



2017年5月10日

日 本 銀 行

## 経済・物価見通しと金融政策運営

—— 内外情勢調査会における講演 ——

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、内外情勢調査会でお話しする機会を賜り、誠に光栄に存じます。

日本銀行は、先月末の政策委員会・金融政策決定会合において、2019年度までの経済・物価見通しとリスク要因を「展望レポート」として取りまとめ、公表しました。本日は、この「展望レポート」に沿って、日本銀行の経済・物価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. 日本経済の現状・先行き

### （世界経済の成長モメンタムの強まり）

はじめに世界経済の動向です。昨年前半は、新興国経済の減速や先行き不透明感を背景に国際金融市場が不安定化するもとの、世界経済に対する悲観的な見方が拡がりました。もっとも、振り返ってみますと、世界経済は、昨年前半がボトムであったとみられます。昨年半ば以降、世界経済は着実な改善を続けており、ここにきて成長のモメンタムが一段と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明確になっています。例えば、製造業の全体的な景況感を示す指標をみますと、先進国、新興国・資源国のいずれにおいても、改善傾向が続いています（図表1）。また、世界各国の輸入を合計して算出した世界貿易量の動きをみますと、アジアや米国を中心に持ち直しの動きが拡がっています（図表2）。世界貿易量は、リーマン・ショック後、長年にわたって世界経済成長率よりも低い伸びが続いており、こうした世界的な貿易の鈍化は、「スロー・トレード」（slow trade）と呼ばれています。その背景として、循環的な需要要因に加えて、グローバル・サプライチェーンの拡大一服といった構造的な要因が指摘されてきました。最近の世界的な製造業や貿易面の改善は、「スロー・トレード」にようやく変化が生じつつある可能性を示唆するものとして注目されます。

先月IMFが公表した「世界経済見通し（WEO）」においても、世界全体の

成長率は、2016年の3.1%から、2017年は3.5%、2018年は3.6%と、次第に高まっていく姿を見込んでいます。

### (わが国経済の現状)

こうした世界経済の好転を受けて、わが国の景気の足取りも、よりしっかりとしたものになってきています。景気の現状について、日本銀行は、これまで「緩やかな回復基調を続けている」と評価していましたが、今回の展望レポートにおいて、「緩やかな拡大に転じつつある」と判断を一步前進させました。輸出・生産を起点とする前向きの循環が強まる中、資本や労働の稼働率を示す指標である需給ギャップが長期的な平均であるゼロ%程度からプラス基調に転化してきたことを踏まえたものです(図表3)。

もう少し詳しく申し上げますと、企業部門では、輸出や生産は、情報関連を中心とする世界的な製造業サイクルの好転や、新興国における在庫・設備調整の進捗などを背景に、増加基調にあります(図表4)。こうしたもとで、企業収益は改善しており、全産業全規模ベースの売上高経常利益率は、昨年10~12月に過去最高水準を更新しています(図表5)。3月短観をみると、企業の業況感は、業種の拡がりを伴いつつ、改善しています。こうしたもとで、設備投資は緩やかな増加基調にあります。

家計部門でも改善がみられています。雇用・所得環境は、着実な改善を続けています。有効求人倍率は、直近は1.45倍とバブル期のピークにほぼ匹敵しており、短観の雇用人員判断DIでみた人手不足感も一段と強まっています(図表6)。失業率は、最近では2%台後半まで低下しており、ほぼ完全雇用と言える状態になっています。こうした労働需給の引き締まりのもとで、賃金は、緩やかに上昇しています(図表7)。特に、労働需給に感応的なパート労働者の時給は上昇率が高まっており、最近では前年比2%程度の伸びとなっています。正社員についても、今年の春闘では、多くの企業で4年連続となるベースアップが実現する見込みです。特に、今年は、より深刻な人手不足に直面している中小企業における賃上げが目立っています。このような雇用・所得環境の改善を背景に、個人消費は底堅く推移しています。個人消

費については、昨年前半には、一部に弱めの動きがみられていましたが、その後は、マインド面の改善などから持ち直しています。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をみると、昨年後半以降、緩やかな増加基調をたどっています（図表8）。

### （わが国経済の先行き）

先行きのわが国経済は、緩やかな拡大を続けるとみています。すなわち、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経済対策による財政支出などを背景に、企業・家計の両部門において所得から支出への前向きの循環メカニズムが持続するとみています。こうしたもとで、2018年度までの期間を中心に、景気拡大が続き、潜在成長率を上回る成長を維持するとみています。日本銀行は、現時点におけるわが国の潜在成長率を「0%台後半」と推計していますが、2017年度、2018年度の成長率は、政策委員見通しの中央値で、それぞれ+1.6%、+1.3%と予想しています（図表9）。こうした見通しは、1月に公表した前回の展望レポートから概ね不変です。

今回から新たに見通しの対象となった2019年度については、景気拡大は続くものの、成長ペースは鈍化するとみています。第1の理由は、資本ストック循環です。すなわち、今次の景気回復局面は2012年末から続いており、2019年度には、かなりの長期間に達する見通しです。このため、景気循環的にみて、設備投資などが減速すると考えられます。さらに、オリンピック関連需要の一巡なども影響する可能性があります。第2の理由は、消費税率の引き上げです。展望レポートでは、法律の定めにしたがって、2019年10月に消費税率が10%に引き上げられることを前提に、景気見通しを作成しています。消費税率の引き上げは、駆け込み需要とその反動、および実質所得の減少効果の2つの経路を通じて成長率に影響を及ぼします。2019年度の成長率の下押し幅は、税率の引き上げ幅が前回よりも小さいことに加え、飲食料品などに軽減税率が適用されることなどから、2014年の前回増税時と比べると小幅なものにとどまるとみられます。もっとも、消費税率の引き上げのインパクト

トは、その時々所得環境や物価動向にも左右されるなど不確実性が大きい点に留意する必要があります。特に、今回の引き上げは、2年半も先のことであり、その影響については、現時点では相当の幅をもってしておくべきと考えています。

### 3. 物価の現状と見通し

#### (物価の現状)

次に、物価面の動向です。生鮮食品を除く消費者物価の前年比をみると、2014年後半以降、原油価格の下落に伴う下押しが続いてきましたが、ここに来てエネルギー価格による影響が押し上げに転じつつあり、本年1月には、13か月振りにプラスとなりました。この間、生鮮食品とエネルギー価格を除くベースの消費者物価の前年比をみると、2013年4月の「量的・質的金融緩和」導入前はマイナス圏で推移していましたが、2013年秋にプラスに転じ、その後、3年以上にわたってプラス基調で推移しています（図表10）。このように、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。

もっとも、生鮮食品とエネルギー価格を除いた消費者物価の前年比は、2015年11月の+1.3%をピークにプラス幅の縮小傾向が続いたあと、このところ一進一退の動きとなっています。昨年中の消費者物価の弱めの動きは、個人消費の一部に弱めの動きがみられるもとで、企業の価格設定スタンスが慎重であったことや、為替相場が円高方向に推移したことなどが影響していると考えられます。また、ごく最近の動きについては、携帯電話端末や携帯電話通信料の値下げの動きが、かなりの程度影響しています。こうした特定のセクターにおける一時的な動きは、基調的な物価の動向とは区別して考えることが必要ですが、消費者物価全体をみても、物価上昇のモメンタムがなお力強さに欠けていることも事実です。この間、予想物価上昇率についても、弱含みの局面が続いています。各種のマーケット関連指標やアンケート調査結

果をみると、上昇しているものもみられますが、総じてみれば、なお明確な持ち直しには至っていません

### （2%の「物価安定の目標」に向けたモメンタム）

このように、実体経済が着実に改善している一方、物価面はこれまでのところ勢いを欠いた状況が続いており、景気と物価にややコントラストがみられているのが最近の特徴です。もっとも、日本銀行としては、2%の「物価安定の目標」に向けたモメンタムはしっかりと維持されており、生鮮食品を除く消費者物価の前年比は、先行き2%に向けて上昇率を高めていくとみています。

具体的には、以下のようなメカニズムを想定しています。第1に、労働需給が一段と引き締まり、マクロ的な需給ギャップがさらに改善するにつれて、賃金の上昇などを通じて、物価上昇率が高まっていくとみています。第2に、本年後半にかけて、エネルギー価格による消費者物価の押し上げ寄与が拡大していきます。第3に、これらの要因によって実際の物価上昇率が高まることにより、予想物価上昇率が上昇し、より基調的な物価上昇率の高まりにつながっていくと考えられます。以上のメカニズムについて、若干敷衍したいと思います。

このところ、企業において、需要増加と人手不足への対応として、賃金を含む労働条件を改善する動きが拡がりつつあります。振り返ってみますと、消費者物価と時間当たり名目賃金の伸び率は、概ねパラレルに変動するという安定的な関係が確認されるのが、わが国の経験です。実際、財やサービスの価格を引き上げる動きも着実にみられています。日本銀行は、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を目指していますが、こうした動きは、まさに想定しているメカニズムに沿ったものと言えます。もっとも、労働需給の引き締まりや企業収益の割には、賃金への波及が弱いことも確かです。その背景の1つとして、わが国では、長年にわたってデフレが続いたため、物価が上がらないことを前提とした考え方や慣行が根強く残っていることが指摘できます。毎年の労使間の賃金交渉

において、前年度の物価上昇率を基準とする慣行も、そのひとつです。また、賃金上昇や労働時間短縮による実質的な人件費の増加に対し、提供するサービスの見直しで対応する動きも一部にみられています。こうした動きもデフレマインドが根強く残っていることの表れだと思えます。デフレマインドを払拭することは容易ではありませんが、賃金・物価を巡る環境は、緩やかながら着実に改善しており、この流れをしっかりと確保していくことが大事です。

中長期的な予想物価上昇率、すなわち物価の先行きに対する人々の見方は、やや長い目でみた物価上昇率を規定する重要な要因です。日本銀行が昨年9月に公表した「総括的な検証」でも指摘したように、わが国においては、将来に向けての予想物価上昇率が過去の物価上昇率の実績に引きずられやすい傾向があります。こうした傾向を、やや専門的な言葉で「適合的な期待形成」の要素が強いと表現しています。2015年夏以降、予想物価上昇率は弱含みの局面にありますが、これには原油価格の下落に加え、冒頭に申し上げたような世界経済の逆風の中で、実際の物価上昇率が低下したことが大きく影響しています。一方、先行きは、こうしたメカニズムが逆方向に作用することが期待できます。すなわち、賃金の上昇やエネルギー価格による押し上げを背景に実際の物価上昇率が高まれば、これに後押しされる形で、予想物価上昇率も高まっていくと考えられます。もとより、日本銀行が最終的に目指しているのは、様々な要因で実際の物価上昇率が変動しても、人々の予想物価上昇率が2%にアンカーされているという状態です。しかしながら、そこに到達するためには、実際の物価上昇率が高まっていく必要があります。エネルギー価格による消費者物価の押し上げは、あくまでも一時的なものです。予想物価上昇率を引き上げるドライバーとして機能すると考えています。

以上のような考え方に基づいて、展望レポートでは、先行きの物価上昇率を、政策委員見通しの中央値で、2017年度+1.4%、2018年度+1.7%、2019年度は消費税率引き上げの影響を除くベースで+1.9%と予想しています(前掲図表9)。2018年度までの見通しは、1月の展望レポートの見通しと比べる

と、概ね変わっていません。2%程度に達する時期も、前回と同様、「2018年度頃」になる可能性が高いとみています。その先、2019年度については、予想物価上昇率が高まっていくもとの、2%程度で安定的に推移していくものと見込まれます。

#### 4. 先行きの経済・物価に関するリスク要因

以上が経済・物価の中心的な見通しですが、こうした見通しには、上振れ・下振れ双方向でのリスク要因があります。ここでは、主なリスク要因についてご説明します。

まず、経済についての最大のリスク要因は、海外経済の動向です。世界経済の成長モメンタムは高まってきていますが、先行きについては、依然として不確実性が高い状況が続いています。

特に、米国の経済政策運営やそれが国際金融市場に及ぼす影響については注意が必要です。米国政府は、先般、税制改革の基本方針を公表しましたが、経済政策全体の具体的内容や、それらの実現に向けた動きについては、今後の展開をよく見極めていく必要があります。この間、金融市場の動きをみると、昨年秋以降、新政権のもとでの積極的な政策運営に対する期待を背景に株価や長期金利は大幅に上昇しています。もっとも、ひと頃は、先行きの経済政策運営に対する不透明感が意識されるもとの、株価や長期金利が幾分低下する局面もみられました。米国の政策運営は、米国経済はもとより、世界経済や国際金融市場にも大きな影響を及ぼすため、新政権の政策運営の方向性やその影響については注意深くみていく必要があります。

このほか、欧州では、先般のフランス大統領選挙以外にも主要国の国政選挙が予定されているほか、英国のEU離脱交渉の展開やその影響、金融セクターを含む欧州債務問題の展開など、注視すべきリスク要因が存在します。このほか、新興国・資源国経済の動向、様々な地政学的リスクについても予断を許しません。こうしたリスク要因が、国際金融市場の変動やマインド面などを通じて景気に影響を与える可能性については、引き続き十分に注意し

てみていく必要があります。一方で、市場や経済主体がそうしたリスクをある程度意識していることを踏まえると、今後の展開によっては、コンフィデンスの高まりなどを通じて上振れにつながる可能性も念頭に置いておく必要があります。

次に、物価に固有のリスクとしては、企業や家計の中長期的な予想物価上昇率の動向があげられます。予想物価上昇率は、先行き上昇傾向をたどるとみっていますが、実際の物価上昇率がこのところ弱めの動きとなっていることを踏まえると、「適合的な期待形成」を通じた予想物価上昇率の押し上げの力には不確実性があります。中心的な見通しでは、先行き、予想物価上昇率が高まるもとで企業の価格・賃金設定スタンスが積極化していくとみっていますが、予想物価上昇率の動向如何では、想定よりも慎重なスタンスにとどまるリスクがあり、この点には注意が必要です。

## 5. 日本銀行の金融政策運営

最後に、日本銀行の金融政策運営に対する考え方についてご説明いたします。日本銀行は、昨年9月、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11）。

一つは、「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。先ほど申し上げたように、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ると、人々の間に「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るためには、実際に2%を超える物価上昇を経験することが重要です。そこで、日本銀行は、「オーバーシュート型コミットメント」により、こうした姿が実現するまで大規模な緩和を継続することを約束しました。

もう一つは、「イールドカーブ・コントロール」です。これは、「量的・質的金融緩和」の導入以来、政策効果の主たる波及メカニズムとなってきた実質金利低下の効果を、長短金利の操作によって追求するものです。日本銀行は、経済・物価・金融情勢を踏まえて、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イールドカーブの形成を促していくこととしています。現在の「金融市場調節方針」では、短期政策金利を▲0.1%に設定するとともに、10年物国債金利の操作目標を「ゼロ%程度」とし、これを実現するように国債買入れを行っています。

日本銀行が「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を導入してから約8か月が経過しましたが、この間、イールドカーブは「金融市場調節方針」に沿った形で円滑に形成されています。こうしたもとで、金融環境はきわめて緩和した状態にあります。最近では、企業買収関連や設備投資向けの資金需要の増加から、銀行貸出残高が前年比3%程度まで伸び率を高めるなど、金融緩和の効果は着実に浸透してきています。

先ほどご説明した通り、景気の足取りはしっかりとしてきていますが、物価面では、2%の「物価安定の目標」までにはなお距離があり、物価上昇のモメンタムは力強さを欠いています。また、海外経済の動向や、企業や家計の中長期的な予想物価上昇率の動向を中心に、下振れリスクが大きい状況が続いています。こうした状況のもとでは、現在の「金融市場調節方針」を維持し、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だと考えています。

なお、これまでも度々申し上げていることですが、日本銀行の国債買入れは、金融政策決定会合で決定された「金融市場調節方針」を実現するために行われています。具体的な国債買入れの運営は、こうした観点から実務的に決定されます。毎回の国債買入れの金額などは、金融市場の状況に応じて、ある程度の幅をもって変化しますが、こうした変化が先行きの政策スタンスを示すことはありません。

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決定していきます。この点に関して、世界経済の成長モメンタムが高まり、米国のFRBが利上げのプロセスを進めるなど、グローバルな金利環境は変化しており、金融政策運営に当たっては、こうした変化を考慮すべきであるとの声も聞かれます。もっとも、各国の中央銀行は、いずれも自国における物価安定と持続的成長の実現を主たる目的として金融政策を実施しています。各国の間で、前提となる経済・物価情勢に差があれば、金融政策の方向性に差が生じるのは、ごく自然なことと言えます。日本銀行は、あくまでも、わが国の経済・物価情勢を踏まえ、今後とも、できるだけ早期に2%の「物価安定の目標」を実現するために、適切な金融政策を進めてまいります。

## 6. おわりに

日本銀行が2013年4月に「量的・質的金融緩和」を導入してから4年が経過しました。この4年間で、わが国の経済・物価は大きく好転しました。長年にわたって人々の間に染み付いたデフレマインドの転換に時間がかかっていることは事実ですが、2%の「物価安定の目標」の実現に向けて状況は着実に改善しています。大切なことは、「やり遂げる」ことです。現在の「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」は、さまざまな環境の変化に柔軟に対応することが可能であり、持続性の高い政策枠組みです。日本銀行は、この枠組みのもとで強力な金融緩和を粘り強く推進し、2%の「物価安定の目標」を実現します。

ご清聴ありがとうございました。

以 上

# 経済・物価見通しと金融政策運営

— 内外情勢調査会における講演 —

2017年5月10日

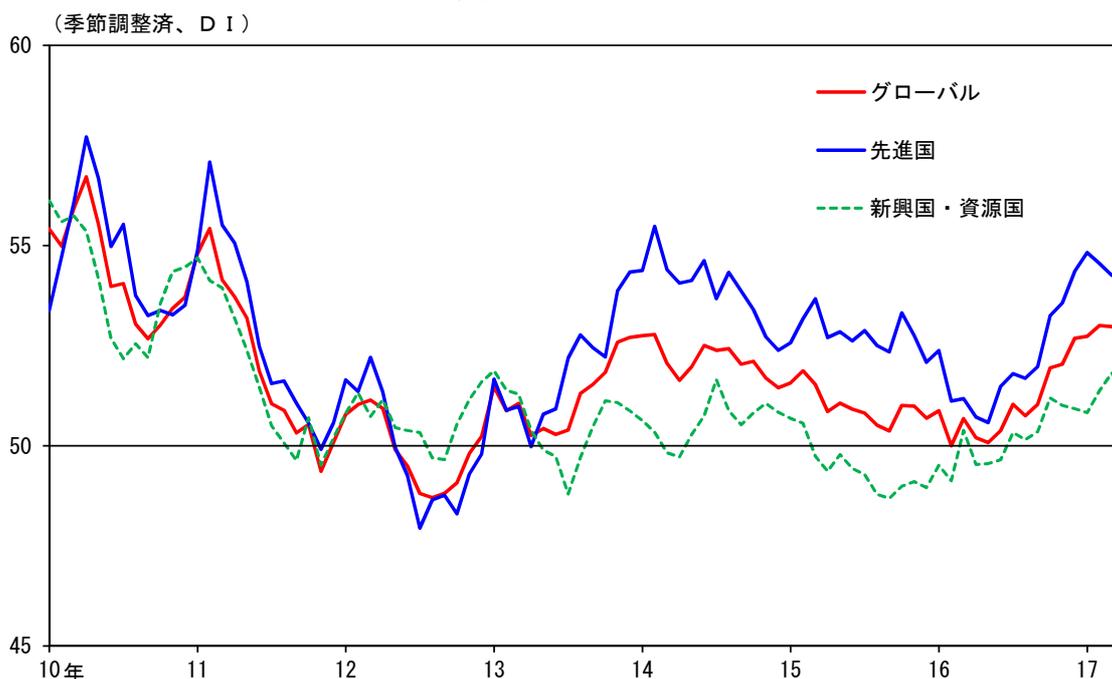
日本銀行総裁

黒田 東彦

図表 1

## 製造業の景況感

### 製造業PMI

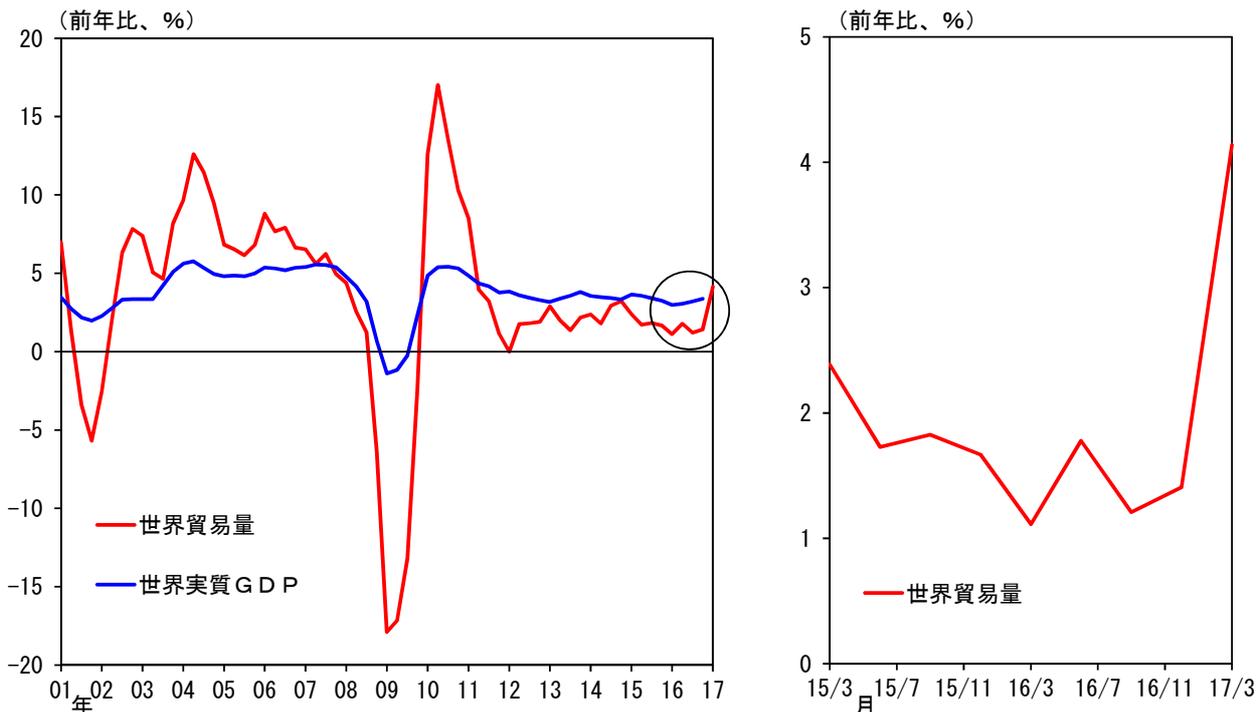


(注) 製造業PMIのグローバルは、J.P. Morganグローバル製造業PMI。先進国は4か国・地域（米国、ユーロ圏、英国、日本）、新興国・資源国は17か国・地域（中国、韓国、台湾、ロシア、ブラジルなど）の製造業PMIを、IMF公表のGDPウエイトで加重平均したもの。

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

図表 2

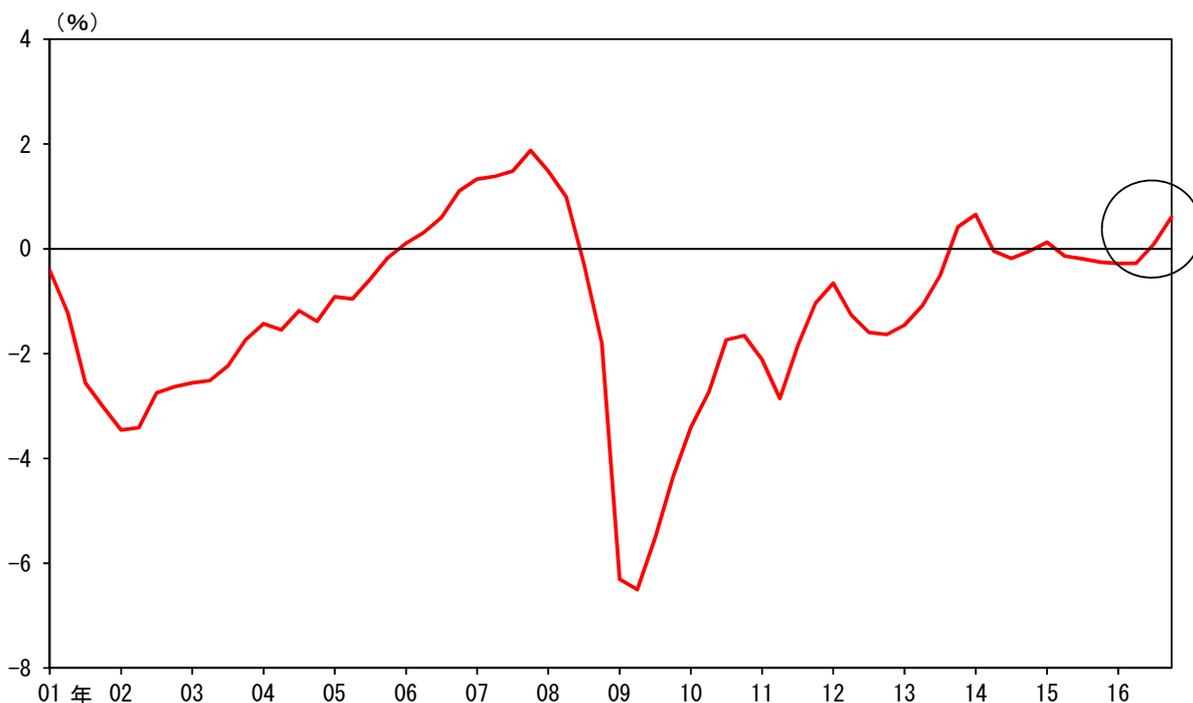
# 世界貿易量



(注) 1. 世界貿易量は、世界実質輸入。2017/10は、1~2月の値。  
 2. 世界実質GDPは、各国・地域のGDP成長率やIMFのデータをもとに、日本銀行国際局算出。  
 (資料) オランダ経済政策分析局、IMF等

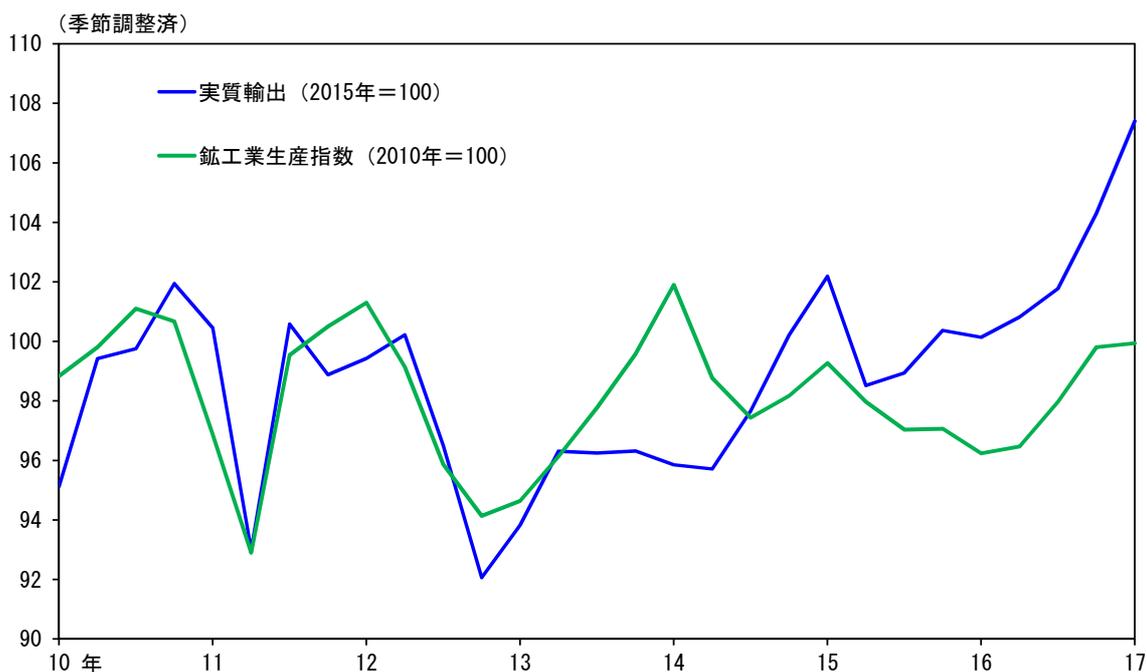
図表 3

# 需給ギャップ



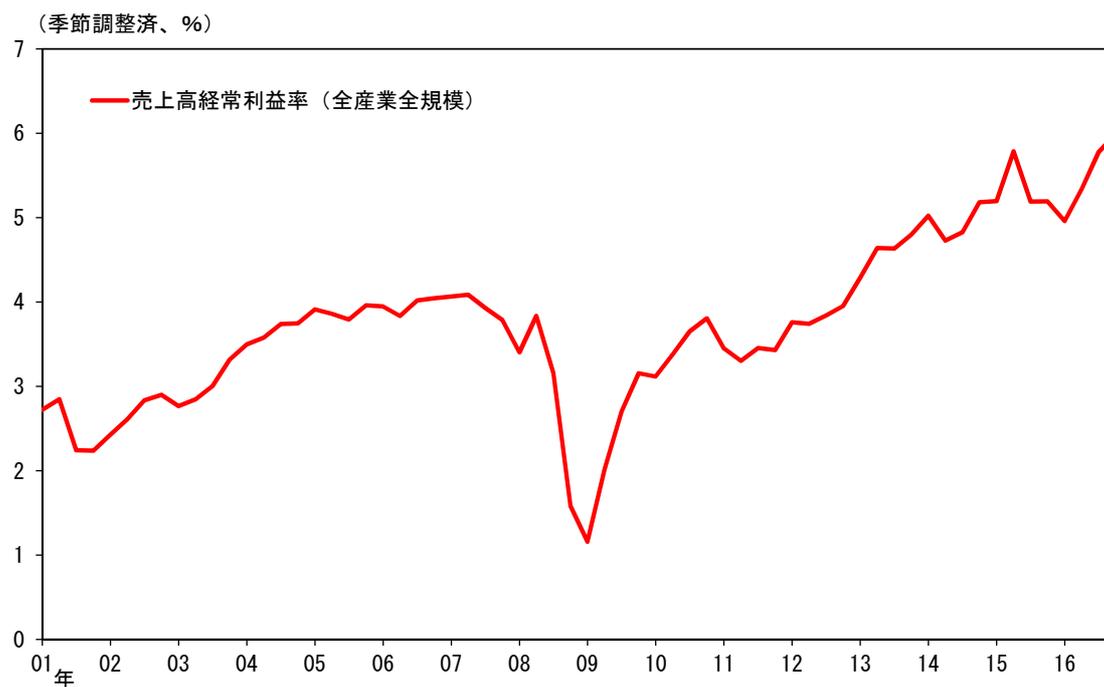
(注) 需給ギャップは、日本銀行調査統計局の試算値。具体的な推計方法等については、日本銀行調査論文「需給ギャップと潜在成長率の見直しについて」(2017年4月)を参照。  
 (出所) 内閣府、日本銀行、総務省、厚生労働省、経済産業省、経済産業研究所

# 輸出と生産



(資料) 日本銀行、財務省、経済産業省

# 企業収益

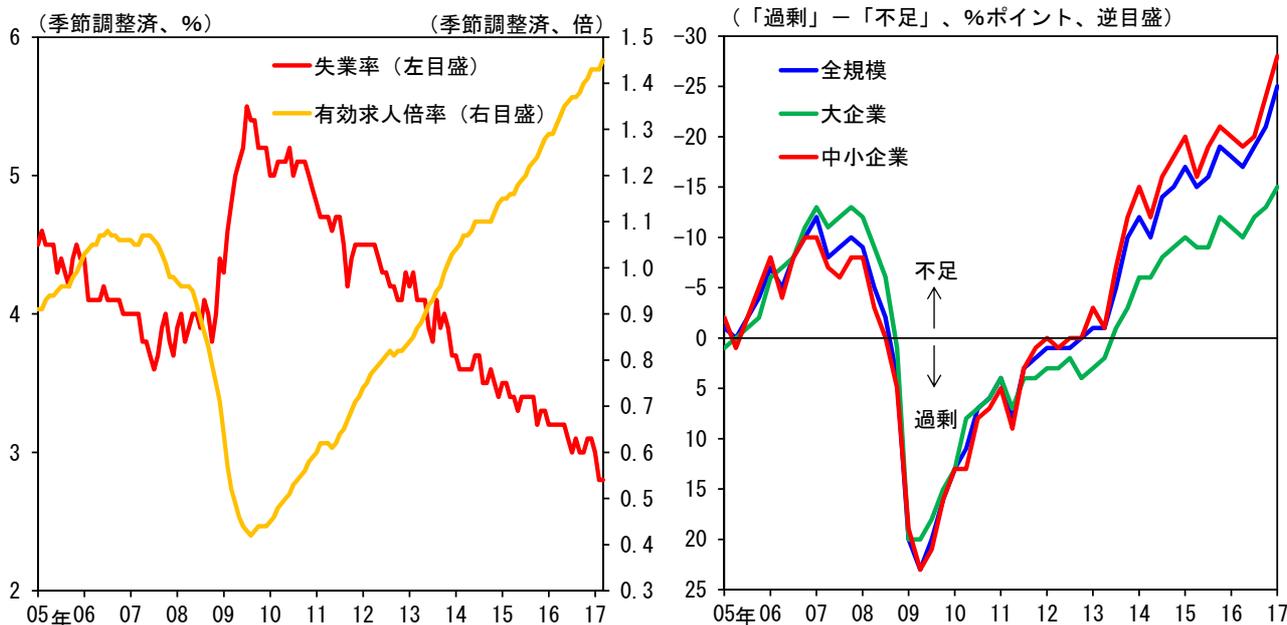


(注) 法人季報ベース。金融業・保険業を除く。  
 (資料) 財務省

# 労働需給

失業率と有効求人倍率

短観・雇用人員判断DI

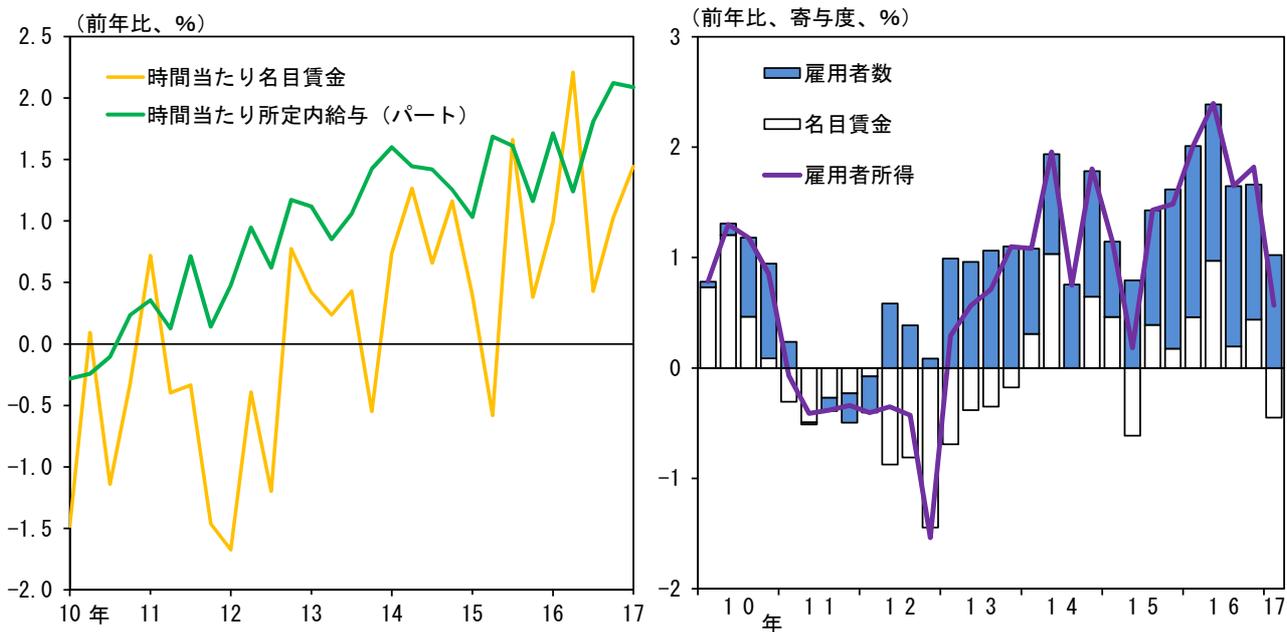


(資料) 総務省、厚生労働省、日本銀行

# 賃金

時間当たり賃金

雇用者所得



(注) 四半期は次のように組み替え。第1四半期：3～5月、第2：6～8月、第3：9～11月、第4：12～2月。2017/10Qは、3月の値。  
 (資料) 厚生労働省、総務省

## 消費活動指数



(注) 消費活動指数は、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

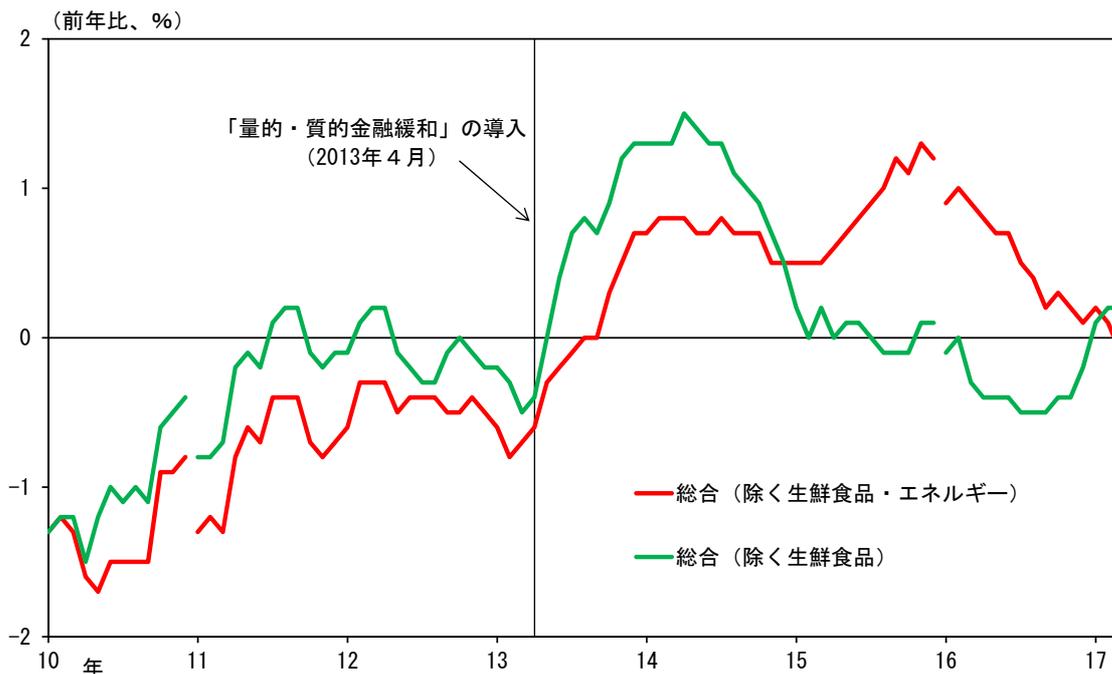
## 展望レポートの経済・物価見通し (2017年4月)

— 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<br>(除く生鮮食品) |
|------------|-------|---------------------|
| 2017年度     | +1.6  | +1.4                |
| (1月時点の見通し) | +1.5  | +1.5                |
| 2018年度     | +1.3  | +1.7                |
| (1月時点の見通し) | +1.1  | +1.7                |
| 2019年度     | +0.7  | +1.9                |

(注) 消費者物価指数(除く生鮮食品)は、消費税率引き上げの影響を除いたベース。  
 (資料) 日本銀行

# 消費者物価

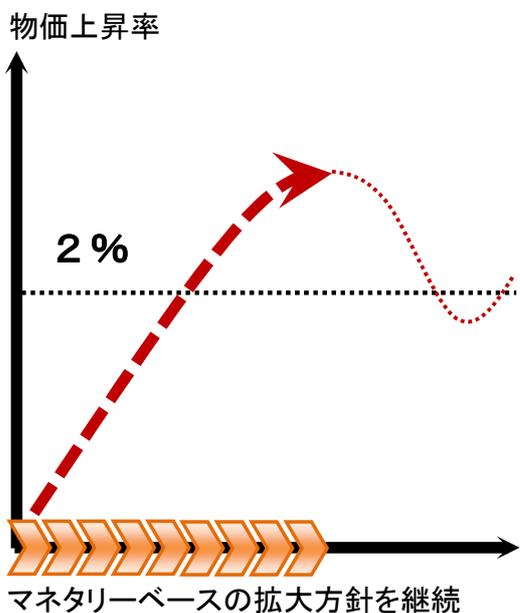


(注) 消費税調整済み (試算値)。  
(資料) 総務省

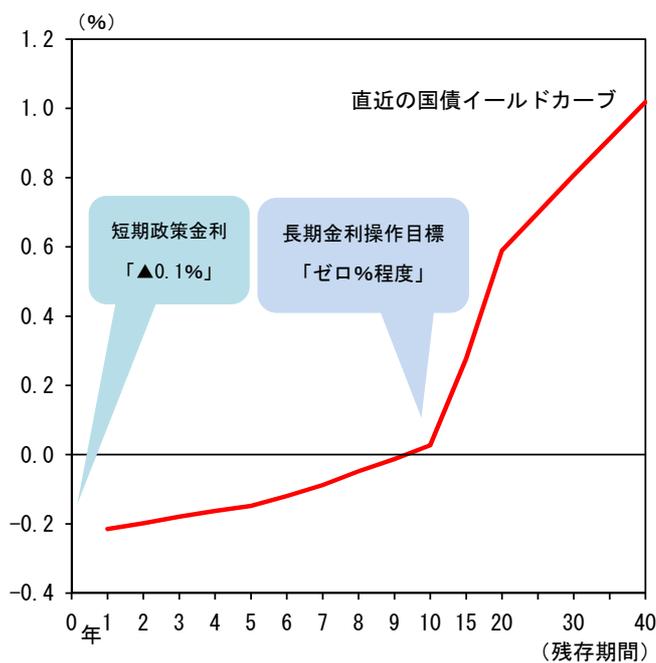
図表11

# 「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」

オーバーシュート型コミットメント



イールドカーブ・コントロール



(資料) Bloomberg