

Discussion Paper Series

**RIEB**

Kobe University

DP2015-J02

日本銀行の金融緩和について—覚書\*

井澤 秀記

2015年3月11日

\*この論文は神戸大学経済経営研究所のディスカッション・ペーパーの中の一つである。  
本稿は未定稿のため、筆者の了解無しに引用することを差し控えられたい。



神戸大学 経済経営研究所

〒657-8501 神戸市灘区六甲台町 2-1

## 日本銀行の金融緩和について一覚書

井澤 秀 記

### I はじめに

日本銀行は、2013年4月に黒田新総裁の下、アベノミクスの3本の矢の一つである大胆な金融政策を異次元の量的・質的金融緩和として、マネタリーベースを倍増して2年程度で消費者物価上昇率2%という日本銀行の物価安定の目標を実現し長引くデフレから脱却することを図った。さらに、2014年10月末に追加緩和を決定し、年60兆から70兆円増としていたマネタリーベースを年80兆円とし、長期国債の購入も年50兆円から年80兆円に増やすとともに、国債の残存期間も7年程度から7年～10年に拡大した。

日本銀行は速水総裁（当時）の時にゼロ金利制約の下で、2001年3月19日から2006年3月9日まで量的緩和策を導入したことがある。当初の日銀当座預金残高の目標は5兆円であったが、段階的に30兆～35兆円まで引き上げられた。しかし、金融緩和解除後にデフレは払拭されていなかった。浜田宏一（2004）は、「不況のもっとも深刻な症状が持続的なデフレであることを考えると、（中略）伝統的な金融政策である短期金利政策や日銀の貸出政策は、長期国債買付け、為替市場への介入、デフレ期待に影響を与えうるインフレ目標、または、物価目標といった政策によって補完されるべきである。」（p.54）と提言した。バーナンキはデフレ阻止に動かない日銀に「（買える物なら）ケチャップでも買え」と檄を飛ばしと伝えられ、2003年の日本金融学会春季大会記念講演では物価水準目標を提唱した。皮肉にも、そのバーナンキはFRB議長としてリーマン・ショック後3回も量的緩和を実施することになった。また、クルーグマンは4%のインフレ・ターゲットを導入して人々の期待を変えることを主張した。

白川前総裁は、2012年2月14日に中長期的な物価安定の目途を前年比

で2%以下のプラスで当面は1%を目途としたが、その後2013年1月22日に2%の物価目標を導入した。岩田副総裁は、岩田(2013)において「(白川総裁の下での)日本銀行の金融政策は融通無碍で、結果責任を取ることがなく、.....はっきりとした枠組みを持っていない。(p.233)(中略)金融政策が有効に機能するためには、インフレ目標政策のように、その目標を明確に数値で示し、透明性と説明責任を明確にした金融政策運営の枠組みを設ける必要がある。(p.244)」と述べている。前回の金融緩和の教訓から、今回はより大規模になり、物価安定の目標もより明示化されている。

消費者物価指数(CPI)には上方バイアスという統計のクセがあることが知られている。指数を計算する際の対象品目別のウェイトは5年間固定されているため、価格が下がった品目が多く購入され、物価上昇率が実際には低下していても、ウェイトが過小だと統計上は高めになる。ゼロ・インフレ率を目標にするとマイナスになってしまうので、上方バイアス分1%程度を考慮して、米国やユーロ圏の中央銀行もインフレ率2%が中長期の物価安定の目標として採用されている。

かつて、ミルトン・フリードマンは「インフレーションは貨幣的現象である」と述べた。それによれば、デフレも貨幣的現象なのかもしれないが、リフレ効果が現れるまでにラグがありいつ実現できるかは不確定である。本稿の目的は、この2年間の日本銀行の金融緩和の中間評価をすることである。次節で、年2回の「経済・物価情勢の展望」(展望レポート)の中にある日本銀行政策委員会委員の消費者物価上昇率の見通しと実績値を比較して、日本銀行の金融緩和について中間評価をおこなう。最後に、結論を述べる。

## II 金融緩和の政策評価

日本銀行は、毎年4月と10月に「経済・物価情勢の展望」(展望レポート)を公表している。表1には、この2年間の消費者物価上昇率(%、前年度比、

生鮮食品を除く総合、2014年度以降は消費税引き上げの影響を除く)の政策委員9人全員の見通しをまとめている。( )内の数値は政策委員の見通しの中央値である。2013年4月の展望レポートでは、3年後の2015年度の見通し(中央値)では1.9%となっていたが、2015年1月20、21日開催の金融政策決定会合の議事要旨(2月23日公表)によれば、昨年10月の展望レポートの中間評価で2015年度の見通しを1.0%に大幅に下方修正し、2016年度になってようやく達成できる見通しになっている。なお、各政策委員の見通しにかなりのバラツキがある。

黒田(2013)は、量的・質的金融緩和の波及経路として以下の3つを想定している。第1は、長期金利やETF(上場投資信託)、J-REIT(不動産投資信託)の買い入れによって、「イールドカーブ全体の金利の低下を促し、資産価格のプレミアムに働きかける効果」で、これが、資金調達コストの低下を通じて企業などの資金需要を喚起する。第2は、これまで長期国債で運用していた投資家や金融機関が株式や外債などのリスク資産へ運用をシフトさせ、貸出を増やす「ポートフォリオ・リバランス効果」で、このために長期国債買入の平均残存期間を延長した。第3は、「物価安定の目標」の早期実現を明確に約束し、これを裏打ちする大規模な資産買入れを継続することで「市場や経済主体の期待を抜本的に転換する効果」である。予想物価上昇率が上昇すれば、(予想)実質金利の低下を通じて民間需要を刺激する。第1の効果については、利回り曲線を下方にシフトさせて満期別の金利全般を低下させることには成功したが、第2、第3の効果については期待通りではない。

図1には、消費者物価上昇率(生鮮食料品を除く総合、前年同月比、税を含む)が描かれている。2015年1月は2.2%であった。消費増税は3%であるが非課税品目があるため2%の増税効果を差し引けば、0.2%となり上昇率は縮小している。2012年度がマイナス0.2%、2013年度が0.8%、2014暦年が2.6%だったことから金融緩和の効果は思い通りにはいっていない。

ない。

新発10年物国債利回りが今年の1月20日に一時0.195%と史上最低を更新し、5年物ではマイナス金利を付けた。フィッシャー方程式、名目金利＝実質金利＋期待インフレ率のうち直接観察できない期待インフレ率については、日本相互証券が10年利付国債複利利回り（名目イールド）から10年物物価連動国債複利利回り（実質イールド）を差し引いたブレイク・イーブン・インフレ率を推計している。図2において、ブレイク・イーブン・インフレ率は2013年5月ころに2%近くまで上昇したが、最近では1%以下に低下している。元本が物価に連動して増減する物価連動国債で用いられる物価指数は、消費者物価指数（生鮮食品を除く総合、全国）である。（なお、2013年10月7日までは、2018年6月償還の物価連動国債と10年利付国債が用いられていたが、翌日に変更がなされたため不連続になっている。）ただし、国債発行残高に占める物価連動国債が1%未満と取引が少ないため、10年先の予想インフレ率を正確に反映しているかどうか疑問がある。

国債の購入によって、マネタリーベースを増やしても日本銀行当座預金に積み上がっていれば貸出に回らず（信用乗数が低下）、かりにマネーサプライが増えても流通速度が相殺するように減少すれば名目GDP、インフレ率は上昇しない。財政赤字によって発行された国債を金融機関がいったん購入したあと、日本銀行が流通市場から大量に買い上げることは実質的には日銀の財政ファイナンスである。金融機関が日銀に転売する「日銀トレード」で利ざやを稼いでいる金融機関は想定外の金利上昇リスクに直面している。金融機関が日銀に預ける当座預金のうち超過準備には年0.1%の金利が付いているので、国債の利回りがこれを下回れば入札が不調になるだろう。

図3には、日本のフィリップス曲線（2013年1月から2015年1月までの月次）が描かれている。横軸に完全失業率（%、男女計、季節調整値）、縦軸には図1と同じ消費者物価上昇率（%）がとられている。2013年1月の

失業率は4.2%で2015年1月に3.6%まで低下する一方で、インフレ率はこの間にマイナス0.2%から2.2%に上昇している。2014年4月には失業率は前月の3.6%と変わらないが、インフレ率は前月の1.3%から3.2%へ上昇している。これは前述のように消費増税により消費者物価上昇率(税込み)が2%程度上昇したためで、期待インフレ率が2%上昇したためではない。合理的期待仮説によれば、日本銀行がコミットメントする2%という目標が人々の期待形成に織り込まれると実際に2%上昇する前から期待インフレ率と賃金が2%上昇し、フィリップス曲線は2%上方にシフトするが、今のところそのようなシフトはみられない。物価水準には為替相場や賃金以外に需給ギャップも重要な要因である。内閣府の試算では、2014年1～3月期に需給ギャップはゼロにまで回復したが、同年10～12月期にマイナス2.2%の需要不足(金額で年約11兆円)、2014年通算でマイナス1.6%になっている。

### III おわりに

この2年間の日本銀行の大規模な金融緩和により、円安と株高には顕著な効果がみられるものの、日本銀行の物価安定の目標である消費者物価上昇率2%は実現できそうもない。株価については、日経平均株価がITバブル崩壊後約15年ぶりの高値を付けた。また、円安により2015年1月の輸出数量指数(97.87、2010年=100)に改善がようやく表れ、外国人観光客の増加もあって国内企業の業績が上向くと期待されている。増税前の駆け込み需要の反動で2014年の第2・第3四半期はマイナス成長で2014暦年の実質GDPは前年比でゼロ成長であるが、名目GDPは1.6%と17年ぶりに実質GDPを上回った。物価動向を総合的に表すGDPデフレーターも17年ぶりにプラスに転じ、前年比1.7%上昇した。ただし、1%程度は消費増税によるものと見込まれる。日銀が物価安定の目標の指標としている消費者物価指数(CPI)は原

油安で上昇が抑えられるが、GDPデフレーターは原油安で交易条件（輸入価格に対する輸出価格の比）が改善するため逆に押し上げられる。内閣府の試算でも原油安は日本経済にとってプラスである。しかし、賃上げが物価上昇に追いつかず、実質賃金の前年同月比がマイナスになっていて増税前の駆け込み需要後の消費の回復が遅くなっている。

欧州通貨危機でERMから離脱したのち1992年10月からインフレ・ターゲットを採用している英国では、インフレ率がターゲットから一定の範囲を超えて乖離した時にイングランド銀行総裁が財務大臣に原因と対策を公開書簡で提出することになっている。また、1988年4月からと最も早くに導入したニュージーランドでは総裁の罷免まで規定されている。日本銀行の2年程度で2%という見通しの甘さは当初から指摘されていたのであるから、総裁、副総裁らは説明責任と結果責任を果たしてもらいたいものである。

#### 参考文献

- 岩田規久男、「金融政策運営の望ましい枠組みとは何か」、岩田規久男・浜田宏一・原田泰編著『リフレが日本経済を復活させる－経済を動かす貨幣の力』中央経済社（2013年）第7章
- 黒田東彦、「量的・質的金融緩和と金融システム－活力ある金融システムの実現に向けて－」（日本金融学会 2013年度春季大会の特別講演、2013年5月26日）
- 浜田宏一、「デフレ下での政策決定：インサイダーの視点から」（日本経済学会の招待講演、2003年10月21日）、『現代経済学の潮流 2004』第3章、東洋経済新報社（2004年）所収

表1 日本銀行政策委員会委員の消費者物価上昇率見通し

(%、生鮮食品を除く総合、前年度比、消費税引き上げの影響を除く)

( )内は政策委員9名の見通しの中央値

	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度
2013年4月時点	+0.4~+1.0 (+0.7)	+0.6~+1.7 (+1.4)	+0.8~+2.3 (+1.9)	
2013年10月時点	+0.6~+1.0 (+0.7)	+0.6~+1.7 (+1.3)	+0.7~+2.2 (+1.9)	
2014年4月時点		+0.9~+1.7 (+1.3)	+0.8~+2.1 (+1.9)	+0.7~+2.3 (+2.1)
2014年10月時点		+1.0~+1.4 (+1.2)	+0.9~+2.0 (+1.7)	+0.9~+2.3 (+2.1)
2015年1月時点		+0.9~+1.3 (+0.9)	+0.3~+1.4 (+1.0)	+0.9~+2.3 (+2.2)

図1 消費者物価上昇率（前年同月比、生鮮食品を除く総合）

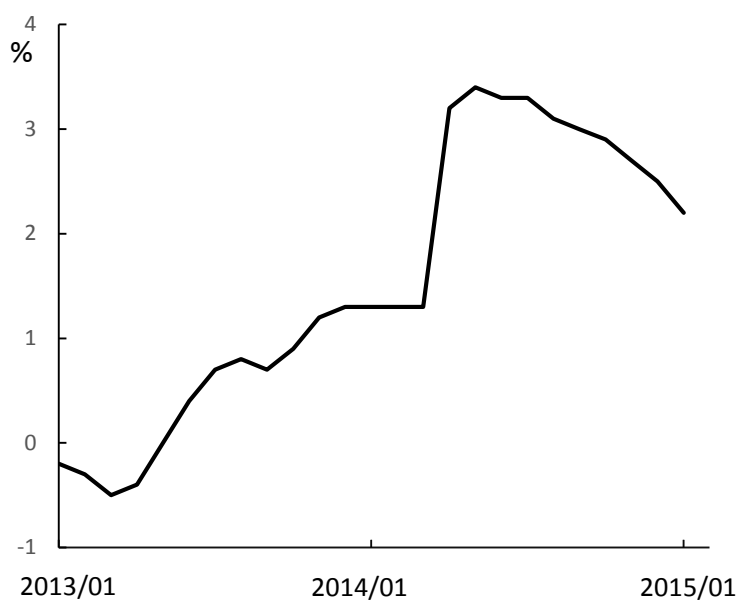




図2 ブレーク・イーブン・インフレ率



(出所) 日本相互証券より

図3 日本のフィリップス曲線 (2013年1月～2015年1月)

