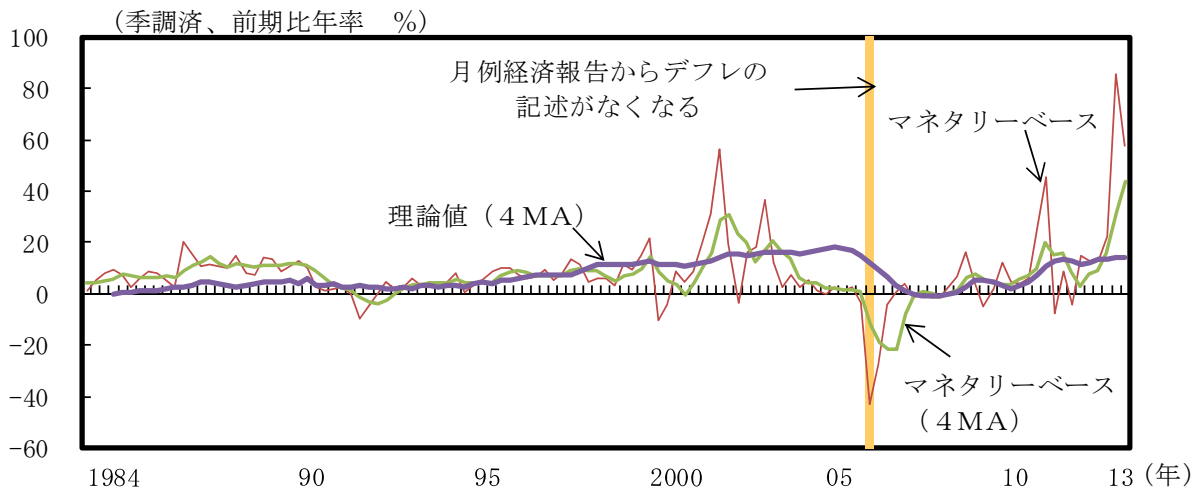


(3) マッカーラム・ルール



- (備考) 1. 日本銀行「マネタリーベース」、「当面の金融政策運営について」、FED “Aggregate Reserves of Depository Institutions and the Monetary Base”、BOE “Monetary and Financial Statistics”、Eurostat “Internal Liquidity Management”、Office of National Statistics “Preliminary Estimate of GDP”、Bloomberg、内閣府「国民経済計算」、「中長期の経済財政に関する試算」公益社団法人日本経済研究センター「ESPフォーキャスト」により作成。なお、潜在成長率は内閣府試算。
2. 英国のマネタリーベースは、notes and coin in circulation と bank reserve を合算した計数。
3. (1) (2) について、2013年10-12月期以降の予想値は、それぞれ以下の値から推計した。
 マネタリーベース：日本銀行が「当面の金融政策運営について」において定めるマネタリーベース年間増加額から試算
 実質GDP：ESPフォーキャストの予想値平均
 前期比年率名目GDP成長率：内閣府「中長期の経済財政に関する試算」
4. マッカーラム・ルールについては、付注2-1を参照。

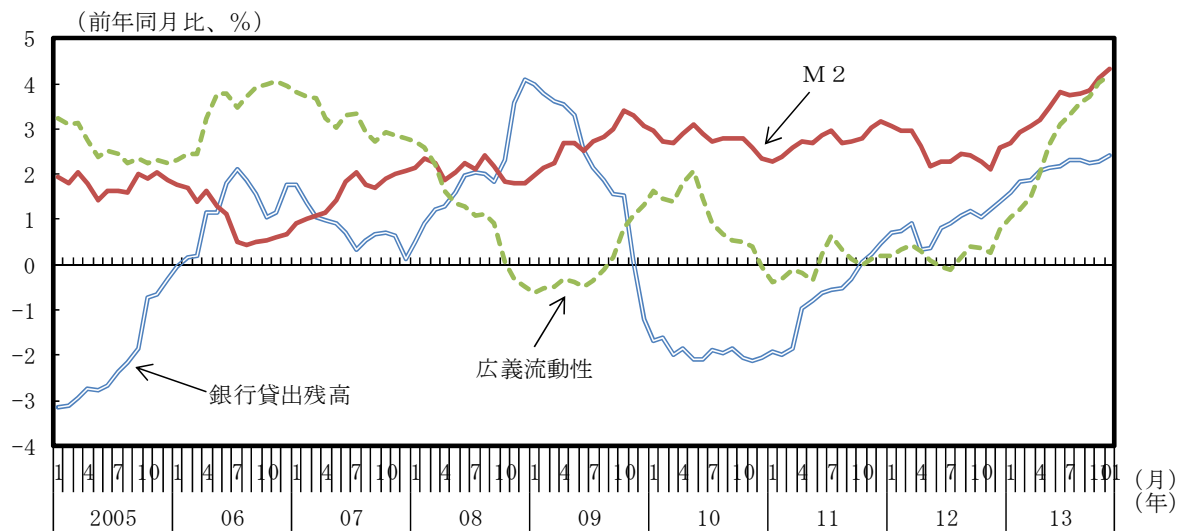
こうしたことから、日本銀行は、「量的・質的金融緩和」においてマネタリーベース目標を導入した後、「物価安定の目標」の実現に向けて、かなり潤沢な資金供給を行っていると評価できる。

それでは、日本銀行の「物価安定の目標」の達成については、どのように考えればよいのだろうか。民間調査機関の見通しでは、マネタリーベースの増加がマネースtockと貸出の増加などを経由して、経済成長率や物価上昇率に働きかける効果を限定的に見ていることなどから、目標の達成は難しいという見方が少なくない。この経路が弱まっている背景には、我が国においてデフレ予想が定着する中で、金利が低下しても貸出が増えないこと（流動性の罍）などがある。しかし、第1節で見たように、我が国のデフレ予想は改善しており、マネースtock (M2)、銀行貸出残高も増加し始めている（第2-3-5図）。今後、デフレ脱却に向けた取組を着実に進めることによって、流動性の罍から抜け出し、マネタリーベースから实体经济や物価への経路が再び機能し始めると期待される³⁰。

³⁰ 設備投資を増やすための各種政策対応も貸出増加につながると考えられるが、それについて

第2-3-5図 マネーストックと銀行貸出残高の動向

銀行貸出残高が増加し、マネーストック（M2）も増加傾向



(備考) 日本銀行「マネーストック」、「貸出・預金動向」により作成。

(大胆な金融政策などを背景とする金融市場の緩和と資産価格の上昇)

以上をまとめると、2006年のデフレ改善期との相違点として、今回は大胆な金融政策などを背景に緩和的な金融環境が生み出されたこと、そうした中で景気回復期待の高まりや企業収益環境の改善などが生じ株価指数とREIT指数が上昇したことが挙げられる。金融市場の緩和や金融資産価格の上昇は、資産効果を通じた個人消費や住宅投資の押上げ、家計や企業のデフレ予想の緩和、金利低下や成長期待の高まりによる企業設備投資の持ち直しなどに寄与した。さらに、海外経済に底堅さも見られる中で、日本銀行と他の中央銀行との金融緩和スタンスの違いなどもあって、為替レートは円安方向への動きが進み、我が国の輸出環境も改善している³¹。また、こうした大胆な金融政策を起点とする金融市場の緩和や資産価格の上昇などは、需給バランスの改善や予想物価上昇率の上昇を通じて、最近の物価上昇につながっている。

は第3章第2節で分析している。

³¹ なお、今回の金融政策のレジーム転換は為替レートの操作を目的としたものではない。

2 貯蓄投資行動に見られる変化

これまで見てきた日本銀行の大胆な金融政策の影響を踏まえた上で、我が国の貯蓄投資行動に見られる変化を概観する。具体的には、政府の債務残高と日本銀行の国債買入れの動向、金融政策変更に伴う対外証券投資と金融資産選択の特徴などについて検討する。

(中央銀行の国債保有比率が増加)

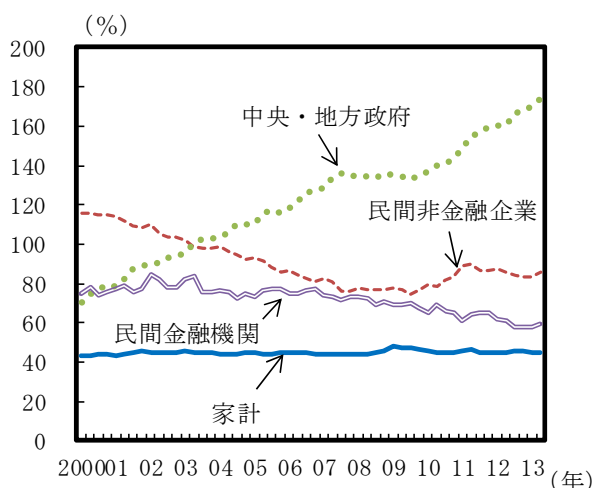
近年の日米の債務構造に共通する特徴として、リーマンショック後に政府の債務残高対GDP比が大幅に上昇したことが挙げられる(第2-3-6図(1)、(2))。これは、世界的な金融危機とその後の景気後退に対処するために、両国で大規模な経済対策が実施され、政府部門の赤字が拡大したことによる。リーマンショック後の景気持ち直し局面になると、アメリカの政府債務残高対GDP比の上昇ペースは緩やかになっている。しかし、我が国では、大震災からの復旧・復興に向けた取組や日本経済再生のための機動的な財政出動などを背景に、そのような動きが見られない。

政府の経済対策と歩調を合わせるように、日米の中央銀行は積極的な金融緩和策を相次いで打ち出し、その一環として国債の大量購入を進めた。日本銀行とアメリカのFED(連邦準備制度)が保有する国債の国債残高に占めるシェアを見ると、リーマンショック後に大きく増加しており、直近は過去最高水準にある(第2-3-6図(3)、(4))。2012年後半以降は、大胆な金融政策などを背景に、FEDより日本銀行の国債保有比率の上昇ペースが速い。

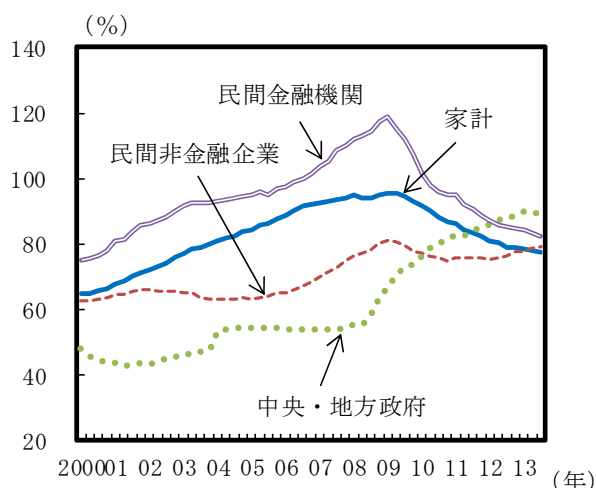
第2-3-6図 日米の債務残高構造と中央銀行の国債保有

中央銀行の国債保有比率が増加

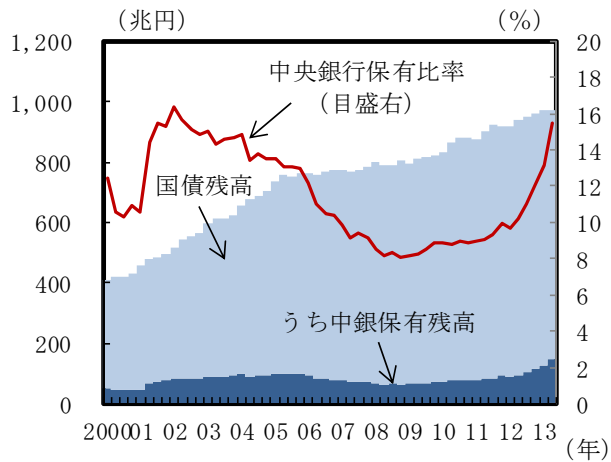
(1) 日本の債務構造(債務残高/GDP)



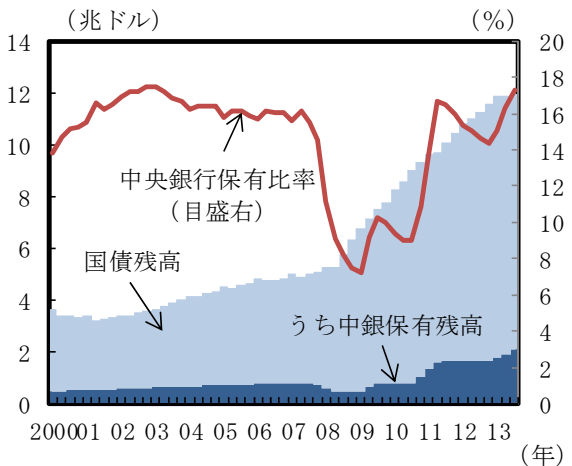
(2) アメリカの債務構造(債務残高/GDP)



(3) 日本の国債残高と日本銀行の保有比率



(4) アメリカの国債残高とFEDの保有比率



- (備考) 1. 内閣府「国民経済計算」、日本銀行「資金循環統計」、FED “Financial Accounts of the United States” により作成。
 2. 日本の債務は、家計は住宅ローン及び消費者信用、民間非金融企業は事業債等の債券及び借入金、中央・地方政府は国債・国庫短期債及び地方債、民間金融機関は事業債等の債券及び借入金を集計したもの。アメリカの債務は、「credit market instruments」の負債サイドを用いている。
 3. 日本の民間金融機関は、金融機関全体から中央銀行と公的金融機関を控除したもの。

(日本銀行は買入れ国債の平均残存年限を大幅に長期化)

日米の中央銀行は、国債を大量に買い入れると同時に、保有国債の残存年限の構成も見直している(第2-3-7図(1)、(2))。FEDは、リーマンショック後に「1年以下」の国債の保有比率を急速に引き下げて、1年を超える国債の保有比率を高めている。特に、2011年9月の「国債の満期延長プログラム(いわゆるツイストオペ)」の導入後は、5年超の国債を大幅に増やした。このプログラムは、残存年限の長い国債の購入を通じて、直接的に長めの金利低下を促すことなどを意図したものである。

日本銀行は、リーマンショック後に、「10年超」の国債の保有比率を引き下げて「1年超5年以下」を高める傾向にあったが、それは全体の保有構成に大きな影響を与えるほどのものではなかった。2013年4月以降は、「1年以下」の国債の保有比率が低下し、5年超の国債が上昇する動きが見られる。この背景には、「量的・質的金融緩和」において、買入れ国債の平均残存年限を3年弱から7年程度に延長することが決定されたことがあり、それは2013年6月頃に達成されたと見られる(第2-3-7図(3))³²。そして、こうした日本銀行の国債買入れの方針の変更も、前述した長期金利の低位安定に作用していると考えられる。

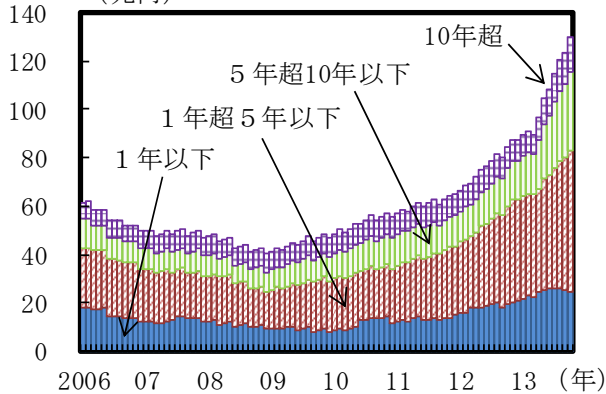
³² 日本銀行は買入れ国債の平均残存年限を公表しておらず、内閣府の試算値による。

第2-3-7図 日米中央銀行の保有国債と日本銀行の買入れ国債

日本銀行は買入れ国債の平均残存年限を大幅に長期化

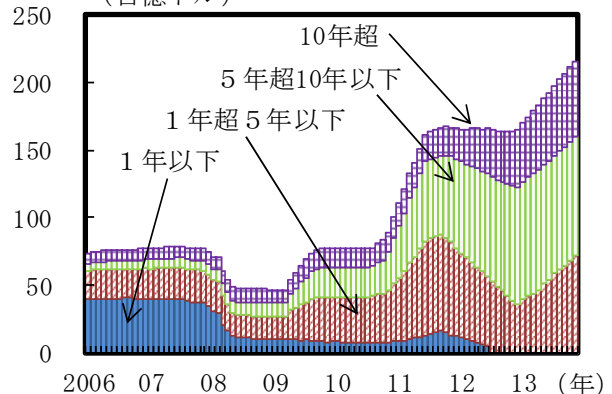
(1) 日本銀行の保有国債

(兆円)



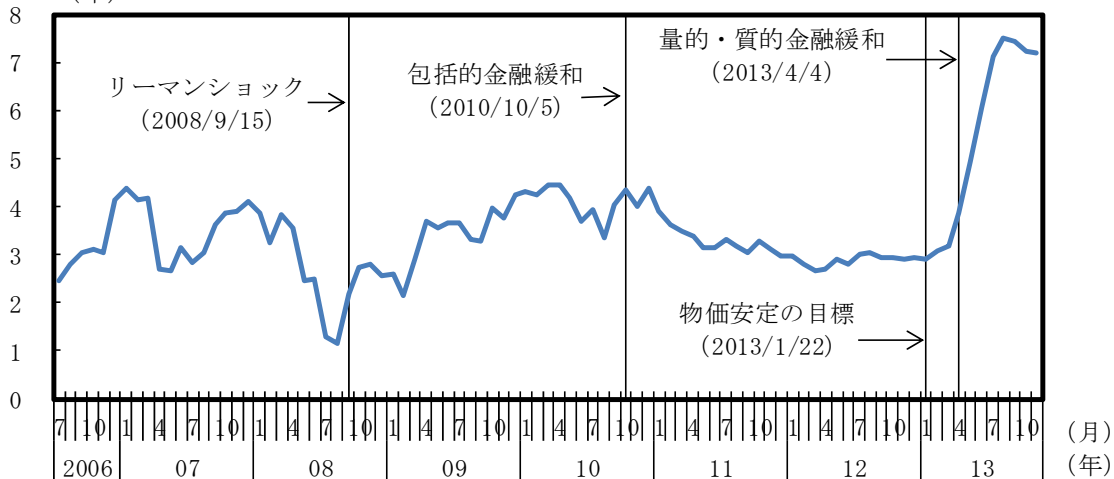
(2) FEDの保有国債

(百億ドル)



(3) 日本銀行の買入れ国債の平均残存年限

(年)



(備考) 1. 日本銀行、財務省、FEDにより作成。
 2. 日本銀行の買入れ国債の平均残存年限は、前月末と当月末の日本銀行保有国債銘柄を基に、財務省による買入れ償却額を考慮した上で内閣府が試算したもの。試算値はある程度の幅を考慮する必要がある。後方4か月移動平均値。

(銀行がリスク資産の保有比率を高める動きはまだ見られず)

日本銀行による「量的・質的金融緩和」に期待される効果の一つとして、ポートフォリオ・リバランス効果が挙げられる。これは、日本銀行の潤沢な資金供給によって、金融機関などの経済主体のバランスシートの資産側にリターンが低い金融資産の割合が上昇すると、よりリスクはあるがリターンも期待できる運用先を求めてポートフォリオ（資産構成）を見直すことを期待するものである。銀行が日銀当座預金を減らして貸出増加に取り組めば、設備投資や住宅投資の増加を促進する。さらに、金融機関が外国債券や外国株式などの対外金融資産の購入を増加させること

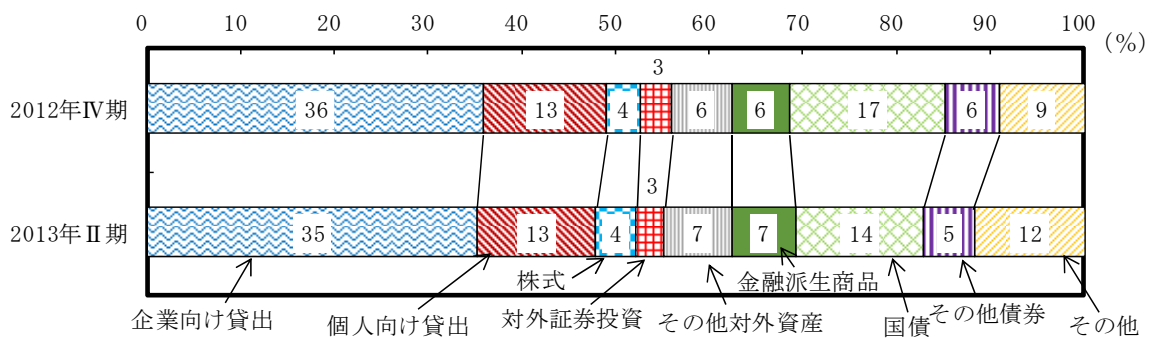
によって、円安方向への動きが進めば、輸出企業の収益拡大や輸出増加などが期待される³³。

銀行の金融資産構成比については、2012年12月から2013年6月にかけて、貸出などのリスク資産の保有比率にほとんど変化は見られない(第2-3-8図(1))。企業向け貸出は36%から35%にわずかに1%ポイント低下したものの、個人向け貸出、株式、対外証券投資はいずれも横ばいである³⁴。安全資産である国債の保有比率は低下したものの、それはリスク資産に向かうことはなく、日銀当座預金などを含む「その他」の資産に移った。2001年の「量的緩和政策」前後の時期においても、銀行がリスク資産のウェイトを高めた動きは見られない(第2-3-8図(2))。ただし、金利が非常に低位で安定する中で、景気回復の動きがより確かなものとなれば、銀行は収益拡大のためにリターンの期待できる金融資産を徐々に増やすと考えられる。

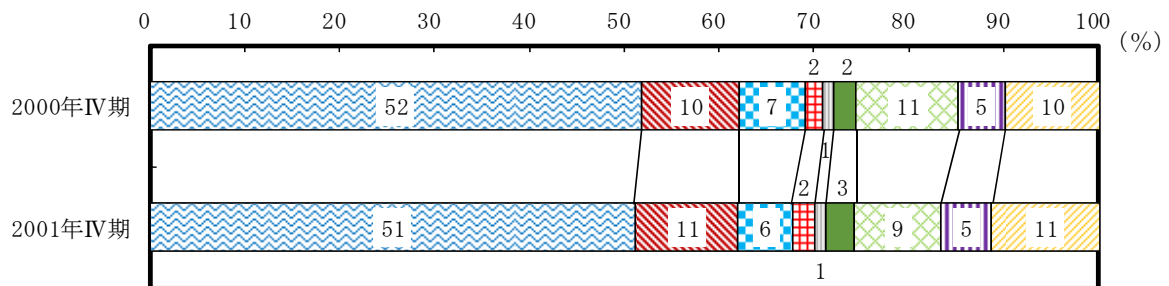
第2-3-8図 銀行の金融資産構成比の変化

銀行がリスク資産の保有比率を高める動きはまだ見られず

(1) 2013年の金融緩和局面(銀行の資産構成変化)



(2) 量的緩和政策(銀行の資産構成変化)



(備考) 1. 日本銀行「資金循環統計」により作成。
 2. (1)は期間差が1年未満のため、内閣府による季節調整値を用いている。
 3. 「その他」には、「日銀預け金」などが含まれている。

³³ ポートフォリオ・リバランス効果を評価する際には、金融資産の変化を検証する以外に、金利や株価に着目して分析する方法もある。2001年の「量的緩和政策」の効果については、内閣府(2003)、鶴飼(2006)、原田・増島(2008)、本多・黒木・立花(2010)などを参照。

³⁴ 企業向け貸出の構成比の低下は、大胆な金融政策を背景とする日銀当座預金の積上がりや株価上昇による株式・出資金残高の増加など他の金融資産の変動による影響が大きく、後述するように、企業向け貸出残高そのものは緩やかに増加している。

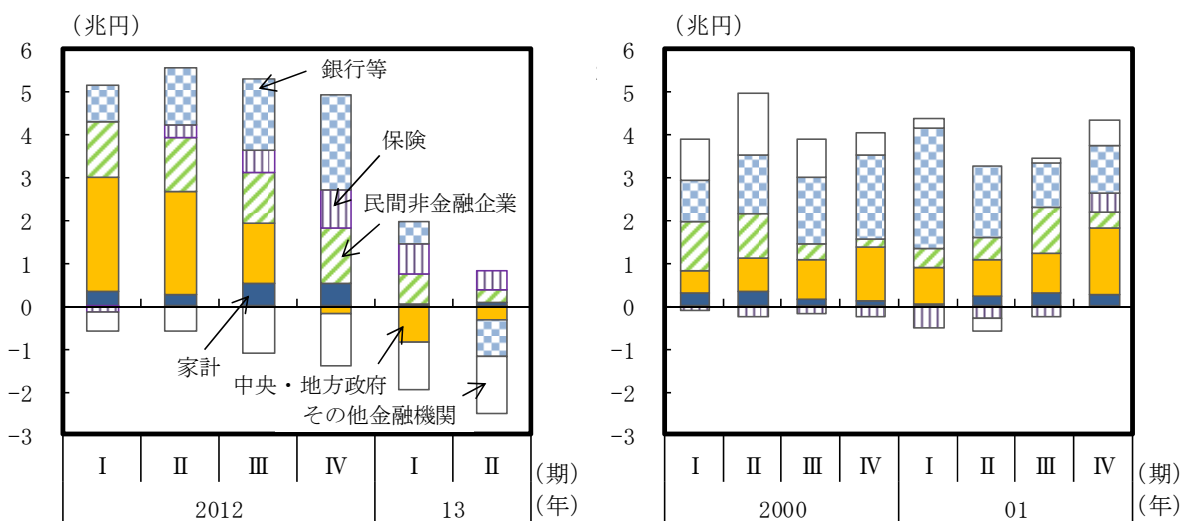
また、我が国の対外証券投資（フロー）の動向を確認すると、いずれの投資主体においても、2013年に入ってから対外証券投資を拡大する動きは見られず、特に4-6月期はアメリカの金融政策への懸念などを背景に、本邦全体としては売越し傾向にある（第2-3-9図（1））。「量的・質的金融緩和」が導入された直後は、生命保険会社など機関投資家が外債運用を増やし、それが円安方向の動きを支えるとの見方が広がったが、これまでのところ国内債券を中心とする運用を維持している。

この背景として、5月下旬以降に円安の動きが一服したこと、2012年3月期の生命保険会社の規制強化などが挙げられる³⁵。なお、「量的緩和政策」の後には、本邦からの対外証券投資は買越し傾向にあったが、買越しペースはそれ以前と同程度であった（第2-3-9図（2））。

第2-3-9図 経済主体別の対外証券投資（フロー）の推移

アメリカの金融政策への懸念などを背景に2013年4-6月期は売越し

- (1) 物価安定の目標（2013年1月22日～） (2) 量的緩和政策（2001年3月19日～）
量的・質的金融緩和（2013年4月4日～）



- (備考) 1. 日本銀行「資金循環統計」により作成。
2. 対外証券投資フローは、後方四半期移動平均。
3. 銀行等は郵便貯金（2007年10-12月期以降はゆうちょ銀行）を含む。
4. その他金融機関は、銀行等と保険を除いた全金融機関。

³⁵ 2012年3月期に、生命保険会社の健全性指標であるソルベンシーマージン比率規制が強化され、投資商品のリスク基準が引き上げられた。その結果、生命保険会社はリスク管理のために国内債券を中心とする運用を維持する傾向が強まっている。

(金融緩和を一段の貸出増加につなげることが重要)

日本銀行の金融政策の変更によって、各経済主体は金融資産をどのように変化させたのだろうか。資金循環統計を用いて、2013年の一連の金融緩和政策と2001年の「量的緩和政策」前後の時期に見られた金融資産の流れについて確認しよう。

第一に、2013年4月に「量的・質的金融緩和」が導入されたことから日本銀行が国債買入れを大幅に増加させた一方で、銀行等は国債を大幅に売却している（第2-3-10図（1））。これは、日本銀行が大胆な金融政策を推進する中で、銀行等が日本銀行の国債買入れオペに応札したこと、大手銀行を中心に益出しやリスク低減のための国債売却を進めたことなどによる。他方、「量的緩和政策」のときは、今回のように長期金利が1%を大きく下回るまで国債価格が急上昇することはなく、国債は安全資産としての需要も強かったことなどから、銀行等は国債を買い越していた（第2-3-10図（2））。

第二に、家計は、2012年秋以降の株価上昇局面においても、「量的緩和政策」のときと同様、株式の売却を進めている。「量的緩和政策」が導入された時期は、ITバブルの崩壊によって株価が下落トレンドにあったため、さらなる損失を回避するための資金流出などが続いた。しかし、今回は株価が大幅に上昇する中で、増加した株式ストックをリバランシングし、結果としてフローでは、家計の株式売却につながったと考えられる。また、家計は、2013年に入ってから「投資信託+株式・出資金」以上に預貯金を増やしており、安全資産を選好している。家計に対しては、大胆な金融政策などによって「貯蓄から投資へ」の動きが進み、新たな成長資金の供給を担う役割が期待されているが、今までのところ家計の資金はそれと逆方向に流れている³⁶。今後デフレ脱却に向かう中で、よりリスクの高い金融資産へ向かうことが期待される³⁷。

³⁶ 「貯蓄から投資へ」を促進するため、2014年1月に「少額投資非課税制度（NISA、ニーサ）」が導入される予定である。

³⁷ ただし、高齢者については、リスク許容度が相対的に低いことから、リスク資産の保有比率をさほど増やさない可能性がある。