

2015年3月27日

 三井住友アセットマネジメント  
 シニアマネージャー 市川 雅浩

## 市川レポート (No.40)

## 異次元緩和の中間評価～实体经济への影響を検証（その2）

前回のレポートでは、貨幣量を増やせば比例的に物価が上昇し、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あるというお話をしました。ただし日本においては過去、マネーストックと物価との間に明確な相関関係はみられず、これについては超低金利環境が影響した可能性も考えられます。そこで期待に働きかけて実質金利を押し下げる量的・質的金融緩和が導入されましたが、それでも物価の伸びは力強さに欠けているように思われます。

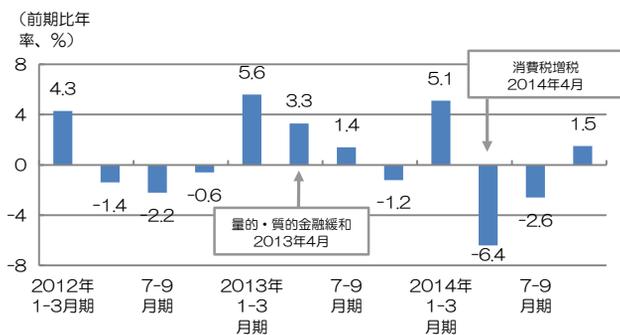
ただ異次元緩和によって少なくとも物価は持続的な下落局面から脱し、株高や円安の進行など資産価格も顕著な反応を示しました。また賃上げの動きが広がり、消費の持ち直しに対する期待も強まっているなど評価できる点も多いと思います。そこで今回は物価以外の指標にも目を向けて金融緩和の効果を検証します。

## 異次元緩和で直ちに景気好転とはならず

日銀は2013年4月4日に量的・質的金融緩和の導入を発表し、力強い金融緩和を積極的に推進しました。一方、政府はその後に消費税の増税を決定し、2014年4月1日より消費税率は5%から8%に

引き上げられました。しかしながら増税が予想以上に経済成長の重しとなったことから、安倍首相は景気腰折れを回避すべく2015年10月に予定する消費税率10%への引き上げを2017年4月まで1年半延期することを決定しました。図表1は日本の実質GDP成長率の推移を示したのですが、異次元緩和を実施しても増税の影響などによって成長率の振れ幅がかなり大きくなっていることが分かります。そのため結果だけみれば、マネタリーベースの大幅増加によって物価の上昇と景気の好転が直ちに実現したとは言い難いように思われます。

【図表1：日本の実質GDP成長率】

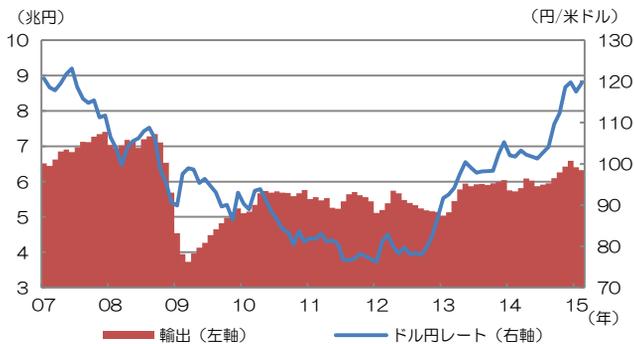


(注) データ期間は2012年1-3月期から2014年10-12月期。  
 (出所) Bloomberg L.P.のデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

## ただし株価や為替など資産価格は顕著に反応

日銀の異次元緩和に対し、金融市場は株高、通貨安、金利低下で反応しましたが、この動きは緩和

【図表2：ドル円レートと輸出】



(注) データ期間は2007年1月から2015年2月。輸出は原数値で当該月を含む3カ月平均。

(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

策導入の約5カ月前、2012年11月16日の衆院解散からすでに始まっていました。その理由は、株式などの資産は価格形成に取引参加者の「期待」が大きく反映される性質があるため、日銀に積極的な金融緩和を求める安倍政権発足への「期待」が相場に織り込まれたためと考えられます。円安の進行は輸出の追い風になると思われましたが、企業がすでに生産拠点を海外に移転していたため、輸出の回復は緩やかなペースとなっています(図表2)。なお2月の輸出は中華圏の春節の影響で伸び悩みましたが、前年比では6カ月連続で増加しています。

ただ急速な円安によって、輸入コストの増加、価格転嫁による中小企業や非製造業の業績圧迫、家計の実質所得の押し下げ圧力など、当初はあまり想定されていなかったデメリットも浮き彫りとなりました。こうしたなか、甘利明経済再生相は2月17日の会見で、円安について「現状はプラスの方が大きい」と述べる一方、「過度の円安が進めば、経済ファンダメンタルズから離れる」との見解を示しました。市場では4月の統一地方選を控えた政府が円安の地方経済に与える影響を勘案し、一段の円安には慎重な姿勢をとるようになったのではないかとの見方も強まっています。

## 円安のデメリットよりも原油安のメリット

こうしたなか政府にとって原油安という思わぬ援軍が現れました。原油価格の低位安定が続けば、原材料費の低下で中小企業や非製造業の業績改善が見込まれるほか、電気料金の値下げやガソリン価格の低下など、家計にも広く恩恵が及ぶことが期待されます。ただ急激な円安は原油安のメリットを相殺しかねないため、政府としては追加緩和による円安進行より、一時的な物価押し下げ要因となっても原油安の方が現時点では好ましいと考えている可能性があります。これは早期に2%の物価目標の達成を目指す黒田総裁にとっては悩ましい状況で、追加緩和を巡る日銀の政策判断に今後一段と注目が集まります。

## 異次元緩和の政策効果の見極めは今しばらく時間が必要

異次元緩和の効果を見極めるには今しばらく時間を要すると思われ、今回のレポートのタイトルも「中間評価」としました。期待に働きかける効果は株高や円安を促し、長らくマイナス圏に沈んでいた物価の伸びを押し上げたことは評価すべきと考えます。ただ実際の経済は、マネタリーベースを増やせば物価が上昇して景気が良くなるというほど簡単ではありません。円安が大きく進行しても輸出がしばらく低迷し、輸入コストの上昇などデメリットも明らかになった一方、金融政策では想定していなかった原油安が景気の追い風となっています。

それでも株価が上昇基調にあることは明るい材料で、企業業績の改善を背景に賃上げの動きは製造業から幅広い業種に広がり、この先の消費増に貢献すると思われ。政府も3月の月例経済報告で8カ月ぶりに景気判断を引き上げており、緩和的な金融環境が引き続き経済成長を支えると思われ、2015年度の実質GDP成長率は前年度比で1%台半ば近くに達するのではないかとみています。

- 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