

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 —

信金中央金庫 地域・中小企業研究所上席主任研究員

角田 匠

(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
(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注目されている。また、日銀は10月31日に追加の金融緩和を決めたが、今後の政策についても引き続き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の行方を展望していく。

(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、2%の消費者物価上昇率を目指しているが、目標達成に向けたハードルはなお高い。今回、量的緩和政策が拡大されたことで、更なる追加緩和の余地はほぼなくなったとみられるが、目標達成までの時間軸は長く、量的緩和は長期化する公算が大きい。

1. デフレ脱却に向けた動きが広がる

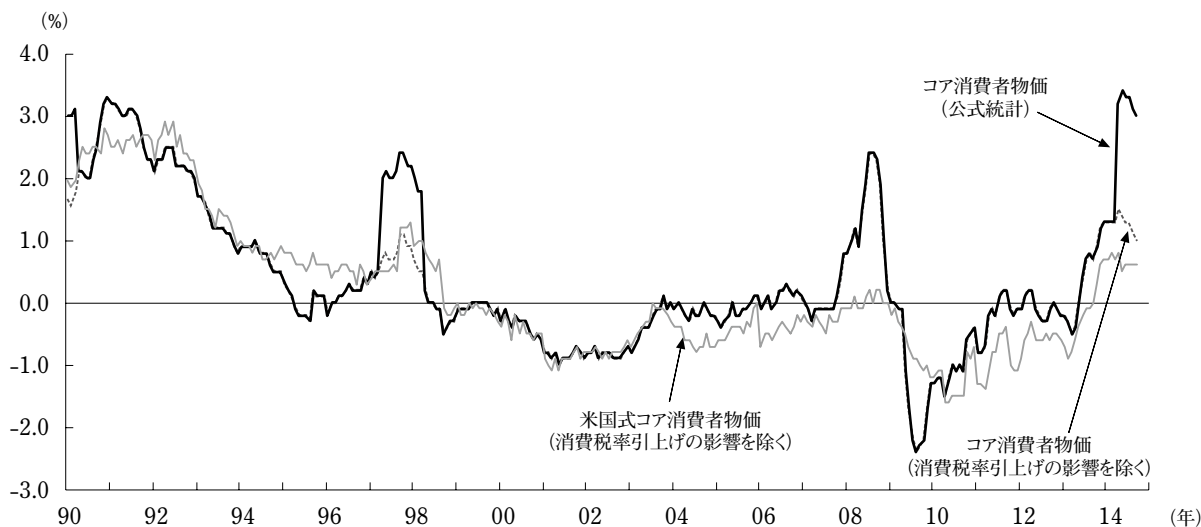
(1) 消費者物価は90年代後半以来の明確なプラスに

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年度は消費税率引き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。

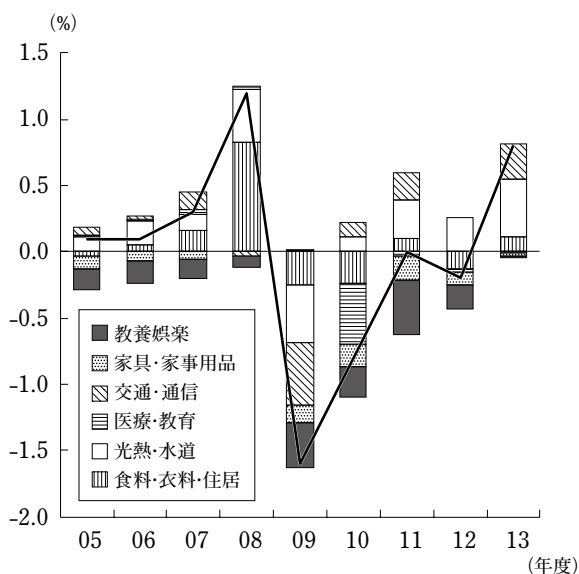
13年度のコア消費者物価が上昇に転じた要因として、原油価格の上昇に伴う電力料金やガソリンの値上がりが見られるが、パソコンやテレビ、冷蔵庫や洗濯機など、これまで値下がりしがちな多くの品目が上昇に転じた影響も大きい。13年度のコア消費者物価上昇率を品目別の寄与度に分解してみると、電力・ガス料金の上昇による押し上げ寄与度が0.4%ポイントと大きい。テレビやパソコンを含む教養娯楽の寄与度が、11年度のマイナス0.4%ポイントから12年度にはマイナス0.2%ポイント、13年度にはゼロまで縮小している。恒常的に押し下げ要因となっていた家具・家事用品(電気冷蔵庫など家電製品を含む)の寄与度もほぼゼロまで縮小した(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、消費税率引き上げの影響を除く指数の前年比は信金中央金庫 地域・中小企業研究所が作成

図表2 コア消費者物価の前年比と寄与度



(備考) 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

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 ②-①	年度平均騰落率		順位	中分類品目	ウエイト (%)	変化率の差 ②-①	年度平均騰落率	
				12年度①	13年度②					12年度①	13年度②
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

はマイナスからプラスに転じている。モノの値下がりに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。

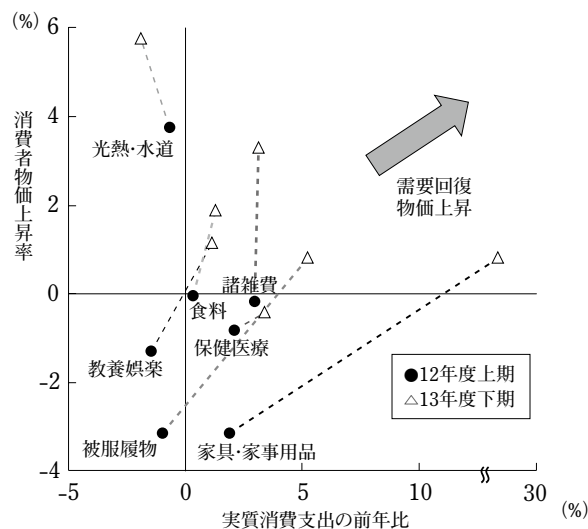
(2) 個人消費の好調が物価のプラス転換に寄与

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き前の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きにつれて、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

図表4 品目別消費者物価と実質消費支出の前年比



(備考) 内閣府資料より作成

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)。

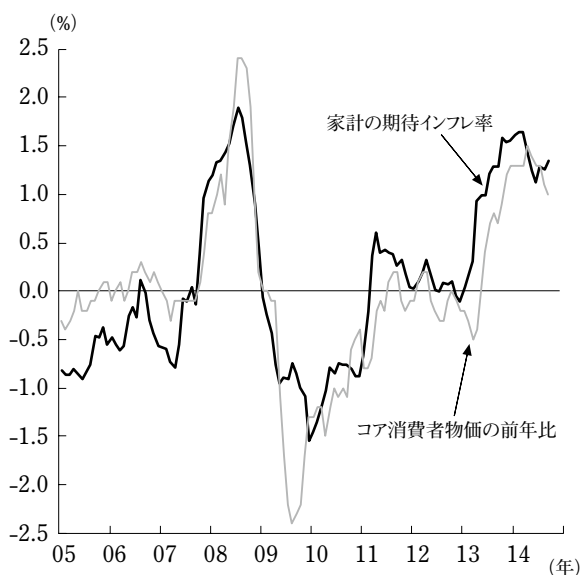
(3) インフレ期待の広がりもデフレ脱却を後押し

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とれる(図表5)。家計の期待インフレ率^{(注)1}

(注)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なる傾向があるため、当研究所では期待インフレ率と消費者物価上昇率の乖離幅の平均を調整して算出している。

図表5 期待インフレ率と消費者物価上昇率



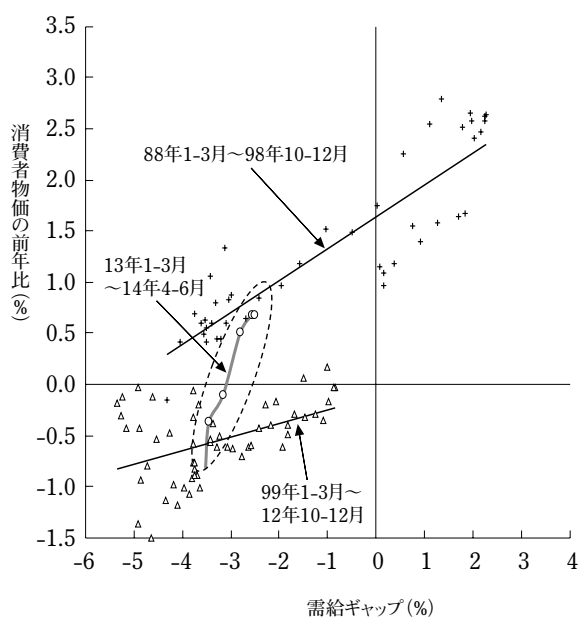
(備考) 1. 期待インフレ率の算出方法は脚注1を参照
2. 内閣府、総務省資料より作成

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^{(注)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、

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引上げの影響を除くベース
4. 内閣府資料などより信金中央金庫 地域・中小企業研究所が推計

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ても、物価上昇率が相対的に低くなるということ、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、①バブル経済から低成長への移行、②流通等における大幅な規制緩和、③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。

(注)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。

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見ると、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。

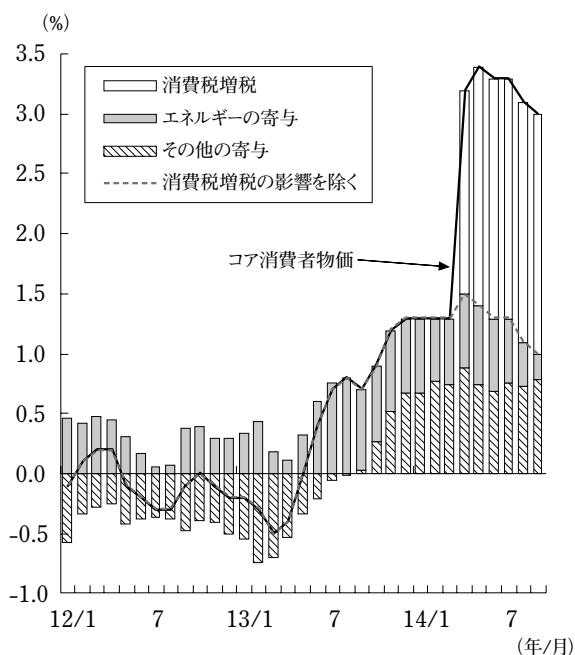
2. デフレ脱却の動きを維持するもその勢いは鈍化

(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

図表7 最近のコア消費者物価の前年比と寄与度

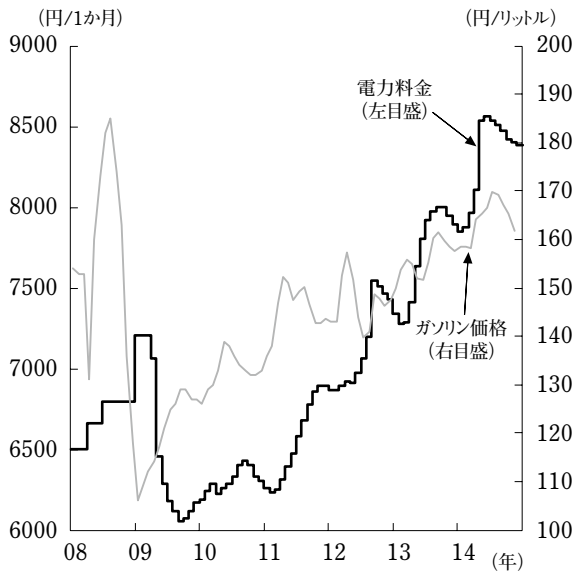


(備考) 1. エネルギーとその他の寄与は増税の影響を除くベース
2. 総務省資料などより作成

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%、9月1.0%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

図表8 電力料金とガソリン価格の推移



(備考) 1. 電力料金は東京電力の標準家庭1か月の料金
2. 資源エネルギー庁資料などより作成

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、12月まで6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9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12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。

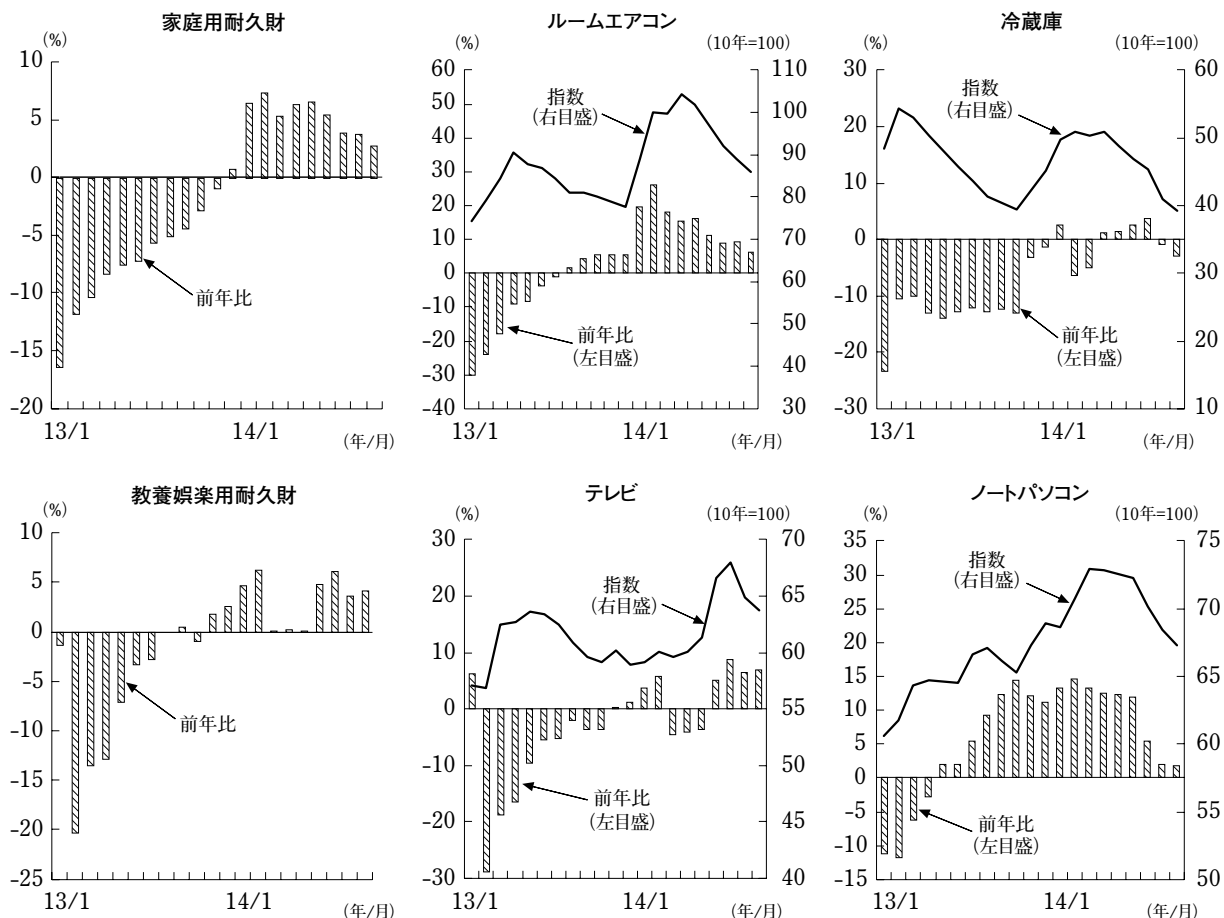
(2) 耐久財の物価は弱含みの動きに転じる

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态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26.0%上昇した（図表9）。しかし、その後は上昇率が低下し、14年9月には6.1%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14%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

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



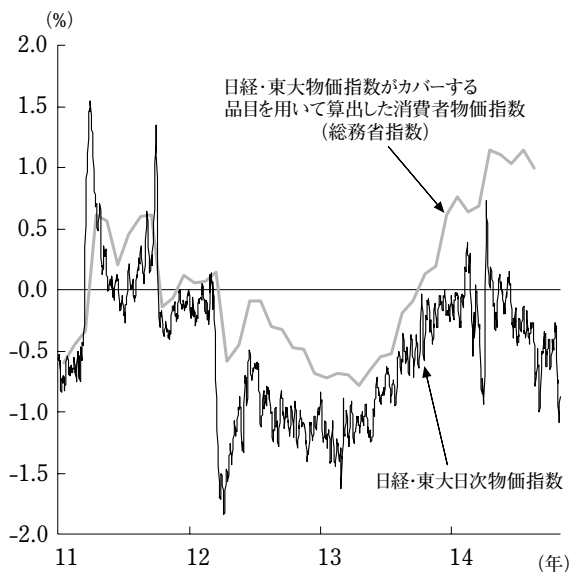
(備考) 1. ルームエアコンと冷蔵庫は家庭用耐久財の内のウエイト上位2品目、テレビとノートパソコンは教養娯楽用耐久財の内のウエイト上位2品目
 2. 消費税率引上げの影響を除く
 3. 総務省資料より作成

税前の駆け込み需要に加え、ウィンドウズXP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。

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9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

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

持っている。

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。

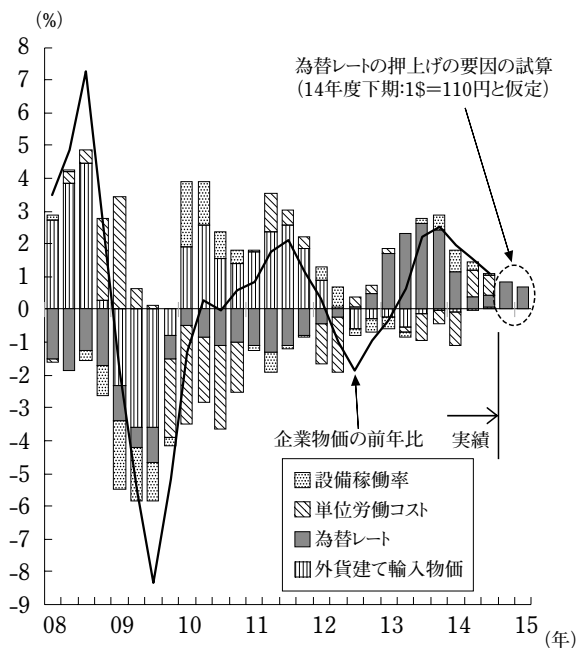
両指数にかい離が生じ始めた原因として考えられるのが、統計作成手法の違いである。消費者物価指数は原則5年間、調査品目とそのウェイトが固定される一方、日次物価指数はウェイトの変化が反映される。消費者物価指数が採用する代表的な商品の物価が上昇したため、値下げや価格据置きで対応する二番手ブランドなどの類似商品に消費者の需要がシフトしていることが考えられる。また、消費者物価指数は価格の代表性の低い短期の特売(7日以内のもの)を除いていることも一因である。増税後の節約志向を受けて、食用油や調味料、日用品などを中心に特売品(広告の品)の販売比率が上昇している可能性がある。

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。

図表11 企業物価指数（国内）の前年比と要因分解

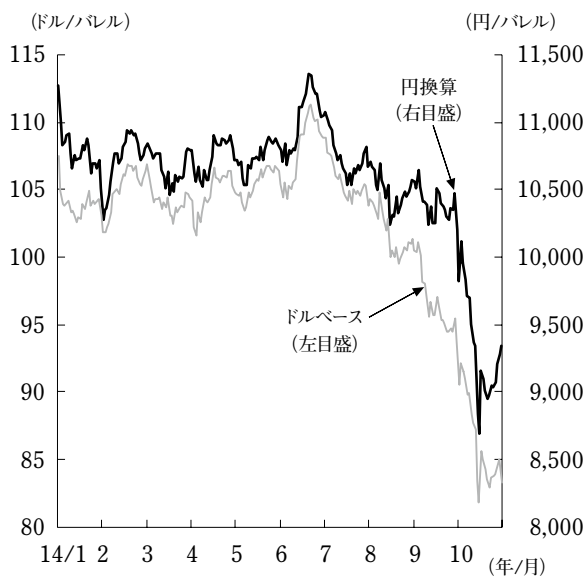


(備考) 1. 要因分解は各要素を説明変数とする回帰分析により算出
 2. 14年4～6月以降は消費税率引上げの影響を除くベース
 3. 日銀資料などより推計

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

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

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。

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

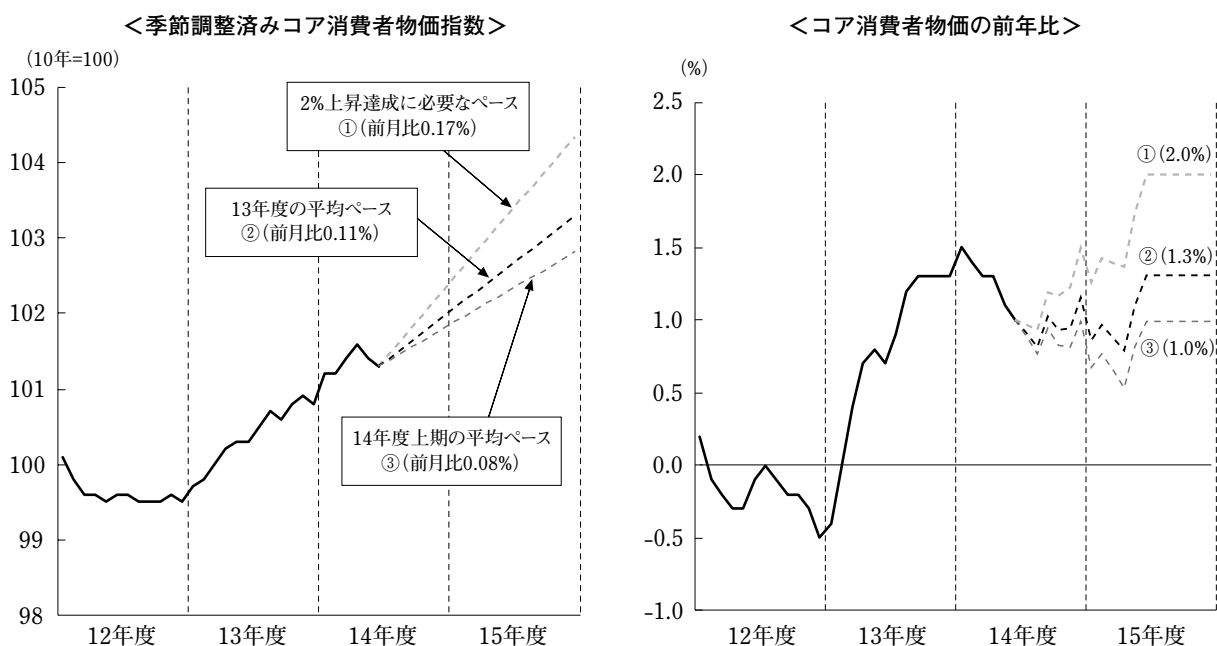
政府・日銀が一体的な経済政策に取り組んできたことで、景気は上向き、物価は上昇に転じた。特に、日銀が物価安定に向けて大胆な金融緩和に踏み出したことは、人々のインフレ期待を高める方向に働いた。足元では物価の上昇テンポが鈍っているものの、デフレに逆戻りするリスクは小さい。

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、15年度を中心とする期間に2%程度の上昇を実現するために、14年10月31日には追加の金融緩和も決めた。

ただ、「量的・質的金融緩和」の拡大効果を考慮しても、日銀が目標とする15年度中の2%の物価上昇は難しい目標となる。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②）。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

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

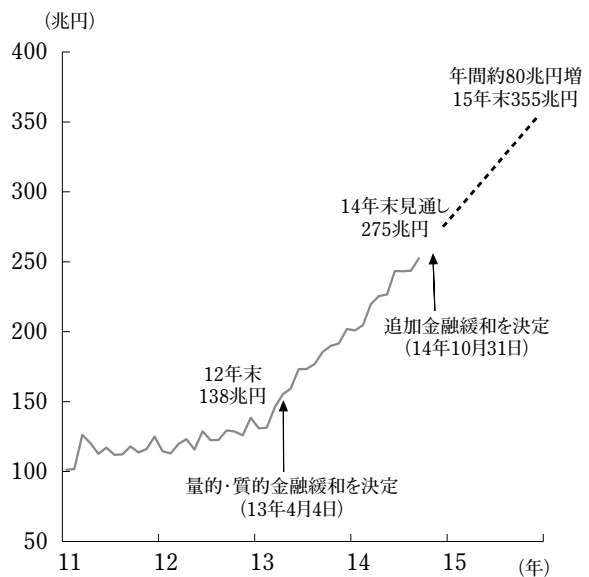
盤の前年比上昇率は1.0%へ鈍化する（ケース③）。15年度中盤までに前年比2%を達成するためには、消費税増税の影響が残るなかで、株高や増税前の駆け込み需要で個人消費が好調だった13年度を上回るペースでの物価上昇が必要（ケース①）ということであり、その実現の可能性は低いと言わざるを得ない。

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。

（2）物価上昇ペースの鈍化を受けて日銀は追加金融緩和を決定

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」を維持してきたが、足元の物価上昇ペースが鈍化していることを受けて、14年10月31日に追加の金融緩和を決めた。具体的には、マネタリーベース（日銀券＋貨幣＋日銀当座預金残高）の増加目標を、これまでの年間約60～70兆円から約80兆円に拡大することを決定した。マネタリーベースの積増し手段としては、長期国債の買入れ額（年間純増額）を50兆円から80兆円に拡充するほか、

図表14 マネタリーベースの推移と見通し



（備考）日銀資料より作成

ETFやJ-REITの買入れもこれまでの3倍に増やす。14年9月末時点のマネタリーベースは253兆円、14年末には275兆円へ拡大する見通しだが、今回の追加緩和を受けて、15年末には355兆円まで増える見込みである（図表14）。

追加緩和が決まった10月31日には展望レポートも発表された。増税後の景気の下振れを受けて、日銀は14年度の実質成長率を0.5%に下方修正した（14年7月時点の予測は1.0%）。消費者物価の見通しも小幅下方修正したが、15年度の大勢見通しは1.7%の上昇（前回は1.9%の上昇）と、「15年度を中心とする期間に2%程度に達する可能性が高い」とする見方は堅持した。

ただ、前述したように、15年度を中心とする期間に物価目標を達成することは容易ではない。追加金融緩和を受けて円安が進んだことは、物価を押し上げる要因になるが、15年10月には消費税率の再引上げも控えており、

物価上昇率が2%で安定するためには、なお時間を要すると考えられる。今回の量的緩和の拡大によって、国債の買入れ額（純増額）が年間80兆円まで引き上げられたことで、更な

る追加緩和の余地はほぼなくなったと考えられるが、「物価安定の目標」を達成するまでの時間軸は長く、量的金融緩和は長期化する公算が大きい。