

## エネルギーを除くコア物価上昇の背景

発表日：2015年10月19日（月）

～ここが理論武装の最後の砦～

第一生命経済研究所 経済調査部  
担当 熊野英生 (TEL：03-5221-5223)

8月の消費者物価は、生鮮食品およびエネルギーを除く指数の前年比が1.0%にまで高まった。黒田総裁が「着実な物価上昇」と言っている論拠は、まさにこの指標にある。しかし、昨年秋からの円安が一巡すると、生鮮食品およびエネルギーを除く消費者物価の伸び率も鈍化する可能性がある。黒田総裁の強気が試されるのは、9月以降のデータで円安要因が剥落していくときである。現時点で、追加緩和の可能性は、依然として高い。

### 強気を支える物価展望が「最後の砦」

「生鮮食品およびエネルギーを除く消費者物価の前年比は、すでに1%を上回る水準まで上昇している」というのが、最近の黒田総裁の強気の論拠になっている。なぜならば、この物価指標で示すことで、景気が多少悪化しても、金融緩和の効果が浸透していることを立証したようになるからだ。物価指標をみれば万事うまく行っていることがわかるでしょう、と黒田総裁は言っているのだ。だから、どんな批判にさらされても、物価上昇は順調だという「最後の砦」から反論をすれば、金融政策は筋が通った申し開きができるという訳だ。

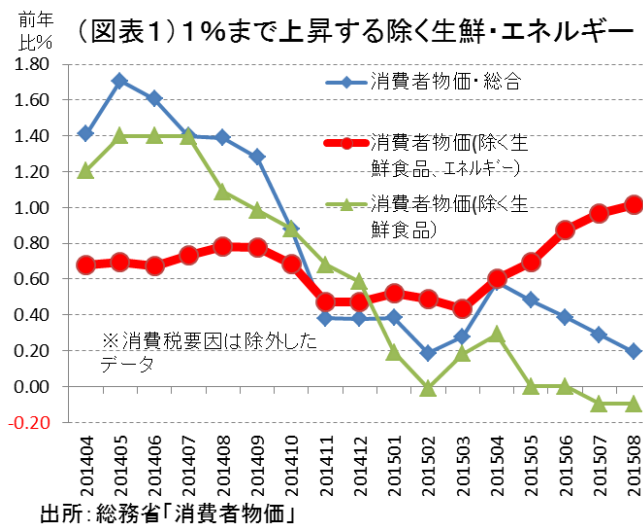
現在、通常のコア物価指数は、エネルギー要因の大きな下押し圧力にさらされて、ほとんど物価上昇を示していない。2015年8月のコア物価指数は前年比▲0.1%である。もっとも、黒田総裁の言うとおりに、2014年秋に大きく下落した原油要因が一巡してしまえば、現在のコア物価指数にみられる下押し圧力もなくなって、次第に生鮮食品・エネルギーを除く消費者物価指数と、コア物価の伸び率は似た動きになってくる。その理屈は、いかにも真つ当な評価に聞こえる。

### 食料品と耐久財の物価上昇

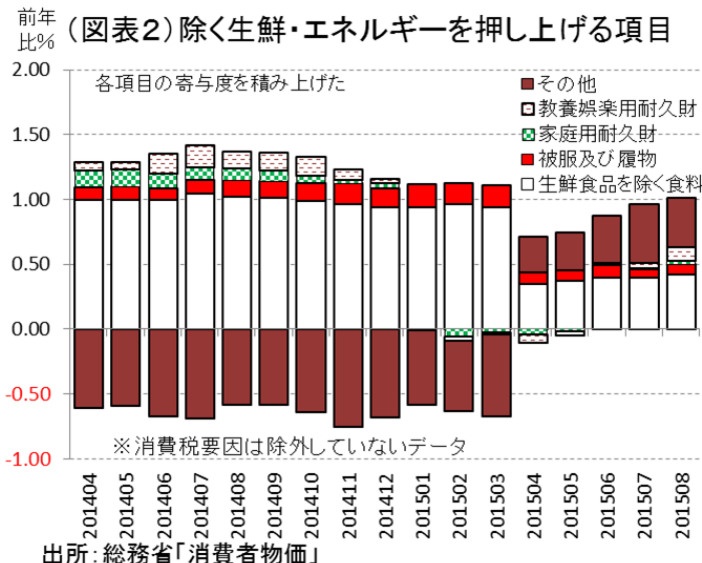
ところで、なぜ、生鮮食品・エネルギーを除く消費者物価指数の伸び率が高まっているのだろうか。果たして、この生鮮食品・エネルギーを除く消費者物価指数の伸び率が上昇していくことを所与の条件として、今後の物価上昇を考えてよいのであろうか。

まず、総務省「消費者物価」の伸び率を、中分類で寄与度別に分解してみると、生鮮食品以外の食料の伸び率が大きく寄与していることがわかる(図表2)。

(図表1) 1%まで上昇する除く生鮮・エネルギー



(図表2) 除く生鮮・エネルギーを押し上げる項目



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、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

全体の伸び率 1.0% (2015 年 8 月) のうち、生鮮食品を除いた食料価格の寄与度は 0.42% (生鮮食品を含むと 0.80%の押し上げ) である。内訳では、菓子類、調理食品、外食などの寄与度が目立っている。

最近の物価上昇で特徴的なのは、生鮮食料品の値上がりである。2015 年 1~8 月の伸び率の平均は 6.3%である (消費税要因を除く)。相次ぐ天候不順や農業被害によって、生鮮食料品の価格が上昇している。おそらく、食料価格の範囲でも、この生鮮食料の高騰の影響が及んでいるのだろう (図表 3)。

食料以外の分野では、家庭用耐久財、教養娯楽用耐久財、家事用品、通信費の寄与度が相対的に押し上げている。これらの分野をみて気がつくのは、最近の耐久財は輸入割合が高まっていて、円安の下で輸入物価上昇に押されて値上がりしている状況である。円安は、2014 年 9 月以降で進んでいるので、おおむね 2015 年 9 月以降の輸入物価は為替要因で押し上げられていた部分が剥落していくと考えられる。

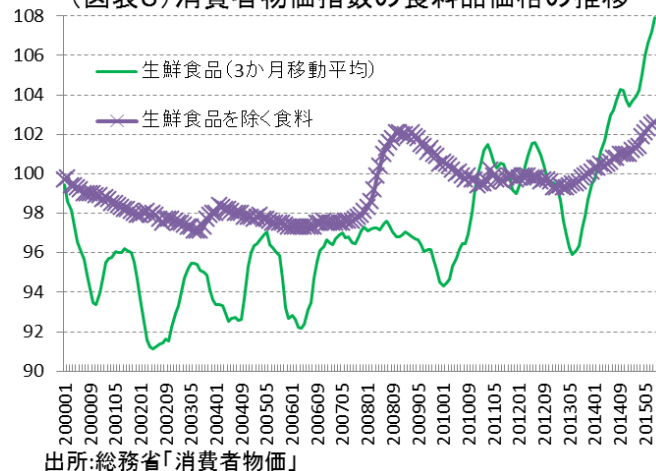
日銀は、暗黙のうちに秋以降も生鮮食品・エネルギーを除く消費者物価指数の伸び率が高まっていくことを展望しながら、“着実な物価上昇”を予想している。しかし、1 年前からの円安が一巡して、その効果が剥げ落ちていけば、除く生鮮食品・エネルギーの範囲でも物価上昇ペースが弱まっていく可能性もあり得る。例えば、輸入物価指数のデータはそれまでの上昇ペースが、2015 年 9 月になって急に鈍化する変化をみせている (図表 4)。こうした状況は、先々発表される 2015 年 9 月の消費者物価 (10 月 30 日発表予定) に現れていく可能性がある。

### 景気情勢からみた物価

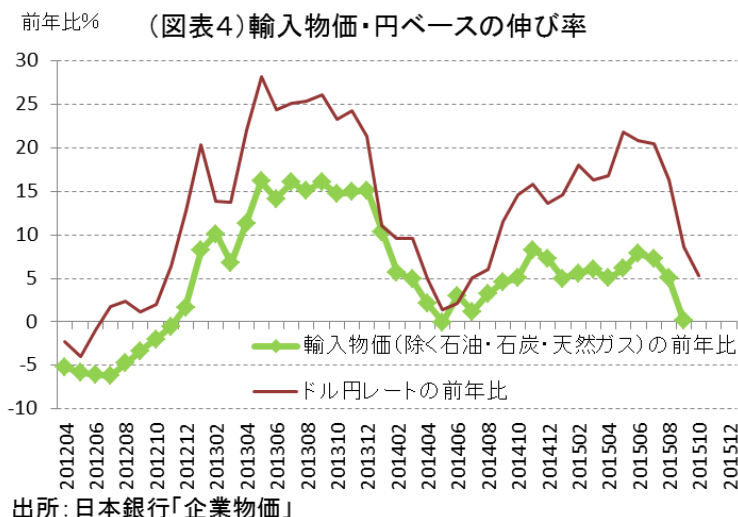
先行きの消費者物価の動きは、構成項目の積み上げだけではわからない部分もある。やはり、マクロ経済の需給要因に影響を受けて、需給がタイト化すれば物価上昇に向かい、緩和になれば物価下落することもある。

GDP ベースの需給ギャップの動きと、生鮮食品・エネルギーを除く消費者物価指数の伸び率を重ねてみると、最近までは同調的な推移をみせてきた (図表 5)。最近では、需給悪化しているのに、物価指標は上向きの推移を辿っている。

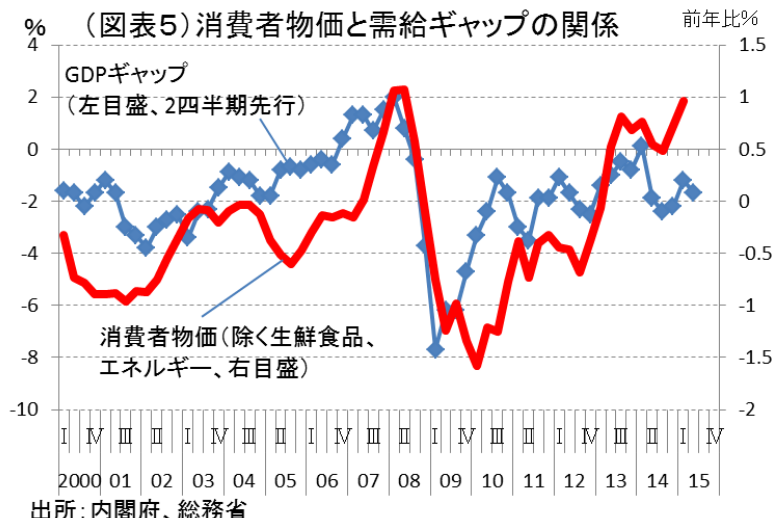
(図表 3) 消費者物価指数の食料品価格の推移



(図表 4) 輸入物価・円ベースの伸び率



(図表 5) 消費者物価と需給ギャップの関係



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、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

黒田総裁も、こうしたマクロの需給ギャップを重視しているので、7～9月のGDP統計の前期比がゼロないしマイナスになれば、潜在的な物価上昇圧力は弱まっていると認めざるを得なくなるだろう。9月の生産統計や、9月の家計調査の動向も、日銀の追加緩和を考える上では重要な指標になる。

筆者は、10月30日の政策決定会合で、追加緩和に踏み切る可能性は高いとみるが、その判断は直前に発表される生産・消費・物価指標によって大きく左右されると考えている。これまでの黒田総裁は、過去の生鮮食品・エネルギーを除く消費者物価指数の伸び率をみて、“着実な物価上昇”に自信を深めてきた。しかし、10月末のデータが思いのほか不振であると、黒田総裁は今までの物価展望を見直して、追加緩和の必要性を訴える可能性がある。