

物価予想とデフレ脱却

発表日：2018年5月25日（金）

～ 1%の物価上昇が基準～

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

ESPフォーキャストの物価予想は、先々1%前後の物価上昇率で安定する見通しになっている。以前は、実績が近づくと見通しは1%から下方修正されていたが、2017年頃から見通しと実績が一致するようになってきた。コアCPIは2018年に入って前年比プラスが1年以上継続している。政府がデフレ脱却を宣言して、もはや追加緩和の不要な局面になったことを認める方がよいと考えられる。

日銀の理屈を疑う

日銀は4月末の決定会合で、2%の達成期限を廃止した。そのときには、展望レポートの物価見通しと、2%の物価目標は違うものだという説明が行われた。普通に考えると、目標2%に対して、政策委員たちが予想した物価見通しが2%に達しておらず、かつ下振れしているのならば金融緩和が十分ではないということになる。物価見通しが大きく下方修正されると、緩和が検討される。そうした論法は、おかしいことではない。

しかし、日銀はそれはおかしいと言っている。日銀が強弁する「見通しと目標は違う」という説明は、冷静になって考えると形式の違いだけを言っているように聞こえる。実質的に見通しは、目標に向かって物価が動いているかどうかのシグナルである。そのシグナルを完全に無視するかのよう、杓子定規に「見通しと目標は違う」と言う方がおかしい。

本質的な問題点は別のところにあることに気付かなくてはならない。見通しがほとんど毎年下方修正されてきたのは、目標の2%が高すぎるからだ。2年後に2%に達する見通しと言っておいて、後から下方修正が相次ぐのは、2%が現実離れしている数字だからである。おかしいのは政策委員たちが、2～3年後に2%が達成できると異口同音に過大な目標数字を自分たちの見通し（展望レポート）に掲げていたことだ。無理なことを無理と言えない矛盾の中で、実績が近づくと見通しの下方修正と、達成期限の延期を繰り返してきた。それが真実だ。

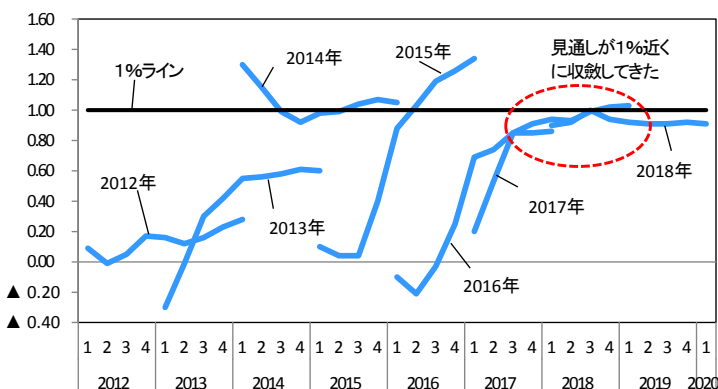
日銀の説明では、「市場の一部に誤解がある」といって、見通しが目標とは別のものであることを強調する。誤解しているのは皆さんですと言われて腑に落ちないのは筆者だけではない。

多くのエコノミストが予想しているのは、先々1%前後の物価上昇率に落ち着きそうだという見通しである。日本経済研究センターの「ESPフォーキャスト調査」では、先々1%前後の物価上昇率で安定するだろうという見通しが2014年頃からずっと続いて

きた（図表1）。ところが、2014～2016年は実績の物価上昇率は1%に達することなく、絶えず下方修正されることが繰り返されてきた。こうした変化は、日銀の展望レポートと同じである。

それが、2017年になると1%前後の実績に近づき、下方修正が行われなくなってきた。これは、多くの人がみている予想物価上昇率に実際の物価上昇率が一致してきたということである。この1%の物価上昇率が、正常な経済の姿を反映した伸びだとすると、实体经济は2017年頃から正常化に

前年比% (図表1) 先行きの物価見通しの推移(毎年5月時点)



(出所)日本経済研究センター「ESPフォーキャスト調査」

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。

移行してきていると言えそうだ。

日銀が高すぎる2%の目標を、もっと自然体の1%と変えたならば、2017年頃から政策は追加緩和をもちや必要としないということでもある。日銀は2%の旗を降ろせないから、見通しと目標は違うとって追加緩和の思惑を打ち消そうと工夫を凝らすことになる。それが問題の本質である。

デフレ脱却宣言してもよい

2%という目標をひとまず思考の外に置いて、どうなればデフレ脱却なのかを考えてみたい。

物価指標がマイナスになり、それが自己実現的にマイナス幅を広げるのがデフレ・スパイラルである。単なるデフレは、前年比マイナスが続くことだ。例外として、原油高が起こった後、翌年にその反動でマイナスになることはある。

それを踏まえて言えば、デフレ脱却は、一時的な物価プラスではなく、継続的なプラスとなろう。やや文学的に言えば、「マイナスに後戻りすることのない物価上昇の過程に移行した」と判断されるときが、デフレ脱却である。この状態では、基本的に追加緩和は不要である。

コアCPIは2017年1月から前年比プラスになり、2018年4月まで趨勢とプラス幅を拡大させた。2か月が過ぎて、さらにプラスを継続している。「後戻りしない」という条件の見極めには約1年かかるということだ。その点、2018年4月までのデータは継続的とみてよいので、デフレ脱却を満たしている。

従来の日銀は、オーバーシュート型コミットメントを加えて、継続的に2%の伸びを超えることを重視していた。そのロジックとして、2%にアンカーされることを唱えていた。もしも、この2%に拘らなければ、0%を超えていけばデフレではないと言える。

筆者は日銀が言っているアンカーの概念が終始よく飲み込めない。だから、代わりに賃金上昇率（特にベースアップ率）が継続的にプラスであれば、家計の購買力がプラスを維持できる基盤は出来ているとみる。ベースアップ率は、2014年度から5年連続で0%台半ばのプラスを継続している。この点でもデフレ脱却の基盤はできているとみてよい。

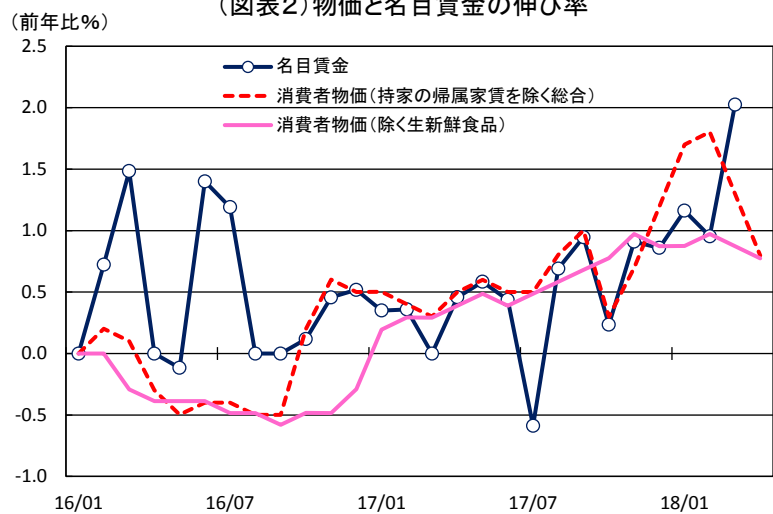
なお、2016年頃から厚生労働省の「毎月勤労統計」の1人当たり賃金の前年比と、消費者物価（持家の帰属家賃を除く総合）はよく似た動きをしている（図表2）。やはり、継続的な賃上げが物価上昇をバックアップしているのだろう。

デフレ脱却の意味

日銀は、デフレ脱却の先に出口戦略を見据えている。その基準が2%になっていて、そこにオーバーシュート型コミットメントが追加されている。

常識的に考えて、経済が正常化した後も、物価上昇率が2%超になるまで現在のような巨大な金融緩和を放置しておくことは好ましくないと感じられる。インフレ容認の金融政策は、バブル誘発のリスクを抱える。日銀は、基本は2%の達成を見据えて緩和するが、バブル・リスクには適切に対応することを視野に入れている。その一点で、2%の追求と弊害防止の両立という辻褄を合わせている。

(図表2) 物価と名目賃金の伸び率



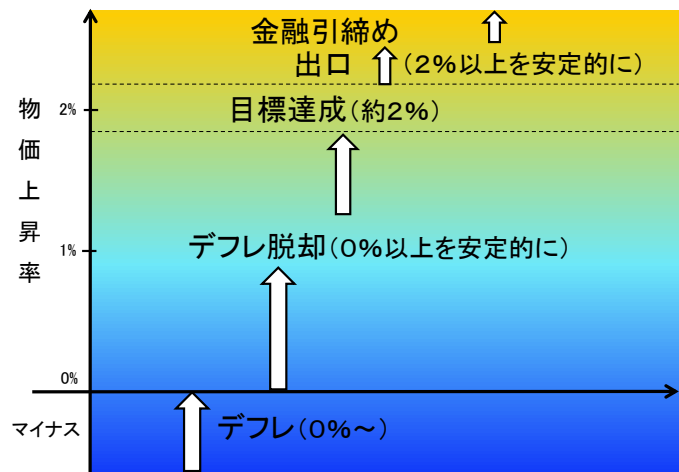
(出所)厚生労働省、総務省

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。

筆者を含めて多くの人は、2%の達成を基準にする限りは本格的な巨大緩和のリセットは難しいとみている。緩和解除に対応する物価認識は、2%以上が安定的に継続する状態である（図表3）。そこに至るまでの距離感は果てしなく遠いと感じられる。仮に、バブル的減少があちこちに発生したとき、うまく緩和解除のブレーキを引けるかどうかという不確実性も大きい。

日銀は、2%の達成期限を廃止することで追加緩和の圧力を封じようとしているが、本筋は政府がデフレ脱却宣言をして、もはや追加緩和が必要でない認識を示すことだろう。日銀と政府の間には共同声明もあるので、デフレ認識のすり合わせをしてもよい頃合いであろう。

（図表3）物価認識の段階図



※筆者作図

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を負いません。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。