

# Economic Monitor

## CPI はどちらに微笑むか

3月の米CPIはヘッドラインが高い伸びを維持する一方、コア指標は寧ろ伸びが鈍化した。こうしたCPIの動きはFed内のタカ派とハト派、双方の主張をサポートする。4月26~27日のFOMCではバーナンキ議長の初めての定例記者会見に注目が集まるが、FOMC参加者のインフレ懸念の変化を読み取るためにはインフレ見通しにも注意が必要である。

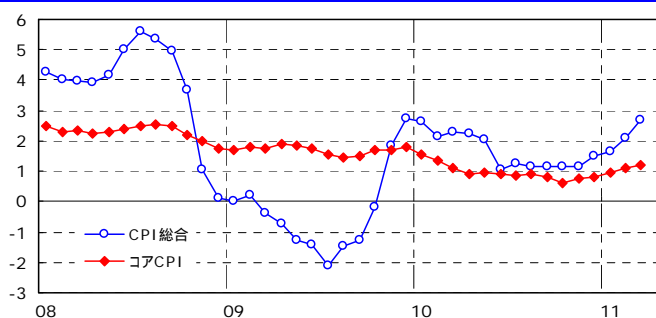
4月は26~27日にFOMCが開催され、バーナンキ議長が初めての定例記者会見を行う。当然ながらステートメントと記者会見に注目が集まるが、金融政策の先行きを占う上では同時に策定されるFOMC参加者による経済見通しも重要である。これまで経済見通しはFOMCから3週間後に公開される議事要旨と同時に示されてきたが、バーナンキ議長の記者会見実施に際し、ステートメントと同時に公表される可能性もあるだろう。少なくとも記者会見の際に、見通しに関する質疑応答は不可避である。見通しにおいて、注目されるのは成長率予想の下方修正度合いとインフレ見通しの上方修正度合いである(共に3月FOMCでスタッフ見通しは修正済)。FOMC参加者におけるタカ派とハト派の対立という観点では、特にインフレ見通しが鍵を握る。

CPI(ヘッドラインCPI)は2月に続き3月も前月比0.55%の高い伸びを記録し、前年比は2.7%と2009年12月以来の高水準に達した。4月も同じ前月比(0.55%)が続けば、2008年10月以来の3%台となる。

一方、コア指標はインフレ昂進を示していない。食料とエネルギーを除いたいわゆるコアCPIは前月比0.14%(2月0.20%)に減速し、前年比は1.2%に留まる。他のコア指標も刈り込み平均CPI(Trimmed-Mean CPI)が前月比0.2%(2月0.3%)に、CPI中央値(Median CPI)も0.1%(2月0.2%)に減速し、前年比もそれぞれ1.5%、1.2%に留まっている。4月のミシガン大調査による期待インフレ率は1年が4.6%(3月4.6%)に高い水準にあるものの、より重要な5年は2.9%(3月3.2%)と安定推移が維持されている<sup>1</sup>。

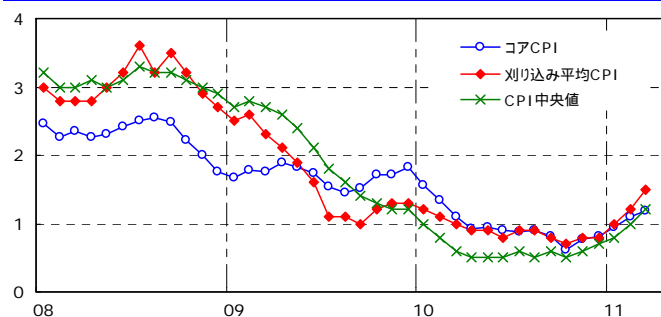
CPIの内訳を見ると、2月は幅広い品目で上昇率が高まり、インフレの広がりが懸念された。しかし、一転して3月は、住居(2月前月比0.3%→3月0.1%)や医療(0.4%→0.2%)、娯楽(0.3%→▲0.0%)、教育・通信(0.2%→0.1%)など多くの分類で伸びが鈍化し、2月の動きが一時的なものに過ぎない可能

### 物価動向の推移(前年比、%)



(出所)BLS

### インフレ率のコア指標の推移(前年比、%)



(出所)Department of Labor, Fed Cleveland

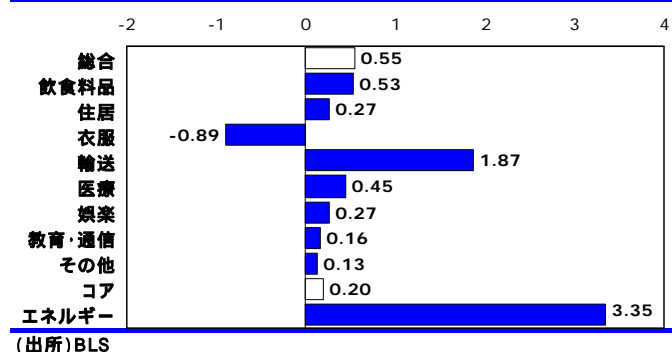
<sup>1</sup> ミシガン大調査における期待インフレ率は確報での改定が大き。4月は速報段階のため、2.9%には低下していない可能性がある。ただ、それでも、長期的に見て、5年のインフレ期待は安定が続いている。

性が示唆された。ヘッドライン CPI の高い伸びに寄与したのは飲食料品（2月 0.5% 3月 0.7%）とエネルギー（3.4% 3.5%）に限られる。

3月のCPIの結果は、タカ派とハト派の双方にとって都合が良い。タカ派はヘッドラインCPIの上昇をもってインフレ昂進に対する懸念を強調し、こうした上昇が続けば期待インフレ率の上昇が短期から長期へ波及していくとも主張するだろう。一方、ハト派はコア指標や長期の期待インフレ率の安定をもって、インフレ昂進のリスクは小さいとの論旨を展開する。いずれの主張も一定の説得力を有する。ただ、今のところは①サービス価格を左右する賃金の上昇ペースが加速せず、かつ②CPIにおいて上昇ペースが加速している品目が限定的な点から、当社ではハト派の主張がやや優勢と考えている。故に、Fedが早いタイミングで金融引き締めへ転じる可能性は低いとのメインシナリオを提示している。

但し、食料品やエネルギー価格の上昇がすぐに沈静化するとはとても言い難い。上昇が継続すれば、タカ派が主張するように長期の期待インフレ率の上昇に繋がり、コアCPIなどでも上昇が加速するリスクが高まる。そうしたリスクをFOMC参加者、とりわけタカ派にもハト派にも属さない中間派（バーナンキ議長や理事）がどの程度重視しているかを、読み取るためにインフレ見通しが重要である。見通しの中央値が大きく変化すれば言うまでもなく、中央値が変わらずとも予想値の分布変化によっては、金融政策の先行きに関する見方が変化することになる。

2月CPIの推移(前月比、%)



3月CPIの推移(前月比、%)

