

# Weekly エコノミスト・ レター

## 【米国物価統計】

### 基礎から見直す米国物価統計 (FRBが注視する物価指標)

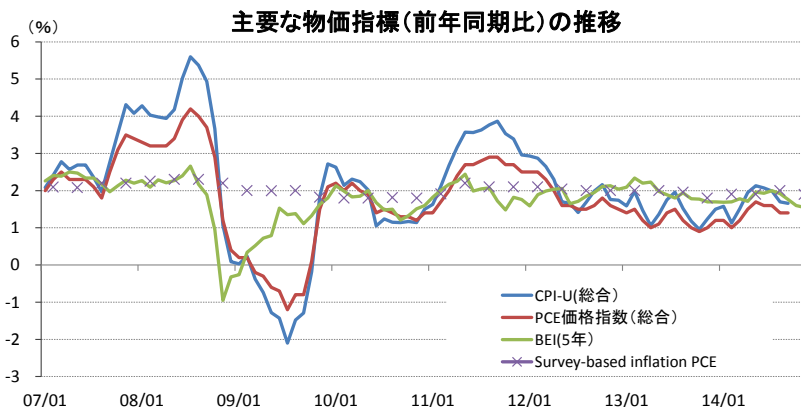
経済研究部 主任研究員 窪谷 浩

(03)3512-1824 kubotani@nli-research.co.jp

FOMCの声明文(10月28-29日分)では、物価動向について3通りの表現がみられた。本稿ではFRBが重視していると思われる物価指標について解説を行っている。

1. 声明文では、物価指数、市場が織込む期待インフレ率、サーベイに基づく長期の期待インフレ率について言及があった。FRBは足元の物価動向に加え、金融市場の参加者や経済専門家のインフレ予想(期待インフレ率)についても重視しているとみられる。
2. 物価指数としてはCPIやPCE価格指数が重要である。CPI、PCEともに消費者が購入する財・サービス価格の平均的な動きを示す。CPIに比べてPCEの方がカバーしている範囲が広く、より実態に近い指標である。いずれの指数でみても足元の状況はFRBの政策目標(2%)を下回っている。
3. 市場が織込む期待インフレ率としては、物価連動債の利回りを利用したブレイク・イーブン・インフレ率(BEI)が挙げられる。BEIは速報性に優れる反面、インフレ以外の要因で変動する可能性には注意が必要である。BEIは政策目標を下回っているほか、足元は低下基調が継続している。
4. サーベイに基づく指標ではフィラデルフィア連銀が集計している四半期毎のエコノミスト調査をとりあげた。長期のインフレ予想は安定しており政策目標に近い水準で推移している。これはFRBの金融政策に対する信頼も反映していると思われる。
5. 物価指数、期待インフレ率ともに物価が抑制された状態を示しており、FRBはインフレ率からは政策金利の引き上げを急ぐ必要はないと思われる。

(図表1)



(注)前年同期比

(資料)BLS、FRB、クレーブランド連銀、DataStreamより当研究所が作成

## 1. はじめに

米国経済は、欧州、日本経済に対する懸念が高まっているのとは対照的に、労働市場をはじめ景気回復を示す経済指標の発表が続いており、相対的な好調さが際立っている。しかしながら、好調な米国経済指標の中であって、緩慢な伸びとなっている指標の一つが物価である。

本来、物価が低下することは、所得が変わらない場合には、購入できる量が増える（実質購買力の向上）ことで、景気に好ましい面もある。しかし、日本が90年代以降経験したように、物価が継続的に下落するデフレに陥ってしまった場合には、経済が縮小してしまうほか、一旦デフレに陥った場合には、そこから抜け出すことが非常に困難である。このため、高すぎる物価と同様、低すぎる物価も問題であるとの認識が広く共有されている。

現在、多くの中央銀行が金融政策の政策目標として、物価目標を設定している。米国（FRB）は、長期的に達成すべき物価目標をPCE（個人消費支出）価格指数の前年比2%の水準に設定している<sup>1</sup>。このため、金融政策の決定に際しては、PCE価格指数の動向が非常に重要になってくる。もっとも、物価を測定する方法は、PCE価格指数に限らず、様々な方法が考案されており、物価を判断する上では、一つの指標だけでなく、他の物価指標も合わせて総合的に判断することが重要だ。

本稿では、FRBが注視しているとみられる物価指標について、代表的なものを取り上げ、ベーシックな部分から解説を行った。

## 2. FRBが重視しているとみられる物価指標

米国の量的緩和政策（QE3）の終了が決定された前回（10月28-29日）FOMCの声明文では、物価動向に関して、「インフレ率は長期的な目標を下回り続けている」、「市場が織込む（期待）インフレ率<sup>2</sup>は低下した」、「サーベイに基づく長期の期待インフレ率<sup>3</sup>は安定している」（下線は筆者）と、3通りの表現が使われた。それぞれどのような物価指標について言及しているのであろうか。最初の表現では長期的な目標に言及されているため、前述したPCE価格指数を指していることが明確であり、足元の物価動向について物価指数で評価しているとみられる。次に2番目の表現では市場が織込む（期待）インフレ率について言及されている。この場合の市場とは金融市場を指すことが多く、金融市場の参加者が見込んでいるインフレ予想と読みかえられる。この場合の期待インフレ率を示す指標としては、物価連動債（TIPS）の利回りを活用したブレイク・イーブン・インフレ率（BEI）が一般的に用いられる。最後の表現では、「サーベイ」という言葉が出てくる。サーベイとは、複数の人の回答を集計したものを指すが、FRBが声明文で使用する場合には、経済に詳しいエコノミスト等の専門家の予想を集計したものを指すことが多い。このため、最後の表現はエコノミスト等の専門家が予想する長期の期待インフレ率を指しているとみられる。

このようにFRBは物価動向を判断する際に、足元の物価動向のみでなく、金融市場の参加者や経済専門家による将来のインフレ率予想等、様々な指標を注視していることが分かる。これら3種類の物価指標に、最も一般的な物価指標である消費者物価指数（CPI）を加えた4指標について推移をしめした（前掲図表1）。図表1をみると、指標毎に水準や変動の仕方が異なっているのが分かる。次章以降

<sup>1</sup> FRB “Statement on Long-Run Goals and Monetary Policy Strategy”(January 28,2014)

<sup>2</sup> 原文では、“Market-based measures of inflation compensation”

<sup>3</sup> 原文では、“survey-based measures of longer-term inflation expectations”

ではこれら代表的な指標を取り上げ、それぞれの指標の計測方法などについて概説を行うほか、足元の状況についても確認する。

### 3. 物価指数（CPI、PCE価格指数）

物価動向をみる指標で最も一般的なものは物価指数である。物価指数の説明をする前に、ここで改めて計測すべき「物価」について考えてみよう。経済統計における物価とは、個々の財・サービスの価格である個別価格（相対価格）とは異なり、これらをまとめて全体としての動きを捉えた「一般物価」のことを指す。一方、全体の動きを示す「一般物価」を直接観察することはできないため、観測できる個々の財・サービスを一定の基準によってまとめたバスケットを作成し、個々の財・サービスを一定のルールに従って加重平均することで、バスケットの価値の変化を計算して全体の動きを把握する。これが物価指数である。物価指数は、バスケットの作成基準や加重平均の仕方により、様々な種類があり、利用目的により選択される物価指数は異なっている。FRBをはじめ中央銀行が重視する物価指標は消費者が購入する財・サービスの価格変化を捉えた消費者物価（CPI）やPCE価格指数である。FRBは前述の通り、PCEを政策目標に採用しているが、FRB以外の中央銀行では消費者物価指数を採用している国が多く物価指数を理解する上でCPIは避けて通れないことから、ここではCPIについても概説を行う。

#### ① 消費者物価指数（CPI）

消費者物価指数（CPI）は、都市部で生活する家計が購入する財・サービス価格の平均的な変化を示したもので労働統計局（BLS）が毎月発表している。CPIには、対象とする世帯の違いで、すべての消費者を対象にしたCPI-U（人口の約87%をカバー）と、そのうちの賃金労働者世帯のみを対象としたCPI-W（同約32%をカバー）の2種類の統計が発表されている。通常、CPIと言った場合には、CPI-Uを指すことが多く、本稿でも特別の記述がない場合にはCPI-Uとして論じる。

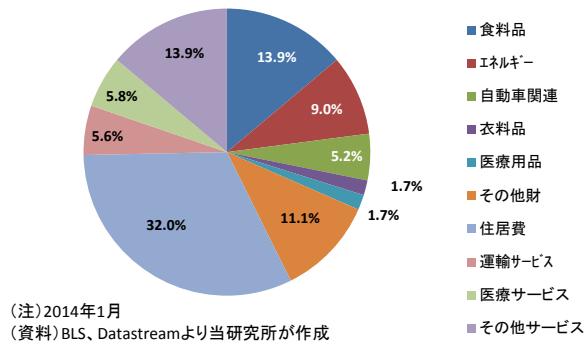
CPIのバスケットを構成する財・サービスの選定は、消費支出調査に基づいて決定される。同調査は毎年実施され、およそ7,000世帯に対し、四半期毎に消費パターンについての面談調査が実施されるほか、とくに食料品等、高い頻度で購入する品目については、別のおよそ7,000世帯に対して日々の支出を2週間に亘って記録してもらった形（日々記録）で調査している。なお、バスケットの選定に際しては2年分の調査をみて決定しているため、バスケットの基準となる調査世帯数は、面談調査が合計2万8千世帯、2週間の日々記録調査がおおよそ6万世帯に上る。現在のバスケットは、2011年と12年に実施された調査が基になっている。

次に、選定に基づき毎月およそ8万品目に上る価格データが収集される。個々の財・サービス価格から加重平均するための各品目のウェイトは、毎年1月（発表は翌2月）の購入額に応じて決定され、1年間はそのウェイトを固定する。このように物価指数を計算する際に基準時点のウェイトを使用して計算する指数をラスパイレックス指数という。今年の主要項目別のインデックスウェイトを示した（図表2）。

バスケット全体の動きをみたものは総合指数と言われる。総合指数以外に、特定の項目を除いた指数もよく使われる。とくにエネルギーや食料品は価格変動が大きく（図表3）、その動きに総合指数が振らされてしまうことがある。このため、物価の趨勢をみる際には、これらエネルギーや食料品を除いた指数はコア指数と言われ、総合指数と同様に重視される。

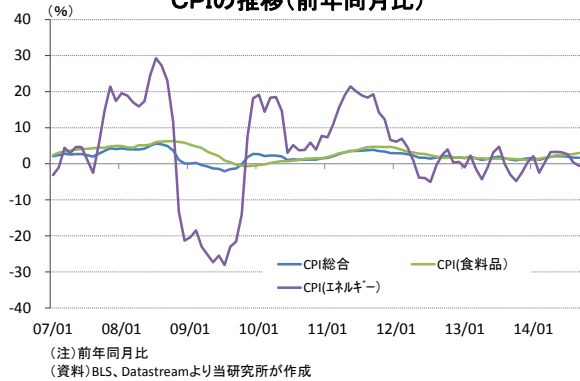
(図表 2)

CPIの主要項目別インデックスウェイト



(図表 3)

CPIの推移(前年同月比)



物価は通常は変化でみられるため、CPIを用いて物価動向をみる場合には、前年同月からの指数の変化をみるのが一般的である。また、より短期的な動きをみたい場合には、気候要因などの影響を除いた季節調整済の指数を使って前月からの変化をみる場合もある。

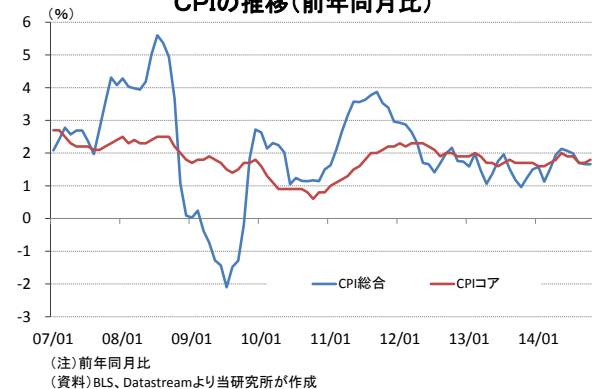
一方、CPIの問題点としては、実際の物価よりCPIが高く出してしまう上方バイアスの問題がある。実際の消費行動では価格の上がった商品の購入を控え、代わりに安い価格の購入を増やす代替効果が観測されるが、CPIでは基準時点のウェイトが固定されている(ラスパイレ指数)のため、このような効果が反映されないためである。このため、CPIはウェイトを変更するタイミングで従前の物価上昇率から下方修正されることが多いことに注意が必要である。

11月20日に発表されたCPI(10月)は、前年同月比+1.7%と、前月(同+1.7%)と変わらず、食料品とエネルギーを除いたコアCPIは、前年同月比+1.8%と前月から小幅上昇となった。CPIとコアCPIの動きが異なっているのは、コアCPIには価格が下落したエネルギー(同▲1.6%)が含まれていないためである。

CPIでは6月以降、コアCPIでは5月以降FRBの目標水準である2%を下回って推移している。

(図表 4)

CPIの推移(前年同月比)



## ② PCE価格指数

PCE価格指数は、経済分析局(BEA)が毎月発表している、個人の財・サービスの消費金額の統計である、個人消費支出(PCE)統計を基に作成される。PCEもCPIと同様、基本的に消費者が購入する財・サービスの平均的な価格変化を示しているものの、PCEには消費する主体として個人以外に非営利組織も含まれている点異なる。また、対象とする財・サービスについても、CPIが自分で支出した金額のみを含むのに対して、PCEはより幅広く捉えている。具体的には、健康保険等を使って医療サービスを受けた場合に、CPIでは自分で支払った分だけしか考慮されない一方、PCEでは会社が負担した分も含まれる等の違いがある。このため、PCEの方が消費主体、消費対象ともにCPIより幅広くなっているのが特徴である。

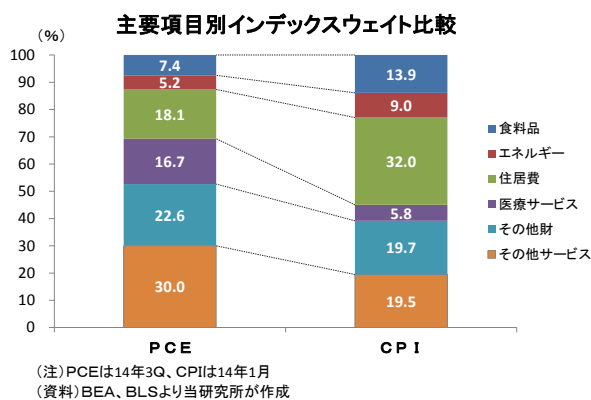
また、計算方法についてもCPIと異なっている。CPIが基準時点のウェイトで計算するラスパイレ指数であるのに対し、PCEは直近(比較時点)のウェイトで計算するパーシェ指数とラスパイレ

ス指数の幾何平均（互いに掛けて平方根をとったもの）から得られるフィッシャー指数である点が異なっている。C P Iの項でラスパイレス指数の上方バイアスについて述べたが、フィッシャー指数であるP C Eは、上方バイアスを緩和させることができるため、C P Iより優れていると言われる。このため、F R BがC P IではなくP C Eを政策目標にしていることも頷ける。

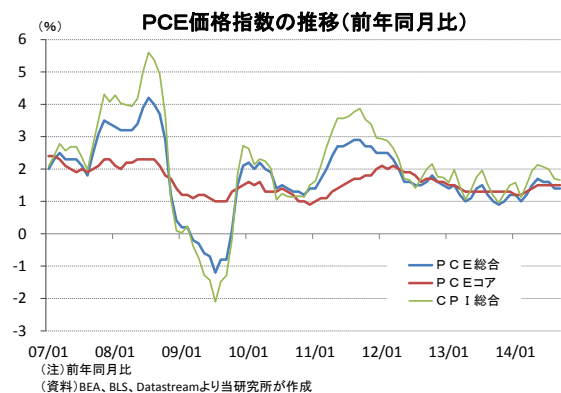
主要な項目のインデックスウェイトをP C EとC P Iで比較してみよう（図表4）。これをみるとP C Eインデックスでは、先程述べた通り、医療サービスの比率が16.7%とC P I（5.8%）に比べて大幅に高くなっていることが分かる。一方、住居費についてはC P Iのウェイトが高いことが分かる。

次に、P C EとC P Iの前年同月比の推移をみてみよう。これをみると、P C Eの変動がC P Iに比べて穏やかとなっているほか、C P Iに比べて上方バイアスの影響を受け難いことから、C P Iより低い水準で推移していることが分かる。P C Eの趨勢をみる場合には、C P I同様食料品とエネルギーを除いたコアP C Eで分析するのが一般的である。

（図表5）



（図表6）



直近（9月）のP C E価格指数は、前年同月比で+1.4%、コアP C Eは同1.5%となっており、前月（+1.4%、+1.5%）と同水準である。P C EはC P Iより低い伸びとなるため、F R Bが目標とする2%までの乖離がより大きくなっている。

## 4. 市場が織込む期待インフレ率（B E I）

前章では、足元の物価動向を把握するための指標である物価指数をみた。中央銀行が金融政策を決定する際には、足元の物価動向だけでなく将来のインフレ予想（期待インフレ率）の動向も重要となる。中央銀行が期待インフレ率を重視する理由としては主に、①経済活動に影響がある実質金利の水準を重視することと、②賃金や価格設定行動に影響を与えることで実際に物価を変動させる、ためである。実質金利とは名目金利から期待インフレ率を減じたもので物価を加味した金利水準である。経済活動における意思決定においては、名目金利ではなく実質金利が重要となる。

期待インフレ率を計測する方法としては、これから説明する金融市場で取引される金融商品の価格から期待インフレ率を逆算する方法と、実際に将来のインフレ予想を回答してもらうサーベイ調査が一般的である。ここでは前者の市場が織込む期待インフレ率としてのブレイク・イーブン・インフレ率（B E I）について説明しよう。

ブレイク・イーブン・インフレ率は、通常の米国債と物価連動国債（T I P S）の利回りの差として求められる。物価連動国債の略字のT I P Sとは、Treasury Inflation Protection Securitiesであり、物価連動国債は、インフレに対して一定の耐性をもつ債券である。具体的にはC P Iが発行時点から変

化した場合に元本金額が増減して調整するスキームになっている。すなわち、CPIが上昇した場合には、元本金額もそれに従って増加するため、クーポンレートを掛けた後の実際の利払い額も増加することで、物価上昇の影響を抑制する仕組みである。このように市場で取引されるTIPSの利回りは、そのようなスキームを反映し、通常の債券利回り（名目利回り）に期待インフレ率を反映した実質利回りとなっている。このため、残存期間が同じ債券の利回りからTIPSの利回りを引くことで期待インフレ率が求められる。BEIはTIPSの利回りを活用するため、リアルタイムで指標を把握できる所に特徴がある。

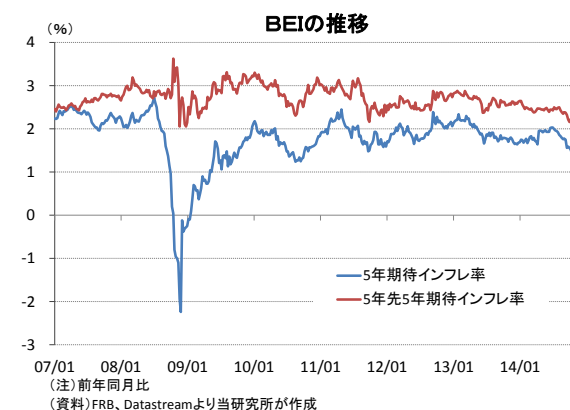
もっとも、BEIで期待インフレ率を計測することについては問題点が指摘されている。すなわち、市場で取引されるTIPSの利回りには、厳密には期待インフレ率以外にもTIPSの需給や流動性等による要因も反映されていることである。このため、TIPSの需給や流動性がインフレ見通し以外の要因で変動する場合でも、期待インフレ率に変動したようにみえてしまう。とくに金融危機のような市場流動性が極端に低下する場面では、流動性プレミアムが急上昇することで実際の期待インフレ率が変わっていないにもかかわらず、BEIが大幅に低下することで、実際の期待インフレ率を過小評価する可能性には留意が必要だ。

市場で取引されるTIPSの償還までの期間に応じ、様々な期間のBEIを算出することが可能である。一方、FOMC議事録では、期間5年の期待インフレ率と5年先の5年後期待インフレ率について言及されており、この期間を重視しているようだ（図表6）。

これらの推移をみると5年期待インフレ率に対して、5年先5年期待インフレ率の変動が穏やかであることが分かる。とくにリーマン・ショックが発生した08年後半以降に乖離が顕著になっている。

これには前述した流動性プレミアムの拡大も影響しているとみられる。水準をみると5年先5年期待インフレ率が5年期待インフレ率より高い水準で推移しているのが分かる。

（図表7）



## 5. 専門家が見込む長期の期待インフレ率

最後に、専門家が見込む長期の期待インフレ率をみてみよう。専門家の見通しを集計する調査としては、毎月公表されるブルーチップ経済予測調査と四半期毎に発表される専門家調査（Survey of Professional Forecasters）がメジャーだ。前者は1976年からエコノミストを対象に月次で調査が実施されており、物価に関してはCPI、GDPデフレータの見通しが集計されている。もっとも、長期間の予測については、年に2回（3月、10月）のみ調査されている。

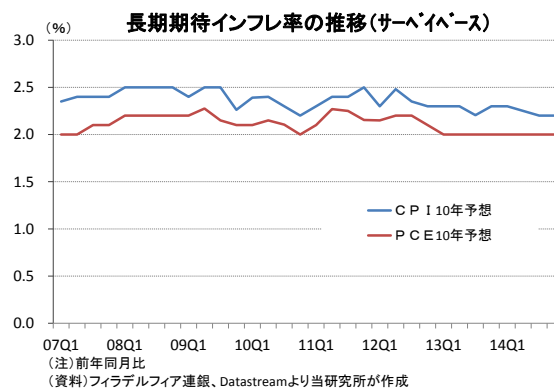
一方、後者は1968年から四半期毎に実施されており、フィラデルフィア連銀が集計している。物価に関する予想は、CPI、PCEともに総合指数とコア指数の両方について、短期（今後2年程度）および長期（10年）の見通しが示されている。FOMCの声明文で触れられている長期の物価予想はこの調査を指していると思われる。

フィラデルフィア連銀がまとめているサーベイについて長期のインフレ見通し(CPI、PCE)を示した(図表6)。長期期待インフレの推移をみると、他の物価指標に比べて変動が穏やかになっているのが分かる。

F R Bは12年1月に物価目標を導入したが、PCEの長期予想レートがF R Bの物価目標である2%近辺で安定していることは、物価目標の導入によって将来の期待インフレ率が目標水準を意識したためとみられる。すなわち、インフレ率が

目標を超える局面ではF R Bが金融引締めを通じて物価を下落させ、逆に下回る局面では金融緩和を実施するという政策期待が働いている。こうしてみると物価目標の導入が将来の物価水準を安定させる効果があったとみられる。また、逆にこの結果は、エコノミストがF R Bの金融政策に一定程度信頼を置いていることを示しているとみられる。

(図表8)



## 6. まとめ

これまで、F R Bが金融政策を決定する上で重視していると思われる物価指標について簡単にみてきた。F R Bは物価を判断する際に、物価指数による足元の物価動向の確認に加え、将来のインフレ予想についても注視していることが分かった。

また、足元の物価水準はF R Bの目標とする水準を下回っており、市場が見込む期待インフレ率も低下基調を示すなどインフレ加速の兆候はみられない。実際、足元の状況はインフレ抑制的な要因が多い。すなわち、ガソリン価格をはじめとするエネルギー価格の下落に加え、米ドルが強くなっているほか、労働賃金の上昇も緩慢であることから当面米国の物価が上昇する要因は見出し難くなっている。もっとも、労働市場では雇用者数が増加する「量」の回復が継続しているため、今後回復が賃金に波及するのか注目である。

F R Bは10月下旬に量的緩和策(QE3)を終了したが、保有する債券の残高を当面維持する方針を示しており、緩和的な金融政策は持続している。今後の金融政策の焦点は政策金利の引き上げ時期に移っているが、これまでみたようにインフレが政策目標を超えて大幅に上昇する可能性については考え難いことから、F R Bは政策金利の引き上げには相当程度慎重な判断を行う可能性があると考えている。当研究所では来年9月に政策金利引き上げを開始すると予想している。

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。