
けいざい早わかり 2013年度第1号

期待に働きかける量的・質的金融緩和

【目次】

- Q1. 新しい金融政策の目指すものは何ですか？ p.1
- Q2. 物価目標の達成は可能でしょうか？ p.3
- Q3. 物価が上がると景気はよくなるのでしょうか？ p.4
- Q4. 追加で金融緩和が行なわれる可能性はありますか？ p.5
- Q5. 量的・質的金融緩和の副作用はないのでしょうか？ p.6

三菱UFJリサーチ & コンサルティング株式会社

調査部 小林 真一郎 (chosa-report@murc.jp)

〒105-8501 東京都港区虎ノ門5-11-2

TEL: 03-6733-1070

Q1．新しい金融政策の目指すものは何ですか？

- ・ 4月4日、黒田新体制の下で行なわれた初めての金融政策決定会合で、量的・質的金融緩和の導入が決定されました。安倍政権から要請されていた大胆な金融緩和に対応するものであり、消費者物価の前年比上昇率2%という物価安定の目標（インフレターゲット）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が最大の目的です。
- ・ 主な内容は、マネタリーベースを操作目標とする、長期国債買入れ額を拡大し、年限も長期化する、ETF、J-REITの買入れ額を拡大する、物価安定の目標の達成まで緩和を継続する、の4点ですが、その中身をみていくと、黒田総裁自ら異次元の政策と呼ぶほど、従来の金融政策と比べて思い切った緩和策がとられています（図表1）。
- ・ 金融政策の直接のターゲットは、これまでの無担保コール翌日物金利からマネタリーベースに変更されました。マネタリーベースとは市中に出回っているお金である流通現金（日本銀行券発行高＋貨幣流通高）と日本銀行当座預金の合計で、ハイパワードマネー、ベースマネーと呼ばれることもあります。日本銀行が供給する通貨であり、金融市場調節によりコントロールすることができます。量的・質的金融緩和の下では、このマネタリーベースが年間約60～70兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う計画であり、具体的には2012年末の138兆円から2013年末には200兆円に、2014年末には270兆円に増加する見通しです（図表2）。なお、2001年3月に導入された量的緩和政策では、日本銀行当座預金の残高がターゲットとなっていました。

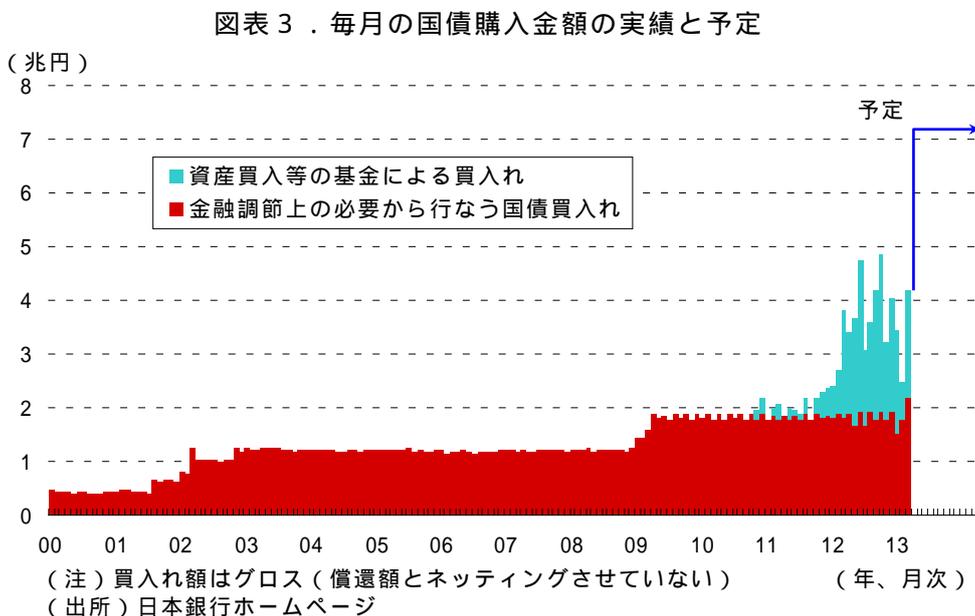
図表1．金融政策比較表

	包括的な金融緩和	量的・質的金融緩和
導入時期	2010年10月5日	2013年4月4日
概要	リスク・プレミアムの縮小を促すことを目標に資産買入等の基金を設立し、金融緩和の強化に合わせて買取り額を増額（買取は一定期間内に達成させる）	物価安定の目標（2%）の早期実現（2年程度の期間を念頭）のために、マネタリーベース・長期国債・ETF等の保有目標額を予め示し、購入を進める
ターゲット	無担保コール翌日物金利（実質ゼロ金利政策）	マネタリーベース（2年で2倍）
国債買入れ手段	金融調節上の必要から行なう国債買入れ（輪番オペ、毎月1.8兆円）と資産買入等の基金による買入れ（2013年末に残高44兆円まで増加させる予定）が並存	金融調節上の必要から行なう国債買入れは、既存の残高を含め、長期国債の買入れに吸収
国債買入れ残高	2012年中に約23兆円増加（2012年末残は89兆円）	2013年、2014年に50兆円ずつ増加（2014年末残は190兆円）
毎月の買入れ額	4兆円程度	7兆円強
国債残存期間	3年弱	40年債を含む全ゾーンの国債としたうえで、買入れの平均残存期間を国債発行残高の平均並みの7年程度に延長
日銀券ルール	金融調節上の必要から行なう国債買入れを対象とし、資産買入等の基金は対象外	一時的に停止
ETF残高	2012年末1.5兆円を 2013年末に2.1兆円まで拡大	2013年末に2.5兆円、 2014年末に3.5兆円まで拡大
J-REIT残高	2012年末1100億円を 2013年末に1200億円まで拡大	2013年末に1400億円、 2014年末に1700億円まで拡大
期限	物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで継続	物価安定の目標を安定的に持続するために必要な時点まで継続

（出所）日本銀行ホームページなどから作成



- ・ マネタリーベースの増加は、銀行が保有している金融資産の買入れを通じて行なわれます。中でも買取りの対象の中心となるのが長期国債です。それまでの包括的な金融緩和政策の下では、毎月 1.8 兆円を買入れていた「金融調節上の必要から行う国債買入れ」とは別枠で「資産買入等の基金」を設定し、この基金における長期国債の残高が 2013 年末に 44 兆円（基金総額では 101 兆円）になるように買入れが進められていました。この時、両者の枠の合計買入れ額は毎月 4 兆円程度でしたが、今回の金融政策では、両者の枠を取り払ったうえで毎月 7 兆円強が買入れられることとなります（図表 3）。また、「金融調節上の必要から行う国債買入れ」によって日本銀行が保有する長期国債の残高については日本銀行券発行高を上限とするという、いわゆる日本銀行券ルールは一時的に停止されることになりました。
- ・ こうした量的な拡大に加えて、長期国債の買入れ対象を全ゾーンの国債に拡大し、買入れの平均残存期間を、それまでの 3 年弱から国債発行残高の平均並みの 7 年程度に延長する、ETF および J-REIT の買入れ額を拡大する、という質的な面からも金融緩和の強化がはかられました。

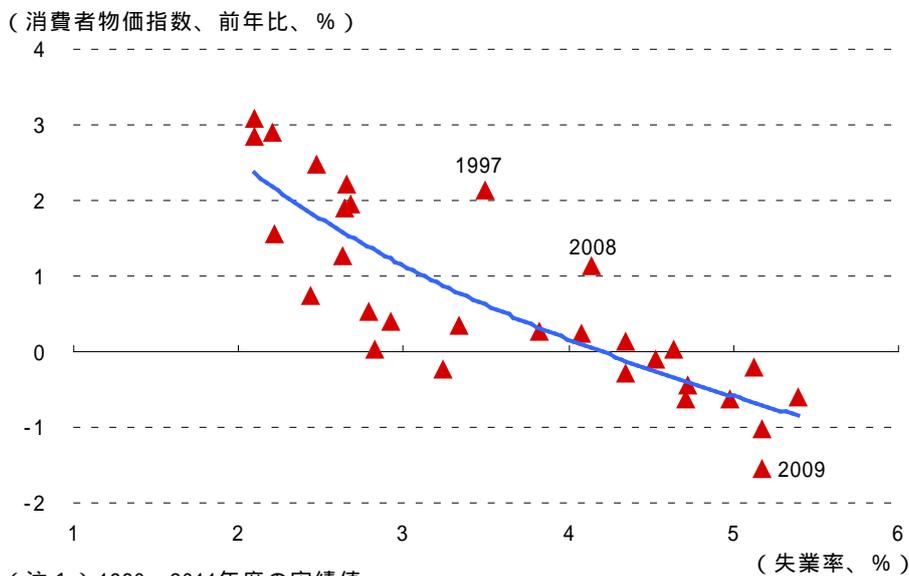


Q2．物価目標の達成は可能でしょうか？

- ・ 日本銀行は、今回の緩和が以下の3つの波及経路をたどって物価を押し上げると説明しています。
- ・ 1 つめは、長めの金利や資産価格のプレミアムへの働きかけによるものです。買入れる国債の年限を長期化することで長い期間の金利を低下させ、設備投資や住宅購入の増加を促すとともに、株価などの資産価格の上昇を通じて景気を押し上げ、それが物価上昇につながっていくとするものです。
- ・ 2 つめは、リスク資産運用や貸出を増やすポートフォリオ・リバランス効果です。大量に供給された資金の一部が、株式への投資や銀行の貸出増加などに振り変わることによって景気を刺激し、物価の押し上げにつながることを狙ったものです。
- ・ 3 つめは、市場、経済主体の期待の抜本的転換によるものです。日本銀行がインフレターゲットを設定し、ターゲットを達成するためにあらゆる手段を使って積極的に金融緩和を進めていけば、物価が上昇するとの期待（期待インフレ率）が高まっていくというものです。
- ・ 最初の2点については、包括的な金融緩和政策においても一部が実践されていましたが、それをさらに強化・拡充していこうとするものです。一方、期待に働きかける政策は、今回の金融政策で初めて導入された考え方であり、デフレ解消に大きな効果が発揮されるとの意見が以前から根強くあったものです。また、期待感の醸成を阻害しないために、政策変更の説明において言及されることが多かった構造問題の解決の必要性や緩和によるリスクなどの指摘が見送られたり、手法が複雑過ぎて期待感拡大の妨げになることのないよう説明に工夫がなされるなどの対応策が練られています。
- ・ それでは、こういったロジックで実際に物価が上昇すると一般には考えられているのでしょうか。まず、物価が上がると消費者が信じると、値上がりする前に物を買っておこうとして買い惜しみをしなくなります。デフレ下では時間がたてばたつほど値段が下がりますので、購入を先送りする人が増えますが、そうした状態を解消する狙いです。こうなると物が売れ始めるので、企業の売上高が増加し業績が改善することになります。その結果、企業は従業員の賃金やボーナスを増やすことができるようになり、人手不足になれば雇用も増やす可能性があります。こうして雇用・所得情勢が好転すると、値上がり前に買っておこうという消費者の行動に弾みがつき、物価が上昇することになります。さらに、企業において物価が上がるとの予測が強まると実質期待金利が低下することになり、設備投資を喚起する要因となります。また、個人消費の拡大によって業績が改善することも、設備投資の拡大を促していきます。
- ・ こうして景気が上手く回り始めると、当初は期待に過ぎなかったはずなのに、需給の逼迫を受けて物価が上昇し始め、これがさらに消費を増加させ、設備投資を拡大させるというサイクルに入ることになります。
- ・ 実際に、このようにうまく回るのでしょうか。回るとすれば、そのための条件は何なのでしょう。まず、消費者の立場からは、インフレ期待が高まると同時に、賃金が継続的に上昇するとの期待が高まっている状態になっていることが必要です。一方、企業の立場からは、価格を引き上げられるほど販売が好調で、同時に賃金の引き上げが可能なくらい十分に業績がよくなっていなければなりません。言い換えれば、景気回復が続き、販売価格（物価）と賃金や企業業績がバランスよく上がっている局面です。

- ・ こうした状態が実現することは、しばらくは難しいのではないのでしょうか。今年に入って、一部の大手企業で賃上げの動きがありますが、経済全体への影響は小さく、毎年上昇すると約束されているわけではありません。また、2%の物価上昇は現在の日本経済にとってハードルが高過ぎるといえます。年度で消費者物価指数（生鮮食品を除く総合）の伸びが2%を越えたのは、1997年度の消費税引き上げの影響を除けば、1991年度にまで遡る必要があります。物価上昇率と失業率との関係を示したフィリップス曲線によると、2%の物価上昇率を達成するためには失業率が2%台半ばまで低下する必要があるとの関係がみとれます（図表4）。

図表4．物価と失業率の関係（フィリップス曲線）



（注1）1980～2011年度の実績値
 （注2）消費者物価については、97年度は消費税引き上げ、2008年度は原油価格急騰、2009年度は前年度の反動により全体からやや離れた伸びとなっている
 （出所）総務省「労働力調査」、総務省「消費者物価指数月報」

Q3．物価が上がると景気はよくなるのでしょうか？

- ・ 昨年11月半ば以降の円安・株高の影響もあって、景気の回復期待が高まっています。実際、公共投資が順調に増加しているほか、自動車の増産などを背景に生産が持ち直しているなど、景気に持ち直しの動きがみられていることは確かです。しかし、安倍政権の経済政策、いわゆるアベノミクスの効果が本格的に出てくるのは今年度からとなりますので、足元は期待が先行している状況といえます。それでは、そもそも2%の物価目標が達成されれば、景気はよくなると期待してもいいのでしょうか。
- ・ まず、消費者の場合はどうでしょうか。インフレ期待が高まったと仮定すると、消費者は必要なものは買い控えしなくなるので、耐久財などの一部の製品では販売ペースが増すでしょう。いずれ賃金も上がると信じるなら、企業が販売価格を多少引き上げても売れる可能性があります。しかし、賃金が上がらないと思うなら、必要なものを買ってしまうと、今度は将来の物価上昇に備えて貯蓄を始める可能性があります。期待インフレ率の上昇と同時に、期待実質可処分所得も減少するためです。こうして消費者が生活防衛に走ると消費活動が鈍り、いったん高まったインフレ期待がしば

んでしまうこととなります。こうなると販売不振を背景に再び価格に下落圧力がかかり、企業業績は悪化するでしょう。

- ・ 次に、企業についてはどうでしょうか。仕入れ価格が上がる（期待インフレ率の上昇）と考えると、企業は将来のコスト増加に備えて予めコスト削減を進める可能性があります。コスト増加に先んじて販売価格に転嫁することはないでしょうし、先行して賃金を引き上げたり、設備投資を行なうことも考えられません。賃金を上げないとすれば、それは消費者の行動にマイナスの影響を及ぼすこととなります。
- ・ 一方、大胆な金融緩和の実行を織り込む形で円安が進み始めましたが、量的・質的金融緩和の導入を受けてそれに拍車がかかり、円安によって景気が押し上げられるとの期待感も高まっています（ただし、為替操作は金融政策の目的ではなく、金融緩和の結果として円安が進んでいるだけであると日本銀行は説明しています）。実際、円安が進めば、外貨建てで輸出を行なっている企業の業績を改善させる効果は見込まれます。しかし、企業が儲かっただけでは景気に影響はありません。業績が改善した企業が、国内において設備投資や雇用を増やしたり、賃金を引き上げるといった利益の還元を行わないと、景気にはプラスに寄与しないのです。逆に、円安によってコストが上昇することが、企業業績や家計の負担増加となってしまう、景気を悪化させる要因となる懸念もあります。
- ・ このように、インフレ期待や円安の進行だけで景気がよくなるというわけではありません。なお、現実的な問題として、2014年度に消費税率が8%に引き上げられれば、消費者物価指数が2%ほど押し上げられることが見込まれています。もし、日本銀行の物価目標が達成されれば2014年度中に消費者物価指数は4%を超えることとなります。2014年度にこれを上回って賃金が上昇しなければ、消費税引き上げ前の駆け込みの反動減も加わって需要が大きく落ち込み、物価は上がるが景気は悪化するという状態が実現してしまうリスクが高まります。

Q4．追加で金融緩和が行なわれる可能性はありますか？

- ・ 白川総裁のときの包括的な金融緩和が資産買入等の基金の金額を徐々に拡大させていった手法であったのに対し、量的・質的金融緩和では、資産買取り残高の最終目標額、毎月の資産買入れ額を最初から提示するという手法をとっています。これは、期待に働きかける効果を最大限高めるためにとられた措置です。このため、今とれる政策は全て出し尽くしたと黒田総裁が発言しているとおり、短期間での追加の可能性は小さいと思われます。
- ・ それでも、2年以内に物価目標に達することが難しいとの見方が強まるようであれば、追加で緩和していく状況に追い込まれるかもしれません。その場合には、ターゲットとなっているマネタリーベースの目標額の引き上げが行なわれると思われます。さらに、買入れる金融資産のうち、ETF、J-REIT、社債といったリスクの高い資産の比率を高めていくことも考えられます。
- ・ また、インターバンク市場金利の低下を抑制するために、現在でも日本銀行当座預金の超過準備には利息（現行0.1%）がつけられていますが、日本銀行当座預金から貸出などに資金が流出することや一段の金利の低下を狙って、付利を撤廃すべきとの意見があります。その一方で、付利

を撤廃すると、銀行が長期国債売却後に資金を日本銀行当座預金に滞留させるインセンティブがなくなるため、長期国債の売却に応じなくなることや、マネタリーベースの目標を達成することが難しくなることも想定され、撤廃することは簡単ではないと考えられます。

Q5 . 量的・質的金融緩和の副作用はないのでしょうか？

- ・ これまでに実施されたことのない政策であり、多くの不確定要素があるのは確かです。その中で最も懸念される副作用が、大量の長期国債の買入れが財政ファイナンス、すなわち国債の直接引受ととられることです。日本銀行は、長期国債の買入れは銀行（公開市場操作）を通じて間接的に行なうため財政ファイナンスではないと説明しています。政府が財政赤字削減に前向きな姿勢を示しており、消費税率引き上げも予定されていることから、現時点では長期国債の買入れ額の大きさにもかかわらず、金融市場では財政ファイナンスであるとの見方は出ていません。しかし、今後、財政赤字の削減の取り組みに向けた政府の姿勢が後退するようなことがあれば、量的・質的金融緩和の導入によって財政のたがが緩んでいると評価され、事実上の財政ファイナンスとみなされるリスクは否定できません。また、追加の金融緩和が行なわれ、それが行き過ぎであると評価された場合にも、同様のリスクがあります。
- ・ また、資産バブルを引き起こすリスクもありそうです。実際、市場規模がそれほど大きくないJ - R E I Tでは、日本銀行の買入れを見越して価格が急騰しています。日本銀行の量的緩和の目的のひとつであるポートフォリオ・リバランス効果は、大量に供給された資金が、貸出などの手段によって銀行を通じて流れ出し、株式市場や不動産市場といったリスクが高い市場に流入することを狙っています。こうした動きが行き過ぎてしまうと、一部の資産価格の上昇が一般物価の上昇と比べて高くなり過ぎる可能性はあります。
- ・ さらに、銀行から長期国債を買入れる入札（公開市場操作）が円滑に進むかどうかという問題もあります。量的緩和の導入時や資産買入等の基金による買入れ時においても、札割れ、すなわち金融調節のためのオペレーションをオファーした際に、金融機関から申し込まれた金額が入札予定額に達しない状態が発生し、ターゲットの達成に苦心した経緯があります。日本銀行もこうした事態が発生することを憂慮しており、国債買入れを円滑に行うために、取引先金融機関の積極的な応札が必要であり、金融市場調節や市場取引全般に関し、これまで以上に密接な意見交換を行う場を設けるとしています。
- ・ そのほか、金融市場にショックが発生した際に機動性に欠けるというリスクや、量的・質的金融緩和を打ち切る際の出口戦略が難しくなっているというリスクも挙げられます。

お問合せ先 調査部 小林 真一郎

E-mail : chosa-report@murc.jp

- ご利用に際して -

- l 本資料は、信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- l また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一した見解を示すものではありません。
- l 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- l 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所:三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- l 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡下さい。