

2016年9月21日  
日 本 銀 行

目で見ると

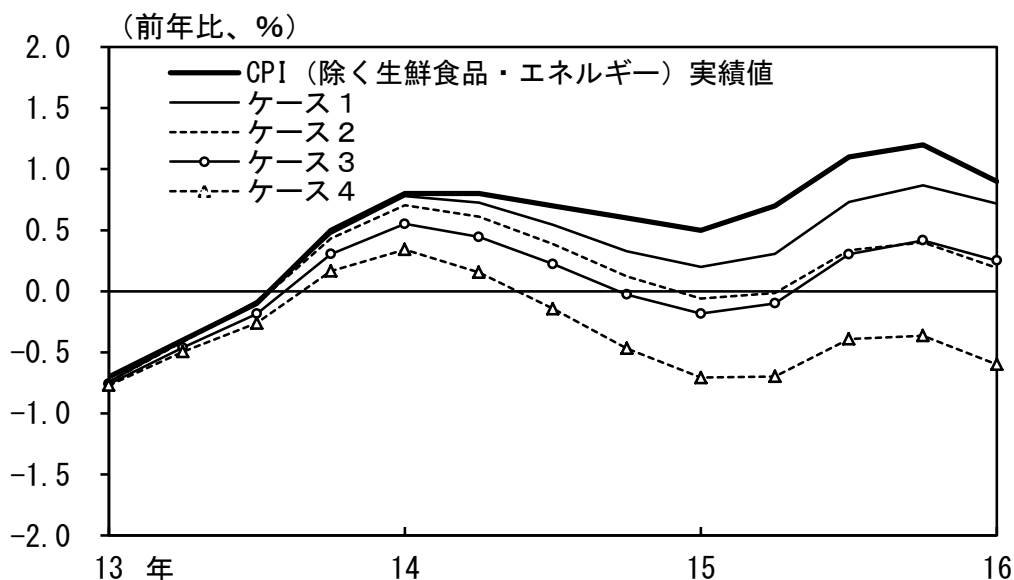
金融緩和の「総括的な検証」と

「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」

## 1. 「量的・質的金融緩和」はどんな効果があったのか？

- ◆ 日本は、15年以上、物価が持続的に下落するデフレでした。
- ◆ これに対処するため、日本銀行は、2013年1月に「物価安定の目標」を消費者物価上昇率で2%と定め、これを実現するため、4月に、大規模な金融緩和である「量的・質的金融緩和」を導入しました。
- ◆ その後3年強。過度の円高は是正され、株価は大きく上昇しました。失業率は3%まで下がり、ベアは3年連続で実施されました。日本の経済・物価は好転し、デフレではなくなりました。
- ◆ もし、「量的・質的金融緩和」をやっていなかったら、という仮定を置いて、経済や物価がどうなっていたかという試算（シミュレーション）をしました。その結果、前提を変えた4つのケースのうち3つでは、デフレ状態が続いていたとの結果になりました。

### ○ 「量的・質的金融緩和」を導入していなかった場合の消費者物価（除く・生鮮食品・エネルギー）のシミュレーション



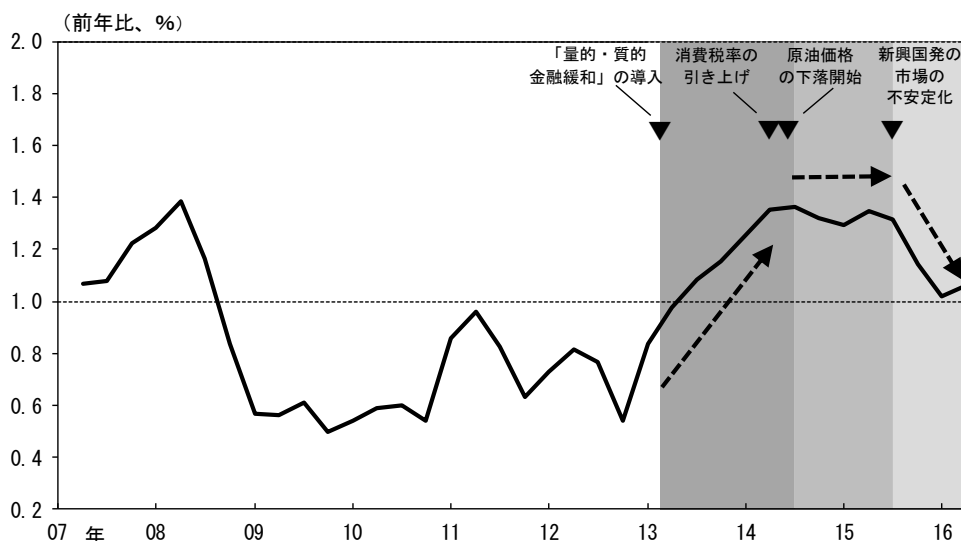
#### <シミュレーションの前提>

- ケース 1：2013 年第 2 四半期（「量的・質的金融緩和」の導入）以降の実質金利低下がなかった場合
- ケース 2：2013 年第 2 四半期（「量的・質的金融緩和」の導入）以降の実質金利低下と為替円安・株価上昇がなかった場合
- ケース 3：2013 年第 1 四半期（「物価安定の目標」の決定）以降の実質金利低下がなかった場合
- ケース 4：2013 年第 1 四半期（「物価安定の目標」の決定）以降の実質金利低下と為替円安・株価上昇がなかった場合

## 2. なぜ2%が実現していないのか？

- ◆ 日本経済はデフレではなくなったとはいえ、2%は実現していません。何が原因だったのでしょうか。
- ◆ 「量的・質的金融緩和」には2つの効果波及経路があります。①2%の目標を実現すると強く約束し、実際に大規模な緩和を行うことで、人々の物価に対する見方を変えること（予想物価上昇率の引き上げ）、②大量の国債を買うことで金利を引き下げる（名目金利の引き下げ）の2つです。この2つによって、物価見通しを勘案したうえでの金利（実質金利）を大幅に引き下げ、それが経済を刺激し、物価が上がるというメカニズムを想定していました。
- ◆ このメカニズムは当初うまく機能し、実施1年後には消費者物価は1.5%（消費税の影響を除くベース）まで上昇しました。ところが、その後、①2014年夏以降の原油価格の下落と消費税率の引き上げ後の需要の弱さ、②2015年夏以降の新興国経済の減速とそれを受けた世界的な金融市場の不安定化という逆風が吹いて、実際の物価上昇率が低下してしまいました。その結果、予想物価上昇率の上昇も止まってしまったことが、2%を実現できていない原因です。
- ◆ この3年強の予想物価上昇率の動きを見たのが、下の図です。逆風が吹いた時期に合うタイミングで、上昇→横ばい→弱含みと局面変化が起こっています。

### ○予想物価上昇率の動向



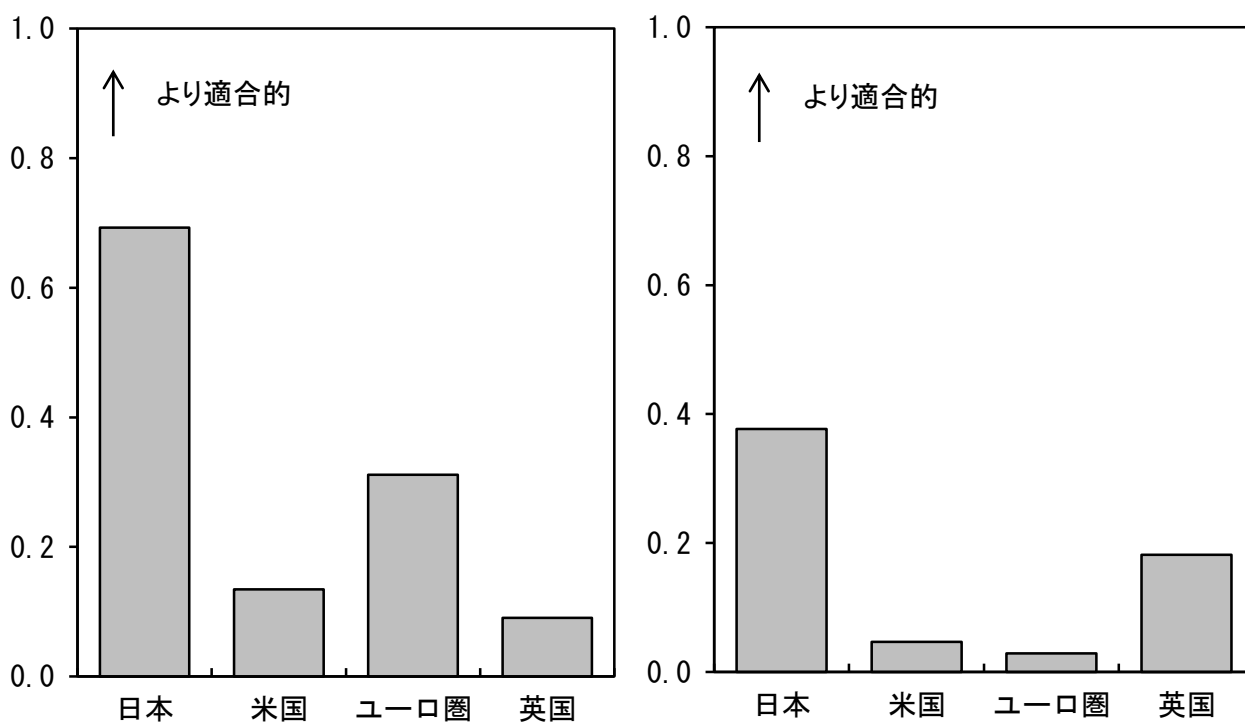
(注) 企業、家計、エコノミストの予想物価上昇率を合成したもの。エコノミストは、コンセンサス・フォーキャストのデータを使用。

### 3. わが国の予想物価上昇率の決まり方には、どんな特徴があるのか？

- ◆ 予想物価上昇率（人々が予想する物価の上がり方）は、①「中央銀行の目標である2%に向かっていこう」という予想の要素（フォワードルッキングな期待形成）と②「過去の物価状況が続くだろう」という予想の要素（適合的な期待形成）の2つで決まります。
- ◆ 日本の場合、ほかの国に比べて、②の要素が強い、つまり過去の物価上昇率に引きずられやすいといわれています。
- ◆ その理由はいくつかありますが、春闘など日本の賃金交渉の際、「前年度の物価上昇率」が勘案されることもそのひとつです。米欧では、先行き数年間の賃金を交渉することが多いため、中央銀行のインフレ目標（だいたいどの先進国も2%です）が賃金決定の重要な要素になっています。

#### ○予想物価上昇率が実際の物価上昇率に影響される度合いの各国比較

- (1) 短期（1年先）の予想物価上昇率のうち、  
実際の物価上昇率で説明される割合
- (2) 中長期（6～10年先）の予想物価上昇率のうち、  
実際の物価上昇率で説明される割合



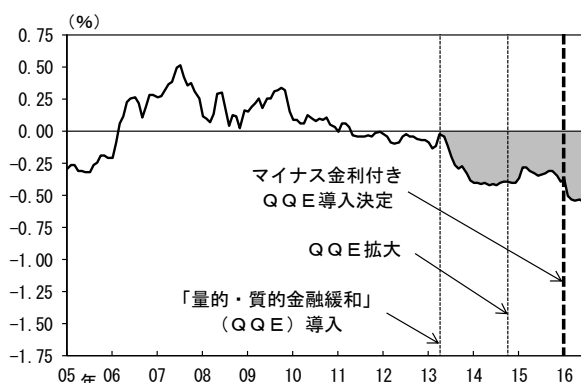
(注) 予想物価上昇率にはコンセンサス・フォーキャストのデータを使用。

#### 4. マイナス金利はどのように効いているのか？

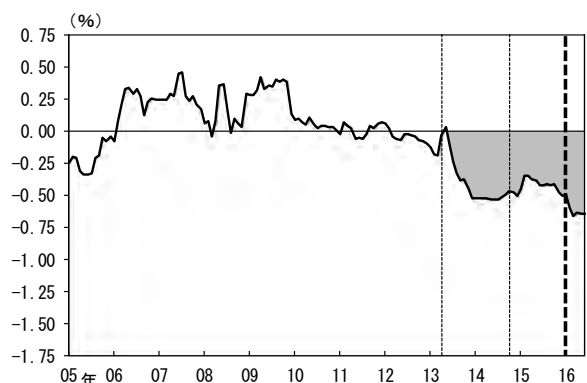
- ◆ 「予想物価上昇率」が弱含む中で、日本銀行は、「名目金利の引き下げ」をさらに強力に実施するため、2016年1月「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を導入しました。
- ◆ これは、金融機関が日本銀行に預けている当座預金の一部に▲0.1%のマイナス金利を適用するものです。このマイナス金利と長期国債の買入れという組み合わせは、とても強力に、各年限の国債金利を引き下げました。特に長めの期間の金利の低下が目立っています。
- ◆ この点、各年限の金利の低下に、日本銀行の政策（長期国債の買入れ＋1月以降はマイナス金利）が影響したのか、試算したのが下のグラフです。マイナス金利導入で金利引き下げ効果が大きくなっていること、特に長い年限ほどそれが顕著であることがわかります。

#### ○ マイナス金利と国債買入れによる金利引き下げ効果

(1) 2年債



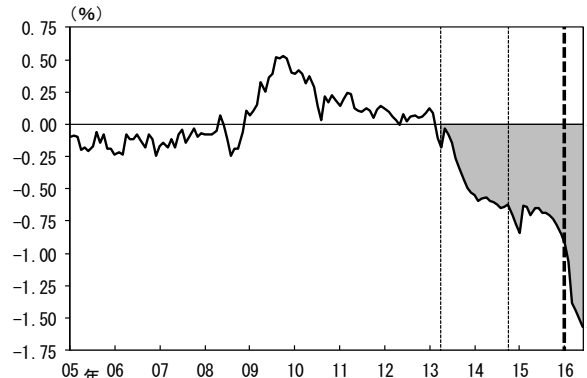
(2) 5年債



(3) 10年債



(4) 20年債



残差  
(政策  
効果)

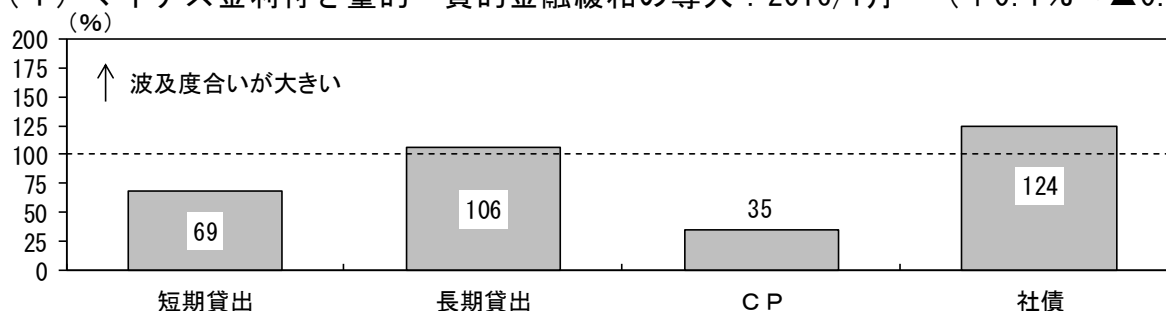
(注) 日本国債の利回り(2年、5年、10年、20年)を、「米国債金利(10年物)」、「消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比」、「有効求人倍率(需給ギャップの代理変数)」の3つの説明変数で回帰した際の推計残差。

## 5. マイナス金利は、貸出金利などに波及しているのか？

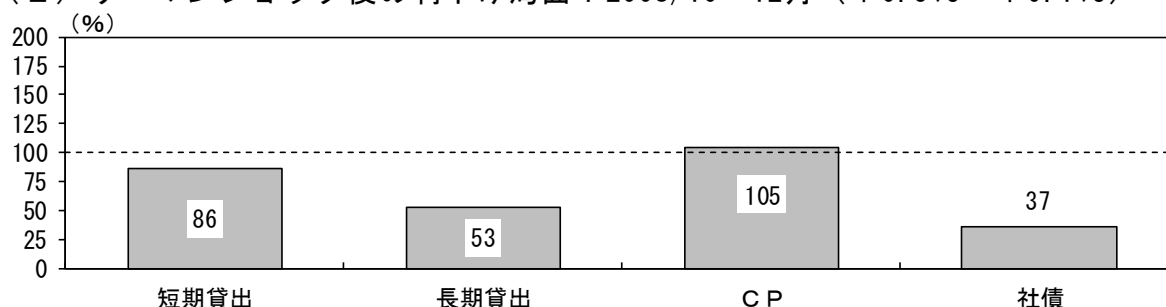
- ◆ 「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」によって、国債金利は大きく低下しています。これは、貸出・社債・CPなどの金利にも波及しており、これらの金利はしっかり低下しています。
- ◆ 政策金利の低下幅を100としたとき、各種金利の低下がどの程度生じたかを過去の利下げ局面と比べたのが下の図です。今回の波及度合い（追随率）は、過去の利下げ局面と同じ程度です。

### ○過去の利下げ局面における各種金利への波及の程度

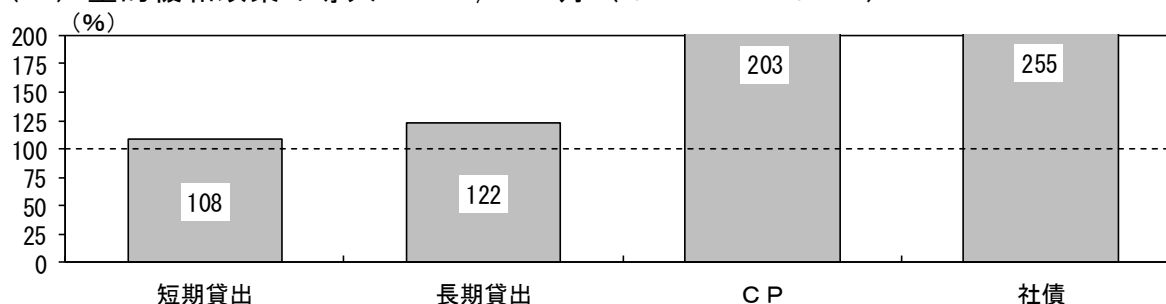
(1) マイナス金利付き量的・質的金融緩和の導入：2016/1月～（+0.1%→▲0.1%）



(2) リーマンショック後の利下げ局面：2008/10～12月（+0.5%→+0.1%）



(3) 量的緩和政策の導入：2011/2～3月（+0.25%→+0%）

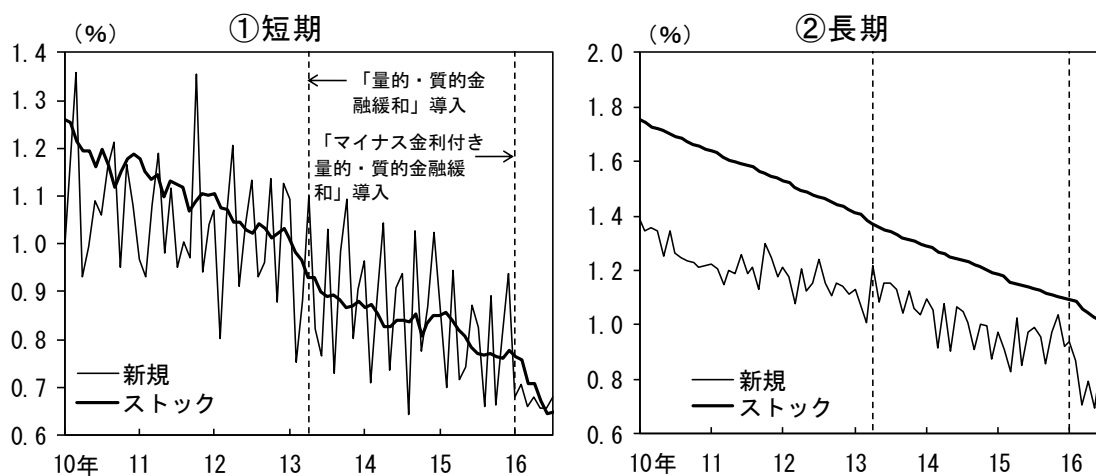


(注) 追随率は、各金利の変化幅の、政策金利（または付利金利）変更幅に対する割合（%）。各金利の変化幅は、各金利の「政策変更後4～6か月目の平均」と「政策変更前3か月間の平均」の差として算出。社債は、キャピタル・アイ、アイ・エヌ情報センターによる。

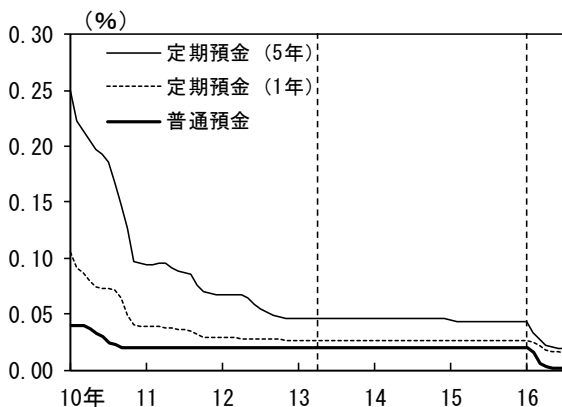
## 6. マイナス金利の金融機関への影響は？

- ◆ 5. で「貸出金利がしっかり低下している」と書きましたが、このことは、金融機関収益を圧縮する形で生じていることには注意する必要があります。すなわち、預金金利の低下幅は小さい一方で、貸出金利が大きく低下しているということは、その間で金融機関収益は小さくなっていることを意味します。
- ◆ 実際、貸出金利（図1）は、金融機関間の競争が厳しい中でトレンドとして低下してきましたが、マイナス金利の導入後、低下の角度が急になっています。預金金利も低下していますが、その幅は貸出金利より小幅です（図2。目盛が図1よりも小さいことに注意してください）。
- ◆ また、保険や年金などの運用利回りの低下などの影響も出ています。直接的なマクロ経済への影響はそれほど大きなものではないと考えられますが、マインド面などを通じて経済活動に影響する可能性があります（図3）。

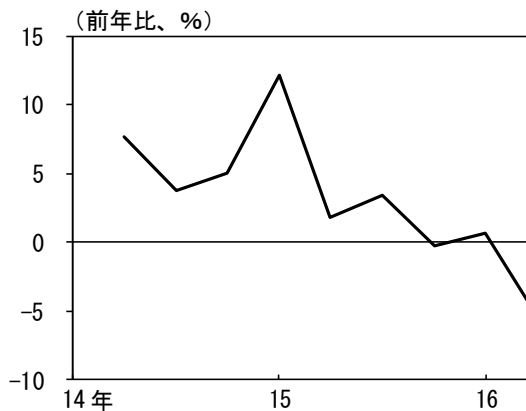
（図1）貸出金利



（図2）預金金利



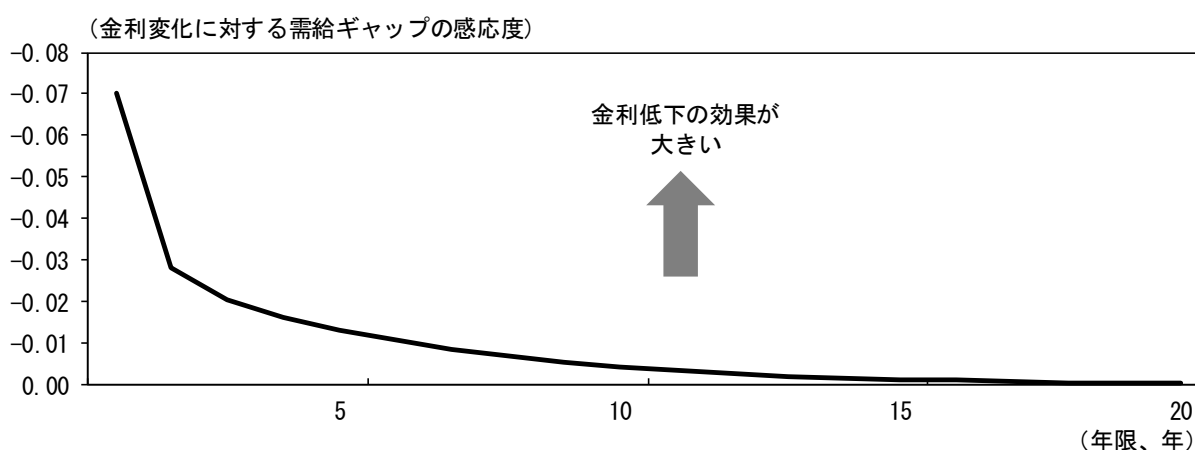
（図3）保険料収入



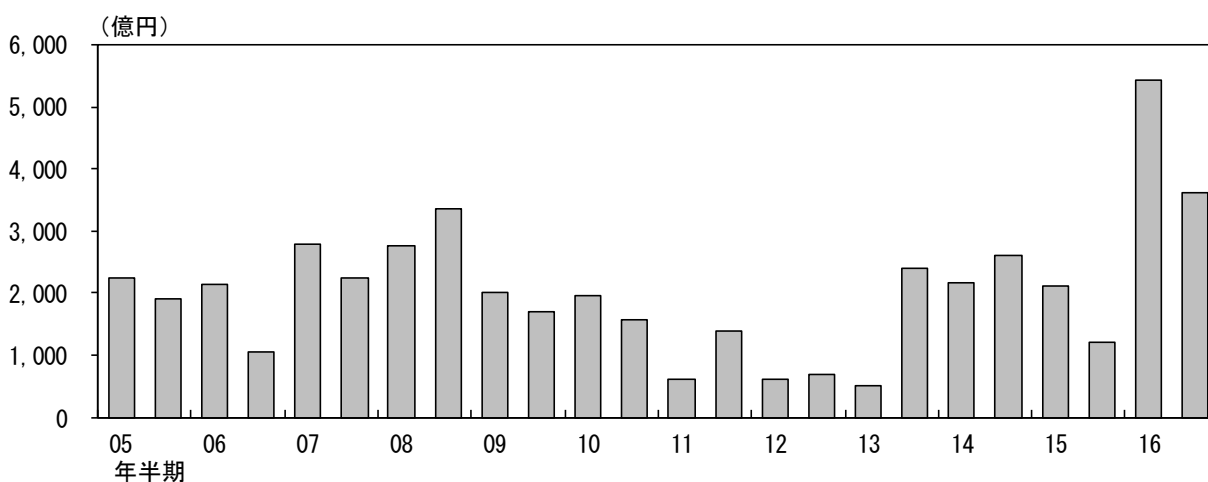
## 7. どの年限の金利を下げると、経済や物価に効果があるのか？

- ◆ 過去のデータを使って分析すると、金利が同じくらい下がった場合、1～2年の金利が下がった場合の効果が一番大きく、年限が長くなるにしたがって、効果は小さくなります（図1）。
- ◆ これは、金融機関の貸出の多くが短期市場金利に連動する貸出や5年程度までの固定金利貸出であることによるものと考えられます。
- ◆ ただ、最近では10年を超える超長期の国債金利の低下を受けて、超長期の社債の発行が急増するなど、企業金融面で新しい動きも生じています（図2）。こうした動きによって、これらの関係も変化する可能性があります。

（図1）各年限の1単位の金利低下が需給ギャップに与える影響



（図2）超長期の社債の発行額（年限10年超）



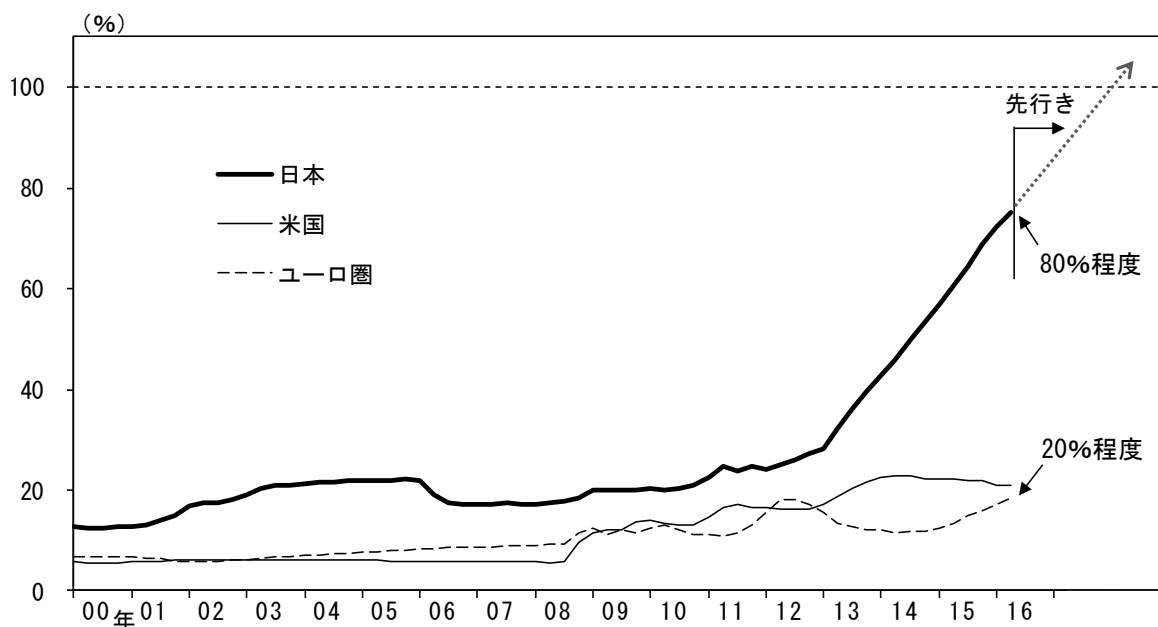
（注）2016年下半年は、7～8月の値。アイ・エヌ情報センターによる。



8. 新しい枠組み「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」では、どうやって、予想物価上昇率を引き上げようとしているのか？

- ◆ 2%の物価安定の実現のためには、弱含んでしまった「予想物価上昇率」を引き上げなければなりません。
- ◆ 3. で書いた通り、予想物価上昇率は、①2%の目標に向かう「フォワードルッキングな期待形成」と②過去の物価上昇率にひきずられる「適合的な期待形成」の2つで決まりますが、日本は、もともと②の要素が強いという特徴があります。
- ◆ この要素が、原油価格の下落などの逆風によって、予想物価上昇率の押し下げに働いたことが、2%を実現できていない原因です。
- ◆ そこで、①の要素を強める方策を採ります。具体的には、物価上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、通貨供給量（マネタリーベース）を増やし続けると約束することにしました。これによって、「2%が実現する」ということに対する人々の信認を強めることを狙っています。
- ◆ 日本の通貨供給量は、経済規模対比で80%と欧米の4倍です。これがあと1年少し経つと100%を超えていきます。その位大規模な金融緩和を、実際に「2%超」の物価上昇を目にするまで続けるということです。

○ マネタリーベース対名目GDP比



9. 新しい枠組み「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」では、どのように短期や長期の金利を操作しようとしているのか？

- ◆ 1. で書いた通り、「量的・質的金融緩和」は実質金利を下げるという効果を通じて、デフレではない状態を作り出しました。この効果を追求するため、短期と長期の金利を操作する「イールドカーブ・コントロール」を導入します。
- ◆ 操作するための方法としては、4. で書いた通り、マイナス金利と国債買入れの組み合わせが有効であることがわかりましたので、これを使います。また、操作を円滑に行うため、新しいオペレーション手段（日本銀行が指定する利回りによる国債買入れ<指値オペ>など）も導入します。
- ◆ これらによって、経済・物価・金融情勢を踏まえて、2%の「物価安定の目標」に向けたモメンタム（勢い）を維持するように、最適なイールドカーブ（短期・長期の金利）の形成を促します。
- ◆ このほか、「量的・質的金融緩和」以来使ってきた様々な資産買入れを拡大することや、状況によっては、マネタリーベースの拡大ペースを加速することも、追加緩和の手段として用意しています。

○ イールドカーブ・コントロール

