



JRI news release

デフレ脱却の展望と金融政策のあり方

2004年6月30日

**株式会社 日本総合研究所
調査部 経済研究センター**

<http://www.jri.co.jp/>

(会社概要)

株式会社 日本総合研究所は、情報システム・コンサルティング・シンクタンクの3機能により顧客価値創造を目指す知識エンジニアリング企業です。システムの企画・構築、アウトソーシングサービスの提供に加え、内外経済の調査分析・政策提言等の発信、経営戦略・行政改革等のコンサルティング活動、新たな事業の創出を行うインキュベーション活動など、多岐にわたる企業活動を展開しております。

名 称：株式会社 日本総合研究所 (<http://www.jri.co.jp>)

創 立：1969年2月20日

資 本 金：100億円

従 業 員：3,137名

社 長：奥山 俊一

理 事 長：門脇 英晴

東京本社：〒102-0082 東京都千代田区一番町16番 TEL 03-3288-4700 (代)

大阪本社：〒550-0013 大阪市西区新町1丁目5番8号 TEL 06-6534-5111 (代)

本レポートに関する照会等は調査部・山田 (Tel: 03-3288-4245, Email: yamada.hisashi@jri.co.jp) あてお願いします。

《 要 約 》

1. 消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、2001～02年にかけて1%近い下落傾向が続いた後、2003年入り以降、徐々にマイナス幅が縮小。この要因としては以下の二点。
 - ①デフレギャップの縮小…90年代末からの物価下落の要因として大きかったのはデフレギャップの拡大。しかし、2003年後半以降景気回復が明確化することでデフレギャップが急速に縮小し、物価下落を緩和させる方向に作用。
 - ②輸入浸透度の頭打ち…中国をはじめとしたアジア諸国から安価な製品が急激に流入してきたこともデフレの要因として無視できず。その動きを反映して輸入浸透度が急ピッチで上昇。しかし、この点に関しても2003年以降輸入浸透度が低下傾向に転じており、安価な製品輸入が国内価格体系を押し下げる動きが一巡しつつあることを示唆。
2. 労働集約分野におけるアジア諸国との生産コスト格差が縮小し、輸入浸透度の上昇がデフレ圧力として作用した状況が一段落するなか、デフレギャップがいつ解消するかが、デフレ脱却の時期を占う際の重要なメルクマールに。

そこで、一定の前提（潜在成長率：1.5%、実質成長率：2.5%）のもとでGDPギャップがゼロになる時期を試算すると、2005年1～3月期に。この面から判断する限り、2005年中にはとりあえずデフレから脱却する目処が立つものと判断。
3. 2005年中にデフレから脱出できる展望が開けてきたものの、以下の理由からデフレ脱却後も基本的にはデリス・インフレ基調が続く公算。
 - ①生産性上昇が原材料コスト高を吸収
 - ②名目賃金低迷がサービス物価を下押し
4. わが国における長期金利と名目成長率の推移をみると、90年代のバブル崩壊後の超低金利局面を別として、80年代の「正常時」には、金利が2～3年のラグを伴って成長率の動きに収束するという動き。

デフレ脱却後も当分の間は「デリス・インフレ」状態が定着することが予想されるもと、景気回復が持続した場合でも、数年先までの名目GDPの安定的な成長率はせいぜい2%強にとどまるとみられる。

名目成長率との間の過去の関係を前提にすれば、長期金利は2004年度中は1%台後半で推移し、2005年度以降1～2年かけて2%台が定着するというゆっくりした上昇にとどまる見通し。
5. 問題はこうしたポスト・デフレ期における物価・金利状況についてのコンセンサスができていないことが投資家心理を不安にさせていることにあり、一定のコンセンサスが形成されれば量的緩和を解除しても大きな混乱は生じないはず。

量的緩和の解除が遅れることの副作用よりも急いで解除することによるリスクの方が大きい点を念頭におけば、2004年度中は量的緩和を継続し、その後も”移行期政策”を導入することで、解除までに十分な時間的余裕を設けるべき。
6. このところ、量的緩和からの”出口政策”についての議論が盛り上がりはじめている。景気が予想外に好調を示し、デフレ脱却の展望が見え始めた現在、金融市場の無用の混乱を避けるためには、今から金融政策正常化に向けたシナリオについて十分に議論し、コンセンサスを形成していく必要。

デフレ緩和の背景

(1) 緩和に向かうデフレ

- イ) 消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、2001～02年にかけて1%近い下落傾向が続いた後、2003年入り以降、徐々にマイナス幅が縮小し、2003年末から2004年初めにはほぼゼロに。2004年度に入って、医療費自己負担増加による押し上げ影響が剥落したことから4月に再びマイナスに落ち込んだものの、前年比▲0.2%と前年比下落率は数年前に比べ大幅に縮小。
- ロ) 内訳をみると、食品で前年比プラス基調が定着してきたことが大きく寄与しているほか、被服・履物分野でもマイナス幅の縮小が目立つ。一方、交通通信、教養娯楽分野ではデフレ基調が持続。

(2) デフレ緩和の背景

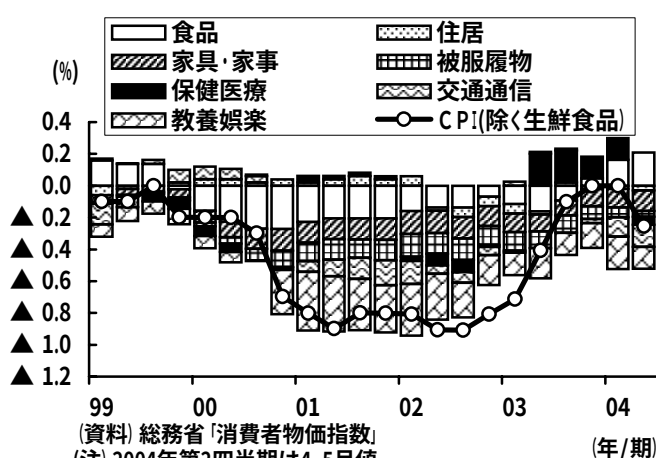
イ) C P I 下落率縮小の要因

- ① デフレギャップの縮小…90年代末からの物価下落の要因として大きかったのはデフレギャップの拡大。しかし、2003年後半以降景気回復が明確化することでデフレギャップが急速に縮小し、物価下落を緩和させる方向に作用。
- ② 輸入浸透度の頭打ち…中国をはじめとしたアジア諸国から安価な製品が急激に流入してきたこともデフレの要因として無視できず。その動きを反映して輸入浸透度が急ピッチで上昇。しかし、この点に関しても2003年以降輸入浸透度が低下傾向に転じており、安価な製品輸入が国内価格体系を押し下げる動きが一巡しつつあることを示唆。

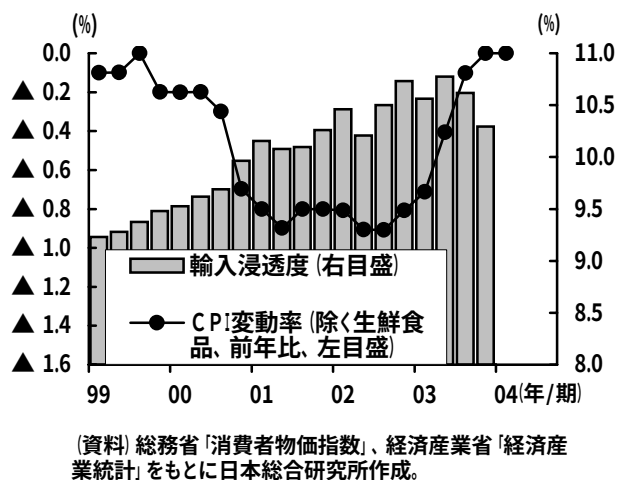
ロ) 計量的検証

以上の点を計量的に検証すれば、GDPギャップ、輸入浸透度ともに、CPI変動率の原因となっている可能性を示唆する結果に。すなわち、GDPギャップおよび輸入浸透度はCPI変動率に対して「グレンジャーの意味で因果関係がある」可能性を相応の有意水準で棄却できず。

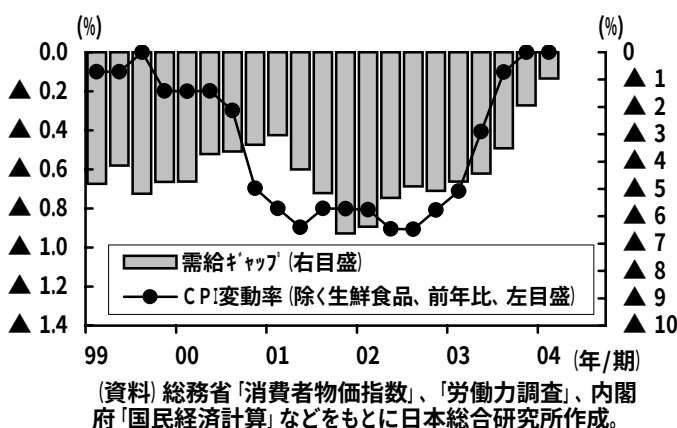
(図表1-1) 消費者物価指数（除く生鮮食品、前年比）の推移



(図表1-3) CPI変動率と輸入浸透度の推移



(図表1-2) CPI変動率とGDPギャップの推移



(図表1-4) CPI(除く生鮮食品)変動率、GDPギャップ、輸入浸透度のグレンジャーテスト

	F統計量	p値
GDPギャップ→CPI変動率	4.99615	0.00232
CPI変動率→GDPギャップ	0.30769	0.87112
輸入浸透度→CPI変動率	6.92822	0.00025
CPI変動率→輸入浸透度	0.42233	0.79157
輸入浸透度→GDPギャップ	0.39071	0.81403
GDPギャップ→輸入浸透度	1.12858	0.35678

(注) →の左側の変数から右側の変数に対しグレンジャーの意味で因果関係が無いという帰無仮説の検定。サンプルは1991年1-3月から2004年1-3月の四半期データ。ラグの次数は4とした。
なお、ADFテストによって、CPI変動率、GDPギャップ、輸入浸透度ともに単位根を持つという帰無仮説は10%水準で棄却されている。

底流に日中の貿易・産業関係の潮流変化

(1) わが国にとっての中国の位置付けの変化

中国の日本企業の位置付けは、90年代末から2002年ごろまでは「生産拠点」であったものが、昨年ごろからは「販売市場」へと徐々にシフト。これを映じて対中貿易収支が大きく改善する方向。

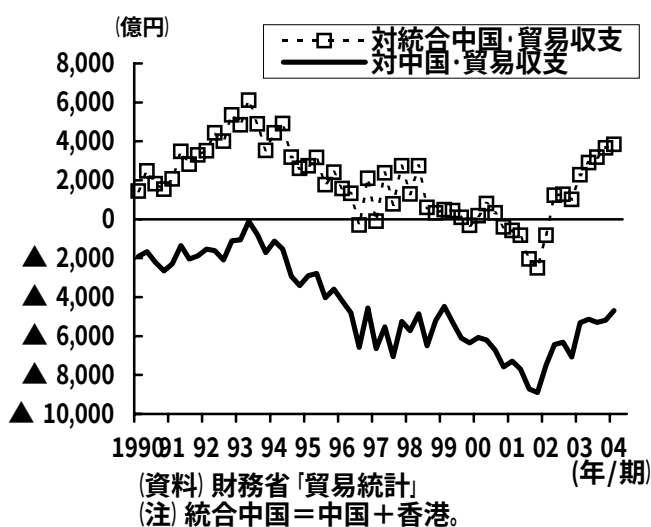
すなわち、香港経由で中国本土に輸出されるケースが多い点を勘案し、中国・香港合計で貿易収支の動きをみると、デフレ懸念が高まった2001年には、中国からの輸入品急増を受けて貿易収支が赤字化。しかし、その後鉄鋼・一般機械をはじめとした中国向け輸出が急増してきた結果、2002年半ば以降は貿易黒字に転じ、中国の景気過熱に伴い黒字幅はこのところ大きく拡大。

(2) 日本企業の生産体制の変化

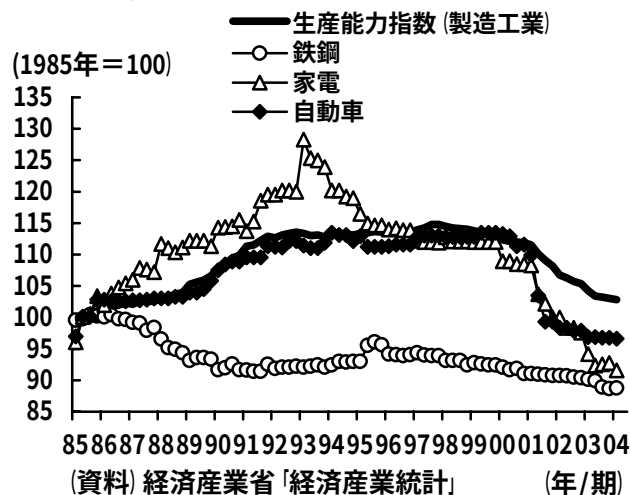
日本企業はここ数年来、労働集約分野への中国・アジアへの生産拠点の移管を進める一方、国内工場を高付加価値製品の生産拠点として位置付け、デフレに強い製品開発を推進。

すなわち、国内では2000年以降、過剰設備の廃棄・集約が進展する一方、国外生産が困難な高度な技術分野を中心に国内生産力の維持・強化が行われ、国内生産の選択と集中が進展。この結果、輸出品目の高付加価値化が従来を上回るスピードで進展。

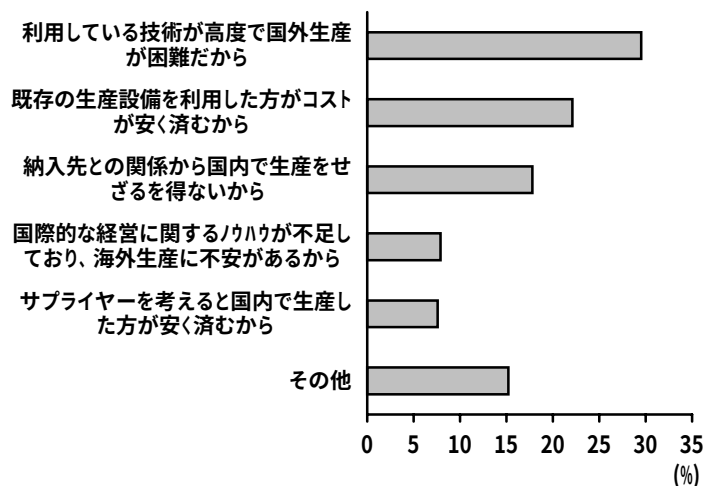
(図表2-1) 対中貿易収支の周回



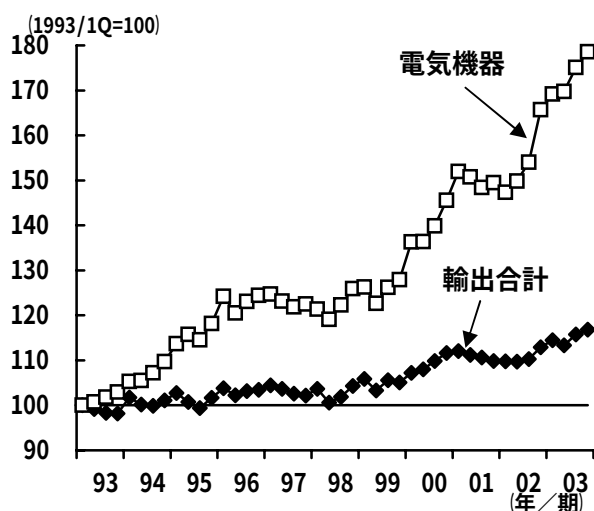
(図表2-2) 生産能力指数の推移



(図表2-3) 国内に生産拠点を維持する理由



(図表2-4) 高付加価値化指数の推移



2005年中にデフレ脱却、その後も物価は安定

(1) デフレ脱却の時期

イ) 労働集約分野におけるアジア諸国との生産コスト格差が縮小し、輸入浸透度の上昇がデフレ圧力として作用した状況が一段落するなか、デフレギャップがいつ解消するかが、デフレ脱却の時期を占う際の重要なメルクマールに。

ロ) そこで、一定の前提（潜在成長率：1.5%、実質成長率：2.5%）のもとでGDPギャップがゼロになる時期を試算すると、2005年1～3月期に。GDPギャップとCPIには過去半年～1年程度のラグがみられるため、今後とも景気が順調に回復していけば、2005年中にはとりあえずデフレから脱却する目処が立つものと判断。

(2) 物価安定は持続

2005年中にデフレから脱出できる展望が開けてきたものの、インフレ率が加速していく公算は小。以下の理由からデフレ脱却後も基本的にはディス・インフレ基調が続く公算。

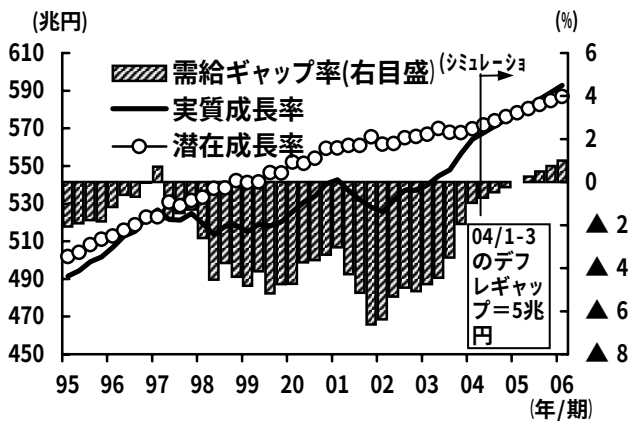
①生産性上昇が原材料コスト高を吸収

②名目賃金低迷がサービス物価を下押し

(3) 生産性上昇が原材料コスト高を吸収

原材料コストの高騰が川上段階の物価を押し上げはじめているものの、川下に進むにつれて上昇圧力は各段階で吸収されている状況。これは競争激化を背景に企業が不断の生産性向上を行っているため。2000年以降の単位労働コストの低下スピードは70年代以降では最も速いペース。

(図表3-1) 需給ギャップ解消のシミュレーション



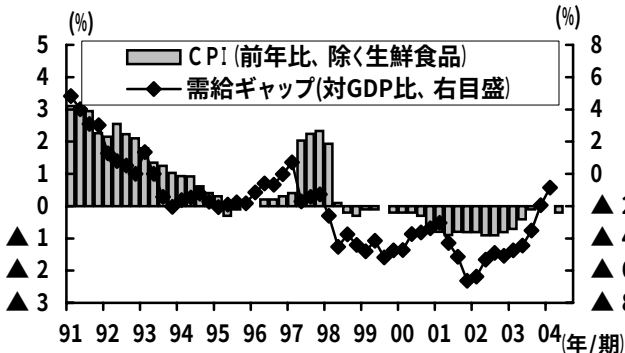
(注1) マクロ需給ギャップの試算方法は以下の通り。ただし、Y:実質GDP、L:就業人数、h:1人当たり平均労働時間、s:稼働率、 α :雇用分配率、を表すものとする。

① $\Delta \ln Y = \alpha \cdot \Delta \ln L + (1 - \alpha) \cdot \Delta \ln K + TFP$ において、 $h = \max h$, $s = \max s$, $TFP = TFP$ のトレンド成長率を代入することで $\Delta \ln Y^*$ (潜在GDP成長率) を算出。なお、 $\max h$, $\max s$ は暦年ベースの最大値 ($\max h$ は所定内労働時間 + 最大所定外労働時間)。

② 日銀短観の設備判断DI、雇用判断DIにより実際のGDP = 潜在GDPである基準時点を定め、それを基準に $\Delta \ln Y^*$ を用いて各期の潜在GDP水準を試算。

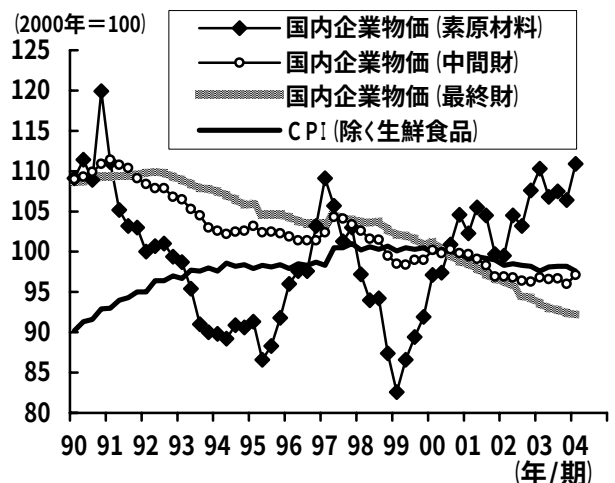
③ マクロ需給ギャップ = (現実のGDP - 潜在GDP) / 潜在GDP (注2) シミュレーションは実質成長率が年率2.5%、潜在成長率が年率1.5%で伸びていくと想定した場合。

(図表3-2) 需給ギャップとCPIの推移



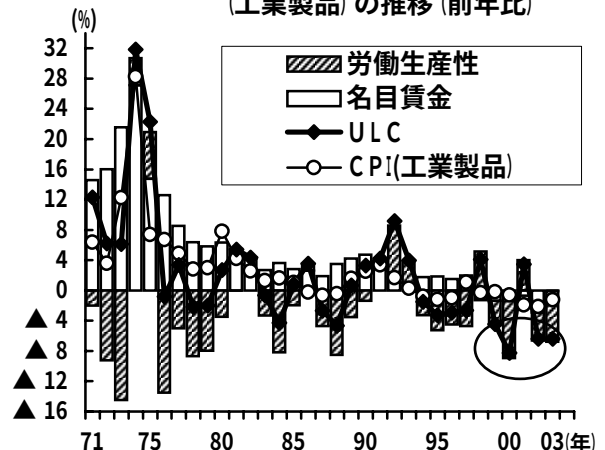
(資料) 総務省「消費者物価指数」、内閣府「国民経済計算」等をもとに日本総合研究所作成。

(図表3-3) 流通段階別物価指数の推移



(資料) 日本銀行「企業物価指数」、総務省「消費者物価指数」

(図表3-4) 製造業単位労働コストとCPI (工業製品) の推移 (前年比)



(資料) 総務省「消費者物価指数」、厚生労働省「毎月勤労統計調査」、経済産業省「経済産業統計」

人件費抑制スタンスがインフレを抑制

(4) 名目賃金低迷がサービス物価を下押し

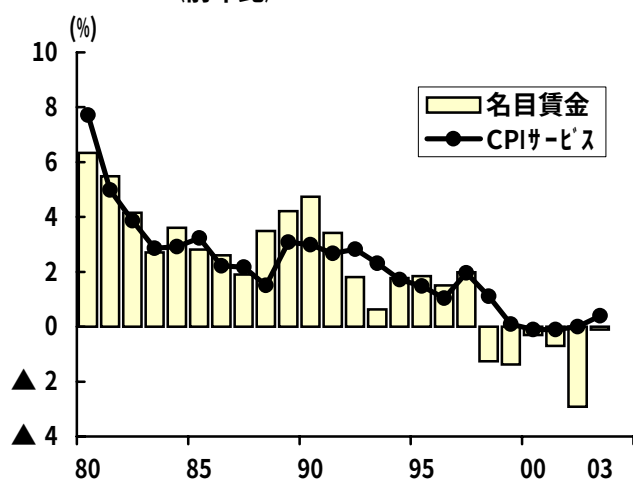
- イ) 素材価格の上昇が続けば、消費者物価段階の財価格は緩やかながらもプラスに転じてくる可能性がある一方、サービス価格は引き続き横ばいないし弱含みの動きに。この背景には、企業の人件費抑制スタンスが継続されるなか、消費者の価格に対する厳しい目が変わらない一方、人件費コストの大きいサービス業に合理化の余地が生まれているとの事情。
- ロ) 実際、消費者物価と名目賃金の関係をみると、両者の間には相互に因果関係が認められる（グレンジャー・テストの結果）

(5) 根強い企業の人件費抑制スタンス

日本企業は中期的に予想される以下のような経営環境を背景に、今後とも人件費抑制スタンスを維持する見通し。

- イ) 国際的な競争の激化…欧米企業のみならず、中国・アジア系企業が着実に競争力を強化するなか、日本企業は不断のコストダウンに取り組む必要。とりわけ、技術革新スピードの速いエレクトロニクス分野では、価格下落テンポが速く、一段の効率化が迫られている状況。
- ロ) 将来的な社会保険料の持続的上昇…厚生年金保険料が今後2017年までに4.72%ポイント（労使折半）引き上げられるほか、将来パートタイマーにも社会保険加入が広げられる可能性。さらに、健康保険料・介護保険料の引き上げも不可避な状況。確定している厚生年金保険料引上げだけで企業収益を3.5兆円圧迫するものと試算され、これらの保険料は賃金に比例的にかかるだけに、今後企業の人件費抑制を促す要因となる可能性大。

(図表4-1) 名目賃金、CPI(サービス)の推移
(前年比)



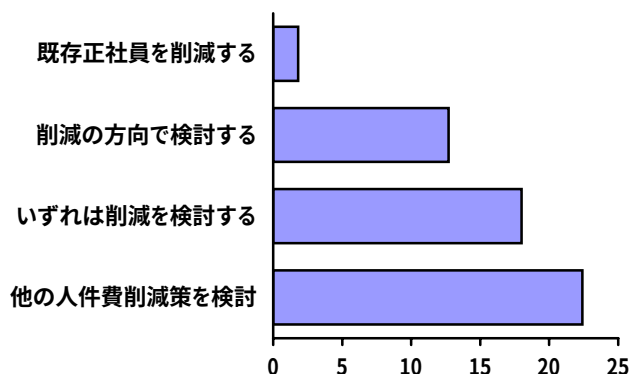
(資料) 総務省「労働力調査」厚生労働省「毎月勤労(年)統計調査」

(図表4-3) 厚生年金保険料引き上げの収益圧迫影響

	(億円、%)	
	保険料収入 (企業負担分)	保険料率 (企業負担分)
2001年度	99,680	6.79
2017年度	134,326	9.15
増加分	34,646	2.36
収益押下げ作用 (2002年度対比)		▲ 11.2

(資料) 財務省「法人企業統計」などをもとに日本総合研究所作成。

(図表4-4) 年金保険料の負担増に伴い人件費を削減する企業割合



(資料) 帝国データバンク「TDB景気動向調査(2004年5月)」
(注) 有効回答社数は7,895社。

(図表4-2) 名目賃金、CPI(サービス)のグレンジャーテスト

	F統計量	P値
名目賃金(対数) → CPI(サービス、対数)	3.34388	0.01346
CPI(サービス、対数) → 名目賃金(対数)	3.31458	0.01407

(注) →の右側の変数から左側の変数に対しグレンジャーの意味で因果関係が無いという帰無仮説の検定。サンプルは1980年1-3月から2004年1-3月の四半期データ。ラグの次数は4とした。

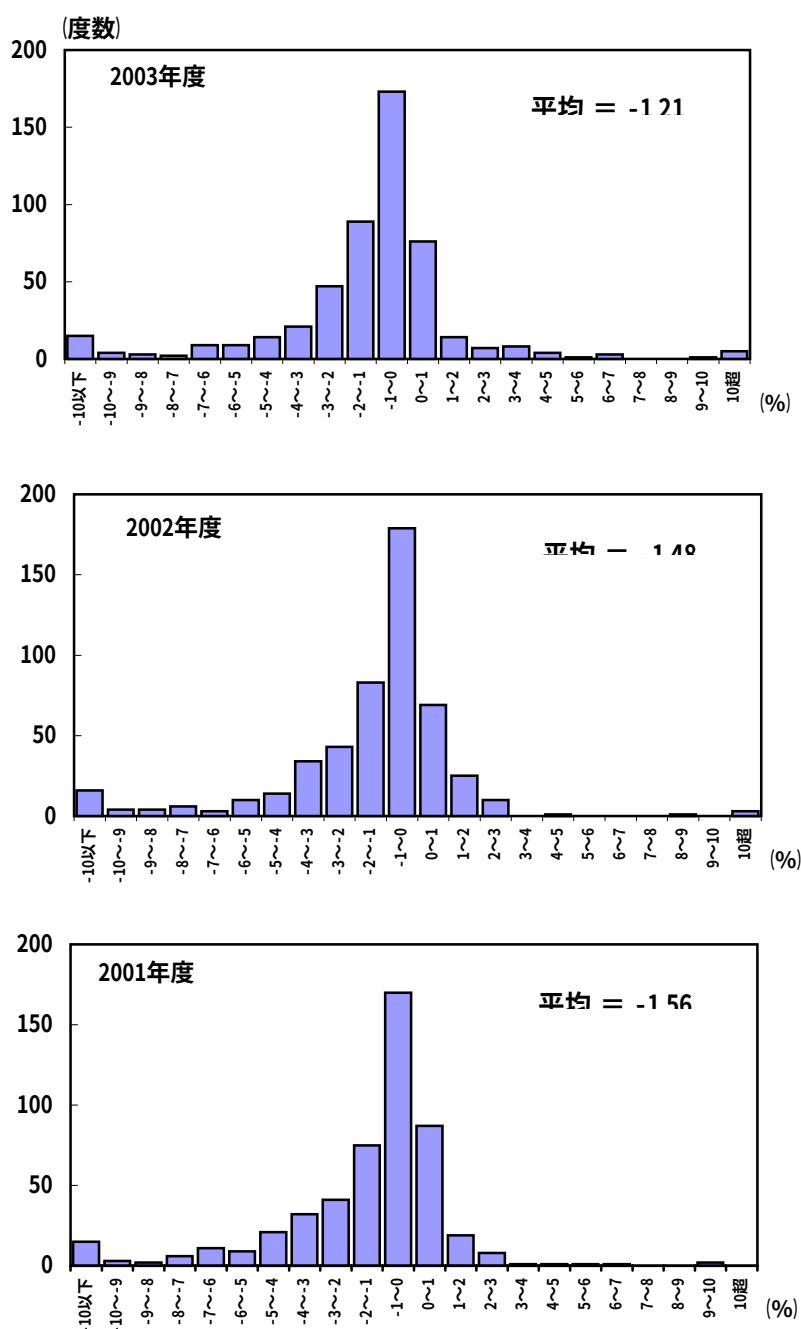
なお、ADFテストによって、名目賃金(対数)、CPI(サービス、対数)ともに単位根を持つという帰無仮説は10%水準で棄却されている。

ポスト・デフレは物価の二極化

イ) 平均でみた消費者物価の下落率は縮小してきているものの、全般的に物価下落幅が縮小しているのではなく、一部に大幅に上昇する品目（輸入ブランド品、婦人・子供向け衣類）が出て来た結果として、平均値としての下落率が緩和されているという形。下落傾向にある品目はなお数多く存在。統計的にみても、2001年度から2003年度にかけて、「二極化」の結果として物価変動率の分散（バラツキ）が拡大していることが確認される。

ロ) 以上の物価の二極化という実態は、今回のデフレの緩和が需要サイド主導よりは供給サイド主導で生じていることを示唆。すなわち、インフレ期待が強まり、消費者の低価格志向が消滅してしまったからではなく、企業努力の成果として、消費者に受け入れられた高付加価値商品の価格が主に上昇。

(図表5) 品目別にみた消費者物価変動率のバラツキの変化



(資料) 総務省「消費者物価統計月報」

長期金利はどこまで上がるか

(1) 長期金利と名目成長率の相関

わが国における長期金利と名目成長率の推移をみると、90年代のバブル崩壊後の超低金利局面を別として、80年代の「正常時」には、金利が2～3年のラグを伴って成長率の動きに収束するという動き。

デフレ脱却後も当分の間は「デリス・インフレ」状態が定着することが予想されるもと、景気回復が持続した場合でも、数年先までの名目GDPの安定的な成長率は2%強にとどまるとみられる。名目成長率との間の過去の関係を前提にすれば、長期金利は2004年中は1%台後半で推移し、2005年度以降1～2年かけて2%台乗せが定着するというゆっくりした上昇にとどまる見通し。

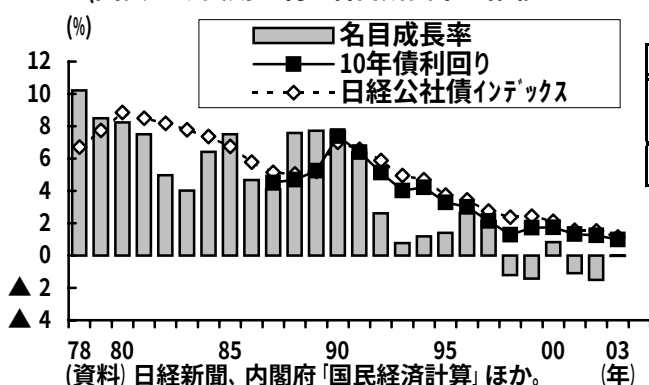
(2) 長期金利の均衡水準

長期金利、実質成長率、GDPデフレータの長期的関係を前提にすれば、長期金利の水準決定要因としては、実質成長率よりもデフレータによる影響が大きい。このため、実質成長率が高くともデフレが続く2004年度中の長期金利は1%台後半で推移。その後、実質成長率が巡航スピードに減速する一方デフレが緩和される結果、2005年度中に2%台に乗せるという、マイルドな上昇にとどまる見通し。

(3) 戦後米国の経験からの含意

ちなみに、戦後の米国の長期金利の水準の推移をみると、70年代までは金利が名目成長率を持続的に上回ることがなかった。80年代以降は金利は名目成長率よりも高まるが、これは巨額の財政赤字によるリスク・プレミアムが経常収支の赤字化により顕在化したため。わが国は現在のところ経常黒字国であり、国債の大半が日本国民により保有されているため、財政リスク・プレミアムが直ちに顕在化する状況には至っていない。

(図表6-1) 長期金利と名目成長率の推移



(図表6-2) 長期金利の均衡水準の試算

	ケース①	ケース②	ケース③
実質成長率	4.1	3.3	2.5
GDPデフレータ変動率	▲ 2.1	▲ 1.7	▲ 1.3
均衡長期金利水準	1.54	1.86	2.18

(注1) 試算にあたっては物価統計変更等の影響 (0.7%と想定) を修正している。

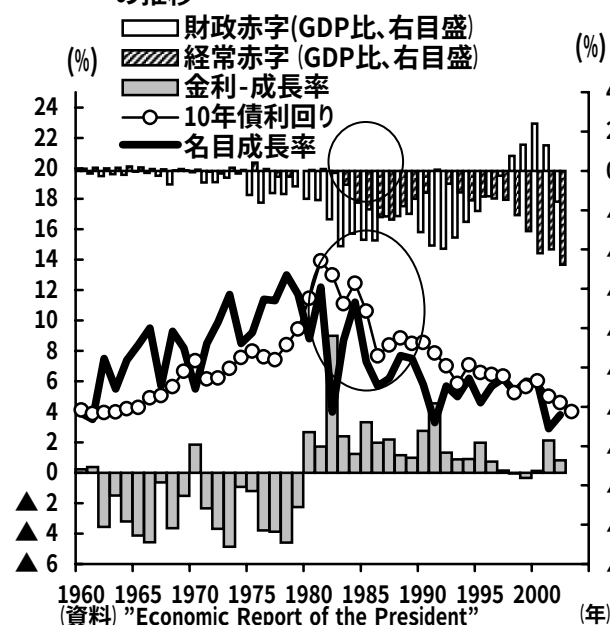
(注2) それぞれのケースは以下の通り。

ケース①…2004年度の当社予測を代入 ケース③…2005年度の当社予測を代入

ケース②…ケース①、②の中間期を想定

(注3) 長期金利は最長期国債利回り。

(図表6-3) 米国における長期金利と主要マクロ指標の推移



試算の前提となる計量的プロセスは以下の通り。

[単位根検定]

レベル変数	ラグ	ADF	5%有意点	10%有意点
統計量				
長期金利	0	▲ 0.71	▲ 2.90	▲ 2.59
実質成長率	0	▲ 2.86	▲ 2.90	▲ 2.59
GDPデフレータ変動率	0	▲ 0.83	▲ 2.90	▲ 2.59

1次の階差変数	ラグ	ADF	5%有意点	10%有意点
統計量				
長期金利	0	▲ 9.38	▲ 2.91	▲ 2.59
実質成長率	0	▲ 10.50	▲ 2.91	▲ 2.59
GDPデフレータ変動率	3	▲ 4.25	▲ 2.91	▲ 2.59

検定期間: 1986年10-12月期～2003年1-3月期

[共和分検定]

長期金利 実質成長率 GDPデフレーター変動率			
帰無仮説における共和分ベクトルの数		トレース検定統計量	最大固有値検定統計量
無し	0.368	32.76 *	22.52 *
少なくとも1つ	0.187	10.24	10.14
少なくとも2つ	0.002	0.10	0.10

検定期間: 1986年10-12月期～1998年10-12月期

[長期均衡式]

長期金利 = α * 実質成長率 + β * GDPデフレータ変動率 + 定数項

	パラメータ	t値
α	0.32	2.72
β	1.44	▲ 7.45
定数項	2.46	-

量的緩和解除のタイミング

(1) 量的緩和と早期解除の功罪

イ) 早期解除に伴うリスク

- ①金利上昇のインパクト…金融政策正常化後の金利体系についてのコンセンサスが存在しないもとで、量的緩和の解除を急げば金利が急騰するリスク。その場合、過剰債務解消が遅れる中小企業・非製造業分野で倒産が急増する恐れ。
- ②業況改善の二極化…平均値で業況が改善しているとはいえ、90年代後半以降では業況の二極化が最も色濃く発生。平均値で語られる以上に、依然業況の悪い企業が多く存在することに留意する必要。

ロ) 解除遅滞の副作用

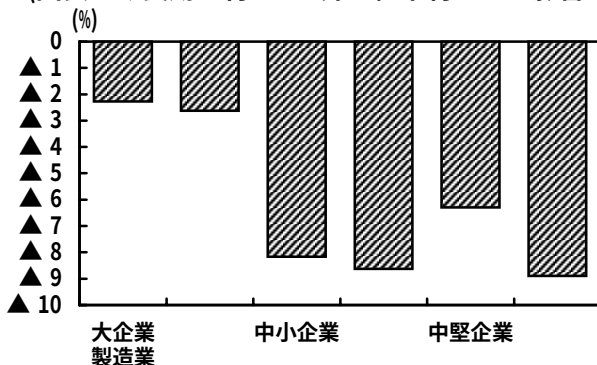
- ①インフレ加速の可能性…フィリップス曲線を前提とした場合、持続的に失業者を減らすことが可能な経済状態（需要不足失業率＝ゼロ）における物価上昇率は2%弱。これは、インフレを加速させない物価上昇率(*)に対応するとみられるため、CPIがプラスに転じてきても小幅であれば、量的緩和解除を急ぐ理由はない。
- ②資産インフレの可能性…一部の都市部地価等を除き、全般的な資産インフレのリスクは小。
(*)いわゆる「自然失業率」に対応するもの。(図表3-1)におけるGDPギャップ＝0となった状態は①設備面での調整進展によるデフレ緩和影響を含んでいる、②労働時間延長によるデフレ緩和影響のみを算定し、雇用量増加による影響は勘案していない、という二点において、ここで考えている状態と異なる。

(2) 量的緩和解除のタイミング

- イ) デフレ脱却後もデリス・インフレ状態が持続することが予想されるなか、長期金利は名目成長率の回復にややラグを伴って上昇するが、その水準は今後2～3年かけて2%台乗せが定着するという、緩やかなテンポにとどまる見通し。問題はこうしたポスト・デフレの姿の物価・金利状況についてのコンセンサスができていないことが投資家心理を不安にさせていることにあり、コンセンサスが形成されれば量的緩和を解除しても大きな混乱は起こらないはず。

- ロ) 量的緩和の解除が遅れることの副作用よりも急いで解除することによるリスクの方が大きい点を念頭におけば、2004年度中は量的緩和を継続し、その後も“移行期政策”を導入することで、解除までに十分な時間的余裕を設けるべき。

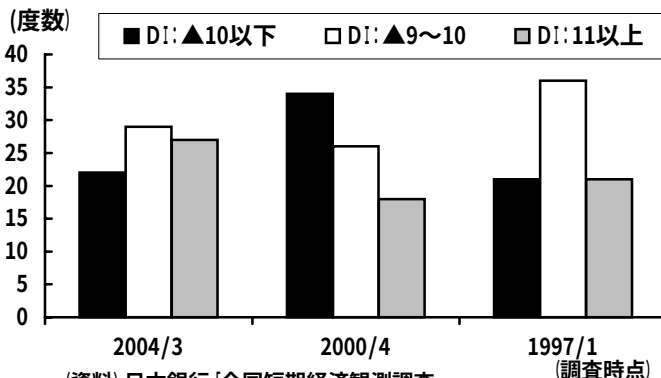
(図表7-1) 長期金利1%上昇の経常利益への影響



(資料) 財務省「法人企業統計」

(注) 2003年度末のバランスシートを前提に長期金利が1%上昇したときの2003年度経常利益に対する比率を算定

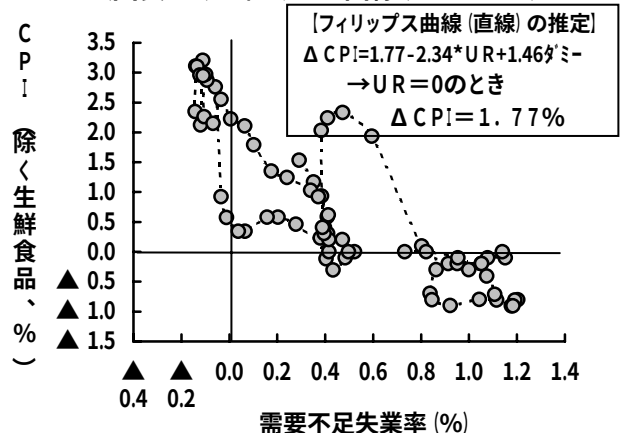
(図表7-2) 日銀短観業況判断DIのバラツキ



(資料) 日本銀行「全国短期経済観測調査」

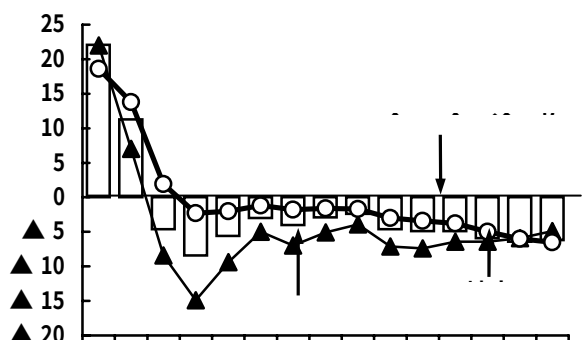
(注) 業種別・規模別の最小単位でみたときの業況判断DIが、3つの時期ごとにそれぞれのレンジ内にいくつあるかをカウントしたものである

(図表7-3) フィリップス曲線 (CPIベース)



(資料) 総務省「消費者物価指数」「労働力調査」、厚生労働省「職業安定業務統計」等をもとに日本総合研究所作成。

(図表7-4) 地価動向 (前年比) の推移



(資料) 国土交通省「公示地価」

ポスト・デフレに向けた金融政策のフレームワーク

イ) このところ、日銀の要人の発言も含め、量的緩和からの“出口政策”についての議論が盛り上がりはじめている。景気が予想外に好調を示し、デフレ脱却の展望が見え始めた現在、金融市場の無用の混乱を避けるためには、今から金融政策正常化に向けたシナリオについて十分に議論し、コンセンサスを形成していく必要。その際、クリアすべき論点は①デフレからの確実な脱却、②長期金利の安定、③短期金融市場の正常化の三点。

同時に重要なのは、「ポスト・デフレに向けた新しい金融政策のフレームワーク」を提示することにより、政策決定の「透明性」を向上させることで市場とのコミュニケーションを深め、安定した政策運営が行なわれやすい環境を創り出すこと。

ロ) そうした問題意識に基づき、あくまで議論のたたき台として、ポストデフレに向けた望ましい金融政策のあり方を提示してみれば以下の通り。

【第1ステップ：現行量的緩和の維持】

当面は現状の量的緩和を継続し、2004年10月の『経済・物価情勢の展望』発表に併せ、「量的緩和の段階的縮小」という“移行期政策”を導入することを表明（当局が政策変更を緩やかに行おうとしている意思を示すことで金融市場に安心感を与える）。

※インフレ参照値は当面は時間軸効果を持つにしても、日銀が一定程度のインフレを許容するとの見方から長期金利を上昇させてしまうリスクがあり、この段階で導入すべきではない。

【第2ステップ：移行期政策と新しいフレームワークの提示】

3つの“解除条件”の充足、ペイオフ解禁の影響を見極めたうえで、日銀当座預金残高の漸次縮小に着手。この間、コール金利はゼロのまま推移する見通し。具体的な残高縮小については、一定のレンジを提示しながらそのレンジを徐々に切り下げ、景気・物価動向に応じてレンジ内で柔軟に調整（予想外に景気が下振れる際にはレンジの引き上げも許容する）。

同時に、透明性向上を通じた安定した金融政策運営の環境整備の観点から、以下のような新しいフレームワークを提示。

- ・「**政策参考指標**」として、いくつかの経済指標を提示することで、日銀が政策決定上重視している要素を明確化し、市場とのコミュニケーション力を向上。具体的には、インフレを加速させない失業率(NAIRU)、単位労働コスト、GDPギャップ、資産価格指標、実質実効レート等が考えられるが、局面により政策参考指標は柔軟に入れ替える。
- ・「**インフレ参照レンジ**」の導入を表明。ただし、導入時期は第3ステップ。イングランド銀行方式に習い、物価指標の2年後の予測値がインフレ参照レンジに収まるように政策変更を行う方式とする。なお、ここでのインフレ参照レンジはわが国のデフレ進行下で議論されたインフレ期待惹起のためのものではなく、あくまで伝統的な金利政策のもとで物価安定を図る一つのツールに過ぎない。

【第3ステップ：新しいフレームワークに基づく金利政策への移行】

日銀当預金の縮小進捗後、短期金融市場の機能正常化および景気・物価動向を見極めながら新しいフレームワークに基づく金利政策へ移行。「政策参考指標の公表」および「インフレ参照レンジ」の導入は、金融政策の柔軟性を奪うものであっては本末転倒であり、あくまで中央銀行と市場のコミュニケーションを円滑かつ密にすることにより、中央銀行の独立性を維持しつつ金融政策のパフォーマンスを向上させることが趣旨。

※なお、上記の政策移行時期の目処は、第2ステップへの移行が2005年後半、第3ステップの移行は2006年後半となるが、景気・物価動向で柔軟に決めるべき。

ハ) 一方、金利体系正常化の円滑な実現は、単に日銀のみの課題ではなく、マネーフロー正常化に向けて政府も同時に取り組んでいく必要。

- ①強固な金融システムの確立に向けた金融機関の体質強化・再編推進
- ②健全な金利決定メカニズムの形成の前提となる公的金融の正常化（民業の補完化）
- ③財政健全化に向けた説得性あるビジョンの提示