



2016年5月13日

日 本 銀 行

日本経済の先行きと2%の「物価安定の目標」

の実現に向けた課題

—— 内外情勢調査会における講演 ——

日本銀行総裁 黒田 東彦

1. はじめに

日本銀行の黒田でございます。本日は、内外情勢調査会でお話する機会を賜り、誠に光栄に存じます。

まず、このたび熊本地震によって犠牲となられた方々に哀悼の意を表するとともに、被害に遭われた方々にお見舞いを申し上げます。日本銀行は、熊本支店における現金の供給や窓口業務のほか、銀行間の資金決済を担う日銀ネットも含め、通常通りの業務を継続しており、金融インフラの維持に努めております。関係者のご努力下、被災した金融機関の店舗も概ね営業を再開されており、現地の金融・決済システムは安定的に機能しています。また先般の金融政策決定会合では、熊本地震の被災地の金融機関を対象に、復旧・復興に向けた資金需要への対応を支援するため、総額3,000億円の被災地金融機関支援オペの導入を決定しました。この措置が、被災地の復旧・復興を後押しすることを期待しています。

さて、日本銀行は、1月末の金融政策決定会合において「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を導入しました。本年入り後、原油価格の一段の下落に加え、中国をはじめとする新興国・資源国経済に対する先行き不透明感などから、金融市場は世界的に不安定な動きとなりました。こうした状況のもとで、企業コンフィデンスの改善や人々のデフレマインドの転換が遅延し、物価の基調に悪影響が及ぶリスクが増大していました。日本銀行としては、これらのリスクの顕在化を未然に防ぎ、2%の「物価安定の目標」に向けたモメンタムを維持するためには、非常に強力なスキームが必要と判断しました。実際、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入後、国債利回りは大幅に低下し、貸出の基準となる金利や住宅ローン金利もはっきりと低下するなど、政策の効果は金利面では既に現れています。今後、その効果は、実体経済や物価面にも着実に波及していくものと考えています。もとより、新興国経済の不透明性は強く、株式市場や円相場など金融市場の不安定な動きは続いています。本日は、こうした状況において、日本銀行が経済・物価についてどのようにみているか、そのもとで、新しい枠組みである「マイナス

金利付き量的・質的金融緩和」をどのように運営しようとしているのか、お話ししたいと思います。

2. 日本経済の現状と先行き

(企業部門の動向)

まず、日本経済の現状と先行きについてお話しします。日本銀行は、先月末の金融政策決定会合において、「経済・物価情勢の展望」、いわゆる「展望レポート」を取りまとめ、2018年度までの経済・物価見通しを公表しました。以下、これに沿ってご説明します。このところの企業部門の動きをみると、海外経済の減速を受けて、輸出は足もとでは持ち直しが一服しています。製造業では、新興国経済との関連が強い業種を中心に業況感が慎重化しているほか、収益の改善ペースにも一服感が窺われます。もっとも、非製造業では原油価格の下落による交易条件の改善効果もあって、明確な増益傾向が続いており、企業部門全体としてみれば、収益は高水準で推移する姿が続いています。こうした高水準の収益を背景に、企業は設備投資に対して前向きな姿勢を維持しています。短観の設備投資計画によれば、2015年度は、大企業で前年比+10%程度、中小企業で同+4%程度の着地が見込まれているうえに、2016年度計画も、まずまずのスタートとなっています(図表1)。

先行きの海外経済については、先進国経済は、米国を中心にしっかりした回復基調が続くとみています。一方、新興国経済は、当面減速した状態が続くとみられますが、先進国の堅調な成長の好影響が波及し、減速した状態から脱していくとみています。このうち中国については、金融・財政政策の余地が比較的大きいもとの、当局が積極的な景気刺激策に取り組んでいますので、成長ペースを幾分切り下げながらも概ね安定した成長経路をたどると考えています。こうした海外経済のもとで、わが国の輸出は、当面鈍さが残るとみられますが、緩やかな増加に向かうと考えられます。この間、設備投資については、引き続き企業収益が高水準で推移するもとの、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」に伴う実質金利の一段の低下効果に加え、成長期待

の高まりや、東京オリンピック・パラリンピック関連需要の本格化などもあって、緩やかな増加基調を維持すると予想しています。

（雇用・所得環境の改善と賃上げの拡がり）

次に、家計部門の動向についてご説明します。企業部門の良好な収益環境は、雇用・所得環境に着実にプラスの影響を及ぼしています。労働需給をみると、引き締まり傾向が一層明確になっており、有効求人倍率は、足もとでは1.30倍と1991年以来の高水準となっているほか、失業率も3.2%と1997年以来の水準まで低下しています（図表2）。短観の雇用人員判断DIをみても、企業の人手不足感は一段と強まっており、労働市場は「完全雇用」と言っても良い状況にあります。輸出や生産面で鈍さがみられる一方で、労働需給の引き締まりが続いていることは、このところの景気局面の大きな特徴と言えます。

こうしたもとの、賃金には引き続き上昇圧力が働いています（図表3）。今春の労使間の賃金交渉、いわゆる春闘において、3年連続でベースアップが実現することがほぼ確実となりました。大企業では、ベースアップ幅が昨年を幾分下回る模様ですが、中堅・中小企業やパートなどの非正規雇用にも、賃上げの動きが広がっているようです。これは、中小企業などでは、雇用の流動性が比較的高く、賃金が労働需給の影響を受けやすいことによるものと考えられます。さらに、企業は、賞与などによって企業収益を従業員に還元することには引き続き積極的です。このように、企業収益から雇用者所得への波及はしっかりと維持されています。

個人消費は、金融市場が不安定な動きとなったことに伴うマインドの低下の影響もあって、一部に弱めの動きもみられますが、いまご説明したような雇用・所得環境の着実な改善を背景に、底堅く推移していると判断しています。先行きについても、雇用・所得環境の改善が続くもとの、個人消費は緩やかに増加していくものとみています。

(4月展望レポートにおける経済見通し)

以上を踏まえ、先行きのわが国経済を展望しますと、当面、輸出・生産面に鈍さが残るとみられますが、国内需要が増加基調をたどるとともに、輸出も、新興国経済が減速した状態から脱していくことなどを背景に、緩やかに増加するとみています。このため、わが国経済は、基調として緩やかに拡大していくと考えています。見通し期間中の成長率については、2017年4月に予定されている消費税率引き上げに伴う駆け込み需要とその反動による振れを見込んだうえで、2016年度は1%台前半、2017年度は若干のプラス、2018年度は1%程度の成長を予想しています(図表4)。2017年度までの成長率を1月時点の見通しと比べると、海外経済の減速に伴う輸出の下振れなどの影響から、幾分下振れています。

3. 最近の物価動向と先行きの見通し

次に、物価動向についてお話しします。

消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、「量的・質的金融緩和」導入直前の-0.5%から、2014年4月には消費税率の引き上げの影響を除くベースで+1.5%まで高まりました。しかし、消費税率引き上げ後、個人消費の弱めの動きが続いたなかで、一昨年の夏以降、原油価格の大幅下落が生じた結果、消費者物価の前年比上昇率は低下し、このところ0%程度で推移しています(図表5)。もっとも、エネルギー価格の影響を除いてみると、物価の基調は着実に改善しています。たとえば、生鮮食品とエネルギーを除くベースでみた消費者物価の前年比は、2013年10月以降、30か月連続でプラスを継続しており、今年の3月には+1.1%となっています。このように物価上昇が持続するのは、90年代後半に日本経済がデフレに陥って以来、初めてのことです。

毎月の消費者物価は、エネルギー価格や為替レートの変動に伴う輸入物価の動向など様々な要因によって振れるため、金融政策運営に当たっては、物価の基調的な動きや、その背後にある経済動向も含めて判断していくことが重要です。この点、物価の基調を規定する要因のひとつである需給ギャップ

についてみると、これまでご説明したように、輸出・生産の鈍さを背景に製造業の設備稼働率の改善が遅れる一方、労働需給の引き締まりは続いており、全体として横ばい圏内の動きとなっています。先行きについては、輸出・生産の持ち直しに伴う設備稼働率の上昇もあって、需給ギャップは、本年度後半以降、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要による振れを伴いつつも、緩やかにプラス幅を拡大していくと見込まれます。すなわち、需給面からみた賃金と物価の上昇圧力は、着実に高まっていくと予想しています。

物価の基調を規定するもうひとつの要因である中長期的な予想物価上昇率は、やや長い目でみれば全体として上昇しているとみられますが、このところ弱含んでいます。すなわち、物価連動国債の利回りから計算されるブレイク・イーブン・インフレ率などのマーケット関連指標だけでなく、家計や企業、市場関係者、エコノミストなどを対象とした各種のアンケート調査などの結果をみても、昨年末以降、予想物価上昇率が低下していることが示唆されています。米欧諸国とは異なり、予想物価上昇率が2%にしっかりとアンカーされていないわが国では、こうした指標は、原油価格の動向を含め、実際の物価上昇率の動きや金融市場のセンチメントなどに大きく影響される傾向があります。予想物価上昇率の動きを判断するに当たっては、企業の実際の賃金設定行動や価格設定スタンスなどもあわせてみていく必要があります。

この点、企業は、昨年度以降、エネルギー価格の下落から総合ベースの消費者物価指数が低迷するなかにあっても、前向きな価格設定スタンスを維持しており、消費者も、雇用・所得環境の改善などを受けて、価格改定を受容しているとみられます。各種のヒアリング情報なども踏まえると、3年連続でベースアップが実現する状況のもとで、企業の前向きな価格設定スタンスは維持されているとみられます。賃金の上昇を伴いながら物価上昇率が緩やかに高まっていくというメカニズムは、着実に作用していると考えています。

先行きの物価情勢については、日本銀行が「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を推進し、実際の物価上昇率が高まっていくもとで、中長期的な予想物価上昇率も上昇傾向をたどり、「物価安定の目標」である2%程度に向

けて次第に収斂していくとみています。こうしたもとの、企業の賃金・価格設定スタンスも積極化し、賃金上昇率の高まりを伴いながら、物価上昇率も次第に高まっていく姿を想定しています。

消費者物価（除く生鮮食品）の前年比の先行きを具体的に展望すると、エネルギー価格下落の影響から、当面0%程度で推移するとみられますが、物価の基調は着実に高まり、2%に向けて上昇率を高めていくと考えられます。この間、原油価格が現状程度の水準から緩やかに上昇していくとの前提にたてば、エネルギー価格の寄与度は、現在の-1%強から次第に剥落していきませんが、2017年度の初めまではマイナス寄与が残ると試算されます。この前提のもとでは、消費者物価の前年比が、「物価安定の目標」である2%程度に達する時期は、2017年度中になると予想されます。その後は、平均的にみて、2%程度で推移すると見込まれます。こうした見通しを、4月の展望レポートの具体的な数字として申し上げますと、2016年度は+0.5%、2017年度、2018年度は消費税率引き上げの影響を除くベースでそれぞれ+1.7%、+1.9%となります（前掲図表4）。1月時点における見通しと比べますと、実質GDP成長率の下振れや賃金上昇率の下振れなどにより、2016年度について下振れていますが、2017年度については概ね変わっていません。

4. 経済・物価の先行きに関するリスク要因

（経済の先行きに関するリスク要因：海外経済を巡る不確実性）

ここまでは、経済・物価の先行きに関して、日本銀行が最も蓋然性が高いと考えている中心的な見通しについてご説明しました。ここからは、こうした中心的な見通しに影響を与える可能性のあるリスク要因について述べたいと思います。

経済の先行きに関するリスク要因として最も重要と考えられるのは、海外経済の動向です。特に中国をはじめとする新興国や、中東諸国やブラジル、ロシアといった資源国については、先行きの不透明感が根強く残っています。中国経済は、当局が積極的な景気刺激策を講じるもとの基本的には安定した

成長経路をたどるとみていますが、過剰設備の調整が長引く場合には、貿易などのチャンネルを通じて、アジア地域を中心とする新興国の回復を遅らせる可能性があります（図表6）。また、原油価格についても、このところ下値警戒感が薄らいではいますが、需要・供給両面において先行きの不確実性は依然として大きい状態です（図表7）。新興国以外でも、米国の景気動向や、そのもとでのFRBによる利上げペースに関する不確実性が国際金融資本市場に与える影響について、引き続き留意が必要です。欧州については、ギリシャなどの債務問題の今後の展開や、英国のEU離脱——いわゆるブレグジット——など不透明な要因があります。

以上のような海外経済を巡るリスクが顕在化する場合には、わが国の企業コンフィデンスへの影響などを通じて設備投資や人材投資などの前向きな支出行動を抑制させる可能性があります。こうした点についても引き続き留意する必要があります。

（物価固有のリスク要因）

物価固有のリスク要因としては、中長期的な予想物価上昇率の動向が挙げられます。展望レポートの中心的な見通しでは、賃金の上昇を伴いながら実際の物価上昇率が高まっていくなかで、人々の予想物価上昇率も一段と上昇し、「物価安定の目標」である2%程度に向けて次第に収斂していく姿を想定しています。しかし、エネルギー価格の低迷によって、総合ベースでみた消費者物価の前年比が高まりにくい状況が長引いているもとで、先行きの賃金や予想物価の上昇ペースには不確実性があります。この点、今年の春闘において3年連続のベースアップの実現が確実となり、賃上げが中小企業にも拡がりを見せていることは、「賃金は上がらないものである」という長年のデフレマインドが払拭されつつあることを示しており、デフレ脱却に向けて歓迎すべき変化だと思えます。一方で、大企業を中心にベースアップの幅が昨年対比で小幅にとどまった先が多かった模様であり、現時点では、賃上げに加速感が感じられる状況にはなっていません。海外経済の減速や、本年入り後の国際金融市場での不安定な動きといった要因が、企業が「もう一步前へ」

と踏み出す動きを躊躇させた面があると思います。

企業収益は歴史的な高水準で推移しており、労働分配率も長期的なトレンドを下回っているもとで、「完全雇用」状態が実現するなど人手不足が強まっていることを踏まえると、賃上げが加速・拡大する環境は十分に整っていると考えています。今後、企業がデフレ脱却後の経済を展望して、人材投資に積極的に取り組むことを強く期待しています。

先程申し上げたように、日本銀行は、賃金の上昇を伴いながら物価上昇率が緩やかに高まっていくというメカニズムは着実に作用していると考えており、賃上げが中小企業にも拡がりを見せる状況のもとで、本年度入り後も、企業の前向きな価格設定スタンスは維持されているとみています。もとより、値上げに対する消費者の今後の反応によっては、企業の価格設定スタンスが消極化したり、逆に積極化することも考えられます。こうした点については、予断を持つことなく、4月以降の消費者物価指数の動きを見極めていく必要があると考えています。

5. 日本銀行の金融政策運営

最後に、日本銀行の金融政策運営に対する考え方についてご説明いたします。

日本銀行は、本年1月末に「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を導入しました。その後の動きをみると、国債利回りは大幅に低下しており、10年を超える期間までマイナスになっています。また、貸出の基準となる金利や住宅ローン金利もはっきりと低下しています。特に住宅ローン金利は10年固定で1%を下回る水準になっています。短観の結果をみても、マイナス金利導入後、企業からみた金融機関の貸出態度は一段と緩和しており、借入金利水準の判断は近年にない大幅な低下となっています(図表8)。CPや社債の発行レートも大きく低下しています。多くのCPがゼロ%近辺で発行され、なかにはマイナス金利での発行もみられます。10年以上の期間の社債発行でも極めて低い金利がみられます(図表9)。このように、政策の効果は、

金利面では既に現れています。今後、その効果は、実体経済や物価面にも着実に波及していくものと考えられます。企業にとっては、これまで経験したことのない低い金利になっており、金融面でみる限り空前の投資のチャンスです。もちろん投資判断の根幹は、そのプロジェクトの採算の見通しであり、その基礎には中長期的なマクロの経済環境についての見通し、すなわち成長期待があります。成長期待を高める、具体的には、例えば規制改革などにより事業のフロンティアを広げることが重要であることは論を待ちません。ただ、それにしても、現時点における成長力ないし成長期待が、これほど大きなマイナスとなっている実質金利が刺激的でないほどに低いということは考えられません。法人企業統計でみる企業の収益力（ROA）は4%程度、支払平均金利は1%程度であり、その差は過去最高レベルです（図表10）。何より、実際にこの3年間で経済・物価が大きく好転し、デフレではない状況が生まれたという事実があります。

もともと、金融政策の効果の波及には、もともとある程度時間が必要であるほか、現状では、国際金融市場において、新興国や資源国の経済の先行きに関する不透明感などから不安定な動きが続いているもとの、前向きな変化が現れにくい状況にあります。このため、先月末の金融政策決定会合では、政策効果の浸透度合いを見極めていくことが適当であると判断したところです。もちろん、金融政策はフォワード・ルッキングに、機動的に行うことが持ち味ですから、効果がはっきりするまで待つということでは全くありません。新興国をはじめとする世界経済の不透明感や、不安定な金融市場の動向、それらの企業マインドへの影響など、リスクはダウンサイドにあります。今後毎回の決定会合で、こうしたリスクを点検し、「物価安定の目標」の実現のために必要と判断した場合には、躊躇なく、「量」・「質」・「金利」の3つの次元で、追加的な緩和措置を講じていく方針です。「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」は非常に強力な枠組みです。そして、言うまでもなく、「量」・「質」・「金利」のいずれについても、追加緩和の余地は十分にあります。この枠組みをどう使って、2%の「物価安定の目標」を早期に実現するか、し

っかりと検討し、実践していきます。

ご清聴ありがとうございました。

以 上

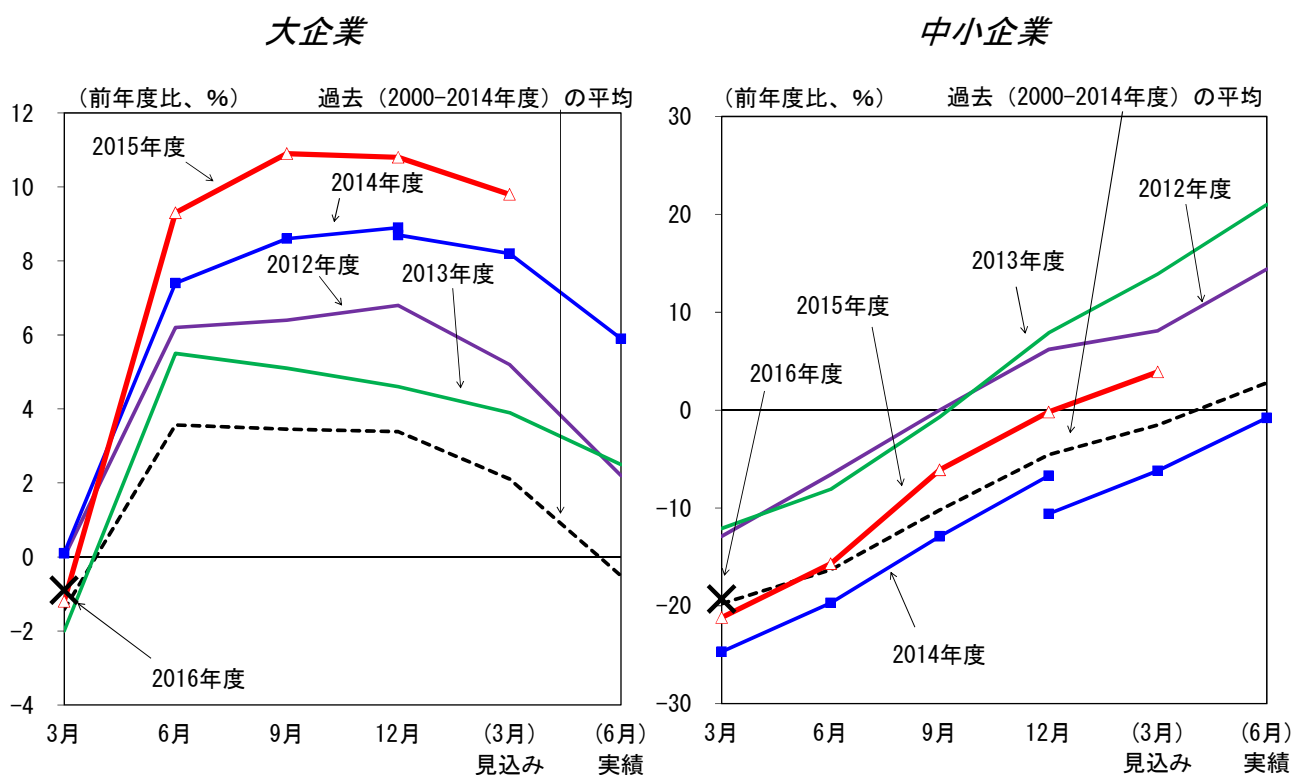
日本経済の先行きと2%の「物価安定の目標」 の実現に向けた課題

— 内外情勢調査会における講演 —

2016年5月13日
日本銀行総裁
黒田 東彦

図表 1

短観（設備投資計画）

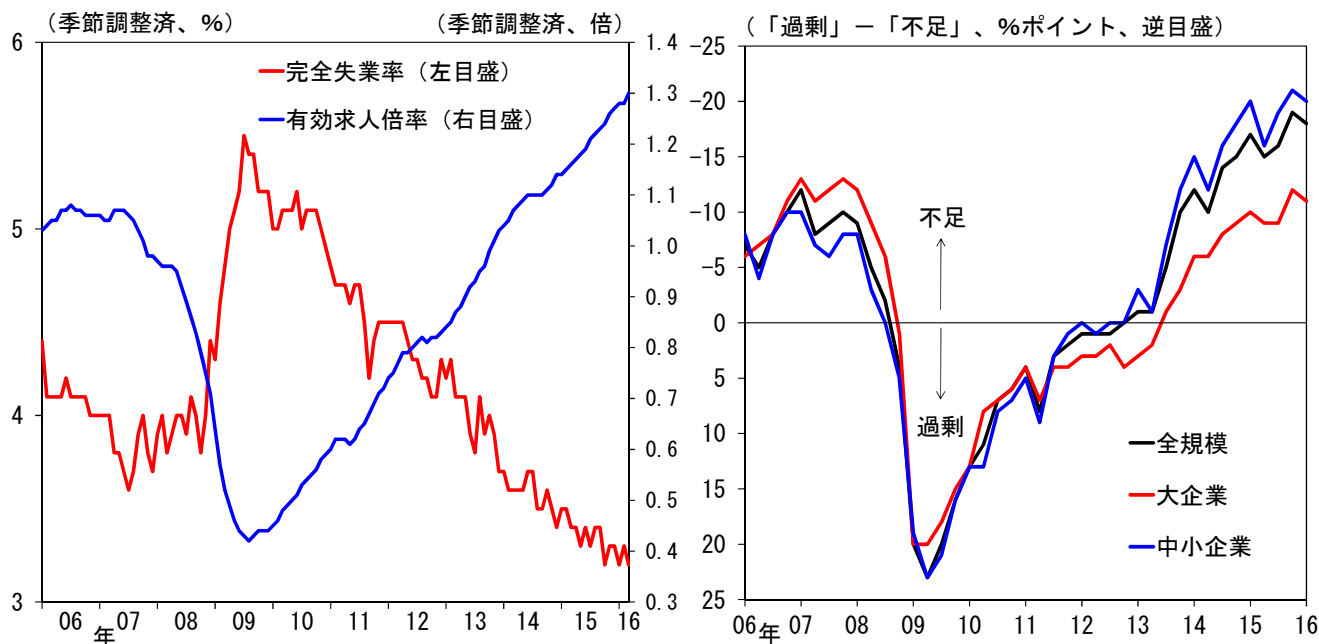


(注) 土地投資額を含み、ソフトウェア投資額は含まない。
(資料) 日本銀行

労働需給

失業率と求人倍率

短観・雇用人員判断DI

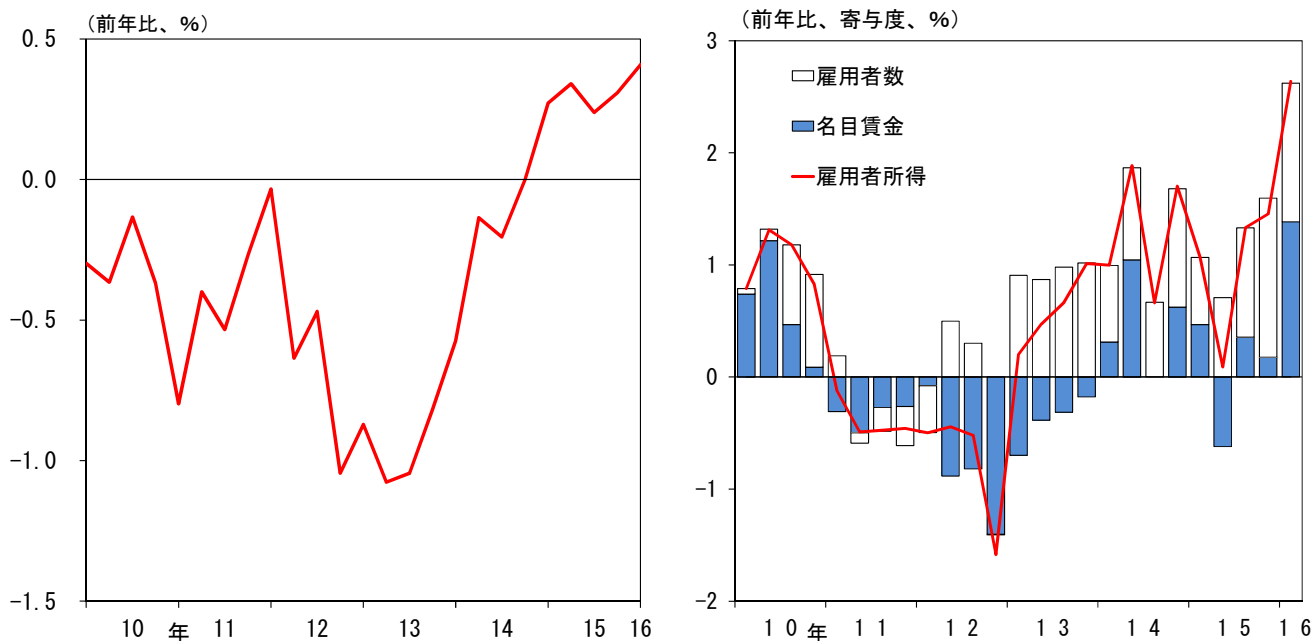


(資料) 総務省、厚生労働省、日本銀行

賃金

所定内給与

雇用人員所得



(注) 四半期は次のように組替え。第1四半期：3～5月、第2：6～8月、第3：9～11月、第4：12～2月。2016/1Qは、3月の値。
 雇用人員所得＝雇用者数（労働力調査）×名目賃金（毎月勤労統計）

(資料) 厚生労働省、総務省

展望レポートの経済・物価見通し (2016年4月)

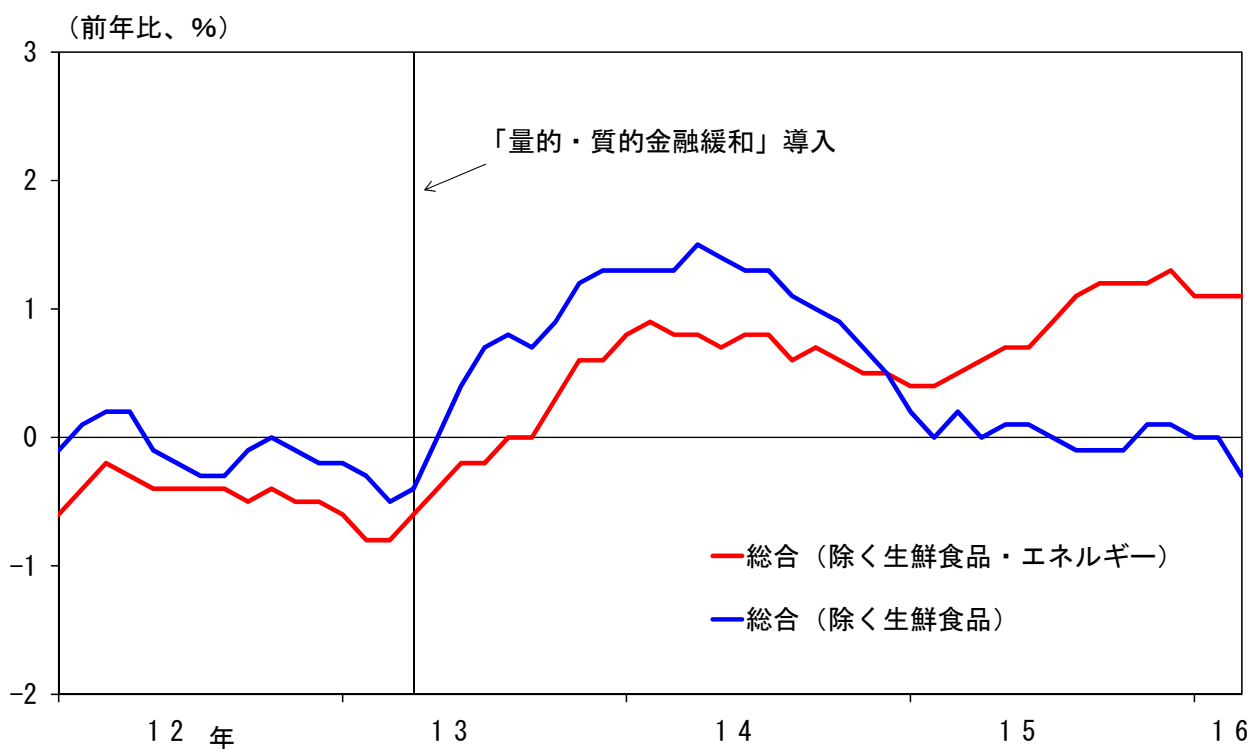
— 政策委員見通しの中央値、対前年度比、%

	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	
		消費税率引き上げの 影響を除くケース	
2015年度	+0.7	0.0	
1月時点	+1.1	+0.1	
2016年度	+1.2	+0.5	
1月時点	+1.5	+0.8	
2017年度	+0.1	+2.7	+1.7
1月時点	+0.3	+2.8	+1.8
2018年度	+1.0	+1.9	

(資料) 日本銀行

4

消費者物価

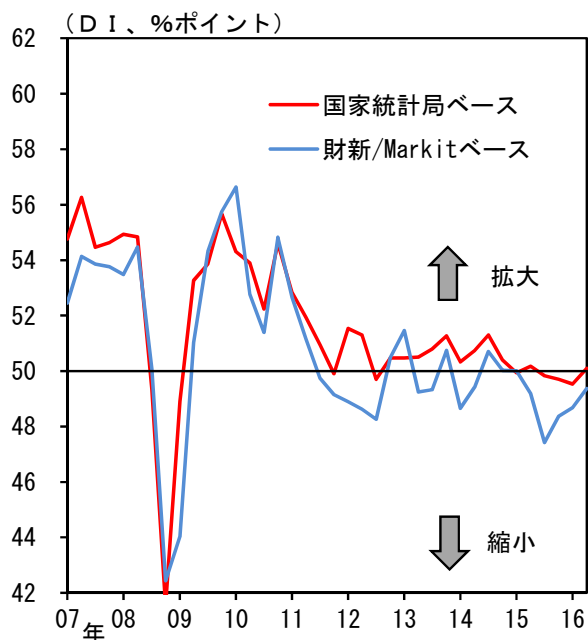


(注) 消費税率引き上げの直接的な影響を調整 (試算値)。
消費者物価指数 (総合除く生鮮食品・エネルギー) は、日本銀行調査統計局算出。
(資料) 総務省

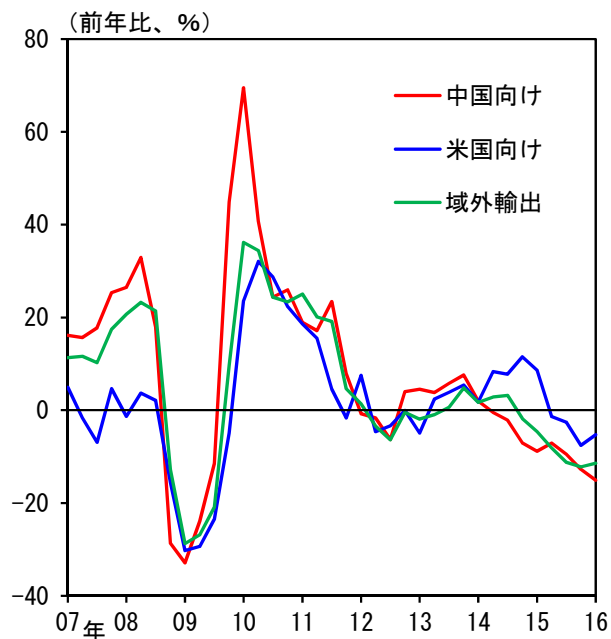
5

中国のPMIとNIEs・ASEANの輸出

中国PMI（製造業）



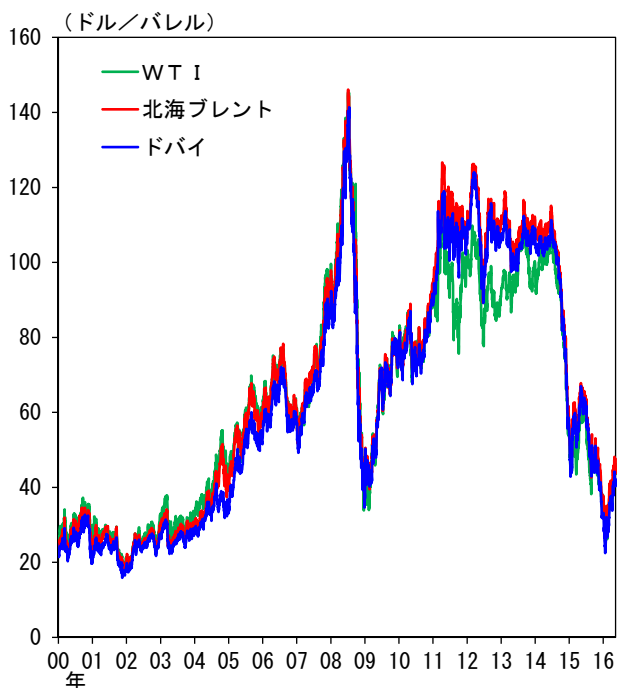
NIEs・ASEANの輸出



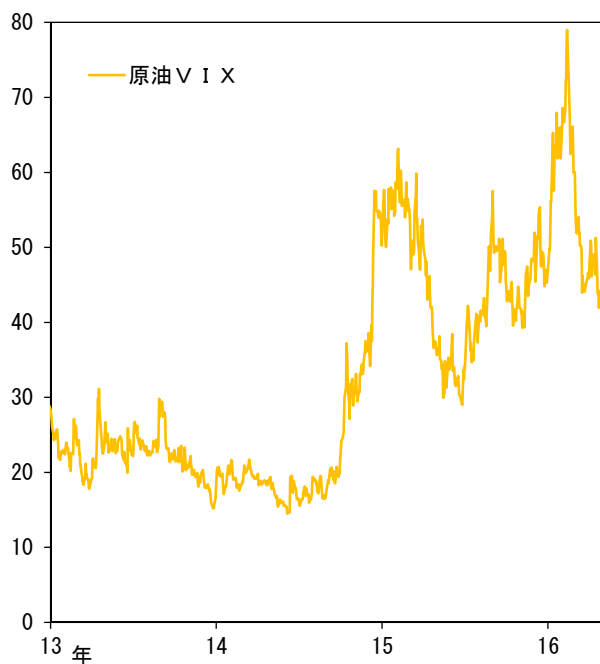
(注) 1. 中国PMIの2016/2Qは、4月の値。
 2. NIEs・ASEANの輸出は、名目ドルベース。
 (資料) CEIC, Markit (© and database right Markit Economics Ltd 2016. All rights reserved.)

原油市況

原油価格



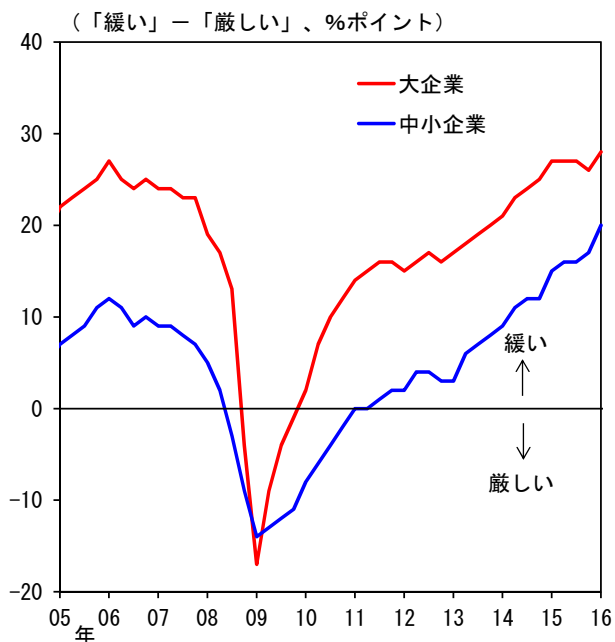
ボラティリティ指標



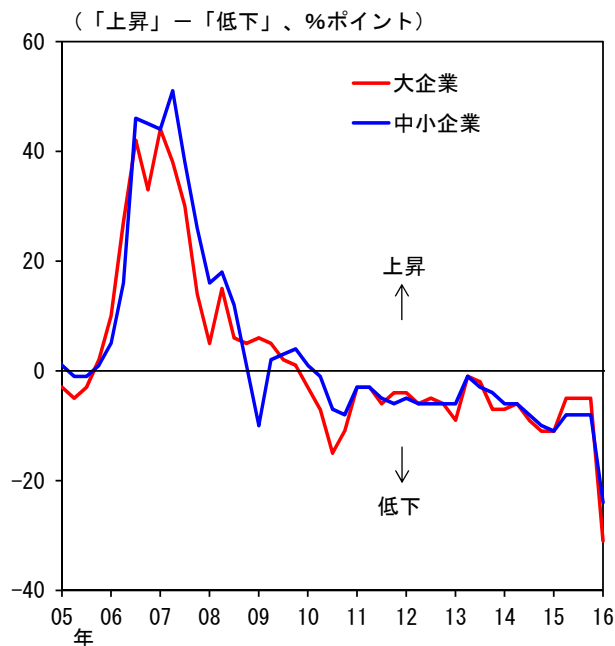
(資料) Bloomberg

資金調達環境（1）

短観・貸出態度判断DI



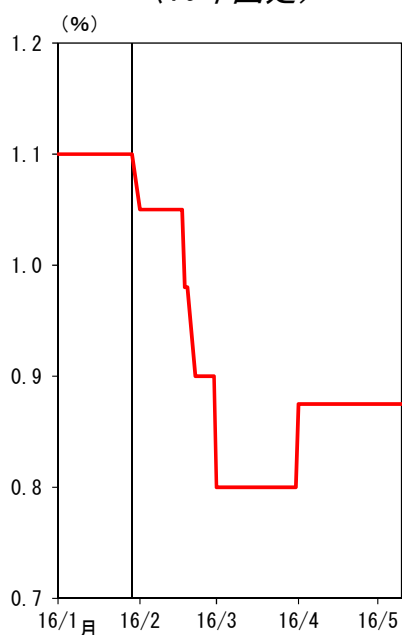
短観・借入金利水準判断DI



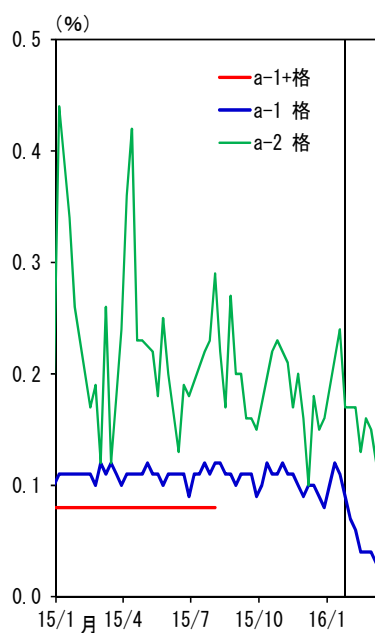
(資料) 日本銀行

資金調達環境（2）

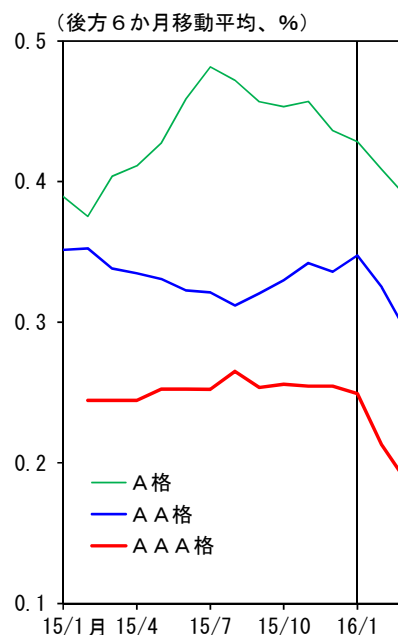
住宅ローン金利
(10年固定)



CP発行レート

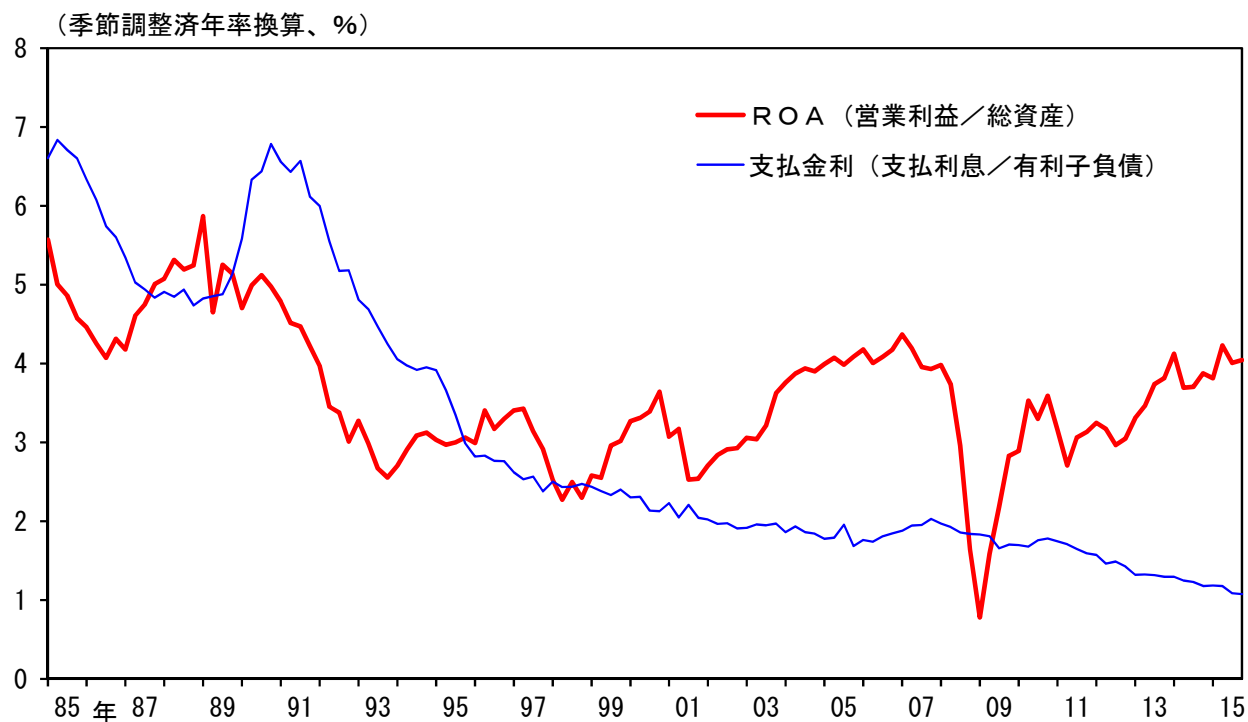


社債発行レート



- (注) 1. 縦線は、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」導入決定。
 2. 住宅ローン金利は、6行（みずほ、三菱東京UFJ、三井住友、りそな、三井住友信託、新生）の中央値（最優遇金利）。
 3. CP発行レートは、週次平均レート。発行額による加重平均で、格付けは基本的にR&Iによる。金融機関発行分およびABCは除く。
 4. 社債発行レートは、単純平均値・起債日ベース。対象は国内公募社債で、銀行や証券会社などの発行分は除く。格付けは、ムーディーズ、S&P、R&I、JCRの最高格付で分類。表示がない期間は、過去6か月以上発行がない。
- (資料) 各行ホームページ、証券保管振替機構、キャピタル・アイ、アイ・エヌ情報センター

企業のROAと支払金利



(注) 法人季報ベース。全産業全規模合計。金融業、保険業を除く。有利子負債は、長短期借入金、社債、受取手形割引残高の合計。

(資料) 財務省