

今後の設備投資を展望すると、消費税率引上げ後に成長率の持ち直しが見込まれていることは、2013年度における大幅な企業収益の改善とあいまって、設備投資の増加に寄与すると考えられる。リーマンショック後の円高方向への動きを受け、為替変動への対応として急速に進んできた海外設備投資を見直す動きもみられている³²。

長い目でみれば、我が国の持続的な成長に向けて、海外需要の取り込みや国内の潜在需要の掘り起しを進め、企業の成長期待を高めていく必要がある。また、リーマンショック以降の設備投資の低迷によって我が国の設備資本は低下してきたほか、先行きも労働力人口の減少傾向が続くことを踏まえると、需要に見合って供給能力が拡大していくための環境整備が重要である³³。内外の企業による投資の促進に向け、世界で最もビジネスがしやすい環境を整えていかなければならない。

第2節 金融政策と金融面の動向

日本銀行が2013年4月に「量的・質的金融緩和」を導入してから1年余りが経過した。ここでは、金融面における最近の変化を確認し、「量的・質的金融緩和」の効果を点検する。また、日本と同様に非伝統的金融政策を採用している海外の中央銀行の動きを確認し、その含意を考える。

1 デフレ脱却に向けた金融政策の効果

「量的・質的金融緩和」が導入された際には、マネタリーベースを増加させていく中で、予想物価上昇率の引上げ、イールドカーブの押下げ、金融機関等のポートフォリオ・リバランスといった波及チャネルを通じたデフレ脱却が展望された。ここでは、各チャネルに関連する指標の動きとそうした動きが生じている背景を調べ、「量的・質的金融緩和」の効果を点検する。

●家計・企業が資金調達・運用に前向きとなる中、マネーストックが増加

マネタリーベースは、「量的・質的金融緩和」が導入された2013年4月以降、大幅な増加を続けている（第1-2-1図（1））。これに伴って、マネタリーベース1単位がどれだけのマネーストックを生み出しているかという指標である貨幣乗数は、一段と低下しているものの、マネーストックは高めの伸びを続けている（第1-2-1図（2））。このような最近のマネース

注 (32) 日本貿易振興機構（ジェトロ）によるアンケート調査（各年度11～12月調査）では、海外進出をすると回答する企業の割合が小幅減少している（2011年度：73.2%→2012年度：69.2%→2013年度：64.9%）。また、海外進出理由として「為替変動の影響回避」を挙げた企業の割合は、2011年度：24.1%→2012年度：17.4%→2013年度：9.4%と低下している。

(33) 労働力人口の減少への対応として、省力化投資の重要性も増していくと考えられる。

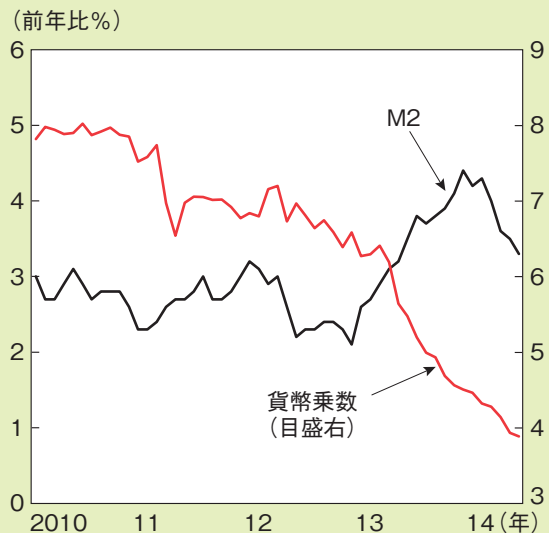
第1-2-1図 マネー指標の動向

家計・企業が資金調達・運用に前向きとなる中、マネーストックが増加

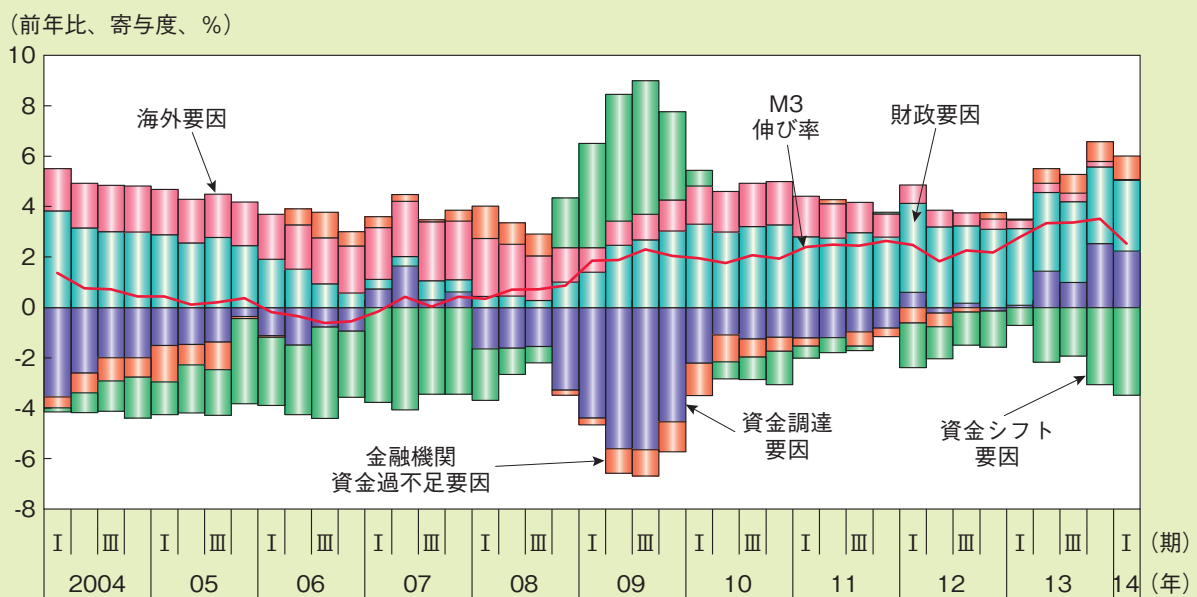
(1) マネタリーベース



(2) マネーストック・貨幣乗数



(3) マネーストックの変動要因の分解



(備考) 1. 日本銀行「マネタリーベース」、「マネーストック」、「資金循環統計」により作成。
 2. (2) の貨幣乗数=M2/マネタリーベース。
 3. (3) のM3は、「資金循環統計」における通貨保有主体（家計、対家計民間非営利団体、非金融法人企業、地方公共団体など）の現預金（資産）。要因分解の詳細は付注1-7を参照。

トックの増加の要因を探るためには、需要側である通貨保有主体³⁴の行動を探ることが重要である。

そこで、マネーストックの変動要因を、通貨保有主体のバランスシートを基に分解してみよ

注 (34) 通貨保有主体とは、一般法人、個人、地方公共団体・地方公営企業を指す。中央政府や中央銀行、預金取扱機関等は含まれない。

う。マネーストックは、家計や企業における、(1)貯蓄行動³⁵、(2)借入など金融負債の増減に伴う金融資産の増減、(3)金融資産のうちどの程度を現預金(マネーストック)として保有するかという資産選択行動、によって変動する³⁶。こうした考え方に基づいて、マネーストックの変動要因を整理すると、借入やエクイティ調達などを含む「資金調達要因」のプラス寄与が2013年4-6月期から拡大している(第1-2-1図(3))。一方、金融資産のうち、マネーストック以外への資金シフトを意味する「資金シフト要因」のマイナス寄与も大きい。「資金シフト要因」の動向を詳しくみると、家計では「保険・年金準備金」や「株式以外の証券」(投資信託など)、非金融法人企業では「対外直接投資」などが増加している。これらの変化を踏まえると、最近のマネーストックの動きに表れている通貨保有主体の行動の特徴として、(1)資金調達を増やす動き、(2)通貨以外のよりリスクの高い金融資産を増やす動き、という2つの明確な変化を指摘することができる。家計・企業による資金の調達・運用が徐々に前向きになる中で、マネーストックが増加している。

こうしたマネーストックの増加は、デフレ脱却との関係ではどのように捉えられるのだろうか。まず、マネーストックと物価については、1990年代後半頃から両者の相関が低下していることもあり³⁷、マネーストックの伸び率とインフレ率の間に単純な対応関係を想定することには注意が必要である。そうした下で、最近の物価動向をみてみると、それぞれ消費税率引上げによる影響を除いたベースで、消費者物価指数のうち総合及びコアはともに前年比1%台半ば、コアコアは同1%程度の上昇にとどまっております³⁸、2%の物価安定目標の達成に向けてはなお道半ばとなっている。ただし、後述するような「量的・質的金融緩和」の波及チャンネルでは、イールドカーブの押下げによる金利低下などが民間の資金調達を積極化させること、ポートフォリオ・リバランスによってリスク性資産へのシフトが進むことなどが想定されている。こうした点に鑑みれば、最近のマネーストックの背後にある通貨保有主体の行動は、「量的・質的金融緩和」によるデフレ脱却に向けた動きと整合的と評価することも可能である。

●予想物価上昇率は短期の見通しを中心に上昇

以下では、「量的・質的金融緩和」で想定されている波及チャンネルごとに、関連指標の動向を確認する。まず、予想物価上昇率をみてみよう。大胆な金融政策の導入は、人々の予想物価上昇率を引き上げる可能性がある。これによって、実質金利の低下を受けた設備投資の拡大などが需給ギャップを縮小させることや、フィリップス曲線を上方シフトさせて現実のインフレ率を高めることが期待されている。

注 (35) これは、通貨保有主体の資金過不足(所得のうちどの程度を金融資産への投資を含めた貯蓄に回しているか)を意味している。一国全体としてみると、ある部門の資金余剰は、他の部門の資金不足で埋め合わされる。したがって、通貨保有主体の資金過不足は、非通貨保有主体(政府・金融機関・海外)の資金過不足に対応している。
 (36) マネーストックの増減の要因分解の考え方の詳細については、付注1-7を参照。
 (37) 木村ほか(2011)。
 (38) 物価動向の詳細については、第2章第1節を参照。

予測期間ごとに予想物価上昇率をみると、短期においては、各主体の予想物価上昇率³⁹が上昇している（第1-2-2図（1））。これには、需要が底堅く推移する中で、2012年秋以降の円安方向への動きによる輸入物価の上昇が価格に転嫁されたことなどによって、実際に物価が上昇してきた動きが反映された面が大きいと考えられる⁴⁰。

一方、中長期の予想物価上昇率をみると、市場参加者では徐々に上昇している。また、家計では水準はほぼ横ばいとなっているが⁴¹、定性的な回答をみると「かなり上がる」あるいは「少し上がる」と回答する家計の割合が2013年に入って高まっている（第1-2-2図（2））。なお、長い目で見れば、家計・市場参加者ともに、中長期の予想物価上昇率とGDPギャップの間には緩やかな正の相関がみられることから、今後、GDPギャップの縮小傾向が続けば、家計の中長期の予想物価上昇率も高まっていくものと考えられる（第1-2-2図（3））。他方、大胆な金融政策が人々のデフレ予想を転換させ、フィリップス曲線を上昇させているかどうかについては、中長期の予想物価上昇率が明確に上昇していないこともあり、現時点でははっきりとは確認できない。各主体の中長期の予想物価上昇率が更に上昇していくことにより、デフレ脱却の動きがより確かなものとなることが期待される。

●長期金利は低い水準に抑制

次に、「量的・質的金融緩和」によるイールドカーブの押下げ効果についてみてみよう。我が国の長期金利（10年国債金利）は、「量的・質的金融緩和」の導入後、景気回復期待の高まりによって株価が上昇し、アメリカを中心に世界経済が持ち直す中にあっても、おおむね0.6%～0.7%台で推移している。実際、海外の長期金利や我が国の株価との関係をみると、連動性が低下している（第1-2-3図（1）、（2））。また、長期金利の変動要因を、フィッシャー方程式に基づいて一定の前提の下で要因分解してみると、予想物価上昇率が上昇していく中で、長期金利の上昇が抑制されていることから、リスクプレミアムの押下げ寄与が拡大を続けている（第1-2-3図（3））。以上のことから、海外金利、国内株価、予想物価上昇率のいずれに対しても、名目長期金利は抑制された状態が続いていると評価できる。この点に関連して、債券市場関係者が注目する金利変動要因をみると、債券需給が金利の低下要因として意識される度合いが大きく上昇しており、日本銀行による大規模な長期国債の買入れが影響していると考えられる⁴²（第1-2-3図（4））。

注 (39) 「消費動向調査」と「QUICK債券月次調査」では、消費税率引上げによる影響が除かれていないため、他の調査に比べて上昇幅が大きくなりやすいことに留意する必要がある。また、主体によって期待形成に用いる情報に違いがあるため、方向性や水準が異なることもある。例えば、家計では食料品やガソリンなど購入頻度の高い品目の価格動向が強く反映されるのに対し、エコノミストや市場参加者ではマクロの経済変数等に基づいた予測値となる傾向がある。

(40) 第2章第1節では、物価上昇の要因を包括的に検証している。

(41) 家計における短期の予想物価上昇率と、中長期の予想物価上昇率の間には、比較的はっきりとした連動がみられていたが、2013年以降の動きはこうした過去の傾向と異なる。この要因としては、2%の物価安定目標の設定とマネタリーベースの大幅増加を含む大胆な金融政策の導入が、人々の物価予想の形成メカニズムを変化させ、中長期の物価予想を取れんさせていることが考えられる。例えば、西口・中島・今久保（2014）では、「生活意識に関するアンケート調査」の個票データの分析から、中長期の予想物価上昇率の分布が、2013年入り後、それまでの傾向とは異なる尖りをみせていることを指摘している。

(42) IMF（2013）は、我が国の非伝統的金融政策（「包括的な金融緩和」（2010年10月～）と「量的・質的金融緩和」（2013年4月～））が長期金利を2010年10月以降の累積で30bps程度押し下げたと試算している。