

# 金融政策の基本的な考え方と 経済・物価情勢の今後の展望

— 内外情勢調査会における講演 —

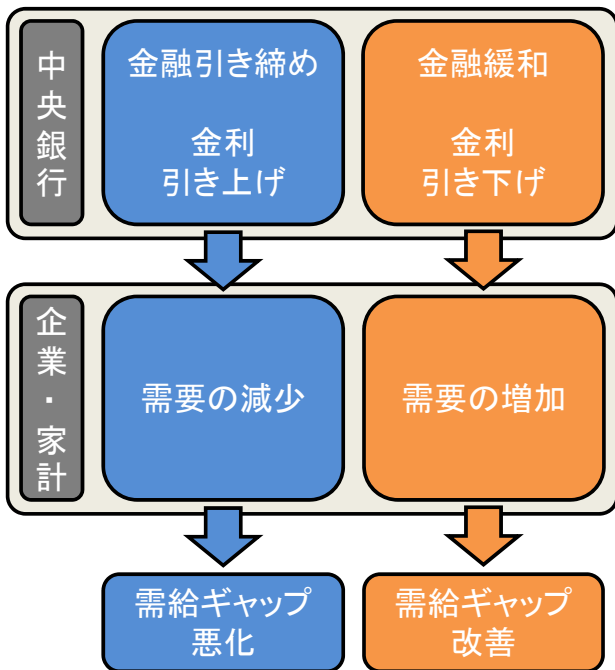
2023年5月19日

日本銀行総裁  
植田 和男

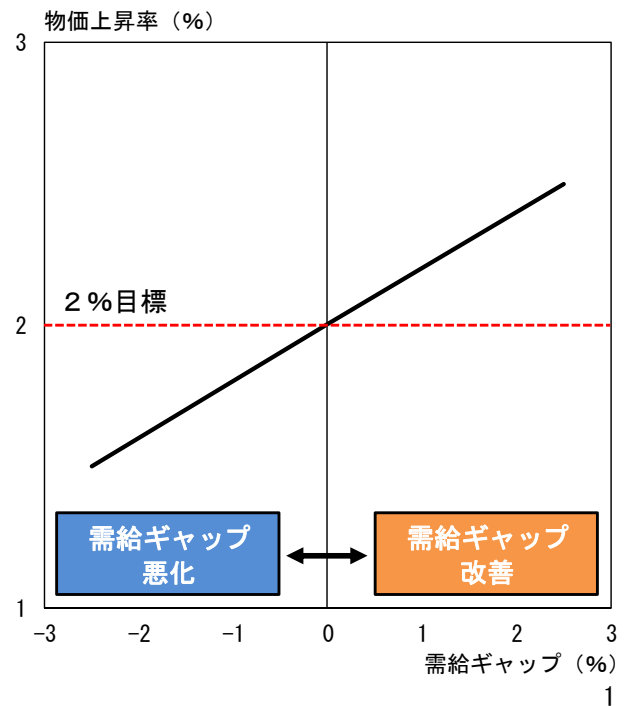
1. はじめに
2. 金融政策の基本的な考え方
3. 経済・物価情勢の展望と金融政策運営

## 伝統的な金融政策のメカニズム

### ①金利と経済の関係

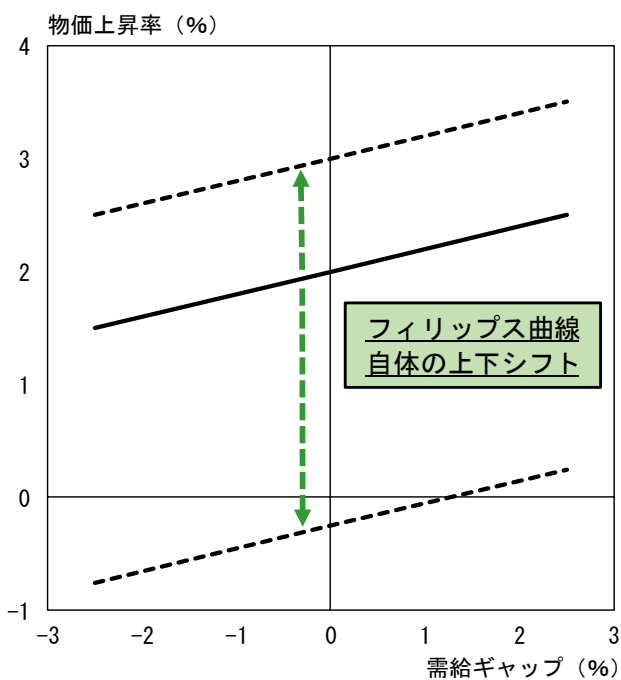


### ②経済と物価の関係 (フィリップス曲線<イメージ>)

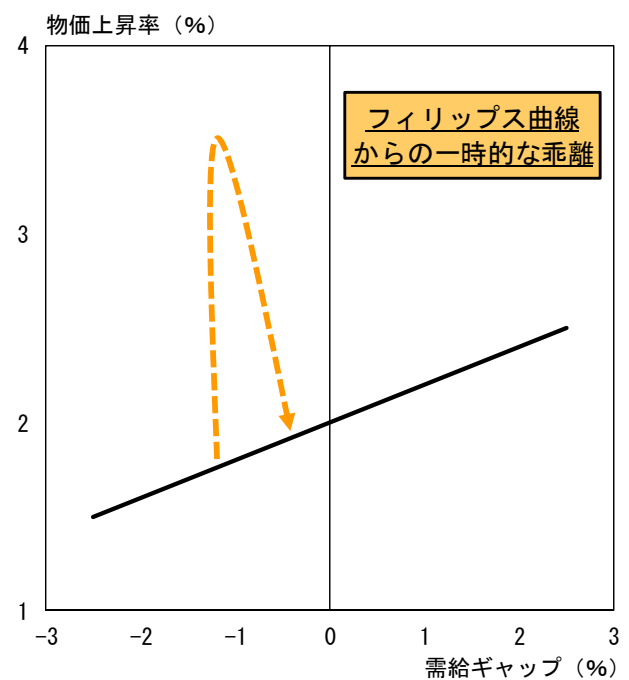


## 需給ギャップ以外の物価変動要因とその影響

### 予想物価上昇率



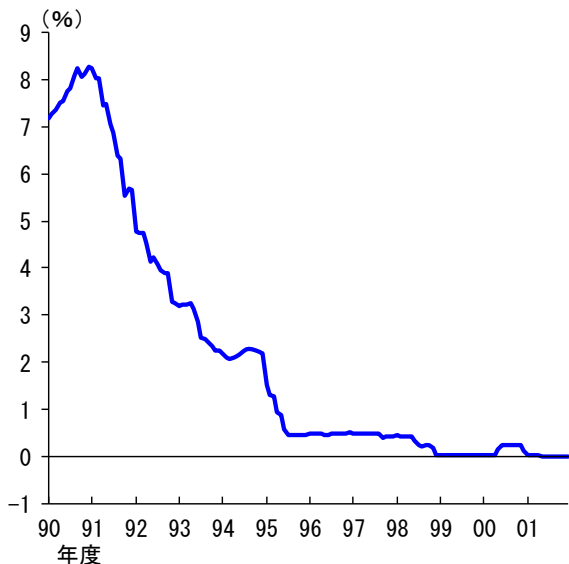
### 一時的な供給ショック



## バブル崩壊以降の2つの課題

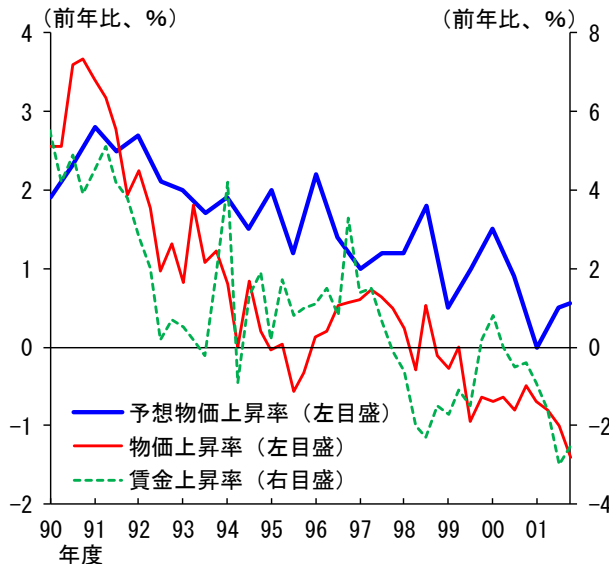
①金利の下限制約

翌日物金利



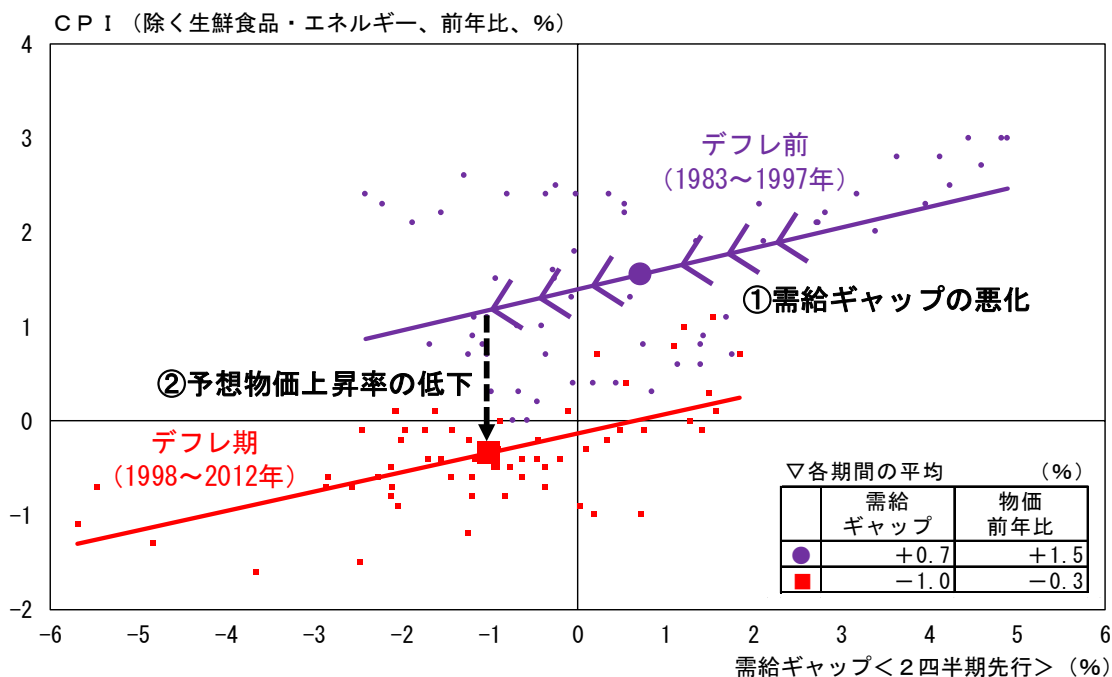
②賃金や物価が上がらないことを前提とした考え方や慣行の定着

予想物価上昇率



(注) 1. 左図は、無担保コールO/N物レートの月中平均。  
 2. 右図の予想物価上昇率は、エコノミストの6~10年先の見通し。物価上昇率は、消費者物価指数（総合、消費税率引き上げの影響を除く）。賃金上昇率の1990/10~12月以前は事業所規模30人以上、それ以降は同5人以上。  
 (出所) 日本銀行、Consensus Economics「コンセンサス・フォーキャスト」、総務省、厚生労働省

## フィリップス曲線の変化（デフレ期まで）



(注) ここでの物価（CPI）は、変動の大きい生鮮食品・エネルギーと、一時的な要因である消費税率引き上げ、教育無償化政策、旅行支援策、携帯電話通信料の影響を除いたものを使用している。ここで示したフィリップス曲線は、統計的手法で機械的に算出したものであり、幅を持ってみる必要がある（図表6、12も同じ）。  
 (出所) 総務省、日本銀行

## 非伝統的金融政策の変遷と「量的・質的金融緩和」

## 非伝統的金融政策の変遷

※括弧内は最初に導入した中央銀行

- 1999年4月：時間軸政策（フォワードガイダンス）の導入（日本銀行）  
——デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になるまで現在の政策を続ける、と約束。
- 2001年3月：量的緩和の導入（日本銀行）  
——金融市場調節の目標を、無担保コールレートから日本銀行当座預金残高に変更。
- 2008年11月～：大規模な資産買入れの導入（米国FRB）  
——リスク性資産である住宅ローン担保証券に加え、国債を大規模に買入れ。
- 2012年7月：マイナス金利政策の導入（デンマーク国民銀行）
- 2016年9月：イールドカーブ・コントロール（YCC）の導入（日本銀行）  
——短期金利を▲0.1%、長期金利をゼロ%程度で維持。

## 日本銀行の「量的・質的金融緩和」（2013年4月～）

- 先行きの金融政策運営方針に関するコミットメント
- 大規模な国債買入れによる長期金利の押し下げ  
——2016年1月にはマイナス金利政策、同年9月にはYCCを導入。
- ETF等リスク性資産買入れによる株式市場等のリスク・プレミアムへの働きかけ

## 効果

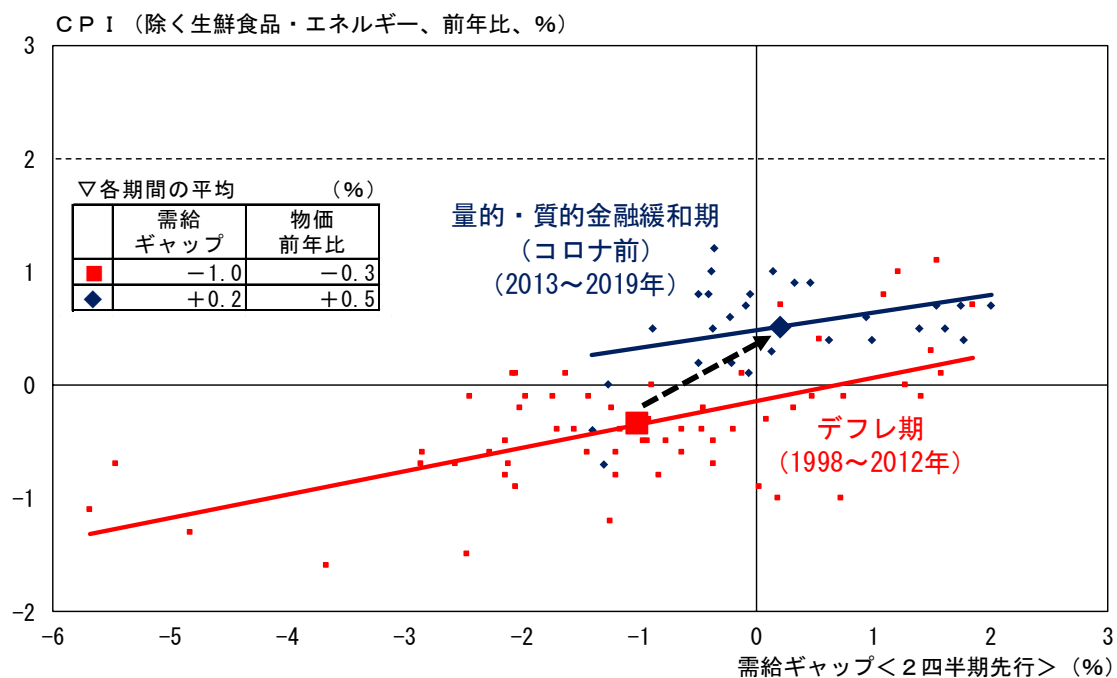
- 経済の改善・雇用の大幅な増加
- デフレではない状態が実現  
⇒経済・物価の押し上げ効果を発揮

## 副作用

- 金融仲介機能への影響
- 市場機能への影響  
⇒様々な工夫により対応

5

## フィリップス曲線の変化（QQE導入後）



(注) CPI（除く生鮮食品・エネルギー）は、一時的な要因（図表4脚注参照）を除く。  
(出所) 総務省、日本銀行

6

# 金融政策決定会合（2023年4月27・28日）

## 金融政策運営の「多角的なレビュー」

- わが国経済がデフレに陥った1990年代後半以降、**25年間**という長きにわたって、「物価の安定」の実現が課題となってきた。
- その間、様々な金融緩和策が実施されてきた。こうした金融緩和策は、わが国の経済・物価・金融の幅広い分野と、相互に関連し、影響を及ぼしてきた。
- このことを踏まえ、金融政策運営について、**1年から1年半程度の時間をかけて**、多角的にレビューを行うこととした。



## 先行きの金融政策運営方針

- 先行きの金融政策運営方針**を、感染症法上の分類変更や、感染症により内外経済・金融市場が影響を受けるリスクの低下を踏まえ、改めて整理。

### 基本方針を新たに記述

日本銀行は、内外の経済や金融市場を巡る不確実性がきわめて高い中、経済・物価・金融情勢に応じて**機動的に対応**しつつ、**粘り強く金融緩和を継続**していくことで、賃金の上昇を伴う形で、2%の「物価安定の目標」を持続的・安定的に実現することを目指していく。

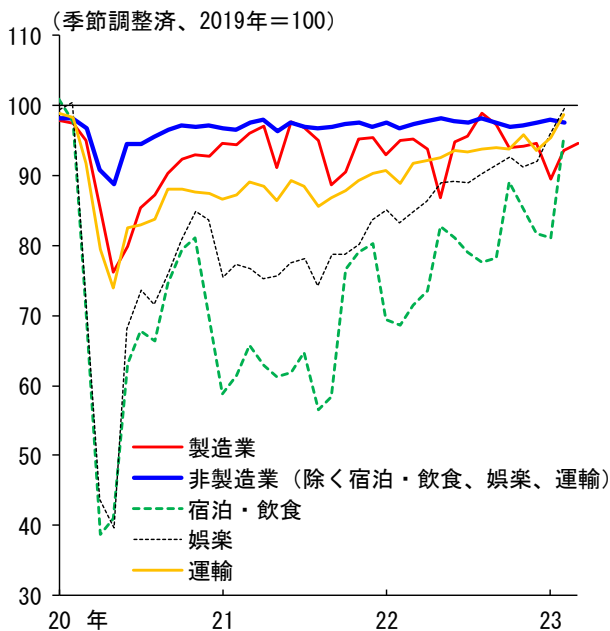
### 従来の方針を維持

「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、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。マネタリーベースについては、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続する。引き続き企業等の資金繰りと金融市場の安定維持に努めるとともに、**必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる。**

## 3. 経済・物価情勢の展望と金融政策運営

# 日本経済

## 業種別の経済活動



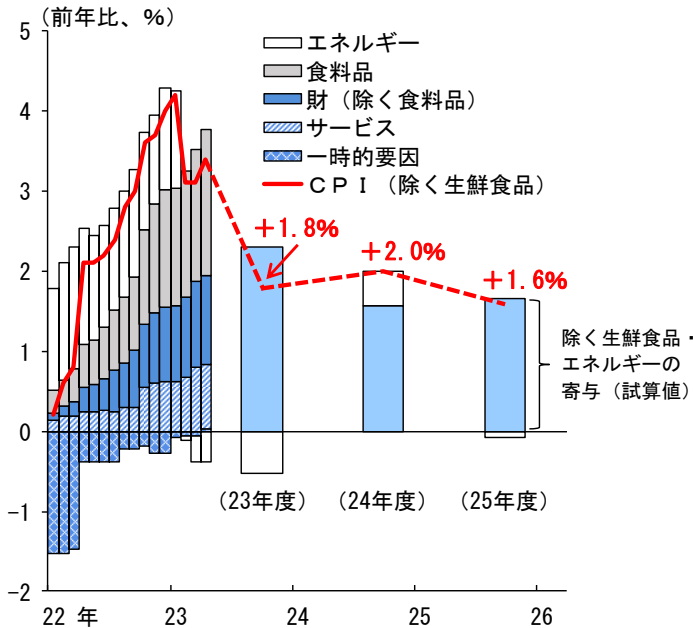
## 日本銀行の経済見通し



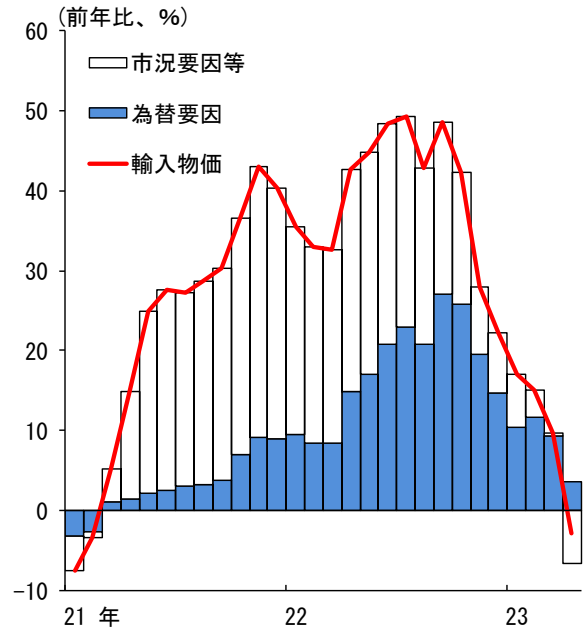
(注) 1. 左図の製造業は、鉱工業生産指数。その他は、第3次産業活動指数。  
 2. 右図の見通しは、政策委員見通しの中央値（2023/4月展望レポート）。2023年度以降の実質GDPの見通しの水準は、2022年度実績をベースに見通しの成長率を乗じて算出。  
 (出所) 経済産業省、内閣府、日本銀行

# 物価

## 日本銀行の物価見通し



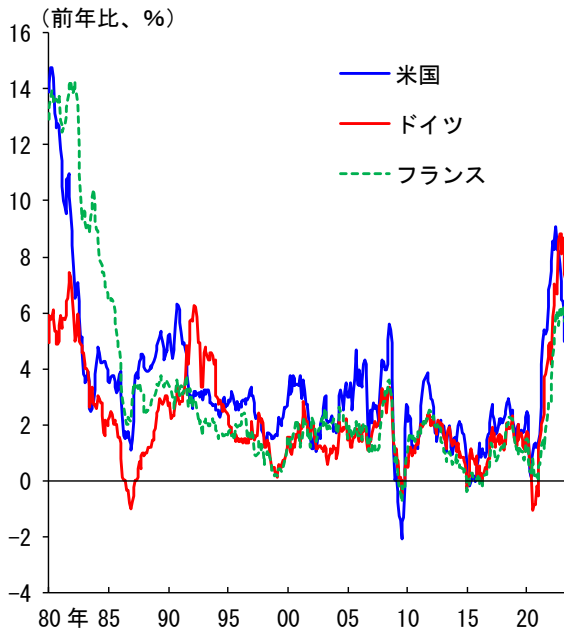
## 輸入物価



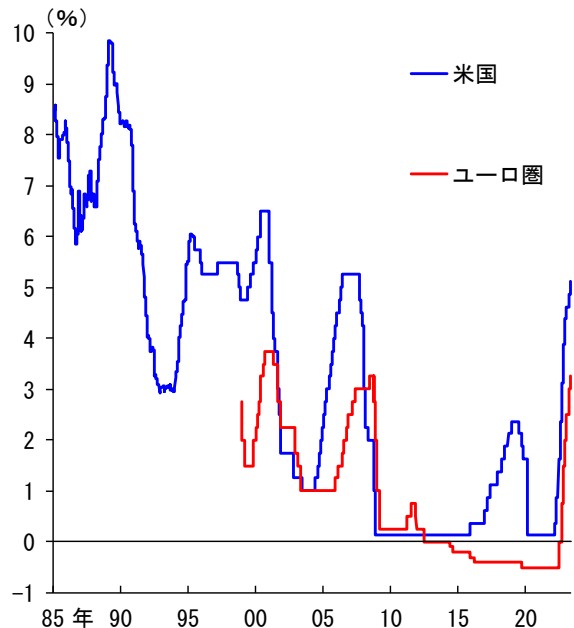
(注) 1. 左図の「一時的要因」は、携帯電話通信料と旅行支援策の影響からなる日本銀行スタッフによる試算値。見通しは、政策委員見通しの中央値(2023/4月展望レポート)。見通しの寄与度は、除く生鮮食品と除く生鮮食品・エネルギーの中央値と、ウエイトを用いて算出した試算値。  
 2. 右図の「市況要因等」は、輸入物価の契約通貨ベース指数の変動により説明される部分。「為替要因」は、円ベース指数と契約通貨ベース指数の乖離から算出。  
 (出所) 総務省、日本銀行

# 海外経済

## 物価上昇率



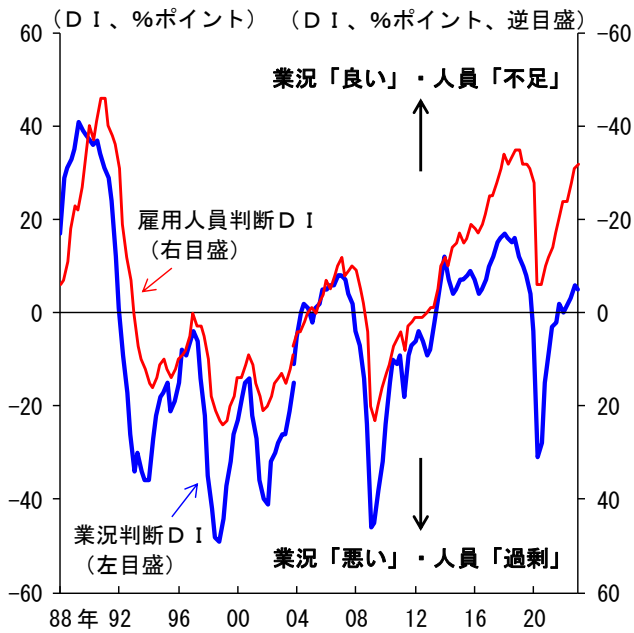
## 政策金利



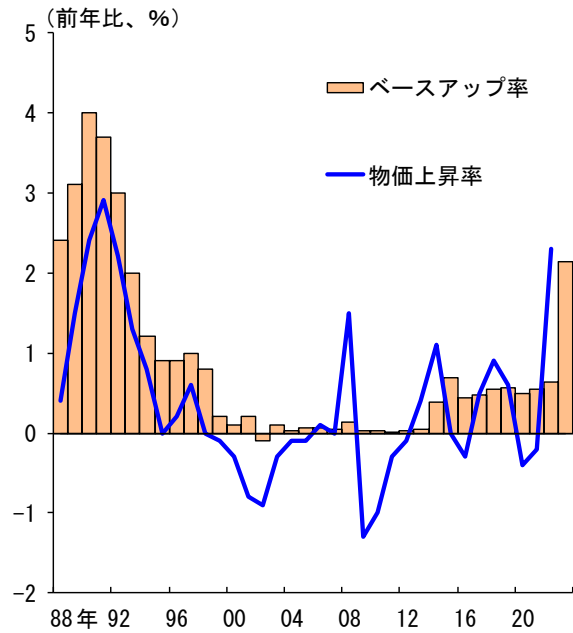
(注) 1. 左図は、各国の国内基準の消費者物価指数 (OECD集計)。  
 2. 右図の米国は、FF金利の誘導目標 (レンジの場合は中央値。1995/6月以前はFF金利実効レートの中平均)。ユーロ圏は、預金ファシリティ金利。  
 (出所) Haver、Bloomberg

# 賃金

## 業況感と雇用人員判断 (短観)

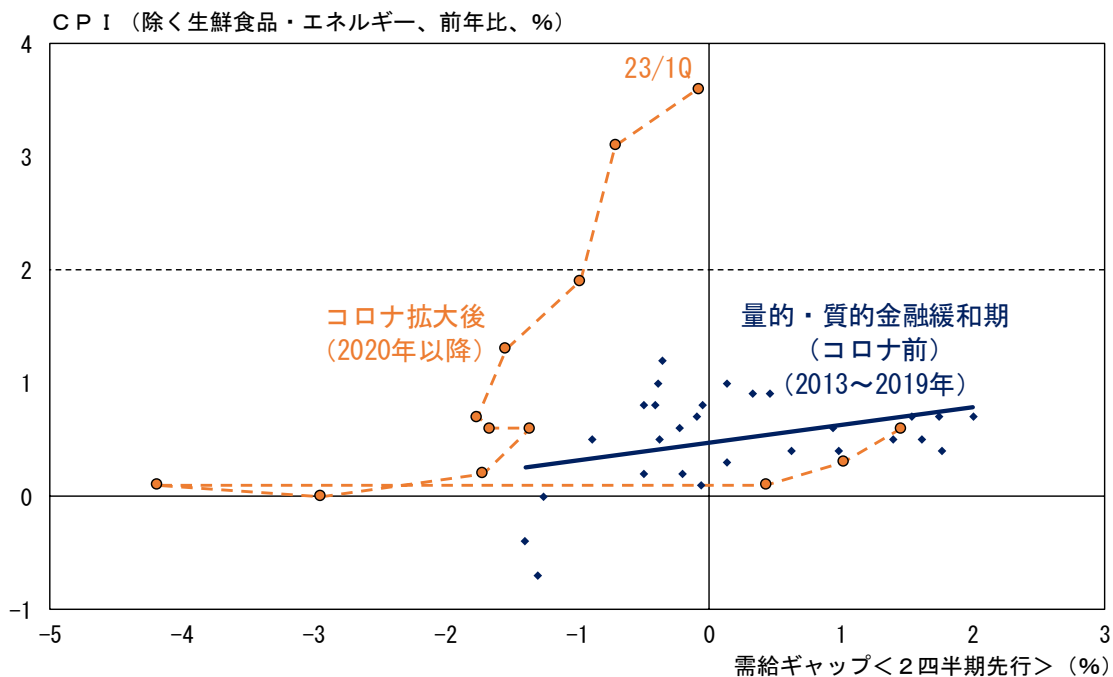


## 物価とベア



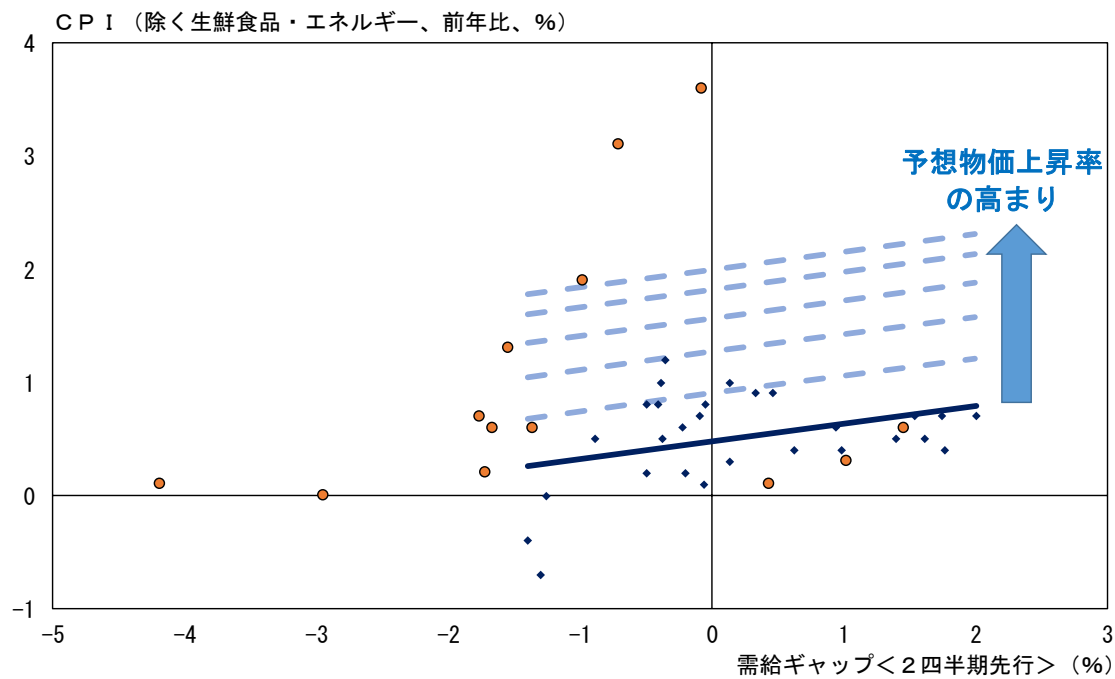
(注) 1. 左図は、全産業全規模ベース。2003/12月調査には、調査の枠組み見直しによる不連続が生じている。  
 2. 右図の物価上昇率は、消費者物価指数(除く生鮮食品、消費税率引き上げ等の影響を除く)。ベースアップ率の2023年は、連合の第5回集計時点。  
 (出所) 日本銀行、総務省、日本労働組合総連合会、中央労働委員会、労務行政研究所

# フィリップス曲線 (コロナ前後)



(注) CPI (除く生鮮食品・エネルギー) は、一時的な要因(図表4脚注参照)を除く。  
 (出所) 総務省、日本銀行

## フィリップス曲線の上方シフト



(注) CPI (除く生鮮食品・エネルギー) は、一時的な要因 (図表4脚注参照) を除く。  
 (出所) 総務省、日本銀行