

2015年7月22日 全11頁

日本経済見通し：日米欧3極の非伝統的金融政策の効果を検証する

日本経済は「踊り場」を経て、緩やかな景気拡大基調へ

エコノミック・インテリジェンス・チーム

執行役員 チーフエコノミスト 熊谷 亮丸
エコノミスト 長内 智
エコノミスト 岡本 佳佑
エコノミスト 小林 俊介
エコノミスト 久後 翔太郎
永井 寛之
山口 晃

[要約]

- 日本経済のメインシナリオ：足下の日本経済は一旦「踊り場」入りしたと見られる。2015年4-6月期の実質GDP成長率（前期比ベース）は一時的にマイナスとなる可能性が強まっている。ただし、景気後退局面入りは回避され、日本経済は、①アベノミクスによる好循環が継続すること、②米国向けを中心に輸出が徐々に持ち直すことなどから、緩やかな回復軌道をたどる見通しである。
- 4つのリスク要因：日本経済のリスク要因としては、①財政規律喪失への懸念を背景とする将来的な「トリプル安（債券安・円安・株安）」の進行、②中国の「バブル」崩壊に対する懸念、③米国の出口戦略に伴う新興国市場の動揺、④地政学的リスクを背景とする世界的な株安、の4点に留意が必要である。
- 日米欧3極の非伝統的金融政策の効果：今回のレポートでは、日米欧3極の中央銀行がこれまでに採用してきた非伝統的金融政策の効果を国際比較することを通じて、非伝統的金融政策の総括を行うと同時に、先行きへのインプリケーションを探った。試算結果を見ると、FEDのLSAPシリーズが実体経済の改善に最も効果的であったことが確認できる。米国では、LSAP採用後、株価が上昇傾向で推移したことに加えて、他国と比べて家計部門の株式保有比率が高く資産効果が大きかったことから、個人消費が大幅に増加した。他方、CPIへの影響については日銀のQQE Iが最も大きかった。日銀の金融政策は、実体経済を改善させる効果こそ小さかったものの、大幅な通貨安を実現したことがCPIに対する大きな上昇圧力を生じさせた。

1. 日本経済は「踊り場」を経て、緩やかな景気拡大期基調へ

日本経済のメインシナリオ

足下の日本経済は一旦「踊り場」入りしたと見られる。2015年4-6月期の実質GDP成長率（前期比ベース）は一時的にマイナスとなる可能性が強まっている。ただし、景気後退局面入りは回避され、日本経済は、①アベノミクスによる好循環が継続すること、②米国向けを中心に輸出が徐々に持ち直すことなどから、緩やかな回復軌道をたどる見通しである。

4つのリスク要因

日本経済のリスク要因としては、①財政規律喪失への懸念を背景とする将来的な「トリプル安（債券安・円安・株安）」の進行、②中国の「バブル」崩壊に対する懸念、③米国の出口戦略に伴う新興国市場の動揺、④地政学的リスクを背景とする世界的な株安、の4点に留意が必要である。

アベノミクスによる好循環は継続

今後もわが国ではアベノミクスによる好循環の継続が予想される。

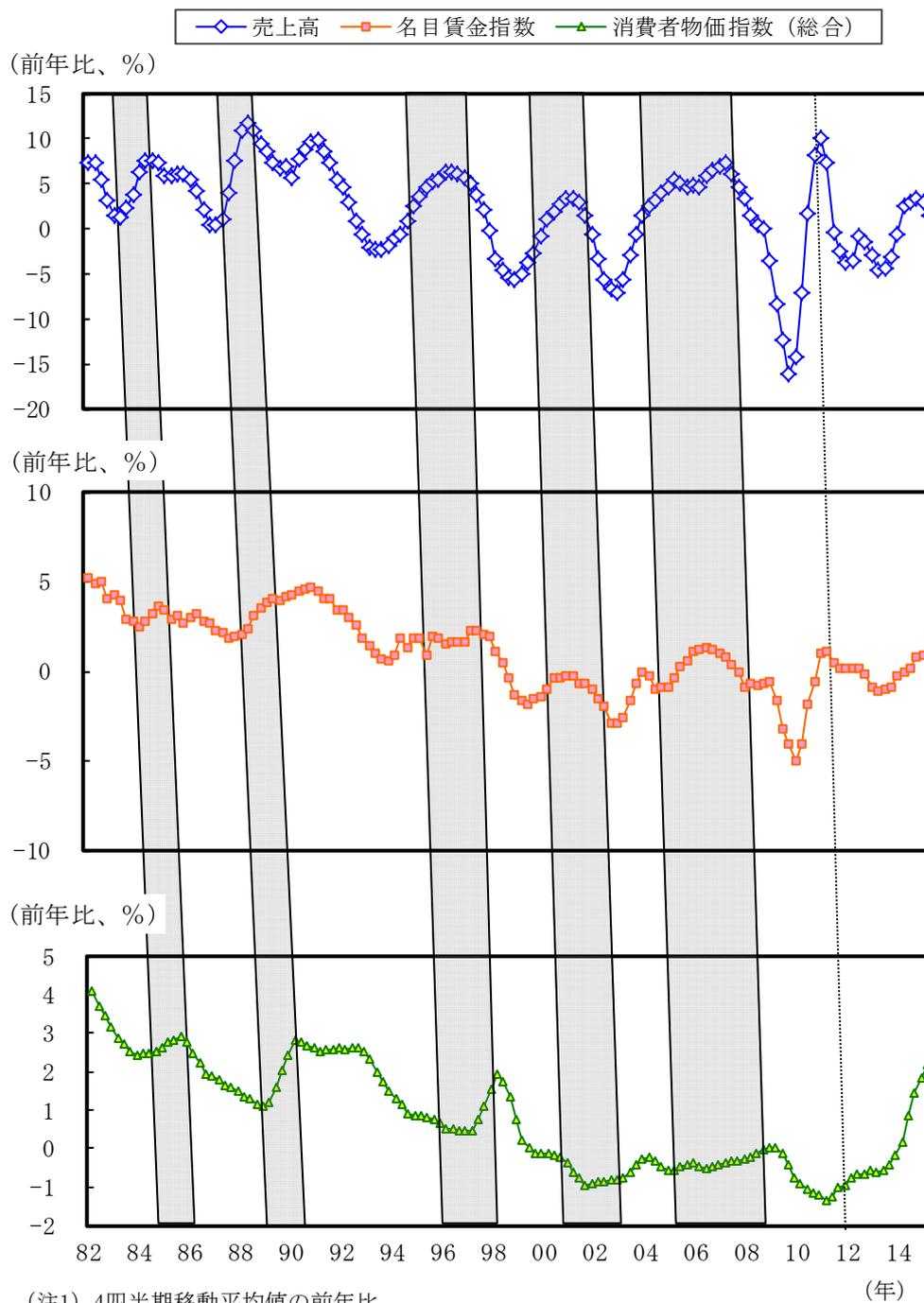
一部の野党やマスメディアなどは、「インフレが進行する中、雇用者所得が増加せず、『アベノミクス』で国民の生活は苦しくなる」という批判を声高に主張してきた。

しかしながら、**図表 1** に示した通り、過去の歴史を検証すると、わが国では「売上高増加→賃金増加→物価上昇」というサイクルが存在する。すなわち、わが国では売上高が増加した半年～1年後に賃金が増加し、その約半年後に消費者物価が上昇する傾向があるのだ。

こうした動きを念頭に置くと、日銀の大胆な金融緩和や政府による「プロビジネス（企業寄り）」の政策などを通じて、売上高を増加させることこそが、デフレ脱却の「一丁目一番地」だという「アベノミクス」の基本的な考え方は極めて的を射たものであると考えられる。

実際、足下では、企業部門の好調が、雇用・所得環境の改善などを通じて、ようやく個人部門に好影響を及ぼしつつある。2014年の春闘における賃上げ率は+2.2%と、15年ぶりの高い伸びを記録した。さらに、2015年の賃上げ率は前年を上回る伸びになると見る向きが多い。すなわち、大局的に見て、日本経済の底流では、アベノミクスが想定する「生産→所得→消費」という好循環が着実に継続しているのである。

図表1：売上高と賃金と物価



(注1) 4四半期移動平均値の前年比。

(注2) シャドーは売上高の前年比が上昇している期間。

傾きを持っているため、下の図表までに半年程度のラグが生じている。

(出所) 財務省、厚生労働省、総務省統計より大和総研作成

原油価格の下落は 2015 年度の実質 GDP を+0.52%押し上げ

原油安が日本経済に与える影響を、マクロ経済モデルを用いて試算したものが**図表3**である。シミュレーション結果によれば、2014年6月時点で105ドル/bblだった原油価格が下落したことによって、2014～2016年度の実質GDPの水準はそれぞれ2014年度：+0.19%、2015年度：+0.52%、2016年度：+0.42%押し上げられる計算となる。また、実質GDP成長率に対する影響はそれぞれ+0.19%pt、+0.34%pt、▲0.10%ptとなる。

需要項目別の内訳を見ると、実質賃金の増加を背景に個人消費、住宅投資の増加が見込まれることに加えて、企業収益の増加が設備投資を押し上げる要因となろう。また、企業収益の増加分は一部が賃金として家計に分配されるとみられ、企業所得の増加は家計需要の増加にも寄与することとなる。なお、原油価格の下落による物価の押し下げによって、実質金利が上昇し、住宅投資や設備投資を抑制する要因となるが、そのマイナス効果は所得増加によるプラス効果を下回るものと考えられる。

物価については、輸入物価の下落によってCGPI、CPI、ともに押し下げられ、内需デフレーターは大きく低下することとなるが、控除項目である輸入デフレーターが大きく低下することで、GDPデフレーターは上昇する。この結果、名目GDPは実質GDP以上に押し上げられる。

また、輸入の4割弱にも上る資源輸入金額が大きく減少することで、貿易収支赤字が大幅に縮小し、経常収支黒字幅は大きく拡大する見込みである。貿易収支については、東日本大震災をきっかけに赤字での推移が続いてきたが、原油価格の急落によって、これまで見通せなかった黒字化が現実味を帯びてきている。

以上、見てきたように、原油価格の下落は日本経済にとって非常に大きなメリットをもたらす。2014年初から半ばにかけて停滞した日本経済は、足下で自律的回復に向けた動きが見られているが、原油安がさらなる追い風となって、その回復はより力強さを増すことになるだろう。

図表3：原油価格下落が日本経済に与える影響

		実質GDP	個人消費	住宅投資	設備投資	輸出	輸入	名目GDP	GDPデフレーター	GDP成長率
		%	%	%	%	%	%	%	%	%pt
WTI=105ドルシナリオとの差	2014年度	0.19	0.27	0.45	0.91	0.16	0.96	1.15	0.95	0.19
	2015年度	0.52	0.84	2.09	2.23	0.33	2.68	2.41	1.88	0.34
	2016年度	0.42	0.61	1.54	2.19	0.29	2.20	2.26	1.83	-0.10
WTI=70ドルシナリオとの差	2014年度	0.05	0.07	0.09	0.25	0.05	0.25	0.31	0.26	0.05
	2015年度	0.19	0.35	0.85	0.58	0.11	0.98	0.56	0.37	0.14
	2016年度	0.11	0.20	0.37	0.35	0.06	0.57	0.28	0.17	-0.08
原油価格20%上昇	2014年度	-0.02	-0.01	0.01	-0.13	-0.03	-0.08	-0.16	-0.14	-0.02
	2015年度	-0.09	-0.07	-0.21	-0.65	-0.10	-0.43	-0.75	-0.66	-0.07
	2016年度	-0.10	-0.08	-0.43	-0.77	-0.10	-0.49	-0.85	-0.75	-0.01

		経常収支/ 名目GDP	輸入物価	輸出物価	CGPI	コアCPI	鉱工業生産	第三次産業 活動指数	全産業活動 指数
		%pt	%	%	%	%	%	%	%
WTI=105ドルシナリオとの差	2014年度	1.08	-7.07	-0.81	-1.08	-0.32	0.38	0.20	0.22
	2015年度	2.16	-14.52	-1.66	-2.34	-0.97	1.04	0.55	0.61
	2016年度	2.12	-12.87	-1.43	-2.07	-0.86	0.88	0.48	0.52
WTI=70ドルシナリオとの差	2014年度	0.30	-1.97	-0.26	-0.34	-0.08	0.10	0.05	0.06
	2015年度	0.51	-4.49	-0.54	-0.75	-0.43	0.36	0.18	0.21
	2016年度	0.32	-2.62	-0.31	-0.44	-0.35	0.21	0.10	0.11
原油価格20%上昇	2014年度	-0.15	0.93	0.13	0.17	0.01	-0.03	-0.02	-0.02
	2015年度	-0.65	4.38	0.51	0.71	0.03	-0.19	-0.12	-0.12
	2016年度	-0.73	4.58	0.51	0.73	0.03	-0.23	-0.14	-0.15

(注1) 大和総研短期マクロモデルによるシミュレーション。表中の値は標準解との水準の乖離率・幅。

(注2) WTI=105ドルシナリオでは、WTIが直近ピークの2014年6月以降、105ドル/bblで横ばいと仮定。

WTI=70ドルシナリオでは、WTIが2015年1-3月期以降、70ドル/bblで横ばいと仮定。

(出所) 大和総研作成

2. 日米欧 3 極の非伝統的金融政策の効果を検証する

2.1 非伝統的金融政策の効果を横断的に比較

効果の異なる各国中央銀行の非伝統的金融政策

今回のレポートでは、日米欧 3 極の中央銀行がこれまでに採用してきた非伝統的金融政策の効果を国際比較することを通じて、非伝統的金融政策の総括を行うと同時に、先行きへのインプリケーションを探りたい。

結論を先取りすると、**図表 4** の通りである。

最初に目につくのは、日銀による「量的・質的金融緩和 I、II」、FED による「LSAP II、III」、ECB による「量的緩和」のいずれも株価が大幅に上昇しており、グローバルな株式市場が非伝統的金融政策を好感している様子が見える点である。

次に、実体経済面での影響を見ると、家計部門の株式保有比率が高い米国において、株高による資産効果から個人消費が大きく伸びていることが分かる。日本でも株価上昇による資産効果を検出することはできたが、米国と比べると大きく見劣りする。

最後に、需給ギャップの改善と通貨安という 2 つの経路から、各国の非伝統的金融政策が CPI に与えた影響を検証すると、「日銀の量的・質的金融緩和が最も効果的であった」との結論が得られた。需給ギャップの改善度合いでは、わが国の量的・質的金融緩和の影響は米国の LSAP シリーズに比べると小さいものの、為替市場で急速な円安が進行したことが、CPI を大きく押し上げたとみられる。

図表 4：非伝統的金融政策の効果の国際比較

			量的・質的金融緩和		LSAP		ECBの量的緩和
			I	II	II	III	
金融市場の変化	長期金利	(%pt)	0.02	-0.10	-0.81	0.58	-0.24
	為替	(%)(-が通貨安)	-9.93	-3.99	1.14	9.49	-2.86
	株価	(%)	20.25	19.73	17.30	23.90	8.63
実体経済	個人消費	(%)	0.28	0.27	0.63	0.87	0.12
	輸出	(%)	0.87	0.35	-	-	0.24
	輸入	(%)	0.13	0.13	0.28	0.39	0.06
	実質GDP	(%)	0.29	0.20	0.38	0.53	0.15
CPI	GDPギャップの改善	(%pt)	0.03	0.02	0.10	0.13	0.03
	通貨安	(%pt)	0.15	0.06	-	-	0.02
	合計	(%pt)	0.18	0.08	0.10	0.13	0.05

(注) 網掛け部分に関しては本来想定される効果が検出されなかった。

(出所) Bloomberg等より大和総研作成

2.2 分析手法の概要

各国ごとの部分均衡モデルによる効果の算出

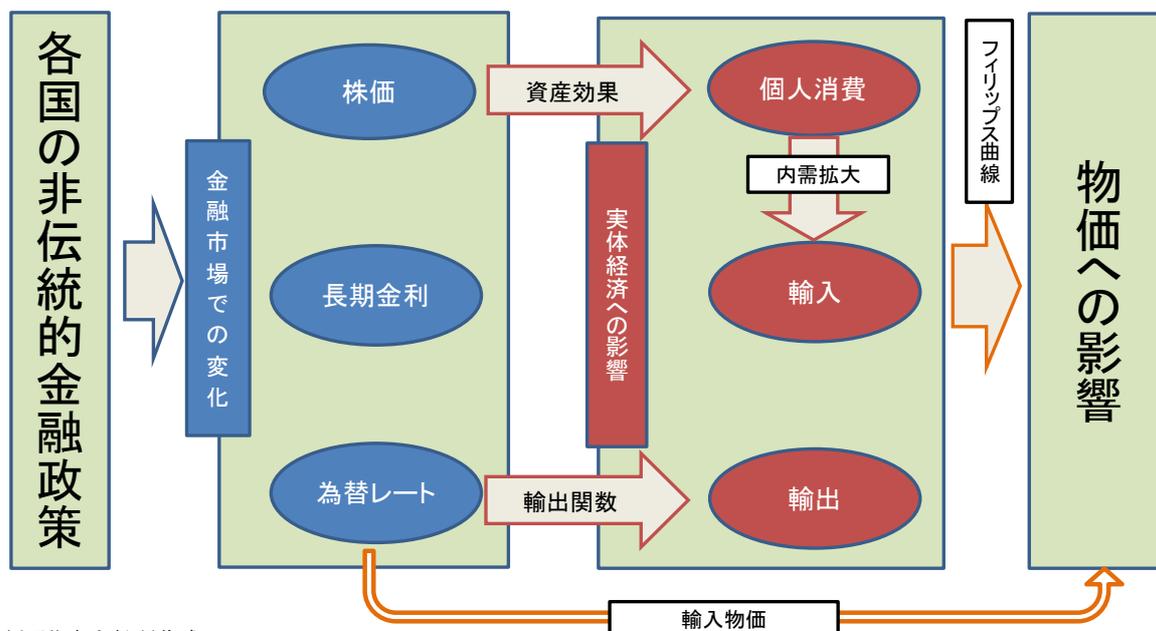
本章で採用した分析手法の概要をまとめると、**図表 5** の通りである。

第一に、各国で非伝統的金融政策が採用された期間の金融市場の変化(具体的には、各国の株価、長期金利、為替レートの変化)を観察した。

第二に、金融市場での変化が実体経済に与える影響を推計した。具体的には、各国の消費関数を推計し、株価の変化が個人消費をどの程度押し上げたかを試算した。同時に、個人消費の拡大が内需の増加を通じて輸入を誘発することから、輸入の増加額についても関数を用いて計測した。加えて、輸出関数を推計することで、為替レートが輸出をどの程度押し上げたかを試算した。最終的に、それぞれの項目の変化額を合計することで、各国の非伝統的金融政策が金融市場の変化を通じて実質 GDP を押し上げた効果を求めた。

第三に、実体経済の改善と通貨安による CPI への影響を推計した。具体的には、上記の方法で算出した GDP の変化がどの程度 GDP ギャップを縮小させたかを計測し、各国のフィリップス曲線を用いて、GDP ギャップ改善による CPI 押し上げ効果を試算した。加えて、日本で観察されたような通貨安が輸入物価の上昇を通じて CPI を押し上げる効果を推計するために、実際の CPI 上昇率とフィリップス曲線から推計される CPI 上昇率の乖離幅を、為替レートや AR 項で説明する関数を推計することで、為替レートが CPI を押し上げる影響を試算した。

図表 5 : 分析手法の概要



(出所) 大和総研作成

2.3 各国金融市場の反応

非伝統的金融政策に対する金融市場の反応

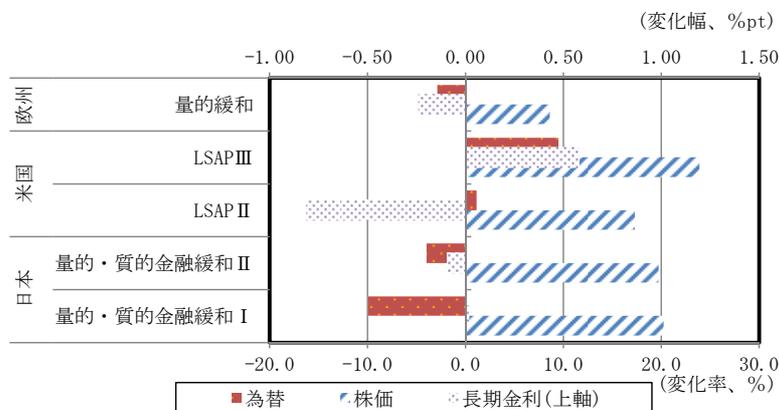
最初に、各国の非伝統的金融政策採用以降の金融市場の反応を見てみよう。いずれの政策も採用後に株価が上昇しているという共通点がある。ニュースやイベントに反応しやすい株式市場にとって非伝統的金融政策の採用は絶好の買い材料であることから、いずれの国においても共通の反応が示されたと言えよう。

日本やユーロ圏では、為替レートの減価が観察された。理論的にはゼロ金利下でのマネタリーベース拡大には通貨安を導く効果はないとの見方がある一方で、為替市場参加者の多くはゼロ金利下でもマネタリーアプローチによる通貨安を前提に行動しているとみられることから、非伝統的金融政策は自己実現的に通貨安を導くことができたのだろう。また、近年日本においては株価と為替の連動性が極めて高かったため、量的・質的金融緩和による通貨安・株高圧力がスパイラル的に働くことで、為替レートと株価を大幅に変動させることに成功した。

一方、LSAP が採用されていた時期に、米国ではドル高が進行した。LSAP シリーズにより、直感的にはドル安が進行するはずであるが、この間発生したユーロ圏の債務危機などの問題を背景とするドル高圧力が、LSAP によるドル安圧力を上回ったと評価できよう。

長期金利の変動を見ると、わが国の量的・質的金融緩和が効果的であったことが分かる。量的・質的金融緩和では、長期国債の購入額が膨大であっただけでなく、財務省から発行されて間もない長期国債も購入対象に含めたことから、リスクプレミアムを大幅に縮小することに成功したとみられる。ECB による量的緩和採用後も長期金利は低下しており、効果的であったと考える。欧州では ECB 以外の主要中央銀行もマイナス金利を採用したことを背景に、ユーロ圏の長期金利に低下圧力がかかっている。一方、LSAPⅢでは長期金利の上昇幅が大きい。これは同政策の採用期間中に、テーパリングに関するアナウンスメントが行われたことに市場が大きく反応したためである。こうした FED の経験を参考にすると、日銀や ECB でも、市場が量的緩和からの出口を意識すると、長期金利が急上昇する可能性があり要注意であろう。

図表 6：非伝統的金融政策採用後の金融市場の動向



(注) それぞれの政策の採用開始から終了までの変化幅。現在進行中の政策については、採用日から2014年度末までの変化幅とした。

(出所) Bloombergより大和総研作成

2.4 GDP の押し上げ効果は FED、CPI への影響は日銀に軍配

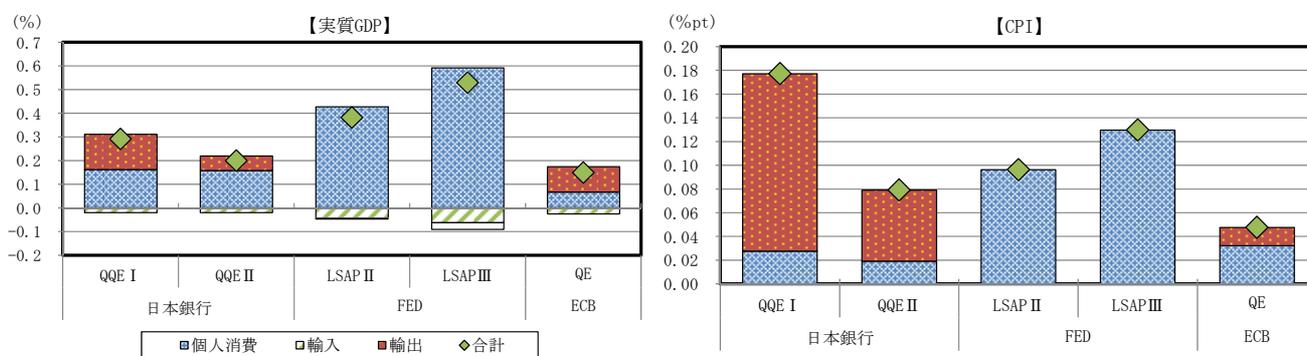
量的・質的金融緩和の円安を通じた CPI 押し上げ効果が顕著

最後に、前項でまとめた金融市場における変化が、各国の実体経済や CPI に対してどのような影響を与えたか、定量的な分析を試みた。

図表 7 左図は、非伝統的金融政策が実質 GDP に与えた影響を試算したものである。具体的な推計方法としては、①株価上昇による個人消費の増加、②個人消費の増加に伴う輸入の増加、③為替レートの減価に伴う輸出の増加、という 3 つの効果の合計値により、非伝統的金融政策が実質 GDP をどの程度押し上げたかを試算した。試算結果を見ると、FED の LSAP シリーズが実体経済の改善に最も効果的であった可能性が示唆される。米国では、LSAP 採用後、株価が上昇傾向で推移したことに加えて、他国と比べて家計部門の株式保有比率が高く資産効果が大きかったことから、個人消費が大幅に増加した。日本やユーロ圏においても株価が上昇したことで、資産効果による個人消費の増加が GDP を押し上げたが、米国と比べるとその度合いは小さい。ただし、日本およびユーロ圏では、非伝統的金融政策に対する為替市場の反応が米国よりも敏感であったことから、為替レートの減価を通じた輸出の増加が GDP を押し上げている。

次に、**図表 7** 右図では非伝統的金融政策の CPI への影響をまとめた。具体的には、①フィリップス曲線を推計した上で、上記の方法で算出された GDP の押し上げ効果が需給ギャップの改善を通じて、CPI を押し上げた度合いを推計し、②CPI の実績値と上記フィリップス曲線による推計値の残差を、為替レートと 1 階の AR 項で回帰することで、為替レートの CPI 押し上げ効果を試算した。結果を見ると、日銀の QQE I において CPI が大きく押し上げられていることが分かる。日銀の金融政策は、すでに指摘した通り、実体経済を改善させる効果こそ小さかったものの、大幅な通貨安を実現したことが CPI に対する大きな上昇圧力を生じさせた。他方、ユーロ圏では、量的緩和を通じて CPI は小幅ながら押し上げられているものの、デフレ懸念を払しょくするには力強さに欠ける。このため、今後 ECB はさらなる追加緩和を迫られる可能性が高いだろう。

図表 7：非伝統的金融政策の効果（左図：実質 GDP、右図：CPI）



(注) LSAP II、LSAP III に関しては為替の効果が検出されなかったため、為替の影響を除いた値。白抜きは為替の影響を考慮した場合の影響。
(出所) 大和総研作成

(注) LSAP II、LSAP III に関しては為替の効果が検出されなかったため、為替の影響を除いた値。
(出所) 大和総研作成

図表 8 : 日本経済・金利見通し

	(予) →						(予) →			
	2014.10-12	2015.1-3	4-6	7-9	10-12	2016.1-3	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度
実質GDP (前期比年率%) [前年比%]	1.2 -1.0	3.9 -0.9	1.6 1.2	2.4 2.3	1.8 2.5	1.7 1.8	2.1	-0.9	2.0	1.9
経常収支 (季調済年率、兆円)	10.7	14.9	16.4	16.8	17.2	17.6	1.5	7.7	17.0	17.9
失業率 (%)	3.5	3.5	3.4	3.3	3.3	3.2	3.9	3.6	3.3	3.1
消費者物価指数 (生鮮食品除く総合、2010=100) [前年比%]	2.7	2.1	0.1	0.0	0.4	1.0	0.8	2.8	0.4	1.1
無担保コール翌日物 (期末、%)	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100
国債利回り(10年債最長期物) (期中平均、%)	0.40	0.34	0.40	0.50	0.55	0.60	0.55	0.37	0.51	0.70

(注) 予測値は原則として大和総研・第185回日本経済予測(改訂版)による。
(出所) 各種統計より大和総研作成