

みずほマーケット・トピック(2015 年 4 月 7 日)

量的・質的金融緩和(QQE)導入から2年を受けて

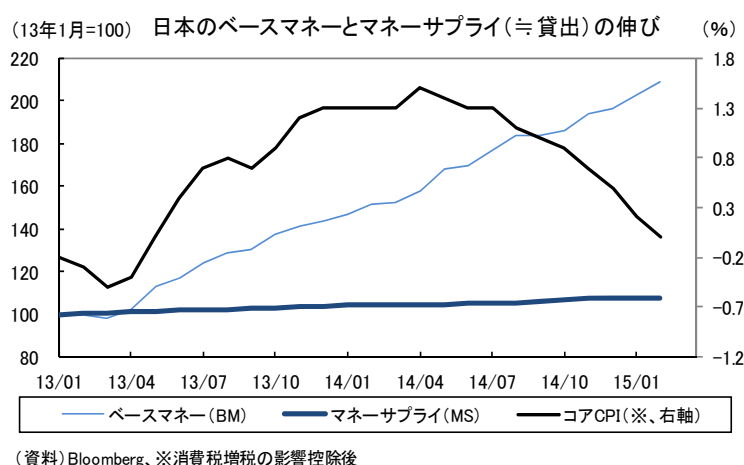
現行の量的・質的金融緩和(QQE)が導入された会合(2013 年 4 月 4 日)から丸 2 年が経過した。この 2 年間でベースマネー(BM)は+100%拡大した一方、同期間のマネーサプライ(MS、M2+CD)は+6.5%しか増えておらず、金融システムと実体経済の結節点は断絶した状態が続いてきたと言える。また、物価に関しても、生鮮食品除くベースのコア消費者物価指数(CPI)は、2 月、消費増税の影響を控除したベースで遂にゼロ%となった。QQE 導入直後のコア CPI(2013 年 5 月分)がゼロ%だったことを振り返れば、「2 年で行って帰ってきた」という総括である。また、世間の物価上昇に対する受け止め方は明らかに 2 年前よりも厳しくなっており、リフレ政策にとっては窮屈な環境となりつつある。一方、株価や雇用・賃金情勢の改善は認められるべきであるのも事実。特に、後者の需給逼迫は明らかであり、今後は企業における生産性改善の進捗が重要になってくる。

～QQE 導入から 2 年～

今週は本日から明日にかけて日銀政策決定会合がある。既に方々で企画が組まれ、報じられているように現行の量的・質的金融緩和(QQE)が導入された会合(2013 年 4 月 4 日)から丸 2 年が経過したことになる。この過程で「2 年で 2%」の「2 年」に関しては「2015 年度中」という解釈に置き換えられており、厳密には「2016 年 3 月末まで」というのが日銀及び市場における理解となっている。そのため、今週の会合では記者会見における辛辣な質問こそ予想されるものの、最近の常套句である「基調としては」インフレ期待が持ち上がっていることを理由に現状維持が決定されるだろう。一部与党議員が今月 30 日の会合での追加緩和を促し、実際にそれが相場で材料視されたことを踏まえれば、むしろ注目すべきはそちらの会合ということになるだろう。

～BM、MS そして物価～

なお、周知の通り、この 2 年間でベースマネー(BM)は約 150 兆円から約 300 兆円へ+100%拡大した(ここでは 2013 年 3 月～2015 年 2 月の数値を参照)。しかし、同期間のマネーサプライ(MS、M2+CD)は約 840 兆円から約 895 兆円へ+6.5%しか増えておらず、供給された BM に見合うほどの貸出は出ていない。結局、巨額の BM は超過預金として積み上げられた(俗にブタ



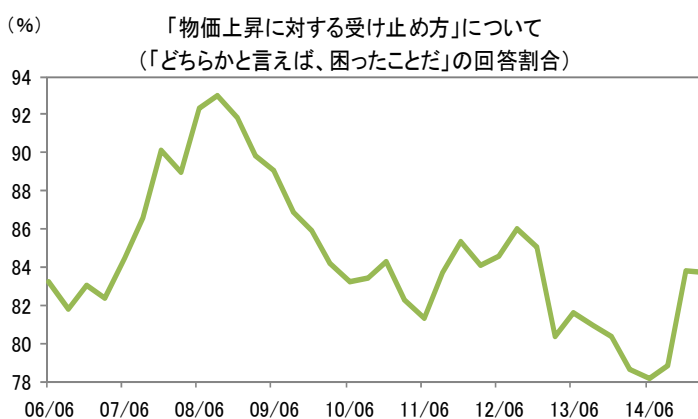
積みされた)に過ぎず、金融システムと実体経済の結節点は断絶した状態が続いてきた。ブタ積みされた超過準備の示唆するものは「出口の困難さ」であり、今や金融機関からの売り物が枯渇する状態も相俟って、そのブタ積み行為すら技術的限界を迎えつつある。こうした展開は本欄を含め、リフレ的な金融政策に懐疑的な向きが当初から指摘していた論点であった。

但し、黒田体制下での QQE は MB の圧倒的な物量を介してインフレ期待を押し上げ、これが実際のインフレ率にも波及することを狙った政策、ラフに言えば「期待に働きかける政策」として喧伝されてきた。ゆえに、物価さえ浮揚していれば出口の困難さや買い入れの技術的限界を超えて、「マネーの力で物価上昇」というミッションは相応に成功したという解釈も可能である。しかし、前頁図に示されるように、2 年経過した時点で生鮮食品除くベースのコア消費者物価指数(CPI)は、2 月、消費増税の影響を控除したベースで遂にゼロ%となった。QQE 導入直後のコア CPI(2013 年 5 月分)がゼロ%だったことを振り返れば、「2 年で行って帰ってきた」という総括になる。

～「期待への働きかけ」の成果～

もちろん、インフレ「期待」は繋がれている、という言い分もあろう。それが「基調で見れば強い」という日銀の見方とも繋がってくる。だが、直近の日本銀行『生活意識に関するアンケート調査(2015 年 3 月調査)』によれば「物価上昇に対する受け止め方」に関し、「どちらかと言えば、困ったことだ」の回答割合は 83.7%に達しており、これはちょうど 2 年前の 2013 年 3 月調査の 80.3%

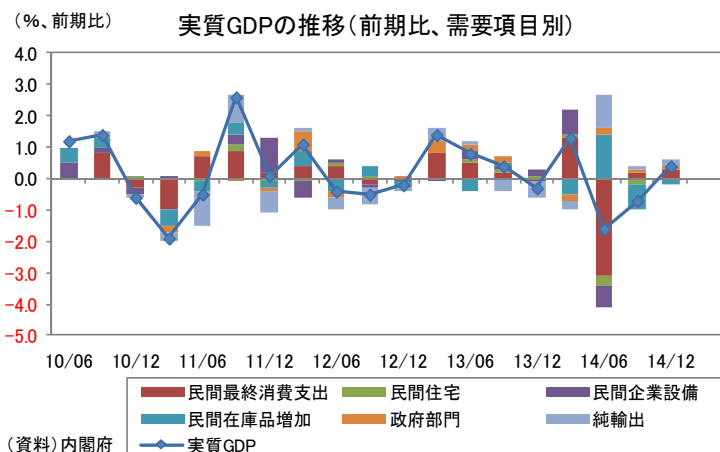
よりも多い。また、内閣府発表の景気ウォッチャー調査などを見ても円安・物価高に対する不満が明らかに噴出する格好となっており¹、期待への働きかけから始まる好循環の萌芽は全く感じられない。結局、「物価を上げてみたところ、世論からは嫌がられた」という状況に見受けられる。



(資料) 日本銀行『生活意識に関するアンケート調査』

～実体経済はどう変わったのか～

なお、インフレ率やインフレ期待が向上がなくとも、実体経済が改善していれば究極的にはその政策は前向きな評価を受ける筋合いにある。この点、実質 GDP の仕上がりなどに着目するのが最もシンプルだが、2013 年 4～6 月期から 2014 年 10～12 月期までの 7 四半期に関し、前期比成長率を均すと 0.0%、つまり概ね横這いの局面が続いたイメー



(資料) 内閣府

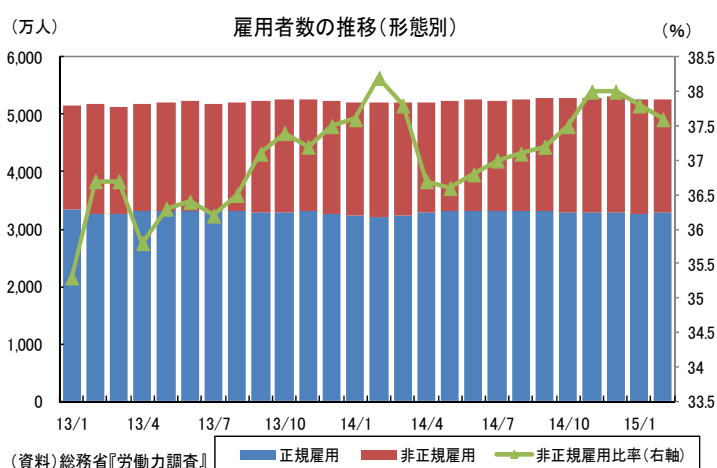
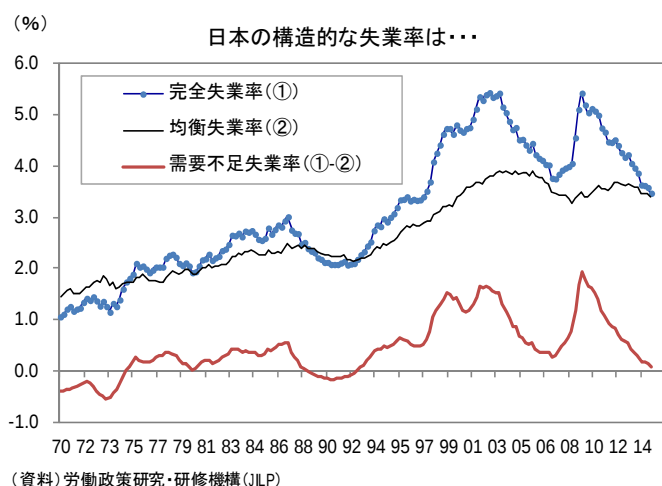
¹ 本欄 2015 年 3 月 12 日号『日銀の追加緩和はあるのか～払拭しきれない可能性～』をご参照下さい。

ジになる。需要項目別の金額を2時点間で単純比較してみると、実質 GDP は 528 兆円から 526 兆円へ、肝心要の個人消費支出も 307 兆円から 299 兆円へ減少している。民間企業設備投資が 69 兆円から 71 兆円、純輸出が 9.8 兆円から 11.9 兆円へ増加しており、特に後者において輸出が堅調となっていることを捉えて円安効果を認めることは多少可能かもしれない。しかし、この程度の成長を得る代償として金融市場に大きな副作用を強いたという論点に関しては、やはり議論があるところだろう。

～QQE の成果は？：株価と雇用・賃金～

ここまで見てくると QQE (を核とするアベノミクス) には全く良い所がなかったという印象になるが、決定的に改善した部分が2つある。1 つは株価、1 つは雇用・賃金情勢である。前者の株価については本欄で今更確認する事項ではないが、日経平均株価は 2013 年 4 月の約 12300 円から足許 2015 年 4 月 (本稿執筆時点) で約 19500 円へ約 60% 上昇しており、アベノミクスの備える強烈なリフレ志向が取り沙汰された 2012 年 11 月と比較すれば約 9000 円から倍以上の急騰になる。株価上昇が QQE 最大の成果であることは疑いの余地がなく、これに付随する資産価格の変化 (円急落、金利急低下、不動産価格上昇) も目立った成果の 1 つと考えられる。しかし、上述したように、それでも個人消費支出が実質ベースで伸びたわけではなく (むしろ減少した)、資産効果が発揮されて景気を浮揚させたという跡は認められない。もちろん、株が高くて困る経済主体は存在せず、上昇するに越したことはないが、その恩恵を殊更強調するのはミスリーディングでもある。

～雇用に係る需給は明らかに逼迫～



雇用・賃金情勢の逼迫は明らかであり、黒田総裁が認める通り、完全雇用と思しき状態に到達している (図・左)。完全雇用を自認しながら緩和的な金融状況を据え置き、財政政策も引き締めに舵を切っているわけではないため、普通に考えれば経済は供給制約 (需要超過) に直面する。実際、幾つかの非製造業 (外食や小売り等) で人手不足が問題化しているのはこの兆候が出たものと考えられる。さらに、ここきて非正規社員が正規雇用に転じる動きも頻繁に見られている。昨年末をピークとして非正規雇用比率が低下しており、こうした状況でも全体の雇用者数は減っていない (図・右)。供給制約に対応すべく、企業は調整弁としての非正規雇用ではなく、安定的なマンパワーと

しての正規雇用確保に舵を切り始めているのだろう。このほか、先週の本欄 2015 年 4 月 2 日号『日銀短観 3 月調査～「需要不足」から「供給不足」へ～』でも言及したように、短観でも人手不足の状況は企業の規模を問わず発生している。

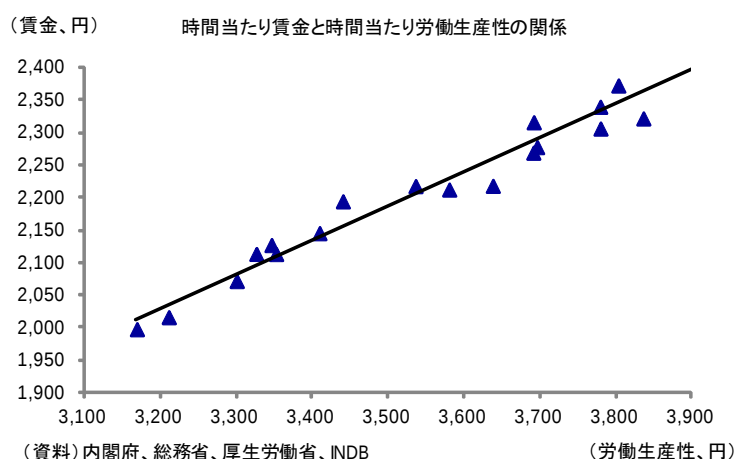
こうした逼迫する雇用・賃金情勢を端的に表すのが例年になく強気な数字で実現されているベアであり、この点は本欄を含めリフレ政策に懐疑的な向きからしても想定外の動きであったのではないと思われる。但し、現状の実質賃金指数が歴史的な低水準で推移していることにも現れるように、結局は物価上昇を受けてそうした名目賃金の上昇部分が蝕まれてしまっているのが現状であり、だからこそ実質ベースで見た個人消費が冴えないという状況に陥っている。むしろ、4 月以降は消費増税の影響が剥落し、今後に関しても原油価格下落の影響から物価はますます低位で推移してくることが予想されるため、好調なベアも相俟って、実質賃金の反転は鮮明になってくる可能性が高い。4 月の日銀政策決定会合は今週も、そして 30 日も、こうした雇用・賃金環境の需給逼迫を理由として現状維持で突破する可能性が高い。

～賃金そして物価上昇は労働生産性改善に託される格好に～

こうして見ると、2 年前に導入された未曾有の金融緩和が实体经济に与えた前向きな影響は、雇用・賃金情勢という部分に集約されそうである。直感的にはそれは QQE ではなく政労使会議に代表される政府からの賃上げ要請の寄与が大きいようにも思われるが、QQE を受けた円安・株高があったからこそ企業は賃上げに対応するだけの原資(利益)を獲得できたという面も否めない。

今年のベアのような動きが継続すれば、恒常所得の改善を通じて、当然個人消費は上向いていくことが予想され、物価も上昇が期待される(それでも 2016 年 3 月末に 2%は難しいだろうが)。しかし、問題はこれが続けられるのか、である。賃上げの動きが先んじることによって、企業には生産性改善のプレッシャーが掛かるので、たとえ官製と揶揄されても賃上げ要請には一定の意味があるという主張には確かに一理ある。賃上げ停止が容易に認められる世の中と賃上げ(とそれに付随する物価上昇)が当然の世の中では、企業が生産性を改善する誘因も確実に違ってくるはずだ。

だが、図示されるように、そもそも日本企業は労働生産性に照らして不当に低い賃金を支払ってきたわけではなく、むしろ生産性に見合った賃金を支払ってきたという印象が強い。この点、「コスト(賃金)が掛かるようになったから生産性を改善して対応する」という上述のような考え方も一理あるが、「生産性が改善したからコスト(賃金)を増やしてきた」という因果関係もあるはずであり、そうだとすると、官製春闘の持続性にも疑問符が付く。



※実質時間当たり労働生産性 = (名目 GDP ÷ 総労働投入時間) × GDPデフレーター ÷ 100

いずれにしても、QQE から(当初約束した)2 年が経過し、物価上昇の行く末は中央銀行の裁量から民間部門、特に企業部門の生産性改善に賭けるような構図に変わりつつあるように見受けられ

る。企業の生産性上昇を介した賃金・物価上昇の実現は言うほど簡単ではないだろうが、原油価格の上昇や通貨安に右往左往するよりも、大分健全な物価上昇経路を志向しているとも考えられる。

以 上

国際為替部

チーフマーケット・エコノミスト

唐鎌 大輔 (TEL: 03-3242-7065)

daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です
<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2015年4月6日	米3月雇用統計～6月利上げの芽は潰えたか～
2015年4月3日	週末版(ECB理事会議事要旨(3月5日開催分)～“prudent optimism(節度ある楽観)”の先行きは～」)
2015年4月2日	日銀短観3月調査～「需要不足」から「供給不足」へ～
2015年4月1日	外貨準備構成通貨の内訳(14年12月末時点)
2015年3月30日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年2月分)
2015年3月27日	週末版
2015年3月26日	本邦対内・対外証券投資の動向について
2015年3月25日	本邦家計部門の金融資産の現状について
2015年3月24日	円相場の基礎的需給環境の整理
2015年3月23日	ユーロ圏1月国際収支統計～対内証券投資が回復～
2015年3月20日	週末版(第3回ターゲット型長期流動性供給(TLTRO)を終えて～ユーロ圏の与信機能に復活の兆し?～)
2015年3月19日	FOMCを終えて(3月17～18日開催分)
2015年3月18日	ECB、量的緩和政策(QE)に係るQ&A
2015年3月17日	ECBの国債・政府機関債購入額(第1週目)を受けて
2015年3月16日	ユーロ相場の水準感～佳境を迎えるユーロ売り～
2015年3月13日	週末版(米国はどこまでユーロ安を許容するのか～試される「強いドルは国益」～)
2015年3月12日	日銀の追加緩和はあるのか～払拭しきれない可能性～
2015年3月11日	3月レバトリ円高説について
2015年3月10日	なぜ為替と株価の相関が低下しているのか?
2015年3月9日	ECB理事会を終えて～後ろめたさを見せたドラギ総裁～
2015年3月6日	週末版
2015年2月27日	週末版
2015年2月26日	為替証拠金取引で外貨買いポジションが急増
2015年2月25日	イエレン議会証言を終えて～年央利上げに言質与えず～
2015年2月24日	円安シナリオをめぐる死角～リスク要因の点検～
2015年2月23日	ユーロ圏財務相会合を受けて～しばしの休息～
2015年2月20日	週末版(初のECB議事要旨公表を受けて～歴史に残る発行物に～)
2015年2月19日	本邦1月貿易収支について～輸出増に過信は禁物～
2015年2月18日	当面のギリシャ情勢に関する論点整理
2015年2月17日	ユーロ圏GDPや欧州委員会冬季経済予測を受けて
2015年2月16日	本邦10～12月期GDP(1次速報値)について
2015年2月13日	週末版(米国における雇用と物価の関係～デュアルマンデートの狭間で～)
2015年2月12日	イスタンブールG20を終えて～為替と財政への含意～
2015年2月10日	最近の対外証券投資とドル/円相場の関係について
2015年2月9日	本邦2014年国際収支状況を受けて～円買い復活?～
2015年2月6日	週末版
2015年2月4日	RBA利下げと今後の豪ドル相場の水準感について
2015年2月3日	独走するドイツの経常黒字が意味するもの
2015年2月2日	ユーロ圏12月消費者物価指数(HICP)について
2015年1月30日	週末版
2015年1月29日	FOMCを終えて～どこまでドル高に寛容か?～
2015年1月28日	改めて確認する通貨・金融政策の立ち位置
2015年1月27日	2014年貿易収支と円相場～円安見通しのリスク～
2015年1月26日	米ドル建て投資信託が好調
2015年1月23日	週末版(ECB理事会を終えて～今後の鍵は「25%ルール」の行方～)
2015年1月22日	日銀金融政策決定会合～ハロウィン・ロジックの行方～
2015年1月21日	ユーロ相場にまつわる資本フローについて
2015年1月20日	ECB理事会プレビュー～QE、4つのタイプ～
2015年1月19日	スイス関連のエクスポージャー～BIS統計より～
2015年1月16日	週末版(スイス国立銀行の政策決定について～日本に突きつけられた「撤退戦の難しさ」～)
2015年1月14日	本邦企業の海外進出と為替について
2015年1月13日	11月国際収支統計や12月対内対外証券投資について
2015年1月9日	週末版(外貨準備構成通貨の内訳について(14年9月末時点)～ユーロ比率の大幅低下をどう読むか?～)
2015年1月8日	ユーロ圏12月消費者物価指数(HICP)について
2015年1月7日	最近のユーロ相場に対する考え方
2015年1月5日	2015年、日米欧の3大コンセンサス
2014年12月26日	週末版
2014年12月25日	2015年の円相場～見通しのポイント～
2014年12月24日	2015年、最初のテーマはギリシャになるか?
2014年12月22日	ECB理事会、輪番制の解説
2014年12月19日	週末版
2014年12月18日	FOMC(12月17～18日開催分)を終えて
2014年12月17日	2014年の値幅と来年への含意～「97-98年」との比較～
2014年12月16日	最近の原油安について～混同しがちな因果関係～
2014年12月15日	衆院選挙後も注目はポリシーミックスの持続性
2014年12月12日	週末版
2014年12月11日	健在だったドル建て日経平均株価「150ドル」の壁
2014年12月10日	実質賃金と交易条件そして円安の関係
2014年12月9日	今、敢えて考える円高リスク
2014年12月8日	円安倒産報道に関し思うこと～円安の是非を超えて～
2014年12月5日	週末版(ECB理事会を終えて～expectation(期待)以上、target(目標)未達のintention(意思)～)
2014年12月4日	最近のユーロ/ドル相場について
2014年12月3日	「日本売り」に対する所感～懸念は尚早だが…～
2014年12月2日	ECB理事会(12月4日)プレビュー
2014年12月1日	原油価格下落が円・ドル・ユーロに与える影響について
2014年11月28日	週末版
2014年11月27日	最近のドラギ発言などを受けて～金購入なども含め～
2014年11月26日	GPIFの売買余地や基礎的需給への影響などについて
2014年11月25日	解散総選挙後のアベノミクスを待ち受けるもの
2014年11月21日	週末版
2014年11月20日	豪ドル資産の軟調が目立つ
2014年11月18日	過去の円安局面と違う2つの要素～実質金利と需給～
2014年11月17日	本邦7～9月期GDP～続く所得面の悪化～
2014年11月14日	週末版(2周年を迎えたアベノミクス～何が変わったのか～)
2014年11月11日	本邦9月国際収支統計などについて
2014年11月10日	【特別版】『中期為替相場見通し』の臨時改訂
2014年11月7日	週末版(ECB理事会を終えて～正式に始まった「量」への挑戦～)
2014年11月6日	当面は温存されそうな実現不可能なポリシーミックス
2014年11月5日	ECB理事会プレビュー～現状維持を予想～
2014年11月4日	日銀金融政策決定会合(10月31日開催分)
2014年10月31日	週末版
2014年10月30日	FOMC声明文を受けて(10月28～29日開催分)