

我が国金融政策の課題と展望

—日銀政策委員会審議委員時代を振り返りつつ—

田 谷 禎 三

関理事長 お待たせいたしました。只今から、本日の「資本市場を考える会」を始めさせていただきます。

本日は、御案内しましたように、大和総研特別理事の田谷禎三様をお招きしまして、「我が国金融政策の課題と展望 —日銀政策委員会審議委員時代を振り返りつつ—」という題でお話をいただくことになっております。

田谷様の御略歴についてはお手元にお配りしてありますけれども、立教大学大学院を御卒業後、カリフォルニアのUCLAでPhDをお取りになり、その後、国際通貨基金のエコノミストに御就任になり、八三年に大和証券に入社されました。大和総研においては、各方面、特に国際分野等で著名なエコノミストとして活躍になり、その後、御承知のように、九九年に日本銀行政策委員会の審議委員に御就任になりました。昨

年一二月、ちょうど五年の任期を終えられまして、大和総研に復帰されたということでございます。

この五年間、皆様御存じのように、日本銀行が経済活性化、デフレ脱却のために金融政策面で大変難しい課題に取り組んでおられたわけでありますが、それにずっと参画されておられました。また、今後、金融政策がどう展開していくかということは国内的にも国際的にも大変関心の的になっていきます。私は、田谷様の御退任がわかりました後に、こういう機会をつくっていただけるかとお願いたしましたところ、非常に快くお引き受けいただきまして、本日を迎えたわけでございます。

それでは、田谷様、どうぞよろしくお願いいたします。

一、はじめに

田谷です。よろしくお願い申し上げます。

今御紹介いただきましたように昨年一二月初めに日本銀行の政策委員会審議委員の五年の任期を終了いたしました。実は、関理事長から講演会の御要請を受けるまでは、金融政策については、一年くらい発言を控えるつもりでした。金融政策についてじっくり考え直してみたいと思っていただけです。一方、こうしたお話をいただいたのも、そのような御要望が一部にあるということですし、まだじっくりと考え直してはおりませんが、考えてみる一つのチャンスであるとも思いました。

まず、この任期五年というのは長いのか短いのかを自分なりに考えてみますと、私はどちらかと

いうと短いのではないかと思います。

現在、御承知のように、政策委員会の審議委員や副総裁の中に日銀出身の方はおられません。ですけれども、私どもがやってまいりました金融政策のみならず、重要な日銀の日常業務に関する意思決定機関というのは、現在のところ政策委員会のみとなっています。業務、発券、考査、信用機構、システム情報の各局がどういう仕事をしていてどういう課題を持っているかを理解するのは、やはりどうしても時間がかかると思います。金融市場局が日々やっているオペレーションというものをそれなりに理解するには、時間を要します。あるいは、国際局が行っている業務についても同様です。意思決定のあり方を変えるのか、あるいは変えないのであれば日銀出身者も政策委員会のメンバーに含めるべきではないかと思えます。そうではなくて、政策委員会に日銀出身のメ

ンバーが入らない、あるいは入るのが難しい状況が続いて、現在のような意思決定のあり方を変えないのであれば、場合によっては一部の審議委員については再任も考えるべきではないかと思いません。

個人的には、五年の任期を終えてほつとしていくところですけども、私の場合、さまざま偶然が重なって委員会の審議委員になったのだと思います。その中で心掛けましたことは、マーケットに対して真摯に対応することです。必ずしも十分にできたとは思いませんけれども、マーケットの中におられるプロフェッショナルな方々の意見や見解にセンチティブであろうと心掛けたつもりです。

私の後任は、皆さん御承知のようにマーケットの動向に詳しい方であります。そのような分野に強い人が日銀のボードの一角を占められることに

なったことは、私としては大変結構なことだと思っております。

一、経済情勢と金融政策

(1) 審議委員に就任した当初の経済状況

前置きはそのぐらいにしまして、私が審議委員に任命されましたのは五年前、九九年一二月でした。その年、九九年二月には、既にゼロ金利政策が導入されておりました。折からの世界的なITブームを反映して、輸出が伸び、生産が増えて、企業収益もかなり好調になっていました。この関連で、図表1と図表2（文末参照）を御覧下さい。特に図表2に示されていますように、輸出が伸び、それと同時に生産が伸び、その結果として収益が伸びる状況になっていました。その企業収益の伸びを背景として、製造業では設備投資も増

加し始めており、雇用情勢も好転しつつありました。そのような状況下で、いつゼロ金利が解除されるかが話題になっていました。実際に、ゼロ金利政策が解除されましたのは、二〇〇〇年八月ですけれども、短期間でまた金融緩和せざるを得ないことになったことは皆様御承知のとおりです。

結局、今申し上げましたように、企業収益は伸びました。しかし、設備投資に広がりが見られなかつた。私が思った以上に広がりが見られなかつたことと、企業収益の伸びが雇用、所得に反映する部分かなり小さかつた。私は、二けたの企業収益の伸びがありましたから、当然のことながら雇用、所得に反映される部分もあるだろうと思いましたが、それによってもう少し内需もしっかりしてくるものだと思います。設備、債務、雇用の過剰が十分には解消されてきていなかったことも一つの背景になっていたのではない

かと思えます。また、今から振り返ればということですが、二〇〇〇年の春にはナスダックもピークをつけて、既に下げ始めていたわけです。もう少し株価の動向にも注意すべきであったようにも思います。景気は、輸出、生産の減少とともに後退局面に入っていくって、二〇〇〇年末に、その年の一月や二月のデータが明らかに従って、再緩和の必要性が認識されるようになったのだと思います。

(2) 量的緩和政策の導入とその後の推移

二〇〇一年の年初の政策決定会合から緩和の可能性を議論し始めた記憶があります。二月になって公定歩合を下げましたけれども、その時点で、私はオーバーナイト・コールを含めて下げるべきであると考えて、その旨の議案も提出しました。そつした緩和策は、二月末の決定会合で採択され

ました。そして、三月には、現在に至るまで続々量的緩和に入っていきました。

この関連で、図表³を御覧いただきながら、お話をさせていただきます。

量的緩和をどう考えるかということは後ほど詳しくお話しさせていただこうと思っておりますけれども、振り返ってみますと、二〇〇一年の年初から二〇〇二年の後半に至るあたりが、私の審議委員時代、最も悩みの深い苦しい時代だったと思います。

当初五兆円程度であった日銀当座預金残高目標を漸次引き上げました。「五兆円程度」から「六兆円程度」へ。「六兆円程度」から「六兆円を上げる」へ。「六兆円程度」から「六兆円を上回る」へ。そこからさらに「一〇兆円から一五兆円」へ、また、二〇〇二年一月には、「一五兆円」へ、「二〇兆円」と引き上げていきました。

一口に二〇兆とか二〇兆とか申し上げますけれ

ども、一億円というお金を皆様お持ちになったことがありませんでしょうか。現在日銀の地下金庫が公開されていますので、そこに一億円の束があります。それを持ち上げるのはかなり大変です。それが四〇個集まってパレットの上に一固まりになった四〇億円がありますが、四〇億円の束が二五個集まると一〇〇〇億円です。その一〇〇〇億円が日本銀行本館の地下の金庫に展示されていますので、もし御興味がおありの方は、一度御覧になっていただきたいと思えます。かなり大きな、この演台に近い、あるいはもっと背が高いでしょうか。それが四〇億円です。これが五×五で、一〇〇億円の束となって現在展示されています。それが一〇〇〇億円ですから、一兆円はそれが一〇個です。一〇兆円というのはそれがまた一〇個ですから、私どもが一言に「一〇兆だ」、「一五兆だ」、「二〇兆だ」といいますけれども、とてつも

ない金額だということをお分かりいただきたいと思えます。

二〇〇二年一〇月には、「一五兆～二〇兆円」に当座預金残高目標を引き上げましたけれども、その間に、公定歩合も〇・一％に下げました。そして、公定歩合で借りられるロンバード型貸付あるいは「補充貸付制度」も導入しましたし、その使い勝手も改善しました。しかも、当座預金残高目標を引き上げる過程で、長期国債の買い切り額を月に四〇〇〇億円から、最終的には一・二兆円にも引き上げました。さらに、私どもはさまざまな資金供給オペレーションをやっています。国債の買い切り以外で、資金を貸し付ける際用いる担保の範囲をかなり拡大しました。例えば、預金保険機構や産業再生機構に対する貸付債権を担保に加えたり、あるいはマーケットを育成する観点から、ABSを担保の対象に入れたほか、担保にと

れる国債の範囲も広げました。金融政策の一環としてではないのですけれども、二〇〇二年九月には、皆さん御承知のように、時限措置として銀行保有株式の買入れ措置を導入しました。この間、相当いろんなことをやってまいりました。

(3) 景気の回復過程

もう一度、図表1及び図表2を御覧いただきましたのですが、この間、景気は、既に二〇〇二年一月を底に回復過程に入っていましたけれども、二〇〇二年一杯は緩和要請が強い状況が続きました。二〇〇二年から始まった輸出・生産の増勢は、二〇〇三年に入って一時鈍化しましたが、年末にかけて再度復活してきました。このときの輸出の鈍化は、アメリカ景気の鈍化やアジアにおけるSARSの影響だったと思います。ところが、二〇〇四年の後半以降、図表2のチャート

を御覧になっていただいてもおわかりになるのですけれども、再度鈍化するといった複雑な展開をたどっています。現在、景気は回復局面の踊り場にあると考えられます。

今日の新聞等の報道でもおわかりになりますように、民間調査機関の現時点での昨年の第四・四半期の実質成長率の予想平均は、実質ではプラス〇・一％で、名目ではゼロだったと思います。二〇〇四年の第二・四半期、第三・四半期に続いて、今申し上げたような民間調査機関の予想が現実になりますと、三・四半期も連続してGDPはほぼ横ばいの状態になります。輸出がこれだけ鈍化しているにもかかわらず全体としてのGDPが横ばいであるということは、それだけ内需がしっかりしていることの反映でもあると思います。

この間、企業収益は好調を持続させています。前回の九九年から二〇〇〇年の景気回復局面に比

べますとどこが違うかということについては、幾つかありますが、図表4及び図表5を御覧になっていただきたいと思います。まず、過剰な債務がかなり解消されてきています。図表4では「純債務対キャッシュフロー比率」が下がってきています。また、図表5に示されていますように過剰債務の調整圧力がかなり減ってきています。非製造業・大企業においては、まだはつきりした兆候はありませんけれども、他の規模の企業あるいは業態では、明らかに債務調整圧力は小さくなっています。前回の回復局面に比べますと、三つの過剰がかなり解消されてきており、その分景気の足腰は強いはずだと思います。企業にとって、このような過剰債務や過剰設備の調整圧力が小さくなり、キャッシュフローの改善が設備投資拡大余力の拡大により結びつくようになってきています。

図表6に示していますように、雇用の過不足感

も随分変わってきています。雇用の過剰感が減ってきていることは、日銀短観の資料でもお分かりいただけると思います。しかし、企業収益が改善し、しかも雇用の過剰感が解消されてきている割には、雇用、所得の改善はかなり限定的であると思います。これは、一言でいえば、やはり経済のグローバル化の影響を受けて、労働の対価に対してたゆみない下方圧力がかかり続けているということであろうと思います。

今後の設備投資あるいは個人消費がどうなるかについては、後ほど少しお話し申し上げたいと思いますけれども、この点が、どうもいま一つ景気が底堅くならない理由であろうと思います。

このような現在の踊り場の状況をもたらした直接的な要因である世界的なIT関連財の在庫調整は、過去の反省もあって、二〇〇〇年末から二〇〇一年にかけてのときのような大幅な調整には至

らないと考えられますので、早晚輸出が回復し始めて、それとともに景気が回復過程に復帰すると考えています。

(4) アメリカの経済情勢

その関連で、図表7には、米国経済の推移を示しています。御承知のように、米国経済については、積極的な金融財政政策の手直し過程に入っていますけれども、そこその雇用拡大が見られませんので、基本的にはそんなに心配することはないと考えています。

ただ、図表8を御覧いただきますと、毎日のように新聞等で報道されているとおり、アメリカの經常収支の赤字が問題になっていきます。アメリカについての唯一といっていい懸念は、アメリカの(經常収支赤字に対する市場のパーセプション(認識)が悲観的になって、ドル相場、アメリカの債

券価格、アメリカの株価が大きく下落する可能性があります。そうしたパーセプションの変化については、米国経済の相対的成長力あるいは米国の財政赤字の先行きに対する見方が悲観的になったときに起こりやすいのではないかと思います。今のところはそうした状況にありませんし、アメリカの短期金利が上昇しつつあることを考えますと、そうした悲観シナリオが実現する蓋然性はそんなに高いものではないと思っています。ただ、FFレートが引き上げられ始めており、どこまで引き上げられるのかということは、これからの世界経済、日本経済にとって決定的に大事なことだと思います。金融政策、特にアメリカのFFレートの動向は、その後の金融市場の動き、あるいは経済の動きに決定的な影響を与えますから、やはりこのところは注目し続けるべきであろうと思います。

(5) 欧州諸国・アジア諸国の経済情勢

欧州諸国経済は依然としてぱつとしません。しかし、それと同時に落ち込む理由もないように思います。中国を含めた東アジアも、私はそれなりにしつかりしていると思います。中国のデータについては、図表9及び図表10に示してあります。中国は、さまざまな問題を抱えながらも私は成長モメンタムが強くて、当面失速の恐れはほとんどないと考えています。

金融政策を担当しているとき思いましたのは、政策というのはちょうど犬を連れて散歩をしているときの人間のようななと思いました。散歩に連れていった犬が非常に元気であれば、ひもを引いても、あるいは緩めても効くのです。非常に前進圧力が強いときにはちょっと引くだけで、かなり進行スピードをコントロールできると思います。反対に、例が悪いのかもしれませんが、も

ともと犬に余り元気がないと、いくらひもを垂らしてもなかなか前へ行ってくれないという気がします。

中国の経済成長率のコントロールは、報道されているように難しいところがあるとは思いますが、れども、彼らがいう九%あるいは一〇%に近い成長でこれからも進み得るし、進む蓋然性が高いと思っけています。

その上、私ども日本人のリーダースクリーンに普段映らない国々が、ここ数年かなり元気がいいと思ひます。例えば、少しデータは古いのですけれども、去年の第三・四半期の実質GDP成長率について、主要二五途上国、エマージング諸国と比べてもいいですけども、それらの国のうちマインナスになった国は一つもないです。

日銀の審議委員時代も、時々私は、証券会社あるいは投資会社のチーフストラテジストと呼ばれ

る方々にお会いしました。年末に近くなつて、「今年はこのマーケット、例えば株式市場について、ドルベースでどこが最も儲かつた市場だったか、一〇挙げてください」と聞きますと、去年も一昨年も三つ以上当たる人はまずいませんでした。

例えば、去年の年初から現在に至るまで、先進国一五、六カ国、途上国二五、六カ国の合計四〇カ国くらいの中でトップテンを挙げてくださいといった場合、どういふ国が挙がるか。皆さん、ちよつと想像を絶する国が挙がつてくると思ひます。先週の「ロンドン・エコノミスト」の最後のページを見て控えてきたのですけれども、去年の年初から先週までで、ドルベースで株価が上がつたトップテンは、一番エジプト、二番コロンビア、三番チエコ、四番ハンガリー、五番ペルー、六番オーストリア、七番トルコ、八番メキシコ、

九番ロシア、一〇番インドネシアとなっていています。現在の日本は、これらの国とは、直接的な貿易関係はかなり薄いわけですが、間接的な効果まで考えれば、輸出環境は我々が思った以上にいいのではないかと一つ例として申し上げます。

(6) 国内経済は踊り場の局面から早晩回復へ
そういうことで、景気は、踊り場の局面から、いつかははつきりしませんけれども、年央、年央過ぎあたりから輸出環境が好転してきて輸出が伸び、生産が伸び、企業収益が伸び、また設備投資の底堅さが復活し、そしてある程度企業収益の伸びが雇用所得に波及して、個人消費もしっかりしてくるだろうと思っています。

図表11及び図表12を御覧いただきながら、設備投資、個人消費について申し上げたいと思います。

企業設備投資については、各種経済指標から見ても、回復基調がまだ途切れていないと思えます。ここでは先行指標である機械受注を挙げましたけれども、これを見ても、まだ回復基調が途切れていないと思えますし、中期的な建設循環上からいっても、設備投資の回復は維持されるのではないかと考えています。

個人消費については、図表12にお示ししたデータは少し古いのですけれども、二〇〇三年度までのデータが入っています。太い黒い線は名目の消費です。非常に安定しています。どうしてこれほど安定しているのか。パズルです。実質消費もかなり安定的です。それに比べて、雇用者所得は上がったりがつたりしています。

どうしてこういうことが起きているのかについては、仮説としては、五つから八つもあって、さらに幾らでも挙げることはできます。ですから

も、実際のところはよくわかりません。ただ、二、三挙げますと、第一の仮説は、「デフレで実質金融資産の価値が上がっている。その結果として消費が堅調である」というものです。仮にそうだとすれば、物価の下落率が小さくなれば、その分だけ実質残高効果と呼ばれるものは小さくなるだろうと思います。これが第一の仮説です。第二の仮説としては、「この間、貯蓄率の低いお金を使わなければいけない四〇代後半から五〇代前半の人が人口に占める比率が高かった。だから貯蓄率が下がって、その結果として平均消費性向が上がった」という説明があります。しかし、これも時間が経てば、そういう人たちはもつと貯蓄をする人たちになりますから、これも今後とも所得対比で消費が強い状態が続く理由にはならないと思います。あるいは、ゼロ金利や金融不安で、流動資産を持つ比率がかなり高まった結果として購買性

向が高まってしまったという説明もあります。なぜかといいますと、例えば自分の財布に現金を余分にに入れておけば、どうしたって使ってしまうのではないかという説明です。しかしこれも、金融不安が徐々に解消していき、また、ゼロ金利は昨日、今日に始まったことではないのですから、その効果も徐々に減退していくとすれば、この説明も将来的に所得対比で強い消費を予想する要因にはならないと思います。あるいは、「新三種の神器」と呼ばれますように、企業努力によって消費を刺激することに成功してきたのだという説明もあります。ただ、これも、その後新しく話題になるような製品がどんどん出てきているかということ、そういう状況でもないような気がします。

最後にもうひとつの仮説は、赤羽隆夫氏がつい最近「エコノミスト」誌に発表されていた説です。そもそも貯蓄率の高い財産所得あるいは個人

企業所得（混合所得）が減少する一方、年金等の社会保障給付が増加した。社会保障給付を受ける階層は、そもそも貯蓄率が低いわけです。ですから、貯蓄率の低い所得が増えて、貯蓄率の高い種類の所得が減ったので、全体としての貯蓄率が下がって、表面上消費性向が上がったように見える。しかし、この説についても、つい最近の統計を見ますと、財産所得の減少は止まっていますし、混合所得は増え始めています。年金等の社会保障給付は、最近増えていません。

これまでは所得対比でかなり強い消費が観察されました。しかし、今私が紹介しましたような仮説に挙げられている要因は、そんなに大きな要因として今後とも持続するとは思えません。したがって、これからの消費は、やはり基本的には雇用、所得がどうなるかによって決まってくるのではないかと思えます。結論として、輸出環境はそ

れなりに良好であって、輸出も早晩回復してきます。設備投資の回復基調も戻ってくるでしょう。消費も、所得対比でそう強い状態にはならないかもしれないけれども、所得が伸びるぐらいいは伸びてくるだろうということで、それなりの回復局面に戻ってくるのではないかと思えます。

三、金融政策の課題と展望

次に金融政策の話に移らせていただきます。

金融政策のお話になりますと、どうも現在議論されている論点は、微に入り細をうがうタイプのものになってしまいがちです。あるいは、いい表現ではないのですが、重箱の隅をつつくような議論になりかねません。もしかして、そういうお話しになるかもしれませんけれども、そのところは御容赦願いたいと思えます。

(1) 日銀当座預金残高目標について

図表3には、「日銀当座預金および短期金利」が示されています。

二〇〇三年に入って以降の金融政策については、三月の年度末に「なお書き対応」によって目標額以上の資金供給をしたり、四月の郵政公社の発足により公社分を上乗せして、当座預金残高目標を一七兆〜二二兆としました。その後、五月、一〇月、あるいは昨年の一にも目標額を引き上げて、現在では目標レンジは三〇兆〜三五兆円になつていきます。

ただ、後ほど申し上げますような理由から、個人的には二〇〇三年五月以降の目標額の変更には反対してまいりました。金融システムが安定化するにつれて、最近こうした残高目標を維持することがやや難しくなつてきております。資金供給のかなり確実な手段であると思われていました短期

国債の買いオペにすら時として札割れといった現象が起つてきました。短期国債のオペは、日本銀行が短期国債を買うことによってその代金を金融機関に払い、それが当座預金残高として積み上げられるタイプのオペレーションです。なぜこういうことが難しくなつてきたかということですが、ども、大手行が当座預金を多額に保有する意欲を低下させてきていたり、また、外国銀行もマイナズ金利による円資金調達機会が減少気味になるに従つて、日銀当座預金に資金を放置することを減少させる傾向にあるためと思われる。

では、日銀として、当座預金残高が目標レンジの下限である三〇兆円を割り込むことを容認できるかどうかが問題になります。それは難しいのではないのでしょうか。

まず、それを実現する手段は日銀にはまだあるということです。これまでのところ、一年までに

限定されている買入手形の期間を延ばすことは可能でしょうし、そうした手段を使つても資金供給が難しいということであれば、長期国債の買い切りを増やすこともできます。長期国債の買い入れは、理屈の上では金利がゼロを上回っている限り増額し続けることができます。もっとも、これは量的緩和を脱却する際に、より難しい問題を提起することも事実だと思えます。つまり、買入額をふやせばそれだけ長期金利に対する影響が大きくなると考えられますけれども、その分、売却時における逆の影響も大きくなるのが想定されるからです。また、長期資金を供給することは資金需要を先食いすることにもなりますので、将来、短期の資金調節がそれだけ難しくなるという問題もあります。

日銀当座預金残高が三〇兆円を割り込むことを容認するのは、目標額を六兆円前後と考えられる

所要準備額に向けて減らし始め、金融政策の主たる操作手段を量から金利に転換することを目指すとのみだと思えます。それは、これまで何度かの目標額引き上げに際して、物価低下が続く下で景気支援、あるいは下支えを理由にしてきたことと関連しています。物価が下がり、景気もまたたし続ける限り、残高目標は下げられないはずだと思えます。

個人的には、残高目標と成長率や物価変化率といった実体経済や為替相場あるいは株価を意識して結びつけないようにしてきました。量的緩和の効果は、以下の五点だと考えています。

第一に、オーバーナイト金利はほぼゼロに張りついて、時々マイナスにすらなっている。

第二に、巨額の資金供給を行うために長めのオペを打つようになってきたこともあって、一月、三月、六月といった短期金利もほぼゼロ

に近いところまで下がった状態になっている。

第三に、いわゆるポートフォリオ・リバランス効果です。多額の日銀当座預金を持った金融機関は、流動性制約が低下するために、流動性が少しくらい劣っても収益の高い資産を増やそうとすることから期待される効果で、これをポートフォリオ・リバランス効果と呼んでいます。

実際にも、短国（短期国債）レートの低下や社債の流通利回りなどに含まれるクレジットスプレッドの縮小に貢献したと考えられます。しかし、それらも下がり切った状態になっています。この部分は少し不透明な部分もあります。社債と国債との流通利回りの差をクレジットスプレッドといいますが、これは、先進国では世界的に小さくなってきています。したがって、これを今までの日本銀行の量的緩和と直接結びつけることができるかどうかはまだ不透明な部分があると

思います。ですけれども、私はそれなりにこの部分にも効果があったと見ています。

第四に、金融機関が資金引き出しに直面したときなどの第一線準備となる日銀当座預金を非常に低いコストで大量に供給することで、金融システムの安定化に貢献してきたと思われます。

第五に、残高目標引き上げに際して、ある時点までは長期国債の買い切りを増額してきましたけれども、それが長期金利の低位安定にならばか貢献してきたのではないかと思われれます。

こうした観点から、何らかの効果が期待できない限り、残高目標の引き上げには反対してまいりました。つまり、緩和的金融環境を維持追求する上で追加的効果が期待できない限り、追加的な景気下支え効果も期待できないこととなります。

また、私が理解する限り、残高目標の引き上げはマネタリーベースの伸び率そのものの引き上げ

や維持をねらったものでもありません。そもそも、短期金利がほぼゼロに張りついてしまった状況下では、マネタリーベースあるいはマネーサプライの変化率と経済成長率、物価変化率、あるいは為替レートなどとの関係は、理論的にも経験的にもはつきりしません。

日銀当局預金残高の引き上げをこつした影響経路の議論を抜きにして景気、物価に影響を与えるかのごとき説明をしてきたからには、今度は、残高目標を下げるのは、物価変化率が安定的にプラスとなるまで待たざるを得ませんし、またその条件が満たされるときは、量的緩和から脱却して金利政策レジームに転換するときのみであるということになると思います。

(2) 量的緩和の解除の三条件について

二〇〇三年一〇月に、日本銀行は、コア消費者

物価変化率が安定的にゼロ%を上回るまで量的緩和を続けるというコミットを行い、コア消費者物価変化率が安定的にゼロ%を超えるということは何を意味するかということをも三つの条件に分解して公表いたしました。

第一に、コア消費者物価の前年比がゼロ%を超えても、それが数カ月は続くこと。第二に、その後ゼロ%を超えた状態が続くであろうと政策審議委員つまりボードの多数が判断すること。この二つの条件を量的緩和を解除する必要条件としました。第三に、そういった第一、第二条件にかかわらず、そのときの金融経済情勢によっては、量的緩和を続けることがあり得ること。したがって、第一、第二条件は十分条件ではないと表明しました。

このような第一、第二条件は、政策運営の自由度を縛るものです。しかし、こういったコミット

メントが将来の金融政策の不確実性を狭めることで、将来の短期金利予想を安定化させ、それが長期金利の低位安定に貢献することを期待したわけです。これを「時間軸効果」と呼んでいます。実際にも、長期金利の低位安定に貢献してきたとは思いません。

しかし、一部に、そうしたコミットメントはデフレスパイラルが懸念されていた状況下で行った約束事であって、そのような懸念がほぼ払拭された状況においては、これらの条件に則って政策をする必要はないという人もいます。すなわち、そうしたデフレスパイラルの惧れがかなり小さくなった状況下では、解除条件の変更は必ずしも不適切ではないという意見です。

しかし、そのようなコミットメントの明確化によって時間軸効果は享受してきたけれども、少し状況が変わったから約束を「反故」にするという

ことであっては、政策に対する信認を低下させてしまうと思います。日銀が何をいつても、状況が変われば何をするかわからないといった見方を強めるかもしれませんし、長期金利の上昇や長期金利のボラティリティーの上昇に結びつくかもしれません。また、そうした見方を強めることは、日銀にとつて長期的なコストにもなるのではないかと思います。

量的緩和の導入時にデフレスパイラルの防止が視野になかったかといわれれば、ありましたけれども、政策の目標はあくまでもコア消費者物価変率率で定義したデフレの脱却だったわけです。つまり、約束を反故にしてまで政策転換を図る状況に現在あるかどうか、あるいは将来のある時点でそういう状況になるかどうかが問題だと思います。

確かに、コア消費者物価に金融政策を結びつけ

るリスクは認識していました。特に、資産価格がバブルの様相を呈したときにどうするかといった点は、常に念頭にありました。今でもあるのではないのでしょうか。しかし、グリーンズパンがいったように、バブルというのははじめて初めてバブルだと認識できる側面が強くて、なかなか実際の政策判断の際には難しい問題を惹起すると思います。

例えば、現時点でも大都市圏の一部で地価の上昇が観察されますけれども、そうした現象を政策的に対応すべきものと考えてかどうか。現時点あるいは近い将来、そう考える可能性はまだ低いと思います。また、そうしたリスクを意識していたからこそ物価安定の数値定義については踏み込まなかつた面があります。これまでのところ、そうした判断は正しかったのではないかと思えます。最近の物価情勢については後ほど詳しく触れますけれども、そこそこの経済成長率を達成して

も、物価がなかなか上がらない状況が続いています。例えば、物価安定をゼロからかなり離れたプラスの数字で定義して、それが望ましいとした場合、政策の自由度がかなり失われることになったのではないかと思えます。

(3) 量的緩和の副作用と金利機能の復活について
量的緩和の副作用として、金利機能をかくも長期にわたって低下させてきたことよって、様々な副作用や現象が発生しており、それが拡大してきているのではないかといった批判や懸念があります。特に、短期金融市場の機能低下です。これは、当初からかなりの程度わかつていたことです。短期金利がプラスになる過程では、少々時間はかかるかもしれませんが、正常化するものと考えられます。しかし、正常化の過程では、市場の動きへの瞬時の対応ができないといったこ

となどから、予期せぬことが起こるかもしれない。しかし、これは余り心配することでもないような気がいたします。

量的緩和のもとでは、短期金融市場における金融機関間の資金調達コスト格差は、格付の差異にかかわらずほとんど存在しませんでした。どこの金融機関もほぼゼロコストで日銀当座預金を積み上げることができたからです。これが金融機関の流動性不安をなくして金融システムの安定化に貢献してきたのだと思います。

しかし、金利機能の復活とともに、金融機関間の資金調達コスト格差も復活してくるのだろうと思います。ただ、オーバーナイト・コールレートの上限を画すると考えられます。公定歩合が低く、今現在〇・一％ですので、コールレートが自由に動く余地が非常に小さい過渡期においては、市場からの資金調達が一時的に難しくなる金融機関が

出てくるかもしれません。こうした状況に対しては、補完貸付制度などを利用して流動性不安の抑制を図っていく必要があるだろうと思います。

短期金利がほぼゼロの状態が長引いたこともあって、銀行券の発行残高が大幅に増大してきましたけれども、短期金利がプラスの値を取り始めますと、どこかの時点で大きく減少し始めることは避けられないのではないかと思います。銀行券発行残高の対名目GDP比率は、一九五五年から一九八五年までの期間では、大体六％前後で安定していました。また、一九八〇年から一九八八年の期間では緩やかな増加トレンドが見られましたけれども、そのトレンドラインを現在まで延ばした場合、九％程度があるべき現在の比率と考えられます。どちらにしましても、一四％といった現在の比率とは大きな隔たりがあります。銀行券発行残高が大幅に下がり始めて、それによってマネ

タリーベースが減少し始めることが、例えば株安や円高などが発生している状況と重なった場合は、大いに批判される可能性があります。

銀行券発行残高が減少することになりますと、日銀の長期国債保有残高を銀行券発行残高以下に維持するという日銀みずからが決めていくガイドライン、いわゆる「銀行券発行残高ルール」に抵触する可能性が出てきます。日銀当座預金残高を減らす過程では、長期国債の買い切りも減額していくことになると思いますけれども、市場への影響を極力小さなものにする工夫が必要ではないかと思えます。そのためには、あらかじめどのようなスケジュールで買い切りを減額していくのかをどこかの時点で公表することが望ましいのではないかと考えています。基本となるのは、もと来た道に戻ることだと思えます。日銀当座預金残高を増額し始めてしばらくは、増額をスムーズにする

ために長期国債の買い入れ額を増やしてきましたけれども、その後は長期国債買い切りの増額なしに預金残高を増やしてきました。つまり、もと来た道に戻るといことは、そのプロセスを逆にたどっていくことだと思えます。

市場の状況によつてはそういったことが望ましくないこともあり得ますけれども、それ以外のアドホックなやり方は説明がしにくいのではないかと考えます。どういふやり方をとつたとしても、銀行券発行残高ルールに抵触する可能性はあると思いますけれども、場合によつては、それはそれで一時的な現象として仕方がないのではないかと考えています。

この関連で、少々気になる議論があります。特に、量的緩和の解除時において長期金利の上昇を抑制するために、短期資金の吸収オペを余分にやることで、長期国債買い切りオペの余地を広げる

ことが望ましいとの議論です。こうしたツイストオペによって長期金利の上昇が抑制されるかどうかは、不可能とは断言できませんけれども、かなり疑わしいと思っています。少なくともいえることは、そう単純ではないだろうということです。

もう一つ、コア消費者物価変化率にコミットすることによって、いわゆるビハインド・ザ・カーブになる惧れが云々されることもあります。つまり、経済の遅行変数である消費者物価に政策をリンクさせることによって、政策変更が遅れてしまうリスクです。こうした惧れは、一面当たっているとありますが、思いますけれども、意図的にそうしたところもなきにしもあらずだと思います。それは、金利はゼロより下げられませんかけれども、ある時期ゼロ以下にもすべきであったかもしれない過去の借りを返すという側面があります。金利にゼロ制約がある下で、ここしばらくは引き

締めが早過ぎるリスクよりも、引き締めが遅れてしまうリスクの方が小さいと考えられるということもあると思います。

ビハインド・ザ・カーブになるということは、先に行つて、また遅れを取り戻すことも意味します。実際に遅れてしまったことが明らかになった場合、その時点で必要な調整を行えばいいのだと思います。現在のアメリカのFRBが行っていることも、これに近いのではないかと思います。

(4) 金融政策と物価変化率について

最後に、金融政策と物価変化率の関係について、お話し申し上げたいと思います。図表13を御覧ください。

我が国の景気は、二〇〇二年初めを底に回復過程を辿ってきました。二〇〇三年度の実質経済成長率は、昨年末に発表されました新しい統計によ

りますと一・九％でした。今年度についての民間エコノミストの平均的な成長率予想も二％前後に集中しています。潜在成長率を新しいデータで推計した場合、一％に近い数字になるものと考えられますが、その場合、GDPギャップは年々一％程度縮小してきたはずです。

過去二〇年くらいのGDPギャップと消費者物価変化率の関係から考えますと、つまりこの図表13に示しています一種のフィリップスカーブの傾きから考えますと、消費者物価変化率のマイナス幅の縮小はどうも小さかったという印象があります。

私はいまフィリップスカーブと申し上げましたけれども、まず、一九五〇年代の後半に、フィリップスが失業率と賃金の変化率は逆相関関係にあるという現象を発見しました。その後、サムエルソンは、失業率と物価の変化率の間には逆相関

関係がある、トレードオフ関係にあるという考えを示しました。その後、実は失業率とGDPギャップの間にはかなり順相関関係がある、同じように動くということをおークンが発見しました。すなわち、GDPギャップが大きくなると失業率が高まる関係にあることを発見したのです。したがって、GDPギャップと物価変化率との関係についても、現在では広い意味でフィリップスカーブと呼ばれています。

ここに示しましたのは、そのフィリップスカーブと呼ばれるものですが、横軸にGDPギャップをとっています。この図表では「最大産出量ギャップ」と表現しています。縦軸に消費者物価変化率をとっています。この二つの変数の間には、ある種のトレードオフ関係がある。それを右下がりの直線で示しています。実際にはこれは曲線なのですけれども、単純化のために直線とし

て描いてあります。

したがって、景気がよくて、実際の成長率が潜在成長率を超えればこのギャップは右から左の方に動いていくわけです。そうしますと、本来物価変化率は、図表13の黒い真ん中の線に沿って、マインスのところにあればマインスが小さくなっていく関係にあるはずなのです。そういった過去二〇年間の関係から見ると、どうも今年度及び昨年度も一%前後ギャップが縮まっているにしては、物価変化率のマイナス幅の縮小はいかにも小さいといわれてきています。

この理由については、重要なことが二つあると思います。

一つは、現在失業率がそれなりに高く、企業側からすれば、確かに雇用過剰感は減っているかもしれませんが、反対に労働者の側からすれば、まだまだ働きたいけれども仕事がないという側面が

あります。経済にそういったスラックがあると、GDPギャップが縮まってもなかなか賃金の上昇にも結びつかないし、その結果として物価変化率も変化しないことにもなります。

もう一つは、このGDPギャップを計算するためには、先ほど申し上げましたように、まず潜在成長率を計算しなければなりません。そのためには、生産性の伸び率を推計する必要があります。が、九〇年代のデータを使いますと、どうしても生産性の伸び率が過小評価してしまう傾向があります。いろいろな経済構造上の問題もありました。%前後と申し上げましたけれども、どうも過小評価しているのではないか。実際の潜在成長率ももっと高いのではないか。結果として、GDPギャップは計算されたよりも縮まっていなかったのではないかという見方も強いわけです。私は、この第

二番目の理由が大きいのではないかと思います。

そういう状況下で、しかも今年度の成長率はまだしも、来年度についての民間の成長率見通しは、大体一%前後のところに集中していると思います。現在、潜在成長率が過小評価であるかもしれないということを見捨て、それを一%前後であると仮定したとしても、GDPギャップは縮まらないこととなります。そうしますと、物価変化率は安定的にプラスの動きにすぐさま入っていくということにはならないと思います。

現在、量的緩和をいつ解除するかということも一部で議論になり始めていますけれども、それはなかなか本格化しない、当分できないのではないかと。その背景となる理由は、先ほど私が申し上げたとおりです。

以上でお話を終わらせていただきます。

関理事長 先生、どうもありがとうございます。

それでは、少し時間を余していただいております。大変興味深い論点が幾つかあったと思いますが、皆様から御質問や御意見がありましたら、合図をしていただかせませんか。

質問者 興味深いお話をありがとうございます。三つほどお聞きしたいと思います。

第一に、先ほど二〇〇〇年八月のゼロ金利解除について二つの点で誤算があったという趣旨の説明があったと思います。となりますと、田谷さんは、審議委員時代、ゼロ金利解除について賛成票を投じたかと思えますけれども、その投票行動については適切ではなかったと総括されているか。

二点目に、先ほど量的緩和解除の三条件について、デフレの懸念が払拭した際には三条件は要ら

ないという人もいるという微妙な言葉を選んで説明されましたが、田谷さんはどう考えておられるのか。

三つ目は、今のお話にあったことではないのですが、FRBが、今年一月からFOMCの議事要旨の早期公表に踏み切っています。つまり、今までは次回会合の後にしていたものを次回会合の前に前倒しする措置をとりました。その背景には、今の低金利政策の修正過程で市場との対話が重要だという判断があるかと理解していますが、日銀についても来るべき量的緩和解除に備えて市場との対話を充実するために、同じように議事要旨の早期公表措置が必要になるのではないかという気もします。その点についてはどういう御意見でしょうか。

田谷 まず、第三の御質問については、私は今お答えするだけの考えは持ち合わせておりません。

第一点については、今反省しているのであれば、ゼロ金利解除に賛成した行動そのものを後悔しているかどうかという御質問がありました。今、振り返ってみれば、こういうことをもう少し考えるべきであったとは思いますが、私も私なりにテールルールに則っているいろいろ計算をしたりしましたので、あの時点ではいたし方なかったかなと考えています。余りいい点を付けられないと思いますが。

(編集部注)「テールルール」とは、スタンフォード大経済学者のジョン・B・テラー教授が一九九二年に提唱した、FFレート \equiv 適正金利を算出するルールであり、【FFレート \equiv 現実のインフレ率 $+$ 中立実質金利 2% $+$ (現実のインフレ率 $-$ 目的のインフレ率 2%) $\div 2$ $+$ (現実のGDP $-$ 潜在成長率) $\div 2$ 】という算式である。

第二点の三条件は、状況が変わったから変更してもいいかどうかという御質問ですが、私は変更すべきではないと思います。当初から、デフレスパイラルを防止するためにこういう政策をすることはつきり言っていればまだしも、そういうことは言っていないかったわけです。

先ほど私が申し上げましたように、あくまでもコア消費者物価変化率で定義したデフレを脱却するまで量的緩和を続けると約束したわけですから、デフレスパイラル懸念がなくなったからこの条件を少し変えて早く政策変更しようというのは、長期的なものも含めてかなり副作用が大きいのではないかと思います。

質問者 ありがとうございます。

関理事長 それでは、ほかの方、どなたかいらっしゃいますか。

質問者 お教え願いたいのですが、量的緩和の解

除に関して、現在三〇兆から三五兆の当座預金残高があり、通常の水準である六兆円と比較して、三〇兆位の過剰の流動性があるわけですね。それを解除するには、やはり以前に山口元副総裁がいわれたかと思えますけれども、一応半年位かかるという説もあります。その辺はどうなのでしょう。実際は、そんなに時間はかからなくて、あっという間に無くそうと思えば無くすことができるのかどうか、そのところをお教え願いたいと思えます。

田谷 余り無理をしなくても、そんなに時間はかかなくてもいいのではないかと私は個人的には思います。急速にやることも可能ではあると思えます。ですから、お答えとしては、一言でいえば、そんなに時間をかけないのではないのでしょうかということです。

御承知のように、オペレーションは、吸収オペ

もできません。「普通に考えれば」と私が申し上げたのは、溜まつている当座預金に自然に期限が来て、自然に回収されていくペースに合わせて当座預金残高が減少していくことを放置するといいますが、そういうようなオペレーションをとった場合でも六カ月もかからないでしょうし、数カ月単位でできるのではないかと思います。

反対に、急速にやる必要が出てきた場合は吸収オペをすればいいわけであつて、それはそれでできると思います。

このようなことで、よろしいでしょうか。

なお、今の御質問に関連しますが、この講演の冒頭に、日銀の日常業務について、それなりに慣れるには時間がかかると申し上げましたけれども、このマーケットオペレーションについても全くその通りです。私は、正直申し上げまして、こういうときはこういうオペレーションをすべきで

あるということがそれなりに分かつたなという感じがしましたのは、三年位経つてからです。私はバンキングの経験もありませんし、そのような業務について急に分かるうとしても、私は無理ではないかと思えます。ですから、冒頭のような発言になつたわけです。

関理事長 いかがでしょうか。ございませんでしょうか。

では先生、私から質問させていただきます。

先生のお話の中にありましたように、いろいろな信用リスクのスプレッドが、国内だけではなく世界的にも幅がどんどん狭まる傾向にあるといわれていますし、多分いろいろなところでそういうことが指摘されていると思います。先生からは、日銀の量的緩和も何がしかそれについて貢献しているのではないかというお話があつたと思えます。それは、特に国際的という観点からみて、

その比重というのでしょうか、日銀の政策の量的緩和が進んでいることが世界的にどの程度の影響力を持っているのかというあたりはどう考えたらいいかというのが一つです。

それから、これから量的緩和を戻していくときには来た道を戻っていくのだというお話があったと思いますが、金融政策は、消費者物価が中心になりますけれども、資産価格の動きがどう織り込まれて判断されているのでしょうか。これまでのいろいろな議論の中では、先生の御就任期間中でも、資産価格の動きはそれなりに見ながらやってこられたと思いますが、今度は、今後戻っていくときに、資産価格の問題はどう見ていったらいいとお考えでしょうか。

田谷 確かに、例えばアメリカでもトリプルB社債の国債に対するスプレッドは傾向的に下がってきています。これは、基本的にはアメリカの金融

政策によって起こっていることだと思えます。

一部の人は、金融緩和があつて、リスク低下がどんどん進み、クレジットスプレッドがどんどん縮まった結果、もつとリスクをとれるようになって、株を買ったり、エマーシング債を買ったり、エマーシング諸国の株を買ったりという行動に結びついているという説明をする人もいます。しかし、この考え方は、私は間違っていると思います。

基本的に、債券市場であれ株式市場であれ為替市場であれ、価格というのは同時に決定されているものですから、あるマーケットで価格が決まっています、その価格がほかのマーケットに影響を与えているという時差のある関連というのは、私は基本的にないのだと思います。

したがって、金融緩和があると、一方でそういうクレジットスプレッドがどんどん縮まるという現象もありますし、株も上がるという現象もあり

ますし、エマージング諸国への資金流入が高まる現象があるのだと思います。そういう中で、日本銀行の量的緩和がどの程度影響しているのかといえば、私はジャーナリストイックにはともかく、大した影響はないと思います。

なぜ先ほど日本でも観察されている社債の対国債イールドスプレッドが縮まっていて、それが一部分的緩和の効果であるといったかといえます。量的緩和に入ってから銀行のバランスシートを見てのことです。この間ほとんど貸付債権は減っていきましたが、国債が増え、社債が若干増え、外債が増えています。そういう現象を捉えて、バランスシート上の資産サイドにリターンゼ口、しかも流動性がついた資産が大幅に積み上がることによって、若干リスク資産のリターンが低下した面があるのではないかといったわけです。これは証明されていませんけれども。

それでは、このことがアメリカにどのぐらい影響を与えたかというのは、あったとしても小さいという以外、証明のしようがないと思います。

あともう一つ非常に難しい問題は、資産価格を金融政策上どう位置づけるかということだと思います。まず一つの考え方として、物価といった場合、その物価の一部に資産価格を入れるべきだという人もいます。しかし、現実には難しいと思います。ただ、それでは資産価格を見ないかといえは見ています。明らかに今のバンク・オブ・イングランドの金融政策は、イギリスにおける住宅価格の動向に大きく影響されたものだろうと思います。

同じような問題に直面したということで、やっぱりイギリスはイギリスでオランダのやり方を見ているでしょうし、オランダはオランダでほかの国を見ているということがありますから、やはり

我が国金融政策の課題と展望

資産価格、特に不動産価格、株価というものは、横目で見ていられるというのでしょうか、それは必ず見えています。そして、それがどの程度金融政策決定上ウエートを持つてくるかというのは、それこそそのときそのときの状況次第だと思います。

お答えにならないですけども、非常に難しい問題です。

関理事長 どうもありがとうございます。

それでは、時間になりましたので、これで本日の「資本市場を考える会」を終わらせていただきます。

田谷先生、今日は大変ありがとうございました。(拍手)

(たや ていぞう・大和総研特別理事
前日銀政策委員会審議委員)

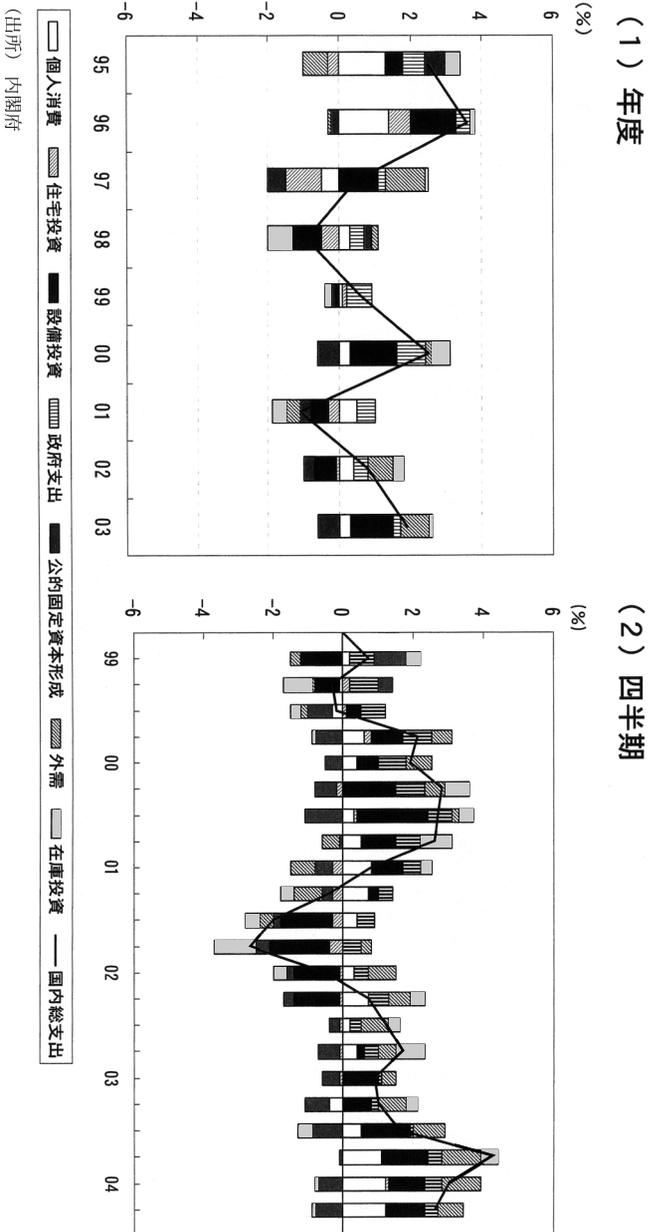
(本稿は、平成一七年二月一日に行われた講演会の記録で、文責は当研究所にある。)

田 谷 禎 三 氏

略 歴

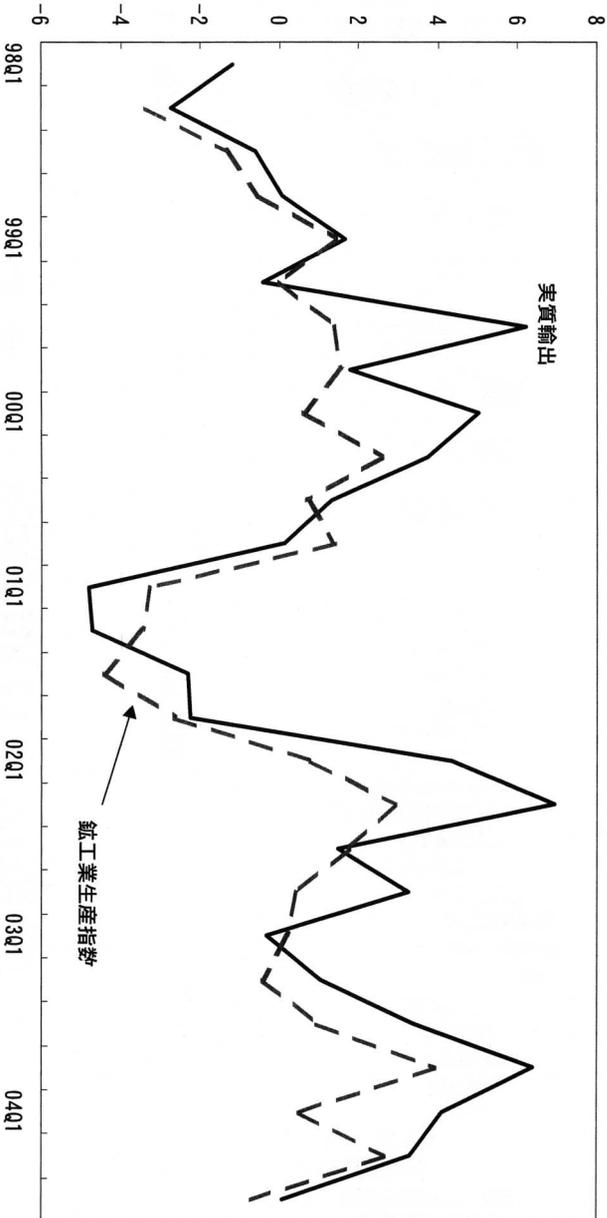
- 1967年 3月 立教大学社会学部卒業
- 69年 3月 " 社会学部大学院修士課程修了
- 73年 3月 カリフォルニア大学ロスアンゼルス校 (UCLA)
経済学部修士課程修了
- 77年 6月 " " 博士課程修了 (Ph.D.)
- 7月 国際通貨基金 (IMF) エコノミスト
- 83年 1月 大和証券(株)入社
(株)大和証券経済研究所 海外調査部課長
- 89年 8月 (株)大和総研 経済調査部長
- 91年 8月 " 調査本部付部長
- " " 主席エコノミスト (ロンドン駐在)
- 92年 8月 (株)大和総研ヨーロッパ社長
- 10月 (株)大和総研ヨーロッパ社長兼(株)大和総研理事
- 94年 2月 (株)大和総研 理事
- 98年 4月 " 常務理事
- 99年 12月 日本銀行政策委員会審議委員
- 2004年 12月 (株)大和総研 特別理事

図表 1 日本の実質GDP成長率の推移



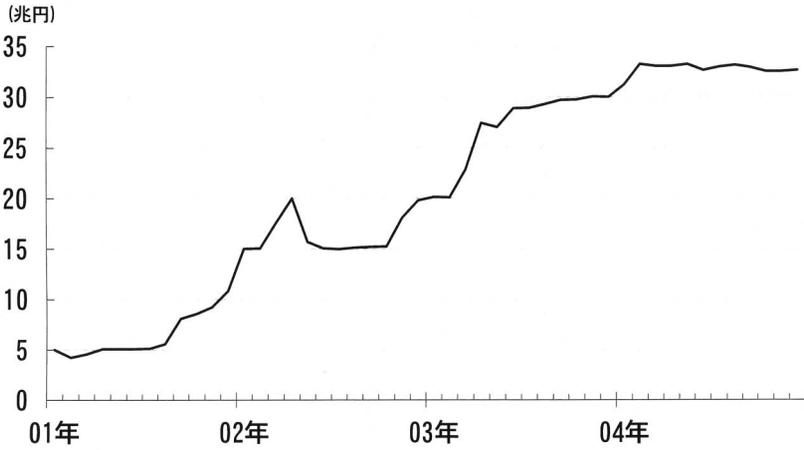
(季調済前期比、%)

図表 2 日本の実質輸出と鉱工業生産

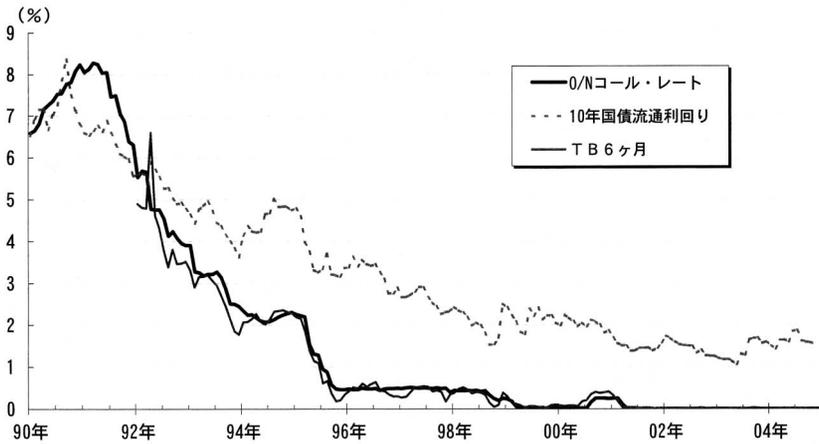


図表3 日銀当座預金残高および短期金利

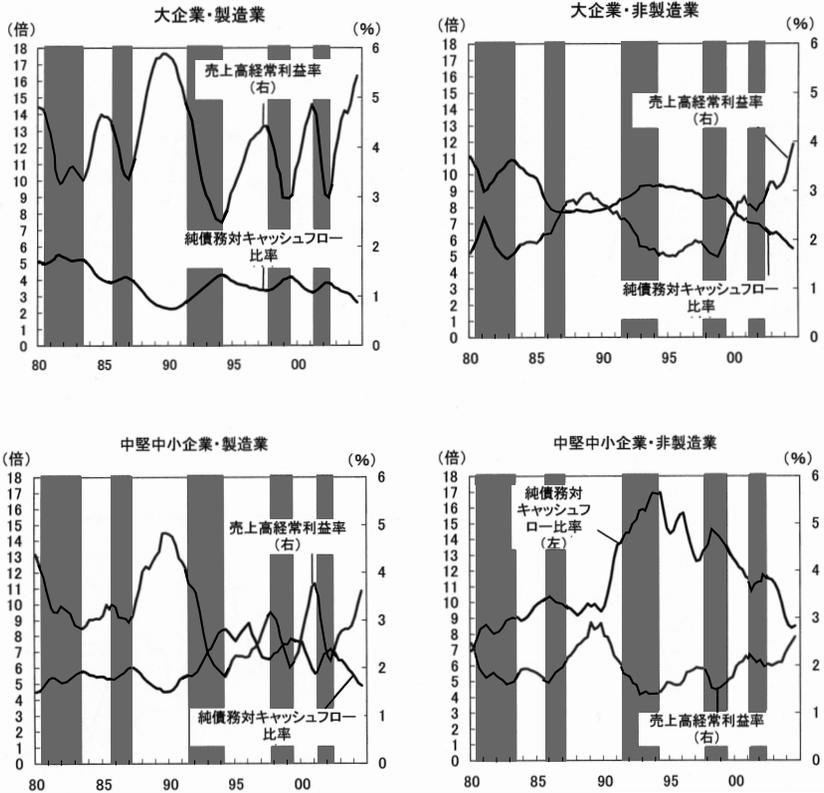
日銀当座預金残高



短期金利の推移



図表4 企業債務の推移



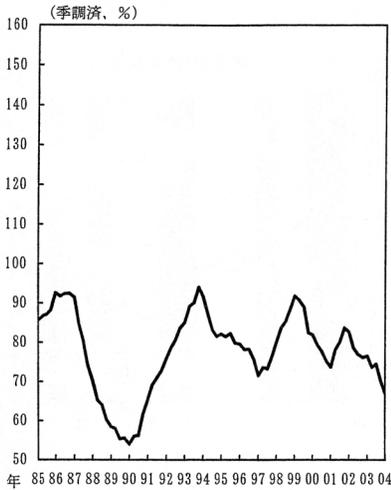
(注1) 純債務＝総債務（長短借入金＋社債＋受取手形割引残高）－預貯金、キャッシュフロー＝経常利益×2＋減価償却費とした。いずれも4四半期移動平均。

(注2) 大企業は資本金10億円以上、中小企業は同1千万円～10億円未満の企業とした。大・非製造はその他のサービス業を除く。

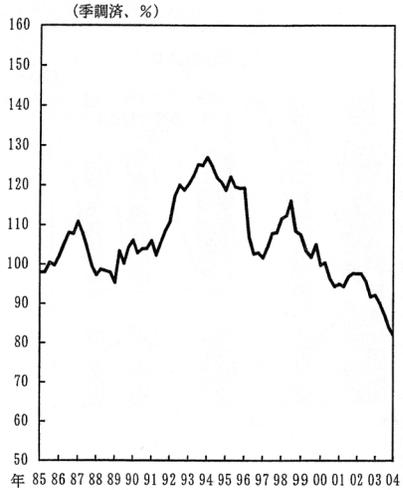
(出所) 財務省「法人企業統計季報」より作成。

図表5 企業の過剰債務調整圧力

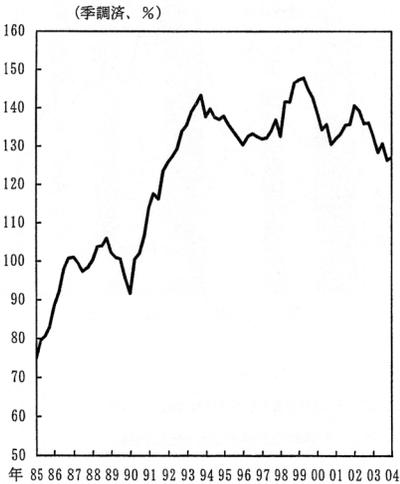
(1) 製造業大企業



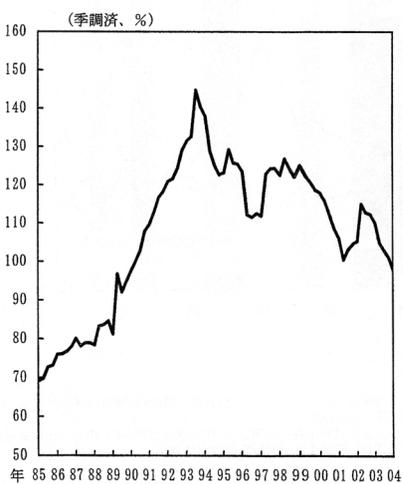
(2) 製造業中堅中小企業



(3) 非製造業大企業



(4) 非製造業中堅中小企業



- (注) 1. 債務残高の対売上高比率。
 2. 債務残高=金融債務(社債+長短借入+受取手形割引残高)-現預金
 3. 非製造業・大企業は、除く電気・ガス・その他サービス。

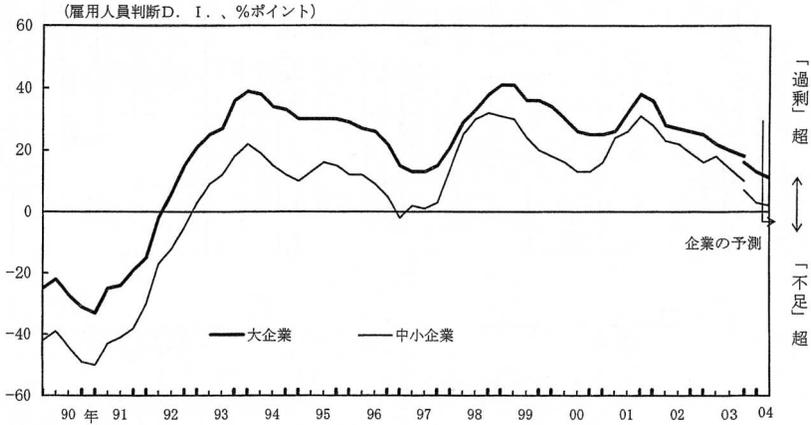
(資料) 財務省「法人企業統計季報」

(出所) 日本銀行

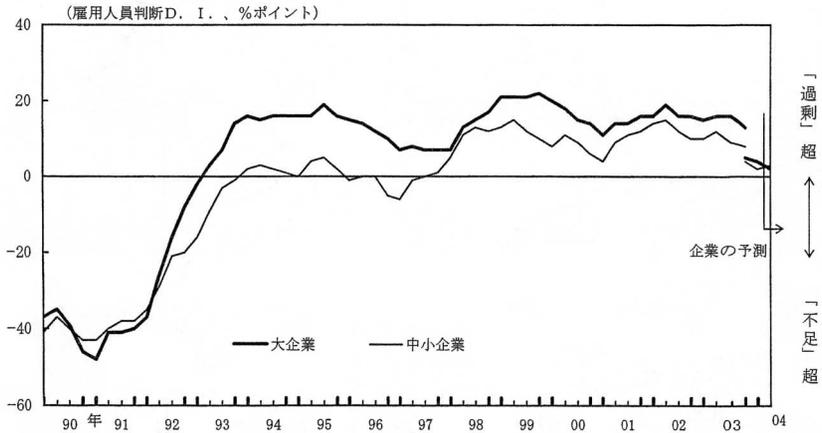
我が国金融政策の課題と展望

図表6 雇用の過不足

(1) 製造業



(2) 非製造業



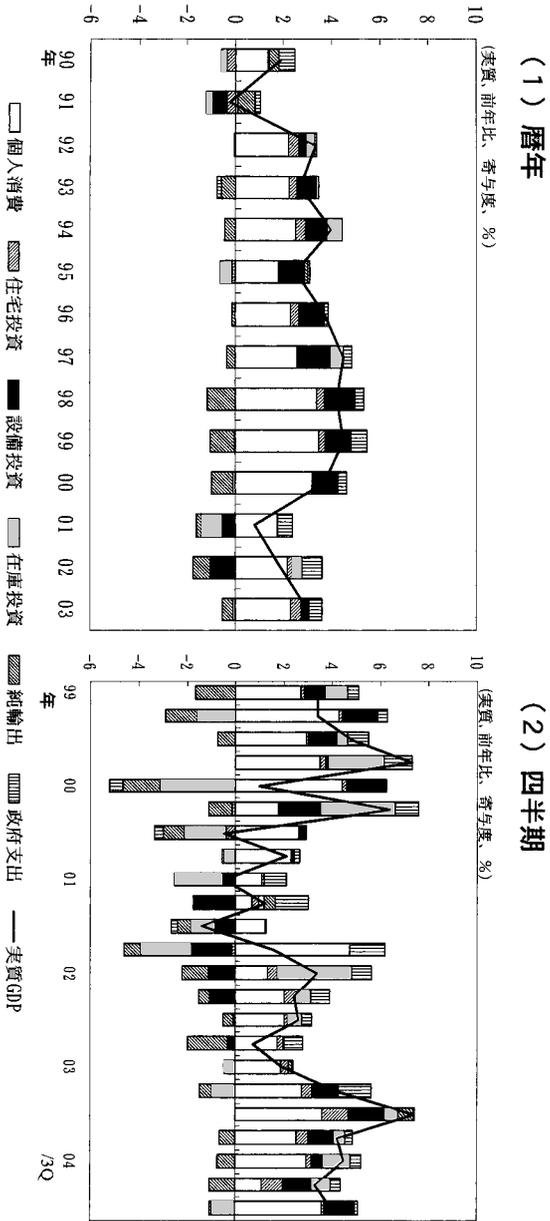
(注) 2004年3月調査より見直しを実施。

旧ベースは2003年12月調査まで、新ベースは2003年12月調査から。

(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」

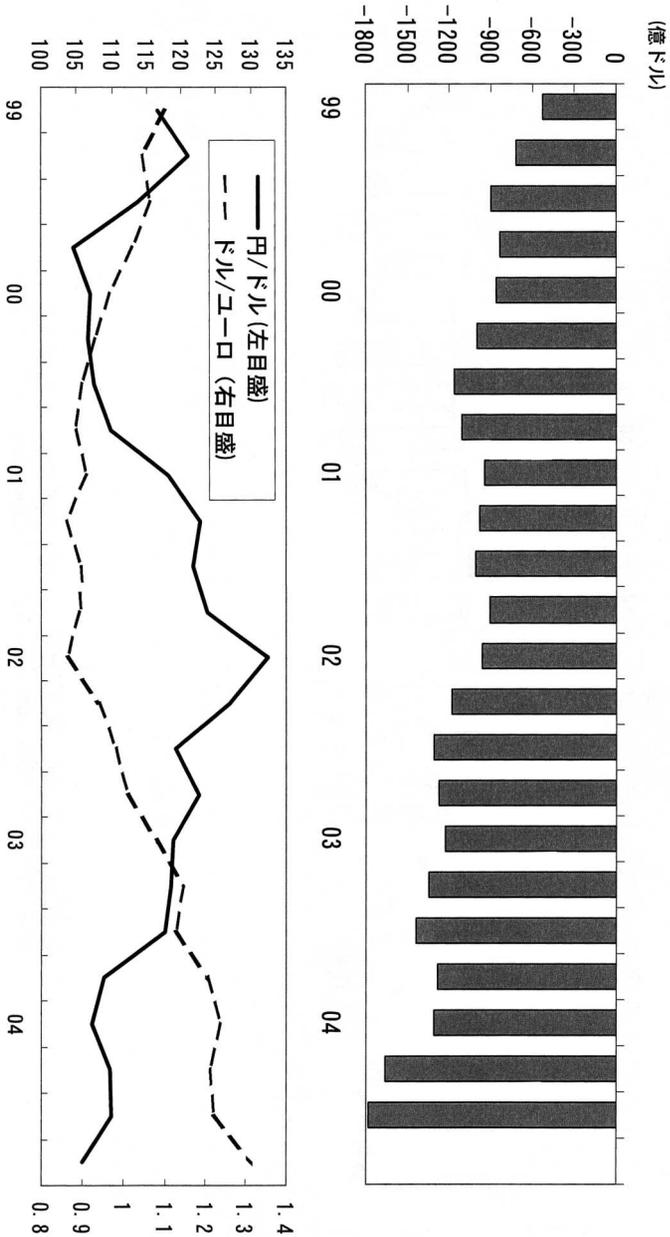
(出所) 日本銀行

図表 7 米国の実質GDP成長率の推移

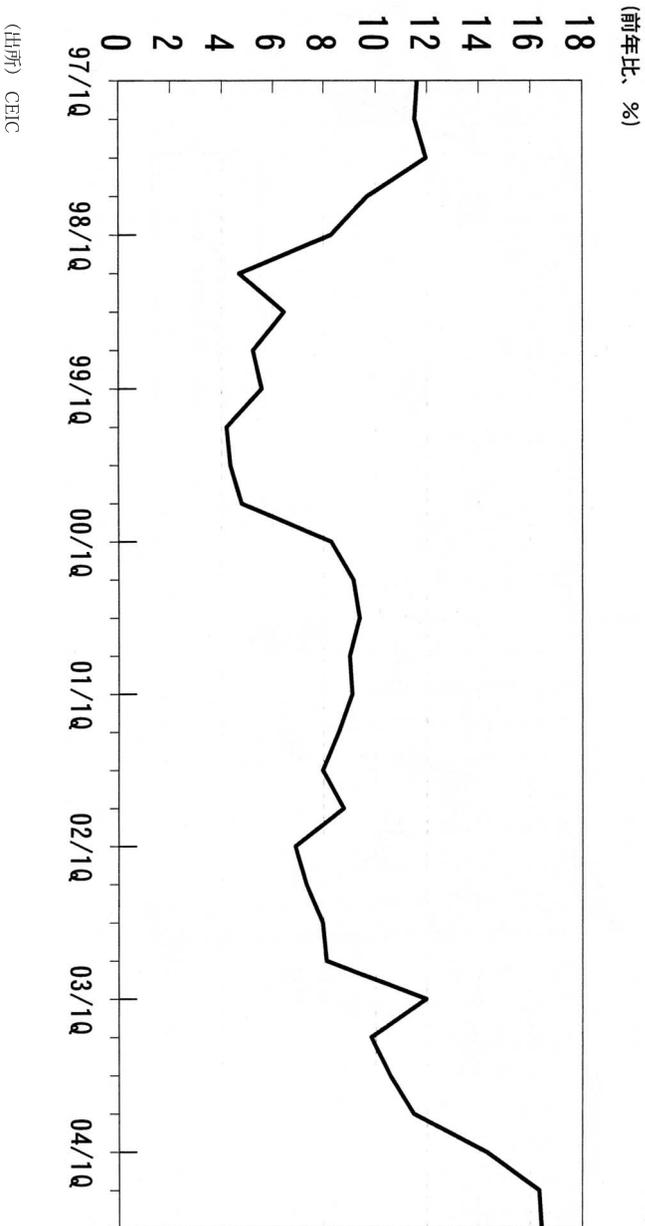


(出所) 米商務省経済分析局

図表 8 米国の経常収支と為替レート

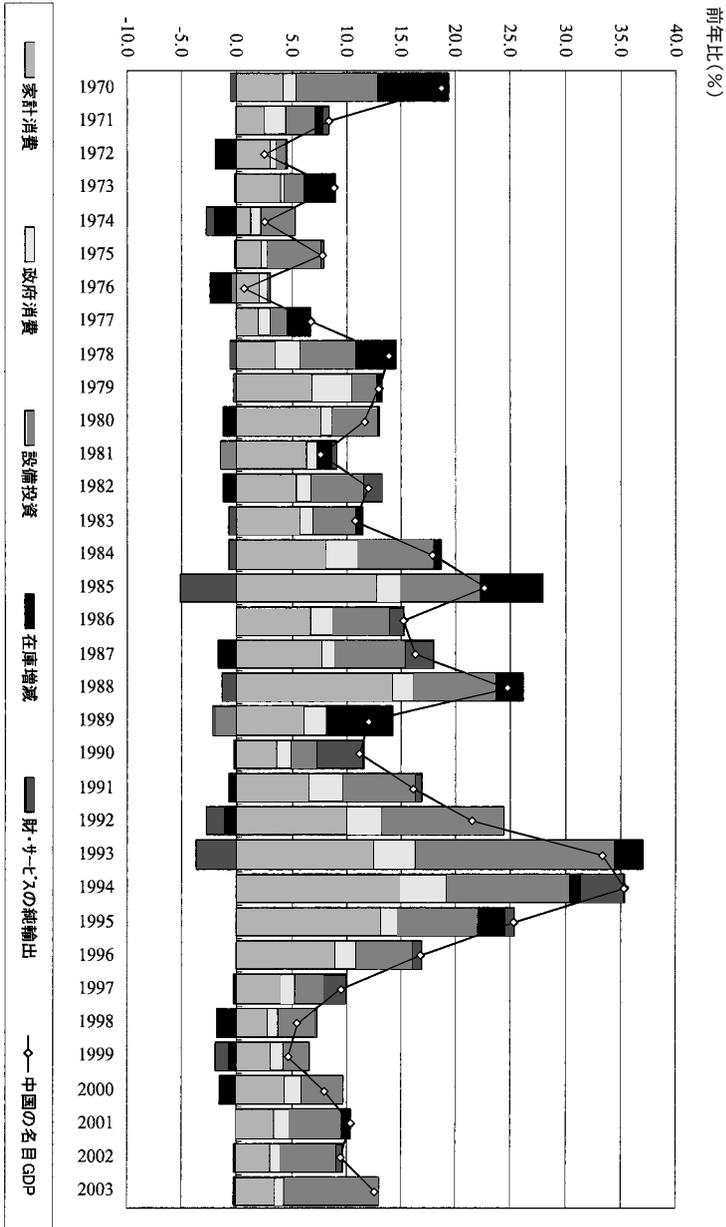


図表 9 中国の実質GDP成長率の推移



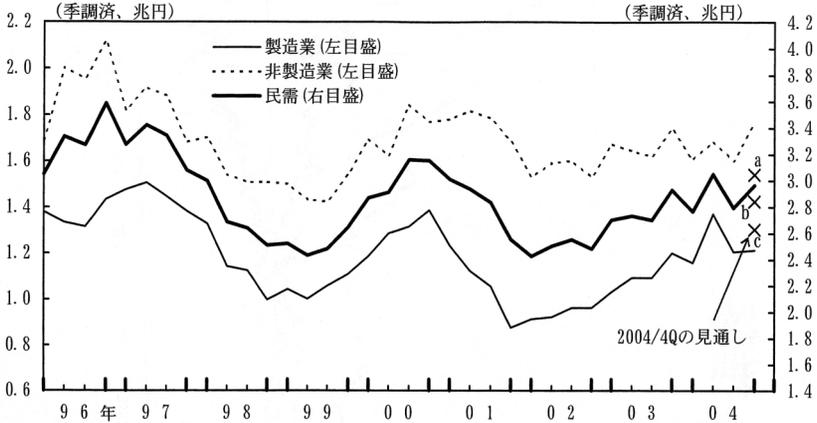
我が国金融政策の課題と展望

図表10 中国の名目GDP内訳



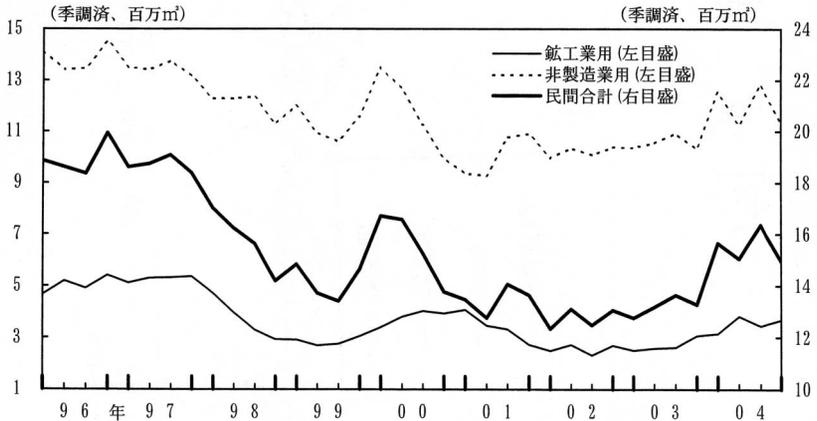
図表11 設備投資関連指標

(1) 機械受注



- (注) 1. 民需と非製造業は、それぞれ船舶・電力を除く。
 2. 2004/4Qの見通しは、aは非製造業、bは民需、cは製造業の見通し。
 3. 2004/4Qは、10～11月の計数を四半期換算。

(2) 建築着工床面積 (非居住用)

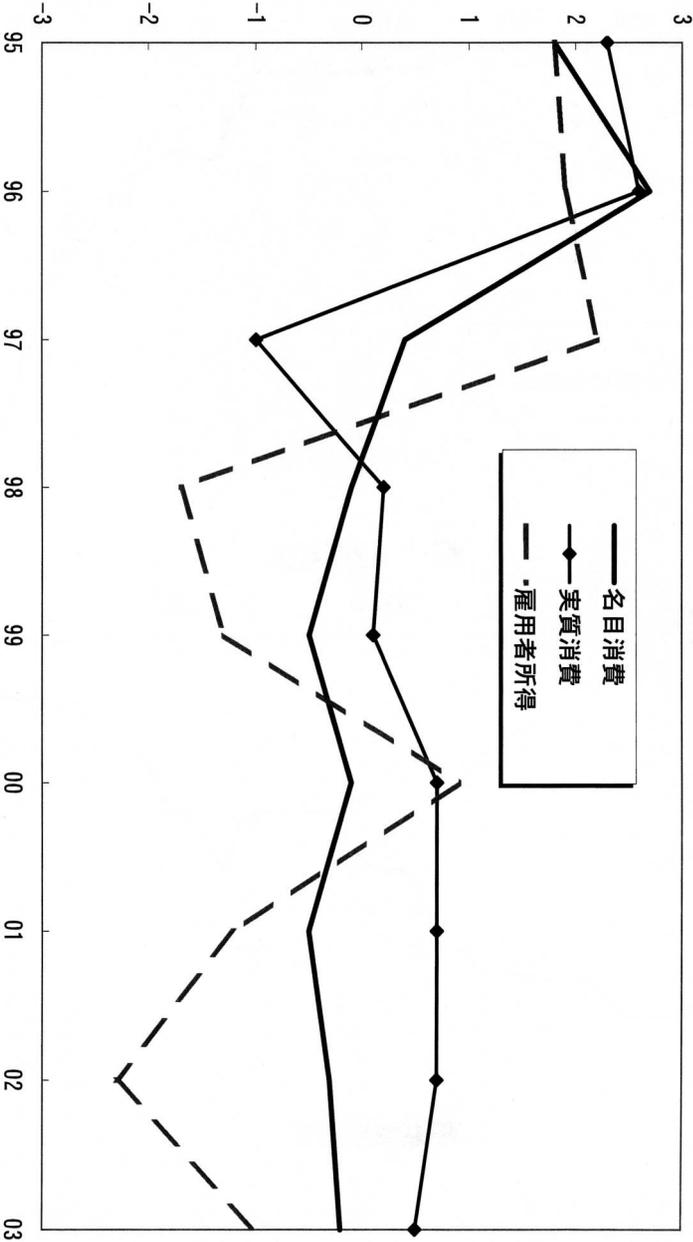


- (注) 1. X-12-ARIMAによる季節調整値。
 2. 新産業分類に対応し、2003年度以降、新聞・出版業が鉱工業から非製造業に分類変更となった。そのため、リンク係数を算出のうえ、2002年度以前を水準調整している。
 3. 2004/4Qは、10～11月の計数を四半期換算。

(資料) 内閣府「機械受注統計」、国土交通省「建築着工統計」

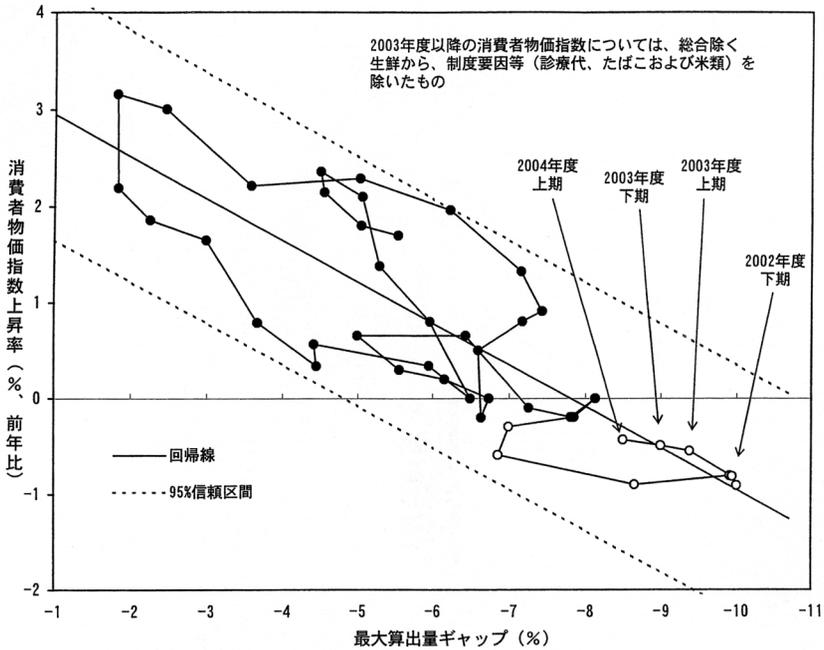
(出所) 日本銀行

(前年比、%)



図表12 個人消費と雇業者所得

図表13 最大産出量ギャップと消費者物価指数



- (注) 1. 最大産出量ギャップについては、図表12の(注)1.を参照。
 2. 推計式：消費者物価指数（総合除く生鮮）前月比 $= 3.38 + 0.43 \times$ 最大算出量ギャップ
 (7.91) (8.26)

(サンプル：83年度上期～2003年度下期、 R^2 : 0.68、標準誤差：0.65、括弧内はt値。)

3. 消費者物価指数は消費税調整済み。2003年度以降は、総合除く生鮮からさらに制度要因等（診療代、たばこおよび米類）を除いたもの。なお、2000年度以前は95年基準に基づく。なお、2004年度上期は、4～6月の値。
 4. 2000年度上期以降については、白丸で表示している。

(資料) 総務省「消費者物価指数」、内閣府「国民経済計算」「民間企業資本ストック」、経済産業省「鉱工業指数統計」、厚生労働省「毎月勤労統計」等

(出所) 日本銀行