



2015年2月4日

日 本 銀 行

最近の金融経済情勢と金融政策運営

—— 宮城県金融経済懇談会における挨拶 ——

日本銀行副総裁 岩田 規久男

1. はじめに

日本銀行の岩田でございます。本日はお忙しい中、宮城県の行政および金融経済界を代表する皆さまとの懇談の機会を賜りまして、誠にありがとうございます。また、皆さまには、日頃から日本銀行仙台支店の業務運営に様々なご協力を頂いております。この場をお借りして、改めて厚くお礼申し上げます。

甚大な被害をもたらした東日本大震災から4年を迎えようとしています。改めて、亡くなられた方々のご冥福をお祈りするとともに、震災直後より、事業の早期復旧、そしてその後の復興に向け、懸命に取り組んで来られた皆さまに対し、心から敬意を表したいと思っております。

今回当地を訪問させて頂くにあたり、被災地の現状をこの目でしっかりと拝見するとともに、各分野における最近の業況や復興の状況、あるいは日本銀行の政策・業務運営に関して日々感じておられることなどを、皆さまから直接お伺いしたいという思いで参りました。

本日は、議論の皮切りとして、まず私から内外の経済情勢について簡単にご説明した後、金融政策を巡るいくつかの重要なポイントに触れたいと思っております。その後、皆さまから、当地経済の実情に関するお話や忌憚のないご意見を承りたく存じます。どうぞよろしくお願いいたします。

2. 日本経済の現状と先行き

(1) 緩やかな回復基調を続ける日本経済

わが国の景気は、基調的に緩やかな回復を続けていると判断しています。昨年4月の消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動の影響は依然一部に残っていますが、全体としては、そうした影響も和らいでいます。

日本経済の現状の詳細について述べる前に、海外経済の動向について概況をご説明したいと思います(図表1左表)。海外経済をみますと、まず、米国が民間需要を中心に着実な回復を続けています。堅調な雇用環境などを背景

に、家計部門が個人消費や住宅投資を増加させる一方、企業マインドや生産活動のモメンタムもしっかりとしており、設備投資も回復を続けています。欧州経済は、地政学的リスクが意識されていることもあり、このところ一部に回復のモメンタムの弱まりがみられています。中国経済をみますと、不動産市場の調整や製造業の固定資産投資の増勢鈍化が懸念されていますが、外需の改善や当局による景気下支え策の効果もあり、現状、安定した成長を維持しています。その他の新興国経済については、持ち直している国・地域も多い一方、構造問題や政情不安を抱える国で景気停滞が続いているため、全体としてみれば、勢いを欠く状況となっています。具体例としては、NIE SやASEAN、インドなどでは、景気は持ち直しからごく緩やかな回復傾向といった状況ですが、ブラジルやロシアなどでは、内需を中心に停滞感が強まっています。

こうした海外環境のもとでの日本経済の現状ですが、まず、横ばい圏内の動きが続いていた輸出に持ち直しの動きがみられています(図表1右表)。地域別にみると、米国やアジア向けの輸出が増加しており、米国については、現地生産用の資本財や部品、アジア向けでは、同じく資本財・部品、また情報関連財の伸びがみられています。

国内需要に目を移しますと、企業部門では、改善を続ける収益を背景に、設備投資は緩やかな増加基調にあります。鉱工業生産については、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動による、在庫の積み上がりと減産が生じていましたが、最終需要の持ち直しに伴い在庫調整が進捗したため、足もとの生産は下げ止まっています。家計部門をみると、雇用・所得環境の着実な改善に支えられ、個人消費は基調的には底堅く推移しています。駆け込みの反動減の影響が大きかった耐久財についても、足もと、そうした影響は和らいでいます。同様に、住宅投資についても駆け込み需要の反動減が続いていましたが、足もとでは下げ止まりつつあります(図表2)。この間の労働需給の状況をやや詳しくみますと、着実な改善が続いており、失業率は1997年頃

と同水準の3%台半ば、有効求人倍率は1992年以来の高水準となっています。一人当たり名目賃金についても、緩やかに上昇しており、一般労働者の一人当たり賃金、パート労働者の時給ともに前年比上昇率が緩やかに高まっています。こうした雇用環境や賃金の動向については、後ほど、物価や金融政策との関係という観点から、さらに詳しくお話ししたいと思います。

なお、物価の現状ですが、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみると、消費者物価（除く生鮮食品）は、昨年12月には、前年比+0.5%の上昇となりました。

（2）経済・物価の見通し

日本銀行では、年に2回、4月と10月に「展望レポート」を公表しており、先月1月の金融政策決定会合では、昨年10月の「展望レポート」の「中間評価」として、経済・物価見通しの改定を行いました。先行きのわが国経済は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要とその反動の影響を受けつつも、基調的には潜在成長率を上回る成長を続けると予想しています。まず、輸出は、海外経済の回復などを背景に、緩やかに増加していくと考えられます。国内需要については、設備投資は、企業収益が改善傾向をたどると見込まれることから、緩やかな増加基調を続けると予想しています。個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善が続くもとで、引き続き底堅く推移し、駆け込み需要の反動の影響も次第に収束していくとみられます。こうした内外需要を反映して、鉱工業生産は、緩やかな増加に復していく見込みです。

物価の先行きについては、消費者物価の前年比（消費税率引き上げの直接的な影響を除くベース）は、エネルギー価格の下落を反映して当面プラス幅を縮小するとみられます。もともと、需給ギャップが引き続き改善傾向を続けることに加え、中長期的な予想物価上昇率も上昇傾向を維持すると見込まれることから、物価の基調的な動きの見通しについては、昨年10月時点の見通しから変化はありません。実際、各種のサーベイ調査で予想物価上昇率の

動きを確認すると、このところの原油価格の下落にもかかわらず、先行き物価上昇率は、着実に高まっていくとの予想が維持されています(図表3)。今回の「中間評価」では、原油価格が現状程度の水準から先行き緩やかに上昇していくとの前提のもとで、消費者物価前年比は、原油価格下落の影響が剥落するにつれ次第に上昇率を高め、見通し期間の中盤頃、すなわち2015年度を中心とする期間に2%程度に達する可能性が高いと予想しています。その後、これを安定的に持続する成長経路へと移行していくと考えています。

こうした経済・物価の見通しを具体的な数値で申し上げたいと思います(図表4)。今回の「中間評価」における政策委員の「中心的な見通し」では、成長率については、2014年度は▲0.5%と下振れる一方、2015年度は+2.1%、2016年度は+1.6%と、原油価格の大幅下落と政府の経済対策の効果もあって、10月時点対比、上振れています。消費者物価については、基調的な動きに変化はないと考えていますが、10月の展望レポートで示した見通しと比較しますと、先ほど申し上げた通り、原油価格の大幅下落の影響から、2015年度にかけて下振れています。2016年度については概ね不変です。

以上、ご説明したような「中心的な見通し」に対するリスク要因としては、新興国・資源国経済の動向、欧州における債務問題の展開や低インフレ長期化のリスク、米国経済の回復ペースなどが挙げられます。

3. 金融政策運営について

さて、ここからは、現在日本銀行が進めている金融政策について、いくつかの切り口からお話ししたいと思います。

日本銀行は、2013年1月に、消費者物価の前年比上昇率2%という「物価安定の目標」を設定しました。所謂「インフレーション・ターゲティング(インフレ目標政策)」の導入です。

この目標の実現に向けて、2013年4月以降、「量的・質的金融緩和」と呼ばれる強力な金融緩和を進めており、2014年10月には、この「量的・質的

金融緩和」を拡大する措置も講じたところです。

これらの政策は、長年にわたるデフレの中で人々の意識に定着してしまった「デフレマインド」を「緩やかなインフレマインド」へと転換すること、言い換えると、「物価の緩やかな上昇が継続することを前提に人々が行動するような状況」を作り出すことを意図しています。

したがって、皆さまに積極的にマインドを転換して頂くためにも、私たちの政策について丁寧にご説明し、理解を深めて頂くことがとても重要であると考えています。

(1) 政策レジームの転換

「量的・質的金融緩和」の核心は何かと問われた場合、私は「政策レジームの転換によるデフレマインドの払拭」であると答えることにしています(図表5)。

経済政策に関して「レジーム」という切り口で最初に論じたのは、2011年にノーベル経済学賞を受賞したトーマス・サージェント教授です。サージェント教授は、合理的期待形成という分野の研究で有名な方ですが、財政政策や金融政策が実体経済に効果をもたらすメカニズムに関して、「経済政策が有効性を持つのは、政策当局の依って立つレジームに人々が反応するからである」という考え方を提示しました。

「政策レジーム」というのは、なかなか適切な日本語訳が見つからない言葉なのですが、「政策選択の根本となるルールの体系」とか「考え方の基本的枠組み」といった意味であるとお考え下さい。端的に「ゲームのルール」という言い方をしても良いと思います。そして、「政策レジームの転換」とは、こうした政策選択の根本となるルールの体系が変わることを意味しています。

人々の行動パターンは、人々が参加しているゲームのルールに依存します。そして、ルールが変われば、人々の行動も変わります。ほぼ自明とも言えるこの原理が、なぜ経済政策に関して重要かという点と、「政策レジームの転換」

が起こるかどうかによって、家計や企業など様々な経済主体の予想と、その行動が左右され、最終的に政策の効果それ自体も大きく異なってくるからです。

例えば、極端なインフレに直面した政策当局が金融の引き締めを行うとしても、そうした政策が持続的なものと認識されなければ、将来の物価動向についての家計や企業の予想は変化せず、高インフレを前提とした行動も変わらないため、インフレは終息しません。逆に、インフレの克服に向けた政策当局の姿勢が確固たるものであることについて信認が得られれば、将来の政策経路についての企業や家計の予想の変化と、それを前提とした行動につながり、自己実現的にインフレが鎮静化することになります。

こうした実例は、第一次大戦後の欧州諸国におけるハイパーインフレの終息や、1930年代前半の日本や米国における恐慌からの脱却過程に見出すことができます。

現在の日本銀行の金融政策も、従来と異なる政策レジームへの転換、すなわち「インフレもデフレも最終的には貨幣的現象であるから、積極的な金融緩和によってデフレからの脱却は実現できる」という考え方に転換したことが出発点となっています。

日本銀行はそれ以前にも、ゼロ金利政策や量的緩和の導入など、金融政策の歴史におけるフロントランナーとして様々な金融緩和措置を講じてきました。にもかかわらず、15年以上の長きにわたってデフレからの脱却が果たせなかったのは、「金融政策によってデフレは克服できる」という政策レジームが採用されていなかった（少なくとも民間経済主体からそうした信認を得られていなかった）ことに原因の一端があると思います。

現在の日本銀行は、そうした反省を踏まえて、政策レジームの転換を明確に打ち出すことで、家計、企業、金融機関などのデフレマインドを払拭し、その行動を根本的に変えようとしているわけです。

(2) 「量的・質的金融緩和」の波及経路

政策レジームの転換が信認を得るためには、政策当局からの明確で具体的なメッセージが必要です。

現在の金融政策においては、①「消費者物価の前年比上昇率2%」という物価安定の数値目標を設定し、その達成に強くコミットしていること、②そのための具体的な行動として、「量的・質的金融緩和」を強力に進めていることによって、政策レジームの転換が具体化されています(図表6)。

「量的・質的金融緩和」に伴う長期国債の大規模な買入れによって、名目金利には強力な下押し圧力が働いていますので、政策レジームの転換が人々の予想インフレ率を上昇させると、人々の予想実質金利が引き下げられることとなります(図表7)。予想実質金利とは、「将来の物価の変化を考慮すると、実質的な金利はいくらになるか」という主観的な予想であり、人々の貯蓄・投資行動や資産価格に様々な影響を及ぼします。

ご存じの通り、こうした変化にもっとも敏感に反応したのが金融市場であり、株式や外貨建て資産などリスク性資産の価格上昇は、資産効果を通じて民間消費を増加させる方向に作用しています(図表8)。また、過度な円高の修正は、輸出採算性の改善などを通じて輸出関連企業の収益好転につながっているほか、海外からの観光客も目に見えて増加しています。

加えて、これまでデフレマインドのもとで貯蓄や現預金の保有増に励んでいた家計や企業も、予想実質金利の低下や所得・財務状況の改善を受けて、住宅投資や設備投資を拡大させることが期待されます。

このように、政策レジームの転換による予想インフレ率の上昇を起点に、複数のチャンネルを通じて総需要を拡大させていくというのが、現在の金融政策が想定している効果波及のメカニズムです。

(3) 「量的・質的金融緩和」を拡大した理由

このような考え方を前提とすれば、昨年10月末に日本銀行が「量的・質的

金融緩和」の拡大を決定した理由についても、ご理解頂けるのではないかと思います（図表9）。

昨年4月に実施された消費税率の引き上げは、直前の駆け込み需要とその反動減という、経済の大きな振幅をもたらしました。自動車などの耐久消費財を中心に、需要面の弱めの動きが長引く中、原油価格が大幅に下落したことも、物価の下押し要因として作用しました（図表10）。

もとより、消費税率引き上げに伴う需要面の弱さは既に和らいできていますし、原油価格の下落は、やや長い目でみれば、日本経済に好影響を与え、物価を押し上げる方向に作用すると考えられます。ただ、現実の物価動向と予想インフレ率の動きは相互にフィードバックしますので、短期的とはいえ、現実の物価に対する下押し圧力が存在する場合、それがデフレマインドの転換を遅延させるリスクを考慮に入れなければなりません。

こうしたリスクの顕現化を未然に防ぎ、好転している期待形成のモメンタムを維持するために、「量的・質的金融緩和」を拡大することが必要であるというのが、昨年10月末時点で日本銀行が下した判断だったということです。

（4）雇用・賃金をどう考えるか

さて、予想インフレ率の上昇を起点に総需要が拡大し、生産から所得、支出という前向きの循環が働いた先には、働く人々の雇用の安定と労働条件の改善が待っていません。

この点、先ほど申し上げた通り、雇用者数が大幅に増加し、完全失業率や有効求人倍率も大きく改善するなど、昨年から続いている雇用環境の改善は、消費税率引き上げの影響で実質成長率が低調となる中でも途切れていません（図表11）。

雇用者数の増加については、「非正規雇用が増加しただけで、正社員は増えていない」という批判があります。しかし、この議論は、雇用のパイ全体が拡大する中で起こっている、「まずは非正規から段階的に雇用を増やそう」と

いう前向きな動きと、過去に続いてきた「正社員から非正規雇用への置き換え」という後ろ向きの話とを混同している面があると思っています。

景気回復の初期段階において、より柔軟に調整が行える非正規型の雇用が増えるのは当然のことであり、この段階では、多くの不就労者が職に就き、賃金収入を得られるようになったという点を、まずは公平に評価すべきだと考えます。

また、これと似たような議論として、賃金の上昇傾向が継続していることに対しても、「名目賃金の上昇が消費者物価の上昇に追いつかず、実質賃金は低下している」という批判があります。

この点については、まず、需要の拡大がもたらした物価上昇と、消費税率引き上げの影響を分けて考える必要があると思います。消費税率引き上げによる実質賃金引き下げ効果を除くと、一般労働者の実質賃金もパート労働者の実質時給も、前年と比べて大きく落ち込んでいる状況ではありません（図表 12）。また、雇用者全体でみた実質所得も、消費税率引き上げの影響を除くと、2014年3月から9か月連続で前年比プラスとなっています（図表 13）。

つまり、「労働者一人当たりの賃金も全体としての所得も、需要の拡大がもたらす物価上昇に見合う程度には上昇しているものの、消費税率引き上げの影響まで相殺するほどの上昇は、さすがにまだ実現できていない」というのが、実質賃金についての公平な見方であると考えます。

金融緩和によって需要を刺激する場合、通常は名目賃金よりも物価が先に上がるため、初めの段階では、実質賃金はむしろ低下します。しかし、実質賃金の低下が企業の雇用需要を増加させることで雇用者が増え、失業率が低下するという経路がありますので、この段階における実質賃金の低下は必ずしも悪いことばかりではありません。雇用需給がタイト化するにつれて、名目賃金も上昇し、実質賃金の低下圧力が和らぎ始めますし、生産が拡大すると雇用者もより効率的に働けるようになるため、労働生産性も上がります。こうして、最終的には実質賃金も上昇に転ずることになると考えられます（図

表 14)。

金融政策は確実に実体経済に影響を及ぼしますが、その効果の波及には順番があり、それなりの時間がかかります。ましてや日本経済は、15年以上にわたるデフレからの脱却という難事業に挑んでいる最中です。所得の改善が支出を促し、さらなる生産と所得の拡大につながるという好循環がさらに進展することを、希望を持ってお待ちしております。

4. おわりに

最後に、宮城県の経済についてお話しさせていただきます。

当地経済は、消費税率引き上げの影響による反動が徐々に和らいできており、緩やかに回復していると認識しています。生産面では弱めの動きが続いていますが、復旧・復興需要を背景として、公共投資が増加しているほか、住宅投資も災害公営住宅の建設を中心に高水準で推移しています。また、設備投資も増加基調を続けており、個人消費は雇用・所得環境の改善を背景に底堅く推移しています。

こうした中で、被災地における復興状況をみますと、復興は着実に進んでいますが、暮らしの再建、なりわいの再生はまだ道半ばで、地域によっても復興のスピードには差があり、その差が拡大していることを実感しました。その根底には、全国共通の課題、すなわち人口減少や少子高齢化といった問題も存在していると考えております。また、人手不足や資材価格の上昇・高止まりなどが被災地における復興の進捗に少なからず影響を与えておりますが、それが今後どのように推移していくのか、十分に注視していく必要があるとも感じました。

さて、宮城県では、本年イベントが目白押しと伺っております。まず、仙台市では来月、参加者が延べ4万人以上の規模になると予想されている「国連防災世界会議」が開催されますほか、2016年のサミットの開催地に名乗りを挙げておられるなど、国際コンベンション都市として発展していく方針を

打ち出すとともに、インバウンド需要の積極的な取り込みを図っておられます。また、寸断されていたJR石巻線やJR仙石線の全線開通や仙台市の地下鉄東西線の開通が予定されていますほか、仙台空港の民営化が進められるなど、交通インフラの整備・充実が図られます。これらのイベント等を契機として、新たな需要の創出や取り込みを実現することにより、復興の流れがさらに加速し、地方創生にも弾みがつくことを期待しています。

日本銀行では、復興に向けた資金需要に対する被災地金融機関の取り組みを支援する観点から、被災地に営業店を有する金融機関等に対して、低利かつ長めの資金を供給するオペレーションを実施しておりますが、今後も引き続き被災地を含め地域の金融経済動向を肌目細かく確認しながら中央銀行として復興や地域経済の発展に貢献して参りたいと考えています。

ご清聴ありがとうございました。

以 上



最近の金融経済情勢と金融政策運営

— 宮城県金融経済懇談会における挨拶 —

2015年2月4日

日本銀行 副総裁

岩田規久男

図表 1

世界経済見通しと輸出

主要国成長率見通し

(前年比、%)

	2013年	2014年	2015年 [見通し]	2016年 [見通し]
世界	3.3	3.3	3.5 (-0.3)	3.7 (-0.3)
先進国	1.3	1.8	2.4 (0.1)	2.4 (0.0)
米国	2.2	2.4	3.6 (0.5)	3.3 (0.3)
ユーロエリア	-0.5	0.8	1.2 (-0.2)	1.4 (-0.3)
日本	1.6	0.1	0.6 (-0.2)	0.8 (-0.1)
新興国・途上国	4.7	4.4	4.3 (-0.6)	4.7 (-0.5)
アジア	6.6	6.5	6.4 (-0.2)	6.2 (-0.3)
中国	7.8	7.4	6.8 (-0.3)	6.3 (-0.5)
ASEAN	5.2	4.5	5.2 (-0.2)	5.3 (-0.1)
ラテンアメリカ	2.8	1.2	1.3 (-0.9)	2.3 (-0.5)

地域別実質輸出

(前年比、%)

(季節調整済前期比、%)

	2012年	2013	2013 4Q	2014 1Q	2Q	3Q	4Q
米国<18.5>	13.0	2.8	-0.4	0.9	-2.3	-0.0	5.9
EU<10.0>	-13.0	-3.6	2.2	0.6	0.5	-0.1	-4.2
東アジア<50.9>	-2.6	-3.0	2.5	-1.5	-1.5	1.9	4.2
中国<18.1>	-8.1	-1.7	5.7	-3.9	-0.7	1.2	3.2
NIEs<21.9>	-4.7	-1.0	1.1	1.0	-3.1	3.8	6.9
ASEAN4<10.9>	12.5	-8.5	-0.0	-2.1	0.3	-0.9	0.4
その他<20.6>	1.7	-5.0	-2.0	0.2	1.4	2.4	1.2
実質輸出計	-1.0	-1.9	1.5	-1.0	-1.2	1.6	4.0

(注) 1. 主要国成長率は、2015/1月時点におけるIMFの見通し。()は、2014/10月時点における見通しからの修正幅。

2. 地域別実質輸出の< >内は、2013年通関輸出額に占める各地域・国のウエイト。NIEsは韓国、台湾、香港、シンガポール。

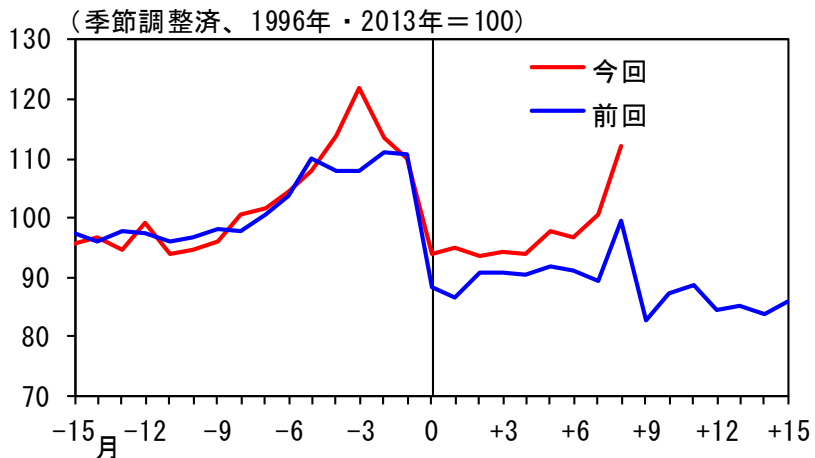
ASEAN4はタイ、インドネシア、マレーシア、フィリピン。2014/4Qは、10~11月の7~9月対比。

(資料) IMF「World Economic Outlook」、財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」

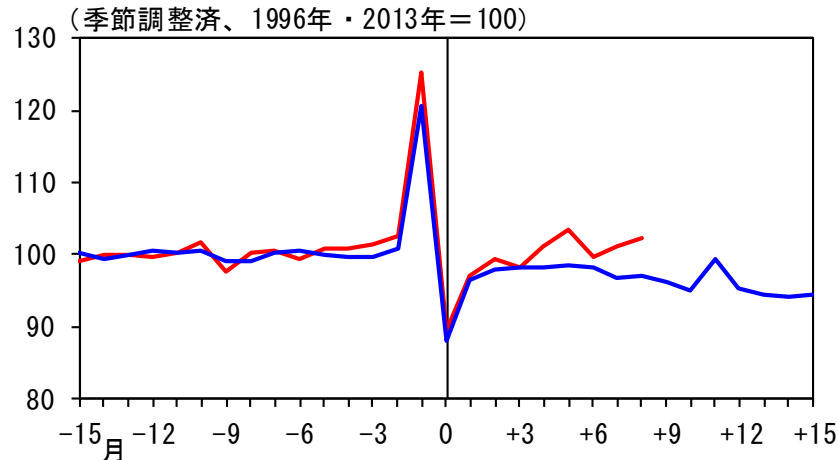
図表 2

消費税率引き上げの影響

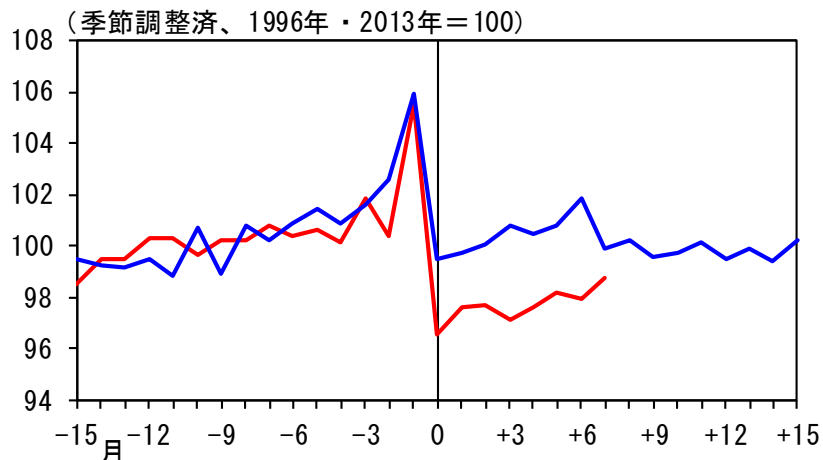
新車登録台数（乗用車〈含む軽〉）



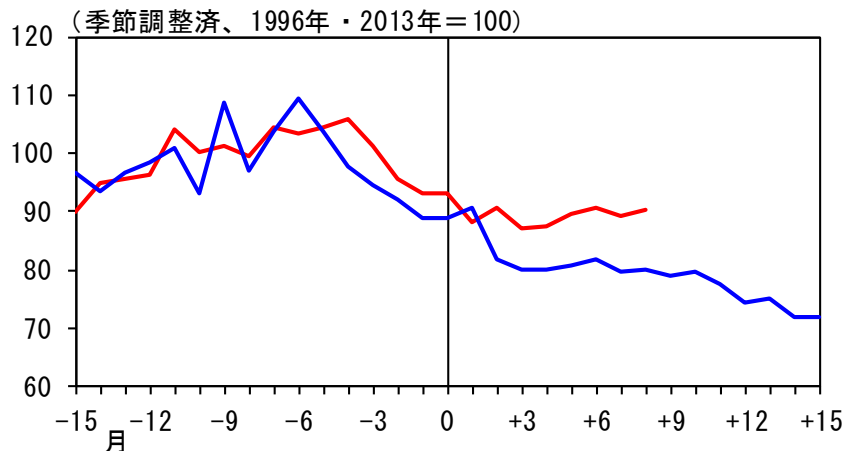
全国百貨店売上高（名目）



消費総合指数



新設住宅着工戸数



(注) 0月は、消費税率引き上げ月（前回：1997/4月、今回：2014/4月）を示す。

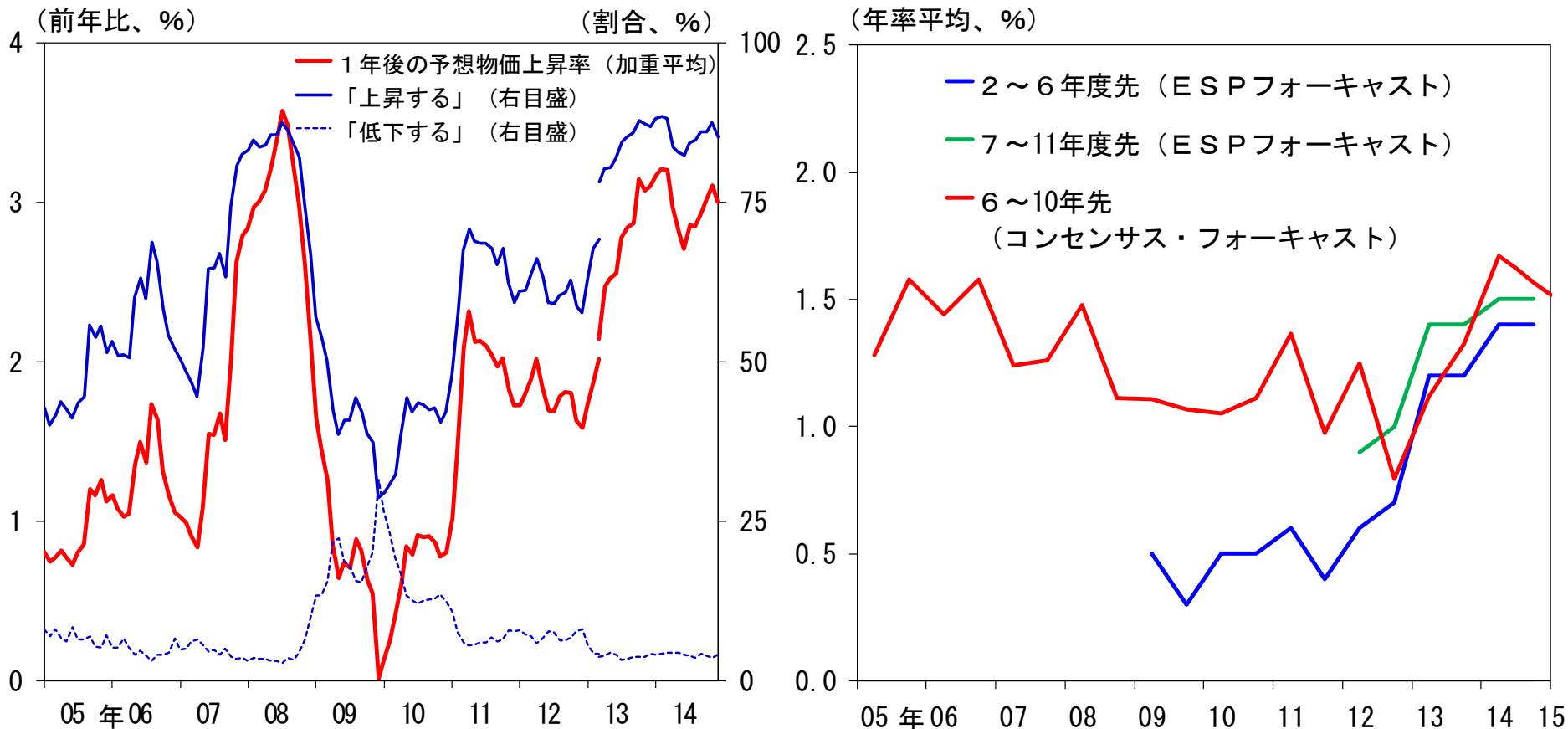
(資料) 日本自動車販売協会連合会「自動車国内販売」、経済産業省「商業販売統計」、内閣府「消費総合指数」、国土交通省「建築着工統計」等

図表 3

予想物価上昇率

家計のインフレ予想
(消費動向調査)

エコノミストのインフレ予想



(注) 1. 消費動向調査は、総世帯ベース。加重平均は、「-5%以上低下」は-5%、「-5%～-2%低下」は-3.5%、「-2%未満低下」は-1%、「+2%未満上昇」は+1%、「+2%～+5%上昇」は+3.5%、「+5%以上上昇」は+5%、のインフレ率をそれぞれ予想していると仮定して計算。

2. コンセンサス・フォーキャストの調査時点は、1、4、7、10月（ただし、2014/4月以前は4、10月）。ESPフォーキャストは、6、12月。ESPフォーキャストは、消費税率引き上げの影響を除くベース。

(資料) 内閣府「消費動向調査」、Consensus Economics「コンセンサス・フォーキャスト」、JCER「ESPフォーキャスト調査」

図表 4

展望レポート中間評価の経済・物価見通し (2015年1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
2014年度	-0.5	+2.9	+0.9
10月時点	+0.5	+3.2	+1.2
2015年度	+2.1	+1.0	
10月時点	+1.5	+2.4	+1.7
2016年度	+1.6	+2.2	
10月時点	+1.2	+2.8	+2.1

図表 5

インフレ目標政策へのレジーム・チェンジ

- 経済政策の「レジーム」とは
- インフレ・デフレは、最終的には「貨幣的現象」
 - ⇒ 物価の安定は金融政策によって可能
- 物価安定の数値目標の設定
 - 「消費者物価の前年比上昇率2%」

図表 6

「レジーム・チェンジ」の具体化

量的・質的金融緩和

目標達成への コミットメント

2%の物価安定目標を、
2年程度の期間を念頭に置いて、
できるだけ早期に
実現することについて、
日本銀行が明確に約束。

具体的な行動

①「量」の拡大

年間約80兆円のペースで
マネタリーベース^(注)を増加
(主な手段＝長期国債の買入れ)

②「質」の変化

リスクのより大きな資産を購入
・満期の長い長期国債
・ETFとJ-REIT

拡大

拡大

(注) 中央銀行から金融システムに直接供給するお金

図表 7

インフレ予想形成への働きかけ による予想実質金利の引き下げ

物価の変化を考慮すると、
実質的な借入れコストはいくらになるか？
(借り手の主観的な予想)

人々がそれぞれの
物価見通しに基づいて
主観的に予想する金利

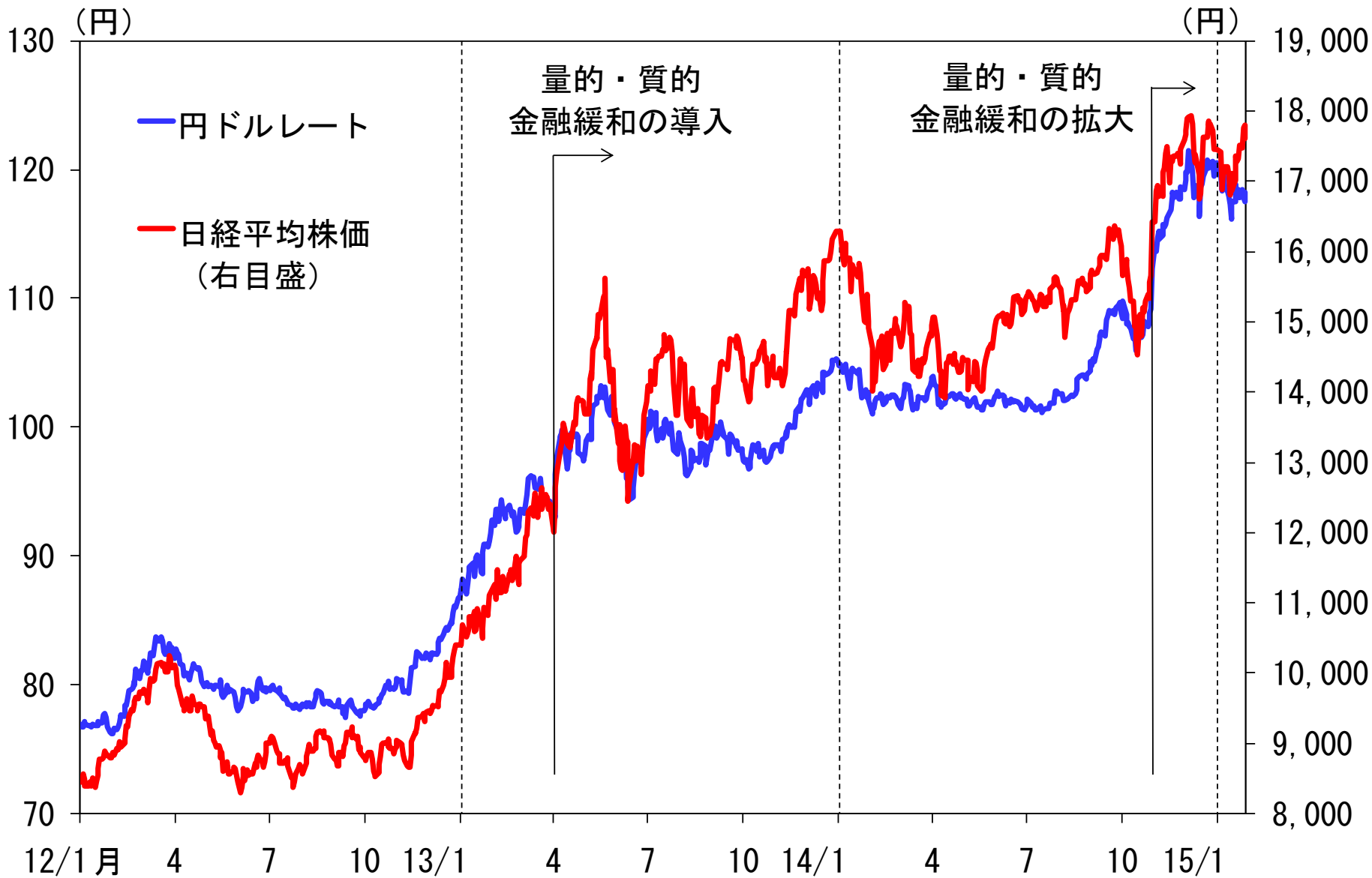
金融市場や
銀行の店頭などで
実際に目にする金利

$$\text{予想実質金利} = \text{名目金利} - \text{予想インフレ率}$$

量的・質的金融
緩和による
引き下げ効果

図表 8

株価と円ドルレート



(資料) Bloomberg

図表 9

「量的・質的金融緩和」の拡大

マネタリーベースの年間増加ペースを
「60～70兆円」から **「80兆円」** に拡大

長期国債の保有残高の年間増加額を
「80兆円」 に **「+30兆円」**

長期国債買入れの平均残存期間を
「7～10年」 に **「+3年」**

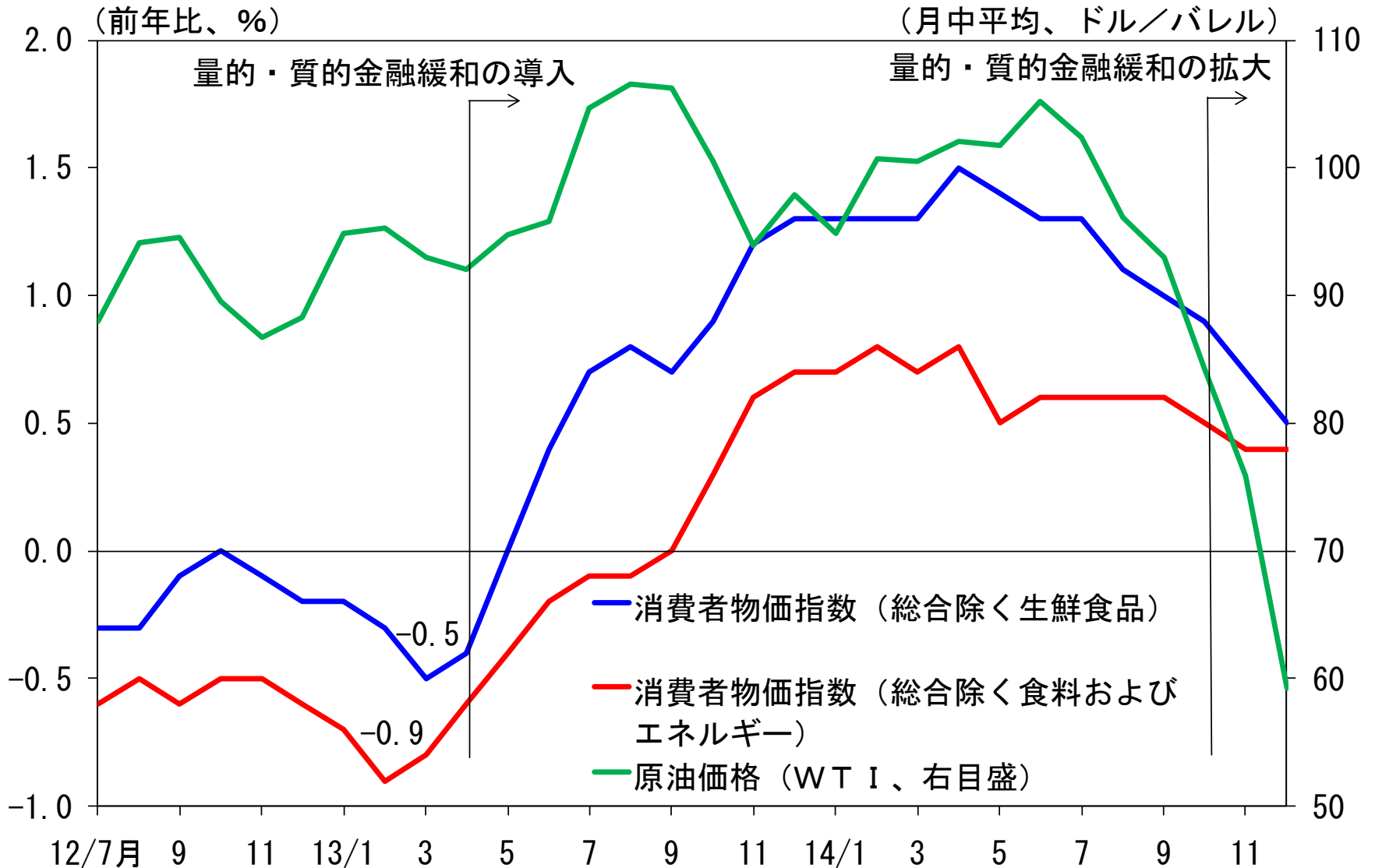
ETF、J-REITの買入れペースを **「3倍」**



これまで着実に進んできたデフレマインドの転換が
遅延するリスクを未然に防ぎ、
好転している**期待形成のモメンタム**を維持

図表 10

消費者物価と原油価格

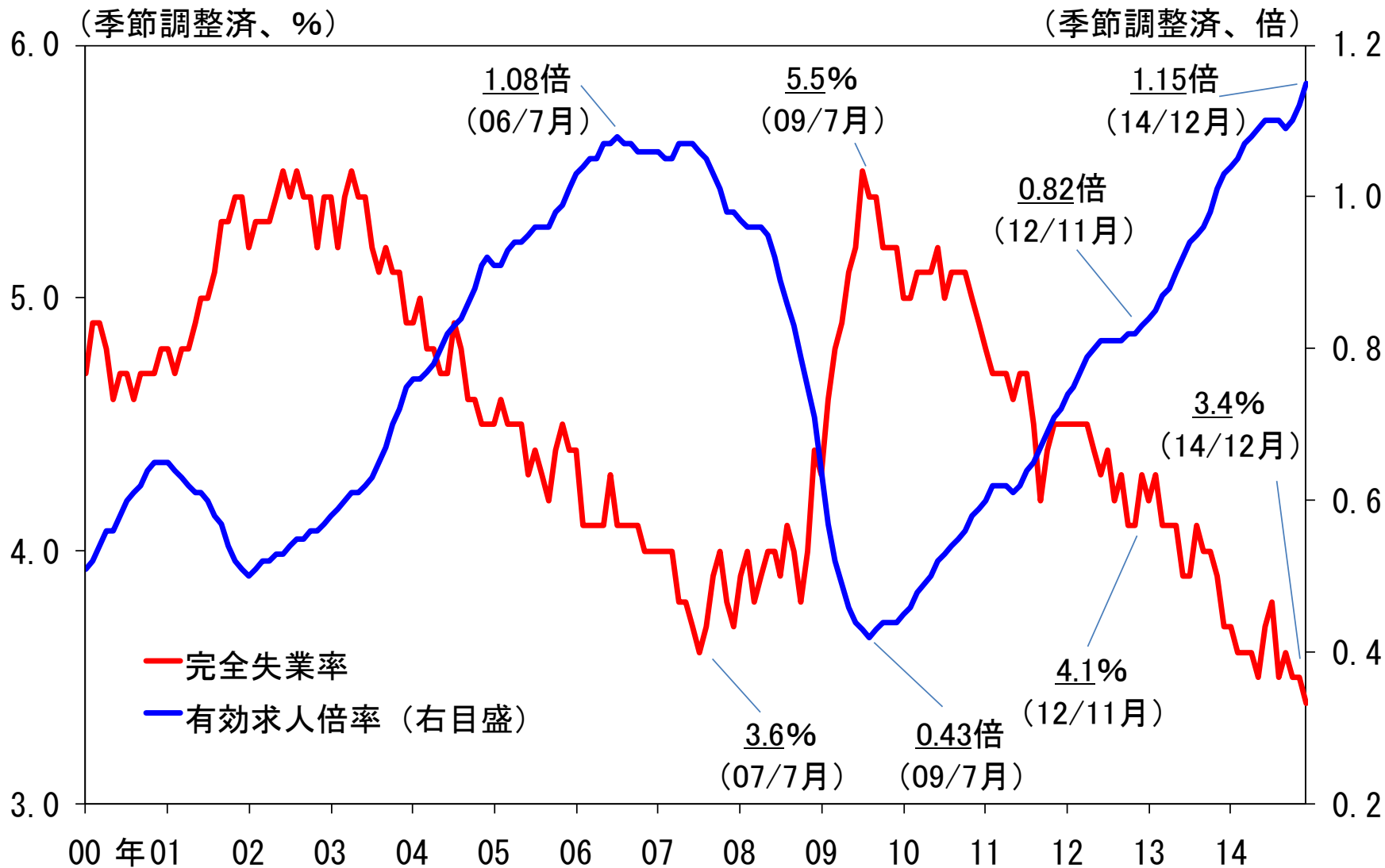


（注）消費者物価指数の2014/4月以降は、消費税率引き上げの直接的な影響を調整したベース。

（資料）総務省「消費者物価指数」、Bloomberg

図表 1 1

労働需給



(資料) 総務省「労働力調査」、厚生労働省「職業安定業務統計」

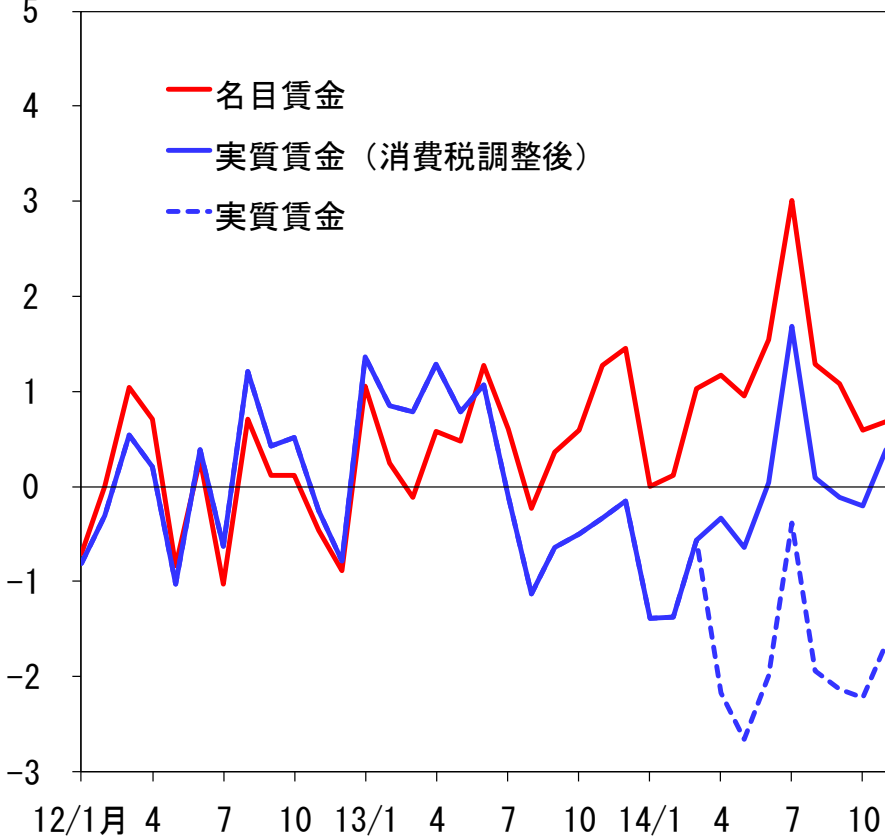
図表 1 2

実質賃金・時給

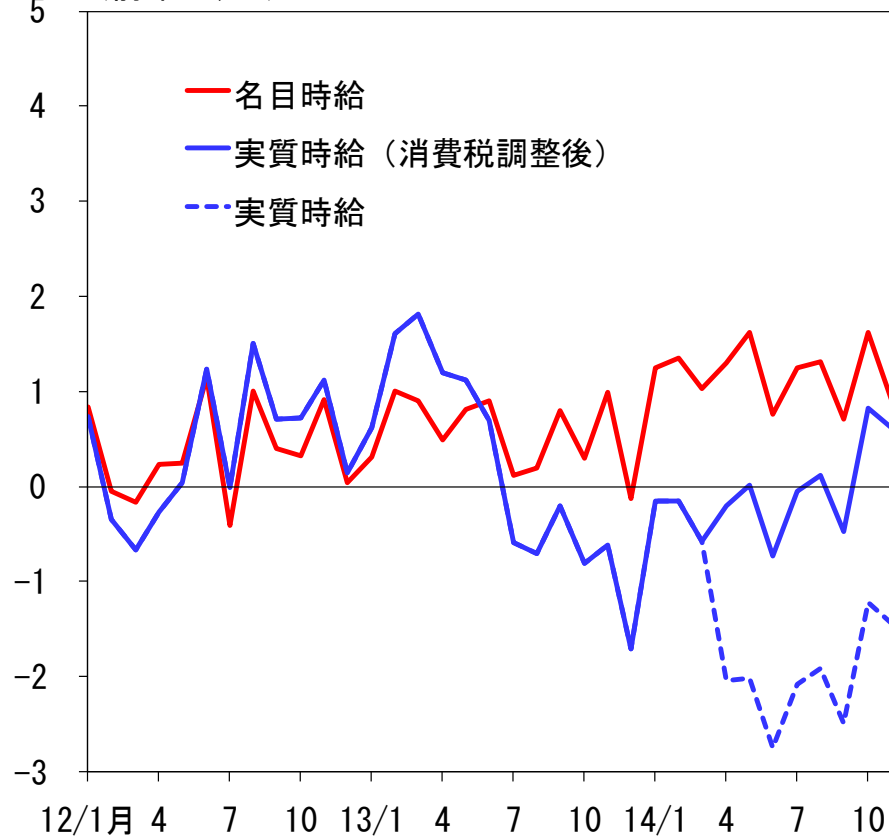
一般労働者

パートタイム労働者

(前年比、%)



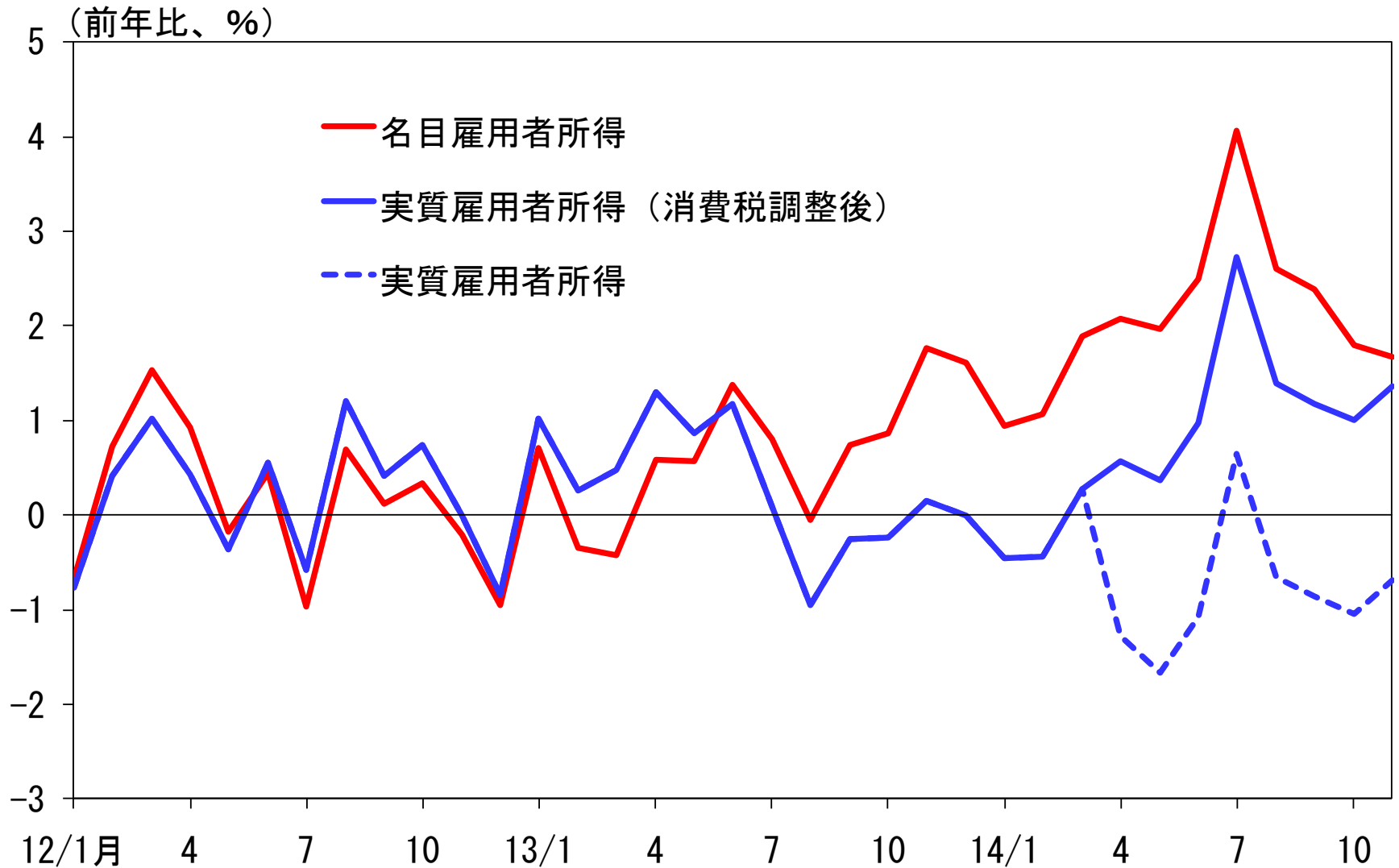
(前年比、%)



(注) 消費者物価（総合）を用いて実質化。消費税調整後は、消費税率引き上げの直接的な影響を調整した消費者物価を使用。
(資料) 厚生労働省「毎月勤労統計」、総務省「消費者物価指数」

図表 1 3

実質雇用者所得



(注) 1. 雇用者所得＝常用労働者数×名目賃金

2. 消費者物価（総合）を用いて実質化。消費税調整後は、消費税引き上げの直接的な影響を調整した消費者物価を使用。

(資料) 厚生労働省「毎月勤労統計」、総務省「消費者物価指数」

図表 1 4

実質賃金への波及

