

市川レポート (No.31)

主要国・地域の金融政策展望 (その3: 日本編)

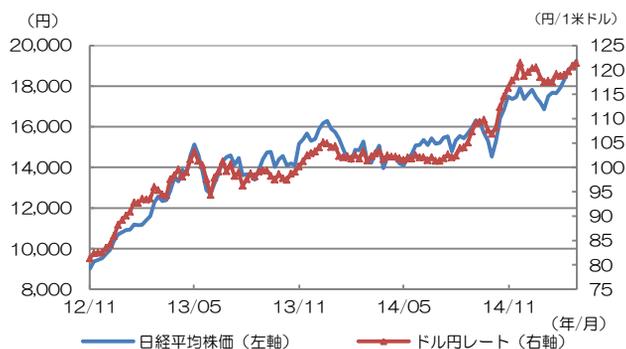
前回のレポートで、欧州の金融市場は極めて緩和的な状態にあり、株高、通貨安、金利低下の動きが形成されやすい環境にあることをお話ししました。ユーロ圏では本格的な量的緩和 (QE) が始まっていますが、日米の先行事例をみても物価上昇には時間がかかると思われ、長期にわたってQEが継続される可能性があります。

今回は日本の金融政策に注目したいと思います。日銀は現在、大量の国債を購入してマネタリーベースを増やす、いわゆる異次元緩和を実施していますが、今一度政策の理論を整理し、今後どのような展開が予想されるか考えて参ります。

日銀の積極的な緩和政策への期待から資産価格は大きく反応

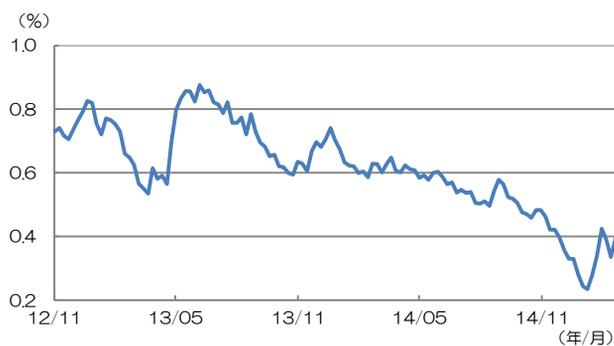
日銀の黒田総裁は2013年4月4日、2%の物価目標を達成すべく「量的・質的金融緩和」の導入を決定しました。その後デフレマインドの転換が遅延するリスクを未然に防ぐため、2014年10月31日に量的・質的金融緩和を拡大しました。これらの政策に対し、金融市場は株高、通貨安、金利低下で反応しましたが、この動きは量的・質的金融緩和が導入される約5カ月前の2012年11月16日の衆院解散から始まりました (図表1、図表2)。当時の安倍自民党総裁は、日銀に積極的な金融緩和 (物価目標の設定、無制限の金融緩和など) の実施を求めていたため、政権発足によるアベノミクスへの「期待」が急速に高まった結果、資産価格は緩和実施に先立って大きく変動しました。

【図表1：日経平均株価とドル円レート】



(注) データ期間は2012年11月16日から2015年3月13日。
 (出所) Bloomberg L.P.のデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

【図表2：日本10年国債利回り】



(注) データ期間は2012年11月16日から2015年3月13日。
 (出所) Bloomberg L.P.のデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

量的・質的金融緩和では「期待への働きかけ」が重要な役割を果たす

では日銀の政策理論について整理してみます。マネタリーベースの増加は物価を押し上げ景気を好転させるという考え方は貨幣数量説に基づくものですが、一般にゼロ金利制約下ではこのような関係は成立しないと考えられています。そこで民間主体の期待形成に働きかけて期待インフレ率を上昇させれば、名目金利がゼロでも実質金利が低下し、民間需要が増加して実際のインフレ率も上昇するというリフレ派理論に基づき導入されたのが量的・質的金融緩和です。そのため今の政策では「期待に働きかける」ことが極めて重要な役割を果たします。期待に働きかけるとは、具体的には中央銀行が物価目標を設定して大量のマネタリーベースの供給をコミットすることです。日銀の場合は2013年4月に、「物価目標を2%とし、マネタリーベースを2年間で2倍にすることで、2年程度の期間を念頭に置いてできるだけ早期に目標を達成する」と宣言しました。

金融政策の目的達成はまだ道半ば

実際の資産価格の動きと量的・質的金融緩和の政策理論を照らし合わせて考えると、期待に働きかける効果は一定の評価を得てよいと思います。ただ物価上昇と景気拡大については十分な成果が得られたとは言い難いため、金融政策の目的達成はまだ道半ばということになります。なお市場では、2年を目途とした2%の物価目標は実現が難しいとの見方が強まっていますが、黒田総裁は明確な期限をコミットすることはデフレ脱却の強力な手段であるとの見解を示し、「消費者物価の前年比は2015年度を中心とする期間に2%に達成する可能性が高い」との考え方を維持しています。

インフレ期待の変化は政策判断に最も影響を与える要素の1つ

最後に金融政策の今後の展開について考えます。黒田総裁がデフレ脱却の早期実現にこだわる以上、3月16日、17日の日銀金融政策決定会合や、17日の記者会見で、政策の枠組みが変更（物価目標や期限の変更）される可能性は低いと思われます。また4月30日に公表される「経済・物価情勢の展望」（展望レポート）において、日銀の物価見通しが大きく修正されることもないと思われます。そのため引き続き、インフレ期待の変化が日銀の政策判断に最も影響を与える要素の1つと考えます。この先、消費者物価の前年比の伸びが一時的にマイナスとなっても、インフレ期待に変化がなければ追加緩和は見送られ、インフレ期待の低下するリスクが高まれば直ちに追加緩和が行われると思われる。ただこのインフレ期待について日銀は明確な数値的定義は示していませんので、それに影響を与えそうな材料を整理しておく必要があります。

追加緩和は緊急を要しないとの判断が妥当と思われる

まず消費税の物価押し上げ効果は4月に一巡する見通しですが、春闘の結果、賃上げがどの程度物価に影響を与えるのかを見極める必要があります。また原油価格については、このまま安定すれば今年後半に物価の押し下げ効果が剥落する可能性があります。今のところこれらの材料が直ちにインフレ期待の大幅低下につながる恐れは少ないため、追加緩和は緊急を要しないとの判断が妥当であろうと思われます。ただ物価目標に期限を設定している以上、目標未達のまま2015年度末に近づいた場合、日銀は政策の枠組みについて維持か変更かの決断を迫られる可能性があります。維持であれば追加緩和、変更であれば新たな期限の設定などの対応が求められますが、それまで日銀にはしばらく時間的猶予が与えられていると思われます。

- 当資料は、情報提供を目的として、三井住友アセットマネジメントが作成したものであり、投資勧誘を目的として作成されたもの又は金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。
- 当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。
- 当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。
- 当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。
- 当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。
- 本資料の内容に関する一切の権利は当社にあります。本資料を投資の目的に使用したり、承認なく複製又は第三者への開示等を行うことを厳に禁じます。
- この資料の内容は、当社が行う投資信託および投資顧問契約における運用指図、投資判断とは異なることがありますので、ご了解下さい。

三井住友アセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第399号

加入協会：一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会