

て、非製造業を中心に労働需給は引き締まりつつある。こうした中、企業の収益改善が賃金上昇につながっており、経済の好循環が生まれ始めている。2015年においても、ベースアップの動きが続いており、今後、個人消費が持ち直していくことが期待される。

最近の物価の動向を総合的にみると、消費者物価、GDPデフレーター及び単位労働費用が上昇するなど、デフレ脱却に向けた動きは着実に進んでいる。前回と今回を比較してみると、消費者物価の動向に対して特にサービス価格が上昇に寄与している点が今回の特徴となっている。その背景には、労働需給の引締め等を背景に賃金が底堅く推移していることが挙げられる。GDPギャップは着実に縮小し、経済全般の需給面からみた消費者物価の下押し圧力は緩和しつつある。デフレ脱却には、個人消費や設備投資などが持ち直していく中で、今後、GDPギャップがそのマイナス幅を着実に縮小していくことが重要である。また、バブル経済の崩壊以降、労働需給と物価の関係が弱まっているが、今後緩やかな物価上昇が実現することで、予想物価上昇率をデフレ脱却に向けて安定化させる取組、デフレマインドの払しょくを通じた賃金引上げやそれに伴う販売価格上昇等を通じて、両者の関係が強まっていくと考えられる。

また、原油価格の下落が一時的にコアCPIを押し下げているものの、全体としてみればデフレ脱却に向けた動きを後押しするものと考えられる。輸出入双方の物価を表す交易条件の動向からみると、原油価格の下落が交易条件を大きく改善させた。交易条件の改善は実質所得の押し上げに結び付く。原油価格の下落やそれに伴う交易条件の改善は、企業収益や家計の実質所得の改善効果を持つことから、今後、マクロ的な需給は引き締まっていくことが期待される。

第3節 「量的・質的金融緩和」の進展状況とその効果、経済と財政の一体的改革に向けて

本節では、我が国の金融政策・財政政策の現状について確認する。金融政策については、日本銀行が進める「量的・質的金融緩和」の進展状況とその効果を検証する。また、財政政策については、財政の現状を概観した上で、財政健全化を行う上で前提となる我が国の税・社会保障等を通じた受益と負担の構造を示す。

1 「量的・質的金融緩和」の進展状況とその効果

日本銀行は、2013年4月に「量的・質的金融緩和」を導入した。その後、2014年4月の消費税率引上げ後に需要面で弱めの動きがみられたことや、原油価格の大幅な下落を受けた物価の下押し圧力が、デフレマインド転換の遅延につながるリスクがあるとし、こうしたリスクの顕現化を未然に防ぐ観点から、2014年10月には、「量的・質的金融緩和」の拡大を決定した。ここでは「量的・質的金融緩和」の進展状況を確認しつつ、その効果について検証する。

●マネタリーベースは約2倍、長期国債保有残高、平均残存期間は2倍以上

まず、日本銀行の「量的・質的金融緩和」について、2014年10月に決定された拡大の内容を確認するとともに、「量的・質的金融緩和」導入以降の進展状況について確認する。「量的・質的金融緩和」の拡大の主な内容としては、①マネタリーベースの増加額を年間約80兆円に拡大（約10～20兆円追加）、②長期国債について、買入れを保有残高の増加額が年間約80兆円となるように拡大（約30兆円追加）するとともに、平均残存期間を7～10年程度に延長（最大3年程度延長）、③ETF及びJ-REITの買入れについて、保有残高の増加額を3倍とし、それぞれ年間約3兆円、約900億円とすることなどが挙げられる⁷²。

マネタリーベースと日本銀行の長期国債保有残高の推移をみると、いずれも「量的・質的金融緩和」が導入されて以降急速に拡大しており、導入直前の2013年3月と2015年3月を比較すると、マネタリーベースは約2倍、長期国債保有残高は2倍以上となった（第1-3-1図(1)）。また、日本銀行の買入れ国債の平均残存期間は、3年弱から8年超へと延長しており（第1-3-1図(2)）、「量的・質的金融緩和」は着実に進められていることが確認できる⁷³。

●「量的・質的金融緩和」は3つの波及経路を通じて実体経済に影響

「量的・質的金融緩和」の拡大の内容と「量的・質的金融緩和」が着実に進められていることを確認したが、それでは、「量的・質的金融緩和」は、企業活動に対してどのような影響を与えうのか。「量的・質的金融緩和」の影響を検証するにあたって、まず、その想定される効果について整理する。

「量的・質的金融緩和」においては、①予想物価上昇率の引上げ、②イールドカーブの押下げ、③ポートフォリオ・リバランス効果、の3つの波及経路があると考えられる。

まず、予想物価上昇率については、日本銀行が物価安定目標の早期実現へのコミットメント⁷⁴の下で「量的・質的金融緩和」を継続することにより、デフレマインドの払しょくを通じて、上昇することが期待される。

次に、イールドカーブの押下げは、国債金利の低下を意味するが、社債利回り＝国債利回り（リスクフリーレート）＋信用スプレッド（国債との金利差）と定義すると、リスクフリーレートの低下を通じて、社債利回りや貸出金利の低下につながると考えられる。イールドカーブの押下げは、予想物価上昇率の上昇とあいまって、実質金利の低下、つまり物価上昇等を引いた企業の実質的な資金調達コストの低下につながると考えられる。

ポートフォリオ・リバランス効果は、日本銀行による国債買入れが大きく増加する中、日本

注 (72) この他、JPX日経400に連動するETFを買入れ対象に加えることを決定している。

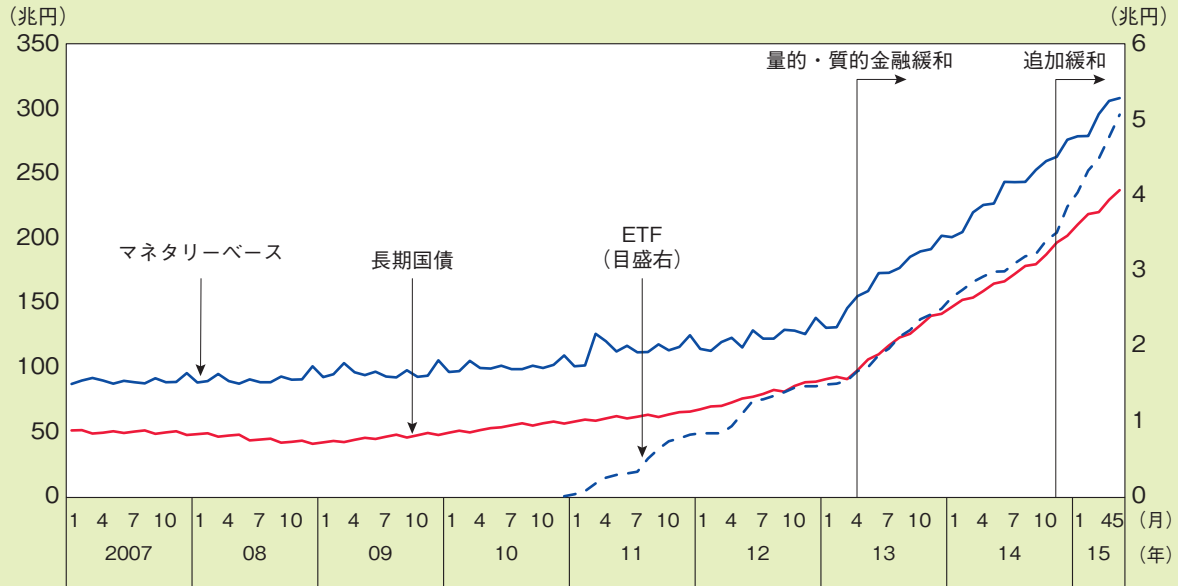
(73) 「量的・質的金融緩和」導入時の公表文においては、「マネタリーベースおよび長期国債・ETFの保有額を2年間で2倍に拡大し、長期国債買入れの平均残存期間を2倍以上に延長する」とされている。

(74) 日本銀行は、2013年1月の金融政策決定会合において、「2%」の「物価安定の目標」を導入し、その早期実現を目指すこととされた。また、2013年4月の「量的・質的金融緩和」の導入についてにおいて、「日本銀行は、消費者物価の前年比上昇率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」とされた。

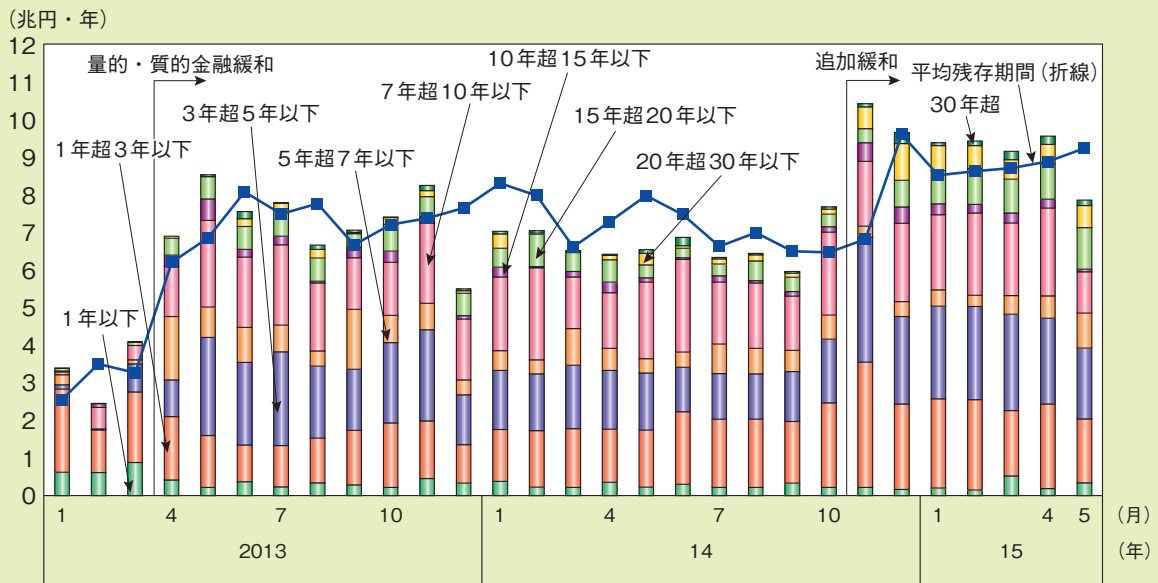
第1-3-1図 マネタリーベースと国債購入

マネタリーベースは約2倍、長期国債保有残高、平均残存期間は2倍以上

(1) マネタリーベース、長期国債保有残高



(2) 買入れ国債の平均残存期間



- (備考) 1. 日本銀行「マネタリーベースと日本銀行の取引」、「日本銀行勘定」、「日本銀行が保有する国債の銘柄残高」、財務省「国債の入札結果」、「買入消却入札の結果」により作成。
 2. (2)の買入額は、前月末からの銘柄毎の残高増加分に、財務省の買入消却と償還による残高減少分を調整したもの。
 3. (2)は、額面ベースにて算出。
 4. (2)は、日本銀行が「資産買入等の基金」を通じて買入れた国債を含む。

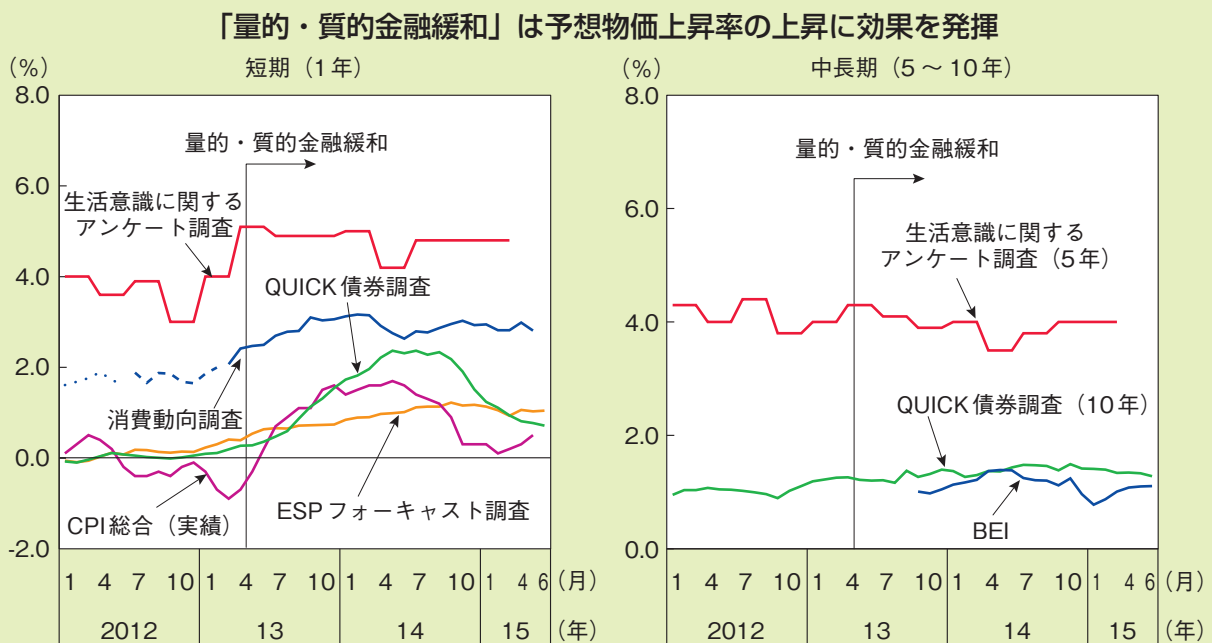
銀行以外の主体による国債投資の減少と、株式、社債等への投資や貸出の増加につながると考えられる。

以上、3つの波及経路を通じて、企業の資金調達コストは低下し、それに伴って資金需要も増加して、企業活動は活発化すると考えられる。

●「量的・質的金融緩和」は予想物価上昇率の上昇に効果を発揮

「量的・質的金融緩和」の想定される効果について確認したが、実際の状況を見てみよう。予想物価上昇率の動向について予測期間に分けて確認する。まず、短期の動きを確認すると、「量的・質的金融緩和」の導入後2014年前半にかけて、エコノミストや市場参加者などいずれの主体においても予想物価上昇率が上昇している（第1-3-2図）。2014年後半以降は、原油価格下落による下押し圧力もあり、市場参加者の予想物価上昇率は低下傾向にあるものの、2014年10月の「量的・質的金融緩和」の拡大が決定されたこともあって、家計、エコノミストでは、低下は限定的となっている。中長期の動きについては、原油価格下落による下押し圧

第1-3-2図 予想物価上昇率の動向



- (備考) 1. Bloomberg、総務省「消費者物価指数」、内閣府「消費動向調査」、日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」、公益社団法人日本経済研究センター「ESPフォーキャスト調査」、株式会社QUICK「QUICK債券月次調査」により作成。
2. CPI(総合)について、2014年4月以降は消費税引上げによる直接の影響(内閣府による試算値)を除く。BEIは、2013年10月より発行再開となっている物価連動債の利回りをを用いた。
3. 「消費動向調査」(一般世帯(2人以上世帯))は、消費税の影響が除かれていない。「生活意識に関するアンケート調査」は、消費税の影響を含まない。「ESPフォーキャスト調査」は、消費税の影響を除いたもの(ただし、2013年4～9月については、消費税の影響を除く調査が行われていなかったため、2013年10月の結果を用いて消費税の影響を調整した)。
4. 「消費動向調査」のグラフについて、2012年1～6月は訪問留置調査法による調査結果(点線部)、2012年7月～13年3月は郵送調査法への変更在先立ち実施された試験調査結果(破線部)、2013年4月以降は郵送調査法による調査結果(実線部)。
5. QUICK債券調査については、CPIコア変化率の平均を用いた。

力がある中、予想物価上昇率は、おおむね同水準を維持している。このように「量的・質的金融緩和」は予想物価上昇率の上昇に効果を発揮したものと考えられる。

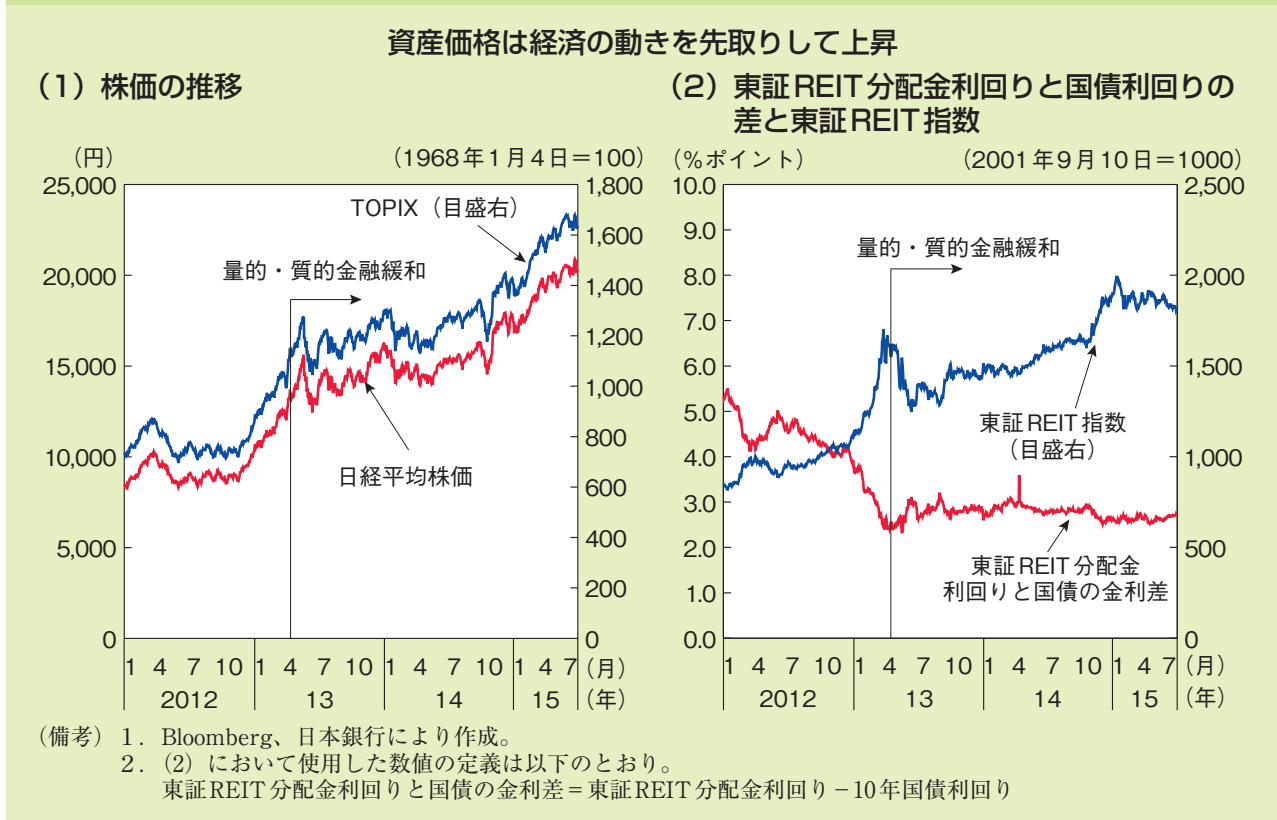
●資産価格は経済の動きを先取りして上昇

「量的・質的金融緩和」導入後のマーケット各指標の動向⁷⁵を概観すると、株価については、総じて上昇基調にあり、特に2015年に入ってから、約15年ぶりとなる20,000円台を回復した（第1-3-3図（1））。また、J-REITも株価と同様に総じて上昇基調にある（第1-3-3図（2））。経済の先行き見通しが好転し、予想物価上昇率が上昇する中、資産価格は経済の動きを先取りして上昇してきたと考えられる。

●イールドカーブは全体的にフラット化、実質金利はマイナス圏内で推移し、企業の資金調達コストは低下

次に、「量的・質的金融緩和」において想定される3つの波及経路の1つであるイールドカーブの変化をみると、「量的・質的金融緩和」導入前と比較して、長期・超長期ゾーンを中心にカーブ全体が押し下げられ、フラット化している（第1-3-4図（1））。企業の資金調達環境

第1-3-3図 マーケット各指標の動向



注 (75) この間の為替レートについては、ドル円レート及びドル以外の通貨も含めた名目実効為替レートでみて円安方向に推移している（付図1-10）。