

『展望レポート』への疑問

不明確な物価上昇への道筋

経済調査部シニアエコノミスト

山本康雄

03-3591-1243

yasuo.yamamoto@mizuho-ri.co.jp

- 2013年4月の『展望レポート』では、2015年度中に物価安定目標の2%を達成できる可能性が高いとの見通しが示されたが、物価上昇の要因・道筋が十分に説明されているとは言えない。
- ①円安・商品市況上昇による輸入インフレをどの程度見込んでいるか、②需給ギャップと物価の関係がどう変化すると想定しているのか、等の点が今回の展望レポートでは明らかでない。
- 物価安定目標の成否だけで金融政策の是非を論じるのは不適切。量的・質的金融緩和の有効性を高めるため、物価上昇の道筋を丁寧に説明するコミュニケーション政策が今後の課題となろう。

1. 日銀の2015年度インフレ率予測（除く消費税）は前年比+1.9%

日銀が黒田総裁、岩田・中曽副総裁の新体制になってから初めての『経済・物価情勢の展望（展望レポート）』が公表された¹。「消費者物価の前年比上昇率2%の「物価安定の目標」を、2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する²」ために「量的・質的金融緩和」に踏み切った日銀が、展望レポートでどのような見通しを示すか、金融市場での注目度も高かった。

発表された消費者物価指数（除く生鮮食品、以下コアCPI）の見通し（政策委員の大勢見通しの中央値）は、2013年度が前年比+0.7%、2014年度が同+3.4%、2015年度が同+2.6%（消費税率引き上げの影響を除くと2014年度が同+1.4%、2015年度が同+1.9%）だった（図表1）。

図表1 2012～2015年度の政策委員の大勢見通し（中央値）

	実質GDP		コアCPI		コアCPI (除く消費税)	
	前回	今回	前回	今回	前回	今回
2012年度	+1.0	+1.0	-0.2	-0.2		
2013年度	+2.3	+2.9	+0.4	+0.7		
2014年度	+0.8	+1.4	+2.9	+3.4	+0.9	+1.4
2015年度		+1.6		+2.6		+1.9

(注)「コアCPI」は生鮮食品を除く総合消費者物価指数

「前回」は2013年1月、「今回」は4月時点の政策委員大勢見通しの中央値

(資料) 日本銀行「経済・物価情勢の展望（2013年4月）」

2. 展望レポートへの疑問①～前提条件は十分に示されているか？

今回の展望レポートは、2015年度までの見通しを半年前倒しで公表し、見通し期間の後半にかけてコアCPI前年比が「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方を提示する内容となっている。しかしながら、いくつかの点で物価上昇の要因・道筋が十分に示されているとは言いがたい。

第一に、前回までの展望レポートについても言えることだが、輸入インフレをどの程度見込んでいるかが不明確である。全文を読むと、海外経済は緩やかに加速、国際商品市況が緩やかに上昇することが前提となっている（図表2）。為替相場の先行きは明示されていないが、輸入物価・国内企業物価に対して円安が当面の上昇要因として働くとされている。先行きの輸入物価については、国際商品市況が上昇基調をたどる中で、「見通し期間中、上昇基調を続ける」と記載され、ある程度の輸入インフレが見込まれている模様である。しかし、この記述からでは輸入物価上昇によるコアCPIへの影響の大きさを推し量ることはできない。

そもそも原材料・燃料の大半を輸入に依存し、国際商品市況や為替レートの影響を受けやすい経済構造の日本において、生鮮食品を除く食料品やエネルギーを含むコアCPIをターゲットとする以上、原油価格や円ドルレートの前提なくして物価動向を議論することが適切なのか。日銀が為替レートの予測を示すことが為替誘導を企図したものと受け取られるリスクがあるというなら、レンジで示すことも考えられるだろう。その観点からは、1月の中間評価時点まで公表されていた国内企業物価指数の見通しが今回からなくなったことも疑問である。

図表2 海外経済・商品市況・輸入物価・国内企業物価の想定

海外経済	米国や中国などを中心に、緩やかながらも次第に成長率を高めていく
国際商品市況	海外経済の成長率が次第に高まっていくことを背景に、国際商品市況は緩やかな上昇傾向をたどる
輸入物価	為替相場の動きが当面の上昇要因として働くうえ、国際商品市況が世界経済の成長に沿って緩やかな上昇基調をたどるとの想定のもと、見通し期間中、上昇を続ける
国内企業物価	当面、為替円安を主因に前年比プラス幅を拡大したあと、海外経済や製品需給が改善するもとで、緩やかな上昇を続ける

(資料)日本銀行「経済・物価情勢の展望（2013年4月）」

3. 展望レポートへの疑問②～需給ギャップと物価の関係をどうみているのか？

第二に、実質GDP成長率・需給ギャップの見通しと物価の関係についての説明が不十分である。

実質GDP成長率の見通し（政策委員の大勢見通し中央値）は2013年度+2.9%、2014年度+1.4%、2015年度+1.6%となっている（前ページ図表1）。2013・2014年度の成長率は、1月時点の見通しである+2.3%、+0.8%からそれぞれ上方修正された。この成長率見通しも民間の平均的な予測からするとかなり高めだが、ここでは実現可能であると仮定して話を進める。こうした高めの成長率見通しを

前提として、潜在成長率を上回る成長が続くことで、「マクロ的な需給バランス」（需給ギャップ）は「見通し期間中、緩やかな改善基調をたどり、「見通し期間の半ば頃にはマクロ的な需要超過に転じ、見通し期間後半にかけて需要超過幅を拡大させていく」と日銀は予想している。日銀は需給ギャップの見通しを数字で示してはいないが、展望レポートの図表39をみると、足元（2012年10～12月期）の需給ギャップについては▲2.5%程度³と推計している模様である。また、潜在成長率は「0%台半ば」としている。そこで、2012年度末時点の需給ギャップを▲2.5%、潜在成長率を0.5%と仮定⁴した上で、日銀の成長率見通しに基づき2013～2015年度に潜在成長率を上回った分だけ需給ギャップが改善するものとして計算すると、2014年度末時点の需給ギャップは+0.8%、2015年度末時点では+1.9%と試算される（図表3）。

また、日銀は需給ギャップと消費者物価の関係について、「消費者物価の前年比は需給バランスの改善に伴い過去の正の相関に沿って上昇していくとともに、予想物価上昇率の高まりからフィリップス曲線自体も徐々にシフトアップしていく」ことを想定している。展望レポートの図表43（1）には、需給ギャップ（2四半期先行）とコアCPI前年比の関係（フィリップス曲線）が図示されている（図表4）。本文中に詳細な説明はないが、図中には1983年1～3月期から2013年1～3月期を通じた需給ギャップとコアCPIの関係を表す直線（A）、1983年1～3月期から1995年10～12月期の関係を表す直線（B）、1996年1～3月期から2013年1～3月期の関係を表す直線（C）が引かれており、1980年代から1990年代前半の直線Bから1990年代後半以降の直線Cにフィリップス曲線が下方シフトしたことを説明したもののだろう。そして期待インフレ率の高まりとともに、直線Cは直線Bに近づく形で上方シフトしていくことを想定しているものと解釈できる。しかし、仮に完全に直線Bと一致するまで上方シフトしたとしても、コアCPI前年比が+2%に達するとの見通しは描けない。前掲図表3で試算した需給ギャップ（2014年度末時点で+0.8%）をラグ（2四半期）を加味して直線Bに機械的に当てはめると、2015年度半ば時点でのコアCPI前年比は+1.3%となる。2015年度末時点の需給ギャップ（+1.9%）を当てはめた2016年度半ばのコアCPI前年比でも+1.6%にとどまる。

図表3 需給ギャップの試算値

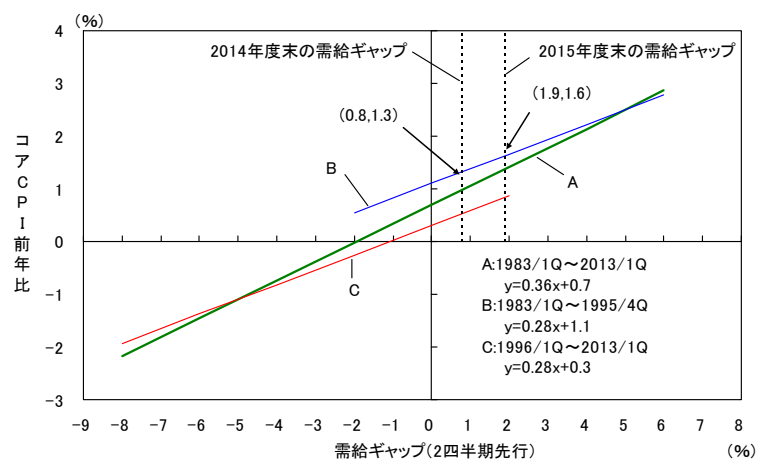
(単位: %)

	実質GDP 成長率	潜在成長率 との差	需給ギャップ (試算値)
2012年度	—	—	▲2.5%
2013年度	+2.9	+2.4	▲0.1%
2014年度	+1.4	+0.9	+0.8%
2015年度	+1.6	+1.1	+1.9%

(注)実質GDPは、展望レポート（4月）における政策委員の大勢見通し（中央値）
潜在成長率は0.5%と仮定

(資料)日本銀行「経済・物価情勢の展望(2013年4月)」より、みずほ総合研究所作成

図表4 フィリップス曲線



(注)2014・2015年度末の需給ギャップは、政策委員の大勢見通しなどからの推定
(資料)日本銀行「経済物価情勢の展望（2013年4月）」図表43などより、みずほ総合研究所作成

以上をまとめると、実質GDP成長率について民間の平均的な予測よりかなり高めの数値を仮定した上で、フィリップスカーブについて1980年代後半から1990年代前半の観測値よりも上方シフトすることを想定しなければ、コアCPI前年比が2%に達するのは難しいという結論になるだろう。

3. おわりに ～ 物価上昇プロセスについての丁寧な説明が今後の課題

今回の展望レポートに含まれる内容だけでは、2015年度までの物価目標達成のシナリオを描くには不十分であることをここまで述べてきた。しかし、筆者はコアCPI前年比2%の成否だけで日銀の金融政策の是非を論じるべきではないと考えている。要は「量的・質的金融緩和」が实体经济を押し上げ、需給ギャップの解消時期を早めてデフレ脱却に資することができればいいのである。そして、量的・質的金融緩和が経済主体の「期待」に働きかける政策である以上、その有効性を高めるために物価上昇に至る道筋を丁寧により説得的に説明していくことが今後の日銀にとって重要な課題となる。

為替レートや原油価格の前提を示した上でどの程度の輸入インフレを見込んでいるのか、また、需給ギャップの先行きの想定を明らかにしてどの程度のフィリップス曲線の上方シフトが必要なのか、などを明示することによって、量的・質的金融緩和がデフレ脱却につながるとの期待を醸成することが可能になるだろう。また、2%の物価目標を掲げた以上、達成できなかった時には最低限の説明責任を果たすことが求められるが、前提条件や想定される物価上昇の経路を予め明示しておくことにより、検証も容易になるはずである。量的・質的金融緩和の成否は、今後の市場とのコミュニケーション政策にかかっているといても過言ではない。

¹ 「基本的見解」は4月26日、全文は4月27日公表

² 『「量的・質的金融緩和」の導入について』（日本銀行、4月4日）

³ 需給ギャップの推計値は、推計方法や推計期間などによって幅が出る。みずほ総合研究所推計による2012年10～12月期の需給ギャップは▲3.2%、内閣府推計は▲3.0%。

⁴ 日銀は「見通し期間の潜在成長率については、生産関数アプローチに基づく一定の手法で推計すると、期間平均では「0%台半ば」と計算されるが、見通し期間の終盤にかけて資本蓄積などに伴い徐々に上昇していくと見込まれる」（4月展望レポートの注20）としている。