

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）—

企画調整室（調査情報室） 鈴木 克洋

【要旨】

2007年4月27日、日本銀行は「経済・物価情勢の展望」（展望レポート）を公表した。今次のレポートでは、消費者物価指数上昇率0～2%という「物価安定の理解」のほか、「企業部門から家計部門への波及」というメイン・シナリオが維持された。物価の見通しは下方修正されたものの、物価安定のもとで息の長い成長を続けるという見通しは、前回及び前々回の見通しがほぼ踏襲されている。

量的緩和政策解除後の「新たな金融政策の枠組み」による1年間の金融政策を振り返ると、賃金や物価が展望レポートのシナリオから下振れても「いずれ」シナリオに沿って展開するとして、政策金利の引上げが行われてきた。しかし、実際の経済・物価は、なかなかこのシナリオに沿った動きを見せず、適宜、「いずれ」の時点は先送りされている。加えて、足元の賃金動向も勘案すると、シナリオの実現性についての不透明感は必ずしも払拭できない。

こうした状況で、政策金利引上げとメイン・シナリオとの整合性について、日銀と市場との間に認識ギャップが生じている。日銀のシナリオ許容範囲は非常に広く、最終的には「総合判断」という色彩が濃くなっているといえよう。市場の金利引上げスケジュール感が否定される一方、「いずれ」のロジックが維持されており、先行きの金融政策運営は視界不良になっている。

説明不足で金利の方向観が見失われて市場が混乱に陥ることだけはあってはならない。今後の金融政策についてより明確で具体的な説明が求められる。

1. はじめに

2007年4月27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^{1,2}。展望レポートは、日本銀行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。本稿では、今次の展望レポートについて、概観を整理するとともに、量的緩和政策の解除と同時に導入された「新たな金融政策の枠組み」に基づくこれまでの1年間の金融政策運営の整理という視点から検証をすることとする。

¹ 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、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。

² 同時に、金融調節方針についても現状通りとすることが決定された（無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導目標0.5%前後）。その後の07年5月17日の政策決定会合においても

2. 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。

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。

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、</p> <p> 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</p> <p> 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> |
|--|

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」）、足元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。以下では、順に今次の展望レポートのポイントを整理する。

3. 据え置かれた「物価安定の理解」

「中期的な物価安定の理解」（以下「物価安定の理解」という。）は、中長期的にみて物価が安定していると各政策委員が理解する物価上昇率を示したものである。金融政策運営のプロセスにおいては、この物価観を念頭に置きながら、現実や先行きの経済・物価の動きをチェックし、金融政策が行われることになる。この「物価安定の理解」は、1年ごとに点検が行われることになっており、今次の展望レポートがその機会となった。

今次の点検では、物価の安定についての基本的な考え方が再確認された上で、数値としては、従来と同様「消費者物価指数の前年比で0～2%程度の範囲内にあり、各政策委員の中心値は、大勢として、概ね1%前後で分散している」とさ

現状維持が決定されている。

れた。

しかし、前回（06年3月）と同じ範囲が示されたことで、これまで「物価安定の理解」に対して指摘されてきた数々の問題点は解消されなかった³。具体的には、(1)物価上昇率がゼロの状態は、消費者物価指数の上方バイアス（日銀も小さいとしながらも存在は認めている）を勘案すればデフレの状態であり、物価安定とは言えないのではないかという点、(2)物価上昇率がゼロという極めて不安定な状況と2%というかなり景気が好転した状況という対称的な世界が物価安定として同列に並んでいるという点、(3)物価目標の範囲として0～2%という範囲は広すぎるのではないかといった点、(4)公表される数値は日銀の公式見解でなくあくまで各政策委員の見解であるため、その位置づけが曖昧であるという点、などが挙げられる。

なお、物価安定の状態については、世界の中央銀行の常識となっているとされる1～2%程度の物価上昇率が適当であるという意見は少なくない⁴。

4. 日銀シナリオにおける「いずれ」論

4-1. 踏襲された「企業から家計へ」のシナリオ

今次の展望レポートで示された経済・物価情勢の見通しをみると、足元の情勢にあわせて若干の文言の修正や比重の置き方に変化が見られるものの、「物価安定のもとで持続的な成長を実現していく」という基本的な見通しは、前回（06年10月）及び前々回（06年4月）の展望レポートの見通しがほぼ踏襲された⁵。

そうした見通しの背景として、現状認識において前回の展望レポートから足元までの経済・物価情勢について「家計部門の改善テンポがやや緩慢である」としながらも、概ね前回の見通しどおり推移していると評価した上で、経済・物価情勢は次のとおり推移するとしている（図表2）。

（経済情勢の見通し）

経済面では、(1)海外経済の拡大⁶、(2)企業部門の好調さの継続⁷、(3)企業部

³ 拙稿「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』平成18年4月）参照。

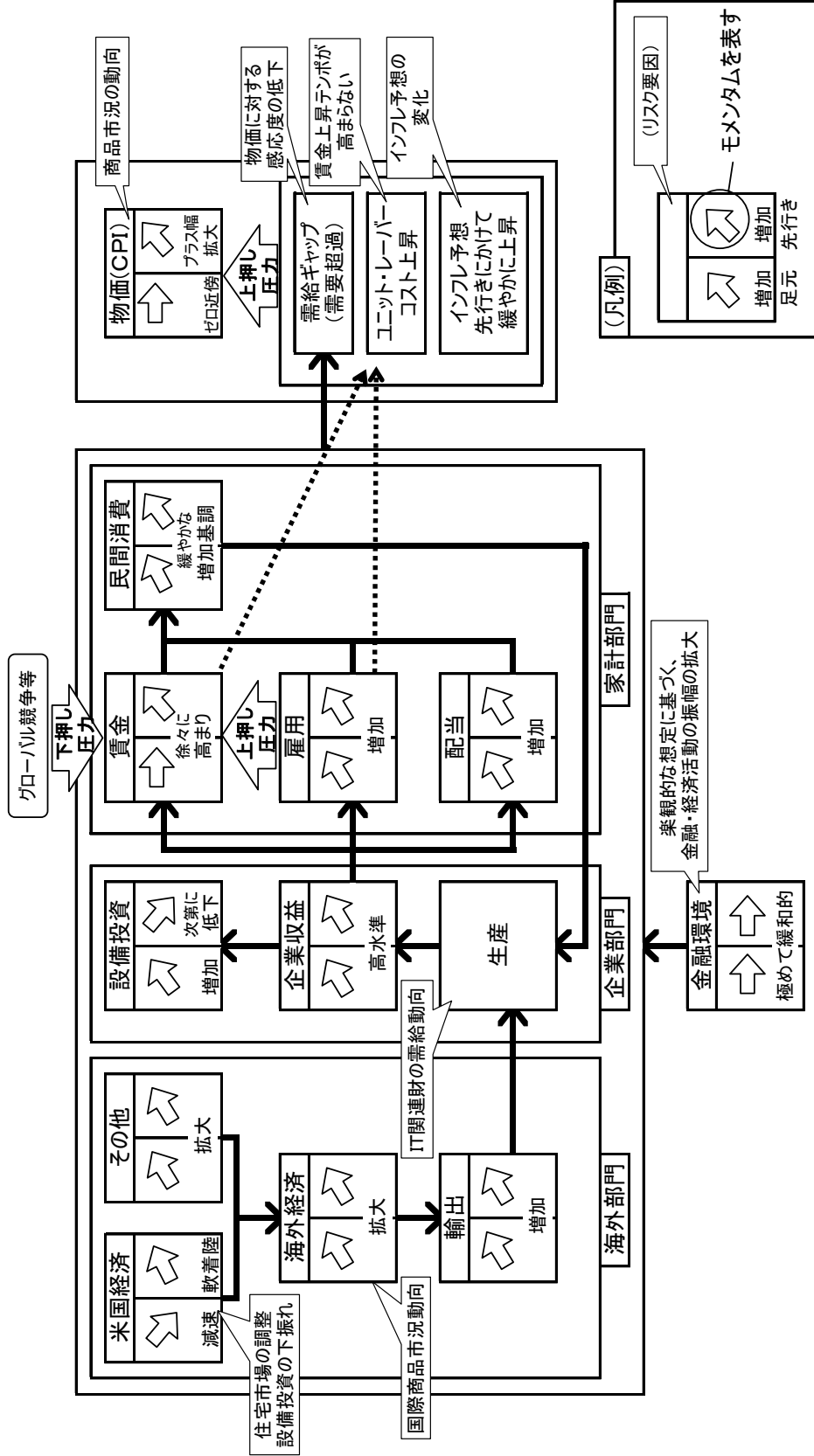
⁴ 深尾ほか（2006）、河野（2007）など。

⁵ 文末に政策委員の見通しのほか、「新たな金融政策の枠組み」以降の展望レポートについてまとめたので参照されたい（参考資料1、2）。

⁶ 海外経済の拡大を背景に、輸出は増加を続けるとしている。なお、米国経済は住宅調整が続く足元減速しているが、先行きは安定成長に軟着陸する可能性が高いとしている。

⁷ 高水準の企業収益が続く中、設備投資は増加を続けるとしている。ただし、企業は投資採算

図表2 展望レポートにおける経済・物価情勢の見通しとリスク要因（イメージ）



(注) 一般的に理解されている経済の波及経路をイメージ化し、展望レポートの見通し・リスク要因を記載したものである。このため、展望レポートで明示されていない経路も含まれているので注意。

(出所) 日本銀行「経済・物価情勢の展望」(2007年4月)等を基に作成

を厳しく見定める姿勢を維持していることを踏まえると、資本ストック循環の観点からみて、伸び率は次第に低下していくとしている。

門から家計部門へ波及の緩やかな進展⁸、(4)極めて緩和的な金融環境による民需後押しの継続、といった前提・メカニズムが維持され、07年度、08年度とも潜在成長率⁹を幾分上回る2%程度で推移するとした。08年度は今回初めて公表されたが、07年度の見通しの数値については、前回、前々回のレポートの成長率見通しが維持されている。

(物価情勢の見通し)

また、物価面では、(1)需給ギャップ¹⁰の需要超過方向での推移、(2)ユニット・レーバークロス¹¹の下げ止まりから若干の上昇の可能性、(3)民間経済主体のインフレ予測の先行きにかけての緩やかな上昇といった環境から、消費者物価指数(除く生鮮食料)の伸び率は、目先ゼロ近傍で推移するものの、より長い目で見るとプラス幅は拡大し、07年度は「ごく小幅のプラス」、08年度は「0%台半ば」で推移すると予想している。ただし、07年度の見通しについては、06年4月の展望レポートでは「1%弱」であったものが、06年10月に「0%台半ば」へ、そして今次の「ごく小幅のプラス」へと徐々に下方修正されている(図表3)。

このように、今次の展望レポートでは、物価の見通しは下方修正されてはきたものの、経済・物価情勢の見通しの前提となるシナリオについては「企業部門から家計部門に波及し、息の長い経済拡大を続ける」という従来からのメイン・シナリオが基本的に維持されている。

4-2. 明示された金融環境面でのリスク

以上のメイン・シナリオに対して、次のリスク要因が指摘されている。経済のリスク要因は、(1)海外経済の動向(米国経済：下振れ、中国経済：上振れ)、

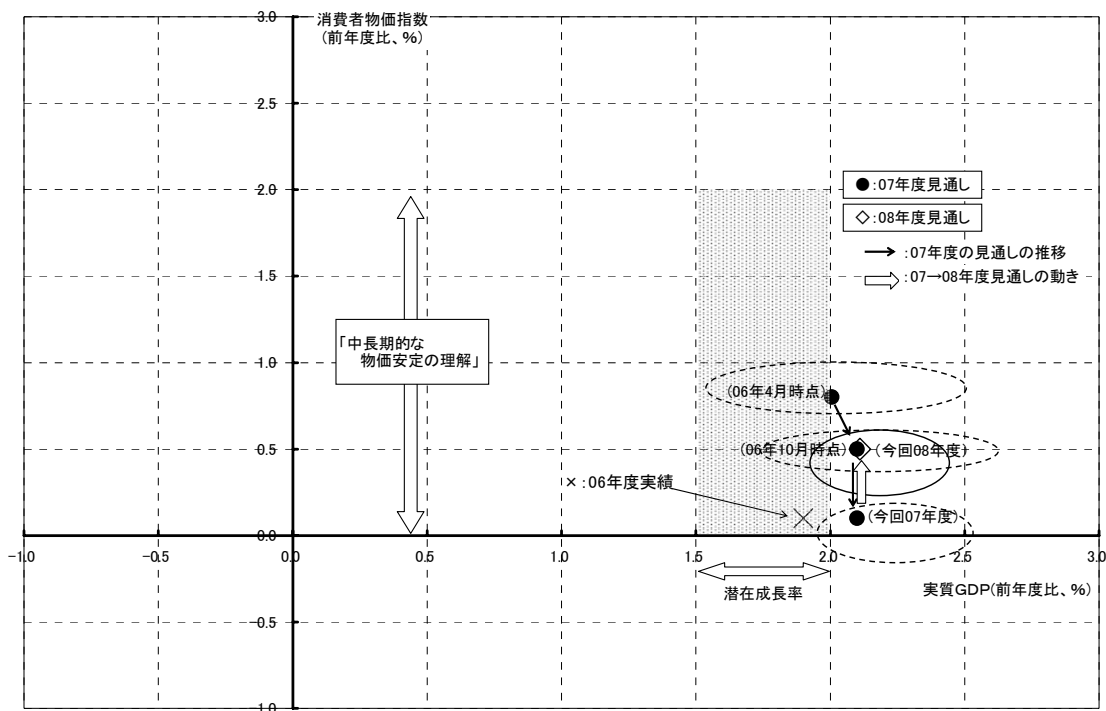
⁸ グローバル競争などから企業の人件費抑制姿勢は続くが、労働市場の需給の引き締まりで賃金上昇圧力が徐々に高まるとしている。また、配当の増加などその他のルートを通じた波及も加わって、個人消費は緩やかな増加基調を辿るとしている。

⁹ 福井日銀総裁は、潜在成長率について「(正確に突き止められないが) +1.5%~2%の範囲内にある」としている(2007.4.27日銀総裁記者会見)。

¹⁰ 需給ギャップ(GDPギャップ)は、一国経済全体の平均的な供給力(潜在GDP)と実際の需要量(実質GDP)の乖離度合いを示す指標である。需給ギャップは経験的に物価変動との相関関係(フィリップス曲線)が見られるため、物価変動圧力を見るための重要な指標となっている。この需給ギャップが需要超過(供給超過)つまり、プラス(マイナス)なら、インフレ(デフレ)圧力が生じていると考えられている。

¹¹ 生産1単位当たりの人件費。企業は人件費の上昇によってコストが増大すると、利潤を確保するために商品・サービス価格にその分を転嫁すると考えられている(マークアップ原理)。

図表3 政策委員の経済と物価の見通しの推移



(注1) 点線丸円は07年度、実線丸円は08年度の政策委員全員の見通しの範囲を表す。
 (注2) シャドーは「物価安定の理解」と日銀推計の潜在成長率(1.5~2.0%)の範囲を表す。
 (注3) GDP06年度実績は、2007年1-3月期GDP(1次速報)(06.5.17公表)に基づく。
 (注4) 具体的な数値は、文末参考資料1を参照。
 (出所) 日本銀行「経済・物価情勢の展望」、内閣府「国民経済計算」、総務省「消費者物価指数」から作成

(2) IT関連財の需給動向(下振れ)¹²、(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(上振れから下振れ)¹³となっている。特に、(3)について、これまでは「企業の投資行動の一段の積極化」として企業部門を中心とした実体経済面でのリスクが焦点となっていたが、今次レポートでは、「金融資本市場における行き過ぎたポジション構築」、「非効率な経済活動へ資金・資源が使われるおそれ」など、家計部門をも含めた金融活動分野にまで踏み込み、より広い概念で超低金利リスクが明示された¹⁴。

また、物価のリスク要因については、(1)需給ギャップに対する物価の感応度

¹² 06年4月の展望レポートで単独のリスクとして掲げられた「在庫調整」(特にIT関連財)は、10月のレポートで海外経済の動向のリスクに含まれることになったが、今次のレポートでは、再び独立して記述された。

¹³ 短期的には景気や資産価格を押し上げることになっても、その後の調整を余儀なくされ、息の長い成長を阻害することになるとしている。

¹⁴ 福井日銀総裁は、不動産投資や円キャリー取引の行き過ぎというようなことも含めている旨の答弁をしている(第166回国会参議院財政金融委員会(2007.5.10))。

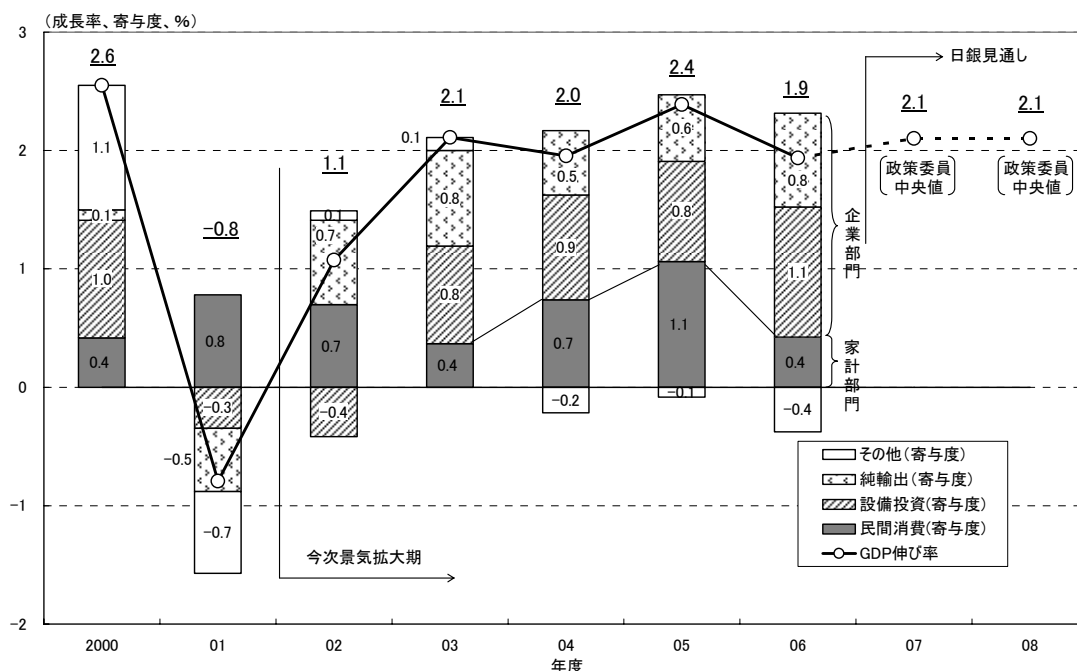
の低下（賃金上昇テンポが高まらなければ下振れ、インフレ予想や賃金抑制スタンスが大きく変化すれば上振れ）、(2)原油・国際商品市況（上振れ・下振れの両面）が指摘されている。

4-3. 不透明な日銀シナリオの実現性

量的緩和政策解除後の「新たな金融政策の枠組み」による1年間の金融政策を振り返ると、06年7月にゼロ金利政策が解除され（無担保コールレート(オーバーナイト物)の誘導目標をゼロ%程度から0.25%前後に引上げ）、07年2月には2度目の政策金利の引上げ（同0.25%前後から0.5%前後）が行われた。

しかしながら、この間の経済状況は、必ずしも展望レポートにおいて示されてきた「企業部門から家計部門への波及」というメイン・シナリオに沿って展開してきたとは言い切れない。例えば、実体経済面では、06年度成長率は、数字上は概ね日銀の見通しどおりとなったものの¹⁵、その内訳は、輸出や設備投資、つまり企業部門によって支えられており、家計部門は、いまだ経済の主たる牽引役の座を確固たるものとしているとは言い切れない（図表4）。

図表4 実質経済成長率の推移

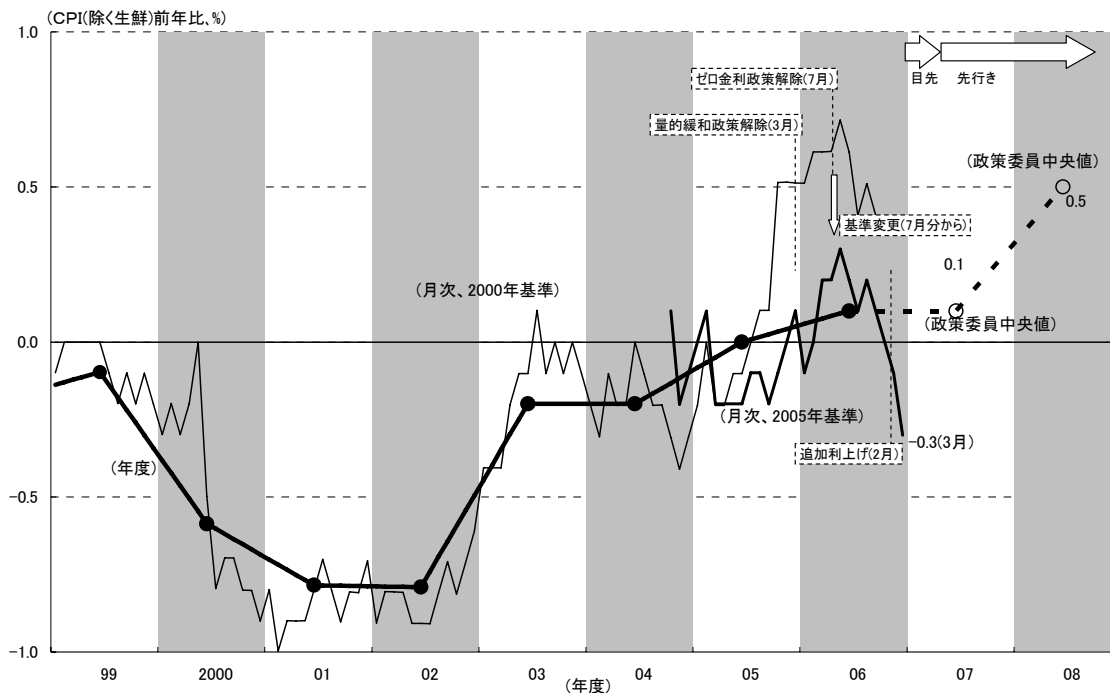


(出所) 日本銀行「経済・物価情勢の展望」、内閣府「国民経済計算」

¹⁵ 06年10月の展望レポートでは政策委員の見通し中央値は2.4%であったが、05年度計数の確報化(06年12月1日内閣府公表)で実質成長率が3.3%から2.4%へ下方修正されたことに伴って06年度へのゲタが0.3%ポイント引き下げられたことを勘案すれば、成長率は概ね見通しどおりと考えられる。

物価面についても、ゼロ金利政策解除後は、これまでのところ、物価が緩やかに上昇する状況は見られておらず、逆に次第に伸び率は低下しており、特に、07年2月の政策金利引き上げ後は、再びマイナスに転落している（図表5）。

図表5 消費者物価指数の推移



(注1) ●は消費者物価指数の年度変化率。○は政策委員の見通しの中央値。
 (注2) 消費者物価指数(全国)は、月末に前月の数字が公表されるため、日銀の政策決定会合(月中旬に開催)では前々月の数値をもって政策判断をしていることに注意。
 (出所) 日本銀行「経済・物価情勢の展望」、総務省「消費者物価指数」

こうした状況下での政策金利の引上げは、展望レポートを丹念に点検してきた市場から、必ずしも理解を得られているとはいえない¹⁶。これに対して、日銀は、「企業から家計の波及」シナリオの出発点である賃金の上昇については、「労働市場の需給が引き締まっていくので、『いずれ』上昇する」、物価(消費者物価指数上昇率)については「先行きの需給ギャップは超過幅を拡大し、賃金の増加でユニット・レーバ・コストも増加するので、『いずれ』プラス幅を拡大する」とし、両者とも「いずれ」というロジックによって説明してきている。

しかし、実際には、足元の経済・物価は、なかなかそのロジックに沿ったよ

¹⁶ 拙稿『「正常化」志向のメッセージとなった政策金利引上げ』（『経済のプリズム第38号』平成19年3月）参照。

うな動きを見せていない。このため、展望レポートでは、適宜、「いずれ」という時点そのものが実質的に先送りされてきている。さらに、シナリオ実現の鍵を握る「賃金」の先行きに関しても不確実性が残っている。企業においては、固定費増に歯止めをかけるため、基本給の賃金抑制のスタンスはそれほど変化していない。企業業績増加分¹⁷の従業員への還元は、賃上げという形でなく、比較的変動させやすいボーナスとするところが多いとされる¹⁸。こうした中で個人消費の基礎となる基本給が上昇していく姿は想定しにくいだろう¹⁹。また、配当増加という経路は、個人消費を基調的に上昇させるものになり得るかについては疑問もある²⁰。物価面でも、賃金の抑制が続けば、ユニット・レーバークストへの影響も小さく、物価上昇圧力がかかりにくい状態は続くと考えられるだろう²¹。

このように、「いずれ」で説明される日銀のシナリオは、一体いつになったら実現されるのか、また、現状下でそもそも実現は可能なのか、いまだ不透明であり、日銀のシナリオに対する不透明感は払拭しきれない。

5. 維持された今後の金融政策運営の考え方

今次の展望レポートでは、新たな金融政策運営の枠組みに基づく1年間の金融政策運営が回顧された上で、先行きもそうした基本的な考え方を維持するという方針が示された。つまり、「『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辿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

¹⁷ 足元の上場企業の好業績は、世界経済の拡大の地域的な広がりのほか、円安の効果も大きいとされる。ただし、外需頼みの経済は海外経済リスクにさらされ易く不安定であるだろう。また、今後の金利上昇等によって円安から円高に転換することで企業の増益率は鈍化する可能性もある（日本経済新聞 2007. 5. 12）。

¹⁸ 日本経済新聞（2007. 5. 14）。

¹⁹ 日銀は各需要項目別の実質成長率の見通し値は公表していない。そこで、展望レポートで示される「設備投資の伸び率が次第に低下する」状況を想定して（仮定値：設備投資 4.2%（06年度の半分）、純輸出及びその他項目は一定）単純に計算すると、07年度の日銀実質成長率見通し（政策委員中央値）の2.1%を実現するためには、民間最終消費支出は1.6%程度上昇する必要がある（06年度の民間最終消費伸び率は0.8%）。

²⁰ 人々が消費行動を決定する際には、変動的な所得ではなく、将来にわたる恒常的な所得水準に依存するという考え方（恒常所得仮説）に沿えば、変動的なボーナスや配当による所得の増加は必ずしも消費には繋がるとは限らない。

²¹ 07年3月の消費者物価指数（除く生鮮）上昇率がマイナスとなったため、07年度の発射台は非常に低くなった。07年度の日銀物価上昇率見通し（政策委員中央値）の0.1%を実現するためには、相応の物価上昇が必要になると考えられる。例えば、今後の物価は、単月でみて前年比0.5~0.6%程度（前半がもたつければ後半はさらにハードルが高い）上昇する必要があるとの試算もある（日経金融新聞 2007. 5. 2）。

スで、徐々に金利水準の調整を行う」というものである。

しかし、今次の展望レポートは、文章表現上、前回及び前々回とは異なる2箇所の点が存在する。まず、(1)金利水準の調整のスピードに関して、経済・物価情勢の「変化に応じて」から「改善の度合いに応じたペースで」に変更されている点、(2)「極めて低い金利水準」による緩和的な金融環境という文言が削除された点である。日銀は、(1)については、市場で見られるような特定の金利引上げスケジュール（半年程度ごと）を念頭にして「一定のペースで金利調整を行うことではない」ことを簡潔に表現したものであり、(2)については、「当面、極めて低い金利水準が維持されるということと同じ意味」としている²²。

これについては、市場における金利引上げのスケジュール感や、「極めて低い金利」という表現が、実施時期や金利水準の面で、先行きの金融政策を制約しないようにするためであり、将来の金利引上げの「布石」となっていると見る見方は少なくない²³。

6. 視界不良の今後の金融政策運営

日銀総裁は、1年間の金融政策運営を通して「新たな金融政策の枠組み」が浸透してきていると評価した²⁴。しかし、07年2月の政策金利引上げに際して、利上げを見送った前月を含めて市場で混乱が見られたのも事実である。

日銀は、展望レポートにおいて先行きのシナリオを説明してきた。なかなか付いてこない経済・物価情勢については「いずれ」実現するというロジックでシナリオを維持し、また、これが利上げの判断理由ともなってきた。しかし、その「いずれ」の時期も実質的に先送りされるなど日銀のシナリオの実現性についての不透明感は必ずしも払拭されていない。こうした状況で、政策金利引上げとメイン・シナリオとの整合性について、日銀と市場との認識ギャップが生じている。つまり、日銀のシナリオ許容範囲は非常に広く、最終的には、日銀の「総合判断」という色彩が濃くなっているといえよう。市場の金利引上げスケジュール感が否定される一方、これまでの「いずれ」のロジックは維持されており、先行きの金融政策運営は視界不良にはなっていないだろうか。

今後、金利水準が高まると、金利動向は経済に少なからぬ影響を与えるようになってくる。説明不足で金利の方向観が見失われて市場が混乱に陥ることだ

²² 日銀総裁記者会見（2007.4.27）。

²³ それでもなお、市場では、半年ごとに0.25%ずつの金利引上げペースという見方が根強いとされている。

²⁴ 日銀総裁記者会見（2007.5.17）。

けはあってはならない。そもそも、日銀は金融政策運営の予見性を高めるため、「展望レポート」や新たな経済指標を間に挟んで「市場との対話」を重ねながら政策運営を行っていくとしてきた。この考え方を今一度確認し、今後の金融政策について、より明確で具体的な説明が求められよう。

【参考文献】

上野泰也「日銀展望レポートの『不都合な真実』」『Mizuho Securities Macro Information』みずほ証券、2007年4月13日

落合昂二「『極めて低い金利水準』削除の意図」『Mizuho Securities Macro Information』みずほ証券、2007年5月9日

河野龍太郎「物価見通しの丁寧な説明を」『経済を見る眼』週刊東洋経済2007.4.14号、東洋経済新報社、2007年4月

熊野英生「慎重さを見せた展望レポート」『BOJ Watching』第一生命経済研究所、2007年4月27日

深尾光洋、秋山英樹、磯部直昭、岩淵正明「量的緩和解除と今後の金融政策」『金融研究報告14 政府系金融機関と量的緩和解除の影響』日本経済研究センター、2006年3月

矢嶋康次「4月展望レポート(4/27)－緩やかな物価上昇シナリオ」『経済・金融フラッシュ』ニッセイ基礎研究所、2007年4月27日

(内線 3295)

(参考資料1)

経済・物価情勢の展望(07年4月27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)
実績値	+1.9	+2.8	+0.1
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)

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4月	+2.0 ~ +2.1 [+2.1]	+0.7 ~ +0.8 [+0.7]	+0.0 ~ +0.2 [+0.1]
時点	(+1.9 ~ +2.5)	(+0.5 ~ +1.5)	(-0.1 ~ +0.2)
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)

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)

(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つつ見通しを作成。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

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
2006年度 (実績見込み)	1.9 (1.5)	+2.7	+0.3
2007年度 (見通し)	2.0 (2.2)	+0.7	+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)
2006年度	3.8	116.4	64.6
2007年度	3.3	117.3	61.1

(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18年11月1日~11月30日の1ヶ月間の平均値(117.3)で以後一定と想定。

3. 原油価格は、平成18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(61.1ドル)。

(出所) 日本銀行『経済・物価情勢の展望』、

『平成19年度の経済見通しと経済財政運営の基本的態度』等から作成

(参考資料 2)

展望レポート

	金融市場調節方針の変更について (2006年3月9日)	「展望レポート」(2006年4月) (2006年4月28日)	金融市場調節方針の変更について (2006年7月14日)
対象年度		2006年度～2007年度	

中長期的な物価安定の理解

消費者物価指数 前年比	0～2%程度の範囲(委員の中心値は概ね1%前後で分散) 〔「新たな金融政策の枠組みについて」(2006年3月9日)〕
----------------	---

経済・物価見通し

① 実体経済	内需と外需、企業部門と家計部門のバランスがとれた形で息の長い拡大を続けると予想。
② 物価	消費者物価(全国、除く生鮮食品)は、需給ギャップが緩やかに需要超過方向に向かっていき、ユニット・レーパー・コストからの下押し圧力が減じていくもとで、2007年度にかけて前年比プラス幅が次第に拡大していくと予想。

経済・物価見通しの上振れ・下振れ要因

(経済活動面)	① 海外経済の動向 ② 在庫調整の可能性(例えば、IT関連財) ③ 企業の投資行動の一段の積極化
(物価面)	① 需給ギャップのプラス転化の影響 ② 原油価格をはじめとする商品市況の動向 ③ 潜在成長率の影響

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適然性が高いと判断される見通しについての点検	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評価。	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。	展望レポートで示した見通しに概ね沿って、内需と外需、企業部門と家計部門のバランスがとれた形で緩やかに拡大しており、先行きも、息の長い拡大を続けると見込まれる。 消費者物価指数の前年比上昇率はプラス基調を続けていくと予想。
● 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	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活動や物価の振幅が大きくなるリスクには、留意する必要がある。	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、経済活動や物価の振幅が大きくなるリスクがある。 一方、経済活動や物価上昇率が下振れした場合でも、物価下落と景気悪化の悪循環に転化するリスクは小さくなっている(金融システムの安定が回復し、設備、雇用、債務の過剰が解消)。	経済・物価情勢が着実に改善していることから、金融政策面からの刺激効果は次第に高まってきている。このような状況のもとで、これまでの政策金利水準を維持し続けると、結果として、将来経済・物価が大きく変動する可能性がある。

先行きの金融政策の運営方針

	無担保コールレートを概ねゼロ%とする期間を経た後、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。この場合、前述のようなリスクが抑制されるのであれば、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考えられる。	無担保コールレートを概ねゼロ%とする期間の後も、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、徐々に金利水準の調整を行うことになると考えられる。	経済・物価情勢が展望レポートに沿って展開していくと見込まれるのであれば、政策金利水準の調節は、経済・物価情勢に応じて徐々に行う。この場合、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判断。
--	--	--	---

(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、概ねゼロ%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、概ねゼロ%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、0.25%前後で推移するよう促す
--------	-------------------------------------	-------------------------------------	---------------------------------------

(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」をもとに作成

等の概要

<p>「展望レポート」(2006年10月) (2006年10月31日) 2006年度～2007年度</p>	<p>金融市場調節方針の変更について (2007年2月21日)</p>	<p>「展望レポート」(2007年4月) (2007年4月27日) 2007年度～2008年度</p>
		<p>0～2%程度の範囲 (委員の中心値は概ね1%前後で分散)</p>
<p>内需と外需がともに増加し、企業部門から家計部門への波及が進むことで、息の長い拡大を続けると予想。</p> <p>消費者物価(全国、除く生鮮食品)は、需給ギャップが需要超過幅を緩やかに拡大し、ユニット・レバー・コストからの下押し圧力が減じていくことで、2007年度にかけて前年比プラス幅が次第に拡大していくと予想。</p>		<p>生産・所得・支出の好循環メカニズムが維持されることで、息の長い拡大を続けると予想。</p> <p>消費者物価(除く生鮮食品)は、前年比でみてまずはゼロ%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するとみられる。</p>
<p>① 海外経済の動向 ② 企業の投資行動の一段の積極化</p> <p>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 ③ 潜在成長率の影響</p>		<p>① 海外経済の動向 ② IT関連財の需給動向 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 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</p>
<p>・ 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。</p> <p>・ 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、経済活動や物価の振幅が大きくなるリスクがある。</p> <p>・ 一方、景気拡大や物価の上昇が足踏みするような局面も考えられるが、物価下落と景気悪化の悪循環に転化するリスクは小さくなっている(金融システムの安定が回復し、設備、雇用、債務の過剰が解消)。</p>	<p>・ 生産・所得・支出の好循環メカニズムが維持されることで、緩やかな拡大を続ける蓋然性が高いと判断。そのことで、企業収益の好調と設備投資の増加が続き、個人消費は緩やかな増加基調にあると判断。</p> <p>・ 消費者物価(除く生鮮食品)は、小幅の前年比プラスであり、原油動向などによってまずはゼロ%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、基調として上昇していくと考えられる。</p> <p>・ 経済・物価情勢の改善が展望できることから、現在の政策金利水準を維持した場合、金融政策面からの刺激効果は次第に高まっていくと考える。仮に低金利が経済・物価情勢と離れて長く継続するという期待が定着するような場合には、行き過ぎた金融・経済活動を通じて資金の流れや資源配分に歪みが生じ、息の長い成長が阻害される可能性がある。</p>	<p>・ 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。</p> <p>・ 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。</p> <p>・ 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。</p> <p>・ 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)。</p>
<p>・ 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、徐々に金利水準の調整を行うことになると考えられる。</p>	<p>・ 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、徐々に金利水準の調整を行うことになると考えられる。</p>	<p>・ 「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め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>
<p>無担保コールレート(オーバーナイト物)を、0.25%前後で推移するよう促す</p>	<p>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</p>	<p>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</p>