

調査レポート

日本経済ウォッチ (2013 年 1 月号)

【目次】

1. 今月のグラフ..... p.1
～ 減少が続く非製造業の賃金
2. 景気概況 p.2
～ 景気は弱含んでいるが、底打ちの時期は遠くない
3. 今月のトピック: 消費者物価が 2% 上昇することは可能なのか? p.3 ~ 18
 - (1) デフレ脱却のロジック～アベノミクスの目指すものは何か
 - (2) 大胆な金融政策に否定的な意見～つきまとう国債暴落の懸念
 - (3) 消費者物価が 2% も上昇する経済環境とは?
 - (4) 上昇が期待される項目は何か?
 - (5) 物価目標が無視される可能性も

三菱UFJリサーチ & コンサルティング株式会社

調査部 小林 真一郎、尾畠 未輝 (chosa-report@murc.jp)

〒105-8501 東京都港区虎ノ門 5-11-2

TEL: 03-6733-1070

1. 今月のグラフ ～減少が続く非製造業の賃金

1990年代半ば頃までは増加傾向が続いていた一人当たりの名目賃金（現金給与総額）は、その後はほぼ一貫して減少している（図表1）。2011年度の賃金は、ピーク時の1997年度と比べ1割以上も減少した。もっとも、製造業に限ってみると、賃金は1990年代後半は横ばいでの推移が続いたが、戦後最長の景気拡大期であった2000年代半ばには順調に増加し、リーマン・ショックの影響による急激な落ち込みからなんとか回復しつつある。一方、非製造業の賃金については、1990年代後半以降足元まで大幅な減少傾向が続いており、これが全体でみた賃金を押し下げている。

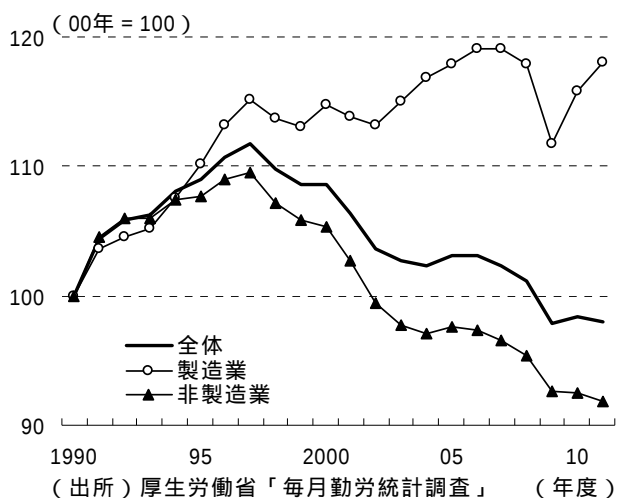
それではこの間、非製造業の賃金が大きく減少した背景では何が起こっていたのだろうか。もちろん、雇用者一人ひとりの賃金水準自体が低下していた可能性もあるが、それだけが賃金を押し下げる要因だったわけではない。1995年度と比べ2011年度の賃金は、一般労働者では-2.2%と小幅な減少に止まっている上、パートタイム労働者では+2.2%とむしろ増加している。

ここで、非製造業の賃金が減少した大きな要因として挙げられるのが、就業構造の変化である。1995年度には2979.8万人だった非製造業の雇用者数は、2011年度には3715.5万人にまで増加した。とくに、パートタイム労働者は1995年度の490.7万人から2011年度は1193.7万人へと2.4倍も増加し、非製造業の雇用者全体に占める割合は16.5%から32.1%に上昇している。この間、一般労働者と比べパートタイム労働者の賃金水準が低いという状態は変わらず、2011年度時点における非製造業の賃金は、一般労働者の月平均406,166円と比べ、パートタイム労働者は同92,498円と4分の1以下となっている。1990年代後半以降は、相対的に賃金水準が低いパートタイム労働者が雇用者全体に占める割合が高まることで、非製造業全体でみた一人当たりの賃金が押し下げられてきた。

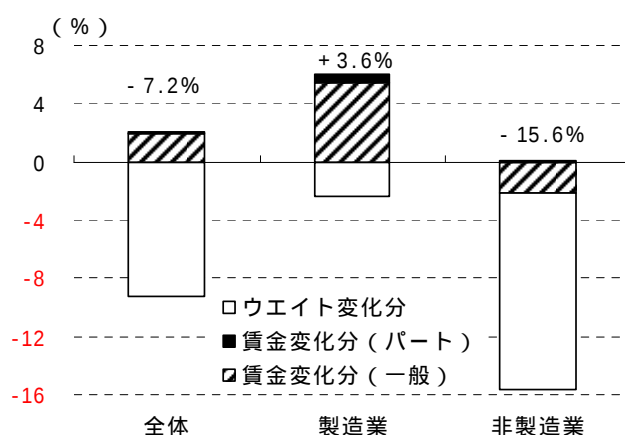
1995年度から2011年度にかけての賃金の変化を、①一般労働者の賃金の変化、②パートタイム労働者の賃金の変化、③就業構造の変化、に分解してみる（図表2）。すると、非製造業では、一般労働者の賃金が減少していたため①も押し下げ寄与（寄与度-2.1%）となっていたが、パートタイム労働者のウェイトが増したことによる③の押し下げ寄与（同-13.5%）の方が圧倒的に大きいことが分かる。

当面、企業の人件費抑制姿勢は維持されるとみられ、賃金水準が低いパートタイム労働者はさらに増加する可能性が高く、賃金全体の押し下げ圧力はさらに強まると見込まれる。（尾畠未輝）

図表1 現金給与総額の推移



図表2 寄与度分解（1995年→2011年）



2．景気概況 ～景気は弱含んでいるが、底打ちの時期は遠くない

景気は弱含んだ状態にある。しかし、景気底入れの時期もそれほど遠くないと考えられ、実際にはすでに底を打った可能性もある。

景気の先行きに明るい兆しが出ている。最も期待されるのが、今後上昇に転じる可能性が高まっている鉱工業生産指数である。11月の鉱工業生産指数は前月比-1.7%と落ち込んだものの、製造工業生産予測指数では12月に同+6.7%と急増が計画されており、さらに1月も同+2.4%と増加が続く見込みである。スマートフォン関連の生産増が続く電子部品・デバイス工業や、新車投入効果が見込まれる自動車などで増加が計画されているほか、このところ低迷が続いていた一般機械工業や情報通信機械工業など、幅広い業種で増加が見込まれている。

底打ちした後も生産が増加基調を続けるためには、輸出の回復が不可欠である。しかし、輸出は11月の実質輸出は前月比+0.3%と3ヶ月ぶりに増加したものの、その上昇幅は小さく、水準も低いままである。生産が増加していくことを前提とすれば、輸出もいずれ増加に転じることが期待されるが、今のところその動きは見られない。

個人消費は持ち直しが一服している。自動車の押し上げ効果が剥落したことに加え、今冬のボーナスが前年比マイナスになったと見込まれるなど、所得の動きが弱いことが背景にある。ただし、自動車販売の落ち込み幅が縮小してきており、反動減の動きも一巡しつつあるようだ。

7～9月期の実質GDPにおける公共投資は、被災地での復旧・復興工事の進展を背景に3四半期連続で増加している。公共工事請負額が増加基調を続けているうえ、2月中旬にも成立が見込まれる2012年度補正予算において公共事業関係費が増額されることになるため、公共投資は今後も高水準で推移すると予想され、景気を下支えするであろう。

12月分以降、予測指数通りに生産が回復したとしても、目先の伸びが急激であるだけに、増加基調がそのまま定着化するかどうかは不透明である。増加が一時的な動きにとどまれば、景気が二番底をつけるリスクも想定される。その意味では、輸出が期待通りに持ち直してくるかどうか、景気の先行きを判断するうえで最大のポイントとなる。

外国為替市場では、昨年11月の衆議院の解散決定後、円安の流れが続いている。円安は輸出企業の円建ての売上高を膨らませるほか、輸出企業が外貨建ての販売価格を値下げする余地が出てくるため、将来的には輸出数量の増加につながると期待される。ただし、円安が輸出数量に効果を及ぼすには時間がかかる。このため、当面は海外の需要動向がより重要である。このため、米国、中国などで景気の持ち直しの動きが強まりつつあることは、輸出にとって心強い材料であるといえよう。

(小林 真一郎)

3．今月のトピック：消費者物価が2%上昇することは可能なのか？

デフレから脱却するために、安倍政権は日本銀行に対して2%のインフレターゲットの導入と、それを達成するための大胆な金融緩和を要請してきた。ターゲットの導入と金融緩和で物価が上がるかどうかについては様々な意見があり、統一された見解があるわけではない。また、物価がどうやって上昇していくのか、その道筋も不明確である。ただし、マネーを大量に供給すると同時に、もしくは2%のインフレターゲットの導入を宣言すると即座に物価が上昇するわけではない。仮に物価が上昇するとしても、何らかのステップを経て変動していくはずである。

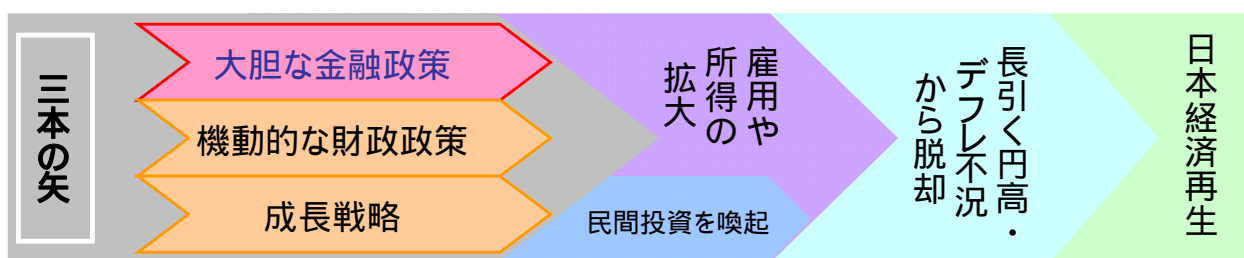
そこで今回は、物価（主にターゲットとなっている消費者物価）の最近の動向と、物価が上昇するとすれば、実際にどのような過程を経るのかを考えることによって、物価の上昇が可能なのか検討してみた。

（1）デフレ脱却のロジック～アベノミクスを目指すものは何か

まずは、安倍政権が主張する「2%のインフレターゲット導入と大胆な金融緩和によるデフレ脱却」について、どのようなロジックで達成されると期待されているのかについてまとめておこう。

アベノミクスと呼ばれる安倍政権の経済政策では、①大胆な金融政策（2%のターゲット導入を含む）、②機動的な財政政策、③民間投資を喚起する成長戦略、を三つの柱として掲げている（図表1）。

図表1．アベノミクスの概要



（出所）政府「緊急経済対策」、各種報道などを参考に三菱UFJリサーチ&コンサルティング作成

このうち金融政策においては、政府と日本銀行との間でアコード（政策協定）が結ばれた上で、日本銀行が国債などを中心に資産買入等の基金を増額していくことになると考えられる。同時に、日銀が財政赤字の穴埋め（財政ファイナンス）をしていると懸念されないように、アコードにおいて政府は財政再建に取り組む姿勢を示す見込みである。

ただし、こうした金融市場へのマネーの供給だけでは物価への影響が不十分であることは、2001年3月～2006年3月まで導入された量的緩和政策で明らかになっている。そこで、政府による財政政策と成長戦略の策定も加えた「三本の矢」でもって、経済の再生を進め

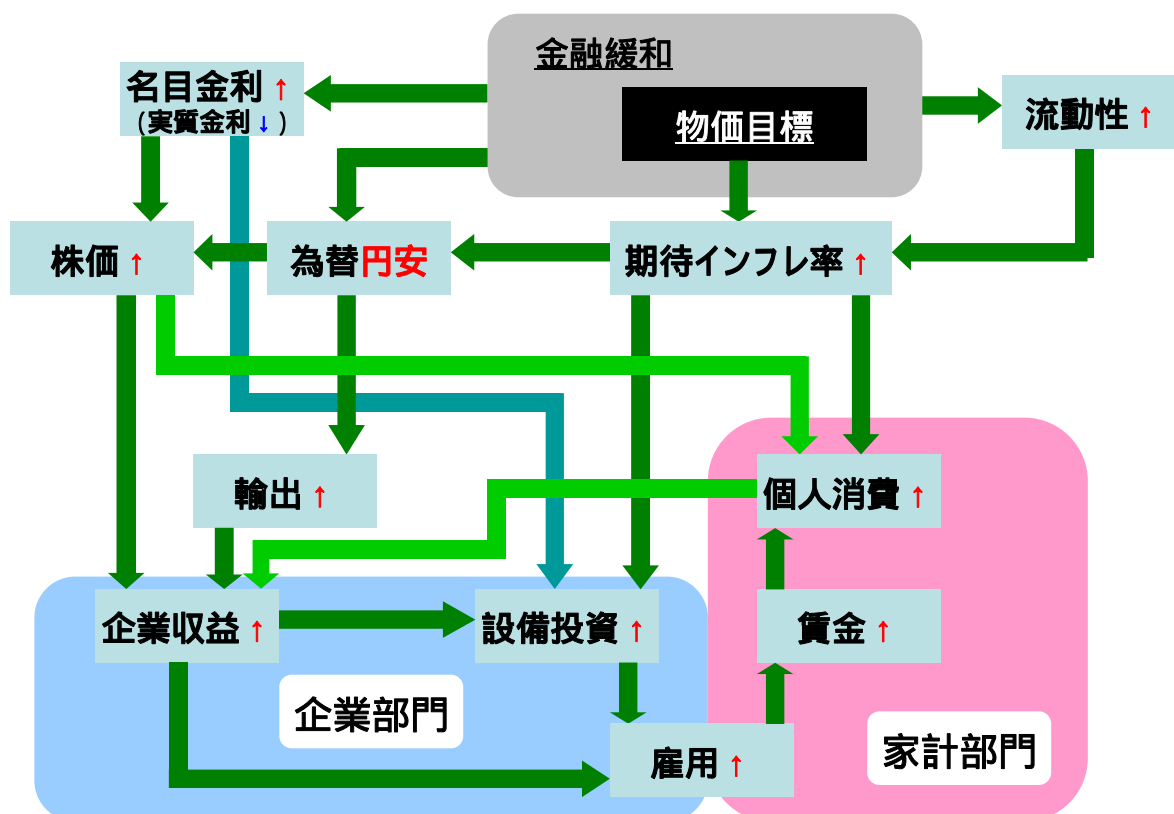
ていこうという構想である。財政政策については、総額 13.1 兆円、事業規模で 20.2 兆円の 2012 年度補正予算が 1 月 15 日に閣議決定されており、2 月中旬にも成立する見通しである。また、成長戦略については、今後、経済財政諮問会議や日本経済再生本部で検討されることになるが、安倍首相は中長期の経済財政運営の基本方針を定める「骨太の方針」を今年 6 月までにまとめる考えを示している。

ところで、インフレターゲットの導入を主張し、大胆な金融緩和を求める意見では、具体的にどういう道筋でデフレから脱却できると考えているのだろうか。様々な意見がある中で、それらを総合すると、概ね以下の通りの過程を経ることと説明されている(図表 2)。

まず、日本銀行がインフレターゲットを 2% と明確に定め、これを中期的に達成する責任を負うことを宣言する。そうしたうえで、あらゆる資産の買い取りを含む大胆な金融緩和を行えば、物価(具体的には消費者物価指数であると考えられる)が上昇していくという期待感が高まってくる。いわゆる期待インフレ率が上昇する状態である。このインフレ期待が高まることで、この手法の成否の鍵を握ると考えられる。

同時に、大胆な金融緩和は、流動性の増加を通じて円安をもたらし、これを受けて輸出拡大の期待感から輸出企業を中心に株価が上昇することになる。実際のところ、昨年 11 月以降の円安、株高は大胆な金融緩和の実施を織り込む形で進んできたものである。さらにこの先、期待インフレ率が高まれば通貨価値の下落につながるため、円安を進行させるという作用もある。

図表 2 . 大胆な金融緩和によるデフレ脱却の道筋



(出所) 三菱UFJリサーチ&コンサルティング作成

なお、実際に円安が進めば輸入物価の上昇を通じて物価を上昇させるが、この点についてはデフレ脱却とは意味合いが異なると考えられているためか、円安の物価押し上げ効果を主張する意見はみられない。

期待インフレ率が上昇すると、その効果は家計と企業の両部門に及ぶ。

まずは家計部門の動きについて考えていこう。物価が上がると消費者が信じると、値上がりする前に物を買っておこうとして、買い惜しみをしなくなる（物価下落が続いている局面では、できるだけ安くなってから買おうという買い控えが発生し、さらなる価格下落を誘発する）。そうすると、物が売れ始めるので、企業の売上高が増加し業績が改善する。企業業績が改善すれば、企業は従業員の賃金やボーナスを増やすことができるようになり、人手不足になれば雇用も増やす可能性がある。こうして雇用・所得環境が実際に好転すると、値上がりする前に買っておこうという雇用者（＝消費者）の消費行動に拍車がかかることになる。もちろん、株価上昇による資産効果も、消費を押し上げる要因となるであろう。

次に企業部門においては、輸出増加と個人消費の拡大によって業績が改善するため、設備投資の拡大を促し、景気を押し上げる要因となる。株価が値上がりし、実質金利の予想値が低下することも設備投資を増やす要因である。企業部門の活動が活発化し、利益も増えてくると雇用、賃金の増加につながる。

こうして景気が上手く回り始めると、期待に過ぎなかった物価上昇が需給の逼迫を受けて上昇し始め、これがさらに消費を増加させ、設備投資を拡大させるというサイクルに入ることになる。

（２）大胆な金融政策に否定的な意見～つきまとう国債暴落の懸念

こうした手法に対しては否定的な意見も根強い。様々な意見があるが、総じてみると、以下の二つの観点による反対意見に集約されよう。

ひとつは、物価を押し上げる効果が、そもそもないというものである。長引くデフレの下で消費者、企業とも物価が上がらないことに慣れており、ターゲットの導入、マネーの供給、公共投資の積み増しでは、インフレ期待を高めることは難しいであろうとの考えである。また、そもそも現在のデフレは安価な輸入品の流入や、生産性向上に伴う結果として発生しているのであって、金融政策ではそうした流れを変えられないという見方もある。

もうひとつは、こうした手法はリスクが高過ぎるとの意見である。期待インフレ率が高まると、債券市場では金利が上昇する（価格は下落する）ことになる。同時に、国債の買い取りを増やしていけば、市場から政府の財政赤字を埋め合わせる財政ファイナンスと受け取られかねず、この場合も金利が上昇する。こうして国債利回りが跳ね上がってしまうと、利払いコストが膨らみ、財政健全化がいつそう厳しくなるため、これがさらに金利の上昇を促すことになる。「企業や消費者は物価が上昇すると信じるが、金融市場は信じない」と考えるのは、確かに虫が良すぎる発想である。ひとたび財政規律への不信感が高まると、政府が財政再建を進めると宣言しても、金利の上昇が止まらなくなる可能性があり、金融市場の混乱や金融機関のバランスシートが毀損されるという危険も高まってくるであろう。

さらに、ハイパーインフレやバブル発生リスクを懸念する意見もある。物価上昇に火がつけば、信用力を失った日本銀行ではこれを止めることは難しく、景気が悪化する中で物価が上昇していくスタグフレーションの状態に陥る懸念が指摘されている。

(3) 消費者物価が2%も上昇する経済環境とは？

インフレ期待が先行して高まっても、いつまでたっても実際の物価が上昇しなければ、大胆な金融緩和、2%のインフレターゲットの目指すものは、道半ばで頓挫することになる。それでは、物価が上昇するとすれば、具体的にどのような過程を経ると考えられるのだろうか。

財別にみた消費者物価の動き

まずは、物価の動きを確認しておこう。図表3は、消費者物価のうち、「総合」、「生鮮食品を除いた総合（いわゆるコア）」、「酒類以外の食料とエネルギーを除いた総合（いわゆるコア・コア）」の1980年以降の推移をみたものである。日本銀行が経済・物価情勢の展望（展望レポート）で具体的な見通しの数字を示しているのは、これらのうち「生鮮食品を除いた総合」である。もっとも、図表3からもわかるように、中長期的にみると総合との乖離は小さく、今回のターゲット導入を巡る議論の中でも、どちらの指標を対象とするのかはあいまいな状況である。また、「酒類以外の食料とエネルギーを除いた総合」では、原油価格などの国際商品市況や為替相場が急変動したときには、一時的に総合から大きく乖離する性格がある。

インフレ期待といったときに、企業や消費者が、いちいち生鮮食品やエネルギーを除いた物価を想定するとは考えづらい。このため、以下では物価という場合には消費者物価の「総合」を指すこととして議論を進めていく。

図表3．消費者物価の中長期的な推移



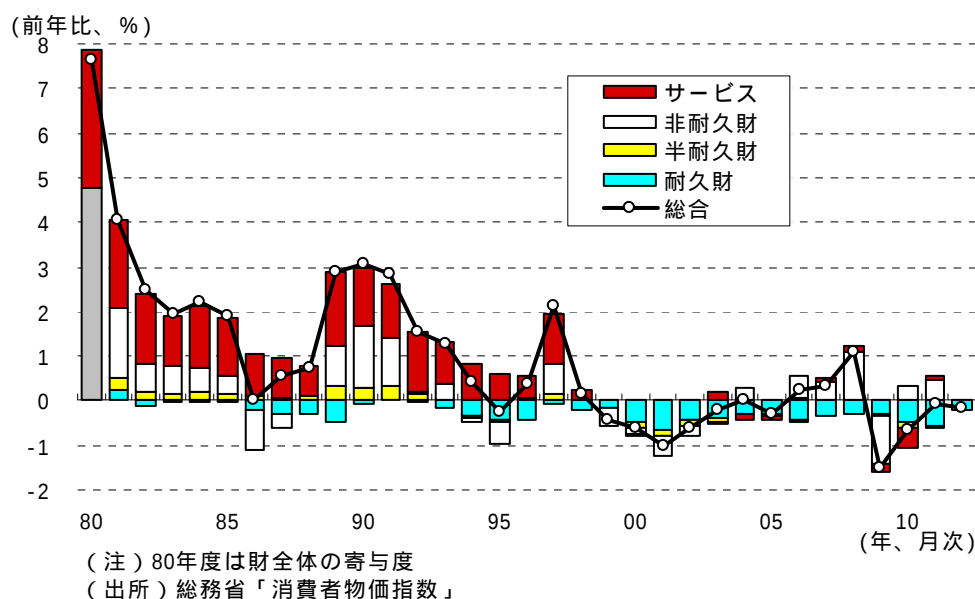
過去からの推移をみると、第二次オイルショックの影響を強く受けた 80 年代初めの時期を除くと、消費者物価が 2% を越えて推移した局面は 4 度ある。このうち 1997 年の上昇は消費税率の引き上げによるものであるため、実質的には 3 回ということになる。そう考えると、消費者物価が 2% に達するというのは相当高いハードルであることがわかる。海外諸国の状況はともかくとして、最近の日本の実績だけで考えた場合、2% の物価はマイルドな上昇とは言いづらい伸びである。

消費者物価の伸び率に対する寄与度の内訳を財別にみたのが図表 4 である。これによると、大きなポイントが 2 つ指摘できる。ひとつは、物価が上昇している局面では、上昇に寄与しているのがサービスと非耐久財であるという点である。上昇していたこれらの価格が 1990 年代半ば以降に下落、ないしは伸びが急縮小したことが、全体の物価の下落要因となってきたのである。

もうひとつは、耐久財は過去のいずれのタイミングでも下落し、半耐久財（被服、鍋などの台所用品、食器類、靴、かばんといった身の回り品）は小幅上昇にとどまっているか、下落しているという点である。

特に耐久財は、他の価格が上昇しているバブル期や 1989 年および 1997 年の消費税率の導入、引き上げ時でさえ伸び率はマイナスである。これは、物価変動に品質面での向上分も加味する、いわゆるヘドニック法を採用しているということも一因にはなっているが、採用されているのがパソコンとカメラだけなので全体への影響は軽微である。この背景には、先述したように、景気の動向とは関係なく、逆輸入品も含め海外から安い輸入品が流入したことや、生産性向上に伴って製品を低コストで製造できるようになったことが影響していると考えられる。

図表 4 . 消費者物価上昇率の財別内訳



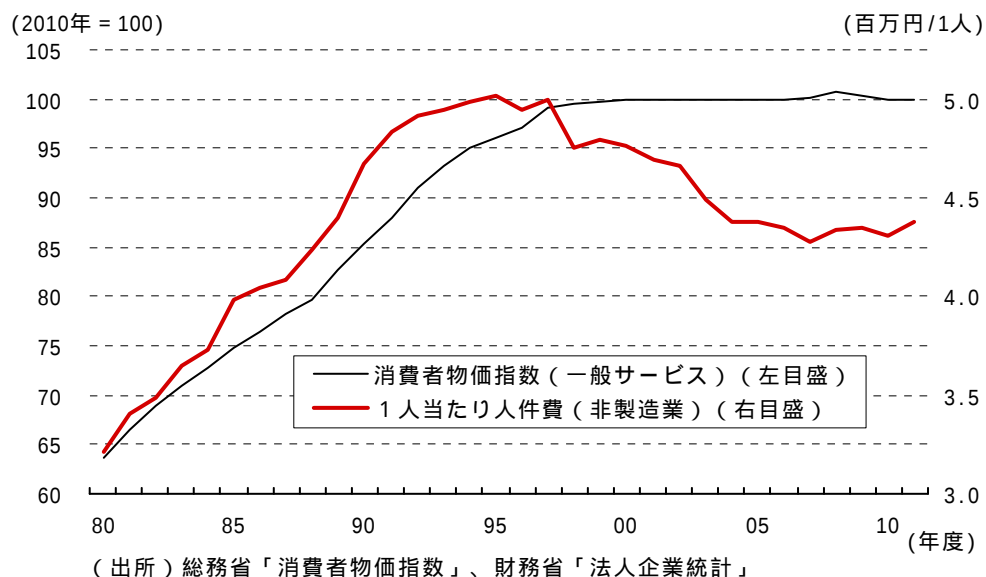
物価上昇のためにはサービスと非耐久財の価格上昇が必要

過去の動向から考えると、耐久財と半耐久財の価格を上げることは、実際には相当困難な作業であると予想される。消費者の購買意欲が高まって、同一カテゴリーの製品のうち、より付加価値の高い製品の販売シェアが増えることになっても、「同等のものを購入した場合に、必要な費用がどのように変動したかを計測する目的」で作成されている消費者物価は上昇しない。このため、物価を上げるために頼れるのは、サービスと非耐久財ということになる。

サービスの価格については、人件費との関係が深い。これは、サービス業ではコストに占める人件費の割合が高いため、人件費を低く抑えることができれば低価格でサービスを提供できるし、逆に低価格でサービスを提供するために人件費を抑制しなければいけないという関係があるためだ。もちろん、人件費以外のコストもあるため、必ずしも一致した動きとなるわけではないが、図表5にある通り、1990年代半ば以降にサービス業の人件費が減少に転じた後は、消費者物価における一般サービス価格はほぼ横ばいで推移しているように強く影響を受けている。

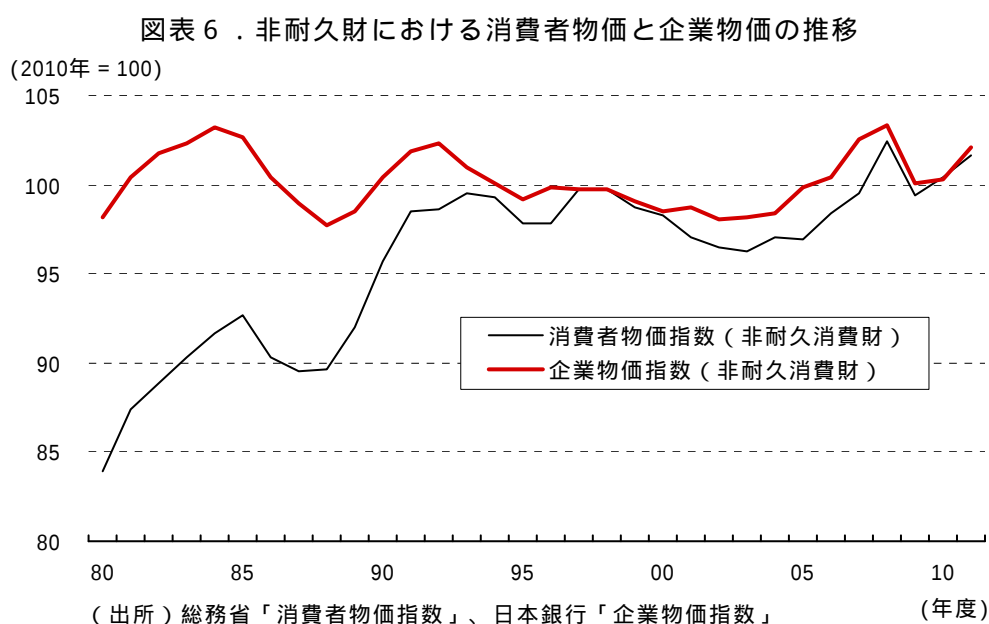
それでは、どうすればサービス価格は上昇するのだろうか。サービスへの支出は、貯蔵できないという性格上、消費財と違って期待インフレ率が上昇しても大きく増加することは期待できない。このため、サービス価格が上昇している局面とは、人件費が上昇して、企業がそれを販売価格に転嫁せざるをえなくなった状況か、家計の所得の増加を受けて（もしくは増加するとの期待感から）サービスの購入頻度が増えてきた場合であろう。すなわち、賃金が増えるか、増えることが期待される状況になれば、サービス価格にも次第に上昇圧力がかけてくると考えられる。

図表5．サービス価格と人件費の関係



次に、非耐久消費財については、川上の価格である企業物価の動向と関係が深いという特徴がある。企業物価指数は生産者段階における出荷時の価格であり、これに流通コストや販売マージンが加味されて販売価格が決まるが、出荷時の価格が最終需要段階においても大きく影響するためである。

図表6は非耐久財における消費者物価と企業物価の推移を比較したものであるが、特に1990年代半ば以降は連動性が高いことがわかる。これは物流コスト、人件費などのサービス価格が上昇していた1990年代半ばまでは、販売価格へコストの価格転嫁が進んだが、サービス価格の安定とともにコストの価格転嫁幅が小さくなったためと考えられる。

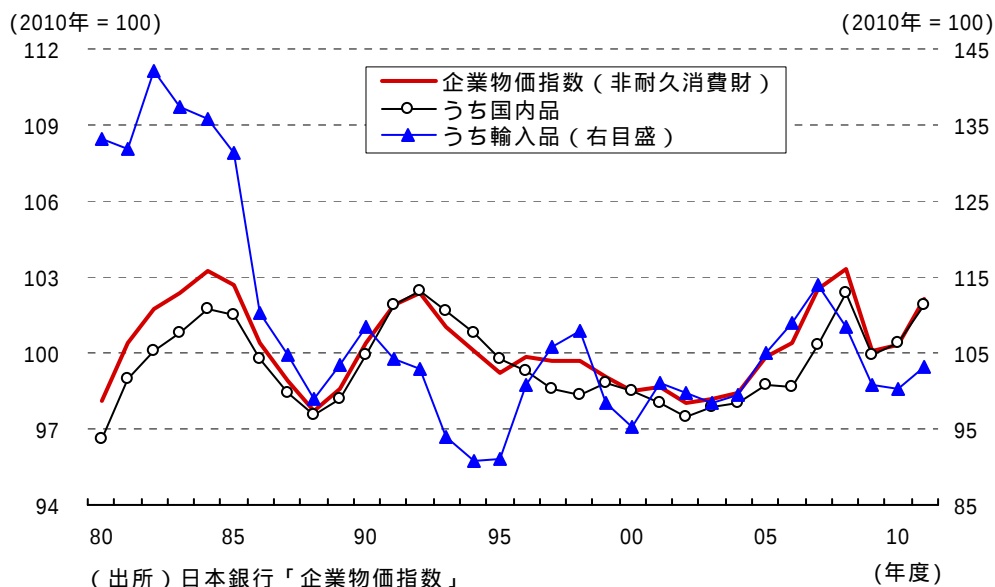


非耐久消費財には、主として食品、電気代、ガス代、ガソリンなどエネルギー関連、洗剤などの家事用消耗品、医薬品、文房具、化粧品が含まれている。このうち一部の製品は海外からの輸入品であり、国際商品市況や為替相場の影響を強く受けるが、実際には国内で生産される製品のシェアが大きいため、国内で製造された製品で全体の価格の変動は概ね説明できる（図表7）。

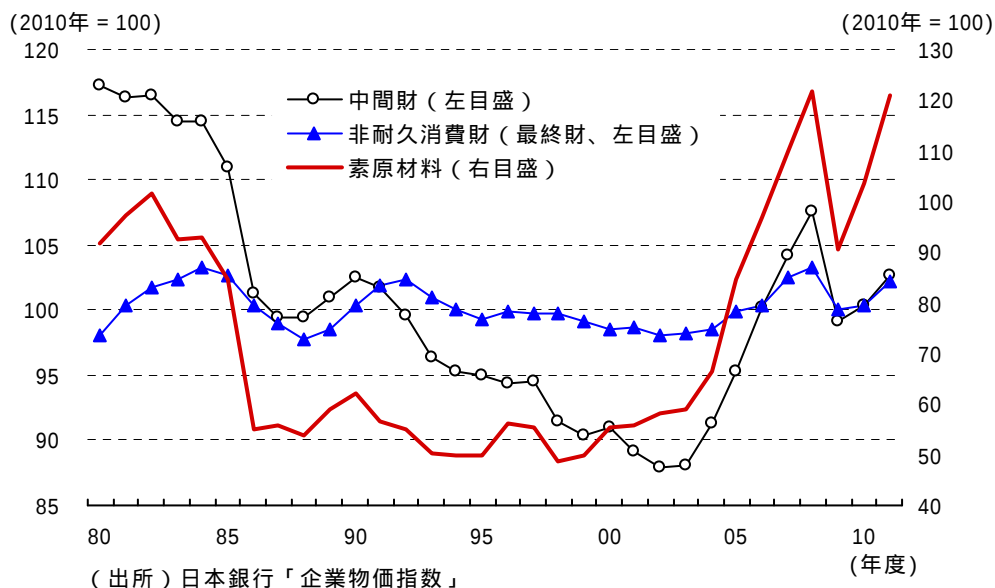
このため、非耐久消費財の価格が上昇するためには、製造業が国内で生産した製品を出荷段階で値上げをできるかによるところが大きい。しかし、企業が投入価格の上昇を販売価格に転嫁することはなかなか難しく、このため企業の交易条件は悪化し、限界利益率の低下を通じて利益を圧迫する要因になってきた。図表8は企業物価指数における需要段階別の物価の推移をみたものである。素原材料価格や中間財価格が安定していた1980年代半ばから1990年代は非耐久消費財価格も安定し、結果として消費者物価における非耐久消費財の安定に寄与してきた。しかし、2000年代に入って国際商品市況が急騰する中において、企業物価における非耐久消費財の価格は小幅の上昇にとどまっている（しかも、上昇幅の

大部分がガソリン、灯油などのエネルギー価格の寄与による）。

図表 7 . 企業物価指数（非耐久消費財）の内訳



図表 8 . 需要段階別の企業物価指数の推移



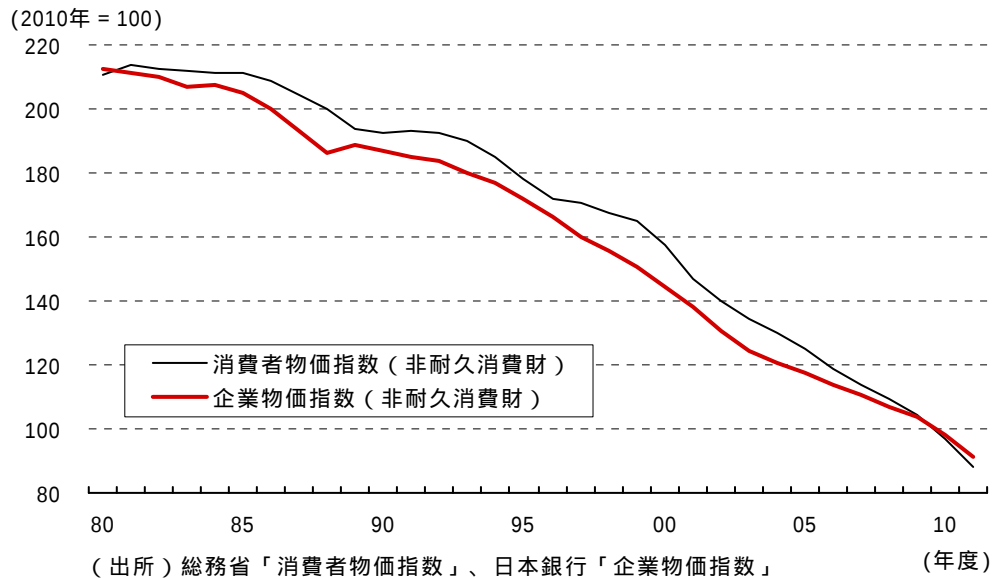
問題は、実際に投入価格が上がっても販売価格に転嫁できなかった状況にあった中で、期待インフレ率が上がる（仕入れ価格が上がると予想される）ことを受けて、企業が先んじてこれを販売価格に転嫁することができるかということである。

なお、耐久消費財については、すでに企業の出荷価格の段階から価格の下落傾向が続いている（図表 9）。耐久消費財においては、今後も輸入浸透度の上昇が続くと予想され、期待インフレ率には無関係に、下落傾向が続く可能性がある。

これまで述べてきたように、期待インフレ率の上昇を起点として物価が上昇していくの

であっても、実際には何らかの段階を経て上昇していくはずであり、それはサービスと非耐久消費財の上昇を通じてであろう。しかし、後述する通り、期待インフレ率が高まっただけで、企業が賃金を引き上げ、販売価格を引き上げることは現実には難しいと思われる。

図表 9 . 消費者物価指数と企業物価指数（耐久財）



(4) 上昇が期待される項目は何か？

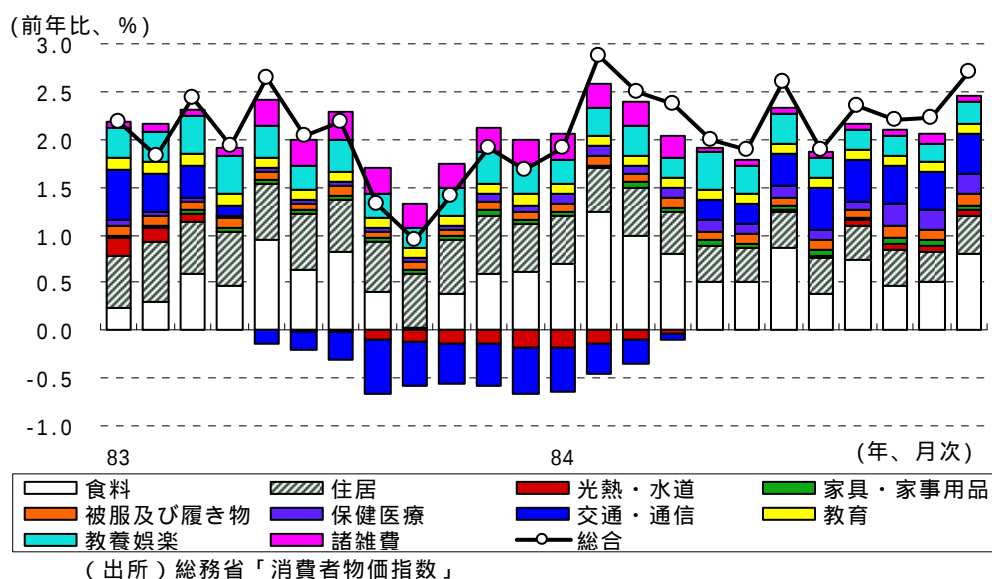
過去3回の物価上昇局面での特徴

物価が上昇するのであれば、それはサービスと非耐久消費財であろうと想定されるが、もう少し具体的には、どのような製品、サービスの価格が上昇すると考えられるのだろうか。まず、消費者物価が2%を越えた過去3回の局面の物価動向をみてみよう。

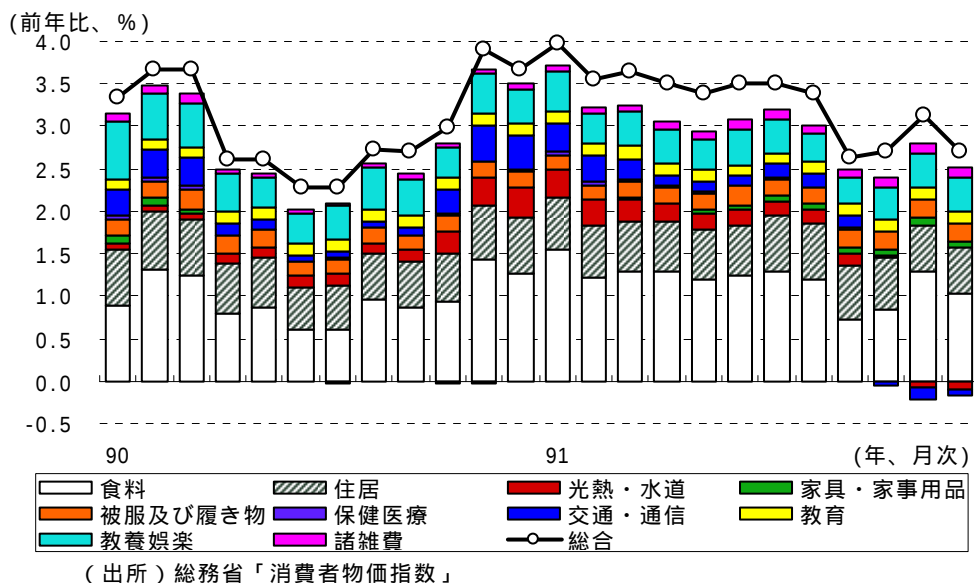
図表10は、1983年～1984年の消費者物価を10大品目の寄与度で分解したものである。これによると、上昇率への寄与度が高いのが食料と住居（主に家賃）であることがわかる。その他、教養娯楽の寄与度も比較的大きいが、これは教養娯楽サービス（宿泊料、月謝、入場料など）の上昇によるものである（他に教養娯楽耐久財があるが、こちらは下落基調が続いている）。教養娯楽サービスの上昇は、人件費の上昇を反映したものと考えられ、この時期には、教育、保健医療などともに、年度初めに定期的に料金改訂が行われ、毎年度定期的に価格が引き上げられている。なお、1983年度の諸雑費の上昇はタバコの値上げによるもの、1984年度の交通・通信の上昇は自動車価格の値上げによるものである。なお、第二次オイルショック時の原油価格急騰後の時期であり、電気代、ガソリン価格の値上がりはすでに一巡していた。

次に、1990年～1991年をみると、物価の押し上げ要因として大きいのは、やはり食料と住居である（図表11）。次いで、教養娯楽も教養娯楽サービスの上昇によって押し上げられている。また、この時期は円安が進んだうえ、90年8月に湾岸戦争が発生したことなどから原油価格が急騰し、光熱・水道（電気代、ガス代など）、交通・通信（ガソリン価格）におけるエネルギー価格が急上昇している。

図表10．消費者物価の内訳（1983年～1984年）



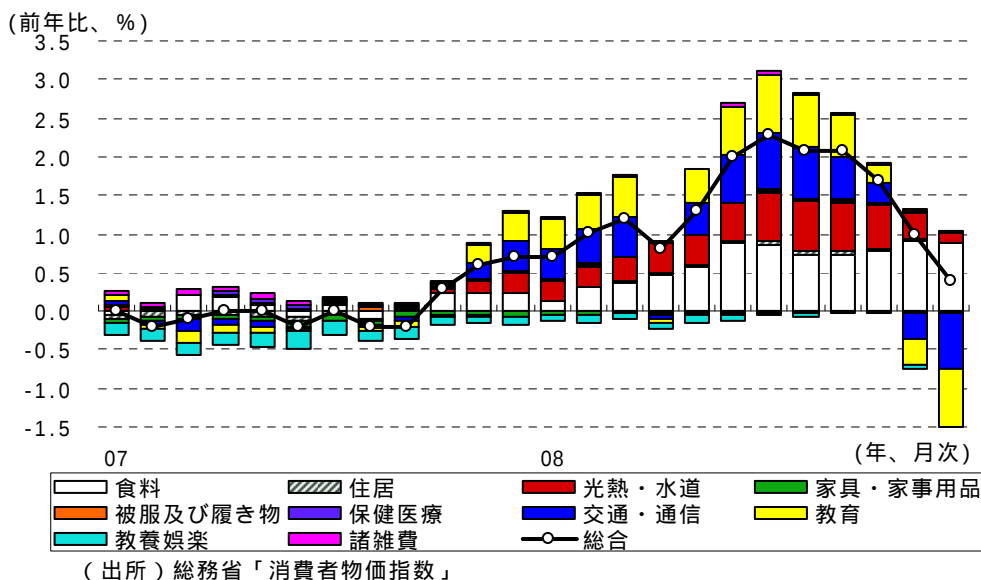
図表 11．消費者物価の内訳（1990 年～1991 年）



最後の 2007 年～2008 年については、物価の上昇は一時的な現象にとどまっている。前 2 回の局面とは異なり住居はほとんど変化しておらず、教養娯楽サービスもサーチャージの高騰によるバック旅行代の上昇を除けば大きな変動は無かった。このように、サービス価格が安定する中で、国際商品市況の高騰の影響で財の価格が上昇した。具体的には、食料は小麦やトウモロコシなど、光熱・水道は電気代、ガス代など、交通・通信はガソリン代の値上がりによるところが大きい。また、教育の上昇は授業料の値上げによるものである。その後、2008 年 9 月にリーマン・ショックが発生したため国際商品市況が急落し、2009 年の物価は大幅な下落に転じている。

なお、日本銀行は 2006 年 3 月に量的緩和を解除した後、2006 年 7 月および 2007 年 3 月にそれぞれ 0.25% ずつ無担保コール金利（翌日物）の誘導目標水準を引き上げている。

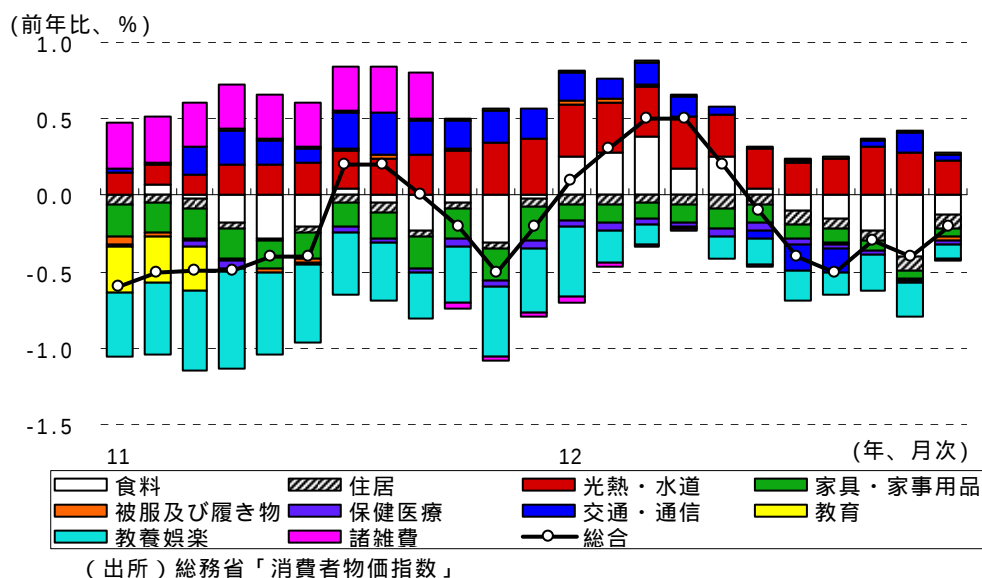
図表 12．消費者物価の内訳（2007 年～2008 年）



最近の消費者物価の動向

一方、足元の消費者物価の動向をみると、ほぼゼロ近辺で安定して推移している（図表 13）。上昇要因となっているのが、光熱・水道における電気代、ガス代、交通・通信におけるガソリン代などのエネルギー価格であり、それ以外はゼロ近傍かマイナスで推移している。過去の物価上昇局面では、食料、住居、教養娯楽サービスといった価格が着実に上昇する中で、国際商品市況の騰落の影響が加わるという状況であった。今後も、インフレ期待の高まりをきっかけに物価が上昇していくとすれば、今はマイナス圏内にある食料、住居、教養娯楽サービスが主導していくことになりやすいと予想される。

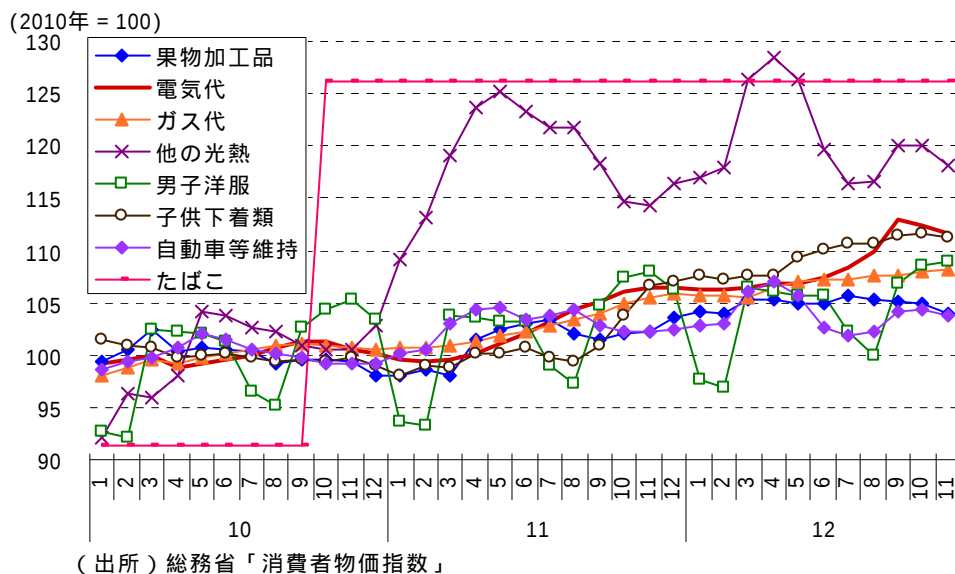
図表 13．消費者物価の内訳（2011 年～2012 年）



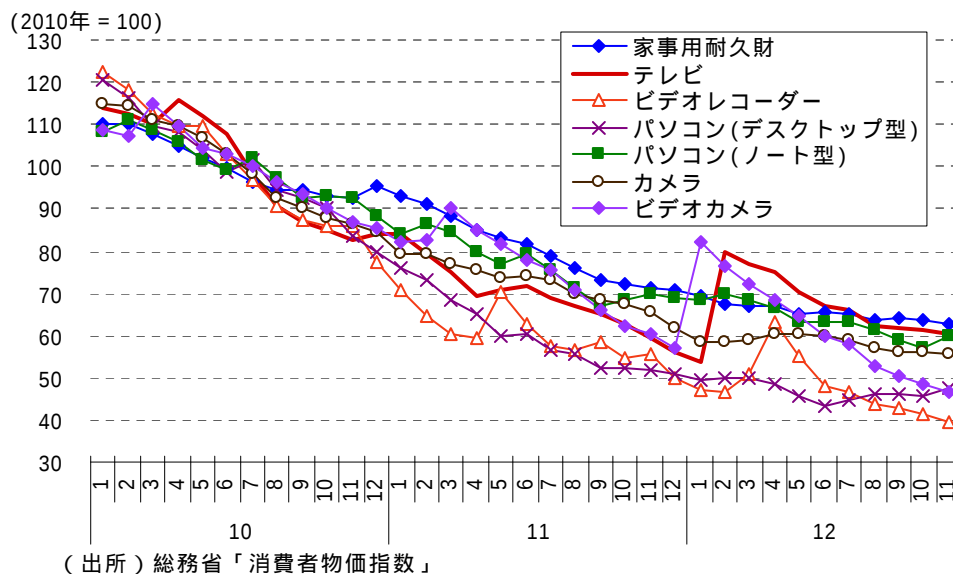
なお、このところ値上がりしている主要項目をみたのが図表 14 である。これによると、ガソリン（自動車維持費の大部分を占める）、電気代、他の光熱（灯油）などのエネルギー価格が、上下に振れながらも上昇を続けている。円安が進み、原発の再稼働の目途が立っていない状況では、エネルギー価格についてはさらに上昇するという期待が高まる可能性がある。

一方、下落している主要項目では、デジタル家電が大部分を占めている（図表 15）。3 年間のうちに値段が半分以下まで下がっているものもあり、こうした製品については価格が上昇するとの期待は高まりそうにない。

図表 14．主要な価格上昇品目



図表 15．主要な価格下落品目



（５）物価目標が無視される可能性も

以上見てきたように、過去の実績に照らし合わせても 2%の消費者物価のハードルは高く、足元の物価の状況も、一見した限りでは上昇しそうな気配はない。それでも、インフレ期待が高まれば、先述したロジックに基づいて実際の物価が上昇する可能性は否定できない。問題なのは、インフレ期待が本当に高まるのかという点である。

まず、企業についてはどうだろうか。仮にインフレ期待が高まったとしても、先々のコスト上昇を見越して販売価格を引き上げるという経営判断は考えづらい。ましてや、先行して賃金を引き上げたり、設備投資を行なうことはないだろう。

次に、消費者の場合はどうだろうか。インフレ期待が高まったと想定して、何が起こるか考えてみよう。消費者は必要なものは買い控えしなくなるので、一部の製品は売れるだろう。いずれ賃金も上がると信じるなら、企業が販売価格を多少引き上げても売れる可能性がある。しかし、賃金が上がらないと思うなら、必要なものを買ってしまえば、今度は将来の物価上昇に備えて貯蓄を始める可能性がある。期待インフレ率の上昇と同時に、期待実質可処分所得も減少するためである（名目金利の上昇によって、将来の所得の現在価値が減少すると捉えることもできる）。こうして消費者が生活防衛に走ると消費活動が鈍り、いったん高まったインフレ期待がしぼんでしまう可能性がある。こうなると販売不振を背景に再び価格に下落圧力がかかり、企業業績は悪化することになる。これでは全くの逆効果である。

それでは、どういう状態になれば物価が上がるのだろうか。それは、消費者の立場からは、インフレ期待が高まると同時に、賃金も上昇するとの期待が高まっている状態になったときであり、企業の立場からは、販売価格の引き上げと賃金の引き上げが可能な状態になったときであろう。言い換えれば、販売価格（消費者物価）と賃金がバランスよく上昇している局面であり、消費者物価が 2%に達成しているかどうかはそれほど問題ではない。

しかし、先行して賃金を引き上げる企業は少ないだろう。そう考えると、販売価格と賃金がバランスよく上昇する時期が来るのは、企業が賃金を引き上げられるほど十分に業績が改善したときまで待たなければならない。それが実現することは、しばらくは難しいであろう。

最後に、より現実的な観点から述べると、大胆な金融緩和と 2%のインフレターゲット導入よりも確実に期待インフレ率を高める方法がある。それは消費税率を引き上げることである（ただし、対象は消費者に限定される）。おそらく、来年度の半ば以降は 2014 年 4 月からの消費税率の引き上げを控えてインフレ期待が高まり、耐久消費財を中心に駆け込み需要が発生すると考えられる。その後も、2 回目の引き上げが予定されており、2015 年 10 月まではインフレ期待は持続する可能性がある。

消費税率引き上げ前の駆け込みで確実に需要を先食いしてしまえば、その後インフレ期待が高まっても、もはや消費者は消費を増やそうとしない可能性がある。それどころか、

消費者の関心は目先の消費税率引き上げ時の物価上昇に集まり、日本銀行の決意は無視されてしまう可能性さえあるだろう。

(小林 真一郎)

- ご利用に際して -

- 本資料は、信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一した見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所：三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要です。当社までご連絡下さい。