



最近の金融経済情勢と金融政策運営

2024年12月23日

日本銀行企画局

正木 一博

本日のトピック

1. 金融政策の考え方と「非伝統的金融政策」
2. 経済・物価情勢の好転と大規模金融緩和からの「出口」
3. 今後の金融政策運営
4. 賃金と物価を巡る論点

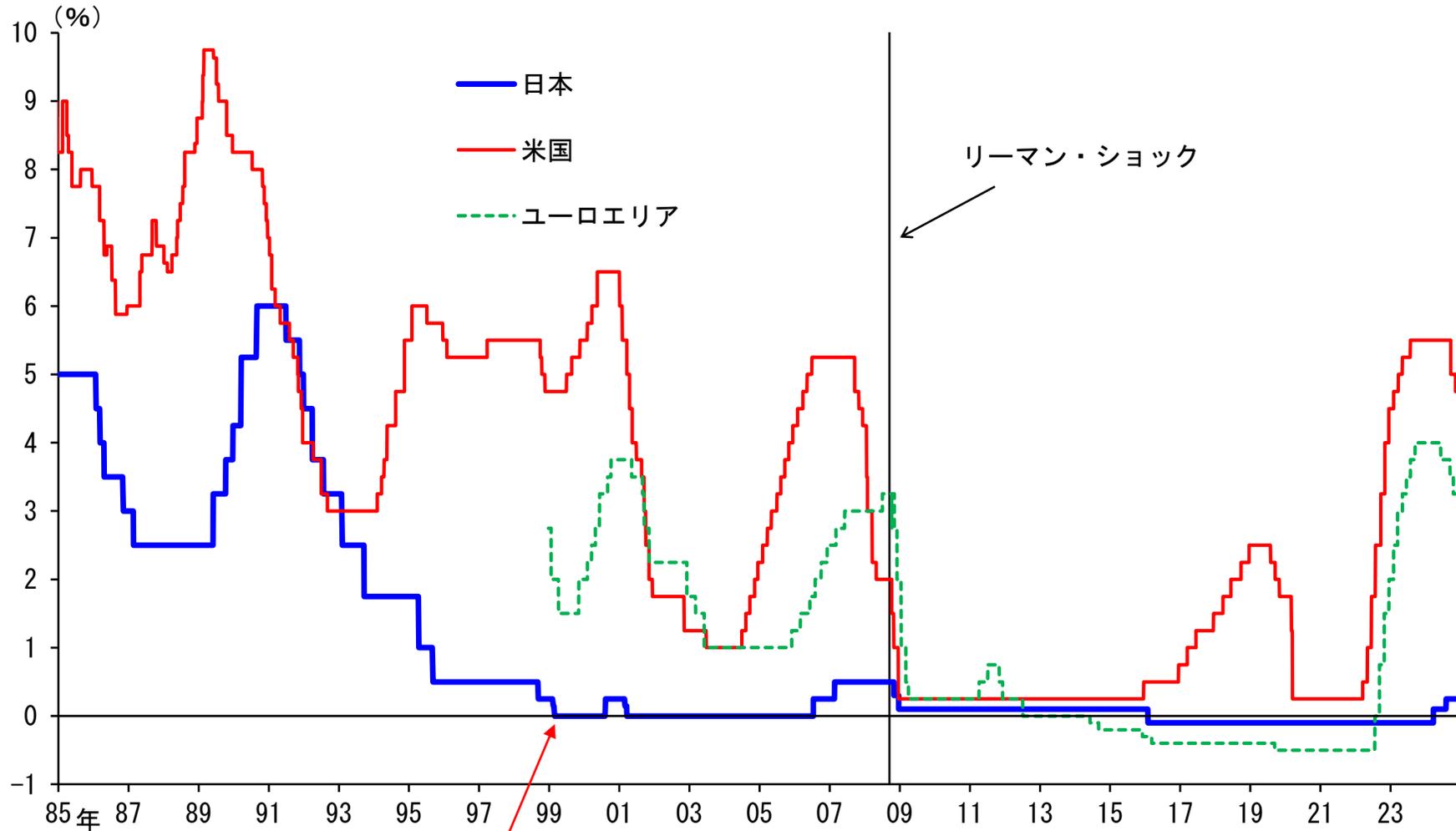
1. 金融政策の考え方と「非伝統的金融政策」

2. 経済・物価情勢の好転と大規模金融緩和からの「出口」

3. 今後の金融政策運営

4. 賃金と物価を巡る論点

主要国の政策金利の推移

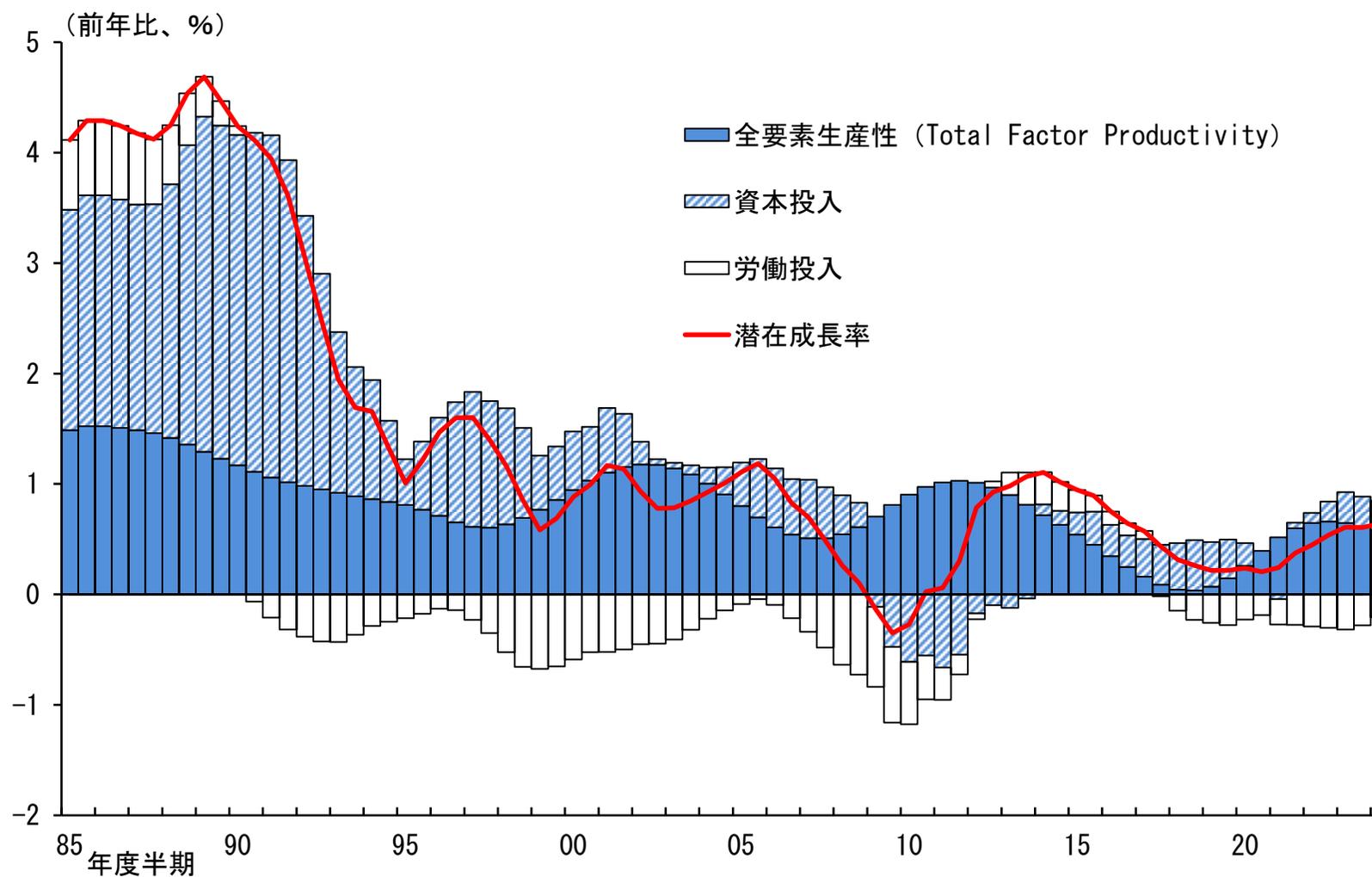


**ゼロ金利制約
(90年代後半~)**

(注) 日本は、2013年4月4日から2016年1月28日まで、および2024年3月21日以降は、超過準備に対する付利金利。2016年1月29日から2024年3月20日までは、日本銀行当座預金のうち政策金利残高への付利金利。

(出所) 日本銀行、FRB、ECB

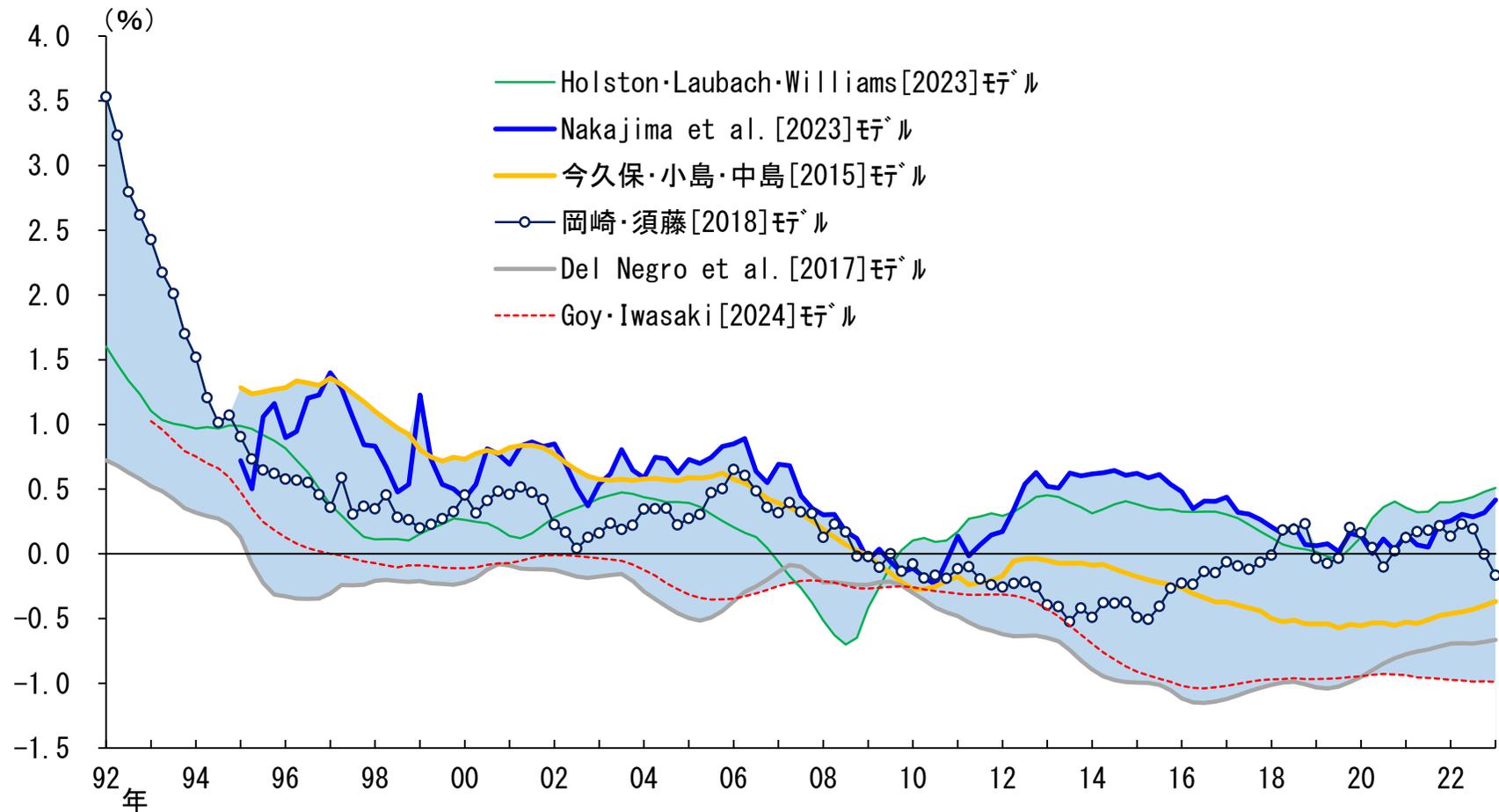
わが国の潜在成長率の推移



(注) 日本銀行スタッフによる推計値。2024年度上半期は、2024/2Qの値。

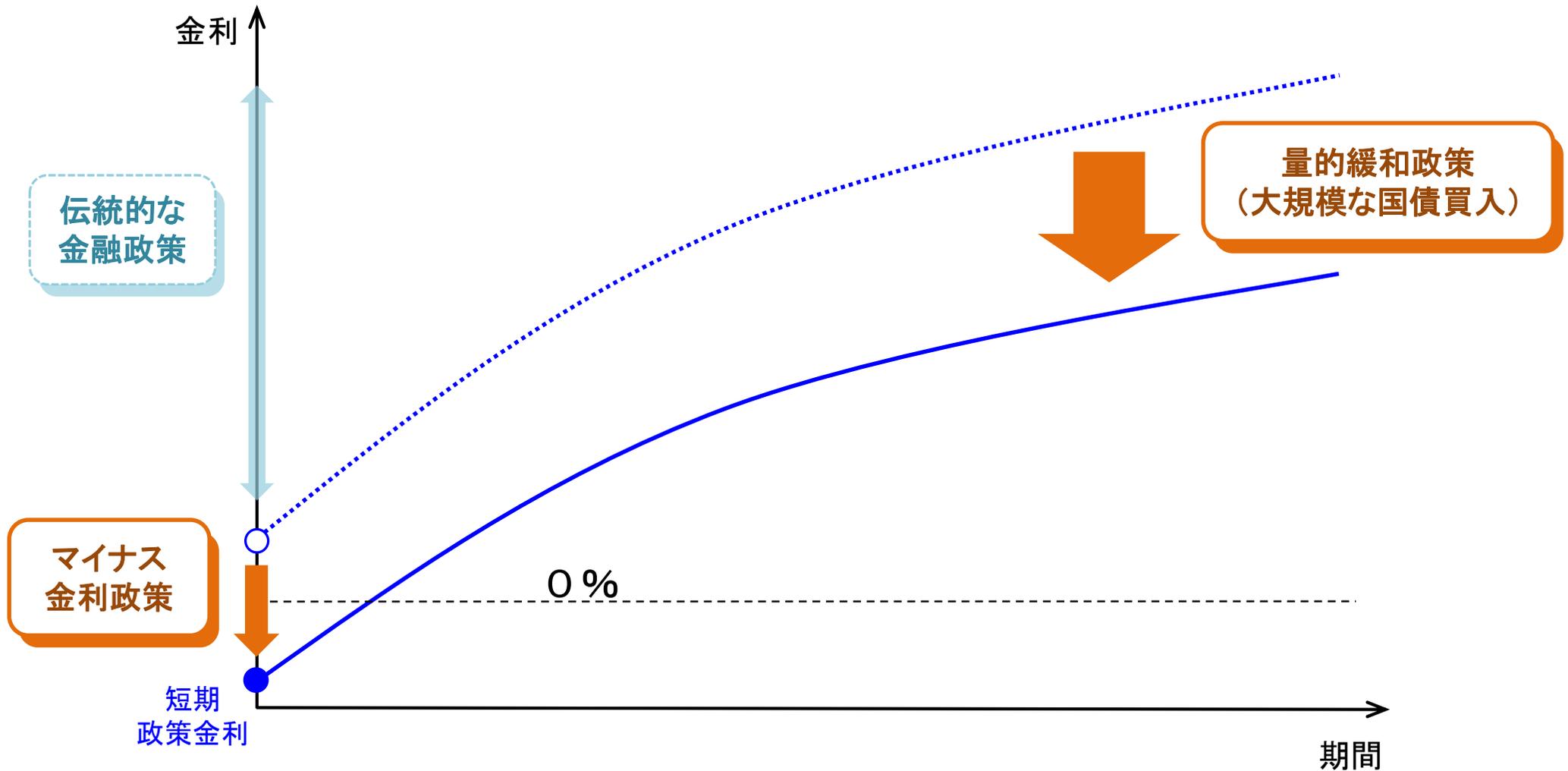
(出所) 日本銀行

わが国の自然利子率推計値



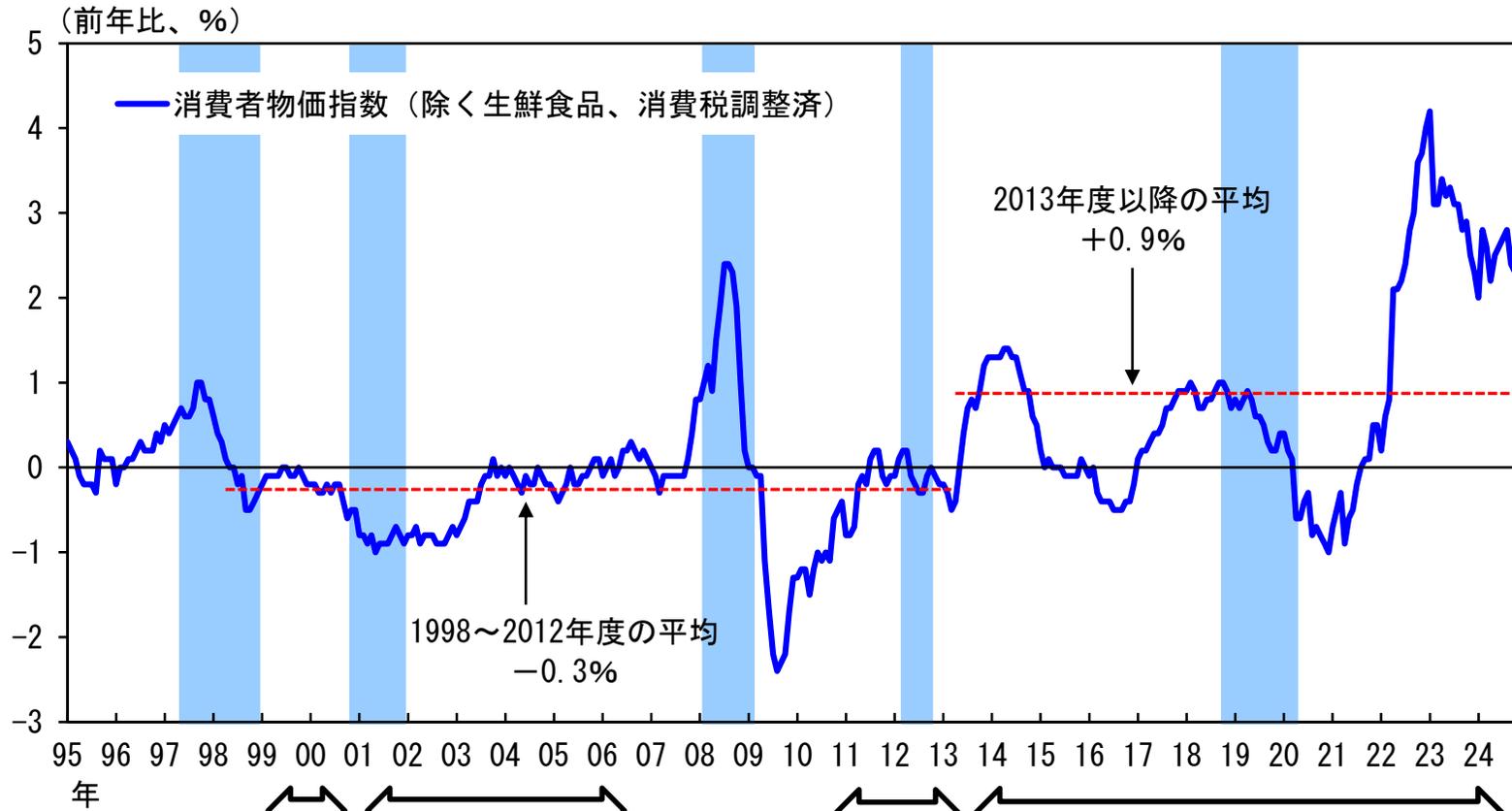
(注) 各モデルをベースに推計した試算値。シャドーは推計された自然利子率の最小値から最大値のバンド。
(出所) 日本銀行「金融政策の多角的レビュー」

「非伝統的金融政策」の考え方



$$\text{長期金利} = \text{将来の短期金利見通し} + \text{タームプレミアム}$$

非伝統的金融政策の変遷



ゼロ金利政策

1999/2~
2000/8月

量的緩和

2001/3~
2006/3月

包括緩和

2010/10~
2013/4月

量的・質的金融緩和

2013/4月~

長短金利操作 (YCC) 付き

量的・質的金融緩和

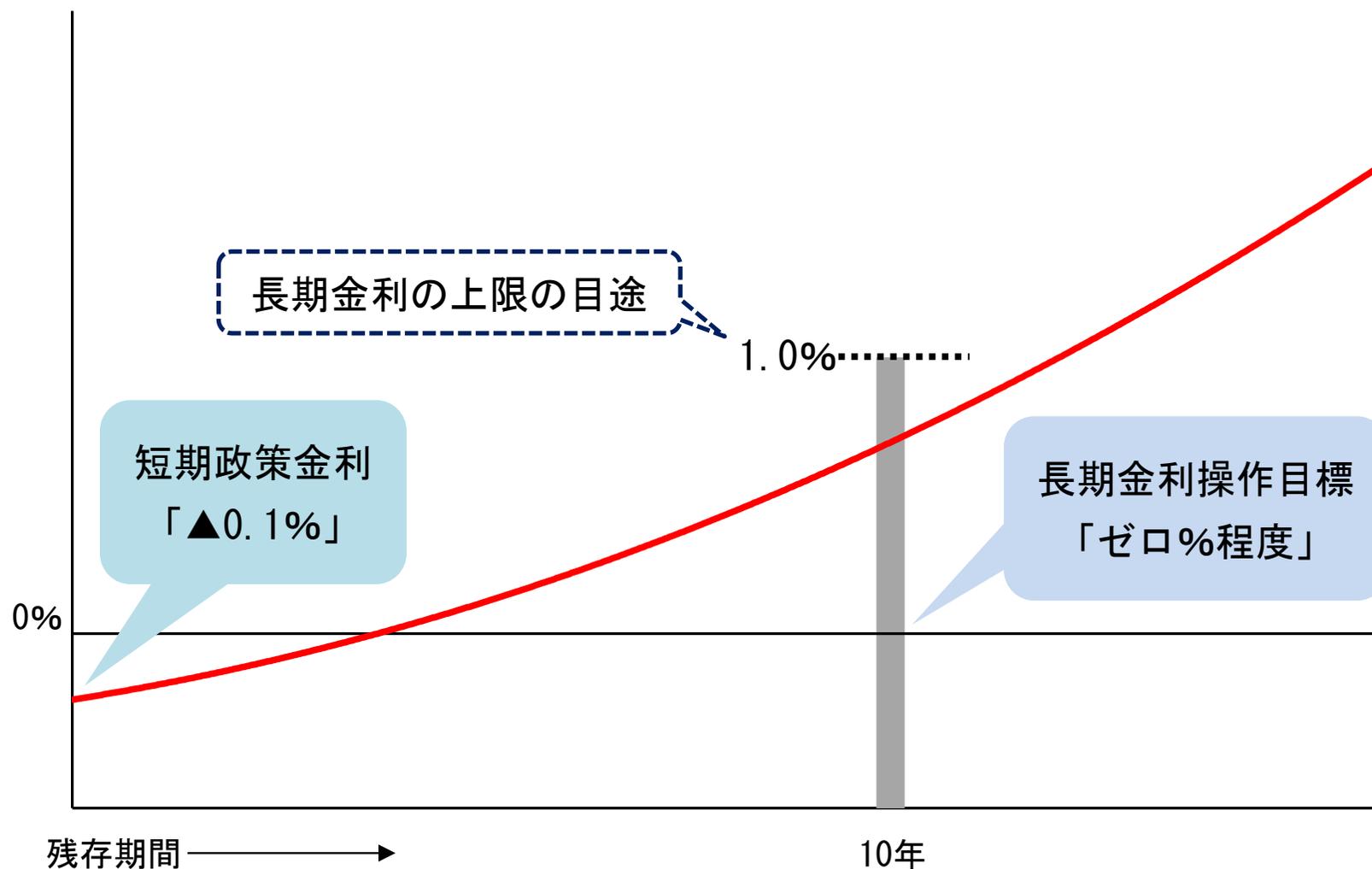
2016/9~2024/3月

(注) 消費者物価指数は、消費税率引き上げ等の影響を除く。シャドー部分は、景気後退局面。

(出所) 総務省、内閣府

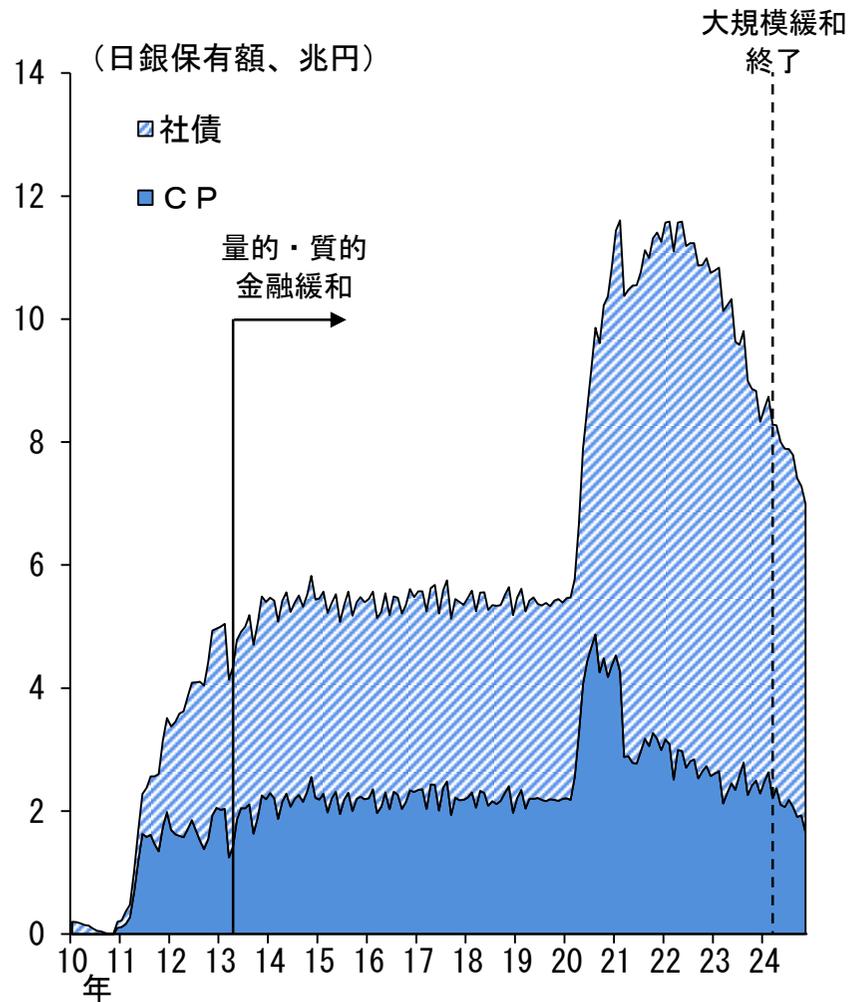
長短金利操作付き量的・質的金融緩和（2016年/9月～2024年/3月） — イールドカーブ・コントロール（YCC） —

イールドカーブ・コントロールの枠組み

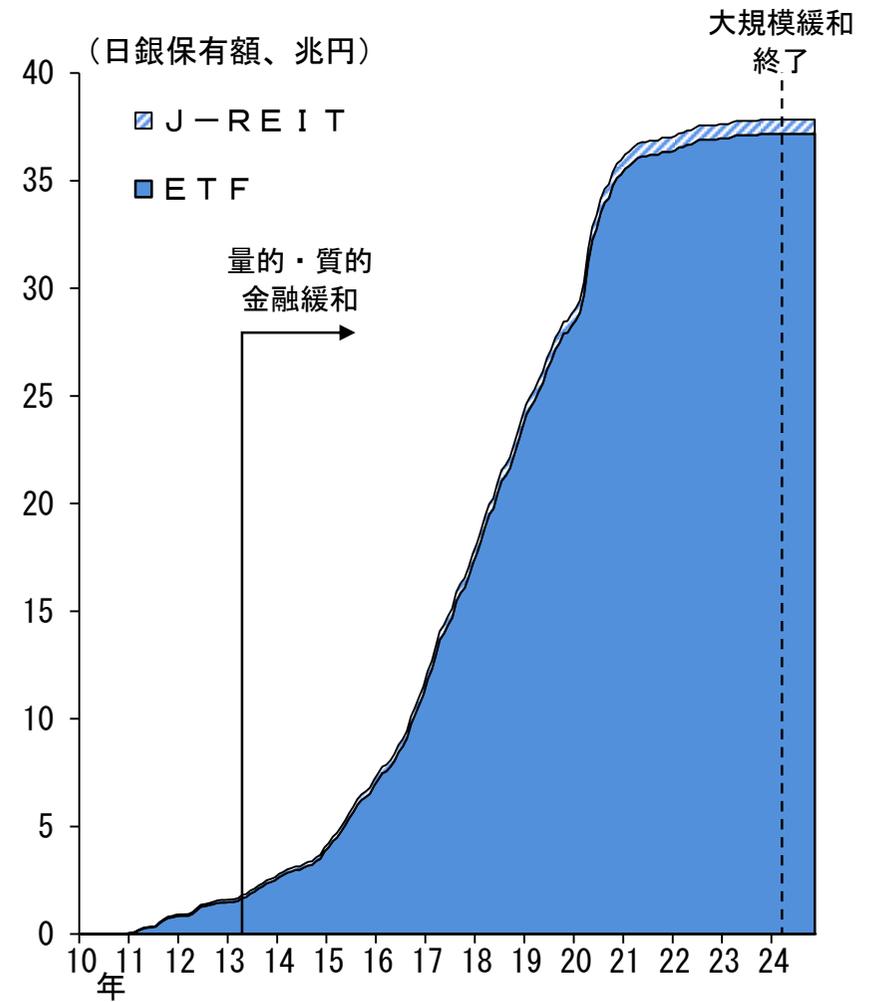


リスク性資産の買入れ

CP・社債買入れ

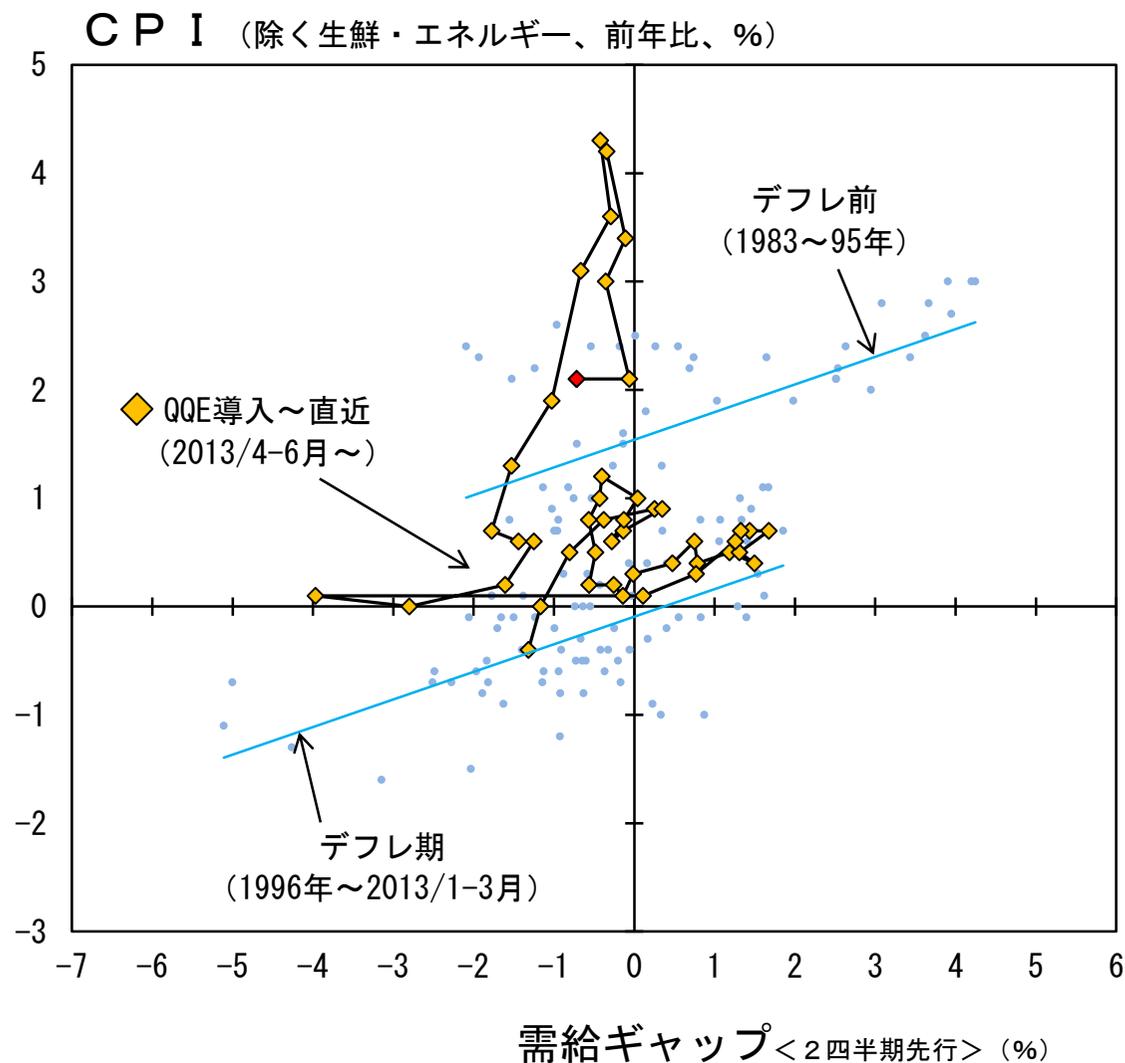


ETF・J-REIT買入れ



インフレ率の決定要因

$$\text{インフレ率} = \text{予想インフレ率} + \alpha \times \text{需給ギャップ} + \varepsilon (\text{供給要因等})$$

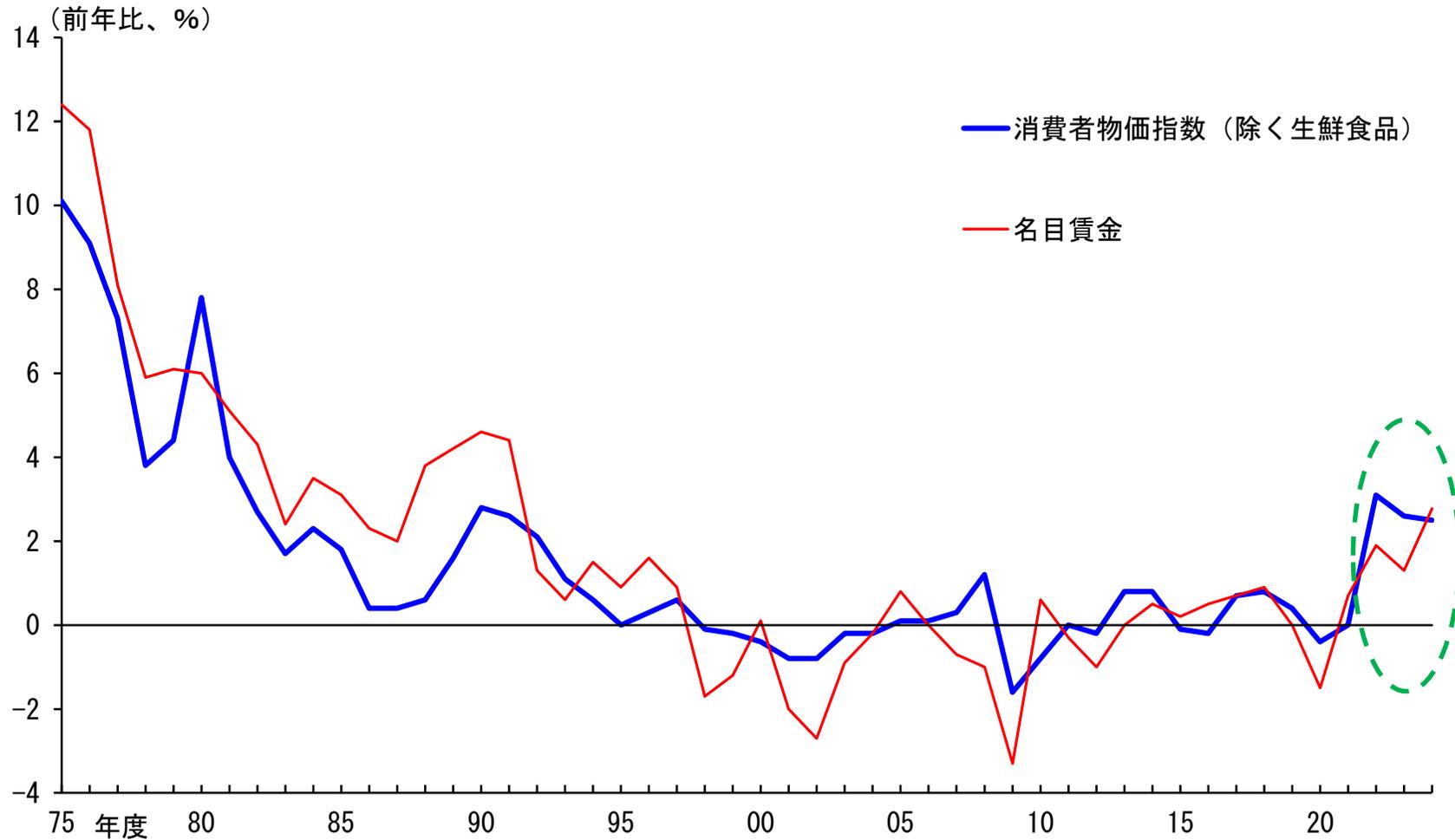


(注) 1. CPIは、消費税率引き上げ・教育無償化政策、旅行支援策、携帯電話通信料の影響を除いた日本銀行スタッフによる試算値。

2. 需給ギャップは、日本銀行スタッフによる推計値。

(出所) 総務省、日本銀行

わが国の賃金・物価の推移



(注) 1. 消費者物価指数（CPI）は、消費税率引き上げ・教育無償化政策、旅行支援策の影響を除いた日本銀行スタッフによる試算値。
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。全サンプルベース。

2. 2024年度は、10月までの値。

(出所) 総務省、厚生労働省

賃金と物価の関係

名目賃金上昇率 = 物価上昇率 + 実質賃金上昇率

||

労働生産性の伸び率

インフレ予想



(注) 合成予想物価上昇率は、企業・家計・専門家の各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。
(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

1. 金融政策の考え方と「非伝統的金融政策」

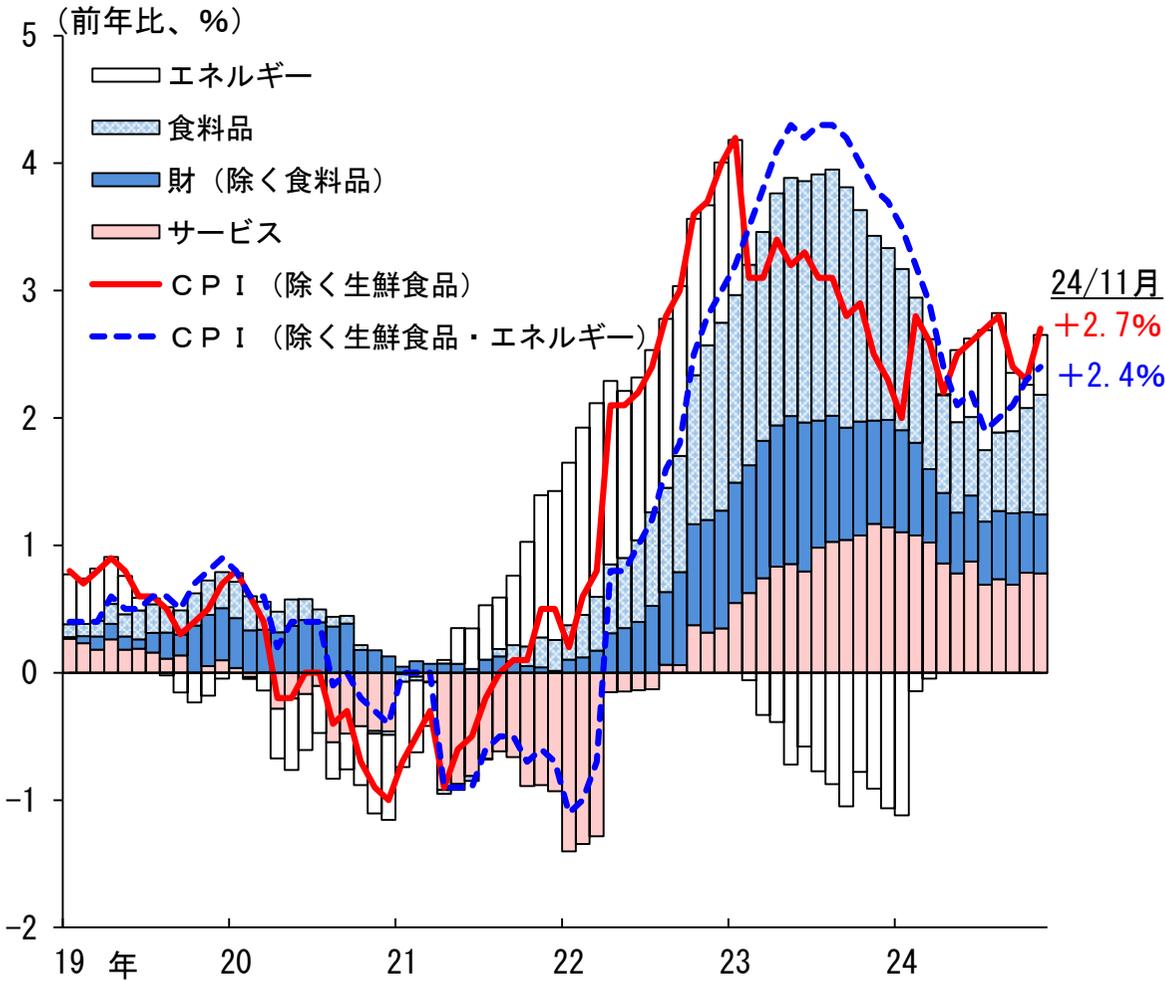
2. 経済・物価情勢の好転と大規模金融緩和からの
「出口」

3. 今後の金融政策運営

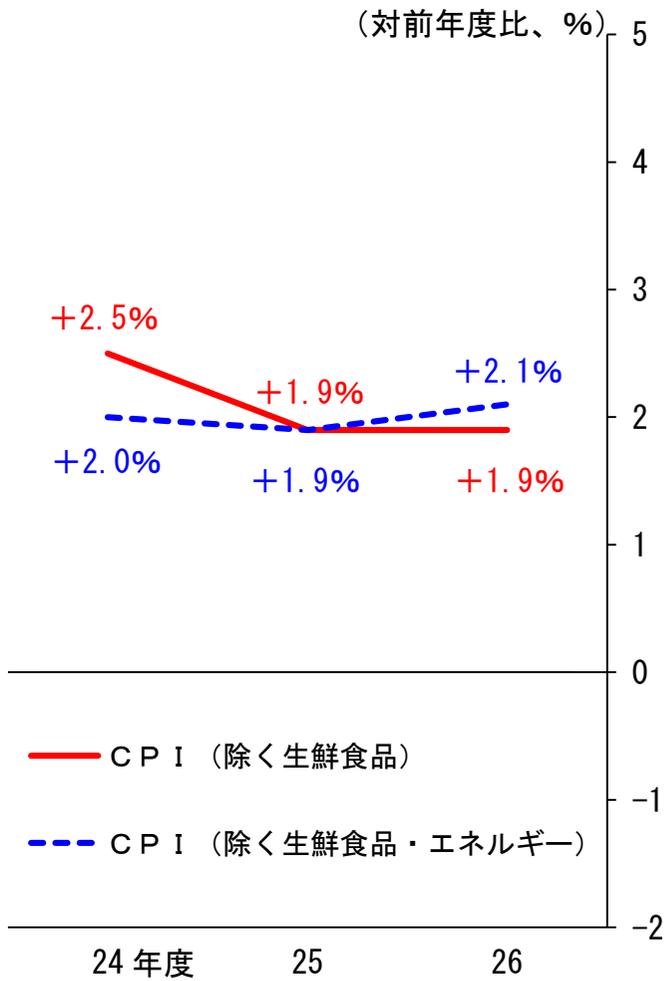
4. 賃金と物価を巡る論点

消費者物価の動向

実績

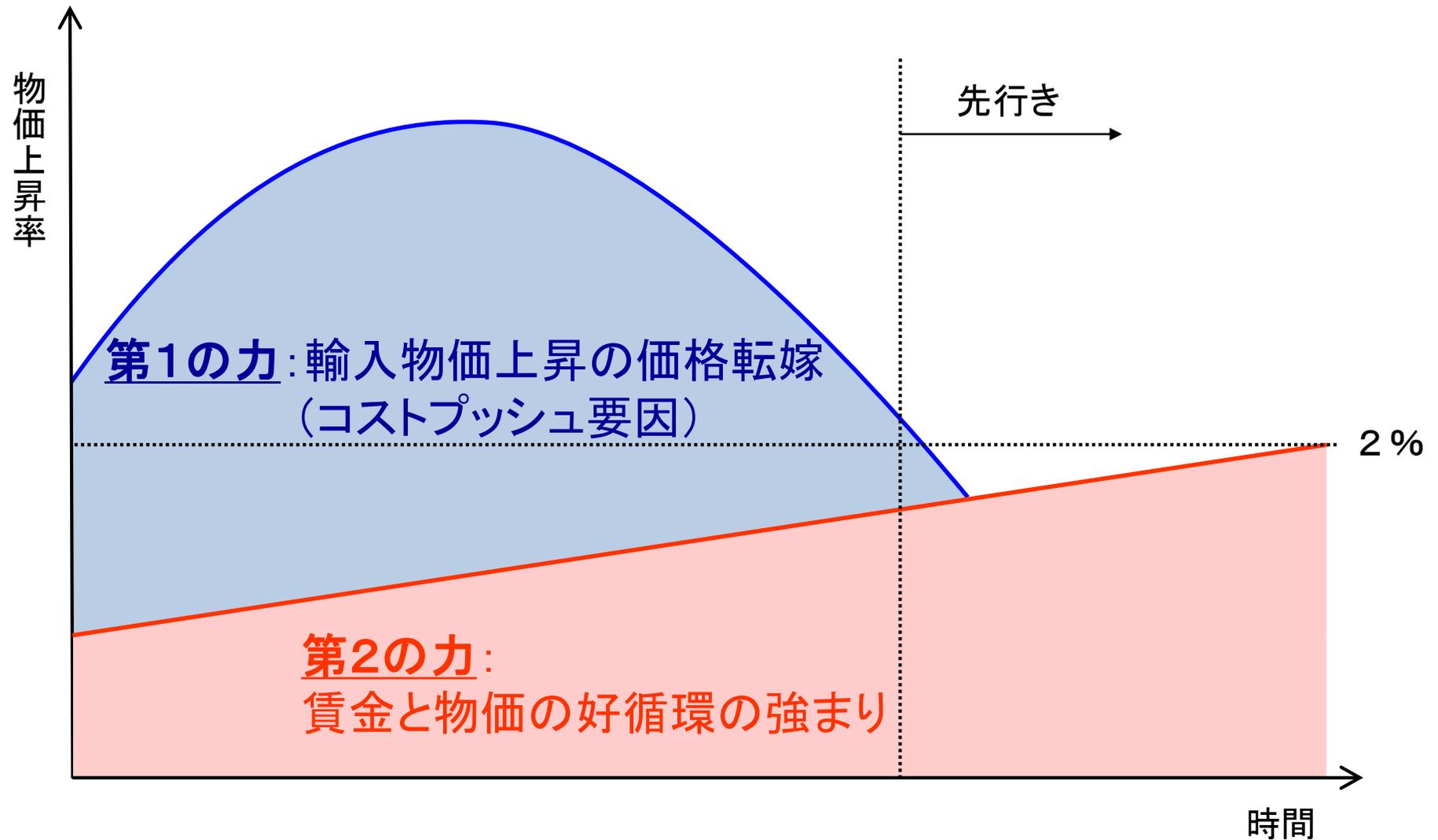


見通し



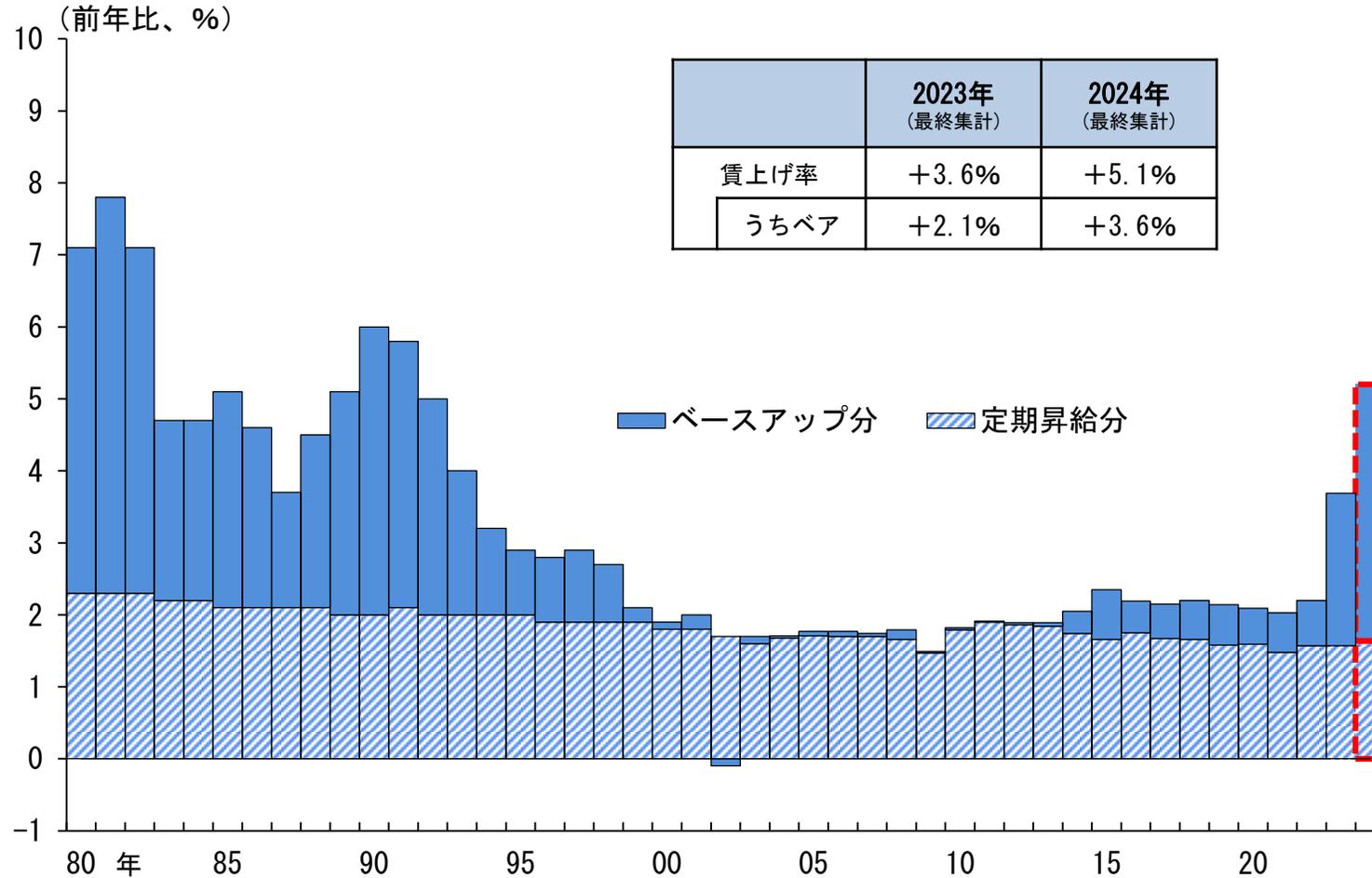
(注) 右図の見通しは、「経済・物価情勢の展望」(2024年10月)における政策委員見通しの中央値。
(出所) 総務省、日本銀行

物価上昇に作用する2つの力



春季労使交渉

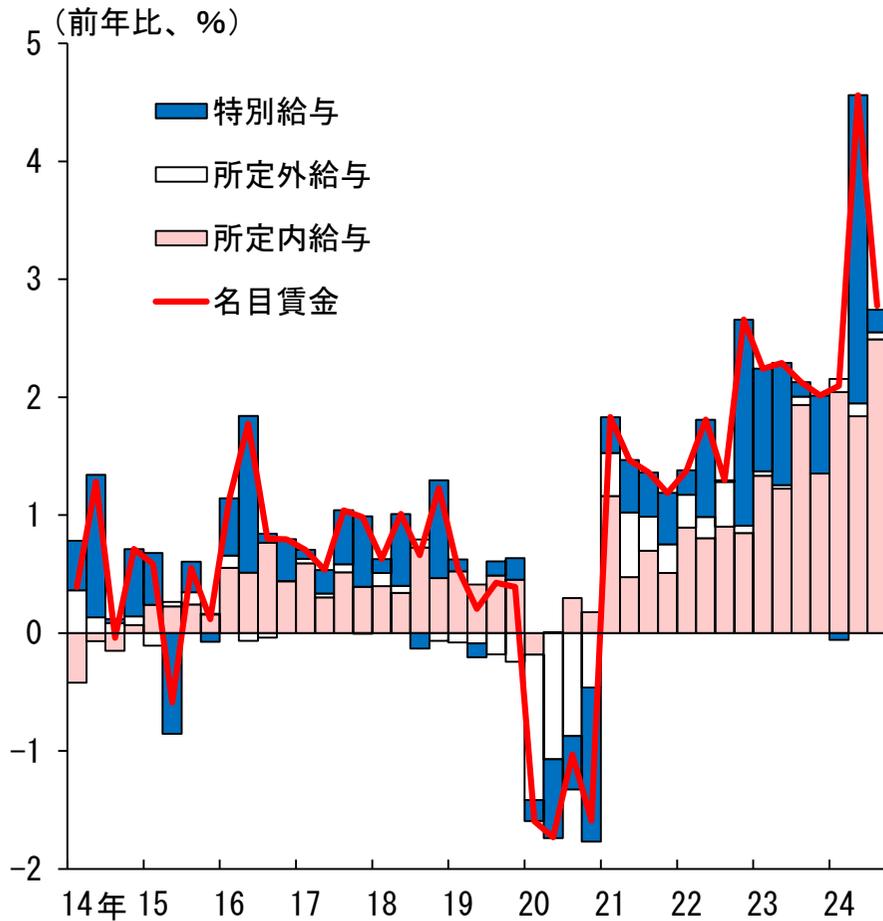
賃金改定の動向



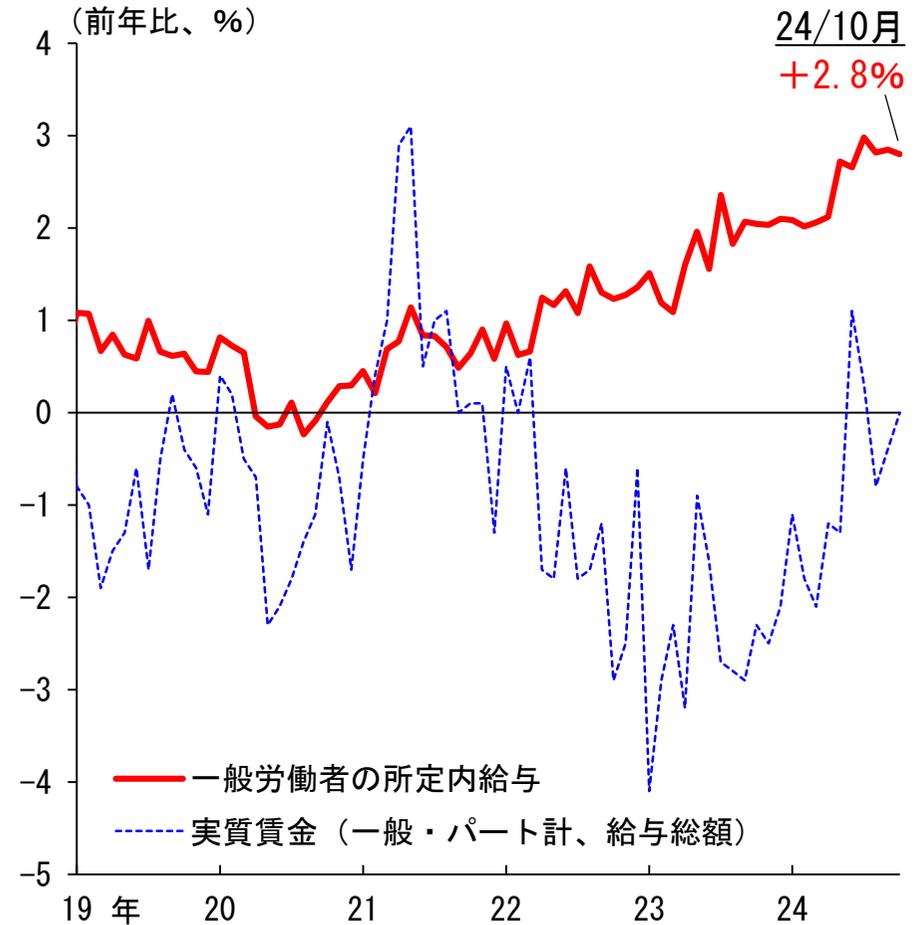
(注) 2014年までは中央労働委員会、2015～2024年は連合の公表値。「ベースアップ分」、「定期昇給分」は賃上げ分が明確に分かる組合の集計値。
 (出所) 日本労働組合総連合会、中央労働委員会

賃金

名目賃金（四半期）



所定内給与（月次）



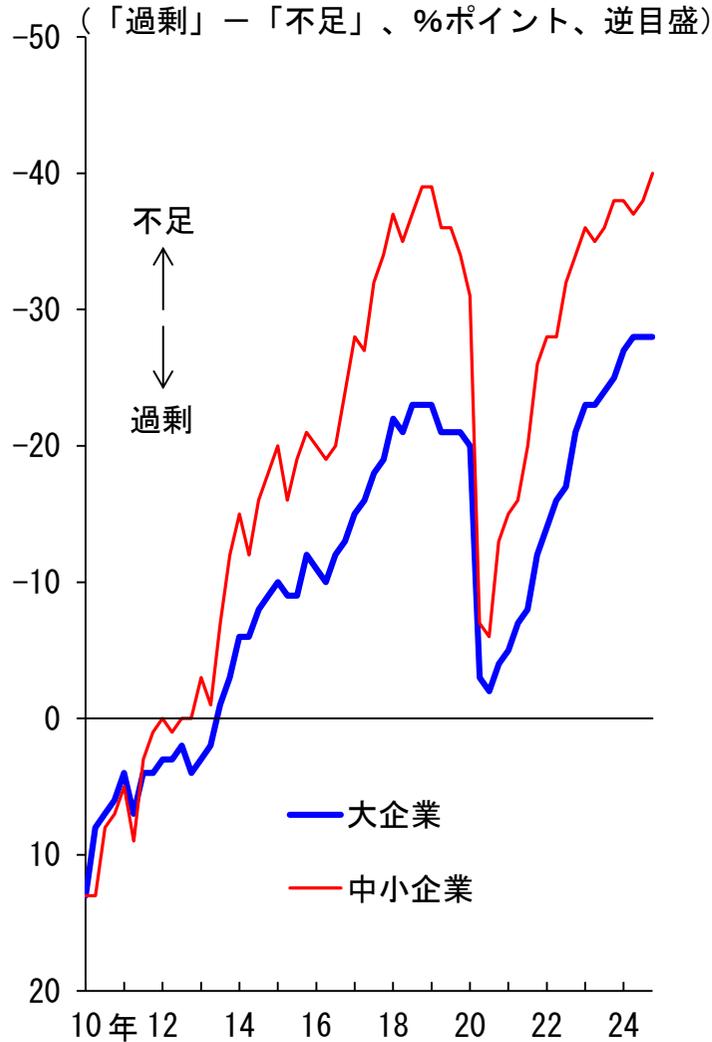
(注) 1. 左図の各四半期は、1Q:3~5月、2Q:6~8月、3Q:9~11月、4Q:12~2月。2016/1Q以降は、共通事業所ベース。2024/3Qは、9~10月の値。

2. 右図の一般労働者の所定内給与は共通事業所ベース、実質賃金は全サンプルベース。

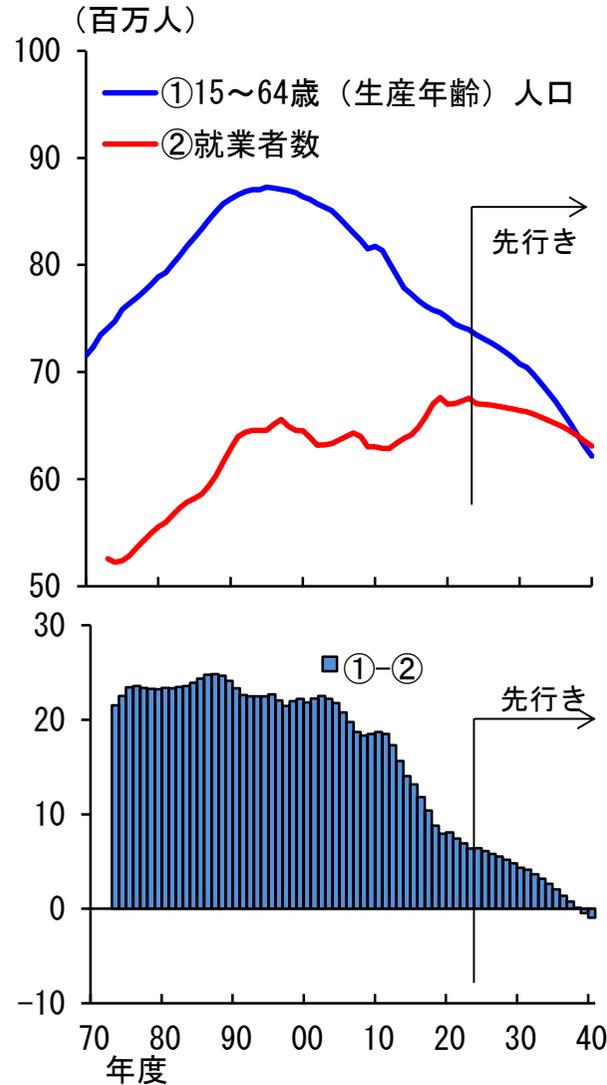
(出所) 厚生労働省

賃金を巡る環境

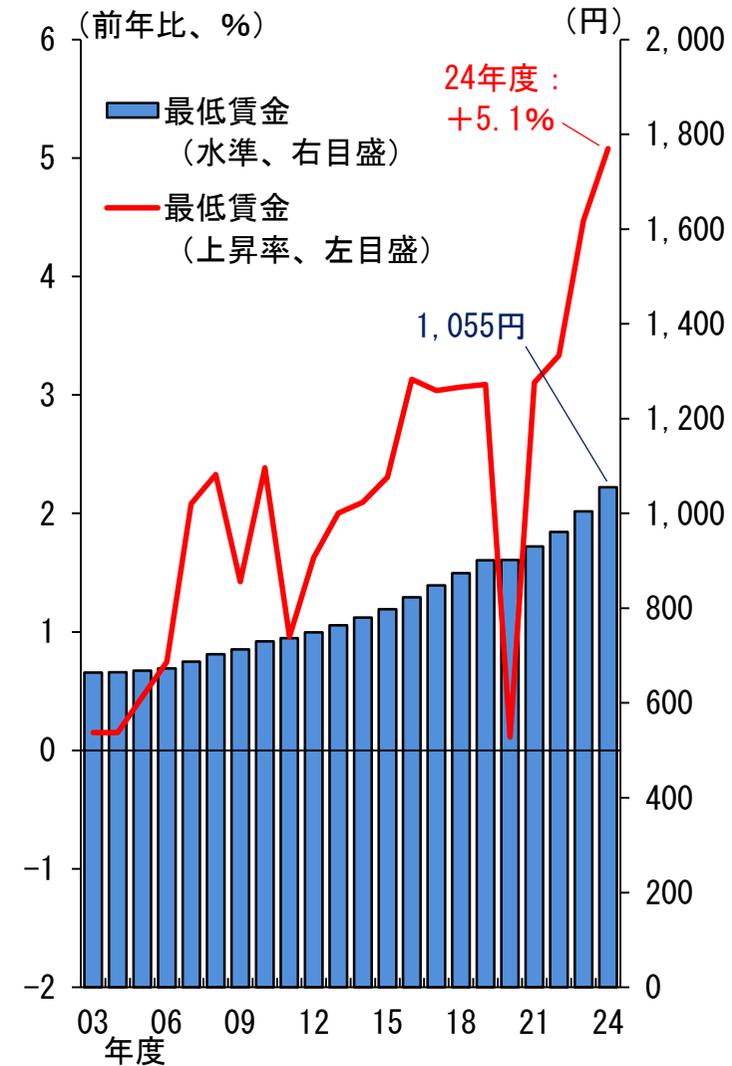
労働需給



労働投入量の先行き



最低賃金の推移

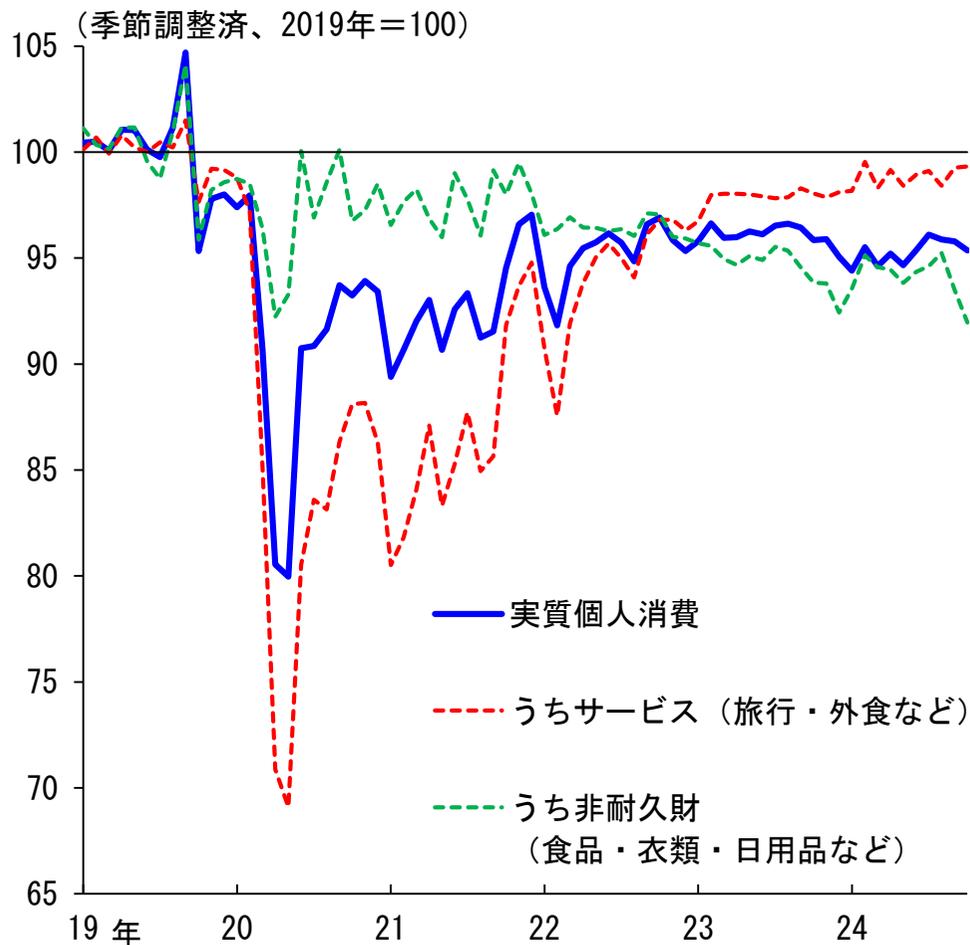


- (注) 1. 左図は、短観の雇用人員判断D I。
 2. 中央図の人口の先行きは、国立社会保障・人口問題研究所の推計値。就業者数の先行きは、労働政策研究・研修機構の推計値をもとに試算。
 3. 右図の最低賃金は、全国加重平均。

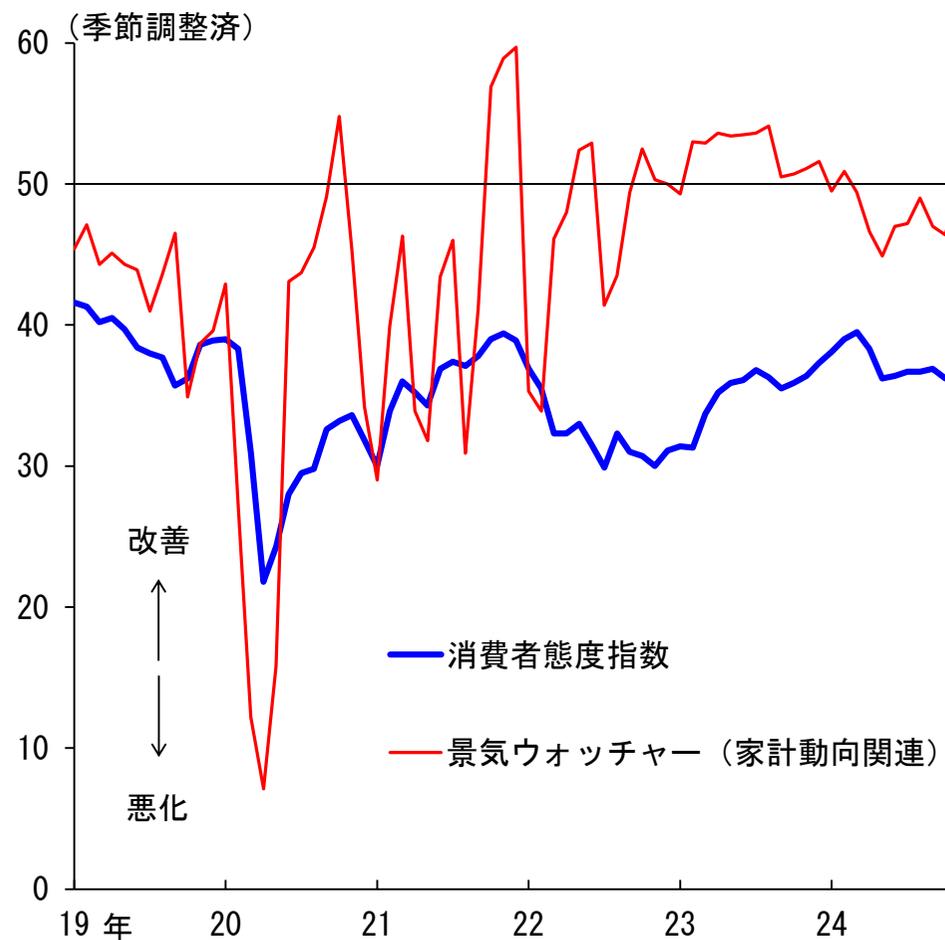
(出所) 総務省、国立社会保障・人口問題研究所、労働政策研究・研修機構、日本銀行、厚生労働省

個人消費

個人消費



消費者マインド



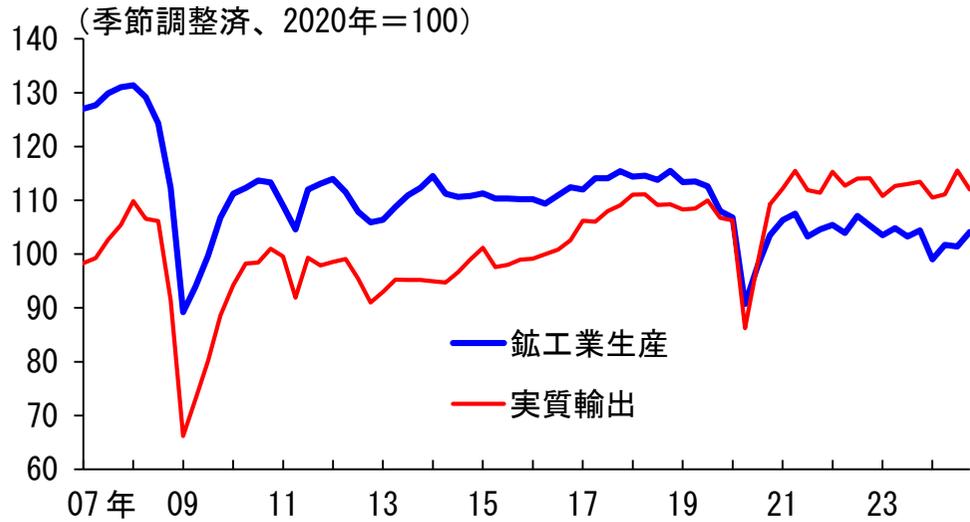
(注) 1. 左図の実質個人消費は、実質消費活動指数 (旅行収支調整済)。除くインバウンド消費・含むアウトバウンド消費 (日本銀行スタッフ算出)。

2. 右図の景気ウォッチャーは、景気の現状判断DI。

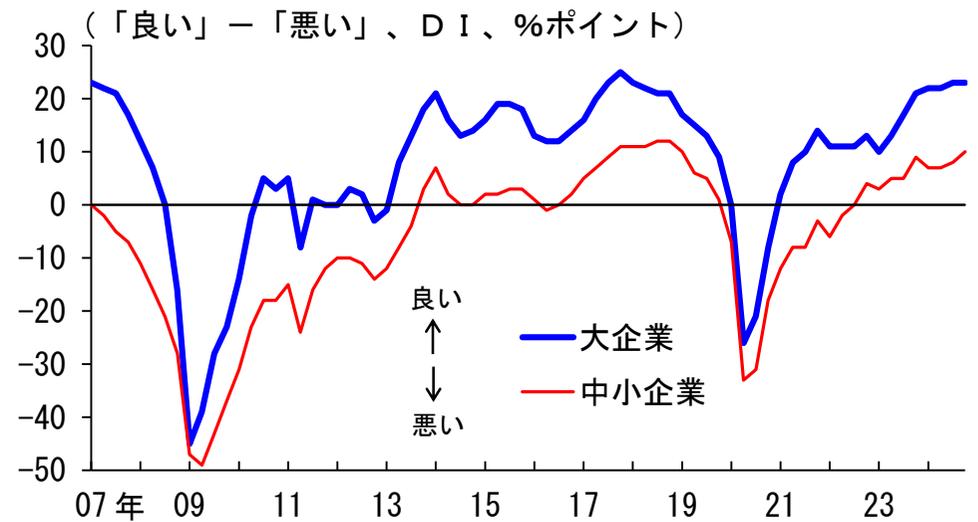
(出所) 日本銀行、内閣府

企業部門

輸出・生産



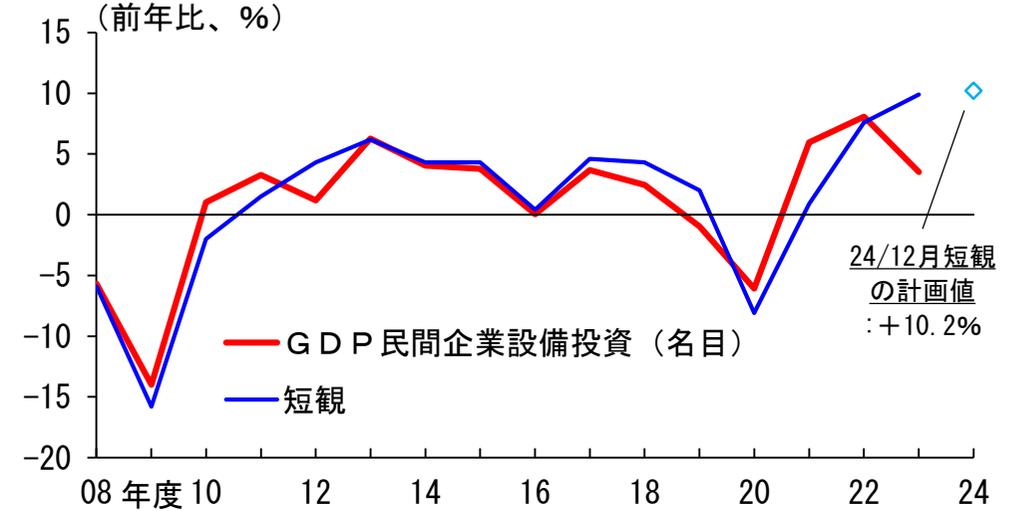
業況判断 (短観)



企業収益



設備投資



(注) 1. 左上図の2024/4Qは、鉱工業生産は10月、実質輸出は10~11月の値。
 2. 左下図は、経常利益 (法人季報ベース)。金融業、保険業を除く。2009/2Q以降は、純粹持株会社を除く。
 3. 右下図の短観は、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)。金融業を含む。
 (出所) 経済産業省、日本銀行、財務省、内閣府

大規模金融緩和からの「出口」

	短期金利	長期金利・国債買入れ	リスク性資産の買入れ
2024/ 3月	<p>マイナス金利解除 ↓ 「0～0.1%程度」に</p>	<ul style="list-style-type: none"> 「長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）付き量的・質的金融緩和」の廃止 → 市場における自由な金利形成へ これまでと概ね同程度の金額で長期国債の買入れを継続 	<ul style="list-style-type: none"> CP・社債の新規買入れを段階的に縮小 → 残高は償還に伴い減少 ETF・J-REITの新規買入れを停止
2024/ 7月	<p>「0.25%程度」 に引き上げ</p>	<ul style="list-style-type: none"> 長期国債買入れの減額計画を決定（2026年3月末まで） 	—

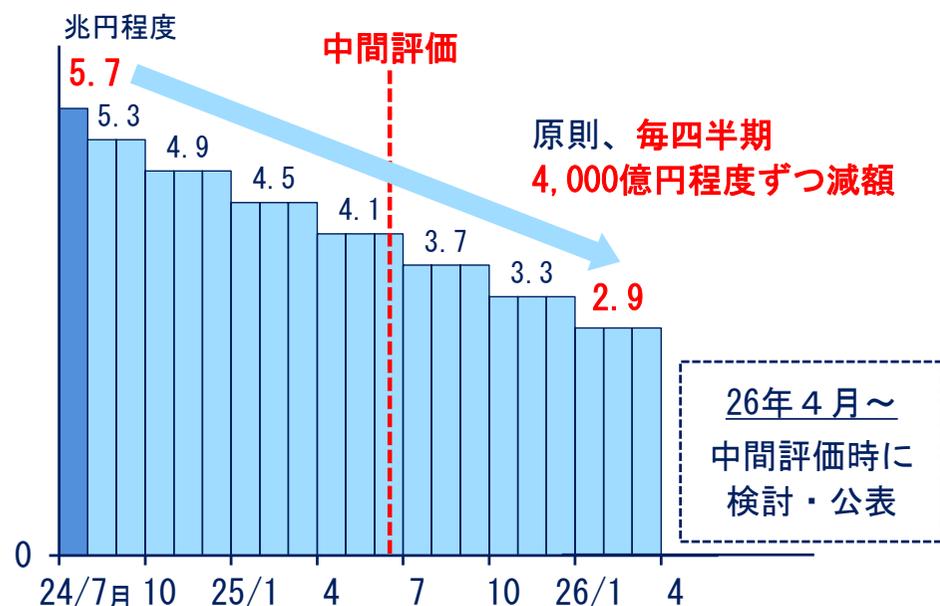
長期国債買入れの減額計画（2024年7月金融政策決定会合）

2026年3月までの減額計画の考え方

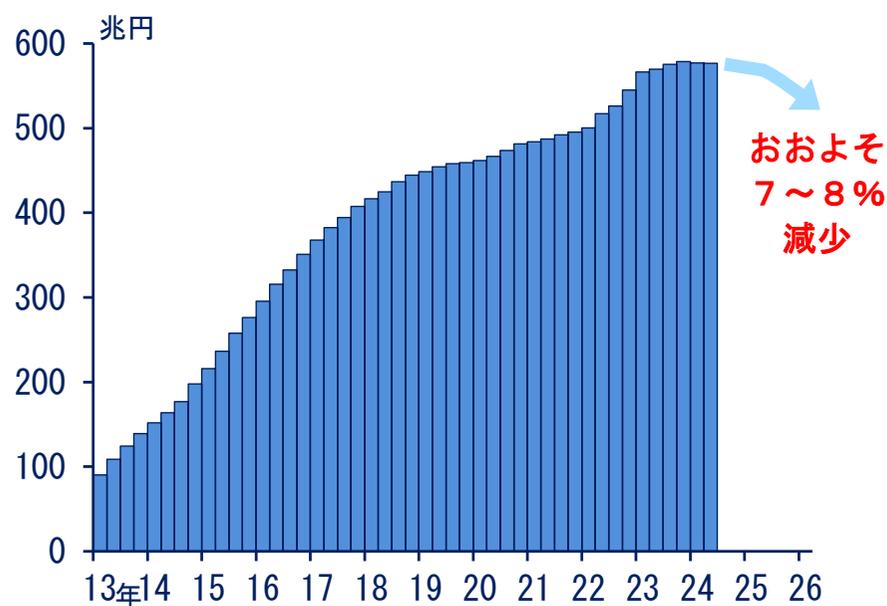
- ①長期金利：金融市場において形成されることが基本
- ②国債買入れ：国債市場の安定に配慮するための柔軟性を確保しつつ、予見可能な形で減額が適切

<予見可能な形での減額>

月間の買入れ予定額



日本銀行の保有国債残高



<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

1. 金融政策の考え方と「非伝統的金融政策」
2. 経済・物価情勢の好転と大規模金融緩和からの「出口」
- 3. 今後の金融政策運営**
4. 賃金と物価を巡る論点

展望レポート（2024年10月）

経済の先行き

- 潜在成長率を上回る成長を続けると考えられる

物価の先行き

- 消費者物価の基調的な上昇率は、徐々に高まっていくと予想
- 見通し期間後半には「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移すると考えられる

政策委員見通しの中央値

（対前年度比、%、括弧内は7月からの変化）

	2024年度	2025年度	2026年度
実質GDP	0.6 (－)	1.1 (+0.1)	1.0 (－)
消費者物価 (除く生鮮食品)	2.5 (－)	1.9 (▲0.2)	1.9 (－)
(参考) 除く生鮮 食品・エネルギー	2.0 (+0.1)	1.9 (－)	2.1 (－)

経済・物価見通しのリスク

わが国経済・物価を巡る不確実性は引き続き高い

【リスク要因】

- ✓ 海外の経済・物価動向
- ✓ 資源価格の動向
- ✓ 企業の賃金・価格設定行動

【リスクバランス】

経済：概ね上下にバランスしている

物価：2025年度は上振れリスクの方が大きい

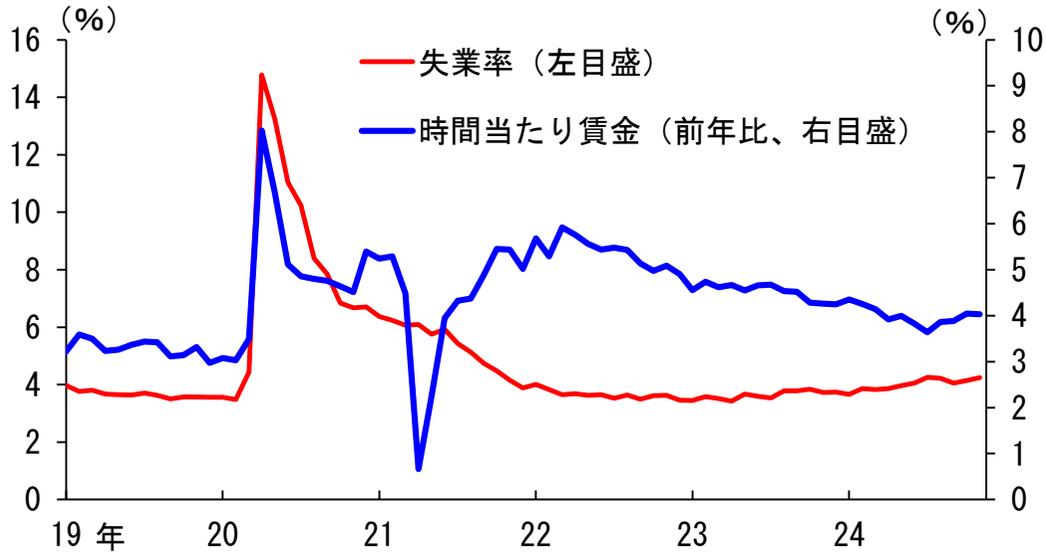
先行きの金融政策運営方針

植田総裁（12月19日記者会見）

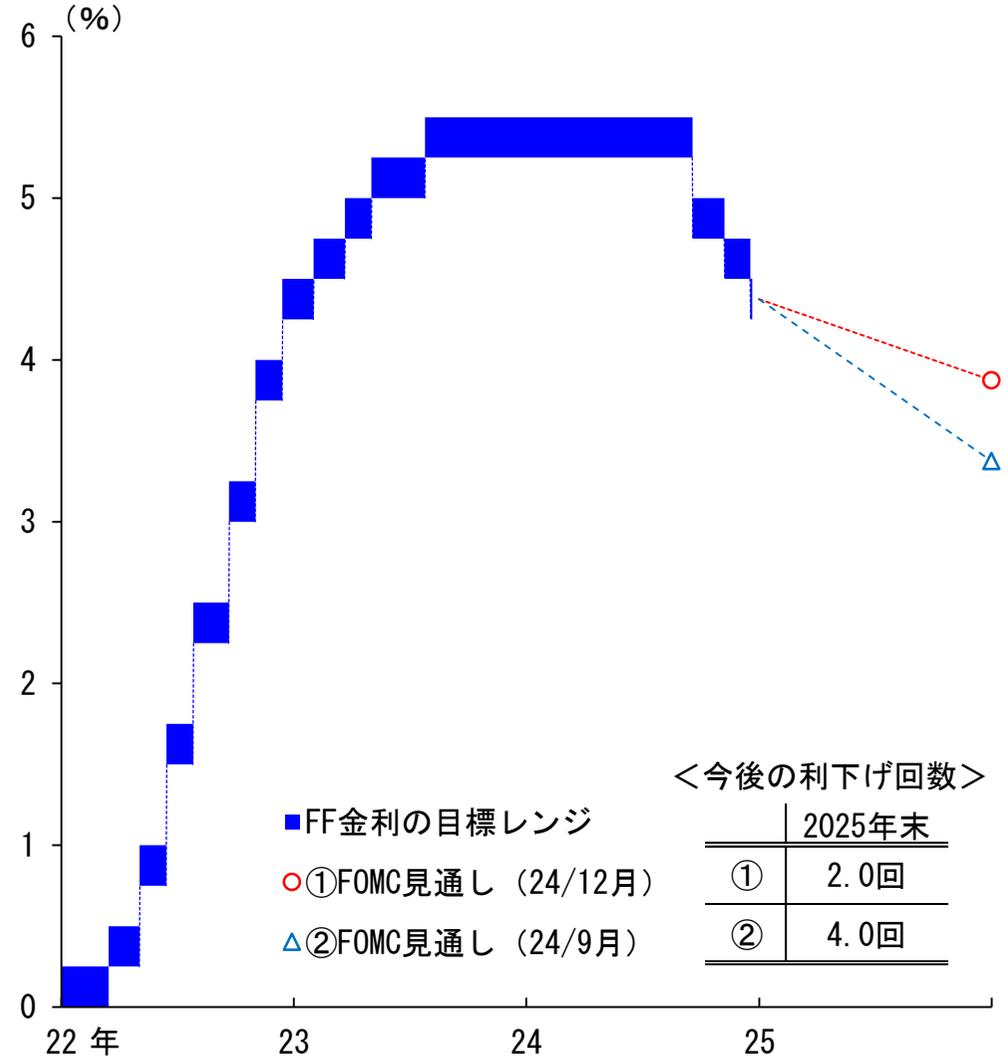
- 今後の金融政策運営ですが、先行きの経済・物価・金融情勢次第ですが、現在の実質金利がきわめて低い水準にあることを踏まえ、以上のような経済・物価見通しが実現していくとすれば、それに応じて引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和度合いを調整していくことになると考えています。
- そのうえで、金融緩和の度合いを調整するタイミングについては、様々なデータや情報を丹念に点検したうえで、判断していく必要があります。この点、賃金と物価の好循環の強まりを確認するという視点から、来年の春季労使交渉に向けたモメンタムなど今後の賃金の動向について、もう少し情報が必要と考えています。また、米国をはじめとする海外経済の先行きは引き続き不透明であり、米国の次期政権の経済政策を巡る不確実性も大きい状況が続いていると判断しています。

米国経済

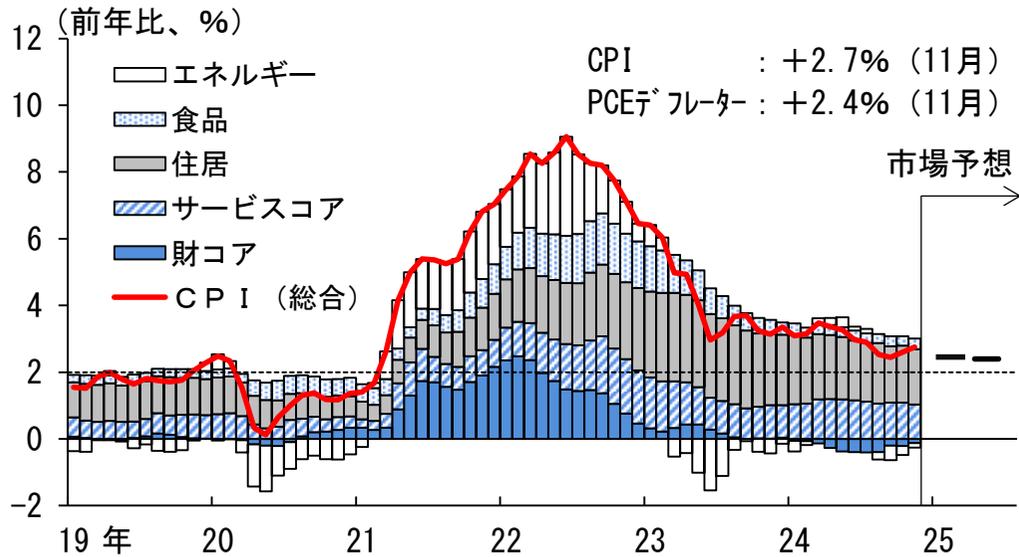
米国雇用指標



F R B の金融政策運営



米国CPI



(出所) Haver、Bloomberg、FRB

1. 金融政策の考え方と「非伝統的金融政策」
2. 経済・物価情勢の好転と大規模金融緩和からの「出口」
3. 今後の金融政策運営
4. 賃金と物価を巡る論点

賃金と物価の好循環の定着

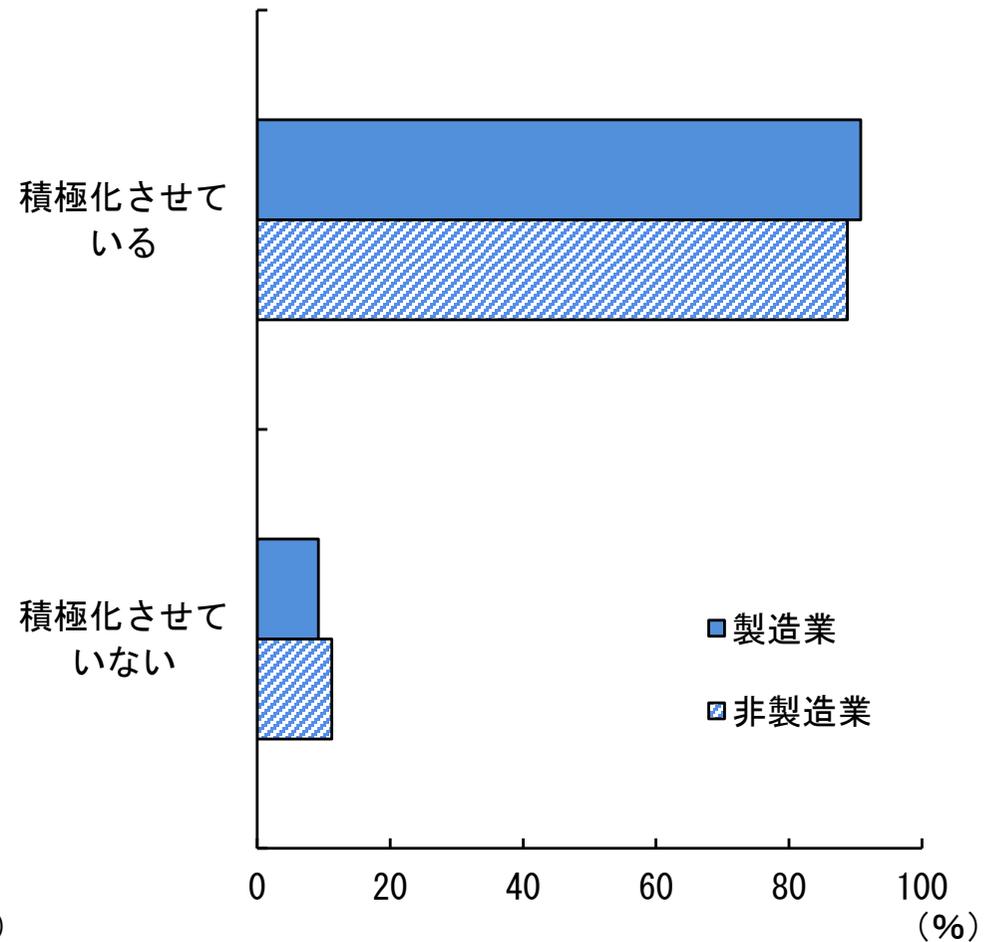
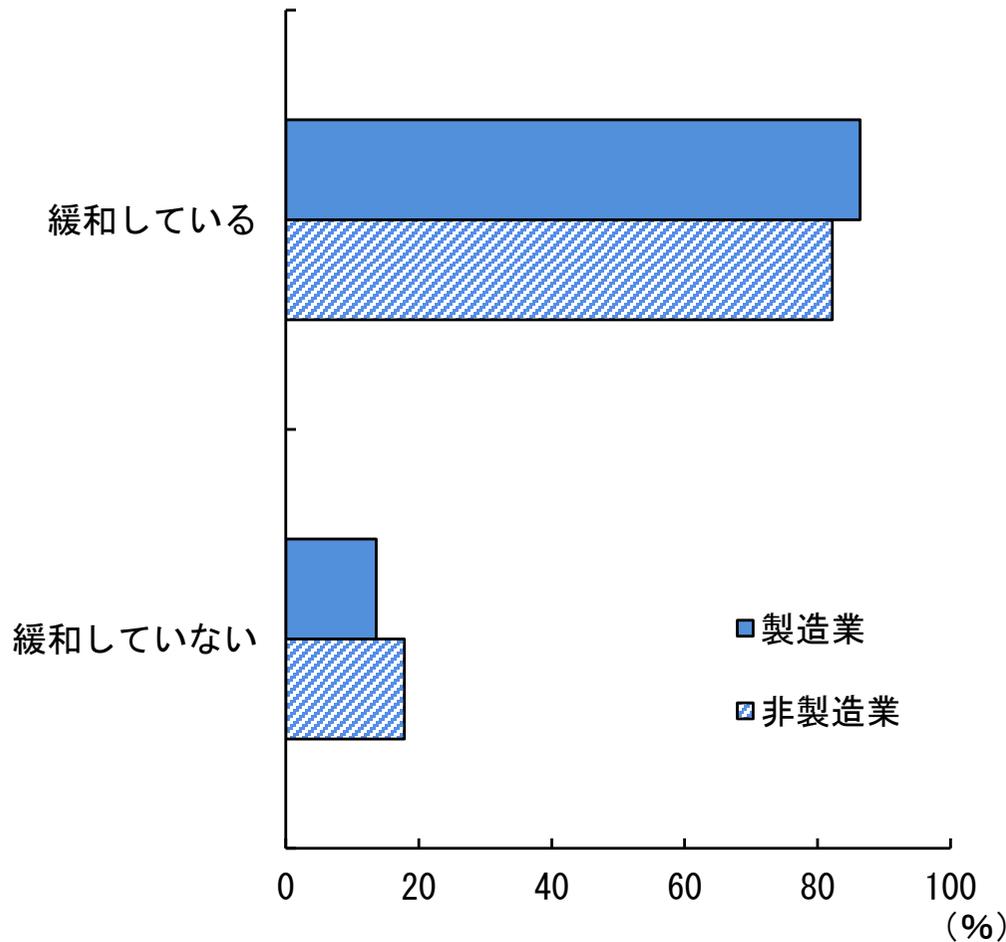
＜名古屋での経済界代表者との懇談における植田総裁挨拶（24/11月）＞

- ・ 10 月には、連合が賃上げ率5%以上を全体の目安としつつ、中小労組などは格差是正分を積極的に要求するという来年の春季労使交渉の基本方針を示しました。経営者側からも、大企業を中心に、しっかりと賃上げを継続していくといった、前向きな発言がみられています。これまでの**労使双方の取り組みもあって、2022 年以降、名目賃金は着実に上昇**してきました。ただし、例えば毎月勤労統計で一般労働者の所定内給与をみますと、**足もとまでの累積的な上昇幅は、なおこの間の物価上昇幅に追いついていません**。
- ・ もちろん、個別にみますと、**中小企業を中心に、収益環境は厳しく、賃上げの継続は難しいとの声**も多く聞かれています。こうした先を含め、幅広い先に賃上げの動きが広がるには、**賃金コストの上昇を適正に販売価格に反映できるようにしていくこと、より一般的に言えば、賃金や物価が緩やかな上昇を続けることを前提として、賃金や販売価格の設定が行われていくことが重要**です。
- ・ 賃金と物価が共に緩やかに上昇していく環境が実現していくことは、企業の皆様方が前向きな行動を取りやすくなるなど、わが国経済にとってメリットが大きいと考えています。そのうえで、**経済が力強さを増していくためには、こうした環境を活かした皆様方の取り組みなどを通じて一国全体でみた生産性を高めていく、そのことによって実質賃金も持続的に引き上げていくことが不可欠**です。

大規模企業アンケートの回答結果（1）

「価格転嫁の難しさ」についての回答

「賃上げのスタンス」についての回答

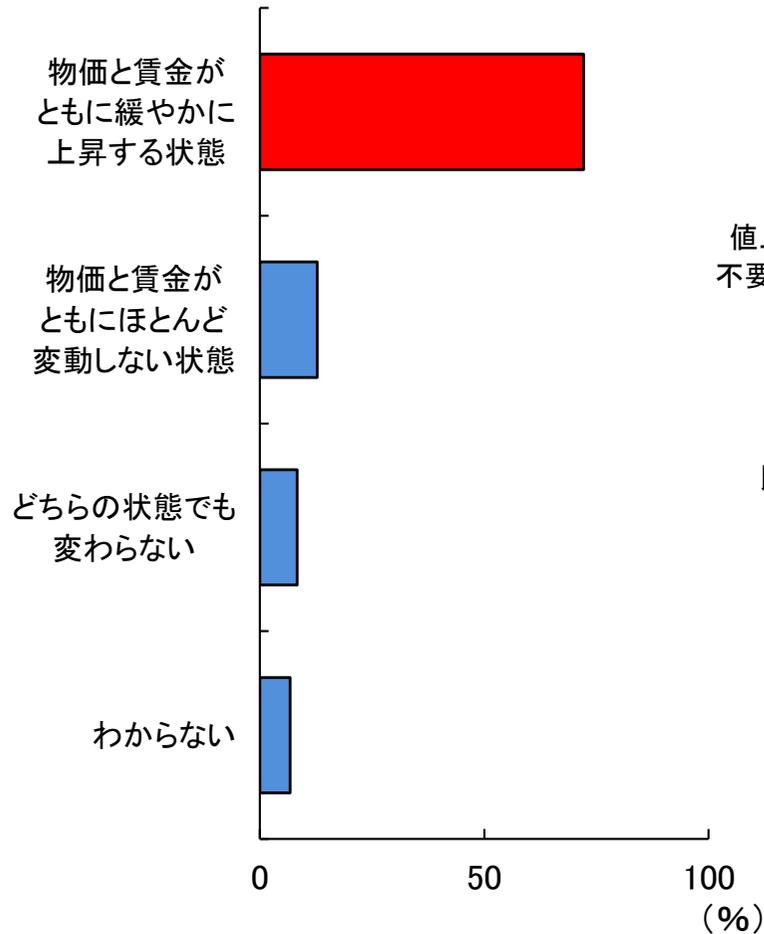


(注) 「1990年代半ば以降の企業行動等に関するアンケート調査」の結果。過去と比べた現在についての質問。左図の「緩和している」は「100%－「価格転嫁の難しさが過去に比べて緩和していない」とする回答比率」、右図の「積極化させている」は「100%－「賃上げのスタンスを過去に比べて積極化させていない」とする回答比率」として算出。

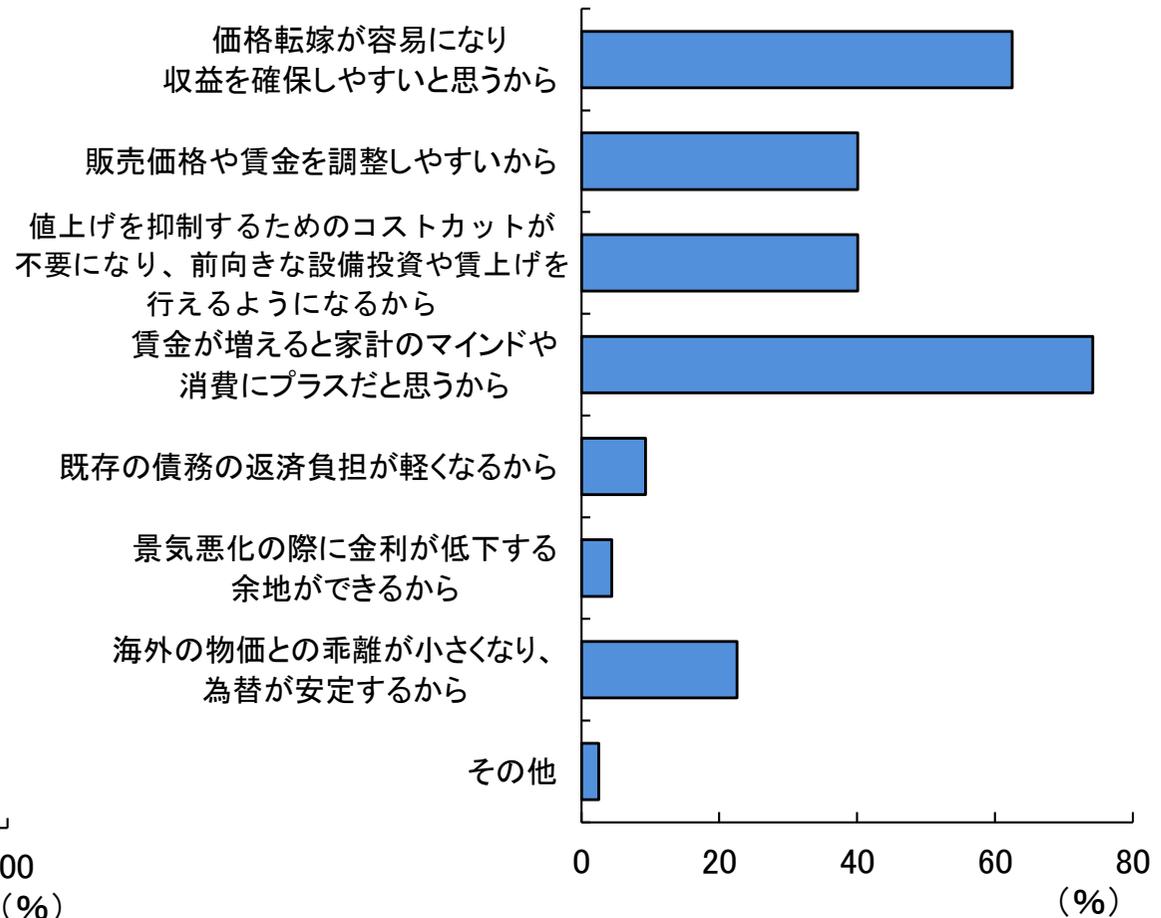
(出所) 日本銀行

大規模企業アンケートの回答結果（2）

どちらの状態が
事業活動上好ましいか



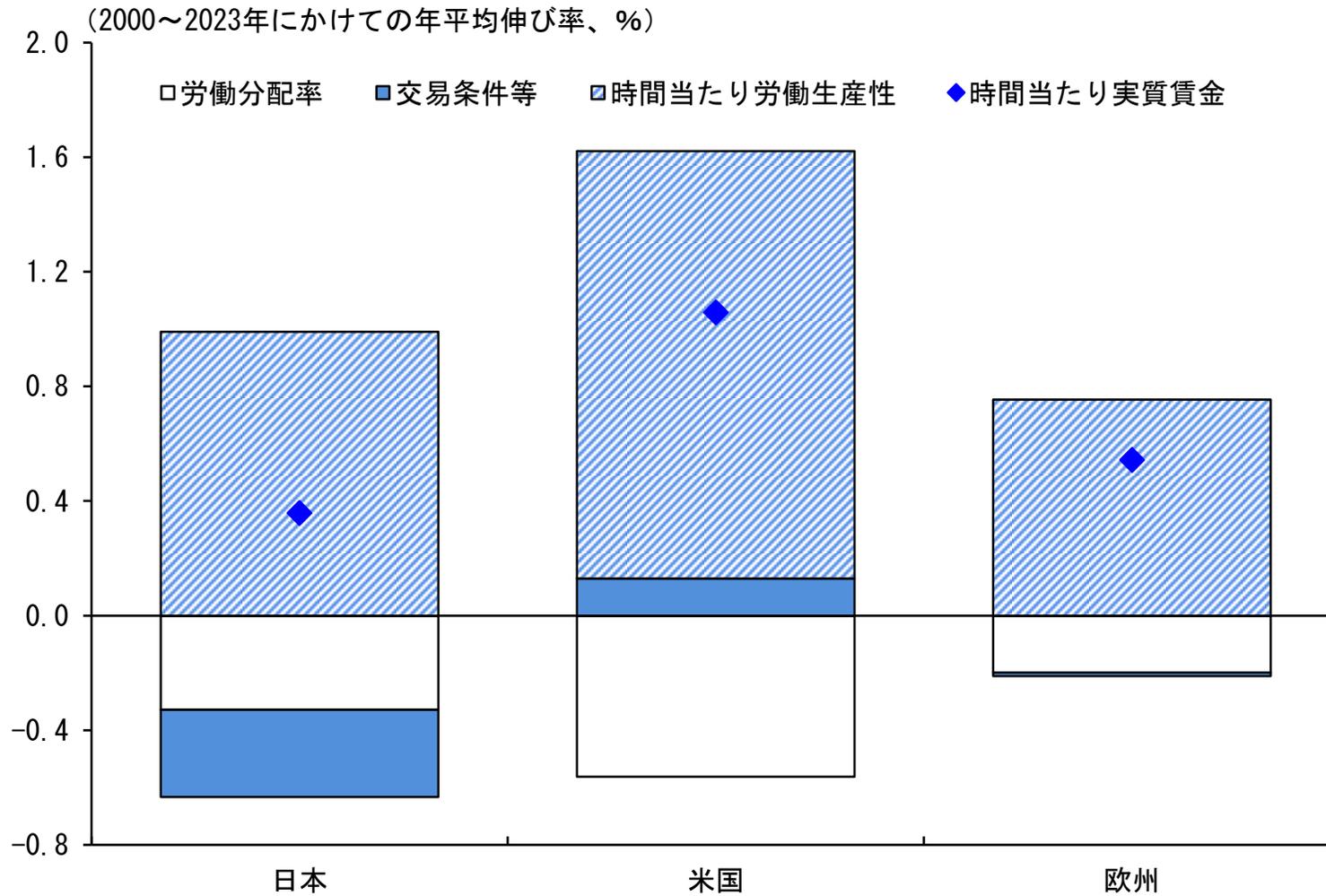
「物価と賃金がともに緩やかに上昇する状態」が好ましいと考える理由



(注) 「1990年代半ば以降の企業行動等に関するアンケート調査」の結果。右図は、左図で「物価と賃金がともに緩やかに上昇する状態」と回答した企業に占める比率。当てはまるものすべて選択可。

(出所) 日本銀行

実質賃金の国際比較



(注) Δ 時間当たり実質賃金 = Δ 時間当たり労働生産性 + Δ 労働分配率 + Δ 交易条件等。交易条件等 = GDPデフレーター ÷ 家計最終消費支出デフレーターとして算出。

(出所) 内閣府、総務省、厚生労働省、HAVER