

物価目標達成の決意を示した日銀 物価動向次第では今後更なる追加緩和の可能性も

市場調査部上席主任エコノミスト

野口 雄裕

03-3591-1249

takehiro.noguchi@mizuho-ri.co.jp

- 日銀は10月31日の金融政策決定会合で長期国債などの資産買入れ増額による追加緩和を決定した。直前まで黒田総裁は経済・物価見通しに自信を示していたため、追加緩和はサプライズとなった。
- 日銀は2年程度で物価目標を達成するとの考え方を維持している。インフレ期待が下振れるリスクが高まれば更に追加緩和が実施される可能性がある。
- 長期国債の買入れ額は月次の市中発行額に匹敵する規模まで拡大された。当面、国債利回りは低位での推移が見込まれる。国債買入れオペの動向を睨み、ボラティリティが高まる局面も予想される。

1. 市場の意表を突いた追加緩和のキーワードは「3」

日銀は10月31日の金融政策決定会合で資産買入れ増額による追加緩和を賛成5、反対4の僅差で決定した。今次緩和は市場の意表を突くもので、期待に働きかける量的・質的金融緩和の効果を最大化するタイミングで行われたと言えよう。また、黒田日銀の物価目標達成への強い決意を示すこととなった。

資産買入れは、長期国債に加え、ETF、REITの買入れ増額が決定された(図表1)。追加緩和のキーワードは「3」だ。日銀は長期国債の保有残高の伸びを年間50兆円から80兆円と30兆円拡大する。また、買い入れる国債の平均年限も最大3年伸ばすほか、ETFやREITの買い入れ額も3倍とした。

図表1 日銀のバランスシート見通し

		(兆円)			
		2013年末 (実績)	2014年10月末 (実績)	2014年末 (見通し)	年間増加ベース (変更後)
マネタリーベース		202	260	275	+約80兆円
(バランスシート項目の内訳)		年間増加ベース (変更前)			
	長期国債	+約50兆円	142	187	200
	GP等	残高維持	2.2	2.3	2.2
	社債等	残高維持	3.2	3.2	3.2
	ETF	+約1兆円	2.5	3.4	3.8
	J-REIT	+約300億円	0.14	0.17	0.18
その他とも資産計			224	287	297
	銀行券		90	87	93
	当座預金		107	168	177
その他とも負債・純資産計			224	287	297

(資料) 日本銀行よりみずほ総合研究所作成

黒田総裁が10月6・7日の金融政策決定会合や、直前の参議院財政金融委員会（10/28）でも物価目標達成への自信を示していたため、市場では今回は追加緩和が行われなかったとの見方が大勢であった。追加緩和は市場にとってサプライズとなり、株高、円安が進展することとなった。

日銀は、追加緩和を行った理由として、消費増税後の景気下振れや原油価格の下落によりインフレ期待が低下するリスクの顕現化を未然に防ぐためと説明している。しかしながら、消費増税への慎重論が強まる中、消費増税判断を金融政策面からサポートする狙いもあったと考えられる。金融政策決定会合当日の朝に発表された9月の消費者物価指数は追加緩和の判断に影響した要因のひとつと考えられる。9月の消費者物価上昇率は消費税率引き上げの影響を除くベースで前年比+1.0%まで低下し、10月には1.0%を下回るとの見方も強まっている。量的・質的金融緩和は期待に働きかけデフレマインドを転換させる政策であるが、インフレ期待の形成においては、実際の物価動向の影響が大きい。これを適応的期待形成と呼ぶ。消費者物価指数の上昇ペースが鈍化しインフレ期待が低下することで、昨年4月以降の量的・質的金融緩和の効果が減殺されてしまうことへの危機感があったものと考えられる。黒田総裁は、「長年デフレが続いたわが国は、米国のように予想物価上昇率が既に2%程度にアンカーされている国とは異なり、実際の物価上昇率の変化が予想物価上昇率の形成に大きく影響する。実際の物価上昇率の伸び悩みが続けば、予想物価上昇率の好転のモメンタムが弱まる可能性がある」と発言している（図表2）。予想物価上昇率が物価目標にアンカーされているということは、人々が物価目標を前提に経済活動を行っていることを意味する。そのような状況では、一度物価が下落しても、目標とする物価水準にまた戻る傾向があるが、日本のように予想物価上昇率が目標に達していなければ、物価が下落すると予想物価上昇率も下振れるリスクがあるとの考え方だ。

もともと、夏場以降、消費増税後の景気下振れ懸念が浮上しており、原油価格も下落基調にある。10月6・7日の金融政策決定会合後の記者会見で、黒田総裁は、「予想物価上昇率は全体として上昇している」とし、経済・物価見通しに自信を示していた。わずか3週間ほどで追加緩和に踏み込まざるを得な

図表2 黒田総裁発言要旨（2014年10月31日）

追加緩和の理由とインフレ期待形成メカニズム	- 消費増税後の需要面の弱めの動きや原油価格の下落が物価の下押し要因に。 - これまで着実に進んできたデフレマインドの転換が遅延するリスクが顕現化するおそれ。リスクの顕現化を未然に防ぎ、好転している期待形成のモメンタムを維持するため、追加緩和が適当と判断。 - 我が国経済は、デフレ脱却に向けたプロセスにおいて、今まさに正念場。今回の措置はデフレ脱却に向けた日本銀行の揺るぎない決意を表明するもの。 - 長年デフレが続いたわが国は、米国のように予想物価上昇率が既に2%程度にアンカーされている国とは異なり、<u>実際の物価上昇率の変化が予想物価上昇率の形成に大きな影響</u>。実際の物価上昇率の伸び悩みが続けば、予想物価上昇率の好転のモメンタムが弱まる可能性。
今後の物価見通しと政策対応	<u>2年程度を念頭に置いて、できるだけ早期に物価目標を実現する考え方は全く変わっていない</u>。2年程度はそもそもある程度幅を持たせた表現。<u>2015年度を中心とする期間に2%程度に達する可能性が高いとみている</u>。 - 物価目標の早期実現のためには、<u>できることは何でもやる方針</u>。政策の余地は依然としてあると思う。戦力の逐次投入ではない。リスクへの対応は今次措置で十分。

（資料）日本銀行よりみずほ総合研究所作成

いほど経済・物価情勢に変化があったとは考えにくい。物価以外に、消費増税議論への懸念が追加緩和を後押ししたと考えられる。安倍政権は今年4日から5回にわたり行われる消費増税に向けた点検会合での有識者の意見を踏まえ増税判断を行う予定であるが、本田・浜田内閣官房参与をはじめ、与党内でも消費税率引き上げへの慎重論が高まっている状況だ。17日に発表される7～9月期の実質GDP成長率は増税判断の重要な材料になると考えられるが、夏場の天候不順の影響などもあり、市場の予想は下方修正されつつある。量的・質的金融緩和の遂行において前提となるのは国債市場の安定である。消費増税を見送る場合も国債市場に配慮し増税の時期を明示する等の対応が取られると考えられるが、万一、政府の信任が低下し長期金利が急上昇すれば、イールドカーブ全体を引き下げる量的・質的金融緩和の遂行が困難となる可能性が高い。黒田総裁は、「消費増税を実施することによる景気下振れには財政・金融政策で対応の余地はあるが、消費増税を行わないことによるリスク（政府が市場から信任を失い長期金利が急騰するリスク）には対応できない」と発言をしている（9月4日）。

他方、日銀の追加緩和と、GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）の運用ポートフォリオ変更のタイミングが重なったことは、GPIFの国債保有比率減額への警戒を高めていた債券市場の安心材料になっていると考えられる。GPIFは運用ポートフォリオ見直しにより、国内株、外国株の割合をともに12%から25%に引き上げる一方、国内債を60%から35%に縮小するとした。GPIFのポートフォリオ変更による債券保有額の減少額を6月末の保有額と変更後の構成割合から計算すると約23兆円となり、日銀の長期国債年間買入れ増加額の約80%となる。GPIFの国債保有額縮小を日銀の長期国債の買入れがカバーすることとなり、債券市場への影響を和らげる効果が期待できる。

2. 日銀は強気の見通しを概ね維持。今後更なる追加緩和が実施される可能性

今次追加緩和はインフレ期待低下のリスクに対応したものであり、日銀の経済・物価に対する強気の見通しは概ね維持されている（図表3）。日銀の物価目標達成への決意は強く、今後インフレ期待が下振

図表3 展望レポート（2014年10月31日）

(対前年度比: %)

	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	消費税率引き上げの 影響を除くケース
2014年度	+0.2～+0.7 (+0.5)	+3.1～+3.4 (+3.2)	+1.1～+1.4 (+1.2)
7月時点の見通し	+0.6～+1.3 (+1.0)	+3.2～+3.5 (+3.3)	+1.2～+1.5 (+1.3)
2015年度	+1.2～+1.7 (+1.5)	+1.8～+2.6 (+2.4)	+1.1～+1.9 (+1.7)
7月時点の見通し	+1.2～+1.6 (+1.5)	+1.9～+2.8 (+2.6)	+1.2～+2.1 (+1.9)
2016年度	+1.0～+1.4 (+1.2)	+1.9～+3.0 (+2.8)	+1.2～+2.3 (+2.1)
7月時点の見通し	+1.0～+1.5 (+1.3)	+2.0～+3.0 (+2.8)	+1.3～+2.3 (+2.1)

(※)()内は政策委員見通しの中央値
(資料)日本銀行

れるリスクが高まれば更なる追加緩和が実施される可能性がある。31日に発表された経済・物価情勢の展望（展望レポート）では、2014年度の成長率が7月時点の+1.0%から+0.5%に引き下げられ、2014年度、2015年度の物価見通しもやや下方修正されたが、2016年度の物価見通し+2.1%（消費税率引き上げの影響を除く）は据え置かれ、見通し期間の中盤頃に物価目標2%が達成されとの見方は大きく変わっていない。黒田総裁は、「2年程度を念頭に置いて、できるだけ早期に物価目標を実現する考え方は全く変わっていない。」と物価目標達成に自信を示している。もっとも、「2年程度はそもそもある程度幅を持たせた表現である」とし、物価目標達成の時期について慎重な言い回しも見られる。

黒田総裁は、「我が国経済は、デフレ脱却に向けたプロセスにおいて、今まさに正念場である。今回の措置はデフレ脱却に向けた日本銀行の揺るぎない決意を表明するもの。」と発言し、2年程度での物価目標達成をあくまで追及する強い姿勢を示した。当面は今次追加緩和の効果を見極めると考えられるが、インフレ期待が下振れるような事態となれば、更なる追加緩和を行う可能性は否定できない。原油価格は需給要因などから2015年にかけても低位で推移すると予想される。円安は物価を押し上げる要因となるが原油価格低下による物価押し下げ効果の方が大きく、原油価格の動向しだいでは消費者物価が1.0%を下回る状態が継続する可能性も考えられる。

もっとも、黒田日銀が物価目標達成を追及するうえでは9人の金融政策決定会合審議委員のコンセンサスを得る必要がある。今回の追加緩和決定は賛成5、反対4の僅差であった。反対の理由は現段階では明らかではないが（金融政策決定会合議事要旨は11月25日に発表予定）、仮に追加緩和のタイミングではなく、追加緩和自体を否定することが理由であれば、今後の金融政策運営は困難を増すことが予想される。2015年3月に宮尾委員（今次決定に賛成）、6月には森本委員（今次決定に反対）が任期満了を迎える。後任人事は国会の同意を経て決定されることとなり、今後の動向が注目されよう。

3. 量的・質的金融緩和の円滑な遂行の前提となる債券市場とのコミュニケーション

日銀の毎月の長期国債買入れ額は、今次追加緩和により月次の市中国債発行額に匹敵する規模まで拡大された。量的・質的金融緩和の円滑な遂行のため、日銀は債券市場との対話の強化に取り組んでいる。10月31日に日銀金融市場局が発表した国債買入れ計画（図表4）によると、毎月の買入れ額はこれ

図表4 日銀の国債買入れ計画

(兆円)

残存期間	市中発行額	追加緩和後	追加緩和前
1年超5年以下	5.4	3.0～7.2	3.0～4.2
5年超10年以下	2.4	2.4～3.6	2.4～3.6
10年超	1.9	0.65～2.0	0.65～1.75
合計	9.7	8～12	6～8

(※) 流動性供給入札、変動利付債、物価連動債を除く

(資料) 日本銀行、財務省よりみずほ総合研究所作成

までの6～8兆円から8～12兆円に増額された。これは毎月の国債発行額10兆円を日銀の国債買入れ額が上回る可能性があることを意味している。追加緩和後に実施された国債買入れオペ（11/4）では、期間10年超のゾーンの国債買入れが、これまでの1,450億円から3,600億円と2倍以上に増額された。国債利回りは超長期ゾーンを中心に低下し、イールドカーブはフラットニングしている。当面、国債利回りは低位で推移することが見込まれよう。他方、日銀の毎月の国債買入れ額はこれまでよりもレンジが拡大されている。短期的には、日銀の国債買入れ額の増減によりボラティリティが高まる局面も予想される。

金融機関（銀行と信用金庫）が保有する長期国債残高は2013年4月の量的・質的金融緩和が開始されて以降、2014年8月までに既に約40兆円減少している。今後、長期国債の買入れが円滑に行えなければ量的・質的金融緩和遂行の制約要因となる可能性も考えられる。日銀は11月5日に市場参加者との対話の強化に向け、「債券市場サーベイ」の導入を発表した。サーベイを四半期毎に実施し、市場参加者からみた債券市場の機能度や先行きの金利見通しなどを継続的に把握し、四半期毎に発表するとしている。今後の更なる追加緩和の可能性や将来の出口戦略を踏まえると、債券市場との対話力が量的・質的金融緩和を円滑に遂行するうえで更に重要となるだろう。