

「量的・質的金融緩和」の効果とリスク

(月例グローバル経済金融レビュー)

<要旨>

4月4日、日本銀行は「量的・質的金融緩和」の導入に踏み切った。これまでの日銀のスタンスを大きく変えた緩和策は、まさに「アベノミクス」が志向する金融政策を形にしたものであり、国内経済主体の期待の変化が経済を上向かせる効果を重視し、期待に働きかけることを第一に考える点を最大の特徴とする。

昨年秋以降、円安と株高が進み、マインド改善によって消費を押し上げた点では、一連の緩和策は成功を収めたと言える。しかし、輸出・生産の動きは必ずしも芳しいものではなく、企業の設備投資に対する姿勢は慎重なものに留まっているなど、国内実体経済の動きはまだ弱い。回復への動きが続くために外需の牽引が必要である点は、今回の緩和策導入後も変わらない。

海外では、欧州景気が今後も厳しい状態が続くと見られる他、中国には再び高騰し始めた住宅価格を抑えることで景気が下振れるリスクが出てきた。今回の日銀の緩和策は、今のところ国内経済に好影響を及ぼしているが、この先の海外経済動向によっては、日本に対してデメリットやリスクをもたらす可能性もある。

1. 大きな転換点を迎えた日本の金融政策

(1) 「量的・質的金融緩和」の導入

2013年4月4日、黒田新総裁率いる日本銀行は「量的・質的金融緩和」を導入、「2年程度の期間を念頭に置いて消費者物価上昇率2%の実現を目指す」と、期限を伴った物価上昇率目標をはっきりと打ち出した。

今回の決定内容の柱は、大きく3つある。

① マネタリーベース・コントロールの採用

金融政策における操作の対象を、無担保コールレート翌日物という金利からマネタリーベースに変更。マネタリーベース残高を2012年末実績の138兆円から、2013年末に200兆円、2014年末には270兆円まで、「2年で2倍」に増加させる。

② 長期国債買入額の増加と年限の延長

長短含む金利全般を低下させるために、長期国債の保有残高が年間約50兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。また、長期国債の買入れ対象を40年含む全年限とし、保有国債の平均年限を、現状の3年弱から7年程度まで、これも2倍程度に延長する。

③ETF、J-リートの買入れ拡大

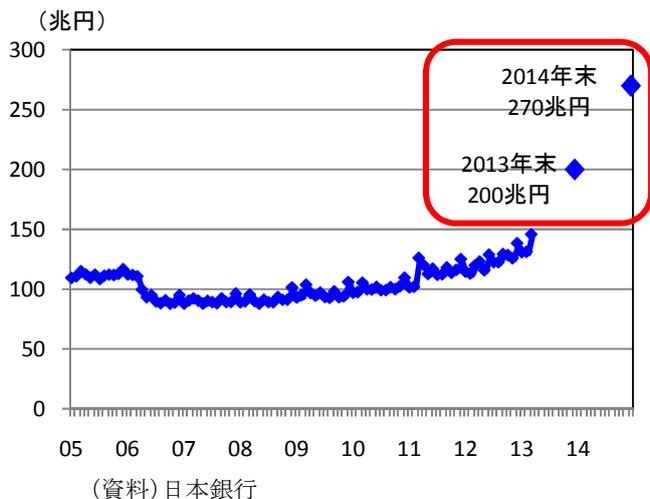
ETF、J-リートの保有残高が、それぞれ年間約1兆円、約300億円のペースで増加するよう買入れを行う。結果としてETFの保有残高は2012年末の1.5兆円から2014年末には3.5兆円に、J-リートは1,100億円から1,700億円に増加する。

今回の政策では、マネタリーベースの残高を今の2倍にまで拡大させることで「量」を追及するとともに、残存期間の長い国債とETF・J-リートといったリスク性資産を購入することで「質」にも配慮しており、これが「量的・質的」という名の所以となっている。

今回の決定の背景にある思想は、「期待の効果を重視し、期待に働きかけることを第一に考えていること」で、ここが経済成長力強化とのバランスを取りながら金融緩和を進めていた従来のスタンスとの最大の相違点であり、まさに所謂「アベノミクス」が考える金融政策を形にしたものと言えるだろう。これは270兆円という非常に大きい数字を前面に出すことで日銀の強い姿勢を示した他、声明文において「2年で2倍」や「次元の異なる金融緩和」といった、印象に残りやすい言葉を使っていることにも、期待重視のスタンスが表れている(図表1)。

この政策が狙うのは、日銀が物価目標達成に向けた強い姿勢を示すことで家計・企業が抱く物価上昇期待を高め、家計に対してはデフレ下での買い控えをやめて消費を増やすこと、そして企業に対しては実質金利低下による設備投資促進を狙ったものである。それを後押しするために、金融緩和強化で進んだ円安による輸出押し上げ効果と、株価上昇による資産効果を側面支援材料とする。これによる企業収益増加は人件費増につながり、更に国内需要が増える—という好循環を起し、実際のデフレ脱却に到達させるシナリオである。昨年秋から安倍政権が志向する金融緩和への期待が円安と株高を招き、マインドの改善によって2013年以降の消費を押し上げていることや、今回の政策導入後株価が更に上昇した点では、今のところ期待を上向かせることに成功していると言える(図表2)。

図表1 マネタリーベース残高の推移



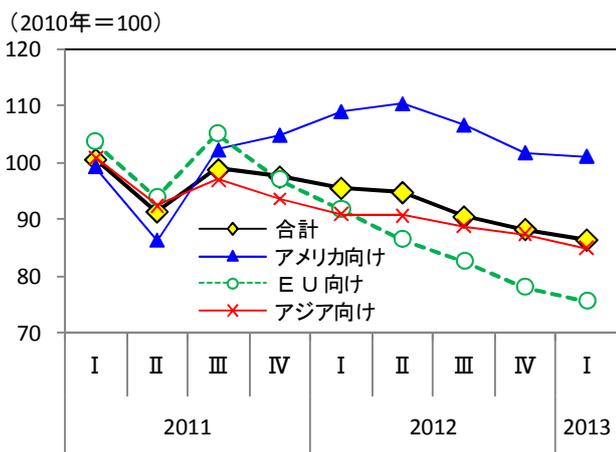
図表2 個人消費の動き



(2) 国内実体経済はまだ安定回復に至らず

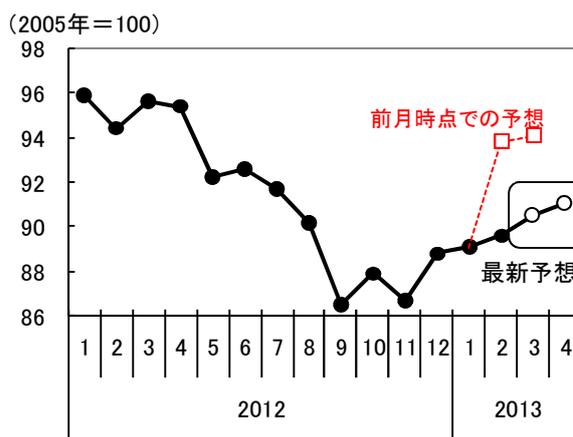
しかし、国内景気全体が安定した回復基調にあるわけではなく、昨年来の株価上昇はなお期待先行の色を残している。過去において度々日本の景気後退局面脱却のきっかけになった輸出は、欧州・アジア向けを中心としてなお弱い(図表3)。そして輸出と連動性が高い鉱工業生産は、2月に前月比+0.6%と増加基調は維持したものの、前月時点での予想+5.3%を大きく下回る弱い結果となった(図表4)。

図表3 輸出数量指数の動き



(資料)財務省「貿易統計」

図表4 鉱工業生産指数の動き

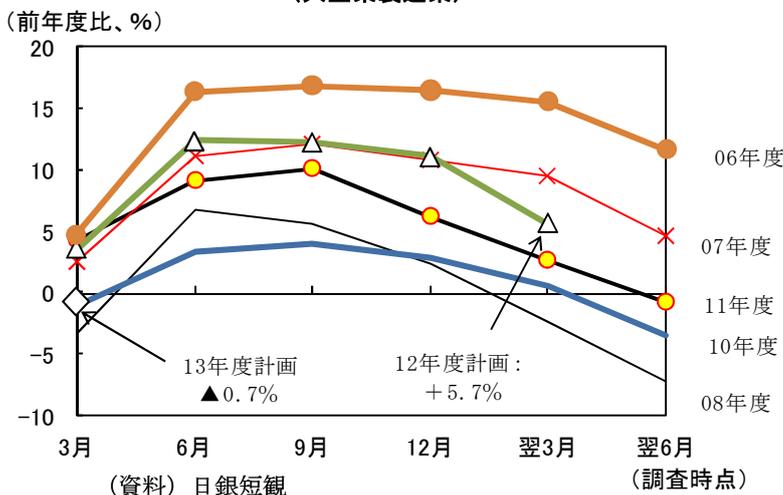


(資料)経済産業省「生産・出荷・在庫統計」

企業の設備投資に対する姿勢もまだ慎重なままである。日銀短観(2013年3月調査)における大企業製造業の2012年度設備投資計画は前年比+5.7%とプラスだが、前回(2012年12月)調査の同+11.1%から4.8%の下方修正となった(図表5)。例年は前回調査比でほぼ横ばいとなるこの時期では異例の下方修正であり、昨年来進んだ円安の下でも「業況は改善しているものの投資は減らす」という形になっている。

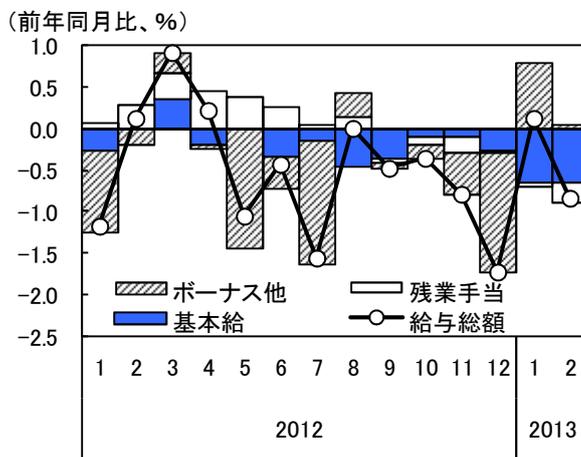
また、マインド改善によって増加した個人消費に関しても、足許の賃金がなお弱いことに鑑みれば持続性に乏しく、安定した消費回復を確信できる状態にはまだ遠い(図表6)。民間需要の基盤はなお弱く、国内景気が自律的な回復過程に入ったわけではないと判断するべきだろう。

図表5 日銀短観の設備投資計画修正パターン (大企業製造業)



(資料)日銀短観

図表6 一人当たり賃金の動き



(資料)厚生労働省「毎月勤労統計」

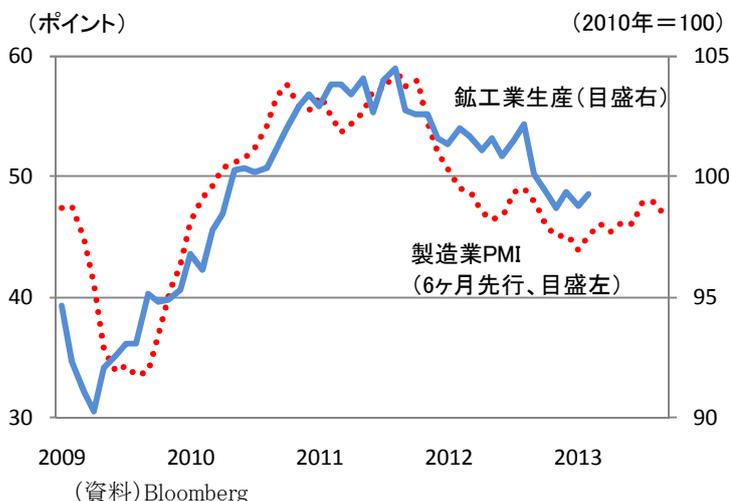
過去十数年の日本経済の動きから見て、非製造業部門が国内経済の牽引役たり得るほどの力強さを持続させることは期待し難く、輸出増に支えられた製造業部門の回復なくして景気は安定しないと見る。また、海外景気失速というネガティブな外的ショックがあった場合には、量的・質的金融緩和が狙う景気の持続的回復とデフレ脱却の実現は難しくなるだろう。海外経済の順調な推移と輸出の増加が必要である点は、量的・質的緩和政策導入後も変わらない。

2. 海外経済・金融情勢

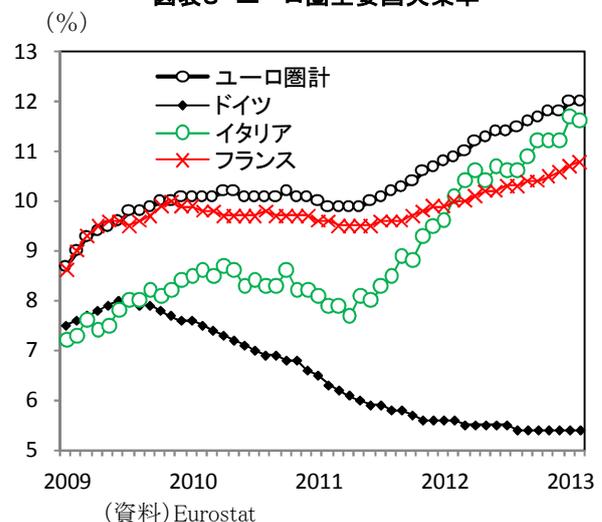
(1) 欧州 ～ 実体経済は現状も先行きも厳しい状態変わらず

そこで海外経済・金融情勢に目を転じれば、ユーロ圏は依然として厳しい情勢にあり、実体経済の芳しくない状態が続くと見られる点で従来と変化はない。昨年9月以降、欧州中央銀行による無制限の国債買入れ策(OMT)導入以降、生産の先行指標であるPMIなど企業マインド指数が改善していたことは数少ない明るい材料であったが、その後の鉱工業生産は、輸出減少や緊縮財政をはじめとする内需低迷の影響を受けて低迷が続いたまま推移した。かかる中、先行指標である製造業PMIは3月に再び悪化に転じ、今後もユーロ圏景気の厳しい状態が続く可能性を示唆している(図表7)。家計部門に関しても、失業率の悪化に歯止めがかかっておらず、ユーロ圏全体で12.0%に達している(図表8)。

図表7 ユーロ圏の製造業PMIと生産指数



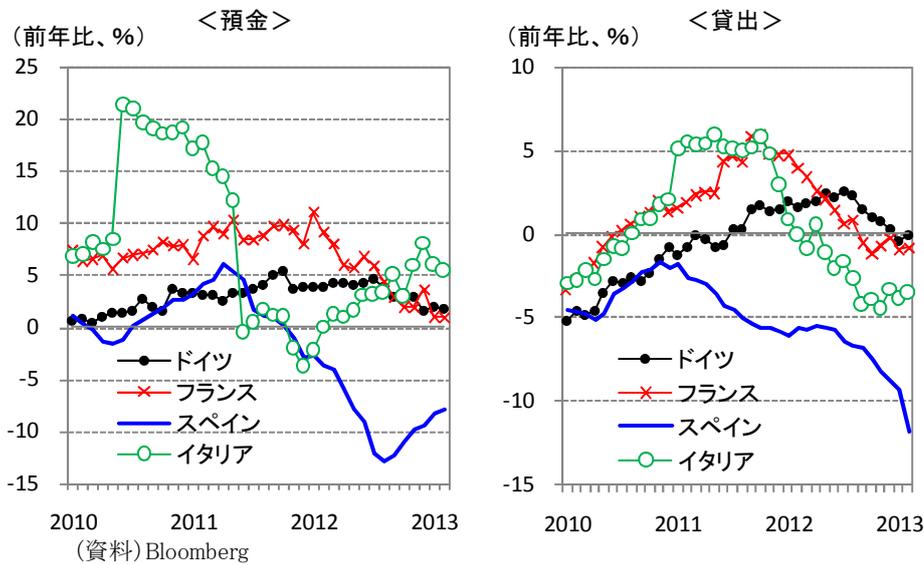
図表8 ユーロ圏主要国失業率



3月に欧州金融市場緊張化のきっかけとなったキプロスについては、4月12日のユーロ圏財務相会合において最大100億ユーロの支援で合意、欧州金融市場は国債利回りなどで見ても落ち着いた状態を維持している。しかしこの先、同国政府が支援を受ける条件として130億ユーロを調達する必要があり、現時点で予定されている銀行預金への課税や国有財産売却による調達と、その結果としての救済がスムーズに進むかについては依然として不透明感が残っている。

この結果、なお預金と貸出の減少が続くスペインをはじめとする他国銀行部門への伝播リスクは解消されていない(図表9)。加えて、2月の選挙以降政権樹立の見通しが立っていないイタリアで再選挙になった場合、同国の失業率が2011年夏以降ユーロ圏平均と比べても速いペースで上昇してきたため、財政再建を拒む投票結果が出て国際金融市場にとって悪材料となる可能性がある。

図表9 ユーロ圏主要国銀行の預金と貸出の動き



(2) 米国 ～ 減速は一時的、年後半から再加速を見込む

米国経済については、3月の非農民間雇用者数の増加幅が前月差8.8万人と2月の26.8万人から縮小した他、製造業ISM指数が2月の54.2から51.3に低下するなど、景気回復ペースが鈍化する動きが見られた(図表10)。

図表10 米国雇用情勢の動き



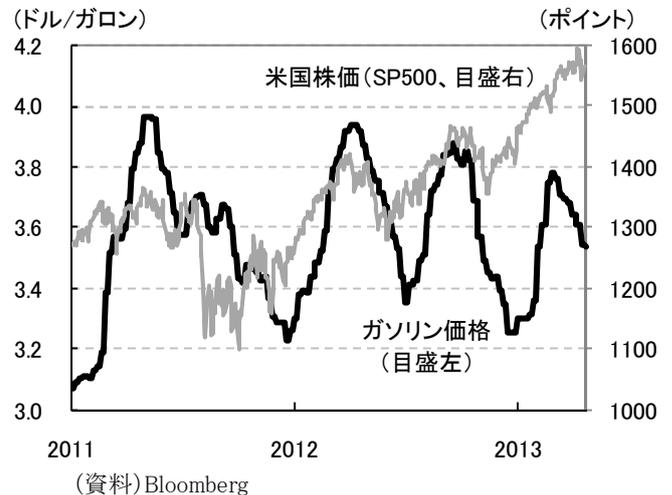
しかし、当部は米国経済の回復基調は維持されると見る。その最大の根拠は、住宅着工戸数が年率100万戸を超えるなど、住宅市場回復の流れが続いていることである(次頁図表11)。住宅市場の回復は、この先の建設業中心とする雇用増加要因となる他、耐久消費財への需要を誘発す

る効果も期待できる。更には、2月下旬からのガソリン価格低下は家計の実質購買力を向上させる上に、株価上昇は資産効果を通じて消費にプラス要因となる(図表12)。3月の雇用者増加ペース鈍化は一時的なものに留まり、夏以降の成長ペースは再び加速し、世界経済の下支え役になるだろう。

図表11 米国住宅着工件数とGDP成長率への寄与度



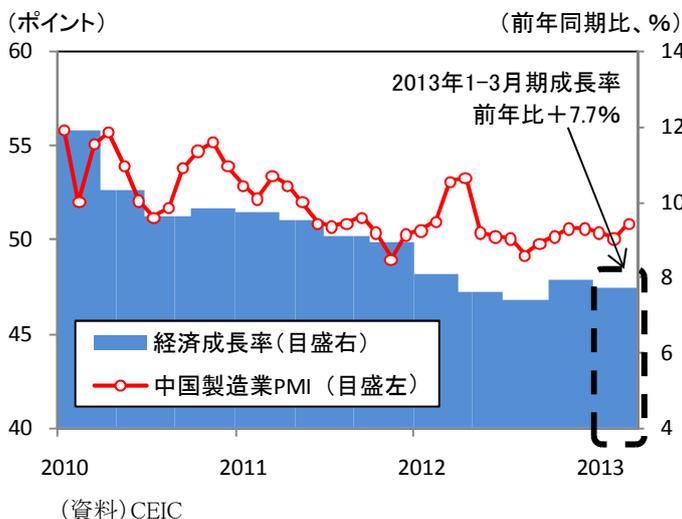
図表12 米国ガソリン価格と株価



(3) アジア新興国 ～ 中国の回復は緩やかなものに留まる見込み

米国と並ぶ世界経済の牽引役として期待される中国経済の拡大ペースは、依然として遅い。10-12月期に前年比+7.9%だった経済成長率は、1-3月期に8%を回復すると見られていたが、実際には+7.7%と低下した(図表13)。最も大きな要因は個人消費の弱さで、背景には腐敗防止を目的とした儉約令や大気汚染の影響があると見られる。また3月の固定資産投資伸び率(年累計)が前年比+20.9%と横ばいの範囲に留まっていることは、緩やかな成長を許容する政府のスタンスを示すものと言えるだろう(図表14)。

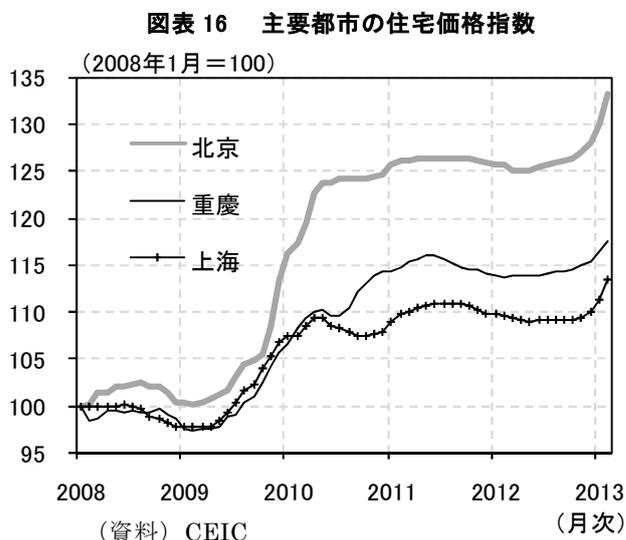
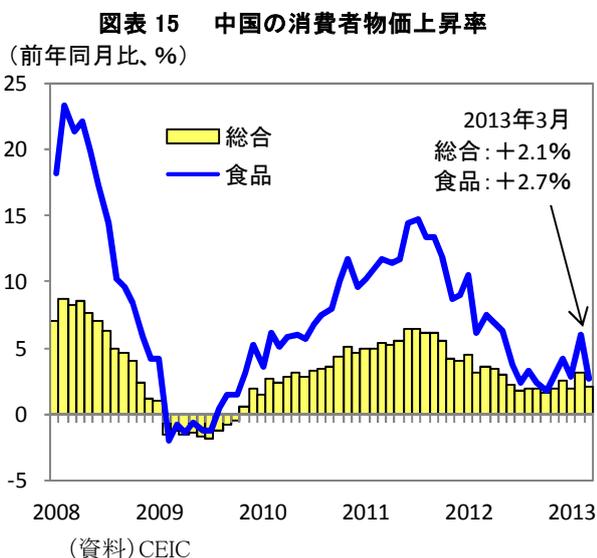
図表13 中国の経済成長率と製造業PMI指数



図表14 中国固定資産投資伸び率



消費の弱さを反映して、中国の消費者物価上昇率は3月で前年同月比+2.1%と依然として低くなっている一方、住宅価格高騰が顕著になっている(図表 15、16)。既に当局は住宅保有規制を厳格化するなどの対応を取っており、これによって住宅価格が下落し、内需がさらに押し下げられるのが、短期的な中国経済のリスク要因である。こうした材料を踏まえると、日本を含めた周辺国にとって、少なくとも今年前半は中国向け輸出増加が期待できない可能性が高い。



3. 「量的・質的緩和政策」の効果とリスク

安倍政権が発足以来志向してきた金融政策は「量的・質的緩和政策」という形となり、今のところ株価上昇やマインド改善による消費増加という効果をもたらした一方で、今後の経済金融情勢にどのような影響を与えるかを見る上では、いくつかの留意点やリスクもある。上で見てきた内外実体経済の現状との関連も踏まえて整理すると、以下のようなことになる。

○世界経済低迷が続いた場合の円安のデメリット

円安は自動車をはじめとする輸出企業の収益に対してプラス材料となる一方で、輸入する原材料価格上昇というマイナス要因にもなる。実際に2013年3月の輸入物価を見ると、契約通貨ベースでは前年同月比▲2.5%とマイナスであるにもかかわらず、円安要因で+10.8%ポイント押し上げられたために、結果として+8.2%上昇している(図表 17)。ここ半年の円安進行ペースが急激な

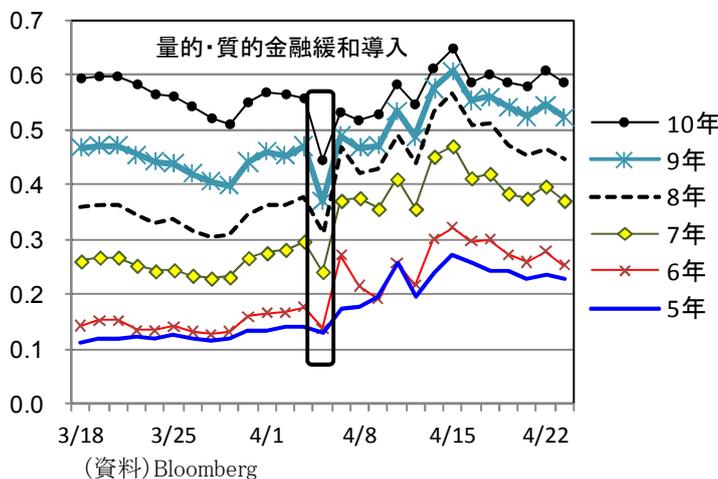


ものであったために、素材系の製造業を中心として円安による原材料価格の上昇が収益圧迫要因になる企業も少なくないと見られ、家計部門にとっても、ガソリンや電気料金などエネルギー価格上昇という負担増加につながる。欧州はもとより、中国景気がこの先停滞色を強め、米国景気も想定より下振れて海外経済全体の低迷が続いた場合には、わが国は円安のメリットを享受できないまま、燃料価格上昇をはじめとする円安のデメリットだけを受けることとなる。

○国債の流動性低下による価格・金利の振れ幅拡大のリスク

今回の決定後、投資家のポジション組直しなどで長期金利の振れ幅が大きくなった(図表 18)。日銀がこの事態への対応策を打ち出し始めたために徐々に落ち着きを取り戻してはいるが、この先年限によっては新規に発行される国債以上の買い入れが行われることになるため。日銀の大量の買入によって民間投資家間での国債流通量と取引機会が著しく減少した状態が続き、市場の価格決定機能が低下して金利が不安定になる可能性は将来的にも残る(図表 19)。

図表 18 5年以上国債利回りの推移



図表 19 日銀が買入れる国債の額と発行計画額

日銀買入額 (5月)		2013年度発行計画 (月平均)	
1～5年	3.0～3.5	5.6	2年・5年
5～10年	3.0～3.5	2.4	10年
10年超	0.8～1.2	1.9	20・30 40年
合計	7.5程度	9.9	合計

(資料) 日銀・財務省

○長期金利の更なる低下による特定資産の価格高騰リスク

今回の緩和策によって、この先の長期金利は低く抑え込まれる期間が長くなったと考えるのが妥当だろう。今まで国債に向かっていた資金の中には、少しでも高い利回りを求めて他の資産に向かう分もあると見られ、これが不動産をはじめとする特定資産に集中すると価格高騰を引き起こす可能性が強まる。

同様のことは、銀行貸出においても起きる可能性がある。銀行が今まで国債によって運用していた資金を貸出に回そうという動きが強まると考えられる中、現在と同様にこの先も設備投資が弱いままで、資金需要が少ない状態が変わらなければ、その資金が不動産をはじめ特定部門に集中しやすくなる。

○将来的な政府の財政規律に対する懸念

発行済紙幣残高以上に長期国債を保有しないという「日銀券ルール」は、日銀が保有する国債残高に上限を設け、中央銀行による財政ファイナンスに対する歯止めとしての性格を持っていたが、今回は大規模な国債買入れを行うために撤廃され、これに代わるものは今のところ用意されて

いない。新規に発行される長期国債の7割を日銀が買う中、政府が財政規律を守らないと判断されれば、いわゆる「悪い金利上昇」が起こる可能性が高くなる。この政策を採用して一定の期間が経った後に消費者物価に動意が見られなかった場合や、海外経済の減速した状態が長引いて国内景気も停滞色を強めた場合、政府と日銀は何らかの追加対応を求められることとなろう。その際に、財政支出を増やすといった手段に出た場合、この懸念はさらに強まる。

今回採用された量的・質的金融緩和は今のところ金融市場に歓迎され、国内経済に好循環をもたらすきっかけとなった。しかし、緩和策の中心的な位置を占める「期待」を明確な基準で測ることが難しいこともあって、この先の日本経済にどのような影響をもたらすかについては現時点では明らかでない。この先の海外景気が下振れた場合など、今後の環境変化によっては悪影響やリスクを及ぼすものにもなり得ると見ておくべきであろう。

図表 20 日米欧中の経済・金利見通し総括

		単位	2013			見通し総括
			1-3	4-6	7-9	
実質経済 成長率	日本	前期比年率 %	+ 1.8	+ 2.6	+ 3.1	2013年度前半は公共投資、後半からは米国向け輸出と消費税率引き上げ前の駆け込み需要で高成長に
	米国		+ 3.0	+ 1.5	+ 2.4	2013年前半は増税などの影響もあって成長率は2～2.5%、年後半から2.5～3%に加速
	欧州		▲ 1.0	▲ 0.5	+ 0.2	マイナス成長脱するまでにおお時間要し、キプロス問題を契機に更なる下振れリスクを抱える
	中国	前年同期比 %	(実績) +7.7	+ 7.9	+ 8.1	2013年の経済政策発動が緩やかなものに留まるため、成長率も8%前後で推移
金融市場	日本 10年債利回り	%	(実績) 0.51～0.84	0.40～0.70	0.40～0.80	年後半は米国長期金利とともに若干上昇するが、量的質的緩和で低水準に抑え込まれる状態続く
	米国 10年債利回り		(実績) 1.76～2.06	1.70～2.10	1.90～2.40	財政に関する不確実性の悪影響が弱まる年後半から2%を超えて上昇
	円ドル レート	円/ドル	(実績) 86.7～96.3	97.0～ 101.0	98.0～ 103.0	年後半の米国成長加速を背景に円安持続
	ユーロドル レート	ユーロ/ドル	(実績) 1.28～1.36	1.26～1.32	1.24～1.30	振れの大きい展開ながら、後半からの米国成長加速によりトレンドはドル高

(資料) 三井住友信託銀行調査部マクロ経済調査グループ作成

(マクロ経済調査グループ 木村 俊夫 : Kimura_Toshio@smtb.jp
花田 普 : Hanada_Hiroshi2@smtb.jp
黨 貞明 : To_Sadaaki@smtb.jp
鹿庭 雄介 : Kaniwa_Yuusuke@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。