

日銀が使っている物価のトリック

発表日：2015年11月2日（月）

～ここが展望レポートのツボ～

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

日銀が10月30日に追加緩和を見送った根拠は、生鮮食品とエネルギーを除いた消費者物価の上昇率が高まっていることにある。しかし、ここには多分に円安効果が含まれている。日銀の論理は、エネルギー要因を外してみるのに、為替円安の要因は外さずに考える不思議な基準を用いている。今後、円安効果が1年間経過して一巡すると、除く生鮮食品・エネルギーの物価指標も伸び率を減衰させるだろう。そのときが黒田日銀の正念場である。

生鮮食品とエネルギーを除く物価指標

日銀は、2015年10月30日の決定会合で、展望レポートを発表した。そこでは、消費者物価が2%の伸び率になる目途を、2016年度前半から2016年度後半に後ずらした。理由は、原油下落である。レポート中では、消費者物価の伸び率が、エネルギー価格要因で2015年度▲0.9%ポイント程度、2016年度▲0.2%程度押し下げられていると指摘されている。そうした特殊要因がなければ、政策委員の見通しは、2015年度1.0%、2016年度1.6%になっていたはずという説明になる。だから、10月末の決定会合では、追加緩和を実施するに及ばなかったという理屈になる。

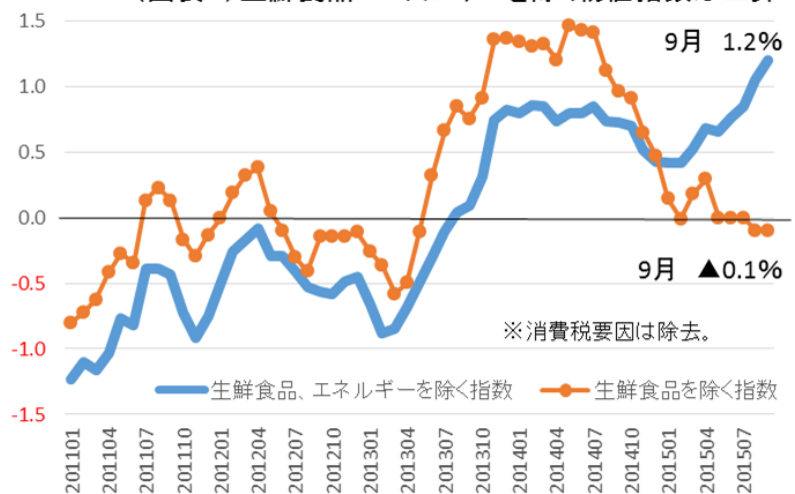
黒田総裁は、消費者物価が生鮮食品とエネルギー価格を除いた指数でみると、9月は前年比1.2%まで上昇している点を強調する(図表1)。通常の生鮮食品を除く総合指数では、8・9月と続けて、前年比▲0.1%とマイナスの伸びだが、エネルギー要因を除外したものに注目すべきという理屈だ。物価指標は基調的に上昇しているのだから、追加緩和はしなくてもよいというのが日銀の理論武装である。

筆者は、この理論武装には落とし穴があると考え。エネルギー要因は1年経てば物価に与える影響が一巡すると言っている

のに、円安効果は1年経てば物価に対する影響が一巡すると思えないのか。ここは論理矛盾だ。

日銀の追加緩和が2014年10月に行われて、為替レートが円安に向かい、輸入物価が上昇したのは周知の事実である。その波及が生鮮食品を除く食品価格を押し上げ、日用品や耐久消費財の価格上昇にも寄与している。ここに至る物価上昇している項目には、外食や宿泊料(他のサービス)もある。これも、輸入食材コストの上昇や、円安による訪日外国人観光客の効果という見方もできる。日銀は、多様な財分野での価格転嫁の連鎖を強調するが、大元の輸入価格の上昇が弱まれば、やはり物価上昇圧力は減衰していくのではあるまいか。日銀ルールは、物価を押し下げるエネルギー要因は除外して、物価を押し上げる円安要因は除外しないという不思議な基準を用いている。

前年比% (図表1) 生鮮食品・エネルギーを除く物価指数は上昇



出所：総務省「消費者物価」

※消費税率は除去。

物価変動の原因には、外から加わった外生要因と、経済の内側の変化によって起こる内生要因の2つがある。生鮮食品の価格を物価変動から除くのは、生鮮食品価格が天候によって動かされる外生要因だからだ。この2つは、内生要因=コストプッシュ要因と、外生要因=ディマンドプル要因と言い換えてもよい。エネルギー要因は、外生要因の代表例であるが、長い目でみると、中国の景気減速が原油価格を押し下げているので、内生要因の側面もある。円安要因も、短期では外生要因だが、長い目でみると内生要因になっていく。

賃金コストは上がっていくか？

10月31日に発表された展望レポートの詳細版では、「為替相場の動向が消費者物価に及ぼす影響については、個人消費が底堅さを増しているもと、既往の為替円安によるコスト高を転化する動きが、2016年度に減衰はしつつも、続いていくと考えられる」という説明になっている。ここでの「続いていく」という根拠は、よく考えるとはっきりしない。原油以外の輸入コストの上昇や、金融緩和以外の要因による円安の進行を暗黙のうちに前提にしているのだろうか。

筆者がみるところ、日銀が強気で居られる根拠は、生鮮食品とエネルギー価格を除いた消費者物価指数がプラスであることだが、円安効果が一巡してくると、その勢いが減衰して、日銀の理論武装も苦しくなっていくだろう。

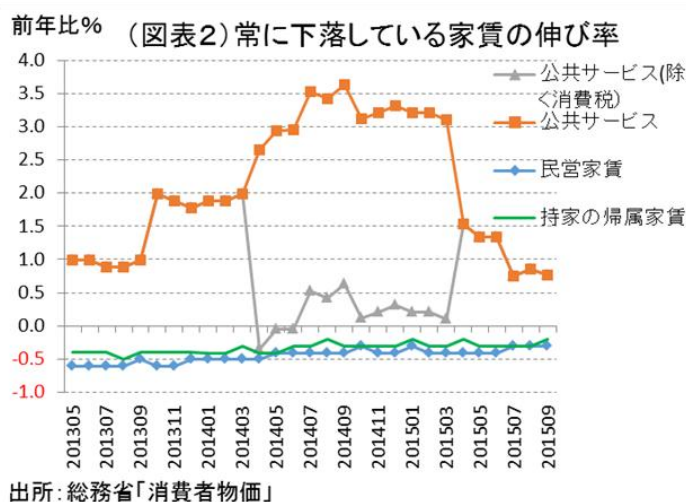
その点、内生的メカニズムが働いてくるとすれば、企業収益の拡大が、賃金（=ユニット・レイバー・コスト<時間当たり単位労働コスト>）の上昇へと波及するかたちで、物価上昇が進んでいくシナリオである。日銀の発想に沿って考えると、原油下落も、円安も、間接的には企業収益を押し上げていくから、内生的メカニズムを後押しする側面がある。日銀の物価上昇シナリオは、そこから賃上げが進んで、コストプッシュと同時に需要押し上げも進むというロジックも成り立つ。

ところが、今のところ、賃上げへの期待感は強くとも、その効果はまだ限定的である。2013年平均の現金給与総額を基準にして、2015年1~8月の給与水準を評価すると、ボトムから僅か0.5%しか上昇していない。賃金上昇が消費拡大を促す効果も、明確な連動がみられていない。コストプッシュから、ディマンドプルへとスイッチする原理は残念ながら、まだワークしていないのが実情である。

需給ギャップの効果と限界

日銀が展望レポートで強調する要因には、需給ギャップ要因もある。需要超過になれば、物価上昇圧力が働くことは自明に思える。ただし、現時点では、需給ギャップはゼロ近傍（日銀方式）であり、潜在的な圧力が働いているとは言い切れない。実質GDPの前期比が4~6月、7~9月にかけてマイナス、あるいはマイナス近傍であることを思い出せば、需要がそれほど強くないことは連想できるだろう。

日銀はその点については、フィリップス曲線の関係を用いて、「ゼロ近傍の需給ギャップのもとで、1%強のインフレ率となっている」という観察を基にして、2015年度のインフレ率は、「需給ギャップの改善以上に上昇率を高める姿になると予想される。2016年度のインフレ率は、円安の押し上げ効果が徐々に剥落するものの、中長期的な予想物価上昇率へ収束する動きが強まるため、概ね需給ギャップに沿って、緩やかなプラス幅が拡大する姿になると予想される」と説明している。この説明は、予想インフレ率がプラスの物



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。

値上昇率を実現するという従来の曖昧な理論の繰り返しにみえる。

興味深いのは、今回の展望レポートで、「需給ギャップやインフレ予想との連動性が低く、価格が極めて硬直的な家賃や一部の公共料金」が存在することを強調している点である（BOX3「基調的なインフレ率の動向」）。確かに、筆者も、現実の家賃と帰属家賃が、継続的にマイナスになっていることは、肌感覚の物価と指標との乖離を生んでいると、以前から考えてきた（図表2）。公共料金の中にも、需給バランスとは離れて決まる要素がある。

見えなくなった追加緩和

さて、消費者物価2%の目途を、2016年度前半から2016年度後半に後ずらししたのに、日銀が追加緩和をしなかったことは、追加緩和のハードルを上げた。目途を後ずらしするほどに展望レポートを下方修正したにもかかわらず、追加緩和をしないのならば、日銀は「どういった状況になれば追加緩和のトリガーを引くのだろうか」という疑問が、多くの金融関係者の頭に渦巻いている。

要するに、黒田総裁の「躊躇なく調整」という言葉が疑われているのだ。日銀のシナリオが崩れれば、即座に追加緩和を行うだろうという理解は、現在は成り立たなくなっている。日銀と金融市場との間でも、何を基準に考えればよいかはわからなくなって、コミュニケーションがとり難しくなっている。

基本的に、日銀の追加緩和の予想は当面成り立たなくなってしまった。ただし、生鮮食品とエネルギー価格を除いた消費者物価指数が大きく下向きに変わってきたり、黒田総裁がまた別のロジックを持ち出してきて、先行きのリスクを強調し始めると、それが追加緩和のシグナルになるだろう。