



2016年11月14日

日 本 銀 行

## 最近の金融経済情勢と金融政策運営

—— 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 黒田 東彦

## 1. はじめに

日本銀行の黒田でございます。本日は、中部経済界を代表する皆様とお話しする機会を頂き、大変嬉しく存じます。また、皆様には、平素より、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。

日本銀行は、9月に行われた金融政策決定会合において、これまでの金融緩和策についての「総括的な検証」を行い、その結果を踏まえて、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を導入しました。新しい枠組みは、2つの部分から成り立っています。第一の部分は、2%の「物価安定の目標」の実現に向けたモメンタムを維持するために最も適切なイールドカーブの形成を促すという「イールドカーブ・コントロール」です。第二の部分は、消費者物価上昇率の実績値が安定的に2%の「物価安定の目標」を超えるまで、マネタリーベースの拡大方針を継続するという「オーバーシュート型コミットメント」です。

新しい枠組みを導入してから、2か月近く経ちましたが、金融市場においては、日本銀行の新しい政策枠組みは、ポジティブに受け入れられているように思われます。この点、図表1をご覧ください。まず、長短金利の動向をみますと、短期政策金利を▲0.1%、10年物国債金利の操作目標をゼロ%程度とする「金融市場調節方針」と整合的なイールドカーブが円滑かつ安定的に形成されています。また、その他の金融市場をみても、為替市場では、米国の利上げ観測が高まるもとの、ひと頃に比べれば、やや円安ドル高方向で推移しています。こうしたもとの、株価も比較的堅調に推移しています。この間、米国の大統領選挙の結果を受けて、一時的に大幅な円高・株安に振れましたが、その後は円安・株高方向の動きとなっています。日本銀行としては、引き続き、市場の動向を注視していきたいと思えます。

さて、日本銀行は、今月初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。本日は、「展望レポート」を踏まえて、日本銀行の経済・物価見通しについてご説明するとともに、金融政策運営の考え方についてお話ししたいと思います。

## 2. 日本経済・物価の現状と先行き

まず、日本経済の先行きについて、ポイントを3つ述べたいと思います。図表2をご覧ください。

第一に、金融政策、財政政策の両面できわめて強力な景気刺激策が行われているということです。日本銀行は、2%の「物価安定の目標」を実現するため、新しい政策枠組みのもとで、強力な金融緩和をしっかりと継続していきます。政府は、先般の補正予算の成立を受け、事業規模28兆円に及ぶ大規模な経済対策を着実に推進していくとしています。中央銀行が、物価安定目標の実現に向けて緩和的な金融環境を整えるもとで、政府が積極的な財政支出を行う場合には、両者が相乗的な効果を発揮し、景気刺激効果がより強力になることが知られています。今後は、まさに、こうした「ポリシー・ミックス」の効果が期待されます。

第二に、こうした効果に加え、海外経済の回復もあって、わが国経済は、企業・家計の両部門で所得から支出への前向きな循環メカニズムが維持されるもとで、緩やかに拡大していくと見込んでいます。具体的には、図表2の赤色の部分に示しておりますとおり、2018年度までの見通し期間を通じて、潜在成長率を上回る1%前後の成長を続けると予想されます。

第三に、物価面では、青色で示しておりますとおり、消費者物価の前年比は、当面小幅のマイナスないし0%程度で推移するとみられますが、失業率がさらに低下するなどマクロ的な需給バランスが改善し、中期的な予想物価上昇率も高まるにつれて、見通し期間の後半には2%に向けて上昇率を高めていくと予想しています。

以下、経済・物価の先行きについて、具体的にご説明します。

### (1) 経済の現状と先行き

#### (企業部門の動き)

まず、企業部門の動きをみますと、新興国経済の減速の影響などから、このところ輸出や生産に鈍さがみられます。先進国向けの輸出については、自

自動車関連を中心に着実な増加傾向を続けていますが、新興国向けについては、資本財を中心に鈍い動きとなっており、輸出全体としては横ばいとなっています。こうしたもとで、生産も、ほぼ横ばいで推移しています。

企業収益面では、図表3にありますとおり、新興国経済の減速や円高が、製造業の収益の下押し要因となっています。ただ、非製造業も含めた企業全体では、原油安に伴う交易条件の改善などから、過去最高に近い水準で推移しています。9月短観をみても、業況判断DIは、総じて良好な水準を維持しました。こうしたもとで、設備投資は、製造業大企業を含めて、前向きな投資スタンスが維持されています。

先行きについてみますと、海外経済は、暫くは幾分減速した状態が続くとみられますが、先進国の着実な成長が続き、その好影響が新興国経済に波及していくにしたがって、徐々に成長率を高めていくと予想しています。こうしたもとで、わが国の輸出や生産は、緩やかな増加に転じるとみえています。設備投資については、海外経済の減速や既往の円高の影響もあって、一旦は下押し圧力がかかる可能性はありますが、きわめて緩和的な金融環境が継続し、期待成長率も緩やかに高まっていくもとで、緩やかな増加を続けるとみえています。

### **(家計部門の動向)**

次に、家計部門の動向です。図表4をご覧ください。企業部門の好調は、雇用・所得環境に着実にプラスの影響を及ぼしています。労働需給は引き締まりの傾向が一層明確になっており、有効求人倍率は、直近が1.38倍と1991年以来の高水準となっています。また、失業率も3%程度で推移しており、ほぼ「完全雇用」の状態にあります。9月短観の雇用判断DIをみても、企業の人手不足感は一段と強まっています。こうしたもとで、賃金も緩やかに増加しています。

もともと、個人消費は、こうした雇用・所得環境の改善にもかかわらず、やや勢いを欠いています。振り返ってみますと、本年前半の個人消費は、株価下落による負の資産効果などから弱めの動きとなりました。ただ、各種の

販売統計をみると、足もとでは、台風などの天候要因の影響を受けつつも、下げ止まりから持ち直しに転じつつあります。また、図表5にありますとおり、個人消費関連のマインド指標も持ち直してきています。こうした状況を踏まえると、先行きの個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善が続くもとで、緩やかに増加していくとみています。

## （２）物価の現状と先行き

次に物価動向について、ご説明します。図表6をご覧ください。生鮮食品を除く消費者物価の前年比は、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。一方、エネルギー価格も除いたベースでみると、2013年10月からちょうど3年間にわたってプラスとなっています。このように長期間プラスの物価上昇率が続くのは、1990年代後半に日本経済がデフレに陥って以来、初めてのことです。ただ、このベースでみても、このところ前年比のプラス幅は縮小しています。その背景としては、既往の円高の影響から耐久消費財などの価格が下落していることや、本年前半の個人消費の弱さを受けて、企業の価格設定スタンスが幾分慎重化していることなどが挙げられます。

先行きの消費者物価の前年比については、当面、小幅のマイナスないし0%程度で推移するとみられますが、2018年度までの見通し期間の後半には2%に向けて上昇率を高めていくとみています。その背景として、以下の4点を指摘できます。

第一に、原油などエネルギー価格の動きです。図表7をご覧ください。既往のエネルギー価格下落による物価下押しの影響はこの先剥落し、来年初には寄与度は概ねゼロになると見込まれます。この結果、現在▲0.5%の生鮮食品を除くベースの消費者物価は、急速にマイナス幅を縮小し、プラスに転じていくこととなります。

第二に、個人消費については、先ほどご説明したように、雇用・所得環境の改善を背景に、足もとボトムアウトしつつあり、先行きも緩やかに増加し

ていくと見込まれることです。これに伴い、企業の価格設定スタンスも、再び積極化していくものと見込まれます。

第三に、労働需給のタイト化が今後一段と進んでいくと予想され、賃金への上昇圧力になると考えられます。この点では、とくに来春の賃金改定交渉に向けた動きに注目しています。企業収益は過去最高に近い水準で推移しているほか、失業率も3%程度まで低下するなど、労働需給も引き締まっています。こうした状況を踏まえると、賃金が上昇する環境は十分に整っていると考えています。

さらに、第四に、日本銀行が「オーバーシュート型コミットメント」のもと強力な金融緩和を進める中で、予想物価上昇率が高まっていくものと期待しています。この点は、後ほど詳しく説明します。

このように、日本銀行では、足もとの弱さにもかかわらず、2%の「物価安定の目標」に向けた物価上昇のモメンタムは維持されていると判断しています。もっとも、リスクの面では、海外要因を中心に経済・物価とも下振れリスクの方が大きいと考えています。また、前回7月時点と比べると、先行きの物価見通しを幾分下方修正し、消費者物価上昇率が2%程度に達する時期は、2018年度頃になる可能性が高いとみています。このため、2%に向けたモメンタムは前回対比幾分弱まっており、今後注意深く点検していく必要があると考えています。こうした下方修正の主な理由は、中長期的な予想物価上昇率の動向です。以下では、この点についてお話しします。

### 3. 予想物価上昇率と金融政策運営

予想物価上昇率とは、端的に言えば、物価の先行きに対する人々の見方、物価観のことです。2%の「物価安定の目標」を安定的に実現している状況では、人々の間で、「物価は毎年2%くらい上がっていくものだ」という見方が共有され、これにもとづいてモノやサービスの価格や、賃金が決定されると考えられます。2013年4月に導入した「量的・質的金融緩和」は、人々の間に定着してしまったデフレイマインドを抜本的に転換し、予想物価上昇率を、こうした「2%の物価観」に向けて引き上げることを狙って、「物価安定の目

標」の実現を強く明確にコミットするとともに、これを裏打ちする大規模な金融緩和を行ってきました。

図表8をご覧ください。「量的・質的金融緩和」の導入後、2014年夏頃にかけて、予想物価上昇率は明確に上昇しました。このことは、予想物価上昇率に働き掛けるうえで、金融政策が効果的であることを示しています。しかしながら、その後、原油価格の大幅な下落や消費税率引き上げ後の需要の弱さ、さらには新興国経済の減速に伴う国際金融市場の不安定化といった「逆風」のもとで、昨年夏以降、予想物価上昇率は再び低下し、現在まで弱含みの局面が続いています。わが国においては、デフレが長年にわたって続いたため、予想物価上昇率の形成は、依然として、現実の物価上昇率の動きに強く引きずられる傾向があります。人々の物価観が2%に向けてしっかりと変化する前に、実際の物価上昇率が低下したために、これにつられて、予想物価上昇率も弱含んでしまったと考えられます。

こうした状況を踏まえ、日本銀行は、より強力な方法で予想物価上昇率の引き上げを図っていく必要があると判断し、「オーバーシュート型コミットメント」を導入しました。具体的には、消費者物価前年比の実績値が安定的に2%を超えるまでマネタリーベースの拡大方針を継続する、ということです。「物価安定の目標」は景気の変動を均して平均的に実現する必要がありますので、2%を超える局面は当然想定されています。しかし、金融政策が経済・物価に影響するまでには、時間差がありますので、中央銀行が、実績値をベースに、ここまで強いコミットメントを行うことは異例です。この異例の約束によって、2%の「物価安定の目標」の実現に対する人々の信認を高めることを狙っています。

やや敷衍しますと、わが国が、長年2%よりも低い物価上昇率にあったことを踏まえると、実際に2%を超える物価上昇率を経験し、上から2%に到達するという過程を経ることが必要だと思います。そうしたことを通じて、人々に「物価は毎年2%くらい上がっていくものだ」という物価観を定着させていく必要があるということです。そこで、日本銀行は、こうした姿が実

現するまで、大規模な緩和を継続すると約束することにしました。この点、新しい枠組みは、長短金利の操作を通じて、状況に応じた柔軟な対応を行いながら、緩和を続けることができる枠組みです。日本銀行は、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとで、強力な金融緩和政策を推進していくとともに、経済・物価・金融情勢を踏まえ、「物価安定の目標」に向けたモメンタムを維持するため、必要と判断した場合には、政策の調整を行う方針です。

なお、「総括的な検証」において示したとおり、わが国における賃金交渉は、前年度の物価上昇率の影響を受けやすいという特徴があり、このことは予想物価上昇率が過去の物価上昇率に引きずられやすい要因のひとつになっています。この点、欧米では、中央銀行の「物価安定の目標」に規定される中長期の予想物価上昇率が賃金決定の重要な要素になっています。既に申し上げたように、今後も労働需給のひっ迫は続きますし、日本銀行が積極的な金融緩和政策を推進するも、物価上昇率は2%に向けて確実に高まっていくと考えています。このように、日本経済が大きな変化を遂げていく過程において、2%という物価全体の「ものさし」を前提とした賃金の決定などの人材投資に積極的に取り組むことは、日本経済全体にとって不可欠な条件です。各社の中長期的な経営を考える上でも必要なことであると思います。

#### 4. おわりに

最後になりましたが、当地名古屋を中心とする経済圏は、日本のものづくりの中核地帯であり、数多くの産業・企業において進められている将来を見据えた「挑戦」は、低迷しているわが国の潜在成長率を高めていく「エンジン」となり得るものだと思います。例えば、主力の自動車産業では、環境性能や自動・安全運転などの次世代技術への対応が急速に進んでいるほか、航空機関連でも、地域の産業集積が着実に進捗しつつあり、複数の中小・中堅部品メーカーが一体となって「共同受注」や「部品一貫生産」を行うといった取り組みも増えてきていると伺っております。また、こうした活発な製造業の生産活動を背景に、非製造業を含めた幅広い企業の設備投資が誘発されています。このようなダイナミックな産業界の取り組みが、金融機関や自治

体によるサポートとも相俟って当地のさらなる成長・発展に繋がっ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

— 名古屋での経済界代表者との懇談における挨拶 —

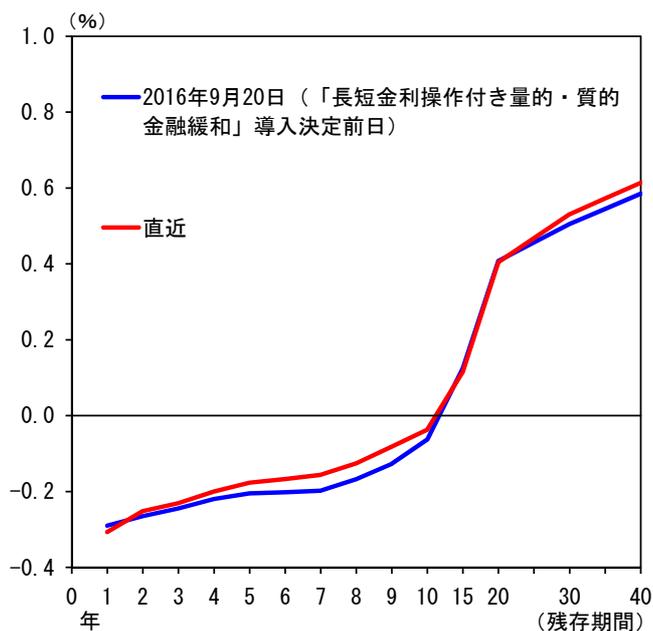
2016年11月14日

日本銀行総裁  
黒田 東彦

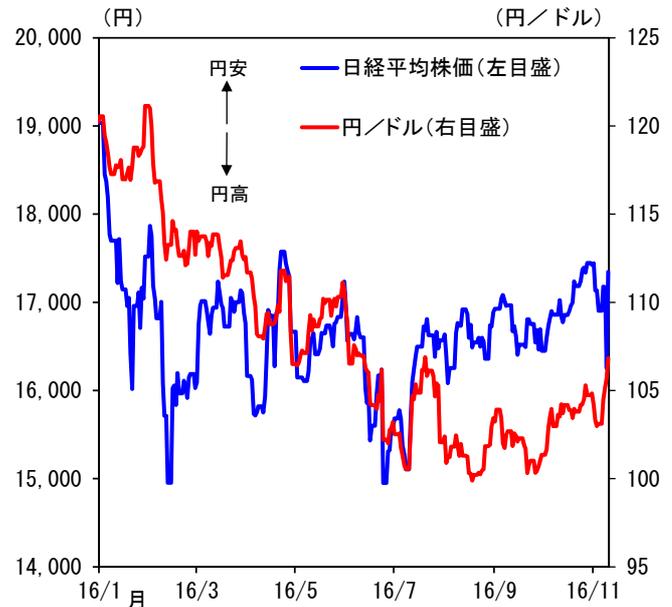
図表 1

## 金融市場の動向

国債のイールドカーブ



為替相場と株価



# 展望レポートの経済・物価見通し (2016年10月)

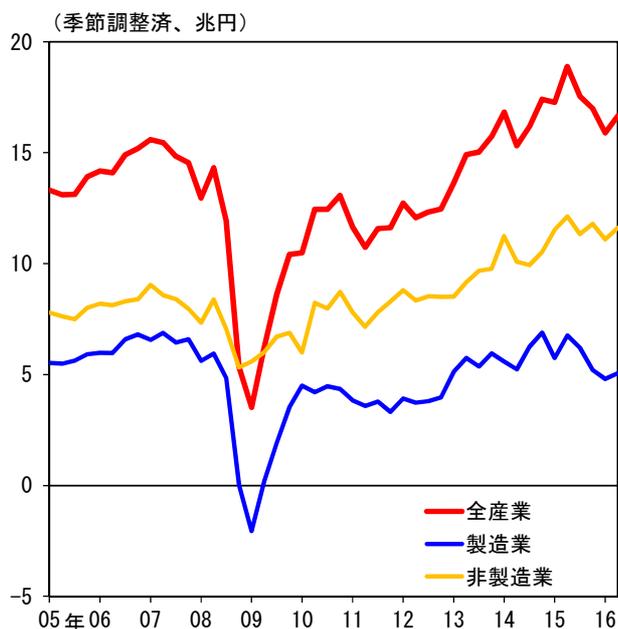
— 政策委員見通しの中央値、対前年度比、%

	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2016年度	+1.0	-0.1
(7月時点の見通し)	+1.0	+0.1
2017年度	+1.3	+1.5
(7月時点の見通し)	+1.3	+1.7
2018年度	+0.9	+1.7
(7月時点の見通し)	+0.9	+1.9

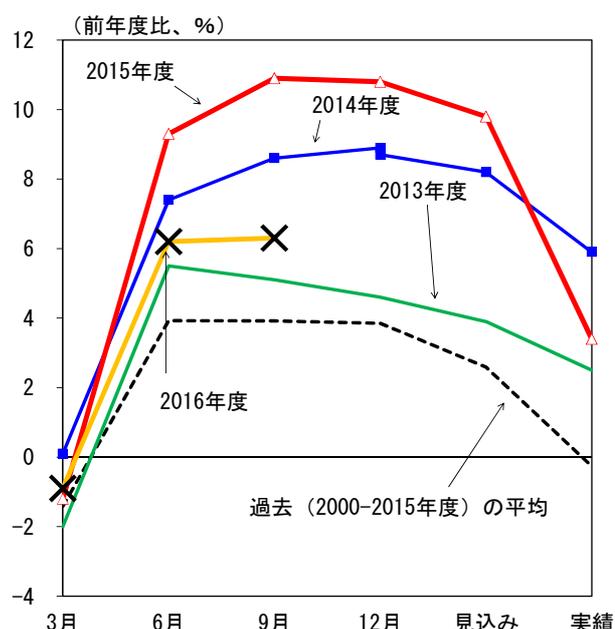
(資料) 日本銀行

## 企業収益と設備投資

### 経常利益



### 設備投資計画 (短観・大企業)

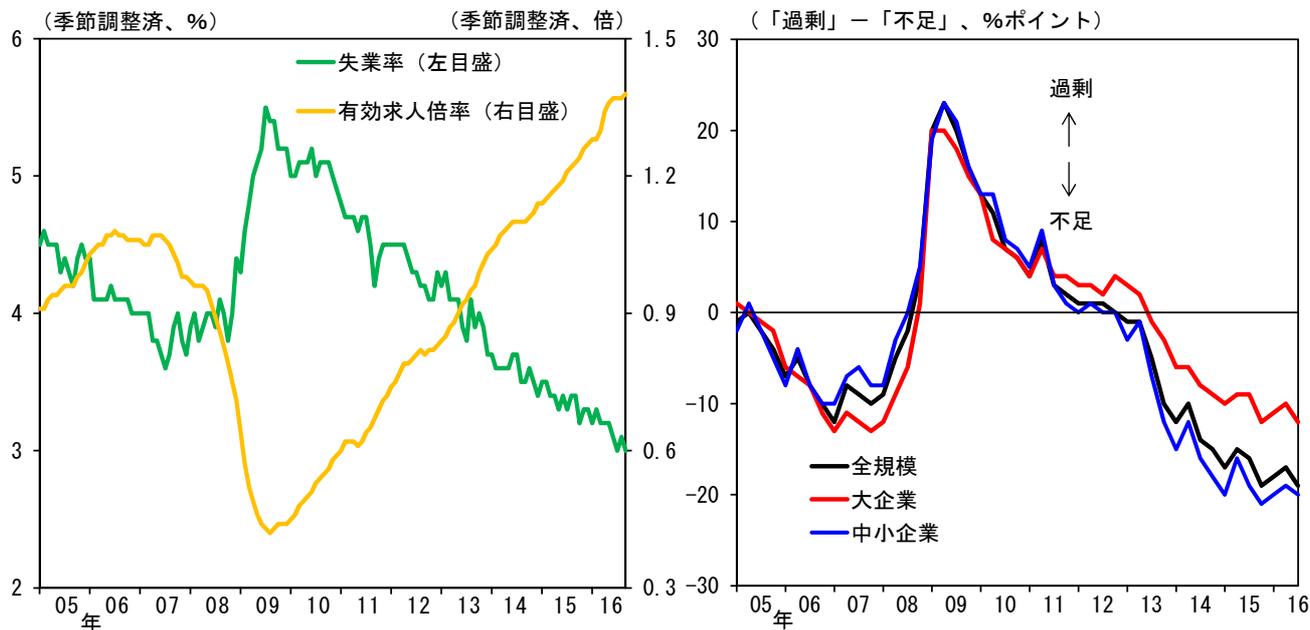


(注) 1. 経常利益は、金融業・保険業を除く。  
2. 設備投資計画は、土地投資額を含み、ソフトウェア投資額は含まない。  
(資料) 財務省、日本銀行

# 労働需給

## 失業率と有効求人倍率

## 短観・雇用判断DI

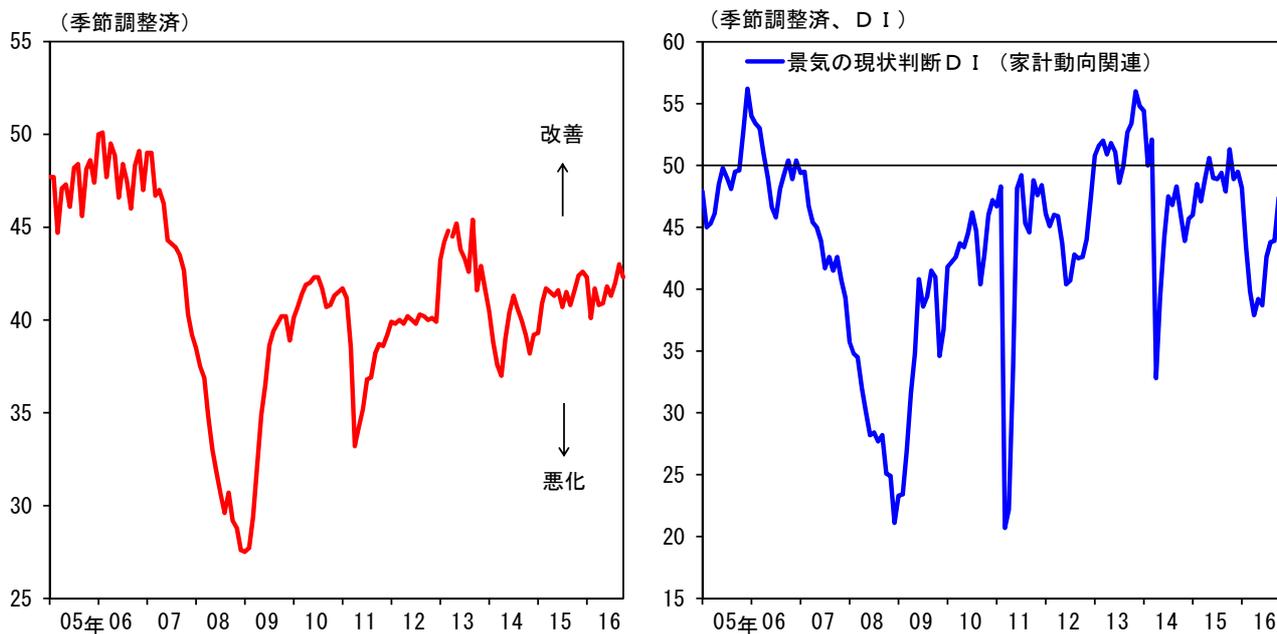


(資料) 総務省、厚生労働省、日本銀行

# 個人消費関連のマインド指標

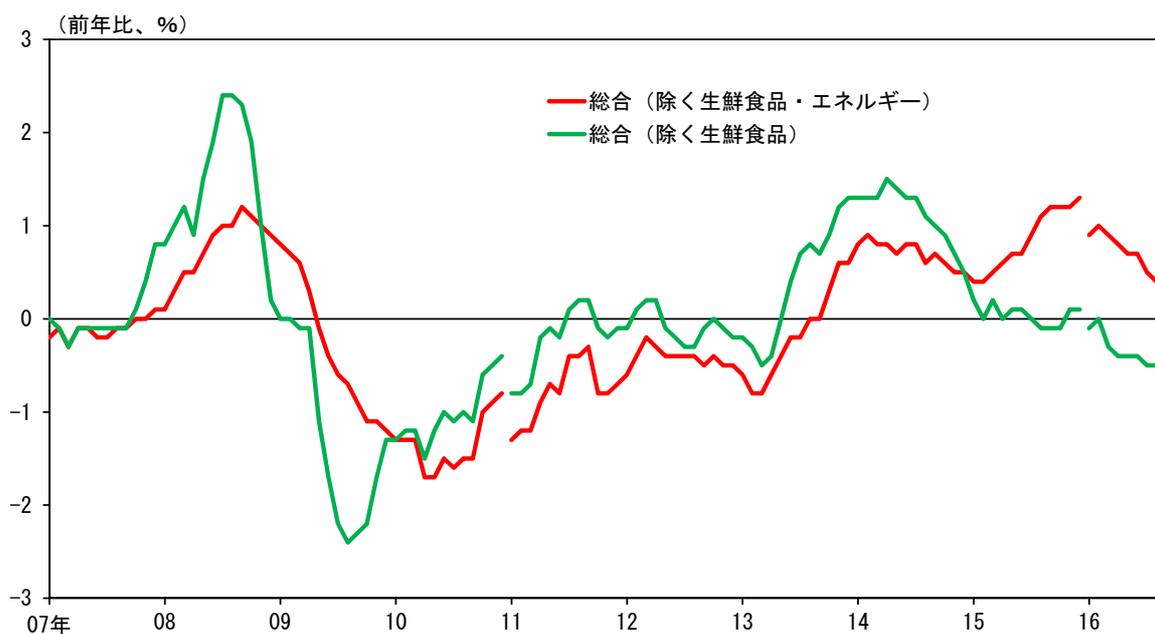
## 消費者態度指数

## 景気の現状判断DI (景気ウォッチャー調査)



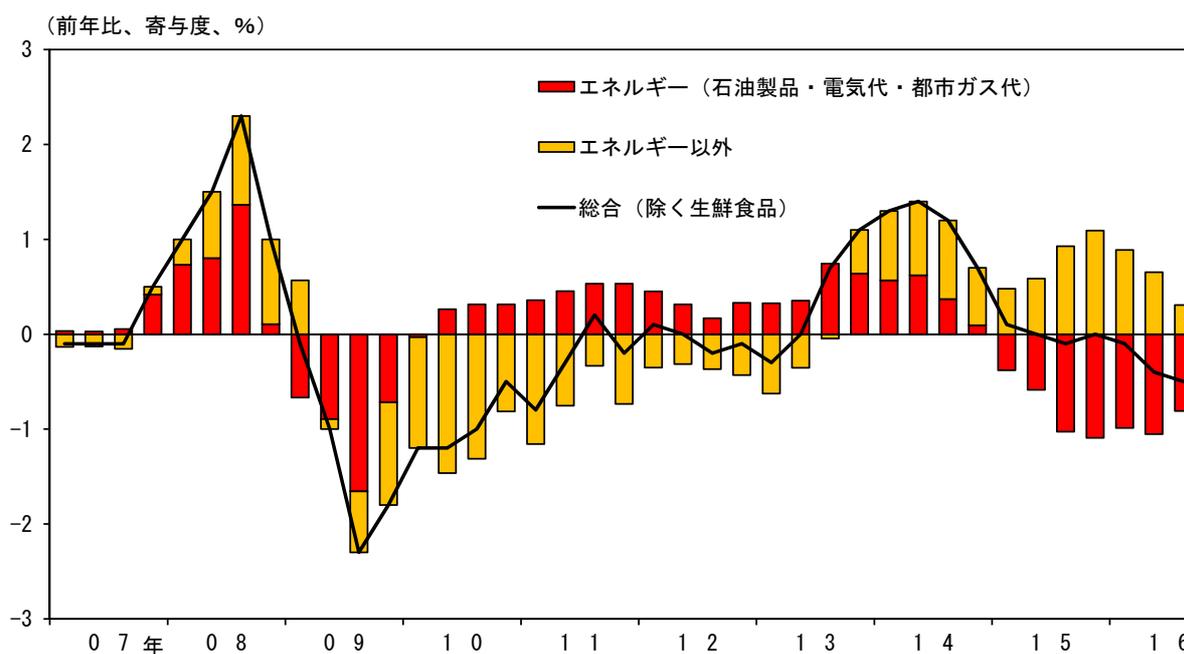
(注) 消費者態度指数の2013/4月には、調査方法変更による不連続が生じている。  
 (資料) 内閣府

## 消費者物価



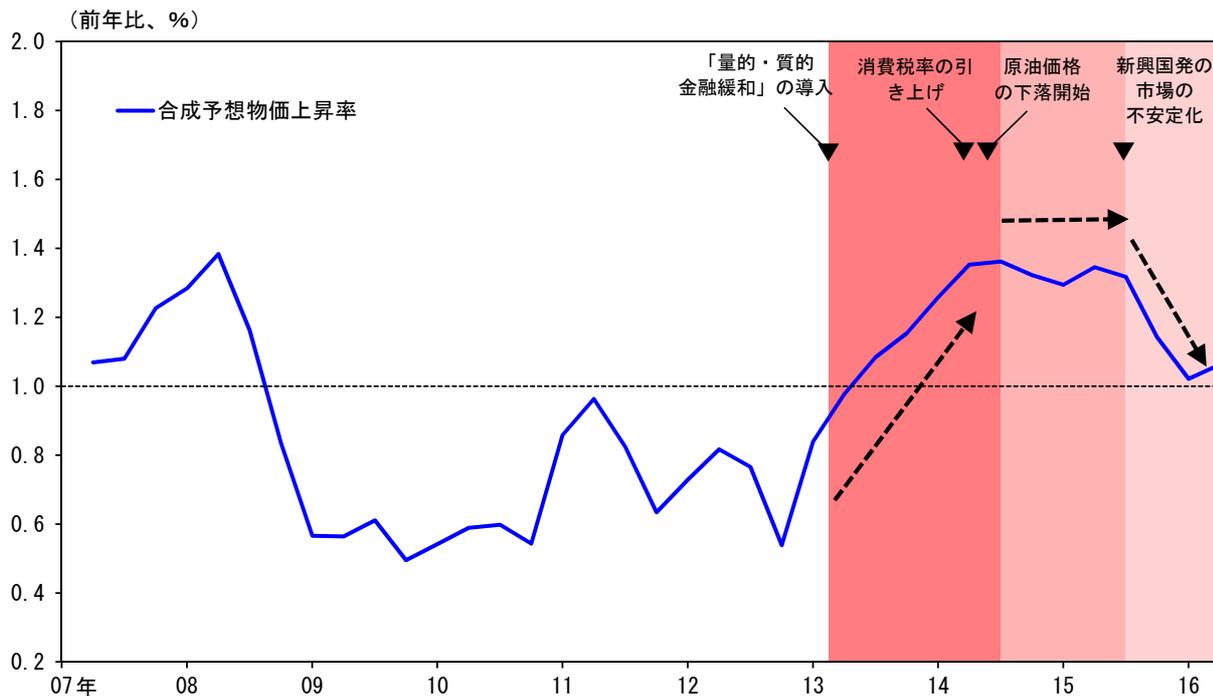
(注) 総合（除く生鮮食品・エネルギー）は日本銀行調査統計局算出。消費税調整済み（試算値）。  
(資料) 総務省

## 消費者物価とエネルギー価格



(注) 消費税調整済み（試算値）。  
(資料) 総務省

# 「量的・質的金融緩和」導入後の予想物価上昇率



(注) 1. 合成予想物価上昇率は、企業、家計、エコノミストの予想物価上昇率を合成したもの。各主体のインフレ予想として、企業は短観、家計は生活意識アンケート、エコノミストはコンセンサス・フォーキャストを使用。

2. コンセンサス・フォーキャストは、2014/2Q以前は半期調査を線形補間。生活意識アンケートは、+5%以上および-5%以下の回答を除く。短観（販売価格D I）は、3か月前比の実績。

(資料) Consensus Economics「コンセンサス・フォーキャスト」、日本銀行