



2 0 1 6 年 8 月 4 日

日 本 銀 行

最近の金融経済情勢と金融政策運営

— 海外経済を巡る不確実性の高まりと金融緩和の強化 —

[神奈川県金融経済懇談会における挨拶]

日本銀行副総裁 岩田 規久男

1. はじめに

日本銀行の岩田でございます。本日はお忙しい中、神奈川県の行政および金融経済界を代表する皆さまとの懇談の機会を賜りまして、誠にありがとうございます。また、皆さまには、日頃から日本銀行横浜支店の業務運営に様々なご協力を頂いております。この場をお借りして、改めて厚くお礼申し上げます。

日本銀行は、先週末の金融政策決定会合において、「経済・物価情勢の展望」、いわゆる「展望レポート」を取りまとめ、2018年度までの経済・物価見通しを公表しました。あわせて、英国のEU離脱問題をはじめとする海外経済の不透明感が高まっている状況を踏まえ、これが企業や家計のコンフィデンスの悪化につながることを防止するとともに、企業や金融機関の外貨資金調達環境の安定に万全を期し、前向きな経済活動をサポートする観点から、金融緩和の強化を決定しました。本日は、金融経済情勢に対する日本銀行の認識をお話しするとともに、今般決定した措置を含め、金融政策運営の考え方についてご説明します。

2. 海外経済の動向

早いもので、今年も既に半分以上が経過しましたが、今年に入ってからの日本経済は、海外経済の動きに大きく左右されてきました。

年明け後は、原油価格の一段の下落に加え、中国をはじめとする新興国・資源国経済に対する先行き不透明感から、金融市場は世界的に不安定な動きとなりました。こうした海外経済や市場の不透明感から、人々のデフレマインドの転換が遅延するリスクに対応するため、日本銀行は、1月の金融政策決定会合で「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を導入しました。

その後、欧州中央銀行などでも追加的な金融緩和が実施されたほか、G20において、各国が金融政策、財政政策、構造政策といったあらゆる手段を活用して、物価安定のもとでの持続的な成長を実現していくという強いスタン

スを示したこともあって、金融市場は次第に落ち着きを取り戻し、市場の混乱が世界経済の大きな落ち込みにつながるという事態は回避されました。

しかしながら、6月下旬に実施された英国の国民投票は、EUからの離脱——いわゆる Brexit——に対する支持が過半数を占める結果となり、これを受けて、英国の通貨であるポンドが急落するなど、国際金融市場は再び不安定化しました。為替市場では円高が急速に進行したほか、株価は、わが国も含めて世界的に大きく下落しました。こうした事態に対して、G7をはじめとする関係当局は迅速に対応しました。すなわち、各国が金融の安定を緊密に協議し、適切に協力していく方針を示すとともに、主要国の中央銀行も、米ドル資金を含め十分な流動性の供給を実施する用意がある旨を明らかにしました。

その後の動きをみると、7月上旬に公表された米国の雇用統計が予想を上回る結果となり、米国経済の先行きに対する見方が改善したことや、英国において新たな政権が早期に始動したことなどもあって、市場は落ち着きを取り戻しつつあります。しかしながら、今後、Brexit が世界経済に与える影響は、引き続き不透明であり、慎重に見極めていく必要があります。英国とEUの新たな関係構築に向けた交渉は、年単位の時間を要するとみられます。かなり長い期間にわたって、政治経済的に不確実性が高い状況が続くことを覚悟する必要があると思います。先日、IMF が公表した世界経済見通しでは、「英国とEUの間の経済的な障壁が著しく高まることはない」という比較的穏当な前提に基づいて、今年と来年の世界経済の成長率をそれぞれ▲0.1%ポイント下方修正しましたが（図表1）、より厳しい前提のもとでは、成長率がさらに下振れるとの試算も示されています。

こうした海外経済に関する不確実性は、輸出入を通じた直接的な影響もさることながら、企業や家計のコンフィデンスを通じて、わが国の設備投資や消費などの支出行動に影響を及ぼす可能性があり、十分に注視していきたいと考えています。

3. わが国の経済情勢

このように、海外経済を巡る不確実性は高まっていますが、わが国経済の中心的な見通しは、前回4月の「展望レポート」から、むしろ上振れるとみえています（図表2）。

すなわち、わが国の経済は、新興国経済の減速の影響などから輸出・生産面に鈍さがみられますが、企業・家計の両部門において所得から支出へという前向きの循環メカニズムが維持されており、先行きについても、基調として緩やかに拡大していくとみえています。

まず、企業部門については、これまで申し上げたような海外経済を巡る逆風にもかかわらず、企業収益は非製造業を中心に高水準を維持しており、こうした好調な収益を背景に、設備投資も緩やかな増加基調にあります。主として英国の国民投票前の調査ではありますが、6月短観においてもこうした姿が確認されたところですので（図表3）。

家計部門では、雇用・所得環境は着実な改善が続いています。労働需給は引き締まりが続いており、有効求人倍率は6月には1.37倍と、1991年以来の高水準となりました。失業率も、最近では3%台前半の低い水準で推移しています（図表4）。また、賃金は、緩やかに上昇しています。今年の春闘においては、昨年よりも伸び率は低下したとはいえ、3年連続のベースアップが実現したほか、賃上げの動きは、中小企業や非正規労働者にも着実な拡がりをみせています。

こうしたもとの、個人消費は底堅く推移していますが、このところ一部に弱めの動きもみられています。年初からの株価下落による負の資産効果のほか、熊本地震や英国のEU離脱問題などがマインド面の重石となっていることが影響しているとみられます。先行きについては、雇用者所得がしっかりと増加していることを踏まえると、金融市場が落ち着きを取り戻す中で、個人消費は持ち直していくものとみえています。

さらに、今般、閣議決定された政府の「経済対策」は、事業規模で28兆円

を超えるきわめて大規模なもので、今年度、来年度の景気をかなりの程度押し上げると見込まれます。4月の「展望レポート」対比で成長率が上振れるのは、主としてこうした効果によるものです。

4. わが国の物価動向

次に物価動向についてみますと、生鮮食品を除く消費者物価の前年比上昇率は、エネルギー価格下落の影響から、小幅のマイナスとなっていますが、エネルギー価格も除いたベースでみると、2013年10月から33か月連続でプラスとなっています。「量的・質的金融緩和」導入以降、物価の基調は着実に改善しています（図表5）。

しかしながら、この生鮮食品とエネルギーを除いた消費者物価上昇率についても、昨年後半に前年比で+1%を上回る水準まで上昇した後、このところプラス幅が縮小しており、6月は前年比+0.8%となりました。その背景には、為替円高の進行に加え、予想物価上昇率の改善が後ずれしていることがあります。

予想物価上昇率は、やや長い目でみれば全体として上昇しているとみられますが、このところ弱含んでいます。関連指標をみると、マーケット指標だけでなく、各種のアンケート調査においても低下しています。エネルギー価格の下落などから、実際の消費者物価上昇率が1年以上にわたって0%程度で推移したため、その影響を受ける形で、いわゆる「適合的なメカニズム」を通じて予想物価上昇率も低下したものと考えられます。米国などでは、人々の物価予想が中央銀行の物価安定目標近くで「アンカー」されており、実際の物価上昇率が低下しても、中長期的な予想物価上昇率はさほど変化しません。一方、長年にわたってデフレが続いたわが国では、予想物価上昇率の形成において、実際の物価に強く引きずられる傾向があります。また、このところの個人消費の弱めの動きも企業の価格設定行動に影響を与えており、食料工業製品や耐久消費財などの「財」を中心に、新年度入り後の価格改定を

見送る動きがみられています。

もともと、先行きについては、物価上昇率は再び伸びを高めていくとみています。先程申し上げたように、雇用・所得環境は着実に改善しており、失業率はさらに低下すると考えられます。そうしたもとで、雇用者所得が増加し、個人消費が持ち直していくにつれて、企業の価格設定スタンスは再び積極化していくとみています。また、政府の「経済対策」は、既にタイトな状態となっている労働需給を一段と引き締め、賃金を押し上げるほか、雇用者所得の増加を通じて家計支出を喚起すると考えられます。多くの企業は、個人消費などの需要がついてくるのであれば、賃金上昇などに伴うコストアップを販売価格に反映したいと考えています。以上のような状況のもとで、「賃金の上昇を伴いつつ、物価上昇率が緩やかに高まっていく」というメカニズムは、この先もしっかりと働くと考えられます。加えて、消費者物価に対するエネルギー価格の下押しは今後剥落していくため、この点からも実際の物価上昇率は高まり、予想物価上昇率にもポジティブな影響を与えるとみられます。

したがって、消費者物価上昇率は、中心的な見通しとしては、2017年度中に2%程度に達するとみています。ただし、先程述べたように、海外経済に関する不透明感の高まりや予想物価上昇率の弱含みなども踏まえすと、こうした見通しの不確実性は大きいと考えています。

5. 不確実性の高まり

そこで次に、先行き注意を要するリスクについて触れさせていただきます。詳細は「展望レポート」に譲り、ここでは、ポイントに絞ってご説明します。

経済情勢については、海外経済の動向に関する不確実性が最も重要です。冒頭、新興国・資源国経済に関する不透明感や、英国の国民投票後の海外経済の不確実性の高まりを指摘しましたが、このほかにも、米国経済の動向やそのもとでの金融政策運営が国際金融市場に及ぼす影響や、金融セクターを

含む欧州における債務問題の展開などにも注意が必要です。

物価面については、特に中長期的な予想物価上昇率の動向を注視しています。わが国では、予想物価上昇率の形成において、依然として「適合的なメカニズム」が強いと申し上げました。この点、消費者物価の伸びが当面低位で推移することが、予想物価上昇率の改善を想定以上に抑制する要因となる可能性があります。また、海外経済を中心とする景気の先行き不透明感が企業の価格・賃金設定に抑制的に作用する可能性もあります。予想物価上昇率の動向は、トレンドとしての物価上昇率を規定する重要な要因であるだけに、注意深く点検していく必要があると考えています。

6. 金融政策運営の考え方

続いて、日本銀行の金融政策運営についてご説明します。

先日の金融政策決定会合では、英国のEU離脱問題をはじめとする海外経済の不透明感が高まっている状況を踏まえ、これが企業や家計のコンフィデンスの悪化につながることを防止するとともに、企業や金融機関の外貨資金調達環境の安定に万全を期し、前向きな経済活動をサポートする観点から、金融緩和の強化を決定しました。具体的には、3つの措置を講じました（図表6（1））。

第一に、ETFの買入れ額の増額です。買入れ額を、従来の年間約3.3兆円に相当するペースから約6兆円にほぼ倍増しました。企業や家計のコンフィデンスの悪化を防止し、前向きなリスクテイクを後押しすることを狙ったものです。

第二に、成長支援資金供給・米ドル特則の拡大です。この制度は、金融機関が企業に対して、わが国の成長基盤強化に資するような外貨建て投融資を行った場合、そのバックファイナンスとして日本銀行が保有する米ドル資金を供給するものです。貸付期間は最長4年です。2012年4月に120億ドルの貸付枠で導入しましたが、2014年末には上限に達し、それ以降は、期日前返

済によって生じた空枠の範囲内で、新規貸付を実行してきました。企業にとっては、長期にわたって安定的にドル資金を調達し易くなる重要な手段であり、潜在的な需要は大きいと考えています。そこで、今般、企業のドル資金調達をサポートする観点から、この貸付枠を現行の2倍の240億ドルまで引き上げることとしたものです。

第三に、米ドル資金供給オペに関する担保の拡充です。米ドル資金供給オペは、日本銀行と米国FRBとの間の通貨スワップを活用して毎週実施しており、金融機関は日本銀行に差し入れている担保の範囲内であれば、金額無制限で利用できます。このオペは、リーマン・ショック後に導入され、今日に至るまで、金融機関による米ドル資金調達のバックストップとしての役割を果たしてきました。今般このオペの対象金融機関に対して、当該金融機関の日銀当座預金を見合いとして、日本銀行が保有する国債を貸し付ける制度を新設することとしました。現行の金融政策のもとで、多くの金融機関は多額の日銀当座預金を保有していますので、これを見合いに担保となる国債を借りることができるようになれば、「いざという時には、担保の心配なく、オペで米ドルを調達できる」こととなります。こうした安心感が生まれることによって、バックストップとしての米ドル資金供給オペの有効性が一段と高まるものと考えています。

さて、日本銀行が「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を導入して、半年が経過しました。この間、国債金利はイールドカーブ全体にわたって大きく低下し、貸出金利やCP・社債の発行金利も史上最低を更新しています（図表7）。社債市場では20年債といった超長期の起債が増えるなど、企業金融を巡る新しい動きも生じています。こうしたきわめて緩和的な金融環境は、実体経済にも次第に波及してきています。先程、海外経済の不透明性が高まる中であっても、企業の設備投資計画はしっかりしていると申し上げましたが、その背景には、この3年間「量的・質的金融緩和」のもとで経済環境が大きく好転したことに加えて、現在の史上空前の緩和的な金融環境が下

支えしていることがあると思います。また、住宅投資についても、住宅ローンに関する資金需要は高まっており、この点は、先日公表された「主要銀行貸出動向アンケート調査」（ローンサーベイ）でも裏付けられました。今後、マイナス金利の実体経済への効果は、さらに明確になっていくものとみています。日本銀行としては、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を継続します。今後とも、経済・物価のリスク要因を点検し、「物価安定の目標」の実現のために必要な場合には、「量」・「質」・「金利」の3つの次元で、躊躇なく、追加的な金融緩和措置を講じます。

なお、このところ、日本銀行の金融政策と政府の財政政策の関係について、様々な議論が行われていますので、一言付言しておきたいと思います。

先程申し上げた通り、政府は大規模な「経済対策」を取りまとめ、財政政策・構造政策面での取り組みを強力に進めています。こうした取り組みは、わが国経済が物価安定のもとでの持続的成長を実現していくうえで誠に時宜を得たものであり、日本銀行としても歓迎したいと思います。そして、日本銀行が、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を推進し、きわめて緩和的な金融環境を整えていくことは、こうした政府の取り組みと相乗的な効果を発揮するものと考えています（図表6（2））。

マクロ経済の講義では比較的初期に教えることですが、通常、政府が国債発行を通じて財政支出を拡大すると、市場金利が上昇し、民間投資を抑制する効果が生じます。これを、「クラウディング・アウト」といいます。この点、同時に中央銀行が金融緩和を推進する場合には、金利上昇が抑制されるため、「クラウディング・アウト」を防ぐことができることが知られています。こうした政策の組み合わせは、「ポリシー・ミックス」と呼ばれており、マクロ経済政策として一般的な考え方です。

この考え方を現在の状況に当てはめれば、日本銀行の「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」により金利は幅広くマイナス圏にあり、そのもとで政

府が財政政策を行えば、それらの相乗効果によって、景気刺激効果は非常に強力なものになると考えられます。この「ポリシー・ミックス」は、中央銀行マネーの恒久的な増加を原資に財政拡張を行う「ヘリコプターマネー」や、財政資金の調達を手助けするために中央銀行が国債を買う「財政ファイナンス」とは、異なるものです。マーケットでは、「ヘリコプターマネー」に関する議論が盛んですが、定義を明確にすることなく、その是非を論じることは建設的とは思われません。重要なことは、わが国では、3年前から、機動的な財政運営と「量的・質的金融緩和」という形で、歴史的にみても非常に強力な「ポリシー・ミックス」を実施してきたこと、そして、今般の大規模な「経済対策」と「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の組み合わせによって、それをさらに強力に推進しようとしているという事実なのです。

なお、先般の金融政策決定会合では、物価の先行きについて、海外経済・国際金融市場の動向や、そのもとでの中長期的な予想物価上昇率の動向などを巡って不確実性が大きいという認識が示されました。そこで、次回9月の決定会合では、2%の「物価安定の目標」をできるだけ早期に実現する観点から、「量的・質的金融緩和」導入以降の経済・物価動向や政策効果について、総括的な検証を行うことにしました（図表6（3））。具体的な検証の内容はこれから準備していくこととなりますが、問題意識としては、概ね以下のようなことを念頭に置いています。

すなわち、2013年4月に「量的・質的金融緩和」を導入して以降、わが国の経済・物価情勢は大きく好転し、デフレではない状態が実現しました。この政策のもとでの「2%への明確なコミットメント」と「それを裏打ちする大規模な金融緩和」が、デフレ脱却に向けて有効であったことに疑いの余地はありません。他方、世界に例をみない大規模な金融緩和にもかかわらず、残念ながら2%の「物価安定の目標」は未だ達成できていません。こうした認識に基づいて、政策効果の波及メカニズムやそれを阻害した諸要因などについて、検証したいと思います。また、1月に導入した「マイナス金利付き

量的・質的金融緩和」は、マイナス金利と国債買入の組み合わせによって、金利引き下げにきわめて大きな効果を発揮しています。同時に、金融機関や金融市場にも様々な影響を与えています。こうした政策のメカニズムや、実体経済・金融面に対する効果や影響についても点検したいと考えています。

大枠としての問題意識は以上のようなことかと思いますが、もちろん力点の置き方は各政策委員で異なりうるでしょう。また、当然のことながら、現時点において、何か特定の政策の方向性を考えているということではありません。2%の「物価安定の目標」の早期実現のためには何をすべきか、今後の政策運営に資するような建設的な検証・議論を行いたいと思っています。

最後になりましたが、当地神奈川は、横浜みなとみらい、鎌倉、江の島・湘南、箱根というように、バラエティに富んだ観光資源を有するほか、ラグビーワールドカップや東京オリンピックのセーリング競技など、世界的なスポーツイベントの誘致にも成功するなど、国際的な観光都市としての明るい話題も多くあると伺っています。首都圏に位置するという地理的な優位性に加え、当地の多様なポテンシャルが最大限引き出され、今後、さらなる成長・発展に向けて力強く歩まれていくことを心より祈念し、挨拶の言葉とさせていただきます。

ご清聴ありがとうございました。

以 上



最近の金融経済情勢と金融政策運営

— 海外経済を巡る不確実性の高まりと金融緩和の強化 —

〔 神奈川県金融経済懇談会における挨拶 〕

2016年8月4日

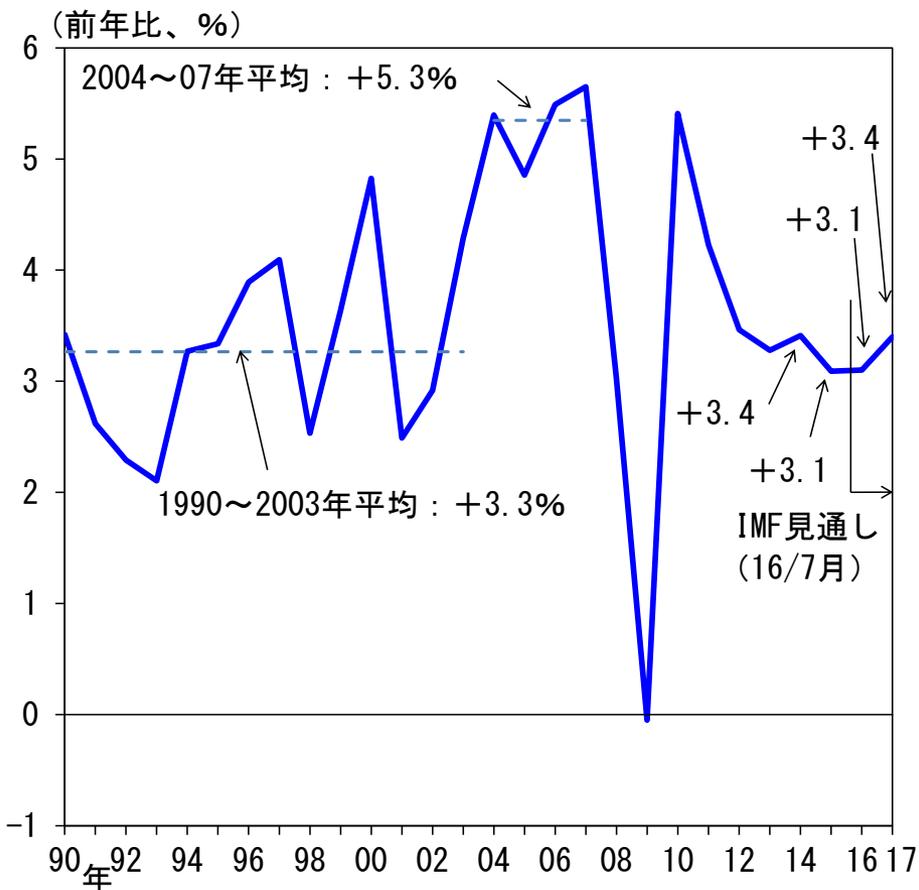
日本銀行 副総裁

岩田規久男

図表 1

世界経済見通し

GDP成長率の推移



主要国成長率見通し (16/7月時点)

(前年比、%)

	2014年	2015年	2016年 [見通し]	2017年 [見通し]
世界	3.4	3.1	3.1 (3.2)	3.4 (3.5)
先進国	1.9	1.9	1.8	1.8
米国	2.4	2.4	2.2	2.5
ユーロエリア	0.9	1.7	1.6	1.4
英国	3.1	2.2	1.7	1.3
日本	0.0	0.5	0.3	0.1
新興国・途上国	4.6	4.0	4.1	4.6
中国	7.3	6.9	6.6	6.2
ASEAN5	4.6	4.8	4.8	5.1

(注) 1. ASEAN5は、インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナム。

2. 表中の () 内は、2016年4月時点の見通し。

(資料) IMF

図表 2

展望レポートの経済・物価見通し (2016年7月)

— 政策委員見通しの中央値、対前年度比、%

	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	消費税率引き上げの 影響を除くケース
2016年度	+1.0	+0.1	
4月時点	+1.2 [※]	+0.5	
2017年度	+1.3	+1.7	
4月時点	+0.1 [※]	+2.7	+1.7
2018年度	+0.9	+1.9	
4月時点	+1.0 [※]	+1.9	

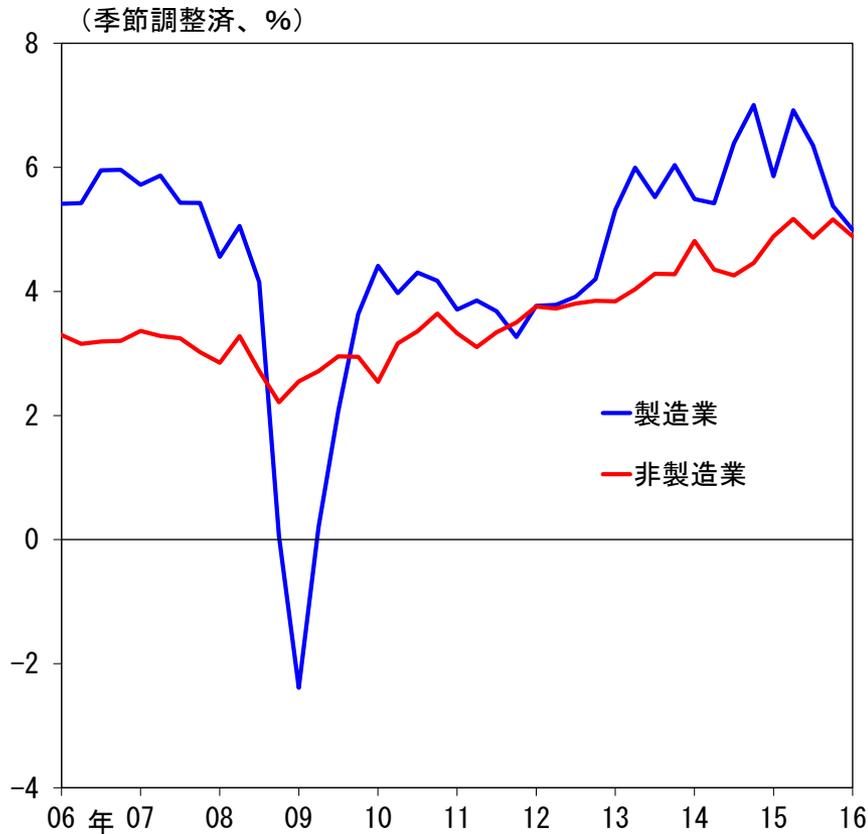
(注) ※を付した4月時点の見通しは、2017年4月に予定されていた消費税率引き上げに伴う駆け込み需要とその反動減を織り込んでいる。

(資料) 日本銀行

図表 3

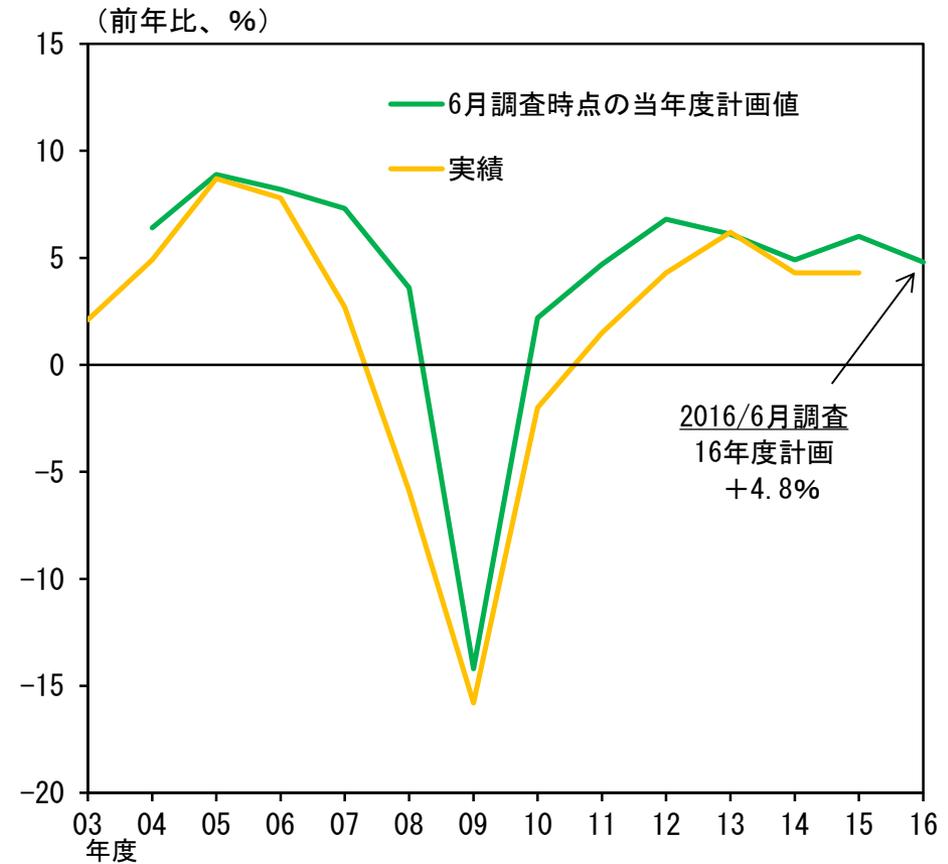
企業収益と設備投資

売上高経常利益率



短観・設備投資計画

(全産業+金融機関)



(注) 1. 売上高経常利益率は、金融業・保険業を除く。

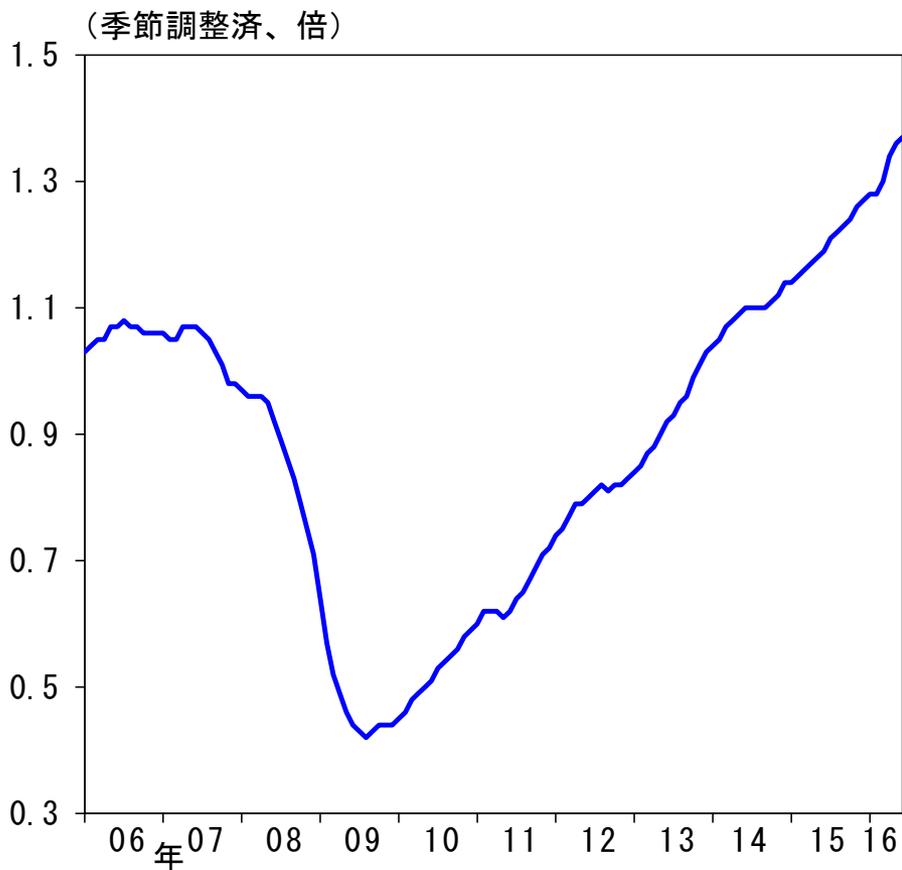
2. 設備投資計画と実績は、ソフトウェア投資額を含み、土地投資額は含まない。

(資料) 財務省、日本銀行

図表 4

雇用環境

有効求人倍率



失業率

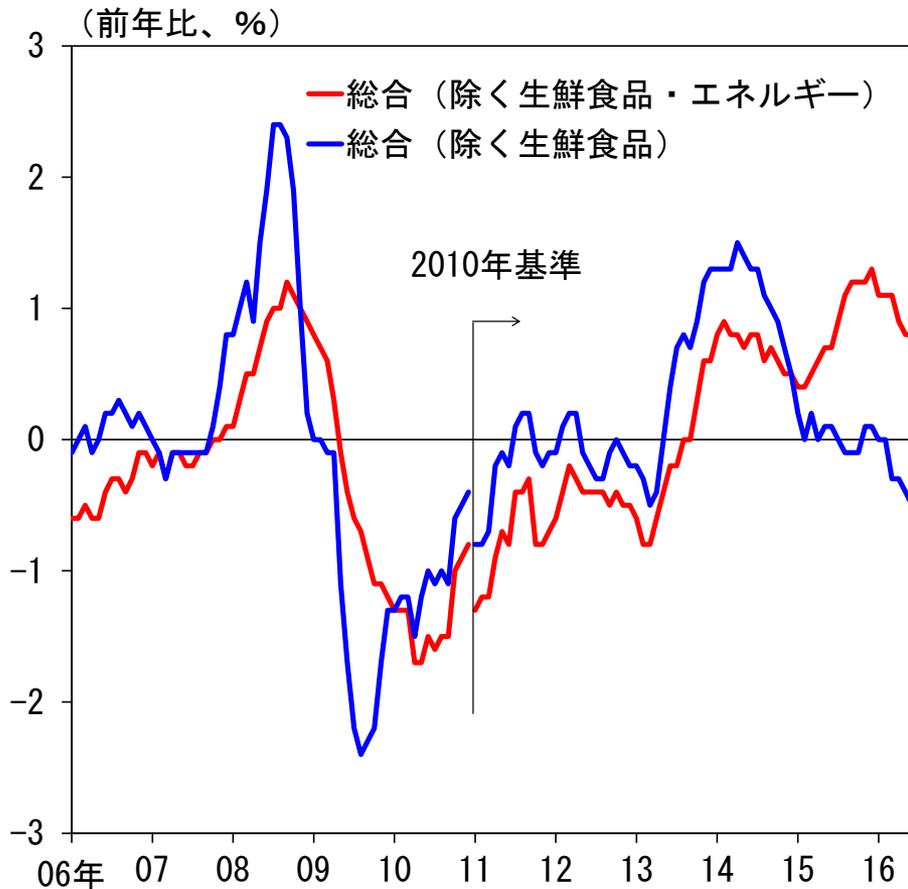


(資料) 厚生労働省、総務省

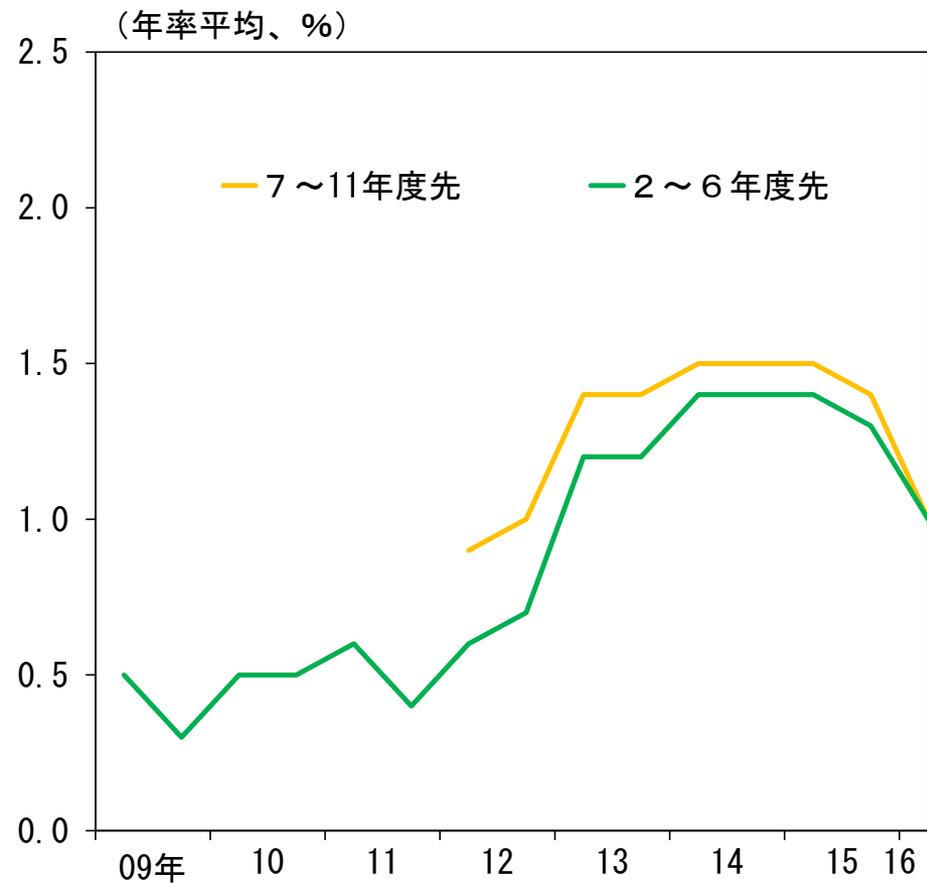
図表 5

消費者物価と予想物価上昇率

消費者物価



予想物価上昇率 (ESPフォーキャスト)



- (注) 1. 消費者物価指数の総合 (除く生鮮食品・エネルギー) は日本銀行調査統計局算出。
 2. 消費者物価指数は、消費税調整済み (試算値)。
 3. ESPフォーキャストは、エコノミストを対象としたアンケート調査。消費税率引き上げの影響を除くベース。調査時点は6、12月。

(資料) 総務省、JCER

図表 6

金融緩和の強化（2016年7月）

英国のEU離脱問題・新興国経済の減速等で国際金融市場が不安定化



①企業や家計の**コンフィデンスの悪化を防止**し、②企業等の**外貨資金調達環境の安定に万全を期す**ことで、前向きな経済活動をサポートする。

（1）以下の措置を決定

1. **ETF買入れ額**を、現行の年間約3.3兆円から**年間約6兆円**にほぼ倍増
2. **外貨資金調達環境の安定のため**
 - ① 企業向け：**ドル特則**（企業の海外展開を支援するため、最長4年のドル資金を供給する制度）の総枠を**倍増**し、**240億ドル（約2.5兆円）**に
 - ② 金融機関向け：**ドルオペ**の担保となる国債を、日銀当座預金を見合いに日銀が貸す（**実質的な現金担保により担保の不安を解消**）

（2）政府の財政政策・構造政策との関係についての考え方を表明

今回の措置も含め「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を推進し、きわめて緩和的な金融環境を整えていくことは、政府の財政政策・構造政策面の取り組みと**相乗的な効果**を発揮すると考えている。

（3）総括的な検証を行うことを発表

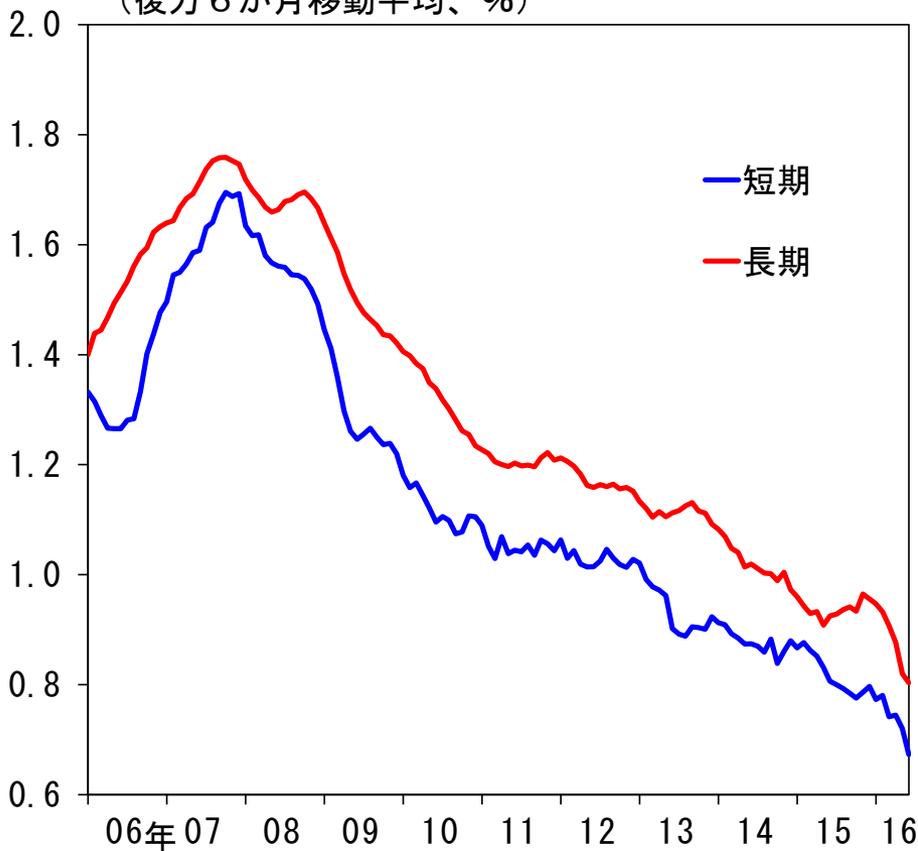
物価見通しに関する不確実性が高まっている状況を踏まえ、2%の「物価安定の目標」をできるだけ早期に実現する観点から、**次回決定会合で**、「量的・質的金融緩和」導入以降3年間の経済・物価動向や政策効果について**総括的な検証**を行うこととした。

図表 7

金融環境

新規貸出約定平均金利

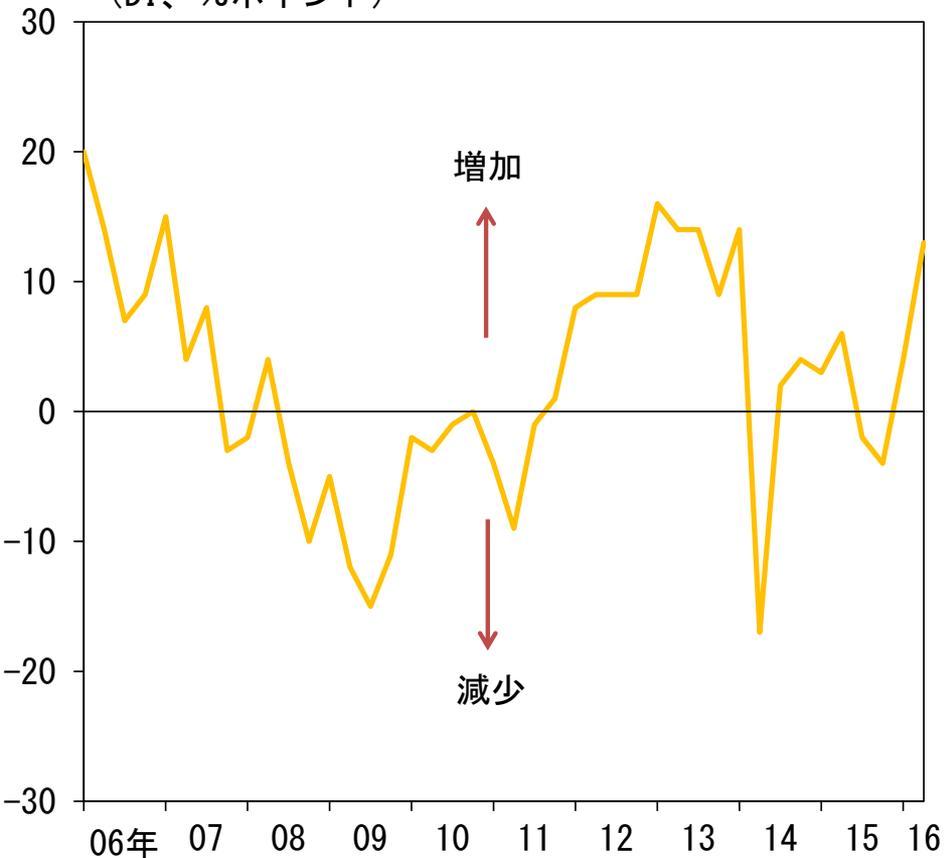
(後方6か月移動平均、%)



住宅ローンの資金需要の変化

(主要銀行貸出動向アンケート調査)

(DI、%ポイント)



(注) 住宅ローンの資金需要DIの算出方法は、以下の通り。

$$\text{資金需要判断DI} = (\text{「増加」と回答した金融機関構成比} + 0.5 \times \text{「やや増加」と回答した金融機関構成比}) - (\text{「減少」と回答した金融機関構成比} + 0.5 \times \text{「やや減少」と回答した金融機関構成比})$$

(資料) 日本銀行