

「異次元の金融緩和」 1 年間の 中間評価

～波及経路の確認と实体经济への影響について～

久後 翔太郎／橋本 政彦

要 約

「異次元の金融緩和」とも評される量的・質的金融緩和の導入から1年が経過した。本稿では、初めに、量的・質的金融緩和と過去の金融政策の違いについて説明した上で、量的・質的金融緩和が想定している3つの波及経路が機能しているか否かを確認する。

結論として、3つの波及経路のうち、ポートフォリオ・リバランス効果はあまり効果を発揮していないものの、期待インフレ率の押し上げとイールドカーブの押し下げについては、量的・質的金融緩和の効果が顕在化していると考えている。

次に、これらの波及経路を通じた、量的・質的金融緩和の实体经济への影響について考察を行った。この結果、円安を実現したことによる効果は实体经济と物価の双方にとって大きかったが、实体经济の改善には金融政策以外の要因も大きく貢献していたことが確認できた。

最後に、金融政策の方向性として、量的・質的金融緩和が直面するであろう課題を検証した。

目 次

- 1 章 量的・質的金融緩和の概要
- 2 章 波及経路の検証
- 3 章 量的・質的金融緩和の实体经济への影響
- 4 章 金融政策の方向性

1 章 量的・質的金融緩和の概要

1. はじめに

2013 年 4 月 4 日、日本銀行は量的・質的金融緩和の導入を決定した。デフレ脱却による経済の好循環の実現を目指す安倍政権の強い意向で導入された「異次元の金融緩和」は、これまでのところ大きな成果を挙げているというのが大勢による評価であろう。しかし一方で、大規模な金融緩和を長期にわたって続けることによるリスクを指摘する声も少なくない。そこで、量的・質的金融緩和の導入から 1 年の節目を迎えるに当たり、本稿では、量的・質的金融緩和が経済に対してどのような効果を与えたかという点について整理し、現時点における中間評価を行いたい。

2. これまでの金融緩和との違い

1) マネタリーベース目標

そもそも量的・質的金融緩和はどのような点で「異次元」と評されるのであろうか。

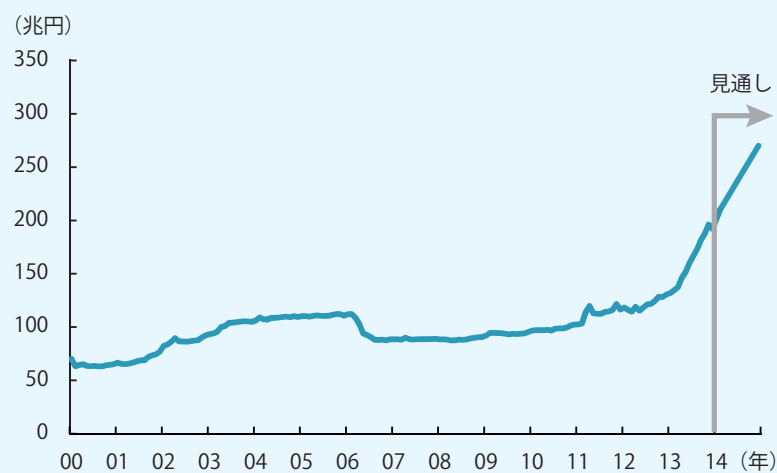
これまでの金融政策との大きな違いの一つに、

マネタリーベース目標を採用している点が挙げられる。従来の金融政策は操作目標を短期金利に設定していたが、ゼロ金利下では短期金利の引き下げによる追加的な金融緩和を行うことができなくなった。そこで、操作目標をマネタリーベースの増加額に変更することで、大規模な金融緩和を実施している。過去にも 2001 年から 2006 年まで採用されていた量的緩和政策では当座預金残高というストック変数を操作目標としていたが、今日のマネタリーベース目標では、マネタリーベースの増加額というフロー変数を操作目標とする点が大きく異なる。また、日本銀行による購入資産の規模という面でも、量的・質的金融緩和は過去の金融緩和に例を見ないほど大きい。日本銀行が示したマネタリーベースの見通しを見れば、いかにその規模が「異次元」であるかが分かる。

2) 国債買取年限の長期化

さらに、量的・質的金融緩和では、残存期間の長い長期国債を大量に購入している点も、過去の金融政策とは大きく異なる。白川方明総裁時代に

図表 1 マネタリーベースの推移



採用されていた包括的な金融緩和政策（以下、包括緩和政策）では、資産買入等の基金による国債の購入は残存期間3年以内のものに限定されており、それよりも長い年限の国債の購入には消極的な姿勢が示されていた。

一方、量的・質的金融緩和では、全ての年限の国債を購入対象としている。残存期間の長い長期国債を大量に購入することで、イールドカーブをフラット化させ、量の増加だけでなく金利面からも強力な金融緩和を実行しようとする意図が読み取れる。

2章 波及経路の検証

1. 想定される波及経路

次に、量的・質的金融緩和がどのような波及経路を通じて、効果を発揮してきたかを検証したい。

黒田総裁がこれまで量的・質的金融緩和の波及経路として強調してきたのは、①期待インフレ率の押し上げ、②イールドカーブの押し下げ、③ポー

トフォリオ・リバランス効果——である。以下では、これらの波及経路について検証する。

2. 各波及経路の検証

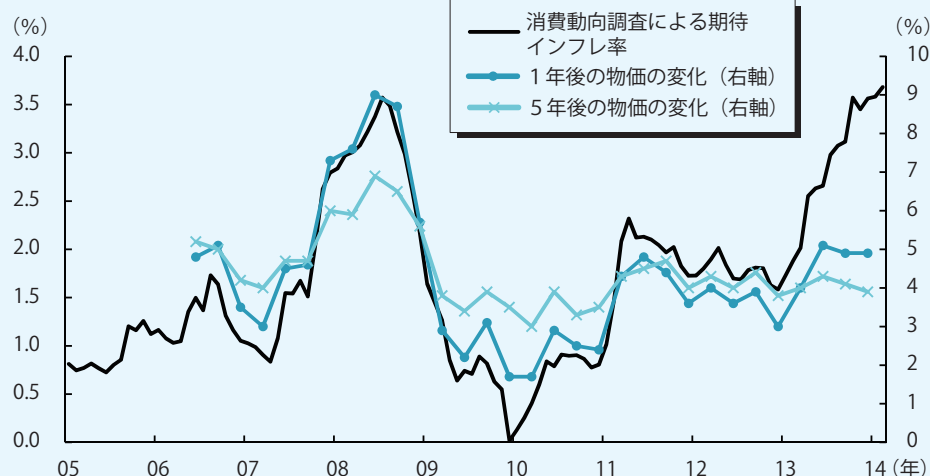
1) 期待インフレ率の押し上げ

最初に、期待インフレ率の押し上げについて検証する。これは、量的・質的金融緩和が企図している効果の中でも、特に強調されている効果である。期待インフレ率の上昇はフィリップス曲線を上方シフトさせることで、足元のインフレ率を押し上げる。このような理論的背景を基に、日本銀行は期待インフレ率を押し上げることで、2%のインフレ目標を達成しようと試みている。

初めに、家計部門の期待インフレ率を見てみよう。「消費動向調査」（内閣府）から算出した期待インフレ率や、「生活意識に関するアンケート調査」（日本銀行）に基づく1年先の物価予想の動きを見ると、量的・質的金融緩和の導入後、明確に上昇していることが分かる（図表2）。

次に、マーケット部門の期待インフレ率を見て

図表2 家計の期待インフレ率



（注1）消費動向調査はウエイト付けして期待インフレ率を算出。2013年4月以降は郵送調査に基づく

（注2）1年後および5年後の物価の変化は「生活意識に関するアンケート調査」

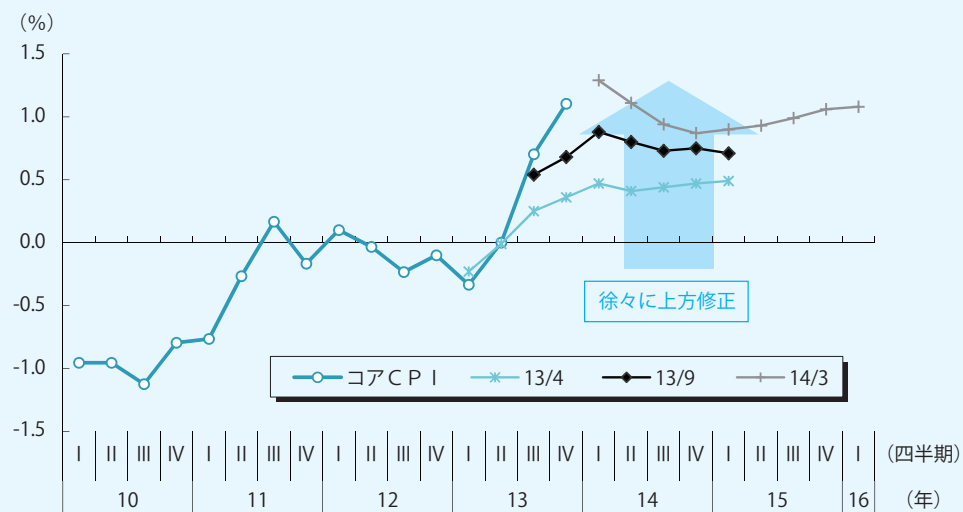
（出所）内閣府、日本銀行統計から大和総研作成

みよう。エコノミストの経済見通しを集計したESPフォーキャストを見ると、生鮮食品を除く消費者物価（以下、コアCPI）の予測値は上方修正が続いている。また、マーケット参加者の期待インフレ率である、BEI¹⁾を見ても、安倍政権の成立以降、期待インフレ率の上昇傾向が続いている様子が分かる。

このように、期待インフレ率は量的・質的金融緩和の導入前後から上昇し始め、高い水準での推移が続いている。実際、日本銀行の政策委員会委員の講演資料を見ても、上記のようなデータを用いて、量的・質的金融緩和が期待インフレ率を押し上げていることを強調している。

ただし、消費動向調査による期待インフレ率や

図表3 ESPフォーキャストによるコアCPI見通し



（出所）総務省、日本経済研究センターから大和総研作成

図表4 BEIの推移



（出所）Bloombergから大和総研作成

1) 期待インフレ率 $\equiv$ 名目金利－実質金利という関係を用いて、国債の名目金利と実質金利（物価連動債の金利）から算出される値。

B E I については 2014 年 4 月の消費税率引き上げの影響を織り込んでいるとみられ、上方バイアスが存在することを考慮に入れる必要がある。

また、債券市場参加者へのアンケートベース²で期待インフレ率を測ると（図表 5）、先行き 2 年間についての期待インフレ率は、足元のインフレ率とおおむね連動する形で上昇していることが分かる。一方、先行き 10 年間程度の期待インフレ率は、方向感としては上向いているものの、量的・質的金融緩和の導入により、劇的に変化したとは言い難い。図表 2 に示した「生活意識に関するアンケート調査」でも、1 年先の物価予想が大きく上昇しているのとは対照的に、5 年先の期待インフレ率については横ばい圏で推移しており、こちらも量的・質的金融緩和の導入前後で大きな変化は見られない。

以上をまとめると、多くの主体が、今後 2 年間程度はインフレ率の拡大を見込んでいるものの、その後はインフレ率の上昇幅は縮小すると捉えて

いると言える。すなわち、期待インフレ率の上昇は先行き 2 年程度の短期的なものであり、中長期的な期待インフレ率の上昇幅は限定的である。

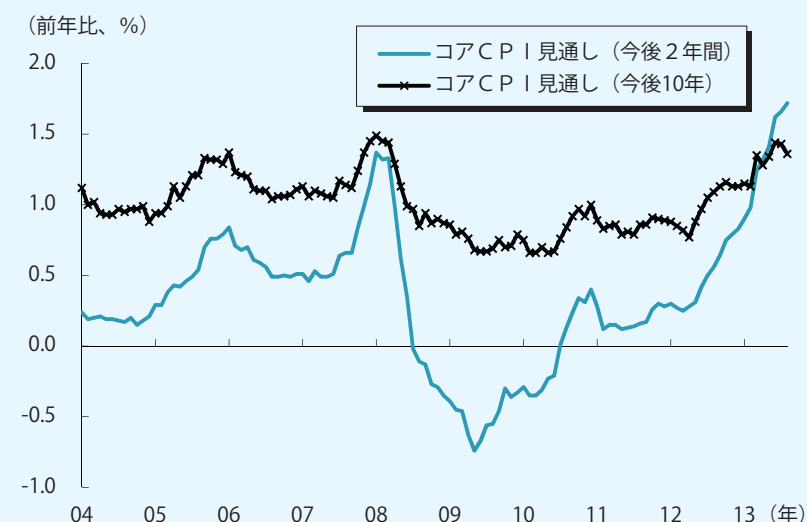
2) イールドカーブの押し下げ

(1) 米独と比較し、長期金利は低位で推移

次に、量的・質的金融緩和による 2 つ目の波及経路である、イールドカーブの押し下げについて検証する。2012 年末の衆議院選挙前から 2013 年 4 月の量的・質的金融緩和導入までのイールドカーブの変化を見ると、長期ゾーンを中心にイールドカーブが低下していることが分かる。一方、量的・質的金融緩和の導入以降は、イールドカーブは若干ながら上昇している（図表 6）。

ただし、こうした事実は必ずしもイールドカーブの押し下げ効果が効いていないことを意味しているわけではない。長期金利の推移を確認すると、量的・質的金融緩和の導入直後に大きく低下した後、2013 年 5 月に急上昇した。しかし、その後は

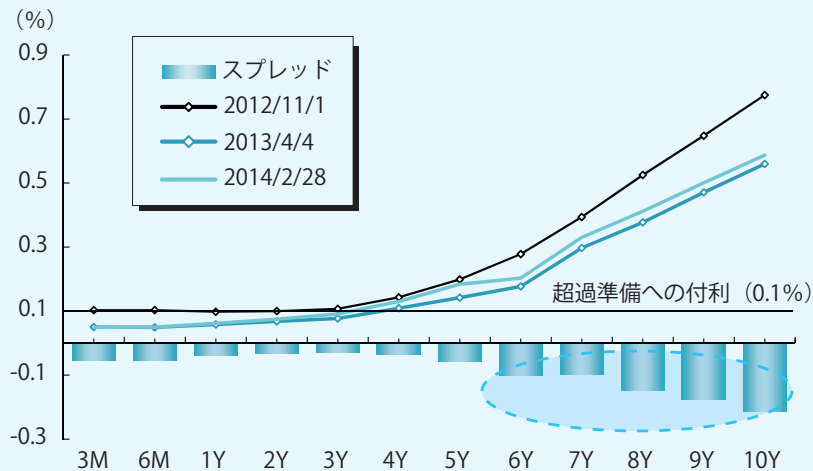
図表 5 Q U I C K 債券調査によるコア C P I 見通し



(出所) Q U I C K アンケートから大和総研作成

2) Q U I C K 債券月次調査による。

図表6 イールドカーブの変化



(注) スプレッドは2013年4月4日と2012年11月1日の差

(出所) Bloombergから大和総研作成

緩やかに低下を続け、足元では0.6%程度で安定的に推移している。米国およびドイツと日本の長期金利の推移を比較すると、米国、ドイツの長期金利が上昇する中、日本の長期金利のみが上昇していないことが確認できる。通常、米国やドイツの長期金利が上昇する局面では、日本の長期金利も上昇することが多いことを考慮すると、足元での長期金利の水準は、通常想定される水準と比較して相当程度低く抑えられていると考えられる。つまり、量的・質的金融緩和によるイールドカーブ押し下げ効果は顕在化していると考えてよいだろう。

（２）日本銀行は国債市場への介入を強める

このように、日本の長期金利が低位で推移している最大の要因は、日本銀行が国債市場に直接介入するオペの方式にあると考えられる。量的・質的金融緩和では、長期国債購入の規模が注目されがちだが、長期国債購入オペによる買入対象に変更があった。量的・質的金融緩和の導入以前は、輪番オペ（経済の成長に合わせた資金供給を行うための長期国債購入オペ）では発行後1年以内の

国債のうち、発行年限別の直近発行2銘柄を買入対象から除外していた。また、包括緩和政策時の資産買入等の基金での長期国債購入オペには、このような規定はなかったが、買入対象としていたのが残存期間3年以内の国債であったことから、5年固定利付債や10年固定利付債が発行直後に購入されることはなかった。

一方、量的・質的金融緩和では資産買入等の基金による長期国債購入オペを輪番オペに統合した上で、発行後1年以内の国債のうち発行年限別の直近発行2銘柄についても購入対象とすることを決めた。この結果、金融機関は財務省からの入札に応じた国債をすぐに日本銀行に売却することで利益を稼ぐことが可能となった。

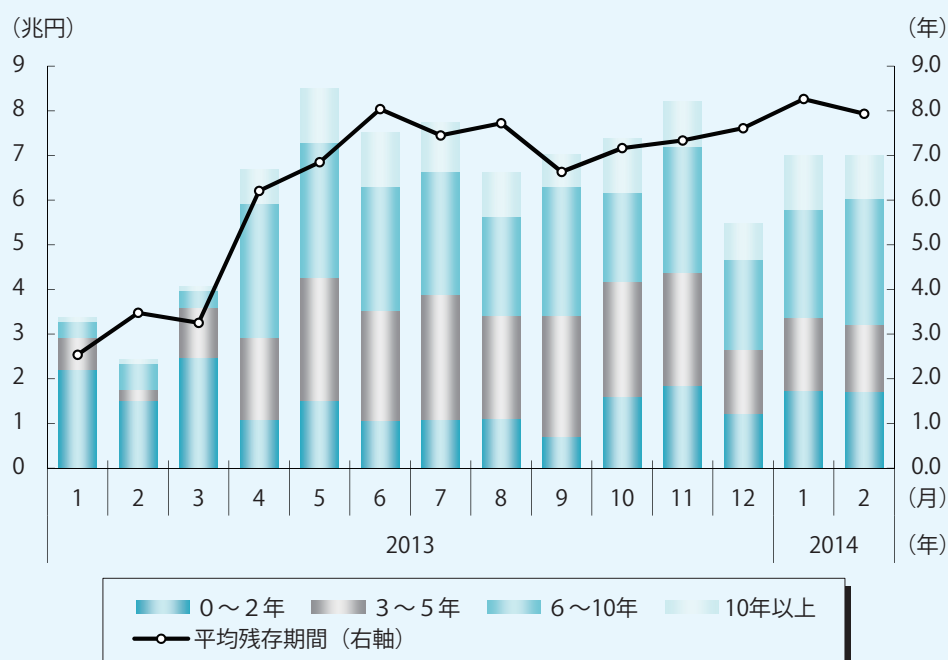
ここで、量的・質的金融緩和導入以降の長期国債購入オペの内訳を見ると（図表8）、日本銀行は残存期間が3～5年、6～10年の国債を大量に購入していることが確認できる。イールドカーブ全体を押し下げるために、購入する長期国債の平均年限を6～8年程度に設定したためである。加えて、カレント債の購入割合が上昇している点

図表7 各国の長期金利の推移



(出所) Bloombergから大和総研作成

図表8 長期国債購入オペ



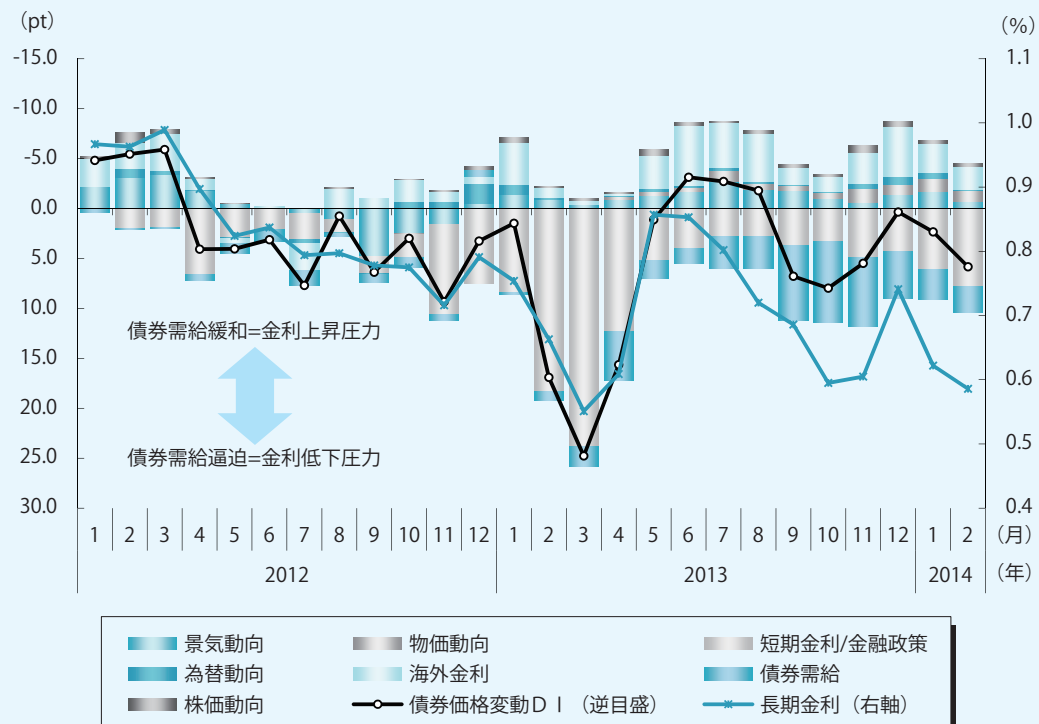
(出所) 日本銀行、財務省、日本証券業協会統計から大和総研作成

も、量的・質的金融緩和による長期国債購入オペの特徴と言えるだろう。

日本銀行による長期国債購入オペが長期金利を低下させていることは、債券市場参加者へのアンケートからも読み取れる³⁾。図表9は、債券市場参加者へのアンケートから作成した「債券価格変動D I」と長期金利の推移を示したものである。両者はおおむね連動しており、このアンケートから、長期金利変動の要因を探ることができる。長期金利の動きを見ると、2013年1月から4月にかけて急激な低下を見せたが、債券価格変動D Iの動きからは「短期金利/金融政策」が債券価格変動の大きな要因であったことが指摘できる。この時期は、当座預金への付利撤廃観測が流れた時

期であることから、コールレートのさらなる低下期待が長期金利を押し下げた。一方、2013年6月以降の長期金利の低下局面について見ると、「債券需給」が金利低下の大きな要因になっていることが分かる。これはまさに、日本銀行による長期国債の大量購入が国債需給を逼迫させていることで、長期金利の低下につながったと言えるだろう。ただし、足元では、「債券需給」による金利押し下げ圧力が弱まりつつある一方で、「短期金利/金融政策」要因が押し下げ圧力となっている点は非常に興味深い。日本銀行による大量の長期国債の買入がイールドカーブに与える影響について黒田総裁はストックビュー（中央銀行の保有する国債の残高が金利へ影響するとの考え方）を支持す

図表9 債券価格の変動要因



(注) それぞれの項目についての注目度×指数の和として定義

(出所) Q U I C Kアンケートから大和総研作成

3) 債券価格変動D Iの作成は、日本銀行「金融システムレポート（2013年10月）」p.23を参考にした。

る態度を示している⁴。ストックビュー的な視点に立てば、長期国債の保有残高は増加を続けているため、「債券需給」による金利の押し下げ圧力は継続するはずである。一方、「債券需給」要因による金利の押し下げ圧力が弱まった2014年1月ごろは、日本銀行による国債の買入ペースが減速した時期である。このように考えると、足元での金利の動向にはフロービュー（中央銀行の買入ペースが金利へ影響するとの考え方）への配慮が必要である可能性がある。実際、日本銀行による長期国債購入オペの減額が示されただけで、長期国債先物金利が敏感に反応したことも、フロービューへの配慮の必要性を示しているだろう。

以上のように、イールドカーブの押し下げには、量的・質的金融緩和による国債市場への直接的な介入が影響し、大きな成果を挙げていると考えられる。また、債券市場参加者へのアンケートからは、金利低下にはフロービューへの配慮が必要である可能性が示唆された。

3) ポートフォリオ・リバランス効果

(1) なぜリスク資産を購入するのか？

最後に、量的・質的金融緩和における3つ目の波及経路である、ポートフォリオ・リバランス効果について考察したい。ポートフォリオ・リバランス効果とは、民間金融機関が中央銀行に国債を売却した分、貸出やリスク資産の購入が増えることを企図する効果である。例として、日本銀行が民間の金融機関から、国債を購入した場合を考えよう。日本銀行は民間金融機関から購入した国債の代金を当該金融機関の当座預金に振り込む。すると、日本銀行に国債を売却した民間金融機関の

ポートフォリオには無リスク資産である現金（当座預金に預けられた代金）が増えることで、資産全体のリスク量が減少する。民間金融機関は資産のリスクとリターンを基にポートフォリオの構成を決定するので、リスクが減少すると、新たにリスクを取ってリターンを求める。この際、日本銀行が民間金融機関から購入した資産のリスク量が大きいほど、民間金融機関は超過準備をリスク資産へ振り向けるインセンティブが生まれる。ここで、リスクの取り方として、貸出を増加させた場合を狭義のポートフォリオ・リバランス効果、株式や社債などのリスク資産への投資を増加させた場合を広義のポートフォリオ・リバランス効果という。

(2) 金融機関は当座預金を積み上げ

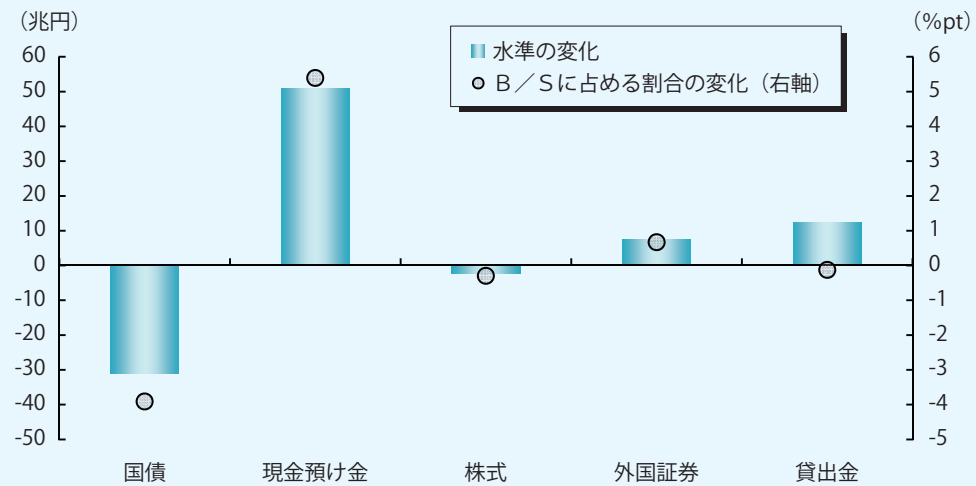
図表10は、量的・質的金融緩和導入以降の国内銀行のバランスシートの変化を見たものである。これを見ると、国内銀行は長期国債を日本銀行に売却したことで、バランスシートにおける現預金が大幅に増加していることが分かる。

一方、貸出金についても増加していることが確認できる。日本銀行が低金利政策を維持していることが貸出の増加を後押ししていることは間違いないであろう。この意味では、金融政策が貸出を支援していると考えられることができる。しかし、国内銀行が無リスク資産である当座預金を大幅に積み上げているのに対し、貸出の増加幅は相対的に小幅にとどまっている。実際、預金残高と貸出残高の差である預貸ギャップを見ると、拡大が続いている。このような事実からは、ポートフォリオ・リバランス効果は現時点ではあまり発現していないと考えられる。

4) 例えば黒田総裁記者会見（2013年12月24日）

http://www.boj.or.jp/announcements/press/kaiken_2013/kk1312c.pdf

図表10 国内銀行のバランスシートの変化

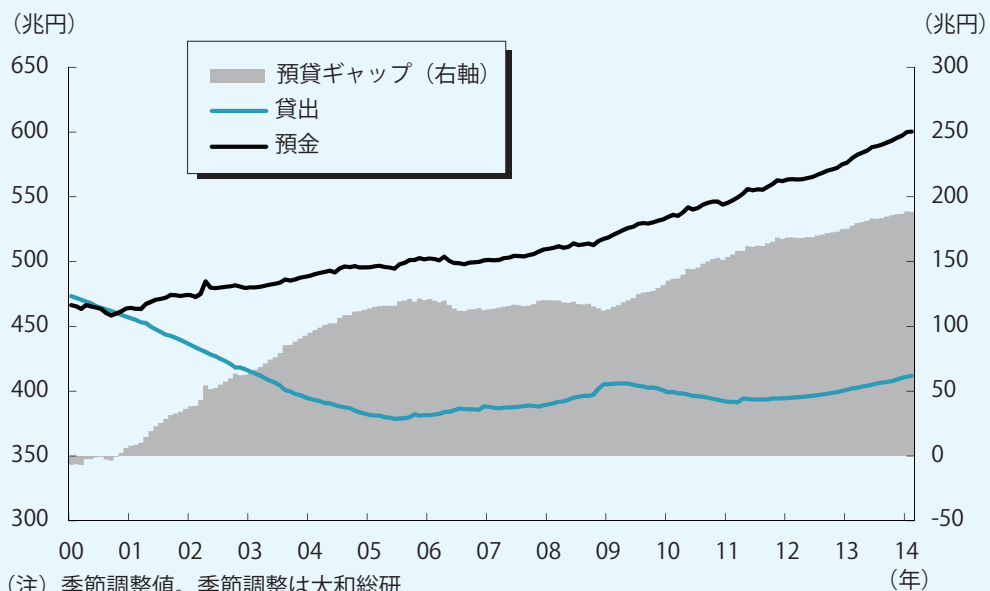


(注1) 季節調整値。季節調整は大和総研

(注2) 2013年3月から2014年1月までの変化

(出所) 日本銀行統計から大和総研作成

図表11 預貸ギャップの推移



(注) 季節調整値。季節調整は大和総研

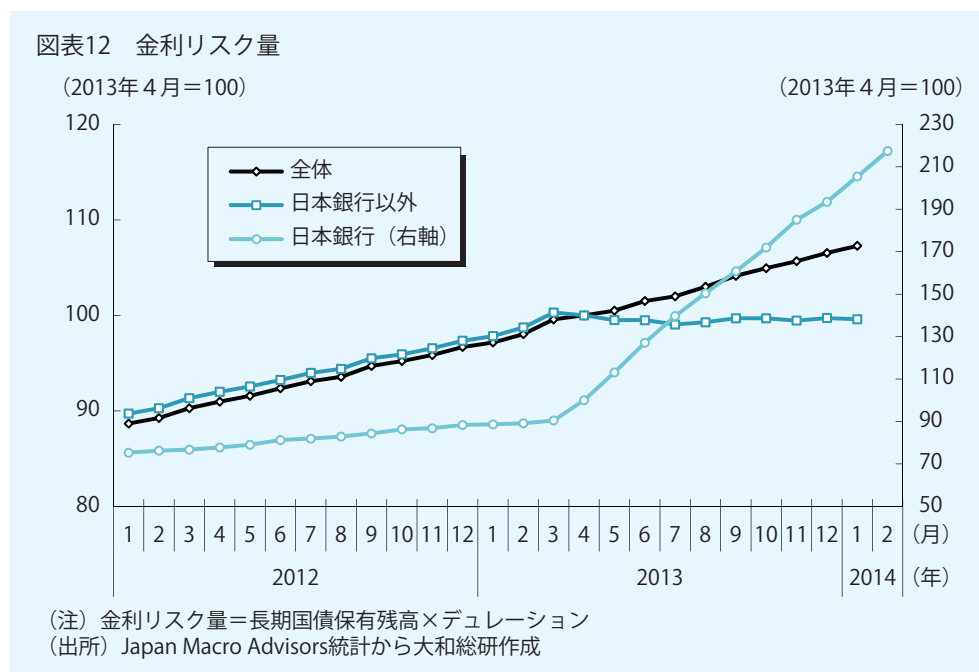
(出所) 日本銀行統計から大和総研作成

(3) ポートフォリオ・リバランス効果はなぜ弱い？

ポートフォリオ・リバランス効果が現時点で弱い要因として最初に考えられるのは、超過準備への付利であろう。超過準備への付利は、日本銀行が行う長期国債購入オペへの応札を安定させることや、短期金融市場の機能不全を回避する目的で導入されている⁵⁾。ただし、準備預金を保有している金融機関にとっては、無リスクで0.1%のリターンを得ることのできる投資機会となる。よって、金融機関に、当座預金に大量の資金を置いておくインセンティブが生じるため、超過準備への付利は追加的なリスク資産購入によるポートフォリオ・リバランス効果を阻害する要因となる。

次に考えられるのは、政府による国債発行の増額と長期化である。図表12は日本銀行と、日本銀行以外の部門のそれぞれが保有する国債の金利

リスク量（長期国債保有残高×デュレーション）の推移を示したものである。金融資産には通常、価格変動やデフォルトといった様々なリスクが存在するが、日本銀行が長期国債購入オペで吸収できるリスクは主に金利リスク量である。国債の価格変動リスクは保有残高とデュレーションの積で示される。日本銀行が保有する国債の金利リスク量の動きを見ると、量的・質的金融緩和の導入後、リスク量が急増している。これは、大量の長期国債の購入に加え、平均残存期間の長い国債を購入しているためである。一方、日本銀行以外の部門に注目すると、量的・質的金融緩和の導入以降もリスク量は横ばい圏の動きとなっている。日本銀行が大量に国債を買い入れているものの、日本銀行以外の部門が保有する国債の金利リスク量は低下していないのである。この背景には、政府による国債発行の増加や、発行国債の長期化が進んだ



5) 超過準備に付与される金利は、短期金融市場における下限金利の役割を果たしている。超過準備への付利が撤廃された場合、短期金融市場での取引コストがリターンを上回り、金融機関が短期金融市場から撤退せざるを得ない状況になってしまう。この結果、短期金融市場での取引が行われにくくなるといった問題が生じる。

ことがあるとみられる。民間部門（日本銀行以外）の金利リスク量が減少しないのであれば、追加的なリスクを取りにいかず、ポートフォリオ・リバランスは起きないだろう。

このように、現時点では超過準備への付利と政府による国債発行の長期化という要因により、ポートフォリオ・リバランス効果が阻害されていると考えられる。超過準備への付利については日本銀行自身が設定可能であるため、付利を撤廃する、またはマイナスに設定することで、ポートフォリオ・リバランス効果を発揮させることが原理的には可能である。加えて、このような政策を行った場合、短期金利がさらに低下することが予想され、イールドカーブを押し下げる効果も一層発揮されるだろう。ただし、金融機関は当座預金へ現金を積み上げるインセンティブがなくなることから、日本銀行に資産を売却する必要がなくなり、マネタリーベース目標の達成は困難になるとみられる。

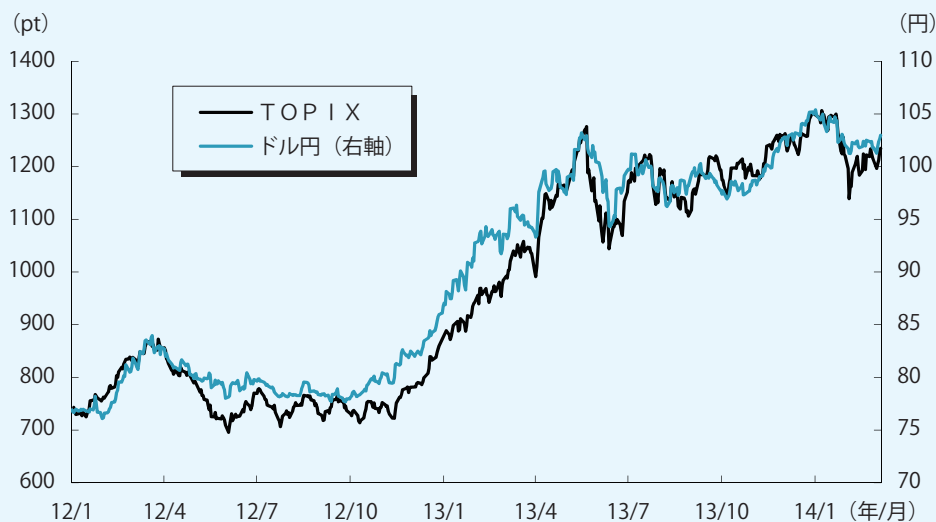
しかし、ポートフォリオ・リバランス効果が十

分に発現しているとは言い難いものの、実際には株価は大幅に上昇している。広義のポートフォリオ・リバランス効果の目的である、資産価格の上昇という面から見れば、過程はともかく、一定程度達成したと言える。ここで、日本銀行による金融政策と株価の関係について若干の考察を行いたい。ただし、日本では株価と為替レートとの連動性が極めて高いことが知られている。日本は輸出主導の経済構造を持っており、為替レートの減価は輸出関連製造業の収益を押し上げるとともに、国内産業への波及を通じて日本経済全体の改善に寄与すると考えられているためである。金融政策と株価の関係は、金融政策と為替レート関係と捉えることができるだろう。

実際にTOPIXと為替レート（ドル・円レート）の動きを確認すると（図表13）、2012年11月ごろから急激に円安・株高方向へと動いていることが分かる。

また、量的・質的金融緩和の導入後も米国のテー

図表13 TOPIXと為替レート



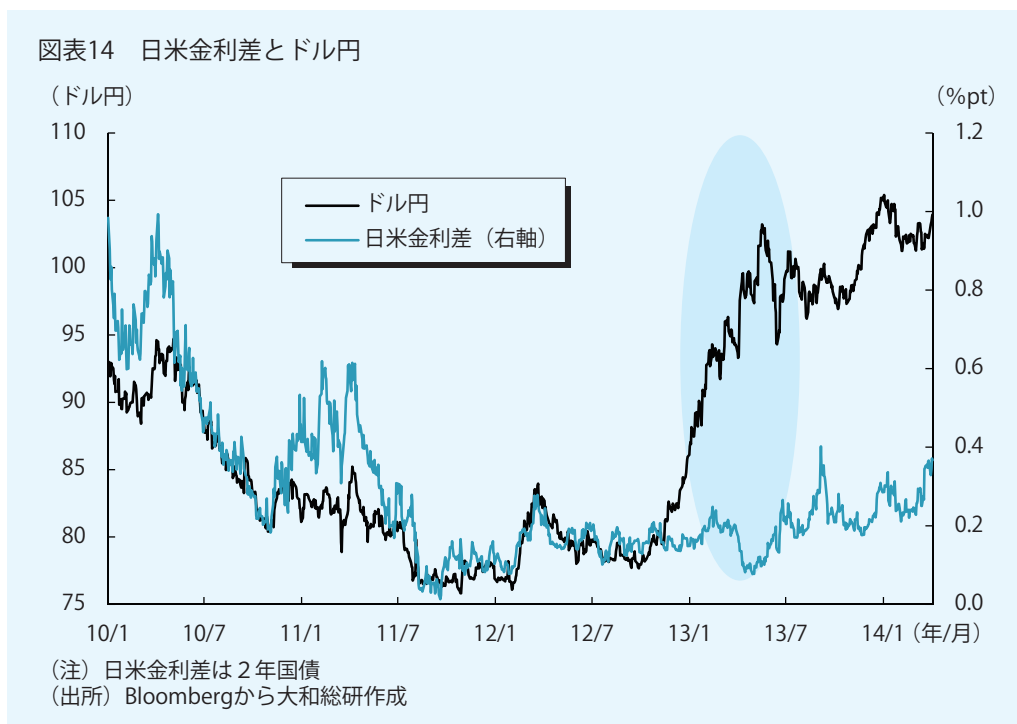
（出所）Bloombergから大和総研作成

パリングにも支えられ、緩やかな円安が続いている。しかし、マネタリーベースの拡大幅ほど為替レートは減価しておらず、2国間のマネタリーベースの比率が為替レートと連動するという、いわゆる「ソロスチャート」のような関係は成立していない。つまり、為替レートや株価は異次元緩和の実行、すなわち貨幣供給量の拡大によって変動したとは言い切れない。実際には、為替レートの減価や、それに伴う株価の上昇は、金融政策の先行きに対する何らかの期待形成の変化によってもたらされたものであると考えられる。急速に円安・株高が進行した2013年11月は、衆議院総選挙を控えていたこともあり、様々な憶測が流れていたことから、どのような期待が実際に為替や株価を動かしたかは判断しにくい。ここでは「大規模な金融緩和期待」と「安倍政権への期待」という観点から若干の考察を試みたい。

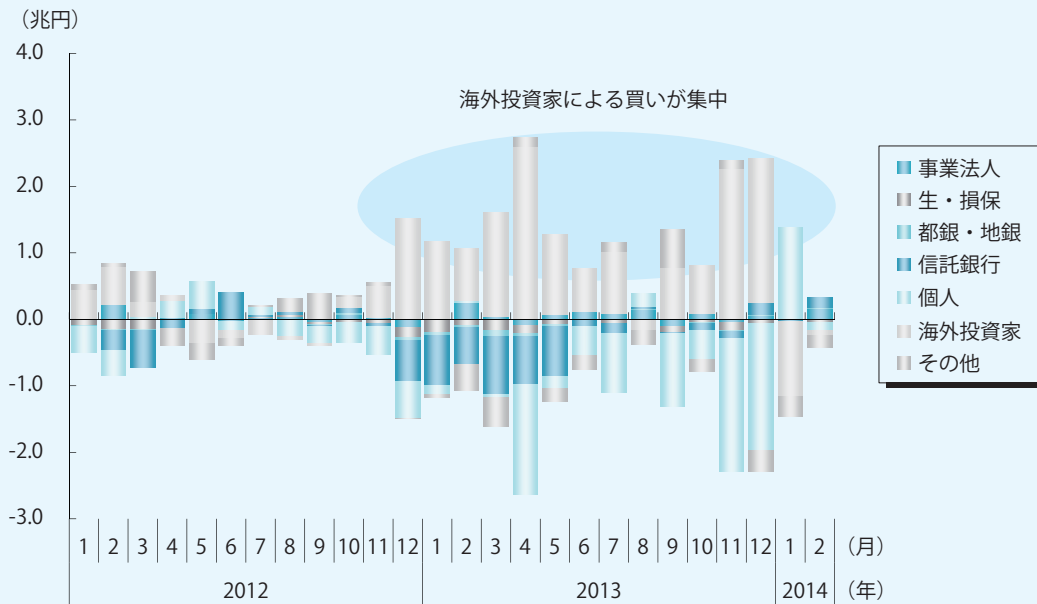
初めに、「大規模な金融緩和期待」について考

察しよう。この時期は大規模な金融緩和期待から時間軸が長期化したことで、長期金利が押し下げられた。日本の長期金利の低下による米国との金利差の拡大が為替レートを減価させたと考えられる。前掲の図表9から2012年11月以降の金利低下の要因を探ると、「短期金利/金融政策」要因が長期金利を大きく押し下げていることが分かる。これは、金融緩和の規模に反応したというよりは、金融緩和が継続するとの期待が形成されたことや付利撤廃観測により、時間軸効果を通じて長期金利が押し下げられたと解釈できる。ただし、2013年末以降、為替レートはそれまで連動性が非常に高かった日米金利差から大きくかい離する形で円安が進んでおり、急速な円安の進行を日米の金利差だけで説明するには無理がある。

次に「安倍政権への期待」が金融市場に与えた影響について見ていく。2012年11月以降の急激な円安の背景には、安倍首相による発言の影響



図表15 株式売買動向



(注) 1部および2部ベース
(出所) 東京証券取引所統計から大和総研作成

も大きかった。野田前首相が衆議院の解散を宣言し、自民党への政権交代が有力になる中、選挙期間中に安倍首相（当時は自民党総裁）は為替レートへの言及を繰り返した。これによって、「次期政権は現在の為替レートの水準を過大（円高）だと評価している」と市場は捉えた。加えて、安倍首相が日本銀行に対して建設国債の引き受けを含めた大胆な金融緩和への圧力をかけたことも、急速な円安に拍車をかけたと考えられる。

以上見てきたように、金融緩和および政権への「期待」の高まりによって、急速に円安が進行し、株価も大きく上昇することとなった。しかし、前項で確認したように、国内金融機関が積極的にリスク資産を買い増したわけではなく、海外投資家が積極的に日本株に投資したことが株価上昇の主な要因になった。東京証券取引所の投資部門別株式売買動向を見ると、2012年11月以降、海外

投資家が大量に株式を買い越していることが分かる（図表15）。量的・質的金融緩和およびその期待によってポートフォリオを変化させたのは主として海外投資家であった。

以上をまとめると、無リスク資産がリスク資産に振り替わるという日本銀行が企図する形でのポートフォリオ・リバランス効果は超過準備への付利や発行国債の長期化により、現時点では大きくは発現していない。ただし、2012年末の衆議院選挙ごろから円安に導くことに成功した結果、海外投資家の買いを主因に株高を実現することには成功している。円安・株高の背景には政権に対する期待もあったが、これに加えて、市場の期待を大幅に上回る「異次元」緩和が日本銀行によって行われたことが市場に大きな影響を与えたのである。

3章 量的・質的金融緩和の実体経済への影響

ここまでは量的・質的金融緩和について、波及経路に注目した上で、現状までの効果を考察してきた。前章までで確認した通り、日本銀行が想定している波及経路では、ポートフォリオ・リバランス効果については効果が小さいものの、イールドカーブの押し下げ、および期待インフレ率の押し上げの2つについては、効果が生じていると評価できる。ただし、ここまで見てきた波及経路は、あくまで金融政策における中間目標であり、最終的にはこうした波及経路を通じて、実体経済、ひいては物価を安定させることが日本銀行にとっての最終目標である。特に、日本銀行は量的・質的金融緩和の導入の際に、2年間で消費者物価上昇率2%を達成し、デフレから脱却することを目標として掲げており、これまでの金融政策の効果を評価するに当たっては、量的・質的金融緩和が実体経済および物価に対してどの程度影響を与えたかについても十分検証する必要があるだろう。本章以下では、量的・質的金融緩和の導入以降の景気および物価動向について検討していく。

1. 日本経済の現状

1) 日本経済は景気拡大が続く

量的・質的金融緩和導入以降の実体経済の動向について概観すると、実質GDPは2012年10～12月期以降、5四半期連続で前期比プラスとなり、底堅い推移が続いている。内閣府は2012年4月を暫定の景気の山に認定しているが、このGDPの動きに照らすと、日本経済は2012年10～12月期以降、景気拡大期に入ったとみられ、景気後退は短期間で終了したと判断できる。日本

銀行による量的・質的金融緩和の導入は2013年4月であるから、「異次元緩和」以前から、日本経済は持ち直しの動きが見られていたということになる。

より子細に需要項目別の動向を見ると、2012年10～12月期以降の景気拡大においては、民間最終消費および公的需要の寄与がGDP成長率の大半を占めていることが大きな特徴である（図表16）。

公的需要の拡大に関しては、言うまでもなく東日本大震災以降の復興需要、および政府による数次の経済対策の結果、公共投資が大幅に増加してきた結果に他ならない。すなわち、金融政策による効果とは言えない部分である。前章までで確認してきた波及経路を通じて、金融政策がどの程度実体経済を押し上げたかについては、個人消費および民間投資について検証していく必要がある。

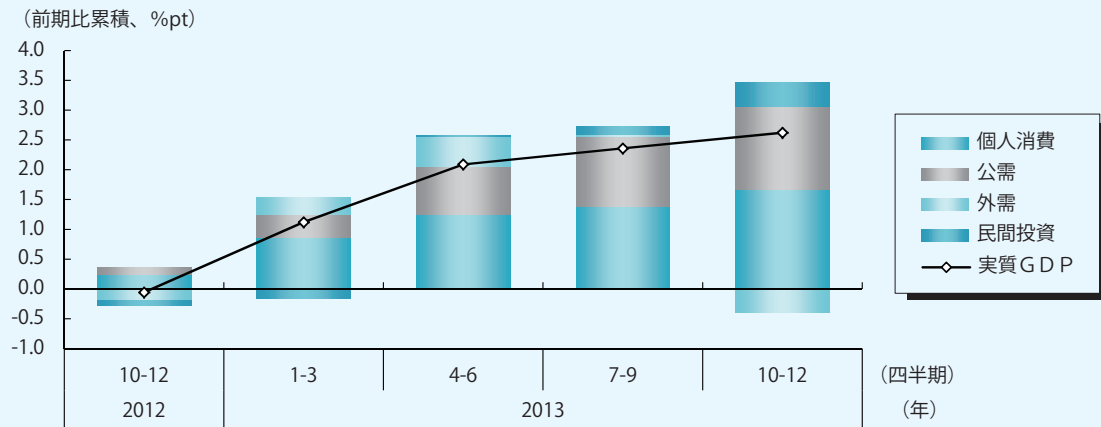
2) 株価上昇が個人消費を押し上げ

まず、今回の景気回復のけん引役となっている、個人消費に関して、金融政策によってどれほど押し上げられてきたかを考察する。

あらかじめ結論を述べると、個人消費が大きく増加した背景にある最大の理由は、2012年末以降、株価が大幅に上昇してきたことである。株価の上昇についても、金融政策の意図するところであり、前章で確認したように、金融政策（および将来への「期待」）によって株価が押し上げられてきたことに鑑みると、金融政策によって個人消費が押し上げられた面があると言えよう。

株価の上昇は、いわゆる資産効果によって、株式を保有する主体の消費を押し上げる。ただし、日本では家計の金融資産に占める株式・出資金の割合は9.4%と（2013年12月末時点）、主要先

図表16 景気の谷からの実質GDPの累積変化

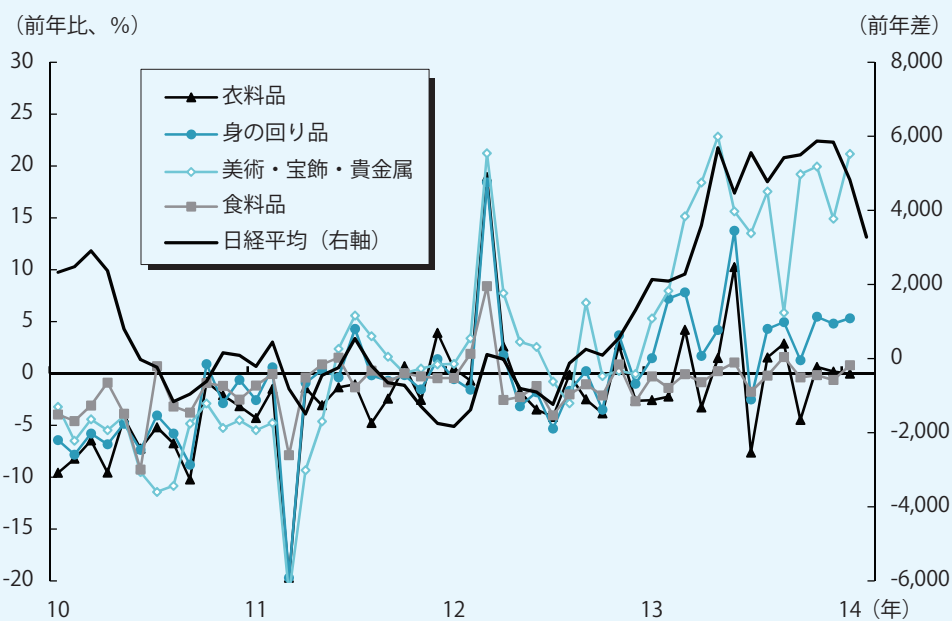


(注1) 内閣府による景気基準日付では、2012年4月が暫定の山に認定されているが、その後の谷については認定されていない。ここでは、ESPフォーキャスト（日本経済研究センター）におけるエコノミストコンセンサスである、2012年11月を暫定的に景気の谷としている

(注2) 民間投資＝民間住宅＋民間企業設備

(出所) 内閣府統計から大和総研作成

図表17 百貨店売上高と株価



(出所) 日本百貨店協会、Bloombergから大和総研作成

進国でも低位にある。このため、株価上昇によって実際に含み益が生じ、個人消費を増加させる効果についてはそれほど大きくはなかったとみられる。実際、株価上昇による資産効果を計測するこ

とは困難であるが、百貨店売上高のうち、高額品である「美術・宝飾・貴金属」の売上が株価上昇とほぼ同時に加速し、その後も、他の品目に比べて顕著に高い伸びを示していることなどは、資産

効果の表れであると言える。

一方、株価の上昇は実際に株式を保有する家計のみではなく、消費者マインドの改善を通じて、株式を保有していない家計の消費も押し上げたと思われる。消費者マインドは株価との連動性が高く、2012年末以降、株価が上昇する中で消費者マインドも大幅に改善したことが確認できる。同時期の所得および個人消費の推移を見ると、個人消費の裏付けとなる実質雇用者報酬の伸びは緩やかなものにとどまっていたにもかかわらず、個人消費の伸びは高まっている。すなわち、消費性向の高まりが個人消費の増加の主な要因となっており、これは株価上昇に伴って消費者マインドが急速に改善した事実と整合的である。日本では、所得は景気に遅行する傾向があるため、近年の景気回復においては、輸出を中心とした企業部門の改善が先行して回復する傾向が強かった。一方、今回の個人消費先行の景気回復の背景には、マインド改善が個人消費を押し上げたという事実がある。

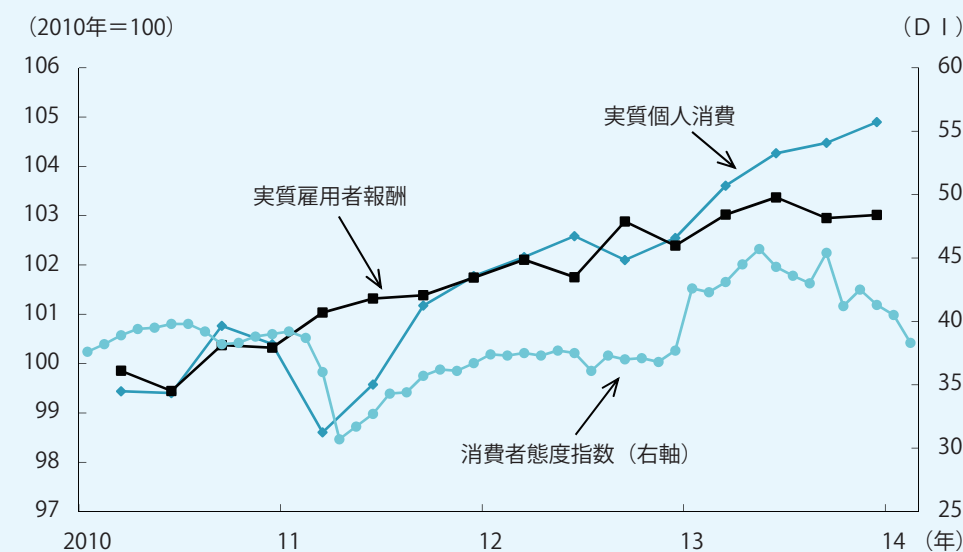
3) 金融緩和による投資喚起効果は大きくない

次に、金融政策が民間投資に与えた影響について見ていく。

設備投資については、2013年4～6月期以降、3四半期連続の増加となっており、金融緩和開始タイミングとおおよそ同時期に持ち直しに転じているのである。ただし、過去の景気拡大局面と比較すると、足元の設備投資の動きは非常に緩慢である。なぜ、日本銀行による大規模な金融緩和が行われているにもかかわらず、設備投資の改善は鈍いのであろうか。

最大の理由は、企業の資金不足が設備投資におけるボトルネックになっていないことである。日銀短観の、資金繰り判断D Iおよび金融機関の貸出判断D Iを確認すると（図表19）、量的・質的金融緩和導入以前から、資金繰りについては「楽である」と答える企業が多く、金融機関の貸出態度についても「緩い」と回答する企業が多かった。

図表18 家計の消費、所得、マインド



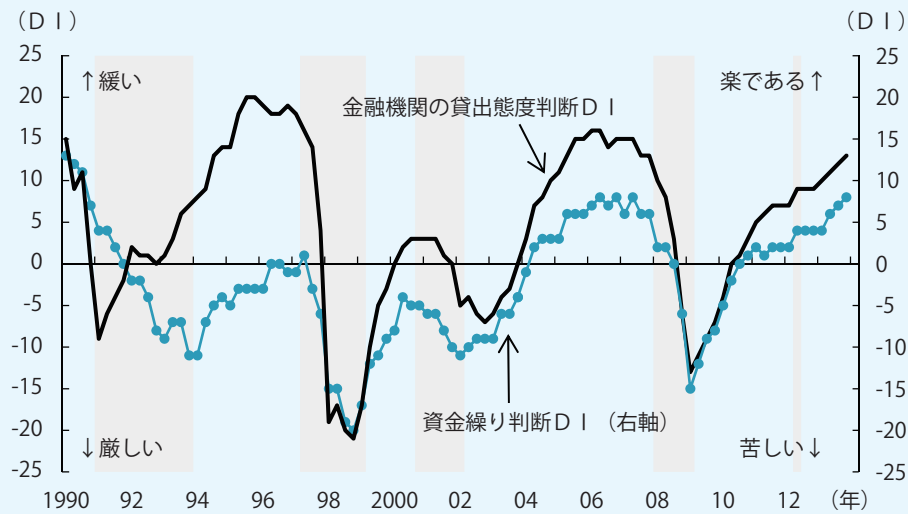
(注) 消費者態度指数は段差を調整した上で大和総研が接続
(出所) 内閣府統計から大和総研作成

企業規模や業種によって差異はあるものの、リーマン・ショック以降、金融環境は緩和的な状況が続いていたため、企業の資金需要は相当程度満たされていたとみられる。このため追加的な金融緩和による金利低下や金融機関の貸出態度の緩和が、追加的に景気を押し上げる効果はそれほど大

きくならなかった。また、設備投資の水準は企業のフリーキャッシュフローを大きく下回る水準での推移が続いていることも、資金調達難によって企業の設備投資が抑圧されていた可能性は低いことを示唆している（図表20）。

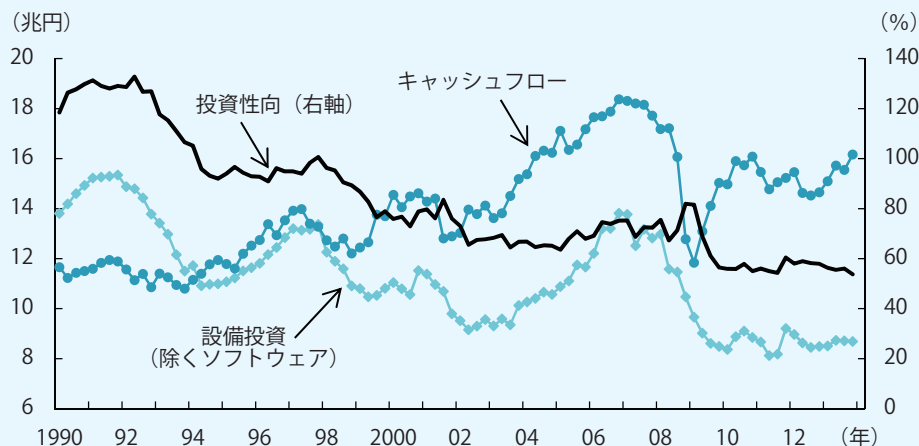
日本銀行による異次元緩和は、単純な金利の押

図表19 金融機関の貸出態度判断D I、資金繰り判断D I



(注) シャドーは景気後退期。なお、2012年4月が暫定の山に認定されている
(出所) 日本銀行統計から大和総研作成

図表20 設備投資、キャッシュフロー、投資性向



(注1) $\text{キャッシュフロー} = \text{経常利益} \times 0.5 + \text{減価償却費}$ 。投資性向 = $\text{設備投資} / \text{キャッシュフロー}$
(注2) 減価償却費の季節調整は大和総研による
(出所) 財務省「法人企業統計季報」から大和総研作成

し下げによる効果だけではなく、企業や個人の期待に働きかけることで資金需要を喚起することを意図している。しかし、企業の投資性向（キャッシュフローに占める設備投資の割合）を見ても、長期的に低下傾向にあることに加え、リーマン・ショックによって低下したところから持ち直しの兆しは見られていない。つまり、企業の期待が金融政策によって明確に改善した様子は確認できない。設備投資の金額自体は下げ止まっており、持ち直しの動きが見られているが、これはあくまで足元の収益改善に見合った水準での改善であったと言える。

以上のように、設備投資需要の改善については、金融政策による効果はそれほど大きくなかったと考えられる。前章では企業向けの貸出がわずかながら増加している事実が確認されたが、これは金融機関の貸出態度の軟化が設備投資の増加に寄与したのではなく、設備投資需要が増加した結果として貸出が増加したと捉えるべきであろう。

ただし、企業収益の改善については、円安による効果が非常に大きかったことや、前項で確認した個人消費の増加によって非製造業を中心に設備過剰感が高まった点を考慮すると、金融政策による投資誘発効果が全くなかったとは言い切れない。また、円高が修正されたことによって、日本国内での相対的な製造コストが低下（海外での製造コストの上昇）し、一部の製造業などでは国内での投資を再開する動きも見られている。円高が修正されたことで、これまでトレンドとして進んできた空洞化に歯止めをかける可能性がある。企業の海外移転については、市場の変動ほどには臨機応変に変化するものではないため、現時点で評価を下すのは時期尚早であり、今後の動向を引き続き注視していく必要がある。

以上をまとめると、金融政策が実体経済に影響を与える経路としては名目・実質金利を通じた効果が一般的だが、こうした金利による投資の押し上げについては現時点ではそれほど大きくないとみてよかろう。一方、円安を背景とした株価の上昇が個人消費を押し上げ、実体経済の改善に大きく寄与した点については、金融政策によってもたらされた効果だと評価できる。

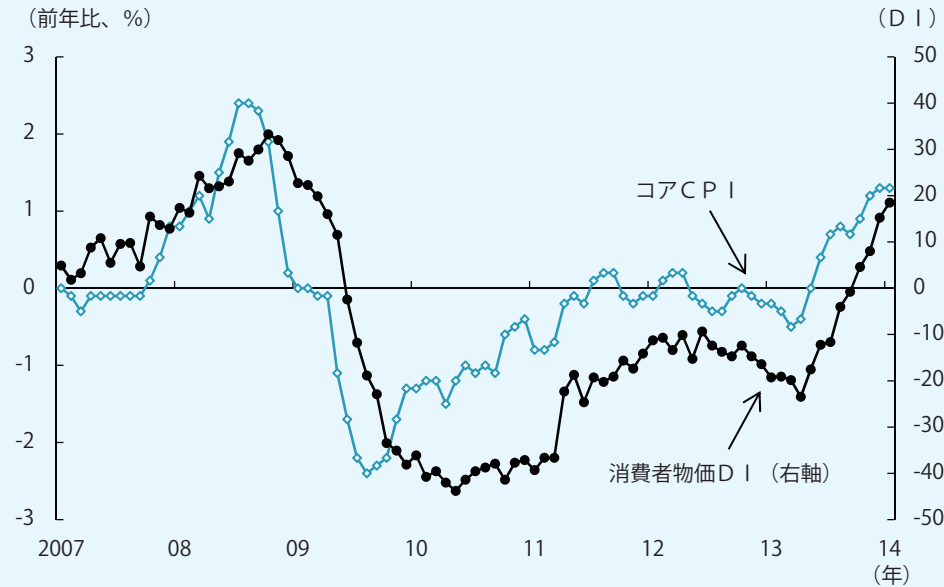
2. 量的・質的金融緩和後の物価動向

ここまで、金融政策が実体経済に与えた効果について見てきたが、ここからは物価動向に与えた影響を確認する。中央銀行にとっての責務の一つが物価の安定である。加えて、2013年1月に日本銀行は2%のインフレターゲットを導入しており、物価動向に与える影響が金融政策運営上、極めて重要である。

1) 物価上昇の裾野が広がる

まず、足元までの消費者物価の動向を確認する。図表21はコアCPIの変化率と消費者物価DI（コアCPI構成品目における、上昇品目と下落品目の割合の差）を見たものである。コアCPIは2013年6月に上昇に転じたが、消費者物価DIは50を下回っていた。すなわち、物価全体としては上昇に転じたものの、コアCPI構成品目の半数以上は前年を下回っており、物価上昇の広がりという意味においては不十分な状況であった。しかし、消費者物価DIについても、2013年10月にはプラスに転じ、その後もプラス幅を拡大している。物価上昇が多くの品目に拡大しつつあり、その結果として、全体としての物価上昇率も着実に高まっている。

図表21 コアCPIと消費者物価DI



2) エネルギー価格上昇が最大の要因

足元の物価上昇はどういった要因によってもたらされ、どのような特徴があるのだろうか。図表22はコアCPIを財・サービス別に要因分解したものである。これを見て明らかなのは、足元で物価上昇率が高まっている最大の要因は円安を背景にエネルギー価格の上昇が続いていることである。ガソリンや灯油などの燃料価格は輸入価格の上昇が直ちに価格に反映されるため、円安が進めば進むほどエネルギー価格は上昇する。加えて、電力会社による値上げの動きが継続的に起こっていることもエネルギー価格の押し上げ要因となってきた。原子力発電の稼働停止は電力会社の収益を圧迫することとなったが、火力発電の割合が高まる中での円安の進展は、電力会社の収益を一層圧迫し、燃料費調整以上の値上げが必要となったのである。

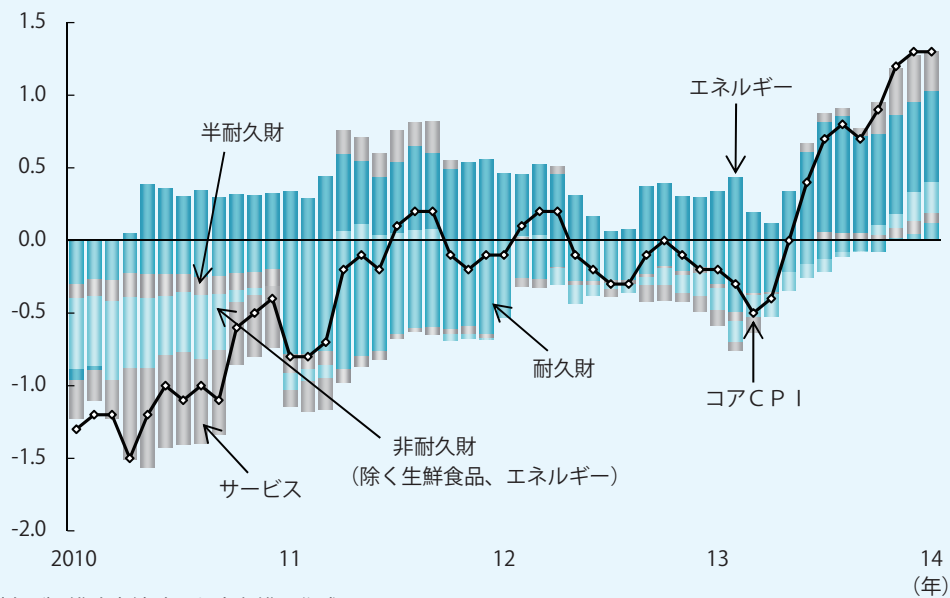
3) 耐久財価格も上昇

ただし、足元ではエネルギーの上昇に加えて、市況要因による影響が小さい品目でも物価が上昇傾向にある。食料（酒類を除く）およびエネルギーを除く総合（以下、コアコアCPI）も2013年10月に上昇に転じ、プラス圏での推移が続いている。このところ物価上昇の裾野に広がりが見られている点については既に確認した通りだが、品質の向上が早く、価格が下落しやすい耐久消費財の物価についても1992年9月以来の上昇に転じている点は、とりわけ特徴的である。

しかし、足元で耐久財の物価が上昇している背景にも、円安による輸入物価の上昇が影響しているとみられる。CPI（財）との連動性が高い、企業物価（最終消費財）の動きを確認すると、一目見て分かるように、足元の企業物価（最終消費財）の上昇には、為替要因が大きく影響している（図表23）。企業物価ベースで耐久消費財の動き

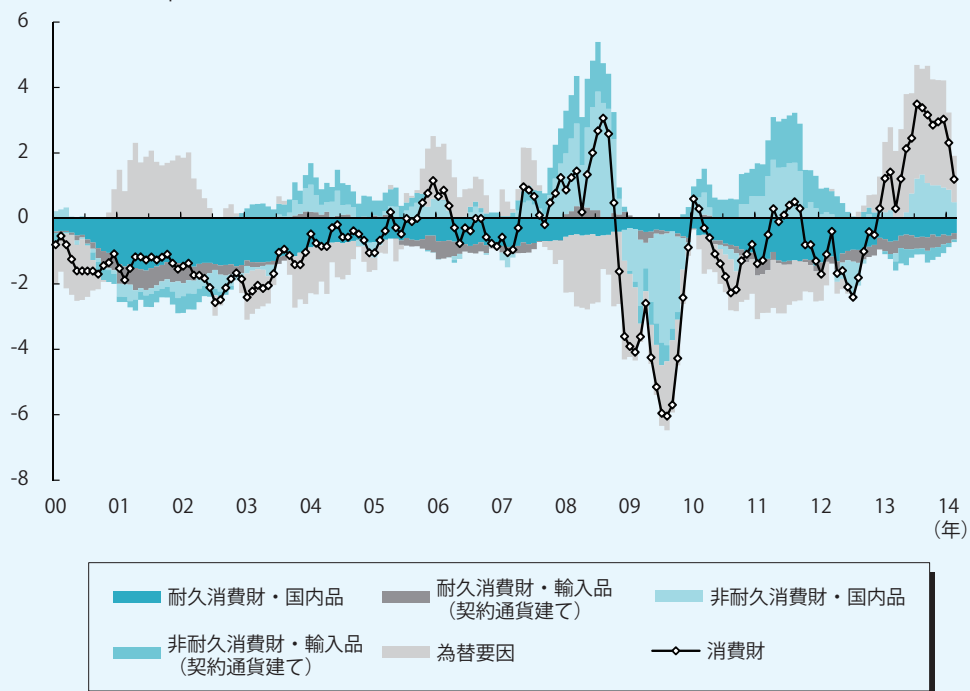
図表22 コアCPIの要因分解

(前年比、%、%pt)

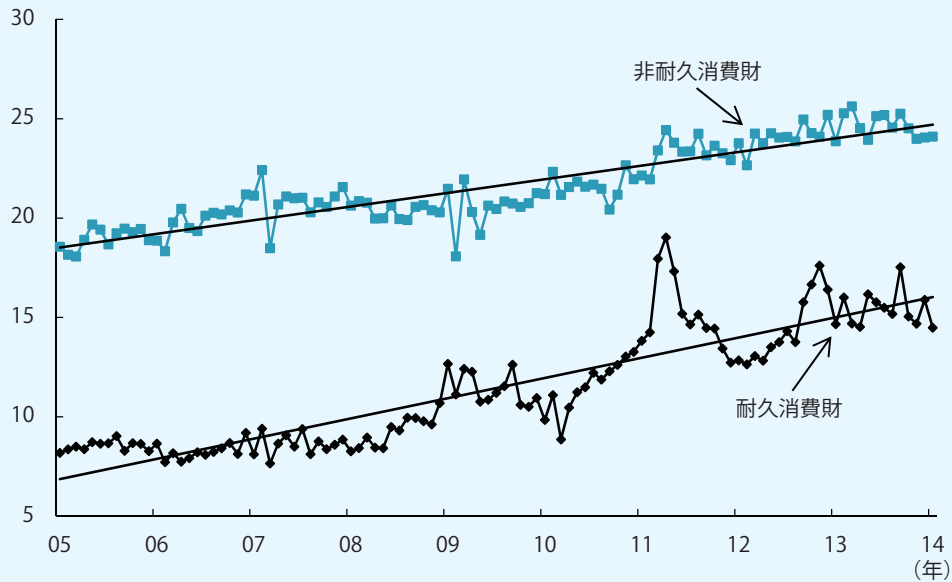


図表23 企業物価（最終消費財）の要因分解

(前年比、%、%pt)



図表24 財別輸入浸透度



を確認すると、国内品、輸入品（契約通貨建て）とも依然マイナス圏での推移を続けており、円安による輸入品価格の上昇がC P Iベースの耐久消費財の価格に影響している。加えて、国内の消費財供給に占める輸入品のウエイトである輸入浸透度を確認すると、傾向的に上昇していることが確認できる（図表24）。輸入浸透度が上昇することで、円安によって輸入品の価格が上昇する局面では、競合品である国内品の価格も上昇しやすくなっているとみられ、耐久財価格の上昇の一因になっていると考えられる。

4) ただし円安だけではない

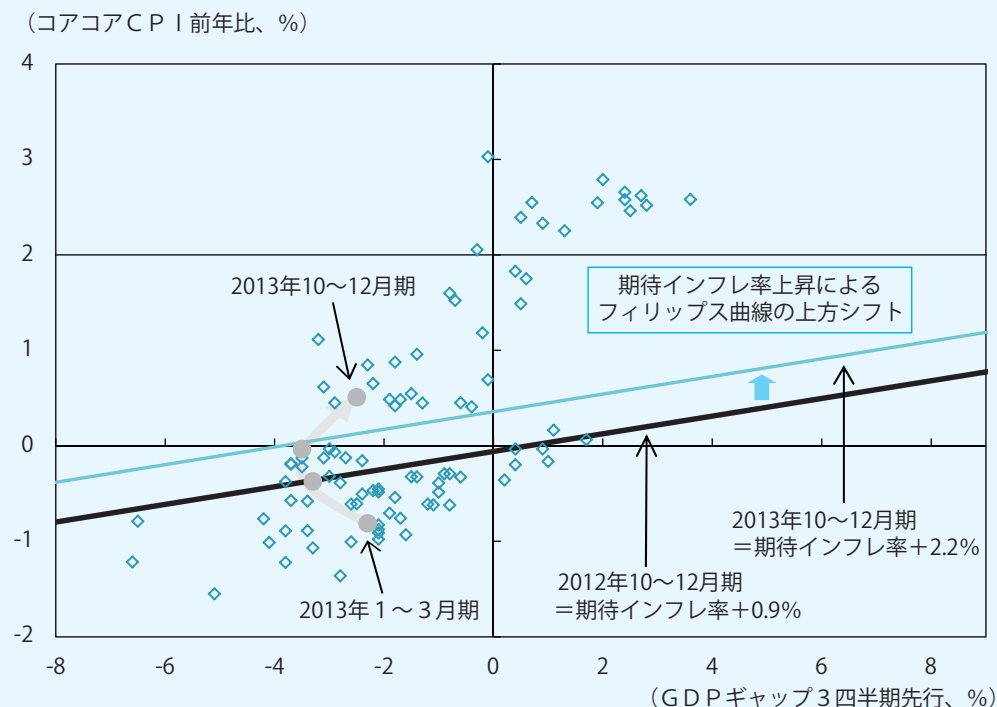
ここまで見てきた通り、足元の物価上昇においては、円安を背景とした輸入物価の上昇による影響が大きかったとみられる。ただし、物価上昇率が高まっている要因は円安だけではない。前項で確認した景気回復によって、マクロから見た需給であるG D Pギャップが縮小したことも物価上昇

の要因になっている。また、波及経路における要素の一つである「期待インフレ率の上昇」が物価上昇率を押し上げたという側面がある。

図表25は縦軸にコアコアC P Iの前年比変化率を、横軸にG D Pギャップ（3四半期先行）をとった、いわゆるフィリップス曲線を描いたものである。フィリップス曲線は一般的に右肩上がり（ここでは直線で回帰）を描くことが知られており、G D Pギャップの縮小は物価上昇率を押し上げる。また、期待インフレ率の変化は、フィリップス曲線の切片が変化させる。期待インフレ率が上昇すれば、フィリップス曲線が上方にシフトするため、同じような経済環境の下でも、物価上昇率が高まりやすくなる。

図表中の太線は日本がデフレに陥った1997年から2012年末までのフィリップス曲線を推計したものである。この時期には、G D Pギャップが0%であったとしても、コアコアC P I上昇率も0%を下回る非常に低い位置にフィリップス曲線

図表25 期待インフレ率を考慮したフィリップス曲線



(注) 推計式は以下の通り。

$CPI = -0.34 + 0.31 \cdot INFEX + 0.09 \cdot GDPGAP(-3)$ 、カッコ内の数字はラグ次数。

推計期間：1997年10～12月期～2012年10～12月期、係数は全て5%有意。

CPI：食料（除く酒類）およびエネルギーを除く消費者物価前年比、

INFEX：期待インフレ率、GDPGAP：GDPギャップ

2004年1～3月期までの期待インフレ率はカールソン＝パーキン法により計測。

2004年4～6月期以降は消費動向調査（内閣府）の期待物価上昇率の加重平均値を段差修正した上で接続した

(出所) 内閣府、総務省統計から大和総研作成

があった。しかし、期待インフレ率が2012年末以降上昇したことで、フィリップス曲線は上方にシフトした。2013年1～3月期時点では、政権交代前のフィリップス曲線からもさらに下振れしていた物価上昇率は、円安による輸入物価の上昇を主因に、2013年内を通じて急速に高まることとなったが、期待インフレ率と物価は相互に影響を及ぼし合っており、コストプッシュによって物価が押し上げられたことが、家計の期待インフレ率を高めたと解釈できる。こうした期待インフレ率の上昇によって、フィリップス曲線が押し上げ

られたことにより、消費者物価は以前に比べて上昇しやすくなっているのである。

4章 金融政策の方向性

1. 物価上昇率2%達成の可能性

前章までで確認したように、量的・質的金融緩和の導入以降、円安の進展と期待インフレ率の上昇によって物価は順調に上昇してきた。では、先行きについてはどのように捉えるべきであろうか。既述のように日本銀行は2%のインフレーター

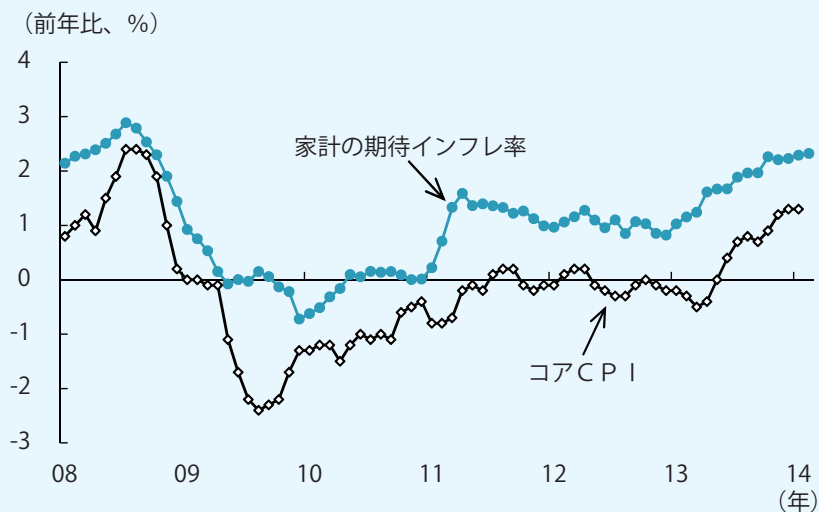
ゲットを採用しているため、金融政策の先行きを考える上では、2%の物価上昇が実際に達成可能か否かが非常に重要であり、政策運営者や市場関係者など、多くの人にとっての最大の関心事項であることは間違いない。

結論として、安定的な2%の物価上昇は、少なくとも日本銀行が目標とする2年間という期間において達成することは困難であると考えられる。最大の理由は、足元の物価上昇において円安による押し上げ効果が大きかったためである。急速に円安が進む中、輸入価格が大幅に上昇したことが、これまで直接的・間接的に消費者物価を押し上げてきた。しかし、為替レートはこのところおおむね横ばい圏での推移が続いており、円安による押し上げ効果は、今後剥落する可能性が高い。実際、輸入物価や企業物価の動きを見ると、2014年に入り、上昇幅が縮小している。

また、期待インフレ率が上昇することで、フィリップス曲線が上方にシフトした点については、前項で確認した通りだが、期待インフレ率につい

ても、先行きについては低下する可能性が高いと考えられる。第2章でも述べたように、2013年以降、期待インフレ率が上昇してきた背景の一つに、2014年4月の消費税を織り込んでいるということがある。すなわち、実際に消費税が増税された後には、増税による物価上昇期待がなくなるため、家計の期待インフレ率は低下する可能性が高い。また、期待インフレ率は現実の物価変動に大きく左右されることが知られており、物価と期待インフレ率は相互に影響を及ぼし合っている。実際に消費者物価と期待インフレ率の推移を見ると（図表26）、常に期待インフレ率が現実の物価上昇率を上回って推移しているものの、両者はおおむね連動している。円安効果の剥落によって、少なくともエネルギーによる物価の押し上げは縮小することになるため、コアCPIの上昇幅は徐々に縮小するとみられる。こうした現実のインフレ率の低下が期待インフレ率を低下させるとみられることから、インフレ率が今後大きく高まるとは考えづらい。

図表26 家計の期待インフレ率とコアCPI



(出所) 総務省、内閣府統計から大和総研作成

2. 金融政策の展望

日本銀行は大規模な金融緩和を継続しているものの、依然2%のインフレ目標の達成は極めて不透明な状況にある。このような状況下で、無制限に金融緩和を行うというのは一つの選択肢となり得るだろう。

ただし、金融政策には限界がある。大量の長期国債の購入は市場機能の喪失を促すことにつながる。また、仮に大規模な金融緩和が功を奏し、物価が上昇してきたとしても、出口戦略において大きなコストが生じる。このようなコストは、日本銀行が物価の安定とともに責任を担う、金融システムの安定を脅かす恐れがある。このため、今後の金融政策は追加的な金融緩和のコストとリターンを比較衡量しながら、慎重に行う必要があるだろう。

3. 終わりに

本稿では、量的・質的金融緩和の波及経路を整理し、それぞれの波及経路がどのように機能しているかを点検した。その上で、日本銀行による量的・質的金融緩和が実体経済に与えている影響について分析した。

結論をまとめると、量的・質的金融緩和に期待される波及経路のうち、イールドカーブの押し下げと期待インフレ率の押し上げについては、大きな成果を挙げている。一方で、ポートフォリオ・リバランス効果については、ここまで効果があまりみられていない。ただし、ポートフォリオ・リバランス効果による波及を企図していた資産価格の上昇についてはここまで十分に達成している。また、量的・質的金融緩和によって円安・株高が進行した結果、実体経済は堅調な推移を続けてい

る。実質金利が低下する中で民間投資の増加は限定的なものにとどまっているものの、株高を背景とした個人消費の増加が景気回復の原動力となってきたのである。物価動向についても、CPIは着実に上昇しつつあり、デフレ脱却に向けた兆しが見られている。物価上昇の最大の要因は、円安による輸入物価の上昇である。しかし、現実の物価上昇率が高まる中、家計の期待インフレ率が押し上げられたことも、消費者物価上昇率がマイナス圏から脱することに大きく寄与したとみられる。

日本銀行はデフレ脱却に向け全力を挙げていることは間違いない。量的・質的金融緩和が「物価の安定」と「金融システムの安定」の双方に配慮しながらも、着実な成果を挙げ、日本を経済の好循環へ導くことを期待している。

【参考文献】

- ・鵜飼博史(2006)「量的緩和政策の効果:実証研究のサーベイ」日本銀行ワーキングペーパーシリーズ、No.06-J-14
- ・木村武・嶋谷毅・桜健一・西田寛彬(2010)「マネーと成長期待:物価の変動メカニズムを巡って」日本銀行ワーキングペーパーシリーズ、No.10-J-14
- ・関根敏隆・吉村研太郎・和田智佳子(2008)「インフレ予想(Inflation Expectations)について」日銀レビュー、2008-J-15
- ・西崎健司・上野陽一・田中昌宏(2011)「日本の物価変動の背景:事実と論点の整理」日本銀行ワーキングペーパーシリーズ、No.11-J-9
- ・日本銀行(2013)「金融システムレポート」2013年10月
<http://www.boj.or.jp/research/brp/fsr/data/fsr131023a.pdf>

[著者]

久後 翔太郎 (くご しょうたろう)



経済分析室
エコノミスト
担当は、日本経済

橋本 政彦 (はしもと まさひこ)



経済分析室
エコノミスト
担当は、日本経済