

Economic Monitor

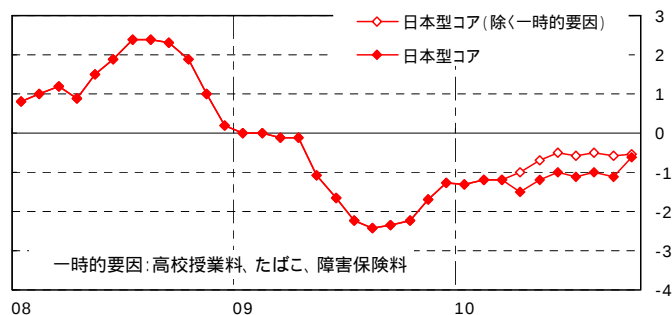
CPI が示すインフレ動向に改善の動きも先行きは慎重に見るべき

足元のインフレ率のマイナス幅縮小は一時的要因によるところが大きいものの、基調的な動きにも改善は認められる。但し、需給ギャップのマイナス幅が再び拡大する可能性が高いため、先行きは慎重に見るべきである。日銀が予想する 2011 年度のインフレ率プラスは困難だろう。

10 月の全国消費者物価指数 (CPI) は総合が前年比 0.2% (9 月 ▲0.6%) と 2008 年 12 月以来のプラスへ転じ、日本型コア (除く生鮮食品) は ▲0.6% (9 月 ▲1.1%) に、米国型コア (除く食料及びエネルギー) も ▲0.8% (9 月 ▲1.5%) へマイナス幅が大きく縮小した。こうした動きは後述するように一時的要因によるところが大きい。但し、一時的要因を除いたベースでもインフレ動向には改善が見られる点は認識する必要がある。

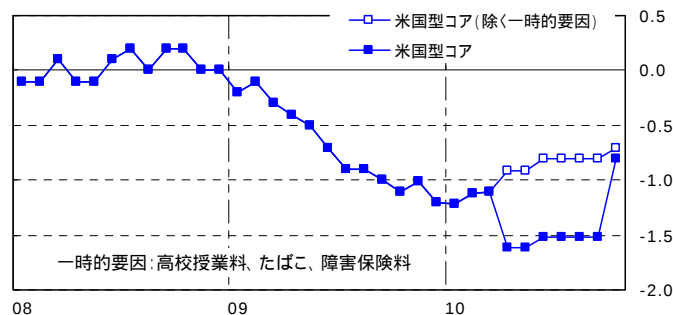
まず、総合前年比のプラス転化は、天候不順などの影響で生鮮食品価格が急上昇し、0.7%Pt も押し上げに寄与したためである¹。一方、日本型コアのマイナス幅縮小のうち 0.43%Pt はたばこ (0.28%Pt) と傷害保険料 (0.15%Pt) の値上げに伴うものであり、そうした一時的要因²を除くと 10 月は ▲0.52% (9 月 ▲0.59%) となる。同様に、米国型コアのマイナス幅縮小のうち 0.61%Pt はたばこ (0.40%Pt) と傷害保険料 (0.21%Pt) によるものであり、そうした一時的要因を除くと 10 月は ▲0.70% (9 月 ▲0.81%) と試算される。

全国：日本型コアCPI (前年比%)



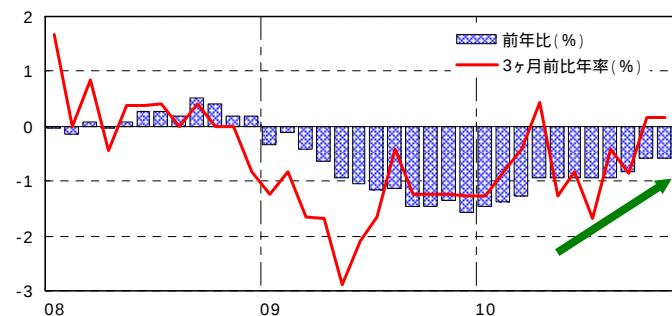
(出所) 総務省

全国：米国型コアCPI (前年比%)



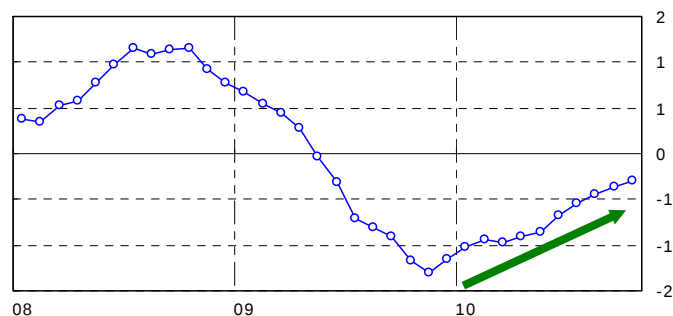
(出所) 総務省

東京都区部：米国型コア (除く一時的要因)



(出所) 総務省

全国：刈り込み平均CPI (前年比、%)



(出所) 総務省

¹ 総合 0.2% と日本型コア ▲0.6% の差は 0.8%Pt であり、0.7%Pt より大きい。これは端数処理などによる差異である。

² 加えて授業料無償化の要因も控除している。

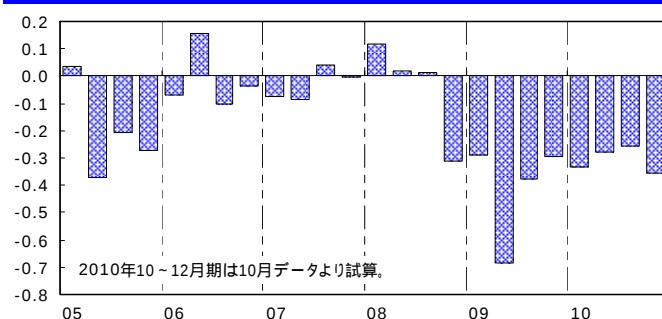
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠商事調査情報部が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

問題は、一時的要因を除いたベースで見たマイナス幅縮小の動き（米国型コア 9 月 ▲0.81% → 10 月 ▲0.70% など）が続くか否かだが、3～6 ヶ月程度という期間で見れば継続する可能性は高いと当社は判断している。その根拠の第一は、東京都区部の動きである。東京都区部の米国型コア（除く一時的要因）の前年比は 9 月 ▲0.8% → 10 月 ▲0.6% → 11 月 ▲0.6% と、10 月の動きが 11 月も維持された。瞬間風速に近い季調値（除く一時的要因）の 3 ヶ月前比・年率も 10 月と 11 月がともに 0.2% とプラスへ転じており、足元の改善は前年の裏による動きでもない。

根拠の第二は、刈り込み平均 CPI のマイナス幅縮小である。2010 年のように政策変更による一時的な変動要因が多く、また天候不順が生じると、特定品目を恣意的に控除して算出する上述の日本型コアや米国型コアではインフレ動向の把握が難しくなってくる。そうした場合に有用なのが、価格変動の激しい品目を一定の割合で機械的に控除して算出される刈り込み平均 CPI である。当社が試算している全国の刈り込み平均 CPI は 2009 年 11 月の前年比 ▲1.3% をボトムに改善へ転じ、2010 年 3 月 ▲1.0% → 6 月 ▲0.7% → 9 月 ▲0.4% → 10 月 ▲0.3% とマイナス幅の縮小が続いている。

3～6 ヶ月程度という短い期間で見れば、マイナス幅縮小の動きは継続する可能性が高い。しかし、より長い半年超のスパンで考えると、その持続性については慎重に見る必要がある。7～9 月期は前期比年率 3.9% の高成長となり、需給ギャップも大幅に縮小したが、10～12 月期にはマイナス成長へ転じる可能性が高く、来年 1～3 月期や 4～6 月期も低成長が続くと見込まれる。そのため、需給ギャップの改善は止まり、ラグをもって再びデフレ圧力が強まってくる。そうした動きを織り込んでか、需給ギャップに対して敏感に反応すると考えられる企業向けサービス価格指数（CSPI）は既に再下落の動きを示している³。10 月の CSPI は海外の商品市況の影響を色濃く受ける国際運輸を除いたベースで再び下落率が拡大した。また、企業や消費者の低価格志向に歯止めがなかったとも考え難い。短期的なインフレ動向は予想以上の改善を示す可能性があるものの、中期的な観点ではデフレ脱却が近づいたとは未だ言えない。日本銀行が見込む 2011 年度のインフレ率プラスが困難との認識に変更はない。

CSPI 総合（除く国際運輸、前期比、%）



(出所)BOJ

³ この議論の詳細は、11 月 19 日付「CSPI の下落継続が示唆するデフレ脱却の難しさ」を参照。