



## 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、半年毎に「経済・物価情勢の展望」(展望レポート)を公表しています。本稿では、読者の皆さんが後掲の本文(基本的見解)を読む前に、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ご説明します。また、2010年10月に公表した展望レポートのポイントについても併せてご紹介します。

#### 「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。また、毎年四月およ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。さらに、毎年一月およ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」で示された見通しから上振れや下振れが生じていないかについて、中間評価を行い、それを決定会合後の公表文で示しています。

#### 金融政策に関する 情報発信

日本銀行は、人々の生活や金融経済活動に大きな影響を与える金

融政策を運営するに当たり、説明責任を果たすとともに、政策の有効性を高める観点から、政策運営に対する考え方や、経済・物価情勢についての見方を、分かりやすく情報発信するよう努めています。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」について日本銀行では、各政策委員が中長期的にみて物価が安定していると考ええる消費者物価指数(CPI)上昇率を集計し、これを「中長期的な物価安定の理解」として二〇〇六年三月より公表しています。現在は、「消費者物価指数の前年比で二%以下のプラスの領域にあり、委員の大勢は一%程度を中心と考えている」という形で表現しています。

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、二〇〇八年四月より、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」というグラフを公表しています。さらに、十月公表分については、二〇〇八年以降、翌々年度の見通しも公表することになりました。

第三の要素は、先行きの金融政策運営の考え方です。日本銀行は、毎回の決定会合後の公表文や「展望レポート」において、経済・物価の現状判断や先行きの見通しを踏まえた当面の金融政策運営の考え方を公表しています。

## 今回の「展望レポート」のポイント

今回の展望レポートでは、2012年度までの日本経済の見通しを示しています。まず、海外経済の見通しや国際金融資本市場の動向、わが国の金融環境の評価を記述した後、先行きの経済・物価の見通しについて、相対的に最も蓋然性の高い見通し（「中心的な見通し」）と、こうした見通しに対するリスク要因を点検し、最後に、金融政策運営の考え方を整理しています。

### ■海外経済、国際金融資本市場

- 海外経済は、当面、減速していくものの、回復基調そのものは途切れず、2011年以降は、成長率が再び高まっていく。
  - ✓ 新興国・資源国：一時的に幾分減速するものの、高めの成長を維持
  - ✓ 米国：バランスシート調整が続く中、回復ペースは緩やか
- 国際金融資本市場の動きが、内外の実体経済にどのような影響を及ぼしていくかについては、引き続き注意してみていく必要。

### ■わが国の金融環境

- 強力な金融緩和政策の効果が一段と浸透していくにつれて、金融環境はさらに改善。民間需要の自律的回復に向けた動きを後押し。

### ■わが国の経済・物価情勢の中心的な見通し

#### 〈景 気〉

- わが国経済は、先行き、景気改善テンポが一旦鈍化した後、緩やかな回復経路に復していく。

#### 〈物 価〉

- 消費者物価指数の前年比下落幅は縮小。前年比プラスの領域に入るのは2011年度中となり、その後、2012年度にかけてプラス幅を拡大させていく。

日本経済は、なお時間を要するものの、物価安定のもとでの持続的成長に向けて、着実に歩みを進めていくものと考えられる。

### (参考) 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)
2010年度	+2.0~+2.3 <+2.1>	+0.7~+0.9 <+0.9>	-0.5~-0.3 <-0.4>
2011年度	+1.5~+1.9 <+1.8>	+0.4~+0.7 <+0.5>	0.0~+0.3 <+0.1>
2012年度	+2.0~+2.4 <+2.1>	+0.3~+0.8 <+0.6>	+0.2~+0.8 <+0.6>

(注) 2010年度の消費者物価指数については、前年比を1年間大きく押し下げる要因となる高校授業料の影響を除いている。

### ■リスク要因

#### 〈景 気〉

- ①先進国経済の動向
- ②新興国・資源国経済の動向
- ③企業や家計のマインドの動き
- ④企業の中長期的な成長期待の動向

#### 〈物 価〉

- ①景気の上振れ・下振れ要因の顕在化の影響
- ②中長期的な予想物価上昇率の動向
- ③マクロ的な需給バランスや、それが物価に及ぼす影響を把握する上での不確実性
- ④輸入物価の動向

### ■金融政策運営

- 日本経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰するために、以下の3つの措置により、中央銀行としての貢献を粘り強く続けていく。
  - ①強力な金融緩和の推進
  - ②多様な資金供給オペレーションを活用した金融市場の安定確保
  - ③成長基盤強化を支援するための資金供給

# 「経済・物価情勢の展望」(展望レポート)

——二〇一〇年十月——【基本的見解】(注1)

## 1. はじめに

今回の展望レポート(「経済・物価情勢の展望(二〇一〇年十月)」)では、二〇一二年度までの日本経済の見通しを示す。見通しを示すに先立ち、若干の留意点を述べる。第一に、日本経済の見通しは、経済・金融のグローバル化を反映して、海外経済や国際金融資本市場の動向に相当程度左右される。第二に、景気・物価見通しと金融政策の関係を評価する上では、金融環境の評価が鍵を握る。このため、本展望レポートでは、海外経済の見通しや国際金融資本市場の動向を最初にやや詳しく記述し、その後、わが国の金融環境の評価をまとめて記述することとした。

先行きの経済・物価の見通しについては、相対的に最も蓋然性の高い見通し(「中心的な見通し」)を、景気変動の基本的なメカニズムを中心に記述している。その上で、こうした見通しに対する上振れ要因と下振れ要因を記述している。現在は不確実性の高い経済状況であるだけに、これらについて

も適切に評価する必要がある。最後に、金融政策運営の基本的考え方を記述している。

## 2. 海外経済および国際金融資本市場

海外経済は、二〇〇八年秋のリーマン・ブラザーズの破綻をきっかけに急速かつ大幅に落ち込んだ後、二〇〇九年春頃には下げ止まり、同年後半からは急速に持ち直した。しかし、回復初期局面における在庫復元の動きが一巡し、また、財政面での需要刺激効果も減衰するに伴い、本年夏以降、経済の成長ペースは幾分鈍化してきている。地域別にみると、米国経済は、輸出を中心に緩やかな回復が続いているものの、個人消費や住宅投資に弾みがつかない中、財政刺激策の効果の減衰などから、本年半ば頃より、減速傾向を示している。欧州経済は、全体としては緩やかに回復しているが、ドイツなど一部の国と域内周辺国の間で、景気回復ペースのばらつきが生じている。新興国・資源国経済は、金融緩和策の修正の動きなどもあって幾分減速しつつあ

るが、旺盛な内需を中心に高めの成長を続けている。

先行きの海外経済は、当面、減速していくものの、回復基調そのものは途切れず、二〇一一年以降は、新興国・資源国経済の高成長が続く中で、成長率が再び高まっていく姿が想定される。世界経済全体の成長率は、二〇一〇年に続き、二〇一一年、二〇一二年も、高い成長率を記録した金融危機前の一〇年間の平均を上回って推移する見込みである(注2)。地域別にみると、新興国・資源国経済は、一時的に幾分減速するものの、旺盛な国内需要や海外からの資本流入が続くもとで、生産・所得・支出の好循環メカニズムが働き、高めの成長を維持する公算が高い。このうち、中国経済は、政府の不動産取引抑制策などを受けて、当面は減速傾向が続くものの、所得水準の向上や都市化の進展を背景とした個人消費や住宅投資、各種のインフラ投資の増加基調が続くため、全体として高めの成長を維持すると考えられる。NIEs・ASEAN諸国の経済は、輸出の増勢が鈍化する一方で、他国からの資本流入が継続し、設備投資や個人消費を中心に景気は拡大基調を

辿ると見込まれる。一方、米国経済については、新興国・資源国向けを中心に輸出が増加を続けるほか、緩和的な金融環境が維持されるもとで、個人消費や設備投資が緩やかな回復を続けるため、二〇一一年以降、成長率は再び高まると見込まれる。ただし、そのペースは、バランスシート調整の影響が続く中、過去の景気回復局面に比べて緩やかなものに止まると考えられる。欧州経済については、輸出の増加が徐々に内需に波及し、国ごとのばらつきを伴いながらも、全体として緩やかな回復が続くとみられる。

この間、国際金融資本市場では、二〇一〇年春以降、ギリシャなど一部の欧州諸国のソブリン問題が懸念される状況となったほか、その後も、軟調な経済指標が相次いだ米国経済を中心に、先行きを巡る不確実性が高まってきたことから、グローバル投資家のリスク回避姿勢が強まった。このため、米欧を中心に社債等の信用スプレッドが、本年春以降、一時的に拡大したほか、わが国を含め、多くの国で株価が不安定な動きを続けた。為替市場でも、相対的に安全な通貨とみられている円への需要が増加し、



円高の動きが進行した。先進国と新興国・資源国の景気回復ペースに大きな乖離がある中、グローバルな資本移動などを背景とする国際金融資本市場の動きが、内外の実体経済にどのような影響を及ぼしていくかについては、リスクに対する投資家の姿勢の変化等にも留意しつつ、引き続き注意してみていく必要がある。

### 3. わが国の金融環境

わが国の金融環境をみると、緩和方向の動きが続いている。すなわち、短期金融市場では、日本銀行が実質ゼロ金利政策など強力な金融緩和を推進する中、コールレートが極めて低い水準で推移しているほか、タム物レートが低下し、イールド・カーブは一段とフラット化している。また、C/Pや中高格付社債の発行金利は低位で安定し、貸出金利も低下傾向が続くなど、企業の資金調達コストは既往最低の水準まで低下してきている。企業からみた金融機関の貸出態度も、改善の動きが続いている。一方、資金需要面をみると、収益の回復に伴いキャッシュフローが増加していることもあって、企業の外部資金に対する需要は引き続き弱い。このため、銀行貸出など、民間部門の資金調達残高は前年比でみて減少が続いている。こうした中、企業の資金繰りをみると、大企業と中小・零細企業とでは幾分異なるが、全体としてみると、改善の動きが着実に続いている。先行きについても、わが国金融システムが全体として安定性を維持する中、企業収益の回復に伴い、金融緩和効果は強まる方向にあると考えられる。今後、日本銀行による強力な金融緩和政策

の効果が一段と浸透していくにつれて、わが国の金融環境はさらに改善し、それが国内民間需要の自律的回復に向けた動きを後押ししていくものと期待される。

### 4. わが国の経済・物価の中心的な見通し

#### (1) 経済情勢

上述の海外経済の動向と内外の金融情勢を踏まえた上で、わが国経済の先行きについて、相対的に蓋然性が高いと判断される見通し（「中心的な見通し」）を検討する。

まず、景気の現状をみると、緩やかに回復しつつあるものの、輸出や生産の増加ペースが鈍化していることなどから、改善の動きが弱まっている。二〇一〇年度後半については、海外経済の減速や耐久消費財に関する政策効果の反動といった要因に加え、このところの円高の影響もあり、景気改善テンポが鈍化する可能性が高い。このため、二〇一〇年度のわが国の成長率は、潜在成長率を上回る水準となるとはいえず、七月の中間評価時点の見通しに比べて下振れると考えられる（注3）。二〇一一年度入り後は、円高の影響は残るものの、海外経済の成長率が再び高まることなどから、輸出が増加を続けるほか、企業収益が改善していくもとで、設備や雇用の過剰感も徐々に解消していくため、わが国経済は緩やかな回復経路に再び復していくと考えられる。二〇一二年度は、新興国・資源国を中心に海外経済が高めの成長を続けるもとで、輸出・生産から所得・支出への波及メカニズムが強まり、潜在成長率を上回る成長が続くと考えられる（注4）。

こうした見通しの内容を、企業・家計の部門別にやや詳しく述べると、以下のとおりである。

まず、企業部門をみると、製造業では、二〇一〇年度入り後、輸出の増加に加え、耐久消費財に関する各種需要刺激策の効果などから、生産の増加が続き、企業収益も急速に回復してきた。もともと、最近では、新興国・資源国における金融緩和策の修正や情報関連財の在庫調整の動きなどを背景に、輸出や生産の増加ペースは鈍化している（注5）。今後は、こうした海外経済の動向や既往の円高の影響により、二〇一〇年度後半にかけて、輸出の増加ペースは緩やかなものに止まるとみられ、これに本年夏の猛暑効果の反動やエコカー補助終了の影響などが重なるため、生産は一時的に減少に転じる可能性が高い。二〇一一年度以降は、海外経済の伸びが再び高まる中で、輸出が増勢を取り戻すほか、生産も増加基調に復し、企業収益は回復を続けると考えられる。こうした動きを背景に、企業の設備過剰感が徐々に解消するとともに、強力な金融緩和の効果浸透もあって資金調達環境が引き続き改善していくことから、先行き、設備投資は、ここ数年抑制されてきた更新投資の反動増を含め、持ち直し傾向を続けるものと見込まれる（注6）。非製造業については、製造業の業績改善の影響が徐々に波及してきており、企業収益や設備投資は緩やかに持ち直していくと考えられる。

次に、家計部門について、雇用環境をみると、失業率は、昨年夏以降、振れを伴いつつも低下傾向を辿っているが、過去の平均に比べれば、なお高い水準で推移している。一方、雇用者数は、前年比で下げ止ま

りつつある。賃金の動きをみると、所定外給与が前年比で増加しているほか、特別給与も、企業業績の改善を反映して前年比プラスに転じた。こうした雇用・所得環境のもとで、個人消費は、持ち直し基調が続いている。加えて、二〇一〇年度前半については、耐久消費財に関する各種対策や猛暑の効果が、個人消費の増加に寄与した。二〇一〇年度後半については、これらの効果が減衰するため、個人消費は一時的に弱まる可能性が高い。二〇一一年度以降は、企業収益の改善や生産の復調に伴い、雇用・所得環境は改善傾向を辿るものと見込まれる。このため、個人消費は、見通し期間の後半にかけて再び持ち直し、自律的回復の動きが次第に現れてくるとみられる。この間、住宅投資は、このところ下げ止まっており、先行きは、雇用・所得環境の改善や借入金利の低下などを背景に、緩やかに改善していくと考えられる。

#### (2) 物価情勢

以上の経済情勢の展望を踏まえ、物価の動向を点検する。まず、消費者物価（除く生鮮食品。以下同じ）の現状をみると、マクロ的な需給バランスが緩和状態にあるもとで下落しているが、基調的にみると前年比下落幅は縮小が続いている（注7）。

先行きの物価を巡る環境を展望すると、財・サービスのマクロ的な需給バランスを反映する労働や設備の稼働状況は、景気が緩やかな回復傾向を辿るもとで、引き続き、徐々に改善していく姿を想定している。中長期的な予想物価上昇率は、家計や企業エコノミストを対象としたアンケート調査等からみて、これまでのところ大きな変化

は窺われず、見通し期間においても安定的に推移すると想定している。このうち、エコノミストによる中長期的な予想物価上昇率は、ここ数年、概ね1%程度で安定している。国際商品市況は、新興国・資源国経済が高めの成長を続けることなどを背景に、緩やかに上昇していくことを想定している。他方、最近の円高の動きは、輸入物価を通じて、当面、国内の物価の下押し圧力として作用すると思われる。

以上の環境を前提に、物価情勢の先行きをみると、国内企業物価指数の前年比は、為替円高の影響を受けつつも、マクロ的な需給バランスの改善や国際商品市況の動きなどを反映し、見通し期間を通じて緩やかな上昇が続くと見込まれる。消費者物価指数は、中長期的な予想物価上昇率が安定的に推移するとの想定のもと、マクロ的な需給バランスが改善していくことなどから、今後とも、前年比下落幅は縮小していくと考えられる。ただし、金融危機後の需要の落ち込み幅が極めて大きかったうえに、景気回復ペースが緩やかなため、需給バランスが改善していくには相応の時間を要する。このため、先行きの消費者物価の前年比の改善ペースも緩やかなものとなり、前年比プラスの領域に入るのは二〇一一年度中になると考えられる。その後、二〇一二年度にかけてプラス幅が拡大していくものと見込まれる（注①）。

## 5. 上振れ要因・下振れ要因

### (1) 経済情勢

以上は、現時点で相対的に蓋然性が高い

と判断される見通し（「中心的な見通し」）である。こうした見通しに対する上振れまたは下振れ要因としては、以下のような点に注意する必要がある。

第一に、先進国経済の動向である。このところ、米国を中心とする先進国経済については、先行きを巡る不確実性の強い状況が続いている。米国のように、バランスシート調整という重石を抱えた経済は、わが国のバブル崩壊後の経験が示すとおり、生産・所得・支出の好循環メカニズムが作用しにくい。このため、バランスシート調整が完了するまでの間、上方に弾みにくく、下方に振れやすいという状況が継続する可能性が高い。また、わが国を含め、多くの先進国が積極的な財政政策を実施してきた結果、各国の公的債務残高は大きく増加している。今後、欧米を中心に本格化する財政再建策の規模やスピード次第では、当該国および世界経済に対する予想以上の下押し圧力となる可能性がある。他方、市場において財政再建に向けた取組みが不十分と評価された場合には、長期金利の上昇やコンフィデンスの低下などを通じて、実体経済にマイナスの影響が及ぶリスクがある。これらのほか、今後、民間需要の自律的回復力が高まってく場合、緩和的な金融環境が必要以上に長期間維持されると、経済活動や物価の振幅が大きくなる可能性がある。

第二に、新興国・資源国経済の動向である。これらの国の経済は、一時的に幾分減速しつつも、内需を中心に高めの成長を維持する公算が高い。こうした中、先進国における大規模な金融緩和の継続と、その長期化予想は、新興国・資源国経済に対する資本流入を加速する可能性がある。その結

果、これらの国の景気が一段と強まれば、輸出の増加を通じて、わが国経済が上振れる可能性がある。一方、これらの国における経済・金融活動に行き過ぎが生じれば、景気の過熱や、その後の急激な巻き戻しにより、資源価格や資産価格、および実体経済面での大幅な変動が発生するリスクもある。こうした中、多くの新興国・資源国は金融緩和策の修正を進めているが、これは短期的にはこれらの経済の下振れ要因となるものの、景気拡大の持続性というより長期的な観点からは、わが国を含めた世界経済にとってプラス方向に作用すると思われる。

第三に、上述の要因と重なる面もあるが、企業や家計のマインドの動きにも注意を要する。現在是不確実性の高い経済・金融情勢であるだけに、企業や家計のマインドが上下両方向に変化し、それが実体経済に影響を及ぼす可能性がある。例えば、上述のような下振れ要因が存在する中、今後、世界経済の先行きを巡る不確実性がさらに高まった場合、グローバル投資家のリスク回避姿勢が一段と強まる可能性がある。これにより、為替相場や株価が不安定化すれば、企業や家計のマインド悪化を通じて、わが国の実体経済が見通しよりも下振れる可能性がある。他方、先進国における金融緩和策などが、経済の先行きに対する不確実性を低下させ、各種市場の安定化に繋がってけば、わが国経済が、企業や家計のマインド好転を通じて上振れる可能性がある。

第四に、企業の中長期的な成長期待の動向である。最近では、多くの企業において、新興国・資源国のインフラ需要や消費需要

を取り込むため、新たな製品開発や国際的な販売網の拡充を進める動きがみられる。この点では、円高を利用して海外企業の買収を進め、グローバルな視点から事業の再構築を目指す動きもみられる。今後、こうした動きが強まる場合には、企業の中長期的な成長期待が高まり、設備投資や輸出を中心に景気が上振れる可能性がある。他方、経済全体の生産性向上に向けた取組みが進まず、成長期待の低迷傾向が続く場合には、国内の設備投資が抑制されたり、家計の所得増加期待の低下を通じて、個人消費が下振れる可能性がある。

### (2) 物価情勢

物価情勢の先行きについても、上下両方向の不確実性がある。まず、景気について、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、物価に固有の要因として、第一に、企業や家計の中長期的な予想物価上昇率が挙げられる。わが国経済は、先行きにかけて、労働や設備の稼働状況は回復していくと見込まれるものの、そのペースは、引き続き緩やかなものに止まる可能性が高い。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可能性がある。

第二に、そもそも、マクロ的な需給バランスや、それが物価に及ぼす影響を把握する上での不確実性が高いことに留意が必要である。まず、今回のグローバルな金融危機の後の経済のように、経済が構造的な需要の変化を伴って大きく変動する場合には、既存資本ストックの経済的な陳腐化から、



## （参考 1）2010～2012 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)
2010年度	+2.0～+2.3 <+2.1>	+0.7～+0.9 <+0.9>	-0.5～-0.3 <-0.4>
7月時点の見通し	+2.5～+2.7 <+2.6>	+1.2～+1.3 <+1.2>	-0.5～-0.2 <-0.4>
2011年度	+1.5～+1.9 <+1.8>	+0.4～+0.7 <+0.5>	0.0～+0.3 <+0.1>
7月時点の見通し	+1.8～+2.1 <+1.9>	+0.5～+0.9 <+0.8>	0.0～+0.2 <+0.1>
2012年度	+2.0～+2.4 <+2.1>	+0.3～+0.8 <+0.6>	+0.2～+0.8 <+0.6>

（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）2010年度の消費者物価指数については、前年比を1年間大きく押し下げる要因となる高校授業料の影響を除いている。高校授業料については、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比を0.5%程度押し下げると試算される。

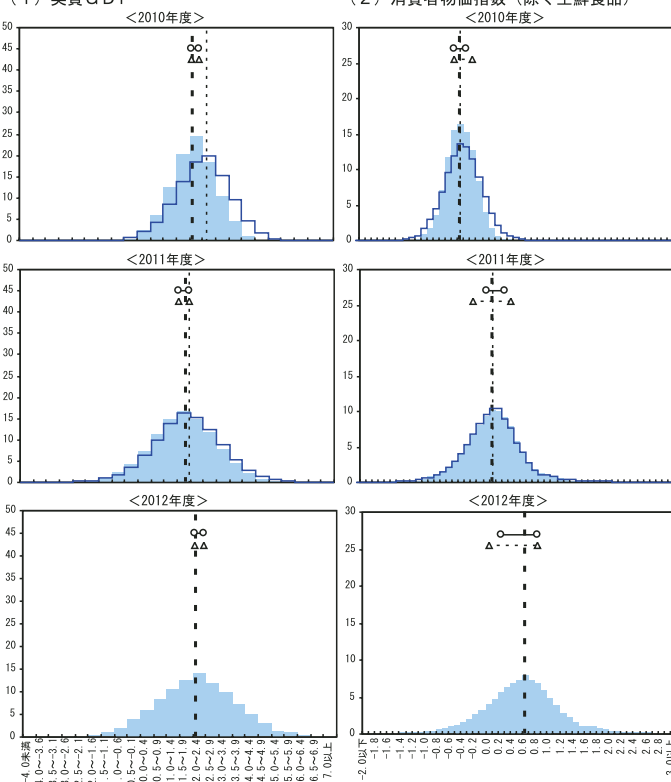
経済の供給能力が実質的に低下している可能性があるため、結果として物価下落圧力を過大に評価してしまう恐れがある。また、需給バランスの変動が、物価に対してどの程度の大きさとスピードで影響を与えるかについては不確実性が大きく、この点についても幅をもつてみていく必要がある。

第三に、輸入物価の動向である。原油をはじめとする一次産品の価格動向には、上

## （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2010年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、2010年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、2008年4月の「経済・物価情勢の展望」BOXを参照。

## 6. 金融政策運営

日本銀行は、「中長期的な物価安定の理解」すなわち「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

下両方向に不確実性が大きい。特に、相対的にエネルギー効率が低い新興国経済の動向や、先進国の金融緩和を背景とする商品市場への資金流入の状況次第では、一次産品価格が上下に大きく変動する可能性がある。為替相場の変動も、実体経済の振幅を通じて、消費者物価に相応の変化をもたらし得る。

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9）（注10）。

まず、第一の柱、すなわち先行き二〇一二年度までの経済・物価情勢について、相対的に蓋然性が高いと判断される中心的な見通しについて点検する。上述のとおり、わが国経済は、先行き、景気改善テンポが一旦鈍化した後、緩やかな回復経路に復していくとみられる。物価面では、引き続き、消費者物価指数の前年比下落幅は縮小していくと考えられる。マクロ的な需給バランスの改善テンポが緩やかなものとなることを踏まえると、前年比プラスの領域に入るのは二〇一一年度中となり、その後、二〇一二

年度にかけてプラス幅を拡大させていくものと見込まれる。こうした経済・物価見通しを総合的に評価すると、日本経済は、なお時間を要するものの、物価安定のもとでの持続的成長に向けて、着実に歩みを進めていくものと考えられる。

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、新興国・資源国の経済の強まりなど上振れ要因がある一方で、米国経済を中心とする不確実性の強い状況が続くもとで、景気の下振れリスクにも注意が必要である。物価面では、新興国・資源国の高成長を背景とした資源価格の上昇によって、わが国の物価が上振れる可能性がある一方、中長期的な予想物価上昇率の低下などにより、物価上昇率が下振れるリスクもある。

以上の二つの柱による点検を踏まえ、日本銀行は、日本経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰するために、以下の三つの措置により、中央銀行としての貢献を粘り強く続けていく。

第一に、「中長期的な物価安定の理解」に基づき、物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで、実質ゼロ金利政策を継続する。また、資産購入等の基金の創設・活用を通じて、長めの市場金利の低下とリスク・プレミアム縮小を促す。これらの「包括的な金融緩和政策」を通じてより強力な金融緩和を推進していく。第二に、多様な資金供給オペレーションを活用して、引き続き、金融市場の安定確保に万全を期していく。第三に、「成長基盤強化を支援するための資金供給」を通じて、金融機関や企業の前向きな取り組みを後押しするとともに、

■伝統とは何か。インタビューを終え、単に古来伝承されてきたものをそのまま未来に橋渡することではないとの思いが強い。ひとたび過去から自らが引き受けた段階で、その受容の仕方自体が現代のスクリーニングを受けてしまう。科学者が観察者としての自己の存在を抜きにしては「客観的」なデータをもはや論じられなくなっているのと似ているのかもしれない。それは鑑賞者にとどまる側にも同様に当てはまる。「私の世阿弥」、「私のモーツァルト」はあってよい。ただ、その場合、現代に生きるわれわれの思いが実際の過去を換骨奪胎して、いわば「本歌取り」をしている場合もある。注意すべきは意識的に行われるこの手の操作だ。古典を論じるやからの言には注意しよう。自分の鑑賞眼を鍛えることこそ肝要だと改めて自戒した。(大川)

■今回訪れた阿寒湖畔では自然に触れる素晴らしい体験ができました。展望台から望む湖面の美しい水色のグラデーションや、緑豊かな森林で始まったばかりの紅葉等、自然が織り成す色彩美に感動しました。幸運にも野生のシカに遭遇し、鳴き声を聞くこともできました。静かな波音だけが聞こえるチュウライ湾の岸边では、打ち上げられた自然のままのマリモに、特別に許可を得て触れることができました。マリモを壊さぬよう、そっと持ち上げてみると、意外にも重くざらっとした不思議な手触りでした。(MK)

※本誌は、全国の日本銀行本支店および貨幣博物館、旧小樽支店金融資料館等でお配りしています。個人の方の定期購読、郵送はお取り扱いしておりませんのでご了承ください。なお、既刊号全文をPDFファイル形式で日本銀行ホームページ上に掲載していますのでご利用ください。  
(<http://www.boj.or.jp/type/pub/nichigin.htm>)

※本誌に掲載している内容は、必ずしも日本銀行の見解を反映しているものではありません。日本銀行の政策・業務運営に関する公式見解については、日本銀行ホームページ(<http://www.boj.or.jp/>)をご覧ください。

にちぎん 2010年 冬号  
編集・発行人 大川昌利  
発行 日本銀行情報サービス局  
〒103-8660  
東京都中央区日本橋本石町2-1-1  
☎ 03-3277-2405

デザイン 株式会社市川事務所  
印刷 株式会社美松堂  
©日本銀行情報サービス局 禁無断転載

※本誌の用紙は、環境・社会・経済のすべての側面に配慮した厳しい基準に従って適切に管理された森林からの木材を原料としていることを示す、FSC認証紙を使用しています。

成長基盤強化に資する金融市場の整備などに向けて貢献していく。日本銀行は、今後とも、先行きの経済・物価動向を注意深く点検したうえで、中央銀行として、適切に政策対応を行っていく方針である。

本展望レポートでは、二〇一二年度までの期間を念頭に置きながら、主として需要面の動向に焦点を当てて経済見通しを説明してきたが、これに加えて、中長期的な観点を踏まえた供給面からの分析も必要である。わが国の場合、成長率の趨勢的な低下、あるいは少子高齢化の進展といった中長期的な構造的要因が経済に大きな影響を与えており、長期に亘る需要の低迷やデフレもそうした根源的な問題の表れである。わが国経済の生産性を引き上げ、成長力を高めていくためには、金融機関を含め、企業家精神に基づく民間企業の積極的な活動が何よりも重要である。そのためには、市

場の活力が最大限に発揮できるような政府による取り組みも不可欠である。民間経済主体と政府のそれぞれの努力が相俟って、成長力の強化に向けて着実に前進していくことが強く期待される。こうした取り組みのもとで、日本銀行としても、わが国経済の発展に向け、極めて緩やかな金融政策の効果が最大限発揮されるよう、中央銀行としての貢献を続けていく考えである。

\*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/sesaku/sahiyuki/tenbo/index.htm>

(注1) 十月二十八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) 因みに、IMFが十月に発表した世界経済の成長見通しをみると、二〇一〇年は、大幅な経済の落ち込みからの回復局面となった前半の高い伸びが寄与するからで、四・八%と高い成長率となり、二〇一一年

二〇一二年の成長率は、それぞれ四・二%、四・五%となっている。なお、金融危機前の一〇年間(一九九八―二〇〇七年)の平均の成長率は、四・〇%となっている。

(注3) ただし、二〇一〇年度の成長率の下振れについては、GDP統計の二〇〇九年度下期の計数が下方修正されたことに伴い、二〇一〇年度への発射台・年度中の各期の前期比伸び率がゼロであった場合の年度平均の前半比が低くなったことなど、統計上の要因による部分も大きい。

(注4) 見通し期間中の潜在成長率を、生産関数アプローチに基づき一定の手法で推計すると、「〇・%台半ば」と計算される。ただし、潜在成長率については、推計手法に依存する面が大きいほか、資本ストックや労働投入量といった重要な変数について、事後的なデータの蓄積を経た後でなければ確定した値を認識することが難しいことなどから、相当幅をもつてみる必要がある。

(注5) 鉱工業生産については、二〇一〇年四月に行われた季節調整替えにより、二〇〇八年十一月と二〇〇九年一・三月の生産の大幅な落ち込みの一部が、実勢ではなく「季節性」によるものと認識されている可能性が高い。こうした季節調整法は、その後の十月・十一月、一・三月の伸び率を押し上げ、四・六月、七・九月の伸び率を押し下げる方向に働くことになるが、ここでは、そうした影響を取り除いた実勢ベースによる

り、先行きの生産動向の基調を評価している。

(注6) 海外での設備投資については、日本企業の海外拠点展開がさらに拡大していくとみられることから、国内設備投資を上回って回復すると見込まれる。

(注7) 二〇一〇年度の消費者物価指数については、物価の基調的な動きを判断するため、前年比を一年間大きく押し下げる要因となる高価授業料の実質無償化等の影響を除いている。

(注8) 今回の消費者物価の見通しは、現行の二〇〇五年基準の指数をベースにしているが、統計作成当局は、同指数について二〇一一年八月に二〇一〇年基準の指数に切り替えるとともに、前年比計数を二〇一一年一月分に通って改定する予定であることを公表している。その際には、前年比上昇率が下方改定される可能性が高い。

(注9) 現在「中長期的な物価安定の理解」については、「消費者物価指数の前年比で二%以下のプラスの領域にあり、委員の大勢は一%程度を中心と考えている」としている。

(注10) 日本銀行は、「中長期的な物価安定の理解」に基づき、物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで、実質ゼロ金利政策を継続していく方針を明らかにしている。ただし、実質ゼロ金利政策の継続については、「金融面での不均衡の蓄積を含めたりリスク要因を点検し、問題が生じていること」を条件としている。