

量的・質的金融緩和の成果と課題

— 日本証券経済研究所「資本市場を考える会」 —

2015年9月2日

日本銀行
雨宮正佳

「量的・質的金融緩和」

強く明確なコミットメント

- ✓ 2%の「物価安定の目標」を、2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する。

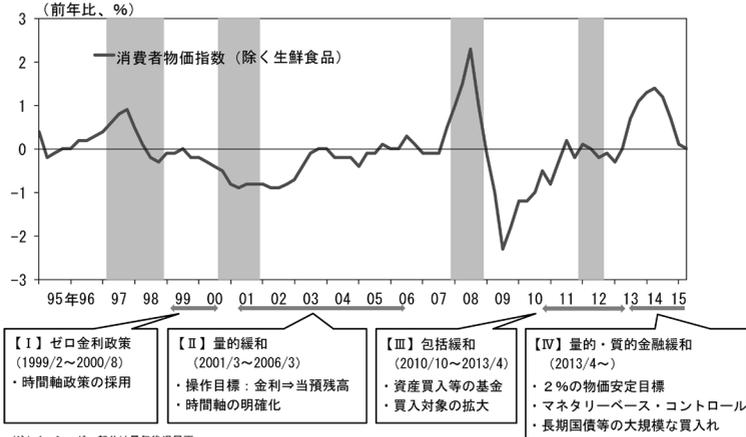
量的・質的に大規模な資産買入れ

- ✓ マネタリーベースの増加(13/4月:60~70兆円/年 → 14/10月:80兆円/年)
 - 長期国債の保有残高の増加(13/4月:50兆円/年 → 14/10月:80兆円/年)
- ✓ 残存期間の長い国債の買入れ(13/4月:7年程度 → 14/10月:7~10年程度)
- ✓ ETF・J-REITの買入れ
(13/4月:1兆円/年・300億円/年 → 14/10月:3兆円/年・900億円/年)

➡ 「物価安定の目標」の安定的な実現に必要な時点まで継続。

➡ 上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う。

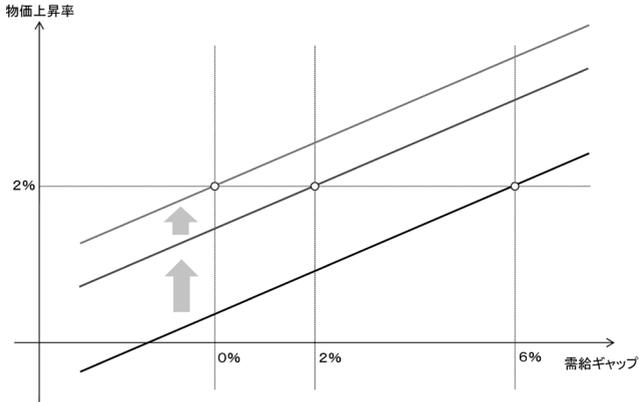
金融政策の変遷



金融政策の狙い

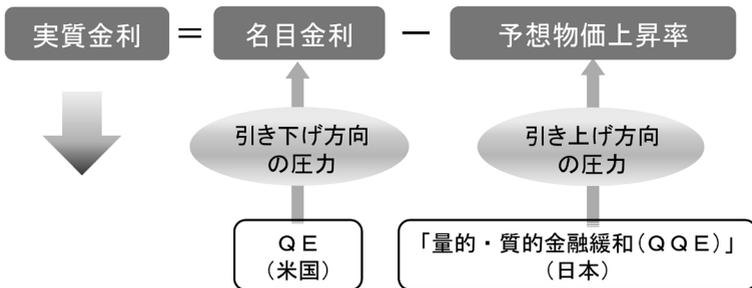


需給ギャップと物価上昇率の関係
(フィリップス・カーブ)



4

QE vs QQE



5

「量的・質的金融緩和」の波及効果



(2013/1Qから2014/4Qまでの各種金融経済変数の変化)

	マクロモデルによる試算		実績
	【試算1】	【試算2】	
実質金利	▲0.8% ポイント	▲0.8% ポイント	▲1% ポイント弱
株価 (TOPIX)	+18%	+40%	+40%
為替レート (円/ドル)	+8%	+25%	+24%
需給ギャップ	+1.1% ポイント	+3.0% ポイント	+2.0% ポイント
CPI前年比 (除く生鮮食品)	+0.6% ポイント	+1.0% ポイント	+1.0% ポイント
雇業者報酬	+2兆円	+5兆円	+6兆円
企業収益	+4兆円	+9兆円	+12兆円

(注) 分析の詳細は、日銀レビュー「『量的・質的金融緩和』：2年間の効果の検証」(2015年5月)を参照。
(資料) Bloomberg、総務省、内閣府、日本銀行等

6

経済・物価見通し (2015年7月)



— 政策委員見通しの中央値、対前年度比、%

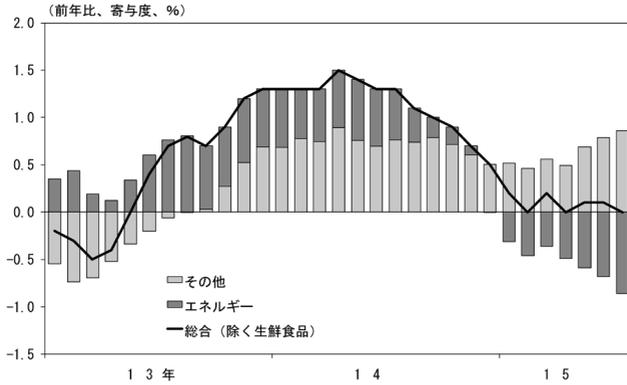
	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	消費税率引き上げの 影響を除くケース
2015年度	+1.7	+0.7	
4月時点	+2.0	+0.8	
2016年度	+1.5	+1.9	
4月時点	+1.5	+2.0	
2017年度	+0.2	+3.1	+1.8
4月時点	+0.2	+3.2	+1.9

(注) 原油価格(ドバイ)は、1バレル60ドルを出発点に、見通し期間の終盤にかけて70ドル程度に緩やかに上昇していくと想定している。その場合の消費者物価(除く生鮮食品)の前年比に対するエネルギー価格の寄与度は、2015年度で-0.7~-0.8%ポイント程度、2016年度で+0.1~+0.2%ポイント程度と試算される。また、寄与度は、当面マイナス幅を拡大した後、2015年度後半にはマイナス幅縮小に転じ、2016年度前半には概ねゼロになると試算される。

(資料) 日本銀行

7

消費者物価



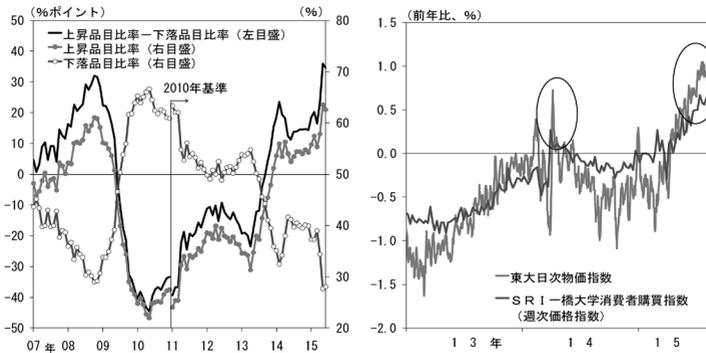
(注) 2014/4月の消費税率引き上げについては、直接的な影響を調整(試算値)。
(資料) 総務省

8

物価の基調

上昇・下落品目比率
(消費者物価指数)

東大・一橋物価指数



(注) 1. 上昇・下落品目比率は前年比上昇・下落した品目の割合。総合(除く生鮮食品)。2014/4月の消費税率引き上げについては、直接的な影響を調整(試算値)。

2. 東大日次物価指数は、後方7日間平均。

(資料) 総務省、東大日次物価指数プロジェクト、一橋大学経済研究所経済社会リスク研究機構

9

論点①：2%の位置付け

- I. 消費者物価指数のバイアス
- II. 金融政策の「のりしろ」
- III. グローバルスタンダード

国/地域	名称	数値
日本	物価安定の目標 Price stability target	2%
米国	Longer-run goal	2%
ユーロ圏	Quantitative definition	2%未満 かつ 2%近傍
英国	Target	2%

- IV. 目標は総合指数、ただし総合的に判断

10

論点②：財政と長期金利

$$\begin{aligned}
 \frac{\text{債務残高}_t}{\text{名目GDP}_t} &= \frac{\text{債務残高}_{t-1} + \text{利払い費}_t + (\text{利払い費を除く支出}_t - \text{税収}_t)}{\text{名目GDP}_t} \\
 &= \frac{\text{債務残高}_{t-1} + \text{利払い費}_t}{\text{名目GDP}_t} + \frac{\text{プライマリーバランス}_t}{\text{名目GDP}_t} \\
 &= \frac{(1 + \text{金利}) \text{債務残高}_{t-1}}{(1 + \text{成長率}) \text{名目GDP}_{t-1}} + \frac{\text{プライマリーバランス}_t}{\text{名目GDP}_t}
 \end{aligned}$$

11

論点③：出口政策

米国FRBの出口戦略

2011/6月	「出口戦略の原則」を公表(LSAP2終了時)
2013/5月	バーナンキ議長が資産買入れの減額を示唆(Taper tantrum)
2013/12月	テーパリング開始
2014/9月	「政策正常化の原則と計画」を公表 ～ 事実上、2011/6月の「出口戦略の原則」を撤回
2015年	金利引き上げ開始(？: data dependentに判断)

黒田総裁の発言 (2013年11月22日衆議院・財務金融委員会)

手段：「量的・質的金融緩和からの出口の具体的な手段という観点からは、保有国債の償還や各種の資金吸収オペレーションのほか、いわゆる付利、補完当座預金制度の適用金利の引き上げなどが考えられる」

課題：「こうした手段の中で実際にどれを用いるかとか、あるいはどのような順序で出口を進めるかということは、その時々々の経済金融情勢あるいは市場の状況などによって変わり得る」

12
(7)