

2016. 10 No.54

三井住友信託銀行

調査月報



時論

マイナス金利の深掘は無用、不要.....1

経済の動き

鈍化する米国設備投資の背景と見通し.....3

円高・原油高の進行と消費者物価の見通し.....11

時論

マイナス金利の深掘は無用、不要

9月の金融政策決定会合において、市場に憶測と緊張を与え続けた日銀の「総括的な検証」が明らかになり、新たな政策の枠組み「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」が打ち出された。国債購入は柔軟な運営を可能とする一方、長期金利の0%誘導を図り、物価目標の表現を「2%を超えるまで」と「オーバーシュートコミットメント」とする一などが柱であり、「金融政策の軸足を量から金利に移し、持久戦・長期戦の構えをとった」として、肯定的に評価する向きが多いようである。

表面上はその通りだが、私見では、基本的な政策思想を何ら変えることなく、中央銀行による価格操作という本来、やるべきではない手法を加え、異次元金融緩和策の正当化と延命を図ったもの一と解したい。すなわち、①国債大量購入は早晩、限界に達し、強制的にテーパリングが起る可能性が高まる中で、②それが、金融緩和の限界観測や長期金利上昇を招かないように、長期金利0%キャップという官製相場を作り出し、③0%前後まで長期金利が上昇しても、緩和スタンスの後退と受け止められないように「オーバーシュートコミットメント」を今から打ち出し、④長期金利上昇(=イールドカーブのステイプ化)を許容したのは金融仲介機能への配慮との理屈が付くようにする一というものであろう。

日銀が、今回の「検証」と政策見直しに追い込まれたのは、言うまでもなく、日銀のコミットメントにもかかわらず予想物価上昇率は高まらず、2%物価目標の達成の目途が立っていないためである。

私見では、この事象の本質はシンプルなものだと考える。すなわち、「潜在成長率も期待成長率も国際競争力も高まらない中では、金融緩和やコミットメントを強化しても、予想物価上昇率の引き上げは困難である」ということであり、同時に「金融緩和やコミットメントを強化するだけでは、潜在成長率・期待成長率・国際競争力を引き上げることはできない」ということであり、「自然利子率の低下に応じて名目金利を引き下げても、政策効果は極めて限られる」ということでもある。曲がりなりにもデフレから脱却できたのも、潜在成長率が高まらず、労働供給制約による賃金上昇に起因する部分が大きいと考えられる。

こうした見立ては、①日銀や政府の推計による日本の潜在成長率は依然として1%未満に止まっている、②内閣府によると、企業の期待成長率はほとんど高まっておらず、異次元金融緩和策実施後の実質成長率も年率+0.4%に止まっている、③異次元金融緩和策による為替円安の下でも、輸出数量はほとんど伸びていない、④超低水準の名目・実質金利の下でも、設備投資の増勢は極めて緩やかである、⑤有効求人倍率の水準から見て、賃金の増加は内需の好循環ばかりでなく、労働力需給の逼迫によってもたらされた面が強い一といったことから推論される。

潜在成長率も期待成長率も国際競争力も高まっていないということは、人口減少と高齢化の同時進行、新興国の台頭によるグローバル競争の激化一という潮流に対応した制度・慣行・法制・税制等の改革が遅れているということである。これに対応する政策割当は構造・規制・税財政改革や産業政策であり、政府側にある。金融政策は緩和環境を醸成し、諸改革を側面支援することしかできない。

異次元金融緩和策が成し遂げたのは、為替円安・株高を起点とし、企業収益が輸出企業を中心に回復し、構造問題が解決できない中であつても景気を好転させた一ということであり、これはこれで功があつたと言えるが、それ以上は望むべくもないものである。こうした意味において、異次元金融緩和策は「短

期決戦・景気対策」戦略であり、構造・規制・税財政改革といった「長期構造戦」は政府に任せ、その実行を強く求め、金融緩和への過度な依存・しわ寄せを回避すべきであった。

それにも関わらず、金融緩和は長期化・強化され、2%数値目標にこだわり続けて「長期構造戦」にも足を踏み入れ、量的緩和拡充に加えてマイナス金利策まで導入し、国債金利はマイナス領域に入った。

このことは、次のようなリスク・副作用・懸念を惹起し、膨らませることとなった。すなわち、①日銀の国債大量購入は、間もなく物理的限界を迎えるのではないかと、②利ザヤ縮小によって金融機関の収益が圧迫され、金融仲介機能が低下するのではないかと、③実質的な財政ファイナンスが進行しているのではないかと、日本国債の信用も失墜するのではないかと、④出口政策はどうするのか、日銀に代わる国債の買い手が不在となるのではないかと、⑤以上のことが市場で意識されると、国債金利は急騰するのではないかと、⑥それによって金融機関はもちろん日銀の財務も大きく傷み、財政事情も国債利払い費の急増により一段と悪化するのではないかとといった諸点である。今回の「検証」は、こうしたリスク・副作用・懸念に正面から向かい合い、答えるものとはなっていない。

筆者がとりわけ懸念しているのは(これも「検証」では触れられていないが)、金利体系全体に強い低下圧力がかかり続けた結果、今や大半の市場で適正金利発見機能が失われ、資金調達・運用者、市場関係者のクレジットリスク感覚がマヒし、投融資規律が弛緩しているのではないかと、ということである。

最も顕著に表れているのが政府部門であることは言うまでもない。消費税率引き上げを先送りしながら、足元の国債金利の超低水準を当然視し、来年度予算概算要求が100兆円を超えるといった事態には、懸念というより戦慄を覚える。このほか、リスクを反映しない極端に低い貸出・社債金利の常態化、一部の不動産市場におけるキャップレートの低下、企業買収案件における過大なのれん代、「政府の資金調達コストは低水準で安定的」として日本国債を「安定的」と判定する格付機関等々、事例には事欠かない。

こうしたクレジット規律の弛緩は、過大負債を抱えた債務者、過大なリスクをテイクした債権者、ファンダメンタルズからかけ離れた価格形成(バブル)を生み、これらはいずれは強い調整圧力を受け、大きな禍根を残す。こうした潜在的リスクが顕在化する蓋然性、顕在化した時のマグニチュードは、金融緩和が継続・強化される中で高まってきたことは間違いなく、このことは、金融緩和をさらに強化して得られるベネフィットと比較衡量する性質のものではなからう。

これまでの異次元金融緩和策を振り返ると、国債発行に歯止めがかからない中での大量国債購入、その規模拡大と買入れ平均残存年限の長期化、リスク・リターンバランスを失調せしめるマイナス金利など、「金融政策に限界はない」との思想の下、超えてはならない一線を超えることの連続だったのでないか。今回もまた、「長期金利水準をコントロールする」という一線を越えた策を加えるのであろうか。

現在並びに今後の金融政策に必要なことは、もはや金融緩和をさらに強化することではなく、政府に構造・規制・税財政改革の加速を強く迫ることであろう。そのことが、潜在成長率・期待成長率・国際競争力の向上につながり、予想物価上昇率を上向かせ、金融緩和の政策効果を強め、これまでの金融緩和によって膨らんだリスク・副作用を抑えることにもつながる。

マイナス金利深掘も、国債購入の拡大も、今や無用、不要であろう。

(フェロー役員 調査部長 金木 利公 : Kaneki_Toshikimi@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。

鈍化する米国設備投資の背景と見通し

<要旨>

米国では、個人消費が好調を維持する一方で、設備投資は 2014 年半ばをピークに鈍化基調にあり、景気全体の足を引っ張っている。

設備投資は既に資本ストック循環上の成熟局面にある可能性が高く、そうした中、企業収益の減少・設備稼働率の低下・景況感の悪化に伴い、製造業部門で投資意欲が減退している。また、原油価格の下落・低迷を受け、鉱業部門が投資を急激に圧縮していることも設備投資の下押し圧力となっている。

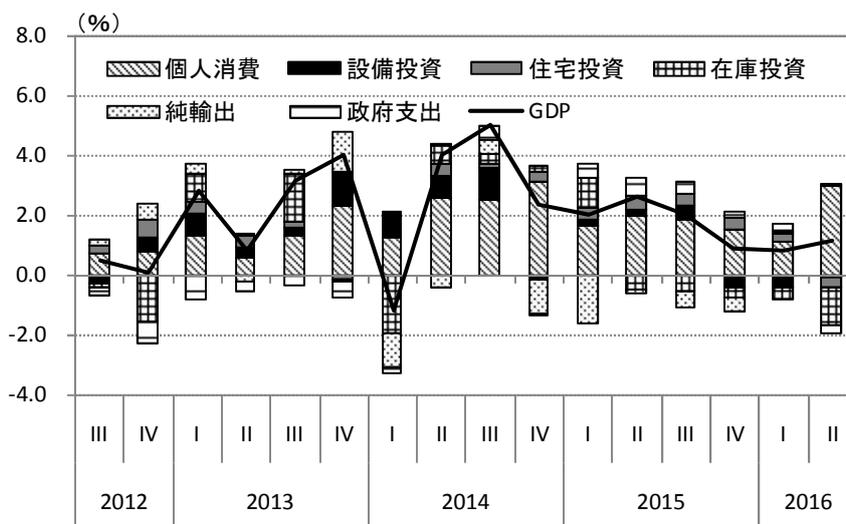
これらの要因が短期的に改善される可能性は低く、設備投資に対しては引き続きネガティブに作用していくことが想定される。米国企業部門の投資マインド改善は当面期待し難く、設備投資は弱含む状況が継続するものと予想する。

1. 鈍化する米国の設備投資

米国の 2016 年第 2 四半期(4～6 月期)の実質 GDP 成長率(改定値)は前期比 1.1%増となり、3 四半期連続で 2%を下回る低水準にとどまった(図表 1)。

需要項目別寄与度をみると、個人消費が前期比 2.9%増と 2014 年第 4 四半期以来の高い伸びを示す一方、在庫投資が 5 四半期連続マイナスの同 1.3%減と足を引っ張ったほか、設備投資(非住宅)、住宅投資、政府支出もマイナスを計上した。

図表 1 米国の実質 GDP 成長率・項目別寄与度

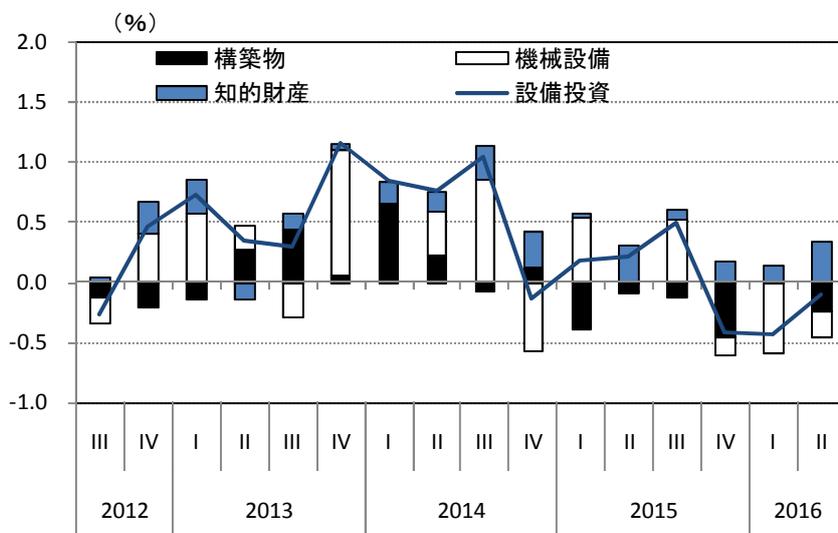


(資料) 米国商務省

うち設備投資をみると、2014年第3四半期をピークに失速し、2016年第2四半期までの直近3四半期は前期比マイナスで推移している。個人消費が堅調に推移する中、米国経済が2015年以降比較的低い成長率にとどまっているのは、設備投資の弱さが原因の1つとして挙げられる。

ただし、一口に設備投資といっても、すべてが弱いというわけではなく、目的別に内訳をみると項目毎に強弱まちまちである。設備投資は大きく構築物・機械設備・知的財産に分類されるが、ソフトウェアや研究・開発からなり、全体の約3割を占める知的財産投資は順調に拡大を続けている。一方で、全体のおよそ半分を占める機械設備投資と約2割を占める構築物投資は低迷しており、それが設備投資全体の弱さにつながっている(図表2)。

図表2 設備投資の項目別実質 GDP 寄与度 (前期比)



(資料) 米国商務省

以下では、米国の設備投資について、現在の資本ストック循環上の位置づけを確認したうえで、(1)企業収益・景況感の悪化、(2)原油価格の下落・低迷、(3)資金調達面の制約、という3つの視点から、その下押し要因について考察する。

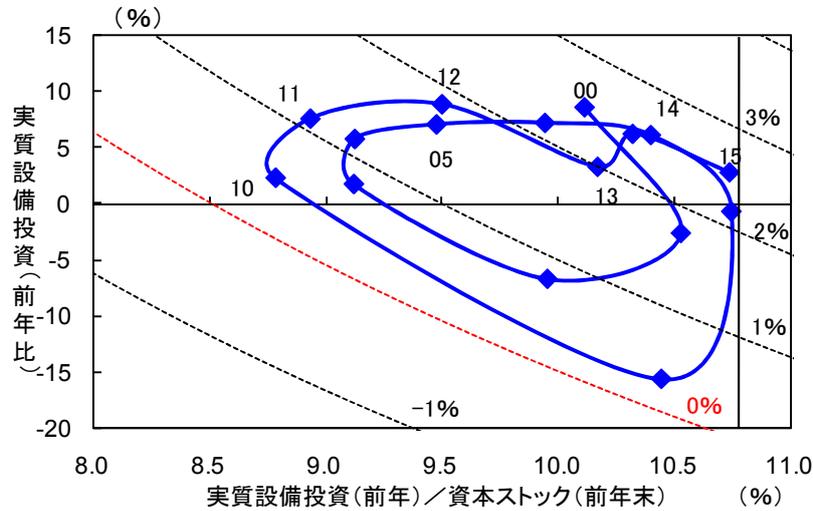
2. 資本ストック循環の成熟化

資本ストック循環図をみる限り、米国の設備投資は既に資本ストック循環上の成熟局面にあり、このことが企業部門の投資を抑制している可能性が高い。

次頁図表3は、企業部門の期待成長率と資本ストックの関係を見た循環図である(点線は期待成長率)。リーマンショックを機に2008年から始まった急激なストック調整は2010年に終了し、2010年以降、設備投資は調整局面から拡大局面に移行した。景気が回復に向かい、期待成長率が上昇する中、図上にプロットされた点(プロット位置)は、期待成長率0%ラインと1%ラインの間から、2%ラインと3%ラインの間に向かって概ね右上方にシフトしたのち、2014年から2015年にかけては2%ラインと3%ラインの間を右下方にシフトしている。直近2015年のプロット位置は、期待成長率が2014年以降2%台半ばで頭打ちとなる中、資本ストックは既に適正な水準に

達したと企業部門が判断していることを示唆している。換言すると、米国企業部門の設備投資は資本ストック循環上、成熟局面を迎えた可能性が高いということである。

図表3 資本ストック循環



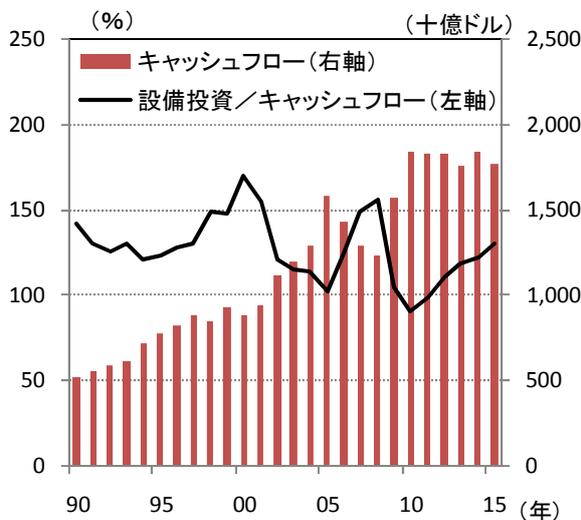
(注) 資本係数と除去率は 2006 年以降の平均

(資料) 米国商務省

2016 年現在のプロット位置は、図中のタテ線(2015 年の実質設備投資／資本ストック)上のいずれかにある。実質設備投資の伸びは期待成長率との関係で決まることから、期待成長率が上昇しなければ、2016 年のプロット位置は少なくとも 2015 年よりも下方に移動することになる。つまり、2016 年の実質設備投資は 2015 年比で減速することが想定される。

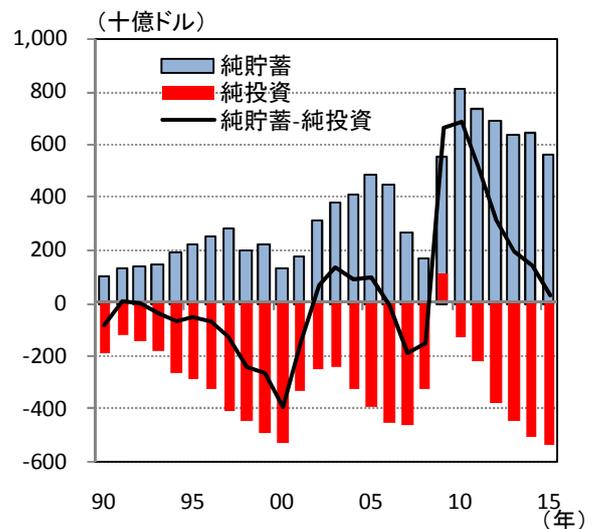
ここで、資本ストック循環上の拡大局面から成熟局面に至る 2010 年以降の米国における設備投資拡大の過程について、別の角度からも振り返っておこう。

図表4 企業部門キャッシュフローおよび対設備投資比



(資料) 米国商務省

図表5 企業部門の IS バランス



(資料) 米国商務省

前頁図表 4 は、企業部門のキャッシュフロー(税引き後利益－配当＋減価償却)と、設備投資／キャッシュフロー比をみたものである。まずキャッシュフローをみると、リーマンショック直後の2009年から2010年にかけて、それまでの減少トレンドから転じて急増している。これは、企業部門が資金調達懸念の高まりから内部留保を進めたことを反映したものであるが、2010年以降は収益拡大と同時に配当の支払いも拡大したことでキャッシュフローは横ばいとなっている。そうした中、設備投資の増加から設備投資／キャッシュフロー比は一貫して上昇を続けている。このことは、キャッシュフローの頭打ちにもかかわらず、期待成長率が上昇する中、企業部門が積極的に設備投資を増やしてきたことを表している。期待成長率の変化に対応して積極的に行動する米国企業の投資姿勢は、内部留保志向が強い日本企業とは対照的であり、きわめてダイナミックである。

こうした米国企業の積極的な投資行動は、前頁図表 5 に示した米国民間企業部門の IS バランス(純貯蓄－純投資)の推移とも整合的である。リーマンショック直後の2009年、民間企業部門は手元流動性の確保および設備投資の削減に伴って、投資超過から貯蓄超過に転じた。以来、一貫して貯蓄超過主体となっているが、投資の拡大および貯蓄の縮小により、貯蓄超過額は減少傾向を辿り、2015年には純貯蓄と純投資はほぼ均衡している。

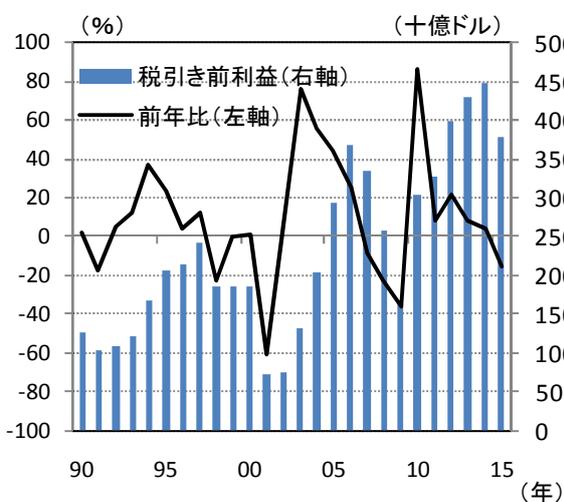
もっとも、既にみたように、資本ストック循環は既に成熟局面にある可能性が高い。そうした中、今後数カ月という短期的なスパンにおいて、米国の企業部門が再び設備投資を積極化していく公算は小さく、そのISバランスが1990年代後半やリーマンショック前のような大幅な投資超過に回帰する可能性は低いものと考ええる。

3. 設備投資鈍化の諸要因

(1) 企業収益・景況感の悪化

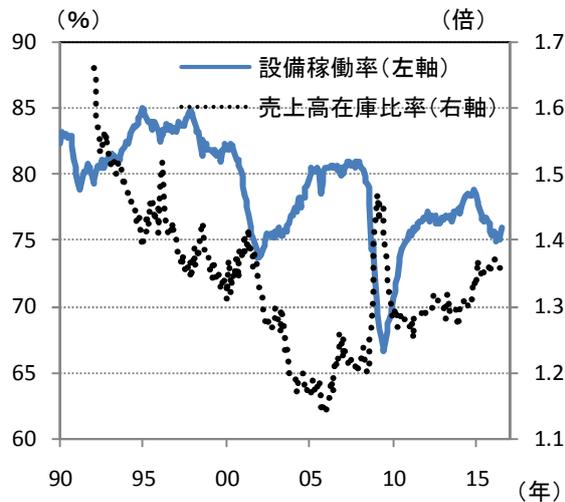
米国の製造業部門では、2015年以降、企業収益が減少し、設備稼働率が低下する中、景況感が大幅に悪化している。景況感の悪化は製造業の投資意欲減退を招き、設備投資下押しの主要因となっている。

図表 6 製造業部門税引き前利益



(資料) 米国商務省

図表 7 製造業売上高在庫比率・設備稼働率



(資料) 米国商務省、ブルームバーグ

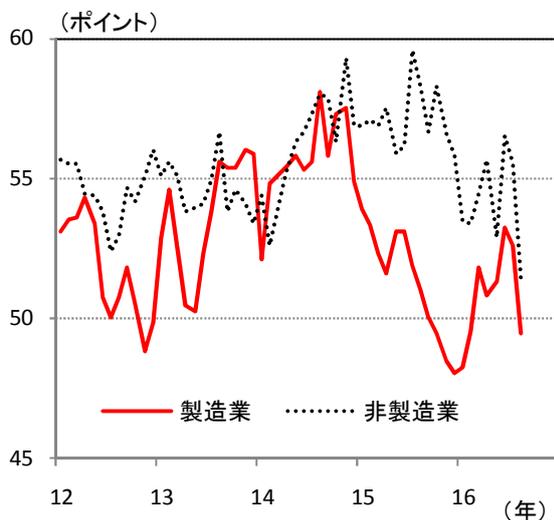
まず収益面をみると、製造業部門の税引き前利益は2009年を底に堅調に拡大を続け、2014年には過去最高を更新した。しかし、ドル高に伴う輸出の不振も影響し、2015年は前年比15.9%減と大幅な減益となった(前頁図表6)。その減益率は全産業の前年比5.4%減に比べても大きい。

他方、設備稼働率は2015年以降、在庫が売上高対比で増大する中で低下傾向にあり、直近は約75%にとどまっている(前頁図表7)。

収益の悪化や設備稼働率の低下を背景に、製造業部門の景況感を示すISM製造業景気指数は、2015年半ば以降、弱含んでいる(図表8)。景況感悪化は、製造業の投資意欲を大きく減退させているものとみられ、たとえば、図表9が示すように、構築物投資における製造業関連投資は、景況感の悪化と並行する形で低迷を続けている。

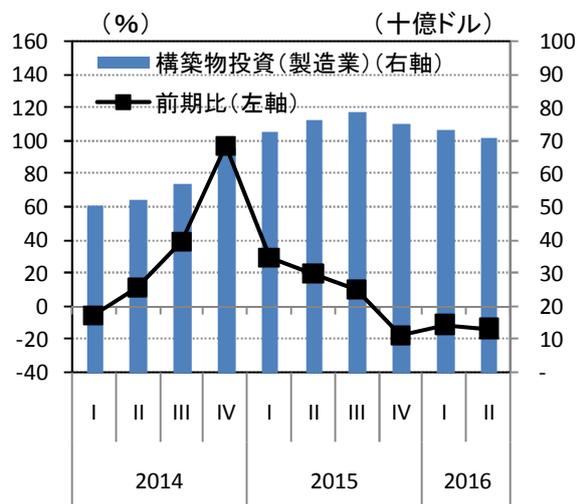
なお、足元をみると、ISM景気指数は製造業だけではなく非製造業でも低下している。非製造業景気指数の低下は一時的な現象にとどまる可能性もあるが、これが趨勢的に続いた場合、設備投資の下押し要因として非製造業の景況感悪化が新たに加わる懸念される。

図表8 ISM景気指数



(資料) ブルームバーグ

図表9 構築物投資における製造業関連投資



(資料) 米国商務省

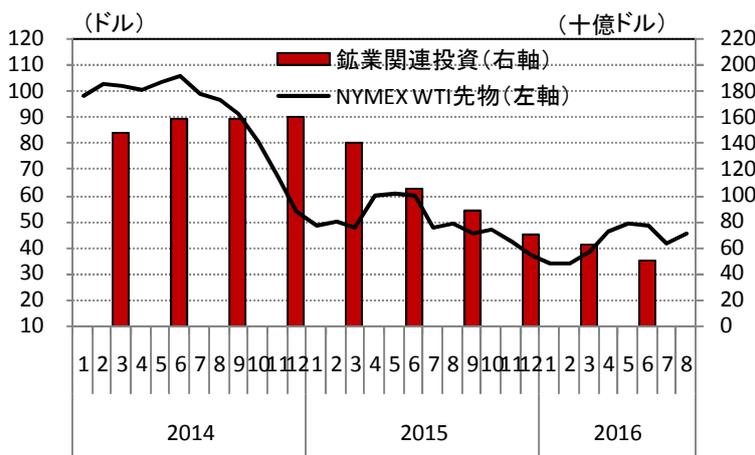
(2) 原油価格の下落・低迷

原油価格の急落・低迷に伴う鉱業部門の不振も設備投資鈍化に強く影響している。

鉱業は米国ではGDPの2~3%を占めるに過ぎない産業である。にもかかわらず、構築物投資における鉱業関連投資は2010年頃から始まったシェールオイル・ブームを背景に拡大を続け、2014年には設備投資全体の6.9%を占めていた。だが原油価格が2014年後半、1バレル100ドル近傍から40ドル近傍に急落したことを受けてブームが終焉を迎えると、鉱業関連投資は半年程度のタイムラグを伴う形で大きく落ち込んだ。2015年における鉱業関連投資は前年比35%減の大幅減となり、設備投資全体に占める比率は4.4%に低下している(次頁図表10)。

原油市況が低迷する中、鉱業関連投資の縮小は2016年に入っても歯止めがかかっておらず、2016年第2四半期末の投資額は2014年末時点の3分の1以下の水準にまで落ち込んでいる。足元では原油油井の掘削機械稼働数に底打ちの兆しがみられるなど、反転の材料が出ているものの、市況が大幅に回復しない限り、鉱業関連投資は今後も低迷が続くものと見込む。

図表 10 原油価格と構築物投資における鉱業関連投資



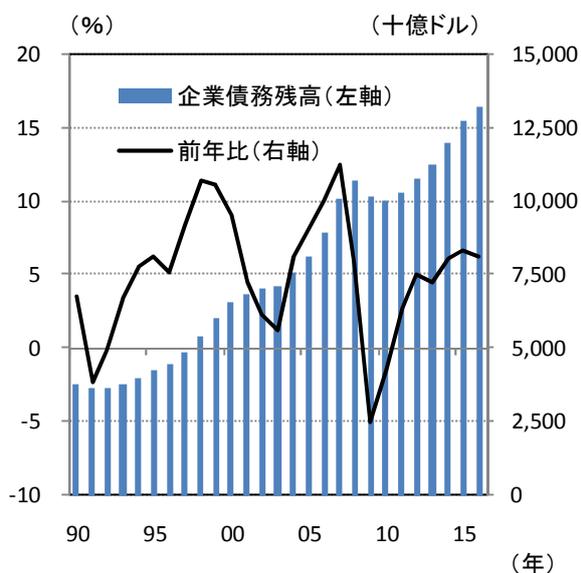
(資料)米国商務省、ブルームバーグ

(3) 資金調達面の制約

資金調達は、これまでのところ設備投資の重要な制約要因にはなっていないものとみられる。その当否について、以下、企業部門の負債残高、銀行貸出基準、企業部門の借入需要、社債利回りの4点から検証する。

図表 11 は、米国企業部門の負債残高の推移をみたものである。負債残高はリーマンショック後に大きく落ち込んだが、2010年以降急回復し、直近2016年第2四半期末には過去最大を更新した。しかし、その一方、同四半期の前年同期比伸び率は、過去6四半期で最低を記録している。

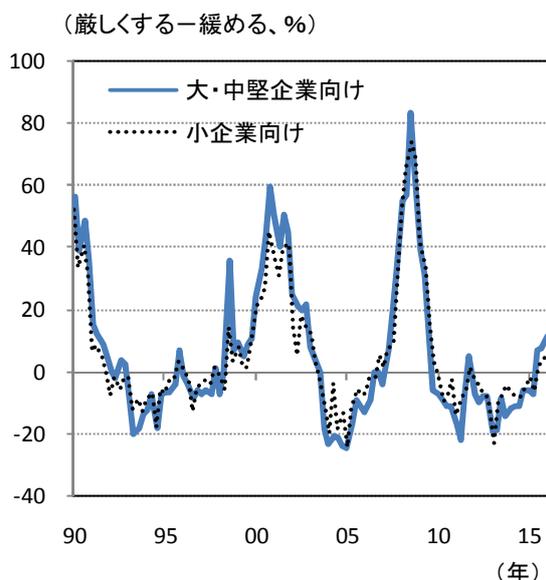
図表 11 企業債務残高・伸び率



(注) 2016年値は第2四半期末

(資料) FRB

図表 12 銀行の商工業向け融資の貸出基準



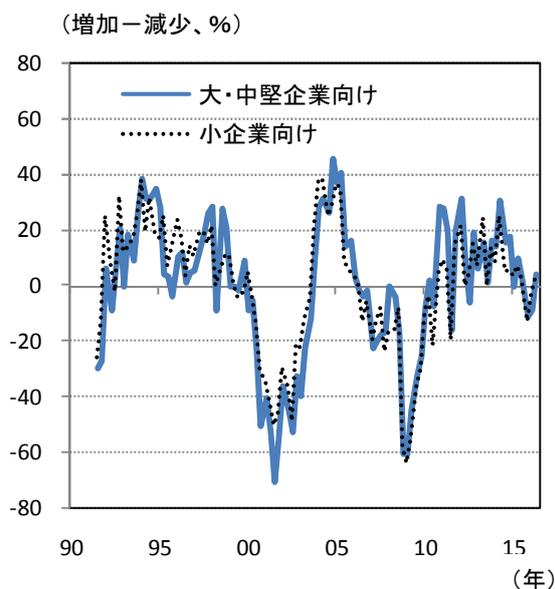
(資料) FRB

前頁図表 12 は、米連邦準備理事会 (FRB) によるシニア・ローン・オフィサー・オピニオン・サーベイに基づく商工業向け貸出基準の推移を示したものである。負債残高の伸び率頭打ちにやや先行する形で、貸出基準は 2015 年 12 月以降、大企業向け・中小企業向け融資ともに厳格化が緩和化を上回るようになってきている。とはいえ、変化幅は依然小幅にとどまっており、銀行の貸出基準の厳格化が企業部門の資金調達に与える影響は限定的と推測する。

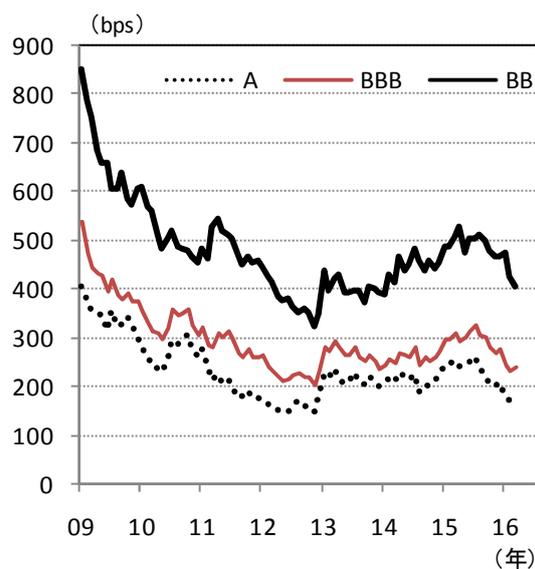
むしろ、負債の伸び率が鈍化している理由としては、図表 13 が示すように、投資意欲の減退によって、企業部門で資金需要が趨勢的に弱まっていることのほうがより重要であろう。

実際、銀行貸出基準の厳格化傾向にもかかわらず、社債の利回りからみた資金調達コストは上昇していない。図表 14 は、格付けクラス毎に社債利回りの推移を示したもののだが、2012 年以降、とりわけ投資適格級 (図表 14 中の A、BBB) の社債利回りは、比較的低位で安定している。米国の企業部門の主要な資金調達経路が間接金融ではなく直接金融であることを勘案すると、全体的に言えば、企業部門は引き続き低コスト資金での調達を享受しているといえ、資金調達はこれまでのところ企業部門の設備投資に対する制約要因にはなっていないものと考ええる。

図表 13 商工業向け融資に対する借入需要



図表 14 米国社債利回り



4. まとめと今後の見通し

米国では、個人消費が好調を維持する一方で、設備投資は 2014 年半ばをピークに鈍化基調にあり、景気全体の足を引っ張っている。

本稿では、設備投資鈍化の主な背景として、設備投資が資本ストック循環上、既に成熟段階に入っている可能性が高いことを指摘したうえで、設備投資の下押し要因として、(1) 収益の減少・設備稼働率の低下・景況感の悪化に伴い製造業部門を中心に投資意欲が減退していること、(2) 原油価格の下落・低迷を受けたシェールオイル・ブームの終焉に伴い鉱業部門が投資を大幅に縮小していること、の 2 点を挙げた。

以上に挙げた要因が短期的に改善される可能性は低く、引き続き設備投資に対しネガティブに作用していくことが想定される。そうした中、米国企業部門の投資マインド改善は当面期待し難く、設備投資は弱含む状況が続くものと予想する。

(経済調査チーム 村上 和也 : Murakami_Kazuya@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。

円高・原油高の進行と消費者物価の見通し

＜要旨＞

2014年後半以降、消費者物価の押し下げ要因となってきた原油価格の下落に、足元では持ち直しの動きがみられる。しかし、消費者物価には上昇の兆しはみられず、足元の円高が、原油価格の上昇効果を一部相殺していると考えられる。

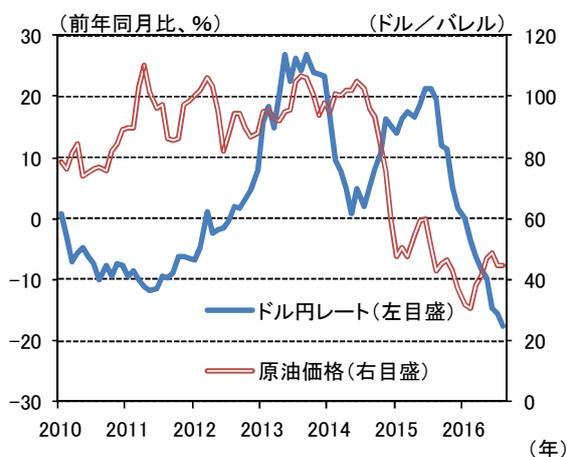
今般の総括的な判断においても日本銀行は、依然として消費者物価の上昇を見込んでいる。しかし、本稿の分析を基にすると、コアCPI上昇率は原油高で押し上げられるものの、その効果は6ヵ月程度で弱まり、その後は2017年にかけて円高による押し下げ圧力が徐々に強まっていく。そのため、コアCPI上昇率の大幅な上昇は期待出来ず、2017年中盤頃からは下落に転じていく。消費者と企業のインフレ期待は、過去の物価上昇率に依存する「適格的な予想形成」の影響を大きく受けるため、足元でのインフレ期待の低下は個人の消費行動や、企業の賃金引き上げ・価格設定行動の消極化を長引かせることになり、物価安定目標の早期達成は困難なものになるであろう。

1. 円高により相殺される原油高効果

2013年4月の日本銀行による異次元緩和政策の導入以降、一時は1.5%まで上昇した消費者物価指数上昇率(消費税を除く)は、2014年後半からの原油価格急落を要因として急激に低下した。2016年初頭から原油価格は徐々に持ち直しの動きがみられ(図表1)、エネルギー品目の価格押し下げ圧力が徐々に弱まっているが、コアCPIの足元の動きをみると▲0.5%と、2016年3月から4ヵ月連続でのマイナスとなっており、消費者物価上昇の兆しはみられない(図表2)。

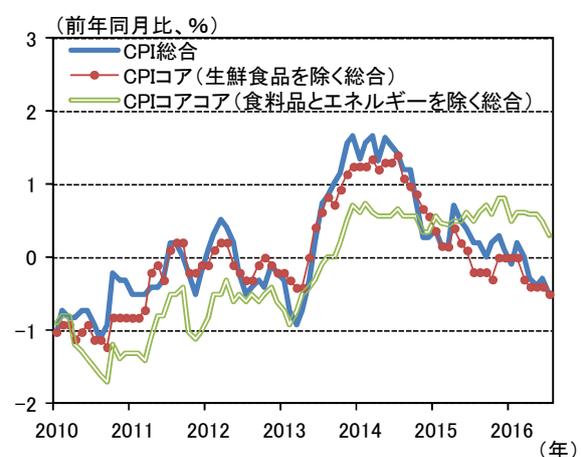
これには足元で、前年同月比でみて2割近く進行している円高が消費者物価の押し下げ圧力となり、原油価格の上昇効果を一部相殺していることが影響していると考えられる。そこで本稿では、原油価格と円高の2つに焦点を当て、今後の消費者物価への影響を分析する。

図表1 円ドルレートと原油価格



(資料) Bloomberg

図表2 消費者物価指数の推移



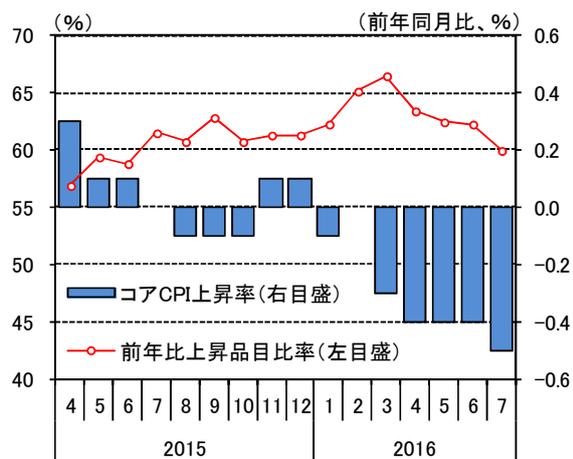
(注) 消費税の影響を除く。

(資料) 総務省『消費者物価指数』

2. 為替と原油価格が消費者物価へ与える影響

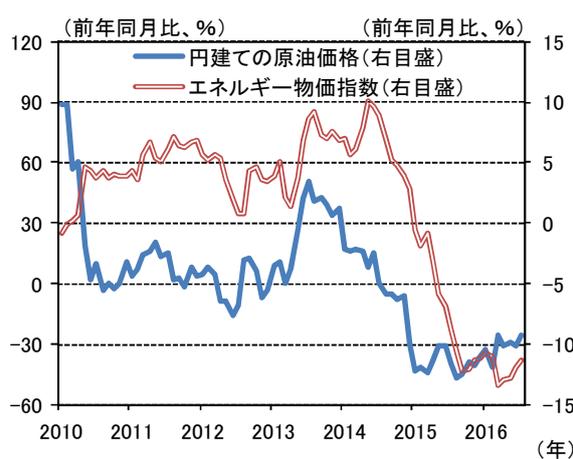
初めに為替レートと原油価格が、それぞれの程度消費者物価に影響を与えているかをみる。足元ではコアCPIを構成する品目の内、価格が上昇した品目の割合が、2016年3月をピークに低下しており(図表3)、2015年半ば進行した円高が輸入物価の低下を通じて物価押し下げ圧力となり始めている可能性がある。一方で、足元での原油価格の持ち直しは、消費者物価に対するマイナス寄与を縮小させているとみられる(図表4)。

図表3 コアCPI構成品目の内、プラスとなった品目の割合



(資料)総務省『消費者物価指数』

図表4 原油価格とエネルギー物価指数の動き



(資料)総務省『消費者物価指数』、Bloomberg

以上でみた足元の円高と原油価格上昇は、それぞれ消費者物価に対して逆の効果を与えることから、その効果を別々にみるために、ここでは産業連関表を用いて、足元で進行している10%の円高と、34%の原油高¹の効果をそれぞれ試算した²(図表5)。これをみると、原油高が円高の効果を上回り、消費者物価の上昇率を+0.10%ポイント押し上げる結果となった。

図表5 為替レートと原油価格の消費者物価への寄与度

(寄与度、%ポイント)

	10%の円高	34%の原油高	円高+原油高
食料品	▲ 0.21	0.15	▲ 0.05
住居	▲ 0.03	0.03	▲ 0.00
光熱・水道	▲ 0.11	0.33	0.22
家具・家具用品	▲ 0.04	0.02	▲ 0.02
被服及び履物	▲ 0.03	0.02	▲ 0.02
保険医療	▲ 0.03	0.00	▲ 0.02
交通・通信	▲ 0.09	0.09	▲ 0.00
教育	▲ 0.01	0.01	0.01
教養娯楽	▲ 0.07	0.06	▲ 0.01
諸経費	▲ 0.01	0.02	0.00
合計	▲ 0.64	0.73	0.10

(資料)総務省『平成23年(2011年)産業連関表(確報)』

¹ それぞれ、原油価格が落ち込んだ2016年1月～3月の月次平均と直近8月の月次平均を比べた伸び率を使用した。

² 産業連関表の統合中分類(108部門)をベースに試算した。なお、産業連関表の中分類と消費者物価指数の品目は完全には一致しないため、消費者物価指数と関連する品目が多い産業部門を対応させ、民間最終支出(購入者価格評価)でウェイト付することにより算出した。詳細については<付注>を参照のこと。

3. タイムラグを持つ為替と原油価格の影響

前節では、為替レートと原油価格が消費者物価へ与える効果を分析したが、これらの影響はすぐに消費者物価に反映されるわけではない。前掲図表3や4で見られるように、素材価格や輸入物価の下落は生産者物価の下落等を通じて徐々に消費者物価へ波及していくのが通常である。しかし、産業連関表を使った分析では、為替や原油価格の変化が産業間の相互関係を通じて波及した最終的な価格変化の影響しかみることができない。

そこで、こうした波及過程の時間的な変化をみていくこととする。円高による影響については、コアCPI構成目(エネルギー関連品目を含んだ「光熱・水道」と「交通・通信」を除く)の内、図表5で円高の影響の大きかった「食料(生鮮食品を除く)」、「家具・家事用品」、「教養娯楽」の3品目とし、原油高の影響については、「エネルギー」に分析対象を絞る。

最初に、それぞれの物価指数と、為替レートと原油価格のタイムラグをとった系列(0ヵ月～12ヵ月)との相関係数の変化をみると、為替レートについては概ね9ヵ月から12ヵ月後に、原油価格については5ヵ月後に、相関係数の絶対値が最も大きくなっており、ラグを伴って影響力が変化していることが分かる(図表6)。

図表6 相関係数の推移

	0ヵ月	1ヵ月	2ヵ月	3ヵ月	4ヵ月	5ヵ月	6ヵ月	7ヵ月	8ヵ月	9ヵ月	10ヵ月	11ヵ月	12ヵ月
為替レート													
食料(生鮮食品を除く)	▲0.06	▲0.12	▲0.20	▲0.29	▲0.39	▲0.48	▲0.56	▲0.63	▲0.68	▲0.71	▲0.74	▲0.76	▲0.77
家具・家事用品	▲0.30	▲0.38	▲0.47	▲0.54	▲0.62	▲0.67	▲0.73	▲0.76	▲0.78	▲0.80	▲0.79	▲0.79	▲0.77
教養娯楽	▲0.23	▲0.32	▲0.40	▲0.48	▲0.55	▲0.59	▲0.63	▲0.66	▲0.68	▲0.70	▲0.70	▲0.67	▲0.65
原油価格													
エネルギー	0.55	0.59	0.61	0.65	0.68	0.70	0.69	0.67	0.64	0.61	0.57	0.52	0.46

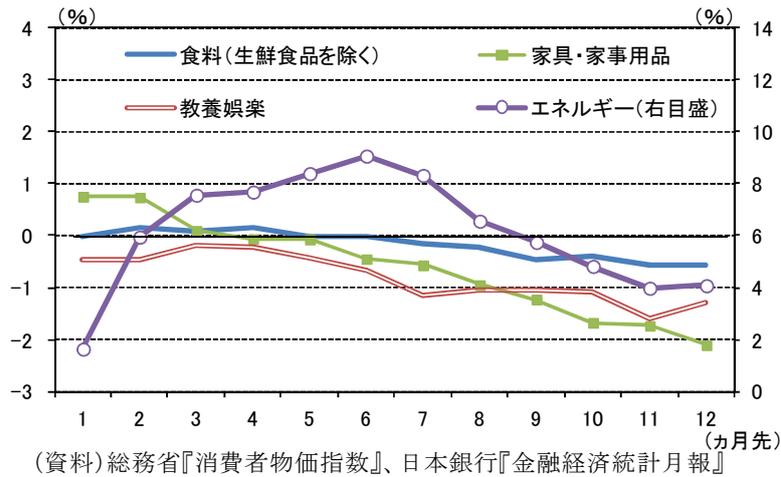
(注)2010年1月～2016年7月までのデータを使用。各品目の物価上昇率に係る消費税の影響については、2014年4月～2015年3月を1とするダミー変数を含んだAR(12)モデルを推計し、ダミー変数の回帰係数を消費税による押し上げ分として控除することにより調整している。表内の網掛け部分は12ヵ月の内で相関係数の絶対値が最も大きいことを表す。
(資料)総務省『消費者物価指数』、日本銀行『金融経済統計月報』、Bloomberg

次に、前節と同様に10%の円高と、34%の原油高が今後どの程度消費者物価を押し下げるかを試算する。そのために、名目実効為替レートと、エネルギーを除くコアCPIの各品目の物価指数の2変数を使用したVARモデル³と、原油価格、名目実効為替レート、エネルギー物価指数の3変数を使用したVARモデルにより試算を行った。

次頁図表7は、名目実効為替レートと原油価格それぞれが、時間を通じて物価上昇率に何%影響を与えるかをみたインパルス応答関数を図示したものである。これをみると、エネルギーを除くコアCPIの各品目は、10ヵ月から12ヵ月後の時差を伴って円高のマイナス影響が大きく出ており、原油高は5ヵ月～7ヵ月後にかけてエネルギーにプラスの影響が大きく出ている。このことから前掲図表6でみた相関係数と同程度のタイムラグで、各品目の物価上昇率に与える影響が変化していることが分かる。

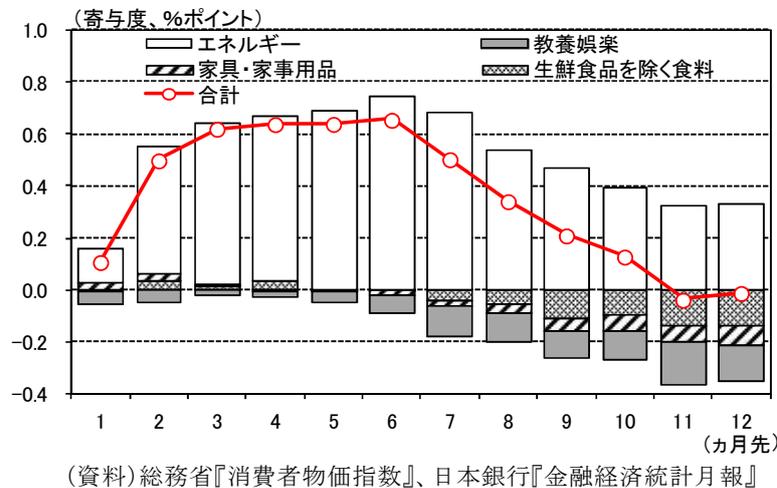
³ 推計したVARモデルの詳細については<付注>を参照のこと。

図表7 コアCPI(4品目)のインパルス応答関数



最後に図表7の結果を使い消費者物価への寄与度をみると、原油高が進行した直後は、エネルギー物価の押し上げ圧力が大きく寄与し、6ヵ月後をピークに+0.74%ポイント物価上昇を押し上げる(図表8)。しかし、7ヵ月後以降は徐々にその力は弱まり、円高による押し下げ圧力も強まることにより、11ヵ月後には円高、原油高の効果を合わせて、▲0.01%と僅かながらマイナスに転じることになる。以上の分析から、原油高は半年程度の間、物価上昇への寄与度を高めるが、徐々にその力は弱まり、約1年後には円高のマイナス寄与が原油高の効果を上回ることが分かった。

図表8 コアCPI(4品目)の寄与度分解



4. まとめと今後の展望

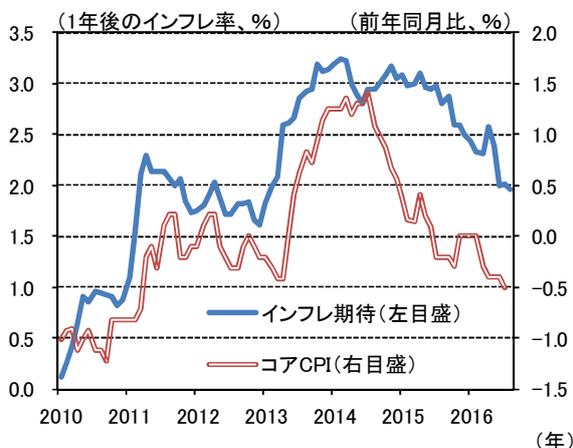
日本銀行の見通しによると、今後の消費者物価の動きは、労働需給の引き締まりが続くことによる賃金上昇と、原油高が進むことによるエネルギー物価のマイナス寄与縮小で上昇が見込まれている。しかし、労働市場の改善を通じた物価上昇の経路をみると、完全失業率が3.0%に低下する中においても、賃金の上昇ペースが加速する兆候はみられないことから、物価の押し上げ効果は引き続き軽微なものに留まるとみられる。原油高を通じた影響も、本稿の分析を基にすると、コアCPI上昇率は原油高の物価上昇効果で一時的には押し上げられるものの、その効果は6ヵ月程

度で弱まり、その後は足元の円高による押し下げ圧力が2017年にかけて徐々に強まっていく。そのため、コアCPI上昇率は+1%を超えるような大幅な上昇は期待出来ず、2017年中盤頃から低下していく蓋然性が高い。また海外経済の不透明感の高まりの中、先行きの円安トレンドは想定し難く、円高による物価押し下げ圧力が続くことから、上述した分析からの下振れリスクが大きい。

さらに2015年後半から、消費者物価の下落に追随して、インフレ期待が消費者、企業共に低下している(図表9、10)。これは消費者と企業のインフレ期待が、2%の物価安定目標が達成されることを念頭に置いて物価上昇を予想する「フォワード・ルッキングな予想形成」よりも、実際の物価上昇率がそのまま続くとして物価上昇を予想する「適合的な予想形成」に大きく影響を受けているものと考えられる。日本銀行の量的・質的金融緩和政策(QQE)は、消費者と企業に広まった、過去の物価上昇率の実績に依存した後ろ向きの期待形成を、物価安定目標を見据えた将来への前向きな期待形成へ転換することを一つの目標として進められてきた。しかしQQEが約3年半経過した現在でも、この転換は十分に進まず、後ろ向きの期待形成の習慣が根強く残っている。

こうした状況で日本銀行は、「フォワード・ルッキングな予想形成」を強めるために、これまでのQQEからの変更点の一つとして、2%の物価安定目標を超えるまでマネタリーベースの拡大方針を継続する「オーバーシュート型コミットメント」を導入したが、長年続いてきた行動習慣を変化させるには相応の時間がかかると考えられる。そのため、個人の消費行動や、企業の賃金引き上げ・価格設定行動の消極化が長引くこととなり、物価安定目標の早期達成は困難なものになるであろう。

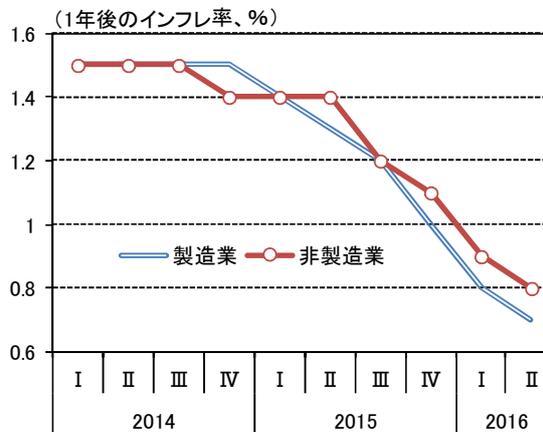
図表9 消費者のインフレ期待とコアCPI



(注) 消費者の期待インフレは、±2%未満、±2%以上～5%未満、±5%以上の回答に対して、それぞれ、±2%、±3.5%、±5%を割り当て、回答した人の割合で加重平均して算出。

(資料) 総務省『消費者物価指数』、内閣府『消費動向調査』

図表10 企業のインフレ期待



(資料) 日本銀行『全国企業短期経済観測調査』

<付注>

1. 産業連関分析

本稿で算出した産業連関表による生産者価格の変化は以下の式から求めた。

$$\Delta P^d = ((I - (I - M)A)^{-1})' ((MA)') \Delta P^m$$

記号はそれぞれ、 ΔP^d : 国内の生産者価格の変化ベクトル、 ΔP^m : 輸入価格の変化ベクトル、 I : 単位行列、 M : 輸入係数を対角要素とする対角行列、 A : 投入係数行列を意味し、添え字の t は転置行列を表し、 -1 は逆行列であることを表す。

円高は全ての輸入価格が一律に10%下がり、原油高については「石炭・原油・天然ガス」産業の輸入価格のみ34%上昇するとして算出した。産業連関表による分析については、円高や原油高による輸入価格の変化が産業間の相互依存関係を通じて波及した、最終的な結果をみているため、時間を通じた変化は考慮していない。また、本稿の分析では、生産者価格が全て消費者物価へ転嫁されると仮定している。

2. VAR モデル

本稿では以下のVAR(12)モデルを使用した。

$$y_t = A_0 + \sum_{i=1}^{12} A_i y_{t-i} + u_t$$

各記号は以下の通り。

y_t : 変数ベクトル

円高と原油高を分析した際の変数と順序は以下の通り。何れも前年同月比伸び率。

円高: 名目実効為替レート、エネルギーを除くコアCPIの各品目の物価指数

原油高: 原油価格、名目実効為替レート、エネルギー物価指数

A_0 : 定数項ベクトル、 A_i : 係数行列、 u_t : 誤差項ベクトル。

インパルス応答関数については、上記モデルを推計して得られた残差の分散・共分散行列をコレスキー分解して算出した。

(経済調査チーム 加藤 秀忠:Kato_Hidetada@smtb.jp)