



# 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読む前に、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ご説明します。

### 「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・物価見通しやリスク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」以降の経済・物価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

は、「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。さらに、「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られ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、各政策委員が予測する成長率や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。これに加え、十月公表分については、二〇〇八年以降、翌々年度の見通しの公表も開始しました。

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。

### 金融政策に関する情報発信一口メモ

日本銀行では、政策運営に関する情報発信の充実を図ってきておりますが、本年4月には、ホームページ上に「今次金融危機局面において日本銀行が講じてきた政策」と題するページを開設しました。同ページでは、国際金融資本市場の動揺が深刻化した2008年秋以降、日本銀行が講じてきた金融政策面や金融システム安定面の措置が体系的に整理されているほか、こうした措置によって影響を受ける日本銀行のバランスシートの変化や担保の受け入れ状況に関する情報なども掲載されています(注)。

(注) 詳しくは、日本銀行ホームページ

[http://www.boj.or.jp/type/exp/seisaku\\_cfc/index.htm](http://www.boj.or.jp/type/exp/seisaku_cfc/index.htm) をご覧ください。

# 「経済・物価情勢の展望」(展望レポート)

二〇〇九年四月

【基本的見解】(注1)

二〇〇八年秋以降、米欧の金融システムや国際金融資本市場の動揺が深刻化する中、世界経済は同時かつ急速に悪化した<sup>(注2)</sup>。最近に至り、在庫調整の進捗などを背景に、世界的に景気の下げ止まりに向けた動きがみられ始めているほか、各国当局は大規模な政策対応を検討中あるいは実施途上であり、今後、これらの政策が効果を発揮していくことが期待される。もともと、こうした動きが、世界経済の順調な回復につながっていくかどうかについては、なお確実とはいえない状況にある。先行きの世界経済を展望する上では、米欧の金融システムの建て直しがどのように進むのか、また、新興国も含め世界需要がどの程度のテンポで回復していくのか、といったことが重要な着眼点となる。以下、このような点における不確実性も十分念頭に置いた上で、

わが国の経済・物価情勢の展望について、中心的な見通しとリスク要因の双方を検討することとする。なお、新型インフルエンザの拡がりや経済活動等への影響については、今後、注意深くみていく必要がある。

## 経済情勢の見通し

わが国経済は、大幅に悪化している。二〇〇八年度のわが国経済は、一月の中間評価時点と比べると、大幅に下振れた。企業部門では、海外経済の急速な落ち込みから輸出が著しく減少したほか、企業収益や金融環境の悪化により設備投資も大幅に低下した。家計部門でも、消費者マインドや雇用・所得環境の悪化を背景に、個人消費が弱まってきた。

先行き二〇〇九年度から二〇一〇年度を展望すると、わが国経済は、海外

経済や国際金融資本市場の動向に大きく依存した展開を辿る可能性が高い。二〇〇九年度前半は、国内民間需要は引き続き弱まっていくなかで、内外の在庫調整の進捗を背景に、輸出・生産の減少に歯止めがかかっていると予想される<sup>(注3)</sup>。このため、わが国経済は、悪化のテンポが徐々に和らぎ、次第に下げ止まりに向かうとみられる。

二〇〇九年度後半以降は、各国における各種政策が効果を顕わすとともに、二〇〇〇年代半ばにかけて蓄積された金融や実体経済における様々な過剰の調整も徐々に進捗するとみられるため、国際金融資本市場が落ち着きを取り戻し、海外経済も持ち直していくと考えられる。わが国経済も、こうした海外経済や国際金融資本市場の回復に加え、金融システム面での対策や財政・金融政策の効果もあつて、緩やかに持ち直

し、見通し期間の後半には、潜在成長率を上回る成長に復帰していく姿が想定される<sup>(注4)</sup>。

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、金融と実体経済の負の相乗作用が働いており、当面、悪化を続けると考えられる。米国では、住宅価格が大幅に下落しており、家計のバランスシート調整が続いているほか、金融機関の貸出姿勢は厳しい状態が続いている。また、雇用情勢や企業収益も急速に悪化している。このため、実体経済活動は弱まってきており、これが、信用コストの増加を通じて、金融機関収益に対してマイナスの影響を及ぼしている。欧州経済でも、輸出の減少や金融環境のタイト化の影響などから、悪化が続くとみられる。また、新

興国や資源国においても、成長率は低い水準にとどまると考えられる。

ただし、このところ、世界的な在庫調整の進捗や中国における政策効果の発現など、世界経済の下げ止まりを示唆する動きがみられ始めている。先行き二〇〇九年度後半以降は、二〇〇九年代半にかけて蓄積された金融や实体经济における様々な過剰の調整が進展するとみられるうえ、現在、各国で策定・実施されている各種の政策も、徐々に効果を発揮すると考えられる。このため、海外経済は、全体として、持ち直していく姿が想定される。

#### ■企業部門

企業部門では、昨年夏以降の商品市況の下落の影響が、時間において徐々に波及してくるため、交易条件の改善が見込まれるものの、海外経済の悪化や既往の円高の影響などから、当面は、製造業では厳しい収益環境が続き、稼働率も大幅に落ち込んだ状態が続くと考えられる。こうした動きは、非製造業の収益にもマイナスの影響を及ぼしていくとみられる。このような状況のもとで、設備投資は、当面、減少を続けるとみられる。もっとも、先行きについては、グローバル需要に関する中

長期的な成長期待が大きく下振れないとすれば、輸出や企業収益が回復していくに伴い、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、雇用・所得環境の悪化により、当面、弱まっていく可能性が高い。既に、所定外労働時間が大幅に減少しているほか、非正規雇用の調整が進んでいる。今後、こうした動きは、特別給与の大幅な削減や新卒採用の抑制などに拡がっていく可能性が高く、雇用・所得環境は、当面、厳しさを増していくとみられる。先行きについては、消費財・サービス価格の下落により実質所得が押し上げられる効果や、各種政策に対する期待が消費者マインドを下支えする効果が期待されるが、雇用・所得環境の改善は、企業収益の回復に遅れる傾向にあるため、見通し期間中、個人消費の回復は緩慢なものに止まると見込まれる。

#### ■金融環境

わが国の企業金融を巡る環境をみると、CP・社債市場の発行環境が改善するなど、昨年後半と比べると、逼迫度合いはやや緩和している。もっとも、企業業績の悪化を背景に、資金繰りや

金融機関の貸出態度が厳しいとする先が増加するなど、全体としては厳しい状況が続いている。二〇〇九年度前半は、まず企業の資金需要面では、在庫調整の進捗や原材料コストの低下などを背景に、運転資金需要は徐々に後退していくとみられる。一方、資金供給面では、低金利環境が続く中、各種施策の効果もあって、CP・社債市場の発行環境の改善が持続し、銀行貸出の増加が続くことが想定される。このため、企業金融の逼迫度合いは、次第に緩和していく姿が見込まれる。ただし、企業収益の低迷がしばらく続くとともに、これを背景に信用リスクに対する金融機関や投資家の慎重な姿勢が続くとみられるため、企業の資金調達を巡る不安は、なお根強く残るものと考えられる。

二〇〇九年度後半以降は、国際金融資本市場が落ち着きを取り戻す中で、实体经济や企業収益が緩やかに持ち直していくとみられる。こうした状況のもとで、各種施策の効果もあって、わが国の金融システムや金融市場の安定性が増していき、金融機関の融資姿勢や投資家の投資姿勢が好転するなど、金融環境の厳しさは、徐々に後退して

いくものと考えられる。見通し期間の後半には、こうした金融環境改善の動きが、实体经济の回復を後押ししていくことが期待される。

#### 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は、現在、過去の平均を大きく下回る水準にあり、需給ギャップは大幅なマイナスとなつていくとみられる。先行きは、景気が回復するにつれて、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が、見通し期間の後半に至っても需給ギャップのマイナスは残存するとみられる。ユニット・レバー・コスト（生産一単位当たりの人件費）は、生産の大幅な減少により一時的に上昇した後、低下していく可能性が高い。この間、中長期的なインフレ予想は、長期金利の動向等からみて、大きくは変化していないとみられる。また、国際商品市況は、世界経済の回復につれて、緩やかに上昇していくことが想定される。

物価指数に即してみると、国内企業物価指数は、既往の国際商品市況安や



需給環境の悪化を反映して、二〇〇九年度は大幅に下落するとみられる。二〇一〇年度は、需給ギャップのマイナスが残存するため、国内企業物価指数は下落が続けるが、国際商品市況の緩やかな上昇を背景に、下落幅は縮小すると見込まれる。

消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比は、石油製品価格の下落や食料品価格の落ち着きに加え、経済全体の需給バランスの悪化などを反映して、二〇〇九年度半ばにかけて下落幅が拡大していく可能性が高い。その後、中長期的なインフレ予想が安定的に推移するとの想定のもと、石油製品価格や食料品価格の影響が薄れていくため、下落幅は縮小していくと考えられる。もともと、需給ギャップのマイナスが残存し、賃金も弱い動きが続けるとみられるため、二〇一〇年度においても下落が続くと見込まれる。

## 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、国際的な金融と実体経済の負の相乗作用の帰趨である。昨年秋季以降、金融資本市場の混乱は、米欧のみならず、新興国・資源国にも波及し、実体経済と金融の負の相乗作用は、世界的に強まっている。各種政策にもかかわらず、資産価格の下落や実体経済の悪化が続く場合には、負の相乗作用が強まり、海外経済が更に下振れたり、回復のタイミングが遅れるリスクがある。また、金融資本市場の緊張が緩和された後も、しばらくは、金融機関や投資家の慎重なリスクテイク姿勢が続く、実体経済活動を抑える要因となる可能性もある。更には、各国における景気回復が遅れた場合、保護主義的な動きが拡がり、貿易や金融取引の縮小を通じて、世界経済を更に下押しするリスクにも注意する必要がある。

各国別にみると、まず米国では、金融市場の一部で改善の動きがみられるものの、金融資本市場全体としては緊張の高い状態が続いているうえに、雇用環境が急速に悪化している。今後、

資産価格下落の持続や不良債権の増加などを背景に、金融と実体経済の負の相乗作用が強まることによって、景気は下振れる可能性がある。欧州経済については、米国経済同様、実体経済の悪化に伴い、金融と実体経済の負の相乗作用が強まる可能性がある。更に、主要な貿易相手国であり、欧州金融機関による融資比率が高い欧州新興国における景気の悪化は、欧州経済に対して更なる下押し圧力となるリスクがある。新興国・資源国では、輸出の大幅な減少や国外への資金流出に直面している国が多い。これらの国においても、実体経済の悪化が、国外への資金流出の拡大につながり、それが更に実体経済への下押し圧力となる可能性がある。

第二に、世界各国で取り組んでいる各種政策の影響である。現在、日本を含め世界各国は、金融システム対策、積極的な金融・財政政策に取り組んでいる。特に、米欧では、金融システムに対する信認の建て直しが進むかどうか、世界的には、需要の下支えを図ることが出来るかどうか、がポイントとなる。中国など一部の国では、国内需要の面で、既にこうした政策の効果がみられ始めているほか、各国の金融市

場でも、改善の動きがみられる。ただし、多くの国における政策は、検討中あるいは実施途上であり、その帰趨と効果については、各国の景気に対して、上振れ・下振れ両方向の不確実性があることに留意する必要がある。

第三に、企業の中長期的な成長期待の動向である。見通しでは、足ものの景気が大きく落ち込む中にあっても、グローバル需要に関する中長期的な成長期待が大きく下振れることなく、海外経済の調整が進捗するにつれて、設備投資が緩やかに回復することを想定している。しかし、海外経済の調整が更に深まったり、長引いたりする場合、企業の中長期的な成長期待が更に低下し、設備投資を中心に景気が下振れる可能性がある。また、企業の中長期的な成長期待の下振れは、雇用・所得環境にも影響を及ぼし、恒常所得の低下を通じて、家計支出の抑制に繋がるリスクもある。

第四に、国内の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、わが国への影響が強まる場合や、企業業績の低迷が続くことで信用リスクが増加し、わが国金融システムの安定性が損なわれるような場合

などには、金融面から実体経済への下押し圧力が高まり、金融と実体経済の負の相乗作用が強まる可能性がある。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、緩やか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。

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、家計の中長期的なインフレ予想や企業の価格設定行動が挙げられる。わが国経済は、先行きにかけて、需給バランスが緩和した状態が続くとみられ、物価は下落しやすい環境にある。こうした環境のもとで、企業や家計が持続的な物価下落を予想するような事態が生じた場合には、実際の物価も、賃金とともに、下落幅を拡大するリスクがある。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大きい。短期的に

は、世界経済の下振れに伴い、一次産品価格も下落するリスクがある。一方、やや長い目でみると、世界経済回復の過程で、現在の極めて景気刺激的な政策が維持された場合には、一次産品価格が予想以上に上振れる可能性がある。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5）。

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、当面、悪化が続くが、次第に下げ止まりに向かい、二〇〇九年度後半以降、成長率が緩や

かに持ち直す姿が想定される。また、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比は、二〇〇九年度半ばまでにやや大きく下落した後、二〇〇九年度後半以降は、下落幅が徐々に縮小していくと見込まれる。こうした動きが持続すれば、日本経済は、やや長い目でみれば、物価安定のもとでの持続的成長経路へ復していく展望が拓けると考えられる。

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。景気については、国際的な金融経済情勢、中長期的な成長期待の動向、わが国の金融環境など、景気の下振れリスクが高い状況が続いていることに注意する必要がある。物価面では、景気の下振れリスクの顕現化、中長期的なインフレ予想の下振れなど、物価上昇率が想定以上に低下する可能性がある。一方、中長期的には、世界経済が回復する過程において、現在の極めて景気刺激的な政策が維持された場合、一次産品価格が予想以上に上振れることなどにより、わが国の物価上昇率が想定以上に上昇する可能性もある。

以上の二つの柱に基づく点検を踏まえると、日本経済は、やや長い目でみ

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展望が拓けるとみられる。ただし、当面は、景気・物価の下振れリスクを意識する必要がある。

現在生じている世界的な金融危機と景気的大幅な落ち込みは、金融や実体経済において、二〇〇〇年代半ばにかけて蓄積された様々な過剰が巻き戻される過程で生じているとみられる。世界経済が本格的に回復するためには、こうした過剰の是正が進むことが不可欠の前提であり、それには相応の時間がかかると考えられる。その際、経済政策に求められるのは、景気の底割れを防ぎながら、過剰の是正を出来るだけ円滑に進めていくことである。そのためには、各種のセーフティネットを提供すると同時に、急激な需要の落ち込みを防ぐという二つの観点からの対応が重要である。そうした観点から、わが国を含め、各国の政府・中央銀行は、様々な措置を実施してきている。

日本銀行は、金融政策面からわが国経済を支えるため、昨春秋以降これまでの間、政策金利の引き下げ、金融市場の安定確保、企業金融円滑化の支援という三つの柱を中心に、様々な措置を実施してきた。また、金融システム



(参考1) ▽ 2008～2010年度の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	-3.2～-3.1 <-3.2>	+3.3	+1.2
1月時点の見通し	-2.0～-1.7 <-1.8>	+3.0～+3.2 <+3.1>	+1.1～+1.2 <+1.2>
2009年度	-3.7～-3.0 <-3.1>	-7.6～-6.9 <-7.5>	-1.6～-1.4 <-1.5>
1月時点の見通し	-2.5～-1.9 <-2.0>	-7.0～-6.0 <-6.4>	-1.2～-0.9 <-1.1>
2010年度	+0.8～+1.5 <+1.2>	-2.4～-1.4 <-1.8>	-1.1～-0.8 <-1.0>
1月時点の見通し	+1.3～+1.8 <+1.5>	-1.5～-0.8 <-0.9>	-0.6～ 0.0 <-0.4>

(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) 過年度の実質GDPについては、例年、1～3月期の水準を10～12月期と同じと仮定して計算した推計値を掲載していた。今回は、1～3月期の経済指標の動向を勘案し、2008年度の実質GDPについては、3月の前年同期比が2月と同じと仮定して計算した値。

(注3) 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。

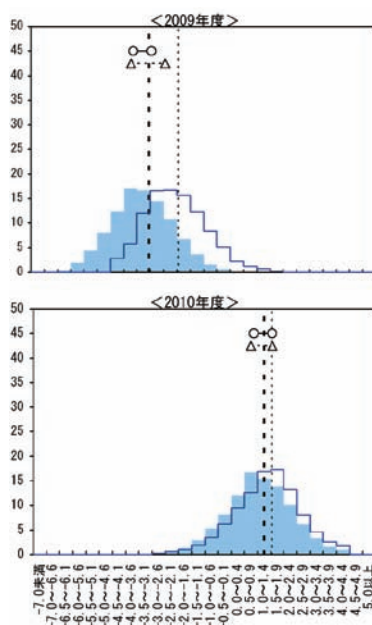
(注4) 政策委員全員の見通しの幅は下表の通りである。

——対前年度比、%。

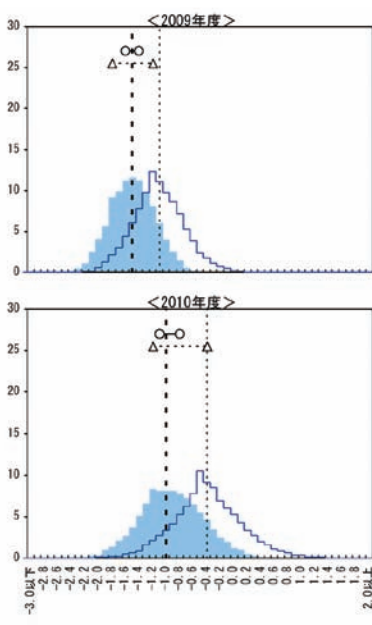
	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2008年度	-3.2～-3.0	——	——
1月時点の見通し	-2.0～-1.6	+2.8～+3.2	+1.0～+1.2
2009年度	-3.8～-2.5	-7.8～-6.8	-1.8～-1.2
1月時点の見通し	-2.8～-1.8	-7.0～-5.0	-1.3～-0.8
2010年度	+0.7～+1.5	-2.6～-1.3	-1.2～-0.4
1月時点の見通し	+1.2～+2.0	-1.8～-0.5	-0.7～ 0.0

(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2009年1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、2009年1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、2008年4月の「経済・物価情勢の展望」BOXを参照。

の安定を図るため、金融機関保有株式の買入れを再開したほか、金融機関向け劣後特約付貸付の供与を実施することとした。日本銀行としては、当面、景気・物価の下振れリスクを意識しつつ、わが国経済が物価安定のもとでの持続的成長経路へ復帰していくため、中央銀行として最大限の貢献を行っていく方針である。

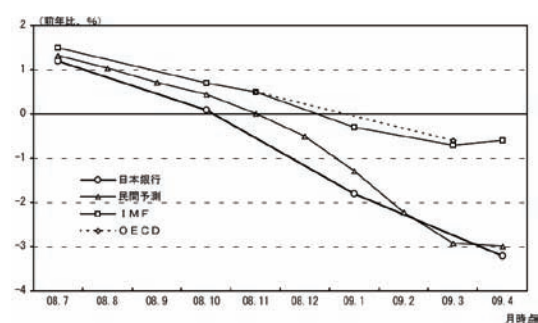
(注3) 二〇〇八年度は、年度後半に、実質GDP前期比成長率が大幅に低下した。このため、二〇〇九年度は、極めて低い実質GDPの水準から始まるため、二〇〇九年度中に、日本経済が下げ止まる場合でも、前年度対比の成長率は大幅なマイナスとなる。このように、経済の変動が極めて大きい場合には、各時点における成長率(前期比成長率)と年度平均の成長率が大きく異なることに留意する必要がある。

(注4) 大幅な景気悪化により、資本ストックの伸び率が低下していることなどを反映し、わが国の潜在成長率は、従来推定されていた水準よりも低下していると判断される。見通し期間中の潜在成長率については、二〇〇八年十月の展望レポート時点の「二%台半ばないし後半」から低下し、「二%前後」と推定される。

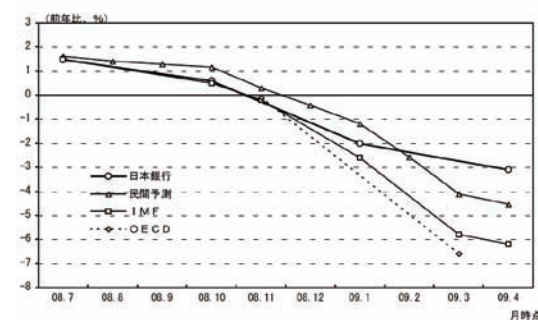
(注5) 日本銀行は、「中長期的な物価安定の理解」について、原則としてほぼ一年毎に点検することとしている。本年も点検を行った結果、「中長期的な物価安定の理解」は、消費者物価指数の前年比で〇.一二%程度の範囲内にあり、委員毎の中心値は、大勢として、一%程度となっている。

(参考図表) 実質GDP成長率見通しの改定状況

(1) 2008年度



(2) 2009年度



(注) 1. 日本銀行は、政策委員見通しの中央値。  
2. 民間予測は、ESPフォーキャスト調査による。  
3. IMFおよびOECDの数字は暦年ベース。

(資料) 日本銀行、経済企画協会「ESPフォーキャスト調査」、IMF「World Economic Outlook」、OECD「Economic Outlook」等