

DIR Public Policy Research Note

2015年12月25日 全8頁

アベノミクス4年目の課題 ～デフレ脱却

物価の改善基調をこの先さらに数年維持できるか

パブリック・ポリシー・チーム
エコノミスト 神田 慶司

[要約]

- 足元の物価の基調は円安によって押し上げられているが、その効果は2015年で一服したと考えられる。円安による輸入コスト増が幅広い品目で円滑に転嫁されたのは、エネルギー価格の下落によって家計が値上げを受け入れやすかったという需要側の要因も大きい。エネルギー価格が下落する局面では、生鮮食品とエネルギーを除くCPIは一般物価に比べて基調が強いという過去の経験に留意する必要がある。
- 物価が毎年2%上昇するためには、名目賃金、特に正社員の所定内給与が前年比3%程度上昇する必要がある。これは厚生労働省の集計ベースで4~5%の賃金改定率（定昇とベアの合計）にあたり、1990年代初めの水準まで賃金の増加ペースが回復することを意味する。だが、名目賃金は今後も伸び悩み、物価上昇率はかなり緩やかなペースにとどまるとみられる。
- 2016年度後半頃に物価安定目標を達成するのは難しい情勢と思われるが、それは追加の金融緩和が必要であることを直ちに意味するわけではないだろう。現在は十分な金融緩和状況にあり、円安水準で安定している。景気が後退しても賃上げ・値上げが当たり前のように広く行われる経済を実現した時こそがデフレ脱却であり、それには相当の時間がかかるだろう。
- 日本銀行が人々の予想物価上昇率を十分に引き上げることに成功していないのは、実際の物価や賃金が上昇していないという実体経済面からの裏付け不足にあるのではないか。正社員の有効求人倍率は2015年11月で0.79倍と企業側優位の“買い手市場”である。労働需給の改善は緩やかであり、国内企業の大多数に波及するまでには数年単位の時間がかかると思われる。その間、景気拡大を維持して労働需給をさらに改善させることができるかがデフレ脱却のカギである。

1. はじめに

第二次安倍内閣の発足から丸3年である。その間、企業収益は製造業・非製造業ともに過去最高水準を更新し、企業倒産件数や有効求人倍率は1990年代初めの水準まで改善するなど前向きな変化が見られた。実質GDPは2015年7-9月期で530兆円と2012年10-12月期から12兆円増加している（年率換算の季節調整値）。成長率で見れば年率0.9%と安倍内閣が目指す2%程度には及ばないが、消費税率8%への引上げをこなしつつ、緩やかな回復基調を維持している。さらに、実質GDPに海外からの純受取所得や交易利得を加えた実質GNI（国民総所得）は円安・原油安により年率1.5%の伸びを見せている。潜在成長率の引上げや財政健全化といった課題はなお残るが、3年前と比較して良好な経済環境を実現したことは間違いない。

他方、デフレ脱却は道半ばであり、2%の物価安定目標の達成時期は当初の想定から次第に後ずれしている。日本銀行は2013年4月に量的・質的金融緩和を導入し、目標の達成時期を「2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に」と見込んだ。しかし、その後数回の実質的な延期を経て、現在は「2016年度後半頃」と説明されている。生鮮食品を除く消費者物価指数（以下、コアCPI）は2014年4月の前年比1.5%¹をピークに鈍化し、2015年以降はゼロ近傍で推移している。日本銀行が経済全体に供給する通貨の総量であるマネタリーベースは2013年3月から直近までの間に約2.5倍（平均残高、季節調整値）へ拡大しており、日本のデフレが単純な貨幣的現象ではないことが浮き彫りになった。

量的・質的金融緩和は人々の予想物価上昇率の引上げを企図する政策だが、家計や企業の反応は当初期待されていたよりもかなり鈍い。日本銀行「経済・物価情勢の展望」「金融経済月報」で示されている予想物価上昇率を表す複数の指標は、2014年10月に量的・質的金融緩和が拡大されて一年が経過しても改善が見られない。原油価格の下落が反映されやすい短期の予想物価上昇率だけでなく、5年後や10年後といった中長期でも低下している。こうした状況から、追加の金融緩和を求める声も聞かれるようになっている。

本稿では、足元の物価の基調を整理した上で、2016年以降の物価動向とデフレ脱却について検討する。結論を先取りすると、足元の物価の基調は需要と供給の両面から一時的に押し上げられており、2%の物価安定目標を実現するほど強いものではないと思われる。物価は緩やかなペースで上昇するとみられるが、それはかなり緩慢であるだろう。物価の上昇は実体経済の構造変化が伴わなければ持続可能と言えず、デフレ脱却には相当の時間がかかるとみられる。景気拡大を通じて労働需給が改善する状況を、この先さらに数年維持できるかがアベノミクスの今後の課題である。

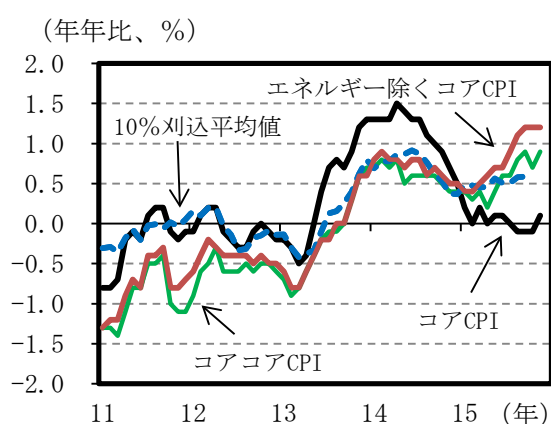
2. 2016年度後半頃に物価目標は達成できるのか

日本銀行は政策委員の大勢見通しとして、コアCPIを2015年度で前年比0.1%、2016年度で

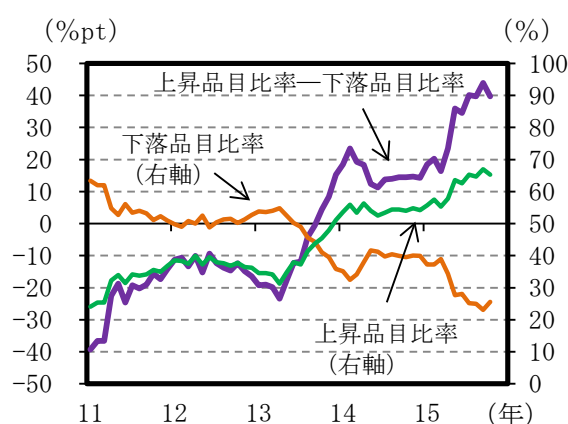
¹ 消費税率引上げの影響を除いた上昇率で日本銀行による試算値。

同 1.4%、2017 年度で同 1.8%と見込んでいる。前述のようにコア CPI は足元で前年割れしているものの、生鮮食品とエネルギーを除く CPI（以下、「エネルギー除くコア CPI」と呼ぶ）や食料（酒類除く）及びエネルギーを除く CPI（以下、コアコア CPI）、10%刈込平均値²で見れば、物価は前年比で上昇している（図表 1）。また、コア CPI を構成する各品目の前年比について、上昇品目の割合から下落品目の割合を差し引いた指標は 2015 年春から明確に上昇している（図表 2）。日本銀行はこうした指標の動きなどを踏まえ、物価の基調が着実に改善していると判断しており、今後は原油価格下落の影響が剥落するにつれて、物価上昇率が 2%程度に近づいていくと見込んでいるようだ。しかしながら、2016 年度後半頃に 2%の物価安定目標を達成することはかなり難しいのではないかと見込んでいる。

図表 1 各種 CPI の推移



図表 2 コア CPI の上昇・下落品目比率



(注) 消費税調整済み。上昇・下落品目比率とは、コア CPI 対象品目において前年比で上昇・下落した品目の割合。10%刈込平均値とは、個別品目の前年比を値の小さな順に並び替え、値の大きい品目と小さい品目をウェイトベースでそれぞれ 10% 控除して、残った品目の前年比を加重平均して算出。いずれも日本銀行による試算。

(出所) 総務省統計、日本銀行資料より大和総研作成

円安による輸入品の価格上昇は 2015 年で一服

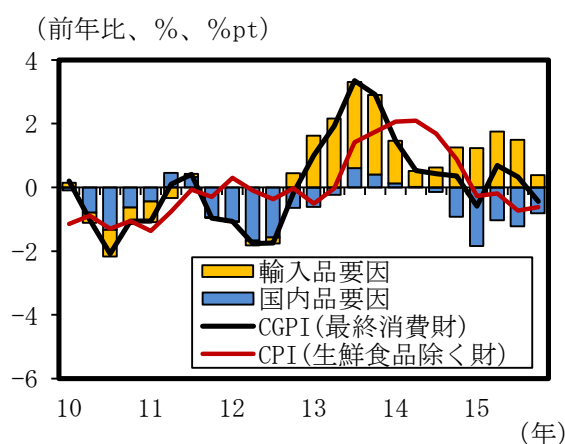
その理由の 1 つは、広く指摘されているように円安効果である。図表 3 は企業物価指数（以下、CGPI）のうち、国内最終需要向けの消費財（最終消費財）の価格動向について見たものである。CGPI の最終消費財は CPI の財（商品）と同様、家計向けのモノの価格を包括的に捉えた指数であるが、CGPI は企業が出荷したり輸入したりする段階の価格であるのに対し、CPI は小売段階の価格であるという点で違いがある。すなわち両者は「川上価格」と「川下価格」という関係にあり、価格の転嫁が円滑に行われるとすれば、CGPI の変動は CPI に波及する。図表 3 から両者の過去の動きを確認すると、CPI（生鮮食品除く財）が CGPI に半年ほど遅行して変動するという関係が見られる。

CGPI の最終消費財は 2013 年から前年比で上昇しているが、その要因のほとんどは輸入品の価格上昇であり、それは円安がもたらしたものだ（図表 3、4）。一方、国内品では下落基調が

² 個別品目の前年比を値の小さな順に並び替え、値の大きい品目と小さい品目をウェイトベースでそれぞれ 10% 控除して、残った品目の前年比を加重平均して算出したもの。

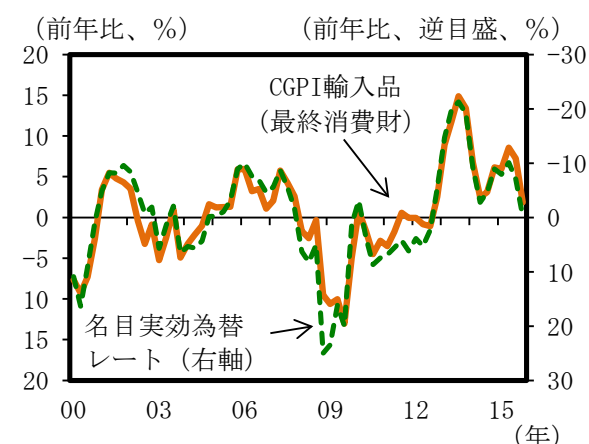
続いている。名目実効為替レートは2014年秋から冬にかけて1割ほど円安へシフトし、その影響は2015年春から夏にかけて食料品や日用品、家電などの小売価格に波及した。その後の為替レートは安定しており、前年比で見た輸入品の物価上昇率は2015年夏から急速に鈍化している。CPIとCGPIのこれまでの関係を前提にすると、円安効果は2015年で一服すると予想される³。

図表3 CGPI（最終消費財）の推移



(注) 消費税除く (CPIは大和総研による試算)。2015年10-12月は10、11月の平均値。
(出所) 日本銀行、総務省統計より大和総研作成

図表4 CGPI 輸入品と名目実効為替レート



エネルギー価格下落で家計が値上げを受け入れやすい環境に

円安による輸入コスト増が幅広い品目で円滑に転嫁されたのは、エネルギー価格の下落によって家計が値上げを受け入れやすかったという需要側の要因も大きいだろう。エネルギー価格の下落は直接的に物価を押し下げるが、同時に、非エネルギー価格を押し上げる効果があることを見逃すべきではない。

家計向けのエネルギー価格は2014年7月をピークに低下し、2015年11月までの間に約13%下落した。その間に家計の実質エネルギー消費額は約4%減少している。つまり、エネルギー価格の下落は当該消費量の増加に結びつかなかった(図表5)。家計の消費支出に占めるエネルギーの割合は2014年で8.4%(総世帯ベース)であるから、価格の下落と需要の変化によって消費支出の1.4%($= (13\% + 4\%) \times 0.084$)に相当する支出額が抑えられたことになる。名目賃金(一人当たり名目雇用者報酬、季節調整値)が2014年4-6月から2015年7-9月の間に0.7%の増加にとどまったことを踏まえると、エネルギー価格の下落が家計の購買力を改善させた効果は賃金に比べても大きい。前掲図表1で示したように、エネルギー除くコアCPIの前年比上昇率は2015年春から加速しているが、これには家計の購買力の改善効果が反映されている。

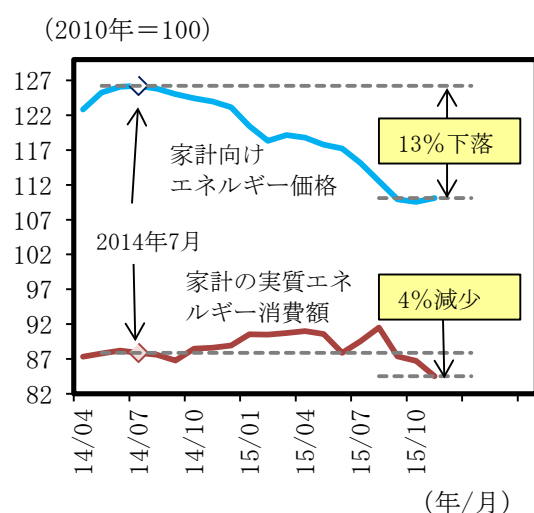
過去に原油価格が下落した局面を見ると、エネルギー除くコアCPIは一般物価に比べて基調が強かった。図表6はコアCPI、エネルギー除くコアCPI、コアコアCPIをそれぞれCPI(総合)で除して2010年を100としたものである。コアCPIはすべての期間において100程度で安定し

³ スーパーで扱われている食料品や日用雑貨などを調査対象とした日経・東大日次物価指数を見ると、2015年9月頃から前年比で頭打ちしており、その傾向は12月に入っても続いている。

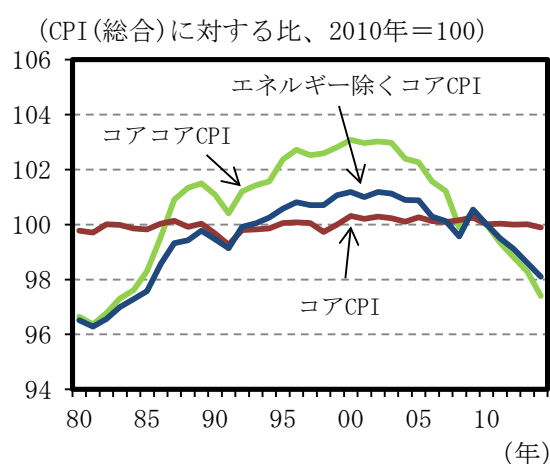
ており、長期に一般物価の基調を捉えていることが分かる。それに対してエネルギー除くコアCPI やコアコアCPI の一般物価比は大きく振れており、時期によって趨勢的に上昇したり低下したりしている。第二次オイルショック後に原油価格が下落した1980年代を見ると、エネルギー除くコアCPI は一般物価比で上昇していた。すなわち、1980年代のエネルギー除くコアCPI の前年比上昇率は年率2.4%と一般物価を毎年0.3%ptほど上回っていたのであり、エネルギー除くコアCPI が一般物価の十分な代理にはなっていなかった。この問題はコアコアCPI ではなくさらである。

食料やエネルギーの価格は時として大きく変動するため、物価の基調を判断するためにそれらを除いた指標を参考にすることは、国内外で広く採用されている有効な手法である。しかし、図表6で見たようにそれらが持つ上方・下方バイアスは小さくない。物価が下落したり物価上昇率がごくわずかであったりする日本では、物価の基調を判断する際に特に留意する必要がある。

図表5 エネルギーの価格と実質消費額



図表6 CPI（総合）と比べた物価の基調



(注) 左図は大和総研による季節調整値。右図における1990年代までのエネルギー除くコアCPIは2000年基準のウェイトを用いて試算。

(出所) 総務省統計より大和総研作成

2%の物価上昇には春闘で4~5%の賃上げが必要

今後、円安やエネルギー安の影響が剥落していく中で物価上昇率が高まっていくには、やはり名目賃金の本格的な上昇が求められる。名目賃金の上昇を伴わない物価上昇は家計の購買力低下に他ならず、個人消費や住宅投資の減少などにより景気が悪化し、物価が下落する形で調整されるだろう。

長期的に実質賃金は労働生産性に比例して変動するものであり、労働生産性が向上する経済では、それに応じて実質賃金が増える姿が自然である⁴。その中で物価が上昇するならば、名

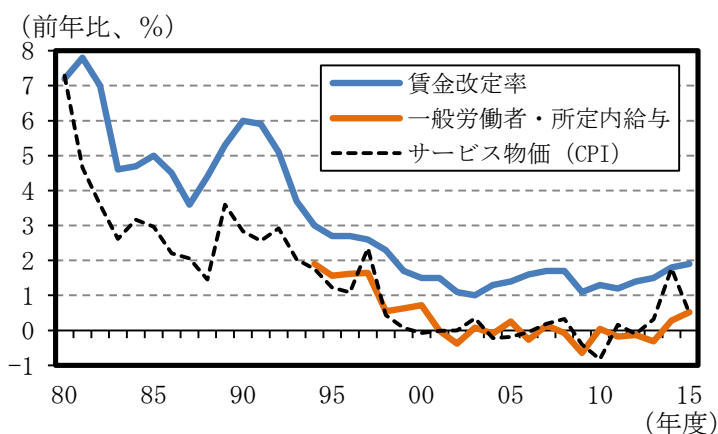
⁴ 実質賃金と労働生産性の関係については、神田慶司「今度こそ賃金は上昇するか」(大和総研レポート、2014年11月10日、http://www.dir.co.jp/research/report/japan/mlothers/20141110_009114.html)を参照。

目賃金は労働生産性と物価を反映して上昇することになる。すなわち、名目賃金と実質賃金がともに上昇し、名目賃金の伸びが物価を上回る姿が一般的なインフレ経済の構造である。日本の労働生産性上昇率は2000年以降で年平均1%強であったことを踏まえると、2%の物価上昇率を安定的に実現するためには、名目賃金（統計上でいえば、正社員の所定内給与）が少なくとも毎年3%程度のペースで上昇することが目安となる。

これに対し、2015年10月の現金給与総額は前年比0.7%であった。労働需給が逼迫しているパートタイマーの時給は同1.5%強で上昇しているものの、名目賃金の基調に大きな影響を与える一般労働者（≒正社員）の所定内給与は同0.5%に過ぎない。正社員の所定内給与が早期に同3%程度へ上昇するには、2016年の春闘で大幅な賃上げが実施されなければならない。

図表7は賃金改定率と正社員の所定内給与を示している。図表7の賃金改定率は従業員100人以上の企業を対象として厚生労働省が集計した結果であり、経団連や連合が公表しているものよりも調査対象が広いという点で、日本全体の賃上げ動向をより反映していると考えられる。賃金改定率は2012年以降緩やかに上昇しており、2015年は1.9%であった（2014年から0.1%pt改善）。賃金改定率にはベースアップ分（賃金表の改定）と定期昇給分（賃金表に従った引上げ）が含まれるが、賃金改定のほとんどは定期昇給によるものとみられる。

図表7 賃金改定率と所定内給与、サービス物価の推移



(注) 2015年度の所定内給与とサービス物価は4～10月の平均値。
賃金改定率は厚生労働省「賃金引上げ等の実態に関する調査」における従業員100人以上の企業を対象としている。
(出所) 総務省、厚生労働省統計より大和総研作成

また、連合によると、集計組合のうちベースアップ分が明確に分かり、かつ前年に続いて集計した組合の賃金改定率は2015年で2.36%であった⁵。このうちベースアップ分は0.64%であり、2014年(0.46%)からの上昇幅はごくわずかである。正社員の所定内給与の動きは主にベースアップの動向次第である。ベースアップ率が低ければ、実態としての賃金のコアである所定内給与は伸び悩んでいるということの意味する。賃金が伸びなければ、人件費の影響を受け

⁵ 連合「2015 春季生活闘争 第6回(最終) 回答集計結果について」(2015年7月2日、http://www.jtuc-rengo.or.jp/roudou/shuntou/2015/yokyu_kaito/kaito_no6_pressrelease20150701.pdf)

やすいサービス物価も伸び悩む（図表 7）。

2015 年の春闘で 2014 年に続いてベースアップが実施されたことは明るい材料だが、所定内給与の伸びを十分に高めるには物足りない結果である。賃金改定率と正社員の所定内給与の伸び率との関係から機械的に試算すると、統計上の正社員の所定内給与が前年比 3%程度で推移するためには、厚生労働省が集計している賃金改定率のベースが 4~5%へ上昇する必要がある。これは 1990 年代初めの水準まで回復するということであり、実際、その頃の物価上昇率は前年比 2%を実現していた。

しかし、2016 年の賃上げに向けた政労使の姿勢は 2015 年に比べて弱まっていることはあっても強まっているようには見えない。2013 年と 2014 年は「経済の好循環実現に向けた政労使会議」が開かれたが、2015 年は開かれず、「未来投資に向けた官民対話」において 2014 年の政労使会議でとりまとめられた内容が踏まえられるにとどまった。経団連は 2016 年春闘に関して「収益が拡大した企業に対し、今年を上回る賃金引上げを期待」と表明している。

連合はベースアップ分に関する要求として 2015 年春闘で「2%以上」としていたが、2016 年春闘では「2%程度」へトーンダウンした。特に新興国まわりで経済の先行き不透明感が強まる中、大幅な賃上げは企業収益の悪化を招き、かえって雇用を不安定化させる恐れがあると判断しているのかもしれない。こうしたことを踏まえると、名目賃金は 2016 年度以降も伸び悩み、物価上昇率はそれを反映してかなり緩やかなペースにとどまると予想される。

3. 物価の改善基調をこの先さらに数年維持できるかがカギ

物価安定目標の未達は追加緩和の必要性を意味しない

以上のように、2016 年度後半の物価安定目標の達成はかなり困難な情勢であると思われる。しかし、それは追加の金融緩和が必要であることを直ちに意味するわけではない。日本は既にかなりの金融緩和状態にあり、その効果は長期金利の低さや企業の資金繰りの容易さ、金融機関の貸出態度などに表れている。例えば、日銀短観における中小企業の資金繰り判断 D. I. は 1980 年代後半の資産バブル期に近い水準まで改善している。金融緩和が為替レートに与える影響については議論があるが、市場参加者が金融政策に高い関心を持って日々取引を行っている現実を踏まえると、現在実施されている金融緩和は実質実効為替レートが円安水準で安定していることに少なからず寄与しているだろう。

物価安定の責任を負うのは一義的に日本銀行である以上、日本銀行が物価安定目標の早期実現に向けて明確なコミットメントを示し、それを裏打ちするように政策運営することは重要である。ただ、物価の上昇は实体经济の構造変化が伴わなければ持続せず、景気が後退しても賃上げ・値上げが当たり前のように広く行われる経済を実現した時こそがデフレ脱却である。それには相当の時間がかかるであろうし、20 年近くデフレを経験した日本においてはなおさらだ。日本銀行が人々の予想物価上昇率を十分に引き上げることに成功していないのは、物価安定目標へのコミットメント不足や金融緩和不足というよりむしろ、実際の物価や賃金が上昇してい

ないという実体経済面からの裏付け不足にあるのではないか。

有効求人倍率は2015年11月で1.25倍（季節調整値）と約24年振りの高水準にあるなど日本全体の労働需給は逼迫している。それでも賃金改定率や正社員の所定内給与の伸びが高まらないのは、正社員に対する企業側の需要がそれほど強くないためである。図表8で示すように、正社員の有効求人倍率は2015年11月で0.79倍と1倍を割り込んでいる。医療・福祉など人手不足に直面している業種はあるが、全体として見れば企業側優位の“買い手市場”である。

正規雇用は2015年によく増加へ転じるなど、労働需給は着実に改善してはいる。しかしその変化は緩やかであり、400万近く存在する国内企業の大多数に波及するまでには数年単位の時間が必要と思われる。その間、景気拡大を維持して労働需給をさらに改善させることができるかがデフレ脱却や物価安定目標達成のカギであろう。

図表8 各種有効求人倍率の推移

