

**（BOX 4）為替相場が消費者物価に及ぼす影響**

最近の消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の上昇率の高まりには、食料工業製品や耐久消費財、被服といった輸入品の割合の高い財の価格上昇が相応に寄与している（BOX図表6(1)）。こうした事実に着目し、「最近の除く生鮮食品・エネルギーの改善は、もっぱら円安効果によって支えられているため、ここにきて円安傾向が一服してきていることを踏まえると、除く生鮮食品・エネルギーの伸びは早晚減速する」との議論がしばしば聞かれる。しかし、食料工業製品や耐久消費財、被服といった品目は、為替要因の影響を受けやすいだけでなく、景気に対しても感応的であるため、需給ギャップやインフレ予想といったマクロ的な要因の影響も考慮したうえで、為替レートの上昇効果を定量的に抽出する必要がある。すなわち、今次局面で過度の円高が修正され為替レートが円安方向に変動したことの影響を評価するうえでは、インフレ率に対する直接的な効果である「1次的な波及効果」(first-round pass-through) と、需給ギャップやインフレ予想の改善といった間接的な経路も含めた「出尽くしベースの波及効果」(full pass-through) を区別することが重要である。

この点に関する先行研究をみると、消費者物価に対する「1次的な波及効果」は、エネルギー価格に対する影響を除くと、小さいことが知られている。実際、説明変数に為替相場を追加したフィリップス曲線を推計すると（BOX図表7(1)）、名目実効為替レートにかかる係数は0.10と比較的小さい。この推計結果に基づいて、除く生鮮食品・エネルギーの前年比に対する為替レートの寄与度を計算すると（BOX図表6(2)のSingle Equationアプローチ）、2014年度中頃をピークに緩やかに減衰しており、足もとでは+0.2%ポイント程度の押し上げ寄与となっている。先行きについて、上記の推計結果をベースに、名目実効為替レートが横ばいで推移すると仮定すると、為替円安の押し上げ寄与は、2016年度末にかけて残存しつつも、ごく緩やかに縮小していくと計算される。

一方、「出尽くしベースの波及効果」は、相応に大きくかつ持続性を持つものと考えられる。実際、マクロ変数のラグ構造や相互依存関係も考慮した3変数（名目実効為替レート、需給ギャップ、除く生鮮食品・エネルギー）のVAR（ベクトル自己回帰モデル）を推計し、10%の円安ショックの効果を

みると、需給ギャップ改善や（バックワード・ルッキングの）インフレ予想押し上げといった間接効果も考慮している分、円安のインフレ率の押し上げ効果は、「1次的な波及効果」だけの場合（Single Equation アプローチ）と比べて、大きくかつ持続的なものとなっている（BOX図表7(2)）。このVARの推計結果を用いて、除く生鮮食品・エネルギーの前年比について、根源的な要因による寄与度分解（ヒストリカル分解）を行うと（BOX図表6(3)）、為替円安は、2013年後半以降、かなり持続的にインフレ率を押し上げており、足もとでは0%台後半のプラス寄与となっている<sup>40</sup>。これは、円安によって輸入物価が直接的に押し上げられたことによるコストプッシュの要因に加え、円安をきっかけとして、需給ギャップやインフレ予想が改善したことなどの間接的な影響が、持続的に物価を押し上げているためと考えられる。この点を勘案すると、先行きについても、既往の為替円安は持続的な物価押し上げ効果を持つと考えられる。

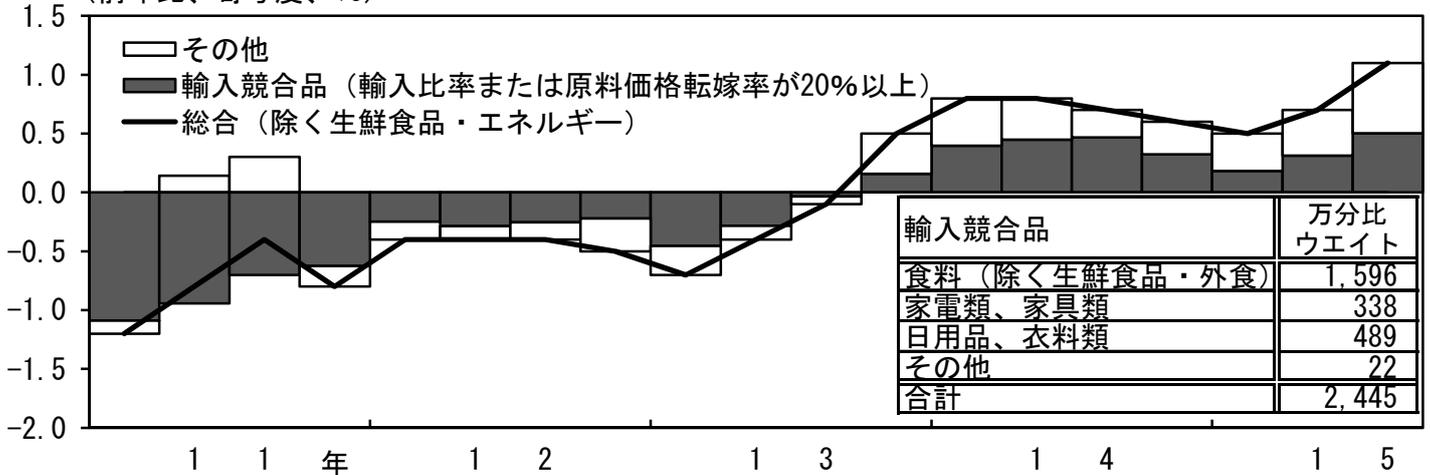
---

<sup>40</sup> VARに基づくヒストリカル分解では、根源的なショックが、他の変数に影響を与える間接的な効果も定量的に把握することが可能である。したがって、本分析における為替レート要因の寄与度には、「為替円安→需給ギャップやインフレ予想の改善→消費者物価の上昇」といった経路で物価が変化した動きも、為替レートの要因として寄与度分解に反映されている。

## 為替相場が消費者物価に与える影響（1）

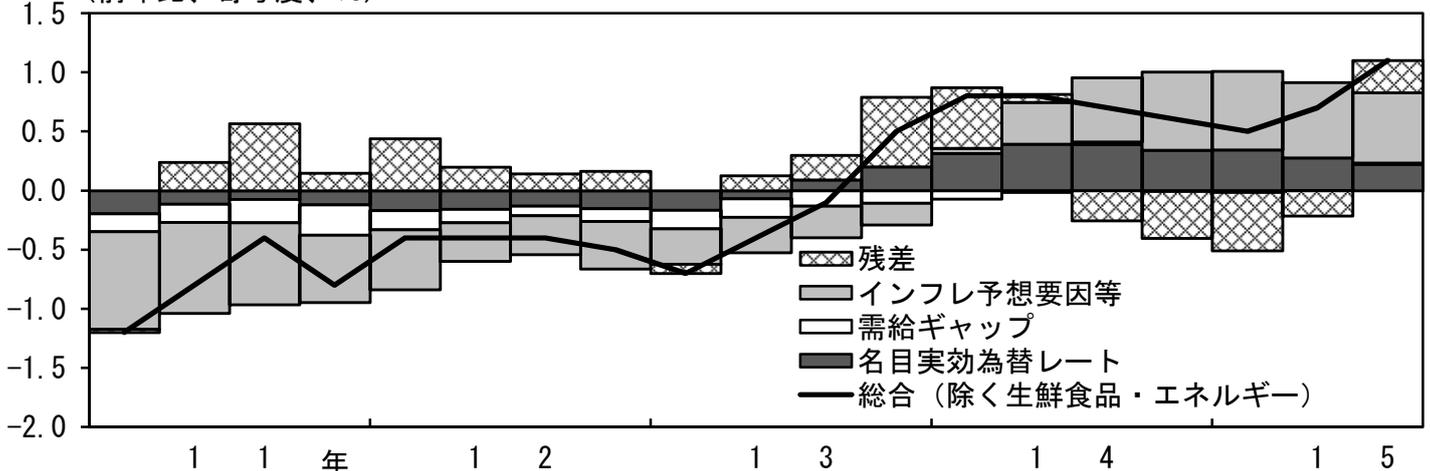
### （1）総合（除く生鮮食品・エネルギー）の寄与度分解

（前年比、寄与度、%）



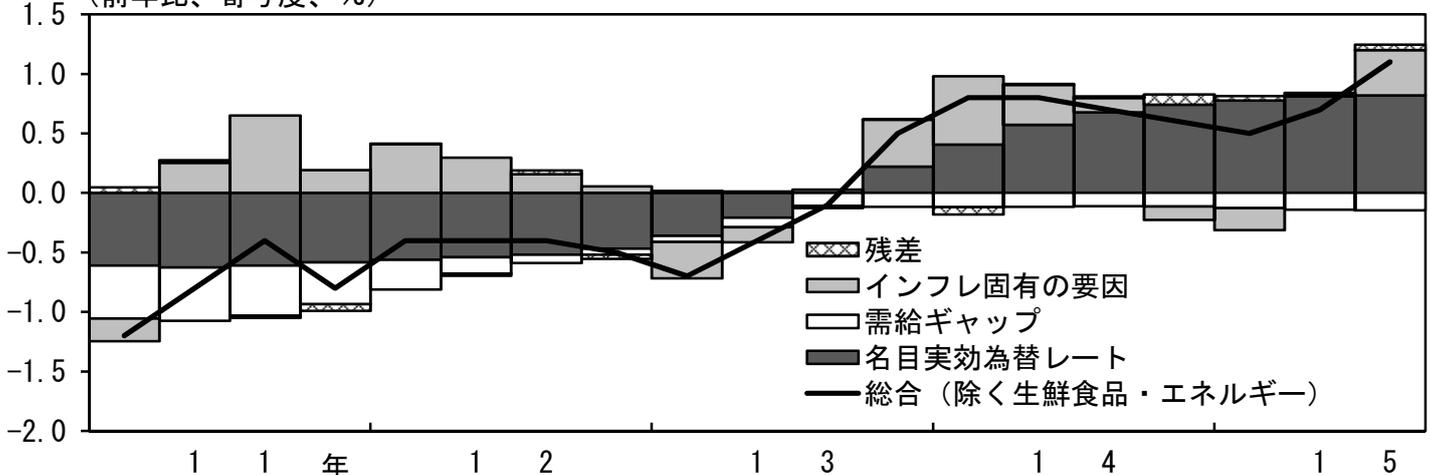
### （2）Single Equationアプローチ

（前年比、寄与度、%）



### （3）VARアプローチ

（前年比、寄与度、%）



- （注）1. （2）は、BOX図表7（1）で推計された式を用いて計算。  
 インフレ予想要因等は、インフレ予想要因、インフレ実績要因、定数項の合計値。  
 2. （3）は、BOX図表7（2）で推計されたVARを用いて計算。  
 3. 総合（除く生鮮食品・エネルギー）は、日本銀行調査統計局算出。  
 4. 消費者物価指数は、消費税調整済み（試算値）。

（出所）総務省、内閣府、B I S、Consensus Economics「コンセンサス・フォーキャスト」等

## 為替相場が消費者物価に与える影響（2）

### （1）Single Equationアプローチ

#### <推計式>

総合（除く生鮮食品・エネルギー）  
（前年比、%）

= c（定数項）  
+  $\alpha$  × 需給ギャップ（2期ラグ、%）  
+  $\beta$  × 中長期の予想インフレ率（6～10年先、%）  
+  $(1 - \beta)$  × 過去1年の実績（前年比、%）  
+  $\gamma$  × (-1) 名目実効為替レート  
（前期比、アーモンラグ、%）

#### <推計結果>

	総合 （除く生鮮食品・エネルギー）	
c	-0.31 ***	-0.37 ***
$\alpha$	0.07 ***	0.11 ***
$\beta$	0.32 ***	0.37 ***
$1 - \beta$	0.68 ***	0.63 ***
$\gamma$	0.10 ***	—
決定係数	0.90	0.87
標準誤差	0.31	0.36

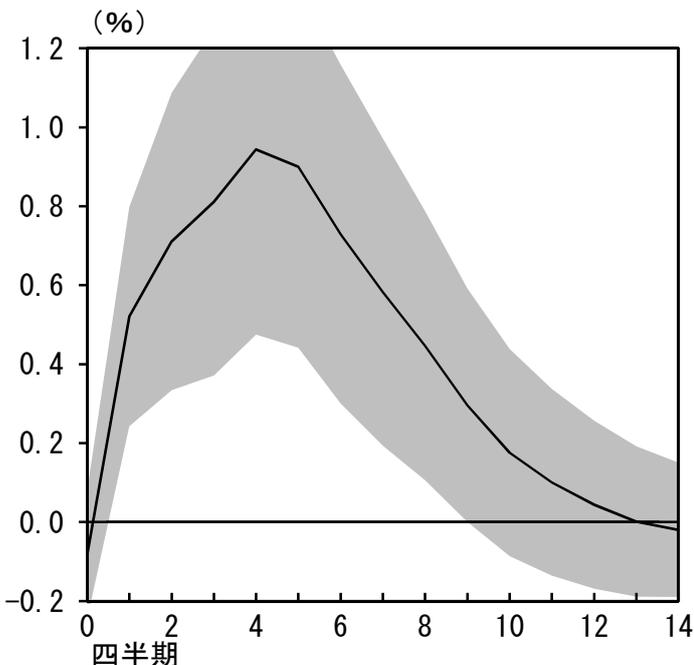
推計期間は、1991/1Q～2015/3Q。  
\*\*\*は、1%有意を表す。

### （2）VARアプローチ

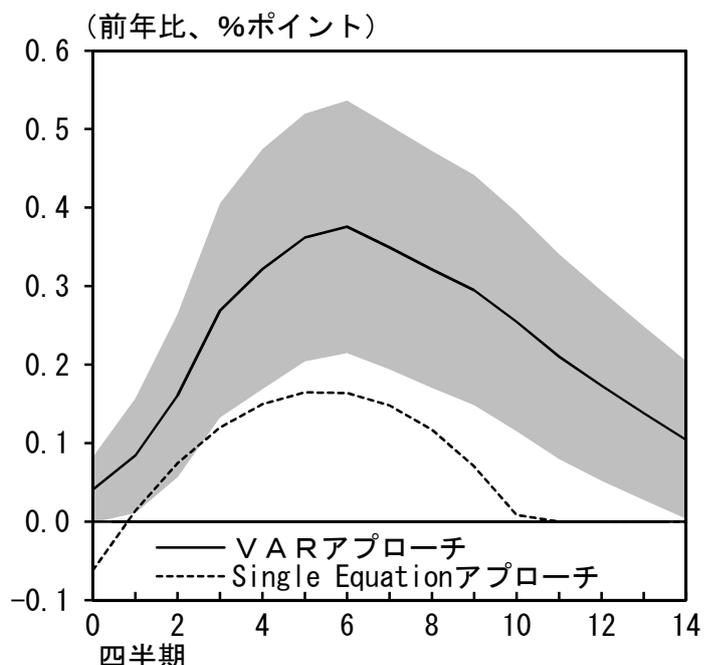
以下の3変数からなるVARを推計。ショックの識別は以下の順のコレスキー分解による。  
【名目実効為替レート、需給ギャップ、総合（除く生鮮食品・エネルギー）】  
推計期間は、1991/1Q～2015/3Q。

#### 10%円安ショックへの反応

##### ① 需給ギャップ



##### ② 総合（除く生鮮食品・エネルギー）



- （注）1. （1）の名目実効為替レートのラグは10四半期、 $\gamma$ は0～10四半期ラグのパラメータの合計値。決定係数は、自由度修正済み。  
2. （2）のVARは、需給ギャップ以外は前期比（%）を用いて推計。シャドローは75%タイルバンド。  
3. 総合（除く生鮮食品・エネルギー）は、日本銀行調査統計局算出。  
4. 消費者物価指数は、消費税調整済み（試算値）。

（出所）総務省、内閣府、B I S、Consensus Economics「コンセンサス・フォーキャスト」等