

2年で2%のインフレは本当か？(上編) 発表日:2013年3月27日(水) ~2014~2016年度は機械的に計算すれば累計11%の上昇~

第一生命経済研究所 経済調査部
 担当 熊野英生 (TEL: 03-5221-5223)

新しい日銀執行部は、2%のインフレ目標を2年以内に実現することを念頭に置いた発言をするようになってきている。本当に、消費税率の引き上げを除いたベースで、継続的に2%上昇を達成できるのか。もしも、2014~2016年度の3年間に、2%の物価上昇が進み、そこに5%の消費税引き上げが加わると、単純計算で+11%も物価指数が上がることになる。家計も金融市場もそこまでの物価上昇は織り込んでいない。

2014年度から3年間の物価上昇が続くと

日銀の新体制が決まり、いよいよ消費者物価2%上昇を目指して、大胆な金融緩和策が打ち出される観測が強まっている。エコノミストの間では、消費者物価2%を継続的に続けるという目標設定が高すぎるという見方が根強い。さらに、最近はその目標に「2年以内に」という期限をつけて、目標達成を目指そうという流れに話が変わってきている。いくら何でも、それは現実的ではない。

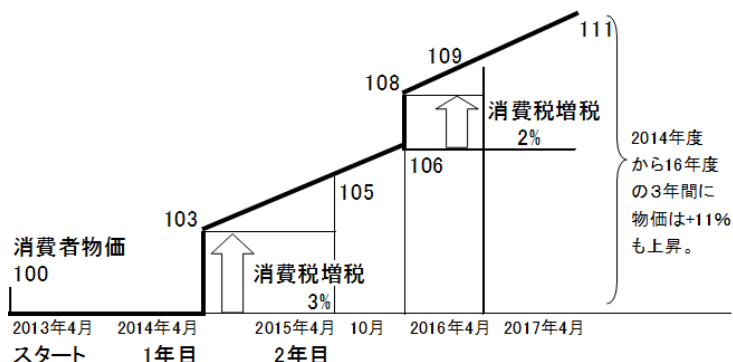
3月21日の記者会見では、黒田総裁は物価安定目標の2%には消費税率の引き上げは含まないと述べている。もしもそうならば、消費税率以外に2%の上昇が進むということなので、2014年4月から2017年4月までの3年間は極めて大きな物価上昇になることを示唆している。

次に、単純化したシミュレーションで考えてみよう。2年以内に2%の上昇率が達成されるということであれば、2年後の2015年4月には前年(2014年4月)に比べて+2%の上昇になる計算だ。仮に、2014年3月の消費者物価(除く生鮮食品)の指数が100だったとする。この指数は、消費税率の引き上げ分(5%→8%)がフルに転嫁されたと仮定して、2014年4月には103になる。1年後の2015年4月には2%プラスで105ということになる。さらに、物価上昇率2%は持続的に続くということなので、半年後の2015年10月には、1%の上昇と二度目の消費税率引き上げを加えて108となる。2016年10月は110、2017年4月は111という機械的計算になる(図表1、2)。

直感的に言えば、足掛け2年半の消費税率の引き上げで+5%、消費税引き上げから3年間で+6%の物価上昇で、併せて+11%*の物価上昇という計算である。

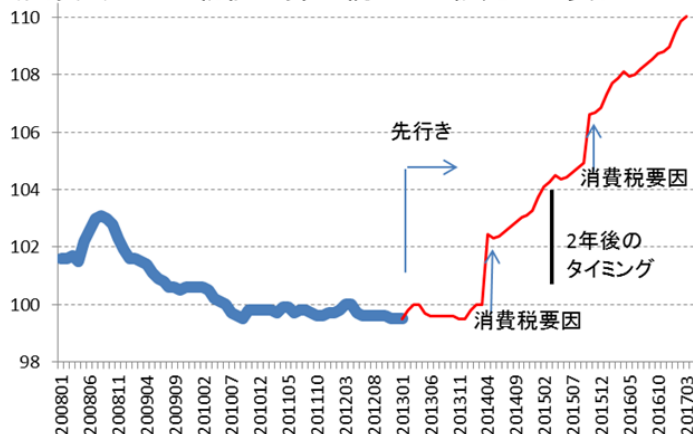
(図表1) 消費税を除いて消費者物価が2%上昇したイメージ

もしも、2年目に物価上昇率2%が達成されて、その後も2%が持続した場合



※正確には非課税品目があるため、消費税率が5%上がっても消費者物価(除く生鮮食品)は+3.8%の上昇に止まる。3年間の累計では+11%ではなく、+10.0%の計算になる。

(図表2) 2%の物価上昇が続いたと仮定での変化



注:実績は総務省「消費者物価」、先行きは著者作成。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

※消費税の非課税項目の要因、複利計算された部分を加えて+10.0%。

3年間で継続的に+11%の物価上昇が進むというシナリオを現実に数字に引き直すと、現実離れた計画であることが理解できるだろう。過去、日本の物価上昇率が3年間で+10%以上になった時期^{***}は、第二次オイルショック直後の1983年まで遡らなくては見つからない。計画の意気込みは買うにしても、それが実現できないだろう。

***単に2%の物価上昇であれば、以前は1989年4月～1992年12月の時期がそうであった。消費税率が1989年4月に導入されて、物価は3%の消費税率の引き上げの影響を受けて上がった。

2%の根拠は何か

「2年以内に2%の物価安定目標を達成する」という根拠はどこに求められているのか。3月21日に行われた総裁・副総裁の就任記者会見では、岩田規久男副総裁が次のような見解を開陳していた。

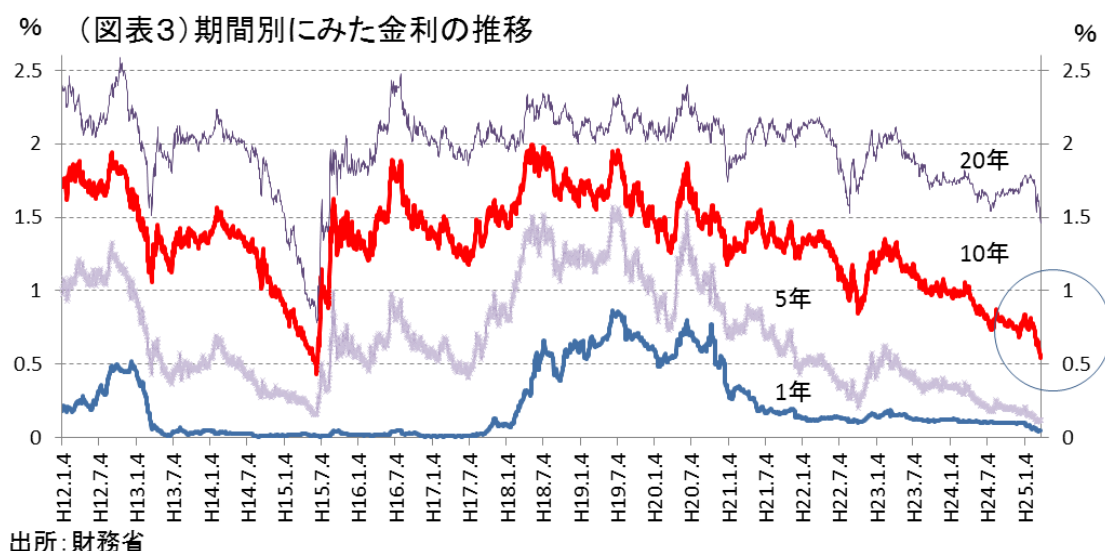
「主要国の中央銀行は、大体、『中期的』とか『ミディアムターム』という言葉で（コミットメントの達成期間を）表現しています。その『ミディアムターム』というのが実際何年くらいなのか、色々な研究者が調べたところ、大体2年くらいということになっています」。

また、黒田総裁も「諸外国の例をみても、2年程度がひとつの目処になっていることは事実です。そういうことを念頭に置いて、1日も早い物価安定目標の実現に努める」と述べて、岩田副総裁に同調していた。

この「2年後」という期限は2015年4月くらいということになる。消費税が2014年4月に引き上げられて、その要因がちょうど1年で一巡しても、消費者物価は依然として2%の前年比伸び率を維持するだろうという見通しになる。この根拠は、欧米主要国並みをイメージし、その達成の期間もやはり欧米の平均を念頭に置いているということにある。デフレ体質の日本経済の実情を顧みることなく、欧米並みというのは飛躍がある論拠だ。

債券市場は物価上昇を織り込んでいるのか

日銀の物価安定目標が本当に信じられているのかどうかは疑問がある。本当に将来の物価上昇が信じられているのなら、長期金利が上がってもおかしくはない。しかし、長期金利は10年振りに史上最低水準に接近するほどの金利低下が進んでいる（図表3）。



もしも、将来の物価上昇が債券価格に織り込まれないとすれば、債券価格（長期金利）を決めているのは何なのだろうか。単純に、短期金利がゼロ近傍である期間が10年近くまで長期間に及ぶと予想されているという考え方ができる。純粹期待理論に基づく考え方だ。しかし、運用資産として考えると、債券ではインフレヘッジができな

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

くなるので、投資家は株式などのインフレ連動資産にシフトすることも考えられる。この点に関しては、市場が分断されていて債券には特殊なカタチで資金が集まるという見方をする人もいるだろう。

これらの論点とは別に、いくつかの不具合を説明できる解釈をするとすれば、(1) 日銀の長期債購入が急増していく観測の強まりを受けているのか、あるいは(2) そもそも物価上昇の予想が信じられていないかのいずれかであろう。

ただし、(1) の説明が成り立つのならば、投資家が長期保有であるという説明は苦しくなる。債券を購入する投資家は、長期保有ではなく、将来、日銀への売却を念頭に置いていることならば、辻褄が合う。将来的なインフレ予想の高まりに反応しているというよりも、目先の金利低下の効果を重視しているという姿勢で説明される。

もっとも、筆者は(1) の説明よりも(2) の方が成り立っているのではないかとみている。前年比 2%に近く消費者物価の上昇に現実味がないということを前提にして、だからこそ日銀が長期債購入にアクセルを吹かせるという読みになる。日銀が一時的な便法としてインフレ目標を掲げることについて、多くの投資家にとっては、大胆な資産買入が行われる点において歓迎できるという受け止めなのであろう。インフレが起らずに、日銀が大量に買ってくれるのならば、それは債券投資に好都合ということになる。

物価連動債利回りへの影響

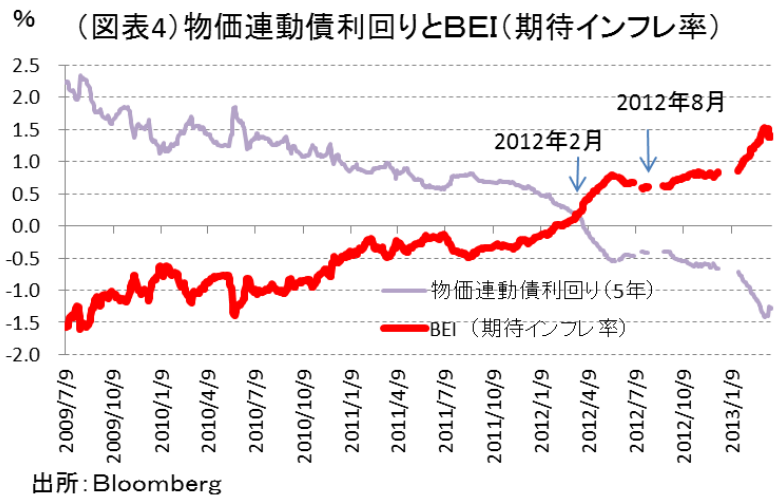
インフレ予想が高まるかどうかはリフレ理論の要になる。厳密に期待インフレ率を計測する方法は見当たらない。強いて言えば、長期金利から物価連動債利回りを差し引いた BEI (ブレイク・オープン・インフレーションレート) を挙げることになる。最近、この BEI が上昇しており、インフレ予想が高まっているのではないかという見解が示されることがある(図表 4)。

しかし、物価連動債の利回りには、想定元本の計算で用いられる消費者物価(除く生鮮食品)の部分に 2014 年 4 月と 2015 年 10 月の消費税率の引き上げの要因が加味されていると考えられる。その要因が BEI を押し上げている点は、割り引いて評価する必要がある。消費税率の引き上げは、2012 年 2 月に社会保障と税の一体改革が閣議されて、2012 年 8 月に国会で可決された。BEI はそのタイミングで段階的に織り込まれているように見受けられる。

一方、BEI は、2013 年に入って、円安進行に歩調を合わせるように上昇している。この部分は消費税とは関係なしに上がっていると考えられる。ただし、このインフレ予想の幅はまだ小幅なものであり、2 年後以降の 2% の上昇率を織り込んでいるというものではない。

現状をどう理解するのか

現時点でのインフレ予想は、将来、2 年後以降に継続的に物価上昇が進むという未来図を先取りするものではないと考えられる。金融市場も多くの国民も、筆者などエコノミストが考えるように、物価はゆっくりとしかデフレ脱却に向けて上昇していかないという見方であり、それぞれの認識は、温度差があってもそれほど大差のないものであろう。日銀が高めのインフレ率を政策目標として掲げることが、政策の積極的な転換をアピールするための施



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

政方針として受け止められており、それを額面どおりに実行するかどうかは、未だに半信半疑というのが実情ではないか。

筆者の理解は、日銀のインフレ目標が多くの人に歓迎されているのは、（１）実際に３年間で11%ものインフレが進むというイメージが共有されてないために、物価上昇の痛みの実感が湧かないこと、（２）インフレ目標の実現可能性よりも積極的な金融緩和への期待、もっと言えば、賃金上昇を通じたデフレ脱却への期待があるだろう。さらに言えば、（３）もしも、実際のインフレが起こったときには、事前の方針を修正して穏当な政策運営に切り替えるだろうという政策姿勢への信頼、もあると考えられる。