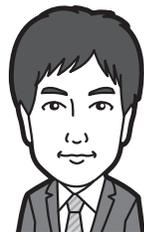


金融経済 ニュースの着眼点

株式会社大和総研
金融調査部 主任研究員
長内 智



第2回 7年目に突入した日銀の異次元緩和

日本銀行は、2%のインフレ目標を達成するために、異次元緩和とも称される「量的・質的金融緩和」を2013年4月に導入しました。しかし、現在に至るまで、インフレ目標は達成できず、日本銀行の異次元緩和は、7年目に突入することになりました。そこで、今回は、日本銀行の金融政策を振り返りつつ、その金融市場および実体経済への影響と、今後の展望について検討します。

異次元緩和の導入と変遷 ～インフレ目標達成を目指す

日本銀行が2%のインフレ目標を達成するために「量的・質的金融緩和」を導入したのは、今から約6年前の2013年4月です。当時、日本銀行は、あらゆる政策を総動員して、2年で2%を目指すとしていました。しかし、現在に至るまで、消費者物価指数の前年比は2%に届かず、異次元緩和とも称される日本銀行の大規模な金融緩和政策は、7年目に突入することになりました。

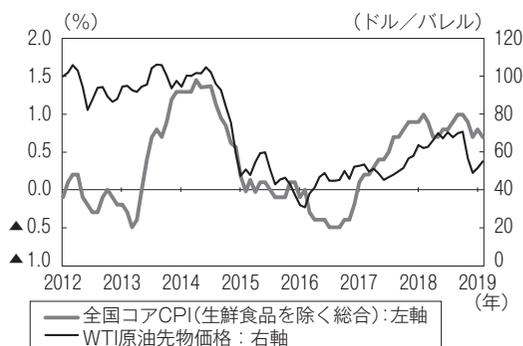
これまでの異次元緩和の変遷を簡単に振り返ると、最初の1年半ほどは、着実に成果が出ていた時期であったと評価できます。円安の進行や国内景気の回復を背景に、全国コアCPI（生鮮食品を除く総合）は2013年春に下げ止まり、その後、2013年末にかけて明確なプラス基調へと転じました【図表】。つまり、短期間のうちに、日本経済がデフレ状態から抜け出すことに成功したのです。しかし、2014年夏場以降の原油価格急落や2015年末以降の円高進行などによって、インフレ目標達成の雲行きが次第に怪しくなります。

日本銀行は、こうした逆風を跳ね返そうと、新たな金融緩和策と枠組み強化を相次いで打ち出してきました。具体的には、2014年10月の「量的・質的金融緩和」の拡大、2016年1月の「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」（マイ

ナス金利政策）、2016年9月の「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」（イールドカーブ・コントロール）、2018年7月の「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」などが挙げられます。

しかし、このような日本銀行の懸命な対応の甲斐もなく、インフレ率は、依然として2%まで距離があるのが現状です。2019年2月の全国コアCPIの前年比は+0.7%と、1%を下回っています。また、日本銀行が重視している生鮮食品およびエネルギー価格を除くコア指標も同+0.4%と、0%台半ばで低迷しています。日本銀行は、今なお、インフレ率が2%に向けて今後上昇していくという見解を堅持していますが、CPIのコア指標の動向から判断する限り、インフレ目標達成は袋小路に入りつつあるといえるでしょう。

【図表】 消費者物価と原油価格



出所：総務省、Bloomberg資料に基づき大和総研作成



② 金融市場および実体経済への波及経路 ～長期金利が史上初のマイナス

それでは、日本銀行の大規模な金融緩和政策は、金融市場および実体経済にどのような影響を及ぼしてきたのでしょうか。

まず、国債市場において、金利が大幅に低下することになりました。マイナス金利政策の導入によって長期金利が大きく押し下げられ、2016年2月には、10年国債利回りが史上初めてマイナスを記録しました。これは、日本の金融史に残る大きな出来事です。また、日本銀行の金融緩和政策を背景に円高が是正されたことや、日本銀行のETF（指数連動型上場投資信託受益権）購入策は、日本の株価指数に対してプラスに作用したと考えられます。

経済全体にとって、低金利環境の下で債務コストが低く抑えられていることや株価上昇は、総じてプラスに働きます。具体的には、企業収益の改善、不動産投資の拡大、株価上昇という資産効果を通じた消費の増加、といった経路が指摘できます。2012年12月に始まった日本の景気拡張局面は、2019年1月に74カ月となって戦後最長を更新したとみられますが、日本銀行の金融緩和政策の貢献も一定程度あると考えられます。

ただし、金融緩和政策により超低金利状況が長期間にわたって続くと、さまざまな面で副作用が顕在化することには注意が必要です。例えば、金融機関の預貸収益が大きく下押しされ、とりわけ地域金融機関への影響が大きくなります。また、預貯金を多く保有する高齢者は、利子収入が減少し、そのことが消費の重石になっ

ているケースも見られます。

③ 金融政策の今後の展望 ～副作用への配慮が課題

それでは、今後の日本銀行の金融政策については、どのように見通せばよいのでしょうか。基本シナリオとして、世界経済と国内経済の減速懸念や、夏の参議院選挙と10月に予定されている消費増税といったイベントを踏まえると、大きな政策変更は行いにくく、しばらく現状維持が続くとみられます。

そして、こうした政策運営を前提にすると、各種金利は、しばらく超低水準の状態が続くと見込まれます。また、2019年に入ってから、Fed（米連邦準備制度）が金融引き締めへ慎重なハト派的なスタンスに転じており、そのことが日本の金利低下要因となっている点にも留意が必要です。

こうした中、日本銀行には、金融機関の収益や不動産投資において顕在化している金融緩和政策の副作用への配慮が求められます。例えば、金融庁によると、2017年度の地域銀行の決算は、106行中54行で本業利益が赤字となり、そのうち23行は5期以上連続の赤字という非常に厳しいものでした。また、低金利環境の下で不動産業向け貸出残高の増加傾向が目立っており、不動産市場に過熱感が出ている可能性もあります。

今後も大規模な金融緩和政策が継続すると見込まれる中、日本銀行がこうした副作用を緩和させる対応策を打ち出すか否かという点にも、注目していく必要があるでしょう。

P

おさない さとし 2006年早稲田大学経済学研究科博士課程単位取得退学、大和総研入社（金融資本市場担当）。2008～10年大和証券に出向（海外市場担当）、2010年大和総研に帰任（新興国、日本経済担当）。2012～14年内閣府参事官補佐として経済財政白書、月例経済報告などを担当。2014年大和総研に帰任（日本経済担当）、2018年より現職（金融資本市場担当）。執筆書籍：『この1冊でわかる 世界経済の新常識2019』日経BP社、2018年、共著。『日経プレミアシリーズ：トランプ政権で日本経済はこうなる』日本経済新聞出版社、2016年、共著。『リーダーになったら知っておきたい 経済の読み方』KADOKAWA、2015年、共著。