



インフレ予想が高まり始めている

調査研究部 専門研究員
古金 義洋

〇利上げ後も債券投資家はインフレが続くと考えている

1月のコア消費者物価（生鮮食品を除く総合）は前年比3.2%となった。上昇率は、日銀の目標である2%を超える状態が2年10か月続いている。人口減少などを背景とした構造的な労働需給逼迫により、賃金上昇も続いている。

日本経済は最近まで賃金も物価も上がらないゼロ・ノルム状況（ノルムとは「予想」より強い概念で、社会的な習慣や規範意識のこと）に陥っていると言われたが、今やその状況から抜け出しつつあるようだ。

1月23～24日の日銀金融政策決定会合での「主な意見」によれば「賃上げを前提として中期経営計画を策定する企業の増加は、賃金は上がらないというゼロ・ノルムからの転換を端的に示している」と述べている。また、2月4日の予算員会で、植田日銀総裁は「現在はデフレでなくインフレの状態にあるという認識に変わりはない」と、現在の日本経済がインフレ状態にあることを認めた。

これまでのゼロ・ノルム経済からの転換は、先行きも物価が上昇し続けるのではないかとという予想につながり、予想インフレ率が高まり始めている。

まず、国内債券市場の動向から、予想インフレ率がどのように推移しているかを見てみよう。10年国債利回りは3月6日に1.51%と2009年6月以来の水準に上昇した。1.5%の国債利回りを、実質金利部分に相当する物価連動債利回りと、予想インフレ率部分に相当するブレークイーブン・レ

ート（10年国債利回りからインフレ連動債利回りを差し引いたもの）に分解すると、実質金利部分はマイナス0.2%、予想インフレ率部分は1.7%となっている。

日本ではインフレ連動債が古くから発行されているわけではなく、2009年から2013年頃にかけて発行が途切れたこともあるため、実質金利や予想インフレ率のデータは十分揃っているわけではない（図1参照）。

だが、少なくとも2004年以降のデータを見ると、10年国債利回りから物価連動債利回りを差し引いて計算される予想インフレ率が1.7%台まで上昇したのは今回が初めてだ。

政策金利が今回と同じ0.5%に引き上げられていた、リーマンショック前の2006～08年時の予想インフレ率がどうだったかをみてみよう。

当時、政策金利が0.25%から0.5%へと引き上げられたのは2006年7月だったが、その直前の06年5月時点で、予想インフレ率は一時1%台に乗せ、1.04%まで上昇した。

しかし、利上げ後の予想インフレ率は、これをピークに低下していった。2008年秋のリーマンショック直前には、ほぼゼロに低下し、





リーマンショック後はマイナス域に落ち込んだ。

今回、日銀は1月24日に政策金利を0.25%から0.5%に引き上げた。1月24日時点の10年国債利回りは1.2%、実質金利はマイナス0.4%で、予想インフレ率が1.6%だった。

0.5%への利上げによって予想インフレ率が低下していった2006年当時とは違い、今回の利上げに際しては、予想インフレ率は高止まり、むしろ上向き気味に推移している。

利上げがインフレを鈍化させた2006年時とは違い、今回は利上げ後もインフレが続くというのが、債券市場のインフレ予想になっているようだ。言い換えれば「この程度の利上げではインフレが抑制されない」という債券市場からのメッセージだろう。

○実際のインフレ率は2022～23年頃に比べ鈍化しているが、家計は今後インフレが一段と加速するとみている

では、一般家計のインフレ予想はどうか。

日銀「生活意識に関するアンケート調査」(2024年12月調査)によれば「5年後の『物価』は現在と比べ毎年、平均何%程度変わるとお考えですか?」という問いに、一般家計の答えは「年平均9.2%」上昇する、というものだった。同数値は、現在の同調査が始まった2006以降で最も高いものだ。

実際の消費者物価上昇率の動きと、同調査による家計のインフレ予想の動きの違いを比べてみよう(図2参照)。

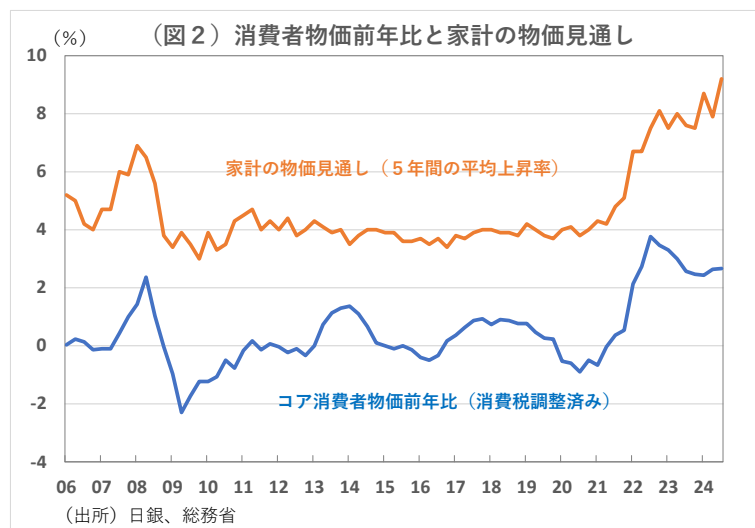
2006年以降、現在までの実際のインフレ率は平均0.5%、これに対して、家計のインフレ予想は平均4.6%で、家計のインフレ予想の方が、平均4.1%ポイント高いという傾向がある。

両者は連動して動くことが多いが、両者の動きが全く異なる局面もある。リーマンショック前(2008年)の原油価格上昇時においては、実際のインフレ率の上昇に合わせて、家計のインフレ予想も上昇した。

しかし、東日本大震災に伴う混乱に伴う2012～13年の物価上昇に際しては、実際のインフレ率が高まったが、家計のインフレ予想は低迷したままだった。

最近の動きをみると、2021年頃までは、実際のインフレ率はゼロ程度で低迷し、家計のインフレ予想も4%程度と、比較的、低水準で安定していた。その後、コロナショックによる供給網混乱に加え、ロシアのウクライナ侵攻によるエネルギー価格の高騰により、実際のインフレ率は上昇し、それに連動して、家計のインフレ予想も23年初めにかけて8%程度に上昇した。

しかし、その後の動きをみると、エネルギー価格の反落などにより、実際のインフレ率は2022～23年から2024年にかけて鈍化した。その動きとは逆に、家計のインフレ予想は一段と加速し、直近24年12月には、前述した通り、9.2%と上昇している。





家計のインフレ予想が一段と加速した理由については、円安のほか、生鮮食品などを中心に家計の消費頻度が多い食料品について値上げの動きが再び強まっていることが原因と考えられる。

実際のインフレ率（2024年10～12月のコア消費者物価前年比）が2.7%だったのに対し、2024年12月調査の家計のインフレ予想は9.2%だった。両者の乖離幅は6.5%ポイントと、平均的な乖離幅である4.1%ポイントに比べ大幅に拡大している。

日銀はコロナショックやウクライナ侵攻などに由来したコストプッシュ的なインフレ（日銀の言う「第一の力」）は鈍化傾向にあると述べ、実際の消費者物価上昇率も幾分鈍化した。

だが、家計のインフレ予想は一段と高まりつつあることがわかる。コメ価格の高騰が話題になっているが、世の中に広がりつつあるインフレ予想が、値上がりを見越したコメの先行的な買いだめにつながり、それが最近のコメ価格の高騰につながっている可能性もある。

○物価高騰のため、消費活動指数でみた個人消費は足元悪化している

GDP統計によれば、実質個人消費は10～12月に前期比で0.1%増、前年比で1.1%増と、幾分、伸び悩んでいる様子が窺われた。最近の物価高騰の影響とされる。

だが、消費の実態は、このGDP統計で示されるより悪い可能性もある。GDP統計の個人消費は、速報段階では需要側、販売側双方の統計を使って作られるが、需要側統計としては、サンプルの少なさから数値のブレが大きい「家計調査」が使われている。家計調査では、最近の物価高騰にもかかわらず、家

計の実質消費支出は昨年末に大幅増加している動きが示されていたが、一時的なブレである可能性がある。

これに対して、販売統計だけで作成される日銀の消費活動指数（旅行収支調整済み）をみると、2024年10～12月の前期比は前期比0.5%減、前年比では0.1%増となっている。日銀の消費活動指数が、より消費の実態を示しているとするれば、消費は「伸び悩み」というより「悪化」している可能性がある。

実際、街角景気の動向を示す景気ウォッチャー調査の現状指数は、24年3月以降50割れ（25年1月は48.6）で、おそらくは消費など内需の弱さにより、街角景気は下向きで推移しているのではないかと思われる。

○インフレ予想の高まりによるインフレにどう対応すべきか

物価上昇が続いているが、足元の個人消費や街角景気の動きをみる限り、実体経済は物価上昇率を加速させるほど好調なわけではなく、むしろ、物価高騰が実体経済を悪化させている感が強い。

もし、現在の物価上昇が景気の良さによるものだとすれば、利上げなど金融引き締めで対応すればすむ。だが、人件費、資材費やエネルギー価格などのコストプッシュ的な物価押し上げ圧力に加えて、インフレ予想の高まりが物価を押し上げ、それが景気に悪影響を及ぼし始めているとすれば、それに対応した引き締めは景気を必要以上に悪化させてしまう可能性がある。

ただ、インフレ予想の高まりを放置すれば、インフレ予想を背景とした物価高が消費に悪影響を及ぼすおそれがある。政策面での対応はより難しくなるだろう。