

2013年4月19日
No.2013-001

「量的・質的緩和」後の2つのシナリオ

調査部 チーフエコノミスト 山田 久

《要 点》

- ◆ 「量的・質的金融緩和」は、事前の市場予想をはるかに上回るものであった。この政策の結果、2014年末の日銀保有の長期国債は190兆円と、国債残高全体の2割強を日銀が占めることになる見通しである。この量的・質的緩和は、長期金利・資産価格・為替相場をまずは動かし、その結果として実体経済・物価に影響を及ぼすという経路を期待したものと理解される。
- ◆ 毎月7兆円ペースで国債を買い入れるという行動は、国債市場における中央銀行の存在感を急激に膨張させるものであり、日銀は民間が保有する国債をネットベースで買い上げ、民間保有分が減少していくことを意味する。これにより中長期金利は全般的に低下し、株式やJ-REITなどの国内リスク資産への投資が増えるほか、結果的に海外資産への投資も増加していくであろう。その過程で株高や円安が進むことになる。
- ◆ 「低金利・株高・円安」基調のもと、2013年の日本経済は、2013年の日本経済はマクロ的に拡大するが、ミクロ的には輸出部門・高額消費部門が好調となる一方、輸入部門・コモディティ消費部門は低迷し、「二極化状況」が生まれるであろう。この結果、消費者物価も、輸入関連品目・高額品が先行する形で前年比プラスが定着、向こう1年程度でゼロ%台後半まで上昇率も高まっていくことが予想される。2014年以降の経済については、政府の成長戦略への取り組み、その結果としての国内産業構造転換のいかんにより、大きくシナリオが変わってくる。
- ◆ 政府の成長戦略が掛け声倒れに終わる場合、国内設備投資の低迷は続く。その場合、国内資金余剰が残って当面金利は低位で安定する。円安が一層進むことで経済二極化状況がさらに強まり、資産価格は一段と上昇、バブルの様相を呈してくる。光熱費や食料品のほか高額品が牽引する形で物価が上昇し、結果として消費者物価2%が達成される可能性がある。
- ◆ しかし、経済に不均衡を生む形での目標達成であり、いずれバブルが崩壊して株価が下落、景気は失速してしまう。産業構造転換が遅れるため経常収支黒字は縮小し、円安傾向が定着する。この結果、物価はジリ高に向かうが金利が上昇しはじめて経済は低迷し、スタグフレーションが進んでいくことになる。さらに、公的債務がGDPの2倍を超えるという異常な状況が抱える財政危機リスクが顕在化し、実質所

得の大幅低下で国民生活が困窮化する恐れがある。

- ◆ 一方、成長戦略が中長期的に望ましい形で実行に移されていく場合、将来展望が開けることで国内設備投資が戻り、金利には徐々に上昇圧力がかかってくる。2014年春闘では賃金の持続的引き上げと産業転換・労働移動の政労使合意がなされ、賃上げが実現、産業構造転換が着実に行われて経済成長率は徐々に高まる方向に進む。ただし、消費者物価（除く消費税）が2%に達するかは不確実と言えよう。
- ◆ 金融政策の効果を発揮するには「期待」に働きかけることが肝要であり、今回の日銀の決定は、約二十年続くデフレ均衡から脱するための強力な起爆剤として、「2%必達」のアナウンスメント効果を狙ったものと理解することができる。ただし、それはあくまで「心理的効果」であり、「経済的効果」からすれば、量的・質的緩和は様々な副作用を伴う「リスクの大きい賭け」である。デフレ脱却の最終的な鍵を握るのは、成長戦略と財政再建を実行に移す政府である。日銀が巨大なリスクを負って賭けに打って出た以上、それを望ましい結果につなげるには政府がこれらの2つの課題をやり遂げる以外にない。日銀も、最終的には物価2%達成に拘らないことが望ましい。

本件に関するご照会は、調査部・山田 久宛にお願いいたします。

Tel: 03-6833-0930

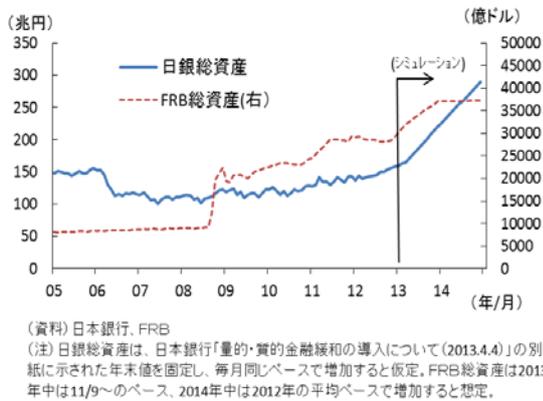
Mail: yamada.hisashi@jri.co.jp



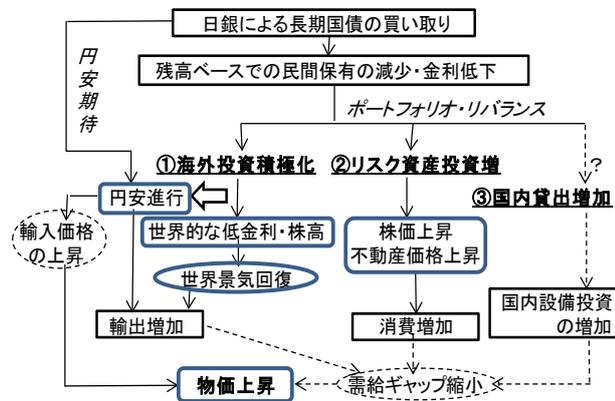
黒田新体制のもとでの最初の金融政策決定会合（4/3-4）で打ち出された「量的・質的緩和」は、事前の市場予想をはるかに上回るものであった。消費者物価上昇率2%を2年程度で達成するため、マネタリーベースおよび長期国債・ETFの保有額を2年で2倍に拡大し、長期国債買い入れの平均残存期間を2倍以上に延長するもので、日銀は文字通り「量・質ともに次元の違う金融緩和」に取り組むことになる。

この結果、現在GDP比で30%強の日銀の資産規模は2014年末には約60%と、米欧中央銀行（現状）対比で、突出して高くなる。日銀は月々の発行の7割に相当する7兆円の長期国債を毎月買い入れ、2014年末の日銀保有の長期国債は190兆円と、国債残高全体の2割強を日銀が占めることになる。正に「レジーム・チェンジ」と表現されるべきものである。

(図表1) 日米中銀の総資産の推移



(図表2) 「量的・質的金融緩和」の波及ルート



1. 量的・質的緩和の波及経路

では、これによって本当に2年間で物価上昇率2%は達成できるのか。そのとき日本経済はどのようになっているのか。

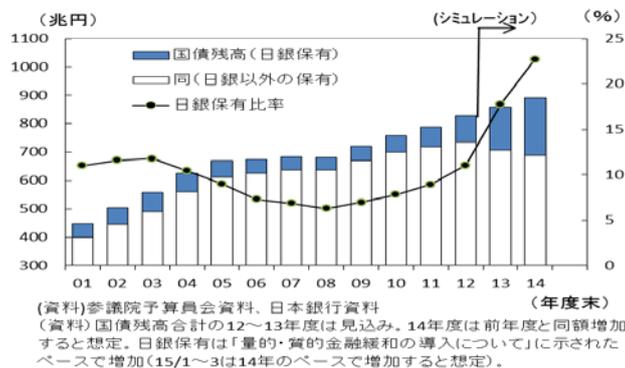
量的・質的金融緩和がどのような経路を通じて物価引き上げに作用するかについてから検討しよう。この点について黒田総裁は会見で3つのルートを描いている。①長めの金利や資産価格のプレミアムへの働きかけ、②リスク資産運用や貸出を増やすいわゆる「ポートフォリオ・リバランス効果」、③市場・経済主体の期待を抜本的に転換させる効果、である。ここで②のうち貸出が増えるかどうかについては、銀行行動によって決定されることになるが、そもそも企業部門の収益性が好転しなければ銀行が余剰資金を持ったからといって貸し出しを積極化するのは難しい。③についても市場の期待を大きく転換させているとは言えるが、家計や企業といった経済主体の期待が、中央銀行のスタンス変化でどこまで変えることができるかは不確定と言わざるを得ない。

つまり、量的・質的金融緩和は、実体経済に対する直接的効果が不確実ななか、基本的にはマーケットの変化を通じて波及していくものと考えられる。ここで変化が生じるマーケットとは、黒田総裁がふれた国債市場、株式などのリスク資産市場のほか、当然、為替相場も含まれる。つまり、量的・質的緩和は、長期金利・資産価格・為替相場をまずは動かし、その結果として実体経済・物価に影響を及ぼすという経路を期待したものといえよう。このため、マーケットが当面どのように推移するかを考えてみる。

2. 金利・株価・為替はどう動くか

量的・質的緩和の政策が事前の期待を大きく上回るものであったことから株式市場・外為市場は大きく反応し、発表から2週間を経た現状、株価は1,000円程度水準を切り上げ、円ドル相場は5円程度安くなっている。一方、長期金利は、国債市場での日銀の存在感が急激に大きくなることに対応して、新たな落ち着きどころを探す必要があることから不安定な動きにある。現状、日銀が実際に大きく動いているわけではなく、あくまで「期待」の変化によってマーケットが動いている形であるが、今後現実化してくる、資産を2年間で2倍にするという日銀の採る行動はまさに異次元であり、需給を通じてマーケットにインパクトを与えていくことになる。

(図表3) 日銀の国債保有状況



とりわけ、毎月7兆円ペースで国債を買い入れるという行動は、国債市場における中央銀行の存在感を急激に膨張させるものである。残高ベースでは年間約50兆円のペースで日銀の国債保有を増やす計画であり、2013年度の新規国債の発行額は45兆円強であることからすれば、日銀は民間が保有する国債をネットベースで買い上げ、民間保有分を減らしていくことを意味する。

我が国は依然として経常黒字国であり、民間部門に大量の余剰資金が存在する。これら余剰資金は預金や保険料の形で金融機関に入ってくるが、これまで金融機関はその多くを国債で運用してきた。しかし、日銀が計画通りに国債を民間から吸い上げれば、玉の減少に加え国債価格が高騰して中長期金利は全体的に低下し、金融機関は運用先に困ることになる。株式やJ-REITなどの国内リスク資産への投資が増えるほか、結果的に海外資産への投資も増加していくであろう。その過程で株高や円安が進むことになる。すなわち、当面、低金利・株高・円安が定着することが想定される。

では、具体的にどの程度の水準での「低金利・株高・円安」となるのか。もちろん正確な予測は不可能であるが、過去の経験から推測してみよう。

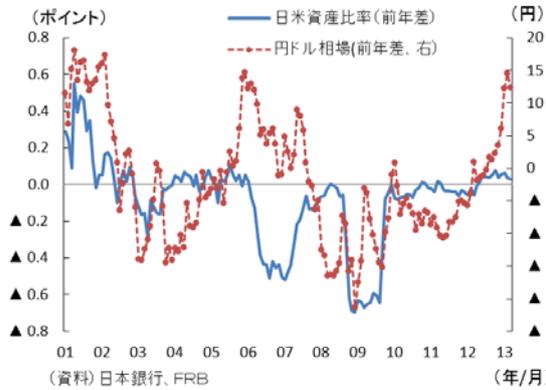
まず為替相場についてみてみよう。市場では、中央銀行のバランスシート規模の大きい国の通貨が弱くなるという見方がある。そこで、円ドル相場と日米中銀の資産比率の関係をみると、相関が認められる局面とそうでない局面があり、安定的な関係とは言い難い。もっとも、リーマンショック以降の局面では一定の相関が認められる。そこで、この局面での関係を前提に、日銀が計画通りに資産を買入れた場合、2013年度末までに1ドル=100円台後半まで円安が進む、とのシミュレーション結果が得られる。

為替相場と株価の間にも一定の相関がある。上場企業には輸出企業が多いため、円安が進めば株

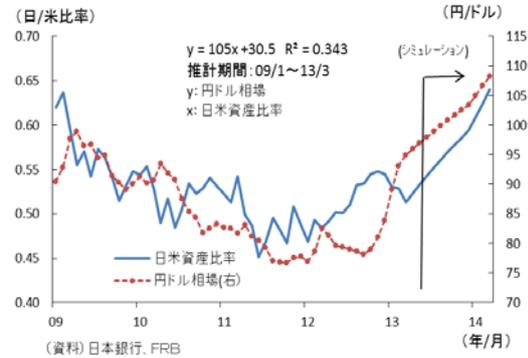
高になるという関係であるが、リーマンショック以降の関係性を前提にすれば、1ドル=100円台後半まで円安が進めば、日経平均株価は1万5,000円近くまで上昇する可能性がある。

一方、長期金利の水準も予測しがたいが、今回の日銀の異次元の行動からすれば、一時的に史上最低を更新する可能性もあるだろう。

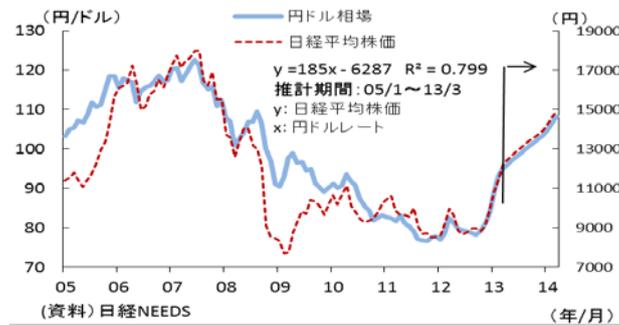
(図表4) 日米中銀資産比率と円ドル相場



(図表5) 日米中銀資産比率による円相場シミュレーション



(図表6) 日米中銀資産比率による円相場シミュレーション



3. 2013年の経済・物価

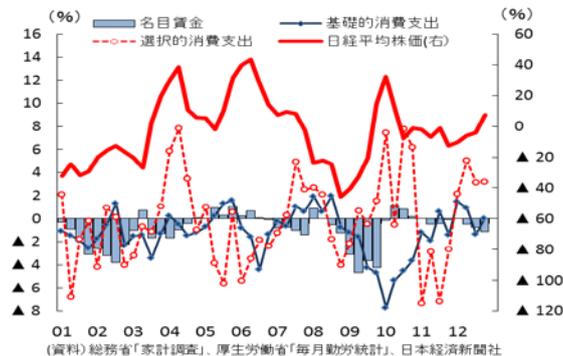
以上は過去の経験則に沿ったものであり、あくまで参考値に過ぎないが、年内は「低金利・株高・円安」の基調が続くであろう。その場合、2013年の経済・物価はどうか。まず円安の定着により、輸出企業は大幅増益となる。ただし、その主因は為替差益によるものであり、海外生産シフトが進んでいることで、輸出数量の回復は過去の局面に比べて限定的であろう。加えて、日銀短観（4月調査）に示されたように、企業の設備投資計画は慎重スタンスが残っており、国内設備投資の回復も緩やかにとどまるであろう。また、賃金についても増益企業では一時金を増やすが、基本給のアップは限定的にとどまる。

株高の影響については、いわゆる資産効果により高額品消費が活発化し、景気は押し上げられるであろう。

一方、輸入物価が上昇し、輸入割合の高い光熱費・食料品などの物価が上昇し、基本給は伸び悩むため実質ベースのコモディティー消費は低迷する。つまり、当面“輸出部門・高額消費部門好調、輸入部門・コモディティー消費部門低迷”の経済二極化状況が生まれる。この結果、消費者物価も、

輸入関連品目・高額品が先行する形で前年比プラスが定着、向こう1年程度でゼロ%台後半まで伸び率も高まっていくことが予想される。

(図表7) 性質別消費と賃金・株価



なお、景気が良くなってくれば長期金利には上昇圧力がかかることになる。とりわけ、2012年度第2次補正で計上された公共事業が実行に移され、実質成長率が高まってくることからも金利は上振れしやすくなる。しかし、日銀がハイペースで国債を買い入れ続けるため、多少の振れはあり得るものの、1%未満の依然として歴史的にみれば低水準で長期金利は安定的に推移するものと予想される。

以上が向こう1年程度の見通しである。その後は、政府の成長戦略への取り組み、その結果としての国内産業構造転換のいかんにより、大きくシナリオが変わってくる。

4. 2つのシナリオ

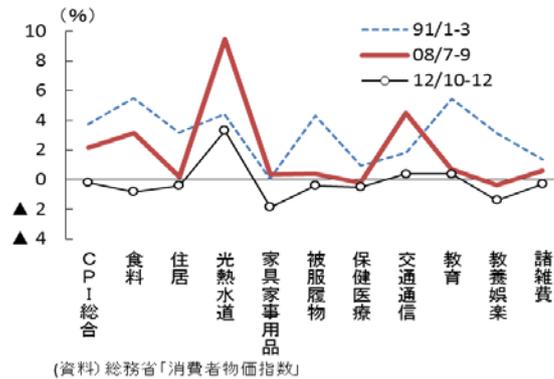
<悪いシナリオ>

政府の成長戦略が掛け声倒れに終わる場合、国内設備投資の低迷は続く。その場合、国内資金余剰は残り、金利は低位で安定する。円安がさらに進むことで、“輸出部門・高額消費部門好調／輸入部門・コモディティー消費部門低迷”という経済二極化状況がさらに強まり、資産価格は一段と上昇、バブルの様相を呈してくる。

2014年度に入り、消費増税でいったん景気は減速するが、資産価格上昇が景気を支え、日銀の更なる国債購入とセットの公共事業追加で景気は早期に回復軌道に乗る。株価が一段と上昇して経済はバブルの様相を強め、2015年前半頃には光熱費・食料品のほか高額品が牽引する形で物価が上昇し、結果として消費者物価2%が達成される可能性がある。

しかし、経済に不均衡を生む形での目標達成であり、外的ショック等で株価の上昇が一服・反転すれば、バブルが崩壊して株価が下落、景気は失速してしまう。産業構造転換が遅れているため構造的な経常収支黒字は縮小し、円安傾向が定着する。この結果、物価はジリ高に向かって金利も上昇しはじめ、経済低迷と物価上昇が併存する「スタグフレーション」が進んでいくことになる。以上は、物価2%は達成できるが、経済停滞・経済二極化という、実態面での悪化をもたらす、望ましくないシナリオといえる。

(図表 8) 消費者物価の品目別動向



しかし、事態はこの程度に収まらない可能性がある。公的債務がGDPの2倍を超えるという異常な状況が抱える財政危機リスクが、顕在化してくる恐れがあるからだ。金利がいったん上昇をはじめると利払いが増え、財政赤字を増やして債務残高を増加させる。そのことがさらに利払いを増やすという悪循環が生じる。財政赤字の拡大を止めるには、社会保障費を含む歳出を大幅に削減するか、急激な増税が必要になり、国民の実質生活水準の大幅引き下げは避けられない。日銀法を改正して中央銀行による国債の直接引き受けを可能にすれば、金利上昇を抑えて財政赤字の垂れ流しを続けることができるかもしれない。しかし、その場合はハイペースで円安が進むであろう。消費者物価は2%どころか2桁のギャロッピング・インフレとなり、やはり実質所得が大幅に低下して国民生活は窮乏化を強いられるであろう。

<良いシナリオ>

一方、成長戦略が中長期的に望ましい形で実行に移されていく場合、将来展望が開けることで国内設備投資が徐々に戻り、金利には上昇圧力がかかってくる。2014年春闘では賃金の持続的引き上げと産業転換・労働移動の政労使合意がなされ、賃上げが実現することで消費税率引き上げの影響を吸収する。その後、産業構造転換が着実に行われ、経済成長率は徐々に高まる方向に進む。貿易赤字拡大が止まり、経常収支黒字の縮小にも歯止めがかかって円安進行は一定程度でとどまり、余剰資金が実物資産にも回り始めるため資産価格の上昇もファンダメンタルズに適合する範囲となる。これが日本経済の構造転換を無理のない形で進めていくシナリオであるが、消費者物価（除く消費税）変動率についてはプラスが定着するものの、2%に届くかどうかは不透明である。ここ20~30年来、経済が正常な時には消費者物価が1%程度であったためである。

5. 心理的効果 v s 経済的効果

もっとも、ここでは日銀の今回の決定を敢えて好意的に解釈しておきたい。黒田総裁が言う通り、金融政策の効果を発揮するには「期待」に働きかけることが肝要であり、今回の日銀の決定は、二十年近く続くデフレ均衡から脱するための強力な起爆剤として、「2%必達」のアナウンスメント効果を狙ったものと理解することができるからだ。ただし、それはあくまで「心理的効果」であり、「経済的効果」からすれば、量的・質的緩和は様々な副作用を伴う「リスクの大きい賭け」である。

ゼロ金利制約の下で日銀にできることはマネーの供給を潤沢に行い、金融資本市場を刺激すると

ころまでである。それが実体経済に影響していくかどうかの最終的な帰結は、日銀にはコントロールできない要因によって左右される。なかでも、最大の鍵は成長戦略の成否である。さらに、「出口」まで見通せば、財政再建への道筋をつけることが不可欠の課題である。成長戦略・財政再建のいずれも政府にしかできない仕事であり、量的・質的緩和で日銀が巨大なリスクを負って賭けに打って出た以上、悪いシナリオを避けて良いシナリオを実現させるには、政府がこれらの2つの課題をやり遂げる以外にない。

その意味で、日銀は、成長戦略・財政再建の面で政府に対して強く要請を行うべきであり、そこそが敢えて「大きな賭け」に打って出たことに対して、負うべき責務である。同時に、最終的には2年後2%物価上昇というコミットメントには拘泥しないことも望みたい。

以 上

◆『日本総研 Research Focus』は、『政策観測』を引き継ぐ形で、政策 이슈、経済動向に研究員独自の視点で切り込むレポートです。