

「最近の金融経済情勢と今後の展望」

日本銀行 理事 大阪支店長 神山 一成

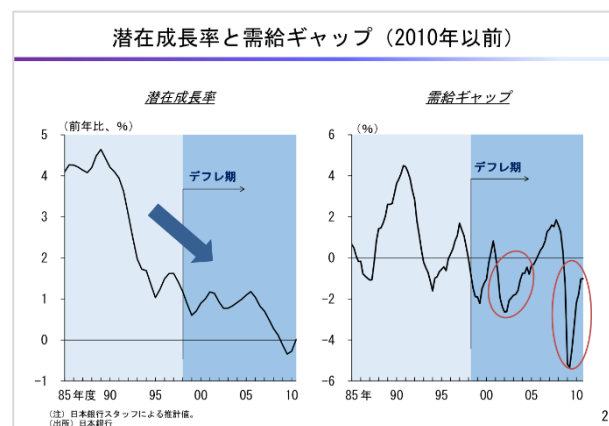
日本銀行大阪支店の神山一成です。平素は日本銀行の政策運営、業務運営に関しましてご理解、ご協力を賜わり大変感謝しております。また本日はこのような説明する機会をいただき、誠にありがとうございます。

本日は、「最近の金融経済情勢と今後の展望」という題名でお話します。日本銀行は昨年 3 月、2013 年 4 月以降 11 年間続けてきた大規模な金融緩和を終え、2%の物価安定目標の下で短期金利の操作を主たる手段とする通常の金融政策の枠組へ移行することを決定しました。17 年ぶりに金利のある世界に復帰し、先週には短期金利の誘導目標を 0.25%から 0.5%へ引き上げる決定を行いました。こうした決定は、緩やかながらも景気回復の動きが続き、先行き 2%の物価安定目標が持続的安定的に実現していくことが見通せるようになったことを踏まえたものです。尤も、基調的な物価上昇率が目標値 2%に達したとの判断はまだしておらず、持続的安定的に上昇が実現するまで緩和的な金融環境を維持し、金融経済情勢を丹念に点検しながらゆっくりとしたペースで政策金利を引き上げていくことであります。本年の我が国経済および関西経済を展望しますと、そのような緩和的な金融環境が続く下で企業による賃上げの動きが続き、所得から支出への前向きな循環メカニズムが徐々に強まり、緩やかな回復を続けるであろうと見ています。世界経済全体を見ますと、いろいろな課題があります。そうした中でもしっかりと日本経済の成長を実現するため、日本銀行としての使命を果たしてまいります。

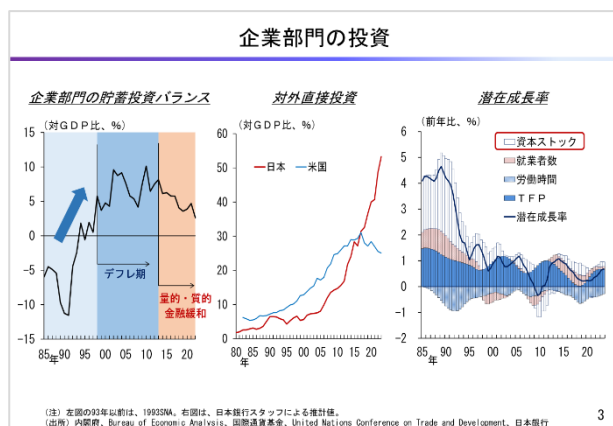
1. 過去25年間のわが国の経済・物価・金融情勢と金融政策運営

最初に、過去 25 年間の我が国の経済・物価・金融情勢と金融政策運営を説明したいと思います。1998 年日本銀行は、金融政策運営を政府から独立して自主的に政策を決めていく体制に移行しました。そこから 25 年が経過したことを踏まえて、植田総裁が少し時間をかけて 25 年間を振り返ってみようとい

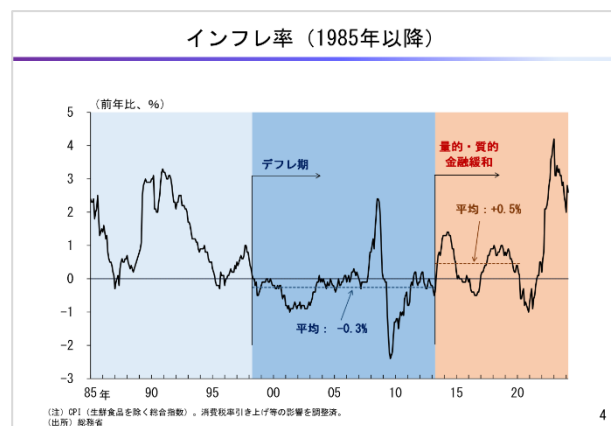
うことで、金融政策に関する多角的レビューを実施しました。その結果は昨年 12 月に公表していますが、ここではそのエッセンスを説明します。



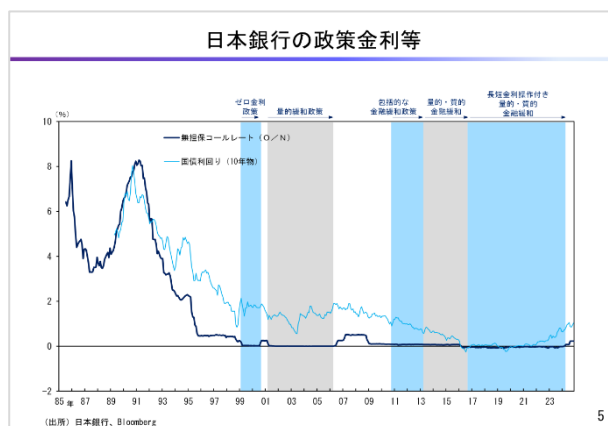
長期間の振り返りになりますが、最初のグラフ左側は我が国潜在成長率の推移です。1985 年当時の潜在成長率は 4%程度であったと推計されます。それが 1990 年代初頭の資産バブルの崩壊を受けて、成長率は趨勢的に低下し一時期 0%を割りこみました。潜在的な成長率は供給力の成長率を表すので経済の需給バランスとして改善しても良さそうなのですが、実際には供給を上回って需要が減っていったため、需要と供給のバランスを表す需給ギャップがマイナスで推移することが多くなってしまいました。この間も景気回復の動きがなかったわけではありませんが、需給ギャップで見ると水面に出ては再び水面下に沈み、特に 2000 年代に入ってから IT バブルの崩壊、2008 年のリーマンショックを受けて我が国経済は大きく落ち込むことになりました。



供給を上回る需要の低下については、企業部門の動きで決まってくる部分が大きかったと見ています。左側は企業部門の貯蓄投資バランスです。80年代後半、当時企業部門の貯蓄投資バランスは大幅なマイナスでした。それは、貯蓄を上回る投資をしていたということで、企業の有利子負債が増えていきます。それでも収益が見込めたので、投資を行っていたことになり、これは高い期待成長率があってこそ実現することです。ところが90年辺りを境として期待成長率が大きく低下し投資に大きくブレーキがかかります。貯蓄を上回る投資が行われなくなり、貯蓄投資バランスはプラス方向で続くことになりました。そうした中で企業は負債を返済することを一生懸命やっていたことになり、貯蓄投資バランスが改善した状況が続く中で、これ以上有利子負債を減らせなくなる、つまりほぼ借金を返済した企業も出てきます。そこで加速したのが、海外への投資です。対外直接投資は、真ん中のグラフにあるように、2000年ぐらいを境に大きく拡大します。日本のマーケットが人口減少と共に縮小するのであれば、海外へ投資した方がいいということです。右側は潜在成長率の要因分解で、潜在成長率の大幅な低下が何で説明されるかをはっきりと示しています。80年代後半には資本ストックの伸び、つまり設備ストックの伸びが成長率を稼いでいました。設備投資することで労働生産性を高めて日本経済は成長していったのですが、国内投資がストップして当初はキャッシュフローを大きく下回る投資になり、その後借金の返済を終えてキャッシュフローに概ね見合う設備投資が続く中で、資本ストックの伸びが潜在成長率を押し上げる度合いが低下して低成長率になっていったという説明になります。



次はインフレ率の動きです。資産バブルの崩壊を受けて我が国は長期デフレに突入していきます。こうした中で、物価や賃金も上がりにくいことを前提とした考え方や慣行が人々や企業の間で定着していったことになります。足元はインフレ率が大きく高まっていますが、当時は輸入物価が上昇しても国内物価が上がることはほとんどありませんでした。物価が上昇しても賃金が上がるようなことはなかったことになります。



こうした中で、物価の安定を確保するため日本銀行は金融緩和政策を続けてきたのですが、先ほど申し上げた日本銀行が政府から金融政策面で独立した1998年というタイミングは、既に短期金利の引き下げという手段をほぼ使いきった後という状態でした。従って1998年に新たな日本銀行として活動を始めてからの動きは、従来のような短期金利の操作を通じた金融政策ではない、いわゆる非伝統的な金融政策の検討、実施になっていかざるを得なかったということです。

バブル崩壊以降の日本経済が直面した課題

- 潜在成長率と物価上昇率の両方が低下
 - ✓ 潜在成長率は、80年代後半の4%程度から、2000年代には1%を切る水準まで低下。
 - ✓ 景気悪化に伴い、90年代末からは、低インフレが定着。人々の予想物価上昇率が低下し、デフレマインドが強まった。
- 「ゼロ金利制約」による金融政策の手詰まり
 - ✓ 潜在成長率と物価上昇率の低下により、中立的な金利水準も低下。
 - ✓ 金利をゼロ以下に引き下げることは困難であり、十分な金融緩和を行うことが困難となった。

6

これまでの話をまとめたスライドになります。バブル崩壊以降、潜在成長率と物価上昇率の両方が低下し、経済需給ギャップが大きく低下する中で低インフレが定着。人々の予想物価上昇率も低下し、デフレマインドが強まりました。こうした中で金利水準も当然低下し、これ以上金利を引き下げるのが困難な状況になり、十分な金融緩和を行うことが困難になりました。

非伝統的金融政策

- **通常の金融政策**：短期の金利を上げたり、下げたりする。
- 景気の落ち込みがひどく、短期の金利をゼロまで引き下げても、十分に効果が得られない場合はどうするか？
 - ⇒ 「**非伝統的な金融政策**」
- 主な手段は、3つ。
 - ① **長期金利の引き下げ**：中央銀行が国債を大量に買い入れて、長期の金利を引き下げる。
 - ② **マイナス金利政策**：金融機関どうしの資金のやりとりの金利をマイナスにする。
 - ③ **資産購入**：リスクプレミアムを引き下げる。

7

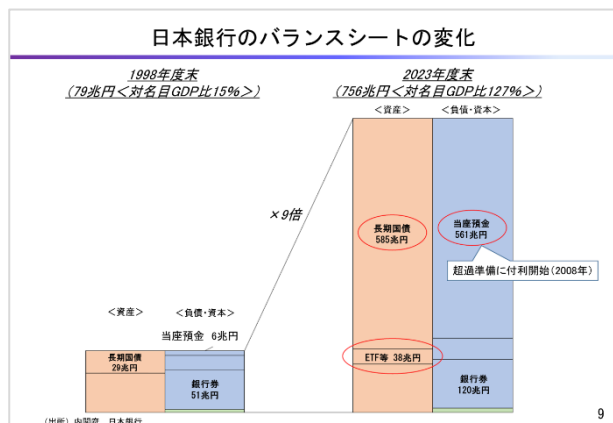
そこで出てきたのが非伝統的金融政策です。通常の金融政策は、短期金利を上げたり下げたりして行うのに対し、非伝統的な金融政策は大きく3つにくらわれます。1番目は短期金利を下げられないのであれば、長期金利を下げてはどうかということです。その主な手段として、中央銀行が国債を大量に買い入れて長期の金利を引き下げることがあります。実際に長期金利を引き下げられるかはなお議論があるところですが、ただ国債利回りに限定して考えた場合の長期金利は、長期国債を市場から中央銀行が買い占めることによってコントロール可能ではないか、実際にそれを行い日本銀行は国債の利回りを大きく引き下げてきました。2番目はマイナス金利政策です。マイナス金利で人にお金を貸すことは到底考えられず、金利はマイナスにはならないということでしたが、金融機関が日本銀行に預けているお金は、運用目的以外の目的もあって預けてい

るので、それに対してマイナス金利をつけることはできるのではないかと。金融機関同士の資金のやり取りであれば、金利をマイナスにすることができるのではないかとということで取り組んだ政策です。これについては、あまり良い結果は得られませんでした。というのも、いくら金融機関が日本銀行にお金を預けなければいけないと言っても、全てのお金を預ける必要はありませんので、マイナスの金利をつけられるのであれば、現金に変えて自分の金庫に持っておくようなことが起きてきます。結局、マイナス金利をどこまでも下げていくことは不可能であり、この方向性を追求していくことは無理ということになりました。3番目が資産購入ということで、リスクプレミアムを引き下げることです。先ほど長期金利の全てを中央銀行が下げられるかわからない、国債の利回りだけなら下げられるということを話しました。国債の利回りを下げると、社債と国債の間の利回り格差が広がることになります。その利回り格差をリスクプレミアムと言いますが、国債の利回りだけを下げてもいいのだろうか、民間取引の金利も下げないと経済の活性化に繋がらないのではないかと考えた時、そのリスクプレミアムを引き下げるにはどうするか。そうして国債だけではなくて、社債やCP、さらには株式・ETFなどを日本銀行は購入していくことになったのです。日本では国債の保有状況が海外と少し違うところがあり、海外では国債は金融機関だけではなくて、企業や個人なども結構保有しているの、中央銀行が国債を買い上げることで民間に資金を供給しやすくなります。これに対して日本の場合は、国債のかなりの部分を金融機関が持っている状況があり、国債を日本銀行が買っても金融機関のバランスシート上で国債が日本銀行への預け金に変わるだけの状況が起き、企業や家計へ資金を供給できないことが起きてきました。そのため、先ほどのマイナス金利政策、金融機関が日本銀行に預けたままのお金へマイナス金利をつけられれば、金融機関はマイナス金利をつけられたくないの、日本銀行にある預け金を使ってリスク資産を買ってくれるのではないかと期待も出てくるわけです。日本銀行としてはそれだけではなく、社債やCPやETFなど、企業や家計が保有する資産についても買い入れを進めていくことで、民間部門へ好影響を図っていくことになりました。満期のない株式ETFを買うことについて、海外の中央銀行はそこまでやっておらず、日本銀行へいろいろなお批判はございますが、これまでの経済推移の中で、メリットとコストを考慮したう

えてメリットが上回ると判断し、そのような買い入れも行ってきた次第です。

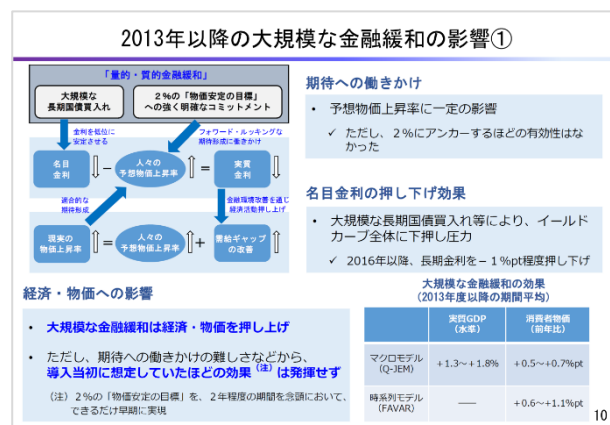
金融政策の変遷					
本行による非伝統的金融政策					
	操作目標	① 長期金利の引き下げ	② リスク・プレミアム への働きかけ	③ マイナス金利の適用 (資産買入れの付随)	④ 予想物価上昇率 の引き上げ
1998/2/3	ゼロ金利政策 無担保 コールレート (0.5%)	「できるだけ低め」 (事実上ゼロ%)	時間軸効果 (0.01%引き下げ)		
2000/9/8					
2001/2/8	量的緩和政策 有担保 コールレート (0.5%)	ゼロ金利 で推移	時間軸効果 (0.01%引き下げ)		
2006/3/9					
2010/1/16	包括的な 金融緩和政策 無担保 コールレート (0.5%)	0～0.1% (事実上ゼロ金利)	長期国債の買入れ 固定金利で買 入	リスク性資産 買入れ (GDP、M2、STF +100%)	
2013/4/8			時間軸効果 (0.01%引き下げ)		「物価安定の目標」 (2013-1達成)
2013/4/8	量的・質的 金融緩和 有担保 コールレート (0.5%)	ゼロ金利で推移	大規模な 長期国債買入れ	リスク性資産 買入れ	「物価安定の目標」 の後の増額 20%増
2016/9/16			「ゼロ金利」 の後も (100%増額買入れ)	リスク性資産 買入れ	マイナス金利 (0.1%)
2020/4/9	長期金利操作付き 量的・質的 金融緩和 有担保 コールレート (0.5%)	マイナス金利 で推移		マイナス金利	オーバーナイト 2%引き 引き上げ

こちらは、金融政策の変遷について縦は時系列で、横は範囲の拡大という形で示しています。低成長、低インフレ、低金利の状況へ最も先に到達した日本において、金融政策の新しい手段を考えていくのは、日本銀行がフロントランナーとならざるを得ないような面がありました。日本銀行が色々な政策を試す中で、かなりの部分は他の中央銀行、アメリカの中央銀行や欧州の中央銀行でも採用していった部分があります。先ほどの株式 ETF あたりは、さすがに海外の中央銀行は採用していませんということを申し上げましたが、逆に言うとそれ以外の手段について彼らはほぼ採用したと言えるのではないかと考えています。



いずれにせよ、こうした日本銀行の非伝統的な金融政策の結果、日本銀行のバランスシートは 1998 年度末と 2023 年度末を比較すると 9 倍の規模まで拡大していることになります。その内訳を資産サイドで見ると、やはり大きいのは長期国債の増加です。98 年当時は 29 兆円程度しか長期国債を保有していませんでしたが、いま 585 兆円ですので 20 倍の保有になったということです。日本の長期国債全体を見ても、半分以上が

日本銀行の保有になったことになります。その長期国債の見合いとなる負債として増えたのは金融機関からの預け金であり、ここにあまり大きなマイナス金利はつけられないのですが、少しでもマイナス金利をつければ、金融機関は日本銀行に資金を預けたままにせず、よりリスクのある資産へ資金を振り向けてくれることを期待したのは、先ほど申し上げた通りです。長期国債以外の資産買い入れで、社債、CP、ETF を買ったというのですが、ここについては日本銀行の財務基盤を棄損しないように慎重に進めていく必要がありますので、実はその規模は大きく膨らんだ全体のバランスシートの中ではさほど大きくなく、全部合せても 38 兆円程度です。今このバランスシートについて、少しずつ縮小することへ着手し始めていますが、当然ながら規模が大きい長期国債のところから減らしていくことになっていくと理解しています。



2013 年以降の大規模な金融緩和の影響について、列挙しています。2013 年最初に量的・質的金融緩和を導入した時には、2%の物価安定目標を 2 年で実現すると申し上げていました。その際に念頭に置かれていたのは、我々が思い切った金融緩和をやることにより、予想物価上昇率を引き上げることができれば名目金利の低下以上に実質金利を低下させることができ、それによって経済の押し上げ効果が発揮されるのではないか、デフレから抜け出しきれないところへ家計・企業の予想インフレ率も押し上げることが可能になるのではないかと考えていた。右上にある現時点での総括としましては、2%一気に短期間でアンカーするほどの有効性は難しかったということです。ただ名目金利を下げる効果はこれだけ大規模な長期国債買い入れを行ったわけであり、非常に大きな下押し圧力が出て、経済をしっかりと支えることになったということです。

2013年以降の大規模な金融緩和の影響②

大規模な金融緩和の副作用等

金融市場の機能度	国債市場の機能度に マイナスの影響 ✓ 大規模な買入れが長期化するなか、長期金利操作による金利抑制効果がより顕在化した局面で、機能度が低下する傾向に強まり
金融仲介機能	貸出等の利鞘は縮小も、金融仲介活動を阻害した証左はみられない ✓ 貸出等の利鞘を縮小させる一方、信用リスクの低下等を介して、金融機関の自己資本比率を押し上げ、貸出の改善等を通じて、企業の資金需要を拡大
経済の供給サイド（成長力等）	プラス・マイナス両面で明確な結論が得られず ✓ 理論的にはプラス（資本蓄積の促進等）、マイナス（低生産性企業の滞留などによる資源配分の歪み等）両方向の可能性

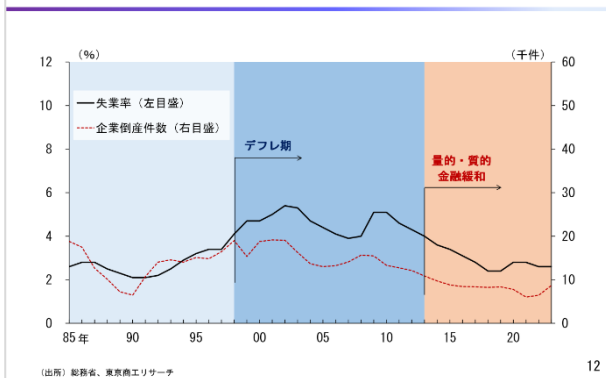
大規模な金融緩和の効果と副作用の評価

- 金融市場や金融機関収益などの面で一定の副作用はあったものの、現時点においては、**全体としてみれば、わが国経済に対してプラスの影響**
- ただし、今後、なお低下した状態にある国債市場の機能度の回復が進まない、あるいは副作用が顕れて顕在化するなど、**マイナスの影響が大きくなる可能性には留意**
 - 日本銀行の国債保有比率は、暫くはきわめて高い状況が続くと見込まれ、国債市場の機能度の回復には時間を要する可能性
 - 貸出のなかには、債務者の収入減少や貸出金利の上昇に対する耐性が相対的に低い案件が存在。金融機関の与信や保有債券のデュレーションは長期化。外部環境が大きく変化した場合に、金融仲介活動を阻害する要因になる可能性

11

それだけ大規模な買い入れを行いましたので、当然金融市場への副作用もたくさんありました。1 番大きかったのが国際市場の機能度がかなり低下してしまっただけです。一方最も大切な金融仲介機能について、しっかり貸出を促して経済を支えることに繋がったかですが、プラス部分とマイナス部分の両方があり、プラス面だけではなかったという整理をしています。3 点目は、経済の供給サイド、これは本来淘汰されるべき企業の淘汰を先送りしたことにより日本経済の成長率を長期的に下げてしまったのではという点ですが、ここは結論が現時点でも得られておらず、今後さらに検証していく必要があります。

失業率と企業倒産件数

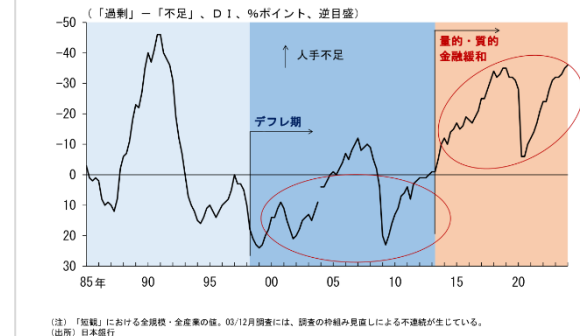


12

労働市場の変化について今少し説明したいと思います。このグラフでは失業率と企業倒産件数を示しています。90 年代初頭にバブルが崩壊し、失業率、企業倒産件数がじりじり上がっていく動きになっています。特に 90 年代終わりに差しあたり、大手の金融機関が破綻するなどの動きがある中では、企業の倒産件数が増え、失業率も増加、加速する動きがありました。これを止めるために政府日本銀行の政策運営がなされたということであり、日本銀行は大胆な金融政策、政府はこれも大胆な財政政策ということで、雇用を守る、そのためには企業を破綻させないことへ重点を置いた政策が打たれたとい

うことです。2010 年ぐらになると失業率、企業倒産件数はともに低下傾向になっています。

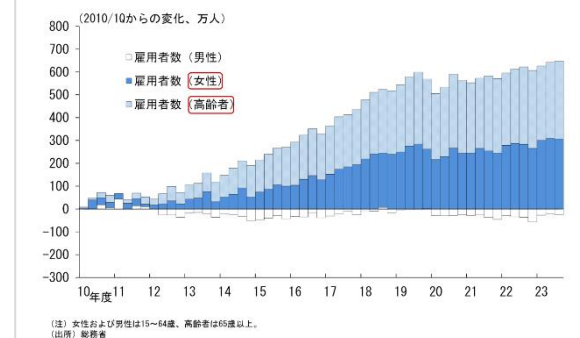
雇用判断 D I



13

次にお見せするのは、短観の雇用判断 DI という数字です。企業が自社の雇用数を過剰と思っているか、不足と思っているか、過剰と思う企業数から不足と思う企業数を差し引いたもので、逆メモリで上の方が不足超で人手不足を表しています。90 年代末以降しばらくの間は、ここではデフレ期と呼んでいますが、雇用判断 DI は非常に余剰感が高い数字でした。これは企業をしっかりと支えるので、企業の中で過剰となっている雇用を切らないようにお願いしていたということで、企業の中で人が足りないことはなかったということです。それが 2013 年ぐらになると不足超に転じ、足元では非常に高い不足超になっています。もはや企業の中には過剰な雇用が存在しない、それだけでなく外から雇用を確保することもかなり難しくなっているということです。

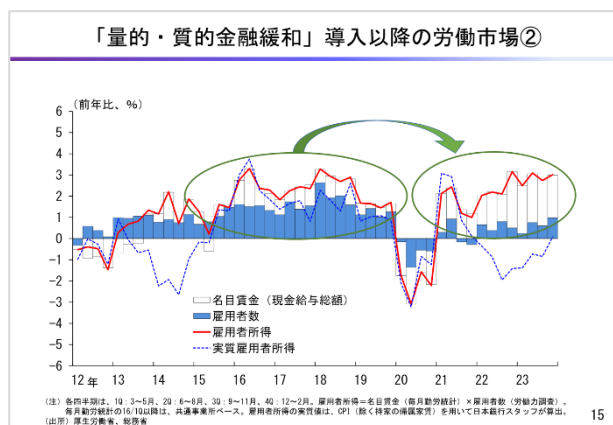
「量的・質的金融緩和」導入以降の労働市場①



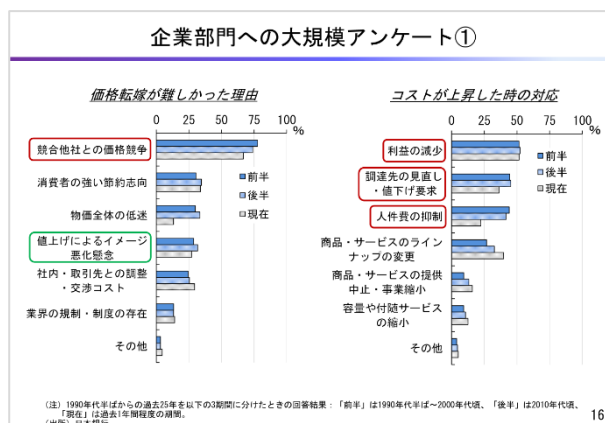
14

こちらは量的・質的金融緩和以降の労働市場という、ここでは 2010 年からの変化を表していますが、人口減少は 1990 年代から見えていたことですが、労働市場の人口はしばらく増加する動きが続いていたということです。ただここで示す通り、男性の雇用者数は増えておらず、増えているのは女性の雇用者

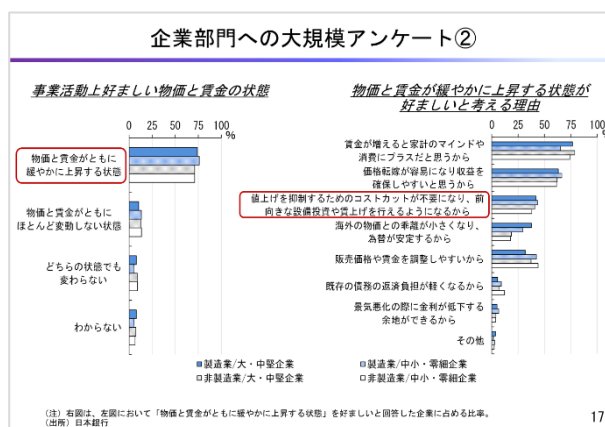
とこれまで労働市場にいなかった高齢者です。65 歳までの高齢者雇用が増加して労働市場は拡大を続けてきたということです。先ほど、2010 年ぐらいから企業の中での雇用の過剰はなくなったようなことを申し上げましたが、しばらくは女性活用と高齢者活用で労働市場を拡大する余地があったということ、このグラフは示していると思います。



こちらは雇用者数と名目賃金をかけた雇用者所得の形で、しかも前年比で見えています。先ほど申し上げたように、しばらくの間は女性活用や高齢者活用で雇用者数は増えるということで、雇用者所得増加の多くを占めていたのは雇用者数の増加でした。1人当たり名目賃金は、平均賃金が女性活用・高齢者活用で下がりやすい面もあり、あまり伸びる要因ではなかったのですが、2020 年ぐらいからコロナ禍の期が入り見えづらくなっていますが、女性活用や高齢者活用の余地もほぼ使い果たす中で、雇用者数の伸びもなかなかプラスにはならなくなっている状況です。変わって 2020 年ぐらいからは名目賃金の方が雇用者数に変わり雇用者所得の伸びへ寄与することになっています。この点についてまとめますと、バブル崩壊で企業は縮む方向での経営になっていき、企業は抱えている雇用をどうにか抱え続けるため努力していったこと、ようやくその過剰な雇用は解消することになるが、安価で良質な労働力は企業内にはなくなっても外にはまだあるという状況がしばらく続き、それがここ数年ではいよいよ安価で良質な労働力はどこにもいなくなったということではないかということです。労働力を大切に使う、そこにしっかりと価値をつけていく、その上で賃金を払っていくという動きが、ようやくここに来て本格化することになるのではと思います。

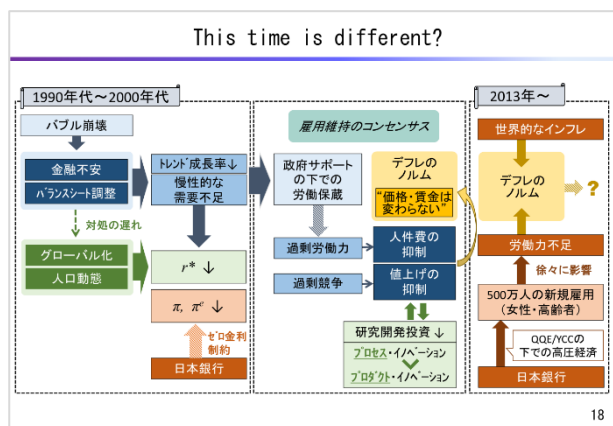


今回 25 年間を振り返るにあたり、地域の中小企業を含む 2500 社ぐらいの企業の方へご協力いただき、色々なお話をさせていただきました。その一部をご紹介します。まず左側の価格転嫁が難しかった理由について、挙がってきたのは競合他社との価格競争ということでした。企業が淘汰されず存続するため、どうしても過当競争・価格競争が生じやすかった。そうした中で、値上げによるイメージ悪化を懸念し価格転嫁しない判断が一般的になっていたのだと思います。右側の輸入物価上昇などコスト上昇時の対応については、利益が減少するとの回答のほか、調達先の見直し・値下げ要求、人件費の抑制ということでした。これがデフレ期の企業行動と言えるのではないかと思います。



一方、この先を考えた上で事業活動上好ましい物価賃金の状態はとの質問に対して、物価と賃金が共に緩やかに上昇する状態という回答が 7 割以上を占めました。これだけ多くの数の企業の方が物価賃金は緩やかに上昇する状態がいいと回答いただきました。その理由が右側ですが、多いのはマインドや消費にプラスだと思うから、雰囲気の問題、価格転嫁が容易になり収益を確保しやすいと思うからなどです。さらに続くのが、値上げを抑制するためのコストカットが不要になり前向き

な設備投資や賃金賃上げを行えるようになるということもあり、やはりデフレ時代の苦しさがどの企業でもあったのだなということを感じさせる回答でした。



これまでの話をまとめますと、バブル崩壊、そういう中で企業は厳しい状態になり、設備投資を抑制し、それが成長率を低下させることになっていった。一方で、グローバル化というようにあると思います。80年代後半日本はまだ世界の工場でありました。その中で世界の需要に応えるため、一生懸命投資をしていたという状況があります。90年代に入ると中国を初めとするアジアの新興勢が市場経済に組み込まれていく動きになり、彼らが世界の工場として機能していくことになったということも日本経済に対する悲観的な見方、設備投資抑制に繋がっていたと思います。金利を日本銀行が下げていったわけですが、そういう中で投資意欲を回復させることは簡単ではなかったということでもあります。一方、雇用を維持する、これは日本のコンセンサスだったと思いますが、その下で雇用を確保することについてはそれなりの成果があったと思います。政府サポートの下で、企業が労働を抱え込むようなこと、その結果として、人件費抑制、値上げの抑制、研究開発投資は減少し、研究開発も新製品を生み出すプロダクトイノベーションよりもコストダウンを実現するプロセスイノベーションが主になっていった。それによって、世界の他のライバル社のように新しい製品を次々と作り出していく、そういうことへ日本企業はなかなか追いついていけなかったということです。それが2013年、これは日本銀行が大規模な金融緩和を行ったタイミングですが、もう世界の状況が大きく変わることになっていたということで、日本国内においては労働力不足が既に女性、高齢者の活用ではうまくいなくなっていました、逆に海外との対比で言えば、先に日本が人口減少に直面し、それでもなんとか乗り切った

めに女性や高齢者を活用していたことになるかなと思います。コロナ禍以降が典型的ですが、世界的な労働者不足が明確となり、世界的な賃金インフレが明確となり、米欧ではそのインフレがかなり深刻化する中で、大幅に金利を引き上げる動きが出てきました。海外の金利と日本の金利が開くことにより、為替レートが円安方向の動きとなり、その円安が輸入物価を通じて国内物価を引き上げる、それによって日本もいよいよインフレがやってきたということであり、2年で実現すると言っていた話が11年かかり、ようやく物価上昇がこの後も続くのではないかという展望が出てきて、大規模な金融緩和がようやく終わったというのが去年3月までの動きであります。

2. 1月24日の金融政策決定会合の内容について

そうした話を踏まえて、先週の金融政策決定会合、冒頭申し上げました通り、短期金利の政策枠組に移行しており、その下で0.25%から0.5%へ金利の引き上げを行いました。

2025年1月金融政策決定会合での決定内容

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、先行き、見通しが実現していく確度は高まってきている

政策委員見通しの中央値

(対前年度比、低部内は24/10月からの変化)

	2024年度	2025年度	2026年度
実質GDP	0.5 (▲0.1)	1.1 (—)	1.0 (—)
消費者物価 (除く生鮮食品)	2.7 (+0.2)	2.4 (+0.3)	2.0 (+0.1)
(参考) 除く生鮮食品 ・エネルギー	2.2 (+0.2)	2.1 (+0.2)	2.1 (—)

賃金

- 昨年に続きしっかりと賃上げを実施するとの声

物価

- 賃金の上昇が続くもと、基調的な物価上昇率は2%に向けて徐々に上昇
- 為替円安に伴う輸入物価の上振れもあって、2025年度も物価見通しは2%台半ば

海外

- 様々な不確実性は意識されているものの、国際金融資本市場は全体として落ち着いた状況

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

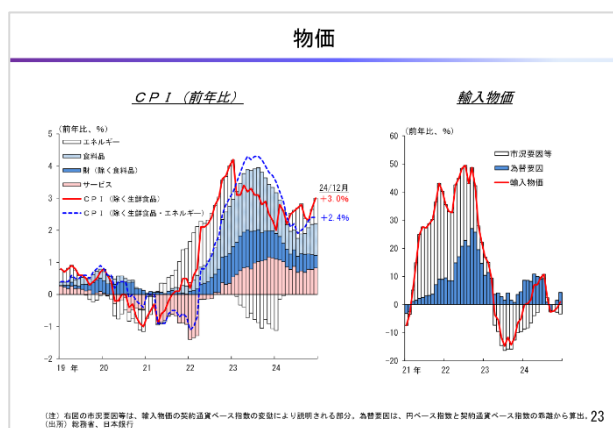
短期金利(無担保コール〇ノ物)：「〇. 5%程度」に引き上げ(従来は「〇. 25%程度」)

- 実質金利は大幅なマイナスが続き、緩やかな金融環境は維持 → 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、それに応じて、引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整

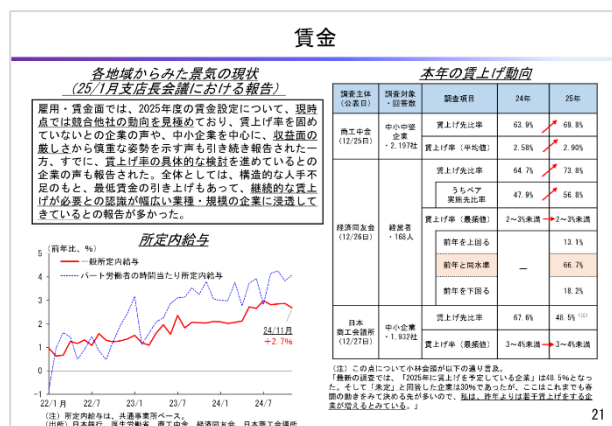
20

決定内容をまとめたものですが、経済・物価はこれまで示してきた日本銀行の見通しに概ね沿って推移しており、先行きも見通しに沿って経済・物価が推移していく確度が高まっています。その中で金利を引き上げることでもあります。見通しに沿って動いてるのであれば、何も動かなければいいのではないかというのがよくいただく問いなのですが、金融市場では我々が少しずつ金融緩和を取り除いていこうな見通しも持っており、それを前提として経済見通しが作られているところがあるので、金融市場のしている我々の行動、これに追従していくことではないのですが、それも意識しながら利上げが適切だと考えれば利上げを行うということです。逆に金融市場が日本銀行は動くことを考えているにも関わらず、我々が動かない

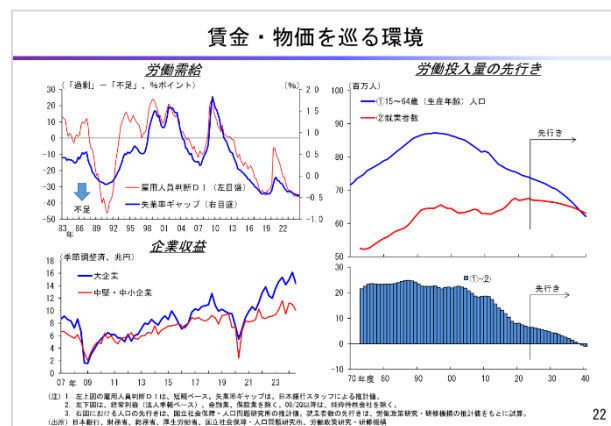
でいると日本銀行の金融政策スタンスは過度に緩和的であると考えられてしまい、為替市場で円安の動きが強まり、輸入物価が上昇して国民の生活が脅かされる状況が生じることになりますので、我々は適切な金融政策運営をマーケットの理解も踏まえながら行っていく必要があります。先行きについては、実質金利は大幅なマイナスが続きます。今インフレ率の水準については、結構 2%を超えるような状態でありました。一時的な動きがかなり含まれていると考えますが、0.5%という名目金利水準からインフレ率を差し引くと、その実質金利は大幅なマイナスというので、これは長期的な数字としてどうかというような、もう少し緩和度合いを取り除く必要があるのではないかという意見、一方見通しを実現していくことであれば、それに応じて金利を引き上げていくのもいいが、金利を過度に引き上げすぎると今の経済・物価は低金利によって支えられてる部分もあるので、そこはゆっくりやっていかなければいけないという判断があり、去年 7 月以来 6 ヶ月ぶりの 0.25%という、かなりゆっくりとした引き上げになっています。



若干その背景となる賃金と物価の関係の動きを見ていただきます。まず物価の状況ですが、2022 年ごろから大きく上がり始めました。これは為替円安の影響がかなり大きくあります。右側のように、輸入物価が一時期前年比 50%ぐらい上がるような状況でありましたので、国内物価もそれを受けて上がらざるをえないということでもあります。以前と異なり消費財の多くは輸入品ということですので、輸入物価が上がれば国内物価が上がるということも高まっていると考えられます。



こういった物価の動きを受けた賃金の動きですが、2022 年の物価上昇を受けて 23 年のベースアップが高めとなり、23 年も物価上昇がありましたのでそれを受けて 24 年のベアが高くなる。去年 24 年の物価も上昇率が高かったので、この 25 年の賃上げ交渉もおそらく積極的なものになるという見方です。その見方を超えて今回 1 月の支店長会議においては、もうこの物価上昇、賃金上昇の動きは短期的なものというよりも少し長期的なものである。特に賃金については人手不足もある中で、どんどん進めていかなければいけないという企業の意識が高まっているとの報告が全国の日銀支店長からなされ、それが賃金に関する先行きの見方に対する自信ということで、1 月の金融政策決定会合では、日本銀行政策委員会ボードメンバー 9 名の意見が一步前に進むことになったということはあると思います。



これまでは周りを見ながら引き上げていくという動きが大宗でしたが、結局上げるとなると先に賃上げを打ち出し、それで採用活動につなげていきたいような企業の動きがかなり目立っており、毎日のように新聞誌上で初任給をいくらにしたという話が掲載されているということでもあります。

もちろん今申し上げた話は大企業の話であり、中小企業・零

基調的な物価上昇率

一般所定内給与

前年比、%

18 19 20 21 22 23 24

合成予想物価上昇率（10年後）

3、%

18 19 20 21 22 23 24

(注) ① 左図の各四半期は、10/3～5月、20/6～8月、30/9～11月、40/12～2月。右通事案期へス。
② 右図のフーリーズの算出は、「給与・物価増減率」(2024年4月) 2024年季刊。
(出所) 厚生労働省、日本銀行、GDIK「GDIK9月次調査と賃金」、Consensus Economics「ランセンサス・フォーキャスト」、Bloomberg

24

話をまとめたいと思います。少し前のところで This time is different? という風にクエスチョンマークをつけてお答えしましたが、今回の局面が明らかに違うのは、構造的不可逆的な労働需給の引き締めであると考えております。これまでの大規

長時間ご清聴ありがとうございました。

– 9 –