



わが国の経済・物価情勢と金融政策

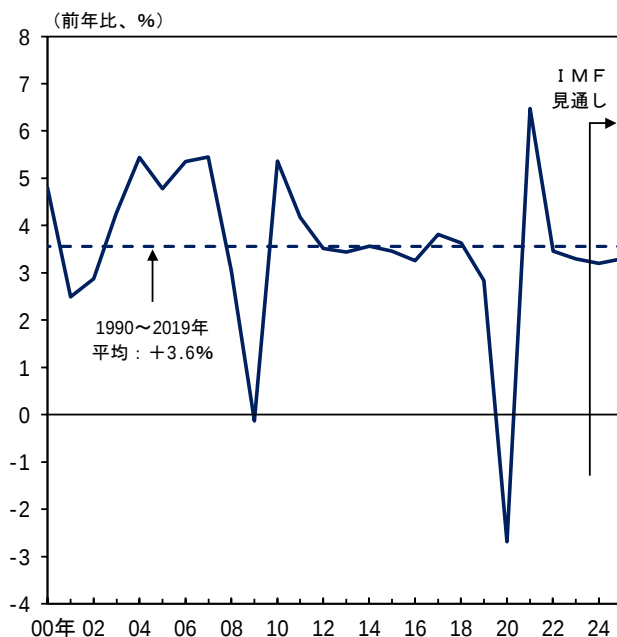
— 石川県金融経済懇談会における挨拶 —

2024年9月5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7月見通し）

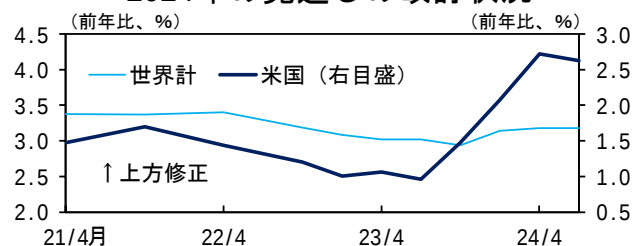
世界経済成長率



主要国・地域の経済成長率

	2023年	2024年 [見通し]	2025年 [見通し]
世界全体	3.3	3.2 (0.0)	3.3 (0.1)
先進国	1.7	1.7 (0.0)	1.8 (0.0)
米国	2.5	2.6 (-0.1)	1.9 (0.0)
ユーロ圏	0.5	0.9 (0.1)	1.5 (0.0)
新興国・資源国	4.4	4.3 (0.1)	4.3 (0.1)
中国	5.2	5.0 (0.4)	4.5 (0.4)

2024年の見通しの改訂状況

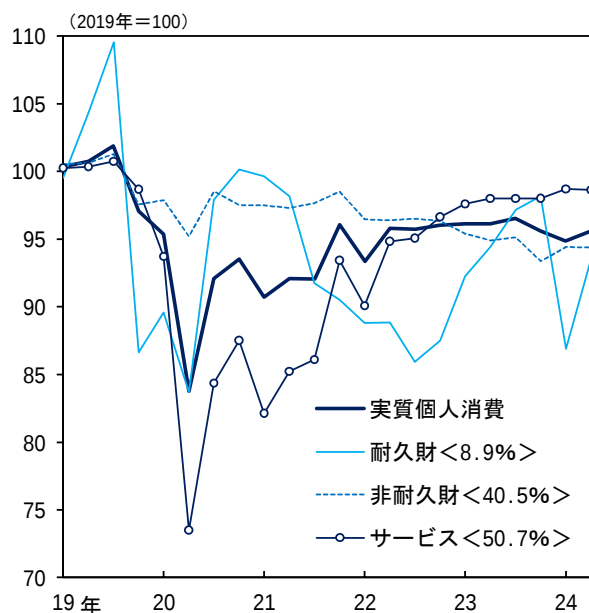


(注) 右上図の()内は、2024/4月見通しからの修正幅。
(出所) IMF

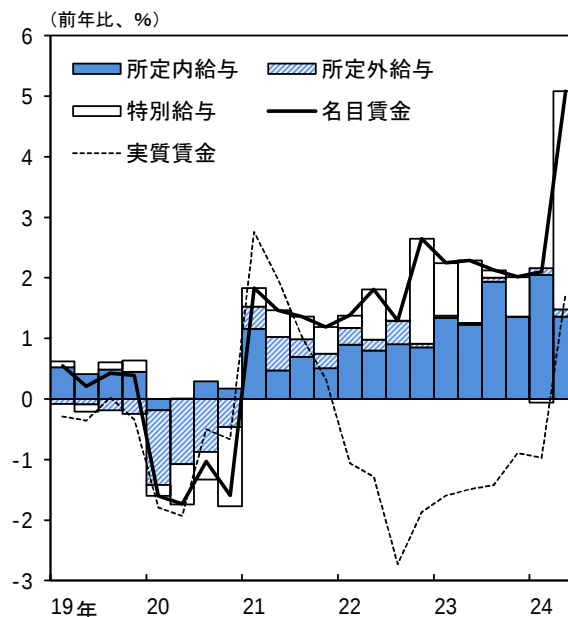
図表 2

日本の個人消費

実質個人消費



賃金



(注) 1. 左図の実質個人消費は、実質消費活動指数（旅行収支調整済）。除くインバウンド消費・含むアウトバウンド消費（日本銀行スタッフ算出）。
 < >内は、消費活動指数におけるウェイト。
 2. 右図の各四半期は、1Q：3～5月、2Q：6～8月、3Q：9～11月、4Q：12～2月。共通事業所ベース。2024年2Qは、6月の値。
 (出所) 日本銀行、厚生労働省、総務省

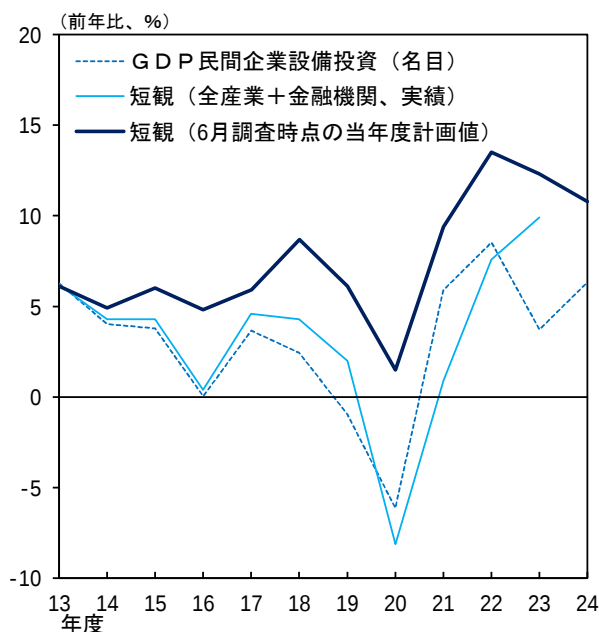
図表 3

日本のGDPと設備投資計画

GDP



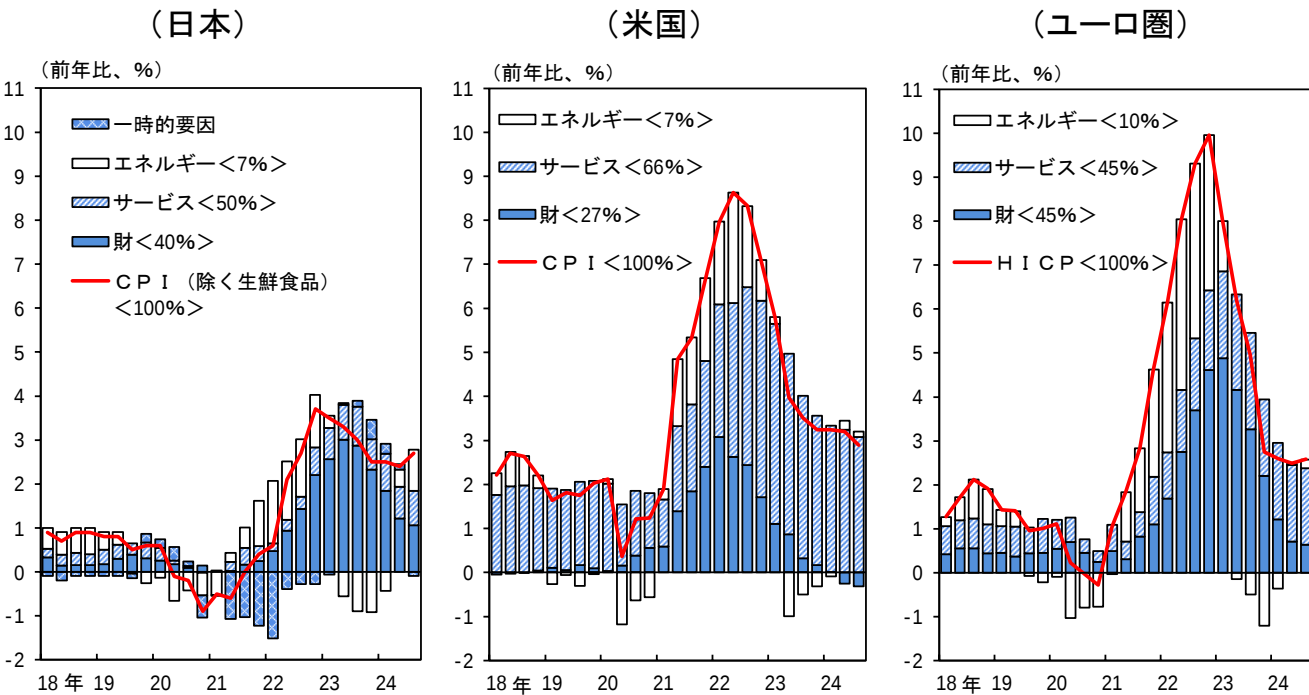
設備投資計画



(注) 右図の短観は、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）。
 GDP民間企業設備投資の2024年度は、2024/2Qの値。
 (出所) 内閣府、日本銀行

図表 4

日米欧のインフレ率



(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、携帯電話通信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3Qは、いずれも7月の値。
(出所) 総務省、Haver

図表 5

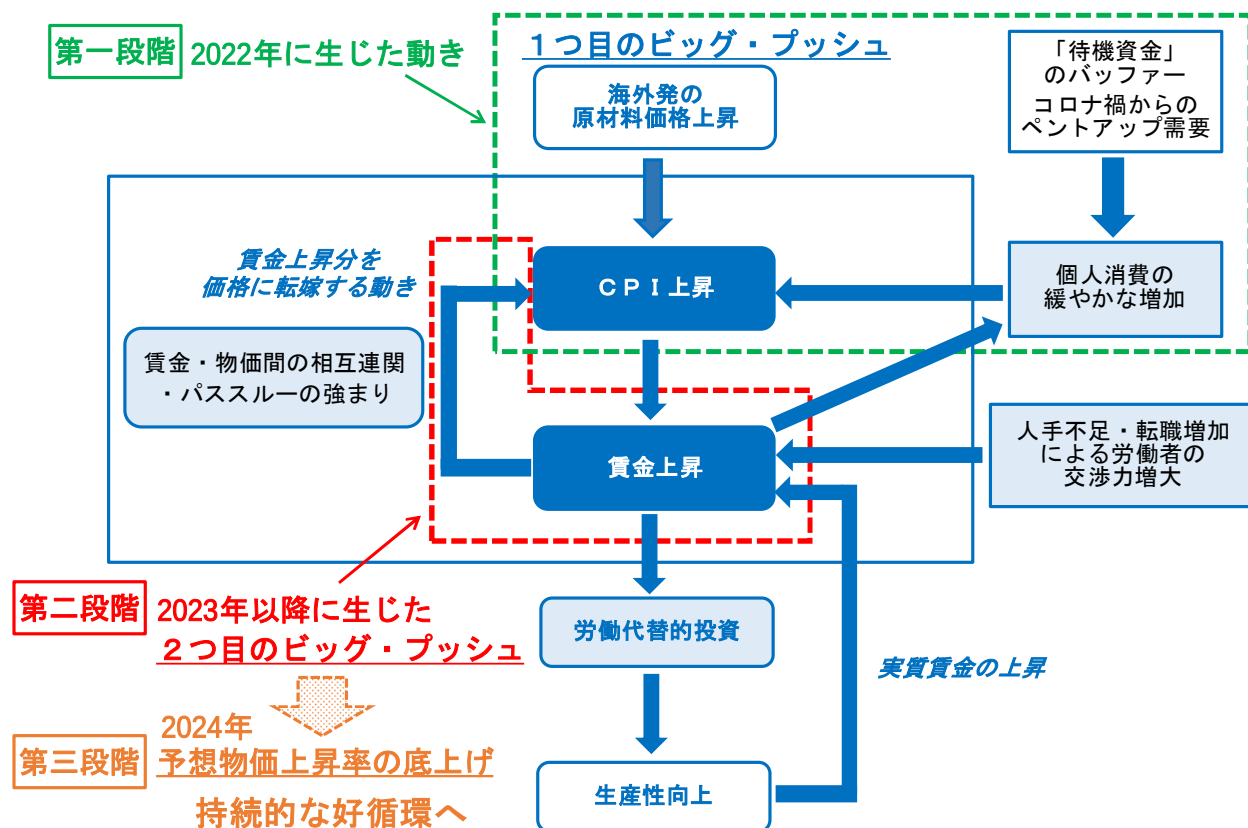
政策委員の大勢見通し (2024年7月展望レポート)

——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)
2024年度	+0.5 ~ +0.7 <+0.6>	+2.5 ~ +2.6 <+2.5>	+1.8 ~ +2.0 <+1.9>
4月時点の見通し	+0.7 ~ +1.0 <+0.8>	+2.6 ~ +3.0 <+2.8>	+1.7 ~ +2.1 <+1.9>
2025年度	+0.9 ~ +1.1 <+1.0>	+2.0 ~ +2.3 <+2.1>	+1.8 ~ +2.0 <+1.9>
4月時点の見通し	+0.8 ~ +1.1 <+1.0>	+1.7 ~ +2.1 <+1.9>	+1.8 ~ +2.0 <+1.9>
2026年度	+0.8 ~ +1.0 <+1.0>	+1.8 ~ +2.0 <+1.9>	+1.9 ~ +2.2 <+2.1>
4月時点の見通し	+0.8 ~ +1.0 <+1.0>	+1.6 ~ +2.0 <+1.9>	+1.9 ~ +2.1 <+2.1>

(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

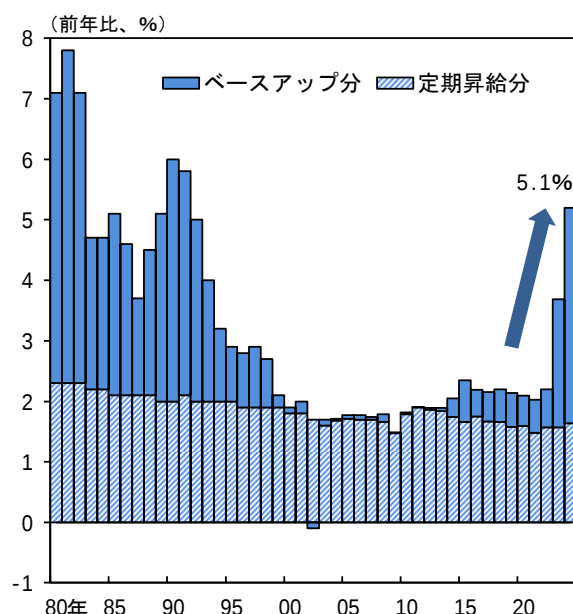
賃金と物価との相互連関の考え方(目標実現への3段階)



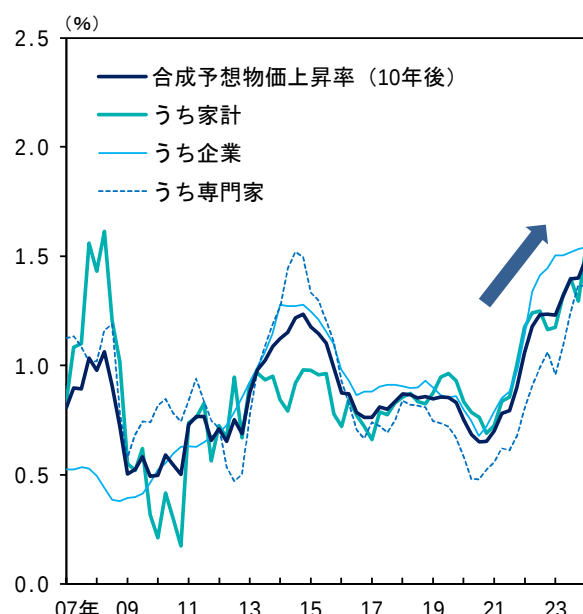
図表 7

第二段階と第三段階の現状

賃上げ率：第二段階



合成予想物価上昇率：第三段階



(注) 1. 左図は、2014年までは中央労働委員会、2015～2024年は連合の公表値。

2. 合成予想物価上昇率は、企業・家計・専門家によるインフレ予想について、主成分分析を用いて共通成分を抽出したもの。作成方法等の詳細は、展望レポート(2024年4月)のBOX4を参照。

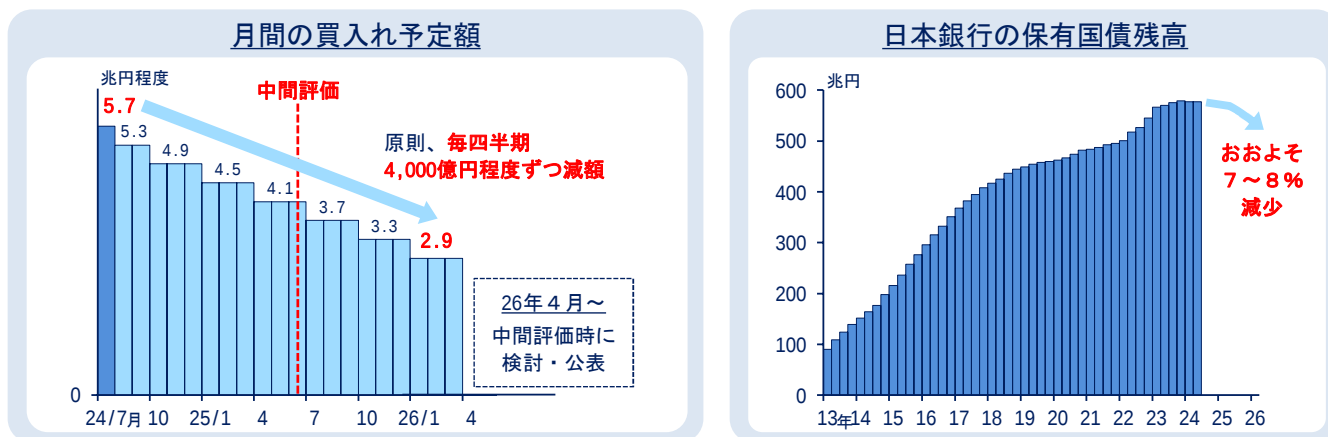
(出所) 日本労働組合総連合会、中央労働委員会、日本銀行、QUICK「QUICK月次調査<債券>」、Consensus Economics「コンセンサス・フォーキャスト」、Bloomberg

長期国債買入れの減額計画

2026年3月までの減額計画の考え方

- ①長期金利：金融市場において形成されることが基本
- ②国債買入れ：国債市場の安定に配慮するための柔軟性を確保しつつ、予見可能な形で減額が適切

<予見可能な形で減額>



<柔軟性の確保>

- ①来年6月の金融政策決定会合で中間評価を実施
- ②長期金利が急激に上昇する場合には、機動的に、買入れ額の増額等を実施
- ③必要な場合には、金融政策決定会合において、減額計画を見直す

金融市場調節方針の変更

- 経済・物価は、これまで示してきた見通しに概ね沿って推移、賃上げの動きに広がり
- 輸入物価は再び上昇に転じており、先行き、物価が上振れするリスクには注意

政策委員見通しの中央値（対前年度比、%、括弧内は4月からの変化）

	2024年度	2025年度	2026年度
実質GDP	0.6（▲0.2）	1.0（－）	1.0（－）
消費者物価 （除く生鮮食品）	2.5（▲0.3）	2.1（+0.2）	1.9（－）
（参考）除く生鮮 食品・エネルギー	1.9（－）	1.9（－）	2.1（－）

物価のリスク・バランス

2024年度	2025年度	2026年度
（上振れ）	（上振れ）	（バランス）

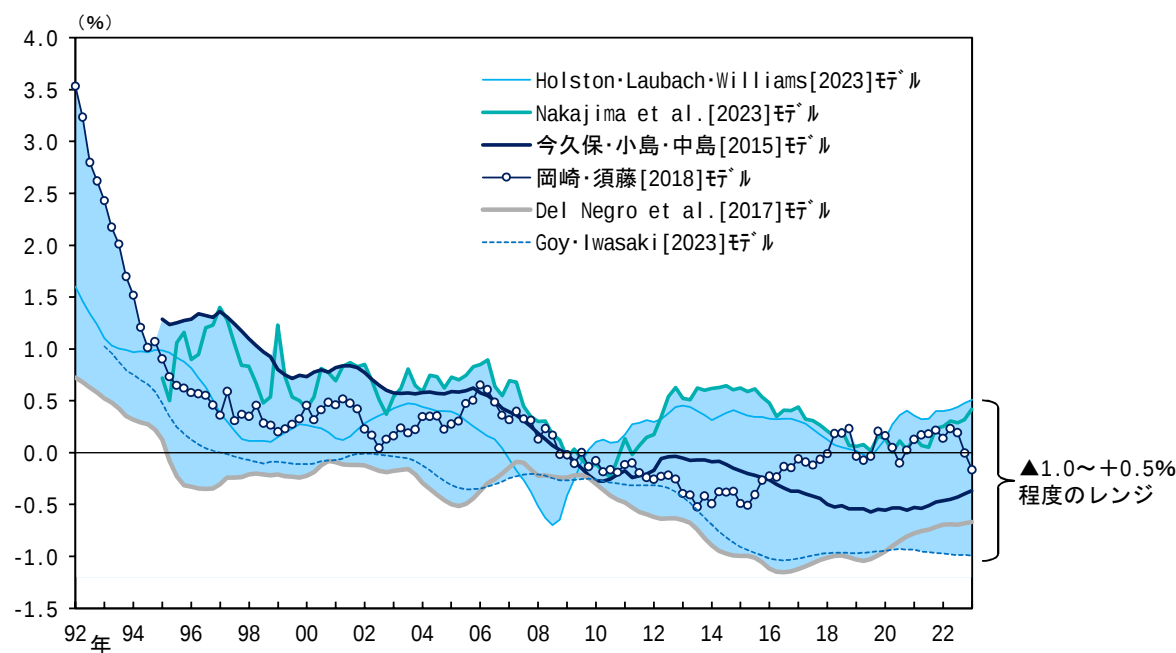
2%の「物価安定の目標」の持続的・安定的な実現という観点から、金融緩和の度合いを調整

短期金利（無担保コールO／N物）：「0.25%程度」に引き上げ（従来は「0～0.1%程度」）

- 実質金利は大幅なマイナスが続き、緩和的な金融環境は維持 → 経済活動をしっかりとサポート
- 見通しが実現していくとすれば、引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整

図表10

日本の自然利子率



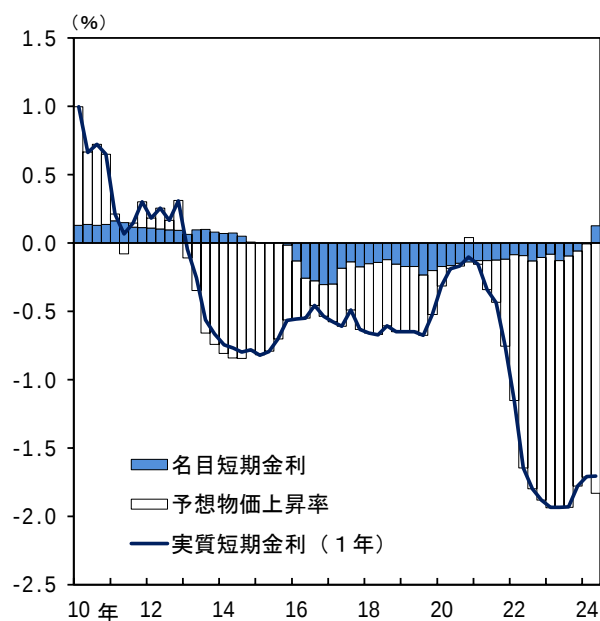
(注) 各モデルをベースに推計した試算値。シャドーは推計された自然利子率の最小値から最大値のバンド。

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

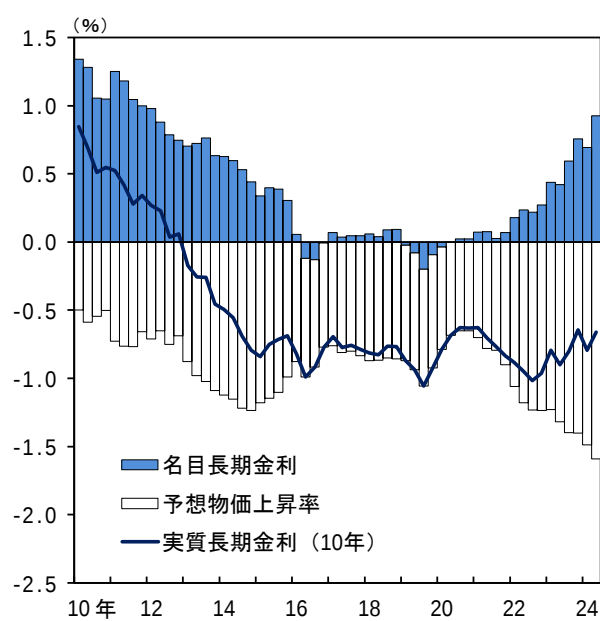
図表11

日本の実質金利

実質短期金利（１年）



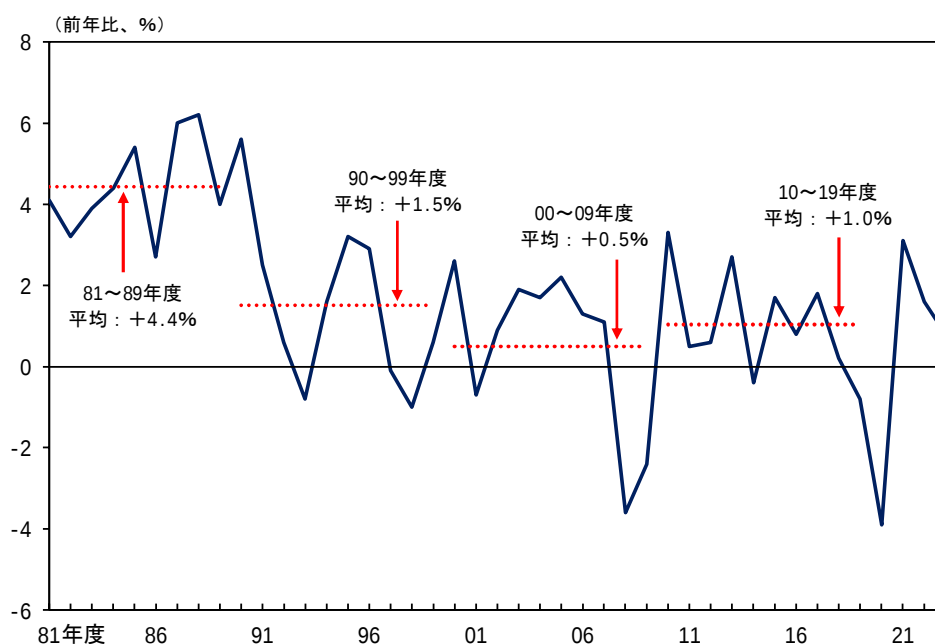
実質長期金利（10年）



(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

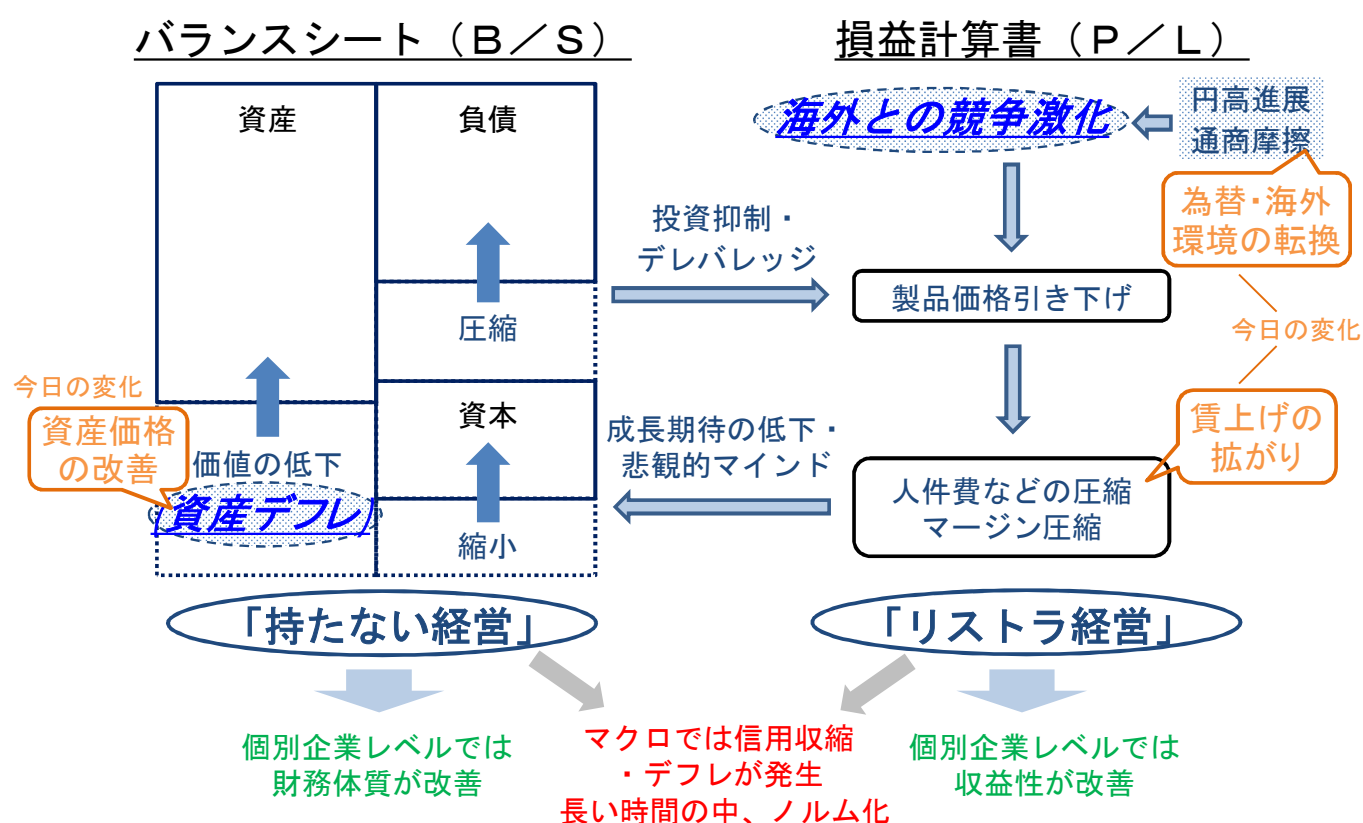
日本の実質GDP成長率の長期推移



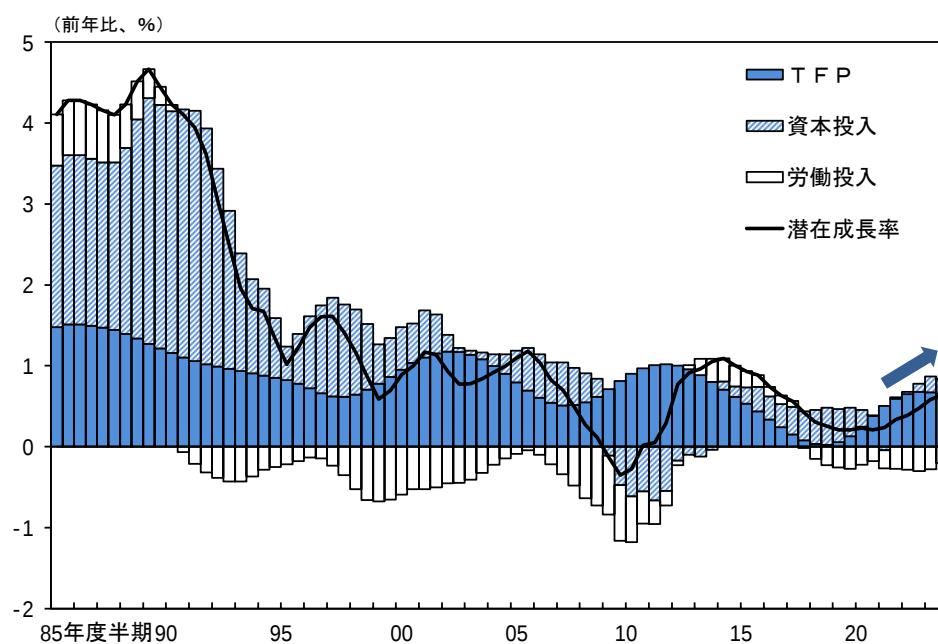
(注) 1981～1994年度は、簡易遡及系列。
(出所) 内閣府

図表13

バブル崩壊後の企業行動（私見）



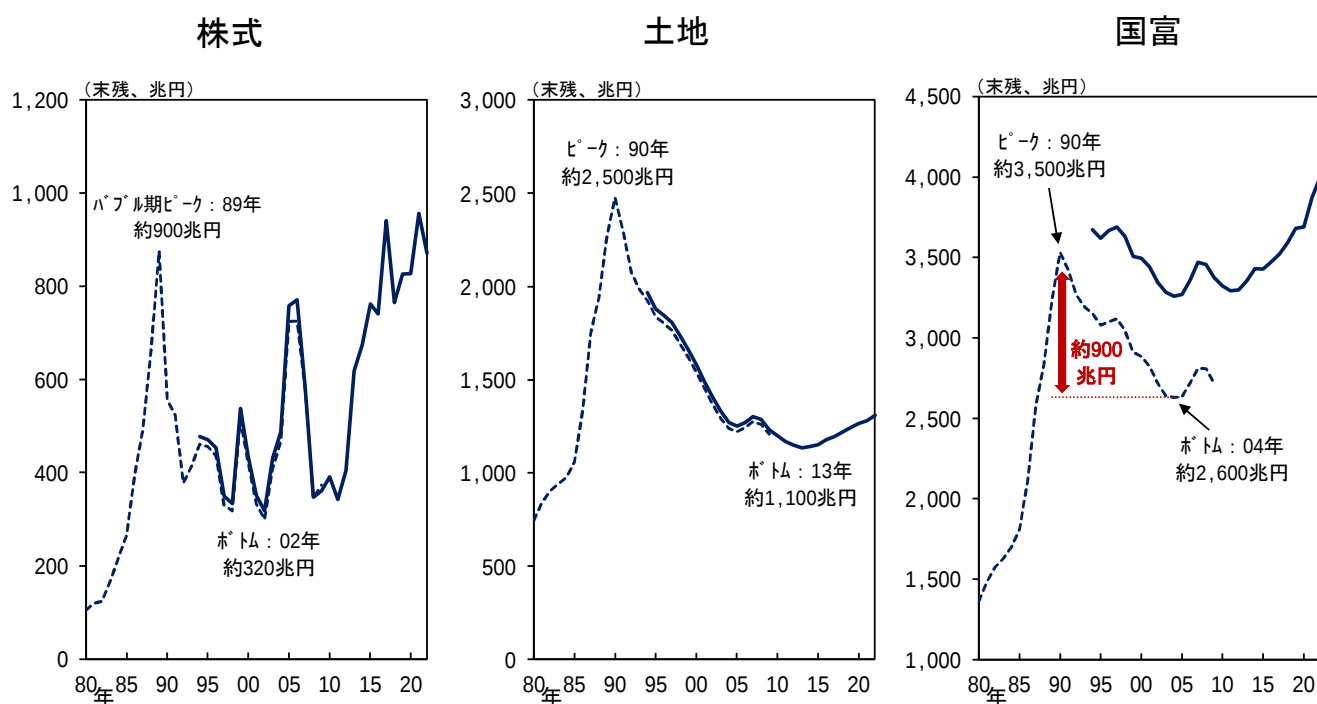
日本の潜在成長率



（注）日本銀行スタッフによる推計値。
（出所）日本銀行

図表15

日本の資産価格と国富



（注）SNAベース。点線は1993SNA（2000年基準）。
（出所）内閣府

図表16

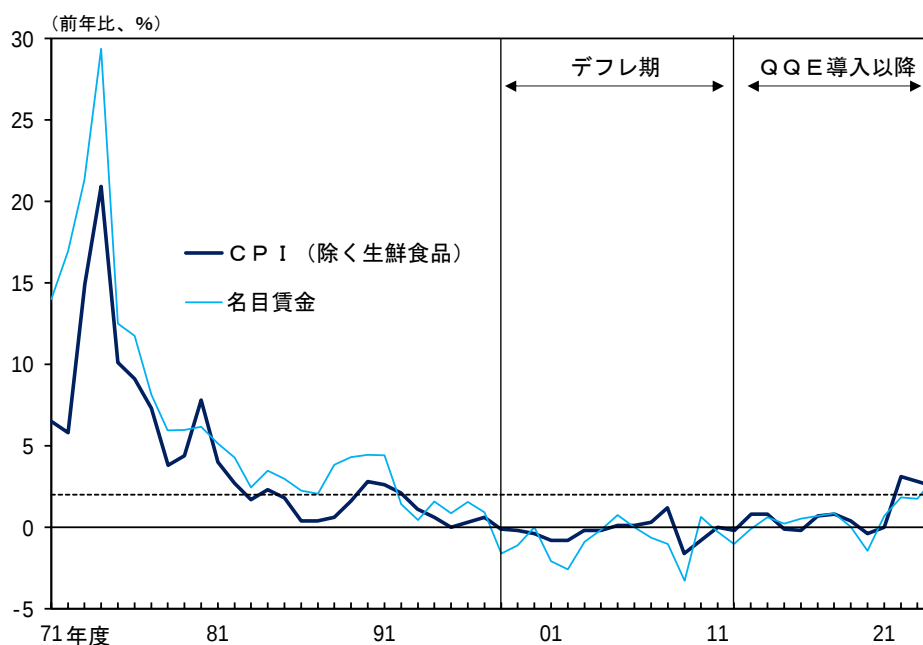
ドル円相場



(出所) 日本銀行

図表17

日本の物価と給与

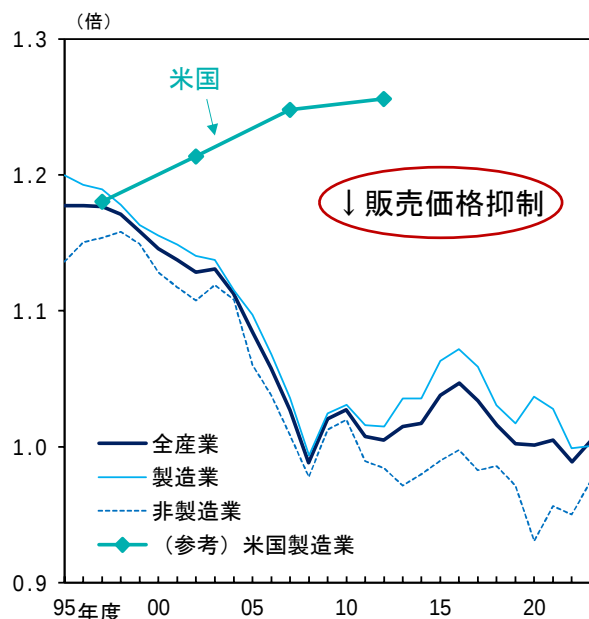


(注) 1. CPIは、消費税率引き上げ・教育無償化政策、旅行支援策、携帯電話通信料の影響を除いた日本銀行スタッフによる試算値。2024年度は、4～7月の値。
2. 名目賃金は、1990年度以前は30人以上の事業所、1991年度以降は5人以上の事業所が対象。2024年度は、4～6月の値。
(出所) 総務省、厚生労働省

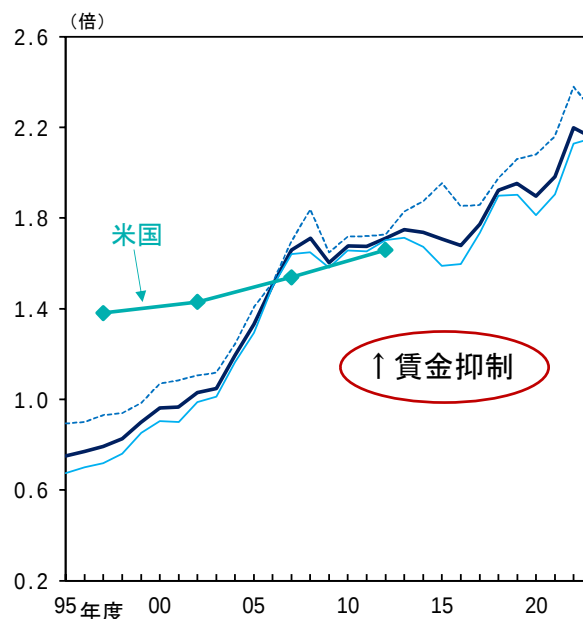
図表18

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

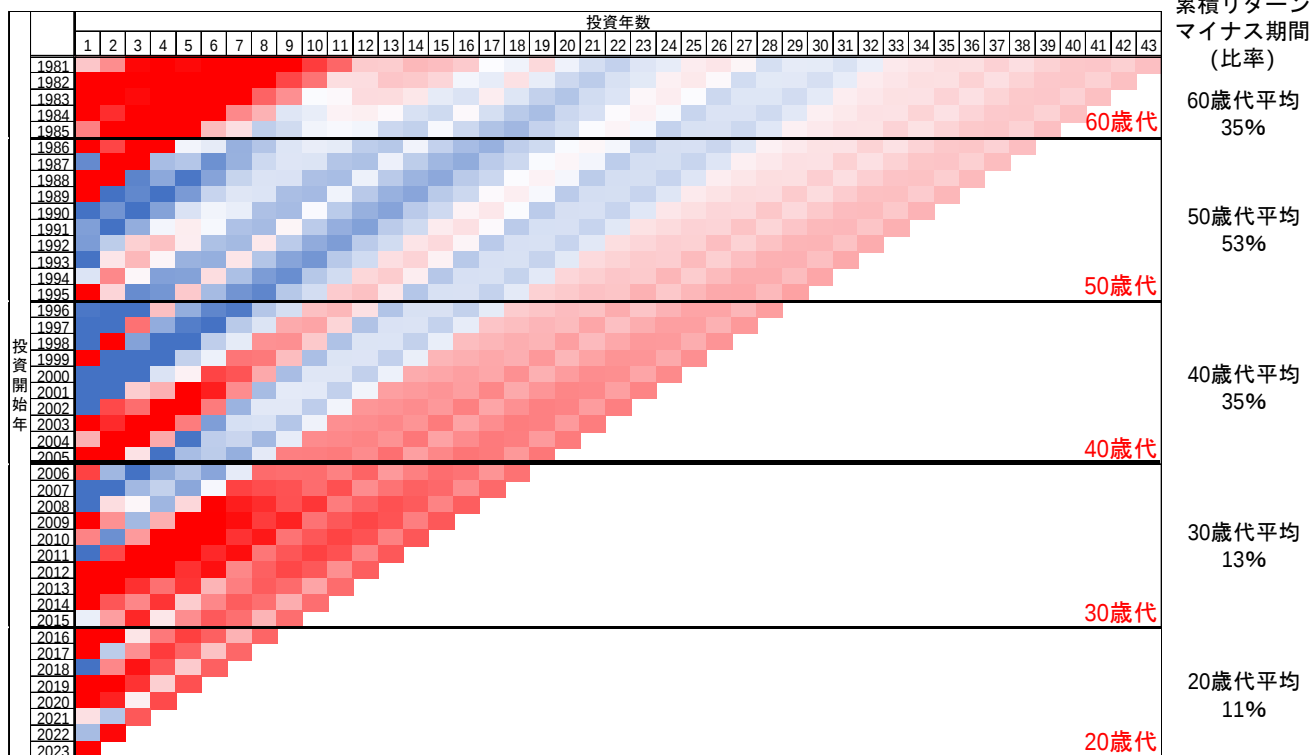


(注) 価格マークアップ・賃金マークダウンは、日本政策投資銀行「企業財務データバンク」の個社データを用いた青木・高富・法眼 [2023]の手法を参考に推計したもの。米国製造業はYeh et al. [2022]をもとに計算。直近の2023年度は、2023/4～12月の値。

(出所) 内閣府、日本政策投資銀行、財務省、経済産業研究所、Yeh et al. [2022]

図表19

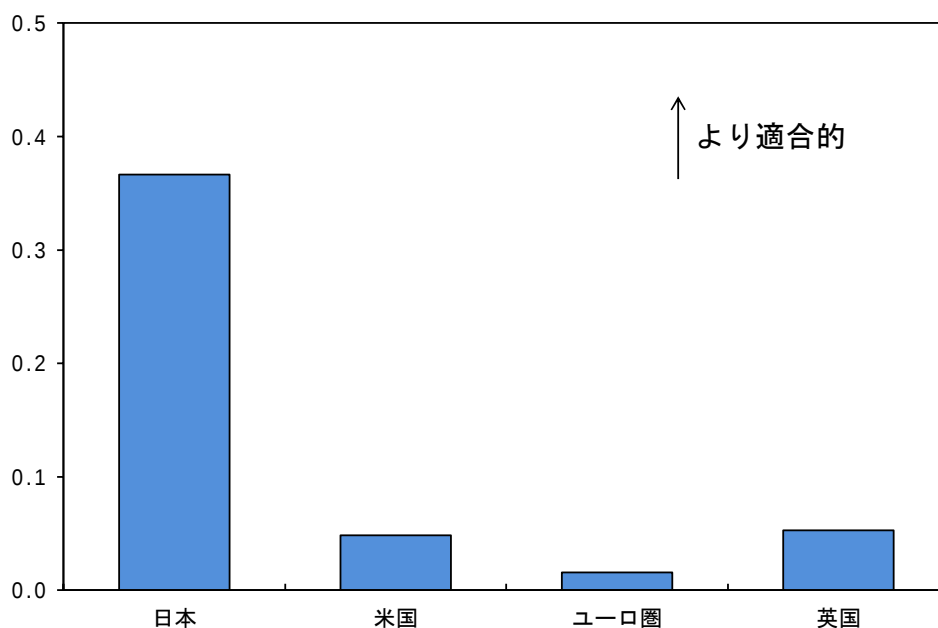
日本株投資の年代別累積リターン



(注) 年初から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プラスの場合は赤、マイナスの場合は青を示す(2023年末時点)。色が濃いほどプラスまたはマイナス幅が大きい。累積リターンがマイナス期間の比率は、「年末時点の累積リターンがマイナスの年数」/「総投資年数」で試算。

(出所) Bloomberg

適格的なインフレ予想形成の程度

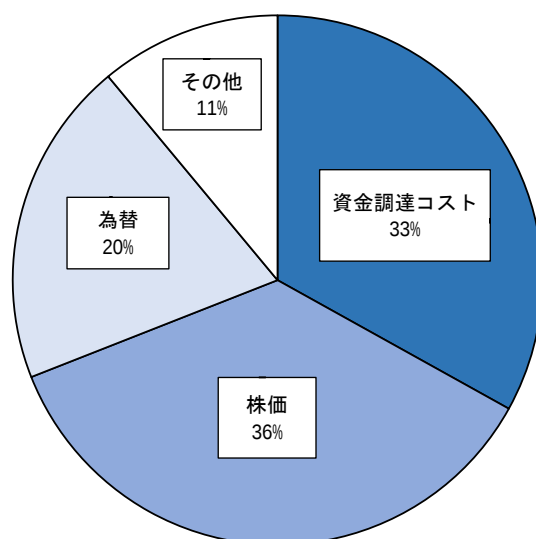
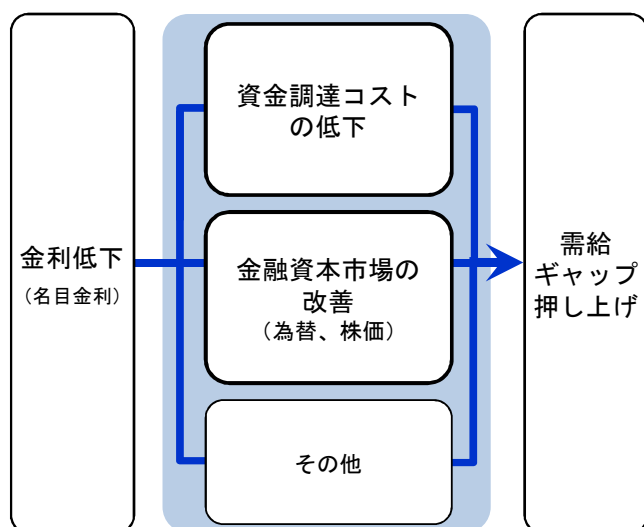


(注) 1. 被説明変数を6～10年先のインフレ予想、説明変数を実績インフレ率としたときの、後者にかかる回帰計数 θ の値。
 推計式は、6～10年先のインフレ予想(%) = θ × 前四半期の実績インフレ率(%) + (1 - θ) × 中央銀行の物価目標(2%)。
 2. 推計期間は、日本・米国が2000/1Q～2024/1Q、ユーロ圏が2003/2Q～2024/1Q、英国が2005/1Q～2024/1Q。
 (出所) Consensus Economics「コンセンサス・フォーキャスト」、総務省、Bureau of Labor Statistics、Eurostat、Office for National Statistics

金利低下の波及経路

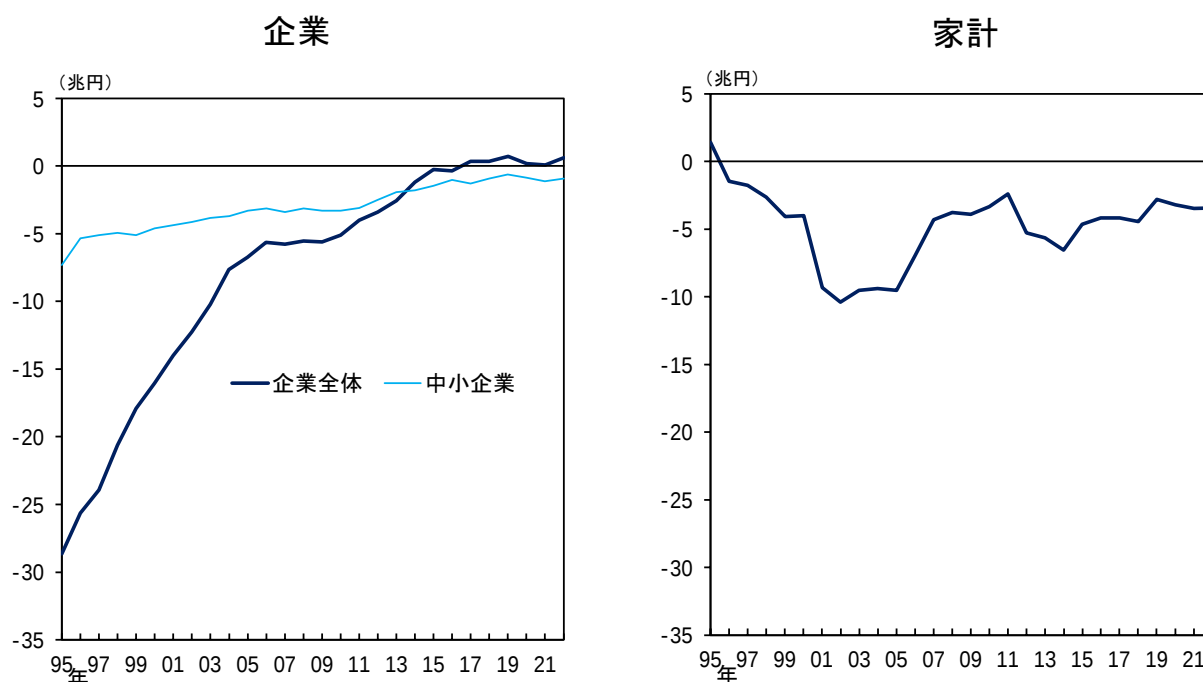
概念図

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

日本の利息収支

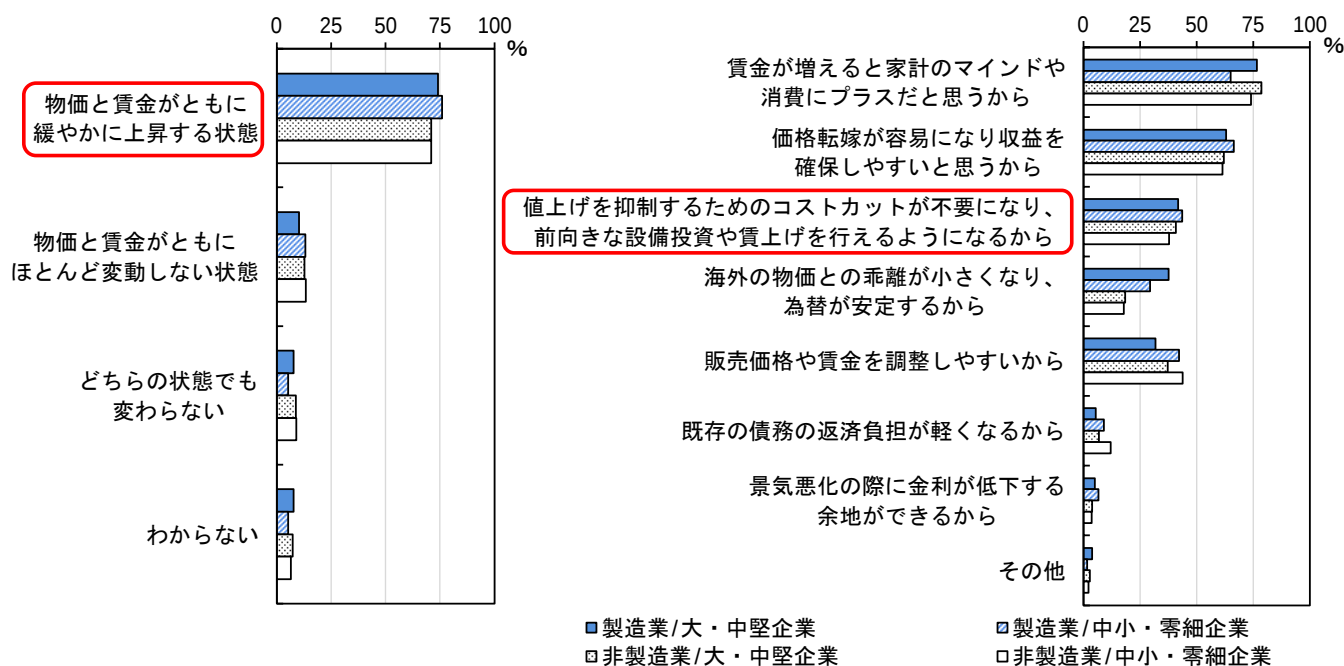


（注）左図の中小企業は配当金を含む。
（出所）財務省、内閣府

企業部門への大規模アンケート

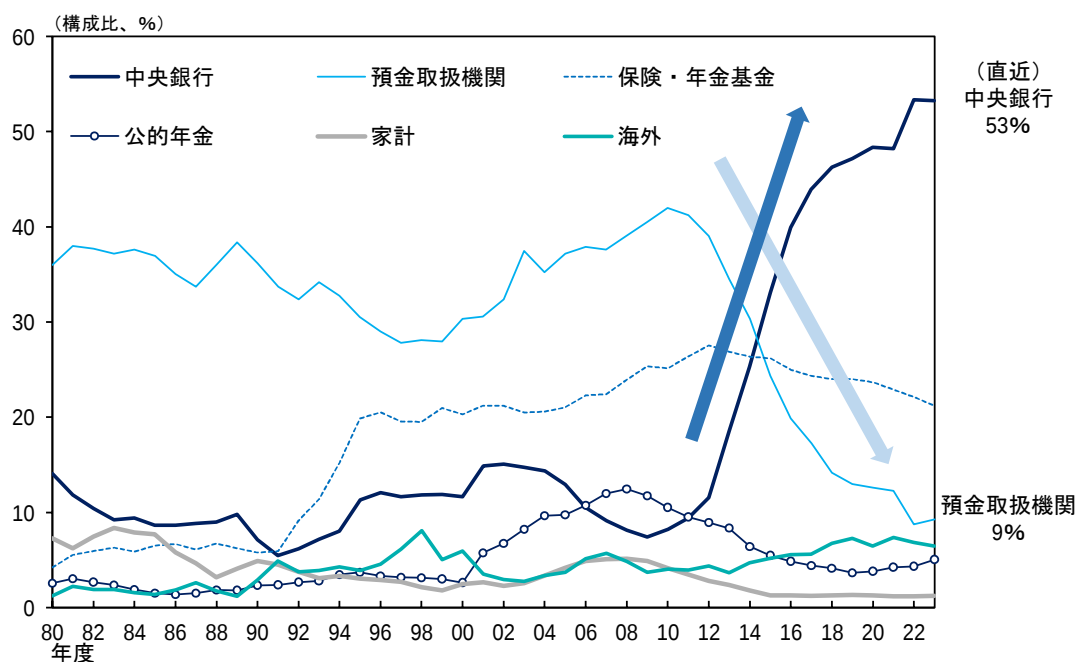
事業活動上好ましい物価と賃金の状態

物価と賃金が緩やかに上昇する状態が好ましいと考える理由



（注）右図は、左図において「物価と賃金がともに緩やかに上昇する状態」を好ましいと回答した企業に占める割合。
（出所）日本銀行

主体別の国債等保有比率



(注) 資金循環統計ベース。なお、資金循環統計上、国債・財投債には、国庫短期証券は含まれない。ただし、2009/2月に政府短期証券と割引短期国債が国庫短期証券として統合発行される以前の資金循環統計では、割引短期国債が国債・財投債に含まれている。

(出所) 日本銀行