

デフレ期待の形成

～重要性を増す金融政策～

経済調査部 鈴木 将之

(要旨)

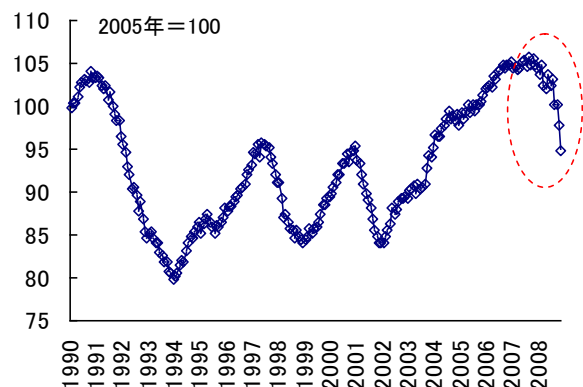
- 景気後退の影響を受けて、消費、投資をはじめとする需要が縮小している。投資の縮小は将来の生産能力を低下させるなどの経路を通じて経済全体の供給も縮小させる。しかし、消費、投資など需要の縮小の方が大きいため、需給の差として定義されるGDPギャップのマイナスが拡大しており、これは物価を低下させる圧力となる。2008年第4四半期以降の経済環境からすると、現在、デフレ圧力は更に高まっていると考えられる。
- 消費者から見た物価の見通しから期待インフレ率を計算すると、1年後、5年後の期待インフレ率は低下に転じている。足元の物価動向から、消費者サイドでは、デフレ期待が次第に高まると考えられる。また、企業物価では、デフレ期待の傾向がより強くあらわれている。
- 企業物価と期待インフレ率の関係を推計した結果によると、企業の約8割は利用可能な情報を用いて、価格の見通しを行っていると言える。企業の期待形成は概ね合理的なものであると考えられるので、①企業が日銀への信認をもっていること、②日銀が経済環境と他の景気対策を踏まえて適切なメッセージを送ることができれば、期待インフレ率は上昇することになる。期待インフレ率がプラスの状態であれば、日銀が名目金利を引き下げることで、実質金利が下がり、投資を刺激して経済を回復させることになる。しかし、現在の金利は0.1%と低い水準にあるため、別の方法で期待インフレ率をプラスに維持することが求められる。例えば、金利の引き下げについて条件や期間などを公約することによって生じる時間軸政策をとることで、期待インフレ率をプラスに誘導することも1つの手段となる。このように、現在の経済環境下において、財政政策に加えて、日銀による金融政策の重要性が増している。

1. GDPギャップのマイナスの拡大： デフレへ

2008年10月の105.5をピークに景気動向指数(CI一致指数)が低下しており、同年11月には94.9と前月比▲2.8ポイントの低下と、景気の停滞が深刻化している様子があらわれている(資料1)。

こうした中で、消費や投資をはじめとする需要が縮小している。景気後退によって雇用の不安感や所得の減少などを受けて消費者は消費を減らし、企業は海外経済の停滞による輸出の鈍化を受けて、新規に投資を行いにくい環境になっているからである。一方、投資が減少するこ

資料1 CI一致指数



(出所) 内閣府『景気動向指数』

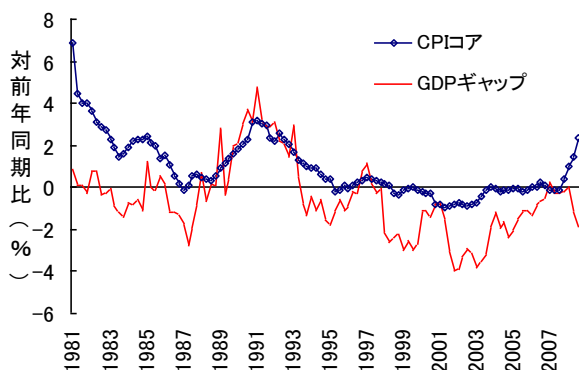
とによって、長期的にみて潜在成長率が低下することになる（注1）。なぜなら、投資が縮小することは資本ストックの生産能力を低下させることにつながるため、潜在成長率に対して下押し圧力となるからである。このような中で、需給両面を比べると、現在の経済環境では供給よりも需要の減少の方が相対的に大きいことから、需給の差として定義されるGDPギャップのマイナスが拡大していると考えられる（資料2）。

GDPギャップと物価の時差相関係数を計算すると、GDPギャップが消費者物価指数（CPIコア）に2四半期先行しているため、GDPギャップの動向から物価の先行きを考えることができる。また、統計的にみても、GDPギャップと物価の間には長期的に安定した関係が確認され、GDPギャップのマイナスが拡大すると（需要が縮小すると）、価格が低下する関係が見られる。したがって、現在のようなGDPギャップのマイナスの拡大は、将来の物価を押し下げるように寄与することになる。

また、足元のインフレ率（CPIコアの変化率）を見ると、資源価格の上昇による影響が少なくなる中でインフレ率が低下しており、これに景気の停滞に起因する需要減の影響が加わることによって、物価に更に下押し圧力がかかり、デフレになる可能性が考えられる。

ここで、2008年第3四半期までのGDPギャ

資料2 GDPギャップとインフレ率



（出所）内閣府『国民経済計算』、経済産業省『鉱工業生産生産指数』『第3次産業活動指数』、厚生労働省『毎月勤労統計』、内閣府『国民経済計算』『民間企業資本ストック』日本銀行『全国企業短期経済観測調査』などより第一生命経済研究所作成

（注）計算方法は内閣府(2001)の方法を用いた

ップを用いて、インフレ率を試算すると、2008年第3四半期には前年同期比2.36%であったものが、2009年第1四半期には同0.17%と0%に近づく（資料3）。

しかし、2008年の物価上昇は、資源価格の上昇という供給サイドのショックによるところが大きい。そのため、GDPギャップの拡大とは別の要因である資源価格の影響によるインフレ圧力の剥落によっても、2009年以降の物価は更に押し下げられることになるだろう。

今後の動向については、2008年第4四半期には、景気後退によって需要は更に縮小していると考えられるので、GDPギャップのマイナスは拡大することが予想される。そのため、2009年第2四半期以降もインフレ率を更に押し下げて、デフレになることが考えられる。

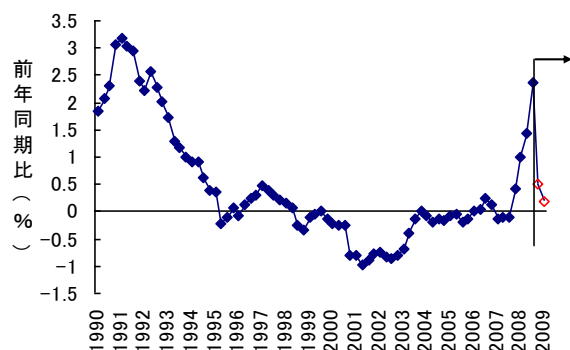
つづいて、消費者、企業が物価の動向についてどのような見通しをもっているのかについて、それぞれの期待インフレ率の試算から見ておこう。

（注1）GDPギャップは現実のGDPと潜在GDPの乖離率として定義される。ここでは内閣府(2001)で紹介されている生産関数アプローチを用いた。

2. 消費者サイドにデフレ期待の兆し

まず、消費者が物価についてどのような見通しをもっているのかについて見ておこう。消費者の物価見通しとして、日本銀行『生活意識に

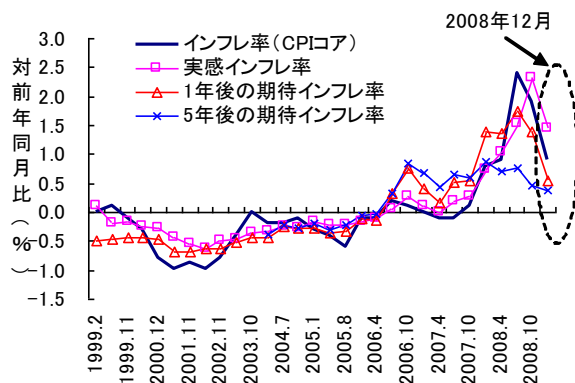
資料3 インフレ率（CPIコア）の動向



（出所）内閣府『国民経済計算』、経済産業省『鉱工業生産生産指数』『第3次産業活動指数』、厚生労働省『毎月勤労統計』、内閣府『国民経済計算』『民間企業資本ストック』日本銀行『全国企業短期経済観測調査』などより第一生命経済研究所作成

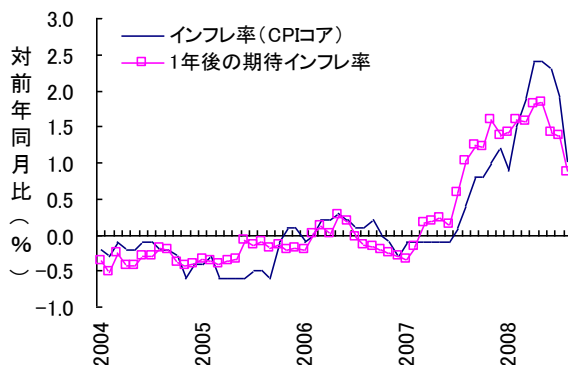
（注）計算方法は内閣府(2001)の方法を用いた。

資料4 消費者の期待インフレ率：日銀資料



(出所) 日本銀行『生活意識に関するアンケート調査』、総務省『消費者物価指数』より第一生命経済研究所作成
 (注) カールソン・パーキン法は内閣府(2003)の方法を用いた

資料5 消費者の期待インフレ率：内閣府資料



(出所) 内閣府『消費動向調査』、総務省『消費者物価指数』より第一生命経済研究所作成
 (注) カールソン・パーキン法は内閣府(2003)の方法を用いた

関するアンケート調査』、内閣府『消費動向調査』などが利用できる。しかし、それらは期待インフレ率を直接的に計測するものではなく、ある程度の幅をもって回答させているものである。これらの調査は調査時点などが異なるため、それぞれの資料から期待インフレ率を計算して比較してみる(注2)。

『生活意識に関するアンケート調査』では2008年10月時点を見ると、消費者の実感としては物価が上昇している傾向であるものの、1年後、5年後の期待インフレ率は前回調査の2008年7月よりも低下している様子が見られる(資料4)。また、月次調査である『消費動向調査』では、2008年9月から3ヶ月連続で1年後の期待インフレ率が低下している(資料5)。

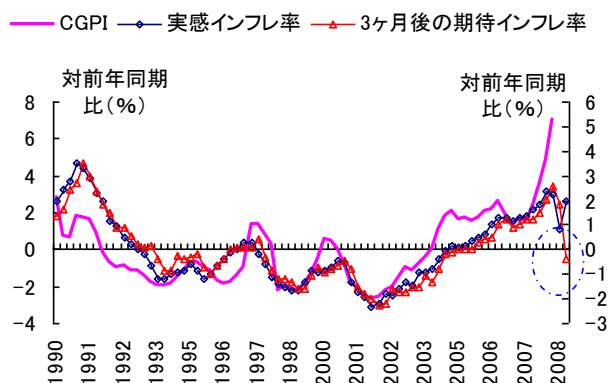
上記の2つの試算は、調査の時点や項目(1

年後、5年後の期待インフレ率など)などが異なるものの、同じような傾向が見られる。現実のインフレ率が低下し始めていることが、消費者の物価見通しに対して影響を及ぼしており、期待インフレ率の低下としてあらわれていると言える。

2008年に顕著になった消費者物価指数の上昇は、主に食料・エネルギー価格の上昇が原因であり、他の品目はあまり上昇していない。そのため、エネルギー価格が下落を受けて、インフレ率が鈍化し、期待インフレ率の更なる低下をもたらし、やがてデフレ期待になると考えられる。

(注2) 期待インフレ率の計算ではカールソン・パーキン法を内閣府(2003)で説明されている方法を用いた。

資料6 企業の期待インフレ率



(出所) 日本銀行『全国企業短期経済観測調査』、『企業物価指数』より第一生命経済研究所作成
 (注) カールソン・パーキン法は内閣府(2003)の方法を用いた

3. 企業サイドではデフレ傾向が顕著に

つぎに、企業の期待インフレ率について見ておこう。日本銀行『全国企業短期経済観測調査』から販売価格の最近の動向と先行きについての結果を利用することができる。消費者の期待インフレ率の試算と同様の方法による推計の結果、実感としてのインフレ率は上昇しているもののピークを過ぎた様子が見られる(資料6)。また、先行き(3ヶ月後の期待インフレ率)については下落している様子が実感インフレ率よりも顕著に見られ、2008年第3四半期には対前年同期比▲0.40%と販売価格が前年を下回るデフレ状態になりうると予想している。

以上のように、企業の期待インフレ率を見る

と、足元ではインフレが止まりつつあり、先行きでは 2004 年第 4 四半期以来のデフレになる可能性を示唆していると考えられる。

4. 期待インフレ率の低下の影響

実質金利を下げようとして、名目金利を低下させても、期待インフレ率の動向次第で、その効果が大きくなったり小さくなったりする。現在の金融政策では、利下げによって名目金利が低い水準にあるものの、将来的に期待インフレ率がマイナスになれば、実質金利が引き下がる効果を十分に発揮できない可能性がある。実質金利が低下しないと、収益率が低い状況下では企業は投資を行うインセンティブを持たないことになる。

経済成長を支えるために、金利を引き下げ、投資に関する減税措置などがとられ、投資に対するインセンティブを増そうとする政策をとる一方で、期待インフレ率の低下によって、実質金利が高まれば投資意欲が減退し、政策効果が及ばない可能性がある。そのため、期待インフレ率を上昇させることが必要となる。

以下で、期待インフレ率がどのような金融政策で上昇しうるものであるのかについて見ておこう。

5. 約 8 割は合理的な期待形成

企業は物価に対して先行きがデフレになる可能性を予想している。期待インフレ率の形成に影響を及ぼすためには、期待形成が「合理的なのか適応的なのか」が重要な視点となる(注 3)。適応的期待とは過去のインフレ率の動向を反映させてインフレ率を想定する期待形成である。一方、合理的期待とは、それ以外全ての利用可能な情報を用いてインフレ率の期待形成を行っている状態である。

そこで、企業物価を対象として、企業の期待形成を推計した結果、企業の物価に対する期待形成のうち約 23%が適応的期待、約 77%が合理的期待によるものと判断される。これは過去のインフレ率の動向を重視して期待インフレ率を想定していた場合が約 2 割存在し、利用可能な

情報を用いて合理的に期待インフレ率を想定していた場合が約 8 割存在していることになる。つまり、企業の物価の期待形成のうち約 8 割は利用可能な情報を用いて、価格の見直しを行っていると言える。

以上のように、企業の期待形成は概ね合理的なものであると考えられるので、①企業が日銀への信認をもっており、②日銀が経済環境と他の景気対策を踏まえて適切なメッセージを送ることができれば、期待インフレ率は上昇することになる。それによって、日銀による名目金利の引き下げが実質金利を引き下げることにつながり、投資を刺激して経済を回復させることになる。現在のように金利が 0.1%と既に低水準にある場合には、その引き下がった金利が経済に与える影響をより大きくするような政策が必要となる。例えば、「時間軸政策」を導入することなどが考えられる。

(注 3) この点について Roberts(1998)、日本への適用例として中山・大島(1999)の方法を用いて、推計期間を 2008 年の直近データまで延長した。モデルの考え方や式など詳細は Roberts(1998)や中山・大島(1999)を参照。また中山・大島(1999)では、企業は 3～5 割が合理的な期待形成という結果を得ている。これらを踏まえれば、企業がより合理的な期待形成を強めている可能性が示唆される。

<参考文献>

内閣府(2003)『経済財政白書』(平成 15 年度).
中山興・大島一郎(1999)「インフレ期待の形成
について」日本銀行 Working Paper 99-7.

Roberts, M. John,(1998),“Inflation
Expectation and the Transmission of
Monetary Policy”, *FRB Working Paper*,

すずき まさゆき (副主任エコノミスト)