



2013.11.28

物価上昇「2年で2%」の未達こそベストシナリオ

経済調査部 シニアエコノミスト 山本康雄

「物価安定目標」達成に自信をみせる日銀

日銀は10月31日の金融政策決定会合で、「経済・物価情勢の展望(展望レポート)」をまとめ、2015年度の生鮮食品を除く総合消費者物価指数(コアCPI)の上昇率が前年度比+1.9%(消費税率引き上げの影響を除く)に達するとの見通し(政策委員見通しの中心値)を示し、4月に打ち出した「2年で2%程度」が達成可能であるというシナリオを堅持した。黒田総裁は会合後の記者会見で、シナリオ達成への「道筋を順調にたどっている」と述べ、デフレ脱却に向けた政策運営に自信を見せた。

今回の展望レポートで、物価の見通しについては、これまでのところ日銀が想定したとおりのペースでインフレ率(コアCPI前年比)が高まっているということなのか、4月26日に発表した前回の展望レポートからほとんど変えていない。確かに、9月時点のコアCPIは、4月の展望レポートにおける13年度見通しと同じ前年比+0.7%まで高まっている。こうした状況を踏まえ、4月に導入した異次元緩和策の効果や景気回復を背景に、物価は今後も緩やかに上昇し、日本経済がデフレから脱却するとの見方を継続。そのうえで、コアCPIは「見通し期間(15年度まで)の後半にかけて、『物価安定の目標』である2%程度に達する可能性が高い」との見通しを示している。

ただし、物価安定目標の達成には懐疑的な意見も多い。日銀審議委員の中でも民間エコノミスト出身の木内、佐藤両委員は、一貫して「2%程度に達する可能性が高い」との記述に反対している。また、日本経済研究センターが民間エコノミストなど約40名の予測値を毎月、集計・発表しているESPフォーキャスト調査(11月調査)でも、消費税率引き上げの影響を除くコアCPI前年比の予測平均値は、2014年度+0.75%、2015年度+0.93%にとどまっている。いまのところ、2015年度までに2%の物価安定目標は達成できないというのがコンセンサスだ。

「コアCPI」は金融政策のターゲットとして妥当か

9月時点のコアCPI前年比+0.7%の内訳をみると、ガソリンや電気代などエネルギー価格の寄与度が+0.64%Ptと大きくなっている。その背景には、エジプト・シリア情勢の悪化などから夏場に原油価格が上昇したことや、原子力発電所の停止に伴う発電コストの上昇を受けて電力各社が相次いで料金を値上げしていることなどがある。しかし、これらが本当に今年4月に導入した「量的・質的金融緩和」の効果といえるだろうか。

確かに、円安は日本の金融緩和期待がもたらした側面があり、輸入物価上昇の一部は金融緩和の効

果(あるいは副作用)といってよいであろう。しかしながら、足元の物価上昇の相当部分は原油価格上昇や電力料金の値上げといった金融緩和とは無関係な事象がもたらしたものだ。表面的には、日銀が想定したとおりのペースでインフレ率は上昇しているが、その中身を吟味すると、想定どおりに推移していると評価するのが適切かどうかは議論の余地がある。

ここで2つの疑問が生じる。1つは、原油やLNG(液化天然ガス)など燃料のほとんどを輸入に頼る日本において、エネルギーを含むコアCPIを金融政策のターゲットに据えることが適切なのか、ということだ。金融政策がエネルギー価格に影響を与えることはほとんどできないはずである。仮に、コアCPI前年比が2%を上回っていた08年夏頃と同じ1バレル=150ドルまで原油価格が急騰すれば、物価安定目標は達成されると思われる。しかし、そのときに物価が「想定どおり」に上昇していると考えない人はいないだろう。日本よりエネルギー自給率が高い米国ですら、基調的な物価上昇率として参照する「コアPCE(消費支出デフレーター)」で食料・エネルギーを除いていることをみても、コアCPIを金融政策のターゲットに据えることの適否を改めて検討する必要があるのではないだろうか。

14年春頃からエネルギー価格の物価押し上げ幅は縮小へ

もう1つの疑問は、現在の展望レポートで開示されている内容が、十分とはいえないのではないかということだ。端的に言えば、足元のインフレ率について、日銀は4月の展望レポートで示した道筋どおり推移しているとの見方を示しているが、本当に想定どおりなのかという疑問が出てくること自体に問題がある。

例えば、コアCPIをターゲットにするなら、少なくとも前提として、見通し期間中の原油価格や為替レートをどの程度でみているかを明示する必要があるのではないだろうか。そうでなければ、本当に物価が想定どおりに推移しているかは評価できないはずだ。現在のエネルギー価格上昇が想定範囲内であり、足元の物価が順調に上昇していると評価するなら、エネルギー価格がどれくらい上ぶれたら望ましくない物価上昇に変わるのか、そのとき日銀はどう対応するのか、少なくとも現在の展望レポートからは読み解くことはできない。

また、原油価格と為替レートが現在の水準で推移すると、エネルギー価格による物価押し上げ幅は14年春頃から小さくなることが予想される。それによってコアCPI前年比が低下した場合(みずほ総合研究所は、その可能性が高いと予測している)、原油価格が下ぶれたからインフレ率が目標を下回ったと説明するのだろうか。それは現状を想定どおりと評価することと矛盾しないのか。

「安定的な物価上昇」に対する考え方をもう一度整理しておかないと、06年3月の量的金融緩和解除、同年7月のゼロ金利解除の轍を踏むことになりかねない。当時の物価上昇も、現在と同様に円安・商品市況上昇の影響が強かったが、日銀はデフレ脱却の可能性が高まったと判断して金融引き締めに出た。しかし、交易条件の悪化で企業収益が圧迫されて賃金が下落するなどしたため、デフレ脱却には至らなかった。結果論だが、当時の量的金融緩和、ゼロ金利解除が早すぎたことは明らかである。

実際に、15年度までにインフレ率が2%に達するかどうかは、原油価格をはじめとする商品市況や為替レートなどに大きく左右される面もあり、だれも正確に予測することはできない。そうであるならば、政策効果を事後的に検証し、次に活かすことができるようにしておくことが重要だ。仮に、物価安定目標が達成できたとしても、たまたま原油価格が高騰しただけなのか、それとも金融緩和が奏功した結果なのか、どちらが主因であったかによって、日銀の金融政策に対する評価は変わってくるだろう。

そうした検証可能性を高める意味で、展望レポートでは原油価格や為替レートなど外部環境についての前提や、物価安定目標の達成に至る明確な道筋をあらかじめ示すように改善していくべきだ。さらに、より長期的にはエネルギーを含むコアCPIを目標の中心に据えることが適切なのか、改めて検討する必要があるように思われる。

物価安定目標の達成が望ましくない「2つの理由」

さて、筆者は以下に挙げる2つの理由から、短期間に2%の物価安定目標が達成されることは、日本経済にとって望ましいことであるとは考えていない。

第1に、短期的には名目賃金の増加が物価上昇に追いつかない可能性が高い。14年度は、消費税率引き上げの影響でコアCPIが2%強押し上げられる。仮に消費税率引き上げの影響を除くベースのコアCPI前年比が目標の2%に到達すれば、両者を合わせたインフレ率は4%に達することになる。現在、安倍政権は「政労使会議」の場などを通じて企業に賃上げを要請しており、一部の企業はベースアップに前向きな姿勢を示している。来春の春闘ではある程度の賃上げが実現するとみられるものの、ボーナスを含めた1人当たり賃金の増加幅はせいぜい1%程度だろう。インフレ率が4%なら実質賃金は3%減少する計算となり、個人消費への悪影響が懸念される。

第2に、物価安定目標の達成が近づいたと金融市場で認識されると、為替レートが円高にふれる可能性が高い。量的・質的金融緩和は、2年間で2%程度のインフレ率を実現することを目指したものであるため、目標が達成されれば当然終了するはずである。金融市場では、これは実質的な金融引き締めととらえられ、長期金利の上昇や円高が進みやすくなることが予想される。特に、米連邦準備制度理事会(FRB)による量的金融緩和(QE3)の縮小開始が遅れた場合は要注意だ。一時は13年9月にも始まると目されたQE3縮小は、予算案や政府債務上限問題をめぐる米議会の紛糾を受けて、開始時期が後ズレしている。市場コンセンサスでは、14年3月縮小開始とみられているが、米QE3の縮小開始が大幅に遅れる一方、日本の物価安定目標達成が視野に入ると量的・質的金融緩和の終了観測が生じると、円ドルレートは急激に円高にふれるリスクがある。

このように、短期間でインフレ率2%が達成されると、家計の実質所得減少や円高進行を通じて逆に景気の腰を折ってしまうことになりかねない。中長期的な視点からは、名目賃金増加率など他の経済指標とバランスがとれた形での物価上昇が望ましく、そうした観点からすると、14年度時点でコアCPI前年比(消費税率引き上げの影響を除く)は1%を下回るくらいがちょうどよい。その場合、量的・質的金融緩和について、2%の物価安定目標を「安定的に持続するために必要な時点まで継続する」とした13年4月の決定が効いてくる。物価安定目標が達成されそうもなければ、日銀が「量的・質的金融緩和を当然に延長してくるだろう」との期待(時間軸効果)が金融市場に生まれ、円安が継続する可能性が高まるからだ。

14~15年度のベストシナリオは、インフレ率が目標を下回ることで、日銀が量的・質的金融緩和の延長を決め、円安が持続することだ。その下で企業業績の改善が維持されれば、名目賃金も徐々に上昇していくだろう。そのためにも、日銀は物価安定目標が達成されるまで量的・質的金融緩和を維持することにコミットし続ける必要がある。(了)

当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。