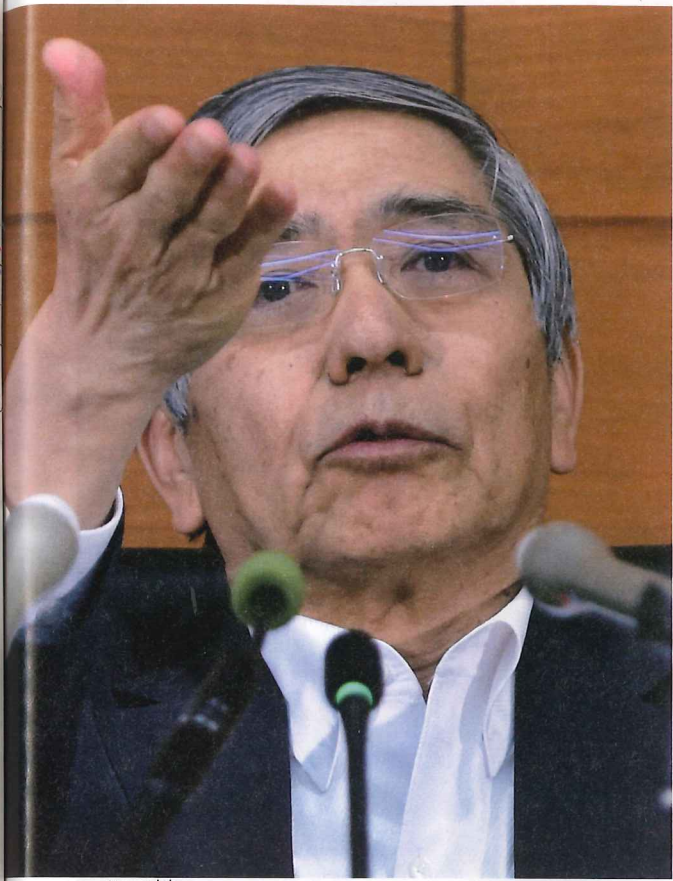


物価は上昇、それとも下落

日銀金融緩和第3弾の行方

10月30日に開催される日銀の金融政策決定会合に対する関心が、ことのほか高まっている。8月にはコアCPI（消費者物価指数）が前年同月比でマイナスを記録。このため黒田バズーカ砲第3弾への期待が高まっているからだ。だが、CPIも種類によって方向が異なる。どの指標を重視するかで、政策にも影響を及ぼしかねない。

本誌・原英次郎



AFP=時事

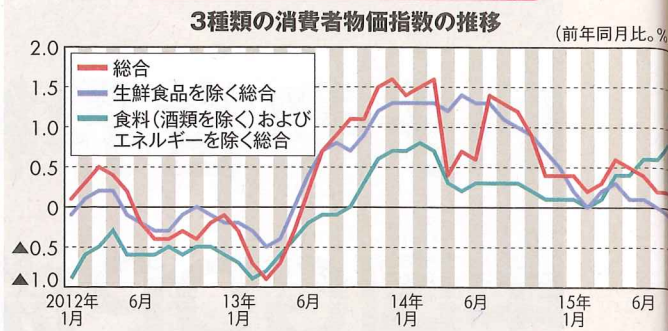
10 月初旬、ある外資系投資銀行のエコノミストは、米国にある十数社のヘッジファンドを回った。くだんのエコノミストの弁、「その8割が、次の金融政策決定会合で金融緩和が実施されると予想していた」。

黒田バズーカ砲第3弾が放たれるのか。10月30日に開催される日本銀行の金融政策決定会合への関心が、ことのほか高まっている。

日銀のインフレ目標政策のターゲットである消費者物価指数（CPI）総合は、4月の前年同月比0・6%増をピークに、7月、8月には0・2%にまで上昇率が縮小、消費者物価の前年比上昇率2%という目標には遠く及ばない。さらに、生鮮食品を除く、いわゆる「コアCPI」に至っては、8月は前年同月比マイナス0・1%と、水面下に沈んでしまった。一方、食料（酒類を除く）およびエネルギーを除くいわゆる「コアコアCPI」は4月の前年同月比0・4%上昇から、8月は0・8%の上昇と騰勢を強めている（左ページ上図参照）。

一体どのCPIが物価の実勢を表しているのか。「政府・日銀が基準にするCPI総合は価格変動の大きいエネルギー、生鮮食品を含むので、エネルギー価格が上がりCPI総合が上昇すると、実体経済の調子が良くなる。金融を引き締めないといいなくなる。逆に、経済の調子がいいのに、さらに金融緩和をせざるを得なくなることもある。だから、物価の指標は、コアコアCPIが望ましい」。こう語るのは、三菱UFJリサーチ&コンサルティングの片岡剛士主任研究員だ。実際、8月のコアCPIがマイナスに陥ったのは、原油安を受けてガソリンなどエネルギー価格が下がったためだ。さらに重要なのは、価格変動の

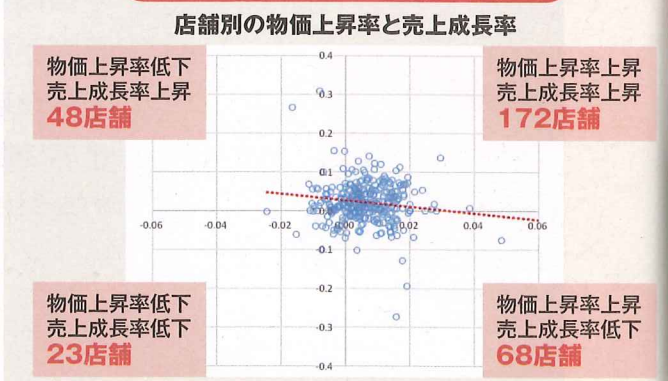
指数によって方向が違う



黒田バズーカ砲第3弾はさく裂するののか。10月30日の日銀金融政策決定会合に対する注目が高まっている

*2014年4月～15年3月は消費税率引き上げ3%のうち2%を価格に転嫁したと仮定して原数値▲2%で算出。総務省「消費者物価指数」を基に本誌編集部作成

スーパーでの消費は回復?



背後にある需給関係。需要が強まって物価が上昇しているのだから、景気は改善方向と判断できる。

スーパー約300店舗のPOSデータから毎日作成される「東大日次物価指数」によれば、同指数は4月中旬以降、上昇速度を速め、足元では1・1～1・5%にまで上昇率が上がってきている。

価格上昇によって、消費量は後退していないのか。同じく東大日次物価指数データで、物価上昇と売り上げ増減の組み合わせを分析してみると、物価上昇かつ売り上げも増加している店舗の数が最も多い（右下図参照）。つまり、消費は徐々に回復していると読める。ただ、同指数を作成している東京

大学経済学部の渡辺努教授によれば、物価・売り上げとも上昇している店舗は大都市部が多く、景気回復は地方には広がっていない。「現場感覚から言えば、消費は足踏み状態で、景気も足踏み状態、悪くもないし、良くもない」(村田紀敏・セブン&アイ・ホールディングス社長)。

黒田バズーカ砲第3弾はデフレ脱却に必要か それとも副作用が大きい?

では、金融緩和第3弾はないのか。2013年4月から日銀が導入した量的・質的金融緩和政策（QQE）の狙いは大きく分けて三つある。一つが民間主体の資産選択が変わるポートフォリオ・リバランス効果、次に為替チャネル、そして期待インフレ率の上昇が実質金利（＝名目金利－期待インフ

レ率）の低下をもたらすし、投資や消費を刺激する期待ルートだ。リフレ派の論客である専修大学経済学部の野口旭教授は、QQEで株高となり、為替市場では円安が進み、実質金利も期待インフレ率の上昇でマイナスが定着し、QQEの効果は予想以上だったとしても、懸念材料は消費税の引き上げによって、消費の回復が遅く弱いこと、期待インフレ率の上昇が弱まっていることだという。従って、日銀は去年の10月に続き、もう一度金融緩和をすることも、消費増税で痛手の大きい中低所得者対策として、簡素な給付措置を継続・拡大するなど再分配政策を実施すべきだとする。

これに対して、BNPパリバ証券の河野龍太郎チーフエコノミストは、QQEは株式や為替などには影響があったことを認めつつも、円安で輸出企業の利益は増えたが、輸出数量は伸び悩み、結果として国内の需給ギャップの縮小は小さかったとする。さらに金融緩和をして円安になれば、輸入物価の上昇・国内物価上昇によって、かえって実質所得が減るといふ副作用が大きくなると予想する。物価の実勢と背後にある需給動向をどう判断するか。日銀は再び大きな選択を迫られている。