

1 年が経過した量的・質的金融緩和 (QQE)

南 武志

2013 年 4 月に量的・質的金融緩和（以下、QQE^(注1)とする）が導入されてから、1 年が経過した。就任以前から大胆な金融緩和の導入を標榜するアベノミクスに理解を示していた黒田総裁の下、日本銀行はデフレ脱却に対して積極的に関与する姿勢を示すべく、マネタリーベースを 2 年で倍増させることなどを柱とする緩和措置を決定（図表 1）その緩和規模は市場参加者の事前想定を大きく上回った^(注2)。加えて、物価安定目標として設定された 2% の物価上昇率（全国消費者物価、前年比）を約 2 年で達成するとの強い決意を繰り返すことで、人々の「期待の変化」への働き掛けを行ってきた。

以下では、この 1 年間の金融の動きを振り返りつつ、今後の政策運営などについて考えたい。

（注 1）Quantitative-Qualitative Easing より。

（注 2）QQE の詳細は南（2013）などを参照のこと。

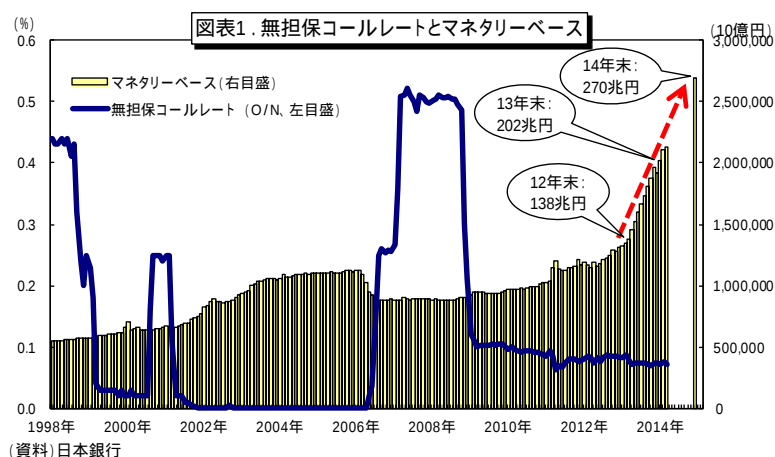
QQE とその意義

現状の日銀による金融政策運営の枠組みは、全国消費者物価で前年比 2% とした「物価安定の目標」をできるだけ早期に実現するという物価目標政策である。こうした政策が成立するためには、中央銀行は物価をコントロールできるだけの手段を有している、中央銀行は望ましいと考えるインフレ率を公表し、数年内にそれを実現することを目指す

すと宣言する、中央銀行に対する信認は十分厚い、等といった要件が必要となる。

QQE は、物価安定目標の下で、マネタリーベースを操作目標と設定、2 年で倍増するといった「量的緩和」と、残存期間が長めの国債やリスク性資産の買入れといった「質的緩和」のハイブリッドであり、イールドカーブ全体の低下、リスク・プレミアムの低下を通じた資産価格の上昇、ポートフォリオ・リバランス効果、インフレ期待への働きかけなどを通じて、物価全体を押し上げようという試みである。後述のとおり、物価上昇率は前年比 1% 台前半にまで高まり、デフレ的な状況から遠ざかりつつあるなど、これまでのところ概ね順調に見える。

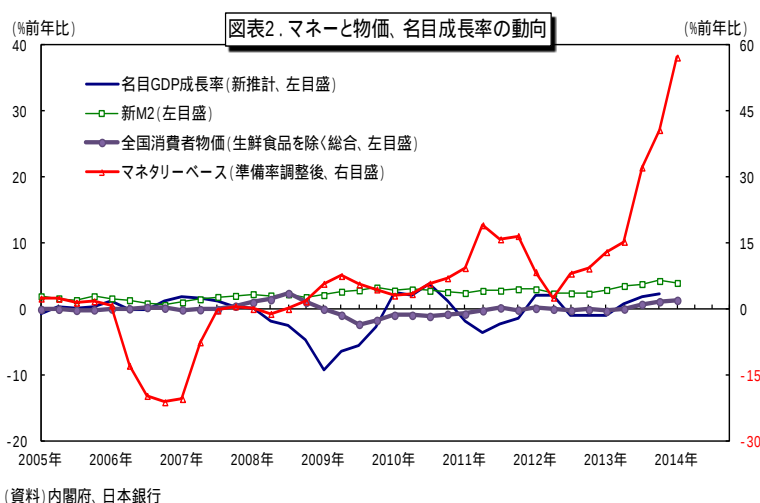
このような大胆な金融緩和策を巡っては「効果が乏しい」、「副作用が大きい」等との批判が今なお根強いが、歴史的な円高状態からの修正の流れを定着させ、かつ株価にも好影響を与えたことで企業・家計のマインドが好転、13 年度を通じて景気回復基調の維持や物価水準の押し上げに貢献してきたと評価できる。



QQE 後のマネーの流れ

一般的に金融政策が实体经济に与える効果については時間差を伴うと考えられており、この1年間でQQEの効果がすべて出尽くしているわけではないと思われる。それゆえ、以下では景気実勢への影響を測るというより、金融セクターの行動などにどのような変化が起きているのか等について整理する。

まず、マネー量がどの程度拡大したのかを確認したい(図表2)。日銀にとっては負債にあたるマネタリーベース^(注3)は、国債買入れなどを通じて順調な拡大をしており、足元では前年比54.1%(14年1~3月期)となっている。一方、マネースtockについては、マネタリーベースの伸びにはだいぶ見劣りするが、M1は前年比5.4%、M2は同4.0%、M3は同3.2%、広義流動性は同4.1%(いずれも14年1~3月期)と、徐々に増加率を高める傾向にある。ちなみに、代表的な物価指標である全国消費者物価(生鮮食品を除く総合)は、導入前はマイナス圏だったが、



足元は前年比1.3%(14年2月)まで高まった。名目成長率(前年比)も同じくマイナス圏だったものが2.2%(13年10~12月期)となっている。

さらにマネタリーサーベイ統計^(注4)に基づき、マネタリーベース、銀行預金、マネースtockについて信用面から寄与度分解してみたい。まず、マネタリーベースについては、前述のとおり、QQE導入後に急拡大したが、そのほとんどは「政府向け信用(純)」の増加による寄与、つまり2年で倍増といった目標達成のための手段である長期国債買入れオペが月額7兆円前後まで増額された結果、日銀による国債保有が急増していることが背景にある(図表3)。資金循環統計によれば、

13年末時点での日銀の国債保有は143.6兆円と、全体の17.4%を保有していることになる。また、貸出支援基金等を通じて、足元では「預金取扱機関向け信用」も寄与度のプラス幅を拡大させている。

また、銀行預金についてであるが、徐々に増加傾向が強まっている(図

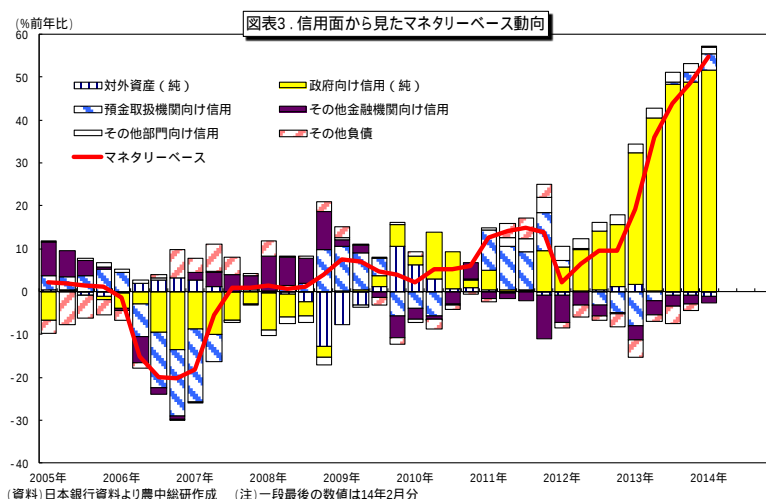
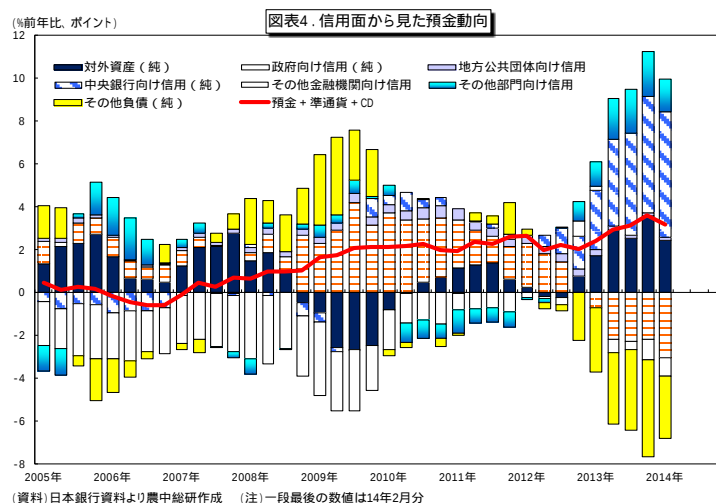


表 4) 信用面から預金増に貢献しているのは「対外資産(純)」、「中央銀行向け信用」、「その他部門向け信用」であり、逆に「政府向け信用(純)」、「その他負債(純)」はマイナスの寄与となっている。これらを整理すると、日銀による国債買入れオペによって、銀行は保有国債を減らし、その売却分を銀行セクターは日銀当座預金として蓄積したことが確認できる。同時に、円安によって対外資産は膨張したことや、貸出が増加傾向にあることも挙げられる(銀行・信用金庫の貸出総額は前年比 2.1%(14 年 3 月))。

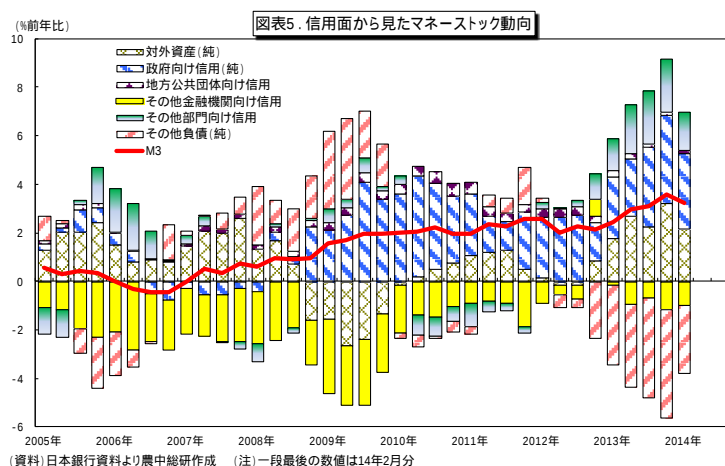
最後に、マネーストックの信用面からの寄与度分解を試みる。マネーストックも、QQE 導入前に比べて伸び率が高まったことは指摘した通りだが、その要因としては「対外資産(純)」、「政府向け信用(純)」、「その他部門向け信用(純)」などの増加はプラスに寄与、「その他金融機関向け信用」の減少と「その他負債(純)」の増加はマイナス寄与である(図表 5)。金融セクター全体(中央銀行+預金通貨銀行)として見ると、マネー拡大は円安



効果、日銀による国債買入れ増額、貸出増などが貢献したといえるだろう。

ちなみに、国内銀行(都銀・地銀・第2地銀)のバランスシートのこの1年の変化(13年2月と14年2月の比較)を見ると、バランスシート自体は27.3兆円の拡大となっており、うち資産では「現金預け金」が50.3兆円増、「コールローン」が12.1兆円減、「有価証券」が27.3兆円減(うち、「国債」は32.0兆円減、「外国証券」は3.8兆円増)、「貸出金」が12.9兆円増であった。また、負債では「預金」が23.4兆円増、「コールマネー」が9.5兆円減などであった。

(注3) 正確には、マネタリーベースのうち、銀行券と日銀当座預金は日銀の負債だが、硬貨は負債ではない。



(注4) 金融セクター(中央銀行、預金通貨銀行)にとっては負債であるマネーストック(現金+預金)は非金融セクター(個人、非金融法人、政府など)にとっては資産であることから、マネーストックの変動は必然的に、貸出や証券投資などの変動をもたらす。マネタリーサーベイとは、こうした関係に着目し、マネーストック(M3)

の変動を金融セクターの資産・負債の変化と関連付けるために作成された統計である。

今後の金融政策について:雑感

最後に、当面の金融政策運営についての展望を述べたい。QQE導入に際し、黒田総裁は「物価安定目標の達成に必要な対策はすべて打った」と発言しており、日銀がこれまで通り「2年で2%の物価上昇」は達成可能との見方を変えない限り、追加緩和はないと考えるのが自然である。しかし、消費税増税となった14年度の国内経済には不安が残る。経済成長率の民間見通しは潜在成長率並み(ESPフォーキャスト調査(14年4月)では0.7%)であるが、その大部分は13年度からの「ゲタ」によるものであり、実態的にはマイナスもしくはゼロ成長となるはずである。そのため、物価は当面は前年比1%前後で推移するというのが民間エコノミストのコンセンサスとなっており、15年度には2%程度まで上昇するとの日銀見通しと大きく乖離するなど、見方が異なる^(注5)(図表6)。仮に、景気足踏みにより物価上昇圧力が弱まれば、日銀は新たな緩和措置を講じざるを得ないだろう。

とはいえ、これまでの緩和策の延長で、長期国債やリスク性資産の買入れ額を増加し、マネタリーベースの膨張テンポを高めたとしても、それが「2年で2%の物価上昇」の達成に貢献するかは不透明といえる。今後1年で、金融セクターに蓄積された緩和マネーが民間非金融セクターに浸み出していく可能性は否定しないが、消費税増税後に耐久消費財

を中心に国内需要が軟調となる可能性を踏まえれば、楽観視はできない。次の追加緩和策を考える上で、緩和マネーをいかにすれば循環させられるか、という視点は重要と思われる。

それに関連して、日銀は2月の金融政策決定会合において、貸出増加や成長基盤強化を支援するための資金供給制度の拡充を決定した。背景には銀行貸出の増加を促したいとの思いがあると見られる。「4年固定0.1%」という条件は、一見すれば十分魅力的であるが、銀行は全体で100兆円近くの超過準備を保有しているほか、法人企業も貯蓄超過状態で銀行借入への需要は決して高いわけではない。なお、こうした制度が貸出金利の十分な低下につながらない場合、銀行業に対する一種の補助金で終わる可能性もある。それゆえ、民間の経済活動を刺激するような資金還流策は必要不可欠といえる。
(注5)1年前の予想を振り返ると、13年度の物価見通しは民間平均で0.3%、日銀は0.7%で、結果は日銀の想定に近かったことは確かである。

【参考文献】

南武志(2013)「異次元」の金融緩和策が円安・株高をさらに後押し、金融市場2013年5月号

