

金融政策と企業行動：
金融政策の効果波及経路と日本企業の構造変化

— 日本経済団体連合会審議員会における講演 —

2021年12月23日

日本銀行総裁

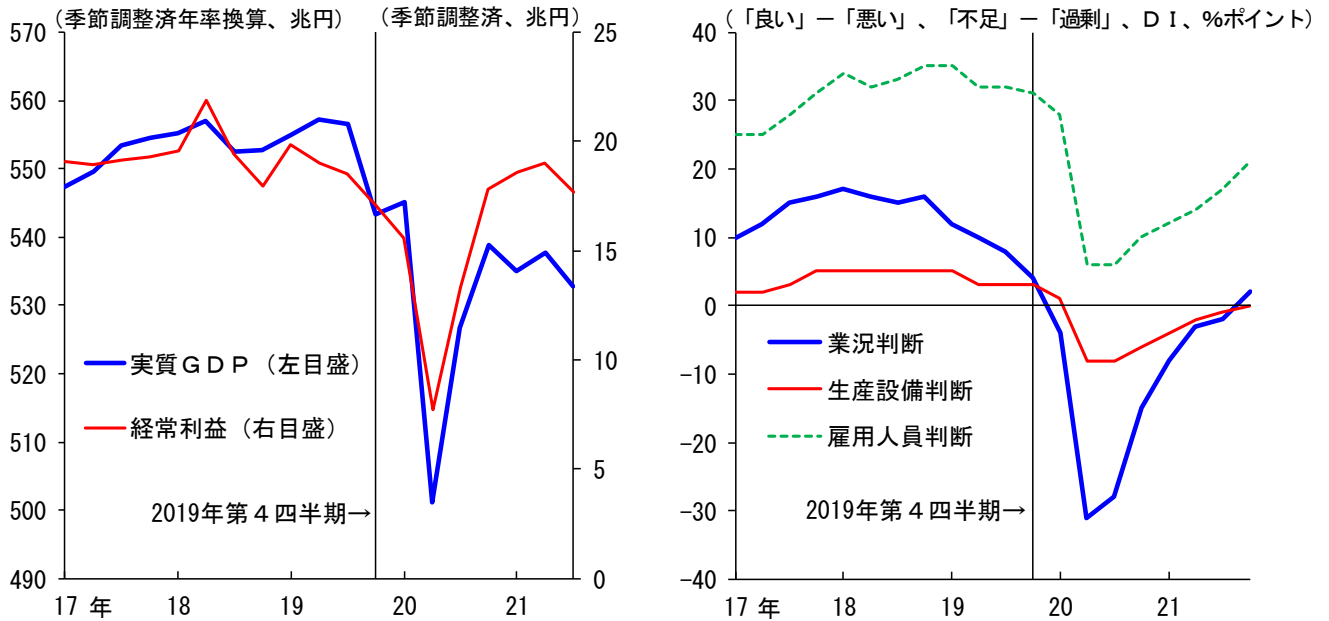
黒田 東彦

1. はじめに
2. 金融政策の効果波及経路
3. 日本経済の成長力強化と物価安定目標の実現に向けて
4. おわりに

コロナ後の経済の歩み

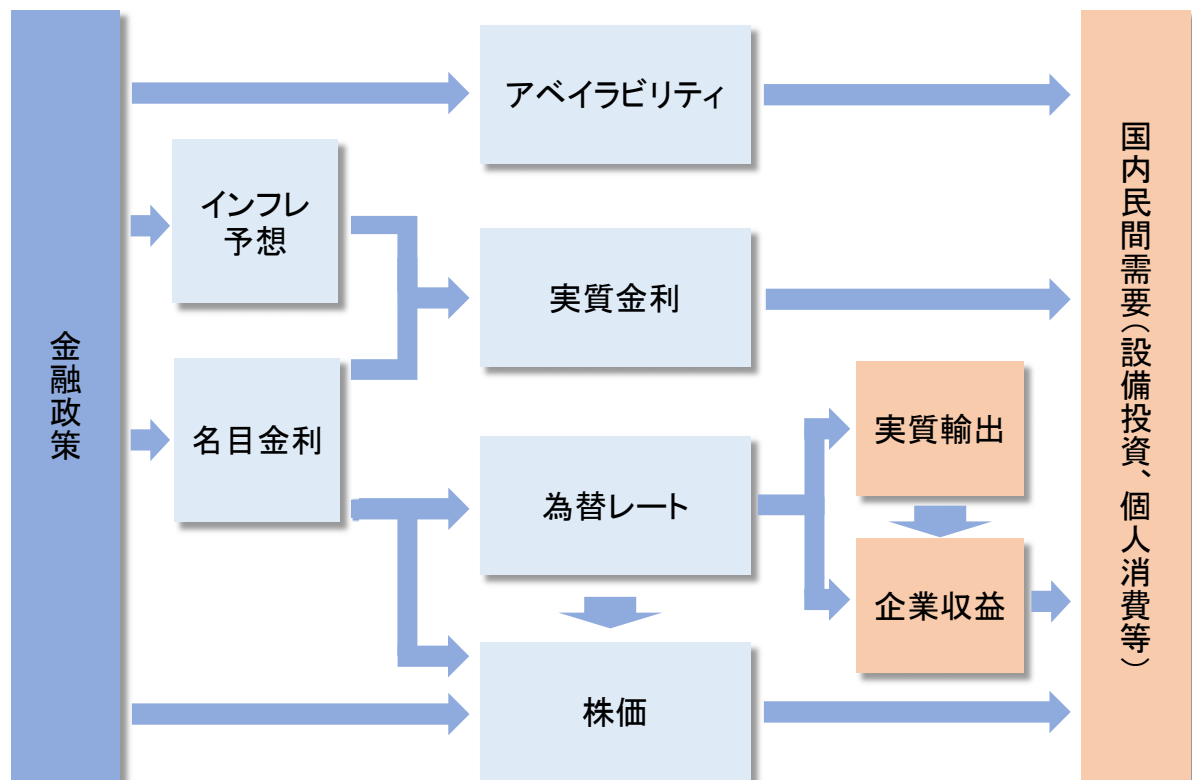
実質GDPと企業収益

業況・設備・雇用判断DI



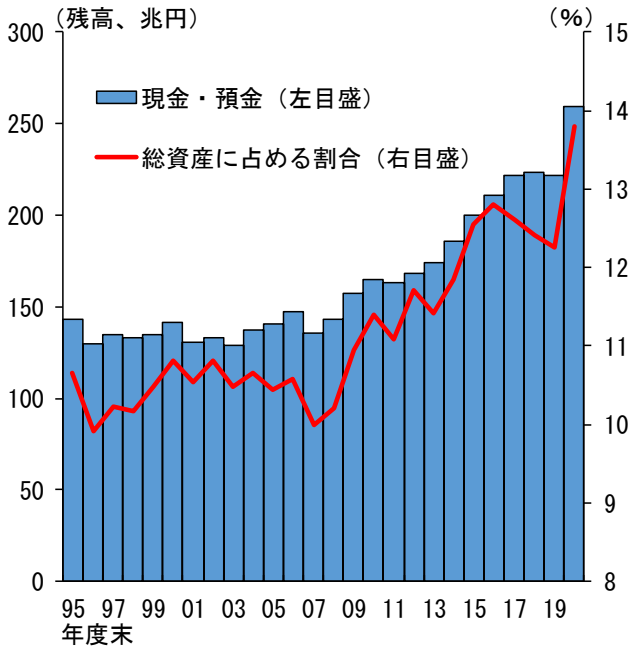
(注) 左図の経常利益は法人季報ベース。金融業、保険業、純粋持株会社を除く。
(出所) 内閣府、財務省、日本銀行

金融政策の主な効果波及経路



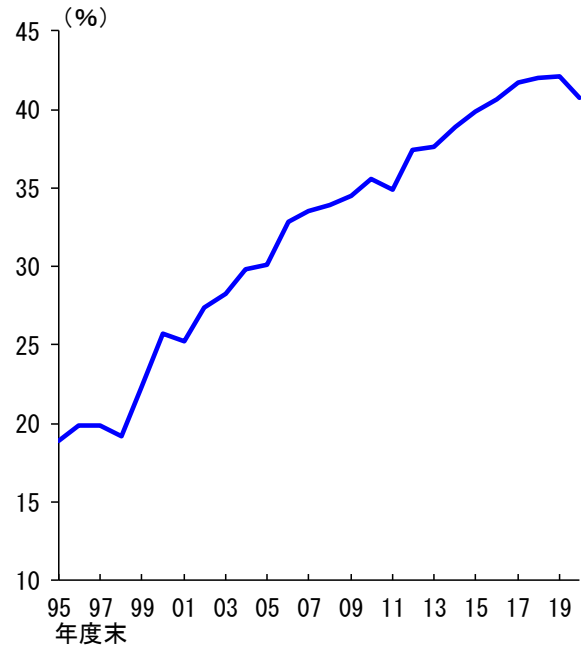
企業財務

現預金保有残高



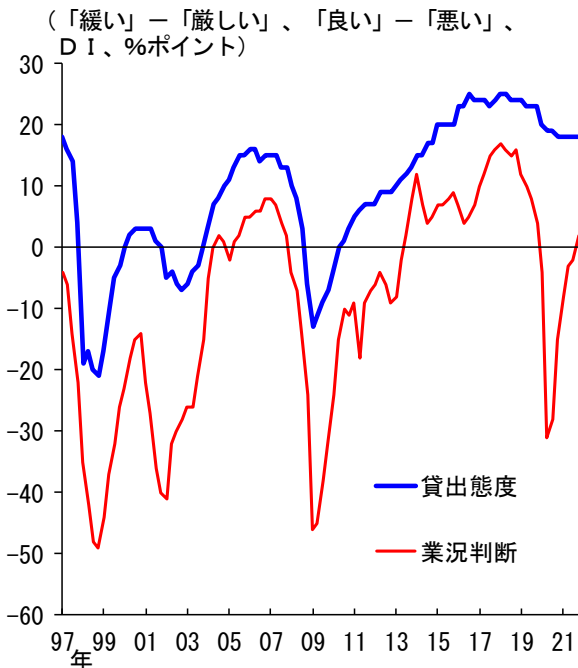
(注) 法人年報ベース。金融業、保険業を除く。
 (出所) 財務省

自己資本比率

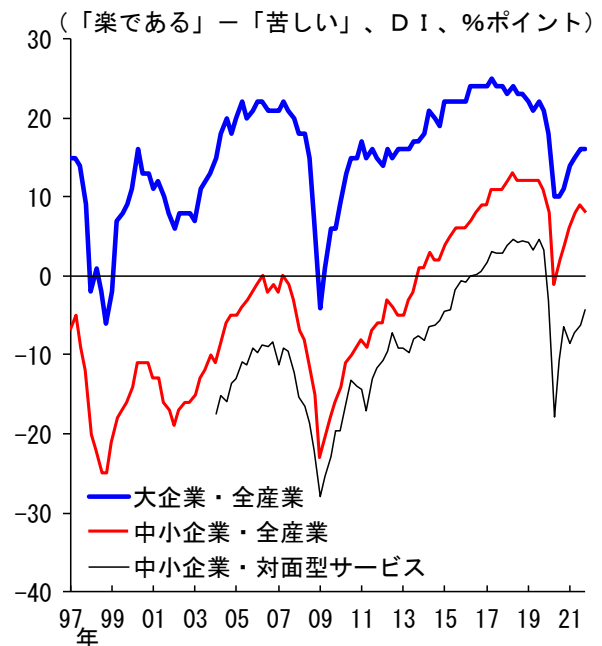


金融環境

金融機関の貸出態度・業況判断DI



資金繰り判断DI



(注) 左図は全規模・全産業ベース。右図の対面型サービスは、小売、運輸・郵便、対個人サービス、宿泊・飲食サービスの加重平均値。
 2006年12月以前は、2007年3月の各業種のウエイトで固定。
 (出所) 日本銀行

中小企業等向け資金繰り支援の延長

金融環境：全体として改善

大企業：CP・社債市場は良好な発行環境。貸出では予備的な流動性資金需要に落ち着き
 中小企業：資金繰りは、総じて改善傾向だが、対面型サービス業など一部になお厳しさ



「新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム」の一部延長 (2022年3月末→9月末)

CP・社債等 買入れ	新型コロナ対応特別オペ		
	民間債務担保分	制度融資分	プロパー融資分
平常化 感染症拡大前の買入れペース に戻して継続	終了	バックファイナンス 措置の半年間延長 付利金利+0%、マクロ加算 残高への算入は利用残高相当額 へと見直し	半年間延長 付利金利+0.2%、マクロ加算 残高への算入は2倍加算 を継続

大企業向け・住宅ローン 中心

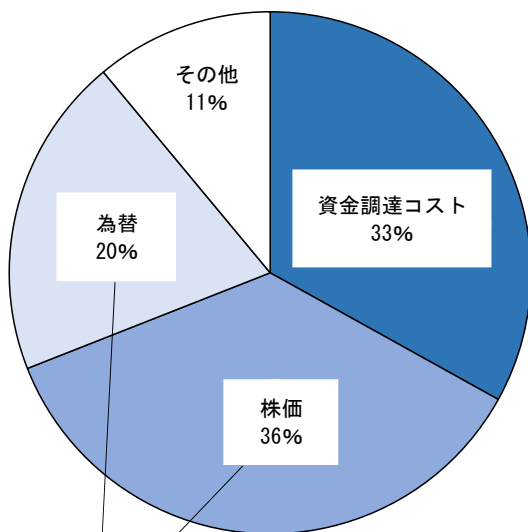
中小企業等向け

当面、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

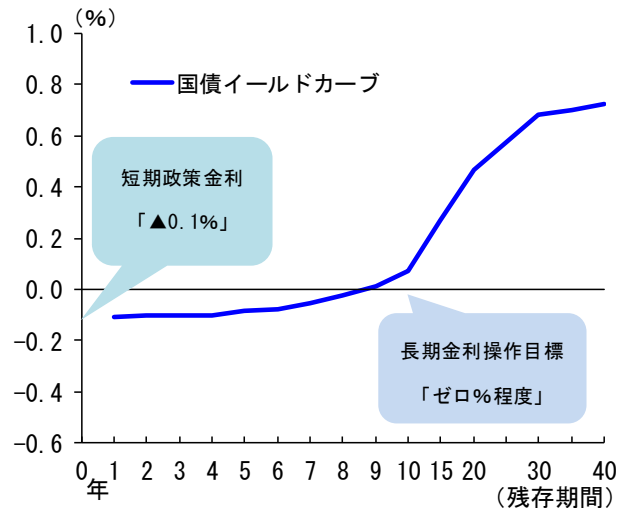
金利低下の波及経路

金利低下が経済を改善させる経路

イールドカーブ・コントロール（YCC）



経済・物価・金融情勢を踏まえて、2%の「物価安定の目標」の実現のために最も適切と考えられるイールドカーブの形成を促す。

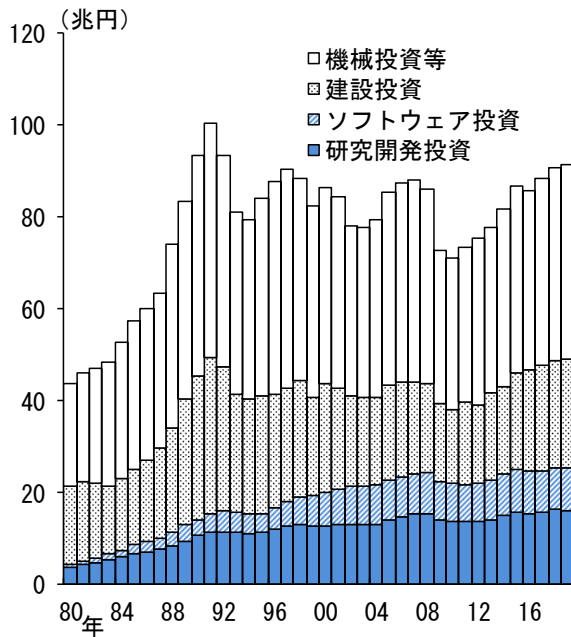


(注) 左図は、以下の8変数による係数制約付きVARモデルにより、金利低下がどの経路を通じて需給ギャップを押し上げているかを試算。詳細は、日本銀行「より効果的で持続的な金融緩和を実施していくための点検」(2021年3月)を参照。①需給ギャップ、②金利(3か月物)、③金利スプレッド(2年物-3か月物)、④金利スプレッド(5年物-2年物)、⑤金利スプレッド(10年物-5年物)、⑥総資金調達コスト、⑦円の名目実効為替レート、⑧株価。

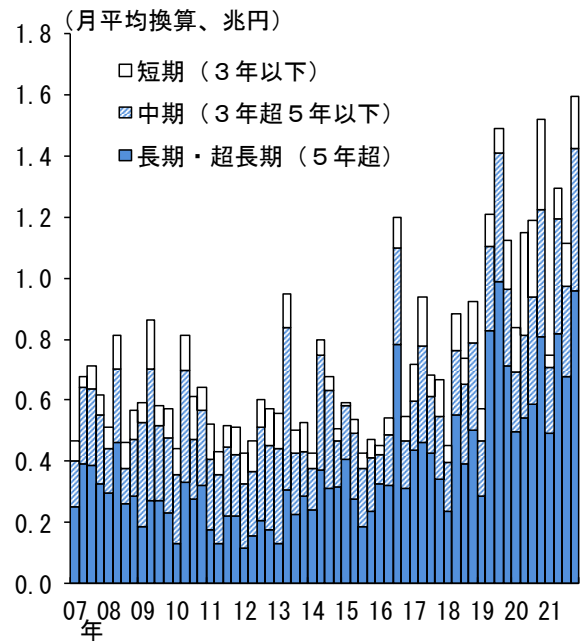
(出所) 日本銀行、Bloomberg等

固定資産投資と社債発行年限の長期化

固定資産投資（SNA）



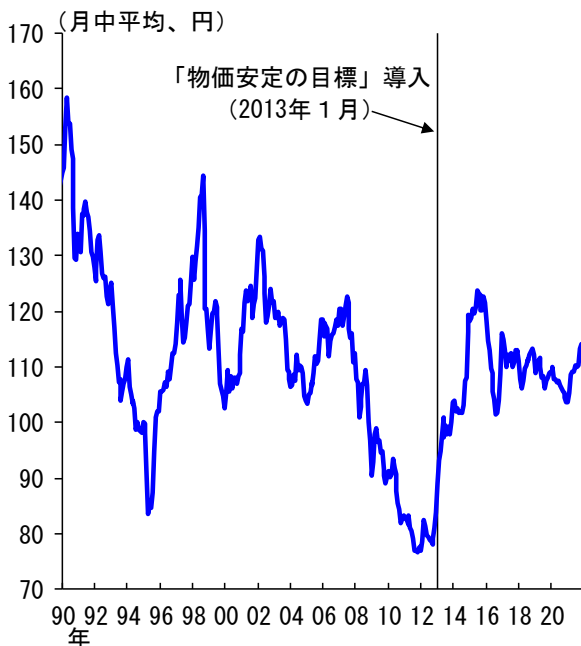
社債発行額の年限別内訳



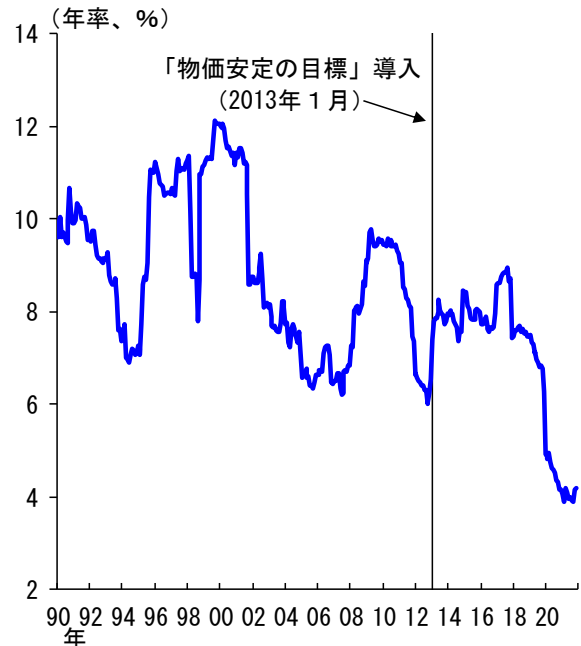
(注) 1. 左図は、固定資本マトリックス（名目）の民間部門における「住宅」以外の固定資本形成。
 2. 右図の社債発行額の対象は、日本企業が国内で発行した公募債。起債日ベース。銀行発行分を除く。2021年第4四半期は、10～11月の値。
 (出所) 内閣府、アイ・エヌ情報センター

名目為替レートの変動率の低下

ドル／円相場



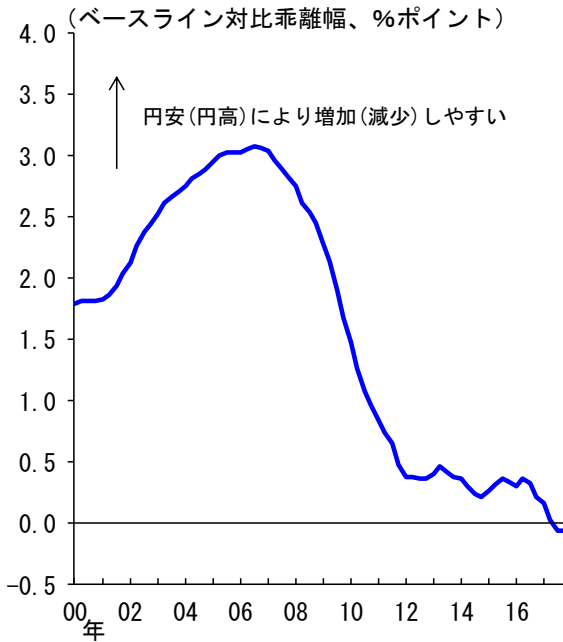
ドル／円相場の
ヒストリカル・ボラティリティ



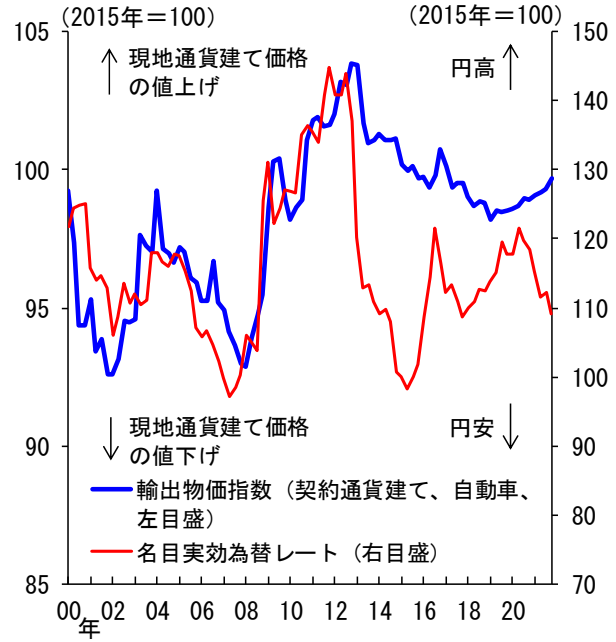
(注) 右図は、ドル／円相場の月次変動率の標準偏差（期間3年）を年率換算したものの。
 (出所) Bloomberg

輸出と為替レート

輸出の為替感応度



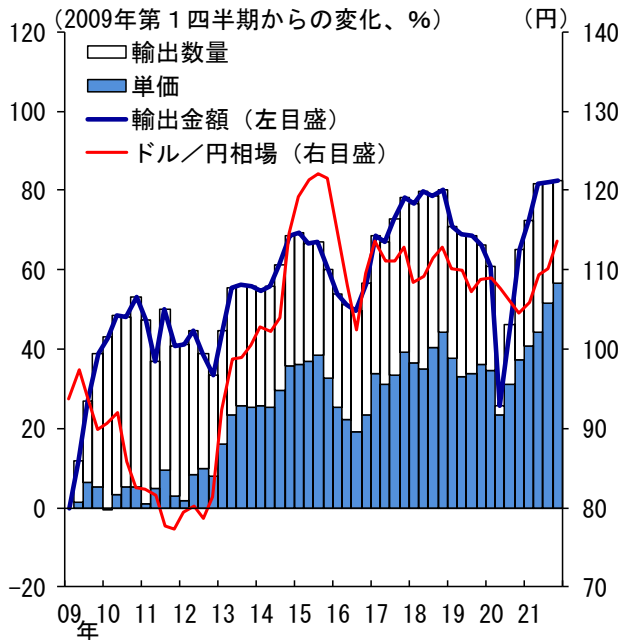
輸出価格と為替レート



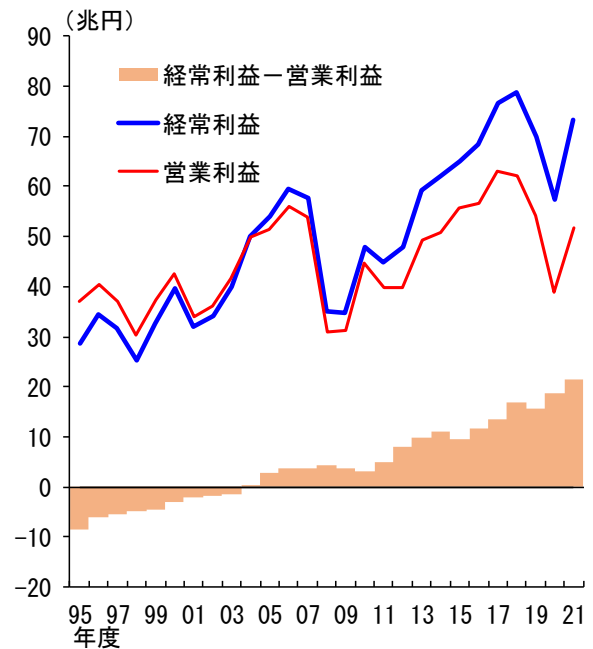
(注) 1. 左図は、①海外経済成長率、②実質実効為替レート、③実質輸出の3変数からなる時変パラメーターVARモデルの推計値(為替レートの10%円安ショックに対する実質輸出の4四半期累積変化)。詳細は、日本銀行「経済・物価情勢の展望」(2018年4月)のBOX 2を参照。
2. 右図の2021年第4四半期は、10~11月の値。
(出所) 財務省、日本銀行、BIS、IMF等

輸出採算性の改善と海外収益の拡大

輸出採算性の改善と為替レート



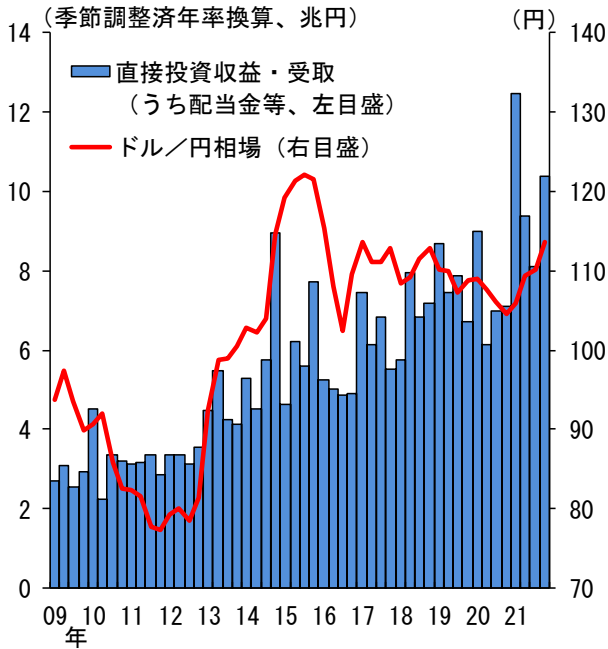
経常利益と営業利益



(注) 1. 左図の輸出金額は、季節調整済。2021年第4四半期は、10月の値。
2. 右図は法人季報ベース。金融業、保険業を除く。2009年度以降は、純粋持株会社を除く。2021年度は、上期の年率換算値(季節調整済)。
(出所) 財務省、Bloomberg

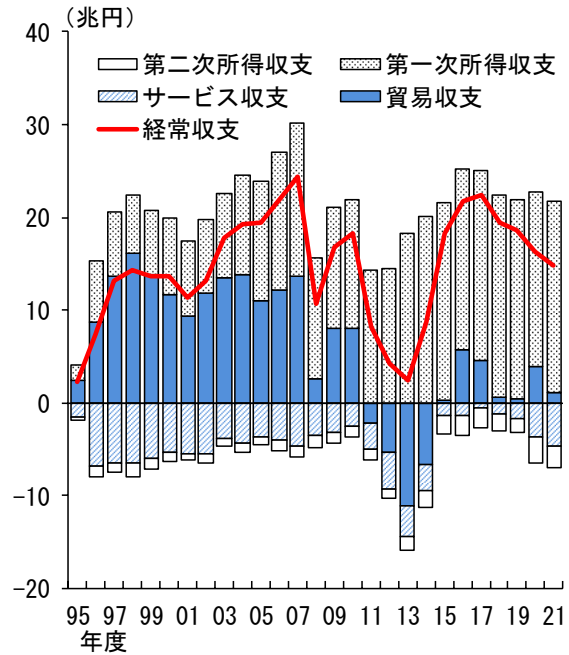
経常収支

直接投資収益と為替レート



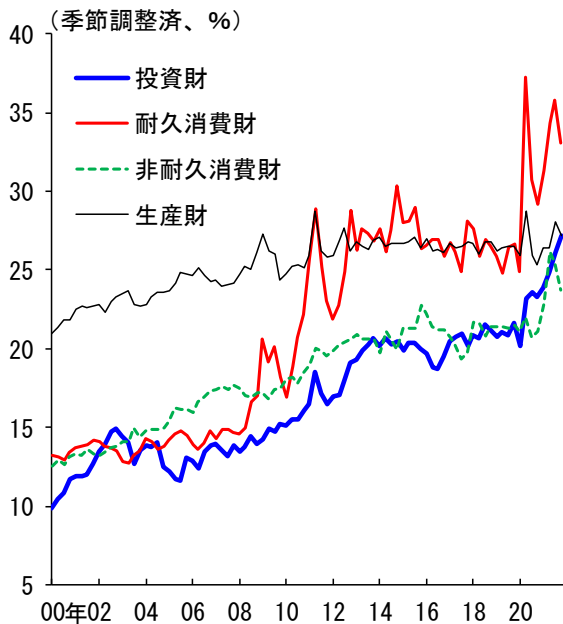
(注) 1. 左図の2021年第4四半期は、10月の値。
2. 右図の2021年度は、4~10月の年率換算値 (季節調整済)。
(出所) 財務省、日本銀行、Bloomberg

経常収支

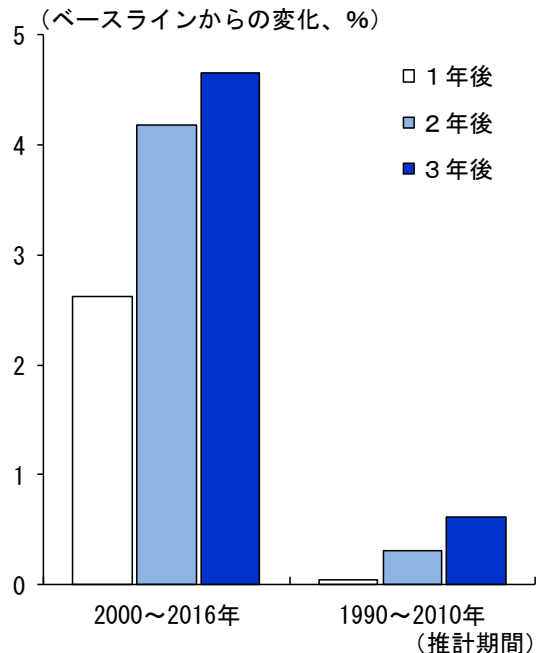


輸入構造の変化

輸入ペネトレーション



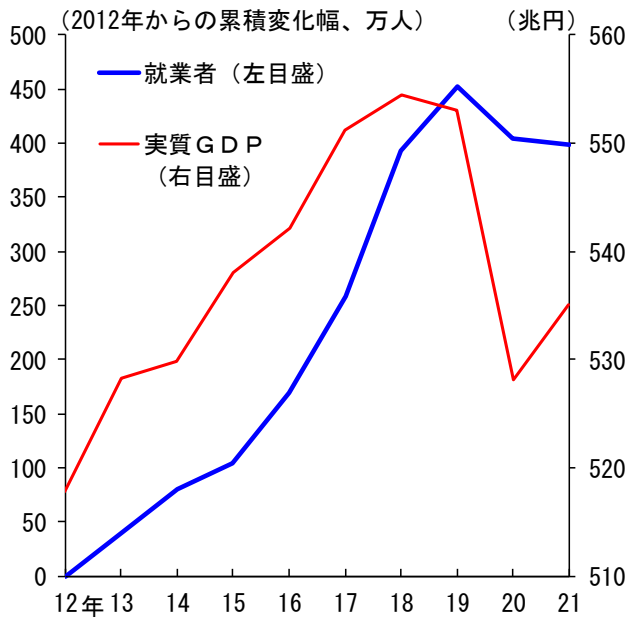
為替レートが10%円安となった場合の耐久消費財価格の上昇率



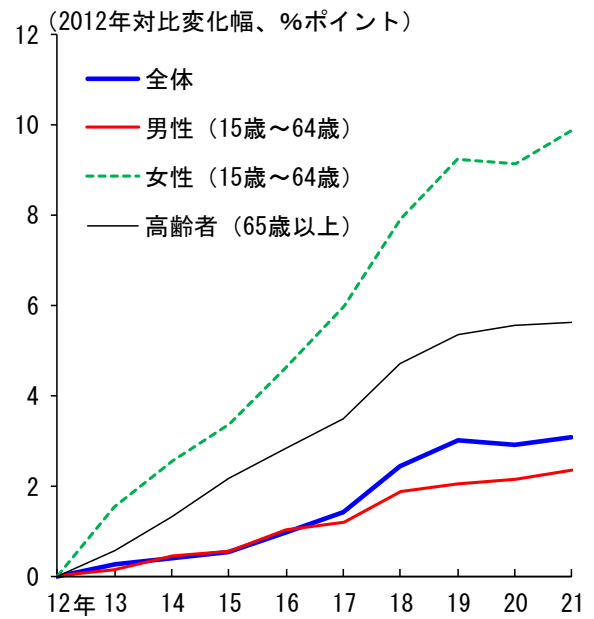
(注) 1. 左図の2021年第4四半期は、10月の値。
2. 右図は、①実質原油価格、②名目実効為替レート、③需給ギャップ、④消費者物価の4変数からなるVARモデルの為替レート10%円安ショックに対するインパルス応答。詳細は、日本銀行「経済・物価情勢の展望」(2016年10月)のBOX4を参照。
(出所) 経済産業省、総務省、内閣府、BIS、財務省等

GDPと労働投入

就業者数とGDP



労働参加率

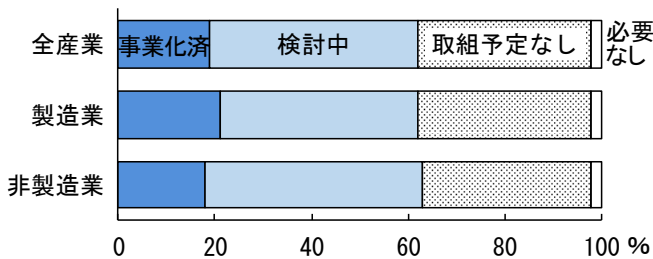


(注) 左図の2021年は、就業者が1~10月の平均値、実質GDPが第3四半期までの年率換算値 (いずれも季節調整済)。
 右図の2021年は、1~10月の平均。
 (出所) 総務省、内閣府

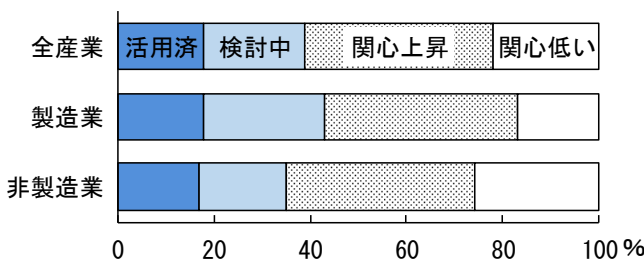
わが国企業のデジタル化と脱炭素化

デジタル化に向けた取り組み

<デジタル化の影響や変化への対応>

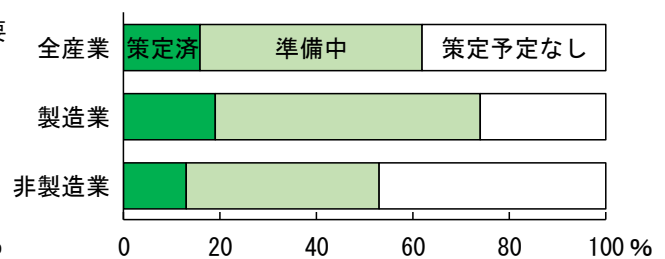


<AI・IoT等の活用>

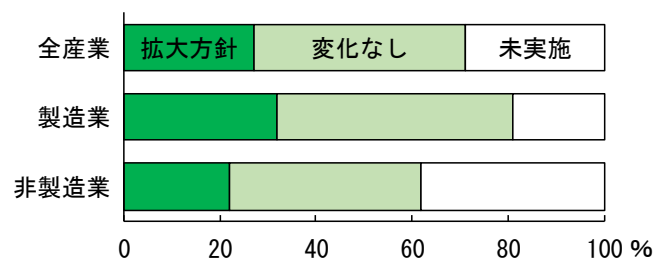


脱炭素社会実現に向けた取り組み

<脱炭素社会実現に向けた中長期ビジョンの策定状況>



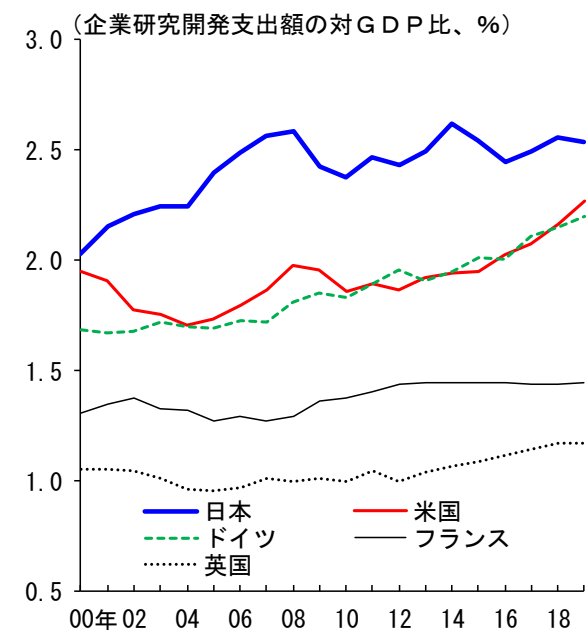
<脱炭素関連の設備・研究開発投資の状況>



(注) 調査の対象は大企業。
 (出所) 日本政策投資銀行

研究開発投資

研究開発投資の国際比較



わが国の研究開発投資の業種別割合 (短観、2020年度)

