

2012年8月31日 全8頁

物価関数でみる日本のコア CPI の動向と今後の見通し

予測の前提条件の影響を検証する

経済調査部 エコノミスト
長内 智

[要約]

- 日本銀行が2012年2月14日に事実上のインフレ目標である「中長期的な物価安定の目途」を設定した影響で、物価動向に対する関心が一段と高まっている。他方、日本銀行の物価見通しに対する批判的な意見が多い。本稿では、物価関数の推計によって、予測の前提条件などの情報を示した上で、日本の最近の消費者物価指数の動向と今後の見通しについて考察したいと考えている。加えて、予測の前提条件の置き方によって、物価見通しが大きく変わることを検証したい。
- 今回の推計した物価関数を基に、予測の前提条件を変更させて、インフレ率がどの程度変化するか検討した。デフレケースをみると、2012年度が前年度比▲0.1%、2013年度が同▲0.3%となり、デフレからの脱却が遠のくという結果が確認できる。一方、インフレケースでは、2012年度は前年度比+0.3%と小幅なプラス幅に留まるが、2013年度は同+0.9%と日本銀行のインフレ目途である「+1%」に接近する。
- 物価関数に関する考察で得られた結論は以下の3点である。第1に、足下の物価動向においてはGDPギャップの改善がプラスに寄与している一方で、企業物価が押し下げ要因になっている。第2に、基本ケースでは、コアCPIの先行きは、しばらく横ばいが続いてから徐々に上昇するものの、今後2年程度では日本銀行のインフレ目途である「+1%」には届かず、日本銀行の物価見通しと比べても低い結果になった。第3に、予測の前提条件を変更すると、物価見通しが大きく変わることを確認できた。

1. はじめに

長らくデフレに悩まされてきた日本経済において、2012年に入ってから物価動向に対する関心が一段と高まっている。これは、日本銀行が2012年2月14日に事実上のインフレ目標である「中長期的な物価安定の目途」を設定した影響が大きい。当時の金融市場の状況を振り返ってみると、日本銀行がデフレ脱却のために金融緩和強化へ一歩前進したとの見方が投資家の間で広がり、為替市場では歴史的な円高水準の修正が進み、株式市場は上昇傾向を強めた。その後、日本銀行のデフレ脱却姿勢に対する期待感が後退するなかで円安・株高効果は剥落したが、事実上のインフレ目標政策が導入されたことによって、それ以前と比較すると、金融政策の方向性を占う際に物価見通しの重要性が増したことは間違いない。さらに、政府が2012年7月末に取りまとめた「日本再生戦略」において、「我が国経済にとって当面の最大の課題であるデフレ脱却に向け、政府は日本銀行と一体となって取り組む」との一文が加えられたことで、政府の今後の政策評価を行う際にも、物価動向が重要な判断材料になっている。

日本の物価動向を概観すると、デフレ傾向は解消しつつあり、最近はやや横ばい圏で推移している。日本経済が内需主導の回復軌道を進めるなかで、マクロ経済の需給を示すGDPギャップが改善傾向にあることなどが背景にある。先行きについて、最新の日本銀行の「展望レポート」に対する中間評価（2012年7月12日発表）では、コアCPIの見通し（生鮮食品を除く総合）に関して、2012年度が前年度比+0.2%、2013年度が同+0.7%となっている¹。この見通しに対しては、民間機関の予測値より総じて強く、実現可能性は低いという評価が多い。さらに、日本銀行が、外部からの金融緩和圧力を避けるために強めの物価見通しを維持しているという意見もみられる。ただし、物価見通しというのは、①分析手法、②利用する変数、③前提条件の置き方、によって大きく変わることを踏まえると、日本銀行の物価見通しに対する批判的な意見が多くなる理由は、それらの情報が開示されていないこと、もしくは開示できないことにある。

そこで本稿では、物価関数の推計によって上記の情報を示した上で、日本の最近の消費者物価指数の動向と今後の見通しについて考察したいと考えている。加えて、予測の前提条件の置き方によって、物価見通しが大きく変わることを検証したい。なお、推計方法などのテクニカルな論点にまで踏み込むこともあるが、本稿の主目的は、そうした技術的な検証をすることではないという点に留意されたい。

2. 物価関数の推計

2-1 分析概要

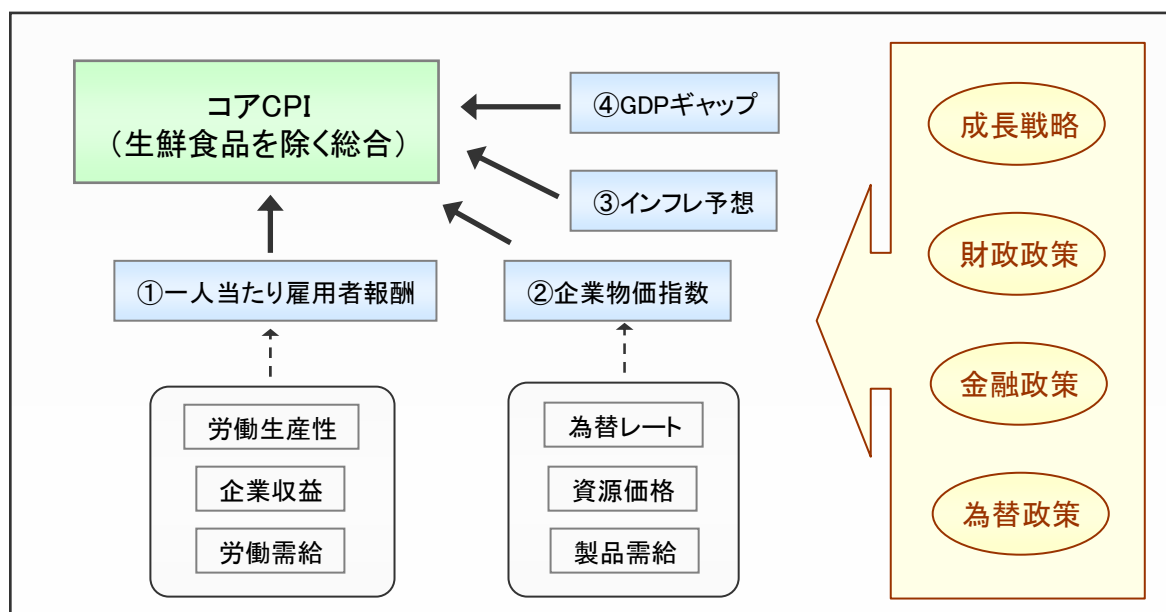
物価構造を分析するための統計的手法は複数があり、それぞれに一長一短がある。本稿では、構造を明示的に表しやすいというメリットを考えて、回帰分析によるベーシックな物価関数の推計を行うことにした。被説明変数で利用する物価指数として、コアCPIを用いた。説明変数

¹ 政策委員の見通しの中央値。

として、①一人当たり雇用者報酬（賃金・所得環境要因）、②企業物価指数（川上の価格要因）、③インフレ予想（消費者の期待要因）、④GDPギャップ（マクロの需給要因）、の4つを利用した。

一人当たり雇用者報酬については、労働生産性、企業収益、労働需給などの影響を受けると考えられる。企業物価指数は、為替レート、資源価格、製品需給などの動向に大きく作用される。こうした物価を取り巻く構図を簡単に示したのが図表1である。また、日本がデフレから脱却するために、政府・日本銀行は政策効果の具体的な波及経路を十分に検討して、有効な政策手段を講じる必要がある²。

図表1：物価を取り巻く構図



2-2 物価関数の変数に関する3つの論点

物価関数の推計結果を確認する前に、利用する変数に関して指摘されることが多い論点を3つ取り上げて検討を行いたい。第1に、被説明変数の物価指数の選択については、物価の基調を捉えるために、変動の大きい食料価格とエネルギー価格を除いた指数が好ましいという考え方がある。日本の消費者物価指数においては、通常コアコアCPIと呼ばれる、食料（酒類を除く）及びエネルギーを除く総合指数がそれに該当する。ただし、金融政策と物価指数の選択に関連する昔からの議論で指摘されているように、食料価格とエネルギー価格を除く指数も万能なものではない³。本稿では、日本銀行の展望レポートの物価見通しと比較できるという点を優先して、エネルギー価格が除かれていない、コアCPIを選択した。

² 政府・日本銀行に求められる具体的な政策対応については、熊谷亮丸他「第174回 日本経済予測」（2012年8月16日）で言及しているので、参照されたい。

³ 例えば、次の文献を参照されたい。Mishkin, F.S. (2007), “Headline versus Core Inflation in the Conduct of Monetary Policy,” speech at the International Transmission and Macroeconomic Policies Conference, HEC Montreal, Montreal, Canada.

第 2 に、物価変動に関する議論においては、「マネー（通貨供給量）」関連の変数を重視する立場の人がいる。彼らの主張のポイントは、マネーが増えるとインフレ率も上昇するというものである。特に、日本のデフレに関する議論においては、マネーの供給不足がデフレの原因と指摘されることが少なくない。ただし、①国際的にはマネーと物価の短期的な関係が弱いこと、②経済状況によってはマネーの供給増加が必ずしも物価上昇に結びつかないこと、③政策的にマネーをどの程度コントロールできるか不透明であること、などのような複雑な問題がある。実際、国際データを用いてマネーとインフレ率の関係をみると、マネーと物価の関係は長期的に強いが、短期的には弱いという結果が得られる（補論 1 を参照）。本稿では今後 2 年程度の比較的短期の物価見通しについても言及するため、今回はマネー関連の変数は利用せず、今後の検討課題としたい。

最後に、物価と賃金・所得の関係が強いことは非常に古くから知られているが、両者の先行関係については、国や時代によって異なる。例えば、かつて経済学者フィリップスは、フィリップス曲線の由来ともなった 1958 年の代表的な論文において、「貨幣賃金（Money Wage）の変化」に影響を与える要因の 1 つとして、「小売物価（Retail Prices）の変化」を挙げている⁴。つまり、賃金で物価を説明（賃金→物価）するのではなく、物価で賃金を説明（物価→賃金）しており、本稿の物価関数とは逆向きの関係となっている。そこで、日本の物価と賃金・所得の先行関係についてみると、日本においては賃金・所得が物価に先行するという傾向が確認できる（補論 2 を参照）。

2-3 推計結果

物価関数の推計結果と予測結果を示したのが図表 2 である。図表 2 中の注 1 で示したように、4 つの説明変数は少なくとも 5% で有意となった⁵。日本のコア CPI の動向を概観すると、今年の夏頃までデフレ解消の動きが続いたが、その後は横ばい圏で推移している。足下の物価動向について、各変数の寄与をみると、GDP ギャップが改善してプラスに寄与している一方で、企業物価が押し下げ要因になっていることが確認できる。前者は、日本経済が内需中心で緩やかな回復を続けてきたなかで、マクロ経済の需給バランスが改善したことが背景にある。後者は、国際商品価格の調整の影響による。

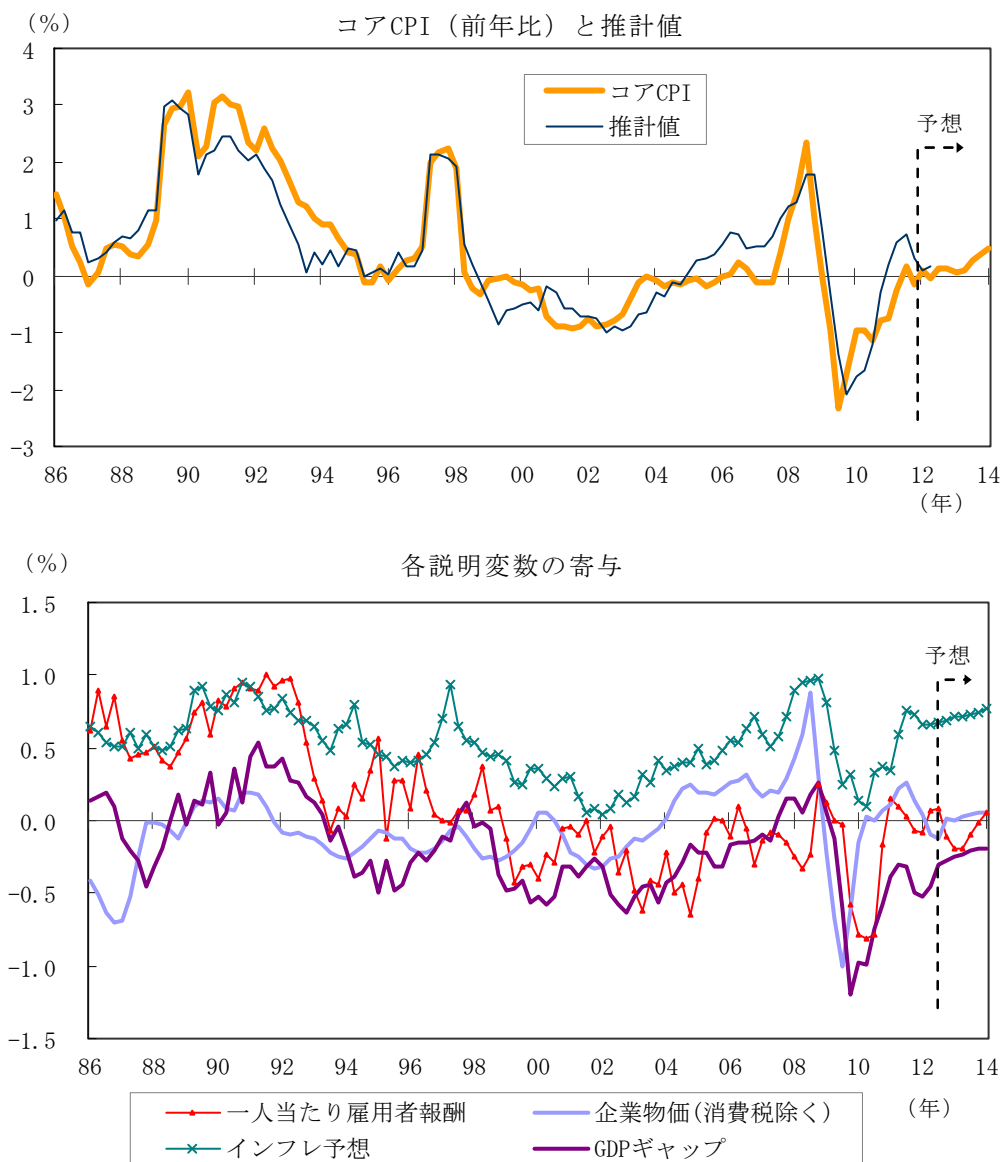
コア CPI の先行きについては、しばらく横ばいが続くものの、その後は徐々に上昇する見込みである⁶。ただし、今回の想定では、2014 年の 1-3 月が前年比+0.48% となり、日本銀行のインフレ目途である「+1%」には達しないという結果が得られた。これまで押し上げに作用してきた GDP ギャップの改善ペースが鈍化することが主因である。年度ベースの伸び率は、2012 年度が前年度比+0.1%、2013 年度が同+0.3% と日本銀行より弱めの結果となった。

⁴ A. W. Phillips (1958), "The Relation Between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1861-1957", *Economica*.

⁵ 一般に、コア CPI と企業物価指数の間には相互依存的な関係があるため、推計結果に内生性バイアスが生じている可能性がある。ただし、GMM 推計を行っても、4 つの説明変数は全て有意となった（図表 2 中の注 4）。

⁶ ここでの物価見通しは本稿限りのものであり、当社の「日本経済予測」の見通しとは異なる。

図表 2 : コア CPI 関数の推計



(注1) コアCPI (生鮮食品を除く総合) の推計式は以下の通り。

$$\begin{aligned} \text{コアCPI(前年比)} = & 0.20 \times \text{一人当たり雇用者報酬(前年比)} [-3] \\ & + 0.12 \times \text{企業物価(前年比)} + 0.01 \times \text{インフレ予想} [-1] \\ & + 0.15 \times \text{GDPギャップ} [-3] \end{aligned}$$

* 括弧内[]は先行期数。1989年度と1997年度に消費税ダミーを利用。
係数は企業物価が5%有意、他が1%有意。検定はNewey-West HAC標準誤差を利用。
自由度修正済み $R^2=0.84$ 。推計期間は1986Q1～2012Q2。

(注2) インフレ予想は、内閣府「消費動向調査」を基に大和総研作成。

(注3) 予想の前提は以下の通り。将来時点の一人当たり雇用者報酬、企業物価、実質GDPは、大和総研「第174回日本経済予測」の結果を利用した。インフレ予想は、同時点のコアCPIで回帰して外挿した。潜在GDPは、大震災前5年間(2006Q1～2010Q4)の成長率の平均値を用いた。

(注4) コアCPI (生鮮食品を除く総合) のGMM推計の結果は以下の通り。

$$\begin{aligned} \text{コアCPI(前年比)} = & 0.25 \times \text{一人当たり雇用者報酬(前年比)} [-3] \\ & + 0.17 \times \text{企業物価(前年比)} + 0.01 \times \text{インフレ予想} [-1] \\ & + 0.11 \times \text{GDPギャップ} [-3] \end{aligned}$$

* 係数はGDPギャップが5%有意、他が1%有意。
企業物価を内生変数。外生変数に、輸出物価(契約通貨ベース)、名目実効為替レート[-3]、日銀短観の国内での製商品・サービス需給判断DI (製造業) [-1]を用いた。
他の変数やサンプル期間等は全て注1と同じ。

(出所) 総務省、内閣府、日本銀行、財務省統計より大和総研作成

2-4 前提変更による影響

今回の推計した物価関数を基に、①一人当たり雇用者報酬、②企業物価指数、③インフレ予想、④GDPギャップ、の予測の前提条件を変更させて、インフレ率がどの程度変化するか示したのが図表3である。各説明変数について、(1)下振れ、(2)上振れ、の2つのパターンを設定した。また、全ての説明変数が下振れする場合を「デフレケース」、上振れする場合を「インフレケース」とした。デフレケースをみると、2012年度が前年度比▲0.1%、2013年度が同▲0.3%となり、デフレからの脱却が遠のくという結果が確認できる。一方、インフレケースでは、2012年度は前年度比+0.3%と小幅なプラス幅に留まるが、2013年度は同+0.9%と日本銀行のインフレ目途である「+1%」に接近する。このように、物価見通しというのは、前提条件次第で大きく変わるのである。

図表3：コアCPIの予測値

	基本ケース	デフレケース	インフレケース	一人当たり雇用者報酬		企業物価		インフレ予想		GDPギャップ	
				下振れ	上振れ	下振れ	上振れ	下振れ	上振れ	下振れ	上振れ
12年度	+0.1%	-0.1%	+0.3%	+0.1%	+0.1%	-0.1%	+0.3%	+0.0%	+0.1%	+0.1%	+0.1%
13年度	+0.3%	-0.3%	+0.9%	+0.2%	+0.4%	+0.1%	+0.5%	+0.2%	+0.4%	+0.2%	+0.4%

(注1) 基本ケースは、図表2のケース。

(注2) 一人当たり雇用者報酬の下振れは、雇用者報酬の変化率が基本ケースから▲1pt、上振れは+1pt乖離すると想定。

(注3) 企業物価の下振れは、企業物価の変化率が基本ケースから▲2pt、上振れは+2pt乖離すると想定。

(注4) インフレ予想の下振れは、基本ケースから▲5pt、上振れは+5pt乖離すると想定。

(注5) GDPギャップの下振れは、実質GDPの変化率が基本ケースから▲1pt、上振れは+1pt乖離すると想定。

(注6) デフレケースは4要因が全て下振れ、インフレケースは4要因が全て上振れのケース。

(出所) 総務省、内閣府、日本銀行統計などより大和総研作成

3. まとめ

これまでの物価関数に関する考察で得られた結論は以下の3点である。第1に、足下の物価動向においてはGDPギャップの改善がプラスに寄与している一方で、企業物価が押し下げ要因になっている。第2に、基本ケースでは、コアCPIの先行きは、しばらく横ばいが続いてから徐々に上昇するものの、今後2年程度では日本銀行のインフレ目途である「+1%」には届かず、日本銀行の物価見通しと比べても低い結果になった。第3に、予測の前提条件を変更すると、物価見通しが大きく変わることを確認できた。

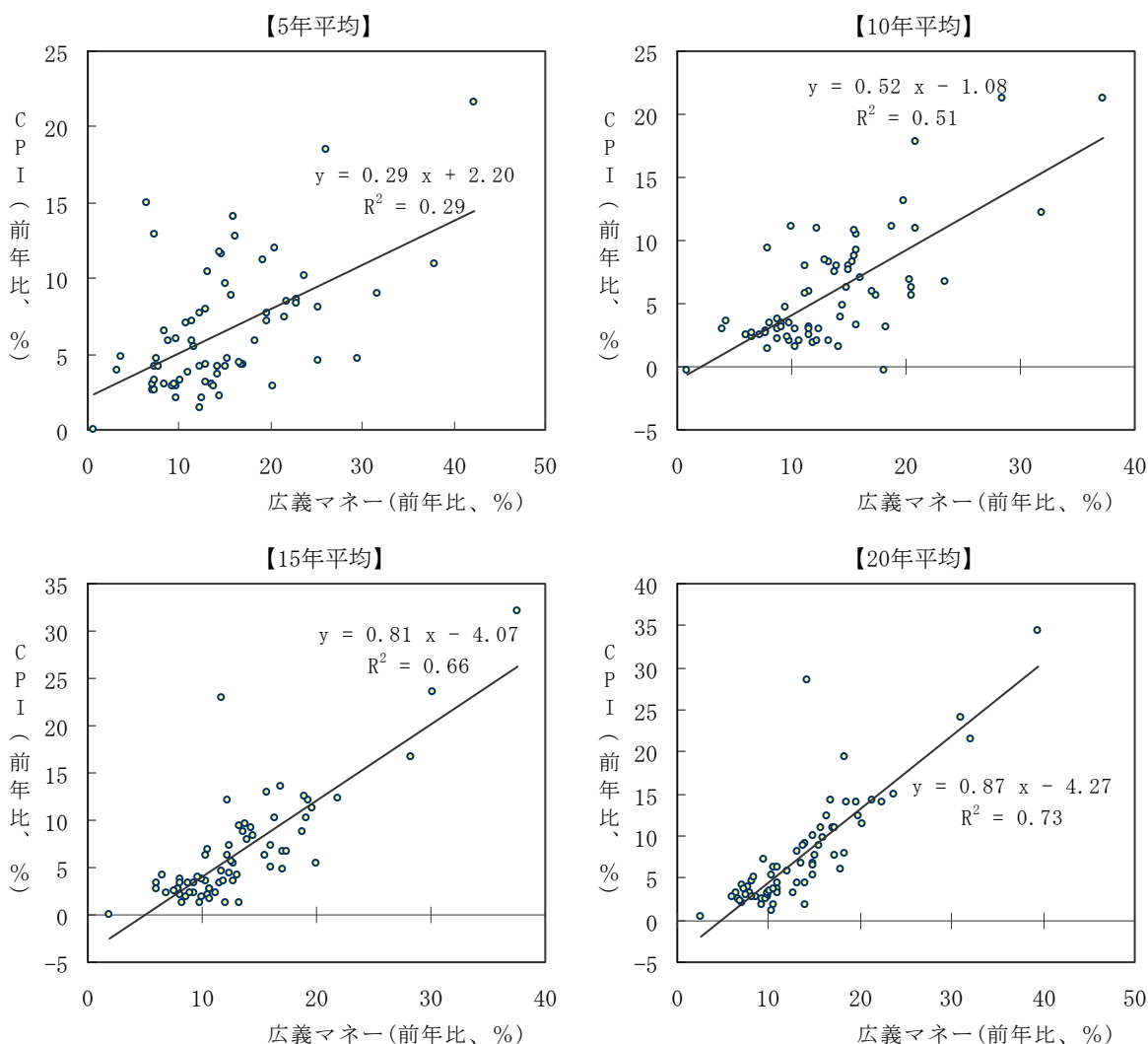
日本銀行の物価見通しは、金融政策の方向性を占う上で非常に重要な指標である。しかし、本稿の分析で示されたように、物価見通しというのは予測の前提条件によって大きく変わる。そのため、日本銀行の物価見通しを適切に評価するためには、可能な範囲内で前提条件などの追加的な情報開示が求められる。

<補論>

1. 広義マネーと物価の長期的な関係について

国際通貨基金（IMF）から得られる 68 ヶ国のデータに基づいて、広義マネーとインフレ率の国際的な関係を示したのが図表 4 である。この図表から明らかなことは、長期的にみると、広義マネーとインフレ率は正の相関関係が強いが、短期的な相関関係は弱いということである。その時間的な相関構造を詳細に示したのが図表 5 である。この図表から、①5 年程度までは広義マネーとインフレ率の相関係数は小さい、②20 年平均の相関係数の推移が上昇傾向にある、という 2 点が確認できる。後者が示唆することは、国際的にみると、広義マネーとインフレ率の長期的な相関関係は強まる傾向にあり、物価の長期構造分析においてはマネーを通じた経路も完全には無視できないということである。

図表 4：広義マネーとインフレ率(09 年基準)

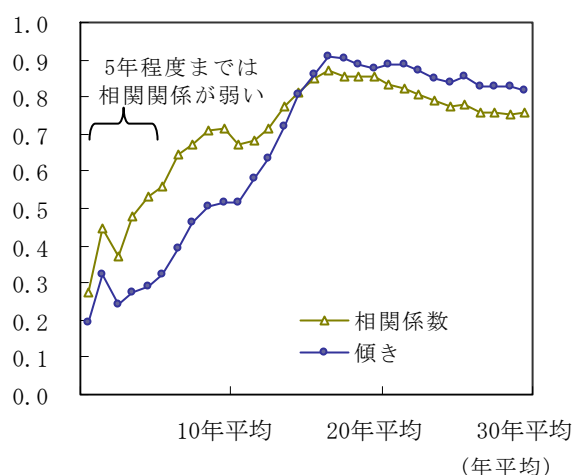


(注1) 広義マネーとCPIの前年比は68ヶ国のN年平均。

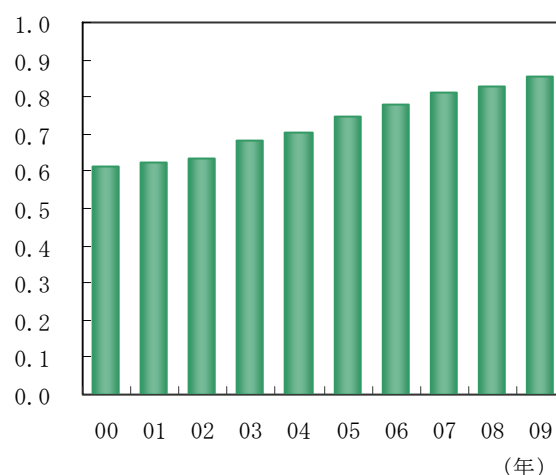
(注2) ここでのN年平均とは、2009年を基準とした過去N年間の平均値を意味する。

(出所) IMF統計より大和総研作成

図表 5-1 : 期間別の関係 (09 年基準)



図表 5-2 : 20 年平均の相関係数の推移



(注1) N年平均は2009年を基準とした過去N年間の平均値。

(注2) 傾きは、CPI(前年比)を広義マネー(前年比)で回帰したときの値。

(出所) IMF統計より大和総研作成

2. 賃金・所得とインフレの関係

一人当たり雇用者報酬とコア CPI の推移を示したのが図表 6 である。前者の変動が大きいことに留意が必要ではあるものの、総じてみると、前者が後者に 1 四半期程度先行する傾向があることを確認できる。

図表 6 : 一人当たり雇用者報酬とコア CPI の関係

