



2 0 1 7 年 2 月 9 日

日 本 銀 行

最近の金融経済情勢と金融政策運営

—— 高知県金融経済懇談会における挨拶 ——

日本銀行副総裁 中曾 宏

1. はじめに

日本銀行の中曾でございます。本日は、当地の行政および金融・経済界を代表する皆様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、皆様には、日頃より日本銀行高知支店の様々な業務運営にご協力を頂いており、この場をお借りして改めて厚くお礼申し上げます。本日は、皆さまから、当地経済の実情に関するお話や、私どもの政策・業務運営についての忌憚のないご意見を承りたく存じます。まず、私から、日本銀行が先月末に公表した「展望レポート」の内容をご紹介しながら、経済・物価の先行きに対する見方や、金融政策運営の考え方についてお話しします。

2. 内外経済の現状と先行き

わが国経済は、緩やかな回復基調を続けています。先行きについては、海外経済の成長率が緩やかに高まるもとで、きわめて緩和的な金融環境と政府の大型の経済対策の効果を背景に、潜在成長率を上回る成長を続けるとみています。具体的には、日本経済の潜在成長率は「0%台半ば程度」と推計していますが、「展望レポート」の成長率見通しは、政策委員の中央値でみて、2016年度+1.4%、2017年度+1.5%、2018年度+1.1%となっています（図表1）。昨年11月初に公表した前回見通しと比べると、GDP統計の基準改定の影響に加え、海外経済の上振れや為替相場の円安方向への動きもあって、幾分上振れています。以下では、こうした見通しの背景についてご説明します。

（海外経済）

まず、海外経済の動きです。ご承知のように、金融市場では、昨年秋頃まで、先行きに対する悲観的な見方が支配的でしたが、振り返ってみると、昨年半ばから、世界経済の成長のモメンタムが強まっているように窺われます。特に、製造業や貿易面の改善が顕著です。各国の製造業の業況感に関する指標をみると、スマートフォンなど情報関連需要の増加や、新興国における素材の在庫調整の進捗などを背景に、このところ上昇傾向が明確になっていま

す（図表2）。地域別にみると、アジア新興国では、これまでの景気刺激策の効果から内需が底堅く推移するとともに、情報関連や素材関連の輸出が持ち直しています。中国経済も、公共投資の増加や自動車減税等の政策効果にも支えられて、総じて安定した成長を続けています。この間、先進国では、これまで家計部門中心の回復が続いてきましたが、最近では、回復の動きが企業部門にも広がっています。このようなグローバルな需要の回復を受け、原油をはじめとするコモディティ価格も昨年前半に底入れし、上昇に転じています。

なお、昨年11月の米国大統領選挙以降、世界的に株価や長期金利が上昇しています。これには、米国新政権の下での積極的な経済政策運営に対する期待が影響していることは確かですが、底流には、こうしたファンダメンタルズの改善があると考えられます。

先行きの海外経済については、先進国の着実な成長が続くとともに、新興国経済の回復も、先進国からの好影響の波及や景気刺激策の効果によって、次第にしっかりとしたものになっていくとみています。IMFが1月に発表した各国・地域の成長率の見通しを、わが国の輸出ウエイトで加重平均しますと、2018年にかけて成長率が高まっていく姿となっており、前回見通し時点と比べてみても小幅ながら上方修正されています（図表3）。

（企業部門）

こうした海外経済の改善を受けて、わが国でも輸出・生産の持ち直しが明確になっています（図表4）。輸出・生産は、昨年夏頃から増加に転じていましたが、そうした動きは、熊本地震後の自動車の挽回生産といった一時的な要因に支えられていた面がありました。もっとも、その後も増勢が続いており、増加品目の裾野は着実に広がっています。内外需要の緩やかな増加に加え、資本財や生産財などの在庫調整も進捗しており、輸出・生産の回復は、徐々に持続力を増してきています。先行きの輸出・生産については、海外経済の成長率が緩やかに高まっていくもとの、緩やかに増加していくとみています。

こうしたもとで、企業収益は、過去最高に近い水準で推移しており、先行きについても、内外需要の増加に加え、為替相場の円安方向への動きもあって、着実な増益傾向をたどるとみています。設備投資は、こうした好調な企業収益を背景に、成長期待の高まりや東京オリンピック関連需要の本格化もあって着実に増加していくと見込まれます。緩和的な金融環境も設備投資をサポートしていくと考えています。12月短観をみても、企業収益は引き続き高水準で推移しており、企業の設備投資計画も、総じてしっかりとした計画が維持されています。

(家計部門)

この間、個人消費は、昨年初以降、雇用・所得環境の着実な改善にもかかわらず、やや鈍い動きとなっていました。このところ改善傾向が続けています。昨年前半は、先ほどお話ししたとおり、新興国を中心に世界経済が減速し、これを受けて株価も下落しました。加えて、天候不順なども重なる中で、消費者マインドが慎重化しました。ただ、ここに来て、消費者マインドは、株価上昇などを背景に改善しており、個人消費は一頃の弱さを脱しつつあります(図表5)。以前から比較的堅調であった外食などのサービス支出に加え、自動車・家電などの耐久消費財の販売や、スーパーやコンビニエンスストアの売上も改善傾向がはっきりしてきました。日本銀行が各種の販売・供給統計を合成して作成している消費活動指数は、昨年夏場以降、持ち直しています。

先行きについても、個人消費は、緩やかに増加すると見込まれます。個人消費を支えているのは、雇用・所得環境の着実な改善です。労働需給をみると、有効求人倍率や短観の雇用人員判断DIは、いずれも1991~92年頃と同程度の水準まで改善しています(図表6)。失業率は、最近では3%程度まで低下し、ほぼ完全雇用と言える状態になっています。こうしたもとで、賃金は、振れを伴いつつも緩やかに上昇しています。特に、労働需給に感応的なパート労働者の賃金は、前年比1%台後半から2%程度の高めの伸びとなっており、今後、こうした賃金の上昇がベースアップなどを通じて一段と拡が

っていくことが期待されます。

(上振れ・下振れ要因)

以上が 2018 年度までのわが国経済の中心的な見通しですが、こうした見通しには、当然、リスク要因があります。特に、海外経済の動向に関する不確実性には注意が必要です。

具体的には、まず、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があります。現時点では、米国の新政権の下での経済政策の詳細は明らかになっていませんが、基本的には、減税やインフラ投資などの積極的な財政運営によって、経済成長率や物価上昇率が高まる方向に作用すると考えられます。こうしたもとで、米国の長短金利は上昇していくと見込まれますが、これが新興国を含め、国際金融市場に与える影響については、注意してみていく必要があります。このほか、中国をはじめとする新興国・資源国経済の動向、英国のEU離脱問題の帰趨やその影響、金融セクターを含む欧州債務問題の展開などにも注意が必要です。

なお、これらの要因は、いずれも経済の下振れ要因となりますが、上振れ方向に作用する可能性もあります。昨年英国のEU離脱の国民投票の際にみられたように、市場や経済主体がリスクをある程度意識している場合には、実際の影響が事前の予想に比べて軽微なものに止まるとの見方が広がったり、リスクが顕在化する蓋然性が低下すると、経済の先行きに対するコンフィデンスが高まることなどを通じて、景気の上振れにつながると考えられます。このように、海外経済の動向については、上振れ・下振れ双方の観点からみていく必要があると思います。

3. 物価の現状と見直し

(物価の現状)

次に、わが国の物価情勢についてお話しします。日本銀行が 2013 年 4 月に「量的・質的金融緩和」を導入して以降、間もなく 4 年が経ちます。この間、わが国の物価情勢は大きく改善してきました（図表 7）。2014 年秋以降、原

油価格が大幅に下落しており、これが消費者物価の下押しに寄与していますが、生鮮食品とエネルギーを除くベースの消費者物価の前年比をみると、「量的・質的金融緩和」導入以前は長年にわたってマイナス圏で推移していたものが、2013年の秋にプラスに転じ、現在まで3年以上にわたってプラスで推移しています。日本経済は、既に「物価が持続的に下落する」という意味でのデフレではなくなっています。

もともと、日本銀行が目指している2%の「物価安定の目標」の実現には、依然としてなお距離があることも事実です。生鮮食品とエネルギーを除く消費者物価の前年比上昇率は、昨年初以降、プラス幅の縮小傾向が続いたあと、足もとでは一進一退の動きとなっています。その背景としては、個人消費のもたつきを受けて、企業の価格改定の動きが鈍化したことや、昨年中の為替円高から耐久消費財などで値下げの動きがみられたことが挙げられます。また、もう少し長い目でみると、ここ2年半ほど続いた原油価格の下落に伴って、実際の消費者物価が弱めの動きを続けたことから、人々の予想物価上昇率も、これに引きずられる形で低下したことが指摘できます。

（物価の見通し）

このように、足もとの物価は、やや勢いを欠いた状況が続いていますが、2%の「物価安定の目標」に向けたモメンタムは維持されていると判断しています。すなわち、生鮮食品を除く消費者物価の前年比は、原油価格が底入れしたことを反映して0%程度から小幅のプラスに転じたあと、2%に向けて上昇率を高めていくとみています。2%程度に達する時期は、「展望レポート」の見通し期間の終盤である「2018年度頃」になる可能性が高いとみています。こうした物価見通しについては、前回の「展望レポート」から変化はありません。

先行き、物価上昇率が高まっていくメカニズムとしては、第一に、労働需給の引き締まりにみられるように、マクロ的な需給バランスが着実に改善しており、これが賃金の上昇などを通じて物価上昇率の高まりにつながっていくこと、第二に、原油価格をはじめとするコモディティ価格の持ち直しや、

為替の円安方向への動きが消費者物価の押し上げに寄与すること、第三に、それらの動きに伴って、人々の中長期的な予想物価上昇率も高まっていくこと、が指摘できます。

労働需給の引き締まりは、賃金の上昇圧力をもたらしています。日本銀行が目指しているのは、企業収益や賃金の上昇を伴いながら、消費者物価上昇率が緩やかに高まっていく姿です。過去のデータをみても、賃金上昇率と物価上昇率は、概ね平行に動いています。こうした観点から、昨年までと同様に、春闘の動向には大変注目しています。企業収益が高水準で推移するもとの、労働需給は引き締まっており、賃金が上昇する環境は十分に整っています。こうした環境を活かしながら、労使双方において、経済の好循環に向けた前向きな取り組みが行われることを強く期待しています。

また、これまで下押し方向に働いてきた原油価格などの下落の影響は、2016年度末にかけて概ね剥落し、その後は、消費者物価に対してプラス方向に作用していくと予想されます。具体的に申し上げますと、エネルギー価格が消費者物価に与えるマイナス寄与は次第に縮小してきており、2017年初には、概ねゼロになると見込まれます。先行きの寄与度について、原油価格が先物価格に沿う形でごく緩やかに上昇していくといった前提で試算すれば、2017年度中は小幅のプラスとなる見込みです。

予想物価上昇率については、先ほど申し上げたように、わが国においては、実際の物価上昇率に引きずられる傾向があります。こうしたメカニズムを「適合的な期待形成」と呼んでいます。2014年秋以降の原油価格の下落は、「適合的な期待形成」を通じて予想物価上昇率の押し下げ要因となってきましたが、これからは、ニュートラルか若干押し上げ方向の要因として作用することが見込まれます。原油価格の上昇や為替円安が消費者物価に与える影響は、それ自体は、やがて減衰する一時的なものですが、これが中長期的な予想物価上昇率の引き上げにつながれば、消費者物価上昇率が持続的に高まることとなります。日本銀行では、2%の「物価安定の目標」の実現に対する強力なコミットメントと相俟って、人々の予想物価上昇率は上昇傾向をたどり、

2%に向けて収斂していくとみています。

4. 日本銀行の金融政策運営

続いて、日本銀行の金融政策運営についてお話しします。日本銀行は、昨年9月に、従来の「量的・質的金融緩和」および「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を強化する形で、新たな金融緩和の枠組みである「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を導入しました。

この枠組みは、2つの要素から成り立っています（図表8）。1つは、日本銀行が長短金利の操作を行う「イールドカーブ・コントロール」です。経済・物価・金融情勢を踏まえながら、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と考えられる長短金利の形成を促していきます。現状では、金融市場調節方針において、短期政策金利を▲0.1%、10年物国債金利の操作目標をゼロ%程度と定め、これを実現するように国債買入れを行っています。

もう1つの要素は、「オーバーシュート型コミットメント」です。これは、「消費者物価上昇率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、強力なコミットメントです。先ほどご説明したように、わが国では、予想物価上昇率について「適合的な期待形成」の要素が強いことを踏まえれば、予想物価上昇率を2%まで引き上げ、その水準でアンカーするためには、人々が2%を超える物価上昇を実際に経験することが重要であると考えています。こうしたコミットメントにより、「物価安定の目標」の実現に向けた日本銀行の強い姿勢を改めて示すことで、2%の実現に対する人々の信認を高め、予想物価上昇率をより強力に引き上げていくことを狙いとしています。

この枠組みは、経済・物価に対する見方が好転した場合には、金融緩和の効果を増幅する機能があります。通常、そうした場合には、経済・物価の好転に見合った形で金利に上昇圧力がかかることとなりますが、それを抑えて同じイールドカーブを保てば、実質金利の低下や、自然利子率の上昇を通じ

て、金融緩和の度合いが高まることになるためです。

先行きの金融政策運営については、経済・物価・金融情勢を踏まえ、2%の「物価安定の目標」に向けたモメンタムを維持するために最も適切と考えられるイールドカーブの形成を促すという観点から、毎回の金融政策決定会合において、「金融市場調節方針」を決定します。

この点、市場の一部には、海外金利が上昇していることを受けて、日本銀行が、近い将来、長期金利操作目標の引き上げを検討するとの見方もあるようです。しかしながら、「展望レポート」でも示したように、2%の「物価安定の目標」に向けたモメンタムは維持されているものの、力強さを欠いており、その実現にはなお距離があります。経済・物価見通しについては、海外経済や中長期的な予想物価上昇率の動向などを巡って、引き続き下振れリスクが大きいと考えられます。こうした状況を踏まえると、現在の局面においては、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとで、強力な金融緩和を粘り強く推進していくことが、何よりも重要であると考えています。

5. おわりに

最後に、高知県経済について触れておきたいと思います。

足もとの高知県経済は、緩やかに回復しています。当地でも、先ほど申し上げた世界経済の復調を受けて、新興国向け輸出が増加しており、生産が持ち直しています。

需要面についても、公共投資、住宅投資が増加しているほか、高水準の企業収益を背景に、企業も前向きな設備投資スタンスを維持しています。また、個人消費も、新車投入効果により乗用車販売が持ち直すなど、明るい動きもみられています。こうした個人消費の動きの背景には、雇用・所得環境の好転があることは言うまでもありません。高知県の有効求人倍率は、1年前に長く念願であった1倍を超え、その後も上昇傾向をたどっています。こうしたもとで、賃金が上昇しており、雇用者所得も緩やかな増加基調にあります。

ただし、こうした有効求人倍率上昇の背景には、景気の好転だけでなく、

全国に 10 年以上先駆けて進んでいる人口減少や高齢化による人手不足という側面もあります。その一方、人口減少は県内市場の縮小という大きな課題ももたらしています。

こうした課題に対応すべく、県は、平成 21 年度から「高知県産業振興計画」を強力に推進しています。この計画では、当地の強みである農林水産業を活かした食品産業や観光産業の強化と県外・海外への販路拡大による「地産外商」、「拡大再生産」が掲げられています。この方針に沿って、県内各地では、特産の柚子や栗、鯉などを活用した六次産業化の取り組みが進んでおり、生産額も増加しています。また、当地の特性や伝統技術を活かした製品の開発と国内外への販路拡大を進めている企業も増加しています。例えば、もともと防災意識の高い当地ならではの技術を活かした防災関連製品、土佐和紙の伝統を活かした競争力のある紙製品などでは、国内外で高いマーケットシェアを有するニッチトップ企業も育ってきています。

観光面でも、様々な取り組みが着実に成果を上げています。高知県は、幕末の志士・坂本龍馬をはじめとして、歴史上の偉人を数多く輩出した進取の気性に富んだ土地であるとともに、室戸ジオパークや四万十川に代表される豊かな自然、歴史・文化を有する観光の県でもあります。県内各地で、豊かな自然や高知ならではの食や文化を活かした観光地づくりが進んでおり、外国人観光客を含め、高知を訪れる観光客は増加傾向にあります。「大政奉還」と「明治維新」から 150 年目にあたる今年から来年にかけては、「志国高知 幕末維新博」が開催され、さらなる観光客の増加と全国への魅力の発信が期待されています。

「自由は土佐の山間より出づ」、これは、明治時代に活躍した高知県出身の植木枝盛の言葉です。高知県は、人口減少と高齢化がいち早く進んでおり、まさに将来の日本の姿を写す鏡とも言っても過言ではありません。高知経済の発展は、今後の日本経済の進むべき方向を示す道標の役割を果たすと思います。「日本経済の活性化は、土佐の山間から」、日本銀行としても、高知支店を中心に、地域活性化に向けた取り組みに少しでも貢献できるよう努めて

参りたいと考えています。最後になりましたが、高知県経済のますますの発展を心より祈念し、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

— 高知県金融経済懇談会における挨拶 —

2017年2月9日
日本銀行副総裁
中曾 宏

図表 1

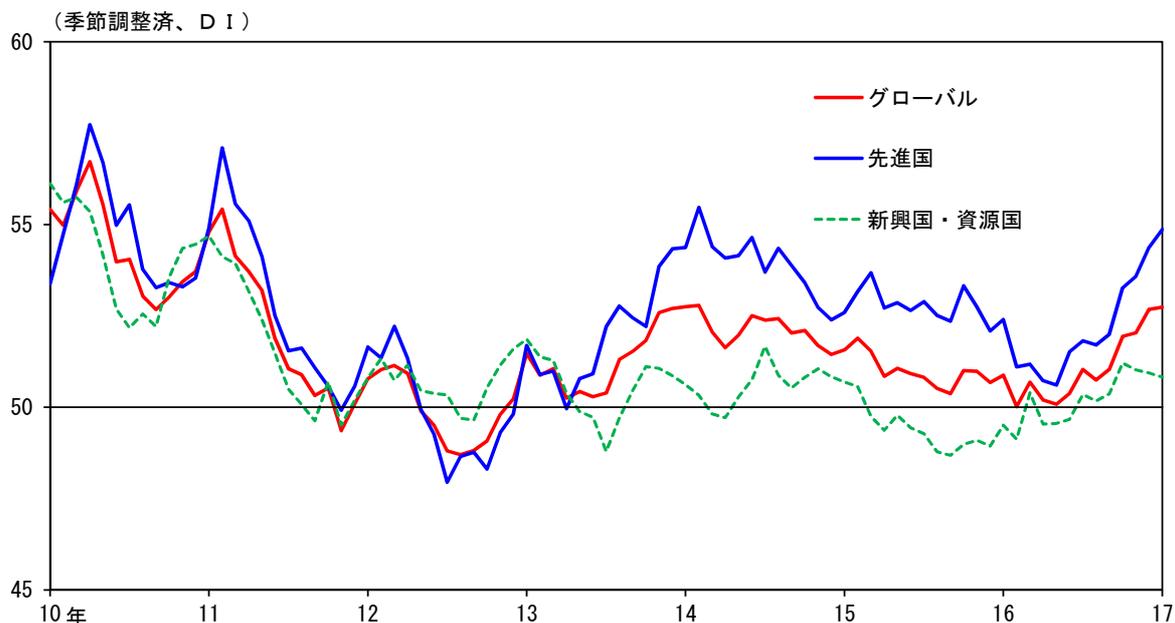
展望レポートの経済・物価見通し (2017年1月)

— 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	+1.4	-0.2
(昨年10月時点の見通し)	+1.0	-0.1
2017年度	+1.5	+1.5
(昨年10月時点の見通し)	+1.3	+1.5
2018年度	+1.1	+1.7
(昨年10月時点の見通し)	+0.9	+1.7

グローバルにみた製造業の業況感

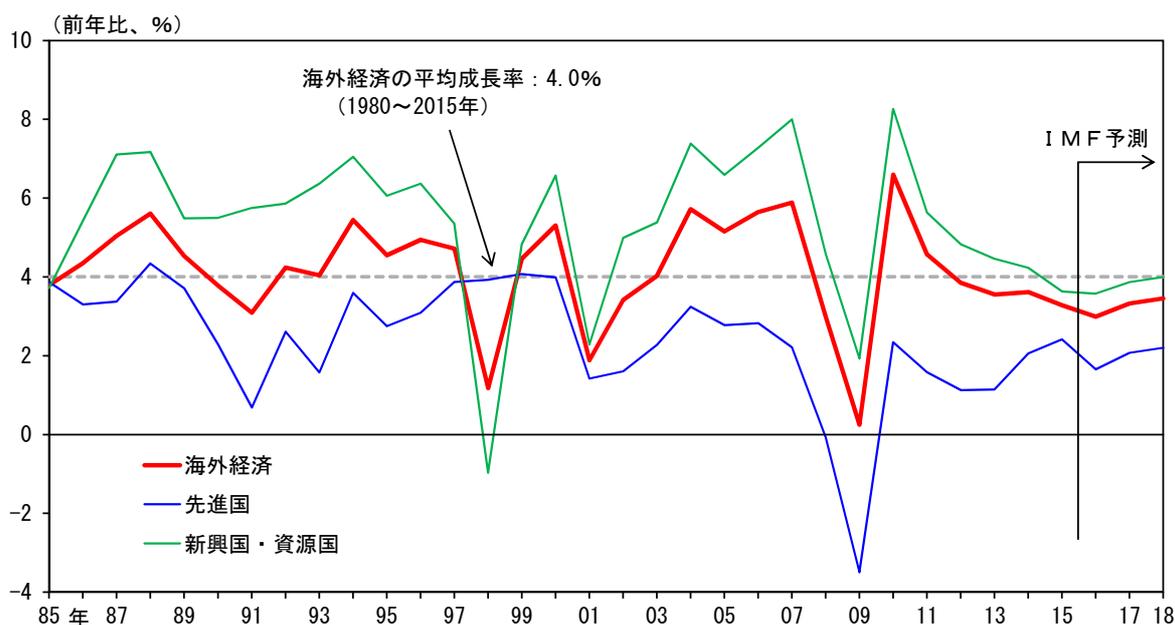
製造業PMI



(注) 製造業PMIのグローバルは、J.P.Morganグローバル製造業PMI。先進国は4か国・地域(米国、ユーロ圏、英国、日本)、新興国・資源国は17か国・地域(中国、韓国、台湾、ロシア、ブラジルなど)の製造業PMIを、IMF公表のGDPウエイトで加重平均したもの。

(資料) IMF、IHS Markit (© and database right IHS Markit Ltd 2017. All rights reserved.)、Haver

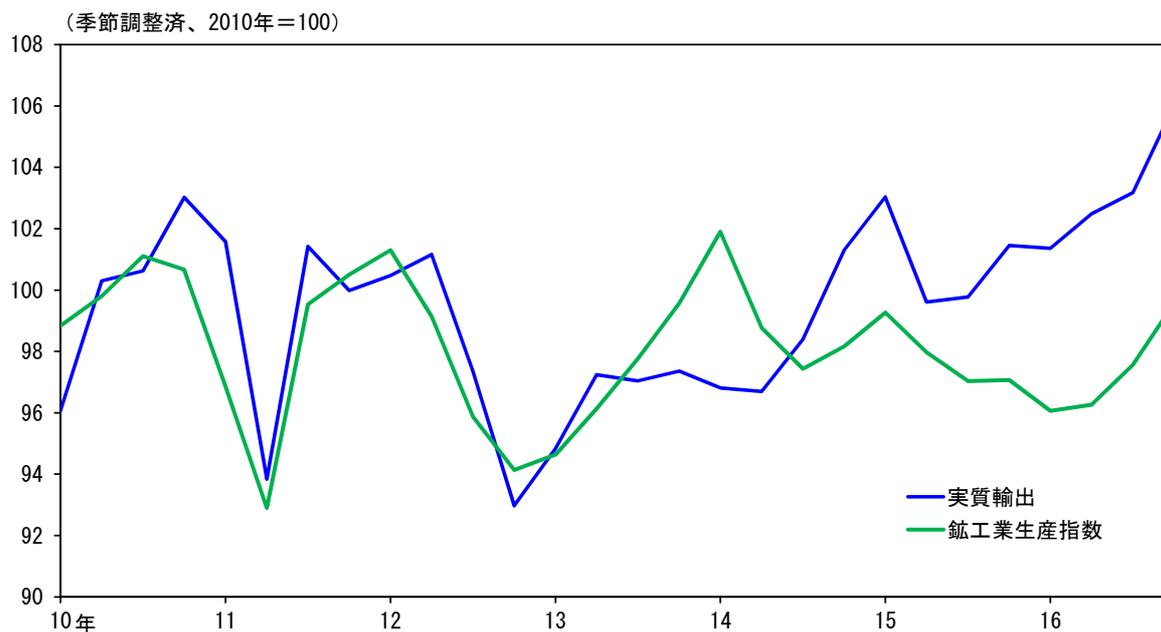
海外経済の実質成長率の見通し



(注) IMFによる各国・地域のGDP成長率を、わが国の通関輸出ウエイトで加重平均したもの。IMF予測は、2017/1月時点。一部の国・地域について、1月時点の値は非公表のため、2016/10月時点の値を用いて試算している。先進国は、米国、ユーロ圏、英国。新興国・資源国はそれ以外。

(資料) IMF、財務省

輸出と生産

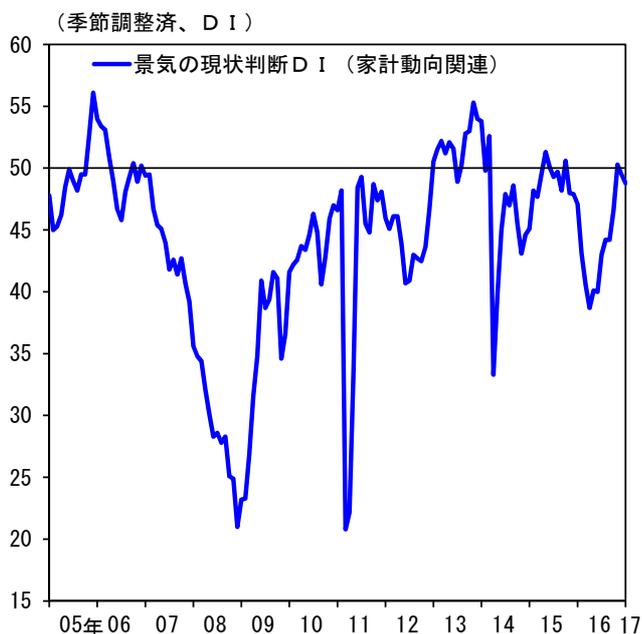


(資料) 日本銀行、財務省、経済産業省

個人消費

景気の現状判断DI
(景気ウォッチャー調査)

消費活動指数



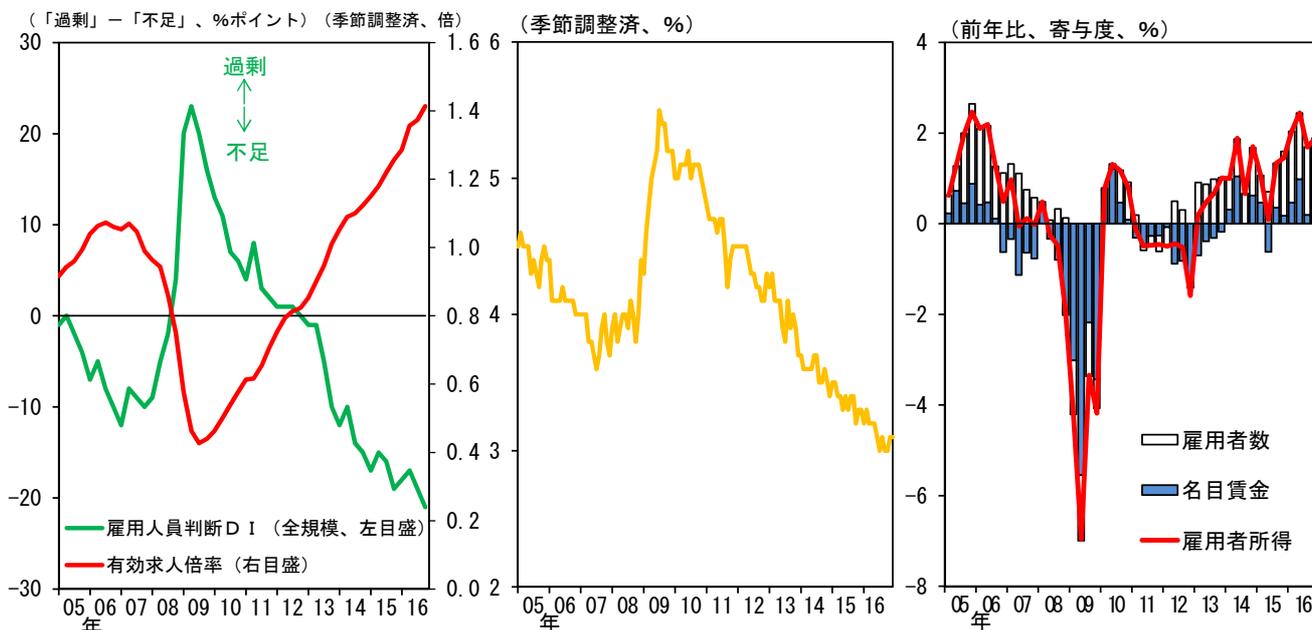
(注) 消費活動指数 (旅行収支調整済) は、除くインバウンド消費・含むアウトバウンド消費。
(資料) 内閣府、日本銀行、経済産業省、総務省等

雇用・所得環境

有効求人倍率と 雇用人員判断DI (短観)

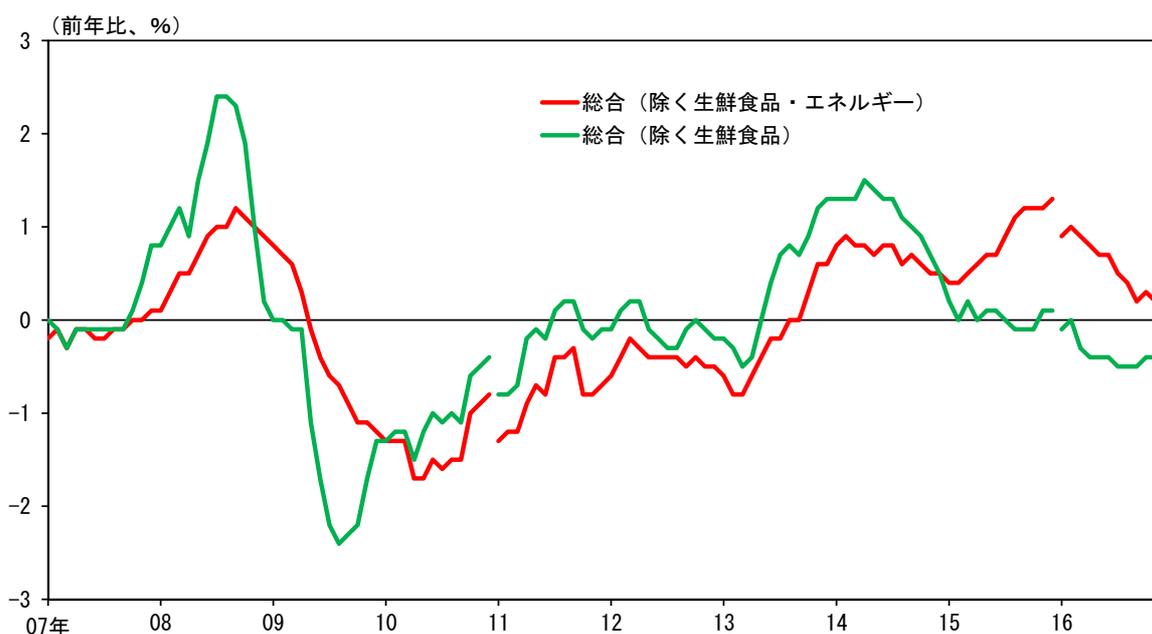
失業率

雇用者所得



(注) 雇用者所得の四半期は次のように組替え。第1四半期：3～5月、第2：6～8月、第3：9～11月、第4：12～2月。2016年の第4四半期は、12月の値。雇用者所得＝雇用者数（労働力調査）×名目賃金（毎月勤労統計）
 (資料) 日本銀行、総務省、厚生労働省

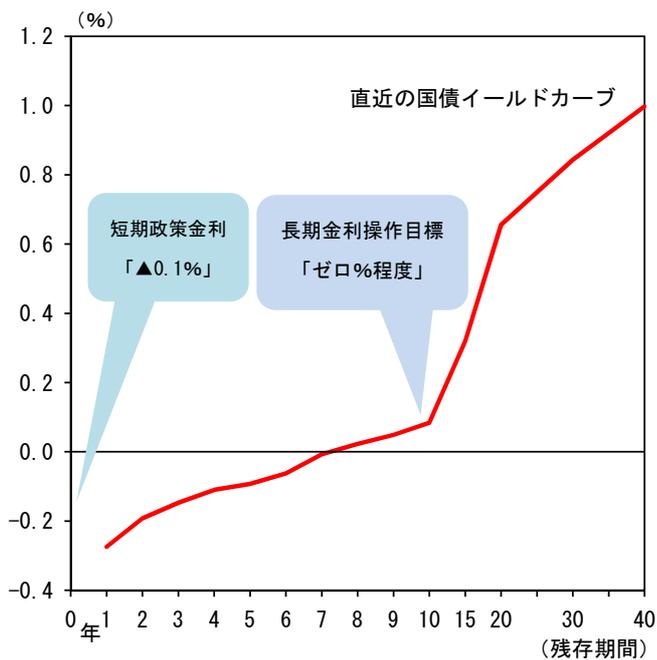
消費者物価



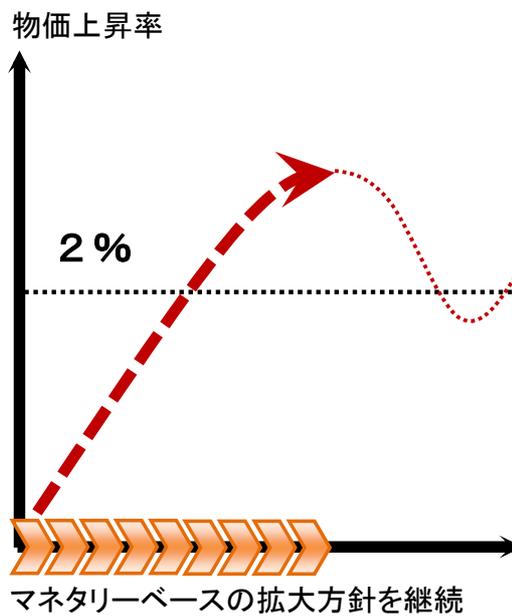
(注) 総合 (除く生鮮食品・エネルギー) は日本銀行調査統計局算出。消費税調整済み (試算値)。
 (資料) 総務省

長短金利操作付き量的・質的金融緩和

イールドカーブ・コントロール



オーバーシュート型コミットメント



(資料) Bloomberg