



# わが国の経済・物価情勢と金融政策

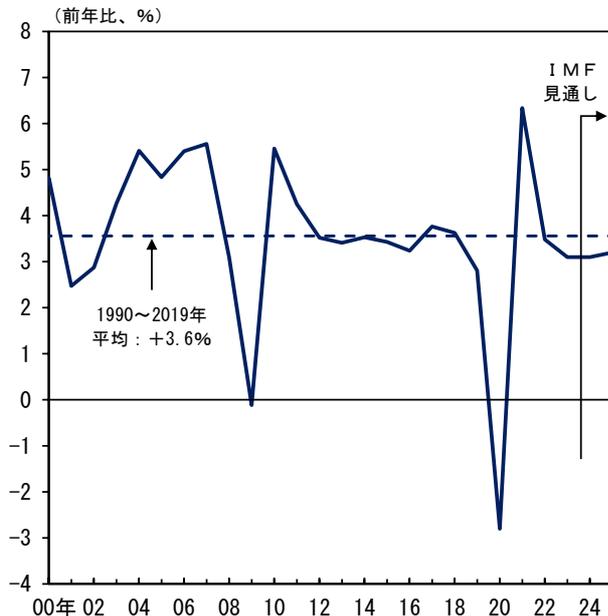
## — 滋賀県金融経済懇談会における挨拶 —

2024年2月29日  
日本銀行 政策委員会審議委員  
高田 創

図表1

### 海外経済の動向（IMFの2024年1月見通し）

世界経済成長率

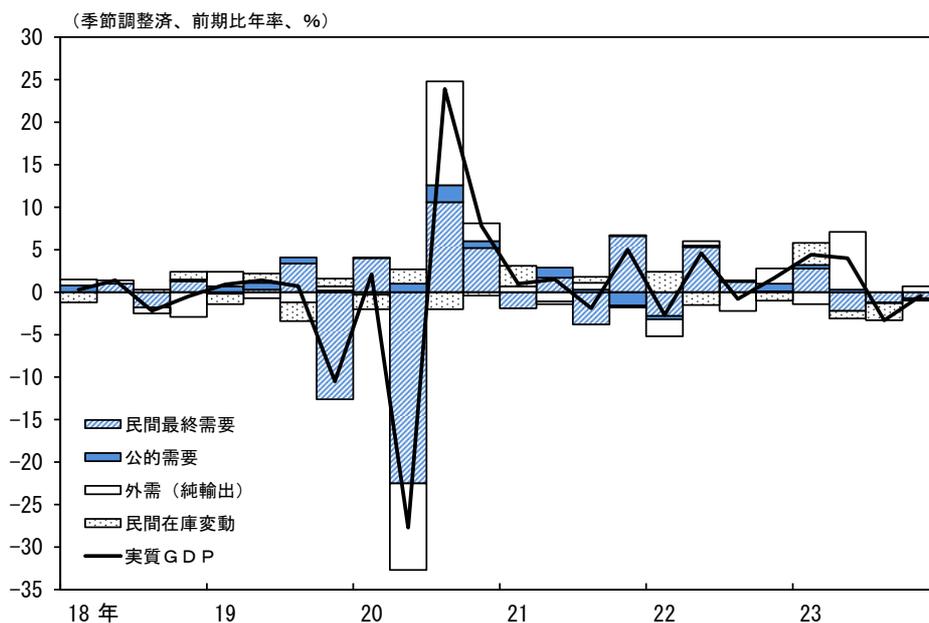


主要国・地域の経済成長率

	(前年比、%、%ポイント)			
	2022年	2023年	2024年 [見通し]	2025年 [見通し]
世界全体	3.5	3.1	3.1 (0.2)	3.2 (0.0)
先進国	2.6	1.6	1.5 (0.1)	1.8 (0.0)
米国	1.9	2.5	2.1 (0.6)	1.7 (-0.1)
ユーロ圏	3.4	0.5	0.9 (-0.3)	1.7 (-0.1)
英国	4.3	0.5	0.6 (0.0)	1.6 (-0.4)
日本	1.0	1.9	0.9 (-0.1)	0.8 (0.2)
新興国・途上国	4.1	4.1	4.1 (0.1)	4.2 (0.1)
中国	3.0	5.2	4.6 (0.4)	4.1 (0.0)
インド	7.2	6.7	6.5 (0.2)	6.5 (0.2)
ASEAN-5	5.5	4.2	4.7 (0.2)	4.4 (-0.1)

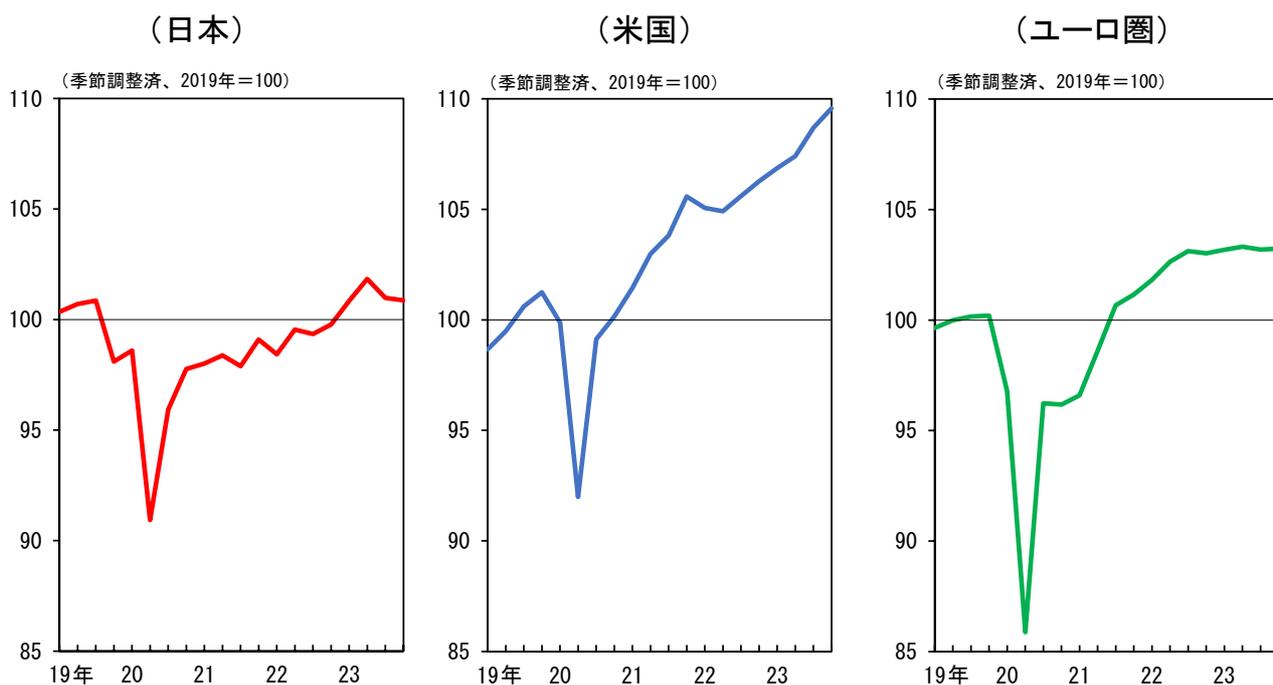
(注) 右図の( )内は、2023/10月見通しからの修正幅。ASEAN-5は、インドネシア、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイ。  
(出所) IMF

# 実質 GDP 成長率



(注) 民間最終需要 = 民間需要 - 民間在庫変動  
(出所) 内閣府

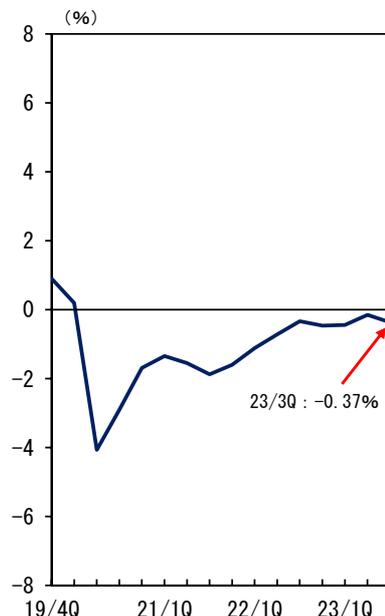
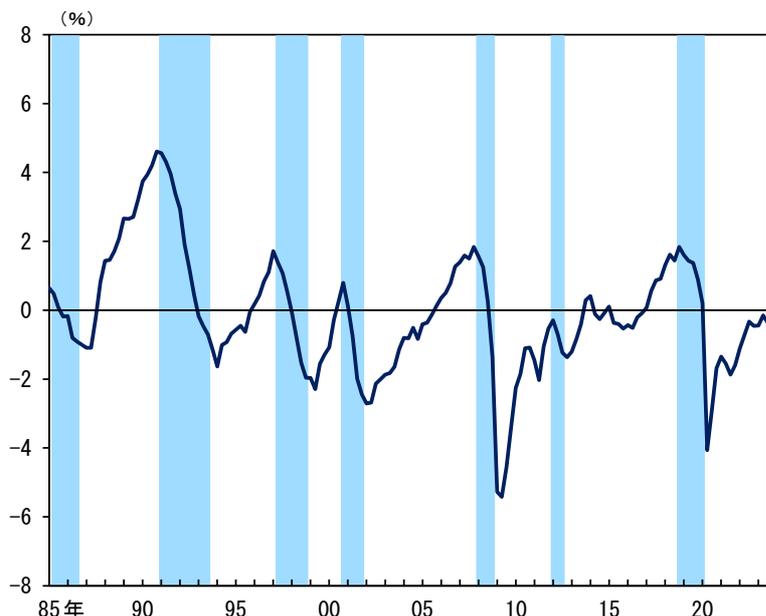
# 日米欧の実質 GDP



(出所) 内閣府、U.S. Bureau of Economic Analysis、Eurostat

# 需給ギャップ

(感染症拡大後の動き)



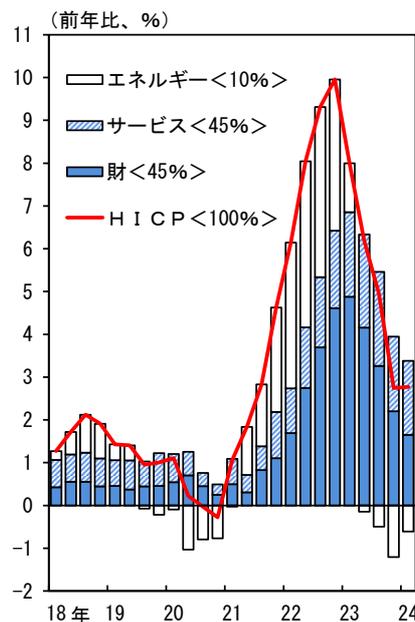
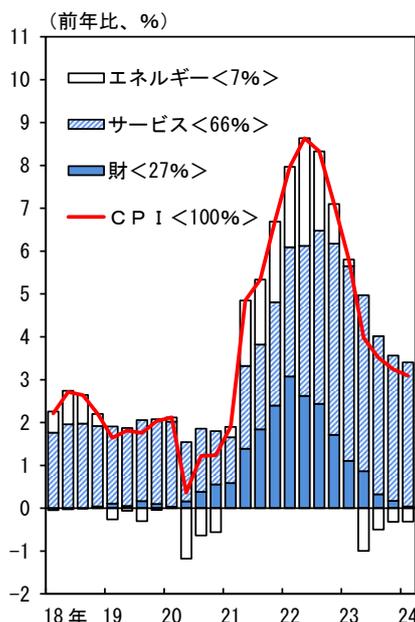
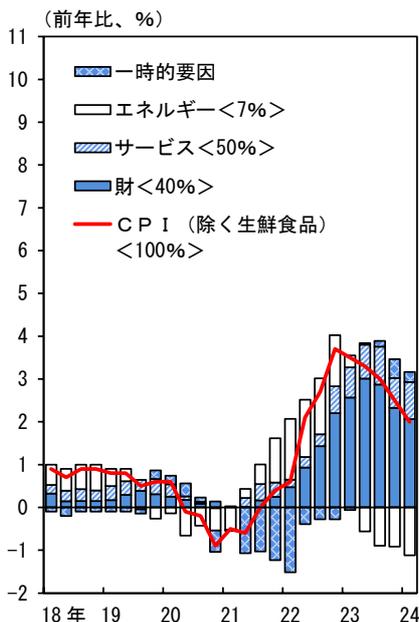
(注) 1. 日本銀行スタッフによる推計値。  
 2. シャドー部分は、景気後退局面。  
 (出所) 日本銀行

# 日米欧のインフレ率

(日本)

(米国)

(ユーロ圏)



(注) 1. 日本の「一時的要因」は、消費税率引き上げ・教育無償化政策、旅行支援策、携帯電話通話料の影響からなる日本銀行スタッフによる試算値。  
 2. < >内はウエイト。2024年1Qは、いずれも1月の値。  
 (出所) 総務省、Haver

# 政策委員の大勢見通し (2024年1月展望レポート)

——対前年度比、%。なお、< >内は政策委員見通しの中央値。

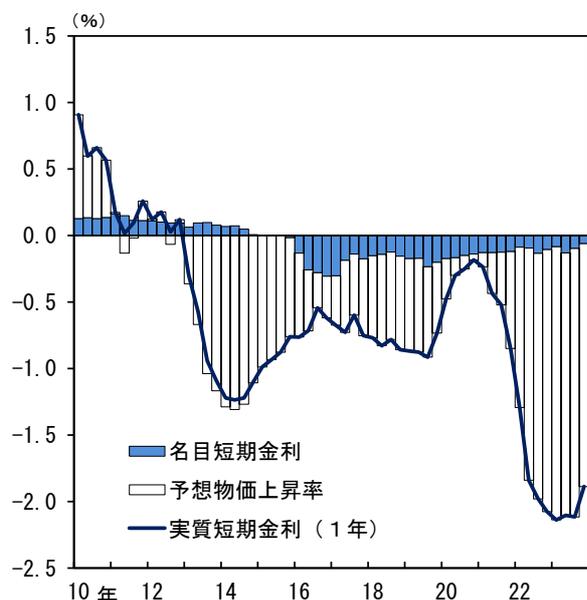
	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	(参考) 消費者物価指数 (除く生鮮食品・エネルギー)
2023年度	+1.6 ~ +1.9 <+1.8>	+2.8 ~ +2.9 <+2.8>	+3.7 ~ +3.9 <+3.8>
10月時点の見通し	+1.8 ~ +2.0 <+2.0>	+2.7 ~ +3.0 <+2.8>	+3.5 ~ +3.9 <+3.8>
2024年度	+1.0 ~ +1.2 <+1.2>	+2.2 ~ +2.5 <+2.4>	+1.6 ~ +2.1 <+1.9>
10月時点の見通し	+0.9 ~ +1.4 <+1.0>	+2.7 ~ +3.1 <+2.8>	+1.6 ~ +2.1 <+1.9>
2025年度	+1.0 ~ +1.2 <+1.0>	+1.6 ~ +1.9 <+1.8>	+1.8 ~ +2.0 <+1.9>
10月時点の見通し	+0.8 ~ +1.2 <+1.0>	+1.6 ~ +2.0 <+1.7>	+1.8 ~ +2.2 <+1.9>

(注) 1. 「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、幅で示したものであり、その幅は、予測誤差などを踏まえた見通しの上限・下限を意味しない。  
2. 各政策委員は、既に決定した政策を前提として、また先行きの政策運営については市場の織り込みを参考にして、上記の見通しを作成している。  
(出所) 日本銀行

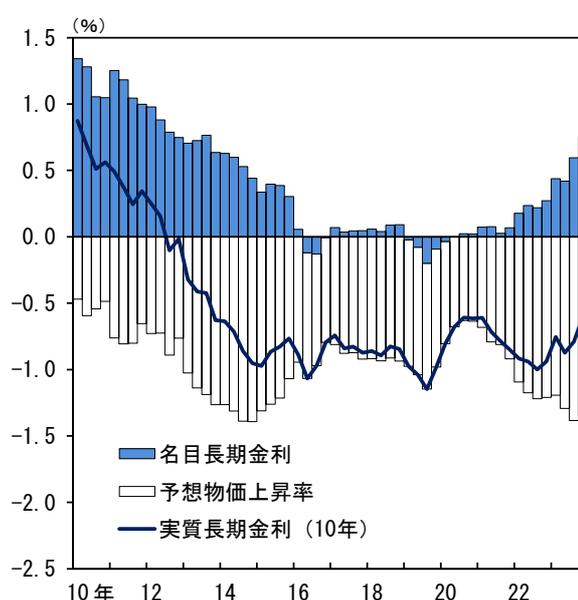
図表 7

## 実質金利

実質短期金利 (1年)

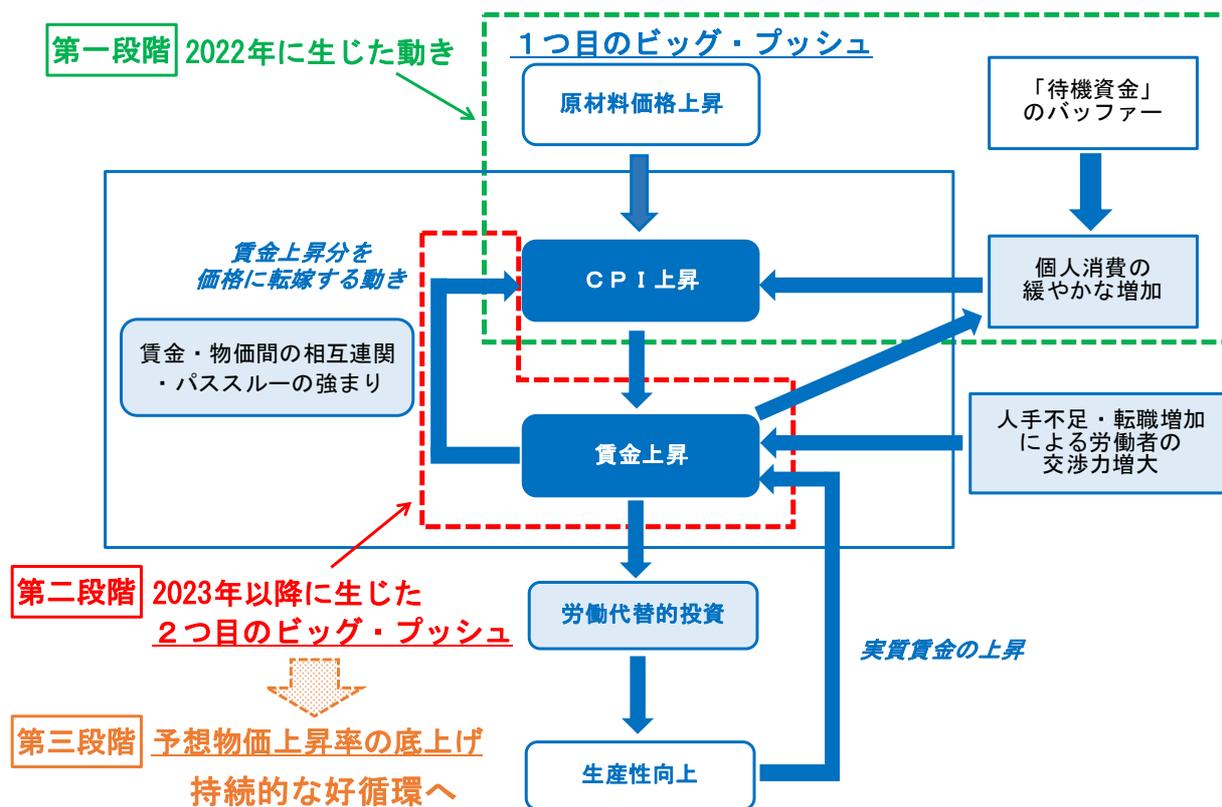


実質長期金利 (10年)



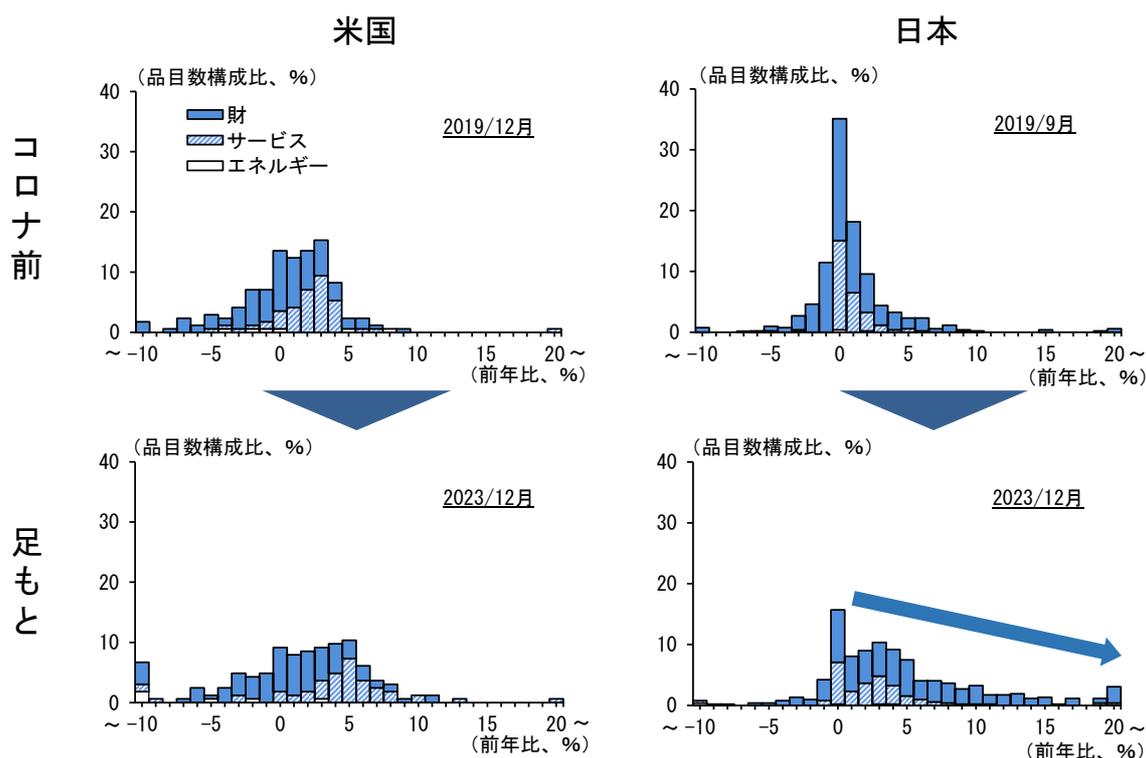
(注) 実質金利は、各年限の国債利回りから予想物価上昇率を差し引いて算出。予想物価上昇率は、様々な経済主体(企業・家計・専門家)の年限ごとのインフレ予想の情報を用いて日本銀行スタッフが推計。具体的には、企業は短観、家計は生活意識に関するアンケート調査、専門家はQUICK調査、コンセンサス・フォーキャスト、インフレ・スワップ・レートのデータを使用。  
(出所) 日本銀行、QUICK「QUICK月次調査<債券>」、Consensus Economics「コンセンサス・フォーキャスト」、Bloomberg

# 賃金と物価との相互連関の考え方(目標実現への3段階)



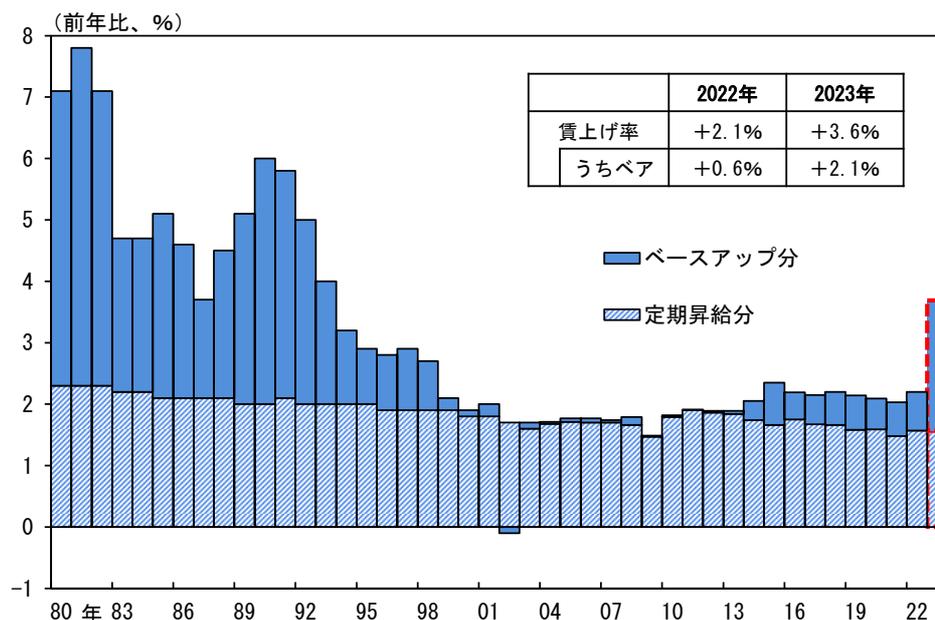
図表 9

## 消費者物価上昇率の品目別分布



(注) 米国は総合、日本は除く生鮮食品。コロナ前の日本は、消費税率引き上げの影響が生じる前の2019/9月のデータを用いている。  
 (出所) U. S. Bureau of Labor Statistics、総務省

# 賃上げ率



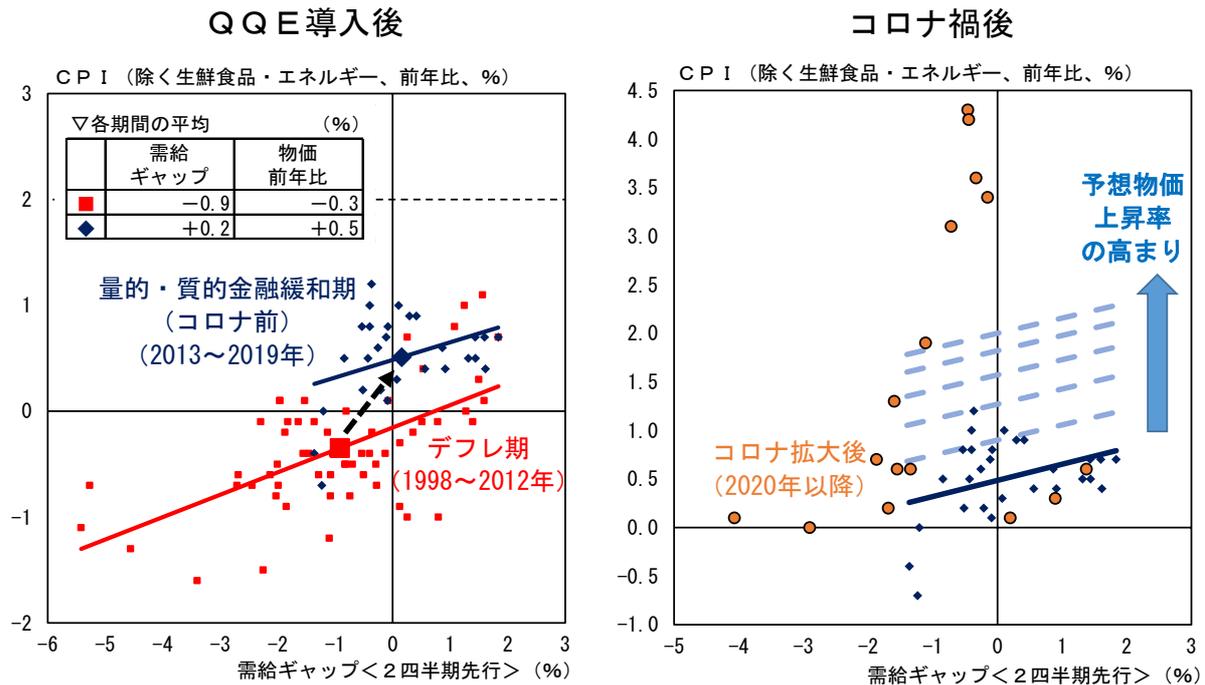
(注) 2014年までは中央労働委員会、2015~2023年は連合の公表値。  
 (出所) 日本労働組合総連合会、中央労働委員会

# 予想物価上昇率



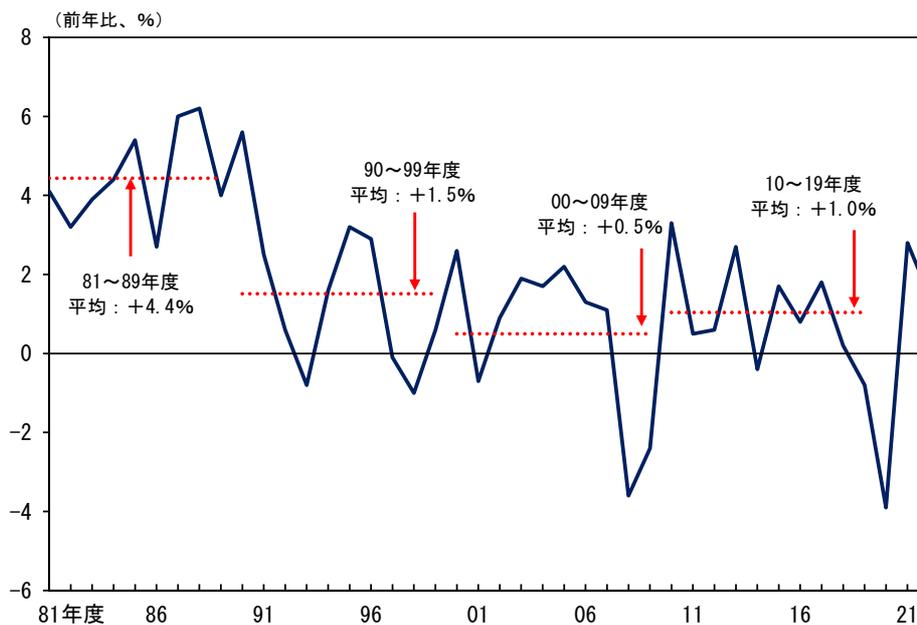
(注) エコノミストは、ESPフォーキャスト。家計は、5択選択情報を用いた修正カルソン・パーキン法による。企業は、全産業全規模ベースの物価全般の見通し(平均値)。  
 (出所) 日本銀行、QUICK「QUICK月次調査<債券>」、JCER「ESPフォーキャスト」

# フィリップス曲線の変化



(注) CPIは、変動の大きい生鮮食品・エネルギー、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日本銀行スタッフによる試算値。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。  
 (出所) 総務省、日本銀行

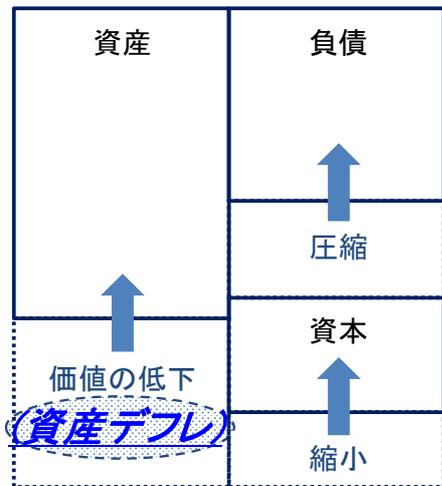
# 実質GDP成長率の長期推移



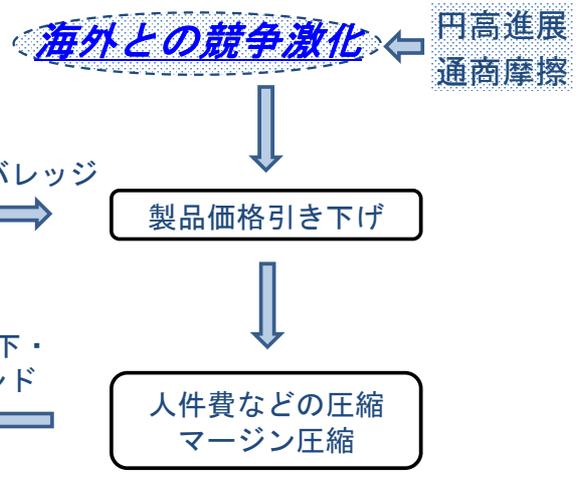
(注) 1981~1994年度は、簡易遊及系列。  
 (出所) 内閣府

## バブル崩壊後の企業行動（私見）

### バランスシート（B/S）



### 損益計算書（P/L）



「持たない経営」

「リストラ経営」

個別企業レベルでは  
財務体質が改善

マクロでは信用収縮  
・デフレが発生  
長い時間の中、ノルム化

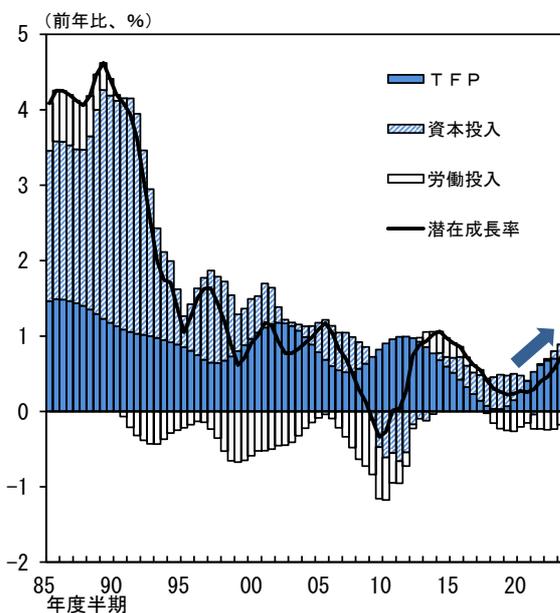
個別企業レベルでは  
収益性が改善

投資抑制・デレバレッジ

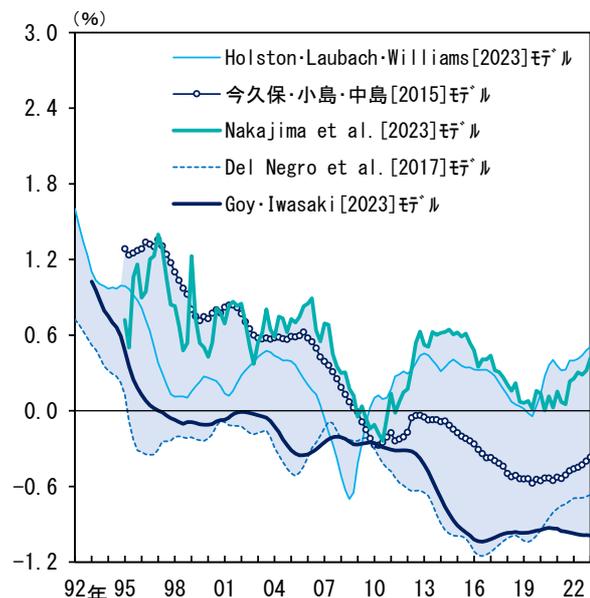
成長期待の低下・  
悲観的マインド

## 潜在成長率と自然利子率

### 潜在成長率



### 自然利子率

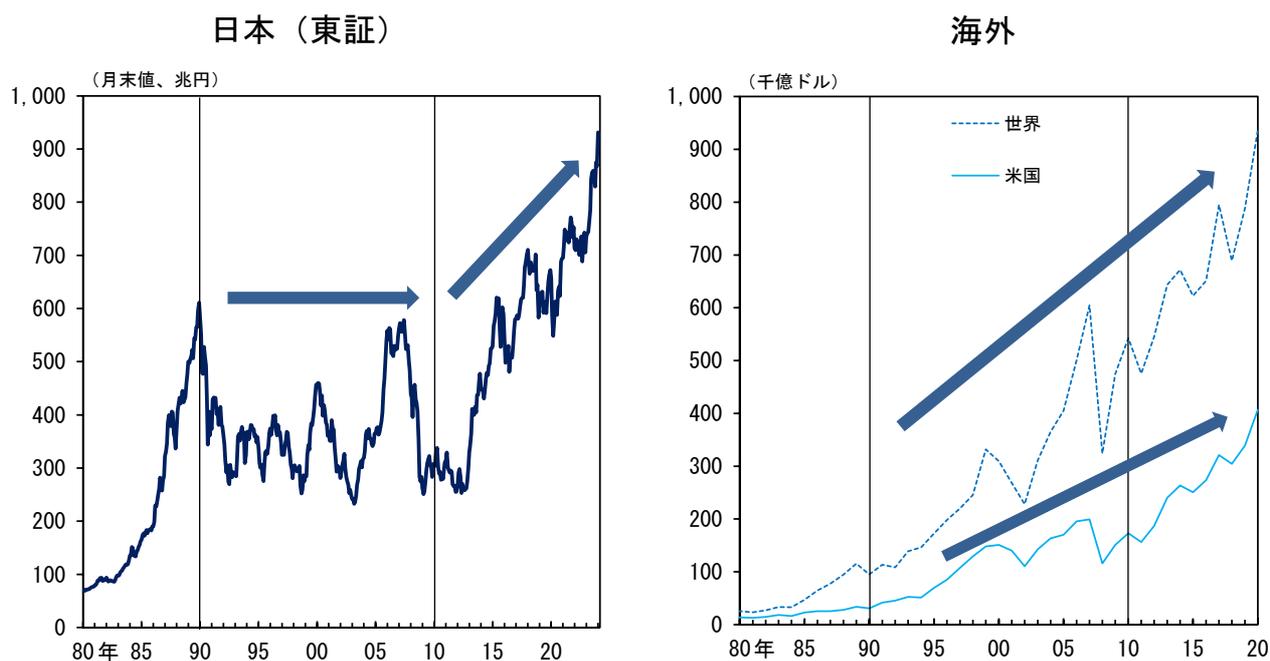


(注) 1. 左図は、日本銀行スタッフによる推計値。

2. 右図のシャドーは推計された自然利子率の最小から最大値のバンド。表記モデルをベースに推計した試算。

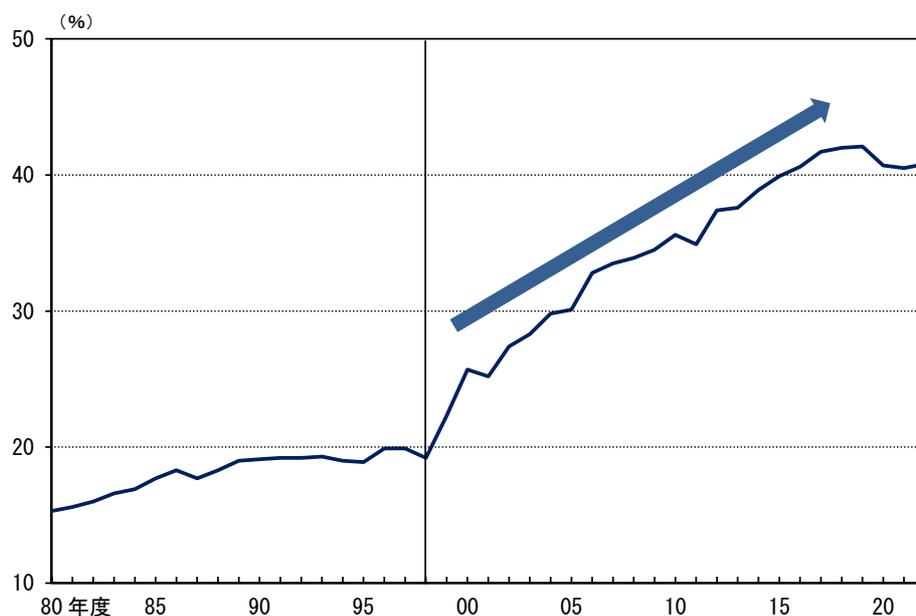
(出所) 財務省、総務省、内閣府、日本銀行、Bloomberg、Consensus Economics「コンセンサス・フォーキャスト」

## 株式時価総額



(注) 右図は、World Development IndicatorsのMarket capitalization of listed domestic companies (current US\$)。  
 (出所) 日本取引所グループ、世界銀行

## 企業の自己資本比率



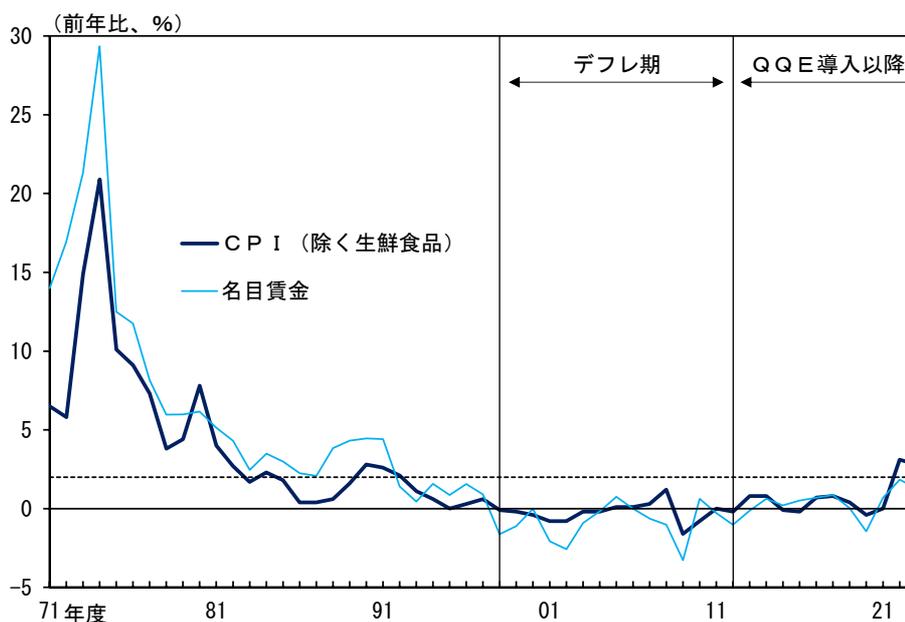
(注) 「法人企業統計調査年報」ベース。金融業、保険業を除く。  
 (出所) 財務省

## ドル円相場



(出所) 日本銀行

## 物価と給与



(注) 1. CPIは、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日本銀行スタッフによる試算値。2023年度は、4～1月の値。

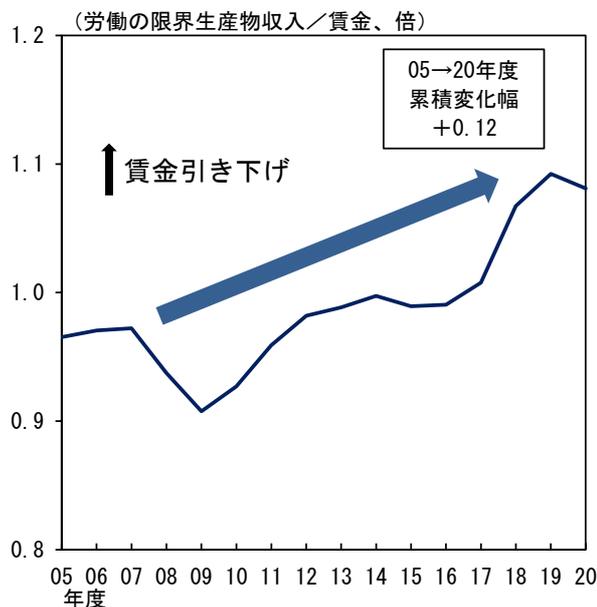
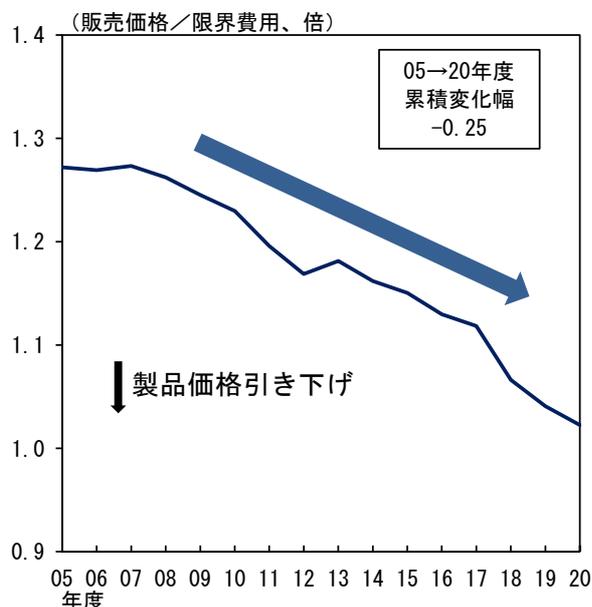
2. 名目賃金は、1990年度以前は30人以上の事業所、1991年度以降は5人以上の事業所が対象。2023年度は、4～12月の値。

(出所) 総務省、厚生労働省

# 価格マークアップと賃金マークダウン

価格マークアップ

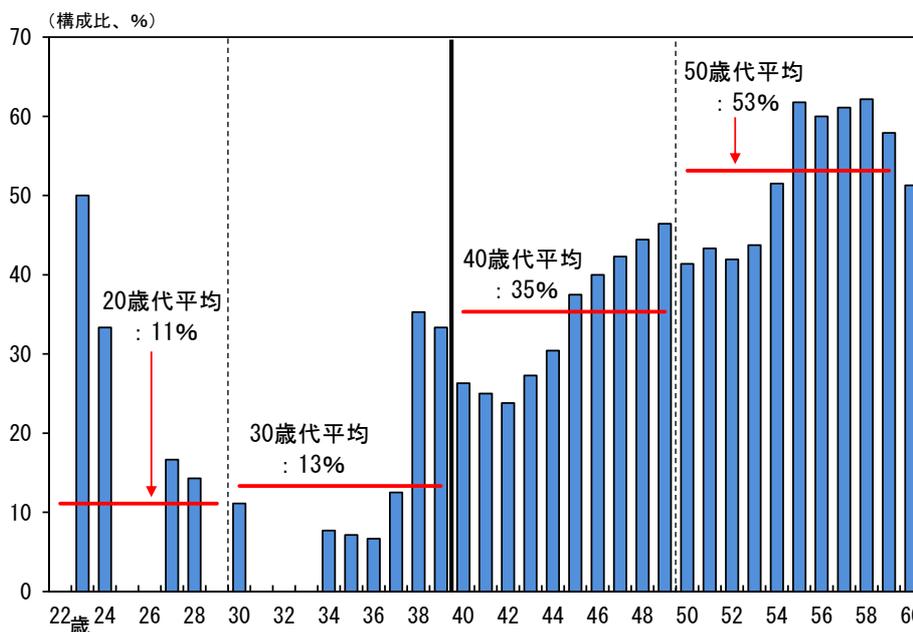
賃金マークダウン



(注) 全規模・全産業。青木・高富・法眼「わが国企業の価格マークアップと賃金設定行動」日本銀行ワーキングペーパーシリーズ (No. 23-J-4) 参照。  
(出所) 経済産業省、厚生労働省、内閣府、日本政策投資銀行、CRD協会

# 日本株投資の年代別累積リターン

日本株投資の累積リターンがマイナスの期間の比率 (試算)

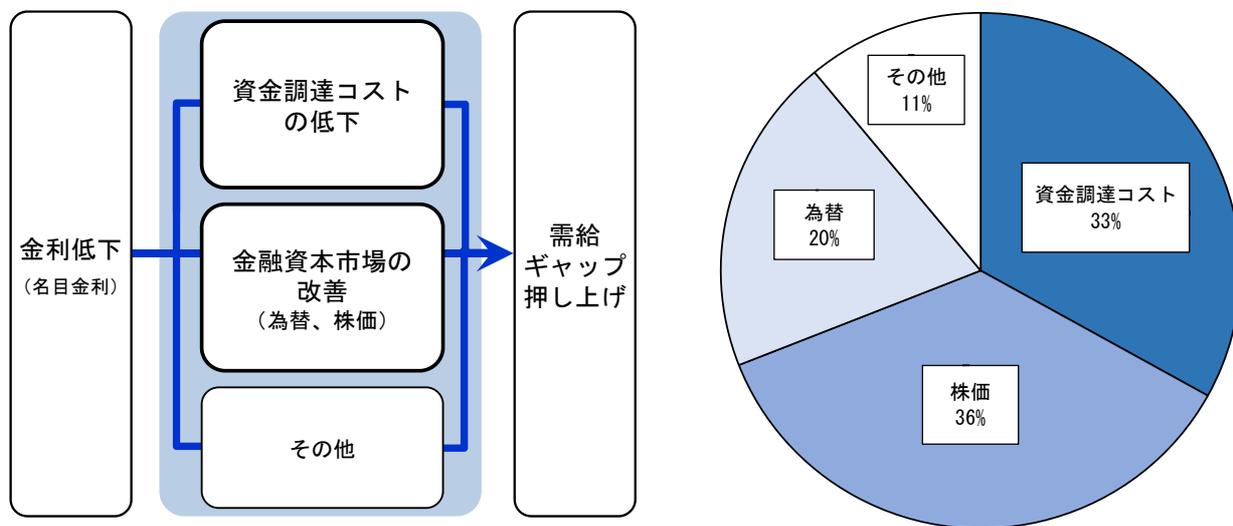


(注) 22歳となる年の年初以降に日経平均株価を毎月一定額購入した場合における「年末時点の累積リターンがマイナスの年数」／「総投資年数」を年齢別に試算したもの (2023年末時点)。  
(出所) Bloomberg

## 金利低下の波及経路

概念図

需給ギャップ押し上げ経路（累積5年間）

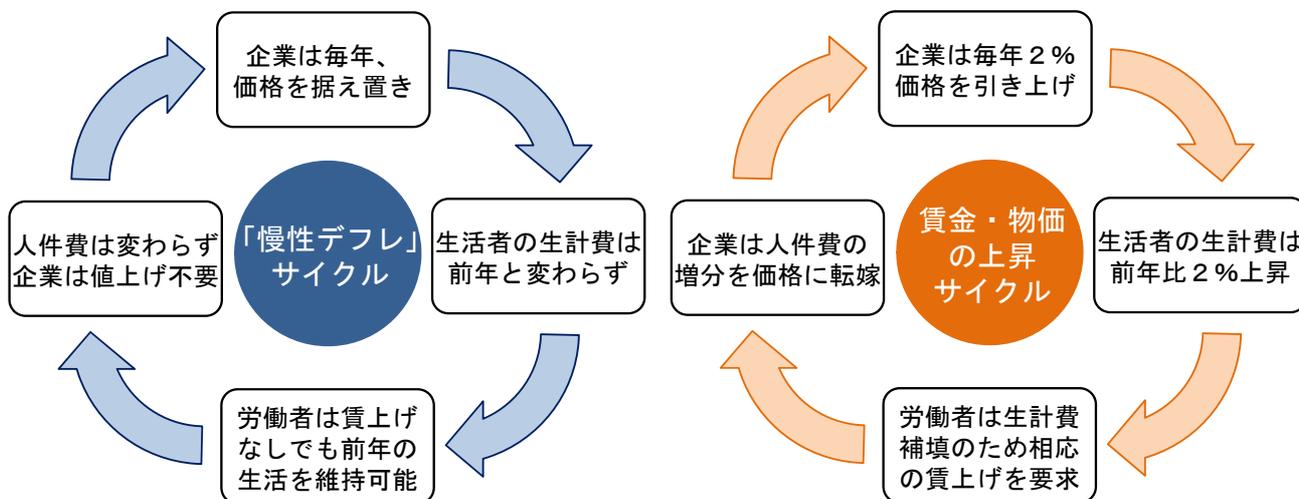


(注) 1. 需給ギャップ、金利（3か月物）、金利スプレッド（2年物－3か月物、5年物－2年物、10年物－5年物）、総資金調達コスト、円の名目実効為替レート、株価の8変数の係数制約付多変量自己回帰モデルで推計。  
 2. 総資金調達コストは、国内銀行の新規貸出約定平均金利、社債発行金利、CP発行金利を加重平均して算出。  
 3. 日本銀行「より効果的で持続的な金融緩和を実施していくための点検」（2021年）を参照。  
 (出所) 日本銀行、Bloomberg等

## 賃金・物価の好循環

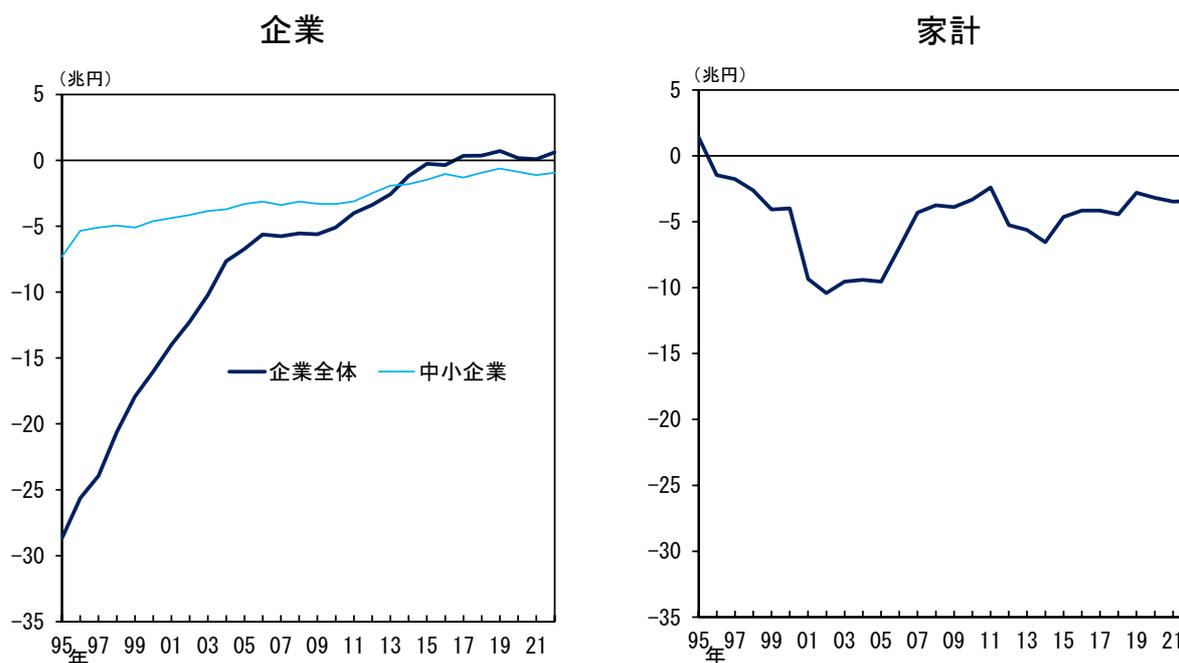
「慢性デフレ」サイクル

賃金・物価の上昇サイクル



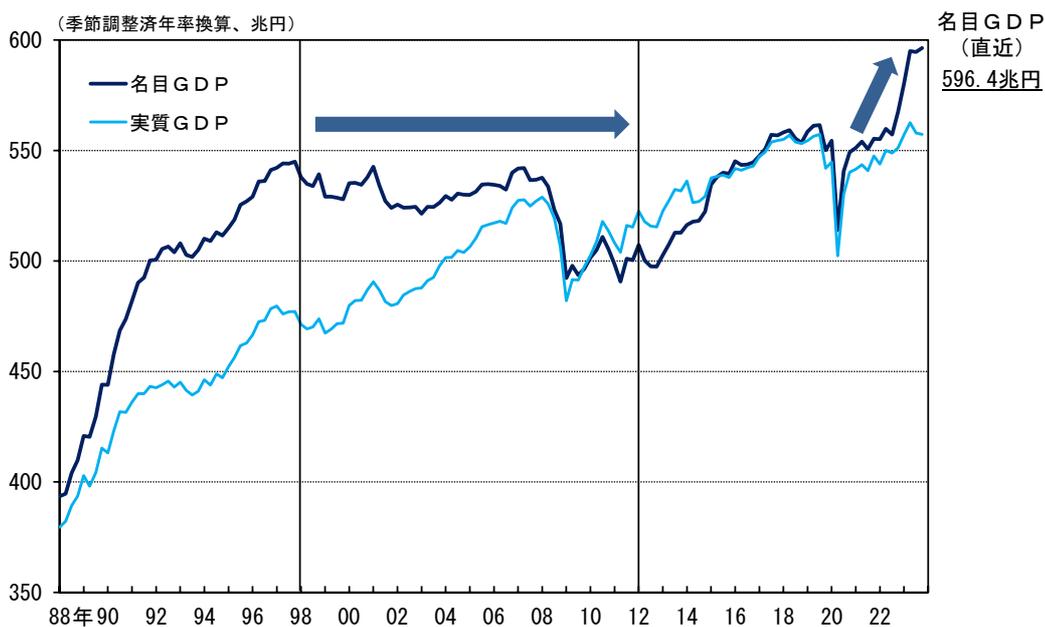
(注) 渡辺努「世界インフレの謎」（2022年）を参考に作成。

# 利息収支



(注) 左図の中小企業は配当金を含む。  
(出所) 財務省、内閣府

# 名目GDPと実質GDP



(注) 1994年以前は、簡易遡及系列。  
(出所) 内閣府