

物価目標達成に向けた不確実性 量的・質的金融緩和の効果と副作用

市場調査部上席主任エコノミスト

野口 雄裕

03-3591-1249

takehiro.noguchi@mizuho-ri.co.jp

- 日銀は量的・質的金融緩和による実質金利押し下げ効果と実体経済への波及効果について分析結果を公表した。原油価格下落に加え、個人消費の回復力の鈍さが想定外だったことが示されている。
- 物価目標達成シナリオに必要なインフレ期待上昇には依然として不確実性が残る。家計の消費行動や企業の価格設定行動の変化が物価目標達成の鍵を握っている。
- 日銀は金融緩和の効果に自信を示しているが、金融政策決定会合では金融緩和の副作用も議論されている。金融政策運営において効果と副作用のバランスを踏まえた判断が更に重要となってこよう。

1. 量的・質的金融緩和による消費者物価押し上げ効果は+0.6%

日銀は、5月1日に発表した展望レポート（全文）、及び同日発表した日銀レビュー（「量的・質的金融緩和」：2年間の効果の検証）で、量的・質的金融緩和が金融・経済に与えた政策効果について定量的な検証結果を公表した（図表1）。実質金利は量的・質的金融緩和により0.8%押し下げられ、消費者物価上昇率（除く生鮮食品）は0.6%押し上げられたとの結果が示された。これまで日銀は量的・質的金融緩和が所期の効果を発揮しているとしながらも、具体的な効果を定量的に示してこなかった。未だ物価目標達成が見通せない中、政策効果を検証することは、物価目標達成に向けた重要な一歩と言えよう。

図表1 量的・質的金融緩和の効果

	マクロモデルによる試算 (2013/1Qから2014/4Qまでの各種経済変数の変化)		実績
	【試算1】	【試算2】	
実質金利	▲0.8%	▲0.8%	▲1%弱
中長期的な予想物価上昇率	+0.5%	+0.5%	—
株価(TOPIX)	+18%	+40%	+40%
為替レート(円/ドル)	+8%	+25%	+25%
需給ギャップ	+1.1%	+3.0%	+2.0%
CPI前年比(除く生鮮食品)	+0.6%	+1.0%	+1.0%
実質GDP	+6兆円	+16兆円	+1兆円
個人消費	+2兆円	+5兆円	▲4兆円
設備投資	+3兆円	+7兆円	+3兆円
雇用者報酬(名目)	+2兆円	+5兆円	+6兆円
企業収益	+4兆円	+9兆円	+12兆円

(※) 試算2は株価、為替レート変化率の実績を前提条件とした試算

(資料) 日本銀行よりみずほ総合研究所作成

検証は、量的・質的金融緩和の波及メカニズムを踏まえ、2段階で行われている。日銀が想定する波及メカニズムは、2%の物価目標に対する強く明確なコミットメントとこれを裏打ちする大規模な金融緩和によりインフレ期待を引き上げると同時に、巨額の国債買入れによってイールドカーブ全体に下押し圧力を加えることで、実質金利を押し下げるといったものだ。検証の第1段階では、実質金利がどの程度低下したのかを計測し、第2段階では実質金利低下がどの程度実体経済や物価に影響を与えたかが計測されている。実体経済への影響分析の結果では、個人消費が推計を大きく下回った一方、株価や為替レートは推計以上に株高、円安が進んだことが示されている。原油価格下落に加え、消費増税の影響による個人消費の回復の鈍さが日銀にとって想定外だったことがわかる。4月7・8日の金融政策決定会合議事要旨では、「賃上げは消費性向の高い若年層に手厚く行われている。年金生活者には賃金上昇の恩恵が及びにくく、こうした層の消費動向に注意する必要がある」との指摘がなされている。株高、円安が推計値以上となったのは、金融政策に加え、アベノミクスへの期待感の高まりによる海外投資家の動きなどが影響したものと考えられる。

2. 物価目標達成を巡る不確実性

日銀は、物価目標達成に向け更なるインフレ期待の引き上げが必要としている。日銀の強気の物価見通しは、家計の消費行動や企業の価格設定行動が変化していくことが前提とされているが、シナリオ達成の不確実性は依然として高い。

4月30日に発表された展望レポート（基本的見解）では、物価目標達成時期がこれまでの「2015年度を中心とした期間」から、「2016年度前半」にやや後ろ倒しされた（図表2）。また、2015年度、2016

図表2 日銀展望レポート（2015年4月30日）

(対前年度比:%)

	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	-1.0~-0.8 (-0.9)	+2.8	+0.8
1月時点の見通し	-0.6~-0.4 (-0.5)	+2.9~+3.2 (+2.9)	+0.9~+1.2 (+0.9)
2015年度	+1.5~+2.1 (+2.0)	+0.2~+1.2 (+0.8)	
1月時点の見通し	+1.8~+2.3 (+2.1)	+0.4~+1.3 (+1.0)	
2016年度	+1.4~+1.8 (+1.5)	+1.2~+2.2 (+2.0)	
1月時点の見通し	+1.5~+1.7 (+1.6)	+1.5~+2.3 (+2.2)	
2017年度	+0.1~+0.5 (+0.2)	+2.7~+3.4 (+3.2)	+1.4~+2.1 (+1.9)

(※)政策委員の大勢見通し。()内は政策委員見通しの中央値
(資料)日本銀行

年度の経済・物価見通しはやや下方修正された。もっとも、秋以降に物価上昇率が加速するとの見方に変化はない。日銀は強気の物価見通しを維持していると言えよう。日銀の強気の物価見通しの前提は、家計や企業のインフレ期待が更に高まることだ。展望レポートでは、日銀の物価目標実現に対する強いコミットメントに加え、家計の消費行動や企業の価格設定行動の変化が複合的に作用することが物価見通しの前提とされている。具体的な動きとして、高齢者や女性労働者が高付加価値商品を好む傾向が強まっていることや、小売・サービス業の価格設定についても、従来の安値輸入品を梃子とした低価格戦略から、付加価値を高めつつ販売価格を引き上げる戦略に切り替える動きが見られるとしている。しかしながら、物価目標達成にはこうした動きが更に進む必要がある。展望レポートでは経済・物価見通しの上振れ・下振れ要因が整理されているが(図表3)、①企業や家計の中長期的な予想物価上昇率の動向、②物価上昇率のマクロ的な需給バランスに対する感応度が下振れ要因として指摘されている。①については、エネルギー価格下落の影響から現実の消費者物価の前年比が当面低下基調で推移することが、予想物価上昇率の上昇ペースに影響するリスクである。

黒田総裁は、4月19日のEconomic Club of Minnesotaにおける講演(インフレ予想に対する我々の理解はどこまで進んだか?)の中で、インフレ予想の形成メカニズムに関するボストン連銀のジェフリー・ファーラー氏の研究を紹介している。米国の時系列データを用いた研究によると、先行き4四半期のインフレ予想の変化のうち、およそ40%は過去の実際のインフレ率の動きで説明できるという内容だ。黒田総裁は講演の中で、ファーラー氏の研究と類似の回帰分析を日本のデータに適用すると、過去のインフレ率のインフレ予想の変化に対する説明力が米国よりも高い結果になったと発言した。日本は米国よりも実際のインフレ率の影響を受けやすいことが示唆されている。5月1日に発表された3月の全国コアCPIは、前年比+2.2%と2月(同+2.0%)から上昇幅が拡大した。消費増税による価格上昇分(+2.0%)を除いたベースでは同+0.2%(2月同+0.0%)となる。物価上昇率を押し下げてきた原油価格は足元やや上昇しているが、電気代やガス代は「原燃料費調整制度」を通じて2015年度入り後か

図表3 経済・物価の上振れ、下振れ要因

	要因	内容
経済情勢	①海外経済の動向に関する不確実性	・米国経済の成長ベースやそれが国際金融資本市場に及ぼす影響 ・欧州における債務問題の展開や景気・物価のモメンタム ・新興国経済における持続的な成長に向けた構造調整の進展度合い ・資源価格下落の影響、地政学的リスク
	②消費税率引き上げ(2017年4月)の影響	・駆け込み需要とその反動の影響や実質所得減少の影響が、消費者マインドや雇用・所得環境、物価の動向により変化し得る
	③企業や家計の中長期的な成長期待	・規制・制度改革の今後の展開や企業部門におけるイノベーション、家計部門を取り巻く雇用・所得環境などにより上下双方向に変化する可能性
	④財政の中長期的持続可能性への信認低下	・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、経済の下振れにつながる恐れ
物価情勢	①企業や家計の中長期的な予想物価上昇率の動向	・予想物価上昇率の上昇ペースには、実際の物価の動きやそれが予想物価上昇率に及ぼす影響の度合いなどで不確実性
	②物価上昇率のマクロ的な需給バランスに対する感応度	・消費者の物価上昇に対する抵抗感が強い場合や企業の値上げに対する姿勢が慎重な場合、販売価格や賃金の引き上げがスムーズに進まない可能性
	③マクロ的な需給バランス(特に労働需給)の動向	・労働供給面で、高齢者や女性による労働参加の高まりや、パート労働の正規雇用化の継続を想定するも、不確実性
	④国際商品市況の変動	・原油価格といった国際商品市況や為替相場の変動などに伴う輸入物価の動向や、その国内価格への波及の状況

(資料)日本銀行よみみずほ総合研究所作成

ら値下げ方向に転じる。夏場にかけてエネルギー価格のマイナス幅が拡大することが予想される。景気回復による需給ギャップ縮小が見込まれる中で、基調的な物価上昇率は底堅い動きを続けると考えられるが、エネルギー価格のマイナスを打ち消すほどには至らないだろう。黒田総裁は「物価上昇率が今後マイナスになっても直ちにインフレ期待に影響が出る状況にはない」と発言しているものの、物価上昇率低下の影響が限定的となるのかどうか、注視する必要がある。

また、②については、企業が財・サービス需給の引き締まりに応じて、販売価格をどの程度引き上げられるのかという点だ。消費者の物価上昇に対する抵抗感が強い場合、販売価格の引き上げがスムーズに進まないことが懸念されている。日銀短観における企業の物価見通し調査によると、去年は販売価格見通しが低下基調にあったが、3月調査では小幅ながら上向いている（図表4）。賃上げや実質所得がプラスに転じることで、今後とも改善傾向が続くかが注目されよう。展望レポートでは、「物価の中心的な見通しについては、中長期的な予想物価上昇率の動向などを巡って不確実性が大きく、下振れリスクが大きい」とされている。

3. 量的・質的金融緩和の効果と副作用

日銀は、量的・質的金融緩和の効果について、「所期の効果を発揮している」と自信を示しているが、金融政策決定会合では副作用を巡る議論も見られる。物価目標達成が後ずれする中、量的・質的金融緩和の効果に加え、副作用にも注視する必要がある。

木内委員は、4月30日の金融政策決定会合で、4月7・8日に続き、国債買入れを年間80兆円の増額から年間45兆円に減額する提案を行った。同議案は反対多数で否決されたが、5月8日に公表された議事要旨によると、議案提出の理由として、「量的・質的金融緩和の追加的効果を副作用が既に上回ってい

図表4 企業の物価・販売価格見通し（日銀短観）

		物価全般の見通し					販売価格の見通し				
		2014 /3月 調査	6月 調査	9月 調査	12月 調査	2015 /3月 調査	2014 /3月 調査	6月 調査	9月 調査	12月 調査	2015 /3月 調査
大企業	製造業	1.3	1.2	1.2	1.2	1.1	▲0.3	▲0.1	▲0.1	▲0.1	0.1
	非製造業	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.5	1.8	1.8	1.6	2.0
中小企業	製造業	1.9	1.9	1.8	1.9	1.8	2.1	2.3	2.1	2.1	2.1
	非製造業	1.9	1.9	1.9	1.8	1.8	3.5	3.5	3.3	3.0	3.2
全産業		1.7	1.7	1.7	1.7	1.6	2.1	2.3	2.1	2.1	2.2

(※)5年後見通しの平均。12月調査は2015年3月調査における調査対象企業見直し後ベース
(資料)日本銀行より、みずほ総合研究所作成

る」との見方が示されている。追加緩和が行われた昨年 10 月の金融政策決定会合では、追加緩和の副作用として、一段の金利低下が金融機関の収益や仲介機能に与える影響や、国債市場の流動性低下、円安による中小企業への悪影響などが指摘されている。なお、白川前総裁は、2012 年 3 月の講演で、低金利長期化の副作用として、過剰債務の削減インセンティブの低下、低金利による資源配分の非効率化による生産性や潜在成長率への悪影響などを指摘している。我が国の場合、特に留意すべきは政府の財政規律低下のリスクであろう。日本政府の債務残高の対 GDP 比率は 2013 年末に 224.2%であったが、2014 年末には 230.0%に上昇している。プライマリーバランスの赤字幅縮小については、2020 年度の黒字化目標は依然めどが立っていない。政府は夏場までに財政健全化計画を発表する予定であるが、低金利が続く中で目標達成に向けた取り組みが進展するかどうか注視する必要がある。格付会社フィッチ・レーティングスは 4 月 27 日に日本の円建て長期発行体デフォルト格付を A+から A に引き下げた。プレスリリースでは、「政府の資金調達の柔軟性が日銀の量的・質的金融緩和政策に支えられており、日本政府の信用力の強みとなっている」とし、日銀の金融緩和が格付評価上プラスに働いているとの見解を示した。もっとも、「日銀は最終的に、金融市場のボラティリティの急激な増大を引き起こすことなく、拡大したバランスシートを縮小させていくという課題に直面するだろう」との指摘もなされている。今後の金融政策運営においては、量的・質的金融緩和の効果と副作用のバランスを踏まえた判断がより重要となってくるだろう。

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。