

2013年1月23日
日 本 銀 行

「物価の安定」についての考え方に関する付属資料^(注)

^(注) 本文書は、1月21、22日開催の政策委員会・金融政策決定会合で決定された「金融政策運営の枠組みのもとでの「物価安定の目標」について」に関連して、「物価の安定」についての考え方の背景を説明する付属資料である。

1. 「物価の安定」とは何か

「物価の安定」は経済や国民生活の基盤である。日本銀行は、日本銀行法に定められているとおり、「物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資すること」を理念として、金融政策を運営している。この理念に照らして、「物価の安定」を概念的に定義すると、「家計や企業等の様々な経済主体が、財・サービス全般の物価水準の変動に煩わされることなく、消費や投資などの経済活動にかかる意思決定を行うことができる状況」である。そうした円滑な経済的意思決定を可能とし、経済の持続的な成長と整合的な「物価の安定」は、特定の物価上昇率を短期的・一時的に実現することではなく、やや長い目でみて持続可能なものでなければならない。

この点、日本銀行が四半期毎に実施している「生活意識に関するアンケート調査」によると、8割程度の国民は、性別、年齢、職業を問わず、一貫して物価上昇は望ましくないと回答しており、国民は単に物価が上がるという状態を望んでいる訳ではない（図表1）。この調査結果は、国民が望んでいる「物価の安定」とは、雇用の増加と賃金の上昇、企業収益の増加などを伴いながら経済がバランスよく持続的に改善し、その結果として物価の緩やかな上昇が実現する状態であることを示唆している。

2. 「物価の安定」の数値的表現

物価情勢を点検していく際、物価指数としては、国民の実感に即した、家計が消費する財・サービスを包括的にカバーした指標が基本となる。この点、速報性を備えている消費者物価指数（総合）は引き続き重要である。

消費者物価の動向を点検するに当たっては、様々な指標を総合的にみることであり、基調的な変動を見極めていく必要がある。すなわち、やや長い目でみれば、各種の指標は総合指標と同じ動きになると考えられるが、その時々においては一時的な変動要因により異なった動きとなり得る。こうした一時的な変動要因を取り除いた基調的な変動を捉えるための指標として、わが国では、これまで、消費者物価指数の「除く生鮮食品」や「10%刈込平均値」が¹、総合指数のトレンドの捕捉力、先行きの総合指数の予測力という観点から、比較的良好な実績を示して

¹ 10%刈込平均値とは、個別品目の前年比を値の大きさの順で並び替え、値の大きい品目と小さい品目をウエイトベースでそれぞれ10%控除して、残った品目の前年比を加重平均して算出したもの。

きており、この結論は最近までのデータを用いても変わらない（図表2）²。ただし、それらの指標だけをみれば十分ということではなく、一時的な要因や特殊要因を認識し、基調的な動きを正確に把握するよう努める必要がある。

このように、わが国では、消費者物価の基調的な変動を表す指標として「除く生鮮食品」や「10%刈込平均値」が有用であるが、一時的な攪乱要因が物価に与える影響は、各国ごとの経済環境や物価指数統計の作成方法等によって異なる点には留意が必要である。この点、米国のエネルギー関連価格は日本よりも変動が大きいいため、米国では基調的な変動を捉える物価指標として、食料のほかエネルギーを控除した指標（いわゆるCPIコア）を用いることが一般的となっている。

「物価の安定」を具体的な数値として示すに当たっては、従来と同様、①物価指数の計測誤差（バイアス）、②物価下落と景気悪化の悪循環への備え（のりしろ）、③家計や企業が物価の安定と考える状態（国民の物価観）、の3つの観点を踏まえて検討した。

第1の観点である「バイアス」についてみると、わが国の消費者物価指数は固定基準ラスパレス方式に基づいて作成されており、基準年における財・サービスの消費バスケットが5年間にわたり不変であることが前提となっている。こうした指数の前年比には、①相対的に価格が低下した財・サービスの消費バスケットにおけるウエイトが上昇する傾向が反映されない（ウエイト効果）、②価格下落の激しい耐久消費財について、時間の経過とともに指数水準が大きく低下することで、消費者物価の前年比に対するマイナス寄与が実態よりも小さくなる（リセット効果）³、といった理由で上方バイアスが生じることが指摘されている。この点、参考指数として別途公表されている連鎖基準指数には、こうしたバイアスが生じないとされている。そこで、固定基準年指数の前年比から連鎖基準指数の前年比を差し引くことにより、バイアスの動きをみると、基準時点からの時間の経過に伴って拡大する傾向があるものの、均してみれば定量的にさほど大きくないことが確認できる（図表3）。さらに、こうした上方バイアスだけでなく、近年では、調査対象が大規模店舗中心となっていること、家賃について品質調整が行わ

² 詳しくは、日銀レビュー「消費者物価指数のコア指標」（2006年4月）を参照。今般、同レビューの実証分析について、最近までのデータを用いて再計測作業を行ったが、消費者物価の「除く生鮮食品」や「10%刈込平均値」が、総合指数のトレンドの捕捉力、先行きの総合指数の予測力という点で優れているという結論に大きな変化はなかった。

³ 基準年の改定の際には、各品目の指数水準は新しい基準時点で100としてリセットされることにより、このバイアスは修正されることから、通常「リセット効果」と呼ばれている。

れていないことなど、下方バイアスの可能性も指摘されていることを併せて考えると⁴、全体としてみれば、物価指数の計測誤差を物価の安定の数値表現において勘案しなければならない程度は小さいと考えられる。

第2の観点である「のりしろ」とは、名目金利のゼロ%という下限を踏まえると、中長期的にはある程度の物価上昇とそれを反映したある程度高い名目金利水準を維持することが、景気が悪化した場合の金融政策の対応力を確保しておくうえで望ましい、という考え方である。この点、わが国では人口一人当たりの実質成長率が、急速な少子高齢化の影響もあって海外主要国よりも速いペースで低下してきていることに留意する必要がある。すなわち、人口一人当たりの実質成長率が構造的に低下しているという事実は、中長期的に成立する実質金利、すなわち自然利子率も低下していることを意味する。したがって、中長期的にある程度高い名目金利水準、すなわち「のりしろ」を確保するため、成長力の強化によって自然利子率を高めると同時に、持続可能な物価上昇率ひいては予想物価上昇率をある程度のプラスとすることには、一定の妥当性があると考えられる。

第3の観点である「国民の物価観」についてみると、わが国の場合、消費者物価が緩やかな下落に転じた1998年以前に遡っても、海外主要国に比べて相対的に低い物価上昇率が続いていた。消費者物価の前年比上昇率を主要国と比較すると、わが国は、概ね2～3%台で推移している米欧諸国よりも恒常的に低い状態が続いている（図表4）。このため、物価が安定していると家計や企業が考える物価上昇率は海外主要国より低いと考えられ、そうした長期間にわたって続いた低い物価上昇率を前提として投資や消費などの意思決定がなされる状態が、定着している可能性が高い。

以上3つの観点からの検討の結果は、これまでと大きな変化はない。こうしたもとで、従来の「中長期的な物価安定の目途」から「物価安定の目標」へと表現

⁴ 消費者物価指数に下方バイアスが生じる可能性としては、例えば以下の3つが指摘されている。第1に、消費者物価の調査対象店舗は販売数量または従業者規模等の大きい順に選定されているが、近年、大規模店舗の価格競争は激化し売上もやや弱めに推移しているため、統計作成上は物価指数が弱めに出る可能性があると考えられる。第2に、消費者物価における民営家賃は、賃貸住宅の経年による品質劣化の調整を行っていないため、下方バイアスが生じているとの見方がある。民営家賃の消費者物価（除く生鮮食品）に占めるウエイトは2.8%と小さいが、これは16.2%のウエイトを持つ持家の帰属家賃にも利用されるため、全体としての影響は小さくないと言われている。第3に、耐久消費財の一部に適用されているヘドニック法（価格と各機能の関係を回帰分析を用いて推計し、機能向上分を価格下落と捉える品質調整の手法）について、例えばパソコンの機能が向上したとしても、全ての人がそれを使いこなすことが難しいとみられる現状では、品質調整が時として過剰となり、結果として下方バイアスが生じる可能性も指摘されている。

を代えたうえで、その目標を消費者物価の前年比上昇率で2%としたのは、以下の認識に基づく。

日本銀行は、今後、日本経済の競争力と成長力の強化に向けた幅広い主体の取り組みの進展に伴い、持続可能な物価の安定と整合的な物価上昇率が高まっていくと認識している。この点、政府も、大胆な規制・制度改革など日本経済の競争力と成長力の強化に向けた取り組みを強力に推進すると表明している。現在の予想物価上昇率は長期にわたって形成されてきたものであり、今後、成長力の強化が進展していけば、現実の物価上昇率が徐々に高まり、そのもとで家計や企業の予想物価上昇率も上昇していくと考えられる。先行き、物価が緩やかに上昇していくことが見込まれる中であって、2%という目標を明確にすることは、予想物価上昇率の過度な上昇・下落を回避し（いわゆるアンカー効果）、ひいては持続可能な物価上昇率を安定させるうえで、適当と考えられる。

「目途」から「目標」という言葉に変更したのは、わが国において、柔軟な金融政策運営の重要性に対する理解が浸透してきている状況を踏まえたものである。金融政策の効果は、経済活動に波及し、それがさらに物価に波及するまでに、長期かつ可変のタイムラグが存在する。金融政策は、物価安定のもとでの持続的成長を実現する観点から、経済・物価の現状と見通しに加え、金融面での不均衡を含めた様々なリスクも点検しながら、柔軟に運営していく必要がある。すなわち、持続可能な物価の安定を実現するには、特定の物価上昇率を特定の期限内に達成するといった機械的な金融政策運営は適切ではない。例えば、原油価格の変動といった供給ショックに対し、金融政策によって短期的に対応しようとする、経済活動に大きな負荷がかかり、かえって長い目でみた物価安定を実現することが難しくなる。また、近年の内外の経験を振り返っても、多くの信用バブルが、その時点では物価が安定しているとの認識のもとで発生し、バブル崩壊後には経済活動や物価の大きな変動をもたらしてきた。金融政策運営に当たり柔軟性の確保が重要であるとの考え方は、各国で広く共有されており、とくに、世界的な金融危機以降、海外主要国では、金融システムの安定へ配慮することの重要性を対外的に明確にするなど、そうした考え方が強く意識されるようになってきている（図表5）。わが国でも、この1年間で、柔軟な金融政策運営の重要性に対する理解が着実に広がってきている。こうした状況を前提とすると、「目標」と表現することが、日本銀行の考え方を伝えるうえで、わかりやすく適当であると判断される。

3. わが国の消費者物価変動のミクロ的な特徴点

これまで主としてマクロ的な観点から「物価の安定」の数値的表現について検討してきたが、ここではわが国の消費者物価の変動に関するミクロ的な特徴点について若干敷衍する。

わが国の消費者物価の品目別変化率の分布をみると、第1に、最頻値が若干のプラスながらも、耐久消費財の大幅なマイナスが全体の平均を押し下げる姿となっている（図表6）。こうした傾向は米国を含む海外でもみられるが、日本では耐久消費財の下落が特に大幅になっており、中でも、テレビなどのデジタル家電、パソコンといった品目において、わが国の下落率が大きい。これら品目は、日米でほとんど同種の製品が販売されていることを併せて考えると、耐久消費財価格の下落率に関する日米の違いには、統計作成上の手法（調査銘柄のサンプリング法、品質調整法など）や小売段階の競争環境に関する違いが、影響している可能性が高い。

第2に、1990年代後半以降における日米の平均的な消費者物価上昇率の格差である2.6%のうち、内訳を寄与度でみると、家賃が0.8%、サービス（除く家賃）が0.9%となっており、これらサービス部門全体では1.7%（寄与率で約65%）となっている。こうしたサービス価格の上昇率に関する日米格差の背景としては、後述のとおり、わが国企業は、需要の減少に対し、雇用の削減よりも賃金の引き下げで対応してきた面が強く、その結果として、労働集約的なサービス部門の価格が米国よりも下落しやすかったことが考えられる（図表7）。

いずれにせよ、耐久消費財については、技術革新による低価格化が今後も進行するとみられるほか、機能や品質の向上分も物価指数上は価格の下落として処理される。これらを背景に、耐久消費財の価格は日本経済の成長力強化が進むもとも、相応のペースで下落が続くと予想される。したがって、消費者物価の前年比上昇率が2%となる状態においては、非耐久消費財や医療・教育等の公共料金、家賃等を含むサービスの価格は2%以上上昇した状態となる可能性が高い。

4. ゼロ金利制約のもとで物価上昇率が高まるメカニズム

物価上昇率は、基本的に、以下の3つの要因によって決定されると考えられる。

- (1) マクロ的な需給バランス：消費者物価の上昇率とマクロ的な需給バランスの間には、やや長い目でみれば、緩やかな正の相関関係が存在する（図表8）。すなわち、経済全体の需要が供給能力との対比で増加し、マクロ的な

需給バランスが改善すれば、数四半期のラグをもって、消費者物価の上昇率は高まっていく。その意味で、物価上昇率を高めていくためには、先行して景気の改善が生じることが必要である。もちろん、例えば輸入物価が上昇する場合には、物価上昇率が先行して高まることもあり得るが、この場合、交易条件が悪化し家計や企業の実質所得は減少するため、景気の改善を伴わない物価上昇となる。

- (2) 予想物価上昇率：予想物価上昇率は、賃金・価格設定行動を通じて、実際の物価上昇率に影響を及ぼす。企業や家計は、先行きの物価変動を考慮に入れて販売価格や賃金を決定しようとする。企業や家計の経済的意思決定は、短期的な物価予想よりも、中長期的な物価予想によって規定される面が大きいと考えられる。
- (3) 輸入物価：輸入消費財の価格の上昇や下落は、消費者物価に直接的な影響を及ぼすほか、石油ショックのような原材料の価格の変化は、コストの変化を通じて最終的に消費財の価格に影響する。

日本経済の緩やかな物価下落には、循環的な要因と構造的な要因の双方が作用していると考えられる（前掲図表8）。循環的な要因として、リーマン・ショックによる景気の落ち込みがきわめて大きかったため、マクロ的な需給バランスの回復がなお道半ばであることが挙げられる。リーマン・ショック後に一時－8%近くにも拡大したマクロ的な需給バランスは、最近では－2～－3%程度に縮小しているものの、物価を押し上げていく力は、なお十分強まるには至っていない。

日本経済の緩やかな物価下落には、こうした循環的な要因だけでなく構造的な要因、すなわち慢性的な需要不足も大きく影響している。日本経済は、1990年代半ば頃からマクロ的な需要不足基調で推移するもとの、消費者物価（除く生鮮食品）は、1990年代後半以降、2007～2008年頃の一時期を除けば、緩やかな下落基調を続けている。この間、金融危機発生以前の米国では、安定的に3%前後の経済成長が実現するもとの、マクロ的な需給バランスは、循環的な変動を示しつつも、平均的にはゼロ近傍で推移してきた（図表9）。日本経済が、積極的な財政・金融政策を続けてきたにもかかわらず、マクロ的な需要不足基調から抜け出せない背景には、趨勢的な経済成長率の低下という構造的な要因が作用している。すなわち、1990年代初頭のバブル崩壊の後、それによるバランスシート調整に時間を要した。加えて、同時期に、急速な少子高齢化やグローバル化など日本経済を取り巻く環境は大きく変化したが、これに対する労働・資本など生産要素の産業間・企業間の移動が円滑に進まず、経済構造の適応が遅れた。そのため、経済成

長率が趨勢的に低下し、企業や家計の中長期的な成長期待も低下トレンドをたどった（図表 10）。

成長期待の低下は、不採算の経済活動に代わる新たな事業や企業を生み出しにくい経済構造とも相まって、企業がコスト削減や価格競争で生き残りを図る状況を作り出してきた。こうしたもとで、わが国企業は、出来るだけ雇用確保を優先しつつ、主として賃金引き下げによってコスト削減を図った。その結果、わが国の失業率の上昇は、米国に比べて緩やかなものにとどまったものの、従来は下方硬直性が強いと考えられていた賃金には、1990年代末頃から慢性的な低下圧力がかかり続けるようになり、このことは、労働集約的なサービス部門を中心に緩やかな物価下落要因として作用した（図表 11）。また、1990年代半ば頃からわが国企業の価格支配力が低下し、価格競争が激化してきたことは、例えば短観の販売価格DIと仕入価格DIの乖離にも表れている（図表 12）⁵。

1990年代以降、少子高齢化に伴い生産年齢人口が減少するもとで人口一人当たり潜在成長率が大きく低下したことは、人々の成長期待の低下を通じて、中長期の予想物価上昇率に対する低下圧力として作用してきた。この点、海外主要国では、人口一人当たり潜在成長率と中長期の予想物価上昇率の間に相関は認められない（図表 13）。このことは、日本の緩やかな物価下落は少子高齢化が直接的な原因なのではなく、少子高齢化に対応した新たな経済構造へと転換するスピードの遅さや、ひとたび成長力が低下した際にそれが賃金の引き下げや価格競争に直結しやすいわが国の企業行動等によって、緩やかな物価下落が生じやすい状況が続いてきたことを示唆している。

以上の認識を踏まえると、政策金利が実質的にゼロ金利の状態にあるもとで、日本経済がデフレから脱却するためには、金融面からの後押しに加え、成長力の強化を通じて、マクロ的な需給バランスを改善することが不可欠である。金融面からの後押しという点では、日本銀行は、「資産買入等の基金」を当初の予定をはるかに超えて大幅に増額し、そのもとで多様な金融資産の買入れを着実に進めてきている。2013年1月の金融政策決定会合では、現行方式での資産買入れが完了した後、期限を定めず毎月一定額の金融資産を買入れる方式を導入した。こうし

⁵ 販売価格DIおよび仕入価格DIは、販売・仕入それぞれの価格について「上昇」と答えた企業の割合から「下落」と答えた企業の割合を差し引いたもの。販売価格DIが仕入価格DIを継続的に下回っているという事実は、企業の価格支配力の低下を背景に、仕入価格の上昇を販売価格に転嫁することが難しい（あるいは、仕入価格の低下以上に販売価格を引き下げざるを得ない）状態が続いていることを意味している。1990年代半ば以降のわが国企業の価格支配力低下については、様々な実証分析によっても確認されている。

た金融緩和政策の効果波及経路は、金融緩和によって企業や家計が十分な資金を低コストで調達できる緩和的な金融環境を作り出す第1段階と、企業や家計が緩和的な金融環境を実際に活用して資金を調達し、これが投資や支出の増加を通じて、マクロ的な需給バランスと物価の好転につながる第2段階に分けられる。現在、第1段階については、強力な金融緩和の効果がしっかりと発揮されており、金利面でも、資金調達の容易さの面でも、きわめて緩和した金融環境が実現している（図表14、15）。ちなみに、量という観点から、中央銀行の資金供給額の国際比較を行っても、銀行券と当座預金の合計金額であるマネタリーベース、より広義のマネーストックいずれの対名目GDP比をみても、日本は先進国で最大となっている（図表16）。第2段階で、こうした緩和的な金融環境の活用が進んでいけば、金融緩和の効果は実体経済や物価にも大きく現れてくると考えられる。それだけに、幅広い主体による成長力強化への取り組みが進み、緩和的な金融環境がより広範に活用されるようになることが、デフレからの脱却の鍵を握っている。こうした観点から、日本銀行自身も、「成長基盤強化を支援するための資金供給」を拡充したほか、金融機関の希望に応じて無制限の資金供給を行う「貸出増加を支援するための資金供給」を昨年末に導入するなど、金融機関の一段と積極的な行動と企業や家計の前向きな資金需要の増加を促すよう、最大限の支援を行っている。

5. 成長力強化の重要性

少子高齢化という人口動態そのものを、短期間に大きく変えることは難しい。したがって、成長力の強化を図るうえで重要なことは、第1に、女性や高齢者などの労働参加が高まる環境を整備することである。第2に、労働者一人当たりが生み出す付加価値を高めるため、新たなビジネスモデルの展開を含む広い意味でのイノベーションが実現しやすい経済の仕組みを構築していくことである。これらの取り組みを加速することにより、労働力人口や家計所得の底上げを伴いながら、価格競争から新たな財・サービスを生み出す競争へと企業を中心戦略が変化していけば、実際に経済活動が活発化する中で、企業や家計の中長期的な成長期待が高まるとともに、緩和的な金融環境の活用の動きも広がっていくと考えられる。

この点、競争力と成長力の強化に向けて、政府に期待される役割も大きい。すなわち、競争力と成長力の強化は、基本的には、新たなビジネスの創造と拡大に向けた企業や金融機関のチャレンジが積み重って実現していくと考えられるが、

民間部門がチャレンジ精神を發揮しやすい環境を規制・制度改革などを通じて整備することは、政府の重要な役割である。

同時に、政府が中長期的な財政の健全化に対する市場の信認を確保することも重要である。わが国では、政府債務は対GDP比でみて先進国中最大となっているうえ、急速な高齢化の進展を背景に、今後も社会保障関連を中心に財政支出の増大圧力が続くとみられる（図表 17）。そうしたもとで、万が一にも財政運営に対する市場の信認が低下すると、長期金利が上昇し、ひいては企業の資金調達コストや国債を大量保有する金融機関の経営に多大な悪影響が及ぶ可能性があり、その場合、金融緩和の効果も大きく減殺されてしまう（図表 18）。加えて、景気の改善を伴わないまま、市場参加者の予想物価上昇率が上昇する場合、実際の物価や賃金が上昇する前に、長期金利のみが先行して上昇してしまい、ひいては利払い負担の増大等を通じて財政バランスに悪影響が及ぶ可能性にも注意する必要がある（図表 19）。また、社会保障制度を含めて財政運営の持続性に対する人々の信頼を強めることは、人々の将来不安を軽減することを通じて民間需要の下支えに作用すると考えられる。

以 上