

Bloomberg Intelligence 2016 Mid-Year Outlook Seminar

「2016年下半期 経済・産業展望セミナー」

於ブルームバーグ L.P.(千代田区丸の内2-4-1丸ビル21F)

日本銀行の金融政策 の評価と展望

2016年7月22日

政策研究事業本部 経済政策部 上席主任研究員 片岡 剛士

I 日本銀行の金融政策の評価

量的・質的金融緩和策の特徴

1.MBコントロールの採用(金利から量へ)

→2%インフレ目標を2年程度の期間で実現するため、MBを年間60~70兆増加させる(前年比平均伸び率44%、(参考)白川総裁在任時前年比平均伸び率:7.4%)

2.長期国債買入れ拡大と年限長期化

→毎月長期国債をグロスで7兆円強のペースで買入れ

→買入れ対象を全ゾーンへ拡大し、平均残存期間を7年程度へ拡大

3.ETF、J-REITの買入れの拡大

→ETF年間約1兆円、J-REIT年間約300億円ペースで増加するように買入れを行う。

4.量的・質的金融緩和は2%の物価安定目標を達成・安定的に持続するに必要な時点まで継続する。

「次元が異なる」事の意味

1. ゼロ金利政策・量的緩和政策は、オープンエンドの緩和策ではなく、いつでも解除可能であった。

→ゼロ金利政策解除による景気悪化、2006年3月の量的緩和解除の失敗

→量的・質的金融緩和策は「2%の物価安定目標を2年程度で達成・安定的に持続するまで継続する」ことが明記

→不足であれば追加緩和も辞さないとのコメントも重要

2. 買い取る資産の残存期間の違い

→量的緩和策の当時は残存期間1年未満の長期国債、政府短期証券。

→マネーと代替的な資産をいくら購入しても緩和効果は薄い。

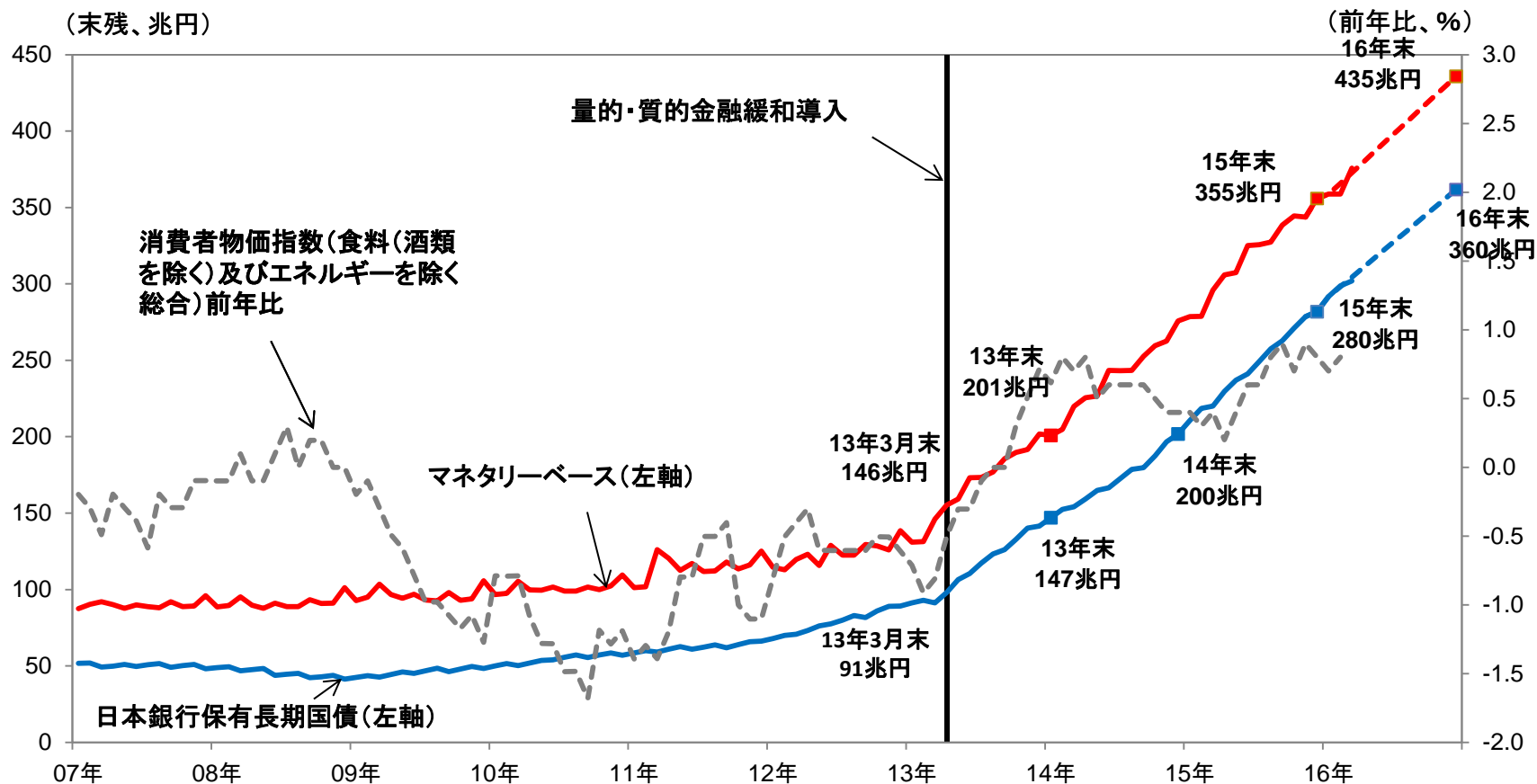
→量的・質的金融緩和策では、平均残存期間7年の長期国債を主に買い取ることが明記。緩和効果が長期化することが予想される。

「量的・質的金融緩和」の拡大

- 日本銀行は、2014年10月31日の金融政策決定会合において、マネタリーベースを年間約80兆円(従来から約10~20兆円追加)に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行うことを決定した。
- 以上により、①長期国債の買い入れ額は、年間約80兆円増、②CP等及び社債等の残高は維持、③ETFは約3兆円増、④J-REITは約900億円増となる。
- 消費税増税後の落ち込みからの持ち直しが鈍く、期待された設備投資や輸出の堅調の増加も確認できない現状において、2014年度の実質GDP成長率の見通しを下方修正せざるをえない情勢、また、予想物価上昇率が増税後に横ばい・もしくはやや低下する状況の中では、予想物価上昇率に働きかける追加緩和策が必要という認識がなされた。
- マネタリーベースの規模については、2%の物価安定目標達成のために必要となる、名目GDP成長率3%を維持・達成するためという観点からも適した規模であったと考えられる。

量的・質的緩和策とマネタリーベース

マネタリーベース・日本銀行保有長期国債の先行き



(出所)総務省「消費者物価指数」、日本銀行資料

マイナス金利付き量的・質的金融緩和

- 16年1月28日、29日の金融政策決定会合において、「量」・「質」に加えて「金利」の次元を通じて金融緩和を進めることを決定。
- 「金利」については、金融機関が保有する日本銀行当座預金の一部にマイナス0.1%の金利(マイナス金利)を適用する。必要な場合、さらに金利を引き下げる。
- 具体的には当座預金を①基礎残高(量的・質的金融緩和のもとで各金融機関が積み上げた既住の残高)、②マクロ加算残高(所要準備額及び従来のオペ適用分。①に掛目を掛けて算出)、③政策金利残高(当座預金残高のうち、①および②を上回る部分)に分けて、①には+0.1%、②には+0.0%、③には-0.1%の金利を適用。
- 金融機関の現金保有額が基準期間から大きく増加した場合には、②マクロ加算残高から増加分を控除する。結局増加分には-0.1%の金利が適用される。
- マイナス金利は各種金利を下げる効果を持つが、預金金利がマイナスになる可能性はない。金融機関の利益を過度に圧迫することにはつながらない。

日銀の金融政策とマイナス金利の位置づけ

<2013年4月以降の日本銀行の金融政策>

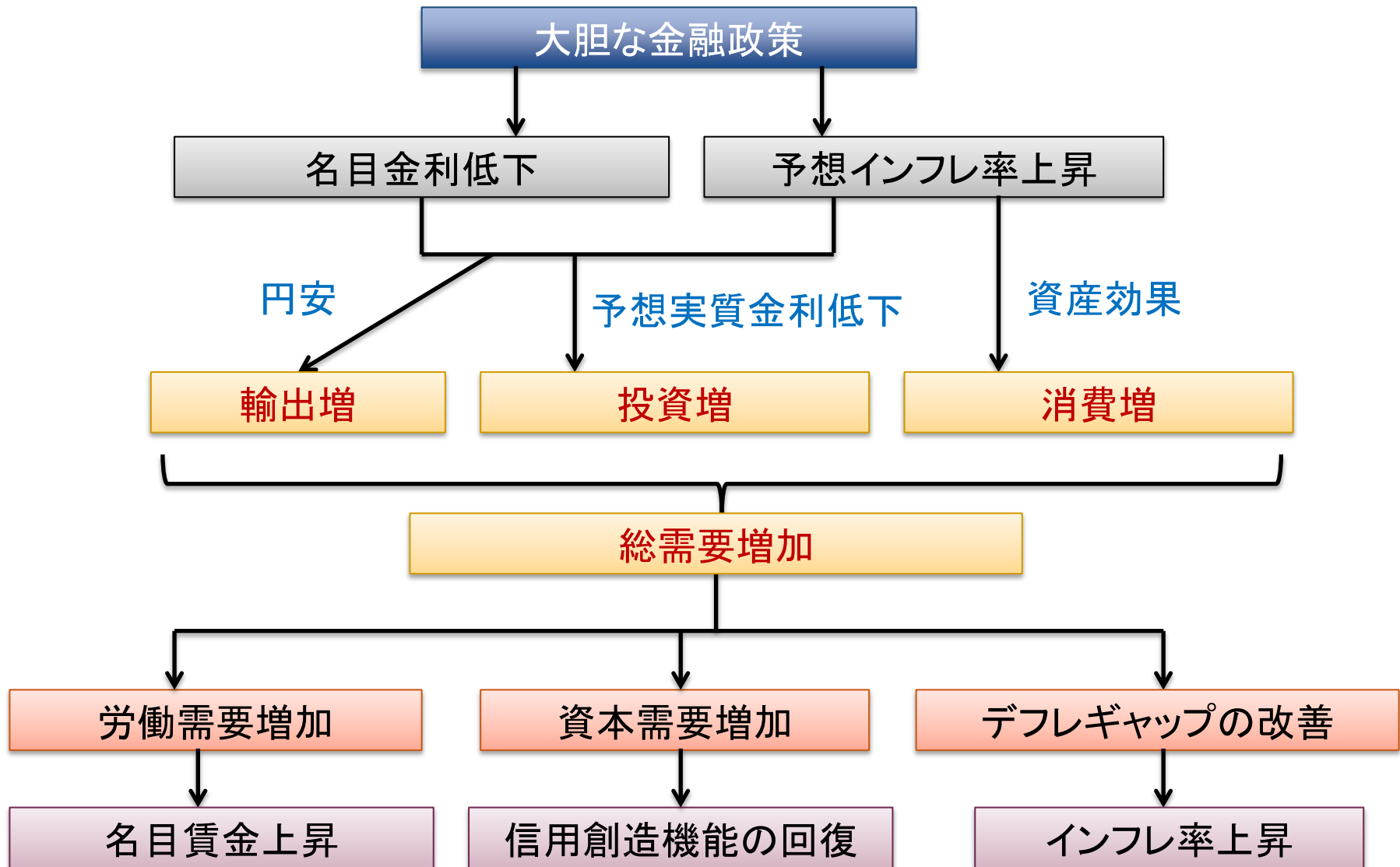
○予想実質金利 = 「名目金利－予想インフレ率」を、①2%インフレ目標のコミットメントを通じた予想インフレ率の上昇と、②量的・質的金融緩和策による名目金利低下を通じて低下させ、2%インフレ率の達成と景気の安定化をはかる。

<2016年2月以降の日本銀行の金融政策>

○予想実質金利 = 「名目金利－予想インフレ率」を、①2%インフレ目標のコミットメントを通じた予想インフレ率の上昇と、②量的・質的金融緩和策による名目金利低下、③マイナス金利による名目金利低下を通じて低下させ、2%インフレ率の達成と景気の安定化をはかる。

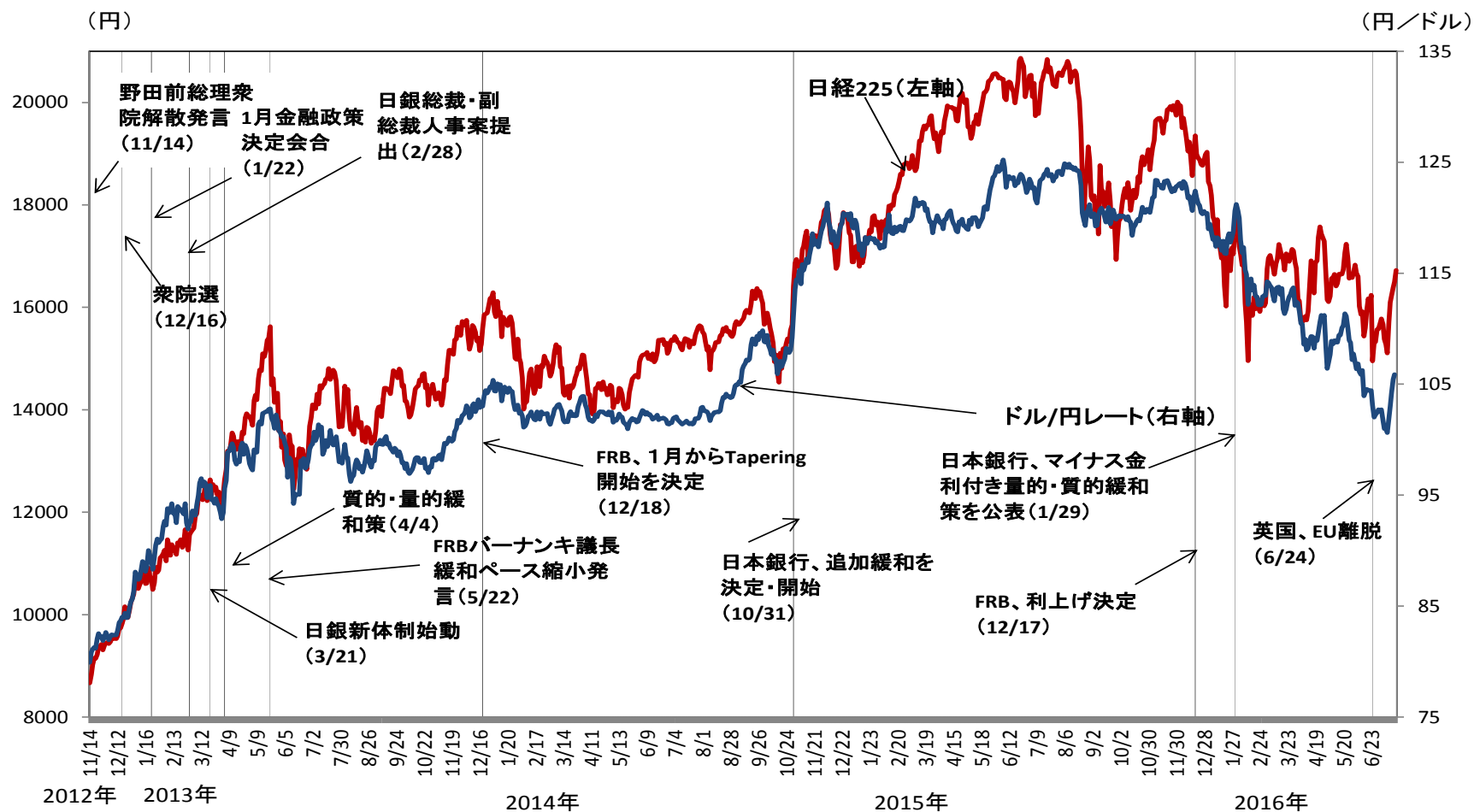
※ポイントは、マイナス金利導入により名目金利がさらに低下するか。従来の政策もさらに続けていくことも必要。

マイナス金利付き量的・質的金融緩和の波及経路



株価の推移

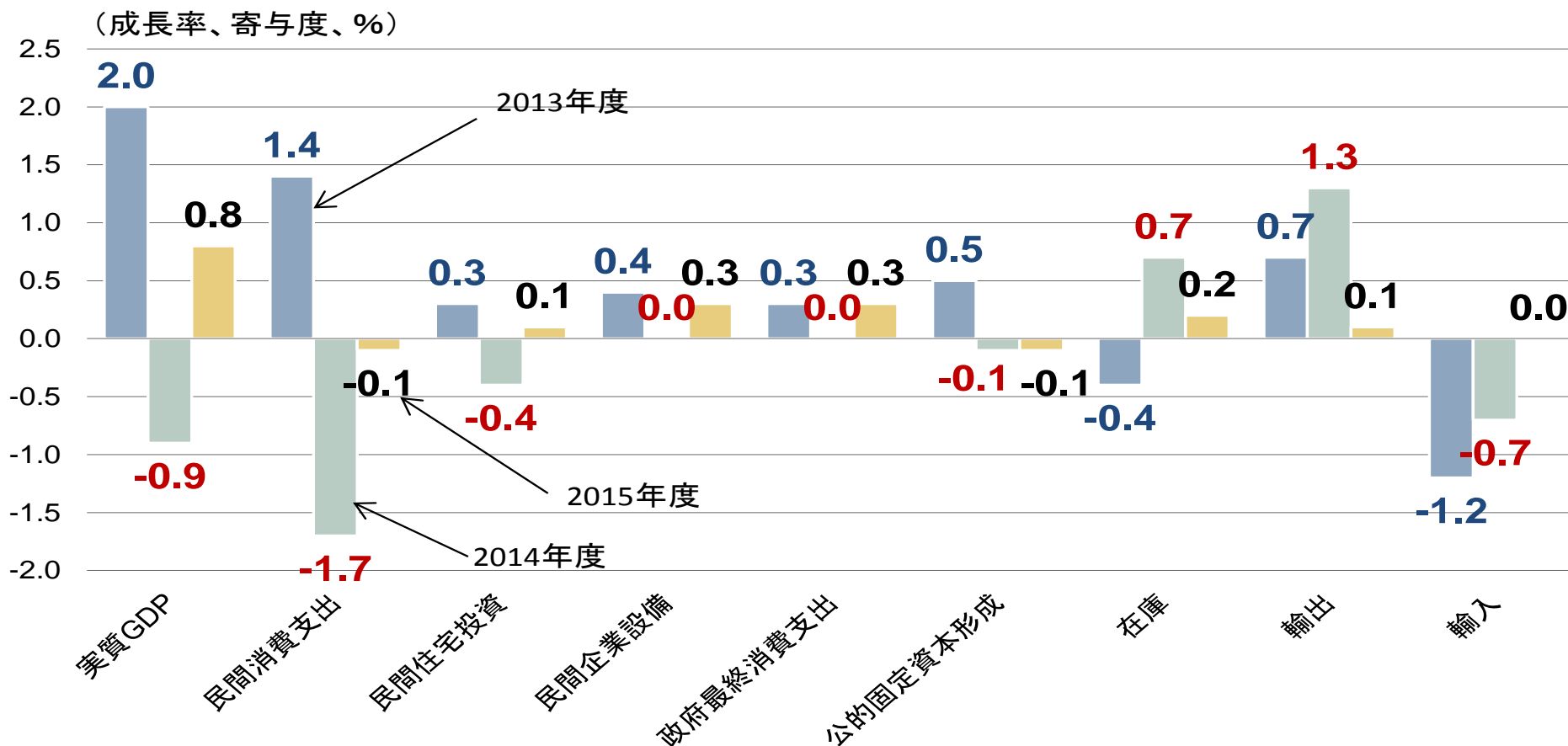
ドル/円レート、日経平均の推移



(出所) 市況データ(日経平均は7/19、ドル/円レートは7/15まで)

実質GDP成長率と各項目の寄与度の推移

実質GDP成長率と各項目の寄与度の推移

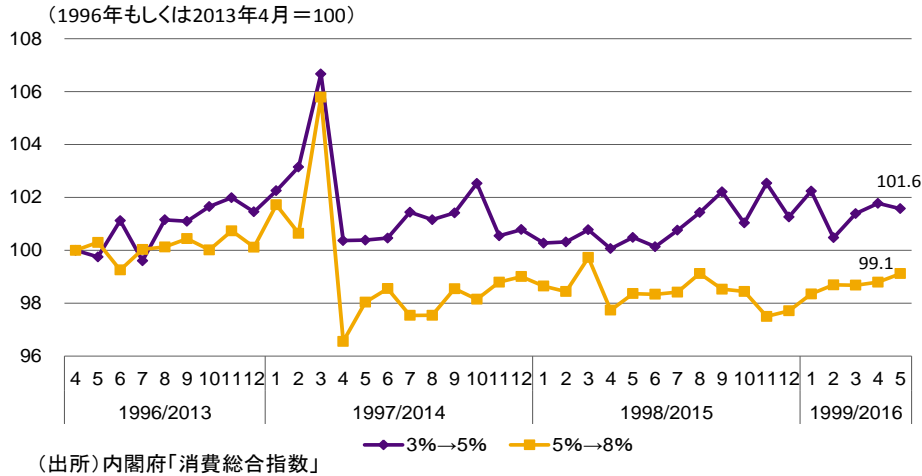


(注) 輸入は逆符号で作図(プラスの場合は輸入減)。

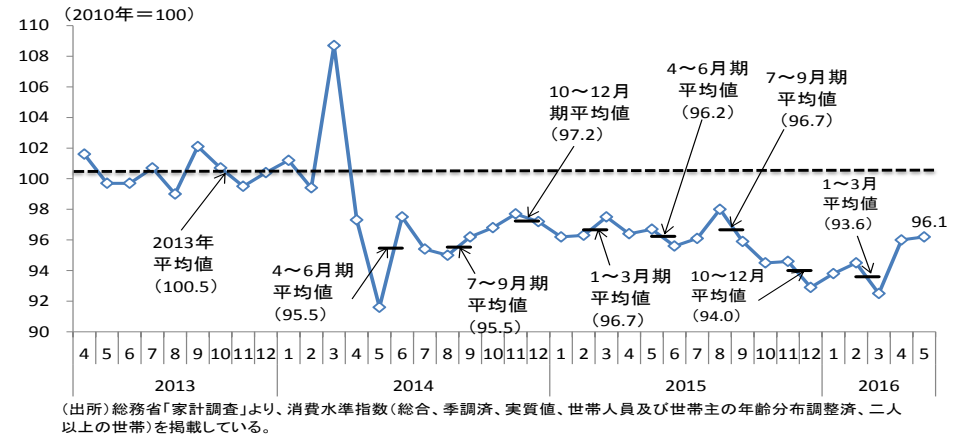
(出所) 内閣府「四半期別GDP速報(2016年1-3月期・2次速報)」

落ち込みが深刻な消費

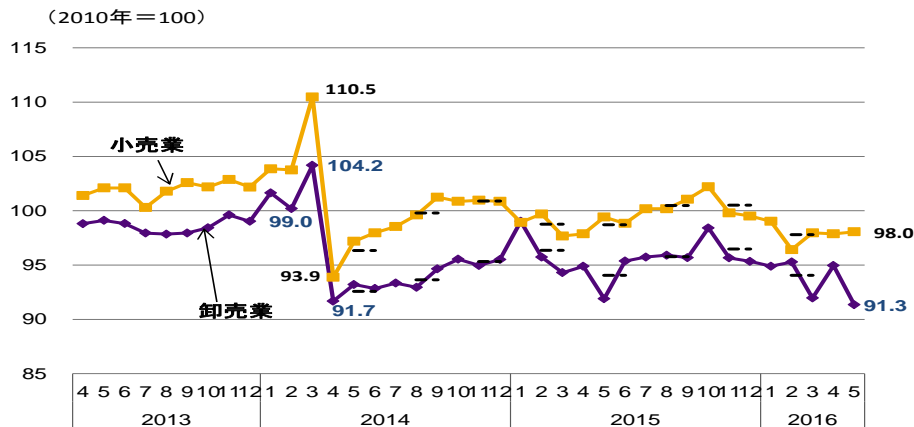
前回増税時(97年)と比較して深刻かつ緩慢な回復をたどる消費



消費水準指数の推移

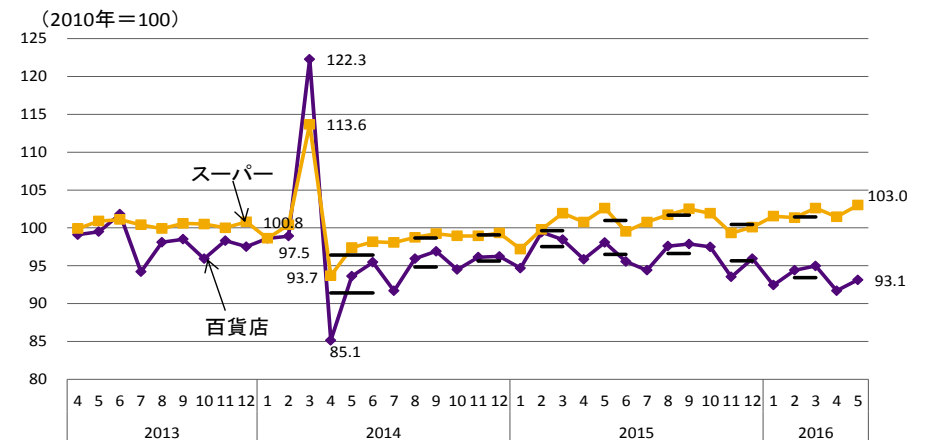


卸売業、小売業実質販売額(季調済指数)の推移



(注)商業販売統計は消費税込みの数値であるため、消費者物価指数(総合、季節調整済)及び国内企業物価指数(総合)を用いて実質化している。
(出所)経済産業省「商業販売統計」、日本銀行「企業物価指数」、総務省「消費者物価指数」

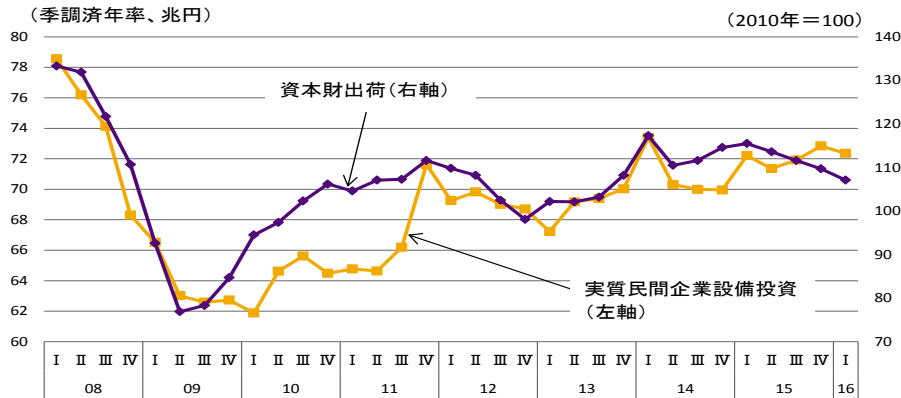
百貨店・スーパー実質販売額(季調済指数)



(注)商業販売統計は消費税込みの数値であるため、消費者物価指数(総合、季節調整済)を用いて実質化している。
(出所)経済産業省「商業販売統計」、総務省「消費者物価指数」

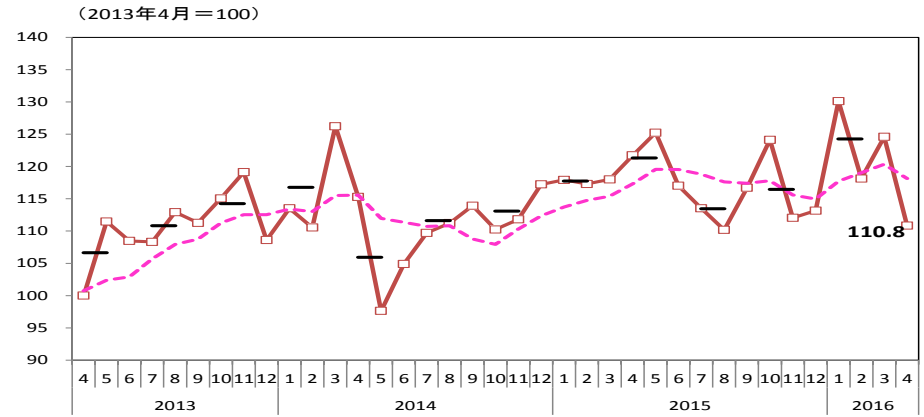
鈍い設備投資

資本財出荷(除輸送機械)と実質民間企業設備投資の推移



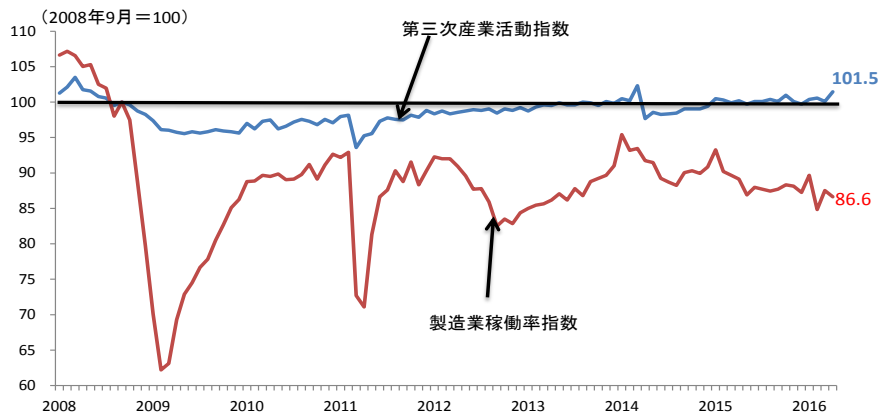
(出所)内閣府「四半期別GDP速報(2016年1~3月期・2次速報)」、経済産業省「鉱工業生産」

機械受注統計(船舶・電力除く民需)の推移



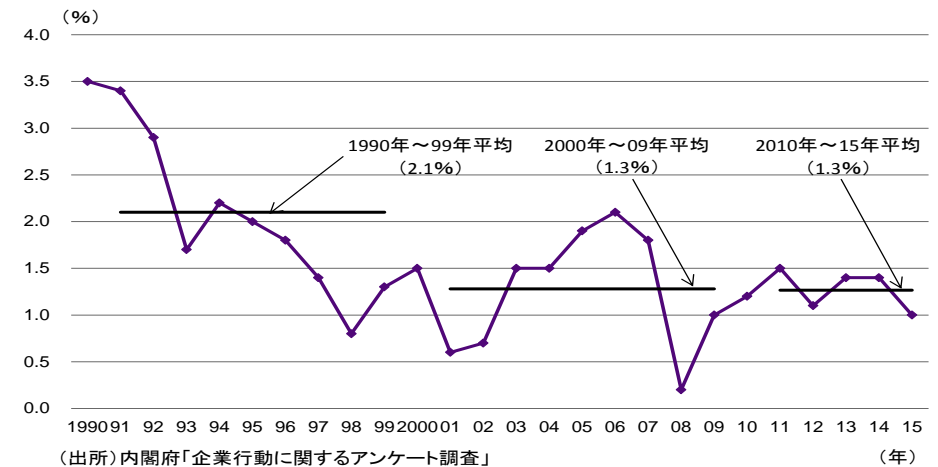
(注)赤い破線は6カ月後方移動平均値
(出所)内閣府「機械受注統計」

製造業稼働率指数、第三次産業活動指数の推移



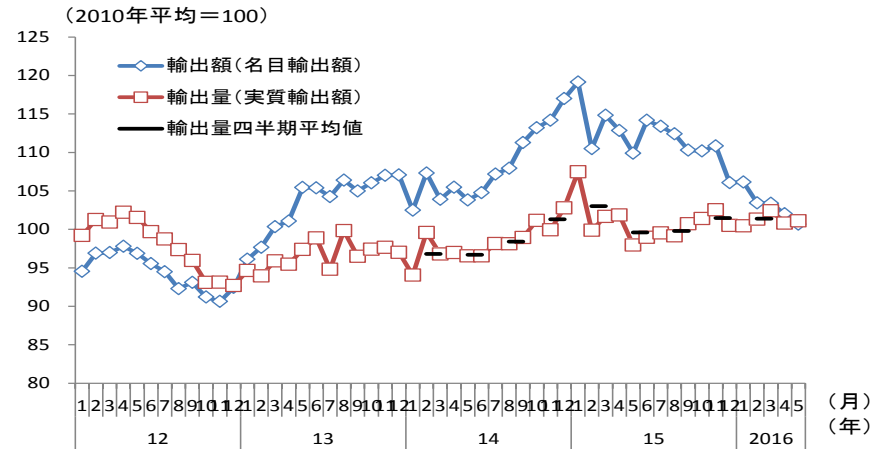
(注)直近値は2016年4月。
(出所)経済産業省「第三次産業活動指数」「稼働率指数」 (年、月)

低迷が続く企業の期待成長率(今後3年)



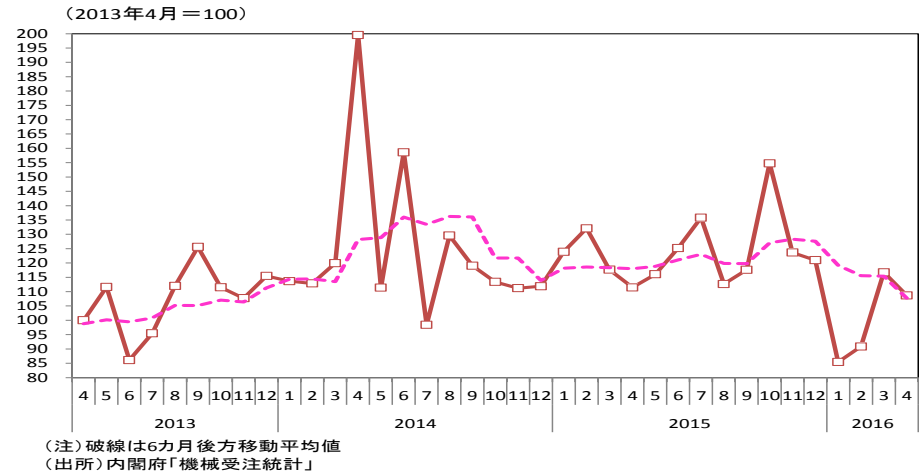
横ばいで推移する実質輸出入、先行きは懸念

輸出額(名目輸出)と輸出量(実質輸出)の推移

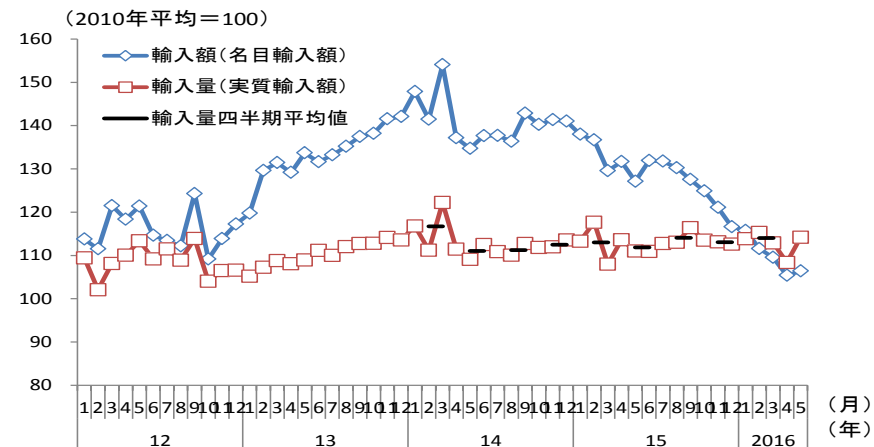


(出所)財務省「貿易統計」、日本銀行「実質輸出入」

機械受注額(外需)の推移

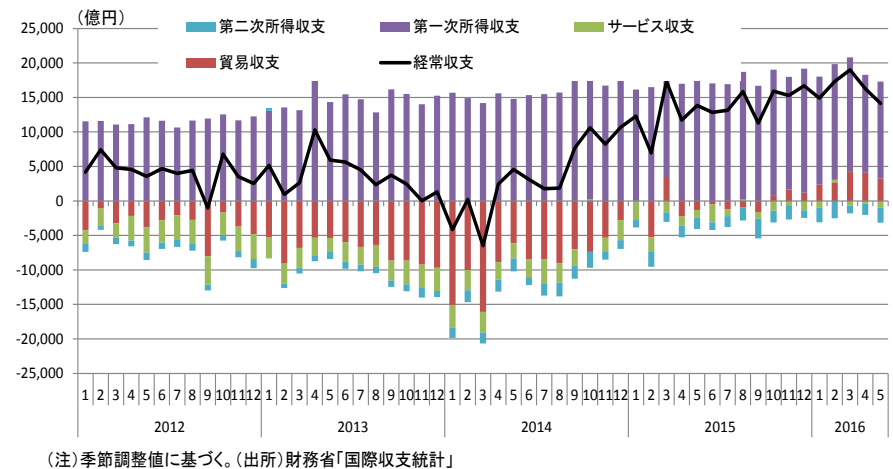


輸入額(名目輸入)と輸入量(実質輸入)の推移



(出所)財務省「貿易統計」、日本銀行「実質輸出入」

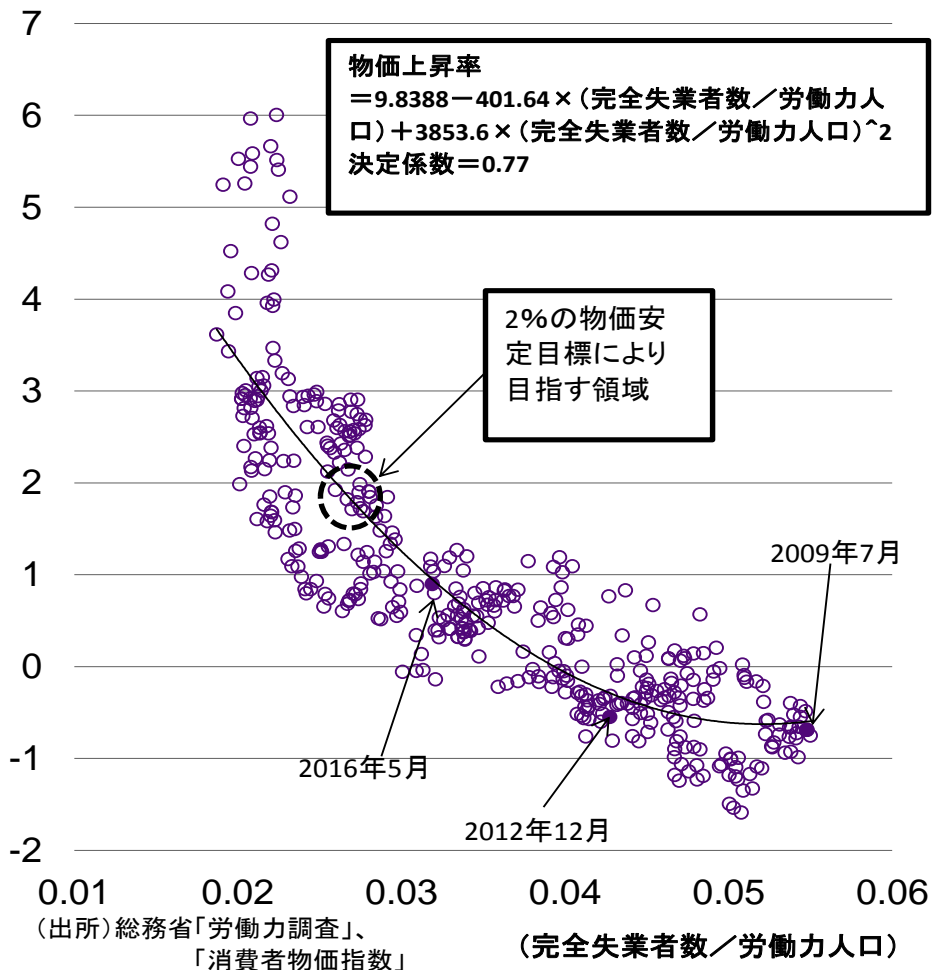
経常収支の推移



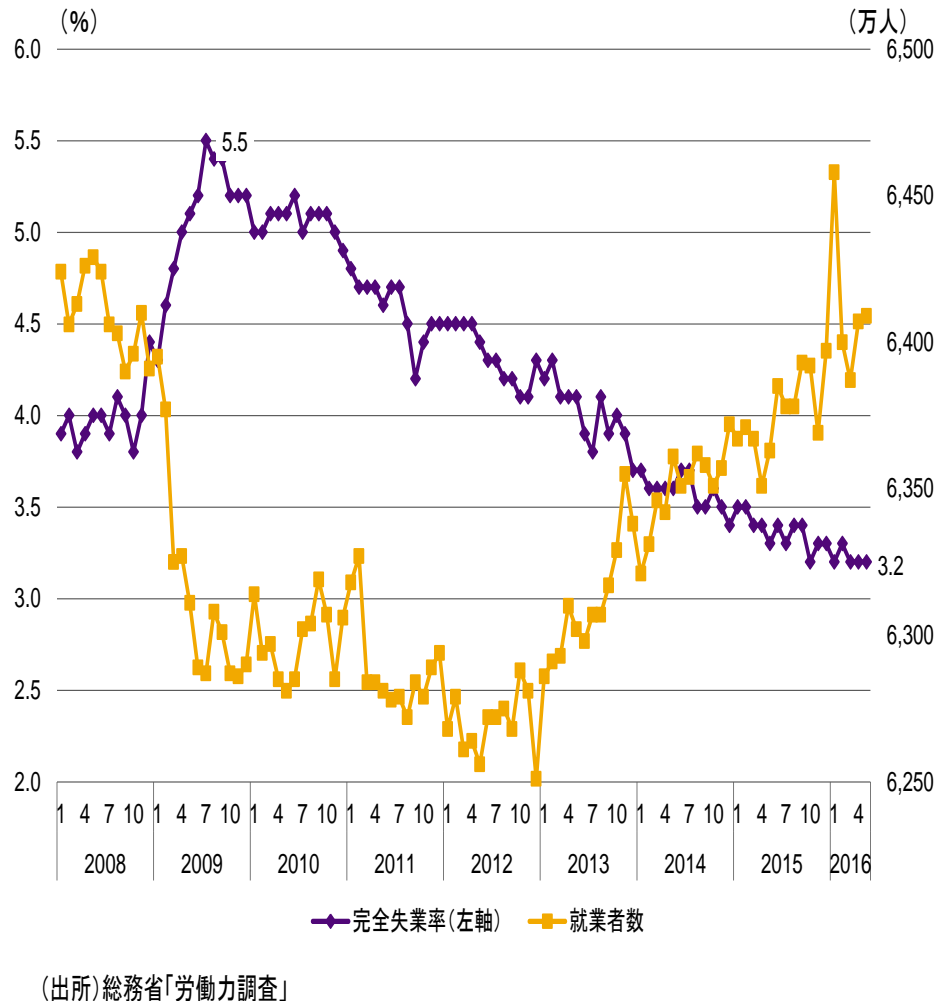
改善が進む雇用

物価上昇率と失業率の関係

(消費者物価指数(生鮮・エネルギーを除く総合)前年比上昇率:%)



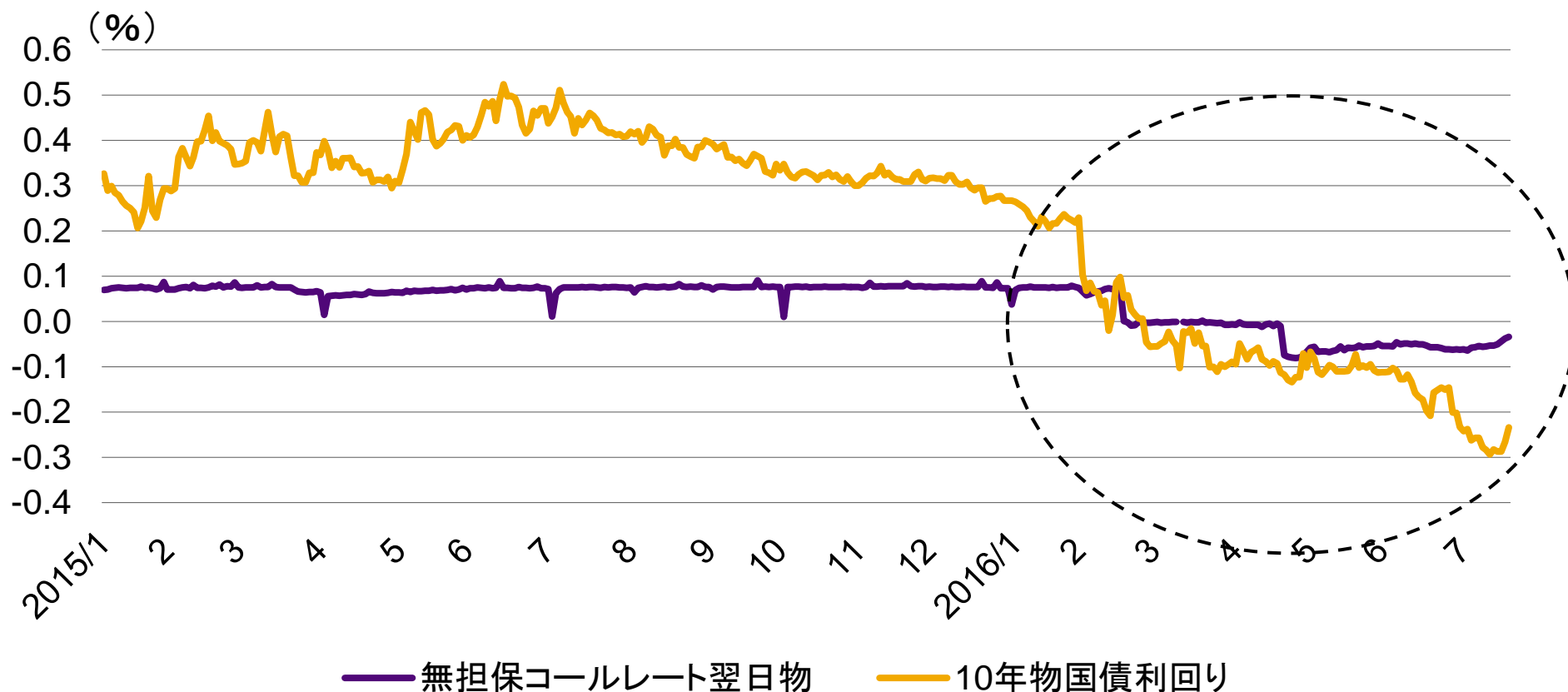
同時に進む就業者数の回復と失業率の回復



Ⅱ 日本銀行の金融政策の展望

長短金利差はマイナス金利導入後逆ザヤへ

無担保コール翌日物金利(日次)と10年物国債利回り(日次)の推移



(出所) 日本銀行、財務省

名目GDP水準目標政策の本格実行を

- 首相が表明した「名目GDP600兆円」を達成するとの目標は、**名目GDP水準目標政策(NGDPLTP)**と言える。
- 名目GDP水準目標政策は現在、政府と日銀が採用しているインフレ目標政策を更に進め、**財政政策と金融政策の齟齬を改善する政策**である。
- 名目GDP水準目標政策実行のため、**政府は早急に、名目GDP600兆円達成の期限を明確化する必要がある**。例えば2014年度名目GDP491兆円を出発点として2020年度に目標達成するために必要な年あたり平均成長率は3.4%程度。
- **名目GDP水準目標政策は毎年の「成長率」ではなく、「期限における水準」にコミットするため**、仮に年あたり平均成長率を現実の成長率が下回った際には、次年度により高い成長率を達成すべく、**財政・金融両面での緩和政策を行うことが必要**となる。
- 財政健全化の絵姿も、名目GDP水準目標の達成期限と年平均成長率を前提とした形に修正した上で、新たに再設定すべきである。

ヘリコプター・マネー政策

- マクロ財政政策と非伝統的金融政策のポリシーミックス(政府の財政赤字を中央銀行が貨幣発行を通じて賄う: 財政赤字のマネー・ファイナンス政策)
- 「ヘリコプター・マネー政策は、財政拡張政策と金融緩和政策の「統合」としての財政ファイナンスを、**両者の偶然の一致**としてではなく、デフレや不況を克服するための一体的な政策手段として、**意識的に実現させようとするものである**」(野口(2015)『世界は危機を克服する』(東洋経済))
- ヘリコプター・マネー政策は、高橋是清が行ったような「国債の日銀引き受け」といった形で行う必要はなく(つまり財政法の改正といった手段は要らない)、政府は国債を発行することで財政政策(減税・公共投資など)を行い、中央銀行は公開市場操作を通じて国債を購入してマネーを供給すれば良い。
- なお、ヘリコプター・マネー政策を行えばハイパーインフレになるという証拠は存在しない。(ヘリコプター・マネー政策はハイパーインフレの必要十分条件ではない)

ヘリコプター・マネー政策の枠組み

(1) ヘリコプター・マネー政策前

政府の負債	統合政府 中央銀行バランスシート		民間部門の資産
	資産	負債	
国債	国債	貨幣	国債 貨幣

(2) 政府の赤字財政政策

政府の負債	統合政府 中央銀行バランスシート		民間部門の資産
	資産	負債	
国債	国債	貨幣	国債 貨幣

政府が新たに国債を発行して財政政策を行った場合(赤部分)は民間部門の資産として保有される。

(3) 中央銀行によるマネーファイナンス

政府の負債	統合政府 中央銀行バランスシート		民間部門の資産
	資産	負債	
国債	国債	貨幣	国債 貨幣

政府が新たに発行した国債(赤部分)を中銀が買い取る事で貨幣が創造され、民間部門は貨幣を保有する。

野口旭(2015)『世界は危機を克服する』(東洋経済) pp383から転載。

ヘリコプター・マネー政策の留意点

- ヘリコプター・マネー政策を続けていけば、いつか必ずインフレ率が高まる。
 - ヘリコプター・マネー政策によりマイルドなインフレ率を実現・持続するためには政府部門の財政健全化のスケジューリングも含めた出口戦略が必要となる。
 - 人々が将来の増税の可能性が十分に遠いと認識する場合により効果が高まる。
 - 発行されたマネーが増税等の手段によって早期に回収されない、と予想されれば、恒常所得増加が認知されて、総需要拡大効果が生じる。
- 政府による条件付き非緊縮コミットメントが必要となる。
- 政策変更(出口政策)は、期限(2017年4月～)ではなく、経済指標(目標インフレ率、失業率)がどの水準に達したら出口政策を開始するかをあらかじめ明言(フォワード・ガイダンス)した上で行う必要がある(FRB、BOE)。

研究員紹介

片岡 剛士



■ 現職

- 三菱UFJリサーチ&コンサルティング(株) 経済政策部
上席主任研究員

■ 略歴

- 1972年 生まれ
- 1996年 慶応義塾大学商学部卒業後、(株)三和総合研究所 研究開発第三部(現三菱UFJリサーチ&コンサルティング)に入社。
- 2001年 慶応義塾大学大学院商学研究科修士課程修了(計量経済学専攻)
- 2005年 (株)UFJ総合研究所 経済・社会政策部 主任研究員
- 2006年 社名変更(三菱UFJリサーチ&コンサルティング)

■ 兼務

- 東北大学大学院法学研究科客員教授(2010年4月～2011年3月)
- 早稲田大学経済学研究科非常勤講師(2012年4月～現在)
- 参議院第二特別調査室客員調査員(2015年10月～2016年6月)
- 会計検査院特別調査職(2015年10月～現在)

■ 受賞

- 藤原書店主催 第4回河上肇賞 本賞 受賞
- 政策分析ネットワーク主催 第2回政策分析ネットワーク シンクタンク賞 受賞

■ 主な著書・論文

- (書籍)「日本の「失われた20年」ーデフレを超える経済政策に向けて」(2010年)藤原書店
- (書籍)「円のゆくえを問いなおすー実証的・歴史的に見た日本経済」(2012年)筑摩新書
- (書籍)「アベノミクスのゆくえー現在・過去・未来の視点から考える」(2013年)光文社新書
- (書籍)「日本経済は復活するか」(2013年、田中秀臣編)藤原書店
- (書籍)「徹底分析アベノミクスー成果と課題」(2014年、原田泰・齋藤誠編)中央経済社
- (書籍)「日本経済はなぜ浮上しないのかーアベノミクス第2ステージへの論点」(2014年)幻冬舎

新聞・雑誌等への寄稿、メディア出演多数。最近の活動等の詳細は、以下のサイトをご参照ください。

<http://www.murc.jp/thinktank/rc/column/kataoka>

ご利用に際して

- 本資料は、信頼できると思われる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません
- また、本資料は、講演者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一的な見解を示すものではありません
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず、出所:三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡下さい

連絡先

〒105-8501
東京都港区虎ノ門五丁目11番2号 オランダヒルズ森タワー
三菱UFJリサーチ&コンサルティング株式会社
政策研究事業本部 東京本部 経済政策部

上席主任研究員
片岡 剛士

