



2012年11月26日

---

日 本 銀 行

## デフレ脱却の道筋

—— 名古屋での経済界代表者との懇談における挨拶 ——

日本銀行総裁 白川 方明

## 1. はじめに

日本銀行の白川でございます。本日は、中部経済界を代表する皆さま方とお話しする機会を賜りまして、誠にありがとうございます。また、皆さまには、日頃より、日本銀行の名古屋支店が大変お世話になっており、厚くお礼申し上げます。

本日は、まず私から、内外経済の動向や日本銀行の金融政策運営についてお話しし、その後、デフレ脱却の道筋についてご説明致します。

## 2. 海外経済および為替レートの動向

当地には毎年ほぼ11月のこの時期にお邪魔していますが、最初にこの1年間の日本経済を取り巻く外的経済環境、とりわけ、海外経済と為替レートの動向を振り返ることから話を始めたいと思います。

まず、海外経済です。世界経済の最大のリスク要因であった欧州債務問題については、今年の今頃は不透明感が強く、ユーロの崩壊といった最悪シナリオも意識されるなど、金融市場では緊張度が非常に高い状況にありました(図表1)。当時との比較でいうと、現在は欧州中央銀行による新たな国債買入れプログラムの導入やESM(欧州安定メカニズム)の稼働開始といった安全装置の整備が進んだ結果、欧州債務問題からグローバルな金融危機が起こるといった極端な事態が発生するリスクは後退しました。しかし、欧州では依然として周縁国を中心に財政、金融システム、実体経済の間で負の相乗作用が働いており、最近ではコア国にも影響が及び始めています。このため、欧州経済は昨年第4四半期以降連続してマイナス成長を記録するなど、緩やかな景気後退局面に入っています。米国経済については、家計部門を中心に緩やかな回復過程にあります。1年間の変化という点では、住宅投資について、水準はなお低いとはいえ底入れ感が窺われるのは明るい方向の変化です(図表2)。ただし、1年前も指摘されていた「財政の崖」を巡る状況に変化はなく、むしろ、崖が近くなった分だけ、この問題がより意識されるようになっていきます。この1年間という点で、地域別に最も変化が大きかった

のは中国経済でした（図表3）。成長率はなお高水準であるとはいえ、実質GDPの前年比は昨年第1四半期以降7期連続で低下しており、欧州向け輸出の減少や素材産業における在庫調整などから減速が長引いています。また、そうした短期的な動きとは別に、高度成長から中程度の成長軌道へ円滑な移行ができるかどうか、政策運営を巡る大きな関心事項になってきているように思います。

次に、為替レートの動向です（図表4）。この1年間に限ってみれば、円の為替レートは対ユーロで2%の円高となった一方、対米ドルで4%、対韓国ウォンで8%の円安方向の動きとなっており、それらの動きを貿易額で加重平均した為替レートは4%の円安となっています。もちろん、最近1年間の動きはともかくとして、輸出製造業の多い当地の企業経営者の皆さまの実感としては、為替レートはリーマン・ショック以降、急速に円高化した水準で高止まっており、引き続き厳しい状況に直面しているというものであることは十分承知しています。この点、わが国企業の設備投資の状況をみますと、近年、一段と海外の比率が高まっており、企業の海外進出の動きが強まっています（図表5、6）。これは、基本的には相対的に高い海外の成長力を取り込む動きとみられますが、根強い円高傾向がそうした動きを加速させている面もあるように窺われます。より長い目でみると、為替レートは大きなスイングを示しています。振り返ってみると、2000年代半ばにかけては、円キャリー・トレードを背景に、対ユーロを中心に、かなりの円安が進行しました（前出図表4）。リーマン・ショック後は、米欧と日本の金利差が縮小したことに伴い、円キャリー・トレードが巻き戻されたことや、欧州債務問題が進行する中で円が安全な通貨とみなされたことなどを背景に、一転して急速な円高が進行しました。こうした為替レートの大きなスイングは、皆さまの企業経営に大きな影響を与えるものであり、為替レートの安定は政策上の強い要望であると思います。日本銀行としても、現在のように海外経済の先行きを巡る不確実性が大きい局面において、円高が、輸出や企業収益の減少、企業マインドの悪化などを通じ、わが国経済に負の影響を与える可能性がある

と懸念しています。企業の海外シフトの加速や中長期的な成長期待の低下につながる恐れという観点からも注意が必要と考えています。この後ご説明しますように、日本銀行ではそうした点も念頭に置いたうえで景気・物価情勢を点検し、強力な金融緩和を推進してきました。この間、政府は、「為替レートの無秩序な動きは経済および金融の安定に対して悪影響を与える」という、先般のG20においても共有された認識に立って、必要な場合には為替介入を実施しています。

### 3. わが国経済の現状と先行き

次に、以上申し上げた海外経済や為替レートの動向も踏まえながら、日本経済の現状と先行きについてお話しします。

わが国の景気は、本年前半は先進国の中では最も高い成長率を記録しましたが、夏場以降は急速に変化し、現在は「弱含み」となっています。景気が弱含みに転じた最大の理由は、海外経済の減速が長引いていることです。7～9月に続き10月も輸出は減少し、鉱工業生産も2四半期連続で減少しています（図表7）。10～12月については、日中関係の影響が輸出にも明確に出てくると予想され、注意が必要です。一方、国内需要は、最近までは、復興関連需要の増加などを背景に相対的には堅調に推移してきましたが、足もとでは、内需にも徐々にその影響が及び始めています。個人消費は、エコカー補助金終了に伴う反動もあって、勢いが鈍っています。設備投資は緩やかな増加基調にあるものの、海外経済減速の影響から製造業に弱めの動きがみられます。

こうした外需の動きを前提にすると、先行きの景気については、当面は弱めに推移するとみています。しかし、その後は、海外経済が減速した状態から次第に脱していくにつれて、緩やかな回復経路に復していくと判断しています。この間、生鮮食品を除く消費者物価の前年比は、当面、ゼロ%近傍で推移するとみられますが、景気の持ち直しに伴い需給バランスが改善するにつれて、徐々に緩やかな上昇に転じるとみられます。2014年度には、日本銀

行が当面の「中長期的な物価安定の目途」としている「1%」へと着実に近づいていくというのが我々の見通しです。

ただし、こうした見通し通りの展開となるかどうかは、海外経済の動向に大きく依存しています。私が出席する国際会議では、米国も欧州も中国も、それぞれにとっての海外経済の動向を自国の経済に大きな影響を与える要因として指摘していますが、世界全体で考えれば、「海外要因」は存在しません。言い換えますと、経済のグローバル化の進展が著しいもとでは、世界経済をひと括りにして捉えるという見方も重要です。この点では、改めて、2000年代半ば、特に2004年から2007年にかけての世界経済の拡大が未曾有の信用バブルに支えられた空前の好景気であったことを思い起こさざるを得ません（図表8）。このバブル崩壊の帰結として、世界経済は米国の住宅バブル崩壊から6年、リーマン・ショック発生から既に4年も経過しているにもかかわらず、また、先進各国の積極的な金融緩和政策にもかかわらず、景気回復のテンポは非常に緩やかです（図表9）。このことは、バブル崩壊後の過剰債務の調整が完了するまでは世界経済が高い成長軌道に復帰することが難しいことを示しています。

#### 4. 最近の金融政策運営

次に、金融政策運営についてお話しします<sup>1</sup>。日本銀行は、以上の景気・物価見通しを踏まえ、9月、10月と2か月連続で金融緩和を一段と強化しました。

決定内容は以下のふたつです。第1は、「資産買入等の基金」の規模の拡大です（図表10）。増額幅は、2回合わせて21兆円程度です。2010年秋の導入当時は35兆円程度でしたから、僅か2年間に56兆円程度増加し、期限も2011年末から2013年末に延長されています。既に本年2月に発表していることですが、日本銀行は、金融面での不均衡などの問題が生じていないことを確認

---

<sup>1</sup> 金融政策を巡る様々な論点について、詳しくは白川方明「物価安定のもとでの持続的成長に向けて」、きさらぎ会における講演、2012年11月12日を参照。

[http://www.boj.or.jp/announcements/press/koen\\_2012/data/ko121112a1.pdf](http://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2012/data/ko121112a1.pdf)

のうえ、当面、消費者物価の前年比上昇率1%を目指して、それが見通せるようになるまで、実質的なゼロ金利政策と資産買入れ等による強力な金融緩和を続けることを約束しています。第2は、「貸出増加を支援するための資金供給」という新たな枠組みの創設です（図表11）。この制度は、貸出残高を増やした金融機関に対し、希望に応じてその増加額の全額まで、日本銀行が資金供給を行うものです。資金供給総額には上限を設けません。経済のグローバル化が進展する中、企業の海外業務展開とそれを支える金融機関の融資活動は、日本経済の発展にとって大きな意味を持つと判断し、対象とする貸出には、円貨建てだけでなく外貨建ても幅広く含めることにしました。貸付金利は、現在0.1%にある政策金利水準で、最長4年まで借換え可能とします。金融機関は低利かつ長期の資金を日本銀行から安定的に調達できます。ちなみに、本年8月までの1年間では、貸出を増やした先の増加額を合計すると約15兆円になります。先行き、金融機関の貸出がこれ以上の規模で増加すれば、その分、資金供給額も大きくなり得ます。現在、日本銀行では、本措置について実務面での詰めを行っており、年内にその詳細を固めて発表し、できるだけ早く実行に移したいと考えています。

日本銀行が行っている実質的なゼロ金利政策と資産買入れ等の基金を通じた幅広い金融資産の買入れという強力な金融緩和政策は、政府による為替介入などと相俟って、円高への一定の歯止めとしても作用していると考えています。もっとも、日本経済はなおデフレから脱却していないため、金融緩和が不足しているのではないかという意見を頂戴することもあります。この点に関連し、中央銀行の供給するお金の量がしばしば言及されますので、改めて数字を確認しますと、中央銀行の供給するお金の量、いわゆるマネタリーベースの対GDP比率の上昇幅は、リーマン・ショック以降に限定しても、積極的と言われる欧米諸国と同程度です（図表12）。しかも、日本は金融危機をもっと早く経験したことから、この比率はリーマン・ショックに先立って高まっており、先進国の中では最も高い水準となっています<sup>2</sup>。

---

<sup>2</sup> ただし、現在のようなゼロ金利環境のもとでは、マネーの保有にはコストがかからないの

それでは、金融緩和政策はどのようにすれば、より強力な効果が発揮されるのでしょうか。この点を考えるために、金融緩和政策の効果波及経路について説明します。効果波及経路は、金融緩和によって企業が十分な資金を低コストで調達できる緩和的な金融環境を作り出す第1段階と、企業や家計が緩和的な金融環境を実際に活用して資金を調達し、これが投資や支出の増加を通じて、経済・物価の好転に繋がる第2段階に分けられます（図表 13）。現在、第1段階については、強力な金融緩和の効果がしっかりと発揮されており、金利面でも、資金調達の容易さの面でも、極めて緩和した金融環境が実現しています。これが第2段階に波及していけば、金融緩和の効果は実体経済や物価にも大きく現れてくるはずです。日本銀行としては、企業、家計をはじめ、多くの経済主体がこの緩和的な金融環境をより広範に活用することがデフレからの脱却の鍵を握っていると思っています。そこで、次に、この点について、成長力強化、潜在成長率引き上げの必要性というテーマのもとでお話をします。

## 5. デフレ脱却の道筋

経済活動の変動は趨勢的な成長と、趨勢的な成長軌道の周りでの経済活動の変動、すなわち、景気循環に分けられます。私が本日の話の前半で論じたのは主として景気循環の問題であり、金融政策は、主としてこの景気の循環を均すとともに、物価の安定を確保するための政策です。この面では、リーマン・ショック後に一時－8%近くにも拡大した需給ギャップが最近では－2%前後に縮小しました（図表 14）。また、これを反映し、消費者物価の前年比は2009年夏の－2.4%をボトムに最近ではゼロ%近傍になるなど、大きな流れでみると、改善方向にあります。一方、趨勢的な成長率は徐々に低下傾向にあります。このことが企業経営者、特に中小企業経営者の皆さまが「景気回復の実感がない」と感じられる大きな要因になっていると思います。

---

で、中央銀行がマネーを供給しても、世の中に出回らずに滞留してしまいます。現在、重要なことは、成長力の強化を通じてマネーの回転速度を引き上げることと考えられます。

この先 10 年、20 年という期間の平均的な成長率は潜在成長率に規定されま  
す。潜在成長率は就業者数の伸びと就業者一人当たりの実質 GDP の伸び率、  
すなわち、付加価値生産性の伸びに分解できます。就業者数の前年比伸び率  
は 2000 年代に -0.2% を記録した後、足もとの男女別、年齢別の労働参加率  
を前提に将来の推移を予測すると、2010 年代は -0.6%、2020 年代は -0.8%  
と減少幅を拡大していきます（図表 15）。付加価値生産性の伸び率は、2000  
年から 2008 年という比較的良好な時期をとると、+1.5% となります。この  
両方の数字から推定される先行きの潜在成長率は 1% 以下ということになり  
ます。従って、潜在成長率を例えば 2% に引き上げるためには、就業者と付  
加価値生産性の両方の伸びを高める真剣な努力が不可欠です。就業者につい  
ては高齢者と女性の労働参加率の引き上げが鍵を握ります。付加価値生産性  
については、過去 20 年の G 7 諸国の平均上昇率は 1.3% です（図表 16）。わ  
が国のように、キャッチアップ過程の終わった先進国経済について恒常的に  
高い伸び率を期待することは難しい課題ですが、付加価値生産性の引き上げ  
に向けた粘り強い努力は必要です。いずれにせよ、この両面での努力、すな  
わち、成長力強化の努力が不可欠です。将来の所得増加が期待できない経済  
では、支出は減少し、従って、物価もなかなか上昇していきません。日本経  
済が早期に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  
ためには、成長力の強化と金融面からの後押しの両方が不可欠であるとい  
うのは、こうした理由によるものです。

デフレ脱却に向けた日本銀行自身の取り組みについては既に説明しました  
ので、最後に、民間企業、民間金融機関、政府、それぞれの役割について述  
べることにします。

成長力強化という点で、民間企業の皆さまが主役であることは、言うまで  
もありません。中でも当地の企業は、過去に幾多の困難を乗り越えて成長の  
フロンティアを切り拓いてきた実績をお持ちであり、厳しい状況でも付加価  
値の高い商品、サービスを提供できる力を備えていると信じています。

民間金融機関については、企業の成長力強化に向けた取り組みを金融面か



らサポートすることが、変わらぬ大きな役割です。この点では、金融機関が事業の成長性を見極め、将来性ある資金需要を掘り起こしていくとともに、融資手法の工夫を通じて、リスクは高くとも、潜在的に成長性ある企業や事業に対して、円滑に資金を供給していくことも重要なことです。また、金融機関は、他の業種に比べて、企業情報や顧客ネットワークといった強みを有しています。これらを活かしながら、内外の販路開拓や海外進出の支援、M&Aや企業の事業承継の支援など、取引先のニーズに沿ったサービスを提供することにより、企業の経営課題を解決していくことも求められています。

最後は、政府の役割です。この点では、思い切った規制緩和等によって国内投資の魅力を高め、企業が挑戦しやすい環境を整えることが何より重要です。これに加えて、財政の健全性を確保する努力も重要です。内需の掘り起こしを進めるためには、高齢化もあって多様化が進むニーズに即した商品やサービスを企業が開発すると同時に、家計が安心してお金を使える環境を政府が作っていくことが不可欠です。そのためには、社会保障制度や年金制度の持続可能性がしっかりと保たれなければなりません。近年、日本の金融機関は民間の資金需要の低下を反映して、国債保有を大幅に増やしています(図表 17)。それに伴って、金利変動によるリスク量も増加しています(図表 18)。それだけに、財政の健全性確保に向けた努力は、貸出を通じて民間企業の成長を支える金融機関にとっても極めて重要となります。

## 6. おわりに

日本経済は現在、大きなチャレンジに直面しています。しかし、悲観は禁物です。日本は欧米諸国と異なり、人口一人当たりの実質消費がリーマン・ショック前の水準を上回っている数少ない国のひとつです(図表 19)。以上、述べてきたように、デフレからの脱却には、企業、金融機関、政府、中央銀行それぞれが役割を果たすことが必要ですが、それぞれが役割を果たすことによって、必ずこの課題は実現するものです。日本銀行としては、日本経済が早期にデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復するよ

う、最大限の努力を続けていくということを申し上げて、私の話を終えたい  
と思います。

本日は、ご清聴ありがとうございました。

以 上

# デフレ脱却の道筋

—名古屋での経済界代表者との懇談における挨拶—

2012年11月26日

日本銀行総裁  
白川方明

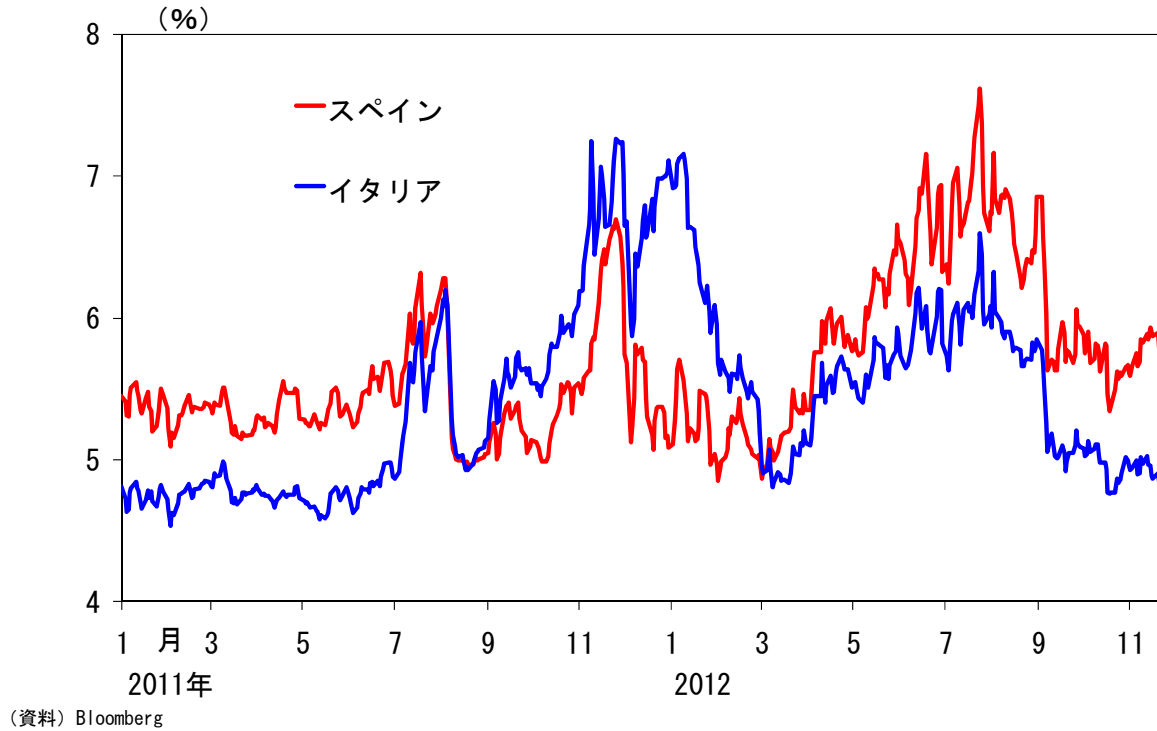
## 構成

1. はじめに
2. 海外経済および為替レートの動向
3. わが国経済の現状と先行き
4. 最近の金融政策運営
5. デフレ脱却の道筋
6. おわりに

図表 1

## 欧州債務問題に伴う金融市場の緊張度は 1年前に比べて低下している

スペイン、イタリア10年物国債金利



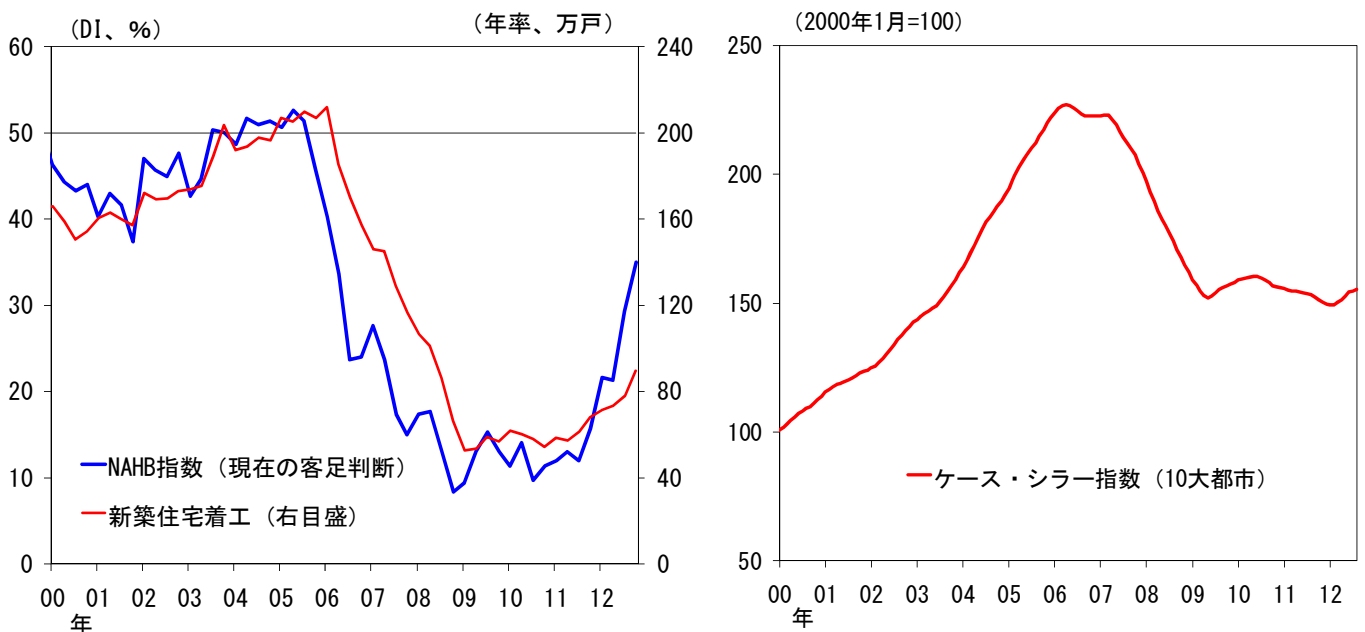
1

図表 2

## 米国の住宅投資は依然低水準ながら底入れ感が窺われる

住宅着工

住宅価格



(注) NAHB指数は、建設業者に対するアンケート調査。  
(資料) Census Bureau、NAHB、S&P

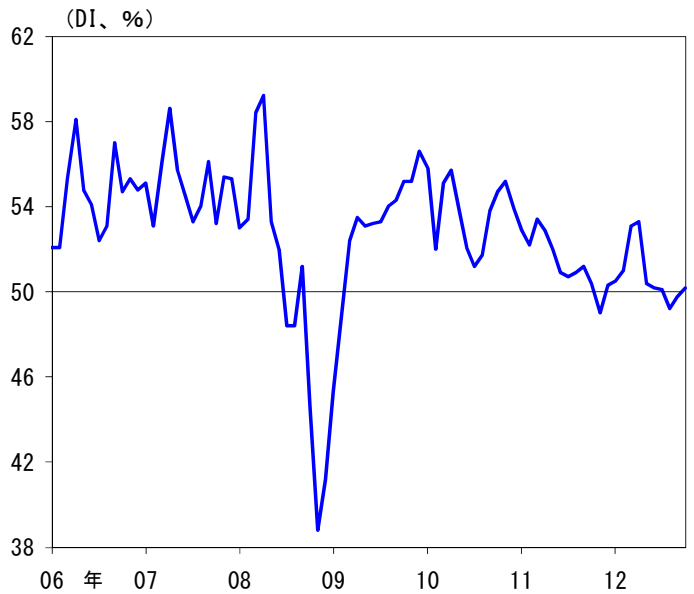
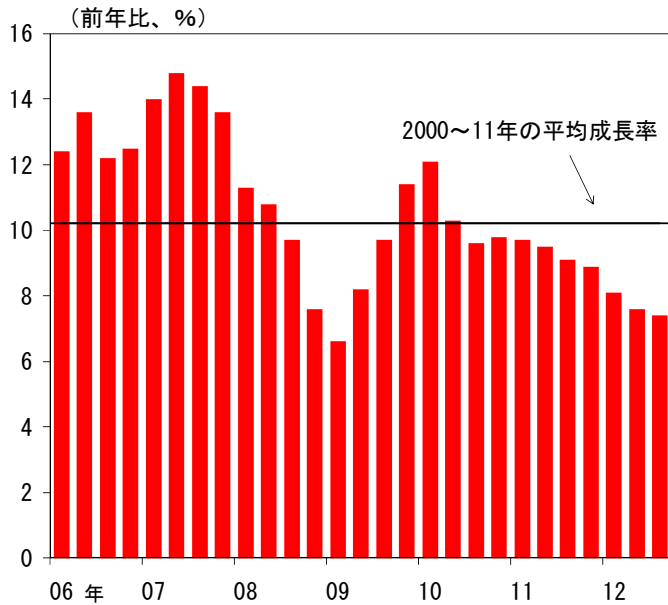
2

図表 3

## 中国経済の成長率はなお高水準とはいえ、減速が長引いている

実質GDP

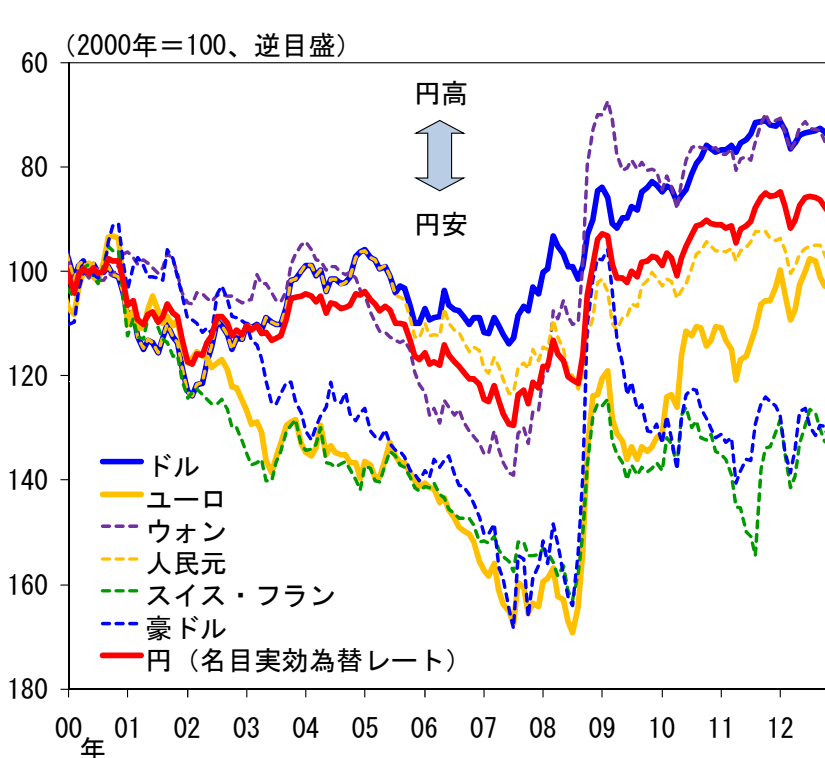
製造業PMI



(注) 製造業PMI（購買担当者指数）は、50を上回れば景況感の改善、下回れば悪化を示す。  
 (資料) 中国国家统计局

図表 4

## 円安と円高のスイング



	(変化率、%)			
	2002/11 ↓ 2007/11	2007/11 ↓ 2012/11	2007/11 ↓ 2011/11	2011/11 ↓ 2012/11
米ドル	-8.6	-27.6	-30.2	3.8
ユーロ	33.7	-36.9	-35.4	-2.2
ウォン	20.4	-38.9	-43.5	8.1
人民元	1.9	-13.8	-18.5	5.7
スイス・フラン	19.0	-13.7	-13.5	-0.2
豪ドル	45.9	-16.1	-21.4	6.8
円の名目実効為替レート	9.0	-26.5	-29.3	3.9

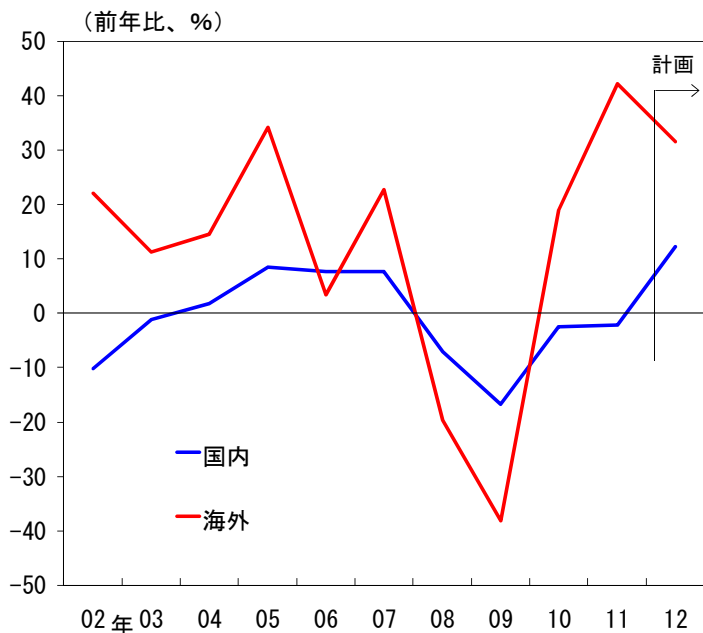
(注) プラスが円安変化、マイナスが円高変化。

(注) 1. 名目実効為替レートとは、複数の名目為替レートを貿易ウエイトで加重平均することにより、各国通貨の総合的な価値を計測したものの。  
 2. 名目実効為替レートはBIS公表ベース。ただし、2012年11月は日本銀行の名目実効為替レート（円インデックス）を用いて算出。  
 3. 当図表での名目実効為替レートは、指数が上昇すると円安、指数が低下すると円高を示すように、BIS公表指数の逆数を用いて指数化したもの。  
 (資料) BIS、Bloomberg、日本銀行

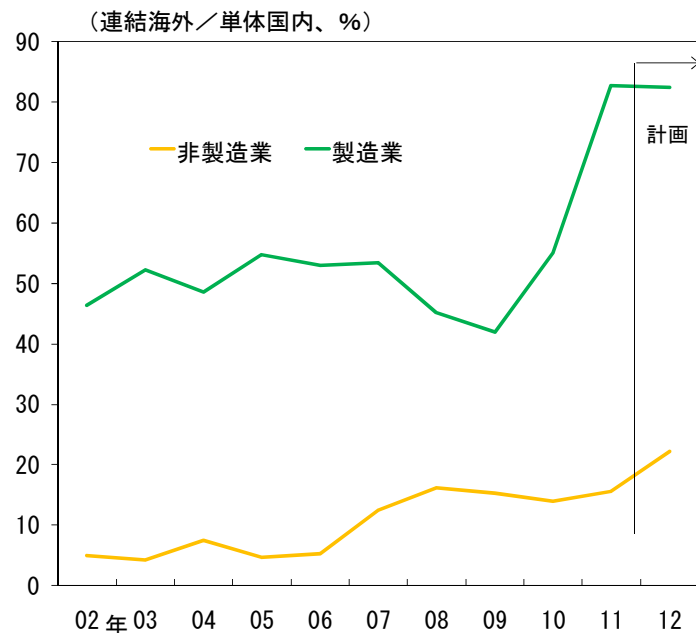
図表 5

## 海外市場の拡大を背景に、近年、一段と海外での設備投資比率が高まっている

国内外の設備投資



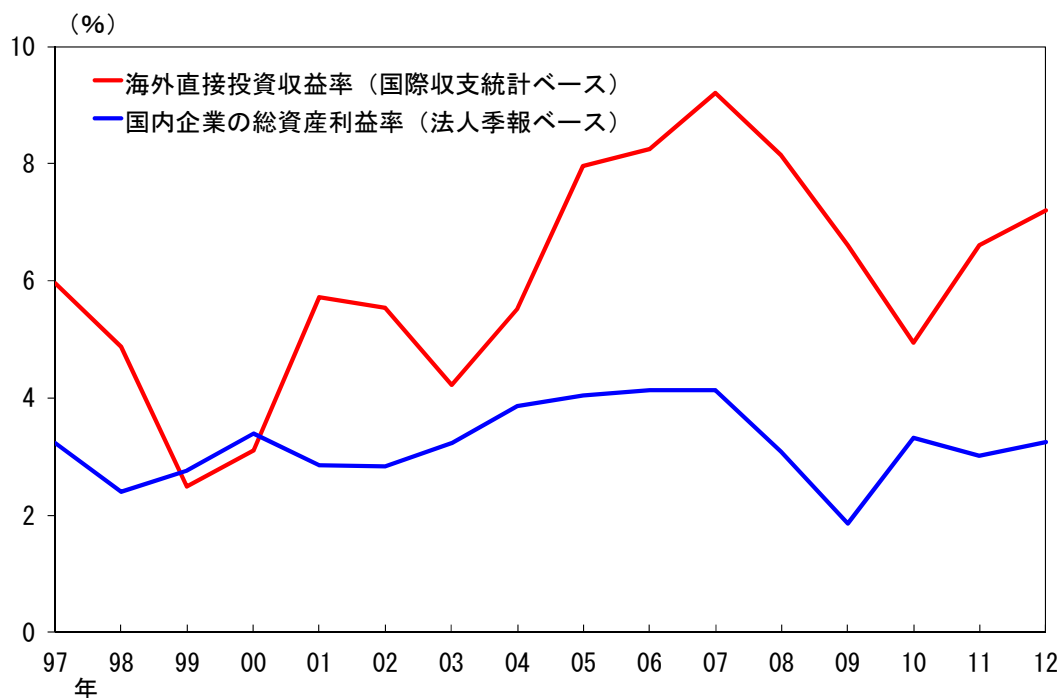
設備投資の海外／国内比率



(資料) 日本政策投資銀行

図表 6

## 海外での投資収益率は相対的に高い



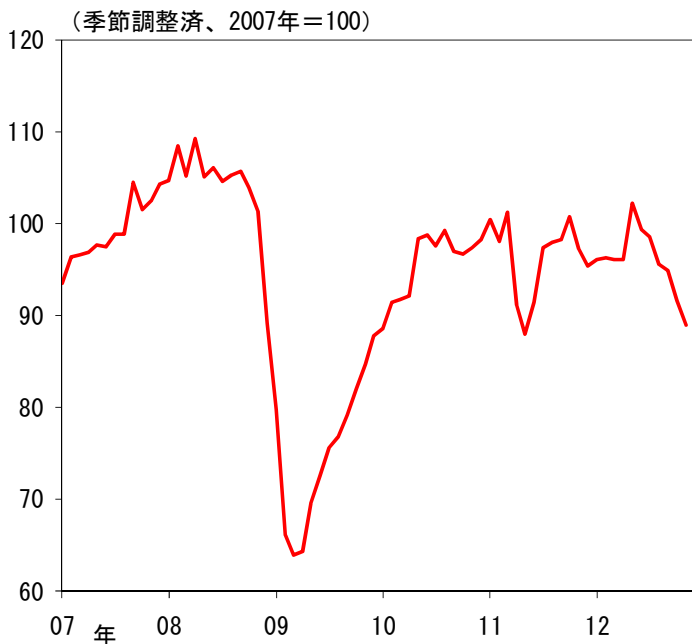
(注) 1. 海外直接投資収益率は、国際収支統計ベースの直接投資収益(受取)／直接投資残高×100。  
 2. 国内企業の総資産利益率は、営業利益／総資産×100。全規模全産業(除く金融・保険)。  
 3. いずれも2012年は1～6月の値。

(資料) 財務省、日本銀行

図表 7

長引く海外経済の減速などから、輸出・生産は減少している

実質輸出



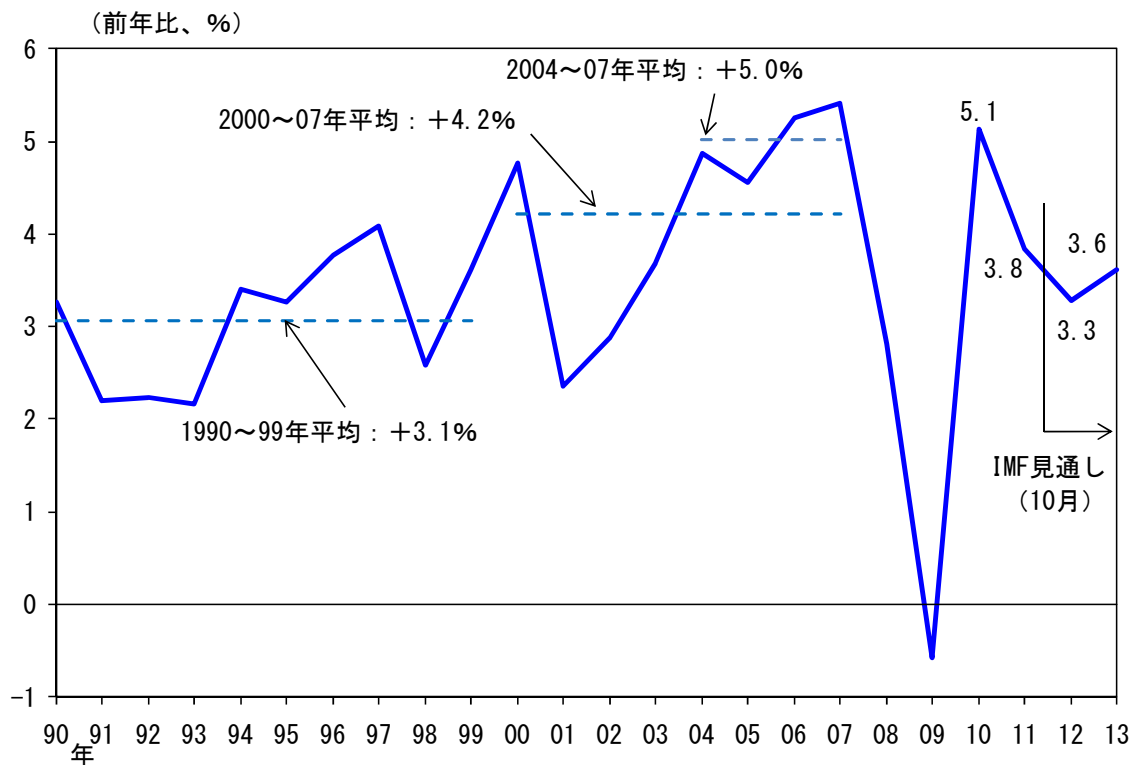
鉱工業生産



(資料) 日本銀行、経済産業省

図表 8

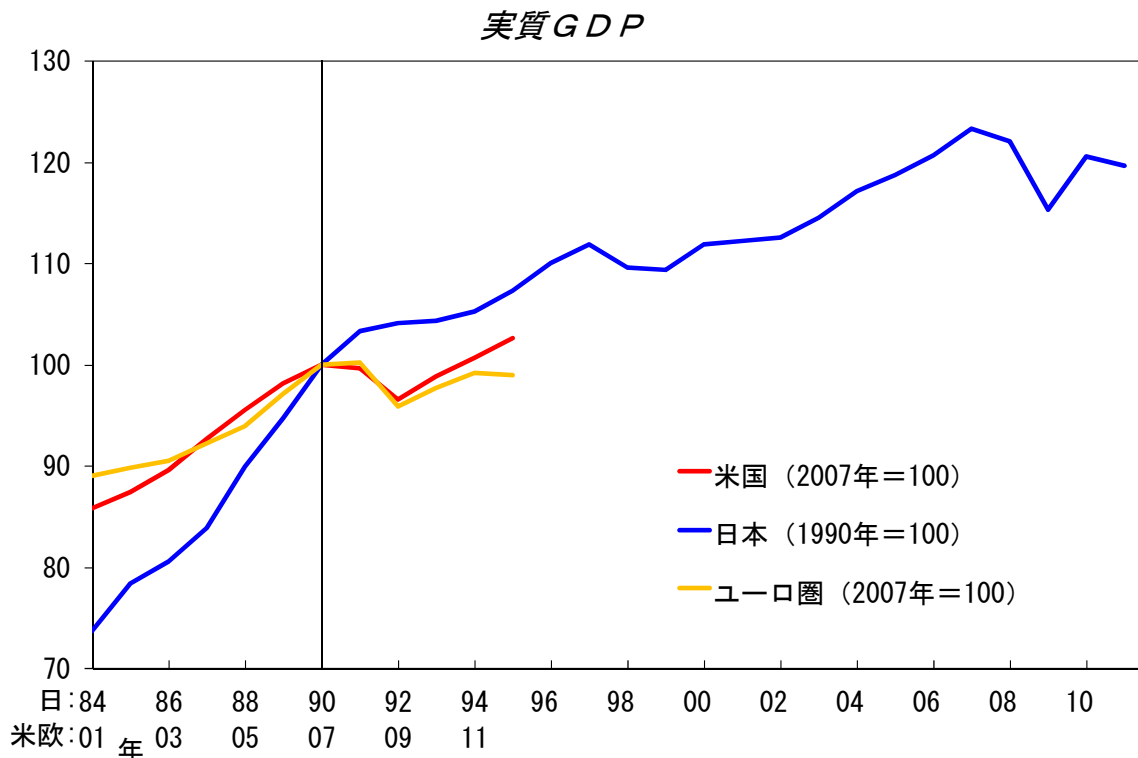
2004～2007年に世界経済は平均5%の高い伸びを記録



(注) 世界GDP成長率は、購買力平価 (PPP) ウェイトベース。  
 (資料) IMF

図表 9

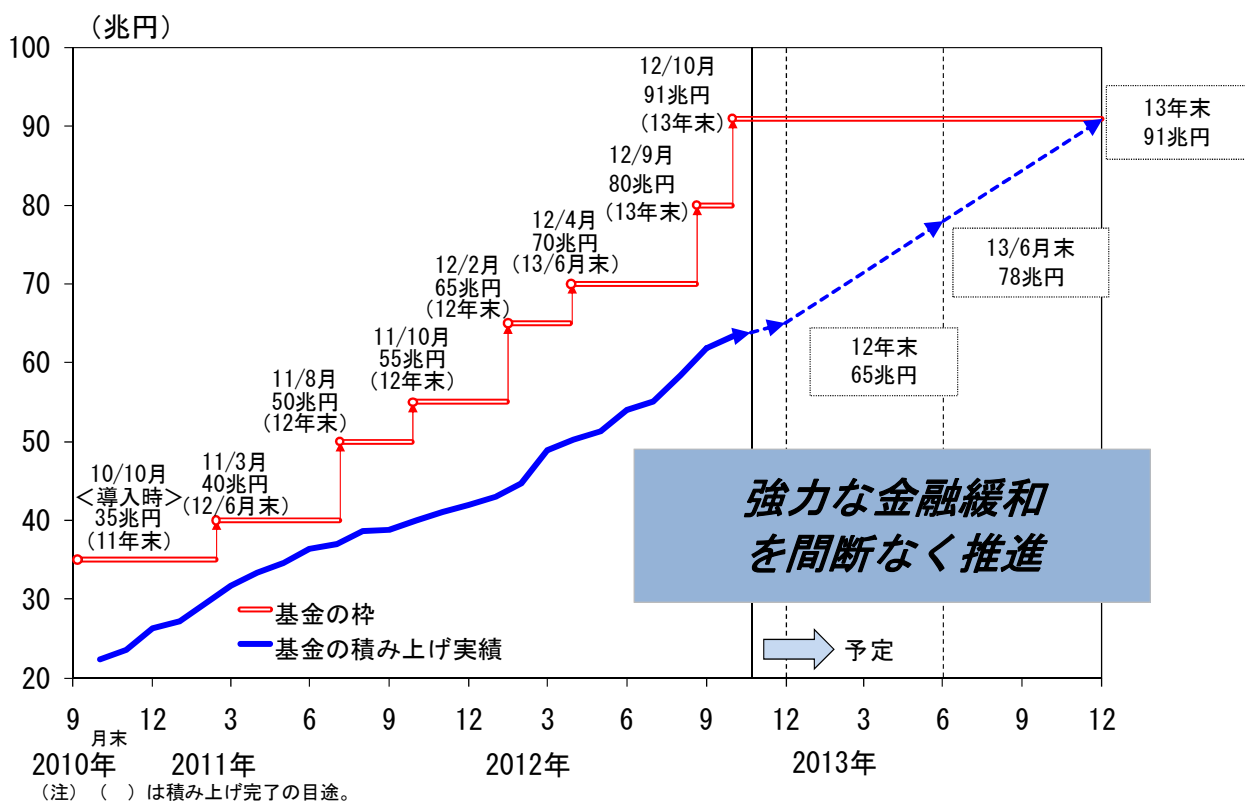
## 米欧のバブル崩壊後の景気回復テンポは、日本のバブル崩壊後と比べて緩やかである



(資料) 内閣府、BEA、Eurostat

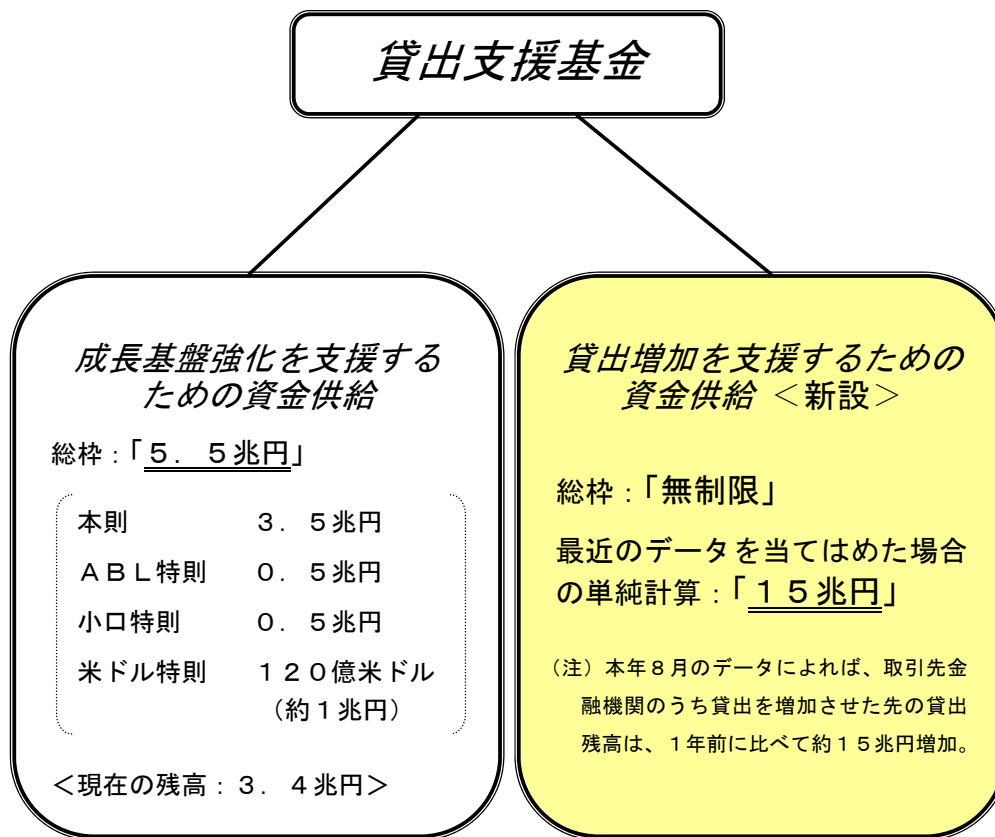
図表10

## 9月、10月に「資産買入等の基金」の枠を計21兆円程度拡大



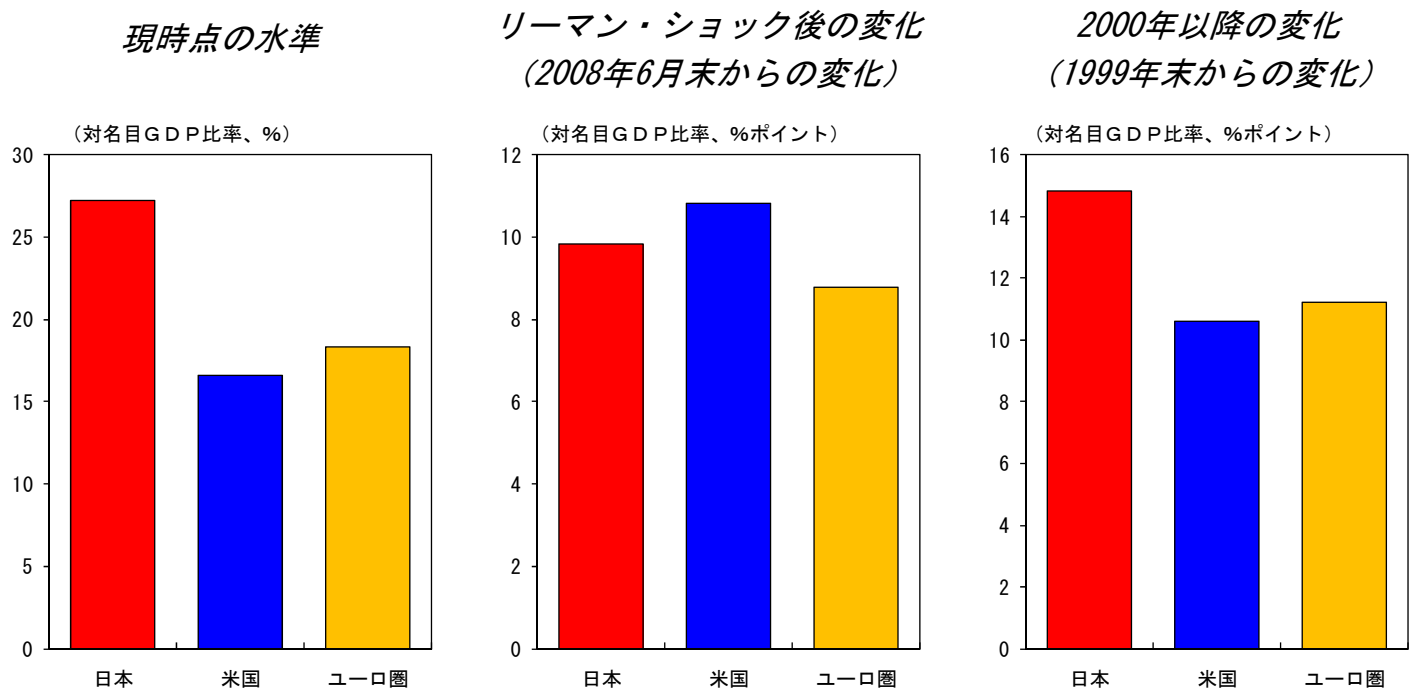


「貸出増加を支援するための資金供給」を創設



図表12

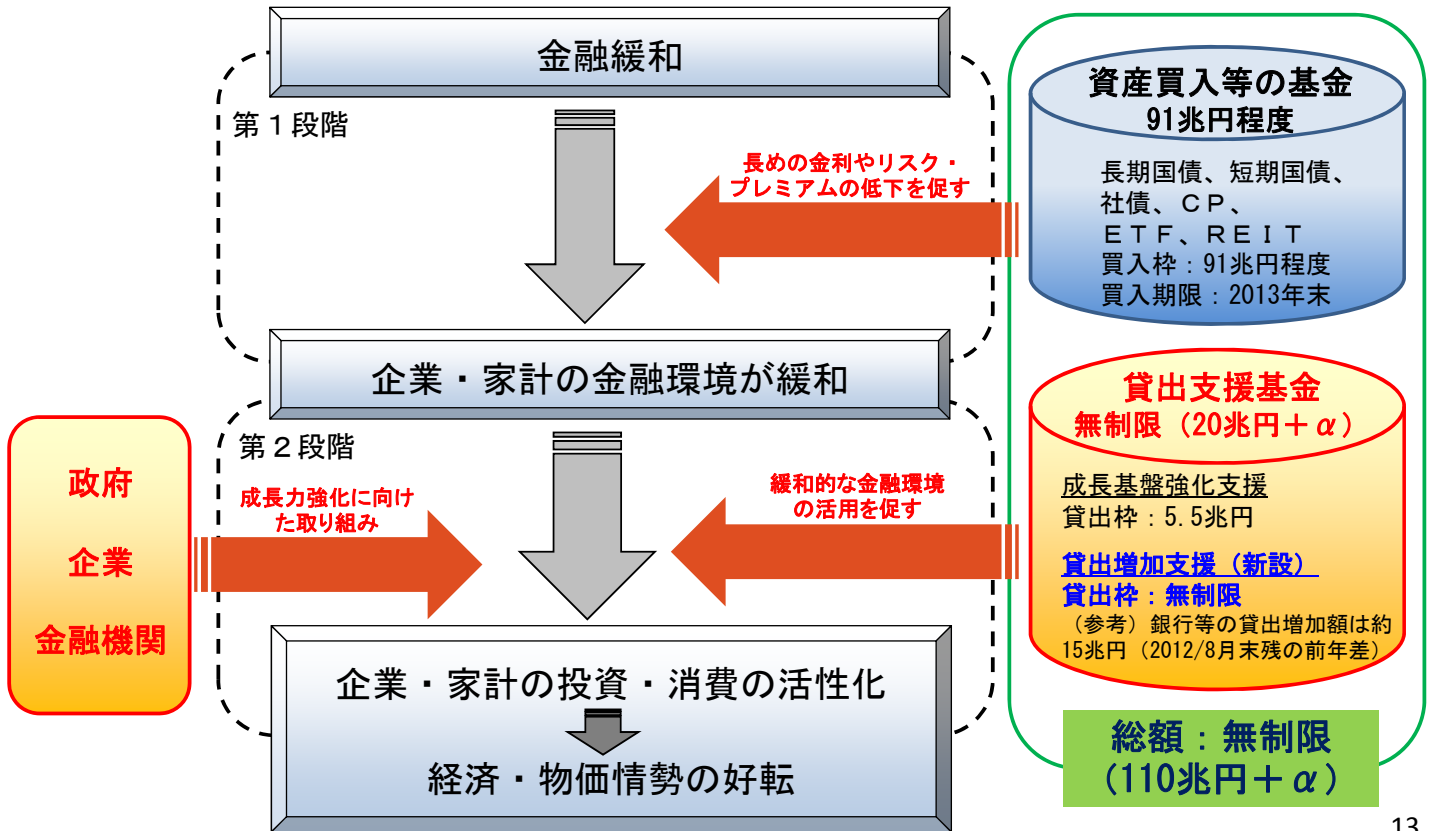
マネタリーベースの対GDP比率の上昇幅は、リーマン・ショック以降に限定しても、積極的と言われる欧米諸国と同程度である



(資料) 日本銀行、内閣府、FRB、BEA、ECB、Eurostat

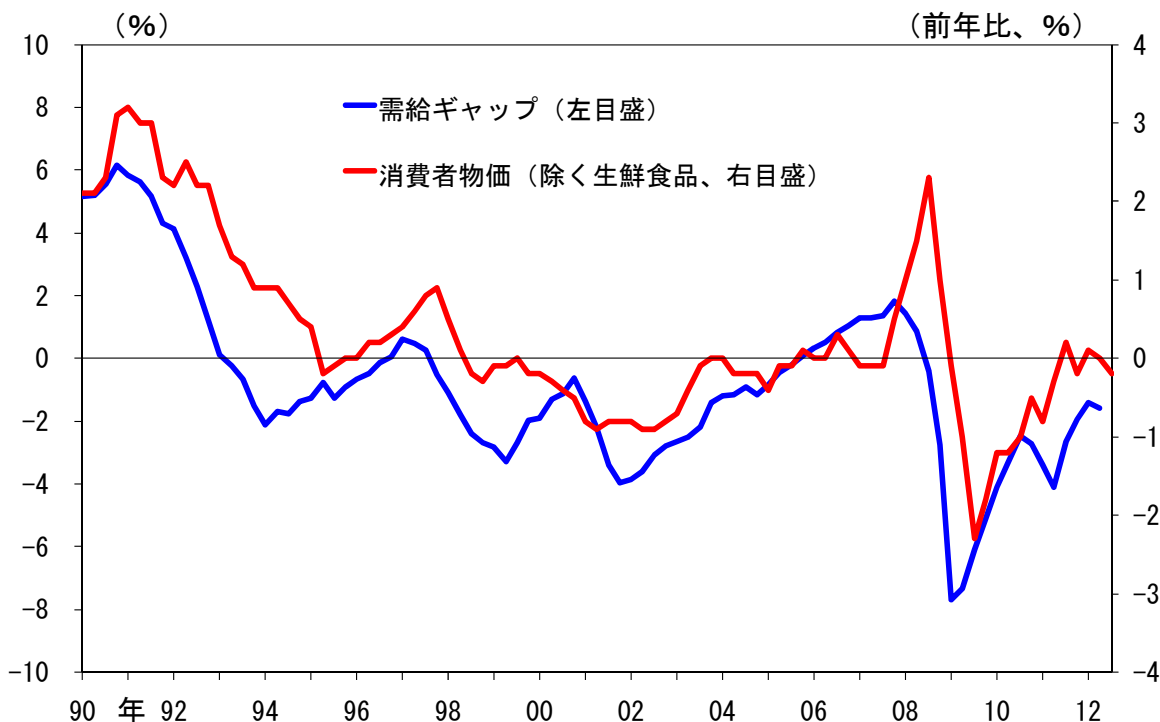
図表13

企業や家計が緩和的な金融環境を実際に活用していけば  
経済・物価の好転に繋がる



図表14

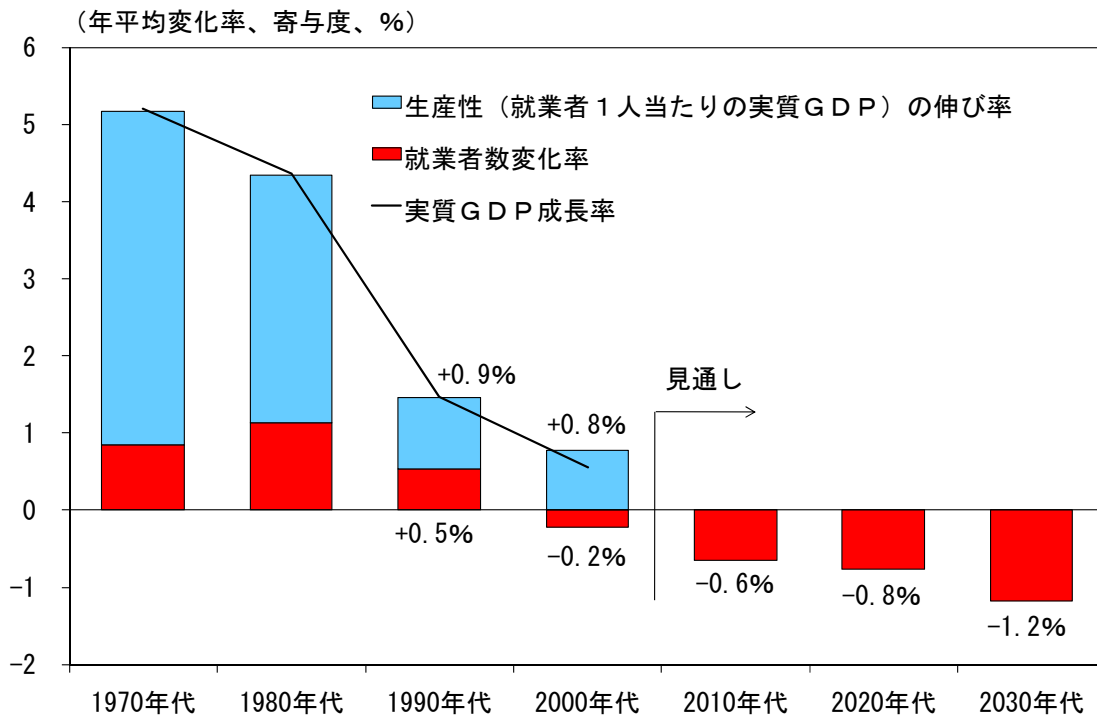
需給ギャップはリーマン・ショック後の拡大から徐々に縮小しており、これを反映して物価の下落率も縮小傾向にある



(注) 需給ギャップは日本銀行調査統計局試算値。  
(資料) 総務省、日本銀行、内閣府等

図表15

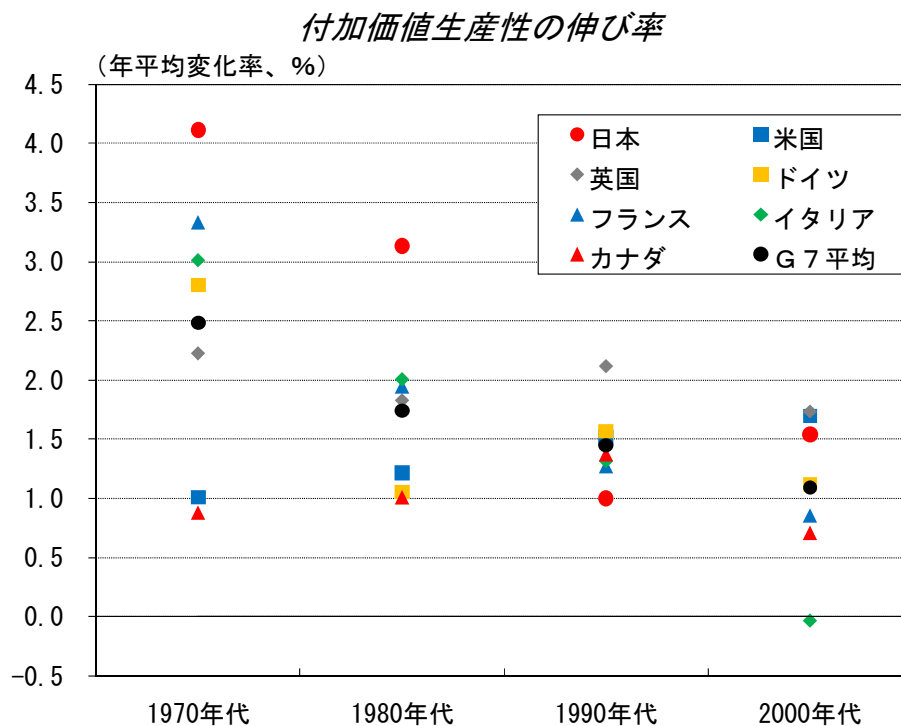
## 就業者数の減少は日本の成長率を趨勢的に低下させる要因



(注) 2011年以降の就業者数変化率は、将来人口の推計値（出生中位、死亡中位のケース）と労働力率の見通し（各年齢層・各性別の労働力率が2010年の値で横ばいで推移と仮定したもの）から試算した労働力人口の年平均変化率。  
 (資料) 内閣府、総務省、国立社会保障・人口問題研究所

図表16

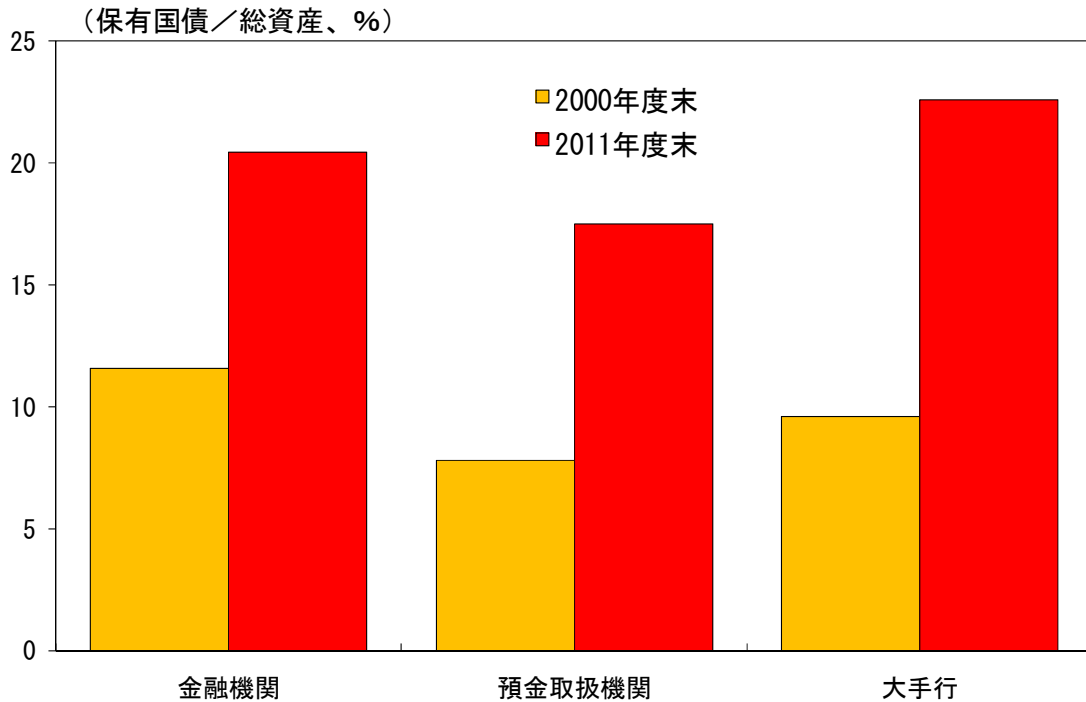
## 1990年代以降のG7諸国の付加価値生産性の平均伸び率は1.3%



(注) 1. 付加価値生産性=実質GDP/就業者数  
 2. 2000年代については、リーマン・ブラザーズ破綻後の金融危機の影響を除くため、2000~2008年の平均とした。  
 1970年代については、1971年から1979年の平均。  
 (資料) OECD、内閣府

図表17

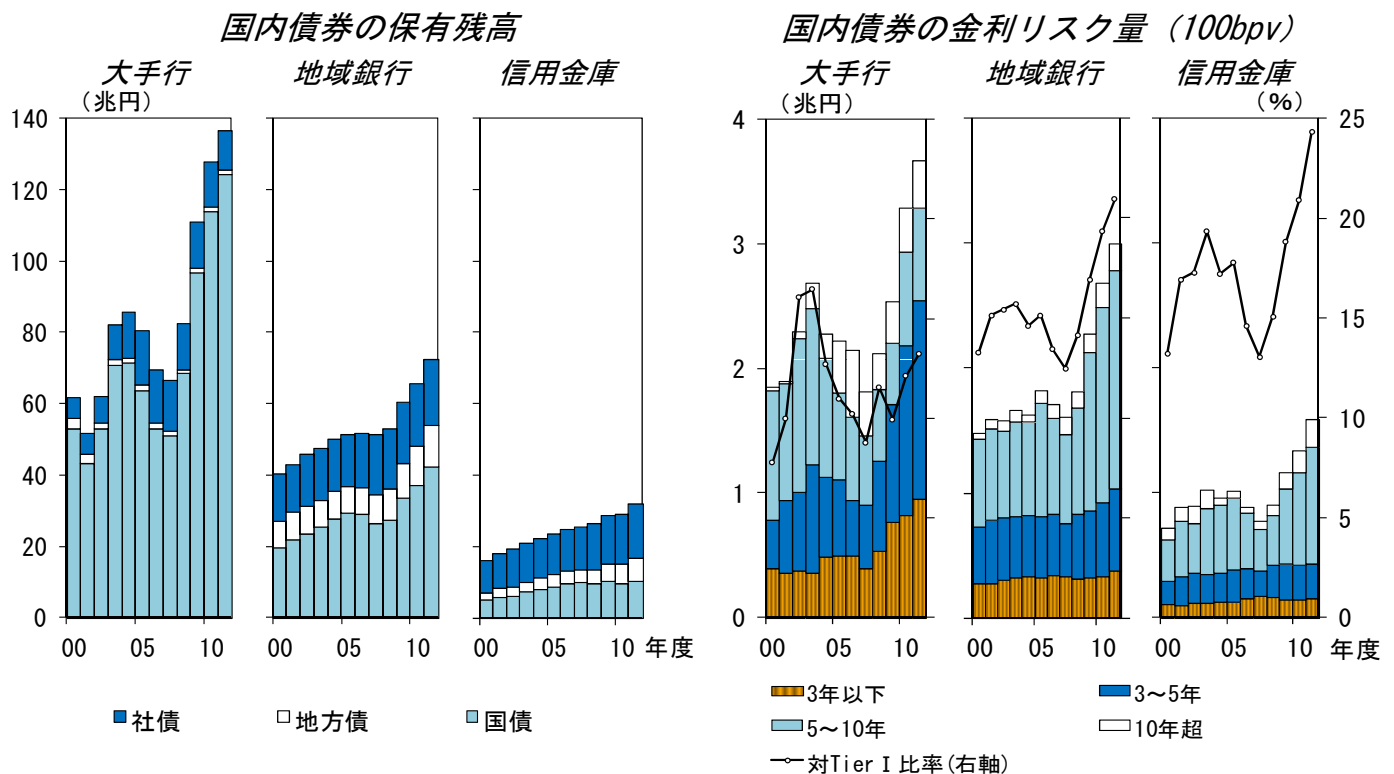
## わが国の金融機関の総資産に占める国債の比率は20%前後に上昇



(注) 1. 金融機関には、預金取扱機関のほか、保険・年金基金、ノンバンク、公的金融機関などが含まれる。  
 2. 大手行は、みずほ、三菱東京UFJ、三井住友、りそな、みずほコーポレート、埼玉りそな、三菱UFJ 信託、みずほ信託、三井住友信託、新生、あおぞらの11行。  
 (資料) 日本銀行

図表18

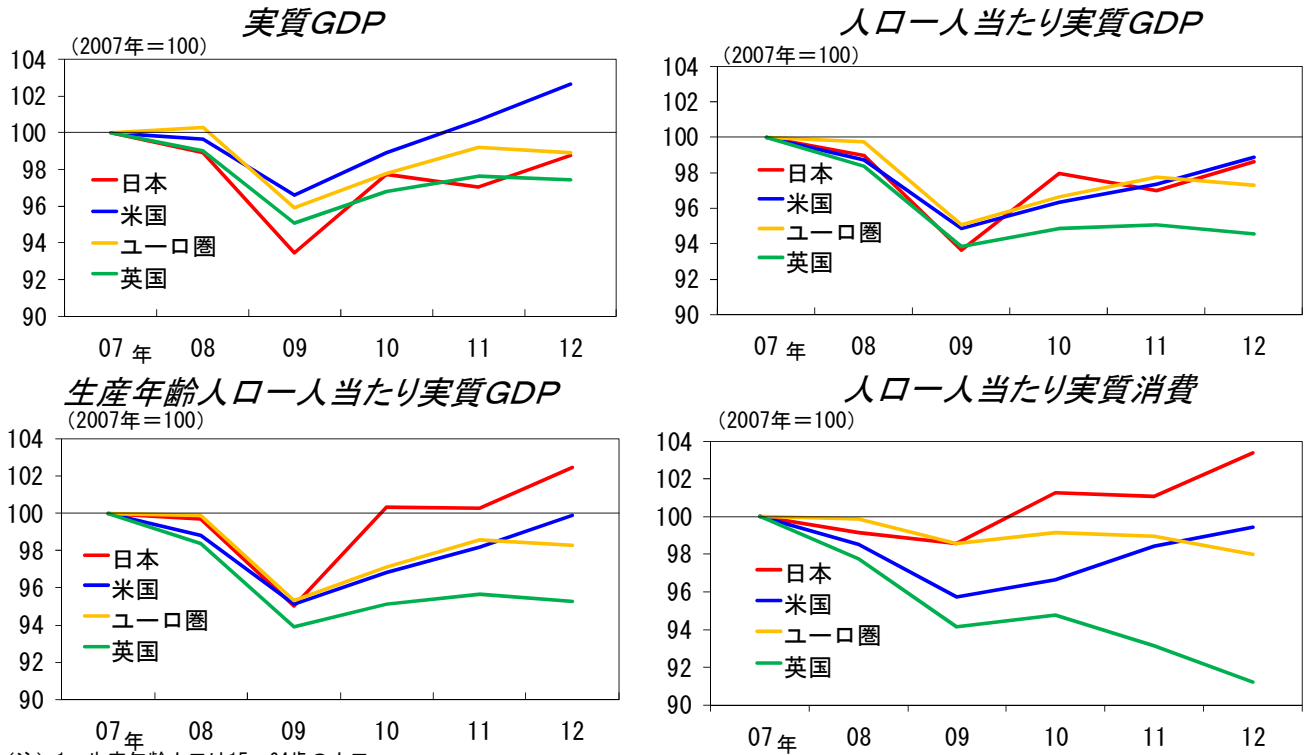
## 国債保有の増加に伴い、金融機関の金利リスク量は増加している



(注) 100bpvとは、全年限の金利が同時に1%pt上昇する場合を想定した金利リスク量のこと。  
 (資料) 日本銀行

図表19

## 日本の生産年齢人口一人当たりの実質GDPや 人口一人当たりの実質消費は、2007年を上回っている



(注) 1. 生産年齢人口は15～64歳の人口。  
 2. 実質GDP、人口一人当たり実質GDP、生産年齢人口一人当たり実質GDPの2012年は1～9月の値。人口一人当たり実質消費の2012年は1～6月の値。2012年の人口と生産年齢人口は、2011年と同じ伸びで変化しているとして試算。  
 (資料) 内閣府、World Bank、BEA、Eurostat、ONS