



2022年7月7日

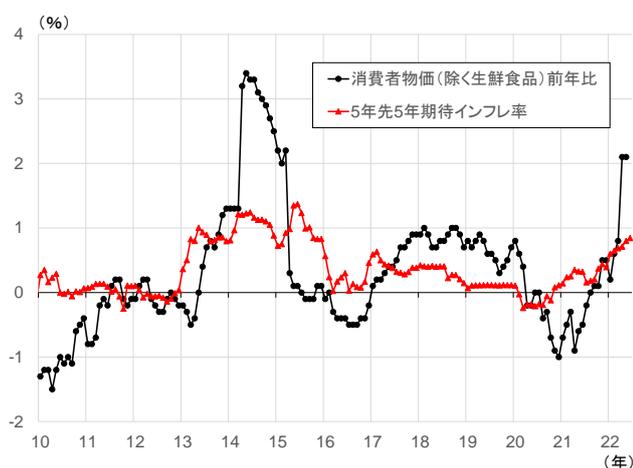
世界的なインフレ圧力と本邦のインフレ率目標達成の行方

～「黒い猫でも白い猫でも鼠を捕る猫は良い猫」となるか？～

公益財団法人 国際通貨研究所
経済調査部 上席研究員 橋本 将司

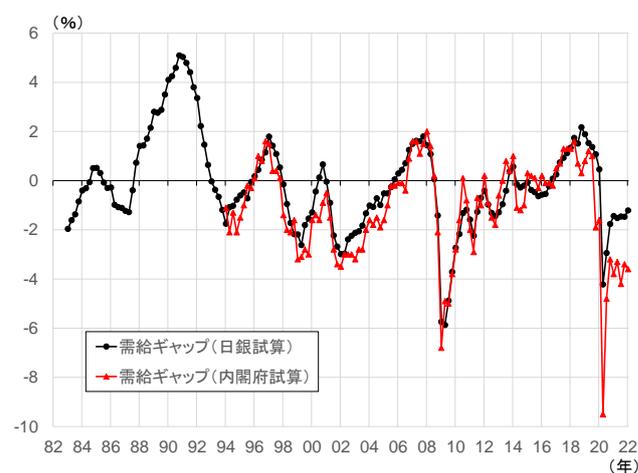
最近の世界的なインフレ圧力により、長年デフインフレ傾向に苦慮して来たわが国でもインフレ圧力が強まる方向にある。日銀がインフレ率目標2%の達成をみる上で基準とする全国消費者物価指数（除く生鮮食品）は、直近5月分で前年比+2.1%まで上昇して来た（第1図）。日銀は、マクロ的な需給ギャップ（第2図）の改善に加え、期待インフレ率や賃金上昇率の高まりにより、2%のインフレ率目標を安定的に達成できることを目指しており、足元は海外からのコスト上昇要因による持続可能でない一時的なインフレ率目標への到達であるとして、現状の金融緩和政策を粘り強く続ける構えだ。

第1図:日本の全国消費者物価上昇率と期待インフレ率



(注)5年先5年期待インフレ率は月平均値
(資料)Bloomberg

第2図:日本の需給ギャップ

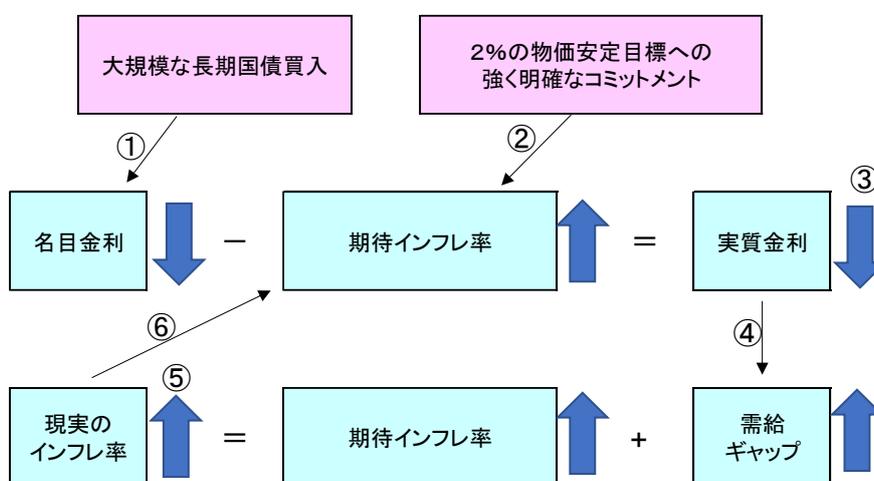


(資料)内閣府、日本銀行

2016年9月のイールドカーブ・コントロール導入時に公表された金融緩和の総括的な検証でも改めて説明された異次元緩和の狙いは、以下の通りであった（第3図）。金融緩和政策による名目金利の押し下げ（①）と、日銀のインフレ率目標達成のコミット

メントによる期待インフレ率の引き上げ (②) により実質金利を低下させて (③) 実体経済を刺激 (④)。マクロ的な需給ギャップの改善と期待インフレ率の引き上げが実際のインフレ率を上昇させ (⑤)、それがさらに期待インフレ率を押し上げて (⑥)、前向きの循環を作り上げて行くというものだ。期待インフレ率については、米国などにおいては、一時的に実際のインフレ率が 2% 近辺から逸脱しても期待インフレ率は 2% 近辺にしっかりとアンカーされているため、実際のインフレ率も最終的に 2% 近辺へ回帰すると指摘 (フォワードルッキングな期待形成)。これに対し、日本では長年のデフインフレ傾向から期待インフレ率が 2% 近辺にアンカーされておらず、これまでの低いインフレ率の影響を強く受け、なかなか目標の 2% へ引き上げられないため (適合的期待形成)、強い金融緩和政策を続けてこうした状況を氷解させる必要があるとして来た。

第 3 図：金融緩和政策の波及効果



(資料) 日銀資料より国際通貨研究所作成作成

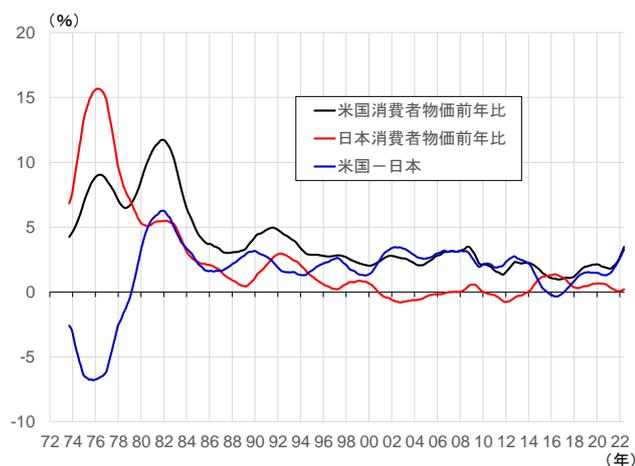
この点、足元のインフレ率の上昇自体は、本来日銀が想定していた形ではないが、わが国特有の適合的期待形成による低い期待インフレ率を修正する切っ掛けとなり、期待インフレ率の上昇と実質金利の押し下げ、そしてマクロ的な需給ギャップを改善させる一定の効果はあると考えられる。但し、プラスの需要ショックによる内生的な価格上昇ではなく、こうしたマイナスの供給ショックによる外生的な価格上昇は、この図表には示されていないが、名目賃金が上昇しない限り実質所得を直接押し下げて、需給ギャップをむしろ悪化させる側面も持つ。インフレ率上昇の一因となっている内外金融政策の方向性の違いによる円安も、輸出関連部門を支援する側面と、輸入関連部門を圧迫する側面を持つ。現時点で日銀が安定的なインフレ率目標の達成ではないとするのは、こうしたマイナスの効果が無視できないためと整理することもできる。

こうして異次元金融緩和の狙いを振り返り、足元まで依然としてインフレ率目標が本来意図する形では未達に止まっている現状にも鑑みると、そもそもわが国においては、金融緩和効果の波及経路において、実質金利からマクロ的需給ギャップへの波及効果 (④) が弱いことが大きな問題ではないかと改めて確認できる。つまり、期待成長率の

低下や先行き不安などから、実質金利低下に対する実体経済（消費や投資）の感応度が低いという問題だ。実質金利低下による金融緩和効果を構造的により大きくするには、自然利子率、潜在成長率を引き上げ、実質金利との差をより大きくすることが重要だ。つまり、アベノミクスの第3の矢の対象であった実体経済の改革がやはりもう一段必要ということになる。こうした観点からは、現状は第1の矢を担う日銀が孤軍奮闘状態になってしまっている面もあり、もし構造改革がもう少し進捗していれば、過度な金融緩和に頼る必要性も薄れ、ここまで過度な円安も発生しなかったかもしれない。以上のような観点からみると、今回の海外発のインフレ圧力がわが国の長年のデフインフレ傾向の解消につながるかは、慎重に考えざるを得ない。

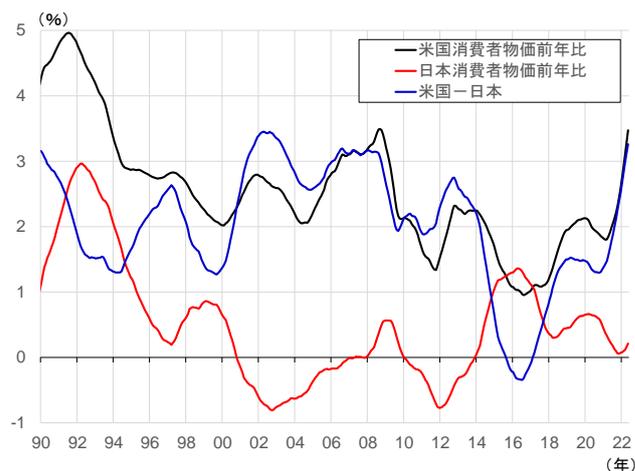
但し、一方でわが国のインフレ率が海外、特に米国のインフレ率と一定の相関を持って来たのも事実だ。第4、5図は、日本と米国のヘッドラインベースの消費者物価の前年比上昇率と両者の格差の推移（後方3年移動平均）をみたものだ。これによると、米国のインフレ率は1990年代初頭までの3%以上の水準から、1990年代半ば以降、次第に2%~3%のレンジに安定して来た。リーマンショック後の2010年代は1~2%へとさらにレンジを切り下げていたが、足元は最近のインフレ圧力から急上昇し、2~3%のレンジの上抜けが定着さえしそうな動きとなっている。わが国のインフレ率は、1990年代以降の米国のインフレ率の低下傾向に平仄を合わせて低下基調となり、1990年代後半以降はデフレ色が強くなって行った。この間、米日インフレ率格差は、2013年以降のアベノミクス以降、急激な円安や消費税率引き上げの影響で日本のインフレ率が急上昇し、一時的に0%近辺まで縮小する場面もあったが、総じて1.5%~3.0%程度と比較的安定していた。わが国のインフレ率の動向においては、日本固有の要因に加えて、米国を中心とした海外要因も、資源価格や世界景気の動向など共通のファクターも通して、日本のインフレ率の趨勢に一定の影響を及ぼして来たと言えよう。

第4図:日米の消費者物価上昇率と格差(1972年以降)



(注) 後方3年移動平均
(資料) Bloomberg

第5図:日米消費者物価上昇率と格差(1990年以降)



(注) 後方3年移動平均
(資料) Bloomberg

表題の「黒い猫でも白い猫でも鼠（ねずみ）を捕るのが良い猫」という言葉は、周知の通りかつての中華人民共和国の最高指導者、鄧小平氏によるものだ。資本主義（黒い猫）でも社会主義（白い猫）でも、生産力の発展に寄与する（＝鼠を捕る）のであれば、実践の中で使用すれば良いということを表示した言葉だ。日銀が本来目指していた前向きの好循環（白い猫）ではないものの、今回の主に海外要因から来るインフレ圧力（黒い猫）が、持続的なインフレ目標達成に寄与する（鼠を捕る）かは、現時点では予断を許さない。但し、今後仮に世界経済が 1990 年代以降続いて来た低インフレ時代から本格的に脱却し、かつてのようなインフレ率がより高いレンジで推移するような時代になって行くとすれば、趨勢的にはわが国のインフレ率にも影響が滲み出て来る展開もあり得よう。状況次第では、日銀の金融緩和政策の見直しにつながって来る可能性もあろう。

以上

Copyright 2022 Institute for International Monetary Affairs（公益財団法人 国際通貨研究所）

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: Nihon Life Nihonbashi Bldg., 8F 2-13-12, Nihonbashi, Chuo-ku, Tokyo 103-0027, Japan

Telephone: 81-3-3510-0882

〒103-0027 東京都中央区日本橋 2-13-12 日本生命日本橋ビル 8 階

電話：03-3510-0882（代）

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <https://www.iima.or.jp>

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべて御客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願ひ申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。