

2014.5.24 中央銀行パネル

# 量的・質的金融緩和の 導入から1年 – 中間評価

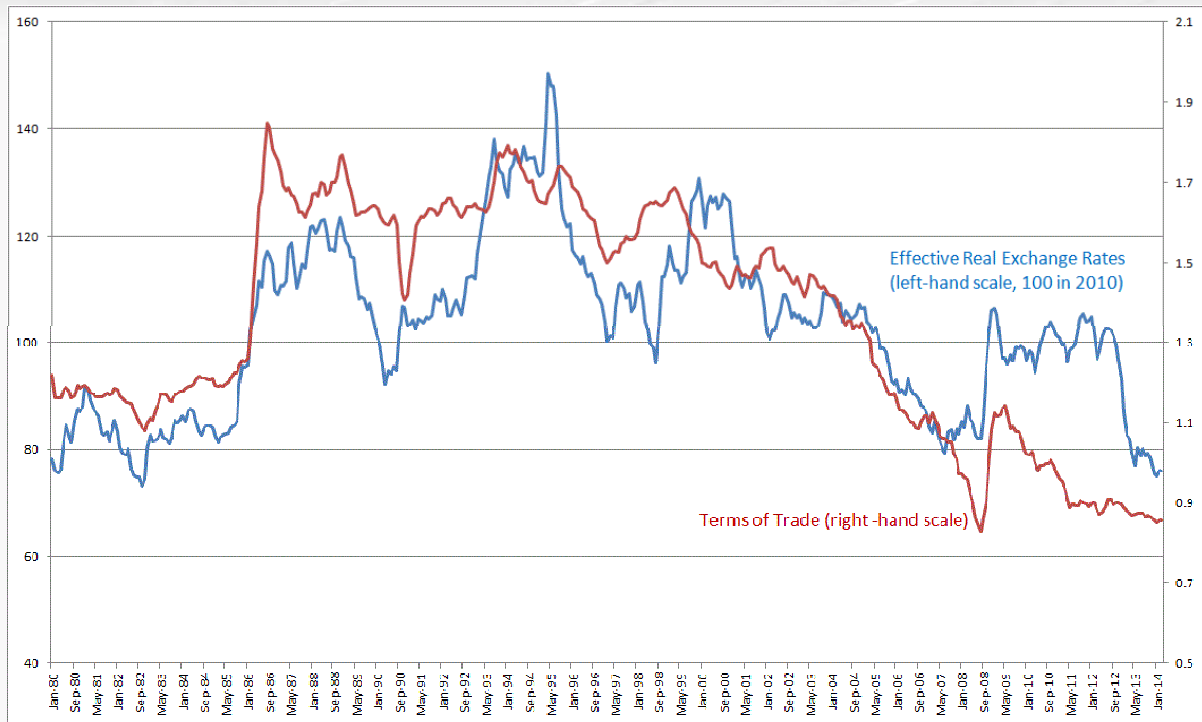
報告者 三菱東京UFJ銀行 内田 和人 氏  
東京大学 渡辺 努 氏  
モルガン・スタンレーMUFG証券 ロバート・フェルドマン 氏  
座長 慶應義塾大学 池尾 和人

## (前半) 量的・質的金融緩和のこれまで

### 経済学者と市場参加者の見方

- 2013年度は順調に景気回復。しかし、どこまでが海外情勢の変化（例えば、欧州信用不安の沈静）等の外部要因によるもので、どこからがアベノミクス（その中でも、異次元緩和）によるものか。
  1. 円高是正の理由とその影響
  2. 財政出動と消費税の引き上げ
  3. ゼロ金利制約下でのBM拡大の意味

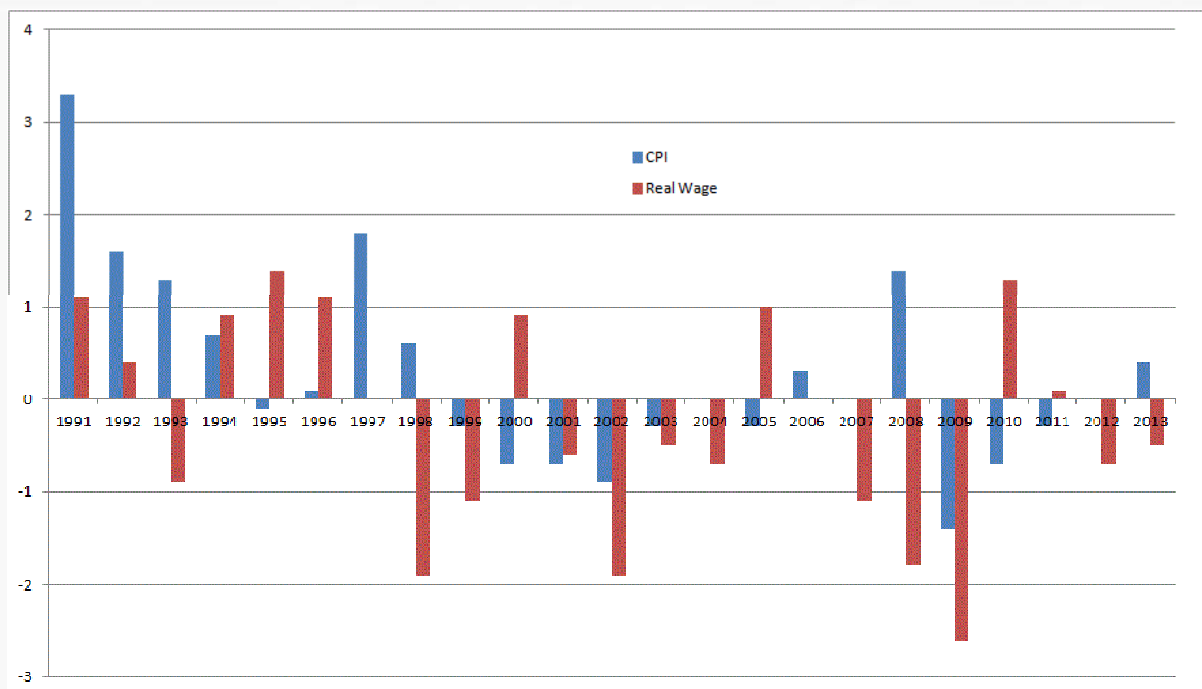
# 円レートと交易条件の動き



3

# 消費者物価と実質賃金の上昇率

単位・%



4

# 実質賃金と交易条件

単位・%

	1970-80年	1980-90年	1990-2000年	2000-11年
実質賃金上昇率	59.2	23.8	16.8	0.4
労働生産性上昇率	51.3	45.4	20.8	16.4
GDPデフレーター／消費者物価の上昇	-12.5	-4.4	-5.7	-11.5
労働分配率（GDPベース）の変化	19.4	-9.5	3.1	-2.9

■ データの出所は、深尾京司・一橋大学教授。

- GDPデフレーター／消費者物価の変化は、そのほとんどが交易条件（輸出物価／輸入物価）の変化で説明される。

5

## （後半）量的・質的金融緩和の今後の見通し

### 予想される効果とリスク

1. 目標を達成して、出口を迎えることができるのか？ 安定的に2%のCPI上昇率を達成 vs. 追加緩和が必要。
2. どのような出口戦略がありえるのか？ 早急に財政健全化の目処が立たない限り、財政支配（Fiscal Dominance）に陥り、金融抑圧（Financial Repression）を続ける以外に途がなくなるのではないかと？

6

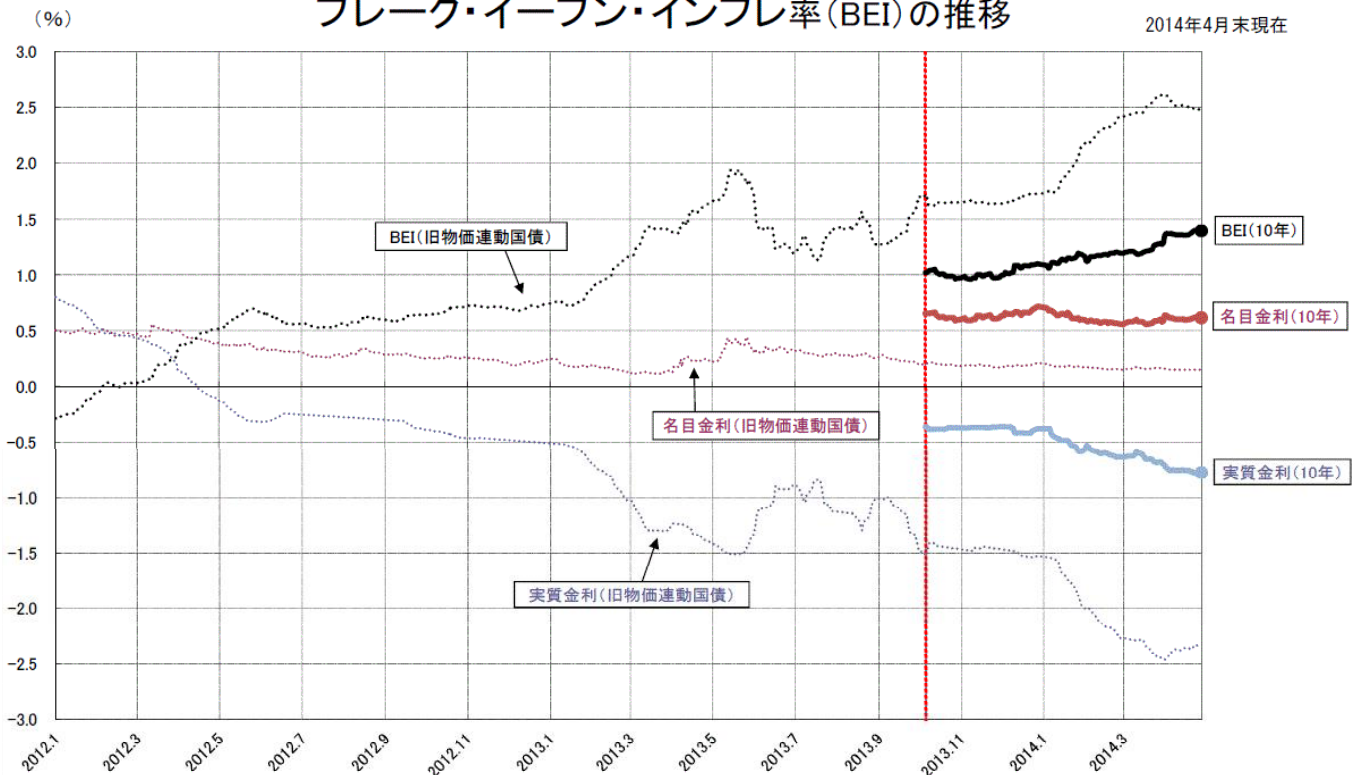
# 展望レポートの見通し（本年4月）

	実質GDP	コアCPI	消費税の影響を除いたコアCPI
2013年度	+2.2 (+2.7)	+0.8 (+0.7)	
2014年度	+1.1 (+1.4)	+3.3 (+3.3)	+1.3 (+1.3)
2015年度	+1.5 (+1.5)	+2.6 (+2.6)	+1.9 (+1.9)
2016年度	+1.3	+2.8	+2.1

- 成長率の下方修正にも関わらず、日銀のいうとおり物価が上昇していくとすると、供給力の上限がきわめて低くなっていることになる。潜在成長率は、ほとんど0%に近いと見込まれる。

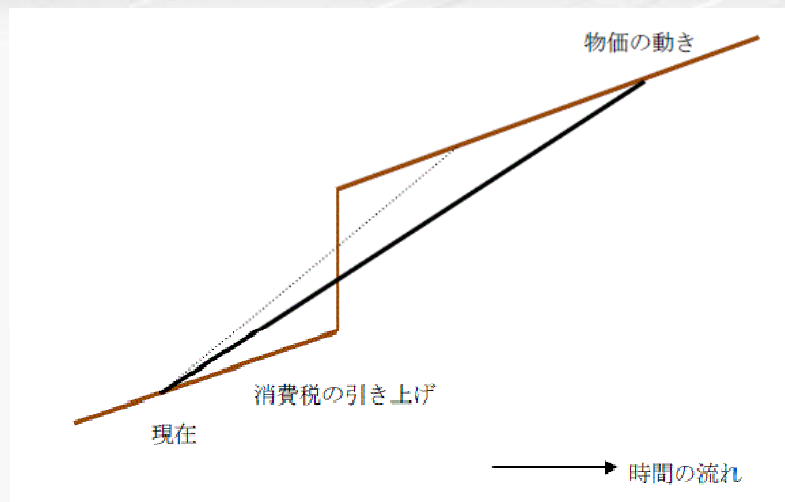
## ブレイク・イーブン・インフレ率(BEI)の推移

2014年4月末現在



※1 物価連動国債は、元本が物価に連動して増減する国債。現在の発行残高は約3.9兆円。  
 ※2 BEI (旧物価連動国債)は、旧物価連動国債 (残存4年2ヶ月)の複利利回りと10年利付国債 (残存4年2ヶ月)の複利利回りを基に計算。  
 ※3 BEI (10年)は、新物価連動国債の複利利回りと10年利付国債の複利利回りを基に計算。  
 【出所】 日経QUICK提供の金利情報を基に財務省にて計算。

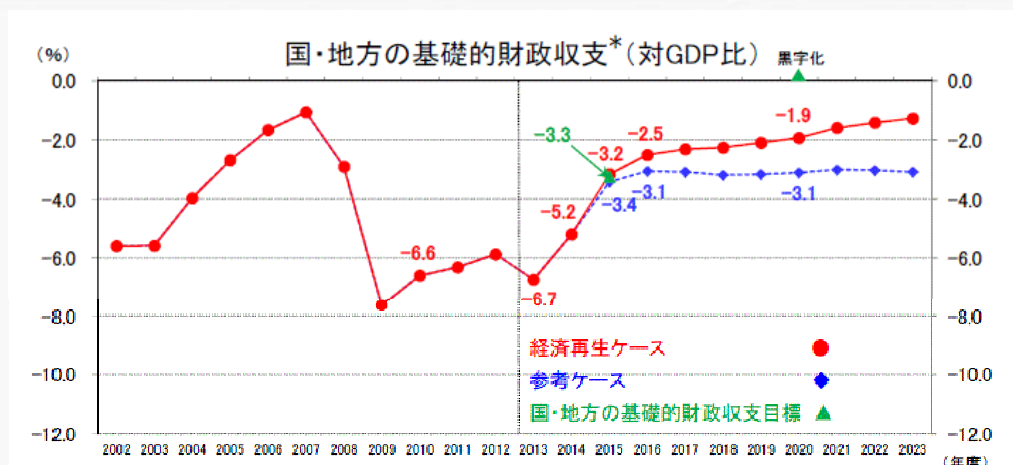
# 短期と中長期のインフレ期待



- ▶ BEIからは、消費税の引き上げの効果を除くと、短期の予想インフレ率は1.7%程度まで上昇し、中長期の予想インフレ率は1.1%程度に上昇しているとみられる。

9

# 内閣府の試算（本年1月）



- ▶ 実質成長率2%、GDPデフレーター上昇率1%（CPI上昇率2%）でも、2020年にPB黒字化の公約は未達の見通し。

10