

最近の金融経済情勢と金融政策運営

— 大分県金融経済懇談会における挨拶 —

2023年12月 6 日

日本銀行副総裁
氷見野 良三

1. はじめに

2. 経済・物価の現状と先行き

日米欧の経済と物価と金融政策

日本の物価の先行き—ミクロの企業ヒアリングから
物価上昇と価格設定行動の関係—マクロの分析から

3. 日本銀行の金融政策運営

粘り強い緩和の継続

将来出口を迎えた場合に何が起こるのか

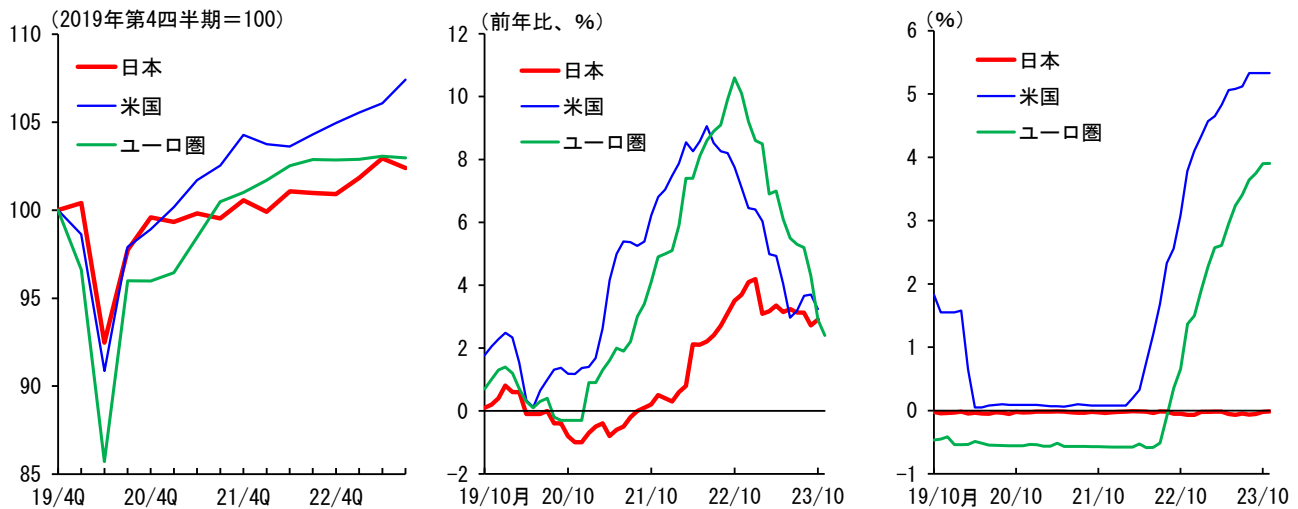
4. おわりに

日米欧の経済・物価・金融政策

実質GDP

消費者物価上昇率

短期金利



(注) 1. 中央図の消費者物価上昇率は、日本：除く生鮮食品（消費税の影響を除くベース）、米国：総合、ユーロ圏：総合。

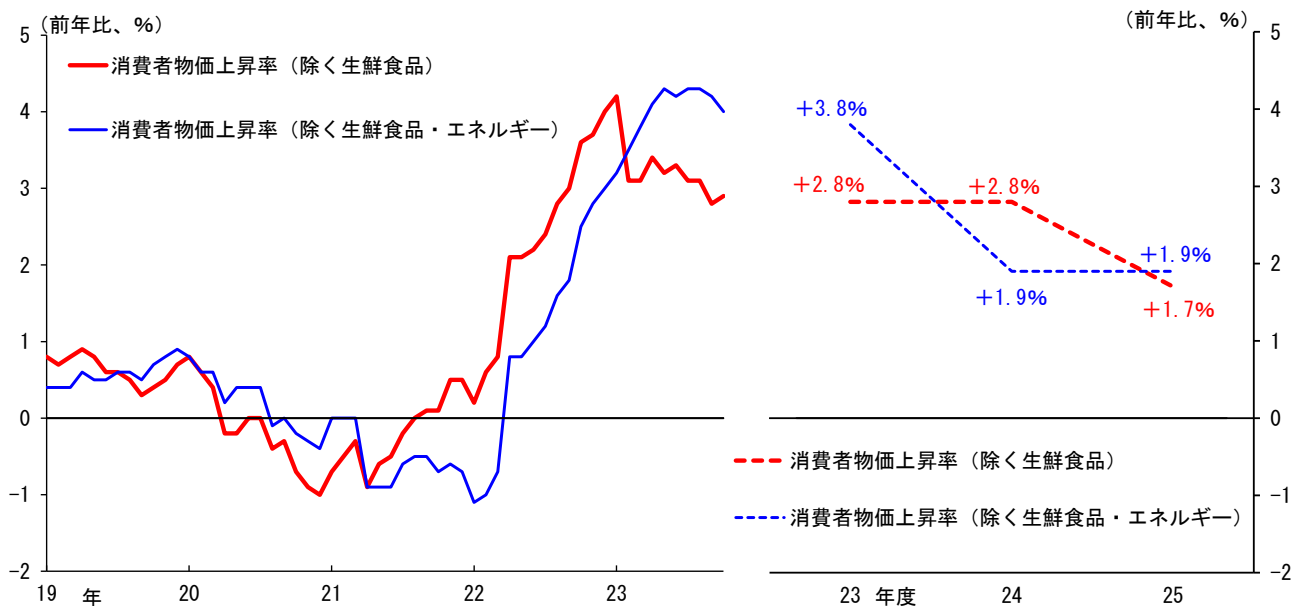
2. 右図の短期金利は、日本：無担保O/Nコールレート、米国：FF実効レート、ユーロ圏：EONIA（2019年まで）、ESTR（2020年以降）。

(出所) 内閣府、総務省、日本銀行、ECB、BEA、BLS、Bloomberg

1

日本銀行の物価見通し
(2023年10月展望レポート)

実績

見通し
(政策委員見通しの中央値)

(出所) 総務省、日本銀行

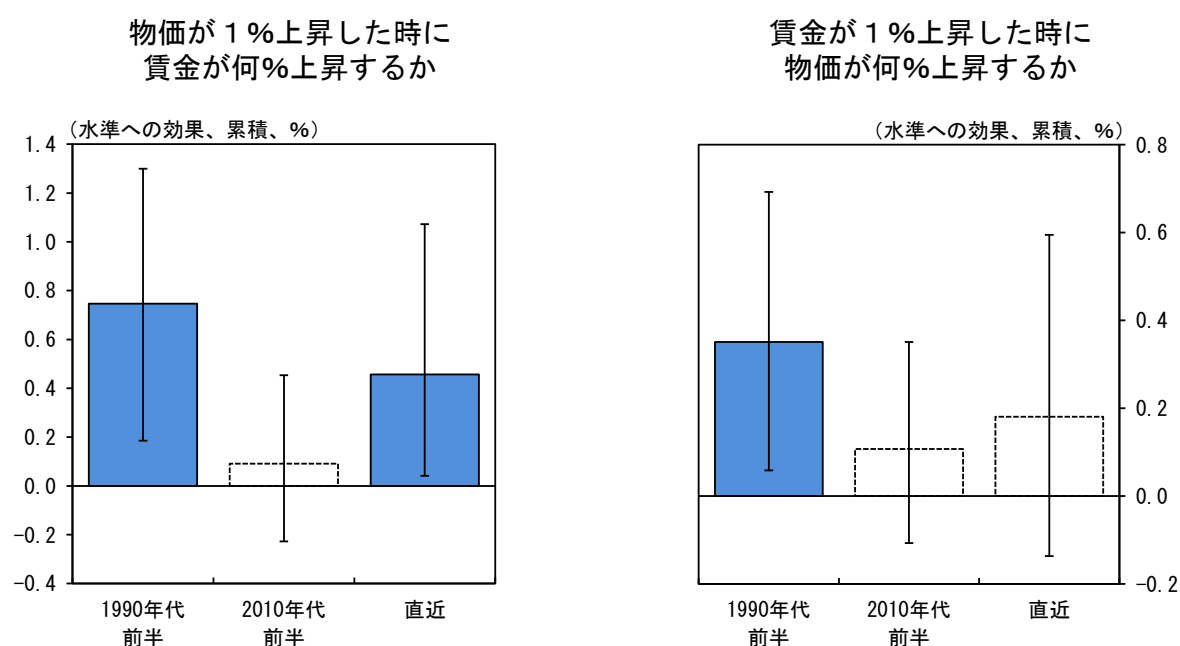
2

企業の賃金・価格設定行動の変化を4段階で考えてみると・・・

第1段階	輸入価格の上昇分を販売価格に反映する
第2段階	物価の上昇分を賃金に反映する
第3段階	賃上げに伴うコスト増を価格に反映する
第4段階	価格戦略に多様性が生まれ、「良い商品を安く」に加えて「魅力ある商品を相応しい価格で」にも取り組みやすくなり、生産性の向上のための選択肢も広がる

3

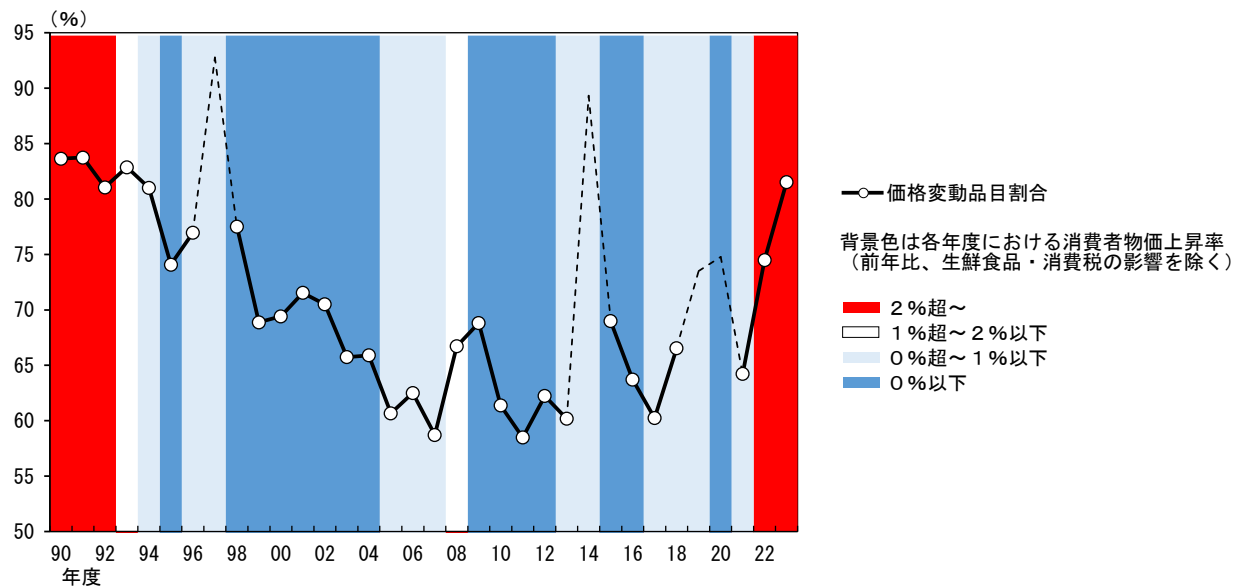
賃金と物価の相互連関



(注) 1. 需給ギャップ、名目賃金、消費物価指数（除く生鮮食品）からなる、時変パラメーターVARモデルを推計。輸入物価を外生変数としてコントロール。消費者物価指数は、一時的な要因を除いた日本銀行スタッフによる試算値。
 2. 4四半期後の累積インパルス応答を表示。誤差範囲は75%信頼区間、点線は有意でないことを示す。
 3. 1990年代前半、2010年代前半、直近は、それぞれ1991/2Q、2012/2Q、2023/2Q時点の値。
 (出所) 総務省、内閣府、厚生労働省、日本銀行

4

消費者物価指数の価格変動品目割合



(注) 1. 価格変動品目割合は、消費者物価指数のウェイトベース（前年比±0.5%超の品目ウェイトを足し上げて算出）。
2. 価格変動品目割合の算出における消費者物価指数は、生鮮食品および持家の帰属家賃を除くベース。
3. 消費税率が変更された時期（1997年度、2014年度、2019/10月～2020/9月）は点線で表示。
4. 2023年度は、4～10月の値。
(出所) 総務省

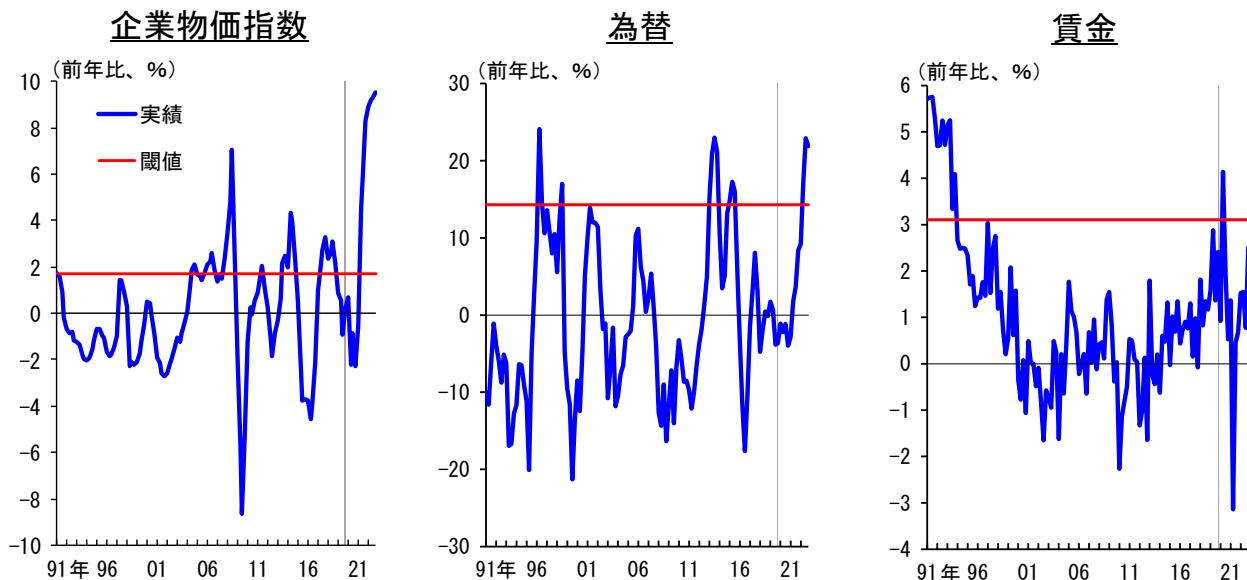
5

消費者物価への非線形なコストパズスルー： 閾値モデルによるアプローチ

佐々木貴俊・山本弘樹・中島上智、日本銀行ワーキングペーパーシリーズ（2023年5月）

- 企業物価や為替、賃金の上昇率がそれぞれの閾値を超えた場合、消費者物価上昇率へのパズスルーの度合いは大きくなる。

閾値の推計結果



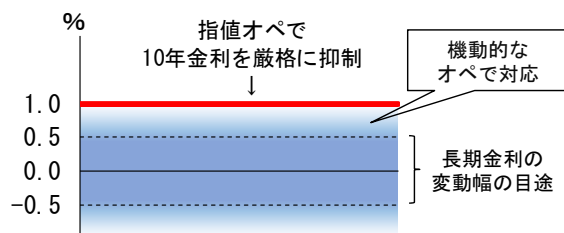
(注) 消費者物価上昇率（除く生鮮食品・エネルギー）の推計結果。推計期間は、1991～2019年。グレーの縦線は推計期間の終期を示す。
(出所) 総務省、厚生労働省、日本銀行、FRED

6

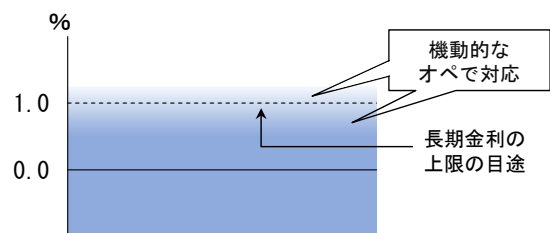
長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）の運用のさらなる柔軟化（2023年10月決定）

- 長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）＜短期：－0.1％、長期：ゼロ％程度＞のもとで粘り強く金融緩和を継続することで、経済活動を支え、賃金が上昇しやすい環境を整えていく
 - 消費者物価の基調的な上昇率は、見通し期間終盤にかけて、2％の「物価安定の目標」に向けて徐々に高まっていくとみているが、その際には賃金と物価の好循環が強まっていく必要
- 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、今後の情勢変化に応じて、金融市場で円滑な長期金利形成が行われるよう、長短金利操作の運用において、柔軟性を高めておくことが適当と判断

＜従来の運用＞



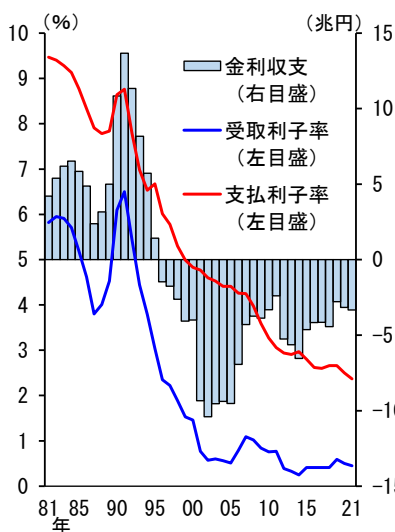
＜さらなる柔軟化後の運用＞



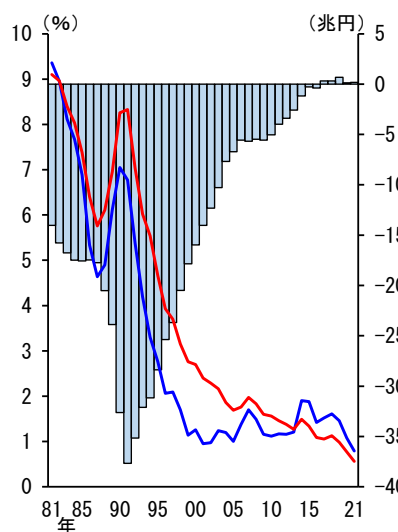
7

これまでの金利変化の各経済主体への影響

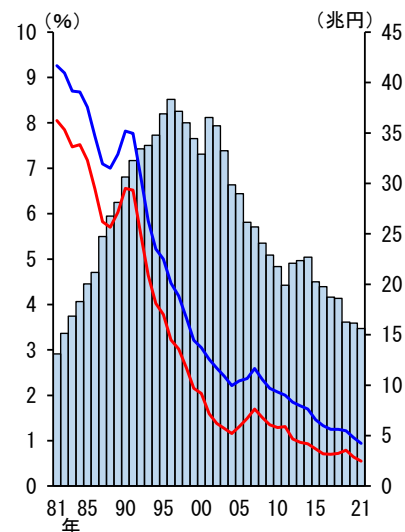
家計



企業



金融機関



金融政策の多角的レビューの実施方針

1. 分析の実施方針

- 過去25年間に実施してきた各種の非伝統的金融政策手段の効果について、それぞれの時点における経済・物価情勢との相互関係の中で理解するとともに、副作用を含めて金融市場や金融システムに及ぼした影響についても分析
 - グローバル化や少子高齢化などの環境変化が企業や家計の行動や賃金・物価形成メカニズムなどに及ぼした影響、およびその金融政策への含意などについても理解を深める
 - 具体的な分析テーマはレビューを進める中で柔軟に設定

2. 意見交換等の実施方針

- 多様な知見を取り入れつつ、客観性や透明性を高める観点から、日本銀行内での分析だけでなく、以下の様々な取り組みを実施
 - 既存の調査・レポート等の活用、パブリック・コメントの実施
 - 「金融経済懇談会」等における意見交換
 - ワークショップの開催等（第1回は12月4日に開催、第2回は来年5月を予定）
 - 海外識者との意見交換