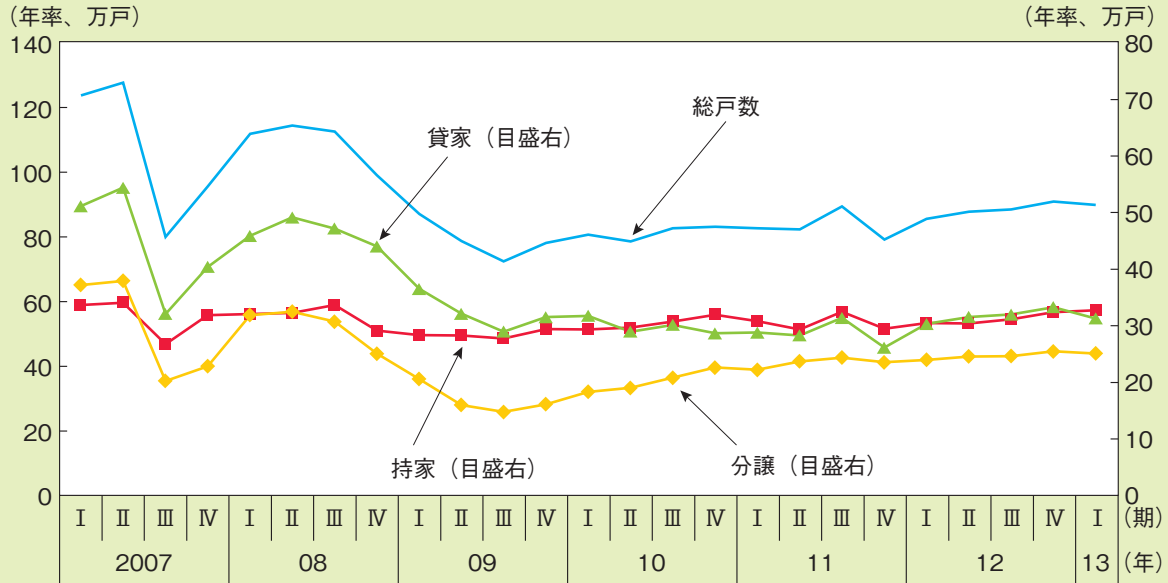


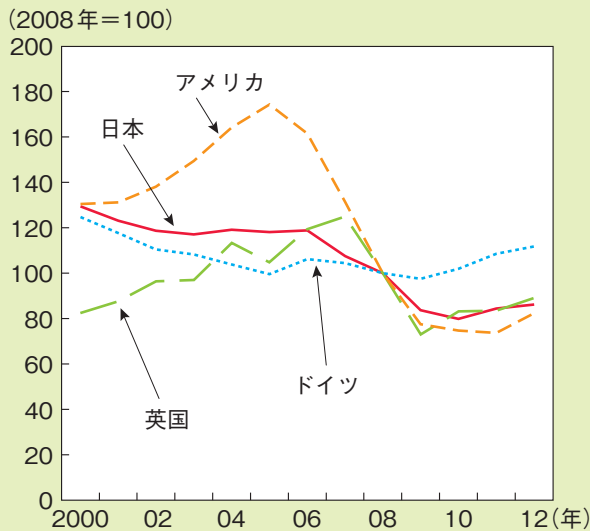
第1-1-36図 住宅投資の動向

住宅建設は底堅く推移

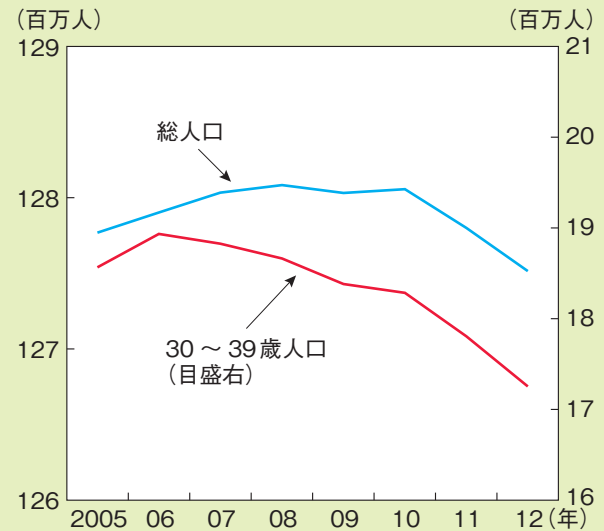
(1) 住宅着工戸数



(2) 主要先進国との住宅投資の比較



(3) 住宅取得年齢人口の推移



(備考) 1. 国土交通省「建築着工統計」、OECD.Stat、総務省「人口推計」により作成。
 2. (1) は季節調整値。
 3. (3) における30～39歳人口は、国勢調査結果により補間補正を行った総人口を、各年10月1日の年齢階級別の推計人口の比率で按分したもの。

第2節 金融政策のレジーム転換と物価動向

本節では、まず、金融政策のレジーム転換を中心に日本銀行のデフレ脱却に向けた取組を整理する。次に、緩やかな物価下落が続いてきた我が国の物価動向を概観し、デフレがもたらし

た経済的コストを整理するとともに、最近見られるデフレ状況の変化について確認する。最後に、財・サービスの供給側である企業の価格設定や賃金設定行動に関して分析を行う。

1 デフレ脱却に向けた金融政策のレジーム転換

日本銀行のデフレ脱却に向けた積極的な政策対応を整理した上で、金融政策のレジーム転換が市場の期待に及ぼした影響を確認する。また、今後の金融政策運営における諸課題についても論ずる。

(1) デフレ脱却に向けた取組⁶⁷

デフレからの早期脱却などを実現するための政府と日本銀行の連携強化、2013年1月以降の金融政策の変更などを概観し、それらが金融市場に及ぼした影響について整理する。

●政府と日本銀行の連携強化と政策レジームの転換

2013年1月22日、政府と日本銀行は、「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」という共同声明を発表した⁶⁸。その中には、「2%」の「物価安定の目標」が盛り込まれ、日本銀行がその早期実現を目指すことが明示された。他方、政府は、日本経済の競争力と成長力の強化に向けた取組を具体化するとともに、「日本銀行との連携強化にあたり、財政運営に対する信認を確保する観点から、持続可能な財政構造を確立するための取組を着実に推進する」こととされた。さらに、共同声明に示された政策対応の実効性を確保するために、経済財政諮問会議において、定期的に金融政策、「物価安定の目標」に照らした物価の現状と今後の見通しなどについて検証が行われることとなっている。

金融政策に関して、日本銀行は、2013年1月22日に、「物価安定の目標」として、海外先進国の多くの中央銀行が採用しているインフレ目標値を初めて設定し、金融政策の枠組みを大きく転換した⁶⁹。2013年4月4日には、「量的・質的金融緩和」が導入された⁷⁰。こうした大胆な金融政策は、以下のような波及経路を通じて、デフレ脱却に寄与することが期待される（第1-2-1図）。第一に、金融政策の枠組みを変更したことにより、政策を分かりやすく伝えられるようになり、政策の透明性が高まると同時に説明責任が強化された。第二に、金融政策のレジーム転換が経済主体の期待形成に働きかけて、予想物価上昇率を引き上げることが考えられる。第三に、実質金利の低下やポートフォリオ・リバランス効果を通じて、金融環境が改善

注 (67) 内閣府は、2006年3月、デフレ脱却を「物価が持続的に下落する状況を脱し、再びそうした状況に戻る見込みがないこと」と定義している。

(68) なお、今回の声明に先立つ2012年10月30日、政府と日本銀行は、「デフレ脱却に向けた取組について」という共同文書を公表している。

(69) 主要先進国のインフレ目標の特徴については付表1-2を参照。

(70) 近年の我が国の金融政策の動きについては付表1-3を参照。

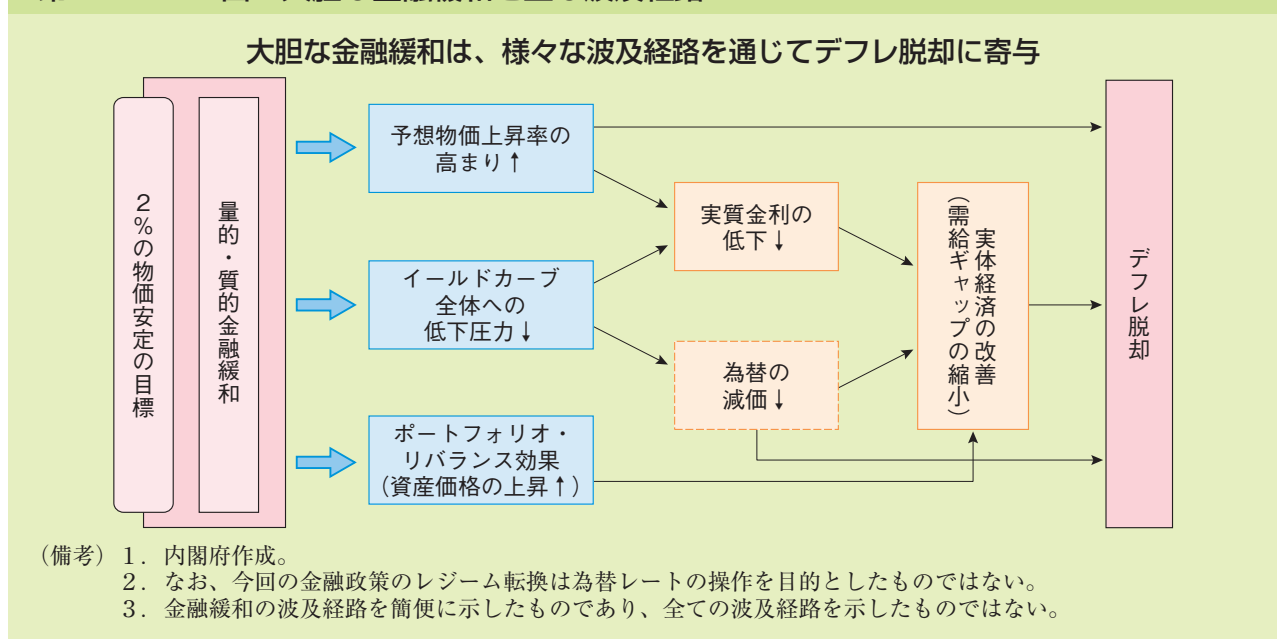
し、それがマクロの需給バランスの改善に寄与すると考えられる。

なお、我が国がデフレから脱却する上で、景気回復と企業収益の改善に伴って、企業の収益力向上の成果が適切に勤労者に分配され、賃金が持続的に上昇していくことが重要であるため、政府は賃金引上げに向けた取組も進めている。2013年度税制改正では、給与等支給額を増加させた場合、法人税額の一定割合を税額控除できる「所得拡大促進税制」が創設された。安倍総理大臣は、2013年2月12日に「デフレ脱却に向けた経済界との意見交換会」に出席し、経済界に対して、業績の改善した企業から労働者の賃金を引き上げるように要請した⁷¹。農林水産省及び国土交通省は、2013年度の公共工事設計労務単価を約15%引き上げることを決定した。

● 「物価安定の目標」の導入と予想物価上昇率の安定化

日本銀行が導入した「物価安定の目標」では、消費者物価の前年比で2%という目標値が定められ、できるだけ早期にその実現を目指すとしている。これまでも、日本銀行は、2006年3月の「中長期的な物価安定の理解」、2012年2月の「中長期的な物価安定の目途」などによって、金融政策における物価のとらえ方を示していた。しかし、その目標値としての位置付けが明確でなかったことなどから、インフレ目標とは隔たりが大きいと指摘されることが多く、世界のインフレ目標採用国の状況を取りまとめたHammond（2012）やJohan（2012）においても我が国は非採用国として扱われていた⁷²。

第1-2-1図 大胆な金融緩和と主な波及経路



注 (71) 同年4月18日、太田国土交通大臣は、建設業団体に技能労働者の賃金引上げを要請した。

一般に、インフレ目標の長所としては、金融政策の透明性の向上や説明責任の明確化などの定性的なものだけでなく、予想物価上昇率を安定化させる機能があることが知られている。実際に、インフレ目標を早期に導入したニュージーランド、カナダ、英国について、予想物価上昇率の動向を確認しよう（第1-2-2図（1）～（3））⁷³。ニュージーランドとカナダは、予想物価上昇率の変動が実際の消費者物価上昇率よりも明らかに小さい。特に、カナダの予想物価上昇率は、当該期間において一度もインフレ目標の範囲から外れることがなく、消費者物価上昇率が上振れた場合だけでなく、下振れた場合にも、インフレ目標による安定化機能が十分働いたといえる。

他方、英国の予想物価上昇率は、実際の消費者物価上昇率と同じように変動しており、2007年末以降と2010年前半以降の消費者物価上昇率が高まった局面においては、一時的要因もあり、インフレ目標の範囲から上振れるなど、必ずしも安定しているとは言えない⁷⁴。英国では、インフレ目標が実現できない場合、中央銀行総裁が財務大臣に公開書簡を送付するなどの説明責任義務を負って対応しており、今のところ、金融政策の枠組みに対する信頼は損なわれていない⁷⁵。

これまでの我が国の予想物価上昇率は、実際の消費者物価上昇率よりも安定的に推移しているが、現在の目標値である2%と比べると、かなり低位で推移している。低い予想物価上昇率は、長期にわたるデフレによって、デフレ予想が定着してしまっていることを意味しており、我が国においては、予想物価上昇率の安定化より予想物価上昇率の水準を引き上げることが重要であることが分かる。2013年に入ってから、日本銀行によるデフレ脱却に向けた大胆な金融緩和への期待などを背景に、予想物価上昇率は上昇傾向にある。

● 「量的・質的金融緩和」の導入

日本銀行の「量的・質的金融緩和」では、(1) 金融市場調節の操作目標を無担保コールレート（翌日物）からマネタリーベースに変更、(2) 長期国債の買入れ額の拡大、(3) 買入れ国債の年限長期化、(4) ETF（上場投資信託）とJ-REIT（上場不動産投資信託）の買入れ額の拡大、などが決定された⁷⁶。また、日本銀行は、「物価安定の目標」を2年程度で達成するという目安や、「量的・質的金融緩和」を「物価安定の目標」を安定的に持続するために必要な時点まで継続するという時間軸も示した⁷⁷。

注 (72) インフレ目標の枠組みを構成する主要要素として、Hammond (2012) では、(1) 金融政策の主要目標として物価の安定を明示すること、(2) インフレ目標値を公表すること、(3) インフレ予想を含む幅広い情報に基づいて政策が行われること、(4) 透明性を確保すること、(5) 説明責任の機能を有すること、の5つが挙げられている。

(73) 予想物価上昇率は測定方法によって水準が異なるため、ある程度の幅を考慮する必要がある。

(74) 資源価格の上昇、付加価値税率の引上げ、公共料金の値上げなどが予想物価上昇率の押し上げに寄与したと考えられる。

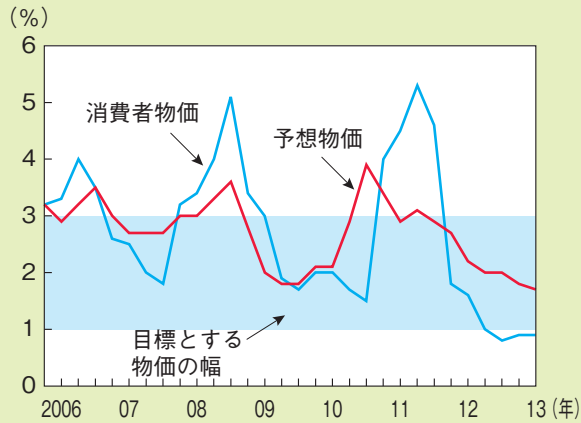
(75) なお、インフレ目標を導入していない国についても確認しておく、アメリカの予想物価上昇率は実際の消費者物価上昇率に連動する傾向にあるが、ユーロ圏の予想物価上昇率は実際の消費者物価上昇率の変動幅より小さい（第1-2-2図（5）（6））。

(76) 過去の主要な金融緩和政策の比較（付表1-4）を参照。我が国の「量的緩和政策」の効果については、鶴飼（2006）、本多・黒木・立花（2010）などを参照。

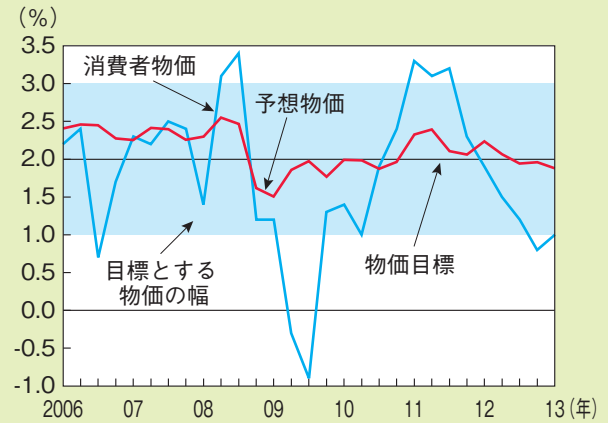
第1-2-2図 インフレターゲット導入国の予想物価上昇率と消費者物価上昇率

カナダでは予想物価の安定化機能が十分作用

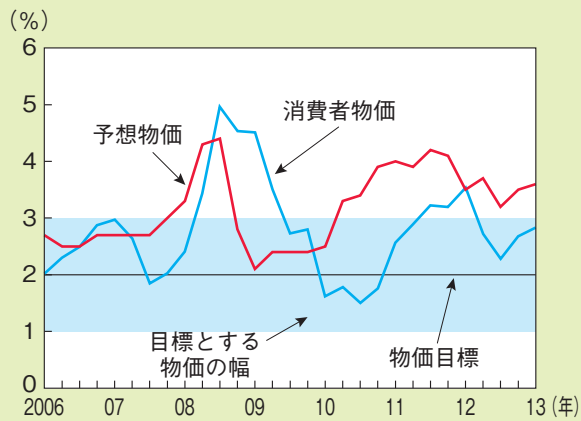
(1) ニュージーランド



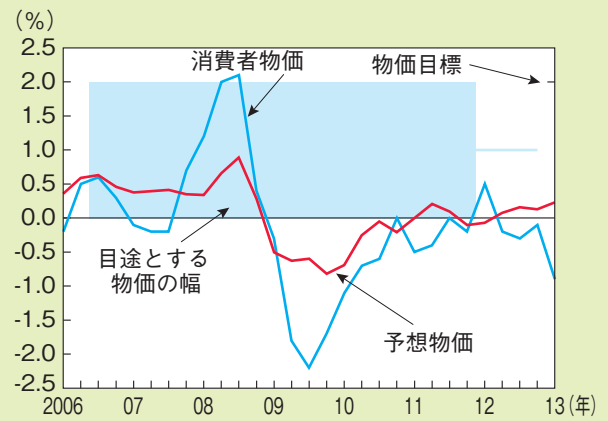
(2) カナダ



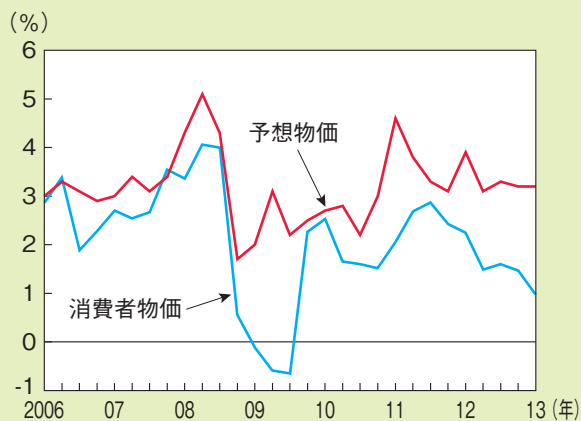
(3) 英国



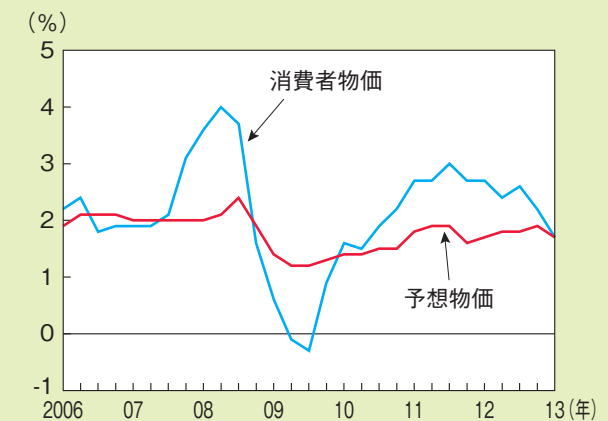
(4) 日本



(5) アメリカ



(6) ユーロ圏



(備考) 1. Bloomberg、U.K. Office for National Statistics、Eurostat.により作成。
 2. 消費者物価について、英国は間接税による影響を除いたもの、ユーロ圏はHICP、その他は総合（各期末の月の値）。
 3. 予想物価の予想主体について、カナダは銀行の上級管理職、アメリカは個人、日本とユーロ圏はエコノミスト。

政策目標については、2014年末のマネタリーベースの残高を、2012年末の約2倍である270兆円にするという量的な目標値を設定した。我が国のマネタリーベースは、リーマンショック後の積極的な金融緩和政策によって、2009年に入ってから増加傾向にあり、2012年末において過去最高水準の138兆円に達していた（第1-2-3図（1））。それを2年間でさらに2倍に拡大させるという新たな量的目標は、市場の予想を超える大胆な政策変更であった。

このようにマネタリーベースを大幅に増やす背景として、リーマンショック以降、我が国のマネタリーベースの拡大が諸外国に比べて十分でなかったことが挙げられている⁷⁸。日本、アメリカ、英国、ユーロ圏のマネタリーベースの推移を比較すると、確かにアメリカと英国に比べて、日本の拡大幅が限定的であったことが分かる（第1-2-3図（2））。マネタリーベース拡大による政策効果としては、長期国債の買入れ拡大に伴う金利上昇抑制、潤沢な資金供給によってリスク資産運用や貸出を増やすポートフォリオ・リバランス効果、予想物価上昇率を直接的に押し上げる効果、為替レートの減価を通じて輸出や生産を拡大させる効果などが知られている⁷⁹。

● 金融市場の政策レジーム転換への反応

これまで見てきた政府と日本銀行の取組に対して、金融市場はどのように反応したのであるか。為替相場の動向を見ると、ドル円レートはデフレ脱却に向けた政権の施策への期待、貿易赤字の拡大、ユーロ圏の金融安定化に向けた取組やアメリカ経済の回復の動きなどを背景に、2012年末頃から円安方向への動きが加速し、国際金融市場（IMM）先物取引では円の売越し幅が拡大した（第1-2-4図（1））。2013年4月のデフレ脱却のための大胆なコミットメントを示した日本銀行の「量的・質的金融緩和」によって、再び円安方向への動きが強まり、4月中旬には、円は1ドル99円台まで下落した。さらにアメリカの良好な経済指標などを受けて、5月前半に、円は1ドル100円台をいったん回復した。

株式市場では、円安方向への動きや経済対策によって企業収益が改善するとの期待が高まり、株価は為替レートと同調するように、2012年末頃から上昇傾向となった（第1-2-4図（2））。海外投資家が大幅に買い越す一方、国内投資家は概して売越し傾向にあり、外国人投資家主導の相場上昇という特徴が見られた。REIT（不動産投資信託）も、デフレ脱却に向けた政策対応によって地価や賃料が上昇するとの見方が強まり、大きく上昇した。また、REITの分配金利回りの相対的な高さが再評価され、インカムゲイン（配当金収入）を期待した買いも見られた。

注 (77) 日本銀行の黒田総裁は、金融政策決定会合後の会見において、「戦力の逐次投入をせずに、現時点で必要な政策を全て講じた」ことも特徴の一つであると述べている。

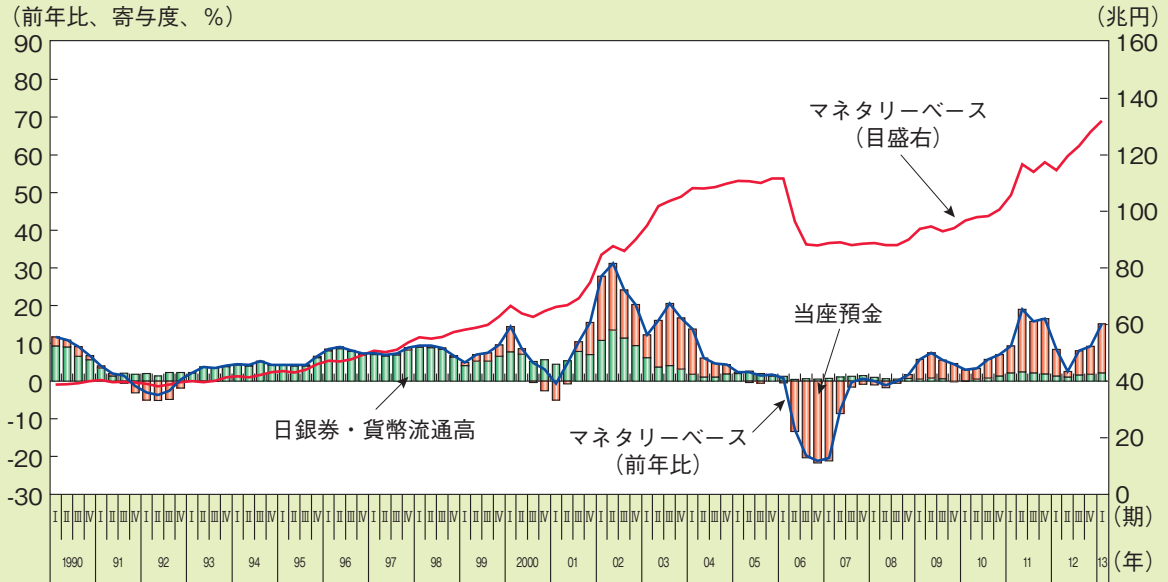
(78) 日本銀行の黒田総裁は、就任前の衆議員予算委員会における所信聴取において、「マネタリーベースの拡大が不十分だった、欧米に比べて不十分だったということがデフレの継続に影響していたということは、否定できない」と指摘している。

(79) なお、内閣府（2012）は、各国の金融政策の違いが外国為替レートに影響を及ぼす可能性を示唆している。「量的・質的金融緩和」の全体の主な波及経路については、前述のとおりである（前掲第1-2-1図）

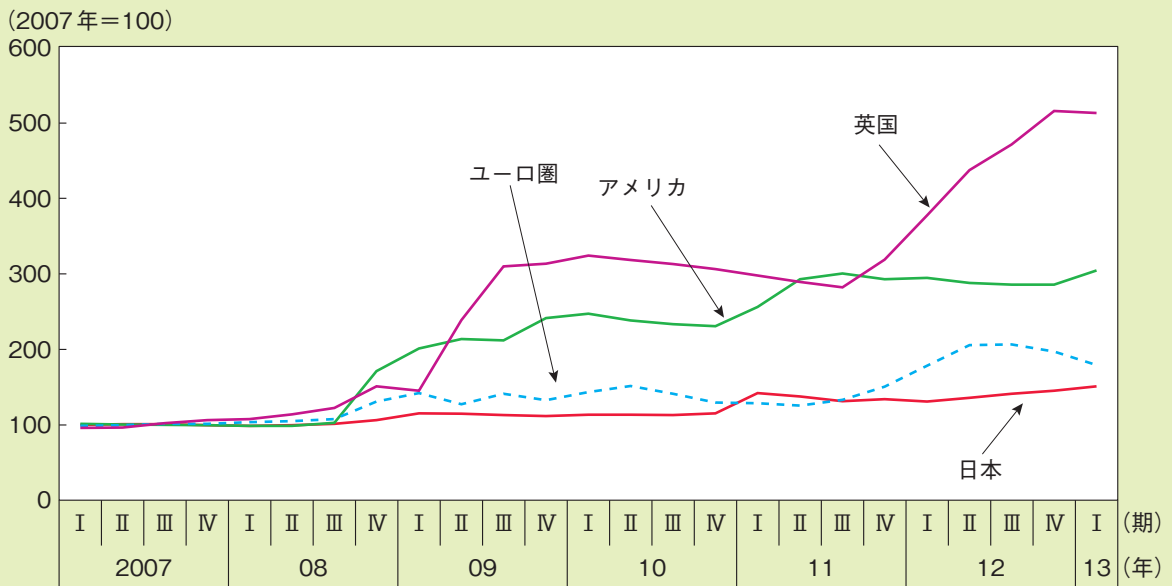
第1-2-3図 マネタリーベースの動向

過去最高水準のマネタリーベースを2年で2倍

(1) マネタリーベースとその変動要因



(2) マネタリーベース対GDP比の国際比較



(備考) 1. 日本銀行「マネタリーベース」、内閣府「国民経済計算」、FRB “Aggregate Reserves and Depository Institutions and the Monetary Base”、BOE “Monetary and Financial Statistics”、Eurostat、Bloomberg により作成。
 2. 英国のマネタリーベースは、notes and coin in circulation に bank reserve を合わせた計数。

長期金利は、2013年に入ってから下落傾向が続いた。「量的・質的金融緩和」が導入された2013年4月4日には、10年国債利回りは一時0.425%まで低下し、2003年6月11日に付けた過去最低の0.430%を下回った。翌日の債券市場では、10年国債利回りが、一時0.315%まで低下した後に、前日比プラスまで急速に上昇するなど大きく変動した。その後も、長期金利はしば