

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～

企画調整室（調査情報室） 鈴木 克洋

【要 旨】

2006年10月31日に公表された日銀の展望レポートは、前回4月の展望レポートがほぼ踏襲された内容となった。しかし、足元の経済情勢においては、家計所得の増加等が見られず、日銀が想定している「企業部門から家計部門への波及」がいまだ見られないこと、下振れリスクと指摘された米国経済の減速が表出するなど、市場の景気に対する見方が変わりつつある。このため、景気に関する市場と日銀の認識ギャップが拡大し、日銀の強気な姿勢が際立った格好となった。また、日銀はリスク要因についても上下均衡の立場を取っているが、景気後退期における金融政策の効果が限定的であったという経験に則すれば、下振れリスクに十分備えておく必要がある。今回の展望レポートにより、政策金利引上げ時期に関する市場の観測が分散した。市場の憶測だけで市場金利が急上昇するなどの悪影響を避けるためにも、日銀には今後の経済情勢について市場との認識ギャップを埋める努力が求められる。

1. はじめに

2006年10月31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。展望レポートにおいては、今後の経済・物価情勢について、日銀の見通しと想定し得るリスク要因が示された上で、今後の金融政策がどのような考えの下で運営されるのかが示されることになっている。つまり、展望レポートは、今後の金融政策の動向に直接リンクするものであることから、年2回（4月、10月）の公表時には、市場から注目の的になる。本稿では、今回公表された展望レポートについて、金融政策の先行きを占う上でのポイントを整理することとしたい。

2. 前回の内容がほぼ踏襲された展望レポート

今回発表された展望レポートで示された経済・物価情勢の見通しや金融政策運営方針については、若干の文言の修正がみられるものの、ほぼ前回4月の展

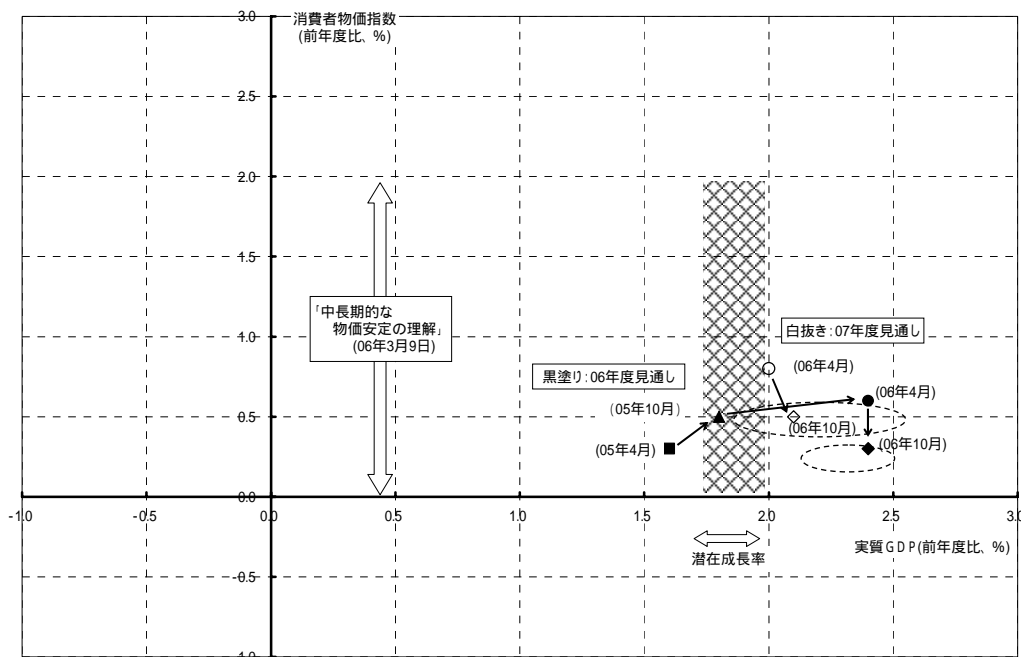
図表1 展望レポートの概要

経済見通し	経済・物価情勢の展望(2006年4月)	経済・物価情勢の展望(2006年10月)
先行き	<ul style="list-style-type: none"> 着実に回復 内需・外需、企業・家計のバランスのとれた息の長い拡大 成熟段階への移行で潜在成長率近傍水準に向け徐々に経済減速 	<ul style="list-style-type: none"> 緩やかに拡大 内需・外需の増加、企業から家計への波及のもと、息の長い拡大 成熟段階への移行で潜在成長率近傍水準に向け徐々に経済減速
先行き	<ul style="list-style-type: none"> 海外部門 <ul style="list-style-type: none"> 海外経済の拡大 輸出の増加 企業部門 <ul style="list-style-type: none"> 米国の足元減速 全体は地域的な広がりを伴い拡大 家計部門 <ul style="list-style-type: none"> 好調の継続 設備投資の増加 金融環境 <ul style="list-style-type: none"> 資本ストック循環の観点から、07年度にかけ伸び率低下 企業部門からの波及が進んでいく 緩和的環境が民需を後押し 	<ul style="list-style-type: none"> 海外部門 <ul style="list-style-type: none"> 海外経済の拡大 輸出の増加 企業部門 <ul style="list-style-type: none"> 米国の足元減速 全体は地域的な広がりを伴い拡大 家計部門 <ul style="list-style-type: none"> 好調の継続 設備投資の増加 金融環境 <ul style="list-style-type: none"> 資本ストック循環の観点から、07年度にかけ伸び率低下 企業部門からの波及が進んでいく 緩和的環境が民需を後押し
物価見通し	<ul style="list-style-type: none"> 国内企業物価は、07年度にかけ上昇継続 消費者物価上昇率のプラス幅を次第に拡大 	<ul style="list-style-type: none"> 国内企業物価は上昇基調 消費者物価上昇率のプラス幅を次第に拡大
先行き	<ul style="list-style-type: none"> 需給ギャップ ゼロ近傍から、今後緩やかに超過需要方向へ 下止まりから若干の上昇へ 企業・家計の見通し 徐々に上方修正 	<ul style="list-style-type: none"> 需給ギャップ 超過需要、先行き超過幅を緩やかに拡大 下止まりから若干の上昇 企業・家計の見通し 上方修正
先行きの金融政策の運営方針	<ul style="list-style-type: none"> 物価安定のもとで持続的成長を実現 経済：内需・外需のバランスのとれた景気拡大継続 物価：消費者物価上昇率のプラス幅が次第に拡大 	<ul style="list-style-type: none"> 物価安定のもとで持続的成長を実現 経済：内需・外需がともに増加するもとの景気拡大継続 物価：消費者物価上昇率のプラス幅が次第に拡大
2つの「柱」による点検	<ul style="list-style-type: none"> 第1の柱 第2の柱 	<ul style="list-style-type: none"> 第1の柱 第2の柱
方針	<ul style="list-style-type: none"> 無担保コールレートを概ねゼロ%とする期間の後半、極めて低い金利水準による緩和的な金融環境を当面維持しながら、経済・物価情勢の変化に応じて、徐々に金利水準を調節 	<ul style="list-style-type: none"> 極めて低い金利水準による緩和的な金融環境を当面維持しながら、経済・物価情勢の変化に応じて、徐々に金利水準を調節

(出所) 日本銀行「経済・物価情勢の展望」(2006年4月、10月)をもとに作成

望レポート¹が踏襲されたものとなった²（図表1）。また、今回の見通しの前提となる前回のレポートから足元までの経済・物価情勢についても、日銀は、「企業部門は幾分強め、家計部門は幾分弱め」としながらも、概ね前回4月の見通しどおり推移していると評価した。また、政策委員の経済・物価見通しについては、消費者物価指数の基準改定を反映して物価の見通しは下方へシフトしたものの³、全体的には前回の展望レポートと大きな違いはみられなかった（図表2、文末参考資料）。

図表2 政策委員の経済・物価見通し



- (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) 網かけは日銀が提示する物価安定の範囲と潜在成長率の範囲（イメージ）。
- (出所) 日本銀行「経済・物価情勢の展望」（2006年4月、10月）をもとに作成

3. 「景気の成熟化」というシナリオ

このように日銀の見通しに大きな変化がないのは、日銀が「景気の成熟化」というシナリオを前提としているからである。このシナリオは、「景気拡大が長

¹ 4月の展望レポートの評価等については、拙稿「平穏だった日銀の展望レポート」（『経済のプリズム第23号』平成18年5月）を参照。

² 10月の展望レポートにおける足元の景気判断が「緩やかに拡大」とされた点については、4月との相違点に映るかもしれないが、ゼロ金利政策が解除された7月の金融経済月報において既に上方修正されており、それ以降この判断が踏襲されている。

³ 06年8月に消費者物価指数の基準年が2000年から2005年に変更され、旧基準の値と比べて伸び率が0.5%ポイント程度(2006年1~7月の平均)低下した。今回の展望レポートでは、計算方法が変更されたことの影響の多くは1年を経過した時点で剥落するため、新旧指数の乖離幅は今後縮小すると考えられるとし、前回の見通しと基調的な判断は変わらないとしている。

期化し、成熟段階に入っていくにつれて、民間支出のウェイトは、企業部門（設備投資）から家計部門（個人消費）へとシフトしていき、それに伴い、生産面のウェイトも、製造業から非製造業に移っていくと考えられる。一般に労働集約的な面が強く、生産性が相対的に低いと考えられる非製造業の生産のウェイトが上昇していくと、マクロ的にみた生産性の上昇テンポは鈍化していくとみられる。」⁴というものである。

つまり、海外経済に裏打ちをされた好調な企業収益は、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。この消費は、そもそもサービスの購入が中心となるため、サービス業（非製造業）の生産増大に繋がっていくが、これら業種は製造業に比べ生産性が高くないため、経済成長率はある一定の値（潜在成長率）に収斂していく、というものである。は足元経済の先行きを、は長めの先行きのシナリオと考えてよいだろう。

4．景気認識に対する市場と日銀のギャップ

このような日銀のシナリオに基づき、4月の展望レポートでは、のシナリオが明確になり、外需・内需、企業・家計のそれぞれの「バランス」がとれた景気拡大を続けるという見通し（ストーリー）を描いた。しかしながら、今回の10月までに足元の経済指標が示したのは、輸出依存の状況に対して内需（個人消費）の伸び悩み、好調な企業収益に対して家計所得の伸び悩みという強弱の構図が鮮明となっていることであった⁵。

例えば、図表3の左図からは、現在の02年1月からの景気拡張期においては輸出依存度が急上昇しており、85年のプラザ合意以来の水準に達していることがわかる。つまり、今回の回復は、多くの部分を外需（輸出）に依拠しているという構図が描けるだろう⁶。こうした状況にあわせるように、企業部門の利益も急増し、90年代前半のバブル期並みの水準を実現するまでに達した（図表3右図）。その一方、家計に関してみれば、企業業績と比較して雇用者報酬の伸びはかなり抑えられており、企業から家計への波及がそれほど進んでいないことが見てとれる。さらに、そうした雇用者報酬の増加も、マクロ経済規模での雇用者数の増加や一時的・臨時的な変動所得（ボーナス等）の支給増による寄与によるところが大きく、家計において所得の増加を実感できる定期所得（所定

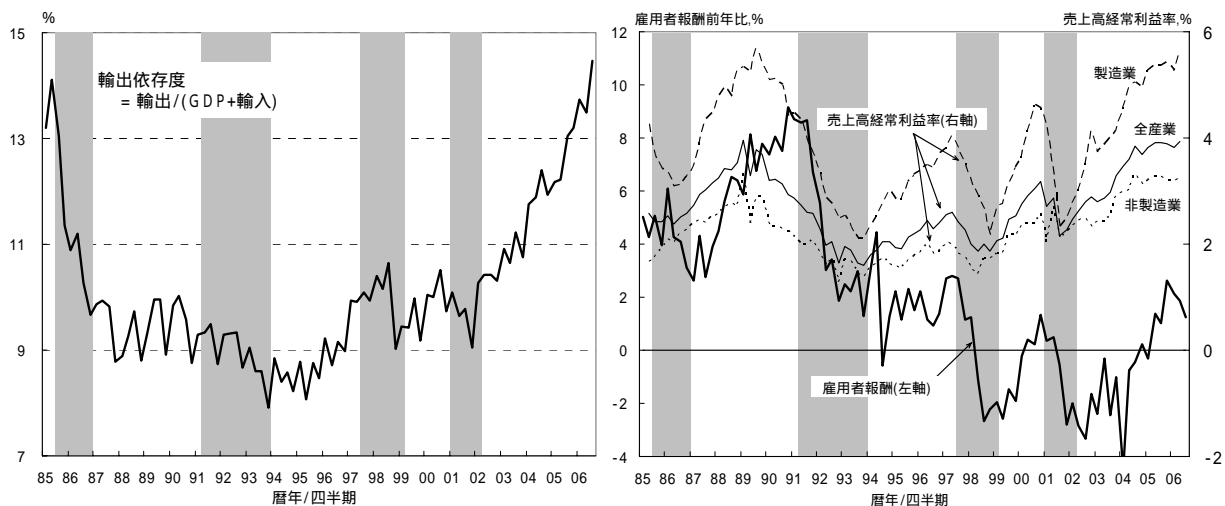
⁴ 『経済・物価情勢の展望（2006年10月）』脚注9（12頁）

⁵ こうした傾向は、10月の展望レポート公表後に内閣府から発表された「平成18年度7-9月期四半期GDP速報（1次速報）」（平成18年11月14日）でも明らかとなった。

⁶ 最近の好調な企業の設備投資（内需項目）も、こうした輸出を反映した部分が大きいと言わ

内給与)の増加はさほど見られていないことから(図表4)本格的な家計への波及とは言い切れる状況とはなっていない。

図表3 輸出依存度、企業収益、雇用者報酬の推移

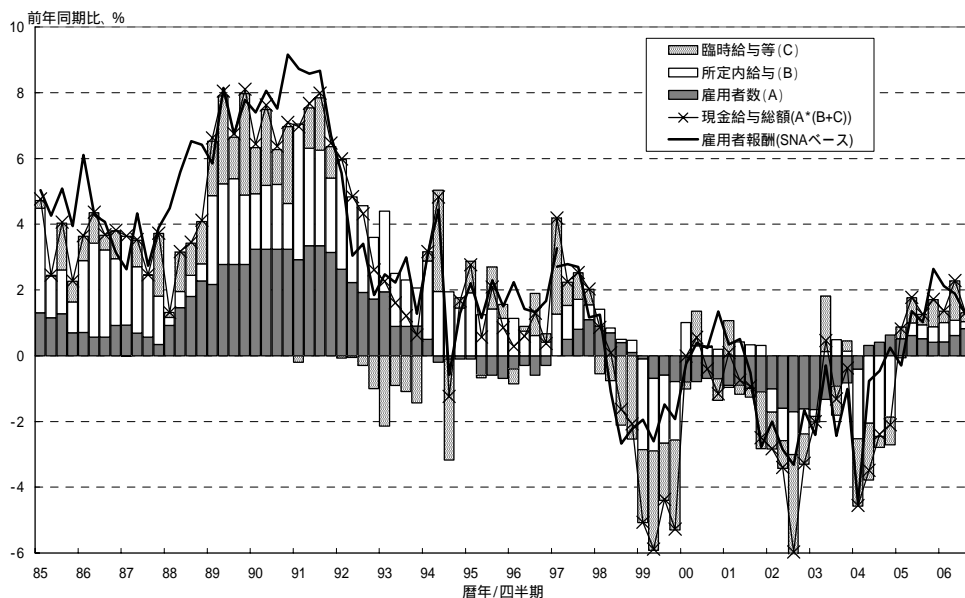


(注1) シャドーは景気後退期。

(注2) GDPは実質GDP。93年までは1995年基準、94年からは2000年基準。

(出所) 内閣府「国民経済計算」、財務省「法人企業統計調査」

図表4 現金給与総額(雇用者報酬)の内訳



(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、所定内給与、臨時給与等(特別給与、所定外給与)は事業所規模30人以上の事業所を対象とした。

(出所) 内閣府「国民経済計算」、厚生労働省「毎月勤労統計調査」

れている。

このように企業から家計へのバトンタッチが4月時点の想定より遅れていることを反映して、今回の展望レポートでは、このバトンタッチが「明確になる」から「進んでいく」に、賃金も「いずれは増加が明確になる」(傍点筆者)と若干の文言修正が行われたが、景気の牽引役が企業部門(設備投資)から家計部門(消費)にバトンタッチするというシナリオ自体が崩されることはなかった。

しかしながら、今回の展望レポート公表時点の足元では、既に、設備投資の先行指標とされる機械受注の伸びの低下など企業部門の先行き鈍化のリスク、世界経済の回復を支えている米国経済の急減速リスクなど、景気にとってマイナスに働くリスクがますます顕在化し始めており、日本経済にとって非常に微妙な局面を迎えていた。今後、仮にこうした状況が深刻化し、家計部門へ本格的に波及する前に企業部門が失速してしまうなど、日銀の描くシナリオが完結する前に日本経済自体が躓^{つまづ}いてしまう可能性も否定できない。市場においてもこれらの動向には十分注目を払っている状況にある。

こうした状況下においても、今回のレポートでは、不安な影一つ見せず前回踏襲という形としたことで、景気の認識について、日銀と市場との間のギャップは拡大することになった。日銀の強気な姿勢が際立つことになったのである。

5. リスク認識にも市場とのギャップ

経済・物価情勢の見通しと同様、日銀の先行きに対するリスク認識に対しても市場との間にギャップが生じている。これらのリスクの見方についても、前回4月の内容が概ね踏襲されたものとなったからである。今回の展望レポートで示された上振れリスク・下振れリスクについては、図表5にまとめている。こうしたリスクが「存在」することについては、概ね市場との認識は共有されている。

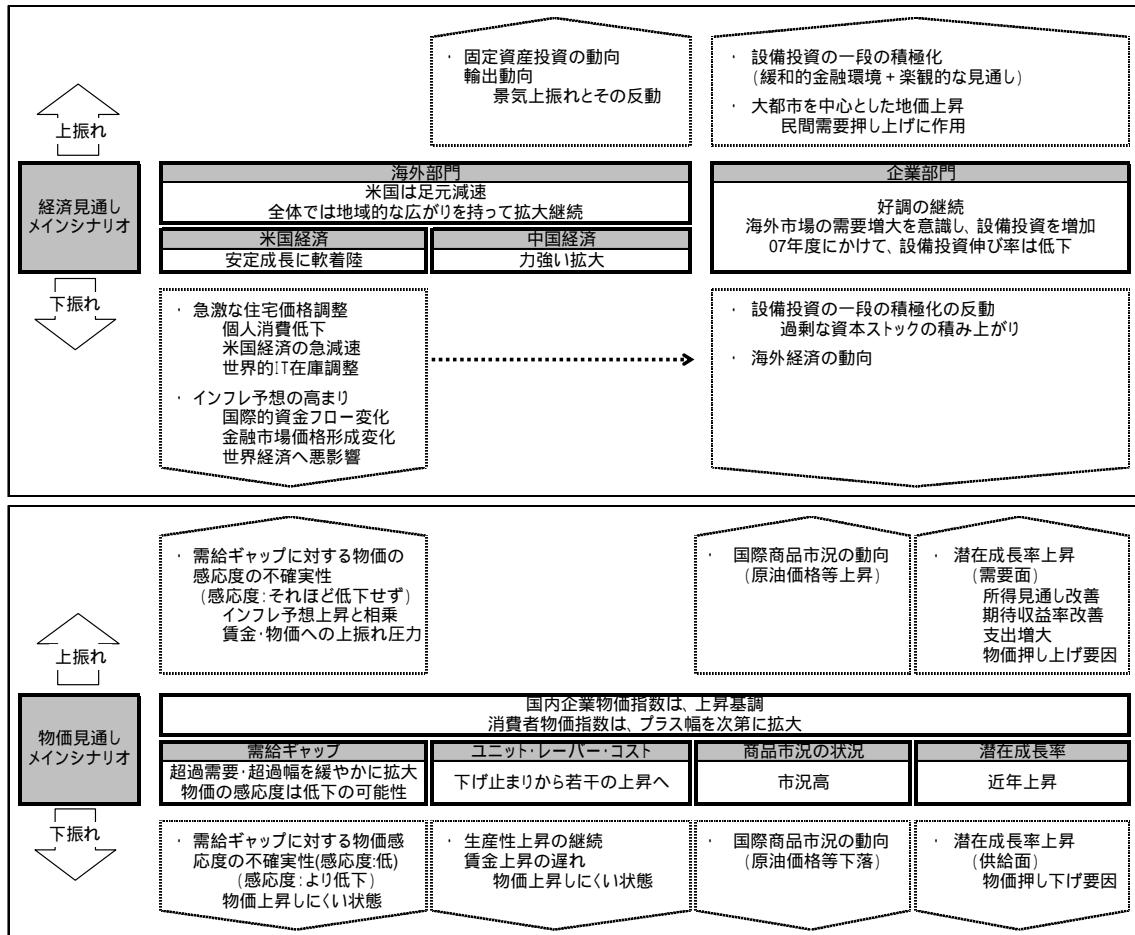
しかし、今回の展望レポートで特筆すべきことは、こうした上振れ・下振れのリスクへの力点の置き方、つまり「リスク・バランス」である。このリスク・バランスについて、日銀は「リスク要因のどちらかの方向によりウェイトを置いて、バイアスをかけてみていない」⁷としており、上振れ・下振れリスクの発生する可能性は均衡しているとの立場を取っている。

しかし、前述のとおり、足元の経済指標では、企業部門の先行き鈍化の影が見られるほか、米国経済も楽観できない状況にあることから、下振れリスクに重点を置き始めようとするのが市場の共通的な認識になりつつある。こうし

⁷ 日銀総裁記者会見(2006年11月1日)など

た状況下にありながらも、今回の展望レポートでは、設備投資の積極化という上振れリスクを引き続き強調しており、日銀が早期に政策金利を引き上げたがっているというメッセージとして市場では受け止められている。

図表5 上振れリスクと下振れリスク



(出所) 日本銀行「経済・物価情勢の展望」(2006年10月)をもとに作成

現在、政策金利は0.25%と、歴史的、世界的に見ても、まだ極めて低い水準にある。この超低金利の水準では、今後、景気が後退した場合、金利引下げという伝統的な金融政策ではほぼ対処しきれないと考えられよう。さらに、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見方が一般的であり、何よりもデフレに陥らせないことが必要であることを学んだ。こうした経験に則すれば、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、現在のような状況下においては、下振れリスクにこそ力点を置き、十分に備えておく必要があるだろう。さらには、日銀として下振れリスクに十分対処できる準備があ

ることを市場にも示すことが有用であろう。こうすることで、仮に下振れリスクが深刻化したとしても、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。

6. 分散した政策金利引上げ観測

以上のように、前回と同内容であった経済・物価情勢の見通しとリスク要因をもとに示された「先行きの金融政策の運営方針」も、当然のことながら前回4月のレポートと同様とされた。

そもそも、展望レポートにおいて、先行きの金融政策の運営方針を示されることとなったのは、06年3月に量的緩和政策が解除され、(これとともに時間軸効果が剥落したため)日銀の金融政策運営の先行きが不透明になるのではという不安を払拭する目的をもって導入されたものである。

しかしながら、今回の展望レポートでは、日銀の強気の姿勢が際立ったことから、金融政策運営の先行き、特に、政策金利の引上げ時期について、市場の観測が、今年12月から来年の10月までほぼ1年間という長期間にわたって分散し⁸、結果として先行きが不透明になってしまった感は拭いきれない。市場の憶測だけで市場金利が急上昇するなどの悪影響を避けるためにも、今後の経済情勢について市場との認識ギャップを埋める努力が求められる。日銀は、今後も市場との対話を通じて共通認識の醸成をはかることとしているが、拡大したギャップを縮めることは容易なことではないだろう。金融政策の「のりしろ」を急いで確保したいがために、市場の認識と一致しない形で政策金利を引き上げることは、市場を混乱に陥らせるだけであり、避けるべきであるのはいうまでもない。

【参考文献】

上野泰也「『展望レポート』に見られる努力の跡」『Mizuho Securities Macro Information』みずほ証券、2006年10月31日

落合昂二「追加利上げに意欲的な日銀」『Mizuho Securities Macro Information』みずほ証券、2006年11月1日

白石誠司「06年10月展望レポート～前回踏襲」『BOJウォッチング No.245』大和証券S M B C、2006年11月1日

矢嶋康次「金融政策・市場の動き～強気の日銀シナリオと市場とのギャップ」『Weeklyエコノミストレター』ニッセイ基礎研究所、2006年11月2日

(内線 3295)

⁸ 日経金融新聞(2006.11.1)

(参考資料)

経済・物価情勢の展望(06年10月31日)

対前年度比、%

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10月	+ 2.3 ~ + 2.5 [+2.4]	+ 2.9 ~ + 3.5 [+3.0]	+ 0.2 ~ + 0.3 [+0.3]
時点	(+ 2.2 ~ + 2.5)	(+ 2.9 ~ + 3.5)	(+ 0.2 ~ + 0.3)
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10月	+ 1.9 ~ + 2.4 [+2.1]	+ 1.1 ~ + 1.5 [+1.2]	+ 0.4 ~ + 0.5 [+0.5]
時点	(+ 1.8 ~ + 2.6)	(+ 1.0 ~ + 1.7)	(+ 0.4 ~ + 0.6)
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、幅で示したものを。
(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。

(参考)

政府の経済見通し等

対前年度比、%、()内は名目GDP

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	+ 3.3	+ 2.1	- 0.1

2006年度	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数
H18年度 経済見通し (18.1.20)	1.9 (2.0)	+ 0.9	+ 0.5
H18年度 経済動向試算 (18.7.7)	2.1 (2.2)	+ 1.8	+ 0.6

- (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。

2006年度	世界GDP(日本を除く)	円相場(円/ドル)	原油価格(ドル/バレル)
経済見通し	3.3	113.6	54.6
経済動向試算	-	114.6	68.3

(出所) 日本銀行『経済・物価情勢の展望』、
『平成18年度の経済見通しと経済財政運営の基本的態度』等をもとに作成