

SCBSHINKIN
CENTRAL
BANK

内外経済・金融動向

No. 26 - 2

(2014.10.22)



信金中央金庫

SCB 地域・中小企業研究所

〒103-0028 東京都中央区八重洲 1-3-7

TEL. 03-5202-7671 FAX. 03-3278-7048

URL <http://www.scbri.jp>

消費税増税後の物価動向と今後の金融政策

～ 明確なデフレ脱却にはなお時間を要する見通し～

視点

日本経済は、安倍政権が打ち出した経済政策、通称「アベノミクス」の効果によって着実な回復軌道をたどってきた。政府と連携して日銀が大胆な金融緩和政策を実行していることも加わって、デフレからの脱却も視野に入ってきている。もっとも、昨年来の物価上昇は、アベノミクス政策を好感した円安・株高や消費税増税前の駆け込み需要によって景気が実力以上に押し上げられたことが影響している。実際、今年4月から消費税率が引き上げられたことで景気回復の動きは一服し、消費者物価の上昇率は鈍ってきている。今後の景気回復テンポも緩やかにとどまると見込まれるなか、明確なデフレ脱却が実現するかどうかが目玉されている。また、今後の金融政策を占ううえでも、物価動向を巡る動きがカギを握る。そこで、本稿では消費者物価が上昇に転じた背景と足元の動向を様々な角度から分析し、デフレ脱却に向けた道筋と今後の金融政策を展望していく。

要旨

- コア消費者物価は13年6月以降、前年比プラスが続いている。明確なプラスが一定期間続いたのは、原油価格が急騰した08年を除くと、90年代後半以来のことである。
- アベノミクス効果で景気が上向いたことが物価上昇の主因であるが、デフレ脱却を目指して大胆な金融政策を打ち出した日銀の姿勢も人々のインフレ期待を高める要因になった。
- ただ、昨年度の物価上昇は、アベノミクス政策を好感した株高効果や消費税増税前の駆け込み需要といった一時的な消費の上振れによってもたらされた側面も小さくなかった。
- 14年度に入ってから消費者物価は、消費税率引上げの影響で3%を超える上昇率を記録したが、増税の影響を除くと上昇テンポは夏頃から鈍化している。
- 物価の押し上げ要因となっていたエネルギー価格の上昇が一服し、増税後の販売が振るわない耐久財の物価が弱含みに転じたことが、物価上昇率が鈍化している原因である。
- デフレ脱却に向けた政府・日銀の姿勢に変化はなく、人々のインフレ期待は維持されている。足元の物価上昇テンポが鈍化しているとはいえ、デフレに逆戻りするリスクは小さい。
- 日銀は、15年度を中心とする期間に消費者物価上昇率が「物価安定の目標」である2%に達すると予測しているが、目標達成に向けたハードルは高い。このところの景気も日銀の想定を下回っており、今年度中には物価見通しの修正とともに追加金融緩和を迫られよう。

キーワード

デフレ脱却、消費者物価、インフレ期待、物価目標、量的・質的金融緩和

目次

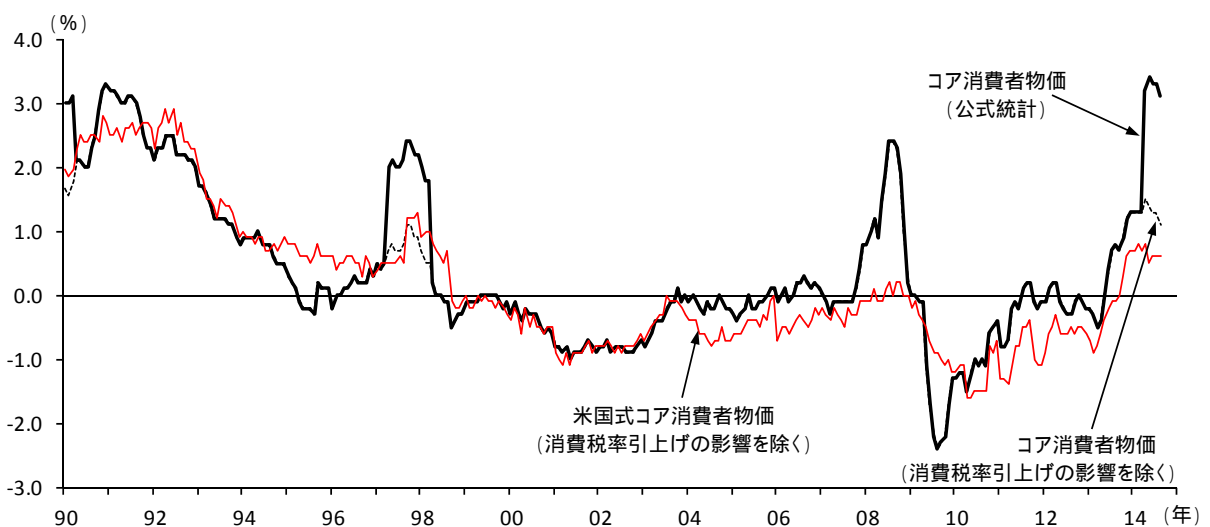
1. デフレ脱却に向けた動きが広がる
 - (1) 消費者物価は90年代後半以来の明確なプラスに
 - (2) 個人消費の好調が物価のプラス転換に寄与
 - (3) インフレ期待の広がりもデフレ脱却を後押し
2. デフレ脱却の動きを維持するもその勢いは鈍化
 - (1) エネルギー価格の上昇一服で物価上昇ペースは鈍化傾向
 - (2) 耐久財の物価は弱含みの動きに転じる
 - (3) 原材料など川上の物価上昇は一服
3. 今後の物価見通しと金融政策
 - (1) 物価安定の目標達成にはなお時間を要する見通し
 - (2) 物価見通しの下方修正で日銀は追加金融緩和へ

1. デフレ脱却に向けた動きが広がる

(1) 消費者物価は90年代後半以来の明確なプラスに

安倍政権が打ち出した「アベノミクス」政策を背景に景気が上向いたことに加え、日銀が推進する「量的・質的金融緩和」の効果で、日本経済の長期停滞の原因の一つとされるデフレからの脱却が視野に入ってきている。代表的な物価統計であるコア消費者物価の動きをみると、13年6月以降、前年比プラスが続いている。明確なプラスが一定期間続いたのは、原油や穀物など国際商品市況の高騰の影響を受けた08年を除くと、96年後半から98年前半以来のことである(図表1)。さらに、前年比で1%を超える上昇が続いたのは、93年以来約20年ぶりである(97年度は消費税率引上げの影響を除くとおおむね1%弱の上昇)。国内需給に起因する物価動向を示す食料・エネルギーを除

(図表1) 消費者物価の前年比

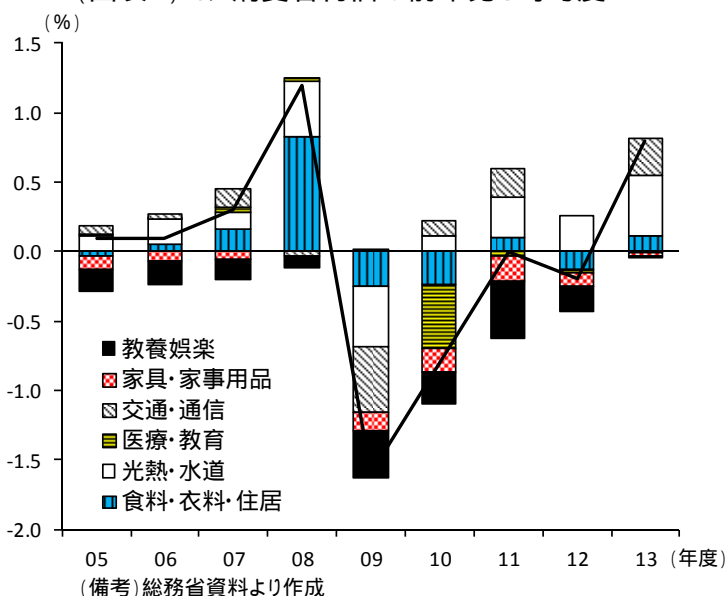


(備考) 1. コア消費者物価は生鮮食品を除く総合指数。米国式コア消費者物価は食料・エネルギーを除く総合指数
 2. 総務省資料、消費税率引上げの影響を除く指数の前年比は信金中金 地域・中小企業研究所が作成

く指数（米国式コア指数）をみても、13年10月から前年比プラスとなっている。同指数が安定してプラスで推移していたのも98年半ば頃までであり、足元では約15年ぶりの安定したプラス圏にある。消費者物価指数からみるとデフレからの脱却は着実に進んでいるといえる。

13年度のコア消費者物価が上昇に転じた要因として、原油価格の上昇に伴う電力料金やガソリンの値上がりや、パソコンやテレビ、冷蔵庫や洗濯機など、これまで値下がりが常態化していた多くの品目が上昇に転じた影響も大きい。13年度のコア消費者物価上昇率を品目別の寄与度に分解してみると、電力・ガス料金の上昇による押し上げ寄与度が0.4%ポイントと大きい。テレビやパソコンを含む教養娯楽の寄与度が、11年度のマイナス0.4%ポイントから12年度にはマイナス0.2%ポイント、13年度にはゼロまで縮小している。恒常的に押し下げ要因となっていた家具・家事用品（電気冷蔵庫など家電製品を含む）の寄与度もほぼゼロまで縮小した（図表2）。

（図表2）コア消費者物価の前年比と寄与度



（図表3）消費者物価（中分類）の12～13年度の前年比変化幅ランキング

順位	中分類品目	ウエイト (%)	変化率の差 -	年度平均 騰落率		順位	中分類品目	ウエイト (%)	変化率の差 -	年度平均 騰落率	
				12年度	13年度					12年度	13年度
1	家庭用耐久財	1.2	7.7	-9.6	-2.0	26	菓子類	2.2	0.6	-0.4	0.2
2	教養娯楽用耐久財	1.7	7.2	-8.3	-1.1	27	酒類	1.2	0.6	-1.3	-0.7
3	身の回り用品	0.6	6.2	0.4	6.6	28	外食	5.3	0.5	0.0	0.5
4	野菜・海藻	2.7	5.5	-3.2	2.3	29	飲料	1.4	0.4	-1.5	-1.1
5	他の光熱	0.5	4.6	2.5	7.1	30	履物類	0.5	0.3	-0.5	-0.2
6	魚介類	2.2	3.8	-0.2	3.6	31	被服関連サービス	0.3	0.3	0.2	0.5
7	電気代	3.2	3.4	5.1	8.5	32	ガス代	1.8	0.3	3.2	3.4
8	他の諸雑費	2.0	3.2	0.1	3.3	33	上下水道料	1.6	0.2	0.4	0.6
9	肉類	2.0	2.9	-1.2	1.7	34	理美容サービス	1.2	0.1	-0.1	0.0
10	乳卵類	1.1	2.8	-1.8	1.0	35	たばこ	0.5	0.0	0.0	0.0
11	果物	1.0	2.7	-0.9	1.8	36	授業料等	2.3	-0.0	0.3	0.3
12	自動車等関係費	8.2	2.2	0.7	2.9	37	家賃	18.7	-0.0	-0.4	-0.4
13	油脂・調味料	1.1	2.1	-1.7	0.4	38	保健医療サービス	2.2	-0.1	0.2	0.1
14	家事用消耗品	0.8	1.9	-1.8	0.1	39	交通	2.1	-0.2	0.2	0.0
15	理美容用品	1.4	1.6	-1.0	0.6	40	書籍・他の印刷物	1.4	-0.2	0.4	0.2
16	教養娯楽用品	2.2	1.4	-1.1	0.3	41	設備修繕・維持	2.6	-0.2	0.0	-0.2
17	通信	3.9	1.3	-1.2	0.1	42	他の被服類	0.3	-0.2	-0.6	-0.8
18	教科書・学習参考教材	0.1	1.3	2.5	3.8	43	調理食品	2.8	-0.3	0.4	0.1
19	シャツ・セーター類	0.8	1.3	-0.1	1.2	44	室内装備品	0.2	-0.4	-1.6	-2.0
20	下着類	0.4	1.2	-0.4	0.8	45	家事サービス	0.3	-0.6	0.1	-0.5
21	総合	100.0	1.2	-0.3	0.9	46	保健医療用品・器具	0.8	-0.8	-1.2	-2.0
22	医薬品・健康保持用摂取品	1.3	1.1	-1.8	-0.7	47	和服	0.1	-0.9	0.7	-0.2
23	洋服	1.7	0.7	-0.1	0.6	48	家事雑貨	0.7	-1.2	1.7	0.5
24	補習教育	1.0	0.7	0.3	1.0	49	寝具類	0.2	-1.6	1.3	-0.3
25	教養娯楽サービス	6.1	0.7	-0.8	-0.1	50	穀類	2.2	-3.1	2.0	-1.1

（備考）1．果物、野菜、魚介類は生鮮食品を含む。12年度と13年度の騰落率の差をランキング
2．総務省資料より作成

品目別の動きをより詳細にみたものが図表3である。12年度と13年度の騰落率を比較し、プラス方向への変化が大きい順にランキングしている。生鮮食品を含む野菜や魚介類など食料品の一部が大きく上昇しているが、それを除くと耐久財などモノの値上がりが目立つ。例えば、12年度に大幅に下落していた家庭用耐久財や教養娯楽用耐久財をみると、13年度にはマイナス幅が大きく縮小している。12年度と比較すると、それぞれ7.7%ポイント、7.2%ポイントとマイナス幅が縮小している。また、14位の家事用消耗品や16位の教養娯楽用品、19位のシャツ・セーターといった衣料品はマイナスからプラスに転じている。モノの値下がり歯止めがかかったことが、全体の物価上昇に大きく寄与している。

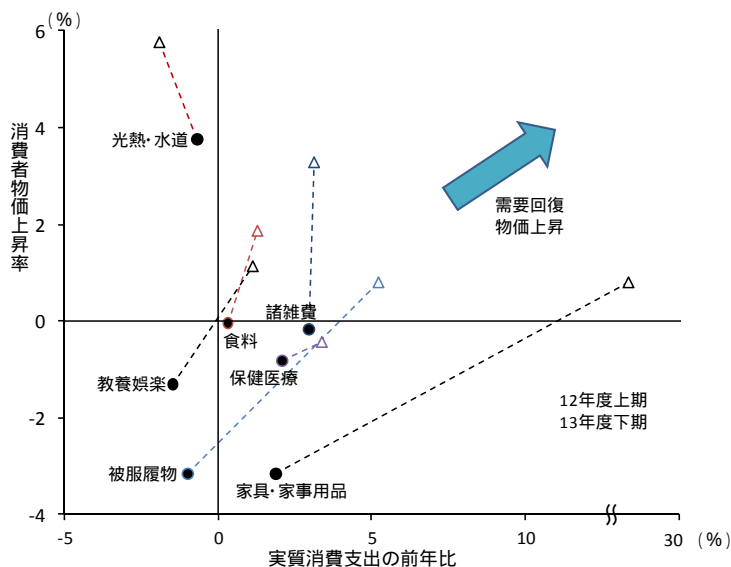
(2) 個人消費の好調が物価のプラス転換に寄与

物価が上昇に転じた背景にあるのが景気の回復である。13年度は、安倍政権が打ち出したアベノミクス政策が寄与し、実質成長率は2.3%と12年度の0.7%から加速した。消費者物価との関連性が高い個人消費は、アベノミクス政策を好感した株高に加え、年度末にかけて消費税増税前の駆け込み需要も加わって好調に推移した。13年度の実質個人消費は前年比2.5%増と高い伸びを示した。個人消費の伸びが2%を超えたのは96年度(2.4%)以来である。

品目別にみても、消費の回復が物価上昇に寄与していることが確認できる(図表4)。アベノミクス効果で景気が上向く前の12年度上期と、景気が好調に推移した13年度下期を比較すると、多くの品目で消費が上向くにつれて、物価も下落から上昇に転じている。なかでも、消費支出の増加率が大きく加速している被服履物や家具・家事用品は、物価の変動幅がプラス方向に大きくなっている。

教養娯楽については、サービスを含むため相対的に変動幅が小さいが、教養娯楽用耐久財に限ると消費支出変動が34%減から38%増と加速し、物価指数は8.0%の下落から2.4%の上昇に転じている(係数が相対的に大きいため、図表中は非表示とした)。

(図表4) 品目別消費者物価と実質消費支出の前年比



(備考) 総務省資料より作成

(3) インフレ期待の広がりもデフレ脱却を後押し

日銀が「物価安定の目標」を掲げ、それを実現するための政策として「量的・質的金融緩和」に踏み切ったこともデフレ脱却に向けた動きを後押ししている。マネタリーベース(日銀券+貨幣+日銀当座預金)を2年で2倍に増やすことを約束した大規模な金

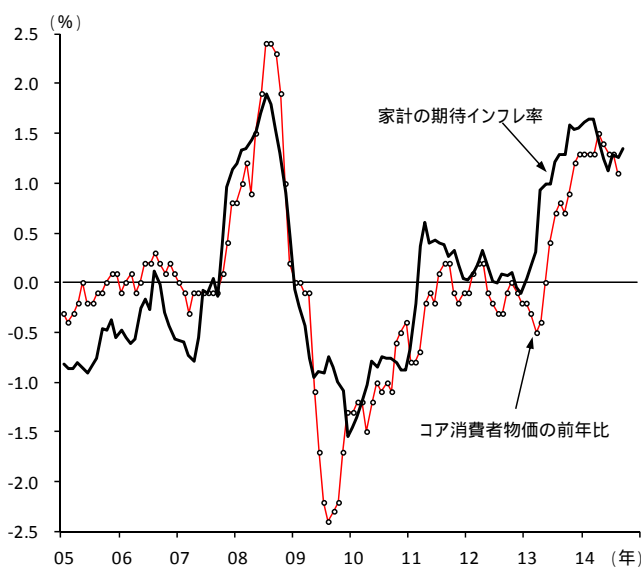
融緩和政策であり、これがデフレ・マインドを後退させ、インフレ期待を高める効果を発揮した。

家計のインフレ期待を内閣府の「消費動向調査」からみてみると、安倍内閣が発足した直後からインフレ期待が高まってきた姿がみてとれる(図表5)。家計の期待インフレ率¹は、消費動向調査の予想物価変動率を回答数の構成比で加重平均したもので、13年入り直後から上昇傾向が定着し、日銀による「量的・質的金融緩和」が始まった13年春以降は一段と上昇している。消費動向調査は、8,400世帯(一般世帯5,712世帯、単身世帯2,688世帯)を対象としたアンケート調査のため、幅を持つてみる必要はあるが、家計のインフレ期待は13年から着実に高まってきているといえる。

需給ギャップと物価変動率の関係をみても、インフレ期待に変化が生じていることがわかる。需給ギャップ²とは、潜在GDP(現存する資本と労働を全て利用した場合に可能となる供給力)に対する実際のGDPとのかい離率として定義され、物価変動圧力を評価する代表的な指標の一つである。

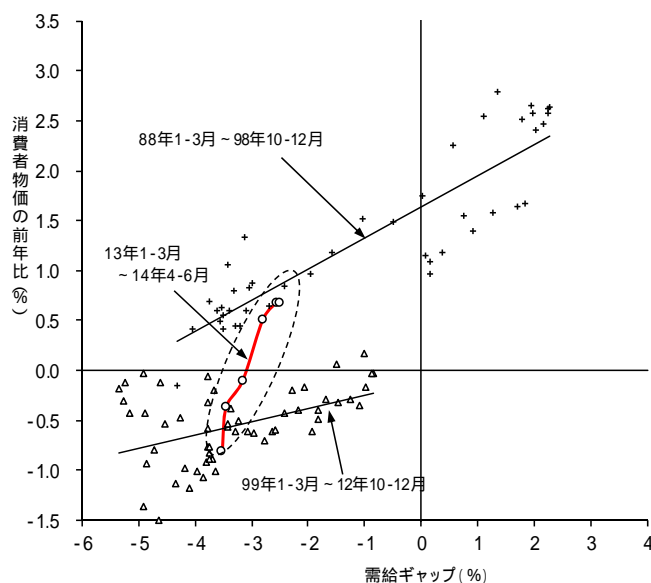
需給ギャップと物価変動率は様々な要因で、その相関関係が変化していくことがある。縦軸を消費者物価上昇率(米国式コア)、横軸を需給ギャップとして、そのトレンドをみると、90年代後半以降、中期的な予想インフレ率の低下とともに傾向線は下方シフトしている(図表6)。これは、需給ギャップの水準が等しく

(図表5) 期待インフレ率と消費者物価上昇率



(備考) 1. 期待インフレ率の算出方法は脚注1を参照
2. 内閣府、総務省資料より作成

(図表6) 消費者物価と需給ギャップの関係



(備考) 1. 需給ギャップは8四半期移動平均
2. 消費者物価は食料・エネルギーを除く(米国式コア)
3. 消費者物価の前年比は消費税率上げの影響を除くベース
4. 内閣府資料などより信金中金 地域・中小企業研究所が推計

¹ 消費動向調査の物価見通しに関する調査は、レンジで選択する形式となっている。回答区分は上昇・下落とも「5%以上」、「2%以上5%未満」、「2%未満」、「変わらない」、「分からない」である。このため、期待インフレ率は、5%以上の場合は5%、2~5%は3.5%、2%未満は1.0%を各区分の構成比に乗じて算出している。ただ、この方法で計算した期待インフレ率は、消費者物価上昇率に比べて高めにする傾向があるため、当研究所では期待インフレ率と消費者物価上昇率のかい離幅の平均を調整して算出している。

² 需給ギャップ = (実際の実質GDP - 潜在GDP) ÷ 潜在GDP × 100。潜在GDPは全要素生産性に資本と労働の最大投入量を加えて算出した。なお、潜在GDPを「平均的な水準で生産要素を投入したときに実現可能なGDP」と定義する場合もあるため、需給ギャップのレベルについては、相当の幅をもってみる必要がある。

ても、物価上昇率が相対的に低くなるということで、需給ギャップがほぼ均衡していた07年頃でも、明確な物価上昇は確認されなかった。この要因として、90年代半ばに、バブル経済から低成長への移行、流通等における大幅な規制緩和、円高を背景とする安価な輸入品の継続的な流入、などによって人々の物価観が構造的に低下したことが考えられる。

しかし、安倍政権が経済再生を最優先とする姿勢を示し、日銀がデフレ脱却に向けて本格的に取り組み始めたことが、家計や企業の物価観に大きな変化を与えた。金融緩和に伴って行き過ぎた円高が是正されたことも継続的なデフレ予想に歯止めをかけたと考えられる。実際、13年以降の需給ギャップと物価の関係をみると、需給ギャップの縮小度合いに比べて物価の上昇テンポは速く、デフレ期のトレンドから90年代後半までのトレンドにシフトする兆しがみられる。物価上昇が定着したと判断するのは早計だが、インフレ期待がプラス方向に変化していることを示唆している。

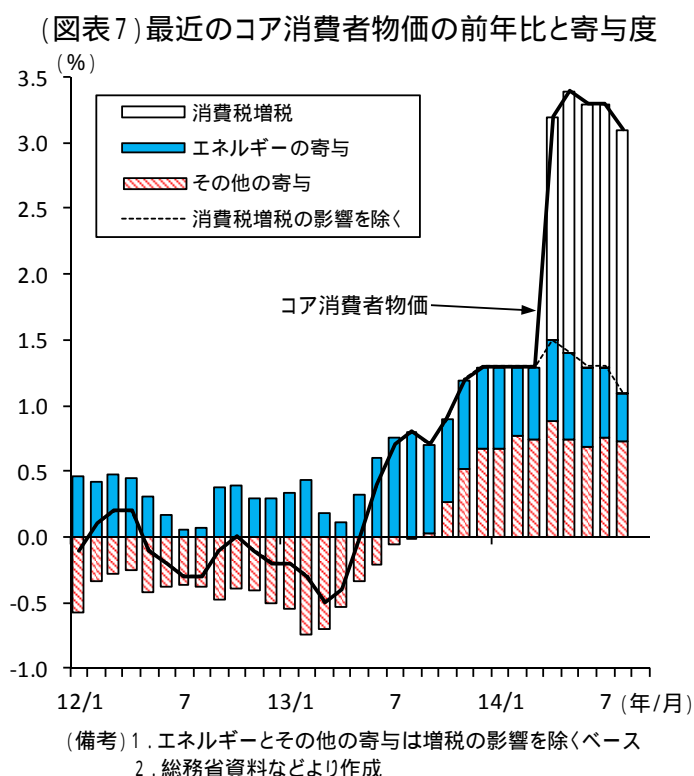
2. デフレ脱却の動きを維持するもその勢いは鈍化

(1) エネルギー価格の上昇一服で物価上昇ペースは鈍化傾向

13年度の消費者物価は徐々に上昇テンポを高めるなど、デフレ脱却に向けた動きは着実に広がってきた。ただ、13年度の物価上昇の背景にある個人消費の好調は、アベノミクス政策を好感した株高効果や消費税増税前の駆け込み需要によってもたらされた側面も小さくない。昨年度の個人消費が実力以上(所得の伸び以上)に好調だったために、物価上昇率もその分だけ上振れした可能性が高い。実際、消費税率が引き上げられた14年4月以降の個人消費は力強さを欠いており、物価の上昇は一服している。

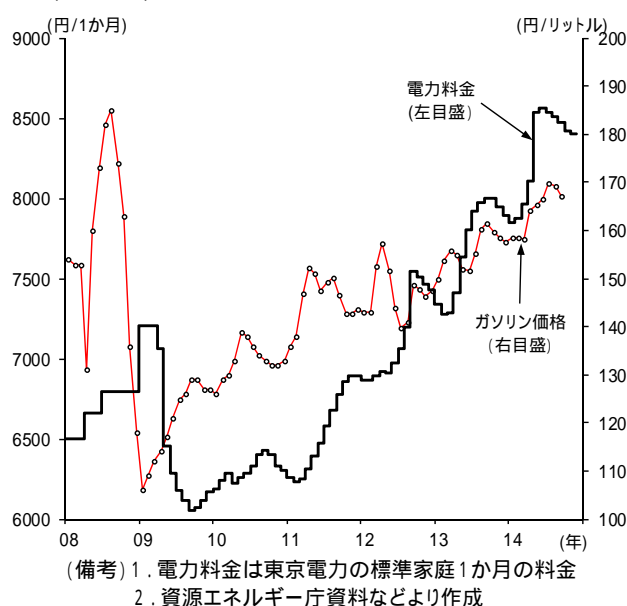
14年度に入ってからのコア消費者物価の動きをみると、4月以降は前年比で3%を超える上昇となっているが、これは消費税率の引上げによって押し上げられているためである。消費税増税の影響を除いたベースでみると、前年比上昇率は4月に1.5%を記録した後、5月1.4%、6月1.3%、7月1.3%、8月1.1%と上昇ペースは鈍化している(図表7)。

物価上昇率が鈍ってきた要因の一つがエネルギー価格の上昇テンポの鈍化である。消費者物価指数に含まれるエネルギーとは、電気代、ガス代、灯油、ガソリンの4品目の価格を加重平均したものである。ここ数年は、原油価格の上昇や原発停止後の電力料金の値上げによって大幅に上昇してきた。13年後半には、エネルギー価格の上昇がコア消



費者物価を 0.6~0.8%ポイント押し上げる要因になった。ただ、LNG（液化天然ガス）価格が 14 年初め頃から、原油価格が 14 年夏頃から弱含みに転じていることで、エネルギー価格の上昇は一服している。例えば、標準家庭 1 か月当たりの電力料金（東京電力）をみると、消費税増税の影響もあって 14 年 6 月には 8,567 円まで上昇したものの、7 月には下落に転じ、11 月まで 5 か月連続の値下げが決まっている（図表 8）。ガソリン価格も夏頃から原油価格の下落と需要の低迷を映して弱含みの動きが続いている。足元でも LNG や原油市況は中国など新興国

（図表 8）電力料金とガソリン価格の推移



経済の回復の遅れなどから軟調に推移しており、円安の影響を加味しても輸入燃料価格は下落傾向にある。仮に、エネルギーの物価指数が直近の 8 月から横ばいで推移したとしても、今年度下期のコア消費者物価の前年比押し上げ寄与度は 0.3%ポイント程度である。すでに、14 年 11 月まで電力料金の値下げが確定していることや、足元の原油価格が一段と下落していることを考慮すると、エネルギー価格の物価押し上げ効果はさらに縮小する可能性がある。

（2）耐久財の物価は弱含みの動きに転じる

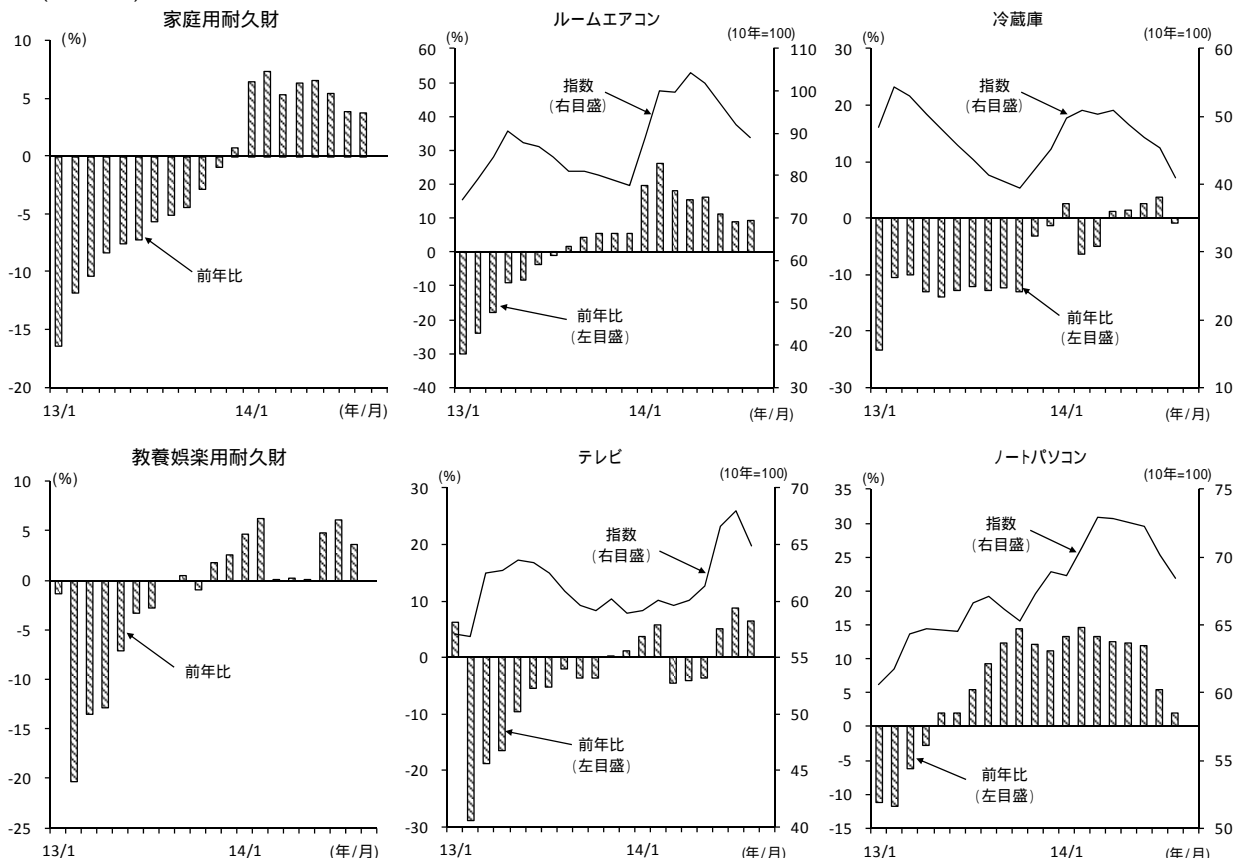
耐久消費財を中心としたモノの物価上昇が一服していることも消費者物価全体の上昇テンポが鈍っている要因である。これまで値下がり常態化していた耐久消費財は、13 年度下期にかけて上昇に転じたが、これは増税前の駆け込み需要に支えられた側面が大きかった。増税前の消費者の購買意欲は極めて旺盛で、家電量販店など小売各社は強気の価格設定を維持できたということである。ただ、需要の前倒しが進んだ結果、増税後の販売は低迷しており、家電などを中心に再び値下げの動きが広がり始めている。

13 年度のプラス方向への物価変動幅が大きかった家庭用耐久財と教養娯楽用耐久財は、14 年度に入って上昇テンポが鈍っている。例えば、家庭用耐久財のうちウエイト最上位のエアコンの物価（前年比）をみると、13 年 8 月にプラスに転じ、14 年 2 月には 26.1%上昇した（図表 9）。しかし、その後は上昇率が低下し、14 年 8 月には 9.4%の上昇（消費税率引上げの影響を除く）に鈍化、同月の指数水準は 14 年 2 月に比べて 11%下落している。冷蔵庫も駆け込み需要が盛り上がった 13 年度末にかけて指数水準を切り上げたものの、今年 4 月をピークに下落している。

教養娯楽用耐久財の内訳品目であるテレビは、低価格化が進んだ影響もあって価格の下落は限定的であるが、パソコンの物価指数は 14 年 3 月をピークに弱い動きに転じている。増税前の駆け込み需要に加え、ウィンドウズ X P のサポート終了（14 年 3 月）を前に買替えが膨らんだ反動で足元の需要が伸び悩んでいるためである。家電製品は、過去

の円高・デフレ期に工場閉鎖など供給体制の整理が進められたため、過当競争が再燃する状況にはないが、13年度下期のようなペースで物価の上昇が続く可能性は小さい。当面も需要の回復は見込みにくく、価格面では弱い動きが続くと予想される。

(図表9) 家庭用耐久財と教養娯楽用耐久財の消費者物価指数と前年比



(備考) 1. ルームエアコンと冷蔵庫は家庭用耐久財の内のウェイト上位2品目、テレビとノートパソコンは教養娯楽用耐久財の内のウェイト上位2品目
 2. 消費税率引き上げの影響を除く
 3. 総務省資料より作成

一方、食料(生鮮食品を除く)や住宅の修繕・維持費などの品目は、原材料価格の上昇や人件費高騰などを背景に上昇傾向を維持している。食料(生鮮食品を除く)の物価動向をみると、13年半ばにプラスに転じた後も徐々に上昇テンポが加速し、14年3月は前年比で1.2%上昇した。4月は消費税率引き上げ分が転嫁されたため、前年比4.1%の上昇、増税の影響を除いても1.2%の上昇と消費税増税分はほぼフル転嫁されている。5月以降も緩やかな上昇が続いており、直近の8月は4.2%の上昇(増税の影響を除くと1.3%の上昇)と上昇傾向を維持している。その他にも、被服・履物、食器や台所用品などの物価も上昇の勢いを維持している。

ただ、スーパーの店頭物価を集計した「日経・東大日次物価指数」は、14年6月頃から弱い動きに転じている(図表10)。これは、全国約300店のスーパーから収集したPOS(販売時点情報管理)データを毎日集計(加重平均)した統計で、消費者の実感に近い物価指標である。対象となる商品は、食料、飲料、家庭用品である。生鮮食品や家電など耐久消費財、サービスは含まれない。加重平均をする際のウェイトは、その日の

販売シェアと前年同日の販売シェアの平均値を採用するため、販売が伸びた品目の物価がより強く反映される。値上げで売上げが減少した製品の影響が小さくなり、値下げによって売上げが伸びた製品の影響は大きくなる。

日次物価指数の動きをみると、13年入り直後から徐々に前年比マイナス幅が縮小し、14年2月前半にプラスに転じた。日次物価指数がカバーする商品と同じ品目を用いて算出した消費者物価（総務省指数）と騰落率の幅には差があるものの、ほぼ同じ方向に動いてきた。しかし、14年6月半ば頃からは、総務省指数が上昇傾向を維持する一方、日次物価指数は再びマイナス圏に転じている。

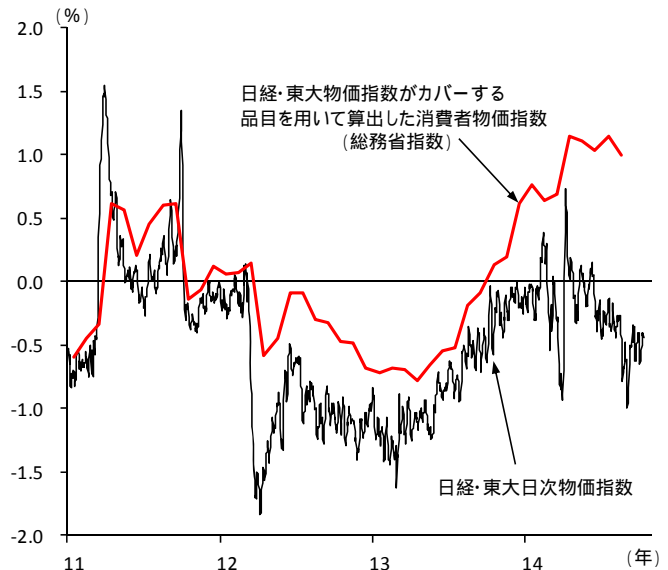
両指数にかい離が生じ始めた原因として考えられるのが、統計作成手法の違いである。消費者物価指数は原則5年間、調査品目とそのウエイトが固定される一方、日次物価指数はウエイトの変化が反映される。消費者物価指数が採用する代表的な商品の物価が上昇したため、値下げや価格据置きで対応する二番手ブランドなどの類似商品に消費者の需要がシフトしていることが考えられる。また、消費者物価指数は価格の代表性の低い短期の特売（7日以内のもの）を除いていることも一因である。増税後の節約志向を受けて、食用油や調味料、日用品などを中心に特売品（広告の品）の販売比率が上昇している可能性がある。

消費税率の引上げに伴って実質購買力が低下していることから、当面も個人消費の本格回復は見込みにくく、消費者物価指数が対象とする商品も、二番手ブランドや特売品との競合に巻き込まれるリスクが高まっている。原材料や包装資材などのコストが上昇しているため、安易な値下げ競争が広がる可能性は小さいが、トップブランド商品においても、小売価格のさらなる値上げは難航すると予想される。

（3）原材料など川上の物価上昇は一服

これまでの食料品や日用品を中心とした小売段階での値上げの要因となってきたのが原材料高などのコストアップである。川上の物価統計である企業物価指数（国内）は、13年4月に前年比でプラスに転じ、同年11月には2.6%の上昇と08年10月（4.5%上昇）以来5年1か月ぶりの高い伸びを記録した。景気回復を受けて、需給が改善したことが背景にあるが、最大の要因は円安である。企業物価指数の変動要因を推計すると、13年以降の企業物価の大部分が円安によって押し上げられていることがわかる（図表11）。特に、前年比でみた円の下落率が大きかった13年7～9月と10～12月は為替変

（図表10）日経・東大日次物価指数と消費者物価指数の前年比



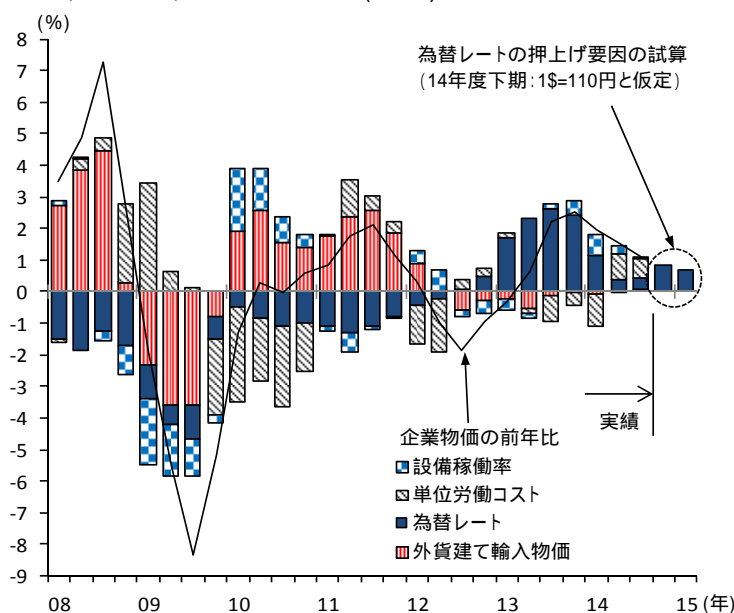
（備考）1. 消費税率引上げの影響を除く
2. 日次物価指数は7日移動平均
3. 東大日次物価指数プロジェクトより作成

動によって企業物価は2.5%程度押し上げられたと推計される。

もっとも、14年1～3月以降は円の下落率の縮小とともに、企業物価の上昇ペースは鈍化している。月次ベースの企業物価の前年比上昇率は、14年2月に2%を下回り、直近の9月は消費税増税の影響を除くベースで0.7%に鈍化している。足元で円安の動きが再加速していることが今後の企業物価を押し上げる要因になるが、仮に13年度下期の平均レートが1ドル110円で推移したとしても、前年同期も1ドル100～104円程度で推移していたため、前年比上昇率を押し上げる効果は限られる。

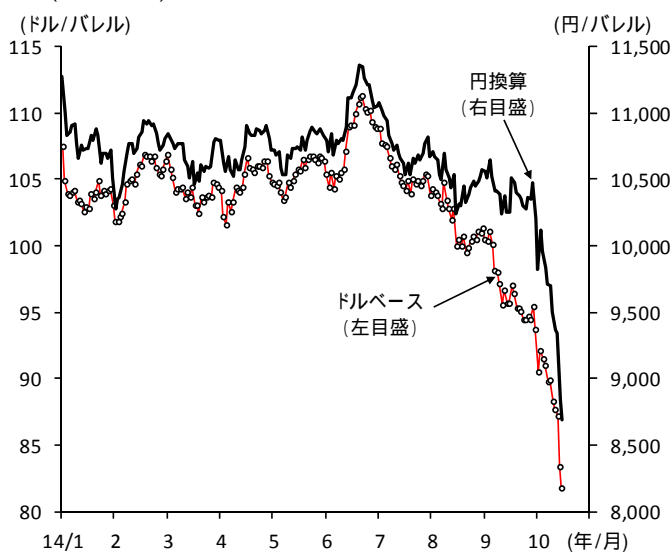
さらに、原油価格が足元で大幅に下落していることも物価上昇を抑制する要因になる。日本の原油入着価格への影響が大きいドバイ原油(図表12)は、14年6月下旬に1バレル111ドルへ上昇したものの、その後はほぼ一貫して値下がりが続き、10月16日には一時1バレル81ドル台まで下落した(6月比26%の下落)。この間、円安が進んだものの、同期間の円換算した原油価格も23%の下落となった。景気減速に加え、燃料価格が下落していることから、この先、企業物価の上昇ペースは一段と鈍化しよう。川上の物価上昇の一服を受けて、昨年から相次いでいた小売価格引き上げの動きも鈍ってくると予想される。

(図表11) 企業物価指数(国内)の前年比と要因分解



(備考) 1. 要因分解は各要素を説明変数とする回帰分析により算出
2. 14年4～6月以降は消費税増税の影響を除くベース
3. 日銀資料などより推計

(図表12) 原油価格の推移



(備考) ドバイ原油、ブルームバーグより作成

3. 今後の物価見通しと金融政策

(1) 物価安定の目標達成にはなお時間を要する見通し

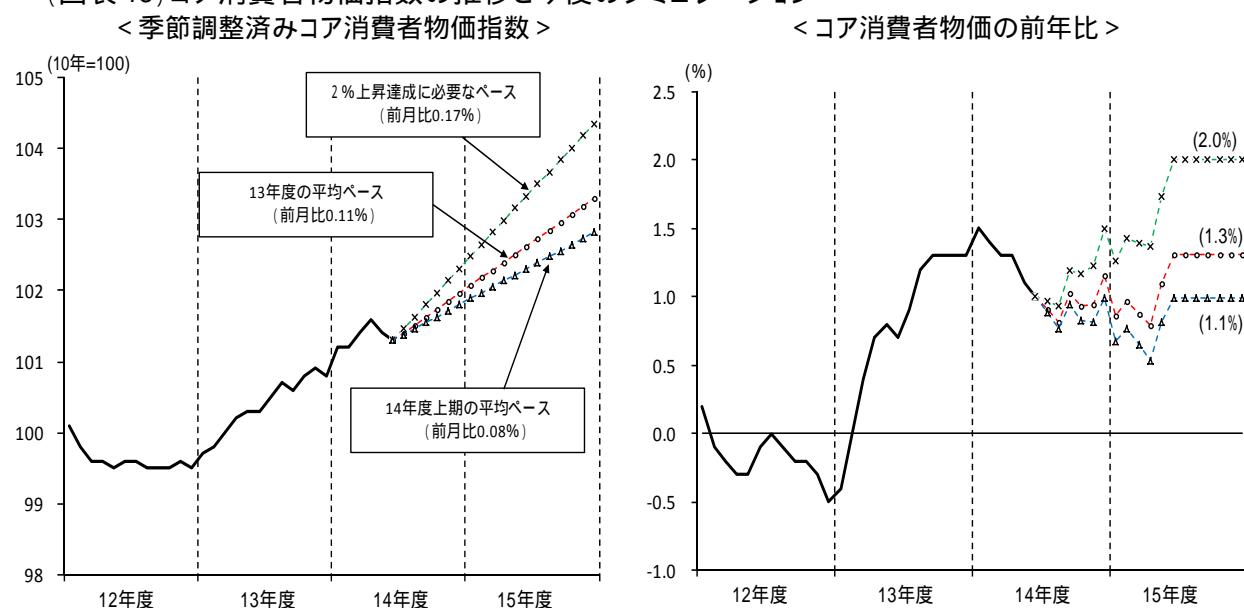
政府・日銀が一体的な経済政策に取り組んできたことで、景気は上向き、物価は上昇に転じた。特に、日銀が物価安定に向けて大胆な金融緩和に踏み出したことは、人々のインフレ期待を高める方向に働いた。足元では物価の上昇テンポが鈍っているものの、デフレに逆戻りするリスクは小さい。

もっとも、日銀が目指す物価安定の目標達成に向けたハードルはなお高い。日銀は13年4月に「量的・質的金融緩和」の導入を決めると同時に、消費者物価の前年比上昇率2%を「物価安定の目標」に掲げ、2年程度の期間を念頭に置いて早期に実現している。現時点でもその姿勢に変化はなく、黒田総裁は14年10月6～7日の金融政策決定会合後の記者会見でも、「物価上昇率は15年度を中心とする期間に2%に達する可能性が高い」との見通しを堅持した。

ただ、現時点では日銀が目標とする15年度中の2%の物価上昇を展望できる状況ではない。例えば、着実な上昇軌道をたどってきた13年度のコア消費者物価は前年比0.8%の上昇、年度間上昇率(年度末の3月の前年比)は1.3%(年度中の前月比の平均は0.11%上昇)である。このペースが今後も続くと仮定(13年度の季節調整値の上昇ペースが14年度下期以降も続く)しても、15年度の中盤の上昇率は1.3%にとどまる(図表13、ケース)。やや上昇ペースが鈍化した14年度上期のペースで試算すると、15年度中盤の前年比上昇率は1.1%へ鈍化する(ケース)。15年度中盤までに前年比2%を達成するためには、消費税増税の影響が残るなかで、株高や増税前の駆け込み需要で個人消費が好調だった13年度を上回るペースでの物価上昇が必要(ケース)ということであり、その実現の可能性は低いといわざるを得ない。

15年10月に予定される消費税率の再引上げ(8%→10%)もデフレ脱却に向けたハードルとなる。今回同様、増税前は駆け込み需要によって一時的に需給がタイト化し、物価にも上昇圧力がかかろうが、増税後は反動減と実質購買力の低下によって個人消費が停滞し、物価上昇ペースは緩慢にとどまるとみられる。物価安定の目標である2%の物価上昇は、個人消費を中心とする民需が自律回復力を取り戻すまでは難しいと考えられる。消費者物価上昇率が安定して2%を維持できるようになるのは、早くとも16年度下期以降と予想される。

(図表13) コア消費者物価指数の推移と今後のシミュレーション

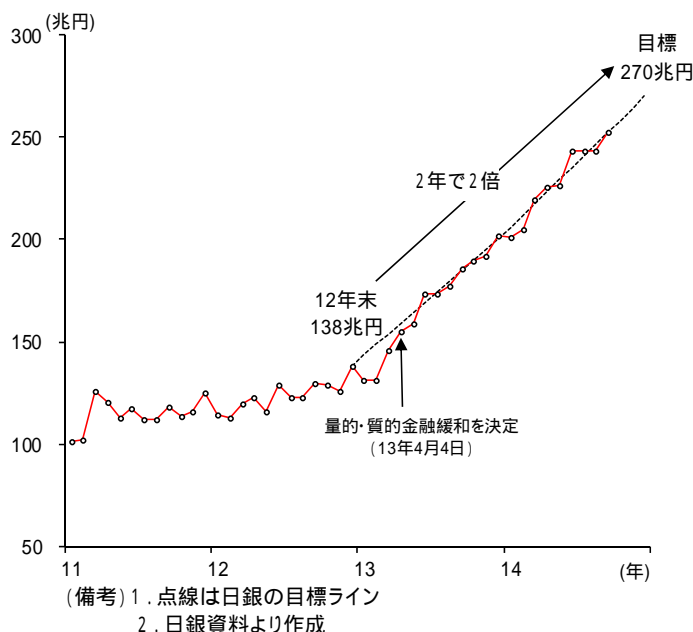


(備考) 1. 2%上昇達成に必要なペースは15年9月に目標を達成すると仮定して算出した
2. 総務省資料より試算

(2) 物価見通しの下方修正で日銀は追加金融緩和へ

日銀は13年4月の金融政策決定会合で決めた「量的・質的金融緩和」を維持している。「物価安定の目標」を早期に実現するため、マネタリーベース（日銀券＋貨幣＋日銀当座預金残高）を、年間約60～70兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行い、残高を2年で2倍に拡大することを目指している。マネタリーベースの積増し手段としては、「長期国債買入れの拡大と年限長期化」、「ETF、J-REITの買入れの拡大」などが中心となっている。14年9月末時点のマネタリーベースは253兆円に達しており、14年末の目標値である270兆円に向けて着実に増加している（図表14）。

(図表14) マネタリーベース(月末残高)の推移



日銀はマネタリーベースの目標を2年で2倍に拡大すると約束しているため、残高見通しは14年末までしか公表されていないが、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために、必要な時点まで「量的・質的金融緩和」を継続すると発表している。現状、2%の物価上昇が視野に入っていないことから判断すると、15年以降も現状ペースでの資金供給が少なくとも維持されると考えられる。

さらに、消費税増税後の景気が日銀の想定を下回っていることに加え、物価上昇テンポが鈍ってきていることから、追加緩和が実施される可能性もある。10月9日にエコノミック・クラブNYで講演した黒田総裁は、その後の質疑のなかで、「CPや社債、ETF、J-REITの日銀による購入額は市場規模に比べるとかなり小さい。追加金融緩和のオプションは多数ある」と述べるなど追加緩和の可能性を排除しなかった。前述のとおり、黒田総裁は、「15年度を中心とする期間に物価上昇率が2%に達する」との見方を崩していないが、今年度中には物価見通しの修正とともに、追加金融緩和を迫られると予想される。

以上
(角田 匠)

本レポートは、標記時点における情報提供を目的としています。したがって投資等についてはご自身の判断によってください。また、本レポート掲載資料は、当研究所が信頼できると考える各種データに基づき作成していますが、当研究所が正確性および完全性を保証するものではありません。
なお、記述されている予測または執筆者の見解は、予告なしに変更することがありますのでご注意ください。

【内外経済・金融動向バックナンバーのご案内】

号 数	題 名	発行年月
No.23-3	「地域別にみた日本経済の景況判断」 - 大震災で大きく落ち込んだが、足元の生産活動は持直し -	2011年9月
No.23-4	「東日本大震災後の日本の輸出入動向」 - 輸出は着実に持ち直しているが、持続的拡大には輸出環境の改善が必要 -	2011年10月
No.23-5	「市町村の社会・経済構造からみた潜在的な『地域活力』を探る」 - 地域（市町村）の資金需要を示す指標として『地域活力』を考察 -	2011年12月
No.23-6	「米国の経済情勢と今後の金融政策」 - 年後半から13年にかけて景気回復ペースは徐々に加速 -	2012年2月
No.23-7	「地域別にみた日本経済の景況判断」 - 供給力の回復と復興需要で、景気は持直しの動きが続く -	2012年3月
No.23-8	「日本経済の中期展望」 - 12～16年度の年平均成長率は名目1.8%、実質1.6%と予測 -	2012年3月
No.24-1	「東日本大震災後の地域経済の動向」 - 被災地では12年入り後に復旧・復興需要が本格的に顕在化 -	2012年7月
No.24-2	「地域別にみた日本経済の景況判断」 - 復興需要の本格化で、景気は持直しの動きが続く -	2012年9月
No.24-3	「海外進出の加速に伴う輸出入動向と経常収支」 - 貿易収支の赤字が続くも、経常収支は中期的に黒字を維持 -	2012年9月
No.24-4	「高齢者の生活実態の変化と都道府県別の特徴」 - 団塊世代の退職後の姿と各都道府県における高齢者の行動パターンを考察 -	2012年12月
No.24-5	「物価動向の現状とデフレ脱却に向けた展望」 - デフレからの脱却が日本経済の本格回復の条件 -	2013年2月
No.24-6	「地域別にみた日本経済の景況判断」 - 生産活動には総じて底入れの兆し -	2013年3月
No.24-7	「日本経済の中期展望」 - 13～17年度の年平均成長率は名目2.0%、実質1.3%と予測 -	2013年3月
No.25-1	「地域別にみた日本経済の景況判断」 - アベノミクス効果もあって景気は総じて持直し -	2013年9月
No.25-2	「円高是正後の輸出入動向と今後の展望」 - 輸出の動向が消費税率引上げ後の日本経済のカギを握る -	2013年10月
No.25-3	「市区町村が懸念している課題とその対策の地域社会・経済的背景」 - 『地方公共団体アンケート調査』（市区町村）の回答結果に基づく分析 -	2014年2月
No.25-4	「地域別にみた日本経済の景況判断」 - アベノミクス効果の浸透で、景気回復に広がり -	2014年3月
No.25-5	「日本経済の中期展望」 - 14～18年度の年平均成長率は名目2.2%、実質1.3%と予測 -	2014年3月
No.26-1	「地域別にみた日本経済の景況判断」 - 増税後の落込みは一過性で、景気は緩やかに持直し -	2014年9月
No.26-2	「消費税増税後の物価動向と今後の金融政策」 - 明確なデフレ脱却にはなお時間を要する見通し -	2014年10月

*バックナンバーは、信金中央金庫 地域・中小企業研究所ホームページ (<http://www.scbri.jp>) からご覧いただけます。

信金中央金庫地域・中小企業研究所 活動状況 (2014年9月末現在)

レポート等の発行状況 (2014年9月実績)

発行日	分類	通巻	タイトル
14.9.1	内外金利・為替見通し	26-6	14年度の日本経済は、減速しつつも回復基調を維持
14.9.1	ニュース&トピックス	26-33	信用金庫の店舗数の動向
14.9.1	ニュース&トピックス	26-34	信用金庫の常勤役職員数の動向
14.9.1	ニュース&トピックス	26-35	信用金庫の出資会員数の動向
14.9.5	ニュース&トピックス	26-36	中国の戸籍制度改革とその経済効果
14.9.10	内外経済・金融動向	26-1	地域別にみた日本経済の景況判断 ～増税後の落込みは一過性で、景気は緩やかに持ち直し～
14.9.19	ニュース&トピックス	26-37	信用金庫の貸出金利回りの動向
14.9.19	ニュース&トピックス	26-38	信用金庫の経費の動向
14.9.25	地域調査情報	26-2	地元商店街の活性化に向けた信用金庫の役割 ～「カネ・チエ」だけではなく「ヒト」という課題への対応
14.9.30	産業企業情報	26-3	IT利活用が中小企業にもたらすものは ～中小製造業のIT利活用～
14.9.30	産業企業情報	26-4	新たな産業創出が期待されるバイオマス産業都市 ～バイオマスを軸とした地域循環型社会の形成～

講演等の実施状況 (2014年9月実績)

実施日	講演タイトル	主催	講演者等
14.9.5	環境変化に挑む！中小企業の経営事例	島田信用金庫（榛原支店、相良支店、牧の原支店、榛原東支店）	鉢嶺実
14.9.11	環境変化に挑む！中小企業の経営事例	留萌信用金庫	鉢嶺実
14.9.12	日本および世界の経済情勢と為替相場の展望	大川信用金庫	角田匠
14.9.12	日本経済の現状と今後の見通し	宮崎信用金庫	斎藤大紀
14.9.13	地域資源を活用した創業を考える	しののめ信用金庫	鉢嶺実
14.9.16	環境変化に挑む！中小企業の経営事例	城南信用金庫	鉢嶺実
14.9.18	「老舗」の経営が示唆するものは何か	高崎信用金庫	鉢嶺実
14.9.19	IT利活用と中小企業経営	尼崎信用金庫	藁品和寿
14.9.25	今後の経済見通しについて	北群馬信用金庫	角田匠
14.9.27	医療・介護業界の動向と堅調経営を続ける介護事業者の事例 中小ものづくり企業の挑戦	八幡信用金庫	鉢嶺実

統計データの公表、レポート等の発刊予定 (公表日等は変更となることがあります。)

14.10.1	内外金利・為替見通し (月刊) <26-7>
14.10.16	全国信用金庫預金・貸出金 (2014年9月末)
14.10.31	全国信用金庫主要勘定 (2014年9月末)
14.10.下旬	産業企業情報 <26-5> 中小企業の連携・イノベーション (仮)
14.10.下旬	産業企業情報 <26-6> 中小企業における「成長戦略」への期待について (仮)
14.11.4	内外金利・為替見通し (月刊) <26-8>

< 信金中央金庫 地域・中小企業研究所 お問い合わせ先 >

〒103-0028 東京都中央区八重洲1丁目3番7号
 TEL 03-5202-7671 (ダイヤルイン) FAX 03-3278-7048
 e-mail : s1000790@FaceToFace.ne.jp
 URL <http://www.shinkin-central-bank.jp/> (信金中央金庫)
<http://www.scbri.jp/> (地域・中小企業研究所)