



2 0 1 6 年 9 月 5 日

日 本 銀 行

金融緩和政策の「総括的な検証」

— 考え方とアプローチ —

[「きさらぎ会」における講演]

日本銀行総裁 黒田 東彦

1. はじめに

日本銀行の黒田でございます。本日は、きさらぎ会でお話しする機会を頂き、ありがとうございます。

日本銀行は、7月末の金融政策決定会合において、ETFの買入れの増額、企業などの外貨資金調達環境の安定のための措置を内容とする金融緩和の強化を決定しました。また、物価見通しに関する不確実性が高まっている状況を踏まえ、2%の「物価安定の目標」をできるだけ早期に実現する観点から、9月下旬に開催する次回決定会合において、「量的・質的金融緩和」導入以降3年間の経済・物価動向や政策効果について総括的な検証を行うこととしました。本日は、この「総括的な検証」について、お話しします。

2. 問題意識

日本銀行は、2013年4月に「量的・質的金融緩和」を導入しました。その後3年余りの間、わが国の経済・物価情勢は大きく改善し、デフレではないという状況になりました。一方で、これだけ大規模な金融緩和を行っても2%の「物価安定の目標」は実現できていません。この間に金融政策がどのように機能し、何が2%の実現を阻害したのか、この点が検証の第1のポイントです。そして第2の検証ポイントは、導入から半年が経過した「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」についてです。この政策のもとで、国債や貸出・社債などの金利は大きく低下し、その面で顕著な効果を発揮しています。ただ同時に、金融市場の流動性や金融機関の収益などにも影響を及ぼしています。この政策の効果と影響についても検証する必要があると考えています。

これらの点について、事実と理論に基づいて客観的な分析を行ったうえで、政策面で、2%の「物価安定の目標」をできるだけ早期に実現するために何をすべきか、議論したいと思います。あくまで2%の早期実現のために行う検証ですから、市場の一部でいわれているような緩和の縮小という方向の議論ではありません。

3. 「量的・質的金融緩和」導入以降の日本経済と政策効果

(3年間の経済・物価動向)

議論の出発点として、まず、「量的・質的金融緩和」導入以降の経済・物価動向について振り返っておきたいと思います。

第一に、企業部門では、中小企業を含めて企業収益が大幅に改善しました(図表1)。売上高との対比でみた利益率は、2015年度には史上最高水準に達しました。今年度は、前年度との比較では、製造業を中心に幾分減益となる見込みですが、なお高い収益水準を維持しています。

第二に、家計部門では、雇用・所得環境が大幅に改善しました。雇用者数は着実に増加しています。失業率は、直近では3%まで低下しており、ほぼ「完全雇用」の状態にあります。賃金については、一昨年春闘において約20年振りにベースアップが復活し、今年に至るまで3年連続で実現しています。

第三に、物価の基調も明確に改善しています(図表2)。一昨年夏以降本年初にかけて、原油価格が70%以上も下落したため、生鮮食品を除くベースでみた消費者物価指数の前年比は、直近では-0.5%となっています。もっとも、生鮮食品のほかエネルギー価格を除いたベースでみると、消費者物価の前年比は、「量的・質的金融緩和」導入前は-0.5%から-1.0%程度で推移していましたが、2013年秋にプラスに転じた後、2年10か月連続でプラスで推移しています。このような長い期間にわたって消費者物価の前年比がプラスで推移したのは、1990年代後半に日本経済がデフレに陥って以来、初めてのことです。日本経済は、既に「物価が持続的に下落する」という意味でのデフレではなくなっています。

もちろん、このような変化は、日本銀行の金融緩和のみによってもたらされた訳ではありません。政府の機動的な財政運営や成長力の強化に向けた構造改革の取り組みも景気の後押しに貢献しているほか、民間企業におけるイノベーションの努力も大きな役割を果たしています。とはいえ、日本銀行の

「量的・質的金融緩和」やそれに続く「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」といった過去に例のない大規模な金融緩和が、日本経済の好転に大きな役割を果たしていることは間違いないと思います。

（2%の実現を阻害した要因）

一方、こうした大規模な金融緩和にもかかわらず、2%の「物価安定の目標」は実現できていません。この間、外的な要因として、第一に、原油価格が14年夏以降大幅かつ数度にわたって下落したこと、第二に、14年4月の消費税率の引き上げ後の個人消費を中心とする需要の弱さ、第三に、15年夏以降の新興国経済の減速やそのもとでの国際金融市場の不安定な動きなどが、影響したことは明らかです。

ただ、より重要なことは、そうした外的要因がどのようなメカニズムで、2%の実現を阻害したのかという点です。この点でカギとなる要素は「予想物価上昇率」、つまり、企業や家計の物価の先行きに対する見方です。そこで「量的・質的金融緩和」で想定していた効果波及のメカニズムを振り返りますと、その出発点は、日本銀行が2%の「物価安定の目標」に対する強く明確なコミットメントのもとで大規模な金融緩和を実施することによって、人々の予想物価上昇率を引き上げることにあります（図表3）。同時に、長期国債の買入れによって、イールドカーブ全体にわたって名目金利に下押し圧力を加え、これら2つによって実質金利を押し下げます。実質金利が低下すれば、企業や家計の経済活動が刺激され、予想物価上昇率の上昇とあいまって、実際の物価上昇率を押し上げます。そして、人々が実際に物価上昇を経験すれば、予想物価上昇率がさらに上昇する、というメカニズムを想定していました。

このメカニズムの中核にある「予想物価上昇率」が政策効果によってどのように押し上げられ、また阻害要因によってどのような影響を受けたか、これが検証の第1のポイントになります。

（予想物価上昇率の動向）

そこで以下では、予想物価上昇率の推移をみていきます（図表4）。その動向を把握するための手段としては、物価連動国債の利回りなどから推計されるマーケット関連指標や、家計、企業、専門家を対象とするアンケート調査に基づく指標があります。各種の指標は、それぞれの特性を反映して幾分異なった動きとなつていますが、「量的・質的金融緩和」導入以降の予想物価上昇率の動きは、概ね以下のような3つのフェーズに分けることができるように思います。

第一のフェーズは、「量的・質的金融緩和」導入以降、2014年夏にかけての1年強の期間です。この時期は、各種の予想物価上昇率指標は、いずれもはっきりと上昇しました。「量的・質的金融緩和」の導入が、予想物価上昇率の上昇に大きな影響を与えたと考えられます。第二のフェーズは、14年夏から15年夏までの1年間です。この時期は、多くの予想物価上昇率指標が横ばいとなっています。14年夏以降の原油価格の下落と同年4月の消費税率引き上げ後の需要の弱さが、予想物価上昇率の下押しに寄与したものとみられます。日本銀行は、14年10月末に、それまで着実に進んできたデフレイメントの転換が遅延するリスクの顕現を未然に防ぎ、期待形成のモメンタムを維持するために「量的・質的金融緩和」の拡大を行いました。この政策対応によって、大きな逆風にもかかわらず、予想物価上昇率は何とか横ばいを保ったということかと思えます。第三のフェーズは、その後、足もとにかけての約1年間です。この時期は、多くの予想物価上昇率指標が弱含んでいます。新興国経済が減速し、そうしたもとで国際金融市場の不安定な動きが続くとともに、原油価格が一段と下落しました。日本銀行は、本年1月にマイナス金利政策を導入しましたが、国際金融市場の不安定性が続く中で、その悪影響を跳ね返すには至っておらず、予想物価上昇率は弱含んだものとみられます。

(予想物価上昇率の形成メカニズム)

こうした経験を踏まえて分かることは、わが国においては、予想物価上昇率の形成は、依然としてかなりの程度「適合的」であり、原油価格の下落や一時的な需要の弱さなどによって実際の物価上昇率が伸び悩む場合には、予想物価上昇率もこれにつられて低下する傾向があるという点です。一般的に、人々の予想物価上昇率は、「フォワード・ルッキングな予想形成」と「適合的な予想形成」の2つの要素によって形成されると考えられます。「フォワード・ルッキングな予想形成」とは、物価上昇率は、その時々で様々な理由によって変化しても、いずれは中央銀行が設定した目標、多くの国では2%ですが、そこに収束していくという見方です。一方、「適合的な予想形成」とは、実際に経験している物価上昇率と同程度の物価上昇率が先行きも続いていくという見方です。例えば、実際の物価上昇率がゼロ%程度であれば、先行きもゼロ%程度で推移するだろうと考えるということです。

「フォワード・ルッキングな予想形成」が十分強く働いている場合には、何らかの要因で実際の物価が目標から上下に外れたとしても、人々はいずれ2%といった目標近くに戻ると考えるため、価格や賃金の設定もそうした考え方を前提に行われます。このため、実際の物価についても、目標に向けて戻る力が働きます。このような状態を、予想物価上昇率が「アンカーされている」と表現しますが、物価の安定を目標とする中央銀行にとっては望ましい状態です。米国などでは、予想物価上昇率が2%程度にアンカーされていますが、日本の場合は、長期にわたるデフレのもとで目標となる物価上昇率が実現できていないこともあって、「適合的な予想形成」の影響が大きいことが知られています。「これまで長年にわたって物価が上がってこなかったのだから、今後も物価は上がらないだろう」との見方が人々の間に根付いているということです。日本銀行は、「量的・質的金融緩和」を推進することによって、「フォワード・ルッキングな予想形成」を強化し、人々の予想物価上昇率を2%の「物価安定の目標」にアンカーさせることを目指して来ました。し

かしながら、「フォワード・ルッキングな予想形成」が十分に定着する前に、原油価格の大幅下落などの諸要因によって実際の物価上昇率が低下したため、「適合的な予想形成」を通じる形で、予想物価上昇率が再び低下したものと考えられます。

先行きについては、潜在成長率を上回る成長が続くもとで基調としての物価上昇率が高まると同時に、原油価格下落の影響も剥落していくため、実際の消費者物価上昇率は次第に高まっていくと予想されます。したがって、「適合的な予想形成」の面では、予想物価上昇率を押し上げる方向に作用すると考えられます。ただ、当面は、消費者物価上昇率が小幅のマイナスかゼロ%程度で推移すると見込まれ、物価がはっきりと上昇しにくい状況が続くとみられます。したがって、「適合的な予想形成」による予想物価上昇率の引き上げには不確実性がある点にも留意しておく必要があります。また、そうであるからこそ、「フォワード・ルッキングな予想形成」の観点から、2%の「物価安定の目標」をできるだけ早期に実現するというコミットメントを堅持していくことが重要だと考えています。

4. マイナス金利の効果と影響

(マイナス金利の効果)

次に、本年1月に導入を決定したマイナス金利政策についてです。マイナス金利政策は、国債買入れとの組み合わせによって、イールドカーブ全体にわたって国債金利の一段の低下に大きな効果をもたらしました(図表5)。このことは、両者を適切に組み合わせることによって、日本銀行がイールドカーブ全体に影響を与えることができることを示唆しています。この枠組みはきわめて強力であることがはっきりしました。

また、マイナス金利政策について、当初、リスクフリー金利である国債金利が低下しても、金融機関における主たる調達手段である預金金利の低下余地が乏しいため、貸出金利や社債・CP金利の低下につながらないのではないかとの見方もありました。しかしながら、マイナス金利導入後の各種金利

の動向をみると、貸出、社債・CPの金利は大幅に低下しており、いずれも過去最低水準にあります。また、これらの金利の低下幅と国債金利の低下幅を比較すると、波及の程度は概ね過去の利下げ局面並みとなっています。さらに、最近では、期間が10年を超える超長期社債の発行や劣後ローンによる借入れが増加するなど、企業金融を巡る新たな動きも生じています。このように、これまでのところ、マイナス金利政策は、企業や家計の資金調達コストの低下にしっかりとつながっていることが窺えます。また、短観、主要銀行貸出動向アンケート調査（ローン・サーベイ）などの調査によると、金融機関の貸出態度は引き続き積極的であり、マイナス金利による収益圧迫によって金融仲介機能がかえって悪化するというような事態にはなっていません。

もっとも、これらの点については、留意すべき事項が2つあります。ひとつは、あくまで、「これまでのところ」であって、この先、貸出等の金利の低下にどの程度波及するかは、一概にはいえないということです。そして第2に、預金金利がそれほど低下していない中であって、貸出金利が大きく低下したということは、それが金融機関の収益を圧縮する形で実現しているということです。このことは、第1の点と密接につながっています。今後の貸出金利への波及は、金融機関の貸出運営スタンスにも影響される面があるということです。

（金融仲介機能に与える影響）

そして、これらのことをより一般化していえば、この政策の効果を考えるうえで、金融機関収益を通じて、金融仲介機能に与える影響についても考慮する必要があるということです。また、収益の金融機関体力への影響は累積的なものであることを踏まえると、このことは政策が継続する期間によっても変わりうることを意味しています。

一般的に、金融機関は、「短期調達・長期運用」を基本構造としているほか、調達の主な手段である預金金利がマイナスとなりにくいため、イールドカーブ全体にわたって金利水準が低下したり、短期金利と長期金利の差が小さく

なることは、預貸金利鞘の縮小をもたらし、収益にマイナスの影響を及ぼします。特に、わが国の場合、預金残高が貸出残高を大幅に上回っていること、長期間にわたって金融機関間の競争が続いたため、預貸金利鞘が既にきわめて低水準となっていることなどから、マイナス金利が金融機関の収益に与える影響が相対的に大きいと考えられます。

また、マイナス金利導入後、長期金利や超長期金利の水準が大幅に低下していますが、こうしたもとの、保険や年金の運用利回りの低下が見込まれており、貯蓄性の商品の一部で販売停止などの動きがみられています。一部には、割引現在価値でみた退職給付債務が増加し、減益要因となっている企業もみられています。こうした現象が直接的にマクロ経済に及ぼす影響はそれほど大きなものではないかもしれませんが、マインドという面で、人々の間に広い意味での金融機能の持続性に対する不安をもたらし、経済活動に悪影響を及ぼす可能性には留意する必要があります。

以上のように、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を推進していくに当たっては、その強力なイールドカーブへの影響力と、一方で広い意味での金融仲介機能への影響を踏まえながら、判断していく必要があると思います。もちろん、マイナス金利の深掘りも、「量」の拡大も、まだ十分可能であり、政策手段の面では幅広い選択肢があると思っています。その中で、経済・物価・金融の状況に応じて、最も適切な政策対応を検討していくこととなります。

5. おわりに：金融政策のメカニズム

以上、「総括的な検証」の論点について説明しました。これらは、あくまで次回決定会合に向けての検討の視点のうち、いくつかを述べたものです。次回会合では、こうした論点を踏まえつつ、それ以外の問題提起も含め、委員の間で議論を深めていきたいと思っています。

最後に、全体をまとめる観点から、金融政策の課題に関し、私が考えていることを述べて、講演の結びとしたいと思います。金融政策の基本的なメカ

ニズムは、伝統的であれ、非伝統的であれ、「自然利子率」、すなわち景気や物価に中立的な実質金利の水準に比べて、実質金利をそれより高くしたり低くしたりすることです。通常それは、短期金利の操作、つまりその上げ下げによって実現します。しかし、短期金利がゼロになっても十分な緩和効果が得られないとき、様々な形でこの「ゼロ制約」を超える非伝統的な政策が、各国の中央銀行によって考案されてきました。中長期の名目金利を引き下げのための「フォワード・ガイダンス」と「長期国債の買入れ」は、日本銀行を含め日米欧の中央銀行が実施しました。「マイナス金利」は欧州で始まり、日本銀行が続けました。金融政策によって予想物価上昇率に直接働き掛け、これを引き上げることによって実質ベースでみた金利を下げるという手段は、予想物価上昇率が低かった日本で「量的・質的金融緩和」として実施されました。

金融政策運営にあたって、どういう手段を採るか、どのように推進していくかは、各国の経済や金融の状況によります。例えば、米国では金融市場における MMMF (Money Market Mutual Fund) の役割が大きい中でマイナス金利という手段は採られず、長期国債買入れによる長期金利の押し下げが中心手段になりました。また、予想物価上昇率がアンカーされていたため、金融緩和は予想物価上昇率には影響しないことが強調されました。

一方で、実際に長期間にわたるデフレに陥った日本では、先進国の中でも、最も強い金融緩和政策が必要となり、これらのすべてが実施されたということです。この結果、わが国では内外に例をみないようなきわめて緩和的な金融環境が実現しています。こうした金融環境を企業や家計が前向きな経済活動に活用してほしいと願っていますが、そのためにも、先程申し述べた「自然利子率」を高めること、すなわち、構造改革の取り組みを通じて潜在成長率を高める必要があることを改めて指摘しておきたいと思います。

なお、金融政策の運営について、その「限界」が指摘されることがありますが、私は、そうした考えには距離を置いています。もちろん、例えば国債

の引き受けや財政ファイナンスのように、「法的にできない」あるいは「やるべきではない」という意味での限界は存在します。しかし、先程述べたとおり、例えば、今の枠組みの中だけで考えても、「量」・「質」・「金利」の各次元での拡大は、まだ十分可能だと考えていますし、それ以外のアイデアも議論の俎上からはずすべきではありません。

金融政策で意識すべきは「限界」ではなく、どのような公共政策においても考慮すべき「ベネフィット」と「コスト」の比較です。どんな政策にもフリーランチはありません。ここまで大規模な緩和を行っている以上、当然に、追加措置の「コスト」はありますし、それによって不利益を受ける主体も出てきます。しかし、それが日本経済全体にとって必要なのであれば、つまり「ベネフィット」が上回るのであれば、躊躇すべきではありません。そして、大事なことは、この「ベネフィット」と「コスト」の比較衡量は、状況によって異なるということです。機動性を旨とする金融政策においては、経済・物価あるいは金融の状況によっては、「コスト」を考えただけでなお思い切った措置が必要になることは十分考えられます。そうした対応の選択肢は、いつも準備しておかなければなりません。

最後にもう一言だけ付け加えますと、長年のデフレからようやく抜け出そうとしている日本経済にとって、2%の「物価安定の目標」をできるだけ早期に実現することの「ベネフィット」は大変大きいと思っています。日本銀行は、その実現のために、今後とも最大限の努力を続けてまいります。

ご清聴ありがとうございました。

以 上

金融緩和政策の「総括的な検証」

— 考え方とアプローチ —

〔「きさらぎ会」における講演〕

2016年9月5日

日本銀行総裁

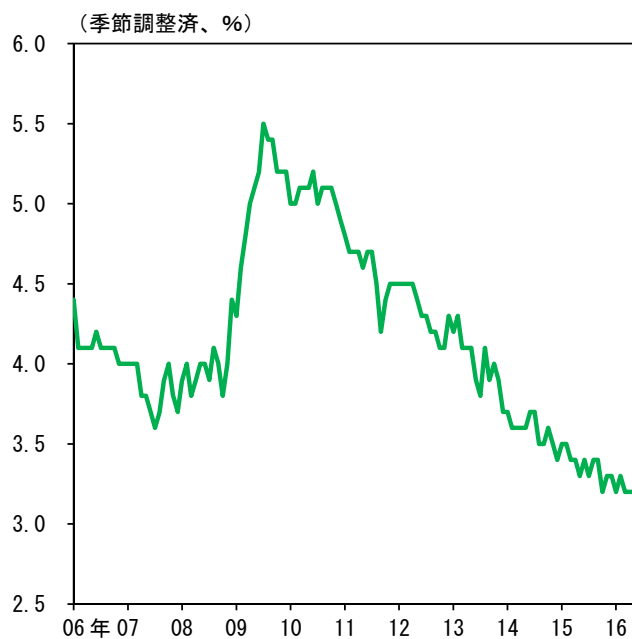
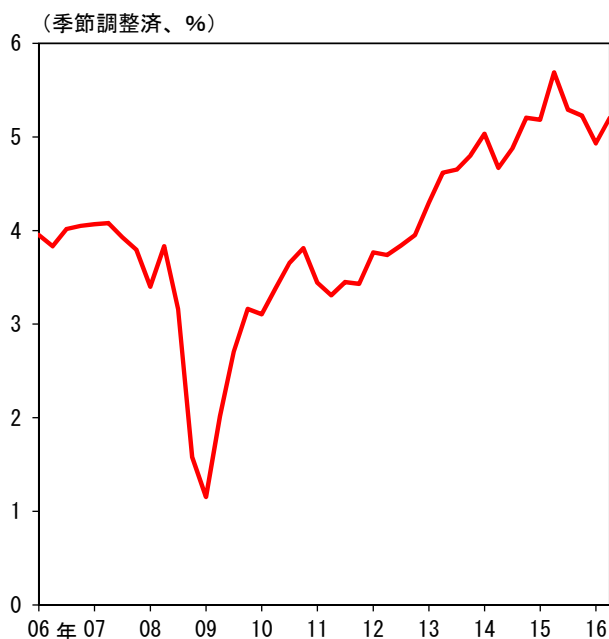
黒田 東彦

図表 1

企業収益と雇用環境

売上高経常利益率

失業率

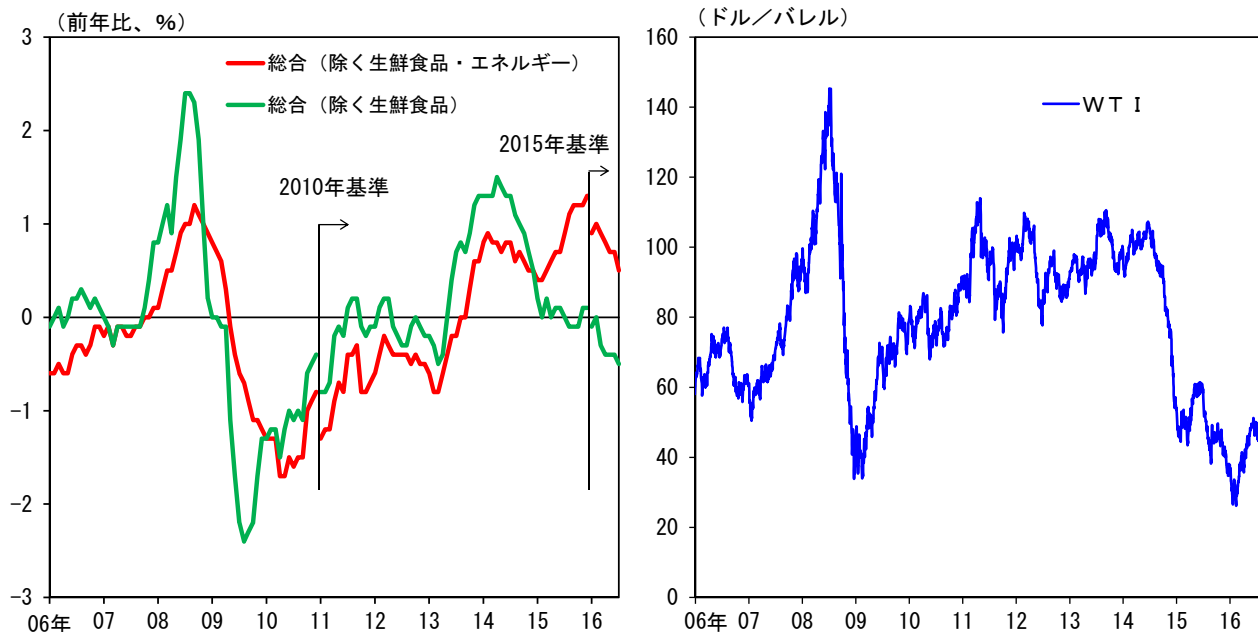


(注) 売上高経常利益率は、金融業・保険業を除く。
(資料) 財務省、総務省

物価

消費者物価

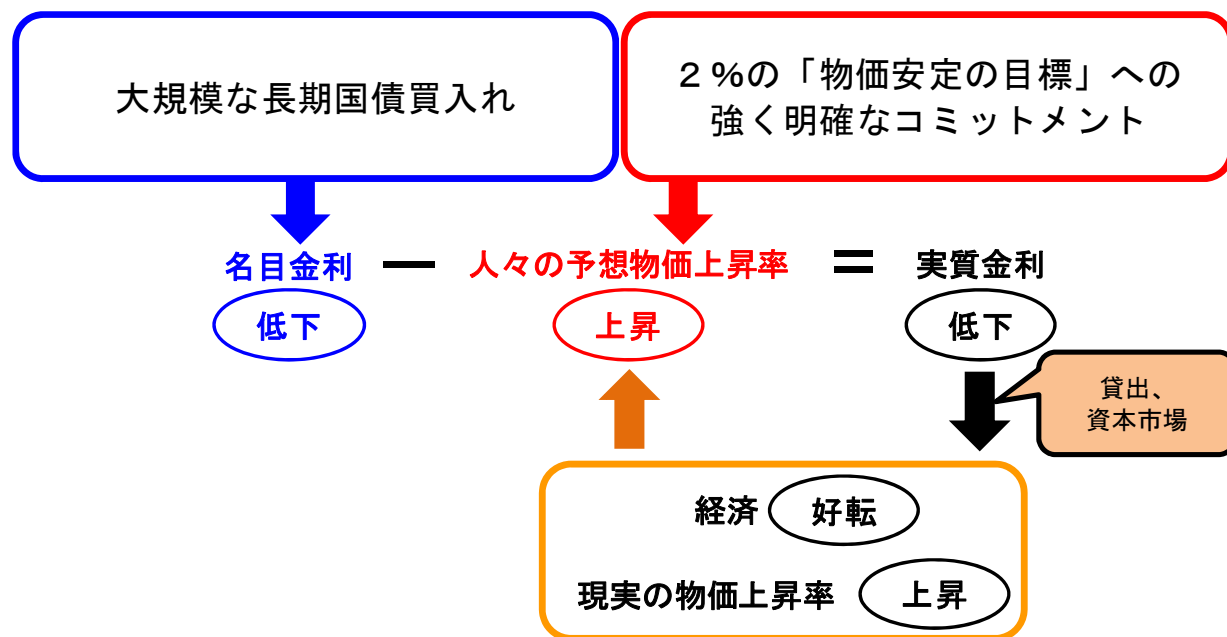
原油価格



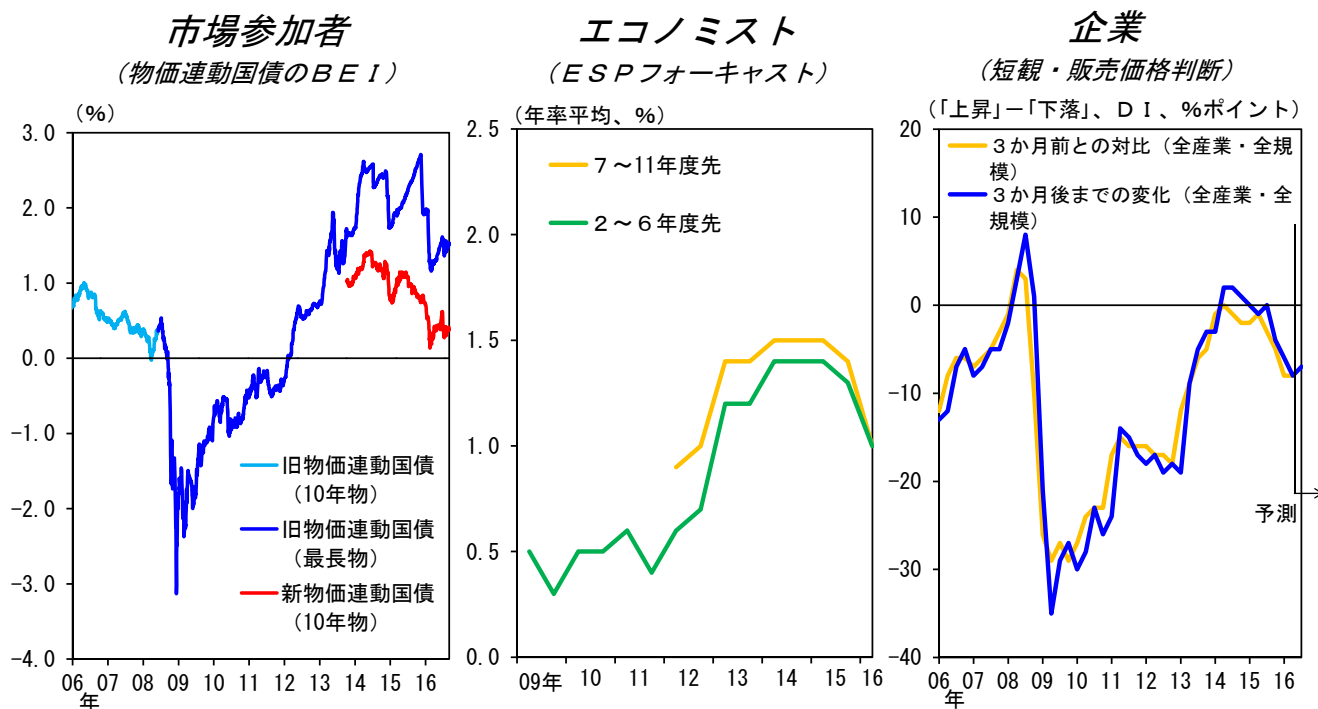
(注) 1. 消費者物価指数の総合 (除く生鮮食品・エネルギー) は日本銀行調査統計局算出。
 2. 消費者物価指数は、消費税調整済み (試算値)。
 (資料) 総務省、Bloomberg

図表 3

「量的・質的金融緩和」のメカニズム

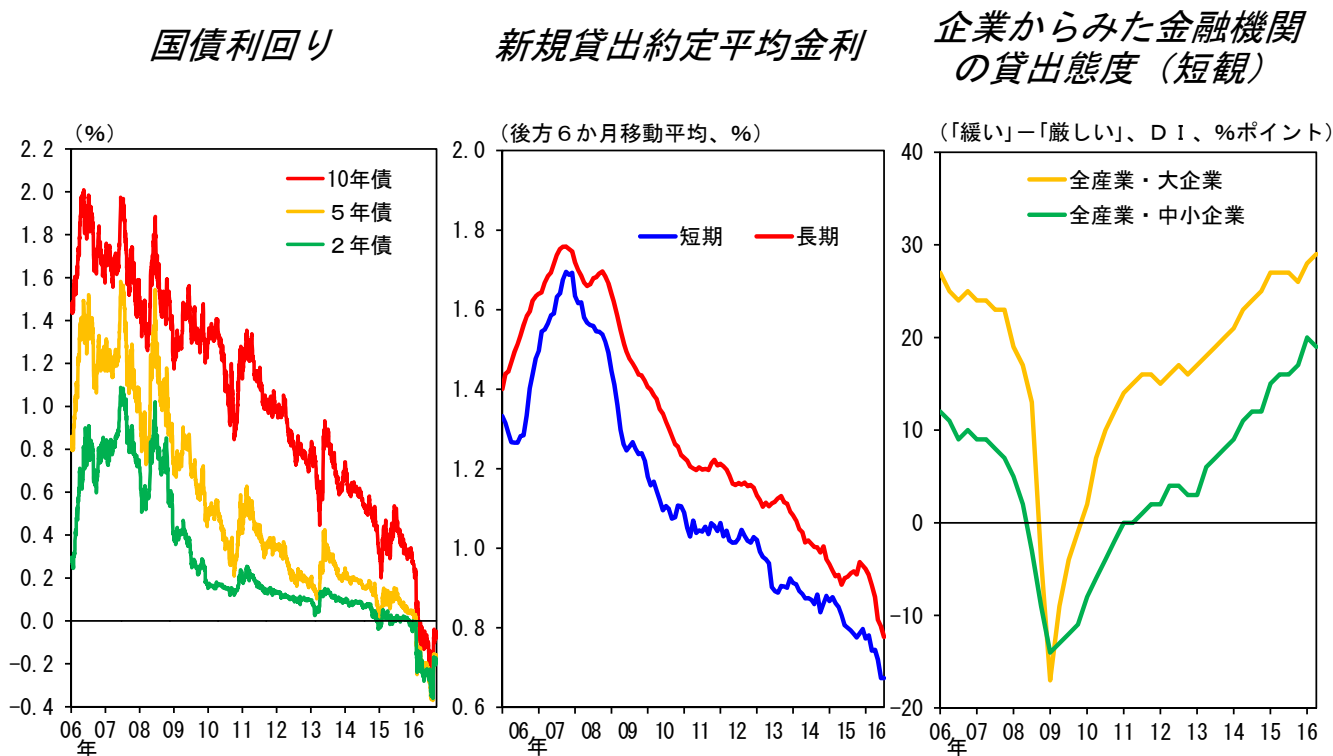


予想物価上昇率



(注) 1. BEIは、固定利付国債利回りー物価連動国債利回り。物価連動国債のうち、2013/10月以降に発行されたものを新物価連動国債、それ以外を旧物価連動国債と呼称。旧物価連動国債の最長物は、16回債(2018/6月償還の銘柄)の利回りをを用いて算出。
 2. ESPフォーキャストは、消費税率引き上げの影響を除くベース。調査時点は6、12月。
 (資料) Bloomberg、JCER、日本銀行

金融環境



(資料) Bloomberg、日本銀行