

物価上昇はでこぼこ道

発表日：2017年3月16日（木）

～3月の政策決定会合からの展望～

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

3月の会合は、無風の現状維持であった。改めて日銀シナリオを問い直すと、春闘の行方がなかなか順調には行かず、物価上昇も一本調子になりにくいと感じさせる。日銀は、長期金利のターゲットを我慢強くゼロ%に据え置くことで、効果を狙っていくだろう。

改めて物価上昇シナリオを問う

3月の政策決定会合は、現状維持となった。景気判断もほとんど変えていない。あえて言えば、1月のコアCPIがプラスに転化したのに、発表文では淡々と「物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は0%程度となっている」と記された。小さな物価の改善くらいでは、驚かないという構えである。

今一度、考えてみたいのは、このまま物価上昇圧力が高まり、コアCPIが2%に達するかという点である。発表文の表現を使うと、今後は「エネルギー価格の動きを反映して0%程度から小幅のプラスに転じたあと、マクロ的な需給バランスが改善し、中長期的な予想物価上昇率も高まるにつれて、2%に向けて上昇率を高めていく」とされている。この見通しを筆者流にアレンジして言うと、2017年1月から4・5月くらいまではエネルギー要因の押し上げがコアCPIを押し上げる。その後、円安による輸入物価の上昇が年末にかけて物価押し上げへとスイッチする。そして、年後半は賃金・雇用面での改善が個人消費を活性化させて、ディマンド・プル・インフレへと進むというのが日銀シナリオになる。原油→円安→消費へと主役がバトンを渡していく理屈である。

ところが、ここ数日でそうした構想を前途多難にさせる変化が現れてきた。まずは、原油市況の下落である。次に、FRBの3月利上げでも円安が進みにくい状況になっていること。さらに、春闘交渉が佳境を迎えて、前年のプラス幅を上回ることが難しくなっていることが挙げられる。筆者は、物価上昇という方向感には同意するが、2%プラス幅には到底手が届かないとみている。せいぜい1%近くまでコアCPIのプラス幅が拡大するのが関の山だろう。

個人消費の迷宮

今年の春闘交渉を受けてベースアップ率はどのくらいまで上がるのだろうか。2016年度実績は、0.44%であった（連合・7月1日集計）。これを下回るとすれば、物価上昇率に割り負けて実質賃金の伸び率もマイナスになる公算が高まる。

何よりも、原油高や円安によるコスト・プッシュ・インフレがそのままディマンド・プル・インフレにスイッチするという古い世界観には疑問がある。すでに、2013～2015年にそうした見通しは空振りに終わっているのではないか。黒田総裁が就任後、総括的な検証を経て見方を変えていない点は不思議でもある。

2016年11・12月は天候不順によって生鮮食料品の値段が上がり、それが個人消費を下押しした。コスト・プッシュ・インフレは消費にとって悪材料である。当面、個人消費を上向かせる材料が乏しいというのが実情である。

一方、黒田総裁のインフレ予想重視の発想にも不利な材料が多い。例えば、トランプ大統領による不透明感、インフレ予想を下押しする。円安予想にしても、今後、ドル高・円安がいくらか進んだとこ

ろで、トランプ大統領の口先介入があるかもしれない。そうした不安は、円安によって物価が持ち上がるという期待形成の頭を抑える。

実体経済からも、インフレ予想からも、今後の物価上昇の展望ででこぼこ道にならざるを得ないと予感させる。

次の一手を巡る思惑

総裁会見では、長期金利コントロールのゼロ%を見直す選択について尋ねられた。もちろん黒田総裁は今後の引き上げについて具体的なことは一切語らない。

ここで感じるのは、多くの方は次の一手は追加緩和ではなく、緩和の修正だと思い始めているという点が重要なところだ。筆者は、2018年4月の退任まで現状維持とみているが、これから緩和が修正されるという見方があることが、緩和の相対的な影響力を高めるだろう。つまり、人為的な金利低下によって、低金利が維持されていると多くの方が思うから、資金調達が促進される。この作用は、まだ弱々しいだろうがコアCPIが1%に近づくと現在よりも大きくなるとみられる。

目下のところ、米長期金利は、3月の利上げを受けて逆に低下している。日本の長期金利への上昇圧力は限定的である。黒田総裁は我慢強く物価上昇を待って、相対的な緩和作用が大きくなるのを待つつもりであろう。

おそらく黒田総裁としては、目先は日本の金融緩和の意義を米政権に伝えて現状認識を肯定してもらうことの方に優先順位はあるのだろう。週末に控えたG20などで為替を巡る駆け引きがどうなるかに総裁の関心はあるとみられる。