



2021年5月19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頂き、ありがとうございます。

1年前この場でお話しさせて頂いた時、内外経済は、新型コロナウイルス感染症の影響によって大きな打撃を受け、リーマン・ショック時を超える落ち込みを経験している最中でした。そうしたショックに、世界中の政府・中央銀行が迅速かつ大規模に対応したこともあり、幸いにも昨年後半以降、内外経済は、ボトムからは持ち直してきました。この間、世界的にワクチンの接種が始まるなど、前向きな動きもみられるようになりました。もっとも、感染症は、引き続き、内外経済に影響を及ぼしています。

こうした中で、日本銀行は、先月末の金融政策決定会合において、2023年度までのわが国の経済・物価見通しを「展望レポート」として取りまとめ、公表しました。また、それに先立つ3月の会合では、感染症の影響により、経済・物価への下押し圧力が長期間継続すると予想される状況を踏まえて、経済を支え、2%の「物価安定の目標」を実現する観点から、「より効果的で持続的な金融緩和を実施していくための点検」を行い、その結果を踏まえた政策対応を決定しました。

そこで、本日は、「展望レポート」の内容に触れながら、日本銀行の経済・物価に対する見方をご説明するとともに、点検の結果とそれを受けた政策対応を中心に、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. 経済情勢

(わが国経済の現状)

わが国経済は、感染症の影響により左右される状況が続いています（図表1）。実質GDPは、感染症の影響で大きく落ち込んだ昨年4～6月をボトムに、昨年後半はプラス成長を続けました。しかし、昨年秋以降の感染症の再拡大の影響から、本年入り後は、対面型サービス部門における下押し圧力が

強まり、1～3月の実質GDPはマイナス成長となりました。4月以降も、感染症が変異株の増加を伴いつつ拡大するもとの、一部の地域では、緊急事態宣言が発出され、まん延防止等重点措置が実施されるなど、対面型サービス部門を中心とした経済の下押し圧力は続いています。もっとも、後程申し上げるように、世界経済は米国や中国を中心に回復ペースを速めています。また、わが国における公衆衛生上の措置が的を絞って実施されているもとの、対面型サービス部門以外の経済活動は相応に維持されており、経済の持ち直しの動きは続いていると考えています。さらに敷衍してご説明します。

まず、家計部門です。個人消費は、昨年前半の落ち込みから持ち直してきましたが、本年入り後は、飲食・宿泊等のサービス消費における下押し圧力の強まりから、持ち直しが一服しています。形態別にみると、サービス消費は、昨年後半の持ち直しが緩やかであったうえに、本年入り後は、減少しています。一方で、パソコンや家電等の耐久財の消費は、いわゆる巣ごもり需要の拡大のほか、サービスからの需要のシフトもあって、増加傾向が続いています。

次に、企業部門です。輸出や生産は、世界経済の回復を背景に増加を続けています。財別にみると、自動車関連は、半導体の供給不足の影響もあって、増勢が一服していますが、情報関連は、デジタル関連需要が堅調に推移するもとの、はっきりと増加しています。また、設備投資関連も、世界的な生産活動の回復を受けて増加しています。輸出や生産が増加するもとの、企業収益は全体として改善し、そのもとの、設備投資は持ち直しています。業種別には、対面型サービス業による店舗や宿泊施設の建設投資は減少していますが、製造業や対面型サービス業以外の非製造業による機械投資やデジタル関連投資は持ち直しています。

(経済の先行き見通し)

このように、わが国経済は、感染症の影響から引き続き厳しい状態にありますが、基調としては持ち直しています。先行きを展望すると(図表2)、感染症の影響が徐々に和らいでいくもとの、外需の増加や緩和的な金融環境、

政府の経済対策の効果にも支えられて、経済は回復していくと考えています。その後、感染症の影響が収束していけば、経済はさらに成長を続けると予想しています。「展望レポート」の政策委員の実質成長率見通しの中央値は、2020年度の実績が▲4.6%と大幅なマイナスとなった後、2021年度は+4.0%、2022年度は+2.4%、2023年度は+1.3%となっています。こうした見通しは、前回1月時点と比べると、2022年度を中心に上振れています。その背景として、第1に世界経済の回復が続くこと、第2に国内において前向きの循環メカニズムが強まることなどが挙げられます。以下、順にみていきます。

（世界経済の回復）

第1に、世界経済は、感染症の影響により昨年前半に大幅に落ち込んだ後、総じてみれば回復しています（図表3）。地域別にみると、昨年、経済活動をいち早く再開した中国経済は、回復を続けています。米国経済も、大規模な追加経済対策に加え、ワクチンの接種ペースが加速するもとの、経済活動への制限措置が段階的に解除されていることから、目立って回復しています。また、業種別には、製造業部門の回復が明確です。デジタル関連が好調なことから、グローバルな製造業の業況感は、はっきりとした改善が続いています。実際、世界の生産水準や貿易量は、感染症の流行前を明確に上回るレベルまで戻っています。

先行きについても、感染症の影響が徐々に和らいでいくもとの、先進国を中心とした積極的なマクロ経済政策にも支えられて、世界経済は成長を続けるとみています。IMFの見通しでは、世界経済の成長率は、2020年に▲3.3%の大きなマイナスとなった後、2021年は+6.0%の大幅なプラスとなる予想です。レベルとしても、2021年中には感染症の拡大前を上回る水準まで回復する見通しです。さらに、2022年も+4.4%と過去平均を上回る高い成長率が見込まれています。このIMFの見通しは、先進国における追加的な経済対策の実施とワクチン接種の進展を背景に、前回1月の見通しから上方修正されています。なお、世界経済の回復については、IMFが“divergent recovery”と表現しているように、今後も、国や地域さらには業種の違いなど

によるばらつきを伴うと見込まれます。また、米国では、一部の経済学者や市場参加者から、インフレ圧力が高まり長期金利が急上昇すれば、景気回復の動きを妨げるだけでなく、国際金融市場も不安定化させるといったリスクへの懸念が示されています。もっとも、FRBのパウエル議長は、経済再開に伴う支出の増加や感染症の影響から物価が大きく下押しされた昨年対比のベース効果からインフレ率の高まりは生じうるが、それは一時的な現象にとどまるとの見方を述べています。いずれにせよ、引き続き、国際金融市場の動向や世界経済の動向を注視していく必要があります。

(国内の前向きな循環メカニズム)

第2に、国内の景気回復メカニズムの観点です(図表4)。これまでのわが国経済の持ち直しは、昨年前半に経済活動が大きく落ち込んだところからのリバウンドという面が強かったと思います。しかしながら、先行きのわが国経済については、所得から支出への前向きな循環メカニズムが広がっていくもとの、持続的な成長経路に復していくことが展望されます。この点を企業部門、家計部門それぞれについてみていきます。

まず、所得から支出への前向きな循環メカニズムは、企業部門ですでにみられ始めています。すなわち、昨年10~12月期の企業の経常利益は、感染症拡大前をやや上回る水準まで回復しています。企業収益の改善には、輸出や生産の増加に伴う売上高の回復に加えて、感染症を契機とした企業の経営効率化努力や政府による企業支援策も寄与しています。先ほど申し上げたように、こうした企業収益の改善が設備投資につながる動きが現れ始めています。短観の調査によれば、今年度の設備投資計画は、前年比+2.4%の増加となっています。この時期としては、過去の平均を上回る高めの計画です。今後も、企業収益が改善するもとの、機械投資やデジタル関連投資、Eコマース拡大に伴う物流施設への投資などを中心に、設備投資の増加傾向が明確になっていくと考えています。さらに、感染症の影響が収束していけば、対面型サービス業を含めて、企業収益がしっかりとした改善基調を続けるもとの、幅広く設備投資が増加するとみています。このように、先行き、企業部門におけ

る所得から支出への循環メカニズムは強まっていくと考えています。

次に、前向きの循環メカニズムが家計部門でも働くためには、雇用者所得がカギになります（図表5）。この点、雇用・所得環境は、弱い動きが続いていますが、大幅な悪化は回避されています。失業率は、昨年、3%程度まで高まりましたが、このところ横這い圏内の動きとなっています。また、この春の賃金改定交渉をみると、現時点の暫定的な結果ではありますが、今年度の賃上げ率は、前年度との比較で小幅な縮小にとどまっています。このように雇用・所得環境の大幅な悪化が回避されている背景には、政府などによる様々な支援措置が効果を発揮していることに加えて、長らく人手不足がビジネスの制約となってきた業種では、経済活動の持ち直しに伴って、求人意欲が高まっていることも指摘できます。先行きの雇用者所得については、企業収益の改善を受けて下げ止まり、内外需要の回復にラグを伴って、緩やかに増加していくと考えています。さらに、感染症の影響が収束していけば、雇用者所得が改善するもとの、所得から支出への循環メカニズムが働き、対面型サービス消費を含め、個人消費の増加基調が明確になっていくとみています。

（経済のリスク要因）

以上、経済の中心的な見通しについてご説明してきましたが、こうした見通しの不確実性は大きいと考えています。最も大きなリスクは、感染症の帰趨とそれが内外経済に与える影響です。日本銀行の見通しでは、感染症の影響は、ワクチン接種の進捗などにより、2023年度までの見通し期間の中盤に概ね収束していくと想定しています。しかし、ワクチンの普及ペースや効果には不確実性があり、その結果、経済活動への下押し圧力が強まるリスクがあります。また、国・地域ごとにワクチンの普及ペースが異なるもとの、グローバルな経済活動にどのような影響が生じるかについても不確実性があります。そのほか、感染症の影響が収束するまで、成長期待が大きく低下せず、金融システムの安定性が維持されるかについても留意が必要です。一方で、感染症の影響への対応などから実施されている先進国を中心とした経済対策

が、内外経済の回復ペースを想定以上に高める可能性もあります。このように様々な不確実性がありますが、経済の見通しについては、当面、感染症の影響を中心に、下振れリスクの方が大きいと考えており、今後の動向をよく見ていく必要があります。

3. 物価情勢

続いて、物価情勢です。わが国の消費者物価の前年比は、感染症や既往の原油価格下落の影響から小幅のマイナスとなっています（図表6）。今後も、当面は、感染症や携帯電話通信料の引き下げの影響などを受けて、消費者物価の前年比は小幅のマイナスで推移すると見込まれます。もっとも、携帯電話通信料の引き下げは一時的な下押し要因であり、こうした一時的な下押し要因を除いた基調的な物価の前年比は、底堅く推移すると考えられます。感染症のもとでの需要の弱さが影響するものの、企業ヒアリングなどのマイクロ情報からは、需要減少の一因が感染症への警戒感であることや、感染対策に伴う供給制約やコスト増などから、企業が値下げにより需要喚起を図る行動が広範化している様子は窺われません。また、昨年秋以降の原油価格の持ち直しを背景に、エネルギー価格の前年比は早晩プラスに転じるとみられます。

先行きの消費者物価の前年比は、経済が改善していくもとの、一時的な下押し要因が剥落することから、プラスに転じ、徐々に上昇率を高めていくとみています（前掲図表2）。「展望レポート」での政策委員の物価上昇率見通しの中央値は、2021年度が+0.1%、22年度が+0.8%、23年度が+1.0%となっています。前回見通しと比べると、2021年度は携帯電話通信料の引き下げの影響により下振れているものの、2022年度は概ね不変です。このように、物価が全般的かつ持続的に下落していくようなデフレの状況に再び戻ることはない、と考えています。ただし、当面、感染症の影響を中心に、経済の下振れリスクが大きいことや、企業の価格設定行動には不確実性があることなどを踏まえると、物価動向にも、引き続き、注意が必要です。

4. 日本銀行の金融政策運営

ここからは、日本銀行の金融政策運営についてお話しします（図表7）。

（感染症の影響への対応）

日本銀行では、感染症の影響への対応として、昨年3月以降、①新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム、②国債買入れやドルオペなどによる円貨および外貨の潤沢かつ弾力的な供給、③ETF、J-REITの買入れの「3つの柱」による強力な金融緩和を行っています。こうした対応は、緩和的な資金調達環境を維持することなどを通じ、経済を支える効果を発揮しています。昨年末には、特別プログラムを本年9月末まで延長し、引き続き、資金繰りを支援していくことを決定しました。感染症の影響を踏まえて、必要があれば、さらなる延長も検討します。今後とも、特別プログラムを含めた現在の金融緩和をしっかりと実施していく考えです。また、感染症の影響を注視し、必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる方針です。

（より効果的で持続的な金融緩和）

このように、当面、金融政策運営面では、感染症の影響への対応として、企業等の資金繰り支援と金融市場の安定維持に努めていくことが重要です。同時に、やや長い目で見ると、経済・物価への下押し圧力が長期間継続すると予想されるもとの、2%の「物価安定の目標」を実現する観点から、より効果的で持続的な金融緩和を実施していくことが課題となります。日本銀行では、3月の決定会合で、そのための点検を行い、その結果を踏まえた政策対応を決定しました（図表8）。

点検の結果、日本銀行では、「物価安定の目標」を実現していくためには、経済・物価の押し上げ効果を発揮している「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続していくことが適当であると判断しました。まず、こうした考え方の前提となる、2%の「物価安定の目標」の意義について、改めて述べておきたいと思います。

2%の「物価安定の目標」が重要であることは論を俟ちません。第1に物

価指数が真の物価動向に比べて高めになりやすいという上方バイアスがあること、第2に景気の落ち込みに対して金利引き下げによる政策対応余地を確保しておくことが有用であること、そして第3に「2%目標」がグローバルなスタンダードになっていることが理由です。世界の主要な中央銀行が共通の目標を掲げることにより、為替相場を含む国際金融市場の安定がもたらされ、ひいては世界経済の安定にも資すると考えられます。

そうしたもとの、世界の中央銀行は、経済全体の需要と供給のバランス、すなわち需給ギャップを適正な水準に維持し、予想物価上昇率を適切なレベルにアンカーさせることで、物価目標を実現しようとしています。日本銀行も例外ではありません。長短金利を低位に安定させるイールドカーブ・コントロールにより、極めて緩和的な金融環境を提供することで需給ギャップのプラス幅の拡大を目指しています。また、物価上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで金融緩和の継続を約束するオーバーシュート型コミットメントにより、人々の予想物価上昇率にも強く働きかけています。実際、点検でも確認されたように、日本銀行の大規模な金融緩和は、これまで、プラスの物価上昇率を定着させるという効果を発揮してきました。

ただ、3月の点検で同時に確認したように、わが国の予想物価上昇率の形成メカニズムは、適合的、かつ複雑で粘着的であることに留意が必要です。つまり、長期にわたるデフレの経験により定着した、物価が上がりにくいことを前提とした人々の考え方や慣行の転換には時間がかかります。このようなわが国の予想物価上昇率の形成メカニズムを考慮した場合、政策運営としては、平素はできるだけコストを抑制して持続性を高めつつ、経済・物価・金融情勢の変化に対しては、躊躇なく、機動的かつ効果的に対処できるよう、政策対応力を確保することが適切なアプローチとなります。こうした観点から、3月の決定会合では、大きく3つの政策対応を決定しています。

(3月の政策対応)

第1に、「貸出促進付利制度」の創設です。これは、金利引き下げに際しての金融仲介機能への影響に配慮する仕組みを予め整えることで、長短金利の

引き下げという追加緩和手段の実効性を高めることを目的とした制度です。具体的には、日本銀行が金融機関の貸出を促進する観点からバックファイナンスを行っている各種の資金供給について、その残高に応じて一定の金利をインセンティブとして付与し、短期政策金利を引き下げた場合にはそのインセンティブが増加する仕組みです。これにより、金利引き下げ時の金融機関収益へ及ぼす影響を、金融機関の貸出の状況に応じて一定程度和らげることができます。

第2に、イールドカーブ・コントロールの運営についてです。日本銀行は、長期金利、すなわち、10年物国債金利の操作目標を「ゼロ%程度」としていますが、今回、その変動幅は±0.25%程度であることを明確化しました。これは、国債市場の機能維持と金利コントロールの適切なバランスを取りつつ、平素は柔軟なイールドカーブ・コントロールの運営を行うことを狙ったものです。そのうえで、金融緩和の効果を確保する観点から、金利の大幅な上昇をしっかりと止める手段として、特定の年限の国債を固定金利で無制限に買い入れる「指値オペ」を一定期間、連続して行う「連続指値オペ制度」を新たに導入しました。

第3に、ETF・J-REITの買入れについてです。ETF・J-REIT買入れは、市場のリスク・プレミアムに働きかけることを通じて、経済・物価にプラスの影響を及ぼすことを目的としています。点検では、ETF買入れは、市場が大きく不安定化した場合に、大規模に行うことが、リスク・プレミアム抑制の観点から効果的であることが確認されました。そこで、従来以上にメリハリをつけた買入れができるよう、ETF・J-REITの買入れ方針を見直しました。すなわち、年間増加ペースでETF約6兆円、J-REIT約900億円という従来の原則的な買入れ方針は廃止し、それぞれ約12兆円、約1,800億円という年間増加ペースの上限のもとで、市場の状況を見極めながら、必要に応じて、買入れを行うこととしました。

以上の政策対応は、いずれも、政策の効果と副作用のバランスを取りながら、持続性と機動性の両方を高める工夫です。こうして強化された金融緩和

によって、時間はかかるものの、2%の「物価安定の目標」を達成できると考えています。

5. おわりに

以上、点検を踏まえた政策対応を中心に、金融政策運営の考え方についてご説明してきました。今回の政策対応もそうですが、日本銀行は、金融緩和が長期間継続する中、緩和の効果だけでなく、副作用にも配慮しながら、丁寧に政策運営を行っています。その結果として、政策手段が複雑になっている面はあります。

しかしながら、日本銀行が、物価安定目標の実現を目指して、金融緩和を行っているという方針自体は明確です。また、この点は、2013年に「物価安定の目標」を導入して以来、一貫しています。これまで、日本銀行が大規模な金融緩和を続けるもとの、経済は大きく改善し、デフレではない状態になりました。日本銀行としては、点検を踏まえた政策対応によって持続性と機動性を増した「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の枠組みのもとで、今後も、強力な金融緩和を粘り強く続けていくことで、使命である物価の安定を実現していく考えです。

また、そのためにも、当面は、感染症の影響への対応が重要です。「3つの柱」による現在の金融緩和措置をしっかりと実施することで、経済を支えて参りたいと思います。

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 —

2021年5月19日

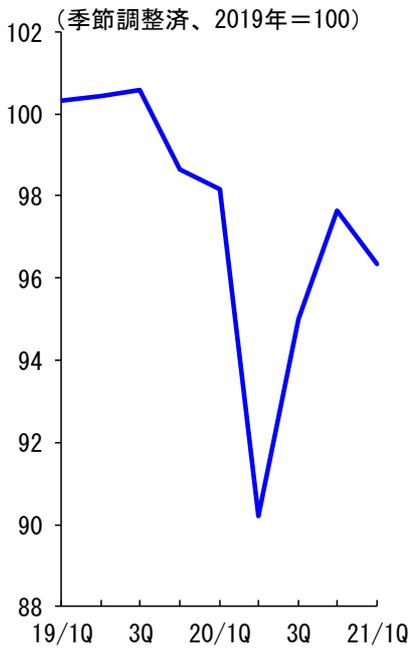
日本銀行総裁

黒田 東彦

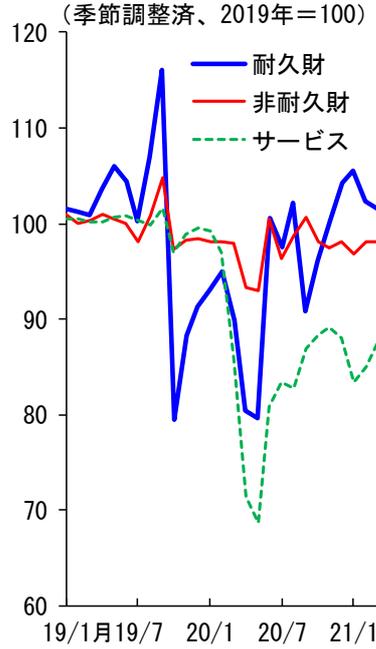
1. はじめに
2. 経済情勢
3. 物価情勢
4. 日本銀行の金融政策運営
5. おわりに

最近の経済情勢

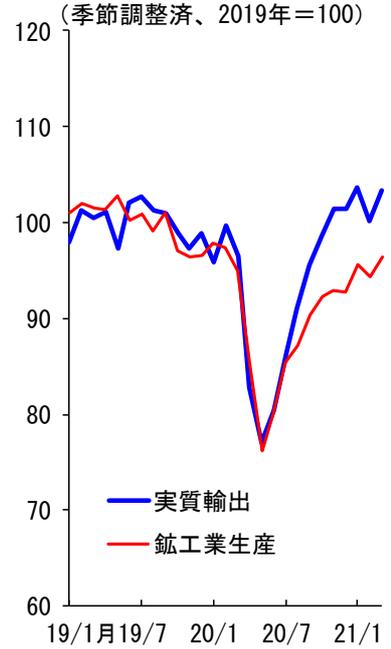
実質GDP



消費活動指数 (実質)



輸出・生産



(出所) 内閣府、日本銀行、経済産業省、財務省等

日本銀行の経済・物価見通し (2021年4月展望レポート)

政策委員の大勢見通し

—— 対前年度比、%、<>内は中央値

	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2020年度実績	-4.6	-0.4
2021年度	+3.6~+4.4 <+4.0>	0.0~+0.2 <+0.1>
1月時点の見通し	+3.3~+4.0 <+3.9>	+0.3~+0.5 <+0.5>
2022年度	+2.1~+2.5 <+2.4>	+0.5~+0.9 <+0.8>
1月時点の見通し	+1.5~+2.0 <+1.8>	+0.7~+0.8 <+0.7>
2023年度	+1.2~+1.5 <+1.3>	+0.7~+1.0 <+1.0>

(注) 「大勢見通し」は、各政策委員が最も蓋然性の高いと考える見通しの数値について、最大値と最小値を1個ずつ除いて、幅で示したものの。
(出所) 日本銀行

世界経済の動向

主要国・地域の経済成長率
(IMF 4月見通し)

(前年比、%、%ポイント)

	2019年	2020年	2021年 [見通し]	2022年 [見通し]
世界全体	2.8	-3.3 (0.2)	6.0 (0.5)	4.4 (0.2)
先進国	1.6	-4.7 (0.2)	5.1 (0.8)	3.6 (0.5)
米国	2.2	-3.5 (-0.1)	6.4 (1.3)	3.5 (1.0)
ユーロ圏	1.3	-6.6 (0.6)	4.4 (0.2)	3.8 (0.2)
英国	1.4	-9.9 (0.1)	5.3 (0.8)	5.1 (0.1)
日本	0.3	-4.8 (0.3)	3.3 (0.2)	2.5 (0.1)
新興国・途上国	3.6	-2.2 (0.2)	6.7 (0.4)	5.0 (0.0)
中国	5.8	2.3 (0.0)	8.4 (0.3)	5.6 (0.0)
インド	4.0	-8.0 (0.0)	12.5 (1.0)	6.9 (0.1)
ラ米	0.2	-7.0 (0.4)	4.6 (0.5)	3.1 (0.2)

世界経済成長率
(IMF 4月見通し)



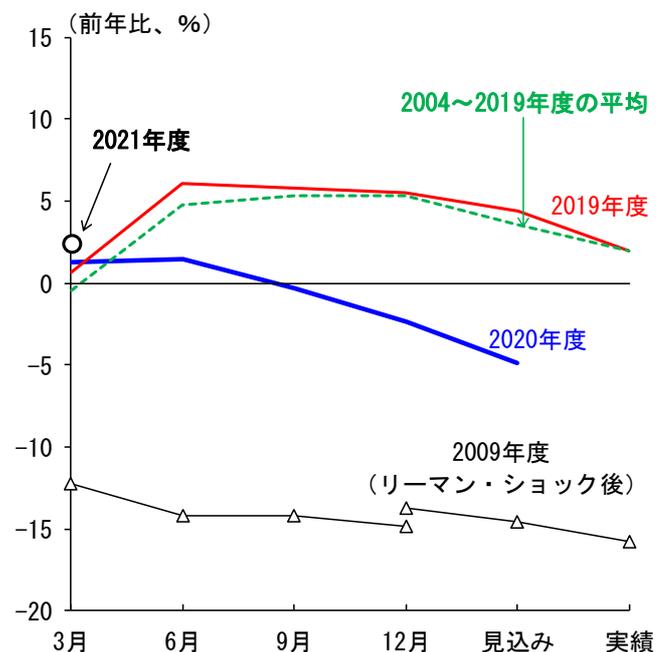
(注) 左図の () 内は、2021/1月見通しからの修正幅。
(出所) IMF

企業収益と設備投資

企業収益



設備投資計画 (短観)

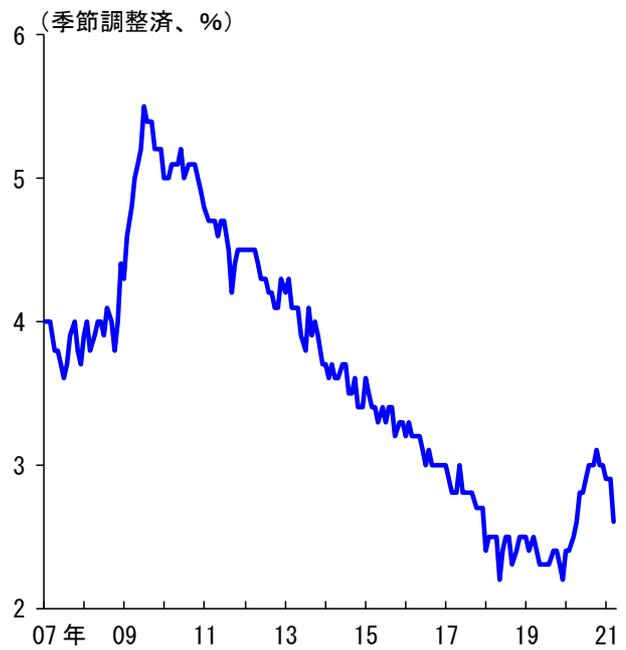
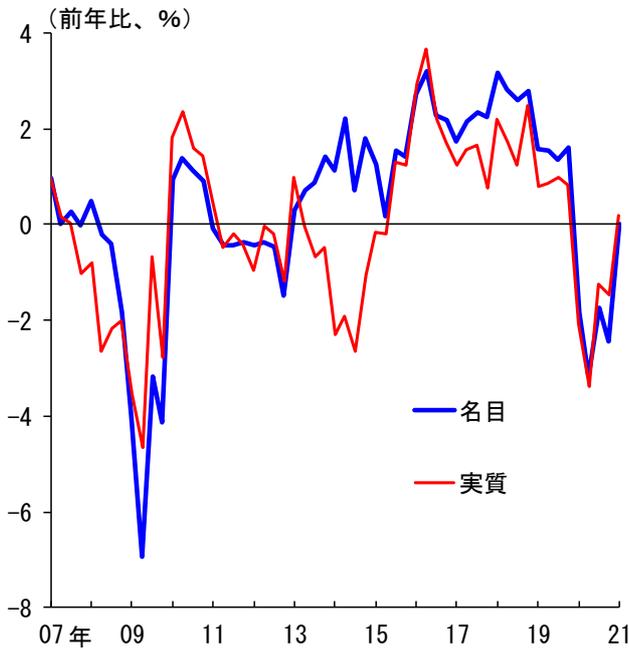


(注) 1. 左図の経常利益は、法人季報ベース。金融業、保険業を除く。2009/20以降は、純粋持株会社を除く。
2. 右図は、全産業全規模の値。ソフトウェア投資額・研究開発投資額を含み、土地投資額は含まない(2016/12月調査以前は、研究開発投資額を含まない)。2009/12月調査には、調査対象企業の見直しによる不連続が生じている。
(出所) 財務省、日本銀行

雇用・所得環境

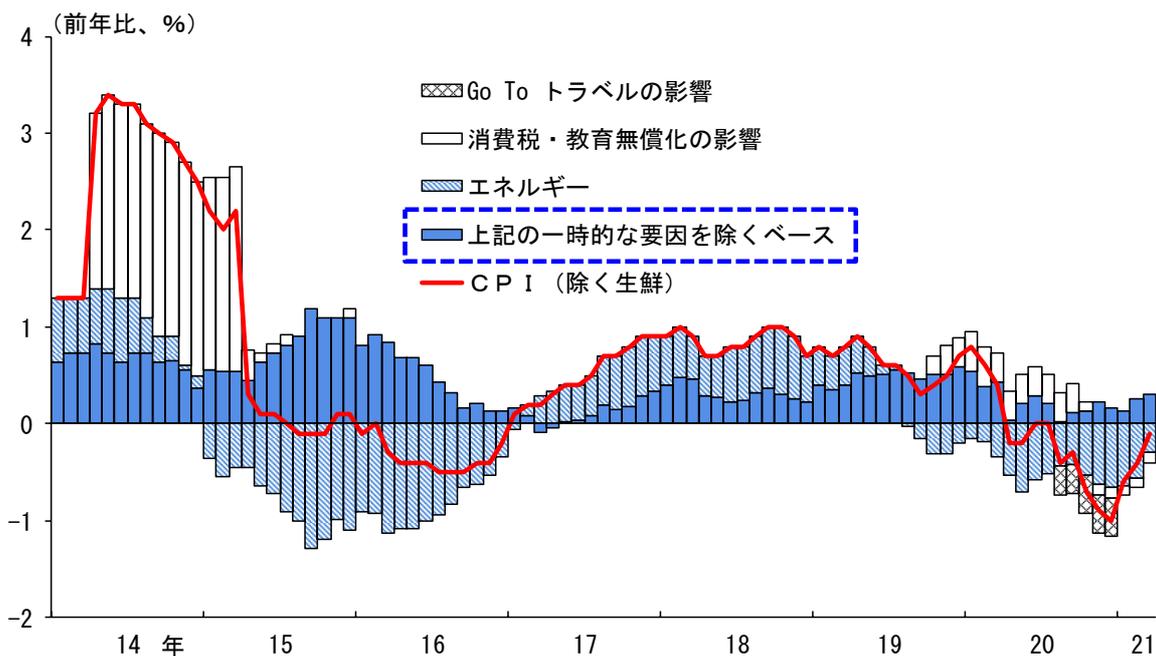
雇用者所得

失業率



(注) 左図の各四半期は、1Q: 3~5月、2Q: 6~8月、3Q: 9~11月、4Q: 12~2月。2021/1Qは、3月の値。雇用者所得=名目賃金(毎月勤労統計)×雇用者数(労働力調査)。実質値は、CPI(除く持家の帰属家賃)を用いて日本銀行スタッフが算出。
(出所) 厚生労働省、日本銀行、総務省

消費者物価



(注) 1. エネルギーは、石油製品・電気代・都市ガス代。
2. 2020/4月以降の消費税・教育無償化の影響は、高等教育無償化等の影響も加味した日本銀行スタッフによる試算値。
(出所) 総務省

日本銀行の新型コロナ対応

企業等の資金繰り支援

新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム

CP・社債等の買入れ：残高上限約20兆円（従来は約5兆円）
 新型コロナ対応金融支援特別オペ

金融市場の安定確保

円貨および外貨を潤沢かつ弾力的に供給

国債の積極的な買入れ
 米ドル資金供給オペ

ETF・J-REITの買入れ

ETF：上限年間約12兆円ペース
 J-REIT：上限年間約1,800億円ペース

7

3月金融政策決定会合のポイント

狙い：より効果的で持続的な金融緩和

「金融緩和の持続性強化」と「情勢変化に対する機動的な対応」

対応の骨子

① 「貸出促進付利制度」の創設

- 金利引き下げ時に、金融機関収益への影響を和らげる仕組み
 —— 貸出促進のための資金供給の残高に応じて、インセンティブを付利（短期政策金利に連動）
- 金融仲介機能への影響に配慮しつつ、機動的に長短金利の引き下げを行うことが可能となる

② 長期金利の変動幅の明確化（±0.25%）

- 緩和効果の確保と市場機能の維持の両立
- 「連続指値オペ制度」の導入

③ 新たなETF買入れ方針

- 年間約12兆円を上限に、必要に応じて買入れ（従来の約6兆円の原則は廃止）
- 買入れ対象は、TOPIX連動のみ

8