

2015年1月5日 全13頁

足踏みする消費者物価と追加緩和の意味

市場の反応からは「為替レート」を通じた経路が重要

エコノミック・インテリジェンス・チーム
エコノミスト 長内 智

[要約]

- 本稿では、以下の3つの論点について検討する。第一に、第2次安倍政権が発足した2012年末頃からの消費者物価の推移について、政策イベントを踏まえながら概観する。第二、物価関数を推計することによって、消費者物価の上昇が2014年夏頃から足踏みした要因を分析する。第三に、「大胆な金融緩和」から消費者物価への波及経路を再確認するとともに、市場の反応を通じて、今回の追加金融緩和の意味について考察する。
- コアCPIは、2012年12月から翌年1月にかけて下げ止まり、2013年春から徐々に上昇へ転じた。消費者物価が2013年春以降緩やかな上昇を続ける中で、政府の2013年12月の「月例経済報告」において、消費者物価の基調判断から「デフレ」の文言が削除された。2014年夏頃からは、円安による物価の押し上げ効果が縮小し始め、消費者物価の上昇テンポは徐々に鈍化することとなった。現在、日本銀行の「物価安定の目標」の期限内での達成は困難な状況にあると考える。
- 物価関数の推計結果に基づく、2013年春からの物価上昇局面では、4つ全ての要因がプラス方向に作用していた。コアCPIの上昇に最も寄与したのは、川上価格の企業物価・国内需要財価格要因であり、期待インフレ要因のプラス寄与も拡大傾向となった。さらに、GDPギャップ要因のマイナス幅が縮小し、定期給与要因も物価押し上げに作用した。しかし、2014年第1四半期以降は、企業物価・国内需要財の押し上げ寄与が縮小に転じたことから、コアCPIの上昇も徐々に足踏みした。
- 金融政策に対する市場の反応をまとめると、以下の3点が指摘できる。第一に、2014年10月末の追加金融緩和では、為替レートの減価や資産価格の上昇（株価上昇）に対する反応が大きい。特に、円安進行に伴う輸入物価の上昇が、今後の消費者物価の押し上げに寄与すると見込まれる。第二に、今回の追加金融緩和は、徐々に国債利回りの低下をもたらした。このことも為替レートの減価に寄与すると考える。第三に、日本銀行の見解とは異なり、追加金融緩和によって、原油価格の大幅な下落に伴う期待インフレ率の低下を支えることは、極めて困難だと考えられる。

はじめに

2014年の消費者物価の動向を振り返ると、前半は緩やかな物価上昇が続き、わが国は「デフレ脱却」に向けて着実に前進していたものの、夏の終わりにかけて物価の上昇テンポが徐々に鈍化し、秋以降、消費者物価は横ばい圏での推移となった。物価上昇が足踏みすることになった背景としては、2012年秋以降に進んだ円安による物価押し上げ効果の縮小や、原油価格の大幅な下落などが挙げられる。こうした中、日本銀行は、「物価安定の目標（消費者物価の前年比上昇率で2%）」を達成するために、2014年10月31日の金融政策決定会合において、「量的・質的金融緩和」の拡大を決定した。

日本銀行の追加金融緩和を受けて、為替市場では、日米両国の金融政策スタンスの違いが再認識されたことなどから、円安が急速に進んだ。円安の進行は、輸入価格の上昇などを通じて、消費者物価の押し上げに寄与すると期待される。しかし、当面は、原油価格の急落に伴う物価の下押し圧力の方が円安の効果よりも大きくなると見込まれるため、消費者物価はしばらく弱めの推移となる見通しである。この結果、日本銀行が目指す「物価安定の目標」は、期限内での達成が困難な状況にあると考えられ、わが国の最優先課題である「デフレ脱却」は、まさに正念場を迎えつつあると言える。

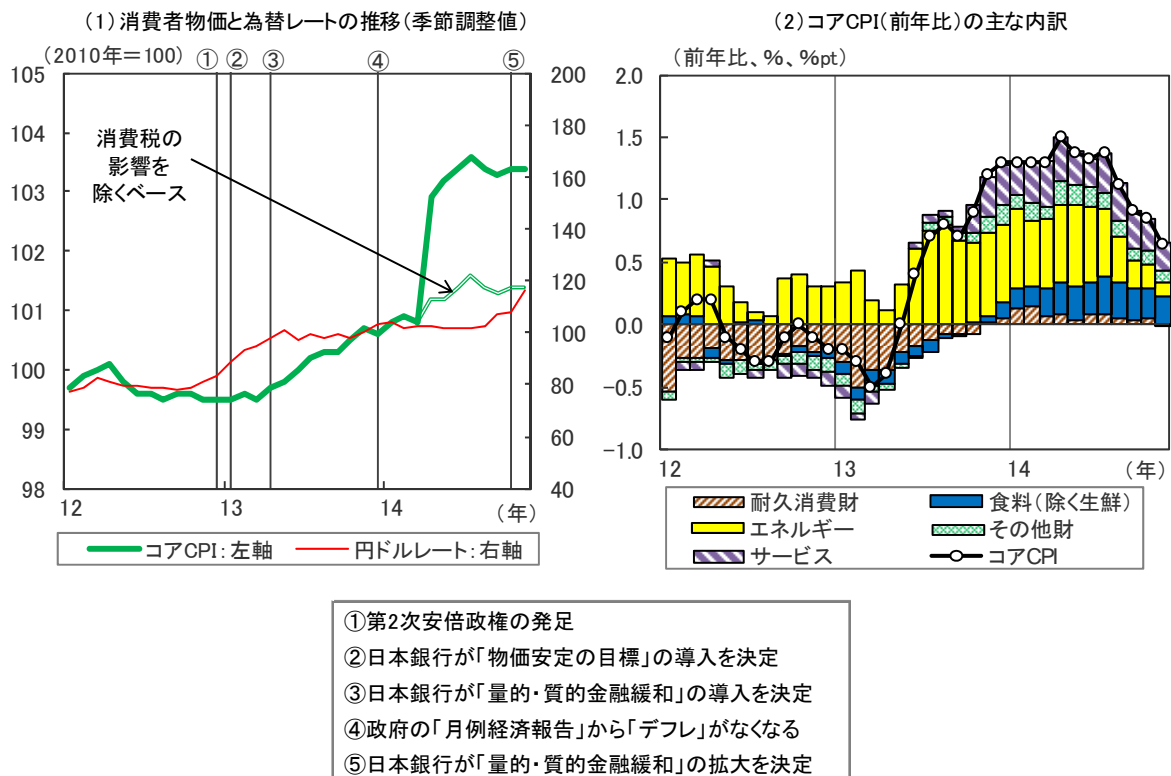
そこで、本稿では、以下の3つの論点について検討する。第一に、第2次安倍政権が発足した2012年末頃からの消費者物価の推移について、政策イベントを踏まえながら概観する。第二、物価関数を推計することによって、消費者物価の上昇が2014年夏頃から足踏みした要因を分析する。第三に、日本銀行の推し進める「大胆な金融緩和」から消費者物価への波及経路を再確認するとともに、日本銀行が「量的・質的金融緩和」の拡大を決定した後の市場の反応を通じて、今回の追加金融緩和の意味について考察する。

1. 消費者物価が上昇に転じてから足踏みするまでの経緯

1.1 2013年春から緩やかな物価上昇が続き、2013年末にデフレ状況ではなくなる

消費者物価の動向をコアCPI（生鮮食品を除く総合）の季節調整値で確認すると、2008年の資源バブル崩壊から下落基調が続いていたコアCPIは、第2次安倍政権が発足した2012年12月から翌年1月にかけて下げ止まり、2013年春から徐々に上昇へ転じたことがわかる（**図表1-（1）**）。コアCPIの前年比については、前年の水準が高かった裏の影響で2013年に入ってからマイナス幅を拡大させたものの、2013年6月には14ヵ月ぶりのプラスに転じ、その後もプラス幅の拡大が続いた（**図表1-（2）**）。この背景としては、2012年秋から円安が進行する中で、エネルギー価格（円ベース）が上昇して物価の押し上げに寄与したことや、それまで物価下落要因であった食料品や耐久消費財のマイナス寄与が縮小したことなどが挙げられる。さらには、物価関数の分析で後述する通り、マクロの需給ギャップの改善と期待インフレ率の上昇も、消費者物価を押し上げる要因となっていた。

図表 1 : コア CPI の動向



(注1) コアCPIは、生鮮食品を除く総合。

(注2) 消費税の影響は、大和総研の試算値。

(出所) 総務省、各種報道より大和総研作成

当時の金融政策に関連する主な出来事としては、日本銀行が「物価安定の目標（消費者物価の前年比上昇率で2%）」（2013年1月22日）を導入したことや、「量的・質的金融緩和」（2013年4月4日）を導入したことなどが重要である。政府と日本銀行が、「デフレ脱却と持続的な経済成長の実現のための政府・日本銀行の政策連携について」（2013年1月22日）という共同声明を発表して、両者の政策連携に強くコミットしたことも注目すべき点であろう。また、日本銀行の運営体制における大きな変化としては、新たな総裁及び副総裁に、金融緩和に対して非常に積極的だと考えられていた黒田東彦氏と岩田規久男氏が就任したことが挙げられる。これらは、いずれも「大胆な金融緩和」というアベノミクス第一の矢を強化する役割を果たし、期待インフレ率の上昇や円安の進行を通じて、物価上昇に作用したと評価できる。

消費者物価が2013年春以降緩やかな上昇を続ける中で、物価上昇に広がりが出てきたことなどから物価に底堅さも見られたため、政府の2013年12月の「月例経済報告」において、消費者物価の基調判断から「デフレ」の文言が削除された¹。デフレの文言がなくなったのは、2009年10月以来、4年2ヵ月ぶりのことである。これによって、政府は、わが国が持続的な物価下落という意味での「デフレ状態」から抜け出したことを宣言したことになる。

¹ 月例経済報告において「デフレ」の文言が削除されるまでの経緯については、内閣府政策統括官（経済財政分析担当）（2013）などを参照。デフレに関する判断としては、①デフレ状況、②デフレ状況ではない、③デフレ脱却、の3段階があるが、現状は「②デフレ状況ではない」に位置し、「③デフレ脱却」には至っていない。

1.2 円安効果の剥落を主因に消費者物価が足踏み状態へ

2014年に入ってから、食料品のプラス寄与が拡大したことや耐久消費財の価格上昇もあって、消費者物価は緩やかな上昇傾向が続いた。しかし、夏頃から円安による物価の押し上げ効果が縮小し始め、消費者物価の上昇テンポは徐々に鈍化することとなった。さらに、原油価格が7月から下落基調に転じると、エネルギー価格のプラス寄与の縮小ペースが加速し、秋以降、消費者物価は横ばい圏での推移となった。また、2014年4月の消費税率引き上げ後に日本経済が大幅なマイナス成長に転じて、マクロの需給バランスが悪化したことも消費者物価の押し下げ要因になったと考えられる。

政府の「月例経済報告」における消費者物価の基調判断を見ても、2014年10月と11月に基調判断が相次いで下方修正された結果、現在は「このところ横ばいとなっている」とされ、政府も物価上昇が足踏みしていると認識している。こうした中、日本銀行は、「物価安定の目標（消費者物価の前年比上昇率で2%）」を達成するために、2014年10月31日の金融政策決定会合において、「量的・質的金融緩和」の拡大を決定したのである。日本銀行の公表文には、追加緩和を決定した理由として、「短期的とはいえ、現在の物価下押し圧力が残存する場合、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ある。日本銀行としては、こうした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、ここで、『量的・質的金融緩和』を拡大することが適当と判断した。」という点が指摘されている。

日本銀行の追加金融緩和を受けて、為替市場では、日米両国の金融政策スタンスの違いが再認識されたことなどから、円安が急速に進んだ。株式市場においても、一段の金融緩和に伴う円安進行などを背景に企業収益が増加すると期待感が高まり、株価が大幅に上昇した。円安の進行は、輸入価格の上昇などを通じて、消費者物価の押し上げに寄与すると期待される。しかし、当面は、原油価格の急落に伴う物価の下押し圧力の方が円安の効果よりも大きくなると見込まれるため、消費者物価はしばらく弱めの推移になる見通しである。日本銀行は、「物価安定の目標」の達成時期を「2015年度を中心とする期間」としているが、こうした状況を踏まえると、その期限内の達成は困難な状況にあると考える。

2. 物価関数による消費者物価の変動要因分析

2.1 消費者物価を取り巻く環境と政策対応との関係について

ここでは、消費者物価の変動要因を分析するために物価関数を推計し、その結果を用いて、消費者物価が2014年夏頃から足踏みした背景について検討する²。消費者物価を取り巻く構図を整理すると、**図表2**のようになる。まず、コアCPIを説明する主な決定要因として、①GDPギャップ（マクロの需給要因）、②期待インフレ率（家計の期待要因）、③企業物価指数（川上の価

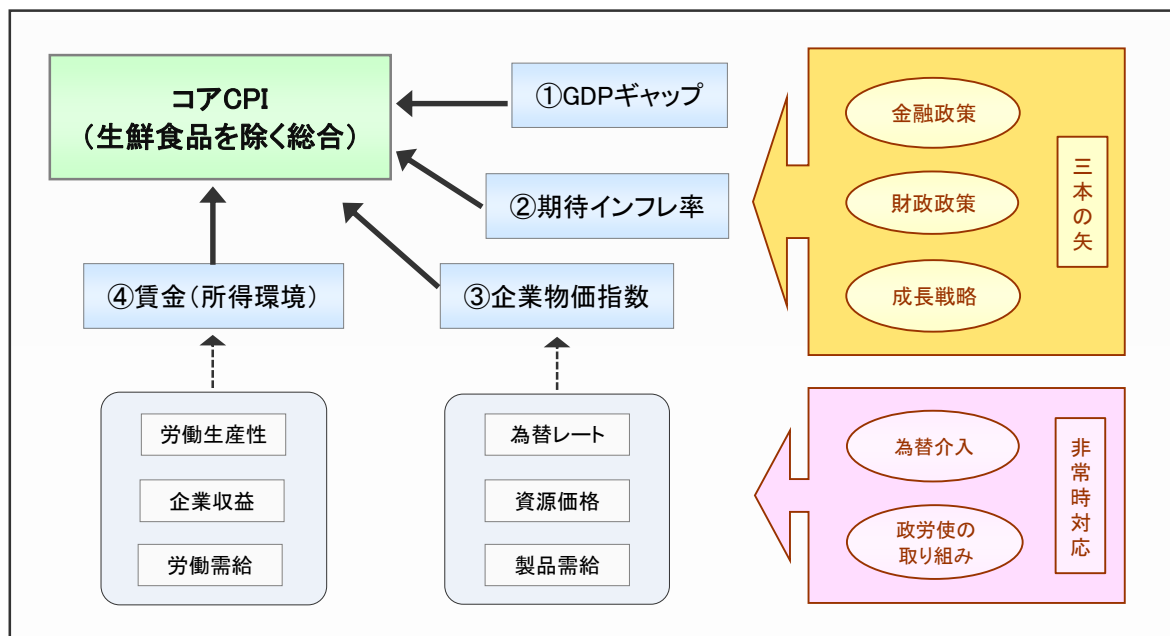
² 消費者物価の構造を分析する手法は複数存在すること、物価関数の推計に利用する変数やデータ期間によって結果が異なることから、今回の結果については、ある程度の幅を持って見る必要がある。

格要因)、④賃金(家計の所得要因)、が挙げられる。このうち、賃金については、労働生産性、企業収益、労働需給などの影響を受ける。企業物価指数は、為替レート、資源価格、製品需給などの動向に大きく作用されることになる。

次に、政策面からは、いわゆるアベノミクスの三本の矢(大胆な金融政策、機動的な財政政策、民間投資を喚起する成長戦略)が重要な役割を担う。このため、政府と日本銀行に対しては、各決定要因の変化を丹念に点検した上で、政策効果の具体的な波及経路を十分に検討し、デフレから脱却するための有効な政策手段を講じることが期待される。例えば、期待インフレ率が低下しているような場合には、追加金融緩和が選択肢の1つとして挙げられる。また、一時的な需給バランスの悪化に対しては財政政策の出動、長期的な賃金上昇を実現するためには、成長戦略による労働生産性の向上などが重要課題となる。

最後に、非常時の政策対応についても確認しよう。もし、経済ファンダメンタルズから大きく乖離するような急激な円高や円安が進行した場合には、為替介入などの方策を慎重に検討すべきである。また、企業収益の増加を賃金上昇や消費拡大につなげるという「経済の好循環」を実現するためには、政労使が一体となって取り組むことが必要だと考える。ただし、政府と日本銀行が、為替市場や賃金交渉などに強く関与することは、本来慎むべきことであり、あくまでも日本経済を正常化させるための非常時の対応でなければならない。

図表2：消費者物価を取り巻く構図



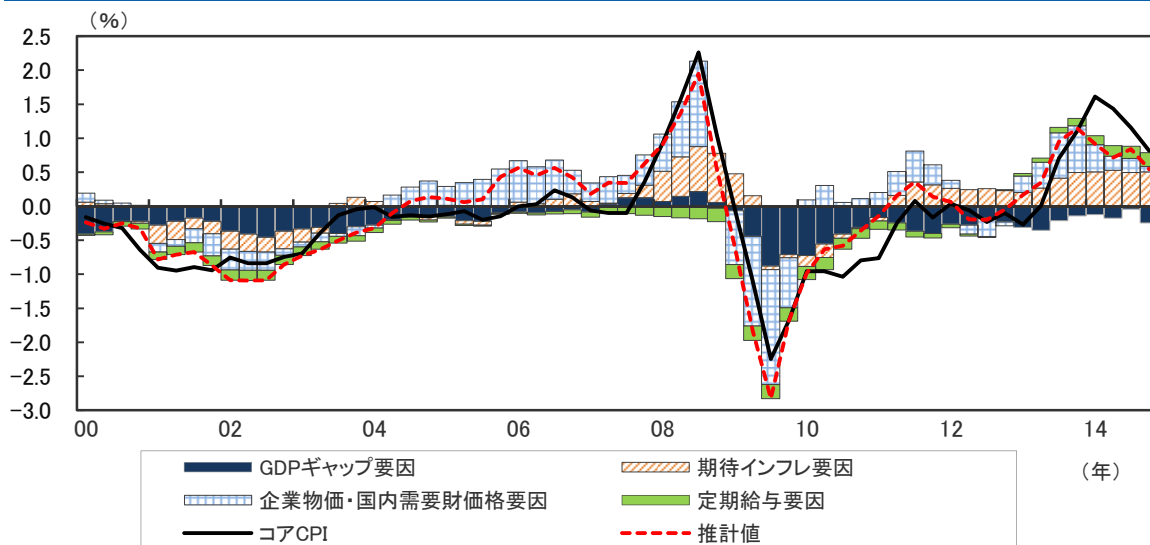
(出所)大和総研作成

2.2 物価関数で見ると原油安と消費税増税の影響が足下でマイナスに作用

以上のような構図を踏まえて、本稿では、コアCPIの前年比の変動要因を、①GDPギャップ、②期待インフレ、③企業物価・国内需要財価格、④定期給与、という4つの説明変数によって分析することとしたい。

まず、消費者物価は、2013年に入って下げ止まり、2013年春から徐々に上昇し始めたが、その際には、4つ全ての要因がプラス方向に作用していたことが大きな特徴として指摘できる（**図表3**）。コアCPIの上昇に最も寄与したのは、川上価格の企業物価・国内需要財価格要因であり、これは2012年秋以降の円安進行に伴って輸入物価が上昇したことによる（**図表4**）。なお、2000年代後半の物価上昇局面においては、資源価格の高騰（輸入品の現地価格要因）が企業物価・国内需要財価格の上昇に寄与し、それが消費者物価の押し上げに作用していたが、今回は、資源価格（現地価格ベース）を通じた物価上昇圧力は見られない。

図表3：コアCPI関数



(注1)コアCPIの前年比の推計式は、以下の通り。

コアCPIの前年比(t) = GDPギャップ(t-2) + 期待インフレ率(t-1) + 企業物価・国内需要財価格(t) + 定期給与のトレンド(t)
いずれも1%有意。検定はNewey-West HAC標準誤差を利用。

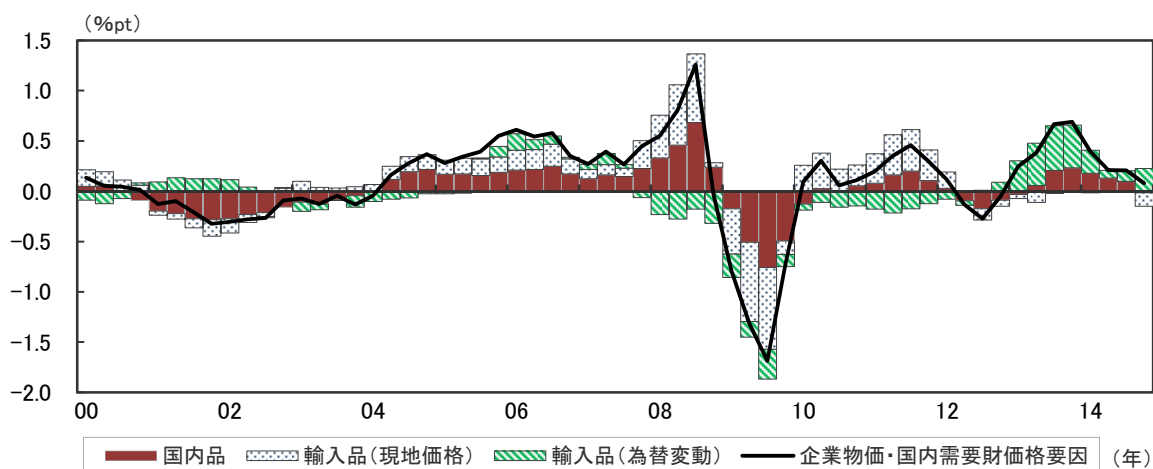
(注2)コアCPIは生鮮食品を除く総合。定期給与のトレンドはHPフィルターにより算出。

(注3)2014年4月の消費税率引き上げの影響は調整済み。

(注4)2014年第4四半期の値は、2014年10～11月の平均を利用。

(出所)総務省、日本銀行、内閣府、厚生労働省統計より大和総研作成

図表4：企業物価・国内需要財価格要因（コアCPIに対する寄与度）の内訳



(注1)計算上の誤差により、内訳の合計は企業物価・国内需要財価格要因と必ずしも一致しない。

(注2)2014年第4四半期の値は、2014年10～11月の平均を利用。

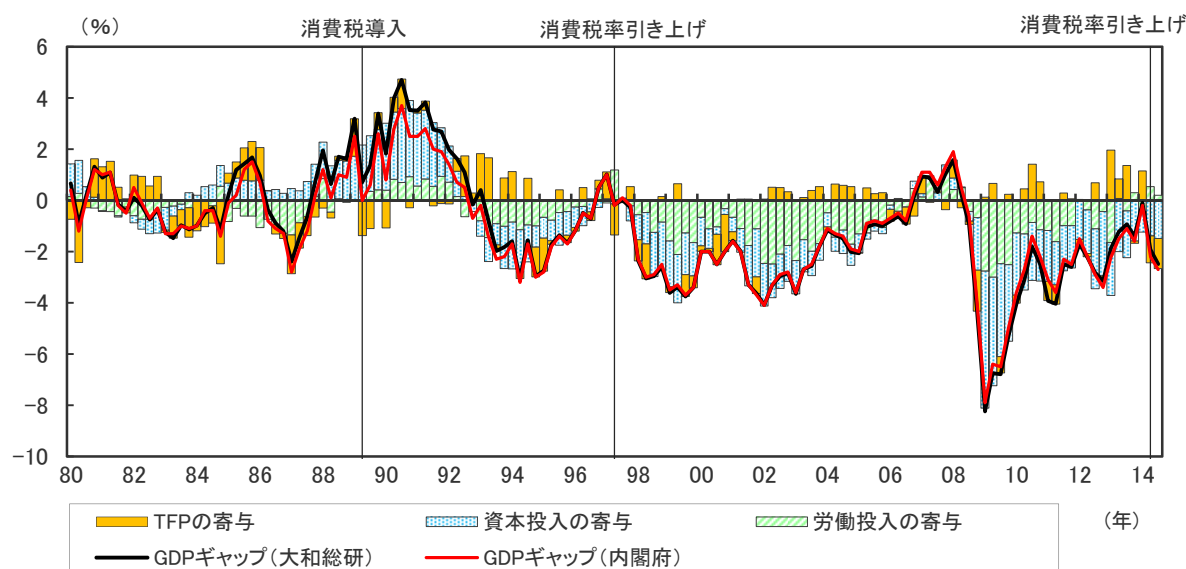
(出所)日本銀行より大和総研作成

また、日本銀行の「量的・質的金融緩和」の導入に伴う円安の進行などを背景に、家計のデフレマインドが緩和した結果、2013年春以降、期待インフレ要因のプラス寄与が拡大傾向となった。さらに、国内の景気や企業収益が改善する中で、2013年末にかけては、GDPギャップ要因のマイナス幅が縮小し、定期給与要因も物価押し上げに作用した。総じてみると、この時期は、デフレ脱却に向けて4つの歯車がうまく回転し始めていたと評価できる。

しかし、2013年末から2014年初めにかけて円安の動きが一服したことから、2014年第1四半期以降、輸入物価の上昇を経由した企業物価・国内需要財の押し上げ寄与は縮小に転じた。家計の期待インフレ率は高めの水準が維持され、GDPギャップや定期給与の改善傾向も続いていたが、企業物価・国内需要財価格のプラス寄与縮小による下押し圧力がそれらを上回ったため、コアCPIの上昇は徐々に抑制されることになった。このような物価の上昇から足踏みに至る一連の変動要因を鑑みると、今回の物価上昇局面は円安頼みの側面が強かったと考えられる。

最近の消費者物価については、夏以降の原油安の影響が顕在化し始めている点に注意が必要である。企業物価・国内需要財価格要因の内訳を確認すると、原油価格の下落に伴い、輸入品の現地価格のマイナス寄与が2014年第4四半期に大きく拡大したことがわかる（前掲図表4）。原油価格が下落した背景としては、(1)地政学的リスクの緩和、(2)世界経済の減速に伴う需要減少懸念、(3)原油産出国の減産に対する消極姿勢が供給過剰懸念を強めたこと、(4)商品市場から通貨ドルへの投資資金の流出、が挙げられる³。現在のところ、これらの下落要因が改善に転じたような動きは見られないため、先行きについても、原油価格の下落による物価下押し圧力がしばらく残る見込みである。

図表5：GDPギャップと寄与度の推移



(注1) GDPギャップ=(実質GDP-潜在GDP)/潜在GDP×100。

(注2) GDPギャップの推計値は、定義や推計方法によって異なるため幅を持つ必要がある。

(出所)内閣府、経済産業省、総務省、厚生労働省等より大和総研作成

³ 原油価格下落が消費者物価に及ぼす影響については、長内智 (2014) 「[原油安から消費者物価への波及効果について](#)」(2014年12月24日)などを参照。

加えて、消費税増税後の需要の反動減によって、GDPギャップのマイナス幅が2014年4-6月期に大きく拡大したことも時間的なラグを伴って消費者物価を下押ししている（前掲**図表3**）。今後は、2014年7-9月期のGDPギャップが、事前の予想に反して小幅ながらもマイナス幅を拡大した影響も出てくることになる。GDPギャップ悪化は、製造業の減産と在庫調整に伴い資本投入の大幅なマイナス寄与が続いたこと、消費税率引き上げ後の反動減からの回復の遅れや企業の在庫調整などが、TFPの悪化をもたらしたことなどによる（**図表5**）。1989年4月の消費税導入時及び1997年4月の消費税率引き上げ時の動向を確認すると、GDPギャップはいずれも7-9月期に改善しており、2四半期連続の悪化となった今回の結果はネガティブと評価できる。

これまで見てきた物価関数の推計結果から示唆される政策へのインプリケーションは、次の3点である。第一に、原油価格の下落は外性的な要因であるため、それを操作することは困難であるものの、原油安が家計の期待インフレ率などに及ぼす影響については、今後も丹念に点検する必要がある。第二に、消費税増税の影響が予想以上に長引き、それがGDPギャップの悪化を通じて消費者物価にマイナスの影響を及ぼしているため、焦点を絞った経済対策などによって景気を回復軌道に戻すことが重要である。政府は、2014年12月27日に総額3.5兆円の経済対策を閣議決定したが、その重点項目として、災害復旧・復興の加速化とともに、消費の喚起や景気回復の遅れが目立つ地方の活性化を取り上げたことは高く評価できよう。第三に、日本銀行の追加金融緩和の効果については、円安の急速な進行などが注目されるものの、依然として不透明な点が残っており、引き続き慎重に見極める必要があると考えている。この点については、以下で再度検討する。

3. 金融政策の波及経路と追加金融緩和の意味

3.1 日本銀行の追加金融緩和は期待インフレ率の経路を重視したものと説明

日本銀行が市場の予想に反して2014年10月31日に「量的・質的金融緩和」の拡大を決定したことに對しては、市場関係者の中でも賛否が分かれている。ただし、金融政策の効果が顕在化するまでの時間的なラグを考えると、今回の追加金融緩和の評価を行うには、もうしばらく時間を要することになる。いずれにせよ、わが国がデフレ脱却の実現を目指す上で、今回の追加金融緩和が、2014年で最も重要な政策イベントであったことは疑う余地がなく、その効果を可能な範囲内で整理することも有益だと思われる。そこで、ここでは、金融政策から消費者物価への波及経路を再確認するとともに、追加金融緩和に対する市場の反応を概観することを通じて、今回の追加金融緩和の意味を検討する。

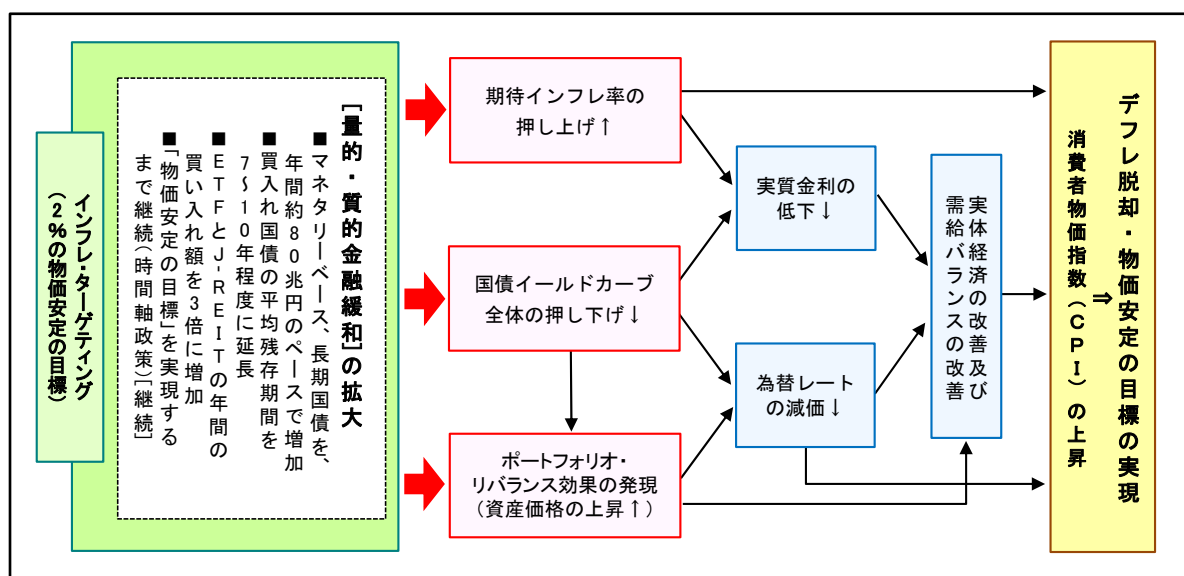
日本銀行が決定した「質的・量的金融緩和」の拡大は、以下のような波及経路を通じて、「デフレ脱却」や「物価安定の目標」の実現に寄与すると考えられる（**図表6**）。第一に、経済主体の期待形成に働きかけて、期待インフレ率を引き上げる。期待インフレ率の上昇は、企業の価格転嫁を容易にすることなどを通じて、直接的に消費者物価の上昇に寄与するとともに、実質金利の低下をもたらす。第二に、国債イールドカーブ全体を押し下げることによって実質金利

を低下させ、さらには、外国通貨と円の金利差が拡大するため円を売る動きが強まる。第三に、ポートフォリオ・リバランス効果の発現によって、対外投資が拡大し為替レートに下落圧力が生じ、株価が上昇すると資産効果などを経て実体経済の改善にも作用する。第四に、実質金利の低下や円安の進行は、設備投資や輸出の増加を促して実体経済と需給バランスを改善させるとともに、円安に伴う輸入物価の上昇によって、消費者物価の押し上げに寄与する。なお、円安の進行によって、消費者の購入頻度が高い食料品の値上げが相次ぐことになれば、期待インフレ率を上昇させる効果も期待される。

前述したように、日本銀行は、追加金融緩和を決定した際の公表文において、「デフレインドの転換が遅延するリスク」を挙げており、期待インフレ率から消費者物価への経路を重視していたことがうかがえる。この背景としては、「消費税率引き上げ後の需要面での弱めの動きや原油価格の大幅な下落」が指摘されている。つまり、景気回復の遅れや原油価格の急落によって期待インフレ率に下押し圧力が強まる中で、それが消費物価の下落要因にならないように今回の追加金融緩和で対処したというロジックである。先の物価関数の分析結果をみると、最近の消費者物価の上昇は、期待インフレ率頼みの状況になっていることが確認できるため、その観点に立てば日本銀行が期待インフレ率の下振れリスクを回避すべきと考えたことは妥当な判断だと言える。

その一方で、筆者は、期待インフレ率の低下が原油価格の急落のような外性ショックによる場合は、それを追加金融緩和で食い止めることは極めて困難だと考えている。さらに、今回の追加金融緩和において注目すべき金融政策の波及経路は、期待インフレ率ではなく、為替レートの減価や資産価格の上昇（株価上昇）だとみている。当然、金融政策の効果や波及経路については、分析者ごとに見方が異なると思われる。そこで、以下では、市場の反応を整理することを通じて、こうした論点について検討したい。

図表6：「量的・質的金融緩和」の拡大の波及経路



（出所）日本銀行、内閣府「平成25年度 年次経済財政報告」より大和総研作成

3.2 市場の期待インフレ率の上昇幅は前回より大きく見劣り

市場の期待インフレ率を示す指標として重視されるブレイク・イーブン・インフレ率（BEI）の追加金融緩和に対する反応を見ると、以下のことが指摘できる（**図表 7**）。第一に、日本銀行が「量的・質的金融緩和」の拡大を決定する直前は、BEI が弱い動きを示していたものの、その決定後は上昇に転じたことが確認できる。このことから、追加金融緩和によって期待インフレ率の下振れに対処するという点では、少なくとも短期的には一定の効果があったと考えられる。第二に、「物価安定の目標」や「量的・質的金融緩和」を導入した後の BEI の上昇幅と比べると、今回の上昇幅は大きく見劣りする。さらに、BEI の上昇が続いた期間も今回の方がかなり短く、一時的な上昇に留まったことがわかる。第三に、2014 年 11 月以降に原油価格が一段と下落したことなどから、BEI も大きく低下して、追加金融緩和の前の水準を下回った。このような市場の反応を鑑みると、前述の通り、原油価格の大幅な下落に伴う期待インフレ率の低下を追加金融緩和によって支えることは極めて困難であるとの見方が妥当だと言えよう。

図表 7：市場の期待インフレ率（BEI）の推移



(注1) BEIは、物価連動国債とペア国債の利回りによって計算、複数の回号の平均値。
 (注2) BEIの水準は、消費税率引き上げに伴う物価上昇の影響を受けることに留意が必要である。
 (出所) Bloombergより大和総研作成

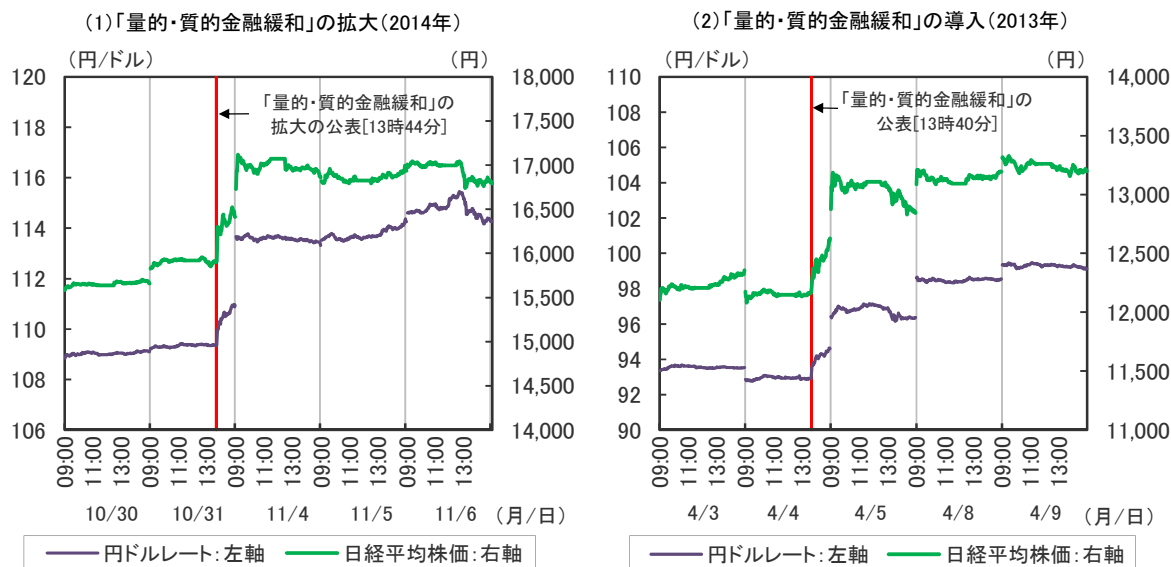
3.3 株と為替は初動で大きく反応、国債市場では徐々に金利が低下

それでは、他の市場はどのように反応したのであろうか。まず、株式市場は、追加緩和の決定を好感して全面高の様相となり、日経平均株価は大きく上昇した（**図表 8 - (1)**）。当日の日経平均株価は、前日比 750 円を超える大幅な上昇となったが、そのうち 500 円強は、追加金融緩和が公表されてからの上昇分である。2013 年 4 月 4 日に「量的・質的金融緩和」の導入が公表された後も、公表直前に比べて 450 円を超える大幅な株価上昇を記録したが、今回の上昇幅はそれを上回っている（**図表 8 - (2)**）。また、翌日の日経平均株価が大幅に上昇して始まるなど、金融政策の決定を当日の取引時間内だけでは消化しきれなかった可能性が高い。

次に、為替市場の日中の推移を見ると、円ドルレートは、109 円台前半で推移していたが、予

想外の追加金融緩和が公表された直後から円安が急速に進み、夕方には111円/ドル台まで円は下落した。今回の為替レートの変化幅は、「量的・質的金融緩和」を導入した時と比べて、遜色ない大きさだと評価できる。さらに、金融政策の決定から1ヵ月程度の変化幅を比較しても、前回の導入時並みであったことが確認できる（参考図表1）。なお、消費者物価の前年比に与える影響については、為替レートの前年比が重要となるため、今回の為替の影響度は前回より小さく出ることには留意する必要がある。

図表8：株価及び円ドルレートの金融政策に対する短期的な反応

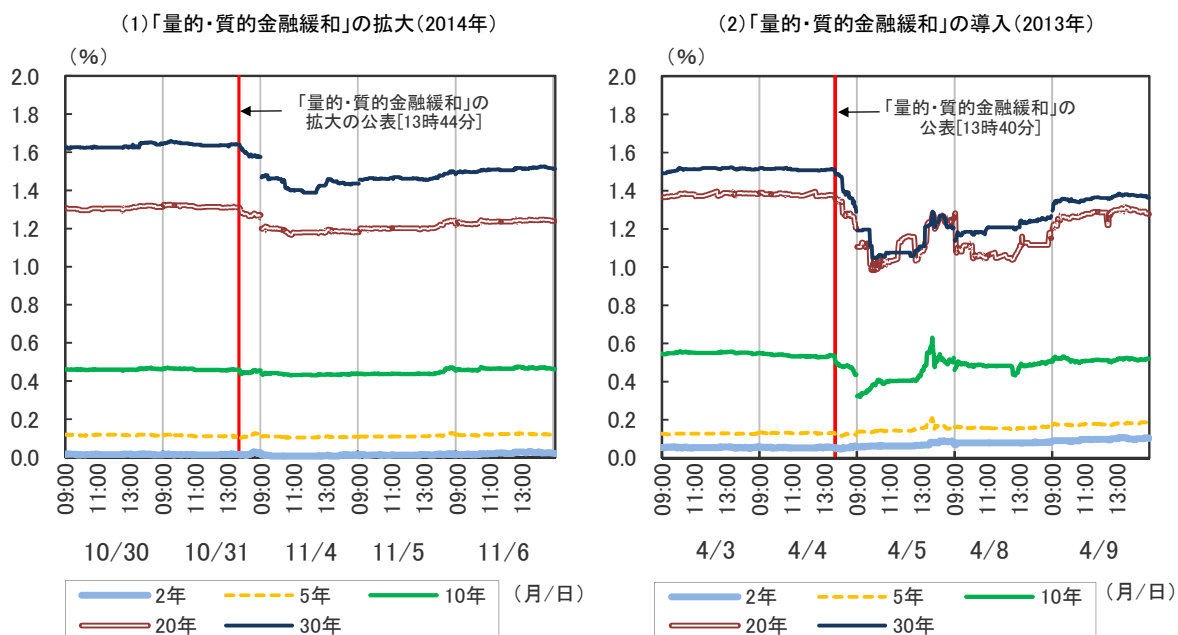


(注)9:00～15:00までの日中の推移、株式市場は、11:30～12:30まで休場。
(出所)日本経済新聞社、Bloombergより大和総研作成

最後に、国債市場では、追加金融緩和の当日、超長期及び長期国債を中心に軒並み国債利回りが低下し、10年国債利回りは、一時2013年4月以来となる0.435%まで低下した（図表9-（1））。ただし、「量的・質的金融緩和」の導入直後に見られた国債利回りの急変動と比べると、今回の変動は小幅なものに留まっており、国債市場は、株式市場や為替市場とは対照的に比較的冷静な反応を示したと評価できる（図表9-（2））。このように、国債市場の短期的な反応は限られたものだったと考えられる一方で、少し期間を延ばすと様相が全く異なる点には留意する必要がある。

「量的・質的金融緩和」を導入した時は、それまで速いペースで進行した金利低下の反動や、価格変動リスクを回避するための売りが膨らんだことなどから、翌日以降、金利は上昇基調となった（参考図表2）。他方、今回の追加金融緩和の後には、超長期及び長期国債を中心に国債利回りが下落基調となり、12月には、10年国債利回りが過去最低を更新した。つまり、国債イールドカーブ全体を押し下げる経路が徐々に動き出したのである。なお、筆者は、金利の低下が、為替レートの減価に働きかける効果はあるとみているものの、それが設備投資などの需要増加に直ちに結びつくとは考えていない。それは、設備投資の金利感応度が近年低下していると判断しているためであり、今後見込まれる設備投資の回復は、個人消費や輸出などの需要の持ち直しに起因するものとみている。

図表9：国債利回りの金融政策に対する短期的な反応



(注)図表(1)と(2)は、株式市場の取引時間に合わせて9:00～15:00までとした。

(出所)Bloombergより大和総研作成

これまで見てきた市場の反応をまとめると、以下の3点が指摘できる。第一に、今回の追加金融緩和では、為替レートの減価や資産価格の上昇（株価上昇）に対する反応が大きい。特に、円安進行に伴う輸入物価の上昇が、今後の消費者物価の押し上げに寄与すると見込まれる。第二に、今回の追加金融緩和は、徐々に国債利回りの低下をもたらし、このことも為替レートの減価に寄与すると考える。第三に、日本銀行の見解とは異なり、追加金融緩和によって、原油価格の大幅な下落に伴う期待インフレ率の低下を支えることは、極めて困難だと考えられる。

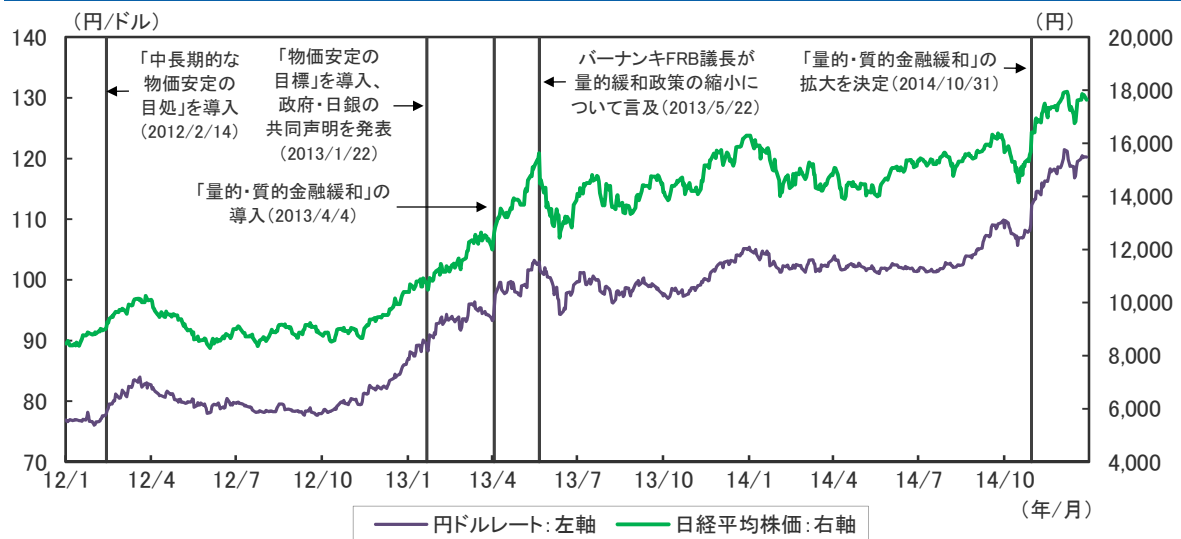
以上のような議論を踏まえると、日本銀行に対しては、追加金融緩和の波及経路やその効果について、さらなる説明を期待したい。2015年1月20日～21日に開催される日本銀行の金融政策決定会合では、「経済・物価情勢の展望」（展望レポート）の中間評価が行われるが、その際には、原油価格の一段の下落に対する日本銀行の評価が焦点となろう。また、前述の通り、筆者は円安の経路を重視しているが、日本銀行がその経路について強調すると、為替レートの操作を意図していると解釈されかねない。このため、円安の進行に言及することがあっても、最低限の内容に留まるだろう。政策当局者の立場を考慮すると、それも致し方ないことだと考える。

<参考文献>

- 長内智（2014）「原油安から消費者物価への波及効果について」、大和総研、経済分析レポート
- 内閣府（2013）『平成25年度 年次経済財政報告』
- 内閣府（2014）『平成26年度 年次経済財政報告』
- 内閣府政策統括官（経済財政分析担当）（2013）『日本経済 2013-2014 ―デフレ脱却への闘い、次なるステージへ―』

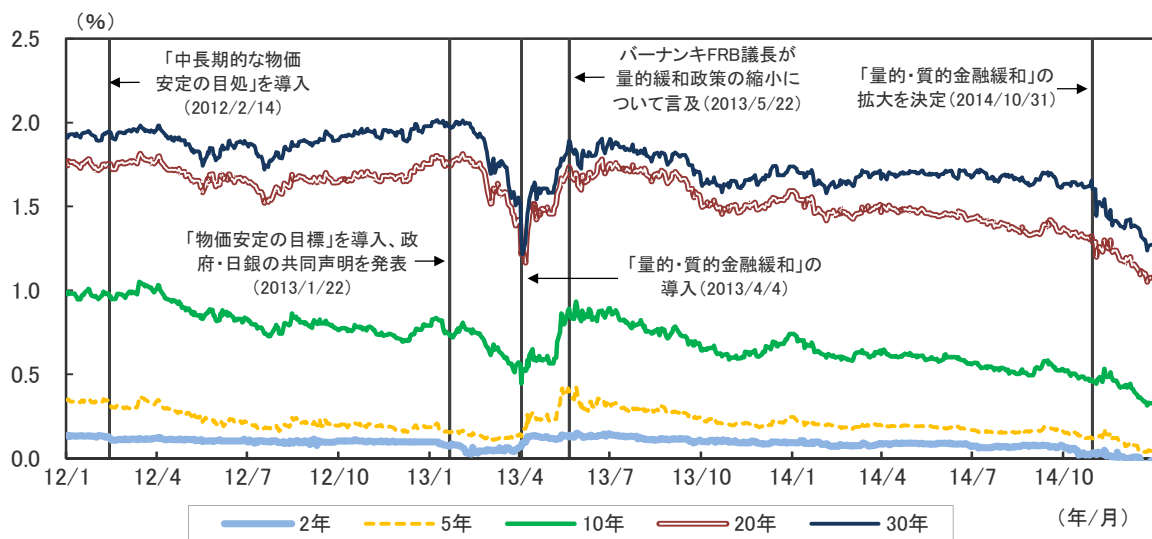
<参考図表>

参考図表 1：株価及び円ドルレートの推移



(出所) 日本経済新聞社、Bloombergより大和総研作成

参考図表 2：国債利回りの推移



(出所) Bloombergより大和総研作成