

TCER Working Paper Series

風か帆か？ 大規模金融緩和による物価押し上げ効果：「多角的レビュー」へのコメント  
Sails or Gales? A Supplementary Estimate of the Price Increases by the Bank of  
Japan's Monetary Easing since 2013

蓮見亮  
Ryo Hasumi  
加藤涼  
Ryo Kato

2026年 6月

Working Paper J-30

<https://www.tcer.or.jp/wp/pdf/j30.pdf>

**TCER** 

公益財団法人東京経済研究センター  
〒102-0072 東京都千代田区飯田橋1-7-10-703

©2026 by Ryo Hasumi and Ryo Kato.

All rights reserved. Short sections of text, not to exceed two paragraphs, may be quoted without explicit permission provided that full credit, including ©notice, is given to the source.

## 概要

本稿は、日本銀行が2013年以降に実施した「大規模金融緩和」による物価押し上げ効果について、特定のチャンネルに着目して推計を行った。具体的には、テイラー・ルール型の政策反応関数を仮定し、インフレ率に対する係数（テイラー係数）の低下がもたらした影響に着目した。本稿の分析は2つのステップからなる。第一に、1997年以前のデータに基づく推計と比較して、テイラー係数は2024年までに0.6~0.8低下した可能性が高い。第二に、1997年以前の係数を用いたカウンターファクチュアル・シミュレーションを実施したところ、日銀のハト派的な対応（低いテイラー係数を反映し、インフレ下において利上げをゆっくりとしか行わないこと、さらにそのようなゆっくりとした利上げ期待を織り込ませること）によって、2021年以降の消費者物価指数（CPI）の前年比上昇率が1.2パーセントポイント押し上げられたことが示された。このようなテイラー係数の低下という「乗法的」な経路から生じるインフレ効果は日銀の公式推計には組み込まれていないため、本研究は公式推計の過少推計要素を補完する役割を持つ。

蓮見亮  
武蔵大学  
経済学部  
東京都練馬区豊玉上1-26-1  
ryo.hasumi@u.musashi.ac.jp

加藤涼  
東京経済研究センター（TCER）及び  
東京大学  
公共政策大学院  
東京都文京区本郷7-3-1  
ryo-kato@pp.u-tokyo.ac.jp

## Abstract

This paper provides an estimate of the price increases by the large-scale monetary easing deployed by the Bank of Japan (BoJ) since 2013, focusing on a specific channel; Namely, a decline in the coefficient on inflation in the BoJ's policy reaction function a la Taylor rule. Our analysis is two-fold. First, compared to the estimate based on pre-1997 data, the Taylor coefficient is likely to have declined by 0.6—0.8 by 2024. Second, using the pre-1997 coefficient, We ran a counter-factual simulation which indicates that muted responses by dovish BoJ elevated CPI year-over-year rate of changes by 1.2 percent point since 2021. Because the inflationary effects stemming from this 'multiplicative' channel are not incorporated in the BoJ's official estimates, this study can supplement them.

Ryo Hasumi  
Musashi University  
Faculty of Economics  
Toyotamakami 1-26-1, Nerima, Tokyo  
ryo.hasumi@u.musashi.ac.jp

Ryo Kato  
TCER  
and  
University of Tokyo  
Graduate School of Public Policy  
Hongo 7-3-1, Bunkyo, Tokyo  
ryo-kato@pp.u-tokyo.ac.jp

## 風か帆か？大規模金融緩和による物価押し上げ効果：

「多角的レビュー」へのコメント<sup>1</sup>

## 1. 動機と結論

2024年12月、日本銀行は2000年以降の大規模金融緩和の効果(および副作用)についての評価を「多角的レビュー(以下、多レビ)」として公表した。多レビの中で、2013年以降の金融緩和(「量的・質的金融緩和」以降の政策)が物価を押し上げた効果について定量的な推計が行われている(本文 pp. 45-46 と補論 10)。本稿では、実際にインフレ率の大幅な上昇傾向がみられた2021年第3四半期以降の物価押し上げ効果に焦点を絞って議論を行う。

多レビの補論 10 では、概ね以下の手法によって金融政策の物価押し上げ効果を推計している。

1. 大規模緩和が無かった場合の金利、株価、為替レート、予想インフレ率等の「仮想的なパス」を算出。
2. 上記変数が仮想的なパスを辿った場合、すなわち大規模緩和が無かった場合、CPI 前年比がどのようなパスを辿ったかをシミュレート(counterfactual simulation: 以下 CFS)する。
3. CPI の実績値から CFS の仮想的な CPI のパスを差し引くことで、大規模緩和による物価押し上げ幅を算出。

Figure 1 左パネルに上記の手順で推計された CPI 前年比への影響を示した多レビの図表 1-3-12 ②をそのまま引用掲載する。右パネルは、本稿の推計結果をこの多レビのプレゼンテーションに倣い示したグラフである(後述)。多レビの CFS の解釈を金利の水準変化を通じた効果を例にとりて説明すると、「大規模緩和が無かった場合、金利は実績よりも高かったであろう」から、緩和が無かった場合の高い金利を仮定してマクロ動学モデルによって CPI 前年比をシミュレート(CFS)すると、実績対比低めの CPI 前年比パスが得られる。実績 CPI は CFS より低い金利のもとで実現しているため、実績から CFS の CPI を差し引けば、この差分が金融緩和による物価押し上げ幅と解釈できる、というものである。

<sup>1</sup> 本稿の執筆にあたり、敦賀貴之氏(名古屋大学)、仲田泰祐氏(東京大学)との議論から有益な示唆を得た。また、神津多可思氏(亜細亜大学)、開発壮平氏(日本銀行)、および日本金融学会 2025 年秋季大会参加者各位から貴重なコメント頂戴した。記して感謝したい。なお、あり得べき誤りは全て筆者のみの責に帰する。

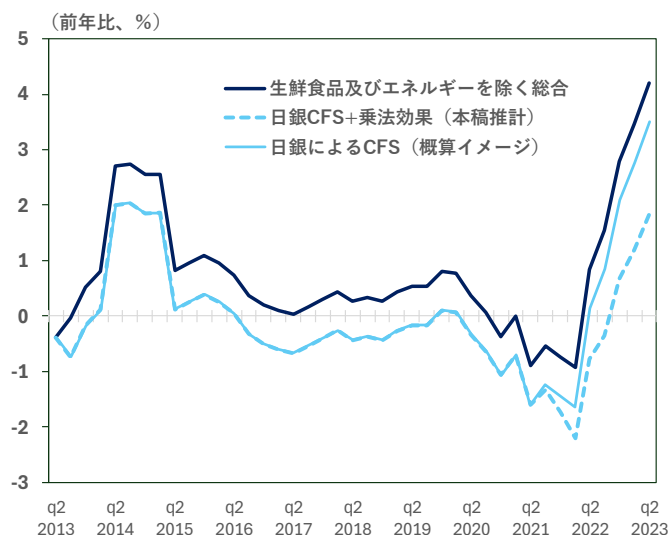
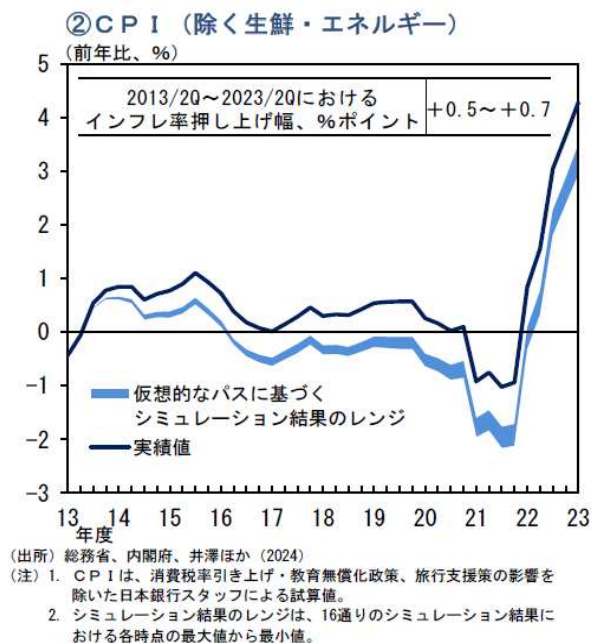


Figure 1: 多角的レビュー(左)と本稿結果(右)

CFSは、コントロール実験が事実上不可能なマクロ経済について、コントロール・グループ(政策が実施されなかったケース)に相当する結果を得るための代替的な手段として適切かつ標準的である。しかし、今回の多レビのようにマクロ動学モデルを用いて大規模緩和のカウンターファクチュアルを考える場合、追加的な要因を考慮する考え方もある。多レビでは、金利やその他変数の水準を高め(あるいは低め)に想定しCFSを行っているが、大規模緩和の影響は金利等の水準の違いだけでは捉え切れない可能性が高い。そもそも大規模緩和は、政策の「レジーム変化」を宣言したものであったことから<sup>2</sup>、変数の水準だけでなく、モデルの構造、とりわけ金融政策の反応関数が変化した可能性を考慮することが、より包括的な検証と言える。具体的には、仮に政策金利が一種のテイラールールで近似可能であるとすると、「レジーム変化」はテイラールールにおけるインフレ率に対する反応パラメータ

<sup>2</sup> 例えば黒田(2016)。

(以下、「テイラー係数」と呼ぶ)の低下としてとらえることができる<sup>3</sup>。

本稿では、テイラー係数の低下という乗法的なチャネルを通じ、金融政策の「レジーム変化」が、本稿の CFS 期間である 2021 年第 3 四半期～2024 年第 3 四半期を通じて平均+1.2%ポイント程度、2023 年初以降 2024 年第 3 四半期までに限れば平均約+1.6%ポイント、CPI 前年比を押し上げたとの結果を得た<sup>4</sup>。これは、目標インフレ率の引き上げや国債買い入れ効果など多レビで定量化された計測結果に上乘せされるべき大規模緩和の物価引き上げ効果である。

## 2. 金融政策のレジーム変化と企業の価格設定行動

多レビで論じられている通り、2013 年以降の大規模緩和の効果を計測するには、①国債や ETF などの資産買い入れや②目標インフレ率の引き上げ(「2%の物価安定目標の導入」、③マイナス金利政策、④イールドカーブコントロール、⑤オーバーシュート型コミットメントの効果に加え、⑥これら①～⑤の政策が予想インフレ率の水準を直接押し上げた効果を総合的に計測する必要がある。多レビは、まさにこれら各政策の個別効果を積み上げる形で推計結果を導いている。一方、本稿は、多レビの積み上げ方式、すなわち加法的な手法では捉え切れない政策効果の計測を行う。

そもそも 2013 年以降、日銀の金融政策はレジーム変化したことが何度も明言されている。レジーム変化が何を意味しているかは様々な解釈がありうる。例えば 2013 年時点で、金融政策の操作変数が金利(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されたことや、目標インフレ率が「2%の物価安定目標」として、従前の 1%程度から引き上げられたことをもってレジーム変化と受け取ることができる。こうした明示的なアナウンスメントを伴う変更はもちろんのこと、日本に限らず中央銀行の総裁や幹部が交替すると、前任より「ハト派」化した、逆に「タカ派」化した、といったインフレに対する利上げ幅やスピードの違いが「レジーム変化」として認識されることは珍しくない<sup>5</sup>。

---

<sup>3</sup> このことは、日銀が明言してきた「レジーム変化」といえば目標インフレ率の引き上げであるとの認識と矛盾しない。テイラー係数の変化は——事実でさえあれば——既に多レビでその効果が計測されている目標インフレ率の引き上げの効果とは別に、追加的にアドオンされる要因である。また、大規模緩和の期間中、政策金利(短期金利)は政策操作変数ではなかったが、本稿では、コールレートが操作変数であった 1997 年までの政策反応関数を「レジーム変化前」として用い、2021 年第 3 四半期以降を「レジーム変化後」として比較する。実際にはレジーム変化は、2013 年初～2021 年中頃までの間に起きていた可能性が高いが、時期の特定や変化の特性の可視化には高い不確実性が伴うため、本稿では、前後に十分な期間をとったうえで、テイラールール同士の比較として計測・提示する。

<sup>4</sup> 本稿では、断りの無い限り「CPI 除く生鮮及びエネルギー」を CPI(消費者物価指数)の具体的なデータとして用いている。日銀の多レビなどでは、生鮮食品及びエネルギー以外に消費税の影響等をさらに除去した独自の「CPI」系列を用いているため、グラフの見た目上、乖離があるが、本稿の分析はベースとなる CPI がなんであれ、「押し上げ幅」が対象であるため、使用する CPI 系列の違いは結果に影響しない。

<sup>5</sup> 例えば、Clarida, Gali and Gertler [2000], Goodfriend and King [2005]を参照。特に Clarida, Gali and Gertler [2000]は、Volcker 議長時代に、Fed の政策反応が、インフレ率に対して過去よりセンシティブになったことを指摘している。他に、Kato, Maih and Nishiyama [2025]は、1970 年代に日銀の「タカ派」化方向へのレジーム変化(テイラー係数の上昇)が識別されたとの推計結果を示している。

インフレ目標の2%への引き上げを含め、大規模緩和に関する日銀からの情報発信は、実際にインフレ率が上昇した際、「日銀が早期に大幅な利上げ(ないし量的な引締め)でインフレを抑え込む対応をしないだろう」との期待形成を促したと考えられる。その具体的な根拠は少なくとも3つ挙げられる。第一に、黒田日銀は、2000年のようなゼロインフレが続いている状況での利上げ・引締めは再現しないだろうと予想されたこと。第二に、日銀自身が2016年に明言したように、CPI前年比が2%を上回るような高めのインフレ率をある程度の期間、許容するとの「オーバーシュート型コミットメント」が導入されたこと。そして第三に実際、2022年頃からの輸入物価の急速かつ大幅な上昇を引き金としたCPIの上昇を、かつての(例えば1990年以前の)日銀であれば、早期の利上げによって抑え込んでいたであろうところ、黒田日銀は実際に4%程度のインフレ率を許容し、緩和的な政策を維持したこと。「ハト派」化への「レジーム変化」の論拠は以上3点で十分だろう。

金融政策反応のハト派化はどのようなチャンネルで物価に影響を及ぼしたのだろうか。一般に、コストプッシュ型のインフレは企業による値上げの意思決定の累積により生じるが<sup>6</sup>、その背景となっているコスト高が一時的なものか、しばらく持続するか、コスト上昇の持続性に対する予想が影響することが知られている。例えば、輸入物価の上昇は、サプライチェーンの川上の財から徐々に川下に波及していくことが多い。ある企業が輸入財を原料や投入物として用いている場合、輸入価格の上昇や円安進行は当然、コスト上昇要因となる。企業が足元のコスト上昇が一時的であると予想すれば、コスト高に耐えて価格を据え置くことが概ね利潤最大化と整合的である。一方、コスト高が持続的であると予想する企業は、コスト高を製品価格にパススルーすることが利潤最大化に照らして正しい<sup>7</sup>。すなわち、当初は一時的と認識されていたコスト高が持続的であると予想修正されると、実際に値上げに踏み切る企業が増え、一時的なコストプッシュ・インフレがホームメイドインフレへと変化していく。このような波及チャンネルが働くためには、「日銀が早期かつ大幅な利上げによってインフレの芽を摘むことはないだろう」との期待が広がるのが不可欠である。つまり、日銀がインフレのホームメイド化を許容すると企業が予想すれば、コスト上昇は持続的であるから価格転嫁が進む。逆に、この波及が国内CPIに十分浸透する手前の時点で日銀が利上げ・引締めに踏み切れれば、円高や景気後退によってインフレのホームメイド化は防がれ、コスト上昇は一時的にとどまる。

したがって、コストプッシュ・ショックのパススルー率は一定ではなく、日銀の政策スタンスに依存する。そして、金融政策がテイラールールで近似できるとすれば、パススルー率はテイラー係数の関数として捉えられることになる。もちろん、コスト上昇分をどの程度価格に転嫁するかは企業が決定する。し

---

<sup>6</sup> コストプッシュ・ショックと並び重要な物価変動の要因に総需要ショックがある。総需要ショックは後述のIS曲線(式3)に現れる自然利子率を変動させるショックとも定義できる。本稿の主要な分析対象期間である2021年末以降における自然利子率の計測結果として、例えば、左三川(2025)や、杉岡,中野,山本(2024)を参照すると、いずれも大きな変動は見られない。よって、本稿の分析対象期間には軽微な影響しかもたらさなかったとみなし、定量的な推計では総需要ショックをゼロと仮定する。

<sup>7</sup> 企業が仕入れ価格の上昇に対して製品価格を値上げすることをパススルーという。1990-2010年代の日本企業のパススルー率は、1970-80年代と比べ低下したと指摘されている(大谷,白塚,代田,2003,塩路,Khai,竹内,2007など)。

かし、その企業によるプライシングの意思決定には(明示的に意識しているかどうかはさておき)日銀の利上げ判断についての予想が織り込まれている。例えば、企業が値上げを見送る理由に「こんなコスト高は持続しない(だろう)」との予想がありがちなが、コスト高が持続しないと見込む背景には、タカ派的な日銀の政策反応が影響している可能性が十分にあるからである。

次節では、まず、日銀のハト派化の程度をテイラー係数の低下幅として捉えることを試みる。次にそのレジーム変化がどのような政策効果を生んだのか、具体的にはテイラー係数の低下がどの程度CPIインフレ率を押し上げたかをマクロ動学モデルを用いて定量的に推計する。

### 3. 定量分析

ここでは、日銀のハト派化度合い——の少なくとも一部——を、テイラールール型の政策反応関数(式1)の係数の変化、とくにインフレ率の反応に対する感応度 $\phi_p$ の低下として定量化する。

$$i_t = \pi^* + \rho i_{t-1} + (1 - \rho) \{ \phi_y y_t + \phi_p (\pi_t - \pi^*) \} + \varepsilon_t \quad (1)$$

$i_t$ は政策金利(コールレート)、 $y_t$ はGDPギャップ、 $\pi_t$ はインフレ率、 $\pi^*$ は目標インフレ率表す。 $\varepsilon_t$ は誤差項であり、(1)式右辺のテイラールールによる近似から乖離する全ての金利変動が含まれる。 $\rho$ は政策反応の慣性を捉えるパラメータ、 $\phi_y$ 、 $\phi_p$ は、それぞれ政策金利のGDPギャップ、インフレ率に対する感応度を示すパラメータである。後者の $\phi_p$ が本稿における「テイラー係数」であり、この低下幅をまず定量化する。

多レビで計測された大規模緩和の効果は、 $\pi^*$ の上昇および $\varepsilon_t$ の低下による実質金利の下押し効果として捉えられている。 $\pi^*$ も $\varepsilon_t$ もいずれも加法的(additive)な効果であり、ここで分析するテイラー係数( $\phi_p$ )の変化のような乗法的(multiplicative)な効果は多レビでは考慮されていない。本稿では、多角的レビューで計測済みである加法的ショックは分析の対象外とし、テイラー係数の低下という乗法的効果のみを追加的な政策効果として推計する。

具体的な $\phi_p$ の値について、①大規模緩和前(レジーム変化前)、②大規模緩和以降(レジーム変化後)の2つの値が必要になる。ここでは、Kato, Maih, and Nishiyama [2025]から、1997年までの長期時系列データを用いた推計値( $\phi_p=1.97$ )を①大規模緩和前の値として用いる<sup>8</sup>。1990年代までの推計値を用いる理由は2つある。第一は、デフレが深刻化したのは1990年代半ば以降であるため、2000年以前は日本銀行がインフレに対して、以後に比べればタカ派的であった期間であるためである。第二は、199年代後半以降は、政策金利が事実上の下限に達し、データを用いた推計が困難に

<sup>8</sup> 既に述べた通り、本稿で分析対象とする「レジーム変化」はテイラー係数の低下のみである。なお、Kato, Maih and Nishiyama [2025]はマルコフスイッチ推計を用いており、 $\phi_p=1.97$ と推定された期間は、具体的には1970年代末から1997年。

なるという技術的な理由による。一方で、レジーム変化は 2013 年以降のどこか、遅くともインフレ率の上昇が鮮明となった 2022 年より前にはレジーム変化が完了したものと考えられる。もともと、政策金利のデータを用いた推計は、政策金利が下限を脱した 2024 年以降でないと困難であるが、データの蓄積がない現状では 2024 年時点の $\phi_p$ の値をピンポイントで推計することは難しい<sup>9</sup>。しかし、 $\phi_p$ がとりうるレンジを示すことはできる。テイラー係数の低下は「ハト派化」にはかならないので、大規模緩和によるレジーム変化前の $\phi_p$ が 1.97 であったとすれば、上限は 1.97 でよい。一方、下限は、いわゆるテイラー原則、 $\phi_p > 1$  を仮定として用いる。テイラー原則は、あくまで仮定であるが、これが満たされない場合、本稿で用いている対数線形モデルの合理的期待解は一意に定まらない。現実問題としては、例えばインフレ率や GDP ギャップが発散する状況が予期されているケースが考えられる。様々な予想指標をみると、現時点で、インフレ率や政策金利が発散するとの予想が広く共有されているわけではないため、本稿では、 $\phi_p > 1$  を仮定した。より具体的な値としては、ここでは、2021 年以降の CPI の上昇ペース (Figure 2 右パネル) と、2024 年初以降の利上げペースに概ねマッチするように、②大規模緩和以降 (レジーム変化後) のテイラー係数を $\phi_p = 1.27$ ——すなわち 1.97 から約 0.7 低下した——とカリブレートした。

次にフィリップス曲線 (式 2) のカリブレーションについて述べる。

$$\pi_t = \beta E_t \pi_{t+1} + (1 - \beta) \pi_{t-1} + \alpha y_t + v_t \quad (2)$$

ここでは日銀の多角的レビューなどに従い、前向きな期待の割合である $\beta = 0.3$  (後ろ向きが 7 割) との値を用いる。同じく $\alpha$ も多レビ等に従い $\alpha = 0.11$  と設定した<sup>10</sup>。なお、 $v_t$ は外生的な総供給 (aggregate supply: AS) ショックを表す。

IS 曲線は、本稿では (3) 式で表される。

$$y_t = E_t y_{t+1} - \frac{1}{\sigma} (i_t - E_t \pi_{t+1} - r^n) \quad (3)$$

$r^n$ は自然利子率である<sup>11</sup>。自然利子率は総需要ショックにより変動しうるが、脚注 5 で述べた理由から、本稿の分析期間においては一定とおいた。CRRRA 定数 $\sigma$ は、Kato, Maih, and Nishiayma[2025]から、4.5 と設定した。

本稿で着目する金融緩和の効果は、コスト押し上げ型の総供給ショック (adverse AS shock、 $v_t > 0$ )

<sup>9</sup> ゼロ金利解除後の政策金利の実績データの蓄積は少ないが、先行きの予想に関するデータ (ESP フォーキャストや先物金利データなど) をみると、2025 年 3 月時点の OIS 金利や満期 3 年までの国債金利は、せいぜい 1% 程度であるため、このことからテイラー係数はかなり小さくなっていると考えられる。なお、先行研究としては、Bauer, Pflueger and Sunderam [2024, 2025] が、市場予測のパネルデータ等を用いて、金融政策反応が民間主体にどのように受け止められているか (perception) を計測している。本稿も厳密ではないもの、こうした考え方にに基づき、民間の予想を参考にして政策反応をカリブレートした。

<sup>10</sup> 西野他 (2016) など。

<sup>11</sup> (3) 式において、すべての $t$ について実質金利 ( $i_t - E_t \pi_{t+1}$ ) が $r^n$ に等しければ、すべての $t$ について $y_t = 0$  が成り立つ ( $y_t$ の定常値は 0 であることに注意)。この $r^n$ を自然利子率 (natural rate of interest) と呼ぶ。

が生じた際に、日銀が過去の比較時点よりも、これを抑制(rein in)しないことによって発生する。このため次に、近年、日本経済が受けた adverse AS shock のサイズを推計する。本稿の目的に照らすと、 $v_t$  の長期時系列を推計する必要はない。大規模緩和期において明確に adverse AS shock が発生したのは、2021 年末以降であるので、それ以降の  $v_t$  のパスを識別すればよい。具体的な識別方法としては、 $v_t$  が(4)式のような AR(1)過程に従うと仮定し<sup>12</sup>、Figure 2 右パネルに示したように、CPI(除く生鮮及びエネルギー)の実際の上昇ペースをシミュレーション値が再現するような  $v_t$  のパスを逆算(back-out)した。

$$v_t = \rho^{AS} v_{t-1} + e_t \quad (4)$$

Figure 2 左パネルは、back-out された  $v_t$  とその主要な引き金となった輸入物価の前期比を比較している。両者が一致する必要はないが、概ね似た動きとなっていることが確認できる。念のため解釈を述べると、ここで推計されたサイズの adverse AS shock に対して、ハト派化した日銀が accommodative な政策対応をとった結果、4%程度の CPI(除く生鮮及びエネルギー)前年比が実現した、ということになる。

では、推計された同じサイズの adverse AS shock が、ハト派化する以前の日銀( $\phi_p=1.97$ )のもとで日本経済を襲っていた場合、どの程度の CPI 前年比が実現しただろうか。本稿の CFS の結果をみると、もし日銀が「レジーム変化」をしておらず 1990 年代並みの「タカ派」であったなら——すなわち  $\phi_p=1.27$  ではなく  $\phi_p=1.97$  であれば、それだけで——2023 年の CPI 前年比は実績対比 1.6~1.7%ポイント低めに抑えられていたとの推計値を得た<sup>13</sup>(前掲 Figure 1)。

本稿の結果を多レビ補論 10 の推計と合算する形でまとめると以下の通り。多レビで考慮された複数の additive な政策チャンネル(加法効果)に加え、テイラー係数が 0.7 程度低下した(約 1.97→1.27)という multiplicative なチャンネル(乗法効果)をカウンターファクチュアルに含めて計測すると、大規模緩和による CPI 前年比の押し上げた幅は、本稿の CFS 期間である 2021 年第 3 四半期~2024 年第 3 四半期を通じて平均で +1.7~1.9%ポイント(うち +1.2%ポイントが本稿の乗法効果)であった<sup>14</sup>。さらに、テイラー係数の低下効果は、輸入物価の上昇のような外的な adverse AS shock が発生した際に大きく発揮されるため(乗法効果であるゆえん)、大規模緩和が CPI 前年比上昇率に与えた影響は、2023 年初以降 2024 年第 3 四半期に限ると、平均 +2.1~2.3%ポイント(うち +1.6%ポイントが本稿の乗法効果)の押し上げ幅であったとの結果となった。

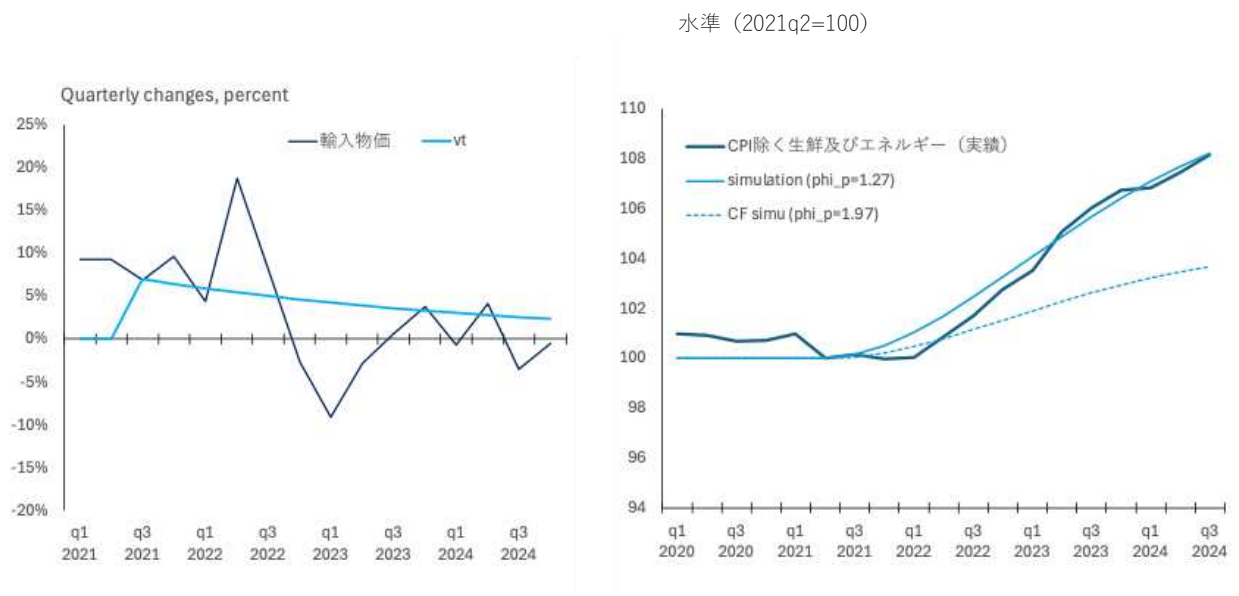
なお、本稿では 2021 年以降の「高インフレ」期に焦点を絞ったが、乗法効果は、一般にインフレ率をゼロ近傍から大きく遠ざけるショックが働いた時期に発現する。よって、2021 年以前であっても、正

<sup>12</sup>  $\rho^{AS}=0.92$  と設定。なお、概ね同じサイズの AR(2)過程を用いても推計結果は殆ど変化しない。

<sup>13</sup> Figure 2 右パネルの点線が示す CPI(水準)が、本稿の CFS パスである。これを前年比ペースに引き直して、多レビと比較したものが Figure 1 である。

<sup>14</sup> 日銀は、多レビにおいて、CFS により大規模緩和の効果が消費者物価(除く生鮮食品及びエネルギー)の前年比に対して +0.5~+0.7%ポイントとの結果を得たとしている(Figure 1 左パネル参照)。

のインフレ率が実現していた時期においては、2021 年以降ほどではないにせよ、乗法効果によって相応の緩和効果が発揮されていた可能性があることに留意する必要がある。



(出所) 日本銀行・輸入物価指数、総務省・CPI 生鮮食品及びエネルギーを除く総合

Figure 2:  $v_t$  と CPI 水準

#### 4. 1970 年代の経験: 結語に代えて

本稿では、日銀の利上げ反応度合いが企業のインフレ期待に織り込まれることで価格設定に影響するチャンネルに焦点を絞り、2 節でこれを説明し、3 節でその定量的分析を試みた。この議論は、よりマクロ的な観点から以下のように言い換えることができる。CPI インフレ率は確かに外的な AS shock を引き金として高まるが、どの程度高まるか、一過性のコスト高にとどまるか、ホームメイド・インフレに発展するか、岐路を分ける鍵は金融政策が握っている。船の進路は波の影響を受けるが、その程度は舵取り次第である<sup>15</sup>。

実際、概ね世界共通な AS shock に対し、各国の政府・中央銀行がどのように反応するかによって結果的に実現した国内インフレ率が大きく異なった事例がある。令和の 40 歳代以下に殆ど実感が無いであろう 1970 年代のインフレの経験がこれにあたる。当時の G4(米英独日) 諸国のインフレ率を国

<sup>15</sup> 「波か舵か」、「風か帆か(gales or sails)」に関して、洋の東西で似たような格言がある。「波を受け、しぶきをかぶっても、舵取りさえ確かなら目的の港に入ることができる」、『松翁論語』、PHP 研究所。‘Tis the set of the sails. And not the gales, That tells the way we go.’ The Winds of Fate, Ella Wheeler Wilcox.

際比較すると、その格差は大きい(Figure 3)。1973年のOAPECによる石油禁輸措置や1979年のイラン革命を契機とした原油価格の急騰が各国の経済・物価に与えた影響の違いの一部は、米英独日のそれぞれの原油依存度や産業構造が異なることに帰着するだろう。

同時に、各国の金融政策対応の違いもインフレ率の国際格差に大きな影響を及ぼした。経済企画庁(1979)は、米国と西独のケースを対比し、概ね以下のように述べている。Fedは特に第二次ショックの前後(ポール・ボルカーの登板まで)、政策金利をインフレ率とほぼ同じペースに維持したため、実質金利が上昇せず、インフレのホームメイド化を招いた。一方、西独は早期に引締めを行い、「輸入インフレが国内物価に波及し、ひいてはそれが賃金加速をもたらすことにより内部化することを初期の段階でできるだけ阻止したいという政策意図」を実現した。

繰り返しになるが、テイラー係数の変化がパススルー率やCPIインフレ率に与える影響は、大きな外的ショック(特にAS shock)の発生時に無視できないインパクトを持つ。これは数学的に、多レビで考慮された(政策)金利の「押し下げ効果」のような加法的なショックではなく、政策反応係数の変化は乗法的ショックであるため、それ自体は単独で平時に目に見える効果を殆ど生まない。しかし、いざ外的なショックが発生すると、その効果は文字通り掛け算的に大きくなるため可視化される<sup>16</sup>。

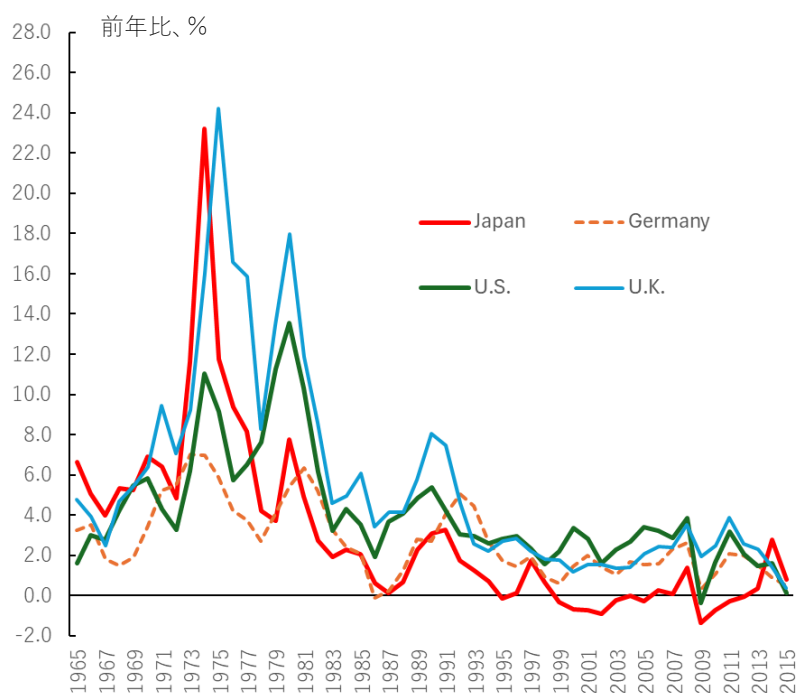
「非伝統的金融政策の効果」のチャネルのひとつは、期待や予想に働きかける経路であった。その意味するところは聞き手によって異なるだろう。本稿で論じた「期待を通じた金融政策の波及チャネル」は、未だインフレの芽(AS shock)が発生していない状況において、「日銀はインフレの芽を摘まず、インフレの伸びを抑え込むことをしないでだろう」という予想を企業や家計に持たせること指す。このチャネルは、1970-73年と2022-24年に程度の差こそあれ、その効果を発揮した。第一次オイルショック前の1970年代初頭時点で既にマネタリーベース、マネーサプライとも伸びが加速しており、通貨供給量(M2)の前年比は1971年に+22.5%、72年に+26.8%を記録していた<sup>17</sup>。のちに「過剰流動性」と呼ばれたインフレの下地である。オイルショックの発生前に生じていた過剰流動性は、「日銀はadverse ASショックに対して、激しくタカ派的引締めで対応することはしないでだろう」との期待形成を促した<sup>18</sup>。このような期待は、それ自体が単独で激しいインフレを引き起こすことは考え難いが、外的ショックのホームメイド・インフレ化を許容することで、物価押し上げに大きな役割を果たした。

---

<sup>16</sup> 乗法的(multiplicative)な金融政策変更の効果に関連し、Orphanides and Wilcox [2002]は、低インフレ下では中銀はaggressiveな反応をとらず、外的なショックを待って望ましい方向にインフレ率を誘導していくことが最適となる状況を論じている。積極的なアクションではなく、外的なショックを抑え込まないことでインフレ目標を達成するというアイデア(“opportunistic approach”と呼ばれる)自体は、インフォーマルには既にBlinder [1994]によって論じられている。

<sup>17</sup> 昭和48年経済企画庁年次経済報告(<https://www5.cao.go.jp/keizai3/keizaiwp/wp-je73/wp-je73-00103.html#sb1.3.2.2>)。既に「過剰流動性」の記述がある。

<sup>18</sup> 日本銀行(1975)は、「マネタリーベース(ハイパワード・マネー)の供給要因」として「対外資産の増加」を挙げ、同要因が「直接、間接にマネーサプライの急増を招き、インフレの高進とインフレマインドの定着を促した面のあることは否めない」と述べている。



(出所) Consumer prices, World Bank Open Data

Figure 3: 米英独日のインフレ率

日本銀行(1975)は、1970年代前半の世界インフレを分析した論文において、「フロート下にあつては、インフレの抑制の成否は結局各国の政策当局が物価安定にどれだけの **discipline** を持っているかにかかっている」と明確に述べている。これは要するに「日銀が(強過ぎる) **discipline** を弱めれば、外的ショックに際してインフレ率の上昇幅は高まる」という叙述に他ならない。本稿では、日銀の「ハト派化」をテイラー係数の低下という乗法的レジーム変化として定量化したが、テイラー係数の低下を含め日銀の「広義のハト派化(弱い **discipline**)」を、企業や家計が信じるに至った要因や背景として、マネーサプライやマネタリーベースなど、いわゆる量的に緩和的な金融環境が担った役割がどの程度あったかが残されたひとつの論点だろう。この点、さらに研究を進めていくことが多角的レビューの完成度を高めるだろう。

以上

## 参考文献

- 大谷聡, 白塚重典, 代田豊一郎 (2003), 「為替レートのパス・スルー低下: わが国輸入物価による検証」, 『金融研究』, 第 22 号, 第 3 卷, pp. 59-90.
- 黒田東彦 (2016), 「長短金利操作付き量的・質的金融緩和 — 低インフレを克服するための新たな金融政策の枠組み」, ブルッキングズ研究所における総裁講演.
- 経済企画庁 (1979), 「スタグフレーションと世界経済」, 年次経済報告 (昭和 54 年) 第 3 章, 経済企画庁.
- 左三川郁子 (2025), 「中立金利は 1~3% 程度、政策金利になお上げ余地 — 本格的な『金利のある世界』復帰でブルーデンスの視点が重要に —」, 日本経済研究センター「金融政策ウォッチ」.
- 塩路悦朗, Vu Tuan Khai, 竹内紘子 (2007), 「名目為替パススルー率低下のマクロ的含意」, RIETI ディスカッション・ペーパー, No. 07-J-024.
- 杉岡優, 中野将吾, 山本弘樹 (2024), 「自然利子率の計測をめぐる近年の動向」, 日本銀行ワーキングペーパーシリーズ, No. 24-J-9.
- 西野孝佑, 山本弘樹, 北原潤, 永幡崇 (2016), 「『量的・質的金融緩和』の 3 年間における予想物価上昇率の変化」, 日銀レビュー, 2016-J-17.
- 日本銀行 (2024), 「金融政策の多角的レビュー」, 2024 年 12 月.
- 日本銀行 (1975), 「世界的なインフレーション」, 調査月報 1975 年 2 月号.
- Bauer, M. D., C. E. Pflueger and A. Sunderam, 2025, Current perceptions about monetary policy, FRBSF Economic Letter, Federal Reserve Bank of San Francisco, vol. 2025(05), pp. 1-6.
- Bauer, M. D., C. E. Pflueger and A. Sunderam, 2024, Perceptions about monetary policy, *Quarterly Journal of Economics*, 139(4), pp. 2227-2278.
- Blinder, A. S., 1994, Opening statement of Alan S. Blinder at confirmation hearing before the U.S. senate committee on banking, housing, and urban affairs, (May) mimeo, Federal Reserve Board.
- Clarida, R., J. Gali., and M. Gertler, 2000, Monetary policy rules and macroeconomic stability: Evidence and some theory, *Quarterly Journal of Economics*, 115(1), pp. 147-180.
- Goofriend, M. and R. G. King, 2005, The incredible Volcker disinflation, *Journal of Monetary Economics* 52, pp. 981-1015.
- Kato, R., J. Maih and S-I. Nishiyama, 2025, Trend inflation in the Japanese 2000s: A Markov-switching DSGE estimation, Norges Bank working paper, 3/2025.

Orphanides, A. and D. W. Wilcox, 2002. The opportunistic approach to disinflation, *International Finance*, 5(1), pp. 47-71.