



# 日本銀行のレポートから

## ～「経済・物価情勢の展望」(展望レポート)を読む前に～

日本銀行では、半年ごとに「経済・物価情勢の展望」(展望レポート)を公表しています。読者の皆さんが次ページ以降に掲載した本文をお読みなる前に、本稿では、日本銀行が経済・物価の情勢判断や金融政策運営の考え方をどのように説明しているかについて、展望レポートとの関係を中心に簡単に説明します。

### 「金融政策決定会合」と「展望レポート」

日本銀行の金融政策運営の基本方針は、政策委員会・金融政策決定会合(以下「決定会合」)で決定されます。毎年四月及び十月の二回目の決定会合では、先行きの経済・物価見通しや上振れ・下振れ要因を詳しく点検し、そのもとでの金融政策運営の考え方を整理した「展望レポート」を公表しています。また、毎年一月及び七月の決定会合では、その前に公表された「展望レポート」以降の情勢の変化を踏まえた上で、先行きの経済・物価見通しを評価した「中間評価」を公表しています。

### 金融政策に関する情報発信

政策運営に関する情報発信は、主に三つの要素から構成されます。

第一の要素は、金融政策の目的です。日本銀行法第二条において、

「物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資する」と定められています。「物価の安定」については、日本銀行では、政策委員会が中長期的に物価が安定していると考える消費者物価指数上昇率の範囲を集計し、これを「中長期的な物価安定の理解」として公表しています。

第二の要素は、経済・物価の現状判断や先行きに関する見通しです。日本銀行では、決定会合後の公表文や総裁記者会見などを通じて経済・物価情勢を説明しています。また、「展望レポート」では、先行きの見通しと上振れ・下振れのリスク要因について詳しく説明しているほか、先行きの不確実性を視覚的に表現することを目的として、各政策委員会が予測する成長率と物価上昇率の確率分布を集計的に示した「リスク・バランス・チャート」というグラフも二〇〇八年四月より公表を開始しました。

第三の要素は、先行きの金融政策運営の考え方です。日本銀行で

は、当面の金融政策運営の考え方を決定会合後の公表文や「展望レポート」において、前提となる経済・物価の現状判断や先行きの見通しと合わせて公表しています。

### 情報発信の充実

日本銀行ではこうした情報発信について見直しを行ってきておりますが、二〇〇八年七月に、「金融政策運営の枠組み」(注)のもとでの情報発信の充実について」を公表し、情報発信の充実を図りました。この中で、「展望レポート」についても見直しが行われました。例えばこれまで、当該年度および翌年度の見通しを公表してきましたが、十月の「展望レポート」においては、これに加え翌々年度の見通しも公表することになりました。これは、金融政策の効果の波及にはタイムラグがあることを踏まえ、ある程度、長い期間の経済・物価見通しを示すことが、金融政策の説明を行う上で有益であると考えたためです。

(注) 詳しくは、日本銀行ホームページ  
[http://www.boj.or.jp/type/release/zuiji\\_new/k060309b.htm](http://www.boj.or.jp/type/release/zuiji_new/k060309b.htm)をご覧ください。

# 「経済・物価情勢の展望」(展望レポート)

二〇〇八年二〇月

【基本的見解】(注1)

二〇〇八年度から二〇一〇年度にかけてのわが国の経済・物価を取り巻く環境を展望すると、国際的な金融情勢の展開やその実体経済への影響、国際商品市況の動向など、著しく不確実性が高まっている。こうした状況下では、先行きの経済・物価動向を見通すに当たって、中心的な見通しの蓋然性が、これまでに比べて高くないことを踏まえ、リスク要因を注意深く点検することが従来以上に重要である。以下、この点を十分に踏まえた上で、経済・物価情勢を検討することとする。

## 経済情勢の見通し

わが国経済は、既往のエネルギー・原材料価格高の影響や輸出の頭打ちなどから、停滞色が強まっている。

る。二〇〇八年度前半の経済は、七月の中間評価時点と比べると、海外経済の下振れや交易条件の悪化に伴う実質購買力の低下を背景に、輸出、国内民間需要ともに下振れて推移したとみられる。

先行き二〇〇八年度後半から二〇一〇年度を展望すると、二〇〇九年度半ば頃までは、停滞色が強い状態が続くと見込まれる。すなわち、既往の交易条件悪化の影響などから、国内民間需要は弱めに推移する可能性が高い。輸出についても、海外経済の減速や為替円高を背景に、弱めの動きとなるとみられる。その後、エネルギー・原材料価格高の影響が薄れ、海外経済も減速局面を脱するにつれて、成長率が徐々に高まっていく姿が想定されるが、その時期は二〇〇九年度半ば以降となる可能性

が高い。

二〇〇八年度、二〇〇九年度の成長率は、年度平均でみると、それぞれ〇%程度、〇%台半ばで推移した後、二〇一〇年度の成長率は潜在成長率並みになると考えられる。(注2)

こうした見通しの内容を、やや詳しくみると、以下の通りである。

## 海外経済

海外経済は、当面、減速が続くとみられる。米国では、住宅価格の大幅な下落が続いており、金融機関の貸出姿勢も厳格化している。このため、政策金利は低水準であるにもかかわらず、金融環境はタイト化しており、民間需要に対して下押し圧力がかかっている。このように、米国では、金融・実体経済の負の相乗作用が生じており、当面、成長率は低

い水準に止まると見込まれる。欧州経済も、既往のエネルギー・原材料価格高による域内民間需要の弱まりに加え、輸出環境の悪化や金融環境のタイト化の影響などから減速が続くほか、アジアにおける新興国でも輸出環境の悪化などから成長率はやや鈍化すると考えられる。

先行きは、米欧の金融危機やその影響が、どのように収束するかに大きく依存し、特に米国経済の動向が重要である。米国経済については、住宅市場における調整が進展し、金融システム面での対策の効果が現れるにつれて、次第に持続可能な成長経路に復していく姿が見込まれるが、その時期は見通し期間の後半になると想定している。これに伴い、海外経済全体の成長率の回復が明確化してくるのは、二〇〇九年度半ば以降

になるものと考えられる。

## ■企業部門

企業部門では、既往の原材料価格高に加え、海外経済減速や円高の影響などから、当面、厳しい収益環境が続くものと考えられる。設備投資は、グロ―バル需要の拡大が中長期的に持続するという期待が維持されれば、企業の設備過剰感が強くない状態が続き、省エネ・省資源化対応などの投資も見込まれることから、大きく落ち込む可能性は低い、しばらくの間は弱めの動きが続く可能性が高い。先行きは、原材料価格高の影響が一巡し、海外経済が減速局面を脱するにつれて、収益環境が改善していくに伴い、設備投資の伸びも徐々に回復していくと見込まれる。

## ■家計部門

個人消費は、エネルギーや食料品の価格上昇や、雇用・所得環境の悪化により、当面、伸び悩む可能性が高い。先行き、エネルギーや食料品価格の上昇テンポが鈍化し、雇用・所得環境が改善するにつれて、次第

に個人消費の伸びも回復していく姿が想定される。

## ■金融環境

現在の低い金利水準は、緩和的な金融環境を通じて民間需要を支え、するとみられる。すなわち、現在、実質短期金利は、潜在成長率と比較しても、引き続き低い水準で推移している。中長期金利は、市場参加者の景気見通しなどを反映して低下してきた。金融環境の評価に当たっては、信用スプレッドやアベイラビリティ（資金量の面での制約）の動向も重要である。わが国の金融資本市場は、欧米に比べると、市場流動性の面での問題は小さく、金融資本市場における信用スプレッドの水準も総じて低い。しかし、短期金融市場では神経質な展開が続いているほか、株価が大幅に下落するなど、国際的な金融面での動揺の影響が、わが国の金融資本市場にも波及している。金融機関の融資姿勢やC・P・社債市場における投資家の投資姿勢など、企業の資金調達環境の面でも、企業収益の減少や金融機関の

信用コストの増加を反映して、見通し期間の半ば頃までは、厳しさが増していく可能性が高い。

## 物価情勢の見通し

以上の経済の見通しのもとで、物価を巡る環境についてみると、まず、労働や設備といった資源の稼働状況については、現在、過去の平均ないしそれを若干下回る水準にある。先行きは、当面、成長率が潜在成長率を下回るため、需給バランスは緩和の方向で推移するとみられる。その後、景気が停滞局面を脱するにつれて、資源の稼働状況も緩やかに回復していく姿が想定される。この間、ユニット・レーバー・コスト（生産一単位当たりの人件費）は、弱めの動きが続く可能性が高い。購入頻度の高い品目の価格が上昇していることなどから、民間経済主体の短期的なインフレ予想は、足もとでは、高めの水準となつていくと考えられる。もっとも、長期金利の動向等からみて、中期的なインフレ予想は落ち着きを持しているとみられ、輸入物

価上昇の転嫁分を超えるような物価上昇という二次的効果は生じていない。

物価指数に即してみると、国内企業物価指数は、原油などの商品市況や為替相場にも大きく左右されるが、国際商品市況が再び騰勢を強めない限り、落ち着いた動きとなつていく可能性が高い。

消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比は、中期的なインフレ予想が安定的に推移するとみられる中、需給ギャップや賃金が弱めの動きを続けるほか、エネルギーや食料品価格の落ち着きを反映して、徐々に低下していくと考えられる。その結果、年度平均でみると、二〇〇八年度は一％台半ば、二〇〇九年度は〇％前後、二〇一〇年度は〇％台前半の伸び率となると予想される。

## 上振れ・下振れ要因

以上述べた相対的に蓋然性が高いと判断される見通しについては、経済・物価の面で上下両方向のリスクがあり、特に現在のように不確実性



が極めて高い状況においては、こうした要因に十分留意する必要がある。

まず、先行きの経済情勢については、以下のような上振れまたは下振れ要因がある。

第一に、米欧の金融危機の帰趨とその影響である。二〇〇七年夏に米国サブプライム住宅ローン問題が表面化して以降、証券化商品価格の大幅な下落や実体経済の悪化に伴う不良債権の増加などを背景に、米欧金融機関の損失拡大が続いている。このため、金融機関の貸出姿勢が厳格化するとともに、金融資本市場においては、流動性が逼迫する中で、各種の信用スプレッドが拡大するなど緊張が著しく強まっている。今後、金融資本市場の緊張が更に強まる場合には、金融機関や投資家のリスクテイク能力が低下する結果、金融環境が更にタイト化し、金融・実体経済の負の相乗作用が強まることによって、米欧の景気は下振れる可能性がある。また、各国政府や中央銀行の各種対策等によって、金融資本市場の緊張が緩和された後も、金融機

関や投資家のリスクテイク姿勢が変化した影響は、残存する可能性も大きい。

第二に新興国・資源国の動向である。中国では、幾分減速しつつも、高い成長が続いており、マクロ経済政策の動向次第では、成長率が上振れる可能性がある。一方、先進国経済の減速の影響が予想よりも大きい場合には、成長率が下振れるリスクもある。その他の新興国では、国際金融資本市場、先進国経済、資源価格の動向次第で、上下両方向のリスクが存在する。資源国では、インフラ投資など積極的な支出活動の拡大により、成長率が上振れる可能性がある。一方、資源価格の反落傾向が持続する場合には、資源国における支出活動が抑制され、成長率が下振れるリスクがある。

第三に、エネルギー・原材料価格の動向である。原油をはじめとする国際商品市況は足もとで反落しているが、中期的にみると、新興国を中心とする需要に支えられて、緩やかに上昇すると想定している。世界経済が持続可能な水準以上で成長した

場合、国際商品市況が想定以上に上昇し、各国でインフレ圧力の高まりにつながるリスクがある。その場合、その後の景気下振れ要因となるおそれもある。また、資源輸入国にとっては、海外への所得流出が増加することになり、わが国の企業や家計の支出活動にマイナスの影響を及ぼす可能性がある。一方、国際商品市況の下落が続く場合には、交易条件の改善を通じて、国内民間需要を下支えし、成長率が上振れる要因となる。ただし、国際商品市況の下落が、専ら世界経済の下振れを反映している場合には、輸出の減少も同時に生じることには留意する必要がある。

第四に、企業の成長期待の動向である。見通しでは、経済が停滞する中にあっても、中長期的なグローバル需要への成長期待は崩れることなく、企業の設備投資は緩やかに回復することを想定している。しかし、海外経済の減速が大幅なものとなったり、長引いたりする場合には、企業の成長期待が低下し、設備投資を中心に見通しが下振れる可能性がある。

第五に、金融環境の動向である。

今後、国際金融資本市場の緊張が更に高まり、わが国の市場への影響が強まる場合や、金融機関の貸出態度が厳しさを増す場合などには、金融面から実体経済への下押し圧力が高まる可能性がある。一方、やや長い目でみた場合には、成長率が徐々に高まっていく中で、緩和的な金融環境が続く場合、金融・経済活動や物価の振幅が大きくなるリスクには、引き続き留意する必要がある。二〇〇〇年代半ば頃からの世界経済を振り返ると、緩和的な金融環境が続くもとで、それ以前に比べて高い成長が長期間にわたって続き、その間に、実体経済や金融面で不均衡が蓄積したと考えられる。現在の世界的な金融の混乱やエネルギー・原材料価格の高騰とその後の世界経済の成長率鈍化も、こうした不均衡の調整過程で生じている現象とみられる。

次に、物価上昇率の先行きについても、上振れ・下振れ両方向の不確実性が高いことに留意する必要がある。経済活動水準の変動について上述のような上振れ・下振れ要因が顕

現化した場合、物価にも相応の影響を及ぼすとみられる。また、物価に固有のリスク要因としては、第一に、家計のインフレ予想や企業の価格設定行動が挙げられる。消費者の購入頻度の高い財・サービスの価格上昇が続けば、消費者のインフレ予想は高い状態が続く可能性がある。また、企業においても、既往の原材料価格の上昇を製品価格に転嫁する動きが続き、中期的なインフレ予想が上振れるリスクがある。これらの場合、物価は予想より上振れることになる。一方、競争環境が厳しいもので、企業のコスト削減努力などにより価格上昇が想定ほど進まないケースも生じうる。第二に、輸入物価の動向が挙げられる。原油をはじめとする一次産品の価格動向には上下両方向に不確実性が高い。世界経済の下振れリスクが顕現化する場合には、一次産品価格も更に下落し、消費者物価の下落につながる可能性がある。また、為替相場の変動も、実体経済の振幅を通じるルートに加え、輸入物価の変化を通じて、消費者物価に相応の変化をもたらし得る。

## 金融政策運営

日本銀行は、物価安定のもとでの持続的成長を実現するため、「中長期的な物価安定の理解」（金融政策運営に当たり、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）を念頭に置いた上で、経済・物価情勢について二つの「柱」による点検を行い、先行きの金融政策運営の考え方を整理することとしている。（注3）

まず、第一の柱、すなわち先行き二〇一〇年度までの経済・物価情勢について、相対的に蓋然性が高いと判断される見通しについて点検する。上述した通り、わが国経済は、二〇〇九年度半ば以降、潜在成長率に向かつて成長率が徐々に高まっていく姿が想定されるが、当面は、停滞色が強い状態が続くと見込まれる。また、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比は、当面は、二%台半ばの水準から徐々に低下し、二〇〇九年度に〇%前後となった後、二〇一〇年度には〇%台前半になる

とみられる。このように、わが国経済は、やや長い目で見れば、物価安定のもとでの持続的な成長経路に復していく可能性が相対的に高いと判断される。ただし、こうした見通しは、世界経済の見通しに大きく依存する。世界経済や国際金融資本市場の状況を踏まえると、世界経済全体の調整が進捗し、日本経済の回復に向けた条件が整うには、相応の時間を要するとみられるほか、見通しに関する不確実性が高まっている点には十分留意する必要がある。

次に、第二の柱、すなわち、より長期的な視点も踏まえつつ、金融政策運営の観点から重視すべきリスクを点検する。前述の通り、国際金融資本市場・米欧金融システムや海外経済を巡る不確実性など、景気の下振れリスクが高まっていることに注意する必要がある。また、金融機関の貸出態度が厳しさを増す場合には、わが国においても、金融面から実体経済への下押し圧力が高まる可能性があることについては留意する必要がある。物価面では、エネルギー・原材料価格の更なる上昇や、消費者

のインフレ予想や企業の価格設定行動の変化により、物価が上振れるリスクには注意する必要がある。ただし、物価の上振れリスクは、以前と比べると小さくなっていると考えられる。一方、景気の下振れリスクが顕現化した場合や国際商品市況が更に下落した場合には、物価上昇率が想定以上に低下する可能性もある。

以上の二つの柱に基づく点検を踏まえると、日本経済は、やや長い目で見れば、物価安定のもとでの持続的な成長経路に復していく姿が想定されるものの、こうした見通しに対する不確実性は高まっており、実体経済の下振れリスクも大きくなっている。

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、適切に金融政策を運営していく方針である。特に、当面は、米欧金融システムや国際金融資本市場の動向とその影響を中心に、経済の下振れリスクに注意を払う必要がある。

金融資本市場の緊張が高まる局面において、中央銀行としてなし得る

# (参考1) ▽政策委員の大勢見通し

——対前年度比、%。なお、< >内は政策委員見通しの中央値。

	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年度	+0.1~+0.2 <+0.1>	+4.3~+4.8 <+4.6>	+1.5~+1.6 <+1.6>
7月時点の見通し	+1.2~+1.4 <+1.2>	+4.7~+5.0 <+4.8>	+1.7~+1.9 <+1.8>
2009年度	+0.3~+0.7 <+0.6>	-1.4~-0.4 <-0.8>	-0.2~+0.2 < 0.0>
7月時点の見通し	+1.4~+1.6 <+1.5>	+1.8~+2.0 <+1.8>	+1.0~+1.2 <+1.1>
2010年度	+1.5~+1.9 <+1.7>	-0.3~+0.5 <+0.3>	+0.1~+0.5 <+0.3>

(注1) 「大勢見通し」は、各政策委員が最も蓋然性の高いと考える見通しの数値について、最大値と最小値を1個ずつ除いて、幅で示したものであり、その幅は、予測誤差などを踏まえた見通しの上限・下限を意味しない。

(注2) 各政策委員は、政策金利について市場金利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、上記の見通しを作成している。

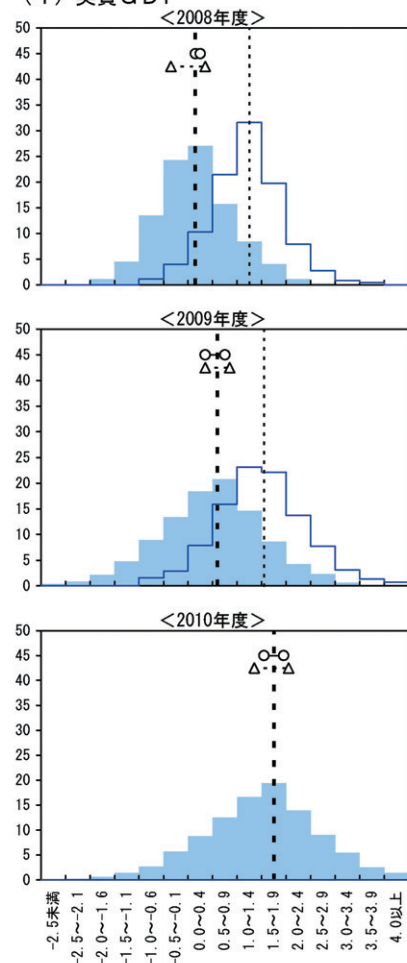
(注3) 政策委員全員の見通しの幅は下表の通りである。

	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年度	-0.4~+0.3	+4.0~+4.8	+1.5~+1.7
7月時点の見通し	+1.1~+1.5	+4.6~+5.2	+1.5~+2.0
2009年度	+0.3~+0.8	-1.5~-0.2	-0.3~+0.3
7月時点の見通し	+1.4~+1.7	+1.7~+2.4	+1.0~+1.3
2010年度	+1.3~+2.0	-0.3~+0.6	-0.1~+0.5

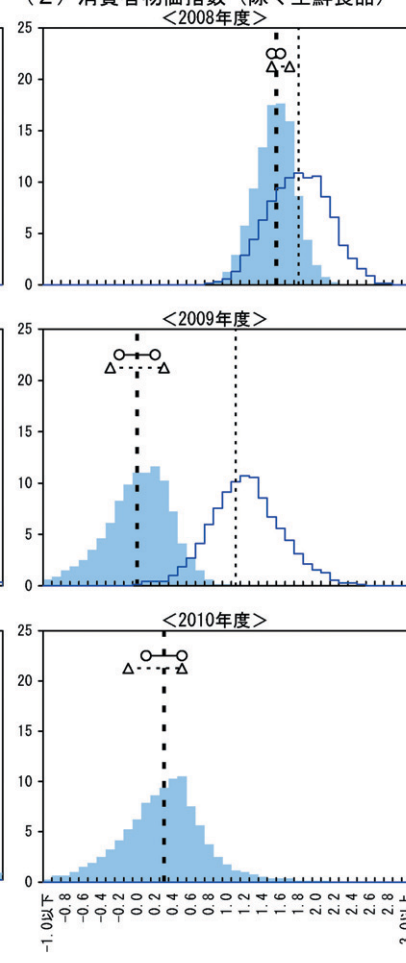
——対前年度比、%。

## (参考2) リスク・バランス・チャート

(1) 実質GDP



(2) 消費者物価指数(除く生鮮食品)



(注1) 縦軸は確率(%)を、横軸は各指標の値(前年比、%)を示す。今回の確率分布は棒グラフで示されている。実線は7月時点の確率分布を表す。

(注2) 縦の太点線は、政策委員の見通しの中央値を表す。また、○で括られた範囲は政策委員の大勢見通しを、△で括られた範囲は全員の見通しを、それぞれ表す。

(注3) 縦の細点線は、7月時点の政策委員の見通しの中央値を表す。

(注4) リスク・バランス・チャートの作成手順については、本年4月の「経済・物価情勢の展望」BOXを参照。

重要な貢献は、流動性供給を通じた金融市場の安定維持である。低金利による金融緩和効果を最大限に発揮するためにも、金融市場の安定は重要な条件となる。日本銀行は、今後とも、各国中央銀行と緊密な連絡をとりつつ、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、金融市場の安定確保に万全を期していく。  
\*全文は日本銀行ホームページに掲載されています。  
<http://www.boj.or.jp/theme/seisaku/sakuki/tenbo/index.htm>

(注1) 十月三十一日開催の政策委員会・金融政策決定会合で決定されたものである。  
(注2) 潜在成長率は、一%台半ばない後半とみられる。  
(注3) 二〇〇八年四月に点検した「中長期的な物価安定の理解」は、消費者物価指数の前年比で〇〜二%程度の範囲内にあり、委員毎の中心値は、大勢として、一%程度となっている。