

2014 年 4 月 18 日 全 9 頁

日本経済見通し：日銀は物価目標を達成できるか？

日本経済は緩やかな景気拡大を続ける見通し

経済分析室

執行役員 チーフエコノミスト 熊谷 亮丸

[要約]

- 日本経済は引き続き拡大：今後の日本経済は、①米国経済回復による輸出の持ち直し、②日銀の金融緩和を受けた円安・株高の進行、③消費税増税に伴う経済対策の効果などから、引き続き拡大する見通しである。当社は、実質 GDP 成長率に関して、2013 年度が前年度比+2.2%、2014 年度が同+1.0%、2015 年度が同+1.5%と予想している（→詳細は、熊谷亮丸他「第 180 回 日本経済予測（改訂版）」（2014 年 3 月 10 日）参照）。日本経済のリスク要因としては、①新興国市場の動揺、②中国の「シャドーバンキング」問題、③「欧州ソブリン危機」の再燃、④地政学的リスクを背景とする原油価格の高騰、の 4 点に留意が必要である。
- 日銀は物価目標を達成できるか？：今回のレポートでは、日銀が物価目標を達成できるか否かについて検討した。日銀が掲げる「物価上昇率 2%」目標実現の可能性は、黒田総裁就任当初と比べて徐々に高まりつつある。ただし、為替、賃金、期待インフレ率などの動向次第では、日銀の物価目標達成の可能性は排除できないものの、当社の現時点におけるメインシナリオでは、消費者物価上昇率は 2%には届かないとみている。なお、日銀による追加的な金融緩和は 2014 年 7-9 月期以降にずれ込む見通しである。

1. 日本経済のシナリオ

メインシナリオ：日本経済は引き続き拡大

今後の日本経済は、①米国経済回復による輸出の持ち直し、②日銀の金融緩和を受けた円安・株高の進行、③消費税増税に伴う経済対策の効果などから、引き続き拡大する見通しである。当社は、実質 GDP 成長率に関して、2013 年度が前年度比+2.2%、2014 年度が同+1.0%、2015 年度が同+1.5%と予想している（→詳細は、熊谷亮丸他「第 180 回 日本経済予測（改訂版）」（2014 年 3 月 10 日）参照）。

日本経済が抱える 4 つのリスク

日本経済のリスク要因としては、①新興国市場の動揺、②中国の「シャドーバンキング」問題、③「欧州ソブリン危機」の再燃、④地政学的リスクを背景とする原油価格の高騰、の 4 点に留意が必要である。特に当社は、上記①が、②・③と密接な関連を有している点を強調したい。

世界の景気サイクルを見ると、過去の局面では米国を中心とする先進国経済が、新興国経済変動の原動力となってきたが、足下では、「先進国＝好調。新興国＝不調」という形で、両者の間で「デカップリング」が生じている。当社は、今回の「デカップリング」発生の原因は、①欧州危機に伴い、欧州系金融機関の新興国に対する融資が細っていること、②中国経済の低迷、③米国が拙速な出口戦略を講ずることへの警戒感を背景とする新興国からの資金引き揚げ懸念、の 3 点だと考えている。最終的に、米国経済の拡大が続く中で、新興国経済の底割れは回避される見通しであるが、とりわけ中国経済の動向には細心の注意が必要だ。

2. 日本経済のメインシナリオ：景気は引き続き拡大

物価上昇の裾野が拡大

今回のレポートの論点は「日銀の物価目標」達成の可否である。

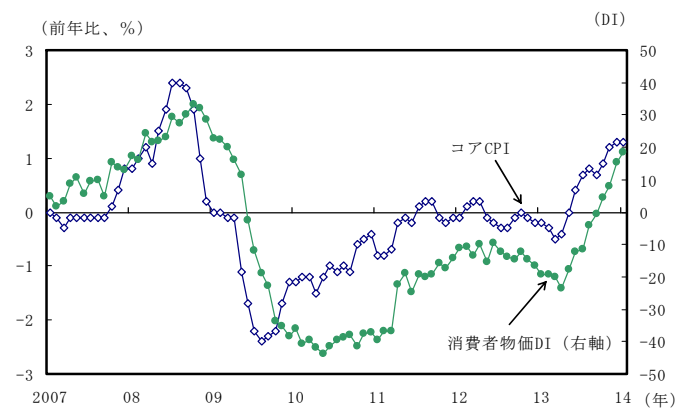
日銀が掲げる「物価上昇率 2%」目標実現の可能性は、黒田総裁就任当初と比べて徐々に高まりつつある。ただし、為替、賃金、期待インフレ率などの動向次第では、日銀の物価目標達成の可能性は排除できないものの、当社の現時点におけるメインシナリオでは、消費者物価上昇率は 2%には届かないとみている。

図表 1 はコア CPI の変化率と消費者物価 DI（コア CPI 構成目における、上昇品目と下落品目の割合の差）を見たものである。コア CPI は 2013 年 6 月に上昇に転じたが、消費者物価 DI は 50 を下回っていた。すなわち、物価全体としては上昇に転じたものの、コア CPI 構成目目の半数以上は前年を下回っており、物価上昇の広がりという意味においては不十分な状況であった。しかし、消費者物価 DI は、2013 年 10 月にはプラスに転じ、その後もプラス幅を拡大している。円安を背景に輸入物価が上昇する中、企業がコストの上昇を製品価格に転嫁する動きが広がっており、物価上昇が多く品目に拡大しつつある。また、その結果、全体としての物価上昇率も着実に高まっている。

図表 2 は、購入単価上昇率と消費者物価上昇率を比較したものである。消費者物価上昇率が高まっているだけでなく、足下では購入単価も上昇している様子が見て取れる。すなわち、物価が上昇しているからといって安価な製品に流れるような動きは生じておらず、むしろより単価が高いものを購入する傾向が見られるのである。

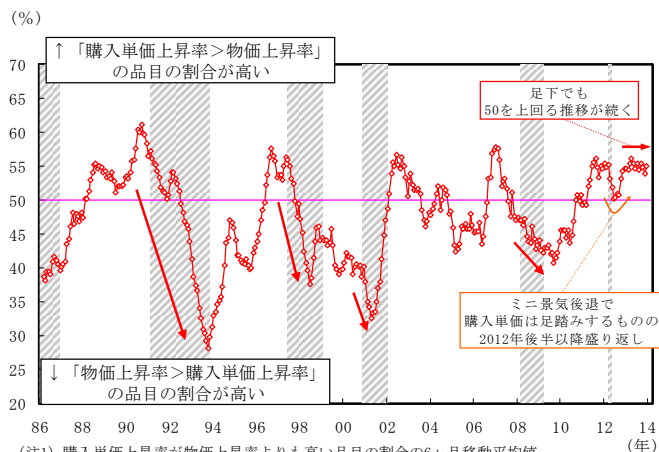
景気拡大期には、物価上昇率よりも購入単価上昇率の方が高くなりやすい傾向がある。足下の物価上昇は、単価の高い製品を購入しようとする、消費者の強い需要によって生み出されている可能性があるだろう。

図表 1： コア CPI 上昇率と消費者物価 DI の推移



(注) 消費者物価DI = (前年比上昇品目割合 - 前年比下落品目割合)。
(出所) 総務省統計より大和総研作成

図表 2： 購入単価上昇率と物価上昇率の比較



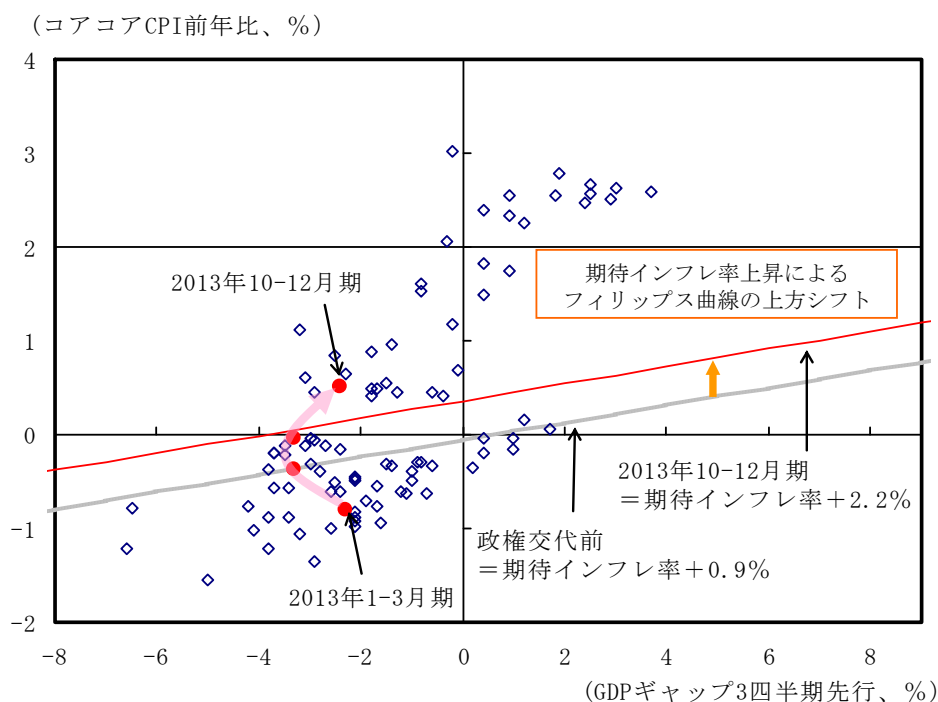
(注1) 購入単価上昇率が物価上昇率よりも高い品目の割合の6ヶ月移動平均値。
(注2) シェドローは景気後退期。なお、2012年4月が暫定の山として認定されている。
(出所) 総務省統計より大和総研作成

期待インフレ率が上昇し、フィリップス曲線は上方シフト

図表 3 は縦軸に食料（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、コアコア CPI）の前年比変化率を、横軸に GDP ギャップ（3 四半期先行）をとり、いわゆるフィリップス曲線を描いた図表である。フィリップス曲線は物価と GDP ギャップの関係を見たものであり、期待インフレ率の水準によってフィリップス曲線の切片が変化する。

図表中の太線は日本がデフレに陥った 1997 年から 2012 年末までのフィリップス曲線を推計したものである。この時期には、GDP ギャップが 0%であったとしても、物価上昇率も 0%を下回る非常に低い位置にフィリップス曲線があった。しかし、期待インフレ率が 2012 年末以降上昇したことで、フィリップス曲線は上方にシフトしたとみられる。2013 年 1-3 月期時点では、政権交代前のフィリップス曲線からもさらに下振れしていた物価上昇率は、円安による輸入物価の上昇を主因に、2013 年内を通じて急速に高まることとなった。期待インフレ率と物価は相互に影響を及ぼし合っており、足下の状況については、コストプッシュ圧力によって物価が押し上げられたことなどから、家計の期待インフレ率が高まったと解釈できる。今後円安による効果は剥落することになるが、フィリップス曲線が押し上げられたことにより、消費者物価は以前に比べて上昇しやすくなっていると考えられる。

図表 3：期待インフレ率を考慮したフィリップス曲線



(注) 推計式は以下の通り。

$CPI = -0.34 + 0.31 \cdot INFEX + 0.09 \cdot GDPGAP(-3)$ 、カッコ内の数字はラグ次数。

推計期間：1997年10-12月期～2012年10-12月期、係数は全て5%有意。

CPI：食料（除く酒類）およびエネルギーを除く消費者物価前年比、

INFEX：期待インフレ率、GDPGAP：GDPギャップ

2004年1-3月期までの期待インフレ率はカールソン＝パーキン法により計測。

2004年4-6月期以降は消費動向調査（内閣府）の期待物価上昇率の加重平均値を
段差修正した上で接続した。

(出所) 内閣府、総務省統計より大和総研作成

足下の物価上昇の主因は円安

CPI（除く生鮮食品）は 2013 年 6 月に前年比プラスに転じた後、その上昇幅を徐々に拡大しており、物価は緩やかな上昇傾向となっている。また、商品市況による影響を受けづらい、CPI（食料およびエネルギーを除く総合）で見ても、2013 年 10 月以降、プラス圏での推移が続いている。前項までで確認した通り、このところ物価上昇の裾野に広がりが見られているが、中でも足下の物価上昇で特徴的なのは、耐久消費財の物価が 1992 年 9 月以来の上昇に転じた点である。図表 4 で長期推移を確認してみても、過去の消費税導入（1989 年）および消費税増税（1997 年）時と比べて、足下の耐久消費財の上昇ペースは急速であることが分かる。

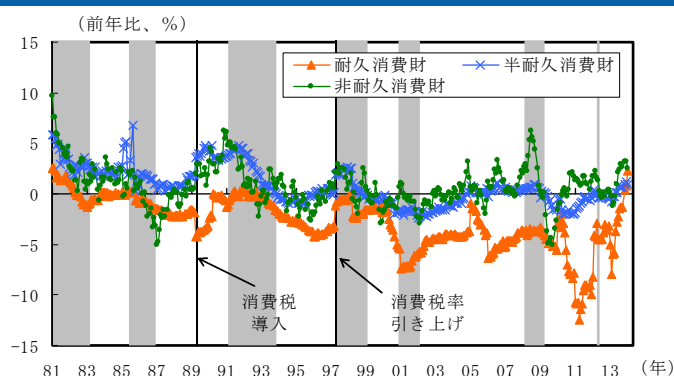
次に、CPI（財）との連動性が高い、企業物価（最終消費財）の動きを確認してみよう。

図表 5 は、企業物価（最終消費財）を要因分解したものである。一目見て分かるように、足下の企業物価（最終消費財）の上昇は為替要因が大きく影響している。現在の為替レートの水準から大幅な円安に振れない限り、今後為替要因による上昇圧力は徐々に小さくなっていくだろう。

すなわち、企業物価ベースで耐久消費財の動きを確認すると、国内品、輸入品（契約通貨建て）とも依然マイナス圏での推移を続けている。CPI と企業物価が全く異なる動きをしているのは、円安による輸入品価格の上昇が CPI ベースの耐久消費財の価格に影響している可能性があるだろう。

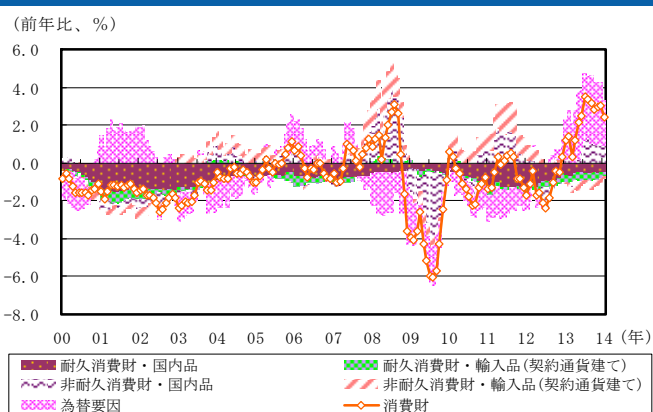
もちろん、企業物価と CPI を一概には比較できないが、足下の CPI ベースの耐久消費財の上昇には円安が少なからず影響していると捉えるべきだ。円安による物価の押し上げ圧力は徐々に剥落していくとみられることから、今後も物価の上昇が続くか否かを見極める上では、賃金や期待インフレ率の動向などがカギとなる。

図表 4：財別消費者物価の長期推移



(注) シャドーは景気後退期。なお、2012年4月が暫定の山として認定されている。
(出所) 総務省統計より大和総研作成

図表 5：企業物価（最終消費財）の要因分解



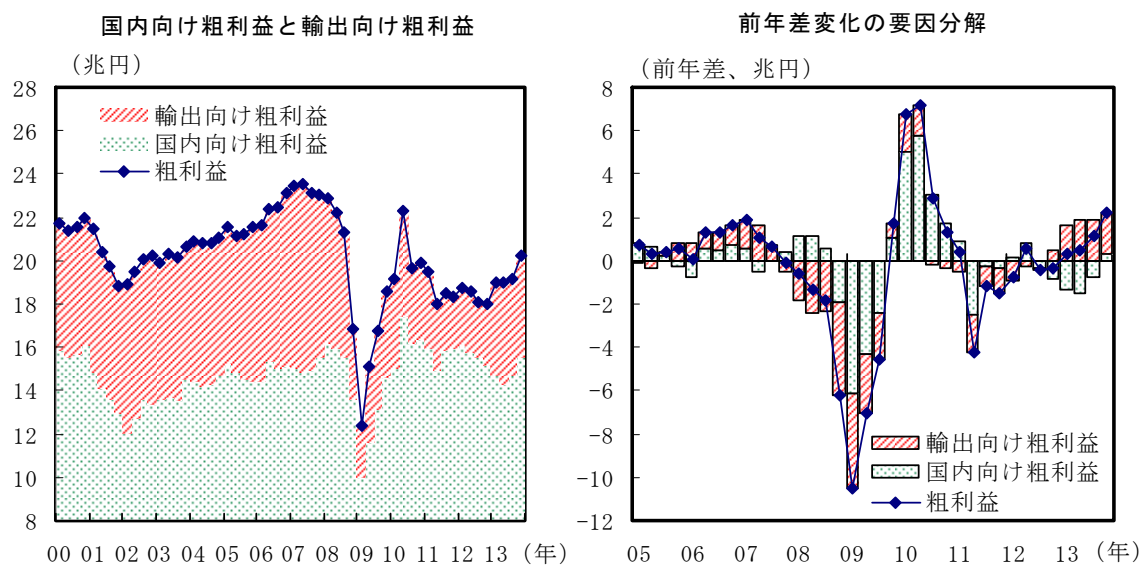
(注) 為替レート要因は契約通貨建て輸入物価（総平均）により算出。
(出所) 日本銀行統計より大和総研作成

円安を背景に日本企業の輸出向け利益が増加

足下、企業業績は改善傾向にあり、それによって賃上げに対する期待が高まり、設備投資に対するスタンスが徐々に積極化しつつあるなど、経済全体への好影響が見られる。そもそも、こうした企業業績の改善は何によってもたらされたのだろうか？

図表 6 は製造業の粗利益（＝売上高－売上原価）を国内向けと輸出向けに分解したものである。まず、過去からの推移を確認すると、2000 年代は輸出向け利益の拡大が企業収益を押し上げてきたことが分かる。その後、リーマン・ショックによって輸出が大幅に減少したことに加えて、急速に円高が進んだため、輸出向け利益の水準は、リーマン・ショック以降大幅に低下することとなった。しかし、2012 年末以降の円安によって、国内企業の輸出金額が急増したため、輸出向けの利益が大きく増加している。利益全体に対する、国内向けおよび輸出向け利益の寄与を確認してみると（**図表 6** 右）、国内向け利益の低迷が続く一方で、輸出向け利益は大きく伸びている。

図表 6：国内向け粗利益と輸出向け粗利益



(注1) 粗利益＝売上高－売上原価。

(注2) 売上数量1単位当たり製造コストが、国内向けと輸出向けで等しいと仮定。

(出所) 財務省、日本銀行統計より大和総研作成

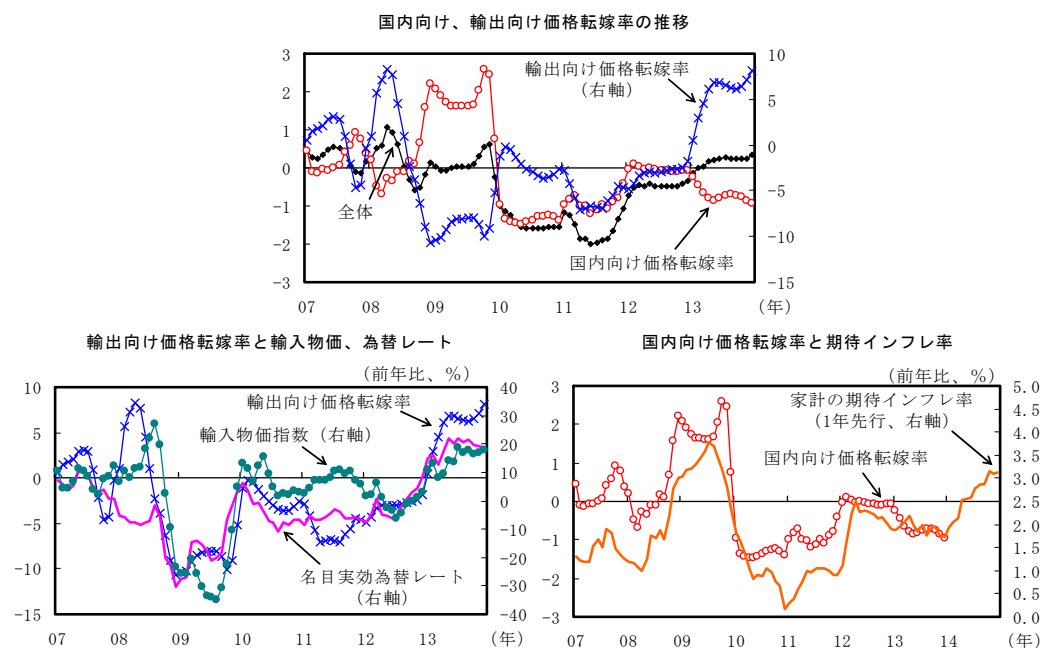
今後は国内向けの価格転嫁が進む見込み

図表 7（上）は製造業の投入物価および産出物価を用いて、国内向け、輸出向け、それぞれの財に対する価格転嫁率の推移を試算したものである。これを見ると、2012 年以降、国内向け価格転嫁率が低下する一方で、輸出向け価格転嫁率が大きく上昇していることが確認できる。

では、価格転嫁率はどのような要因で決定されるのだろうか？まず、輸出向け価格転嫁率を見ると、為替レートおよび輸入物価との連動性が高いことが分かる（**図表 7** 左下）。円安になると投入価格の上昇と同時に、輸出物価も上昇するためである。また、輸入物価の動きの多くは為替レートの変動で説明することができるので、結果的に輸入価格の推移と輸出向け価格の価格転嫁率は似通った動きとなる。ただし、為替変動以外の要因、例えば国際商品市況などによる輸入価格の変化についても、価格転嫁率に影響を与えているとみられる。原油を中心に国際商品市況が大幅に上昇していた 2008 年頃は、円高傾向が続いていたものの、輸入価格の上昇に沿う形で価格転嫁率も上昇していた。日本からの輸出品にも市況品が含まれており、商品価格上昇によって輸出価格が上昇した影響もあるとみられるが、輸入価格上昇による収益環境の悪化を理由に、輸出向けの価格転嫁率を高めて収益を確保しようという企業行動を映じたものだと考えられる。

一方、国内向け製品に対する価格転嫁率については、家計の期待インフレ率に遅行して動く傾向が確認できる（**図表 7** 右下）。家計の期待インフレ率は実際の物価動向に大きく左右されるため、国内物価の動向に遅れて、企業は価格転嫁率を決定していることが示唆される。家計の期待インフレ率は、2013 年以降上昇傾向にあるため、今後企業は国内向け製品についても投入コストを積極的に転嫁していく可能性があるだろう。こうした国内向け価格の上昇によって、今後は国内での販売についても採算が改善するシナリオが想定される。

図表 7：価格転嫁率の推移



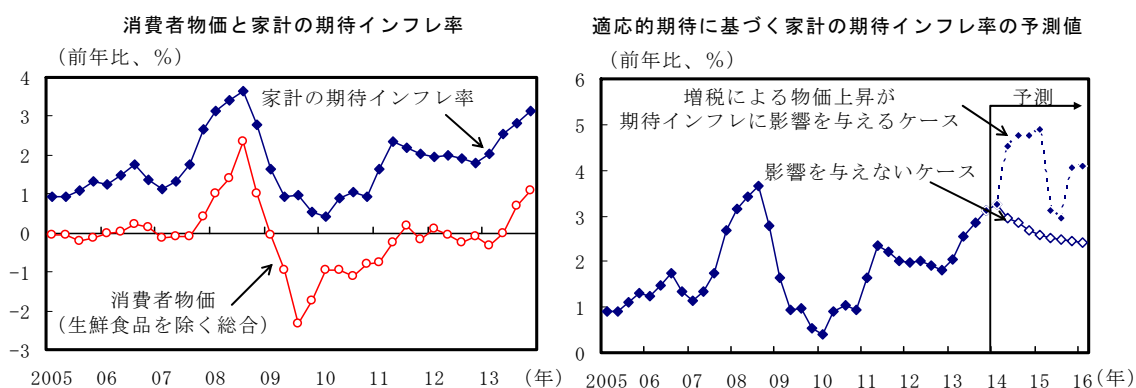
（注）価格転嫁率は産出物価の投入価格に対する弾性値。過去1年間のローリング推計による推計値。
（出所）日本銀行、内閣府統計より大和総研作成

今後期待インフレ率は緩やかに低下。インフレ率2%のハードルは高い

消費者物価が安定的に上昇するためには、期待インフレ率の上昇が重要な要素である。しかし、家計の期待インフレ率は現実の物価変動に大きく左右されることが知られており、物価と期待インフレ率は相互に影響を及ぼし合っている。実際に消費者物価と期待インフレ率の推移を見ると（図表8 左上）、常に期待インフレ率が現実の物価上昇率を上回って推移しているものの、両者はおおむね連動している。これを踏まえて、現実の物価変動を基に期待インフレ率の先行きを予測したものが図表8（右上）である。ここでは期待インフレ率の上昇が物価に対して影響を与えるという効果も考慮している。当社のシミュレーションによれば、2012 年末を底に上昇傾向が続いてきた期待インフレ率は、今後緩やかに低下していくことになる。最大の要因は、円安による押し上げ効果が一巡し、エネルギーの寄与が縮小することで物価上昇率が徐々に鈍化していくためである。

こうした期待インフレ率と物価の間の相互作用を織り込んだ上で、賃金および為替レートの変動が消費者物価に与える影響を試算したのが図表8（下）である。日銀が目標とする物価上昇率2%を2014 年度末時点で達成するためには、為替レートが足下からおおむね横ばいで推移したとすると、追加的に所定内給与が+2.5%pt 上振れする必要がある。仮に120 円/ドルまで円安が進行した場合でも、所定内給与の+2%pt の上振れが必要であり、物価上昇率2%の達成に向けて依然として高いハードルが存在すると言わざるを得ない。

図表8：消費者物価と家計の期待インフレ率、賃金・為替変化による物価シミュレーション



(注) 期待インフレ率は内閣府「消費動向調査」の「一年後の物価見通し」の加重平均値。
(出所) 内閣府、総務省統計より大和総研作成

為替、賃金が変わった場合の消費者物価上昇率

		2014年度末時点のドル・円レート				
		80	90	100	110	120
所定内給与の上振れ	0%pt	0.6	0.8	0.9	1.0	1.1
	+0.5%pt	0.9	1.0	1.1	1.2	1.3
	+1.0%pt	1.1	1.2	1.3	1.5	1.6
	+1.5%pt	1.4	1.5	1.6	1.7	1.8
	+2.0%pt	1.6	1.7	1.8	1.9	2.0
	+2.5%pt	1.9	2.0	2.1	2.2	2.3

(注1) 表中の値は各シナリオにおける、2015年1-3月期時点のコアCPI（消費税の影響を除く）変化率。
(注2) 表中の横軸の為替レートの前提は2015年1-3月期時点。2014年4-6月期以降、線形で推移すると仮定。
(出所) 総務省、厚生労働省、日本銀行統計等より大和総研作成

日銀の追加金融緩和は 2014 年 7-9 月期にずれ込む見通し

なお、日銀による追加的な金融緩和は 2014 年 7-9 月期以降にずれ込む見通しである。日銀は従来の「小出しの金融緩和策」とは決別しており、消費税増税後の 4-6 月期の経済指標を見極めた上で、追加金融緩和策を講じる可能性が高いものと考えられる。

ただし、当社は「べき論」としては、4-6 月期に「消費税増税後の景気回復に万全を期す」という理由で、追加金融緩和を行うことが望ましいと考えている。消費税率の 10%への引き上げを巡る判断に大きな影響を及ぼす、7-9 月期の GDP に好影響を与える意味でも、日銀は 4-6 月期に追加金融緩和を行う必要があるだろう。追加金融緩和は、円安、株高進行を促すことに加えて、政府・日銀の緊密な連携の下で、日銀の「物価上昇率 2%」目標達成への断固たる意志を示すアナウンスメント効果を有する。これらの金融緩和実施に伴うメリットは、「日銀の物価上昇率目標達成に対する自信が揺らいでいる（従来の金融緩和策は不十分で、物価上昇率目標達成が危ぶまれるから、追加金融緩和に踏み切った）」との見方が浮上し、日銀に対するクレディビリティ（信頼性）が低下するというデメリットを上回るものと考えられる。

図表 9：日本経済・金利見通し

		(予) →					(予) →			
	2013. 10-12	2014. 1-3	4-6	7-9	10-12	2015. 1-3	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度
実質GDP (前期比年率%) [前年比%]	0.7 2.6	5.3 2.7	-4.4 0.6	2.8 1.1	2.4 1.4	2.0 0.7	0.6	2.2	1.0	1.5
経常収支 (季調済年率、兆円)	0.2	-2.2	-0.3	1.1	2.6	3.9	4.4	1.9	1.8	5.8
失業率 (%)	3.9	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	4.3	3.9	3.8	3.7
消費者物価指数 (生鮮食品除く総合、2010=100) [前年比%]	1.1	1.3	3.2	2.9	2.8	2.9	-0.2	0.8	3.0	1.5
	2013. 10-12	2014. 1-3	4-6	7-9	10-12	2015. 1-3	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度
無担保コール翌日物 (期末、%)	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100
国債利回り (10年債最長期物) (期中平均、%)	0.64	0.61	0.65	0.70	0.75	0.80	0.78	0.69	0.73	0.90

(注) 予測値は原則として大和総研・第180回日本経済予測(改訂版)による。
(出所) 各種統計より大和総研作成