

2014年4月7日 全5頁

「異次元緩和」の成果と課題②

波及経路Ⅰ：期待インフレ率の押し上げ効果の検証

経済分析室
エコノミスト 久後 翔太郎

[要約]

- 2014年4月4日に量的・質的金融緩和は導入から1年を迎えた。本稿は、量的・質的金融緩和の成果と課題についてまとめたレポートの第二弾である。本稿では、量的・質的金融緩和の波及経路として企図されている、期待インフレ率の押し上げ効果について分析する。
- 期待インフレ率の動きを見ると、短期的な期待インフレ率には明確な上昇が確認できる一方、中長期的な期待インフレ率の上昇幅は限定的である。
- 中長期的な期待インフレ率を押し上げるには、日本銀行の金融緩和だけではなく、政府が実効性のある成長戦略を推進し、潜在成長率を押し上げる必要がある。

1. 量的・質的金融緩和導入から1年

2013年4月4日に量的・質的金融緩和が導入されて、はや1年が経過した。アベノミクスの3本の矢の1つとして期待された量的・質的金融緩和はこれまでのところ大きな成果を挙げているとの評価が大半である。本稿では、量的・質的金融緩和の効果として企図されている、期待インフレ率の押し上げ効果について検証する。

2. 量的・質的金融緩和の波及経路～期待インフレ率の押し上げ効果

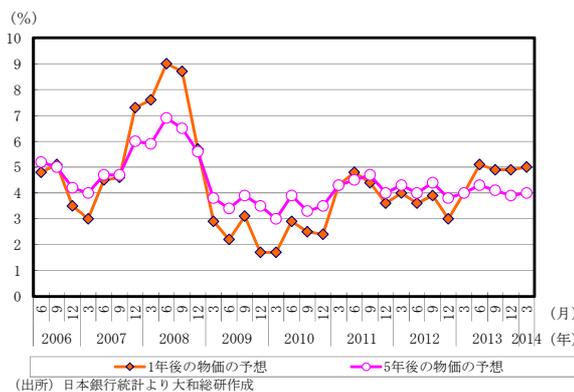
期待インフレ率の押し上げ効果は、量的・質的金融緩和が企図している効果の中でも、特に強調されている効果である。期待インフレ率の上昇はフィリップス曲線を上方シフトさせることで、足下のインフレ率を押し上げる。このような理論的背景を基に、日本銀行は期待インフレ率を押し上げることで、2%のインフレ目標を達成しようとして試みている。

初めに、家計部門の期待インフレ率を見てみよう。**図表1**は、消費動向調査から算出した期待インフレ率とCPI(生鮮食品除く総合、以下コアCPI)の推移を示したものである。コアCPI上昇率は2013年3月を底に下落幅を縮小し、2013年6月以降は上昇に転じた。コアCPIの動きにつられる形で、家計部門の期待インフレ率も上昇が続いている。同様の動きは、「生活意識に関するアンケート調査」に基づく1年先の物価予想からも読み取れる(**図表2**)。

図表1：消費動向調査とコアCPI

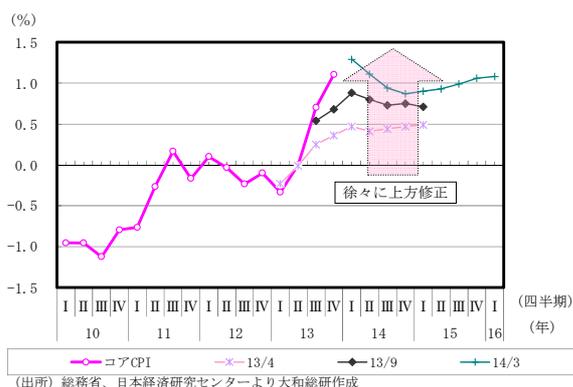


図表2：生活意識に関するアンケート調査による期待インフレ率

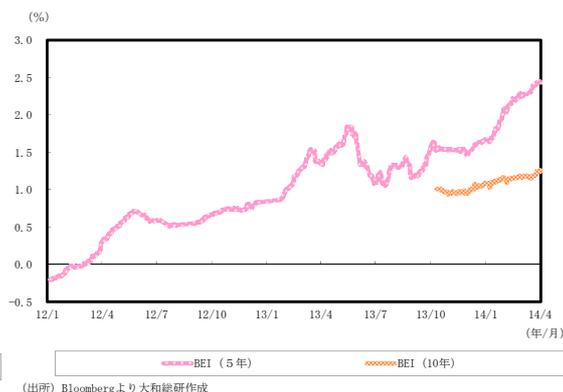


次に、マーケット部門の期待インフレ率を見てみよう。エコノミストの経済見通しを集計したESPフォーキャストを見ると、コアCPI上昇率の予測値は上方修正が続いている。また、マーケット参加者の期待インフレ率である、BEIを見ても安倍政権の成立以降、期待インフレ率の上昇傾向が続いている様子が分かる。

図表 3 : ESP フォーキャストのコア CPI 見通し

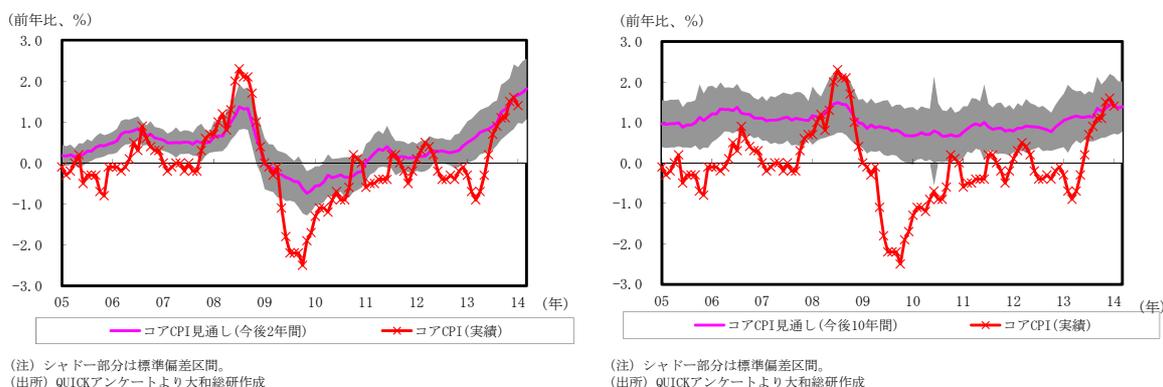


図表 4 : BEI の推移



さらに、債券市場参加者へのアンケート(QUICK 債券月次調査)ベースで期待インフレ率を図っても、先行き 2 年についての期待インフレ率は、足下のインフレ率と概ね連動する形で上昇していることが分かる(図表 5)。一方、先行き 10 年程度の期待インフレ率は、方向感としては上向いているものの、量的・質的金融緩和の導入により、劇的に変化したとは言い難い。また、図表 2 に示した「生活意識に関するアンケート調査」でも、1 年先の物価予想が大きく上昇しているのとは対照的に、5 年先の期待インフレ率については横ばい圏で推移しており、こちらも量的・質的金融緩和の導入前後で大きな変化は見られない。

図表 5 : QUICK 債券月次調査によるコア CPI 見通し



以上をまとめると、多くの主体が、今後 2 年間程度はインフレ率の拡大を見込んでいるものの、その後はインフレ率の上昇幅は縮小すると捉えていると言える。すなわち、期待インフレ率の上昇は先行き 2 年程度の短期的なものであり、中長期的な期待インフレ率の上昇幅は限定的である。

短期的な期待インフレ率の上昇は、足下の物価上昇に応じて、「適応的期待形成」が働いたことが要因であると考えられる。足下のインフレ率が押し上げられている要因は、2012 年末から進んだ円安の影響を受けたエネルギー価格の上昇にある。ガソリンや灯油などの燃料価格は輸入価格の上昇が直ちに価格に反映されるため、円安が進めば進むほどエネルギー価格は上昇する。加えて、電力会社による値上げの動きが継続的に起こっていることもエネルギー価格の押し上げ要因となってきた。

一方、中長期的な期待インフレ率の押し上げには、政府の構造改革による潜在成長率の上昇が不可欠である。エコノミストへのアンケートであるコンセンサス・フォーキャストによる中長期的なインフレ率は潜在 GDP 成長率との相関が高いことが指摘されている¹。また、日本銀行の木内登英委員も講演で、中長期的な期待インフレ率の上昇には潜在成長率や労働生産性の上昇が重要であるとの認識を示している²。潜在成長率の低下が中長期的な期待インフレ率を押し下げた要因として、先行研究では、①潜在成長率の低下幅が大きかつ低下が長期間継続したこと、②この結果、長期金利の押し下げ余地が小さくなったことが挙げられている³。そのうえで、デフレから脱却するためには、「成長期待(潜在成長率)を高めていくことが必要⁴」であると指摘している。このように考えると、政府が第三の矢である成長戦略をいかに実効力のあるものに仕上げてくるかがデフレ脱却にとって極めて重要となるだろう。

3. まとめ：政府の成長戦略がデフレ脱却を後押し

以上のように、急速な円安を背景とした物価上昇により、適応的な期待形成がなされるかたちで、短期的な期待インフレ率は上昇した。一方、中長期的な期待インフレ率の上昇幅は限定である。中長期的な期待インフレ率を押し上げるためには、政府による成長戦略の実行が必要であり、これがインフレ率を安定的に2%程度で推移させる鍵を握っている。

¹ 木村・嶋谷・桜・西田(2011), p. 150.

² 木内委員講演資料(2014年3月19日)

http://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2014/data/ko140319b1.pdf

³ 木村・嶋谷・桜・西田、前掲注(1), p. 160.

⁴ 同上, p. 162.

(参考文献)

- ・ 木村武、嶋谷毅、桜健一、西田寛彬「マネーと成長期待：物価の変動メカニズムを巡って」『金融研究』第30巻第3号、2011年8月。
- ・ 関根敏隆・吉村研太郎・和田智佳子(2008)「インフレ予想 (Inflation Expectations) について」、日銀レビュー2008-J-15、2008年12月。
- ・ 木内登英委員講演資料(2014年3月19日)
http://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2014/data/ko140319b1.pdf