

Economic Monitor

インフレ指標で見べきはコアか総合か？

～ 新興国と欧米先進国、日本で異なる焦点 ～

足元の商品価格上昇を捉えて、コア CPI ではなく総合 CPI を見るべきとの議論はやや拙速。ただ、商品価格の上昇が続く下で、経済及び政治安定のために新興国では総合 CPI に配慮すべき割合が増しているのは確か。一方、構造問題と多大な需給ギャップを抱える欧米の先進国では寧ろコア CPI がインフレ率のトレンドを示す可能性が高いと中央銀行が判断。日本ではインフレ率予想の上方修正を中央銀行総裁が前向きに評価したが、その評価には疑問が残る。

消費者物価の総合指数を重視すべきとの主張

世界的に食料価格やエネルギー価格が再び上昇する下で、インフレ動向を把握し、先行きを予想するためには、消費者物価指数の何を見るべきかとの議論が再び活発となっている。食料やエネルギー価格の高騰が家計の実質購買力を損なうことが差し迫った問題であるにも関わらず、消費者物価指数の総合指数ではなく、食料やエネルギー価格を除く場合の多いコア指標¹を重視する中央銀行や政府はけしからんという過激な主張も一部にある模様である。それは一見、的を射た指摘に思われるが、結局のところ数年置きに繰り返される水掛け論に過ぎない部分も大きい。

総合指数を予想するためにコアを見る

そもそも何故インフレ動向を把握する必要があるのか。それは国民生活に大きく影響するからである。ハイパーインフレは言うまでもなく、価格変動があまりにも激しければ、人々の生活、つまりは投資行動や消費行動に関する決定が不安定化する。その際に重要なのは全体の価格動向であり、それを把握するために調査・算出されているのが消費者物価指数である。生産者ではなく消費者を対象とするのは、経済において消費が最大のウェイトを占め、生産段階の物価変動も最終的には反映されるからである。そうした目的に照らせば、消費者物価指数において最も重要なのは全体を集計した総合指数に他ならない。

それにも関わらず、コア指標なるものが計算され、かつ重視されているのは、総合指数にはノイズが多く含まれ、総合指数の動きだけでは、総合指数の先行きや基調変動(トレンド)を把握しにくいからである。昨年の日本の物価動向を大きく歪めた高校授業料の無償化や異常気象による生鮮野菜の高騰、たばこ値上げは代表的なノイズと言えるだろう。そうしたノイズの多くは前年比で考えれば、1年で消えるため、例えば高校授業料の無償化による物価下落をトレンド変化と誤認すれば、物価の先行きを見誤ることになる。つまり、総合指数の基調変動を把握し、先行きを予想するのが最終目的であり、その最終目的の一手段として、ノイズを含みにくいと考えられるコア指標が考え出され、用いられているのである。総合指数から基調変動が十分に把握できるのであれば、コア指標を見る必要などない。経済情勢が変化し、コア指標が総合指数の予想に役立たないとすれば、コア指標は有害ですらある。しかし、コア指標が総合指数の予想にとって有用であるならば、コア指標を否定する必要もない。従って、コア指標の重要性は経済構造の違

¹ ちなみに、食料やエネルギーなど特定品目を除外した指数のみがコア指標ではない。そうした特定品目の除外は恣意性が大きく、経済構造の変化にも対応できないため、現在は変動率の高い品目を一定割合(10%など)除外して変動率を計算する方法(刈り込み平均)や品目変動率の分布における中央値を用いる方法も、中央銀行や民間エコノミストは広く併用している。

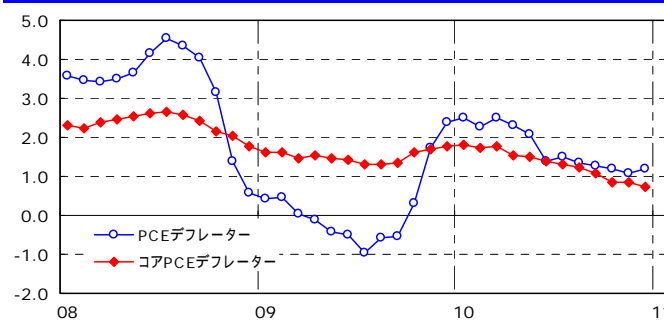
いや経済情勢の変化に依存することになる²。

経済構造で異なる中央銀行の姿勢

重視すべきインフレ指標が経済構造によって異なる点は、中央銀行の姿勢から読み取れる。伝統的に総合指数を重視するのは、先進国の中央銀行では ECB の立場である。欧州では、労働組合による賃上げ交渉を通じて物価変動が賃金引上げに反映される割合が大きく、エネルギー価格による変動であろうとなかろうと、その物価変動が基調として固定化されやすいためである。

一方、Fed は短期的には「食料とエネルギーを除いた PCE（個人消費支出）デフレーター」をコア指標として重視している。これは米国においてガソリン価格や食品価格が商品市況の変動に反応しやすく、ノイズとなりやすい点を踏まえた対応であろう。但し、長期的にはコア指標ではなく、CPI で言う総合に当たる「PCE デフレーター」の変動を最重要のインフレ指標としており、コア指標は短期的なメルクマールに過ぎない。実際、Fed が年 4 回公表している経済予想において、長期見通し（Longer run Projection）はコア指標について示されず、「PCE デフレーター」についてのみ公表されている。

米国のPCEデフレーター推移(前年比、%)



(出所)BLS

日本では、従来、エネルギーや食品価格が比較的安定していたため³、消費者物価の総合指数から生鮮食品のみを除いたものがコア指標として用いられてきた（いわゆる日本型コア）。但し、日本においてもガソリン価格の市況連動性が強まるにつれ、また昨今の商品市況高騰もあり、米国と概ね同じ「食料とエネルギーを除いた総合指数」もコア指標として市場やエコノミストの間では重要視されるようになってきている（米国型コア）。なお、日銀はFedと同じく、短期的にはコア指標（日本型コア）を重視するが、長期的には総合指数を物価安定の指標に用いており、擬似インフレーションターゲットである「物価安定の理解」が対象とするのは総合指数の伸び率である。

このように先進国だけを見ても、その国の経済構造や成り立ちに依存して、物価変動を把握するためにコア指標が必要か否か、またどのようなコア指標を用いるかは大きく異なる。そのため、単純にコア指標を重視しているのはけしからんというのは、乱暴な議論であろう。インフレ動向把握は、総合指数を最終的な予想対象として念頭に置きつつ、必要であればコア指標を用いて基調変動を把握するというのが基本となる。その上で、コア指標だけで不十分であればコア指標に含まれない物価変動（食品やエネルギー価格など）も、その持続性に留意しながら加味しつつ、総合指数の基調変動を把握することになるのである。

新興国ではコア指標に対する過信が政治的な安定を損なう

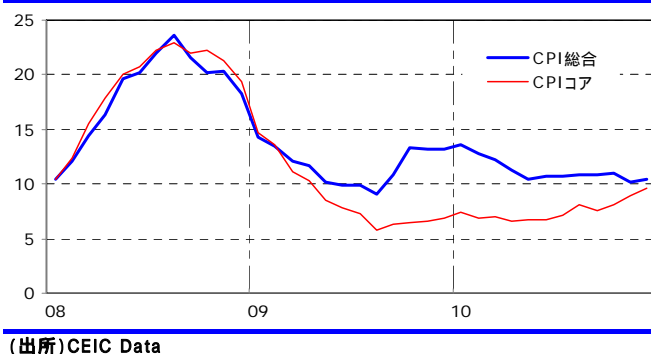
但し、世界的な経済構造が変化し、食料やエネルギーなどのコモディティ価格が長期的な上昇とトレンドにある可能性は否定出来ない。その場合にコア指標を過信し過ぎれば、経済や金融政策の運営に支障を来す。総合指数が長期的に上昇しコア指標が安定を続ける場合には、コア指標が総合指数に対する予測力を失っているのみならず、コア指標の大部分を占めるサービス価格ひいては賃金の上昇が遅れていること

² この観点から、従来コア指標算出に際し控除した品目を、経済構造の変化により再び戻し入れるという発想もありうる。

³ 総合指数の変化の方向性の予測力は「日本型コア」と「刈り込み平均」が幾分高いとの日銀レビューがある。

も意味する。つまり、家計の実質購買力が削がれているのである。実質購買力の低下が続けば、経済に歪みが生じるだけでなく、政治的安定も損なわれるが、それは消費支出に占める食料やエネルギーの割合が高い新興国においてこそ、生じる可能性が高い。エジプト騒乱には政治体制やインターネットの普及など様々な要因が作用しているが、多くのエコノミストが指摘する経済的な要因は一つが高失業、もう一つは高インフレである⁴。

エジプトのインフレ率(前年比、%)



構造問題を抱える先進国はコア指標を重視

逆に構造的な問題を多数抱える先進国は、コア指標を重視する姿勢を強めている。Fedのバーナンキ議長は2月3日の講演でコモディティ価格上昇をあえて無視してコア指標が示す低インフレを強調し、伝統的に総合指数を重視してきたECBのトリシェ総裁も現在の総合指数の上昇は一時的であり、総合指数の伸びはコア指標に回帰するとのスタンスを示している⁵。いずれも、家計の過剰債務や財政悪化など構造的な問題を抱え、かつ実態経済において多大な需給ギャップが残る下では、食料やエネルギー価格の変動が賃上げ交渉に反映される部分は少ないとの筋立てである。言い換えれば、総合指数の上昇を重視して金融を引き締めることが、欧米においては経済的にも政治的にも好ましくないということである。

日銀の物価予想引き上げは本当にデフレ脱却に向けた動きか？

日本はどうか。1月の金融政策決定会合にて、日本銀行は2011年度の消費者物価上昇率(生鮮食品を除く総合指数の前年比)の予想を0.1%から0.3%に引き上げた。決定会合後の公表文によれば上方修正の主因はコモディティ価格の上昇である。日本経済においてそこまでのパススルーが生じるのか疑問は残るが、それ自体は純粋な予想であり、何の問題もない。但し、気になるのは、そのインフレ率上昇に対する評価である。白川総裁は決定会合後の記者会見において、予想引き上げをデフレ脱却に近づくとして前向きな評価をしたようだが(記者にせつめられた感は否めないが)デフレ脱却という観点で前向きな評価をするためには物価上昇がサービス価格や賃金上昇にまで波及するという蓋然性が必要であろう。単なる食料品やガソリン、電気代の価格上昇に留まるのであれば、それは家計の実質購買力の低下に繋がるのみである。

【1月中間評価における政策委員の大勢見通し】

		実質GDP	CGPI	CPI
2010年度	1月	+3.3 ~ +3.4	+0.5 ~ +0.6	▲0.4 ~ ▲0.3
	中間評価	(+3.3)	(+0.5)	(▲0.3)
	10月 展望レポート	+2.0 ~ +2.3 (+2.1)	+0.7 ~ +0.9 (+0.9)	▲0.5 ~ ▲0.3 (▲0.4)
2011年度	1月	+1.4 ~ +1.7	+0.7 ~ +1.2	0.0 ~ +0.4
	中間評価	(+1.6)	(+1.0)	(+0.3)
	10月 展望レポート	+1.5 ~ +1.9 (+1.8)	+0.4 ~ +0.7 (+0.5)	0.0 ~ +0.3 (+0.1)
2012年度	1月	+1.9 ~ +2.2	+0.5 ~ +0.8	+0.2 ~ +0.8
	中間評価	(+2.0)	(+0.7)	(+0.6)
	10月 展望レポート	+2.0 ~ +2.4 (+2.1)	+0.3 ~ +0.8 (+0.6)	+0.2 ~ +0.8 (+0.6)

括弧内は政策委員見通しの中央値。

⁴ グラフに示したエジプトのCPIコアはエジプト中銀が算出しており、果物野菜と規制品(燃料を含む)が除かれている。なお、2010年7~9月期のエジプトの失業率は8.9%である。

⁵ 欧州全体では需給ギャップが残るとしても、労働組合の力の強いドイツ経済が好調なことは懸念される。ドイツにおいて大幅な賃上げが実現する可能性は否定出来ない。