
けいざい早わかり 2014年度第11号

追加緩和に踏み切った日本銀行の金融政策

【目次】

- Q1. どうして日本銀行は追加緩和を行ったのですか？ p.1
- Q2. 追加緩和により政策運営はどのように変わるのですか？ p.2
- Q3. 追加緩和により物価が上昇するのでしょうか？ p.4
- Q4. 今後も追加緩和が行われる可能性はありますか？ p.4
- Q5. 追加緩和は消費税率引き上げ判断に影響しますか？ p.5

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)

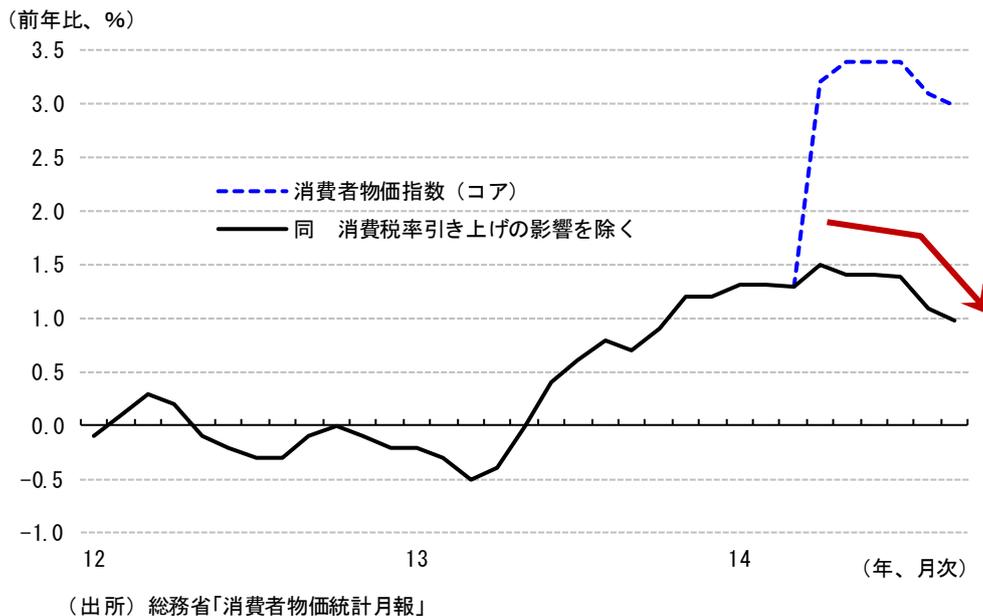
〒105-8501 東京都港区虎ノ門 5-11-2

TEL: 03-6733-1070

Q 1. どうして日本銀行は追加緩和を行ったのですか？

- 物価上昇圧力が弱まってきたと判断したことが大きな理由です。日本銀行は、金融政策決定会合後の声明文の中で、景気が「基調的には緩やかな回復を続けており、先行きも潜在成長率を上回る成長を続けると予想される」として、これまでの景気認識に変化がないことを強調しています。その一方で、「物価面では、このところ、消費税率引き上げ後の需要面での弱めの動きや原油価格の大幅な下落が、物価の下押し要因として働いている」と述べています。さらに、「現在の物価下押し圧力が残存する場合、これまで着実に進んできたデフレマインドの転換が遅延するリスクがある」と指摘し、「こうしたリスクの顕現化を未然に防ぎ、好転している期待形成のモメンタムを維持するため」金融緩和の拡大が必要であったと説明しています。量的・質的金融緩和のねらいは、期待インフレ率を高めることを通じて実際の物価を引上げて行くというものであり、物価は上がらないという観測が広がることを阻止することが必要でした。
- 最近の物価動向をみると、消費者物価指数（生鮮食品を除く総合、以下コア）は、9月は前年比で+3.0%と高い伸びとなっていますが、これは消費税率引き上げの影響を受けたためです（図表1）。日本銀行は、増税による押し上げ効果は2%と試算しており、その影響を除くと同+1.0%まで低下しています。黒田総裁は、量的・質的金融緩和の効果によって日本はデフレから脱却しつつあり、消費者物価指数（コア）が前年比で+1%を割り込むことはないとの見通しを以前から示していましたが、同時に「物価安定目標に向けた道筋から外れる懸念があれば、躊躇なく政策の調整を行う」として、追加緩和の実施を示唆していました。このため、今回のタイミングでの追加緩和は、総裁の公約通りの行動であったといえます。仮に緩和を見送っていれば、日本銀行の何が何でも物価を上げるとの姿勢に対する不信感が生じるリスクがありました。

図表 1. 弱まる物価上昇圧力



- また、金融緩和と同じタイミングで経済・物価情勢の展望（以下、展望レポート）が発表されました。このレポートは先行きの経済・物価見通しや上振れ・下振れ要因を点検し、日本銀行の金融政策運営の考え方を整理したもので、4月と10月の年2回発表されています。この中で毎回注目されるのが、政策委員の実質GDP成長率と消費者物価指数（コア）の見通しを集計した大勢見通しの中央値です（図表2）。最近の景気の状態から判断して、2014年度の実質GDP成長率の見通しは下方修正せざるをえない状況でしたが、それに合わせて消費者物価指数の見通しまで下方修正してしまうと、これまでの量的・質的金融緩和の効果が十分でない自ら認めてしまうことになりかねません。そうすると、日本銀行がねらっている期待インフレ率を高める効果が薄らいでしまいます。そこで、追加緩和を行うことで消費者物価指数の予想の下方修正を回避したことも追加緩和を行った理由として考えられます。

図表2. 2014～2016年度の政策委員の大勢見通し

(前年比、%)

	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
2014年度	+0.5 <+1.0>	+3.2 <+3.3>	+1.2 <+1.3>
2015年度	+1.5 <+1.5>	+2.4 <+2.6>	+1.7 <+1.9>
2016年度	+1.2 <+1.3>	+2.8 <+2.8>	+2.1 <+2.1>

(注1) 対前年度比、政策委員見通しの中央値

(注2) <>は7月時点の見通し

(出所) 日本銀行「経済・物価情勢の展望(2014年10月)」

Q2. 追加緩和により政策運営はどのように変わりますか？

- まず大きな枠組みでは、マネタリーベース（日本銀行が供給する通貨のことであり、具体的には、日銀当座預金の残高に、市中に出回っているお金である日本銀行券発行高と貨幣流通高を加えたもの）の増加目標額が、それまでの年間60～70兆円から約80兆円（約10～20兆円追加）に引き上げられました。
- マネタリーベースを増やす手段ですが、主力となるのが長期国債の買入れです。これまでは年間約50兆円を買入れていましたが、それを80兆円に拡大させます。さらに、ETF、J-REITの買入れペースを3倍増とし、それぞれ年間約3兆円、約900億円増加させることとしました。これらを合計すると年間約83兆円の増加となり、マネタリーベースの増加額とほぼ一致しています。日本銀行は特に説明していませんが、市場で需給がタイト化し、流通利回りがマイナスとなっている国庫短期証券については、今後は買い取り額を増やさないと考えられます。こうした方針の下、日本銀行のバランスシートは図表3のように変化していく見込みです。
- 具体的には、日本銀行の総資産の金額は、2012年末の158兆円から2014年末には297兆円と約1.9

倍に膨らむ見込みです。さらに、量的・質的金融緩和は、オープンエンドで実施（期限を定めずに実施）されており、政策変更がなければ、2015年末には355兆円と約2.6倍まで拡大します。

図表3. 日本銀行のバランスシートの見通し

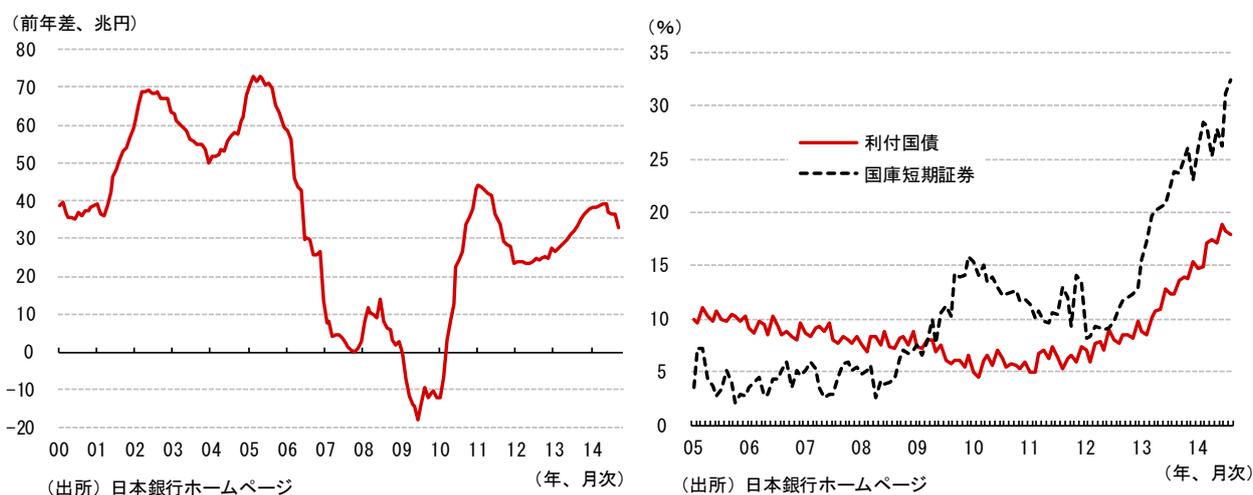
(単位：兆円)

	2012年末 (実績)	2013年末 (実績)	2014年9月 (実績)	2014年末 (見通し)	2015年末 (見通し)	今後の年間 増加ペース
長期国債	89	142	180	200	280	80兆円
国庫短期証券	24	40	49			
CP等	2.1	2.2	2.2	2.2	2.2	残高維持
社債等	2.9	3.2	3.2	3.2	3.2	残高維持
ETF	1.5	2.5	3.2	3.8	6.8	約3兆円
J-REIT	0.11	0.14	0.16	0.18	0.27	約900億円
貸出金	31	27	30			
その他とも資産計	158	224	276	297		
銀行券	87	90	86	93		
当座預金	47	107	162	177		
その他とも負債・純資産計	158	224	276	297		
マネタリーベース	138	202	253	275	355	80兆円

(注) 2015年末の見通しは今後の年間増加ペースを元に当社作成
(出所) 日本銀行ホームページ

- なお、日本銀行が保有している長期国債の償還も進むため、残高を同じペースで増やしていこうとすれば、毎月の買い取り額は一定とはなりません。このため、毎月の買い取りペースは、これまでの7兆円強から8~12兆円程度に増加する見込みです。長期国債の残高は、このところ前年比で30兆円を超えるペースで増えていますが、日本銀行はこれを上回る80兆円程度での買い取りを行う予定です。このため、足元で20%弱まで上昇している国債発行残高に占める日本銀行のシェアは、今後も上昇が続く見込みです(図表4)。また、長期国債の買入れの平均残存期間も、これまでの7年程度から7~10年程度に延長されることになります。

図表4. 長期国債の増加ペースと日本銀行の国債保有シェア



Q3. 追加緩和により物価が上昇するのでしょうか？

- ・ 日本銀行の考え方によれば、「インフレ期待が維持できれば物価上昇圧力は続く」ということになります。今回の追加緩和の結果を反映した審議委員の大勢見通しでも、消費者物価指数（コア）の伸び率は、2015年度中に目標である前年比+2%に達した後、2016年度中も安定的に+2%を上回って推移すると予測されています。しかし、実際には物価が上昇することは難しそうです。
- ・ 量的・質的金融緩和の導入後、物価上昇圧力が高まったのは事実ですが、円安、原油などの国際商品市況の上昇、原発停止に伴う電力料金の引き上げなどの影響も強く受けています。このため、マネタリーベースの増加ペースを10~20兆円引き上げた結果、どの程度の物価押し上げ効果が得られるかといった明確な関係は明らかになっていません。円安効果が一巡し、エネルギー価格の上昇ペースが鈍ったと同時に物価上昇率が鈍化していることからみて、マネタリーベースの増加はほとんど効かなかったと考えることも可能です。日本銀行自身も、インフレ期待を萎ませないことが今回の追加緩和の目的としており、金額の大きさについては、失望感が出なければいくらであっても大差はなかったといえます。
- ・ そもそも日本銀行は、「期待インフレ率が高まっており、実際の物価の押し上げに貢献している」と主張していますが、期待インフレ率を計測することは困難であり、その主張が正しいかどうかは実際には判別が付きません。もっとも、「期待インフレ率は高まっていない」と認めてしまえば、自らインフレ期待を萎ませてしまうリスクがありますので、日本銀行としては、量的・質的金融緩和を継続する限り、マネタリーベースを増やせば物価が上がると主張し続ける必要があります。
- ・ 短期的には、物価の伸び率はさらに鈍化していくと予想されます。消費者物価指数（コア）は、先行する国内企業物価などの川上の物価の動向や、エネルギー価格の上昇率が鈍っていることなどを背景に、10月以降は消費税率引き上げの影響を除いたベースで+1%を割り込んで推移する見込みです。その後は、人手不足を背景とした人件費の上昇や足元の円安が物価の上昇圧力となると考えられますが、同時に原油価格などの国際商品市況が下落していること、景気の持ち直しが遅れる中で企業が販売価格を積極的に引き上げて行くことが困難であることから、大きな上昇圧力にならない可能性があります。このため、消費者物価指数（コア）が日本銀行のターゲットとしている+2%を超え、さらにその伸び率が定着化することは極めて困難であると考えられます。

Q4. 今後も追加緩和が行われる可能性はありますか？

- ・ 黒田総裁はあらゆる手段を使って物価を上昇させるとしており、ターゲットの達成が困難な情勢になれば、再び追加緩和が実施される可能性があります。早ければ、量的・質的金融緩和の導入から2年後の、2015年4月の展望レポートの発表時に追加緩和に追い込まれることも考えられます。ただし、以下の理由から、際限なく緩和を行うことは不可能であり、いずれは物価目標の達成時期を先送りするなどの対応を迫られることになりそうです。
- ・ まず、追加緩和を行うことが量的・質的金融緩和の限界を認めることになりかねず、頻繁には実施できないことが指摘されます。そもそも現在の金融政策の導入時に、黒田総裁は戦力の逐次投入はしないとしましたので、今回の追加緩和は効果が不十分であることを自ら認めることになりか

ねないリスクがありました。さいわい株高や円安など金融市場が急変動したインパクトが大きく、緩和効果についての評価は曖昧となっていますが、再度の追加緩和時には、効果が小さいとの評価が広がる可能性があります。そうすると、日本銀行が重視するインフレ期待を萎ませることにつながりかねません。

- また、予定通りに資金供給を行えるのかという技術的な問題があります。日本銀行の長期国債保有シェアが高まるにつれて流動性が乏しくなっています。金融機関には、ある程度の手元流動性を確保するために換金性の高い国債を保有しておきたいというニーズがありますので、必ずしも日本銀行の買い取りに応じるとは限りません。国債に投資する信託商品を販売している金融機関も、国債への投資を続ける必要があります。こうした中で日本銀行が国債の買い取りペースを高めて行くと、いずれ長期国債の買い入れ時に十分な応札が集まらない、いわゆる札割れの状態に陥る懸念があります。需給がひっ迫している短期国庫証券市場では、10月に札割れが発生し、流通利回りもマイナスに陥っています。これ以上の金融市場の混乱を避けるために、1回あたりの買い取り金額を小口化し、詳細な買い取り予定額を公表していく等、市場との対話を重視する方針が示されていますが、その効果については不透明です。
- さらに、日本銀行の長期国債の保有シェアが高まるにつれて、事実上の財政ファイナンス（国債の直接引き受け）とみなされるリスクが指摘されます。この場合、国債の格付けが引き下げられたり、価格が下落（金利は上昇）することになりかねません。加えて、今回の追加緩和も金融政策決定会合において5対4の僅差で可決されるなど審議委員の意見がばらついていることが明らかになっており、次回も追加緩和案が可決されるとは限りません。
- このように、時間とともに量的・質的金融緩和はその運営が難しくなっており、いずれ限界が明らかになる可能性があります。

Q5. 追加緩和は消費税率引き上げ判断に影響しますか？

- 安倍首相は、消費税率引き上げの判断は7~9月期の実質GDP成長率をみてから12月上旬に行うとしており、日本銀行の金融政策とは直接関係がありません。また、追加金融緩和を決めた金融政策決定会合後の記者会見で黒田総裁は、消費税率引き上げ判断は政府が決定することであり、追加緩和は全く関係がないと述べています。このため、今回の追加緩和は直接的には消費税率引き上げ判断に影響を及ぼすことはないと考えられます。
- その一方で、今回の展望レポートの中では、財政の中長期的な持続可能性に対する信認が低下すれば、人々の将来不安の強まりや経済実態から乖離した長期金利の上昇などを通じて経済の下振れにつながるとして、財政の健全化の必要性が強調されています。
- 日本銀行としても、現在の量的・質的金融緩和が事実上の財政ファイナンスとみなされるリスクや、国債価格が急落（長期金利は急上昇）するリスクに配慮しつつ、金融緩和を推進しています。このため、2012年10月に政府との間で交わした政策協定（アコード）である「デフレ脱却に向けた取組について」の中で明記されたように、金融面で強力に緩和を推進していく一方で、政府には規制・制度改革、予算・財政投融资、税制など最適な政策手段をとっていくことを常に求めているといえ

ます。金融政策決定会合後の記者会見でも、黒田総裁は財政の持続可能性が担保されることが重要であることは中央銀行として当然の主張であるとしており、政府が財政再建に取り組む姿勢を示すことを改めて求めています。日本銀行が財政健全化の推進を求めたからといって消費税率引き上げを促す材料にはなりません。金融緩和の強化は消費税率引き上げによる景気の悪化を緩和する材料と捉えることが可能であるため、政府が増税を決断するサポート材料になると考えられます。

- ・ なお、年金積立金管理運用独立行政法人（G P I F）が、運用資産の構成において株式のシェアを引き上げ、国債のシェアを引き下げることについて10月31日に発表しています（2014年6月末時点で、G P I Fの国内債券での運用額は67.9兆円であり、運用資産に占める割合は約53.4%ですが、これを35%に低下させる方針です）。黒田総裁は、追加緩和の目的がG P I Fの売却する長期国債を吸収するためではないことを強調しており、その可能性も低いと思われませんが、両者の連携を指摘する意見もあります。

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 －

- 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。
- 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ので、当社までご連絡下さい。