

2018年4月26日

CPI、1%超え続くなら金融政策変更を、5割が回答

—ESPフォーキャスト2018年3月調査結果より—

伊藤由樹子¹

1. はじめに

ESP フォーキャスト調査の2018年3月調査²では、フォーキャスターが望ましいと考える金融政策の見直し（変更）のタイミングおよび内容について尋ねた。

図表1 望ましい金融政策の見直し（変更）に関する質問

Ⅷ. (特別調査)望ましい金融政策

(1) ● 金融政策の見直し(変更)を、いつ行うのが望ましいと考えますか。

以下の該当する欄に“○”を入力してください。(複数回答可)

1. 物価上昇率(生鮮食品除く総合)が2%に達したら	<input type="checkbox"/>
2. 物価上昇率(同上)が1%を安定的に上回るようになったら	<input type="checkbox"/>
3. 米欧で長期金利が大きく上昇したら	<input type="checkbox"/>
4. 欧州が利上げしたら	<input type="checkbox"/>
5. 為替レートが行き過ぎた円高にならなければ	<input type="checkbox"/>
6. 日本の株価が行き過ぎた株安にならなければ	<input type="checkbox"/>
7. 今すぐ	<input type="checkbox"/>

● その他:具体的(上記の補足も含む)にご記入ください。

(2) ● 具体的にどのような政策変更が望ましいと考えますか。

以下の該当する欄に“○”を入力してください。

短期政策金利	<input type="checkbox"/>	引き上げる↑	<input type="checkbox"/>	引き下げる↓	<input type="checkbox"/>	目標から外す
長期金利誘導目標	<input type="checkbox"/>	引き上げる↑	<input type="checkbox"/>	引き下げる↓	<input type="checkbox"/>	同上
長期金利誘導目標の対象年限	<input type="checkbox"/>	短期化(10年未満)	<input type="checkbox"/>	長期化(10年超)	<input type="checkbox"/>	表記を削除する
国債買入れベース(注)	<input type="checkbox"/>	減速する(-)	<input type="checkbox"/>	加速する(+)	<input type="checkbox"/>	
ETF買入れ額	<input type="checkbox"/>	減額する(-)	<input type="checkbox"/>	増額する(+)	<input type="checkbox"/>	目標から外す
国債・ETF以外の資産買入れ額	<input type="checkbox"/>	減額する(-)	<input type="checkbox"/>	増額する(+)	<input type="checkbox"/>	同上
物価目標(上昇率)	<input type="checkbox"/>	引き下げる↓	<input type="checkbox"/>	引き上げる↑	<input type="checkbox"/>	同上
物価目標達成時期	<input type="checkbox"/>	早める	<input type="checkbox"/>	遅らせる	<input type="checkbox"/>	同上

● その他の具体策:具体的な変更内容(上記の補足も含む)をご記入ください。

複数の政策を同時に変更する場合はすべてに○

(注) 現在「買入れ額については、概ね現状程度の買入れベース(保有残高の増加額年間約80兆円)をめぐ」とされています。

40人のフォーキャスターの回答は変更の時期こそ「物価上昇率(生鮮食品除く総合)が1%を安定的に上回るようになったら」がちょうど5割と比較的、意見がまとまったが、変更の具体的な内容については、かなり分かれた。金融市場に急激なショックを与えない形で金融政策の変更を浸透させるためには、事前にオープンで多面的な議論を行っていくことが重要と考えられる。そこで、通常ホームページで公表している調査結果³には含まれなかった内容をここで整理して

¹ 日本経済研究センター主任研究員

² 回答期間3月5日～3月12日

³ <https://www.jcer.or.jp/esp/result.html>

おきたい。

以下では、まず第2節で消費者物価上昇率に関する予測を確認してから、第3節でフォーキャスターが望ましいと考える金融政策の見直し（変更）のタイミングと内容についてまとめることとする。

2. 目標達成をどうみるか——消費者物価上昇率の予測

日銀は、消費者物価上昇率 2%の物価安定目標を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで金融緩和を継続するとしている。日銀の見通し（2018年1月、中央値）では、消費者物価上昇率は2017年度以降上昇し続け、2019年度には、2019年10月の消費増税の影響を除いた場合 1.8%、増税の影響を含めると 2.3%と目標をほぼ達成する見込みだ（図表2）。

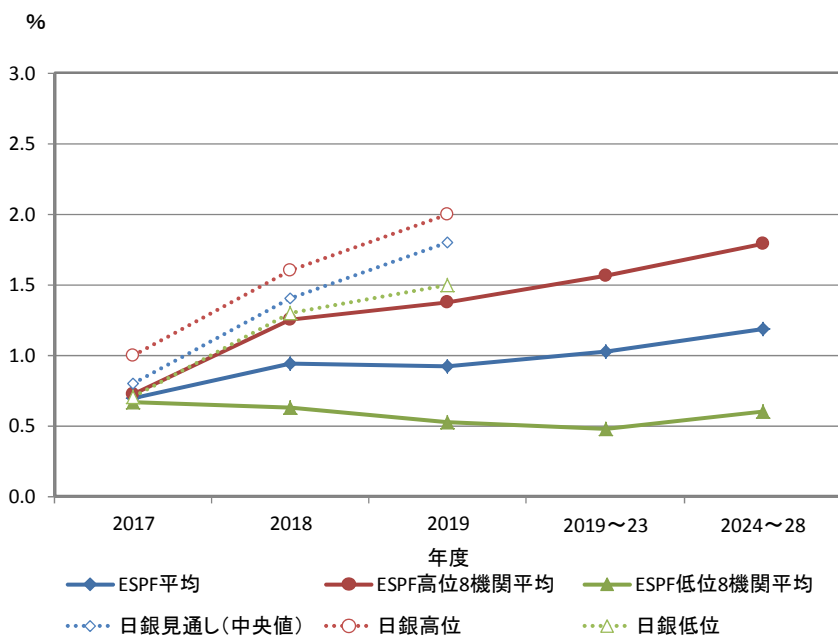
一方、ESP フォーキャスト調査の予測では、2018年度に 0.9%に高まった後、2019年度は、消費増税の影響を除くと横ばいで推移し、増税の影響を含めると 1.4%まで上昇する。これは、日銀の見通しを 0.9%ポイント下回っている。それ以降も、この先10年間は年平均 1%強で推移する見通しで、2%の物価安定目標の達成にはほど遠い。

高位 8 機関の予測平均でみると、2019年度は、消費増税の影響を含めないと 1.4%、増税の影響を含めると 1.9%まで上昇する。消費増税の影響を除く場合は、それ以降も上昇し続け、2024~28年度には年平均 1.8%に達する。他方、低位 8 機関の予測平均では、2019年度は、増税の影響を除く場合は 0.5%、増税の影響を含む場合でも 0.9%にとどまり、その後も 1%に届かない水準で推移する。

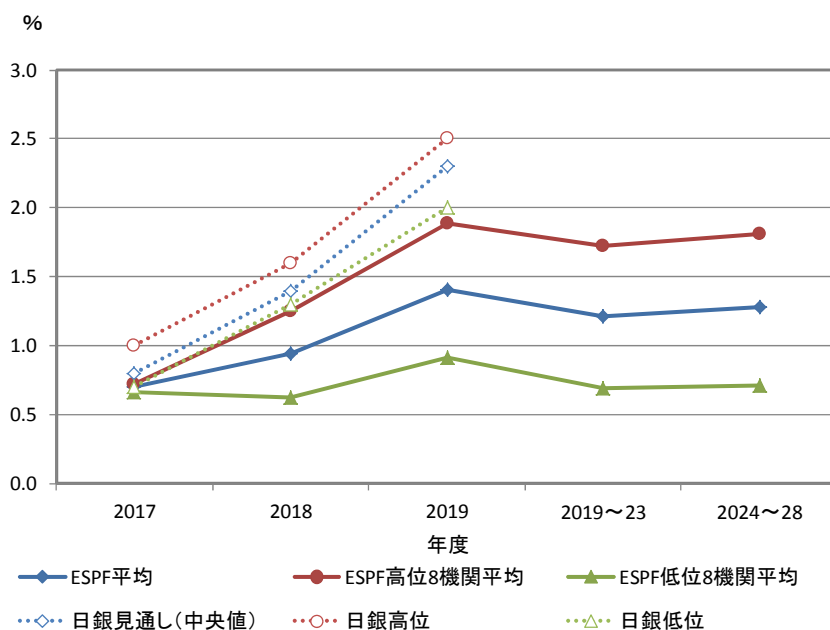
2018年度と2019年度についてのフォーキャスターの予測値を散布図でみると、多くは2019年度までに2%の物価安定という目標を達成することは不可能とみている（図表3）。しかし、消費増税の影響を含めると、2019年度に2%超を予測するフォーキャスターが2人出てきている。

図表 2 消費者物価上昇率の予測

消費増税の影響を除く場合

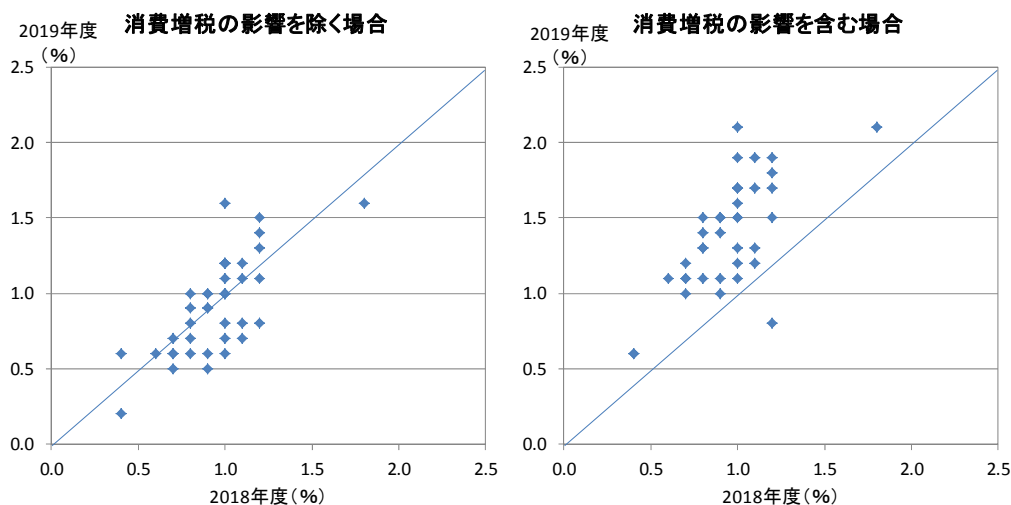


消費増税の影響を含む場合



- (注) 1. ESPフォーキャスト調査の2017・18・19年度の数値は18年3月調査、19~23年度と24~28年度の数値は17年12月調査による。回答数は、17・18年度41、19年度40、19~23年度32、24~28年度31。19~23年度と24~28年度は年平均。
2. 日銀見通しは「経済・物価情勢の展望」(2018年1月)による。高位と低位の数値は、それぞれ幅で示された数値の最大値と最小値である。
3. 消費増税は、2019年10月に10%への引き上げを想定。

図表 3 2018 年度と 2019 年度の消費者物価上昇率



3. 金融政策の見直し（変更）についての考え

3.1 政策目標についてどう考えているか

フォーキャスターは 2%の物価安定目標自体について、どのように考えているだろうか。今回の調査ではそれを直接尋ねていないが、図表 1 の質問 (2) の物価目標（上昇率）と物価目標達成時期についての回答をみてみよう（図表 4）。

物価目標（上昇率）と物価目標達成時期に関する政策変更を、回答者 40 人のうち 16 人が挙げた。最も多かったのは物価目標達成時期を「目標から外す」（7 人）で、そのうちの 1 人は「物価目標の中期目標化」と補足コメントを書いている。続いて多かったのは物価目標（上昇率）を「引き下げる」という回答（6 人）で、自由回答欄に「CPI 目標の柔軟化（枠組み変更）」と具体的に記した回答者が 1 人いた。その他は、「物価目標（上昇率）を引き下げ、物価目標達成時期を遅らせる」、「物価目標（上昇率）も物価目標達成時期も目標から外す」、「物価目標（上昇率）を引き上げ、物価目標達成時期を目標から外す」がそれぞれ 1 人ずつだった。最後の物価目標を引き上げるとい回答者は、達成時期を守れないと信認を弱めるので目標から外し、オーバーシュート型コミットメントをより具体的な内容（例えば「直近 12 ヶ月の平均が 2.5%」など）にするという説明を加えている。

図表 4 政策変更（物価目標）に関する回答

物価目標(上昇率)	－	引き下げる	引き下げる	目標から外す	引き上げる
物価目標達成時期	目標から外す	－	遅らせる	目標から外す	目標から外す
回答者数(人)	7	6	1	1	1

(注) 図表 1 の質問 (2) における物価目標（上昇率）と物価目標達成時期についての回答を集計した。

質問（2）で「物価目標（上昇率）」と「物価目標達成時期」について変更すべきと回答しなかった残りの24人が、政策目標についてどのように考えているかは明確には分からない。しかし、次のように、目標に関連するコメントを自由回答欄に記した回答者がいた。

- ・物価安定目標2%の達成は事実上中期目標とみなす必要がある。
- ・2%の物価見通し到達は困難である上、足元の円高により物価の下振れリスクすら生じているため追加緩和が必要。
- ・物価目標2%達成は2019年にほぼ達成する。
- ・物価目標2%達成まで長短金利操作付き量的・質的金融緩和を続けることと、緩和度合いに変わりはなく政策の変更ではないことを説明した上で、経済・物価・金融システムの総合判断で長期金利水準か期間を修正する。

以上は目標の枠組みに関する内容だが、指標として何を用いるかについても言及があった。消費者物価の「生鮮食品を除く総合」は予想インフレ率に対する代理変数としての機能が低下しているから、「生鮮食品とエネルギーを除く総合」でみるべきと、2人のフォーキャスターが指摘している。

3.2 いつ政策見直しを行うか

政策の見直し（変更）のタイミング（図表1の（1）の質問）に対する回答は、大きく4つに分けられる（図表5）。「物価上昇率（生鮮食品を除く総合）が1%を安定的に上回るようになったら（以下では「1%超」と略す）」が回答者の半分の20人と最も多い。次いで「今すぐ」が9人と続き、「物価上昇率（生鮮食品を除く総合）が2%に達したら（以下では「2%超」と略す）」が5人であった。なお、「1%超」には、「物価上昇率が1%台半ばを超え、2%への接近が展望できるようになったら」という回答（1人）と、生鮮食品とエネルギーを除く総合を基準とする回答（2人）を含んでいる。

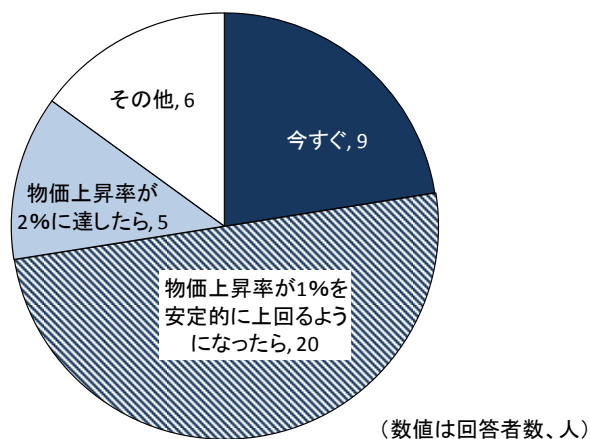
複数回答可であるため、いくつかの条件を挙げた回答者も多い。図表6は、その条件の組み合わせを示している。例えば、図表5の「今すぐ」という回答の中には、「今すぐ」とだけ回答した人が8人、「為替レートが行き過ぎた円高にならなければ（以下「為替」と略す）」「日本の株価が行き過ぎた株安にならなければ（以下「株価」と略す）」も条件として挙げた回答者が1人いる。また、調査票の選択肢に挙げられた項目以外にも、資産価格や賃金上昇率の水準、政府のデフレ終了宣言がなされること、などが政策変更の条件として加えられた。

図表5の「その他」の中には、「為替」「株価」「米欧で長期金利が大きく上昇したら」に加え、「経済・物価・金融システムの総合判断」という回答があった。

なお、段階的に政策を繰り出していく内容を示す回答が数例あったが、ここで

は第一段階について集計している。

図表 5 金融政策の見直し（変更）時期



- (注) 1. 物価は、消費者物価（生鮮食品を除く総合）。ただし、「物価上昇率が1%を安定的に上回るようになったら」には、「消費者物価（生鮮食品とエネルギーを除く総合）でみた物価上昇率が1%を安定的に上回るようになったら」（2人）を含む。
2. 段階的に政策変更を行うという回答については、第一段階の時期を集計した。
3. 「今すぐ」には、「為替レートが行き過ぎた円高にならなければ」「日本の株価が行き過ぎた株安にならなければ」も条件として挙げた回答者（1人）を含む。
4. 「物価上昇率が2%に達したら」には、「米欧で長期金利が大きく上昇したら」「欧州が利上げしたら」も条件として挙げた回答者（1人）を含む。
5. 「物価上昇率が1%を安定的に上回るようになったら」には、「物価上昇率が1%台半ばを超え、2%への接近が展望できるようになったら」（1人）を含む。また「為替レートが行き過ぎた円高にならなければ」（7人）、「米欧で長期金利が大きく上昇したら」（4人）、「日本の株価が行き過ぎた株安にならなければ」（1人）も条件として挙げた回答者を含む。
6. 「その他」は、「為替レートが行き過ぎた円高にならなければ」（4人）、「日本の株価が行き過ぎた株安にならなければ」（2人）「米欧で長期金利が大きく上昇したら」（2人）、「経済・物価・金融システムの総合判断」（1人）。

図表 6 金融政策の見直し（変更）時期の詳細

	今すぐ		2%に達したら		1%を安定的に上回るようになったら								その他				項目別回答数
物価上昇率が2%に達したら			○	○													5
物価上昇率が1%を安定的に上回るようになったら					○	○	○	○	○	○	○	○					20
米欧で長期金利が大きく上昇したら				○			○						○	○			7
欧州が利上げしたら				○													1
為替レートが行き過ぎた円高にならなければ		○						○	○	○	○	○		○	○	○	12
日本の株価が行き過ぎた株安にならなければ		○											○	○	○		4
今すぐ	○	○															9
その他	資産価格が合理的な水準大きく上回る状況となった賃金上昇率が明確に高まったら					○											1
	政府によるデフレ終了宣言がなされた後															○	1
	経済・物価・金融システムの総合判断															○	1
	回答者数(人)	8	1	4	1	10	1	2	2	1	1	2	1	1	1	1	2

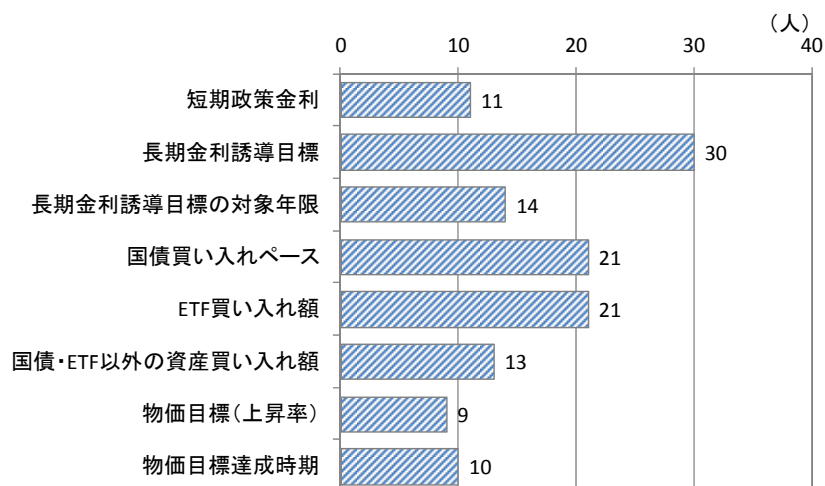
(注) 1. 複数回答可。

- 物価は、消費者物価（生鮮食品を除く総合）。ただし、「物価上昇率が1%を安定的に上回るようになったら」には、「消費者物価（生鮮食品とエネルギーを除く総合）でみた物価上昇率が1%を安定的に上回るようになったら」（2人）を含む。
- 段階的に政策変更を行うという回答については、第一段階の時期を集計した。

3.3 どのように変更するか

次に、どのように政策変更を行うべきと考えているか。図表7では、項目ごとに、変更すべきと回答したフォーキャスターの人数を示している。長期金利と資産買い入れに関する政策変更を挙げる人が多い。最も多いのは長期金利誘導目標で、次に国債買い入れペースとETF買い入れ額が続く。

図表 7 変更すべき項目として挙げた回答者の人数

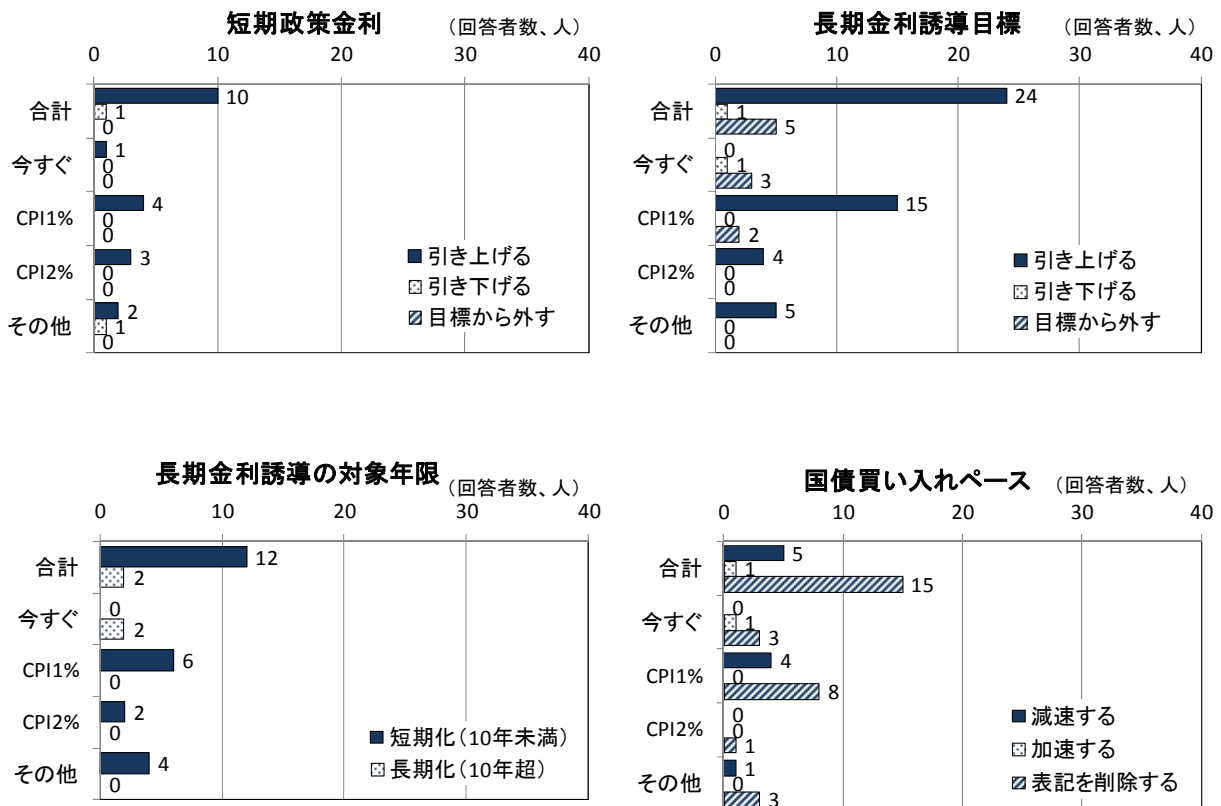


それでは、各項目についてどのように変更するのか（図表8）。長期金利誘導目標については、24人が「引き上げる」、5人が「目標から外す」と回答した。一方、物価目標達成は困難な上、足元の円高で物価に下振れリスクが生じているため、今すぐ追加緩和策として「引き下げる」という回答（1人）もあった。長期金利誘導目標の対象年限は、12人が「短期化」の方向を示したが、2人は今すぐ「長期化」すべきと回答している。

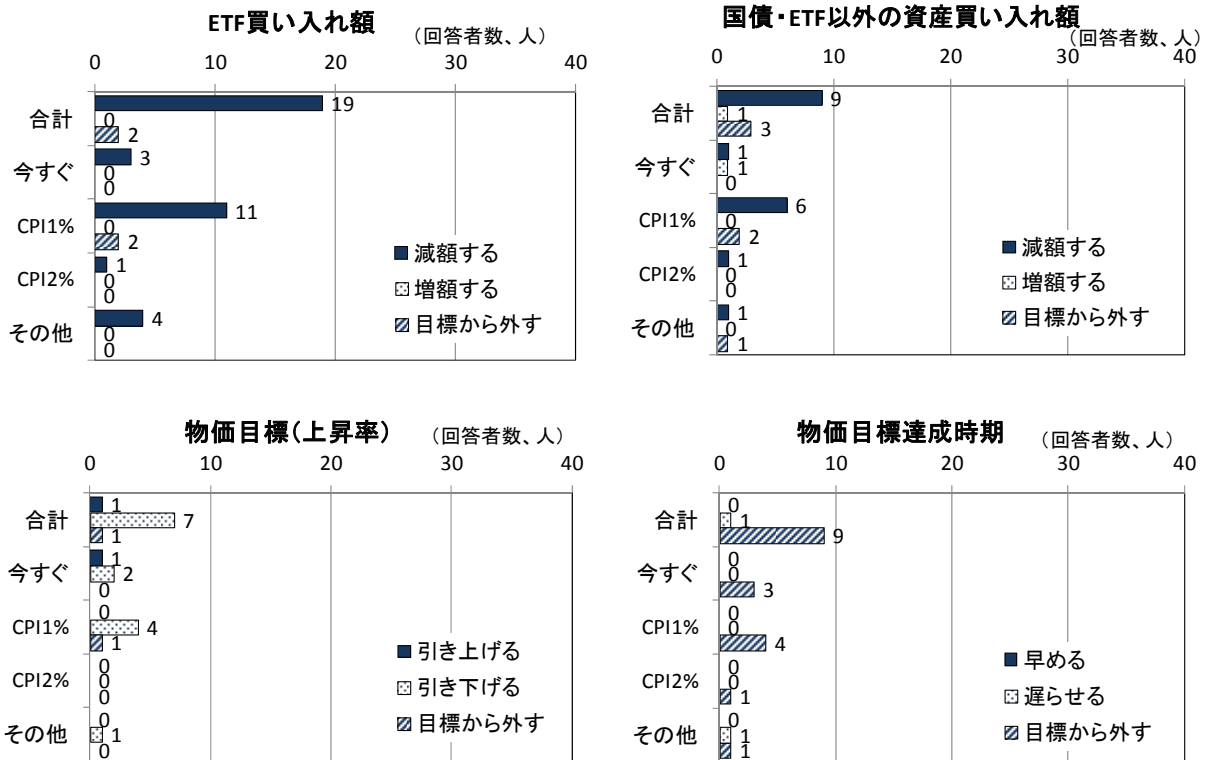
資産の購入については、まず国債買い入れペースは15人が「表記の削除」、5人が「減速する」と回答した。足元の物価下振れリスクの懸念から今すぐ「加速する」という回答（1人）もあった。ETF買い入れ額と国債・ETF以外の資産買い入れ額は「減額する」と「目標から外す」で大半を占めるが、国債・ETF以外の資産買い入れ額については今すぐ「増額する」が1人いた。

短期政策金利は、1人（「引き下げる」と回答）を除き10人が「引き上げる」という回答である。物価目標については、目標（上昇率）を「引き下げる」という回答と達成時期を「目標から外す」という回答が多い⁴。

図表8 金融政策の変更内容



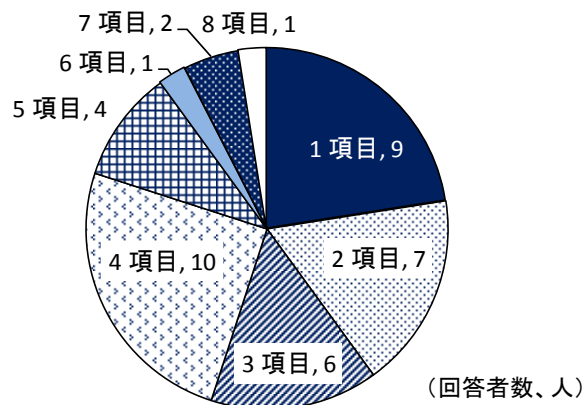
⁴ 物価目標についての詳細は第3.1節を参照されたい。



複数の項目を同時に見直すという回答も多い。8項目のうち1項目だけを変更するという回答者は9人で、その他の8割近くの回答者は複数の項目を同時に変更するという考えである（図表9）。

どの項目についてどのように変更するかまで一致した回答は、2組あった。一つは「長期金利誘導目標を引き上げる」（6人）で、もう一つは「長期金利誘導目標を外し、国債買い入れペースを目標から削除する」（2人）である。この2組以外は、同じ項目の変更を考えていても、変更の方向性が異なっている。

図表9 何項目について見直し（変更）するか



ここではフォーキャスターがどのような組み合わせの政策変更を考えているか概観するために、金利に関する政策と資産に関する政策とに分けてまとめる（図表 10、11）。

まず金利についての政策変更を挙げたのは 36 人だが、そのうち 6 割近くは、長期金利誘導目標または長期金利誘導目標の対象年限のどちらか一項目の見直し、3 割は 2 項目の見直しを行うと回答している。3 項目すべてを変更するとした回答者は 1 割いるが、全員が「短期政策金利と長期金利目標を引き上げ、長期金利誘導目標の対象年限を短期化する」と回答している。

図表 10 政策変更（金利）に関する回答

短期政策金利	引き下げる	引き上げる	引き上げる	引き上げる	引き上げる	-	-	-	-	-	-
長期金利誘導目標	引き上げる	目標から外す	引き上げる	-	引き上げる	目標から外す	引き下げる	引き上げる	引き上げる	-	-
長期金利誘導目標の対象年限	-	-	短期化	短期化	-	-	長期化	短期化	-	長期化	短期化
回答者数(人)	1	1	4	1	4	4	1	3	12	1	4

(注) 図表 1 の質問 (2) における短期政策金利、長期金利誘導目標、長期金利誘導目標の対象年限についての回答を集計した。

資産についての政策変更は 27 人が挙げ、組み合わせとしては、3 項目（国債買い入れペース、ETF 買い入れ額、国債・ETF 以外の資産買い入れ額）同時に変更するという回答が多い。また、8 割近くが国債買い入れについての政策変更を含めている。

図表 11 政策変更（資産）に関する回答

国債買い入れペース	表記を削除	表記を削除	表記を削除	表記を削除	表記を削除	減速	減速	加速	-	-	-
ETF 買い入れ額	減額	減額	減額	目標から外す	-	減額	減額	-	減額	減額	-
国債・ETF 以外の資産買い入れ額	目標から外す	減額	-	目標から外す	-	減額	-	-	減額	-	増額
回答者数(人)	1	5	3	2	4	2	3	1	2	3	1

(注) 図表 1 の質問 (2) における国債買い入れペース、ETF 買い入れ額、国債・ETF 以外の資産買い入れ額についての回答を集計した。

4. その他のコメントとまとめ

以上のように、フォーキャスターが望ましいと考える金融政策見直し（変更）の時期と内容について整理してきたが、最後には、そこには含められなかった 2 つのことについて触れておきたい。

第一は、政策変更の時期や内容がほぼ同じであったとしても、政策を発動する

タイミングとなる条件の水準や変更幅についての意見は千差万別だということである。

まず、政策発動のタイミングだが、政策見直しの時期として「為替レートが行き過ぎた円高にならなければ」や「日本の株価が行き過ぎた株安にならなければ」という場合、どの程度の水準が「行き過ぎ」なのかは人によって異なる。例えば、足元の円高で物価の下振れリスクが生じているため、今すぐ追加緩和が必要と回答したフォーキャスターがいた。他方、行き過ぎた円高になり株安も発生した場合は躊躇なく量的な追加緩和を行う必要があるというコメントを記しているものの、政策変更の時期としては「物価上昇率が 2%に達したら」という回答があったが、このフォーキャスターは、調査時点ではまだ追加緩和が必要な円高レベルとは判断していないと考えられる。

また、政策の変更幅について、例えば「引き上げ」「引き下げ」「減額」「増額」の方向は同じでも、どれくらいの期間をかけて、どの程度変化させていくのか、様々な方法が考えられよう。長期金利誘導目標の引き上げについて自由回答欄に書かれた例を挙げると、「小幅」「0.2%」「数次にわたって例えば 10bp ずつ」「単に誘導目標を引き上げるのではなく、指値オペの発動基準を緩めるなど、事実上小幅を容認する」などの考えが示された。

第二に、段階的に政策を変更していくことが記述されている場合、集計では第一段階の政策変更しか含めていない。そこで、どのような意見があったかをここに紹介しておく。

- ・物価見通しを現実的な水準まで下げ、10 年金利目標の引き上げを行った後、ETF 買い入れ額を徐々に減らしていく。これらを行うため、物価安定目標 2%の達成は、事実上中期目標とみなす。
- ・まず ETF 買い入れ額の減額を行い、その後、長期金利誘導目標を数次にわたって引き上げた上で、短期政策金利を引き上げる。
- ・物価目標の柔軟化（枠組み変更）はタイミングをみてすぐにでも行うのが望ましく、まず物価目標（上昇率）を引き下げる。消費者物価上昇率が安定的に 1%超となってから、長期金利誘導目標を引き上げ、国債買い入れペースを減速する。
- ・物価目標 2%達成がほぼ視野に入ったら長期金利誘導目標を引き上げ、2%目標がほぼ安定的に実現しつつある段階でマイナス金利を解除し、長期金利目標を廃止する。
- ・マイナス金利の解除、長期金利目標の廃止後、マネーストック（M2）目標を導入する。
- ・消費者物価上昇率が 1%を安定的に上回るようになったら、長期金利誘導目

標を目標から外し、国債買い入れペースは減速、ETF 買い入れ額と国債・ETF 以外の資産買い入れ額は減額する。消費者物価上昇率が 2%に達したら、資産買い入れ、長短金利コントロール、マイナス金利政策は解除する。

今回の調査では、コンセンサスとして単純に集計するのが困難なほど多様な考えが示された。このように意見が分かれるポイントは複数あろう。2%の物価安定目標を実現することの可能性をどうみるか。目標を維持するとしても、達成時期をいつとするか。目標を変更するとしたら、どのように変更するのか。金利引き下げ・量的緩和・質的緩和の効果をどうみているか。景気、世界経済の動向、金融システムなどの安定などをどう捉えており、それらとの関係で金融政策をどう考えるか。実効性のある政策を実行していくために、今後も知恵を出し合い、議論を深めることが重要であろう。