

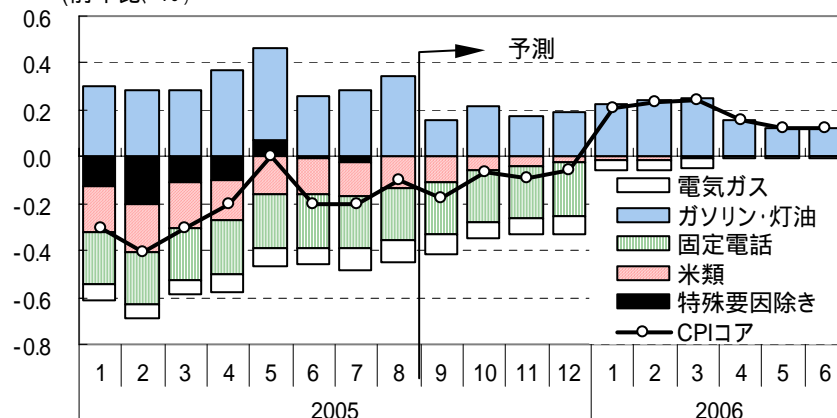
「春先の量的緩和政策解除」の可能性を検証する

年率3%を上回る経済成長が続いていること、消費者物価の上昇局面入りが見えてきたことから、来年春先にも量的緩和政策が解除されるという見方が強まってきた。しかし、2006年度に入ってから消費者物価上昇率が再びマイナスに戻る可能性を、完全に払拭できる状態には至っていない。実際の量的緩和政策解除時期が、予想よりも後ろ倒しになる可能性があることに留意しておくべきであろう。

1. 「春先に量的緩和解除」との見方が強まる

長らく続いたデフレからの脱却が、いよいよ視野に入ってきたと言われている。消費者物価（生鮮食品除く総合、以下では「CPIコア」とする）上昇率は、直近の2005年8月で前年同月比0.1%とまだマイナスではあるが、これは米価格や固定電話料金など、一時的な特殊要因によって押し下げられているため、これらの影響が剥落する2005年末、遅くとも2006年にはプラスに転じることがほぼ確実な情勢である（図1）。

図1 消費者物価（生鮮食品除く）上昇率のシミュレーション
(前年比、%)



(資料) 総務省「消費者物価指数」

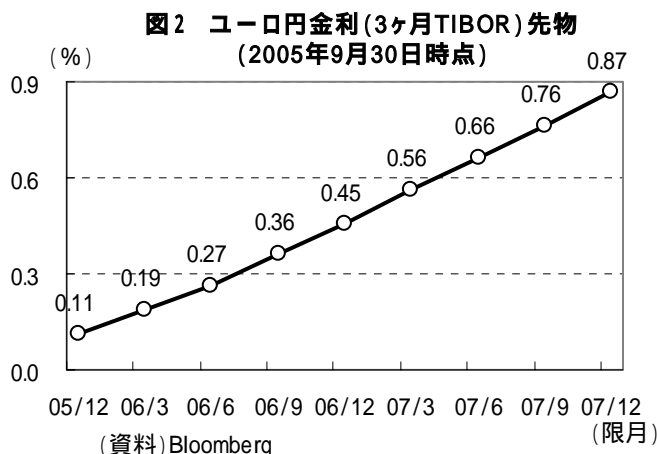
(注) 予測値では、レギュラーガソリン価格が9月の水準1L = 131円から変化しないと仮定。

米類・固定電話通信料・電気ガスの価格は、05年8月の水準で一定とした。

消費者物価がプラスに転じる時期が近づいていることに加えて、2005年に入ってから経済成長率が、2四半期連続で年率3%を上回る高水準になっていること、2001年3月から続いている量的緩和政策が、来年春にも解除されるという見方が強まってきた。日銀が量的緩和政策解除の条件として挙げた3つの条件（消費者物価上昇率のプラスが続くこと、消費者物価上昇率が再びマイナスに戻らないこと、経済・物価情勢に特段の問題がないこと）が、来年春先に満たされるという予想である。日銀総裁や複数の審議委員も「その可能性が出てきたこと」

を認めており、一部には具体的な政策解除の時期・手順に関する、やや踏み込んだ発言も聞かれるようになってきている。

こうした動きは、短期金利にも明らかな影響を及ぼしている。2005 年 9 月末のユーロ円金利（3 ヶ月 TIBOR）先物の水準を見ると、1 年後（2006 年 9 月限月）の金利は 0.36% である。これは 2000 年 8 月に日銀がゼロ金利を解除した時の 3 ヶ月 TIBOR の水準とほぼ等しいことから、来年夏頃にはゼロ金利を脱しているという見方が一般的になっていることが窺える（図 2）。



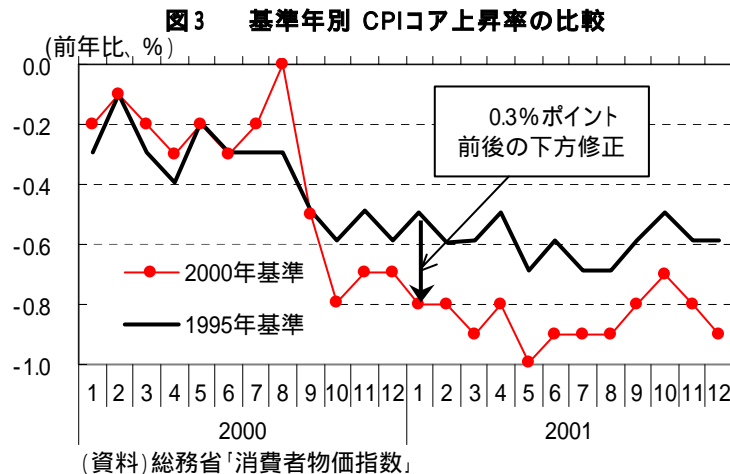
2. 消費者物価上昇率が再びマイナスに戻る可能性は

しかし当部では、なお「春先の量的緩和政策解除」というシナリオの実現性に疑問を抱いている。その理由は、2006 年に入ってから、特に 2006 年後半から消費者物価を押し下げる要因が複数顕在化することが見込まれ、消費者物価上昇率が再びマイナスに陥る可能性を完全に払拭できないと考えているためである。

消費者物価の押し下げ要因として第一に挙げられるのは、2006 年夏に予定されている消費者物価指数の基準年変更である。

消費者物価指数はラスパイレズ指数という性格上、常に上方バイアスを有しており、そのバイアスが修正される基準年変更の時に上昇率が下方にシフトする。特に、IT 関連製品など価格下落スピードの速い財が普及していく過程においては、その幅が大きくなる。パソコンや携帯電話が新たに集計対象に加わった前回の基準年変更では、概ね 0.3% 程度の下方修正が行われた（図 3）。

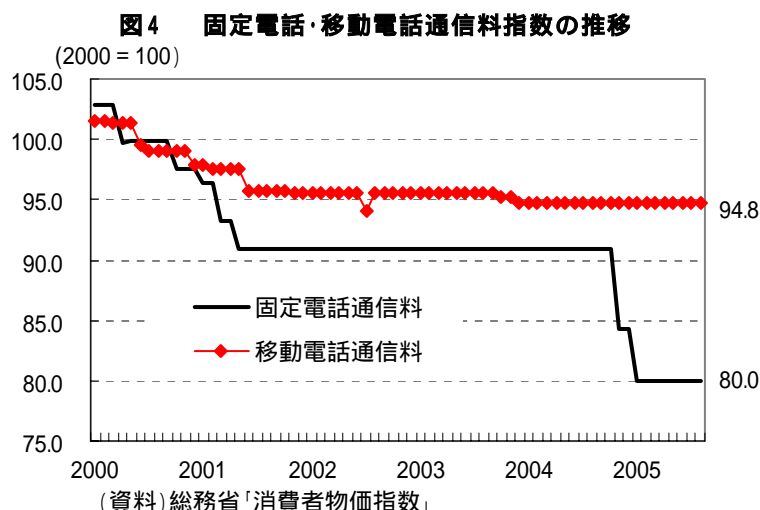
今回の基準年変更によって、物価上昇率がどの程度押し下げられるのかはまだ不透明であるが、中原審議委員は 10 月上旬の講演で「実際に判断する時点で消費者物価が前年比ゼロ%以上であったとしても、（基準年）改訂後の消費者物価が再びマイナスに転じることがないだけの余裕を持つておくことも当然必要であると思っています。」と述べていることから、金融政策判断に何らかの影響を与える要因になると見られる。



第二の要因は、携帯電話料金の値下げのインパクトである。

2006 年 10 月から、サービス会社を変更しても電話番号を変更せずに済む「番号ポータビリティ制度」が導入される予定になっている。更に 2007 年には携帯電話でも IP 電話が導入される見通しであることや、および 2006 年～2007 年にかけて新たな業者 3 社の参入も控えていることから、各社間の競争激化は確実で、大幅な値下げが行われる可能性が高い。

また携帯電話の料金は、その水準を見ても大幅な値下げが示唆される。2005 年 8 月における移動電話通信料の物価指数は 94.8 であり、2000 年からわずか 5.2%しか低下していない。一方の固定電話料金の物価指数は 80 と、5 年前よりも 20%低下している。勿論、固定電話料金が下がったから携帯電話料金も同様に下がるとは限らないが、先に見たように、このマーケットにおける競争激化要因が多くあることを踏まえると、10%を上回る大幅な値下げも十分に有り得よう(図4)。



2000 年基準の消費者物価における移動電話通信料のウェイトは、74 / 10000 に過ぎない。これは固定電話の 180 / 10000 の半分以下であり、物価全体に与える影響は相対的に小さくなるが、それでも携帯電話料金が 10%値下げされれば消費者物価指数全体に対して 0.07 ポイント、15%の値下げでほぼ 0.1 ポイントの押し

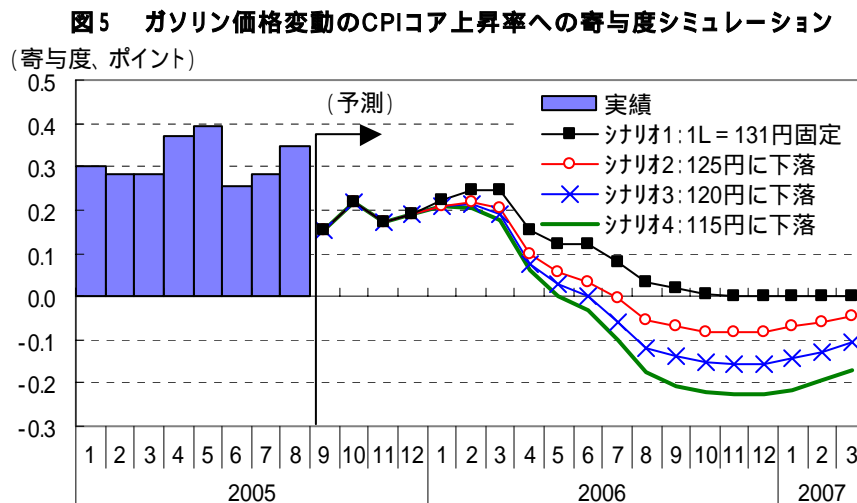
下げ要因となる。来年の基準年変更で、携帯電話のウェイトが引き上げられれば、物価に及ぼす影響は更に拡大する。

第三の要因として、原油価格反落の可能性が挙げられる。

2005年末から2006年にかけて消費者物価上昇率がプラスに転じていくのは先に見た通りであるが、これはガソリンなどの石油関連製品の価格上昇によるところが大きい(前掲図1)。

その原油価格は、WTIベースで一時1バレル70ドルに達したものの、その後落ち着きを取り戻し、10月20日には同60ドル近くまで下落してきた。原油価格は当面高止まりするというのが一般的な見方ではあるが、今の水準から更に上昇せずに横ばいで推移するならば、消費者物価押し上げ効果は確実に剥落していく。

そこで、将来のガソリン価格についていくつかのシナリオを想定し、それぞれのケースにおける消費者物価指数への寄与度を試算したのが図5である。



(資料) 総務省「消費者物価指数」、石油情報センター資料より調査部作成

(注) それぞれのシナリオにおけるレギュラーガソリン価格の推移は下の通り。

シナリオ1: レギュラーガソリン価格が、05年9月の水準1リットル = 131円で固定

シナリオ2: 06年1月から毎月1円ずつ低下し始め、06年半ばに125円まで下落

シナリオ3: 06年1月から毎月1.5円ずつ低下し始め、06年夏に120円まで下落

シナリオ4: 06年1月から毎月2円ずつ低下し始め、06年秋に115円まで下落

これによると、2005年9月時点で1リットル = 131円のガソリン価格が、同125円まで下がった場合はCPIコア上昇率への寄与度は0.1%ポイント、120円まで下がった場合は0.1～0.2%ポイントのマイナス寄与度となることがわかる。また、同131円の価格が全く低下しなかったとしても、消費者物価へのプラス寄与は2006年秋にゼロになる。

以上に挙げたそれぞれの要因は、単独での影響はそれほど大きくないと見られる。しかし、これらの要因が同時に顕在化すると、消費者物価を引き下げる要因としては決して無視できない大きさになる。「消費者物価上昇率が再びマイナスに戻らない」という、量的緩和政策解除の第二条件を厳密に解釈するならば、こうした複数の要因が金融政策判断に影響を与える可能性も念頭に置くべきであろう。

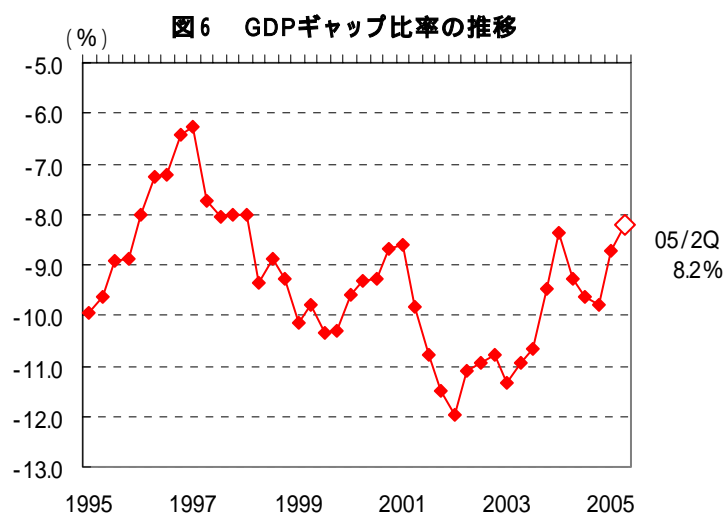
3. GDPギャップ解消のための成長率は？

これまでは、複数のテクニカルな要因が2006年後半の消費者物価を押し下げる可能性を見てきたが、消費者物価の先行きを見る上では、今後の景気拡大ピッチが物価にどのような影響を及ぼすか、という観点も重要であろう。

そこで、どの程度の経済成長が続けば消費者物価が明確な上昇局面に入るのか、その目安を得るために、GDPギャップの動きとCPIコア上昇率との関係を見ていくことにしたい。

なお、ここで推計している「GDPギャップ」とは、現実のGDPから、国内の資本ストックと労働力がフルに稼働した場合のGDP（以下では「最大稼働GDP」とする）を差し引いたものである。これが拡大した時は、経済が供給過剰の度合いを強めていること示し、物価に下押し圧力がかかる。逆にこれが縮小する時は、需要の増加に供給余力が縮小していることを示し、物価には上昇圧力がかかる。

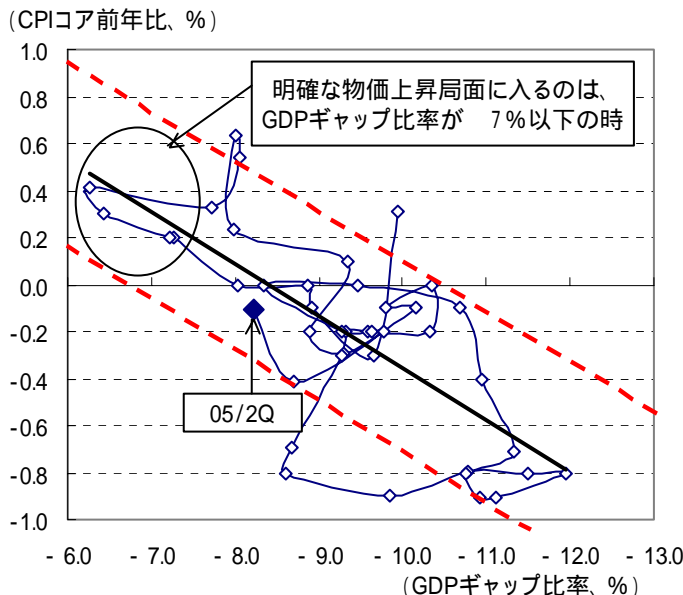
最初に、GDPギャップ比率（＝GDPギャップ÷最大稼働GDP）の推移を見ると、2002年に始まった今回の景気回復局面入り以降縮小が続いており、直近2005年4-6月期では8.2%と、既に2000年後半頃のITブーム期につけたピークを上回りつつある（図6）。



(資料)内閣府「国民経済計算」等により当部試算

しかし、GDPギャップ比率とCPIコア上昇率の関係を見ると、この水準のGDPギャップ比率に対応するCPIコア上昇率はほぼゼロである(図7)。勿論、この結果は幅を持って見る必要はあるが、少なくとも現時点では、物価上昇圧力が急激に高まっていく状態には至っていないことが示唆される。

図7 GDPギャップ比率とCPIコア上昇率の関係

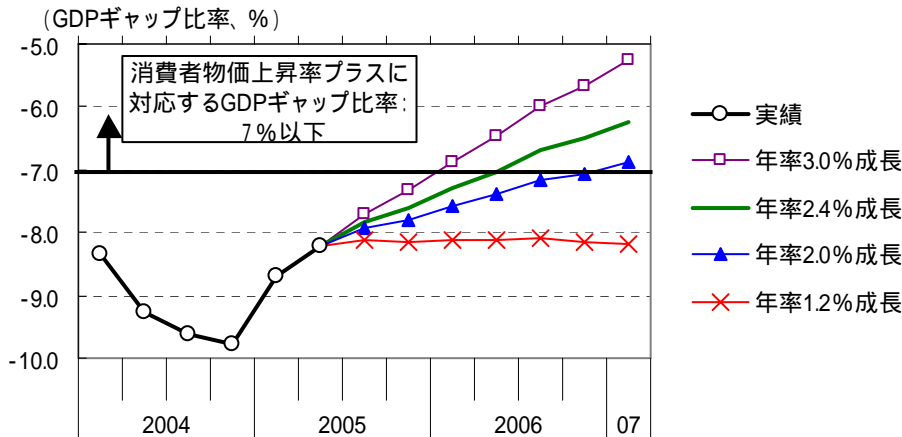


(資料)内閣府「国民経済計算」等により当部試算

図7からは、GDPギャップ比率が6～7%程度まで縮小すれば、これに対応するCPIコア上昇率は+0.3～0.4%前後となり、明確なプラス領域に入ることが読み取れる。そして、この程度の物価上昇圧力があれば、先に見たいいくつかのテクニカルな要因によってCPIコアが押し下げられても、なお上昇率プラスを維持できる可能性が高まる。

では、どの程度の成長率を維持すれば、安定的な物価上昇局面に入る水準までGDPギャップが縮小するのか、そのシミュレーションを行ったのが図8である。この結果から指摘できるのは、以下の点である。

図8 GDPギャップ縮小のシミュレーション



(資料)内閣府「国民経済計算」等により当部で試算

- ・ 年率 1.2%成長では、GDP ギャップ比率は殆ど縮小しない
- ・ 年率 2%成長では、GDP ギャップ比率は縮小に向かうものの、そのペースは緩やかなものに留まる。2006 年度中に 7%を明確に下回る水準までは縮小しない。
- ・ 年率 2.4%成長が続けば、GDP ギャップ比率は順調に縮小していき、2006 年度後半には 7%を下回る。

従って、2006 年度後半から複数の物価押し下げ要因が同時に顕在化しても、消費者物価上昇率がプラスを維持するためには、年率 2%（前期比 +0.5%）では十分とは言えず、これを更に上回る成長率の維持が必要という結論が得られる。

4. 年率 2%超の景気拡大はいつまで続くか

2005 年に入ってから日本経済は、2 四半期連続で年率 3%を上回る高成長を達成している。2006 年度までこのペースを維持しながら景気拡大が続けば、2006 年春先にも、量的緩和政策解除の 3 条件が全て揃うことになるだろう。

しかしながら、2006 年度にかけての景気動向については、当部はかねてから慎重な見方をしており、現在もそのスタンスを変えていない。

足許の高成長の要因としては、企業収益増加を背景として設備投資が増加したとともに、ボーナス増加などで所得回復を受けた家計が消費を増やしたことが大きい。つまり、企業収益の大幅な増加が原動力となって設備投資と個人消費が刺激され、内需中心の高成長が実現したという構図である。

では、その原動力となった企業収益の大幅増が、2006 年度に入っても続くだろうか。企業収益は既にかなりの高水準に達しており、これ以上増加する余地は小さくなっている。その上に原油価格上昇の影響が徐々に現れ、更には人件費の増加によってリストラによる利益捻出ができなくなっていることも踏まえると、2006 年度の企業収益伸び率は鈍化せざるを得ない。こうした状況では、収益増加に支えられていた設備投資の伸び率も、低下していくことは避けられなくなるだろう。

また設備投資には、期待成長率が高まらない中¹、ストック循環上の調整局面を迎えるというマイナス要素もある。2005 年以降、設備投資は前期比年率 10%を超える非常に高い伸びを示している（05/1Q：前期比年率 +12.8%、05/2Q：同 +15.4%）が、その増加ペースが速すぎる故に、ストック調整要因で頭打ちになる可能性が高いと見ている。

¹ 2005 年 4 月に内閣府から公表された「企業行動に関するアンケート調査」を見ると、2005 年調査における期待成長率は単年度・向こう 3 年・向こう 5 年のいずれも前年（それぞれ 1.4%、1.5%、1.6%）と全く変わっていなかった。

こうした中で、個人消費は下支え役を果たしていくと見られる。日銀短観（2005 年 9 月調査）では、企業は先行きの業績に慎重な見方をする一方で、従業員の不足感は強まると予測していた。この結果を踏まえると、今後企業収益の伸びが鈍化していく中でも雇用情勢（家計所得環境）が大幅に悪化することはなく、個人消費はある程度の伸びを維持できよう。

しかし、今年度のようにボーナスが所得を大きく押し上げるといったことは期待できない上に、増税・社会保障負担増²といったマイナス要因もある。このため、2006 年度にかけての個人消費は景気を下支える程度の役割を果たすことはできても、設備投資の伸び率鈍化を完全に補うには至らない。結果として、年率 2%を上回る経済成長率を維持するのは難しくなっていくだろう。

以上まとめると、最近の高成長と消費者物価の動きから、量的緩和政策の解除が近いという見方が強まってきた。しかしながら、2006 年度に入ってから消費者物価を押し下げる要因が複数存在することと、来年度にかけて景気拡大ペースが鈍化していくと見られることから、「春先」とされている量的緩和政策解除時期が、後ろ倒しになる可能性に留意しておくべきであると思われる。

（花田：hanadah@sumitomotrust.co.jp）

本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。

² 2005 年度の税制改正において決定した定率減税の半減によって、2006 年 1 月から所得税分、2006 年 6 月から住民税分が負担増となることが決定済み。更に、政府は定率減税全廃の方向で検討しており、これが実現すれば 2007 年 1 月から再び税負担が増える見通しである。また、これらの税負担増とは別に、毎年 10 月に年金保険料が 0.354% ずつ引き上げられて行く（労使折半なので、実際の雇用者負担増加分は 0.177%）。