

2013年7月11日 全8頁

「異次元緩和」の落とし穴？ —期待インフレ率と金利の関係

QE3 縮小の動きに伴い、期待インフレ率の上昇は名目金利の上昇要因に

経済調査部
エコノミスト 齋藤勉

[要約]

- 期待インフレ率と金利の関係が注目されている。日本銀行は、名目金利の低下と、期待インフレ率の上昇という、相反する目標を目指しており、両立は不可能であると指摘する声がある。一方で、期待インフレ率の上昇が、実質金利の低下につながることで、実体経済を押し上げるという意見もある。
- 2013 年初以降の金利と期待インフレ率の動きを確認すると、期待インフレ率の上昇が実質金利の低下要因になった局面と、期待インフレ率の上昇が名目金利の上昇要因になった局面が存在する。足下の動向からは、期待インフレ率と名目金利、実質金利の間に安定的な関係性は見いだせない。
- しかし、実質金利の動きに焦点を当ててみると、これまでとは違った側面が見えてくる。過去の主要国の動向や、経済理論からは、主要国で実質金利が均等化するという関係性が見出せる。足下では、日本の実質金利が米国や英国の水準に収斂する様子が見て取れる。
- 実質金利の低下余地が大きければ、期待インフレ率の上昇は実質金利の低下要因となる。一方で、日本の実質金利が主要国の実質金利に連動して外生的に動いている局面では、期待インフレ率の上昇は名目金利の上昇要因となる。
- 今後は、米国の QE3 縮小の動きに伴って、主要国の実質金利は上昇に転じる可能性が高い。結論として、日本の期待インフレ率の上昇は自然体で見れば名目金利の上昇要因となるだろう。

期待インフレ率と金利の動向が注目される

2013年4月4日に日本銀行が量的・質的金融緩和を導入してから、期待インフレ率と金利の関係について議論が生じている。日本銀行は、名目金利の低下と、期待インフレ率の上昇という、相反する目標を目指しており、両立は不可能であると指摘する声がある。一方で、期待インフレ率の上昇が、実質金利の低下につながることで、実体経済を押し上げるという意見もある。これらの意見の違いはどこから生まれているのだろうか。そして、実際に期待インフレ率が上昇したとき、名目金利や実質金利はどのように動くのだろうか。

筆者は、期待インフレ率の上昇は、当初実質金利の低下要因となったものの、外部環境の変化によって、今後は名目金利の上昇要因になると考えている。以下、その理由について説明していこう。

金利と期待インフレ率の関係式

前述の二つの意見に共通する前提として、名目金利が実質金利と期待インフレ率の和で決まると考える¹、フィッシャー方程式の存在がある（図表 1）。

図表 1 フィッシャー方程式

$$i = r + \pi^e$$

i : 名目金利、 r : 実質金利、 π^e : 期待インフレ率

(出所) 大和総研作成

名目金利が先に決定し、その値と期待インフレ率の差で実質金利が求められると考えれば、期待インフレ率の上昇は実質金利の低下要因となる。一方で、実質金利が外生的に決まっており、その値と期待インフレ率の和で名目金利が決定されていると考えれば、期待インフレ率の上昇は名目金利の上昇要因となるだけで、実質金利の低下要因とはならない。

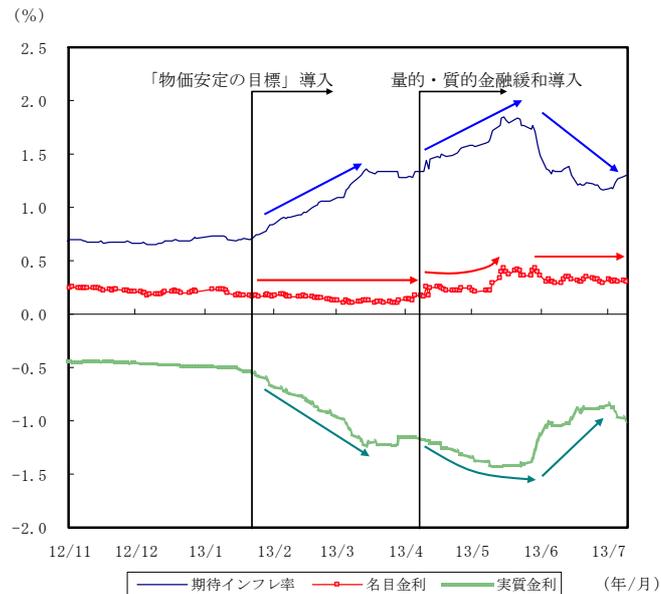
では、実際に期待インフレ率、名目金利、実質金利はどのように動いているのだろうか。実質金利、期待インフレ率の指標としてそれぞれ物価連動債のイールドとブレイク・イーブン・インフレ率（以下 BEI）を用いて、その動向を確認しよう²。

図表 2 に、期待インフレ率、名目金利、実質金利の推移を示した。2013年1月22日に日本銀行が「物価安定の目標」を導入すると、期待インフレ率は上昇を始め、実質金利が低下した。一方で名目金利は横ばいで推移した。4月4日に日本銀行が「量的・質的金融緩和」を導入した後も期待インフレ率は上昇し、実質金利が低下するという動きは続いた。ただし、この期間は、1月から3月までとは異なり、名目金利は上昇した。5月後半以降は、期待インフレ率が急速に低下し、実質金利が急上昇した。両者の急激な動きの一方で、名目金利は横ばい圏で推移している。

¹ リスクプレミアムを考慮する場合もあるが、ここではリスクプレミアムの影響は想定していない。

² ただし、2014年4月に予定される消費税増税の影響が含まれていること、物価連動債は流動性が非常に少ないことなどから、BEIの数値は必ずしも実際の市場の期待インフレ率を表していない可能性があることには注意が必要である。

図表 2 名目金利、期待インフレ率と実質金利

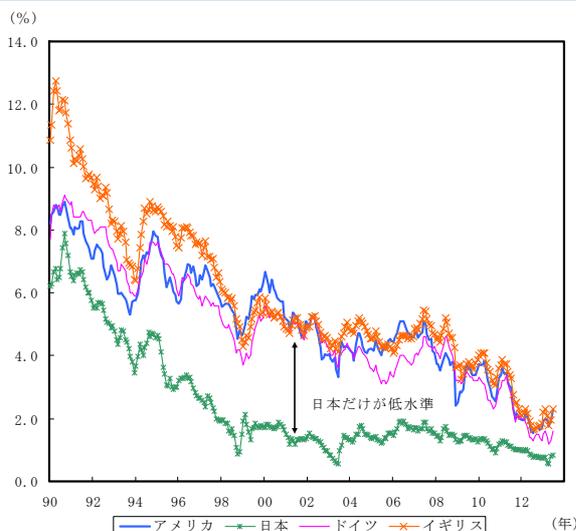


足下の動向からは、期待インフレ率と名目金利、実質金利の間に安定的な関係性は見いだせない。期待インフレ率が上昇すると同時に名目金利が上昇する局面もあれば、期待インフレ率の上昇が名目金利の上昇につながらず、主に実質金利を低下させる方向に作用している局面もある。期待インフレ率の上昇が名目金利を押し上げるのか、実質金利を押し下げるのかは、過去の推移を見るだけでは判断が難しいと言えよう。

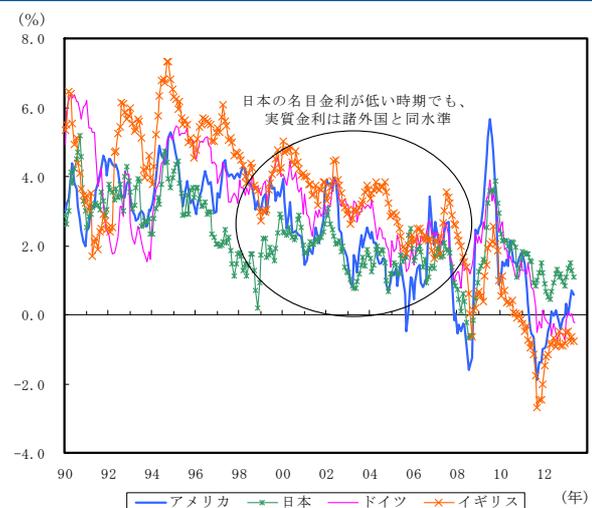
実質金利の決定要因～主要国の実質金利の均等化

しかし、諸外国と対比しながら、実質金利の動きに焦点を当ててみると、これまでとは違った側面が見えてくる。図表 3、図表 4 に、日米英独の名目金利と実質金利の推移を示した³。

図表 3 主要国の名目金利



図表 4 主要国の実質金利



³ ここでは、名目金利からCPI上昇率を差し引いた「事後的な実質金利」を用いた。

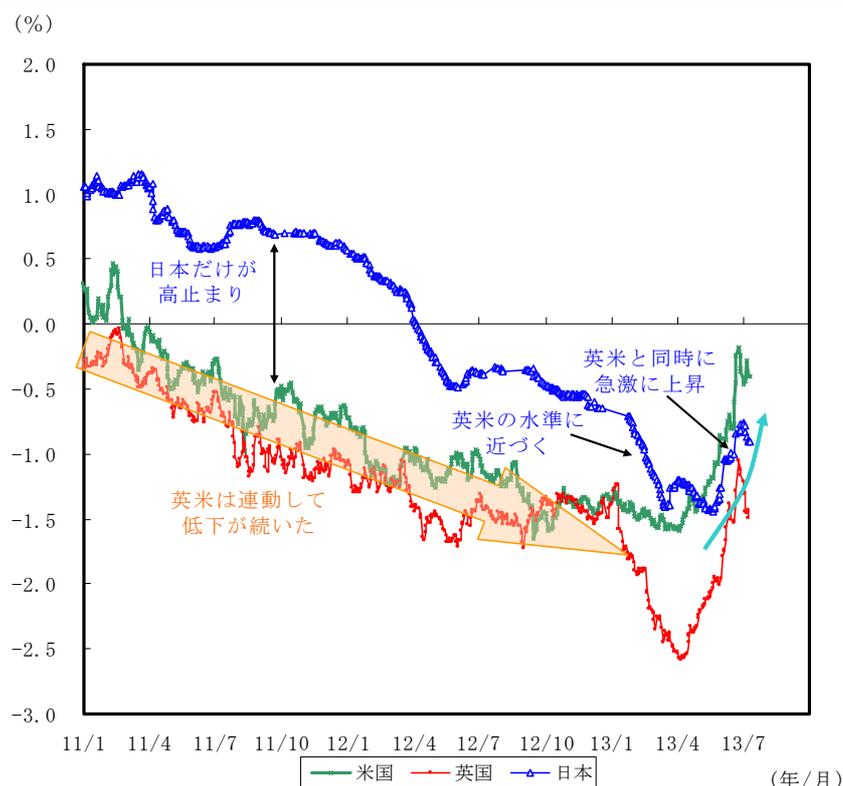
図表 3 を見ると、日本の名目金利は米英独と比べて低い状態が続いている。一方で、図表 4 を見ると、名目金利の水準が異なる時期でも、日本の実質金利は主要国と同等の水準にあり、さらに各国の実質金利はおおむね連動して動いていることがわかる。すなわち、名目金利の水準が各国間で異なっているにもかかわらず、実質金利の水準は主要国で一定の値に収斂する傾向があるのだ。

理論的には、為替市場におけるカバーなし金利平価と購買力平価が同時に成立すると⁴、実質金利は均等化する。これらの条件は、必ずしも短期的には成立しないものの、長期的には安定した関係を表していると考えられる。実質金利の均等化も長期的には成立する可能性が高い。

「実質金利の均等化」という側面から見た日本の実質金利の動き

実質金利の均等化が成立することを前提として捉えてみると、ここもとの日本の実質金利の動きを理解しやすい。つまり、グローバルな実質金利の均等化の流れの中で、日本の実質金利も他国の水準に収斂する動きが見られているということである。足下の動きを細かく見るために、図表 5 に物価連動債ベースの実質金利の推移を示した。時系列で動きを整理してみよう。

図表 5 日米英の物価連動債ベースの実質金利



2013年3月末頃まで～期待インフレ率の上昇が実質金利を押し下げ

リーマン・ショック以降金融緩和を進めた先進国では、政策金利はほぼゼロまで低下し、長期金利もかなりの低水準となった。その中で、諸外国では期待インフレ率が2%程度と安定して

⁴カバーなし金利平価は、内外の名目金利差が為替レートの変化率を決定するという関係を表し、購買力平価が、内外のインフレ率格差が為替レートの変化率を決定するという関係を表している。

いたため、実質金利はマイナスの水準に突入した。しかし、日本では期待インフレ率が低く、ゼロを下回ることもあったため、実質金利は低下しなかったのである。

2012 年以降、日本銀行の政策変更などにより期待インフレ率は上昇を始めた。この結果、実質金利は低下し、英米の水準に近づき始める。特に、2013 年初頭からは円安の進行やアベノミクスに対する期待の高まりから期待インフレ率の上昇ペースが加速し、実質金利がさらに低下した。結果として、2013 年 3 月末頃にわが国の実質金利は英米とほぼ同水準まで低下した。

2013 年 4 月から 5 月中旬～実質金利が英米に追いついたため、低下ペースも鈍化

日本銀行が 4 月 4 日に「量的・質的金融緩和」を導入すると、期待インフレ率はさらに上昇した。しかし、既に英米の水準にかなり近づいていた日本の実質金利は、3 月までと比べると低下余地が狭まっていた。このため、実質金利の低下ペースは 3 月以前よりも鈍化したのである。

2013 年 5 月後半以降～米国の実質金利に引きずられるように、日本の実質金利も上昇

5 月 22 日のバーナンキ FRB 議長の議会証言をきっかけに、米国で QE3 の早期縮小懸念が高まったことなどから、5 月後半以降米国、英国で実質金利は上昇に転じた。特に、6 月 19 日の FOMC 後の会見でバーナンキ議長が量的緩和縮小の可能性に言及すると、実質金利の上昇ペースは加速し、足下で米国の実質金利は 2011 年 6 月ごろの水準まで上昇している。

米国の実質金利が上昇を始めると、実質金利均等化の流れに取り込まれた日本の実質金利も上昇を始めた。足下で日本の実質金利が上昇したのは、国内事情というよりも、海外の影響を受けたと考えるべきであろう。

期待インフレ率と金利の関係は実質金利次第

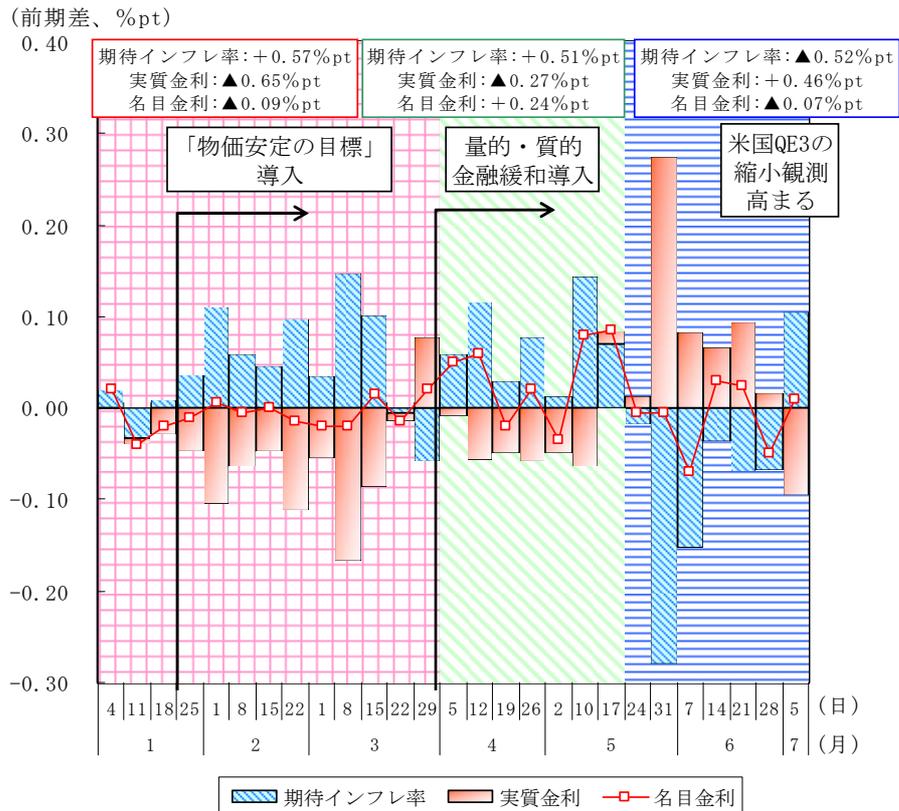
こうした実質金利の動きを前提に考えると、期待インフレ率の上昇が名目金利の上昇要因となるのか、実質金利の低下要因となるのかが理解しやすい。図表 2 で見た、期待インフレ率と金利の動きの関係を再検討してみよう。

図表 6 は、2013 年の名目金利の週次の変動を、実質金利と期待インフレ率に分解したものである。2013 年 1 月から 3 月までは、期待インフレ率の上昇は実質金利の低下要因となった。英米と比べて高止まりしていた実質金利の低下余地が大きかったためである。

一方で、4 月以降は、期待インフレ率の上昇が名目金利の上昇要因となった。前述のように、英米の水準に近づいた日本の実質金利は、低下余地が狭まっていた。そのため、実質金利の低下で吸収しきれなかった期待インフレ率の上昇が、名目金利の上昇となって表れたと考えられる。

5 月後半以降は、期待インフレ率の低下は名目金利の低下要因とならなかった。これは、米国の実質金利の上昇に伴って、日本の実質金利が上昇したことが背景にある。

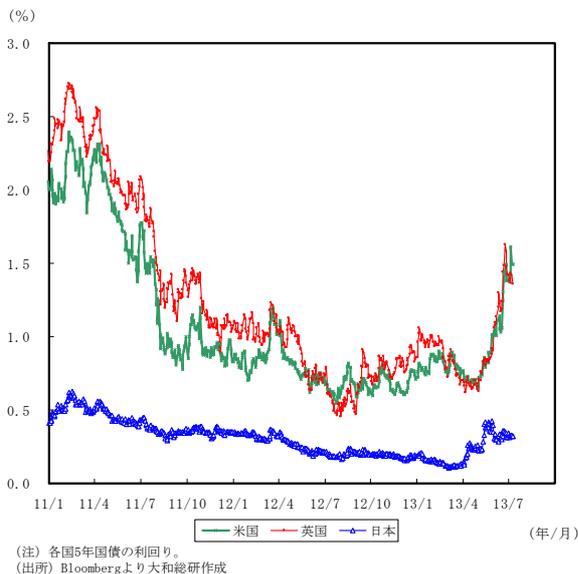
図表 6 名目金利週次変動の要因分解 (2013年)



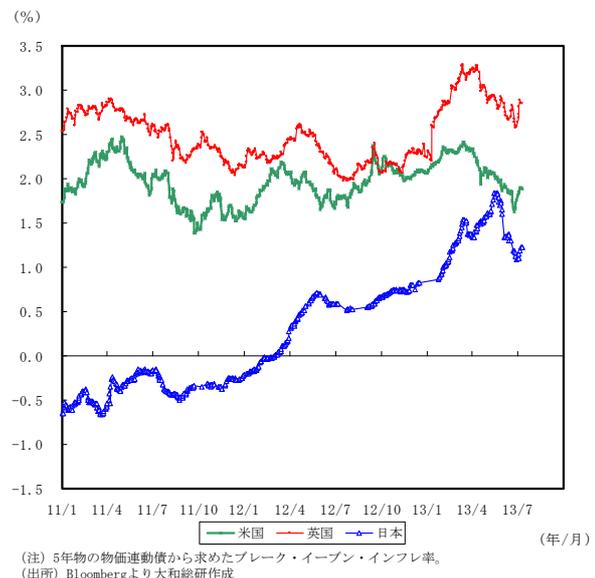
(注) 実質金利は第16回物価連動債、名目金利は第293回10年債の利回りをを用いた。
 (出所) Bloombergより大和総研作成

実質金利の動向次第で、期待インフレ率と名目金利が異なる動きをする傾向は、足下の英米においても顕著である。図表 7、図表 8 で確認すると、英米では期待インフレ率の低下と同時に名目金利が急上昇した。期待インフレ率の低下は名目金利の低下要因である。しかし、それ以上に実質金利が上昇したため、名目金利が上昇したのである。

図表 7 日米英の名目金利



図表 8 日米英の期待インフレ率



期待インフレ率と金利の先行き～金融政策の方向性が鍵を握る

ここまで考察した通り、期待インフレ率と金利の関係を捉える上では、実質金利の動きが重要である。そして、日本の実質金利の動きは、国際的な実質金利の均等化の動きを通じて、海外経済の影響を大きく受けている。また、今後の実質金利の動向を見る上では、特に米国の金融政策の先行きが鍵を握っていると言えよう。

金融政策は名目金利と同時に実質金利の上昇・低下の要因である

図表 9 は、米国の名目金利、実質金利の動きを、金融政策の局面と比較して表示したものである。2004年の利上げ開始の場面では、名目金利の上昇と同時に実質金利が上昇している。2007年の利下げ開始のタイミングでは、名目金利と実質金利が同時に低下している。すなわち通常の金融政策は名目金利と同時に実質金利の上昇・低下の要因になっている。

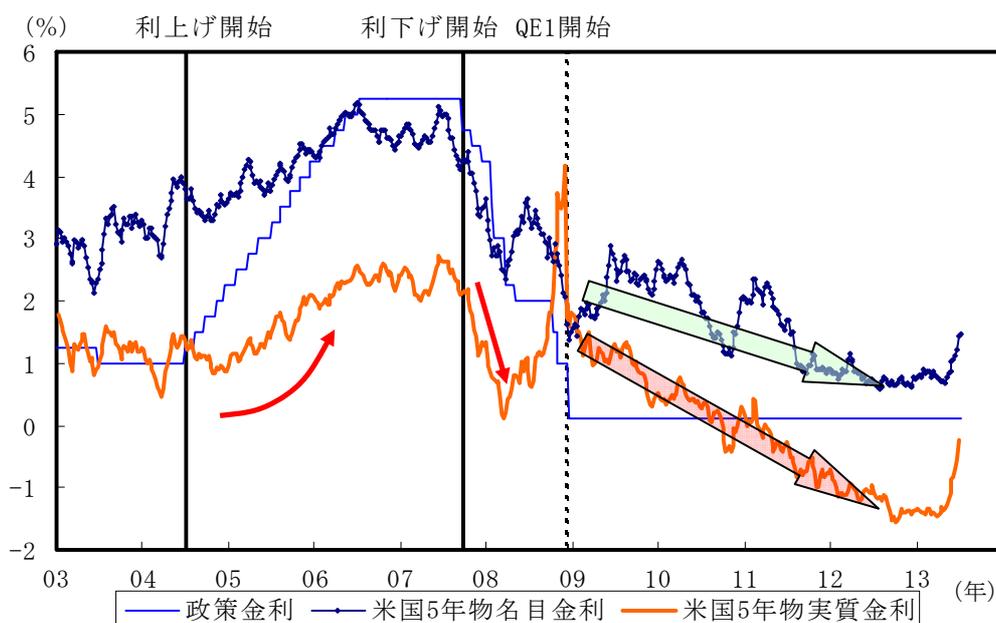
「非伝統的」な金融緩和が名目金利以上に実質金利を低下させる

さらに、米国で量的緩和（QE1）が開始された後の動向を見ると、名目金利が低下する以上に実質金利が低下している。「非伝統的」な金融緩和の導入により期待インフレ率が上昇し、名目金利の低下を上回るペースで、実質金利が低下したのである。

「非伝統的」な金融緩和からの出口では、名目金利以上に実質金利が上昇する可能性

金融引き締め局面では、名目金利の上昇と同時に実質金利が上昇する。さらに、ここまで実質金利の低下幅が大きかっただけに、「非伝統的」な金融緩和からの出口戦略が模索される局面では、名目金利よりも、実質金利の上昇幅が大きくなる可能性がある。足下では、QE3の早期縮小懸念を受けて、名目金利と同時に実質金利が上昇を始めている。ここまで指摘した流れを裏付ける動きであると言えるだろう。

図表 9 米国の名目金利と実質金利の推移



(注) 実質金利は物価連動債の利回り。

(出所) FRB、S&P、Haver Analyticsより大和総研作成

QE3の縮小が世界的な実質金利に上昇圧力を与える

一方で、FRBのQE3縮小の可能性とは異なり、欧州では金融緩和の継続がアナウンスされており、BOEやECBが早期に金融緩和を縮小するような動きは想定しにくい。日本でも、2年間でインフレ率2%の達成を目指した積極的な金融緩和が続いているなど、世界的な金融政策の方向性には乖離が生じている。

このため、現在のように急激なペースでの実質金利の上昇は続かないと考えられるものの、QE3縮小の可能性が現実味を増せば増すほど、米国の実質金利は上昇し、主要国の実質金利もこれに巻き込まれるように上昇していく可能性がある。

結論：今後の期待インフレ率の上昇は名目金利の上昇要因になる

以上を総括すれば、外部要因により実質金利の上昇可能性が高い局面では、期待インフレ率の上昇は主に名目金利の上昇として反映されやすい。結論として、日本の期待インフレ率が上昇に向かう際には、名目金利も自然体で見れば上昇していく可能性が高いと考えている。