

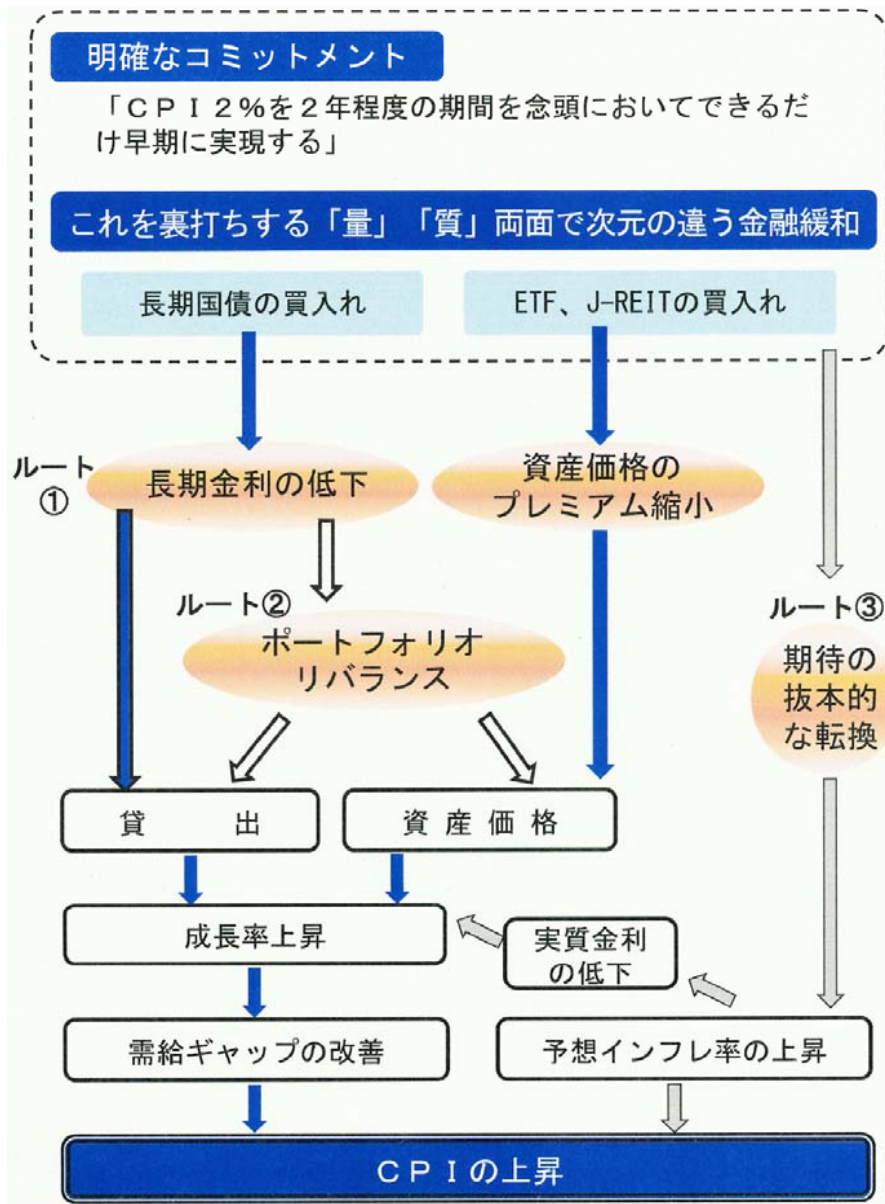
「量的・質的金融緩和」の評価について

須田美矢子

(キャノングローバル戦略研究所特別顧問)

量的・質的金融緩和の波及効果

資料出所：日本銀行



日銀のバランスシートの見通し

(単位：兆円)

	12年末 (実績)	13年末 (見通し)	14年末 (見通し)
--	--------------	---------------	---------------

マネタリーベース	138	200	270
----------	-----	-----	-----

(バランスシート項目の内訳)

長期国債	89	140	190
CP等	2.1	2.2	2.2
社債等	2.9	3.2	3.2
ETF	1.5	2.5	3.5
J-REIT	0.11	0.14	0.17
貸出支援基金	3.3	13	18
その他とも資産計	158	220	290
銀行券	87	88	90
当座預金	47	107	175
その他とも負債・純資産計	158	220	290

金利効果 国債流動性の低下でショックに弱いのでは？

とりあえず長期金利を抑え込んだが、疑似引き受け？安定性を維持できるか？

－インフレ予想上昇と低金利両立せず(名目金利＝予想実質金利＋予想インフレ率)

実質金利低下効果は政策の核として強力か？グローバルに望ましいのか？

－「この政策の核となるメカニズムは、予想物価上昇率を上昇させること、それとの対比で長期金利を抑制することです。」(黒田日銀総裁13年10月10日)

－微妙なバランスを要する難度の高い政策です(中曾副総裁10月9日)

－実質金利低下と実質円安両立せず(実質金利＝外国実質金利＋外国通貨実質増価率【円高でマイナス】－リスクプレミアム)(図参照)

インフレ予想引き上げ効果 十分ではなかったインフレ予想上昇の広がり

－金融政策によって、予想インフレ率を引き上げることは、未踏の領域における極めて野心的な取り組みであると認識しております(中曾副総裁10月9日)。(図参照)

二年で二倍は可能か 大きなショックを与えその効果を持続させるには、やり過ぎと思われる程度の政策決定が必要であった可能性(望ましいかどうかは別)。(図参照)

・金融機関への補助金なしにマネタリーベース増可能？そこまでの意味があるか？

－超過準備とインフレ；市場参加者が、マネタリーベースや超過準備の動向から中央銀行の金融政策レジームを判断し、インフレ率を予想する(岩田副総裁10月18日)。

・コストを過小評価していないか？

市場のシグナル効果低下、引き受け論の台頭。財務の健全性問題と信認。過大でも調整する難しさ。量の大きさについての感覚のマヒ。新興国への影響。出口戦略論不在による信認への影響。非効率的な企業の温存。バブル懸念等々。

二年で2%は可能か 市場の現在の評価は難しいというもの。(図表参照)

可能である蓋然性高いというのなら出口論オープンに議論開始すべき。

－予想インフレとマネタリーベースとの関係重視はイグジットを難しくする。

目標達成がむずかしい場合どうするか。再びサプライズとなるような金融政策はコストの方が大きい。マイルドな金融緩和政策への転換し、第三の矢の下支えに。

－安倍総理の答弁によると、2%の上下1%の範囲におさまれば目標達成。しゃにむにやれとはいっていない。説明責任を果たしてくれれば良いというもの(安倍総理衆議院予算委員会で答弁4月2日)

目的達成至上主義に陥ると、ヘリコプターマネー政策へ追いやられる可能性。→財政・日銀に対する信認低下、悪いインフレ上昇懸念。目標内におさまらない可能性。

黒田日銀と政府は、白川日銀下での「共同声明」をそのまま継続。

－日本銀行は、金融政策の波及効果には相応の時間を要することを踏まえ、金融面での不均衡の蓄積を含めたリスク要因を点検し、経済の持続的な成長を確保する観点から、問題が生じていないかどうかを確認していく。

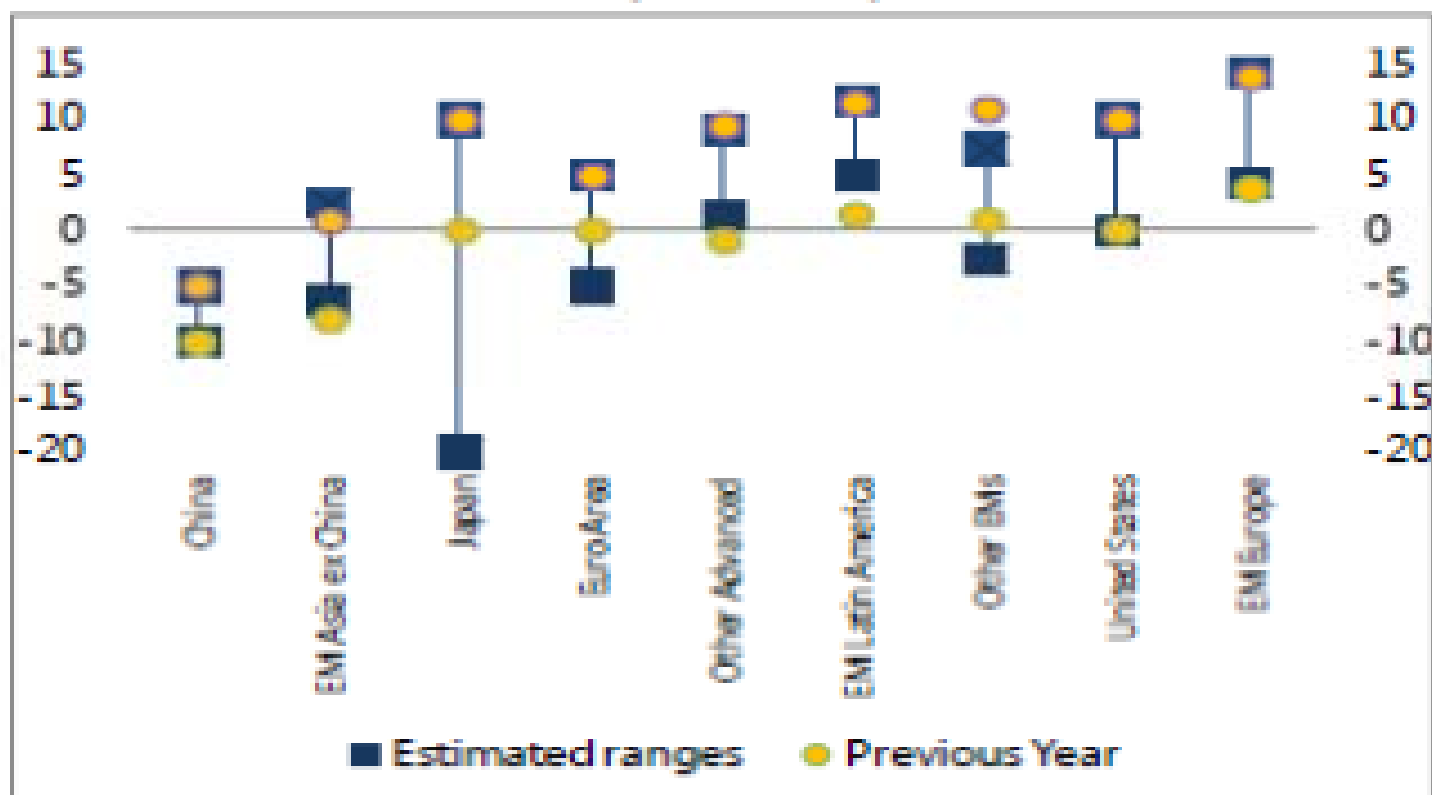
人々が望むのは持続的な経済成長(金融政策の究極目標)。

規制緩和などで企業が総意工夫しやすい環境を整備。成長力を高めショックに強い経済にすることがデフレになる可能性を減らす。

量的・質的緩和政策の評価は、イグジット後に。

為替レートの過大評価・過小評価

Estimated Differences between Real Effective Exchange Rate and those Consistent with Fundamentals and Desirable Policies
(Percent)



資料出所: IMF 2013 pilot external sector report

日本銀行と民間エコノミストの先行き見通し

	2012年10月	2013年1月	2013年4月	2013年7月	ESPフォーキャスト(総平均)
12年度GDP	1.5	1.0	1.0		2013年10月
13年度GDP	1.6	2.3	2.9	2.8	2.8
14年度GDP	0.6	0.8	1.4	1.3	0.73
15年度GDP			1.6	1.5	1.27
12年度コアCPI	-0.1	-0.2	-0.2		
13年度コアCPI	0.4	0.4	0.7	0.6	0.59
14年度コアCPI	2.8	2.9	3.4	3.3	2.78
15年度コアCPI			2.6	2.6	1.6
消費税引き上げの影響を除くケース					
12年度コアCPI					
13年度コアCPI					
14年度コアCPI		0.9	1.4	1.3	0.76
15年度コアCPI			1.9	1.9	0.91
					2年2%実現できる 1/41
					補正予選織り込み 34/41

中曾副総裁金融懇談会及び記者会見（10月9日）

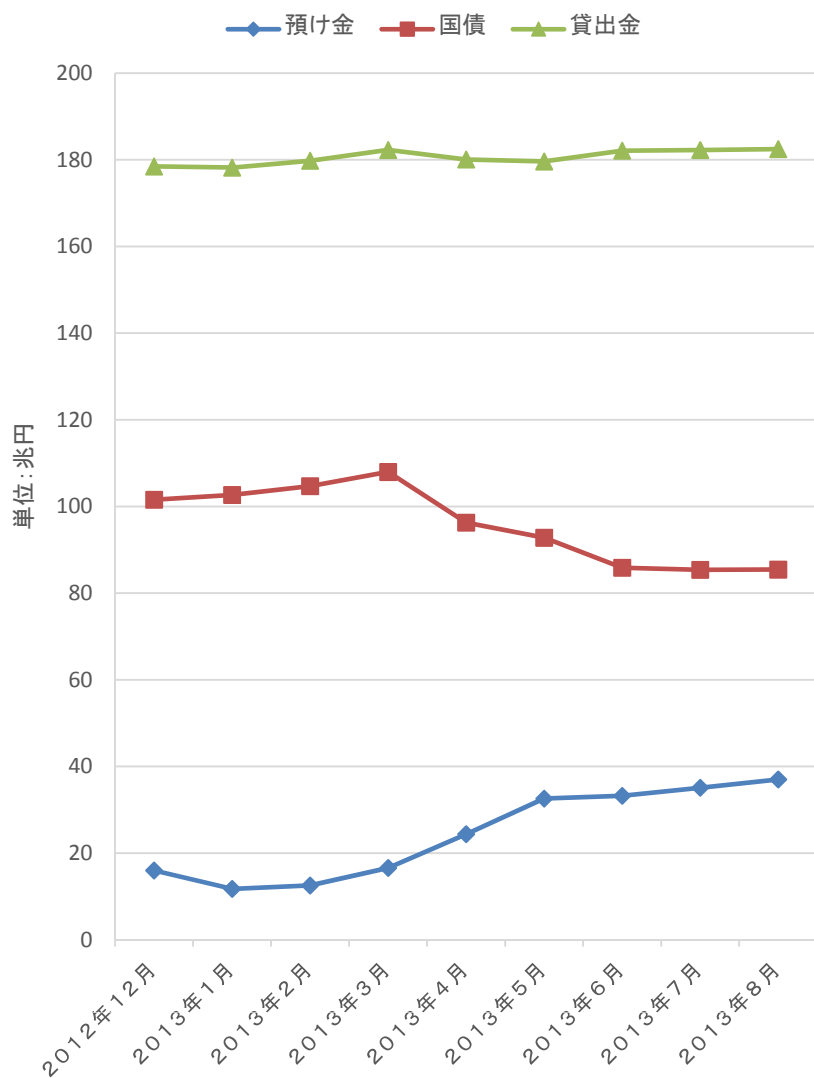
フィリップスカーブが上方にシフトすることを通じて、2%の物価上昇率が視野に入ってくるであろうとみており、ここに見方の違いがあります

予想インフレ上昇の広がりが十分でなかった量的・質的金融緩和政策

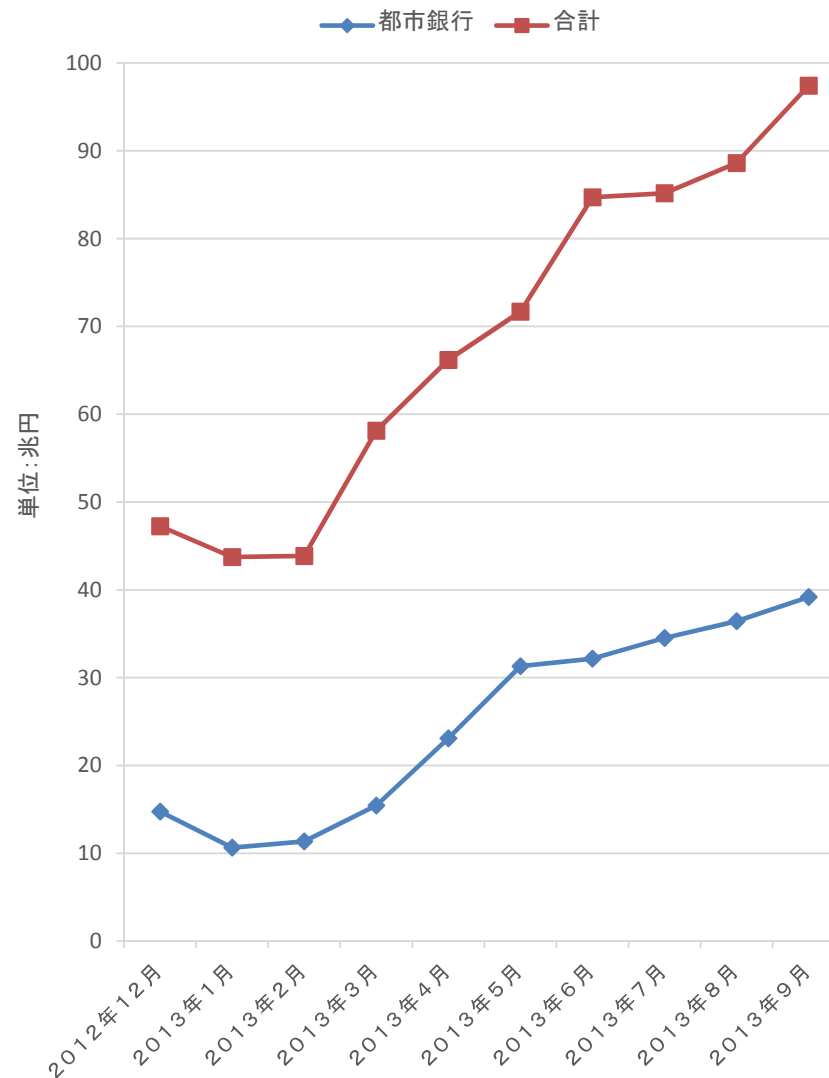
2年で2倍は可能か

資料出所: 日本銀行

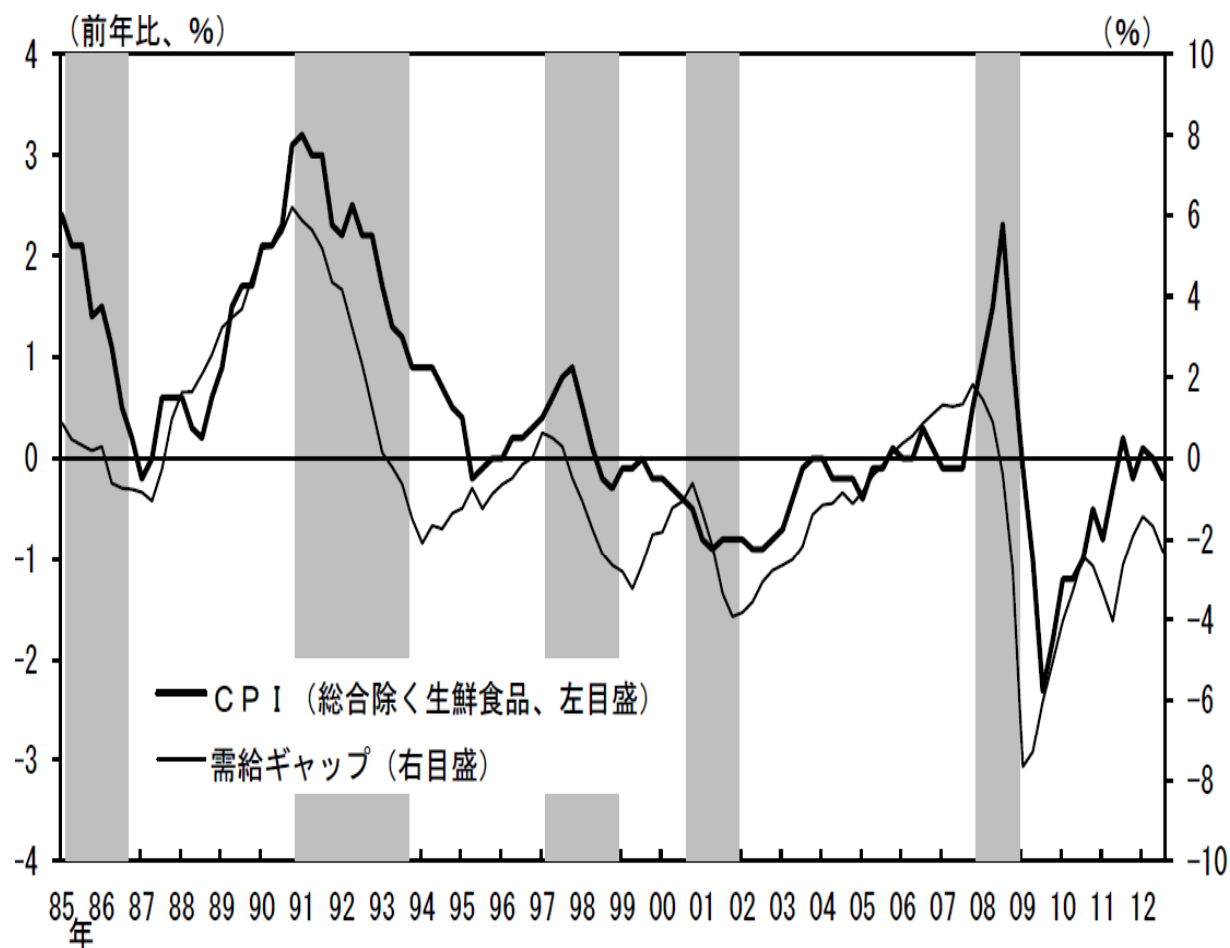
都市銀行の資産内訳推移



日銀当座預金残高推移



2%を安定的に持続するとは



9月20日如月会
における講演(黒
田総裁13年9月
20日)
「経済が平均的
な状態にあると
き、すなはち、需
給ギャップがゼロ
の状態にあると
きに、2%の物価
上昇率が実現さ
れること」が、
「2%を安定的に
持続する」を意味
する。

資料出所: 日本銀行(「物価の安定」についての考え方に関する付属資料13/1)