
けいざい早わかり 2014年度第2号

量的・質的金融緩和の効果と今後の展望

【目次】

- Q1. 量的・質的金融緩和の効果はどのくらいあったのでしょうか？ p.1
- Q2. 今後、物価はさらに上昇していくのでしょうか？ p.2
- Q3. 追加の金融緩和は行われるのでしょうか？ p.4
- Q4. 日本銀行が国債を買い過ぎても大丈夫ですか？ p.4

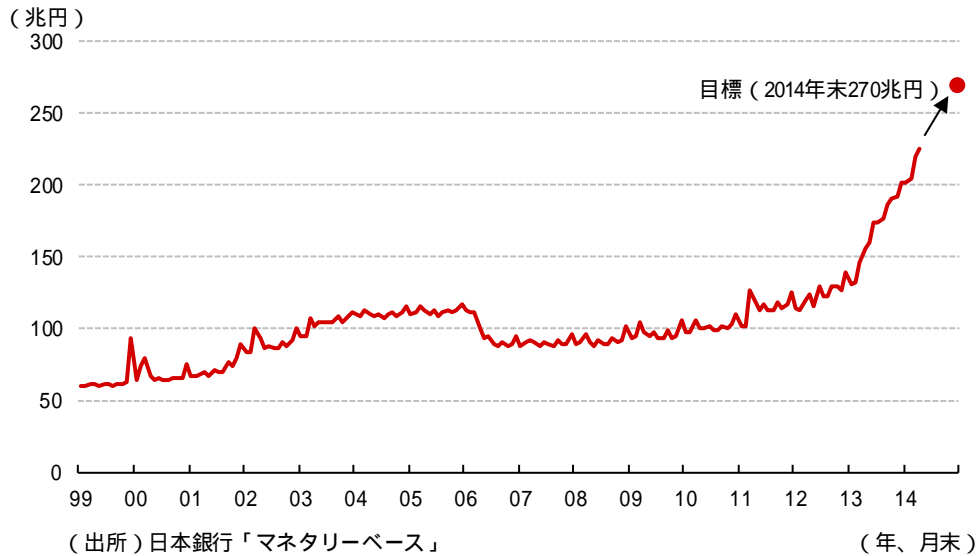
三菱UFJリサーチ & コンサルティング株式会社

調査部 主任研究員 小林 真一郎
〒105-8501 東京都港区虎ノ門 5-11-2
TEL: 03-6733-1070

Q1 . 量的・質的金融緩和の効果はどのくらいあったのでしょうか？

- ・ 2013年4月4日に黒田新総裁のもとで異次元の金融緩和といわれた量的・質的金融緩和が導入され、1年以上経過しました。この間、マネタリーベースを2013年末に200兆円、2014年末に270兆円まで増加させるという当初の計画通り緩和は進められており、マネタリーベースは2014年4月末に225.5兆円まで増加しています（図表1）。

図表1 . マネタリーベースの実績と目標



- ・ これに対し、日本銀行が目標としている消費者物価（生鮮食品を除く総合）は、導入当初の2013年4月時点では前年比 - 0.4%でしたが、2014年3月には前年比 + 1.3%まで上昇しています。こうした物価上昇率の高まりを受けて、日本銀行は目標の実現に向けた道筋を順調にたどっているとして、「2年程度で2%」の物価目標の達成に自信を深めています。日本銀行が半年ごとに発表している経済・物価情勢の展望（以下、展望レポート）が4月30日に発表されましたが、この中で物価の見通し（消費税の影響を除くベース）については、2015年度の中盤頃に2%に達する可能性が高いと述べられています。
- ・ 具体的に展望レポートの中で示された物価見通しの数字（政策委員の大勢見通しの中央値）は、2013年度の前年比 + 0.8%に対し、2014年度同 + 1.3%、2015年度同 + 1.9%、2016年度同 + 2.1%となっています（図表2）。ここまで順調に見通しに沿って推移しているとの見方を反映し、2014年度、2015年度については1月時点の見通しから修正されていません。また、今回新たに示された2016年度については2.1%とされ、目標とする物価上昇率が定着化するとの見方が示されました。
- ・ もっとも、最近の物価の上昇は、必ずしも日銀が想定していた要因によって生じたものとはいえません。景気がよくなって需要が高まった結果として物価が上がったというよりも、円安によって輸入物価が上昇した効果によるところが大きいと考えられるためです。中でも電気料金、ガソリン代といったエネルギー価格の上昇幅が大きく、パソコン、衣料品、カバンなどの身の回り品といった輸入品の値上がりも目立っています。さらに最近では、食料品や家電製品などにも輸入品を中心に

価格上昇の動きが広がっています。

- ・ 以上のように、結果だけみれば足元までの物価上昇率は日本銀行の当初見通しに近い状態にあるといえますが、日本銀行が量的・質的金融緩和の導入時に想定していた、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効果、リスク資産運用や貸出を増やすポートフォリオ・リバランスによる効果、市場、経済主体の期待の抜本的転換による効果（期待インフレ率の上昇による効果）によって物価が上昇してきたわけではないことがわかります。

図表2. 展望レポートで示された政策委員の大勢見通し（中央値）

	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
2013年度	+2.2	+0.8	
2014年度	+1.1	+3.3	+1.3
2015年度	+1.5	+2.6	+1.9
2016年度	+1.3	+2.8	+2.1

(注1) 対前年度比、政策委員見通しの中央値

(注2) 2013年度の消費者物価は実績

(出所) 日本銀行「経済・物価情勢の展望(2014年4月)」

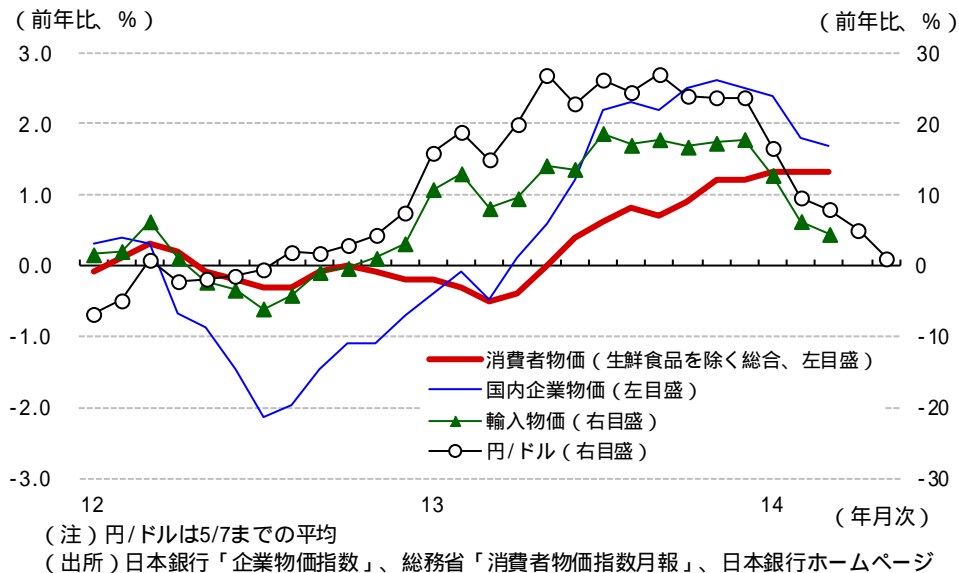
Q2. 今後、物価はさらに上昇していくのでしょうか？

- ・ 今後の物価動向を予想するうえでポイントとなるのが円相場と輸入物価であり、その動向次第では消費者物価（生鮮食品を除く総合）の伸び率も鈍化していくと考えられます。
- ・ ここ1年、円は対ドルで100円前後の横ばい圏での動きにとどまっています。このため、円安による物価押し上げ圧力も、今後は一巡してくる見込みです。為替の影響を受けやすい輸入物価指数の伸び率は、2013年7月に一時、前年比で+18.6%まで拡大しましたが、2014年3月には同+4.4%まで縮小しています(図表3)。このため、今後は輸入物価の上昇幅の縮小の影響が徐々に国内物価にも浸透してくると予想されます。
- ・ 日本銀行は展望レポートの中で、消費者物価（生鮮食品を除く総合）の前年比は、消費税率引き上げの直接的な影響を除くベースで、暫くの間、1%台前半で推移するとしています。これは円安効果の一巡が物価の伸び率を低下させる一方で、物価を押し上げる別の力が働くことで、現状程度の伸び率が維持されると想定しているためです。そして2014年度後半からは、この物価を押し上げる力が増してくるため、消費者物価（生鮮食品を除く総合）の伸び率は再び上昇傾向をたどると説明しています。
- ・ こうした物価を押し上げる要因としては、实体经济に即した要因と期待インフレ率の上昇による要因の2つが展望レポートの中で指摘されています。
- ・ 前者については、労働需給が引き締まり、国内需要の堅調を背景に失業率が3%台半ばとみられる

構造的失業率（求人と求職の間にあるミスマッチを原因とした失業を除いて、過剰労働力が解消した状態の失業率）に近づいており、このため需給ギャップ（潜在GDPと実際のGDPとの乖離）のマイナスもほぼ解消していると説明しています。日本銀行は、2014年度下期に需給ギャップがプラス（需要超過）基調に定着し、その後はプラス幅が一段と拡大していくとしており、これが物価を押し上げ続ける要因となると見込んでいます。

- また、後者については、労使間の賃金交渉で物価上昇率の高まりが意識されていることや、企業の間で従来の低価格戦略から付加価値を高めつつ販売価格を引き上げる戦略へと切り替える動きがみられるようになっていることを、中長期的な予想物価上昇率の高まりの具体的な例として挙げています。
- 人手不足感の高まりや賃金の底打ちによって、企業が販売価格を引き上げる余地が広がってきていることは確かです。このため、一部の商品やサービスでは消費税引き上げ後も物価上昇率が高まる可能性があります。ただし、企業が人件費の増加に慎重な姿勢を崩しておらず、恒常的に価格転嫁が可能なほど賃金が上がっていく状態には至っていないことを勘案すると、円安や輸入物価による押し上げ効果の剥落を補ったうえで、物価上昇率が2%まで高まり、それを維持していくことは難しいと考えられます。このため、コストの上昇圧力が鈍ってくれば、企業の価格引き上げの動きも一巡するでしょう。むしろ、消費税率の引き上げ後、物価の上昇幅が賃金の上昇幅を上回る（実質賃金が減少する）ことで次第に個人消費の勢いが弱まり、企業が再び価格を引き下げざるを得なくなる可能性もあります。

図表3.一巡する円安と物価動向



Q3 . 追加の金融緩和は行われるのでしょうか？

- ・ 4月の展望レポートにおいて、日本銀行が物価目標の達成に自信を示したことから、追加緩和はしばらくなさそうだという見方が金融市場で強まっています。もっとも、黒田総裁は、物価目標に向けた道筋からずれていくことがあれば、躊躇なく政策調整するとして、場合によっては追加の金融緩和に踏み切る可能性を示唆しています。
- ・ 4月からの消費税率の8%への引き上げにより、消費者物価（生鮮食品を除く総合）は4月については前年比で1.7%ポイント程度、5月以降は同2%ポイント程度押し上げられる見込みですが、その効果を除いて考えると、次第に伸び率が縮小していく可能性が高く、消費者物価（生鮮食品を除く総合）の伸びの鈍化が鮮明となってくるタイミングでは金融緩和が高まることになりそうです。
- ・ ただし、その場合でも、簡単に緩和に踏み切ることはできないでしょう。日本銀行自ら量的・質的金融緩和に限界があることを認めてしまうことになり、期待インフレ率を高めようとする自らの政策の効果を減退させるリスクもはらんでいるためです。したがって、追加緩和を行うとしても、7月の展望レポートの内容を見直すタイミングや、10月の次回の展望レポートの発表のタイミングなど、政策委員会で十分な議論を経たうえで行われることになると思われます。
- ・ なお、マネタリーベースの目標は2014年末に270兆円に達するペースで増加させるとなっておりますが、その後の計画については明確に示されていません。示されている計画は、マネタリーベースを年間60~70兆円増やせば2年で270兆円に達するというものであり、今後、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するという導入時の計画に変更が加えられなければ、さらに同じペースで国債が買われることとなります。この場合、2015年末には330兆円程度まで膨らむ見込みです。

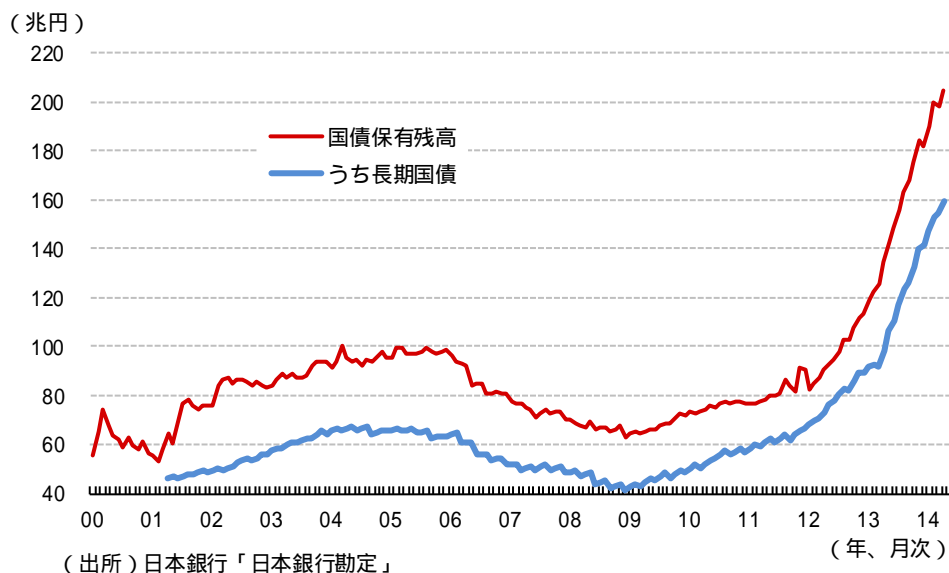
Q4 . 日本銀行が国債を買い過ぎても大丈夫ですか？

- ・ 追加で金融緩和を実施する場合、その政策手段は限られています。J-REITやETFも買い取りの対象となっており、これらを買増すことも選択肢として考えられますが、そもそもの市場規模が国債と比べて小さいので、主力手段としてはどうしても国債を買増していくことになるでしょう。
- ・ 日本銀行の国債の買い入れ状況をみると、量的・質的金融緩和の導入後に急増しており、2014年4月末時点で204.4兆円に達しており、このうち159.1兆円が長期国債です（図表4）。また、日本銀行が作成している2013年12月末の資金循環統計（速報）によると、長期国債（財投債を含む）の残高827.1兆円のうち日本銀行の保有額は143.6兆円と、発行額の17.4%を占めています（図表5）。
- ・ 現在の計画では、2014年末には長期国債の買い入れ額が190兆円に達する見込みであり、発行額の22%程度まで上昇すると予想されます。長期国債の流動性が乏しくなり、自由な金利変動が行われなくなるリスクが指摘されていますが、そうした中で追加の金融緩和を

行い、多額の長期国債を買い増すことになれば、リスクがさらに高まることになるでしょう。

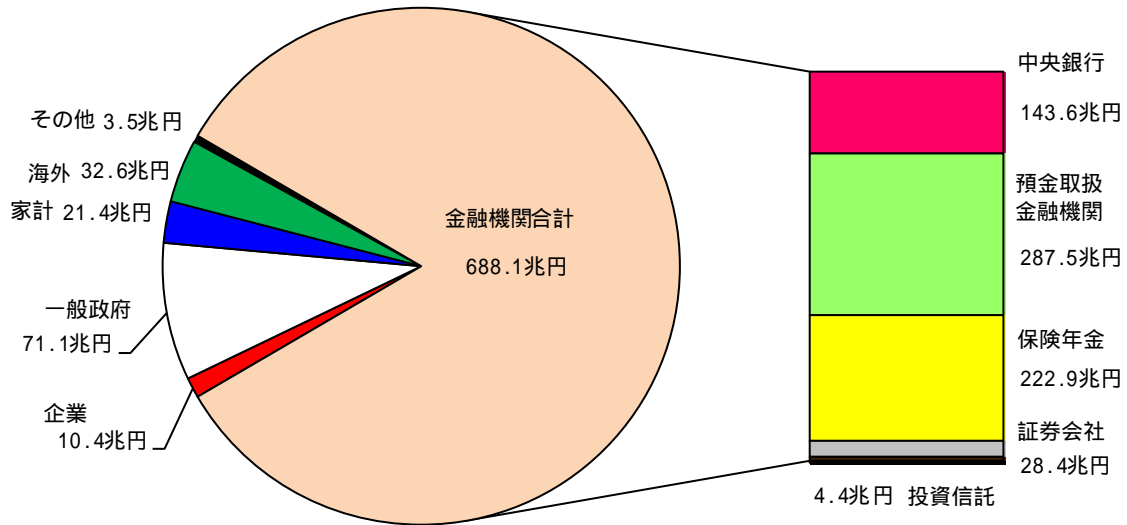
- ・ さらに、多額の長期国債を買い増せば、金融市場に事実上の財政ファイナンスと捉えられかねない懸念があります。追加金融緩和が実施された場合、長期金利については、長期国債の需給が逼迫するので基本的には長期間にわたって低位で安定する要因となるはずですが、買い増す金額しだいでは財政ファイナンスと捉えられ、金利が急上昇するリスクもあります。どのくらいの金額までであれば金融市場に受け入れられるかの目途はなく、また追加緩和を行うことで再度の追加の思惑が生じることも考えられるため、日本銀行にとって追加緩和は危険な賭けとなる可能性があります。また、貿易収支の赤字幅が拡大傾向にあり、経常収支の黒字幅も大きく縮小している足元の環境下では、以前よりも財政ファイナンスと見なされるリスクが増していると考えられます。

図表4. 日本銀行の国債保有残高の推移



図表5. 長期国債保有者の内訳 (2013年12月末)

【2013年12月末：827.1兆円の内訳】



- (注1) 国債・財投債の残高で国庫短期証券は含まない
 (注2) 預金取扱機関にはゆうちょ銀行も含む
 (出所) 日本銀行「資金循環統計」

お問い合わせ先 調査部 小林 真一郎
 E-mail : chosa-report@murc.jp

- ご利用に際して -

- 本資料は、信頼できると思わ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。
- 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。
- 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。
- 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。
- 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。当社までご連絡下さい。