

## テーマ：インフレ経済の基礎知識

2013年5月28日(火)

～2%のインフレ率達成は相当困難も、インフレ率上昇→金利上昇とは限らない～

第一生命経済研究所 経済調査部

首席エコノミスト 永濱 利廣 (03-5221-4531)

(要旨)

- 消費者物価指数 (Consumer Price Index : CPI) は、ある時点の世帯の消費構造を基準に、これと同等のものを購入した場合に必要な費用がどう変動したかを示す。日銀が金融政策の判断材料として使用するほか、賃金、家賃や公共料金改定の際に使われる等、幅広く利用されている。
- 消費税率引上げ分が商品価格にフル転嫁されると仮定して、物価指数における非課税・免税品目のウエイトを用いた試算が日銀で行われている。これによれば、非課税等品目のウエイトが3割弱あるCPIでは5→8%で2.0%ポイント、8→10%で1.3ポイント程度押し上げることになる。
- 政府は今秋、景気の状態を見極めた上で増税を最終判断するが、来年4月に消費税率が現在の5%から8%に上昇することに対し、黒田総裁は消費増税を「除いて考える」としている。このため、仮にインフレ率が線形で改善して、2014年度末に2%に達成する経路を想定し、そこに消費税率引上げ分が商品価格にフル転嫁されると仮定すれば、2014年末には3%台のインフレ率が達成されることになる。
- 名目金利は「実質金利」+「期待インフレ率」で表され、これを「フィッシャー方程式」と呼ぶ。実際の名目金利は、これに「リスクプレミアム」を加えた説明をされることが多い。しかし経済理論的には、期待インフレ率の上昇分だけ名目金利が上昇するには完全雇用の条件が必要となる。このため、非自発的失業が存在する現在の日本の状況では直ちにフィッシャー効果は生じない。つまり、デフレで投機的動機に基づく現金需要が無限大となる流動性の罠の状況では、インフレ期待が生じても有り余った現金の多くが債券購入に回ることによって債券価格を支えるため、インフレ率が上昇しても金利が上昇するとは限らない。
- 輸入物価の急上昇もインフレ率に影響を及ぼす。ただ理論的には、輸入品価格の上昇は相対価格の変化に過ぎず、一般物価の上昇を示すインフレとは長期的に直接結びつかない。また、国内生産物付加価値の価格を表すGDPデフレーターの上昇を説明できない。資源や穀物の輸入価格が上昇しても、生活必需品の値上がり結びつけば消費者の購買力を低下させ、原材料費が上昇することから企業の利潤も減少させるため、賃金・購買力や利潤を拡張して好況を生み出すような一般物価の上昇であるインフレとは異なる。

※本稿は、週刊エコノミスト5月21日号への寄稿を基に作成したもの。

### ●CPIとは何か

・ どのような目的で、いつからどこが公表し始めたか。

消費者物価指数 (Consumer Price Index : CPI) は、世帯が購入する財・サービスの価格の平均的な変動を測定するもの。つまり、ある時点の世帯の消費構造を基準に、これと同等のものを購入した場合に必要な費用がどう変動したかを示す。

CPIは、第二次世界大戦直後の激しいインフレを計測するために、昭和21年から総務省が公表し始めた。その後、昭和27年から小売物価統計で調査された小売価格から指数を作成している。

物価は経済活動が活発となり需給がひっ迫すると上昇率が高まり、経済活動が停滞して需給が緩むと上昇率の低下や下落を起こす。このため、CPIは経済の体温計と呼ばれ、経済政策を進める上で重要な指標となる。家計調査やGDP統計の家計消費支出等を実質化するためのデフレーターとしても利用される。また、国民年金や厚生年金等では、物価変動に応じて実質的な給付水準を見直すことが定められており、この物価の動きを示す指標としても使われる。更に、日銀が金融政策の判断材料として使用するほか、賃金、家賃や公共料金改定の際に使われる等、幅広く利用されている。

#### ・具体的にどのように算出するのか。

CPIの作成に当たっては、まず世帯が購入する財・サービスのうち、消費支出の上で一定の割合を占める重要なものが品目として選ばれる。そして、家計消費支出の割合に基づいて指数の計算に用いる各品目のウエイトが決まる。なお、家計消費支出の割合は家計調査の結果等が用いられる。

各品目の価格は、主に小売物価統計調査によって調査したものが用いられる。そして、調査市町村別の平均価格を用いて個々の品目の基準年=100とした指数が計算され、これらが家計の消費支出に占める割合により加重平均され、中分類、10大費目、総合等の指数が計算される。

現在のCPIの基準年は平成22年だが、基準年は5年ごとに基準改定され、指数に採用される品目とそのウエイトは基準改定に合わせて見直される。平成22年基準で指数に採用された品目は沖縄品目を含むと588品目となる。尚、急速に普及して一定のウエイトを占めるに至った新たな財・サービスについては、基準改定以外の年でも品目の見直しを行うことになっている。

#### ・消費税がかかる品目とからない品目

消費税は、国内で消費される財・サービスに対して広く公平に負担を求める税金であり、原則として国内における全ての品目が課税の対象となる。

しかし、国内取引であっても消費に負担を求める税としての性質や社会政策的配慮から課税の対象としないこととされている品目があり、これを「非課税品目」という。特にCPIの品目の中では、教科書、民営家賃、持ち家の帰属家賃、私立高校授業料、診療代、自動車保険料（任意）、傷害保険料等がこれに当たる。

また消費税では、非課税取引のほかにも課税されない「免税品目」がある。特にCPIの品目の中では、価格の対象となる役務の大部分が免税取引となる外国パック旅行が該当する。

なお、物価への影響については、消費税率引上げ分が商品価格にフル転嫁されると仮定して、物価指数における非課税・免税品目のウエイトを用いた試算が日銀で行われている。これによれば、非課税等品目のウエイトが3割弱あるCPIでは5→8%で2.0%ポイント、8→10%で1.3ポイント程度押し上げることになる。

消費者物価指数における非課税・免税品目		
	ウェイト	主な非課税・免税品目
財	4	教科書
一般サービス	2137	民営家賃、持家の帰属家賃、私立高校授業料、外国パック旅行等
公共サービス	733	診療代、自動車保険料(任意)、傷害保険料等
消費税率が完全に転嫁された場合の消費者物価指数への影響		
2014年4月	5%→8%	2.0
2015年10月	8%→10%	1.3
(出所)総務省、日銀、国税庁		

### ・インフレバイアスとは何か

CPIは、家計が消費する財・サービスの組合せを固定し、その価格の時間的な変化を計測する。しかし、世帯が購入する財・サービスは、新しい財・サービスの出現や嗜好の変化等により変化するため、消費構造を長い間固定すると、次第に消費構造の実態と合わなくなり、上方バイアスが発生しやすくなる。

例えば、継続的に価格が下落するAと、あまり価格に変化がないBで物価が成り立つとする。消費者はBよりもAを買うようになり、その結果Aのウェイトは大きくなり、Bのウェイトは小さくなる。しかし公式の指数では、ウェイトは5年毎にしか更新されないため、価格下落が大きいAのウェイトの変化が反映されず、上方バイアスが発生する。

こうした上方バイアスに対応すべく、平成19年1月からは毎年ウェイトを更新して作成するラスパイレス連鎖基準方式によるCPIの月次結果が参考指数として公表されている。尚、平成17年基準の「生鮮食品を除く総合指数」前年比について、公式指数とラスパイレス連鎖基準方式による指数を比べると、両者の差は最大で0.3ポイントとなる。

表 「生鮮食品を除く総合指数」の前年比

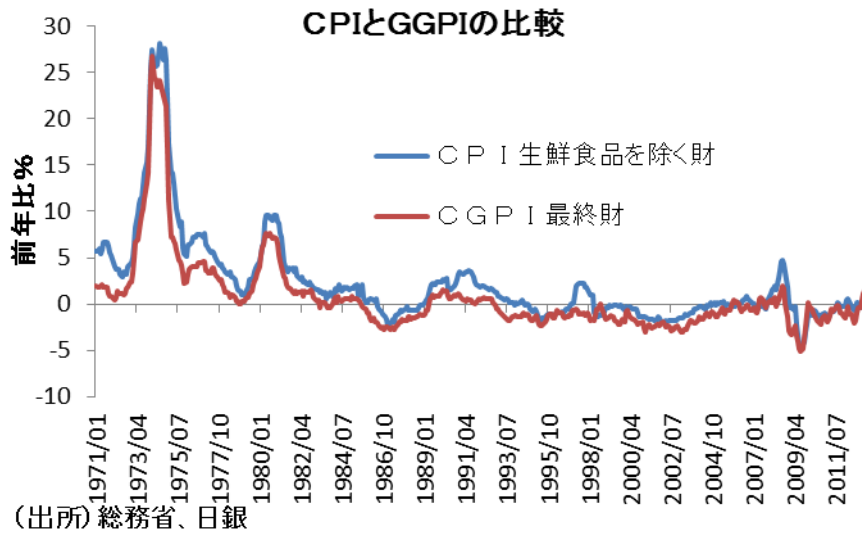
年	平成18年	19	20	21	22
公式指数(%)	0.1	0.0	1.5	-1.3	-1.0
(参考)ラスパイレス連鎖基準方式による指数(%)	0.1	-0.1	1.3	-1.5	-1.3
差(ポイント)	0.0	0.1	0.2	0.2	0.3

(出所)総務省

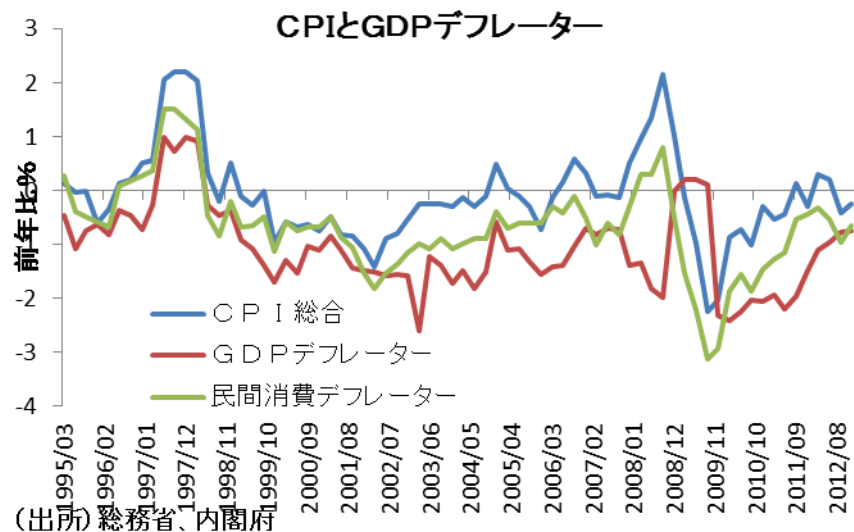
### ・企業物価指数やGDPデフレーターなどとCPIの関係

CPIには、企業物価指数(Corporate Goods Price Index: CGPI)が含まない授業料や家賃、外食等のサービス価格が5割以上含まれる。そして、サービスの価格は財に比べて人件費の割合が高いため、財の価格よりも変化しにくい。

また、CPIの対象財は世帯購入であり、企業間で取引される原油等の原材料や電気部品等の中間財、建設機械等の設備機械は含まない。従って、これらの財の価格が変動してもCPIには間接的にしか影響を与えない。このため、CPIの「生鮮食品を除く財」と国内CGPIの「最終財」が近い動きとなる。



一方、CPI と GDP デフレーターを比較すると、GDP デフレーターの下落幅が大きい。これは、CPI の対象が家計消費限定なのに対し、GDP デフレーターは設備投資等も対象となるためである。設備投資は品質向上が著しい IT 関連財の比率が高く、これらの下落の影響が大きい。また、石油製品等の輸入品の価格が上昇する中では、CPI はその分上昇するが、GDP デフレーターでは製品価格に転嫁されない限り下落に働くことも乖離の要因である。尚、CPI と家計最終消費支出デフレーターは近い動きとなる。



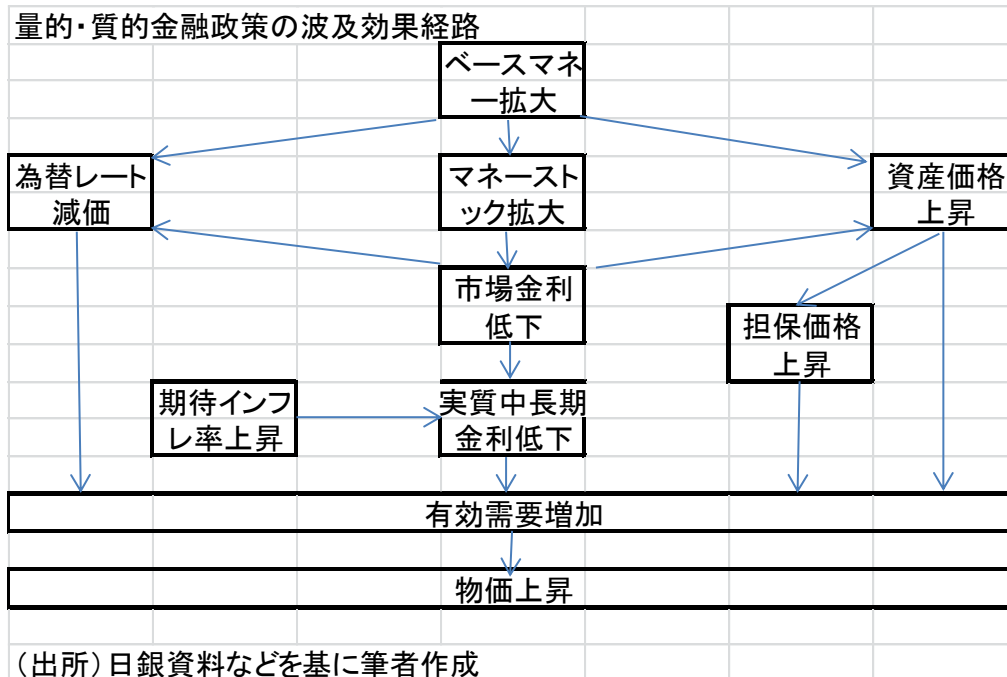
## ●金融緩和でなぜ、インフレになるのか

### ・金融緩和がインフレをもたらすメカニズム解説

現在、日銀が実施している量的・質的金融緩和は、ゼロ金利の状況下で、市場メカニズムに代わって中央銀行が直接的に金利形成に影響を与えようとするものである。具体的には、長い国債等を買うことによって、中長期金利形成に中央銀行が直接影響を与え、リスク性資産の購入は「資産価格」の形成に中央銀行が直接介入するものである。こうした手段は、市場に政策当局が介入する点で

異例の措置となり、非伝統的な政策手段とされている。

具体的な波及メカニズムとしては、ベースマネーの拡大により、①流動性（現金）の飽和に伴い、リスク資産等への需要シフトが生じて経済に好影響を与える、②中長期金利が低下して直接経済に好影響を与えるだけでなく、株価や地価などの資産価格が上昇することで支出行動を積極化させる、③中長期金利の低下に伴う為替レート下落を通じて純輸出や企業収益を改善させる、等の経路が考えられる。そして、経済成長率が潜在成長率を上回ることによって需給ギャップが改善すれば、CPIも緩やかに上昇に転じることになる。



## ●日銀が目標とする2%に消費税は除外されるのか

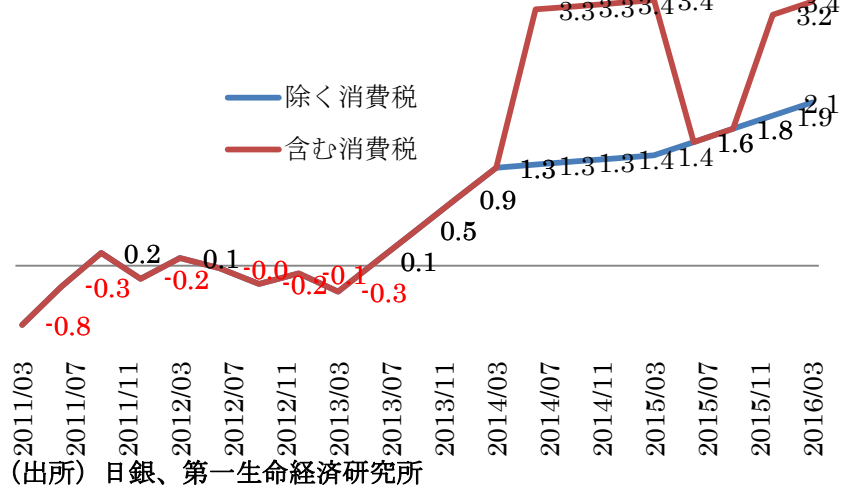
・除外されると、2015年春には生活者には目標の2%+消費税増税分（2%強）=4%強となるのか  
安倍首相の意向を受け、日銀は今年1月からCPIインフレ率を前年比2%上昇にする目標を掲げている。更に、3月20日に就任した黒田総裁は「2年を念頭に必ず達成する」と宣言している。

一方、昨年8月に成立した消費増税法案では、消費税率を14年4月に8%、15年10月に10%に引き上げることになっている。政府は今秋、景気の状態を見極めた上で増税を最終判断するが、来年4月に消費税率が現在の5%から8%に上昇することに対し、黒田総裁はインフレ目標について消費増税を「除いて考える」としている。

このため、仮にインフレ率が線形で改善して、2014年度末に2%に達成する経路を想定し、そこに消費税率引上げ分が商品価格にフル転嫁されると仮定すれば、2014年末には3%台のインフレ率が達成されることになる。

しかし一方で、我が国のインフレ率と失業率の関係を示したフィリップス曲線によれば、CPIインフレ率2%が達成される状態では失業率は2%代前半まで下がっていることになるため、労働需給の逼迫から家計所得の上昇も実現している可能性が高い。

## CPIインフレ率 2年後2%到達への経路



### ●金利と物価上昇率の関係

#### ・名目金利と実質金利の関係（長期金利＝実質長期金利＋期待インフレ率）

預金金利や住宅ローン金利等、我々が通常目にする金利を「名目金利」という。そして、名目金利は「実質金利」＋「期待インフレ率」で表され、これを「フィッシャー方程式」と呼ぶ。実際の名目金利は、これに「リスクプレミアム」を加えた説明をされることが多い。

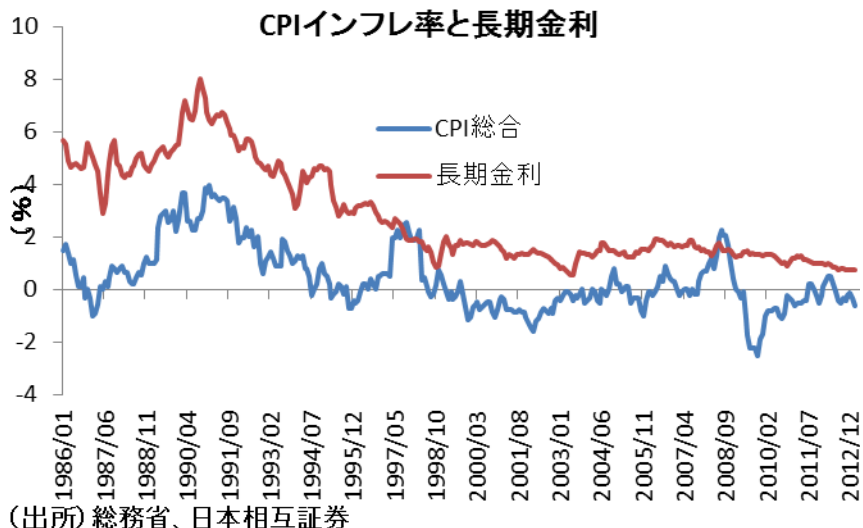
例えば、ある銀行の一年物定期預金金利が1%であったとすれば、この銀行に100万円を預金することで、1年後に101万円を手にする。しかし、この年のインフレ率が仮に1%であれば、定期預金で得た利息収入は物価上昇によって相殺され、実質的な収入はゼロになる。つまり、これは名目金利が1%、実質金利が0%、期待インフレ率が1%であることを意味する。また、仮に預金者が満期時に101万円がしっかり払い戻されないリスクを感じていれば、銀行は1%の金利では十分な預金を集められず、金利を引き上げざるを得なくなる。この上乘せされる部分がリスクプレミアムである。こうして、名目金利は、実質金利、期待インフレ率、リスクプレミアムから成り立つことになる。

#### ・CPIの前年同月比が上昇すれば、名目金利も上昇する？

期待インフレ率は、過去のインフレ率や日銀への信任度合いに左右される。このため、CPIの前年同月比が上昇すれば、名目金利の上昇圧力に繋がる。ただ、日銀は2年後に2%のインフレ率達成の目標を掲げ、各種の金融緩和の手段を活用してインフレ率の上昇に努めている。従って、金融政策が将来にわたって適切に運営されるとの期待が高まれば、CPIの前年同月比が上昇しなくても、人々の将来物価への期待が働くことで期待インフレ率は上昇する。

しかし、経済理論的には「名目金利＝実質金利＋期待インフレ率＋リスクプレミアム」の関係で、期待インフレ率の上昇分だけ名目金利が上昇するには完全雇用の条件が必要となる。このため、非自発的失業が存在する現在の日本の状況では直ちにフィッシャー効果は生じない。つまり、デフレで投機的動機に基づく現金需要が無限大となる流動性の罠の状況では、現金が有り余った状態であり、インフレ期待が生じても有り余った現金の多くが債券購入に回ることによって債券価格を支えるため、インフレ率が上昇しても金利が上昇するとは限らない。





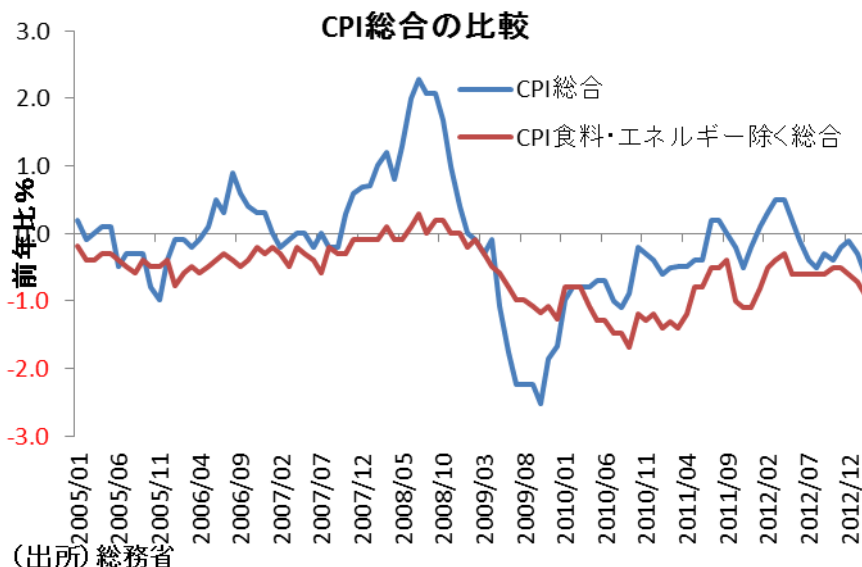
## ● 輸入インフレ

### ・ 円安が進む中で、輸入物価が急上昇し、インフレを加速させる構図は？

輸入物価の急上昇もインフレ率に影響を及ぼす。実際、2008年には世界的な商品市況の高騰により、CPI総合のインフレ率は2%を達成したことがある。

ただ理論的には、輸入品価格の上昇は相対価格の変化に過ぎず、一般物価の上昇を示すインフレとは長期的に直接結びつかないことや、国内生産物付加価値の価格を表すGDPデフレーターの上昇を説明できないこと等から、インフレが円安による輸入品の値上がりによって引き起こされる構図には否定的な見方もある。

そもそも、資源や穀物の輸入価格が上昇しても、生活必需品の値上がりに結びつけば消費者の購買力を低下させ、原材料費が上昇することから企業の利潤も減少させるため、賃金・購買力や利潤を拡張して好況を生み出すような一般物価の上昇であるインフレとは異なる。特に、交易条件の悪化を伴う輸入品の値上がりは経済に悪影響を与える。例えば、原油価格が上昇した場合、一時的には物価全体が上昇してインフレ傾向となるが、原油価格上昇により交易条件が悪化していると景気は下押しされ、インフレは持続不可能となる。



## ●CPI と株価や不動産価格との関連性

- ・一般物価の指数である CPI には、株や不動産など資産価格を反映するかしないか。

CPI も含めた通常物価指数には、株や不動産等の資産価格は反映されない。なぜなら、CPI は代表的な消費者の消費活動に関わる財・サービスの購入コストの変動を測るために作成されたものだからである。従って、フローとしての財・サービスとは異なるストックとしての株や不動産といった資産の価格を CPI に組み込むのは整合性に欠ける。このため、例えば資産としての家の価格は CPI に入らないが、家賃や自家使用を想定した帰属家賃は物価指数に入っている。つまり、家賃が含まれる CPI に、家自体の資産価格を含めると二重計上になってしまうのである。

一方、資産価格の動きは、物価を含む経済の先行きに関する期待を含むだけでなく、資産価格の変動が企業や家計、金融機関のバランスシートに影響を与え、それを通じて金融システムや実体経済活動に大きな影響を与える。更に、資産価格はしばしばバブルの発生とその崩壊を通じて物価安定を損なうリスクを孕んでいる。こうした側面から、資産価格と CPI の関連性は高いといえる。

