

今後、正念場を迎える異次元緩和 来春にも追加緩和が実施される可能性

市場調査部シニアエコノミスト

野口 雄裕

03-3591-1249

takehiro.noguchi@mizuho-ri.co.jp

- 日銀は、10月31日に発表した展望レポートで2015年度に物価目標2%達成に近づくとの見方を維持した。黒田総裁は「物価は予定した経路を辿って徐々に上昇してきている」と自信を示している。
- しかしながら、2014年度以降の経済成長率・物価は、日銀の見通しと乖離する可能性が高い。展望レポートの前提である企業や家計の成長期待の高まりについても不透明感が高まりそうだ。
- 消費税増税分を除く物価上昇率は今後鈍化する見込みで、インフレ期待の上昇が抑制される可能性があり、早期の対応がポイントとなる。来春にも追加緩和が行われる可能性が高い。

1. 展望レポートで物価目標 2%達成見通しを維持

日銀は、10月31日の金融政策決定会合で、金融政策の据え置きを決定するとともに、景気の基調判断を「緩やかに回復している」に据え置いた。また、同日発表された経済・物価情勢の展望（展望レポート）の経済・物価見通しでは、2015年度の消費者物価上昇率（除く生鮮食品：消費税率引き上げの影響を除くケース）を、7月の中間評価と同じ+1.9%（政策委員見通しの中央値）に据え置き、2年で2%の物価目標に近づくとの見方を維持した（図表1）。

経済見通しについては、政府の経済対策等を反映し、2014年度の実質GDP成長率を1.3%から1.5%に上方修正した。みずほ総合研究所では、経済対策による実質GDPの押し上げ効果を0.4~0.6%程度と見ているが、成長率の修正幅がそれほど大きくないのは、海外経済を弱めに見ているためと考えられ

図表1 日銀展望レポート（2013年10月）

（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
2013年度	+2.6~+3.0 (+2.7)	+0.6~+1.0 (+0.7)	/
7月時点の見通し	+2.5~+3.0 (+2.8)	+0.5~+0.8 (+0.6)	
2014年度	+0.9~+1.5 (+1.5)	+2.8~+3.6 (+3.3)	+0.8~+1.6 (+1.3)
7月時点の見通し	+0.8~+1.5 (+1.3)	+2.7~+3.6 (+3.3)	+0.7~+1.6 (+1.3)
2015年度	+1.3~+1.8 (+1.5)	+1.6~+2.9 (+2.6)	+0.9~+2.2 (+1.9)
7月時点の見通し	+1.3~+1.9 (+1.5)	+1.6~+2.9 (+2.6)	+0.9~+2.2 (+1.9)

(※) ()内は政策委員見通しの中央値
(資料)日本銀行

る。輸出の判断は、「持ち直し傾向にある」から、「持ち直しつつもやや勢いに欠ける」と引き下げられた。物価見通しは、2年で2%に近づく見通しが維持されたものの、政策委員間の物価見通しは7月と変わらず大きく乖離した状態だ。佐藤委員、木内委員は4月と同様、展望レポートの物価見通しに反対をした。

黒田総裁は、「これまでのところ、物価上昇率は予定した経路を辿って徐々に上昇してきており、年度内には1%という水準に達するのではないかと発言し、金融政策の効果に自信を示している。9月の消費者物価上昇率（除く生鮮食品）は、前年比+0.7%と前月（+0.8%）からやや低下したものの、プラス圏を維持しており、2013年度の日銀見通し（+0.7%）は達成される可能性が高い。他方、債券市場のボラティリティは低下し、10年国債利回りは0.6%前後の水準で推移している。量的・質的金融緩和の狙いである金融環境の緩和度合いも高まっている。これまでのところ、日銀の想定に近いシナリオで日本経済はデフレから脱却しつつあると考えられる。

2. 今後、日銀見通しと実体経済の乖離が拡大する可能性

（1）不透明感が高まる展望レポートの前提条件

しかしながら、今後、展望レポートの前提条件の実現性には不透明感が高まりそうだ。展望レポートでは、物価目標達成の前提条件が4点挙げられている。具体的には、①金融環境の緩和度合いが一段と強まること、②海外経済が先進国を中心に次第に持ち直していくこと、③公共投資が2014年度上期にかけて高水準で推移すること、④規制・制度改革等により企業や家計の中長期的な成長期待が高まることである。以下、それぞれの前提条件について検討することとしたい。

まず、①金融環境の緩和度合いについては、日銀の国債買入れにより長期金利が低位で推移しており、緩和度合いが高まっていると言えよう。もっとも、市場での国債売買高が減少し流動性が低下する中で、日銀の国債買入れの金利押し下げ効果が高まっている面もあり、ボラティリティが高まりやすい状況に変化はないと考えられる。今後米国の量的緩和縮小の局面で、米金利上昇に連動して日本国債の利回りが上昇する可能性は否定できない。

②海外経済の持ち直しに伴う輸出の動きは、円安進展の割に伸び悩んでいる状況だ。9月の貿易統計では、輸出数量（みずほ総合研究所による季節調整値）が前月比▲1.1%と3カ月ぶりの減少となった。米国向けは、自動車関連を中心に増加基調をたどっているが、NIEs・ASEAN向けについてはやや弱めの動きが続いている。NIEs・ASEAN経済については、10月3・4日の金融政策決定会合でも、「貿易の停滞に内需の減速が加わって、全体として持ち直しに向けた動きが弱まっている」とされ、新興国経済の弱まりへの警戒感が示されている。展望レポートでは、輸出が勢いを欠くその他の要因として、「我が国が比較優位を維持している資本財・部品の持ち直しの鈍さ」や、「輸送機械を含めた製造業全体として、新興国中心に海外生産比率が趨勢的に拡大するも、現地調達比率が拡大していること」なども挙げられている。米国の量的緩和縮小が先送りされていることから、ドル円相場は90円台後半での推移が続いており、海外生産比率の拡大など構造的な変化も勘案すると、海外経済の持ち直しにより輸出が拡大していくかは不透明と考えられる。

次に、③公共投資の増加については2013年度補正予算で公共事業費が追加されることにより、日銀の見通し通り2014年度前半までは増加を維持できそうだが、その後は減少に転じる見込みだ。我が国の財政事情を踏まえると、2014年度以降は公的需要が景気を牽引する局面が生じることは期待できそうにない。

④規制・制度改革等については、農業で減反政策廃止の方針が打ち出されるなど一定の進展はあるが、岩盤規制と呼ばれる医療・介護、労働市場などの規制について大きな前進は今のところ見られない。成長戦略への期待が高まっているとは言いにくい状況だ。

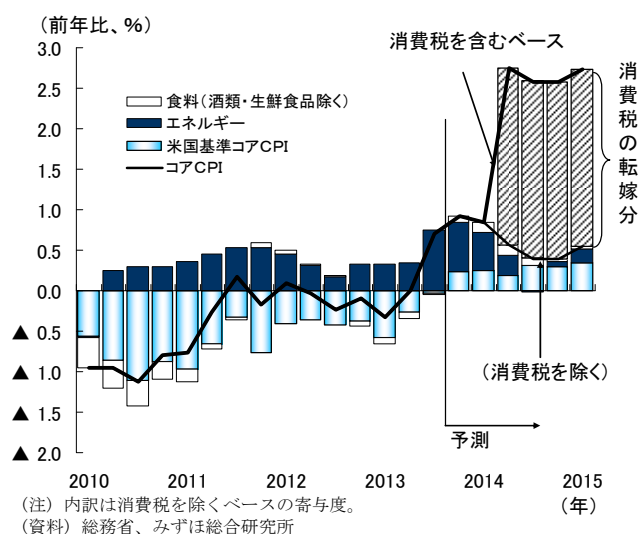
以上のように、展望レポートの前提とされる諸条件の行方は、公共投資以外、今後不透明感が増すと考えられ、日銀の見通しと実体経済との乖離が拡大していくことが予想される。

(2) 足踏みが見込まれる物価上昇

消費者物価上昇率は、エネルギー価格の上昇に支えられプラス圏を維持しているものの、今後2014年以降は、消費税増税による上昇分を除いたベースで上昇ペースが鈍化すると予想される(図表2)。消費税引き上げに伴う駆け込み需要の反動に伴う内需減少の影響でGDPギャップのマイナス幅が4~6月期に拡大し、その後もマイナス圏での推移が見込まれる。企業が値引きによってシェアを確保する動きも出やすくなり、物価は上がりにくくなるだろう。エジプト・シリア情勢の緊迫を受けて上昇していた原油価格が徐々に落ち着くことや、電気料金値上げの影響が一巡することからエネルギーの寄与が低下することが見込まれる。

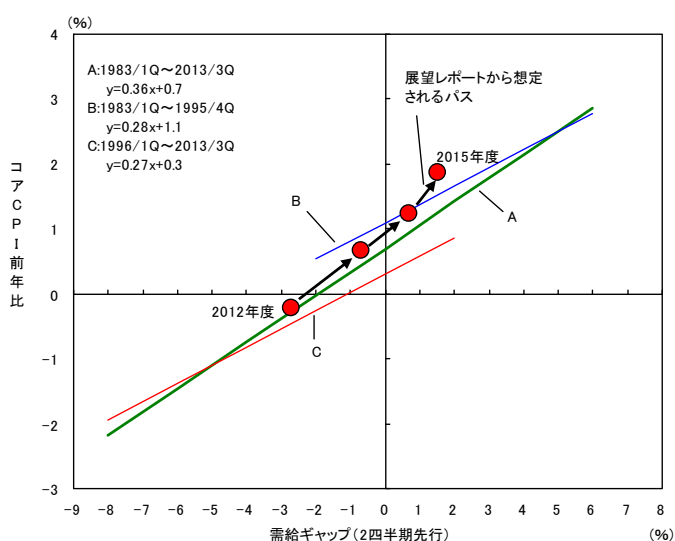
日銀は、物価目標をフィリップスカーブのシフトにより達成するとしているが、展望レポートから想定される需給ギャップと物価の動きをフィリップスカーブ上で見ると、2013年度以降、徐々にシフトしていくことを見込んでいるようだ(図表3)。しかしながら、成長期待の高まりなどによりフィリップスカーブのシフトが生じなければ、物価目標2%の達成にはより時間を要することになるだろう。

図表2 消費者物価上昇率の推移



(注) 内訳は消費税を除くベースの寄与度。
(資料) 総務省、みずほ総合研究所

図表3 フィリップス曲線



(注) 2014・2015年度末の需給ギャップは、政策委員の大勢見通しなどからの推定
(資料) 日本銀行「経済物価情勢の展望(2013年10月)」図表43などより、みずほ総合研究所作成

(3) 消費税増税の物価への影響には留意が必要

日銀は、2回の消費税率引き上げに伴う駆け込み需要とその反動の影響を受けつつも、基調的には潜在成長率を上回る成長を続けることが可能との見方を変えていない。但し、消費税率引き上げは、今後の物価見通しを決定する重要なイベントであり、引き続きその影響に留意する必要がある。

今回の展望レポートでは、来年4月からの消費税率引き上げの決定を受け、消費税率引き上げは、家計の実質可処分所得にマイナスの影響を及ぼすとしながらも、その影響を減殺する要素が3点指摘された。具体的には、①政府において各種の経済対策が講じられる予定であること、②消費税率引き上げは家計部門で以前から相応に織り込まれているとみられること、③財政や社会保障制度に関する家計の将来不安を和らげる効果も期待される、といった点である。①についてはある程度の効果が見込まれるが、②については消費税増税に伴う値上げなどの動向は未だ不明確であり、家計の織り込みは限定的と考えられる。また、③については、消費税率を10%に引き上げても我が国財政再建には不十分であるとの見方もあり、将来不安を和らげる効果は限定的であろう。

3. 来春にも追加緩和が行われる可能性

(1) 早期の対応が期待を維持するために効果的

以上のように、日銀の見通しと実体経済との乖離の拡大が見込まれる中、消費税増税が行われる来春にも日銀は追加緩和を行う可能性があると考えている。インフレ期待を低下させないためにも、早期の対応が効果的だろう。

黒田総裁は、消費税増税は展望レポートに既に織り込み済で、内外経済・金融市場でリスク要因が顕現化した場合に追加緩和を行う旨の発言を繰り返している。但し、インフレ期待の形成過程においては実際の物価上昇率の位置づけが大きく、消費税増税後にGDPギャップが拡大し、物価下振れ（除消費税率引き上げ分）が生じると、物価目標達成が困難との見方が強まり、インフレ期待の上昇が抑制される可能性がある。今回の展望レポートでも、予想物価上昇率について、「実際の物価や賃金の上昇率が高まっていく過程で、予想物価上昇率が比較的早期に上昇する可能性もある」とのコメントが追加され、インフレ期待の形成において物価上昇率の実績が影響を及ぼすことが指摘された。インフレ期待が一度低下すると、再び上昇軌道に乗せるのは容易ではないと考えられる。

中山・大島（1999）は、以下の推計式を用い、家計や企業の期待形成における合理的期待形成¹と、適応的期待形成²の定量的分析を行っている³。

$$\pi^e_t = \alpha (\pi^{\text{adaptive}}_t) + (1 - \alpha) (\pi^{\text{rational}}_t) + u_t$$

ここで、適応的期待： π^{adaptive}_t は静学的期待を仮定して1期前のインフレ率実績値を用い（ $\pi^e_{t-1} = \pi^{\text{adaptive}}_t$ ）、合理的期待： π^{rational}_t はn期先のインフレ率実績値に一致すると仮定されている。この推計では、家計については、物価変動期、物価安定期を通じて3~4割の経済主体が適応的な期待形成を行っており、6~7割が合理的な期待形成を行っているとの結果が示された。一方、企業については、物価

変動期には7割強が適応的な期待形成（3割が合理的な期待形成）を行っていたのに対し、物価安定期には適応的な期待形成を行う割合と合理的な期待形成を行う割合が半々との結果になったと報告している。なお、企業の方が家計よりも適応的期待の割合が高いのは、企業の組織的な意思決定の性質が影響している可能性がある。つまり、家計は比較的自由に期待形成を行えるのに対し、企業の場合は組織としての意思決定を行う際、過去の趨勢に合わせて保守的な期待形成となる傾向があると指摘されている。消費税率引き上げにより物価が下落し、7割の企業のインフレ期待が低下すると設備投資なども下振れるだろう。

（2）追加緩和の選択肢は長期国債、ETFの買入れ増額

追加緩和策の選択肢として考えられるのはETFと長期国債の買い増しである（図表4）。最も可能性が高いのはETFの買い増しと考えられる。日銀は現在年間1兆円程度のETF残高増額を目標としているが、今年9月以降は市場の落ち着きから買入れペースが鈍化している。資産価格の引き上げを重視し、仮に4月以降最も買入れ額が大きかった2014年8月のペース（208億円/1回×8回）で2014年の買入れを行う場合、更に1兆円程度の上積みも考えられよう。但し、ETF保有額の拡大は、日銀が含み損を抱えるリスクや市場での価格形成を歪めるリスクがあり、こうしたリスクを考慮したうえで増額幅が決定されるだろう。

長期国債の買入れ額増額は、4月の追加緩和後の市場変動や流動性の低下に鑑みれば、慎重に判断すべき事項だ。日銀の目的である長期金利の低位安定は今のところ実現している。また、現状の国債買入れにより長期金利を低位で維持できれば、今後米国の量的緩和縮小により円安が進むことも想定される。

図表4 追加緩和策の選択肢

政策	期待される効果・メリット等	懸念される副作用等
リスク性資産(ETF)の購入拡大	<ul style="list-style-type: none"> 株式市場等の下支え 資産価格の上昇による景気の下支え 	<ul style="list-style-type: none"> 日銀の自己資本を毀損し、結果的に国民負担増につながる可能性 市場の価格形成を歪める可能性
長期国債買入れ額の引き上げ(マネタリーベース目標の増額)	<ul style="list-style-type: none"> 日銀が一定規模の追加緩和策を講じることによる期待引き上げ効果 長期国債利回りが低位に抑制されることによる実質金利の低下 QE3縮小時の日米金利差拡大による円安 	<ul style="list-style-type: none"> 債券市場の流動性が低下し、ボラティリティ上昇リスクが高まる可能性 長期金利の低下による年金基金、生保等の運用収益の低下 中央銀行による財政ファイナンス懸念による長期金利の上昇
資産買入れ期間を2015年末まで延長	<ul style="list-style-type: none"> 経済見通しと整合的な物価目標達成シナリオへの変更 債券市場への影響を回避。時間軸延長による実質金利の引き下げ 	<ul style="list-style-type: none"> 金融緩和の長期化による資産価格急騰や、中央銀行による財政ファイナンス懸念による長期金利の上昇

(資料)みずほ総合研究所作成

しかしながら、ETFの買い増しのみでは市場が失望する懸念もあり、長期国債の買入れが増額される可能性がある。現状日銀は月額7兆円程度の国債買入れを行っているが、仮に毎月の国債発行額である10兆円まで拡大した場合、2014年末の国債残高は現在の190兆円から20~30兆円程度増額することが可能だ。買入れゾーンとしては来年度の国債発行計画で増額が予想される超長期ゾーンなどが考えられる。

長期国債の買入れ額増額による債券市場への影響を回避する選択肢としては、現在2014年末までとされる資産買入れ期間を2015年末まで延長する手段である。経済成長のスピード以上に物価上昇率を高めると、景気にマイナスの影響を及ぼす可能性がある。資産買入れ期間の延長は、物価目標達成の時間軸を、経済成長のスピードと整合的とする対応と言えよう。但し、金融緩和の長期化による資産価格や物価が過度に上昇するリスクを踏まえて判断する必要がある。

(3) 市場の期待を高められるかが量的・質的金融緩和成功の鍵に

懸念されるのは、マネタリーベースの増額を計画通り実行できるかという点だ。都銀は4月以降国債残高を大幅に圧縮してきたものの、8月末以降は国債残高の減少が一服している。生保各社も下期の運用計画で国債を積み増す計画を発表している。日銀が国債の買入れ残高を積み上げるには、物価目標達成への期待を高める必要があり、期待が低下すれば、買入れ目標の達成も難しくなるだろう。量的・質的金融緩和は、市場の期待を高めながら資産買入れを拡大していく更に難しい局面を迎える。期待に働きかける観点では、日銀が政府と一体でデフレ脱却への取り組みを進めている観点も踏まえる必要があろう。消費税増税の影響を軽減する政府の経済対策と同じタイミングで追加緩和を行うことで、アベノミクスへの期待を高める効果も期待できよう。

【参考文献】

中山興・大島一郎（1999）「インフレ期待の形成について」（日本銀行調査統計局 Working Paper 99-7）

1 物価に関して、現時点で利用可能な情報（物価以外の情報も含む）を全て利用して期待を形成すること。

2 物価に関して、過去何年間かの（物価の）傾向を踏まえて、これまでの期待を徐々に修正しながら、現時点の期待を形成すること。

3 推計期間：1971/2Q~1999/2Q