

日銀追加緩和と消費者物価

【ポイント】

1. 10月末、原油価格の急落等を受けて、日銀は量的・質的金融緩和の拡大を公表した。市場予想を覆すサプライズ緩和となり、再び円安が進行した。
2. 日銀は物価安定の目標（コア CPI 2%上昇）を掲げるものの、既往の円安による物価押し上げ効果が剥落しつつあり、足元のコア CPI は 1% を割り込んでいる。
3. 円安による物価上昇（前年比）は持続性がない一方で、過度な輸入インフレは家計等の重石となる。円安進行のみに頼る金融政策には限界があるだろう。

10月31日、日銀は、「量的・質的金融緩和」の拡大を決定した。その直前の参院財政金融委員会において、黒田総裁が消費者物価について従来通りの見通しを維持している等の発言をしていたことから、市場の予想を覆すサプライズ緩和であった。米国の量的緩和の終了を発表したタイミングであったことも後押しとなり、円安が進行し、それに伴い株価も上昇した。ただし、今回の追加緩和により、既に混乱が生じない出口戦略への狭い道筋が一段と狭まることに加え、金融市場関係者を出し抜いた今回のサプライズ緩和によって黒田総裁発言への信頼性が損なわれたことで、市場との円滑なコミュニケーション力が低下したとみられるなど、追加緩和の代償も大きいと言えよう。

1. 日銀の追加緩和政策

結局、消費税率再引上げの先送りと衆議院総選挙となり政局に左右されることになったが、今回の追加緩和は、予定通りの消費税率再引上げを促すものであったのだろう。国債の新発債の殆どを中央銀行がファイナンスするマネタイゼーション化を強める追加緩和を打ち出す上で、財政再建へ道筋が不明瞭となることは避けたかったに違いない。ただ、追加緩和に踏み切った主因は、原油価格の急速な下落によって物価安定の目標である消費者物価 2% 上昇の達成を描くことが出来なくなったことであろう。

今回の追加緩和の内容は、マネタリーベースが、これまでの年間 60~70 兆円増から 80 兆円増になるよう金融市場調節を行い、その手段として資産買入れ額を拡大するとともに長期国債の残存年限の長期化を図る。長期国債の保有残高が年間約 80 兆円 (30 兆円追加) 増加するように、また、ETF (指数連動型上場投資信託) や J-REIT (不動産投資法人投資口) の保有残高がそれぞれ年間約 3 兆円、同約 900 億円増加するように、買入れを行うこととしている。日銀は、こうした追加緩和に動いた理由として「短期的とはいえ、現在の物価下押し圧力が残存する場

図表 1. 日銀のバランスシートの見通し

	12年末 実績 (兆円)	13年末 実績 (兆円)	14年末 見通し (兆円)	今後の年間 増加ペース
マネタリーベース	138	202	275	+約80兆円
(バランスシート項目の内訳)				
長期国債	89	142	200	+約80兆円
CP等	2.1	2.2	2.2	残高維持
社債等	2.9	3.2	3.2	残高維持
ETF	1.5	2.5	3.8	+約3兆円
J-REIT	0.11	0.14	0.18	+約900億円
その他とも資産計	158	224	297	

(資料) 日銀資料より富国生命作成

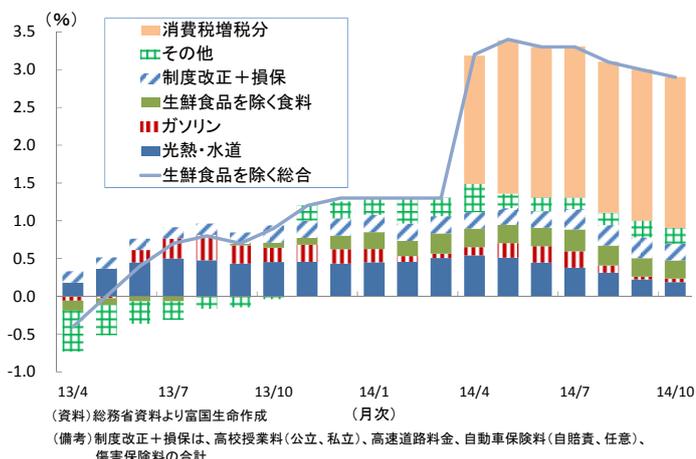
合、これまで着実に進んできたデフレマインドの転換が遅延するリスクがある。日本銀行としては、こうしたリスクの顕現化を未然に防ぎ、好転している期待形成のモメンタムを維持するため」とし、円の減価政策とも言える追加緩和により円安を進行させ、輸入インフレの圧力が高まることを狙ったのであろう。

「量的・質的金融緩和」の導入の際、『消費者物価の前年比上昇率2%の「物価安定の目標」を、2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する』とし、その目標時期は2015年春ごろとみられていたが、2014年10月の展望レポートでは「当面現状程度のプラス幅で推移したあと、次第に上昇率を高め、見通し期間の中盤頃、すなわち2015年度を中心とする期間に2%程度に達する可能性が高い」と達成時期を実質的に修正している。「2015年度を中心とする期間」が指す時期は明確ではないが、その展望レポートにおける政策委員による消費者物価の大勢見通しをみると、2014年度は7月時点より0.1ポイント下方修正されて+1.2%（消費税除く）、2015年度は同▲0.2ポイントの+1.7%となっている。2016年度は+2.1%と見通しを維持しているものの、2015年度中の物価安定の目標達成は難しくなったとみているのだろう。

2. 消費者物価指数の動向

日銀が2013年4月に「量的・質的金融緩和」政策を導入してからのコアCPI（消費者物価指数、生鮮食品を除く総合）上昇率の推移を確認してみたい。コアCPIは2013年6月に前年比プラスに転じた後、徐々にプラス幅が拡大し、2014年4月には前年比+1.5%（消費増税の影響を除く）まで上昇した。当時、日銀は物価安定の目標達成に対して自信を深めていたが、その後はプラス幅が縮小傾向となり、同年10月には

図表2. コアCPIの推移

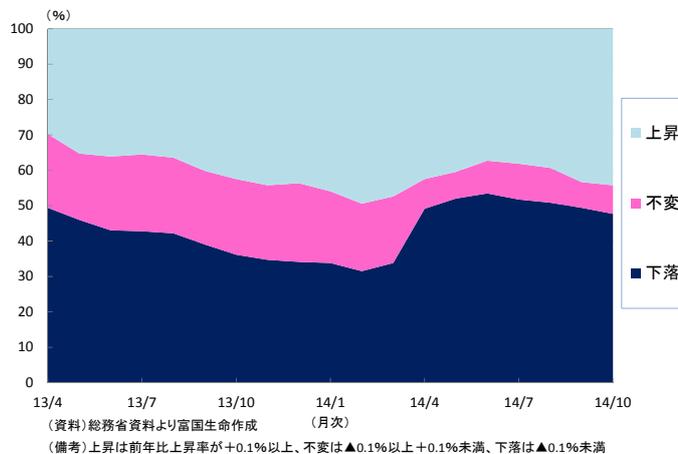


同+0.9%（消費増税の影響を除く）と1%を下回っている。このように足元でプラス幅が縮小傾向となっているのは、2012年11月頃から始まった円安進行による物価の押し上げ効果（前年比）が一巡しつつあることが要因とみられる。図表2は、コアCPI上昇率の内訳を示している。ガソリン、光熱・水道、生鮮食品を除く食料の合計でみると、徐々にプラス幅が広がり、2014年4月から7月にかけて0.9ポイント程度の押し上げ寄与があったが、10月には0.5ポイントを下回っている。光熱・水道に含まれる電気代は、原発不稼働や再生可能エネルギー発電促進賦課金の影響も一部受けているものの、2013年以降の国際商品市況（原油、食料）は概ね安定的に推移していることから、円安がこれらの物価上昇の主因と言えよう。それ以外の項目では、損害保険料（自動車保険料、傷害保険料）の値上げや高校授業料無償化の見直しや高速道路料金の実質的な値上げが押し上げ要因となっている。また、前述した項目を除く「その他」については、2013年11月からプラスに転じているものの、押し上げ幅は限定的にとどまっている。「その他」の品目の前年比上昇率をそれぞれ上昇、不変、下落¹に分けてみると、上昇した品目

¹ 当社で消費税率引上げの影響分を除いて判定している。なお、上昇は、前年比+0.1%以上、不変は同▲0.1%以上同+0.1%未満、下落は同▲0.1%未満としている。

数は、日銀の量的緩和後徐々に増えていき、2014年2月には約半数を占めたものの、その後は消費税率引上げの影響もあってその品目数は減少している（図表3）。夏頃から再び増加したものの全体に占める割合は44%にとどまっている。その「その他」を財とサービスに分けてみると、財では、輸入品の割合が高いとみられる家具・家事用品や教養娯楽用品を中心に上昇に転じている品目が多くあり、これらも円安進行の影響を受けたものとみられる。一方、大半の品目が為替変動の影響を受けないサービスをみると、工事その他サービスや宿泊料、月謝（英会話）等でプラス幅が拡大している品目がみられるものの、足元で上昇している品目数は2013年度前半から殆ど変化がみられない。現状においては、賃金上昇がサービス価格を押し上げる動きは限定的であり、依然としてコアCPIは為替動向等に左右されている側面が強い。

図表3. 物価変動率別の品目数の割合



3. 為替レート等が消費者物価に与える影響

そうした状況を受けて日銀は追加緩和で再度の円安進行を狙ったものの、今後のコアCPIは当面プラス幅が縮小すると見込んでいる。前回の円安進行による押し上げ効果が弱まる中で、原油価格の急落が顕著でCPIを押し下げる要因となる。そこで今後の物価動向を考える上で大きな影響を及ぼす足元の為替動向に加え、わが国の物価を大きく左右する原油と食料の国際商品市況も併せて、どのように物価に波及していくのか試算してみたい。ここでは、為替レート、原油価格、食料輸入物価²の変動に大きく影響を受けるとみられる主要項目（電気代、ガス代、他の光熱、ガソリン、生鮮食品を除く食料、家具・家事用品、教養娯楽用品）について3つの前提条件を設定して、物価への波及効果を推計³している。図表4で示した3パターンの試算を行っているが、前提条件①は、現状維持シナリオ、前提条件③は急激な円安、原油・食品価格の値上がりと同時に起こるシナリオで、前提条件②は、①と③のほぼ中間シナリオである。今の1ドル120円の水準が継続する前提条件①では、輸入物価の変動が価格へ波及するタイムラグが短いガソリンや他の光熱については、円

図表4. 試算の前提条件

		2015年				2016年			
		1~3月	4~6月	7~9月	10~12月	1~3月	4~6月	7~9月	10~12月
前提条件①	為替	120	120	120	120	120	120	120	120
	原油	70	80	80	80	80	80	80	80
	食料	120	120	120	120	120	120	120	120
前提条件②	為替	125	130	130	130	130	130	130	130
	原油	70	85	90	95	95	95	95	95
	食料	120	125	130	130	130	130	130	130
前提条件③	為替	130	140	150	150	150	150	150	150
	原油	83	93	100	110	110	110	110	110
	食料	120	130	130	130	130	130	130	130

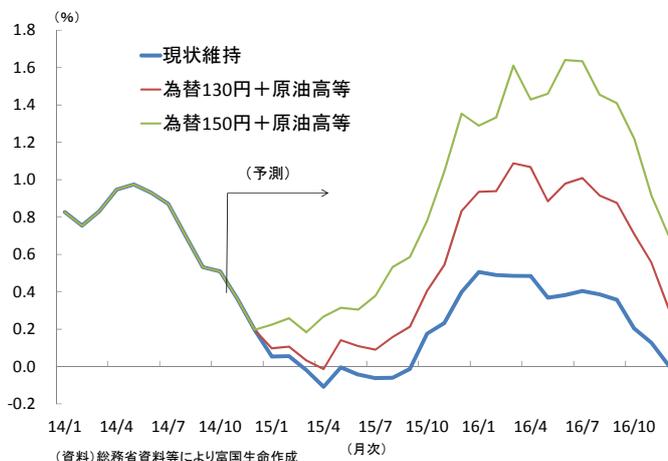
(備考)為替は円ドルレート、原油はドバイ原油(ドル/バレル)、食料は輸入物価(食品・飼料、契約通貨ベース、2010年=100)

² 為替レートは円/ドルレート、原油価格はドバイ原油、食料輸入物価は輸入物価指数（食料品・飼料、契約通貨ベース）を用いて試算している。

³ 電気代、ガス代、他の光熱、ガソリンは為替レートと原油価格、生鮮食品を除く食料は為替レートと食料輸入物価、家具・家事用品、教養娯楽用品は為替レートで試算している。なお、それぞれの項目については、それらの変動が物価に波及されるタイミングが異なるので、時差相関により相関係数が最も高い時点でタイムラグをとっている。

安進行による押し上げ効果より原油価格急落による下押し効果の方が大きく、当面のCPIを押し下げることになる。その一方で、生鮮食品を除く食料など他の項目は半年から1年程度のタイムラグが生じるために、3要因におけるCPIの押し上げ効果が高まるのは、2015年後半から2016年前半にかけてとなり、そのピーク時においては前年比0.5ポイント程度物価を押し上げる。この前提条件①では、当面の間、コアCPI全体でも同1%を下回る推移が続く可能性が高いことを示唆している。一方、前提条件③では、ピーク時には同1.6ポイント程度押し上げることになりコアCPIは同2%を上回るだろう。このように今後の為替、原油価格、食料輸入物価の動向次第で、コアCPIの上昇率は大きく異なることになる。

図表5. 為替等の物価へ与える影響



なお、これらの結果は定量的な試算であるため、上振れ余地もある点に留意する必要がある。2年という短期間で2回目となる急速な円安進行によって、1回目の円安進行局面で価格転嫁を見送っていた企業も、1ドル100円台から120円前後となった今局面では、経営努力だけでコスト高を吸収できずに価格転嫁の動きを前倒し、かつ加速させるケースも想定される。特に生鮮食品を除く食料では足元でも価格転嫁の動きがみられ、これまでタイムラグが1年程度あったが短縮される可能性もある。

そもそも日銀は、量的緩和によって円安進行を背景とした輸出の増加や銀行貸出の増加で企業の投資を促すことを狙っていたが、肝心の実体経済に繋がる波及経路は現状ではあまり機能していない。円安が大企業製造業の収益を増大させ、株高等の資産インフレ効果がある一方で、消費増税分も加わった物価高により消費者マインドが萎縮し、むしろ家計にはマイナスの影響を及ぼしている。こうした中で、追加緩和で無理に輸入インフレ圧力を再び高める必要があるのだろうか。足元のコアCPIの動向をみても、輸入インフレによる対前年比の物価の押し上げ効果は1年～1年半程度で息切れすることが明らかとなっている。物価上昇とともに実質賃金が着実に増える環境が整わないと、インフレ見通しで消費を前倒しするという行動は発現しないだろう。生産年齢人口の減少に起因する人手不足や堅調な企業収益という後押しがある中で、実質賃金が高まっていく途が描ける環境にあるからこそ、目先の物価上昇より企業・家計の好循環を継続させることが重要であり、それによって物価“安定”の目標が見えてくるのではなかろうか？

もちろん、今回の追加緩和によって前述した前提条件③のように、日銀の目標とするコアCPIの2%上昇が、2015年後半には見えてくる可能性もあろう。ただ、このシナリオは、海外経済が過熱するケースか、地政学的リスクに伴う原油高、異常気象による食料高に、日本売りに近い形で円安が進むケースであろう。前者のシナリオが見通せない中、後者が顕在化した場合、日本経済は企業・家計の好循環が続くのだろうか？債券市場の混乱がない出口戦略が見通せないことに加え、表面的な消費者物価の動向のみに固執しているとみられる現在の日銀の姿勢に危うさを感じている。

(財務企画部 森実 潤也)