価する声が多い。

図表5は、この「リスク・バランス・チャート」を基にして経済・物価情勢の見通しと確率分布を時系列に並べて再構成したものである。点線は政策委員

図表5 経済・物価情勢見通しの確率分布  
 <実質GDP> <消費者物価指数(除生鮮食品)>



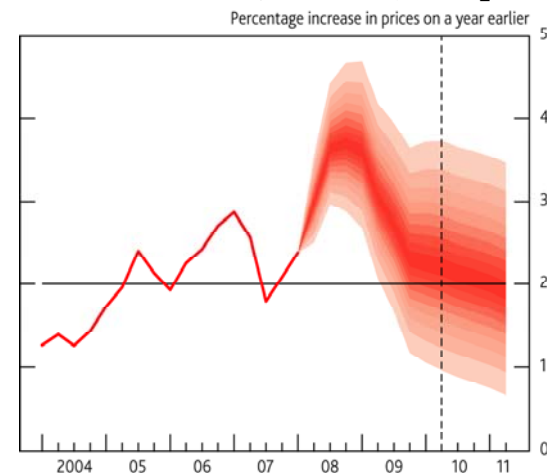
(注1) 07年度までは実績値。08年度、09年度は政策委員の大勢見通しの中心値。  
 (注2) 「リスク・バランス・チャート」の確率分布を時系列に並べて、扇状(ファン・チャート)に表示した。実質GDPの図表の(A)-(A)'線の断面が「リスク・バランス・チャート」の08年度の確率分布に相当する。なお、「リスク・バランス・チャート」の詳細な数値は公表されていないため、凡例のとおり図表では大まかに分類した。  
 (出所) 日本銀行『経済・物価情勢の展望』から作成

の大勢見通しの中心値であり、赤部分が見通しから上下に振れた場合に想定される値のうち起こる確率の高い範囲であり、色が薄くなるにつれてその確率は下がっていくことを表している。例えば、08年度の実質GDPの成長率は、見通しの中心値は1.5%程度であるが、20%~25%程度の確率で、下振れの1.0%程度から上振れの2.0%程度となる可能性が高く、15%~20%程度の確率で、0.5~1.0%程度の下振れの成長率となる可能性があることを示す。

08年度の実質GDPの分布を見ると、確率の比較的高い赤や橙の部分が見通し中心値の1.5%程度からやや下方向に偏っており、下振れリスクに対する意識の方が高いことがわかる。その先の09年度は見通しを挟んで上下ともほぼ均衡しているが成長率の想定範囲は広がっている。また、消費者物価指数では、08、09年度とも確率分布は見通しの中心値からやや下方向に偏っている。これらのことから、現在、先行き経済の下振れリスクに力点を置いているが、確率分布の下方への偏りはそれほど大きくはないことから、仮にリスクが顕現化しても、景気の後退や不況といった最悪のシナリオまでは想定されていないことがうかがい知れよう。

ただし、この「リスク・バランス・チャート」は、あくまで政策委員が示した確率分布の単純平均であって、日銀の公式な見解ではない。また、このチャートからは個々の委員がどのように想定しているのか、どちら側のリスクに軸を置く委員が多いのかといった情報までは知ることができない。この点、英国の中央銀行であるイングランド銀行が採用する「ファン・チャート」(図表6)は、

図表6 インجلترا銀行の「ファン・チャート」



(出所) Bank of England, "Inflation Report" (May 2008)

政策委員が一つの見通しとその確率分布に合意した上で公表されているため、中央銀行としてのリスクウェイトを知ることができる。今後も、今回の試みで止まることなく、金融政策運営の透明性を高めるため、より分かりやすい情報発信が日銀には求められる。

## 2-5. 今後の金融政策運営は機動的に

現在の日銀の金融政策(新たな金融政策の枠組み)においては、(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下で持続的な成長の経路をたど



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、当面の金融政策運営の考え方を整理するという形をとっている。

この枠組みに従って、先行きの金融政策運営の考え方を見ると、2-2、2-3節のとおり、(1)としては、潜在成長率並みの経済成長という標準シナリオを描きながらも、(2)では、海外経済や原材料・エネルギー価格を背景にした下振れリスクの高まりに力点を置いた。そして、これらの不確実性が極めて高まっていることから、「予め特定の方角性を持つことは適当でない」として、従来の「金利の引上げ」という方向性は示さずに、「経済・物価の見通しとその蓋然性、上下両方向のリスク要因を丹念に検討しながら、それらに応じて機動的に金融政策運営を行っていく方針である」とし、政策金利の引上げ引下げに対して中立的な姿勢を示している。

### 3. 機動的な金融政策運営にこそ求められる透明性

このように今後の金融政策運営は、経済を取り巻く不確実性が極めて高い状況の下では、特定の方角性は持たずに、経済・物価情勢に応じて機動的に運営していくということが示された。例えば、白川総裁は一般論ではあるが「消費者物価の上昇の原因が純粋に供給サイドの要因による原油価格の一時的な上昇である場合（略）交易条件の悪化による景気後退に対応して政策金利を引き下げる」ことが必要となる局面もあると金利引下げにも言及している<sup>11</sup>。

こうした金融政策運営のスタンスは、金利引上げの方角性を持って経済・物価情勢を点検してきたがゆえにその判断が市場とずれてしまったこととの対比で、市場では好意的に受け入れられているようである。しかし、こうした機動的な金融政策運営は、裏を返せば、日銀の総合判断にゆだねられているということでもある。現在、中立的なスタンスが維持されているのは、不確実性が極めて高く、先行き経済が成長を続けるか後退するかの分岐点にあるためである。懸念されている下振れリスクが顕現化しなかったり薄れたりするなどして不確実性が晴れてくれば、今度は、これまで重視されていた景気過熱という上振れリスクに対応するため、利上げが再開される可能性があり、このことは今次展望レポートでも明記されている。

そもそも経済や物価は、様々な要因が複雑に絡み合って決まるものであり、ある一時点をもって不確実性がなくなったと判断することは難しいだろう。つ

---

<sup>11</sup> 日本銀行『「最近の金融経済情勢と金融政策運営」－日本記者クラブにおける白川日本銀行総

まり、この不確実性が晴れたか否かは、最終的には日銀の判断に任せられているということになる。

新たな金融政策の枠組みは、金融政策の予見性を高め、市場を混乱に陥らせないために導入されたものである。前回までの展望レポートでは、金利引上げという方向感があったため、経済情勢の判断に関してある程度市場との認識ギャップがあっても、利上げの「タイミング」という点に市場の関心事が集まっており、大きな混乱はなかった<sup>12</sup>。

しかし、現在の経済情勢は、物価上昇と景気減速のように、物価と景気が逆方向に向く可能性が強くなっている。こうした情勢においては、物価上昇に対応するための利上げか、景気下支えのための利下げか、というように全く正反対の方向への金融政策が存在する。仮に、求められるべき方向とは逆の政策が採られた場合には、経済・物価情勢の振幅をより一層大きくしてしまうことになりかねない。こうした状況下では、金融政策運営にはより一層慎重な判断が求められる。そして、利上げ利下げの決定の際には、最終的にはあらゆる状況を踏まえた総合判断によることにならざるをえないが、「総合判断」という名の下で政策判断の根拠を曖昧にしてはならないだろう。機動的な金融政策運営であるからこそ、政策判断の根拠を分かりやすく説明するなどの透明性の確保が求められるのである。

#### 【参考文献】

- 上野泰也「『展望レポート』は据置が基本線だが・・・」『Mizuho Securities Macro Information』みずほ証券、2008年4月30日
- 落合昂二「タカ派色が強い展望レポート全文」『Mizuho Securities Macro Information』みずほ証券、2008年5月2日
- 草場洋方「日銀『展望レポート』(2008/04)の評価～景気認識は慎重化し、金利正常化路線は正式に棚上げ。政策金利は当面据え置きが続く見込み～」『みずほマーケットインサイト』みずほ総合研究所、2008年4月30日
- 熊野英生「中立モードを強調した展望レポート～消費者物価は2008・2009年度1.1%・1.0%の見通し～」『BOJ Watching』第一生命経済研究所、2008年4月30日
- 宮川憲央「金融政策運営スタンスを中立方向に修正」『SRI 国内経済ウォッチ』新光総合研究所、2008年5月1日

---

裁講演要旨ー』(2008.5.12)

<sup>12</sup> それでも、07年1月に政策金利引上げが見送られた時には、市場での利上げ観測とのギャップから、市場に多少の混乱が見られた。

矢嶋康次「4月展望レポート(4/30)～金利正常化から中立姿勢へ」『経済・金融フラッシュ』ニッセイ基礎研究所、2008年4月30日

【本誌における金融政策関連の拙稿レポート】

- ・「海凶なき航海に乗り出した金融政策－量的緩和政策解除後の金融政策運営－」  
(第21号、平成18年4月)
- ・「平穏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－」(第23号、平成18年5月)
- ・「ゼロ金利政策解除の点検－政策金利復活の意義と日銀の説明責任の観点から－」  
(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)
- ・「『正常化』志向のメッセージとなった政策金利引上げ－2月21日の金融市場調節方針の変更－」(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－日銀展望レポート(2007年4月)－」  
(第42号、平成19年5月)
- ・「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)～」(第49号、平成19年12月)

(内線 75043)

## 参考図表 日銀展望レポートの概要

	<b>前回「展望レポート」(2007年10月)</b> (2007年10月31日)	<b>今次「展望レポート」(2008年4月)</b> (2008年4月30日)
対象年度	2007年度後半～2008年度	2008年度～2009年度

### 経済・物価情勢の見通し

(1) 実体経済	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、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予想	概ね潜在成長率並みの緩やかな成長を続ける可能性が高い
<海外経済> (輸出) 企業部門 (設備投資) <家計部門> (雇用者数) (賃金) (個人消費) <金融環境>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 米国経済は、住宅市場の調整を主因に減速が長引く一方、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</li> <li>・ 増加を続ける</li> <li>・ 高水準の企業収益が続く</li> <li>・ 設備投資は増加を続ける</li> <li>・ もっとも、これまで数年にわたって高い伸びが続いたことから、資本ストック循環の観点からみて、伸び率は昨年度までよりは低いものになる</li> <li>・ 好調な企業部門から家計部門への波及が、緩やかながらも着実に進んでいく</li> <li>・ 増加が続く</li> <li>・ グローバルな競争や資本市場からの規律の高まり、原材料高などを背景に、中小企業を中心に人件費抑制姿勢が根強いことに加え、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などもあって、やや弱めの動きとなっているが、労働市場の需給がさらに引き締まっていけば、徐々に上昇圧力が高まっていく</li> <li>・ 緩やかな増加基調を辿る</li> <li>・ 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</li> <li>・ 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</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 海外経済は、減速するものの、新興国を中心に成長を続ける</li> <li>・ 引き続き、増加する可能性が高い</li> <li>・ 設備・在庫・雇用などの面で調整圧力を抱えていない</li> <li>・ 中長期的な需要を見据えた投資が続くことから、大企業を中心に引き続き増加する</li> <li>・ もっとも、原材料価格高等を背景に企業にとって厳しい収益環境が続くことや、資本ストック循環という観点からみると、これまで数年にわたって設備投資が高い伸びを続けてきたことから、伸び率は緩やかなものとなる</li> <li>・ 雇用者所得が緩やかに増加する</li> <li>・ 企業の人手不足感は強く、増加を続ける</li> <li>・ 労働需給がタイトな状況が長期化することから、じわじわと上昇圧力が加わっていくとみられる。もっとも、中小企業を中心に収益が伸び悩むもとで、人件費抑制姿勢は根強く続き、賃金の伸び率は緩やかなものにとどまる</li> <li>・ 底堅く推移する</li> <li>・ 緩和的な金融環境が引き続き民間需要を後押しする</li> <li>・ 国際金融資本市場の動揺が続いているが、欧米に比べ、信用スプレッドの上昇は総じて小幅であり、金融機関への影響も限定的</li> </ul>
(2) 物価		
<企業物価指数>	原油などの商品市況や為替相場にも左右されるが、上昇基調を続ける	原油などの商品市況や為替相場にも左右されるが、上昇を続ける
<消費者物価指数>	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	需給ギャップが概ね横ばい圏内で推移する中、石油製品や食料品の価格上昇テンポを反映して、2008年度末までは1%台前半で推移し、その後はやや低下
(需給ギャップ)	引き続き、需要超過方向で推移	概ね現状程度の水準で推移
(コアCPI)	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	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てマイナス幅は縮小
(インフレ予想)	先行きにかけて緩やかに上昇	購入頻度の高い品目の価格が上昇していることや上昇品目の数が増えているに伴い <b>上振れ</b>

### 上振れ・下振れ要因

(1) 実体経済	① 海外経済の動向 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 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 中国 固定資産投資を中心に過熱感が強く上振れ ② 緩和的な金融環境が続くもとで、金融・経済活動の振幅が拡大する可能性	① 海外経済の動向 米国 住宅市場の調整の高まりや金融環境の大幅な悪化などから足もと停滞。今後、住宅市場の調整や金融資本市場の動揺がより深く、長くなる場合、景気下振れの可能性 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 中国 固定資産投資などの内需の動向次第で上振れ ② エネルギー・原材料価格の動向 ③ 企業の成長期待の動向 ④ 緩和的な金融環境が続くもとで、金融・経済活動の振幅が大きくなる可能性
(2) 物価	① 需給ギャップに対する物価の感応度の不確実性 ② 原油価格をはじめとする商品市況の動向	① 家計のインフレ予想や企業の価格設定行動 ② 原油をはじめとする一次産品の価格動向

## 参考図表 日銀展望レポートの概要（続き）

	<b>前回「展望レポート」(2007年10月)</b> (2007年10月31日)	<b>今次「展望レポート」(2008年4月)</b> (2008年4月30日)
対象年度	2007年度後半～2008年度	2008年度～2009年度
<b>2つの「柱」による点検</b>		
● 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"> <li>・ わが国経済は、生産・所得・支出の好循環メカニズムが維持されるもとで、息の長い成長を続ける</li> <li>・ 消費者物価指数の前年比は、目先はゼロ%近傍で推移する可能性が高いが、より長い目でみると、<u>プラス幅が次第に拡大</u>していく</li> <li>－ 「中長期的な物価安定の理解」に沿ったものと評価</li> <li>・ 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</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ わが国経済は、<u>当面減速するが、見直し期間全体では、概ね潜在成長率並</u>で推移</li> <li>・ 消費者物価指数の前年比は、<u>均してみれば1%程度</u>で推移する可能性が高い</li> <li>－ 「中長期的な物価安定の理解」に概ね沿ったものと評価</li> <li>・ 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</li> </ul>
● 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"> <li>・ 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</li> <li>・ また、海外経済や国際金融資本市場の動向に変動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</li> <li>－ 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</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 海外経済や国際金融資本市場を巡る不確実性、エネルギー・原材料価格高の影響など<u>景気の下振れリスクに最も注意する必要がある</u></li> <li>－ ただし、企業部門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小さくなっていると考えられる</li> <li>・ 長期的には、低金利が経済・物価情勢と離れて長く継続するという期待が定着するなど、緩和的な金融環境の長期化が経済・物価の振幅をもたらすリスクは、引き続き存在し、特に上記のような<u>下振れリスクが薄れる場合には、その重要性は増す</u>と考えられる</li> </ul>
<b>先行きの金融政策の運営方針</b>		
(参考) 政策金利目標	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 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成長軌道を進んでいるのであれば、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</li> <li>・ 今後の金融政策運営においても、こうした基本的な考えを維持する方針である</li> </ul> <p>すなわち、「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進んでい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</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ これまで、①短期金利は、潜在成長率や物価上昇率との関係からみて、極めて低い水準にあり、日本経済が物価安定のもとでの持続的成長軌道を進んでいるのであれば、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</li> <li>・ 現在のように不確実性が極めて高い状況のもとで、先行きの金融政策運営について<u>予め特定の方向性を持つことは適当ではない</u>。この先、下振れリスクが薄れ、物価安定のもとでの持続的な成長を続ける見通しの蓋然性が高まるのか、あるいは、下振れリスクが顕現化する蓋然性が高まるのか、よく見極めていく必要がある。日本銀行としては、経済・物価の見通しとその蓋然性、上下両方向のリスク要因を丹念に点検しながら、それらに応じて機動的に金融政策運営を行っていく方針である</li> <li>・ 金融政策が効果を発揮する上で金融市場の安定性を維持することが必要である。金融市場の安定の面では、日本銀行は、十分な流動性供給体制を有しており、市場機能の維持に努めている。昨年夏以降、米欧金融市場の動揺が続く中で、金融市場調節を通じて、適切な流動性の供給を行ってきた。その結果、短期金融市場は落ち着いた動きを続けている。今後とも、市場動向を注意深くモニターし、適切な金融市場調節を行うことで、市場の安定に努めていく所存である</li> </ul>
	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

(注) 下線は、主要な変更箇所。  
 (出所) 日本銀行「経済・物価情勢の展望」から作成