

期待インフレ率は上昇しているか 円安要因を除けば極めて限定的

経済調査部 主任エコノミスト

風間春香

03-3591-1418

haruka.kazama@mizuho-ri.co.jp

- 「2年で2%」のインフレ目標を達成するためには、需給バランスの改善に伴い物価が上昇していくことに加え、期待インフレ率の上昇によりフィリップス曲線そのものが上方シフトすることが必要。
- フィリップス曲線を確認すると、2012年末以降、上方シフトが生じているように見えるが、円安要因を除くベースのフィリップス曲線では、上方シフトの動きは極めて緩やか。
- 円安要因を除くフィリップス曲線が上方シフトするとともに、2%の物価上昇が定着するためには、家計・企業のインフレ期待が安定的に上昇する必要がある。

1. インフレ目標達成のためにはフィリップス曲線の上方シフトが必要

2013年4月に日本銀行がデフレ脱却に向けた「量的・質的金融緩和」を導入してから、約1年半が経過した。この間の生鮮食品を除く総合消費者物価指数（コアCPI）の動きを振り返ると、2013年6月に1年2カ月ぶりの前年比プラスに転じた後、11月に同+1%を上回り、その後は1%超の上昇基調が続いている。もっとも、これまでの物価上昇は円安や原油高等に伴う輸入コスト上昇により押し上げられていた面が強かった。輸入物価上昇による国内物価押し上げ圧力は徐々に緩和しており、コアCPI（消費増税の影響を除く）の伸びは2014年4月（前年比+1.5%）をピークに縮小している。

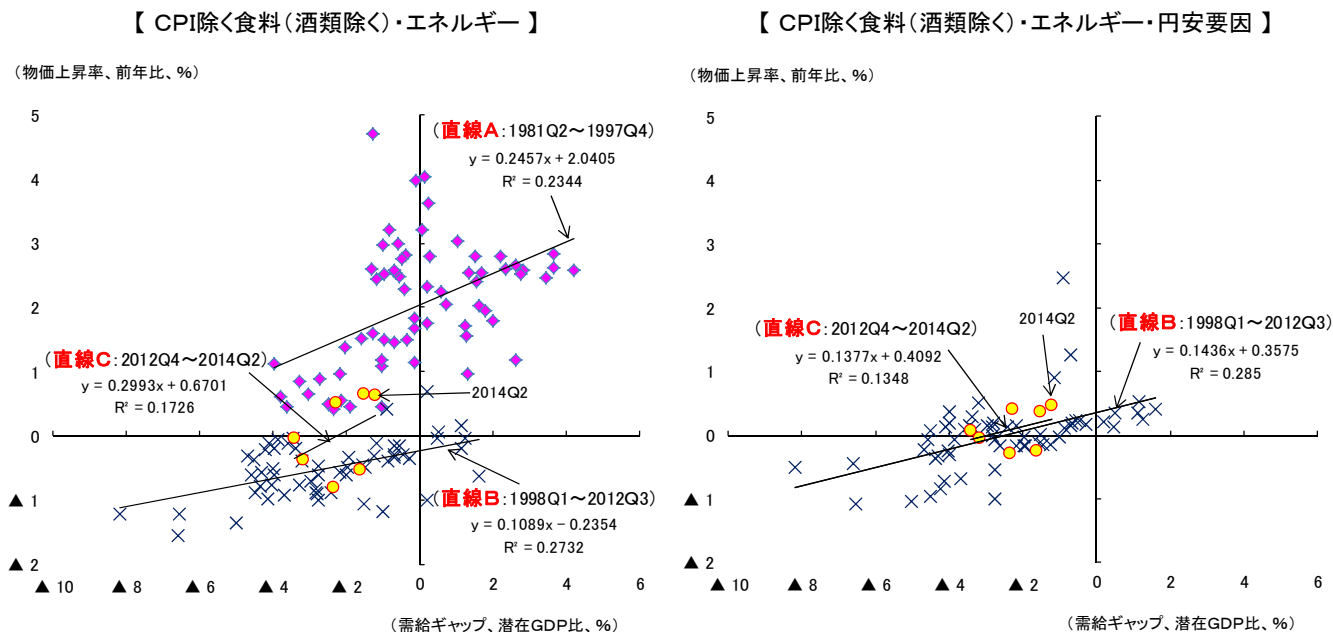
今後の物価動向を見通す上で注目されるのは、日本銀行が掲げる「2年で2%」のインフレ目標を達成できるかどうかである。2014年4月に公表された「経済・物価情勢の展望（展望レポート）」によると、2%のインフレ率は「見通し期間（2014年度～2016年度）の中盤頃」に達成できる見通しとなっている。日本銀行が「2年で2%」を達成できるとみるのは、輸入コスト上昇を通じた物価押し上げ効果はあく落する一方で、①需給バランスの改善に伴い物価が上昇していくこと（フィリップス曲線上での物価上昇方向への移動）と、②期待インフレ率の上昇によってフィリップス曲線そのものが上方シフトしていくことを想定しているからである。このうち②の期待インフレ率については、全体として上昇しており、実際の賃金・物価形成にも影響を及ぼしていると、展望レポートは指摘している。これは、日本銀行が、フィリップス曲線が上方シフトしていると認識していることを意味しており、それに従えば、今後の需給バランスの改善が緩やかであっても、実際のインフレ率は上がりやすくなる。果たして日本銀行の認識は正しいのだろうか。

2. 円安要因を除くとフィリップス曲線の上方シフトは緩やか

需給バランス・期待インフレ率と物価の関係を改めて確認してみよう。図表1の左は「需給ギャップ（対潜在GDP比、3四半期先行）」と「食料（除く酒類）およびエネルギーを除いた消費者物価指数（以下、米国基準コアCPI）の前年比上昇率」の関係を表したフィリップス曲線を描いたものである。図中には1981年第2四半期から1997年第4四半期までの需給ギャップと米国基準コアCPIの関係を表した直線（A）、1998年第1四半期から2012年第3四半期（インフレ率のピークアウトから今回の円安開始直前）までの関係を表した直線（B）、2012年第4四半期から2014年第2四半期（今回の円安開始から現在）までの関係を表した直線（C）を引いている。直線Aと直線Bを比べると、10年以上にわたるデフレ状況が続く間に、フィリップス曲線が下方にシフトしていたことが分かる。他方、直線Bと直線Cを比べると、切片の水準が大きく上がっているように見える。

もっとも、フィリップス曲線の上方シフトの動きは、ごく短い間に円安が進んだことから、為替の影響を受けやすい品目を中心に、急速に価格が上昇したことが主因とみられる。燃油サーチャージ上昇による「外国パック旅行」の値上がりや、ワインやハンドバックなど「輸入品」の価格上昇に加え、デフレの象徴的存在であった「耐久消費財」の価格もプラスに転じている。耐久消費財は、企業の海外移転加速を背景に輸入浸透度が急速に上昇したことから（次頁図表2）、為替の影響が物価に反映されやすくなっている可能性が高い。実際、10%の円安に対する物価の弾性値を試算すると、10年前に比べて1.3倍も大きくなっている（次頁図表3）

図表1 フィリップス曲線



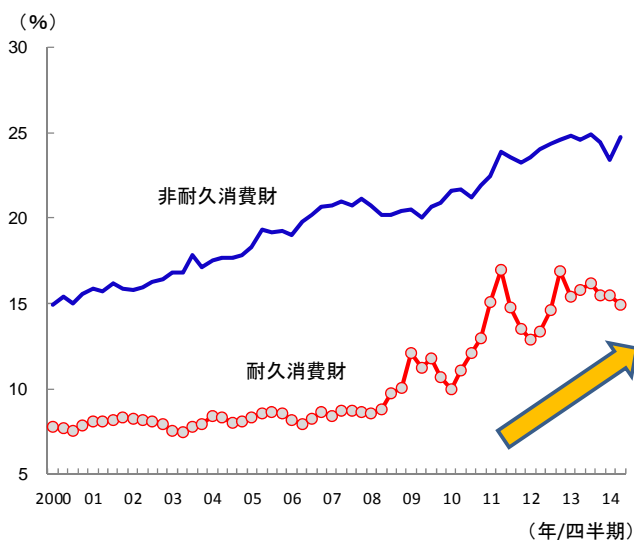
(注) 1. 需給ギャップ(みずほ総合研究所推計値)は3期ラグ。
 2. 物価上昇率は米国基準コアCPIの前年比伸び率。
 右図表は、為替の影響を強く受ける「外国パック旅行」、「輸入品」(ワイン、小型乗用車、普通乗用車、ハンドバッグ、たばこ)、「耐久消費財」を米国基準コアCPIから除いたベース。
 3. 2014年4月以降の米国基準コアCPIは消費増税の影響(4月: +1.5%Pt、5月以降: +1.7%Pt)を除く。
 (資料) 総務省「消費者物価指数」よりみずほ総合研究所作成

一方、「円安要因を除く米国基準コアCPIの前年比上昇率」をベースにしたフィリップス曲線を見ると、直線Bから直線Cへの上方シフトの動きは極めて緩やかである（前頁図表1の右）。為替の影響を強く受ける外国パック旅行、輸入品、耐久消費財を除いているため（米国基準コアCPIの約1割のウェイト）、物価の上昇ペースが弱まるためである。実際、円安開始直前の2012年第3四半期と直近の2014年第2四半期の物価上昇率を比べると、米国基準コアCPIが前年比0.0%から同+0.6%に上昇幅が拡大（前年比上昇幅の差：0.6%Pt）したのに対し、円安要因を除くベースは同+0.1%から+0.4%の拡大（前年比上昇幅の差：+0.3%Pt）にとどまっている。

みずほ総合研究所では、今後のコアCPIは年末にかけて上昇幅が緩やかに縮小し、その後は前年比+1%台前半の推移が当分の間続くと予想している。輸入物価上昇を通じた押し上げ効果は緩和が続く一方、需給バランスの改善傾向が続く中で、賃金の改善分を物価に転嫁する動きが徐々に広がるとみられる。期待インフレ率も緩やかに上昇する可能性が高い。それでも、2015年度中に2%のインフレ目標を達成するのは困難であろう。

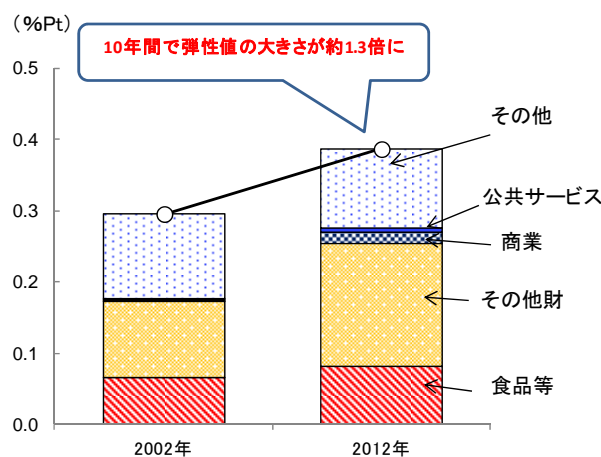
ただし、円安や原油高が一段と加速すれば、一時的にコアCPIが2%に近づくこともあるかもしれない。8月下旬以降、ドル円相場は再び円安基調で推移している。7月時点で1ドル=101~102円程度であった円/ドルレートは、足元にかけて108~109円まで円安が進んだ。米金利の上昇に加えて、黒田日銀総裁が追加緩和へ言及したこと（9月11日安倍首相との会談終了後）なども、このところの円安を後押ししたとみられる。円/ドルレートが100円（2013年度平均）の場合と比較して、仮に110円まで円安が進むと、コアCPIは0.2%Pt押し上げられると試算される（次頁図表4、みずほ総合研究所マクロモデル乗数より試算）。120円まで進めば、コアCPIの押し上げ幅は0.4%Ptとなる。しかしながら、一時的に物価が2%に達したとしても、家計所得の増加が依然として物価上昇ペースに追い付かない中では、家計負担の増加（実質所得の減少）が消費を抑制するため、インフレは持続可能でなくなる。

図表2 輸入浸透度



(資料) 経済産業省「鉱工業総供給表」よりみずほ総合研究所作成

図表3 10%の円安による物価への影響



(注) 産業連関表を用い、円安によって輸入財の価格が変化した場合の各産業部門への影響を推計。その後、部門別の価格上昇率に部門別の消費支出ウェイトを乗じ、それらを消費者物価上昇率への寄与度と仮定した。なお、寄与度を計算する前の価格上昇率には価格転嫁率(一律0.7と仮定)を乗じた。

(資料) 経済産業省「産業連関表」(2002年、2012年)よりみずほ総合研究所作成

3. 2%インフレの定着には家計・企業のインフレ期待が安定的に上昇することが必要

そもそも期待インフレ率の上昇とは、企業にとっては、販売価格の上昇期待を意味する。一般に、企業は自社の製品やサービスの価格改定を頻繁に行うことは容易でないため、先行きの原材料価格や競合他社の製品・サービス価格の上昇などが見込まれると判断した場合、価格改定を行う時点において、こうした予想を織り込んで価格を引き上げると考えられる。さらに、最終消費者である家計のインフレ期待も高まっていれば、企業側からみてより値上げに踏み切りやすい環境となる。

内閣府「消費動向調査」の1年後の物価見通しを用いて家計の期待インフレ率を計算すると、2012年末の1%台後半から2014年の初めに3%台へと伸びが高まったが、2014年度入り後から伸び率が低下している。家計の期待インフレ率は生活に身近な品目の物価上昇率に連動する傾向があるため、これまでは食料品価格や、ガソリン、公共料金の値上げなどを背景に押し上げられていたとみられる。他方、足元のインフレ期待は現実の物価上昇率の鈍化に合わせる形で低下している。

家計の期待インフレ率が安定的に推移するためには、需要拡大・物価・賃金の好循環を背景とする「良い物価上昇」期待が高まっていくことが必要と考える。物価上昇が消費活動を阻害しないよう、物価の伸びを上回って賃金が持続的に上昇していることも必要だ。家計に「良い物価上昇」期待が広がり、値上げが受け入れやすい環境が醸成されれば、企業のインフレ期待も切り上がっていく可能性が高い。円安要因を除いたフィリップス曲線が上方シフトするとともに、2%の物価上昇が定着するためには、家計・企業のインフレ期待が安定的に上昇する必要があるだろう。

図表4 円/ドルレートとWTIの変化がコアCPIに与える影響
(2013年度平均値を基準とした影響)

(単位: %Pt)

		円/ドルレート				
		100円 (2013年度平均)	105円	110円	115円	120円
WTI 原油 先物	99ドル/バレル (2013年度平均)		0.11	0.22	0.33	0.44
	100ドル/バレル	0.01	0.12	0.23	0.34	0.45
	105ドル/バレル	0.06	0.17	0.28	0.39	0.50
	110ドル/バレル	0.11	0.22	0.33	0.44	0.55
	115ドル/バレル	0.16	0.27	0.38	0.49	0.60
	120ドル/バレル	0.21	0.32	0.43	0.54	0.65

(注) 円/ドルレート、WTI原油先物価格が2013年度平均(円/ドルレート: 100円、WTI: 99ドル)に比べて変化した場合のコアCPIへの影響を、みずほ総合研究所マクロモデル乗数より試算。

(資料) みずほ総合研究所作成

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。