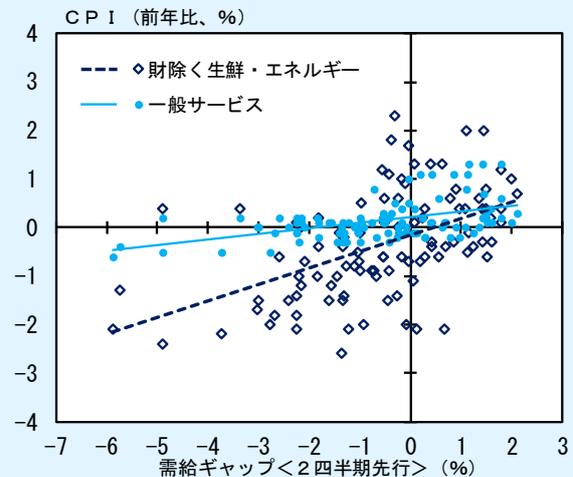


（BOX 4）財・サービス別にみた価格動向と需給ギャップの関係

需給ギャップがリーマン・ショック時以来の大幅な悪化となったなかでも、消費者物価の前年比は、エネルギー価格の下落などの一時的な要因を除けば、足もとまで小幅のプラスを維持している（前掲図表 47）。このように、感染症の流行以降、消費者物価と需給ギャップの関係が弱まっている背景としては、これまでの展望レポートでも指摘してきたとおり、①感染防止や混雑回避のための供給サイドでのコストの増加（検温・消毒の実施や座席数の削減等）、②消費者の感染症への警戒感に起因する需要の価格弾力性の低下により、対面型サービス業の多くが、一段の採算悪化につながりかねない値下げには慎重な姿勢を取っていることが影響している。これらの理由に加えて、本BOXでは、感染症下で財とサービスの需給環境が大きく異なっていることに着目し、③財価格とサービス価格の景気感応度（粘着性）の違いも、このところの消費者物価の底堅さにつながっている可能性があることを指摘する。

感染症以前からの一般的な傾向として、多くの家計向けサービスの価格は、財価格に比べて改定頻度が低いこともあって、その時々の需給動向や限界的なコストの変化に、直ちには反応しないことが知られている。実際に、財とサービスに分けた価格変化率とマクロの需給ギャップとの関係を散布図でみると、需給ギャップに対するサービス価格の傾きは、財のそれに比べてフラットである（図表 B4-1）。さらに、計量的な手法を用いて、需給ギャップに加えてインフレ予想等も勘案したフィリップス曲線を様々な定式化・期間で推計してみても、財価格は需給ギャップ等に対し感応的である一方、サービス価格は、需給ギャップにかかるパラメータが財より小さく、統計的に有意に

図表B4-1：需給ギャップと財・サービス価格



（出所）総務省、日本銀行
 （注）1. 表示期間は、1996/10～2021/10。
 2. CPIは、消費税率引き上げ・教育無償化政策、Go To トラベルの影響を除く（2020/20以降は、高等教育無償化等の影響も除いた日本銀行スタッフによる試算値）。財は、水道料を除く。
 3. 需給ギャップは、日本銀行スタッフによる推計値。

ならないケースもあるなど、需給の変化に直には反応しにくいことが確認できる（図表 B4-2）。

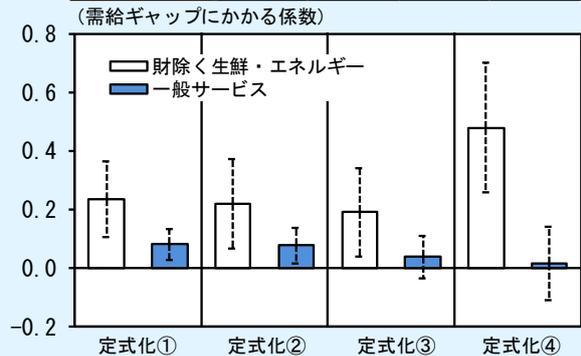
そうしたなかで、今回の感染症による負の需要ショックはサービス部門に集中している一方、財部門では、情報端末や家電など、サービスからの需要シフトなどにより需給が改善している品目も少なくない。このため、価格粘着性の高いサービス業では、需給の悪化が直ちに値下げ圧力につながらない一方で、より景気感応的な財価格に対しては、巣ごもり需要が「追い風」として下支えに作用した結果、全体の消費者物価が底堅さを維持している、という側面もあると考えられる。

より厳密には、財価格のなかにも、たばこや新聞代のように景気に敏感に反応しない品目もあれば、サービス価格にも、宿泊料や外食のように比較的景気に感応的な品目もある。この点について確認するためには、財・サービスを問わず、需給ギャップと相関の高い品目の価格変化率だけを集計した物価指標である C S I（Cyclically Sensitive Inflation）が有用である²⁶。消費者物価（除く生鮮・エネルギー）に関する C S I を試算してみると²⁷、足もとではひと頃に比べ上昇率は

図表B4-2：財・サービス別フィリップス曲線

被説明変数：
C P I（財除く生鮮・エネルギー、季節調整済、前期比年率、%）
C P I（一般サービス、季節調整済、前期比年率、%）

説明変数	定式化①	定式化②	定式化③	定式化④
需給ギャップ	○	○	○	
財・サービス別の国内需給判断 D I				○
自己ラグ	○	○	○	○
中長期インフレ予想			○	○
推計期間	1990/4Q～ 2020/4Q	1996/1Q～ 2020/4Q	1996/1Q～ 2020/4Q	2004/1Q～ 2020/4Q



(出所) 総務省、日本銀行、Consensus Economics「コンセンサス・フォーキャスト」
(注) 1. いずれの定式化も定数項を含む。自己ラグは、過去2四半期の平均。図中の点線は、推計値±2標準誤差。図中の定式化④の棒グラフは、国内需給判断 D I にかかる係数。
2. 需給ギャップは、日本銀行スタッフによる推計値。
3. 中長期インフレ予想は、2014年以降は短観における5年後販売価格見通しの規模別・業種別系列の主成分分析に基づく試算値、2013年以前はコンセンサス・フォーキャスト（6～10年先）。
4. 定式化④の D I は、短観の国内製商品・サービス需給判断 D I で、財が卸・小売、一般サービスが対個人サービスおよび宿泊・飲食サービスの平均（2004～2020年平均からの乖離を標準偏差で基準化）。
5. C P I は、消費税率引き上げ・教育無償化政策、Go To トラベルの影響を除く（2020/20以降は、高等教育無償化等の影響も除いた日本銀行スタッフによる試算値）。財は、水道料を除く。

²⁶ 米国での先行研究として、Mahedy and Shapiro (2017) や Stock and Watson (2020) などが、景気循環に感応的な物価指標を作成している。本稿における C S I および Non-C S I は、前者の論文における procyclical inflation および acyclical inflation の作成方法を参考にしている。詳細は以下の論文を参照。

Mahedy, T. and A. Shapiro (2017) "What's Down with Inflation?" *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter*, 2017-35.

Stock, J. and M. Watson (2020) "Slack and Cyclically Sensitive Inflation," *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 52, 393-428.

²⁷ 消費者物価（除く生鮮・エネルギー・家賃）の各品目（季節調整済前期比）を需給ギャップ（0～4四半期ラグ）に回帰し、係数がいずれかのラグ時点において5%有意で正となる品目を C S I、それ以外と家賃を Non-C S I と分類した。推計期間は、2000年4～6月から2019年10～

低下しているものの、需給ギャップの悪化が大幅な下落につながったリーマン・ショック時と異なり、小幅のプラスを維持している（図表 B4-3）。これは、C S I に数多く含まれている財（家電、日用品など）において、巣ごもり需要の増加が下支えとなり、小売店において競争的な価格引き下げによる需要喚起を行う必要性が相対的に低かった可能性を示唆している（図表 B4-4）。この間、サービスのウエイトが大きい Non- C S I は、0%近傍で踏み止まっている。

こうした財・サービス別にみた景気感応度の違いは、先行き、ワクチン接種の進捗に伴い個人消費が「正常化」に向かう過程における物価動向のリスクを考える際にも、含意を有する可能性がある。すなわち、先行きの個人消費については、当面、感染症の影響が続くため、基調としては財消費は強め、サービス消費は弱めで推移するものの、見通し期間の後半以降は、サービス消費を中心に個人消費の回復が本格化するなかで、財消費にはある程度の減速圧力が生じてくる可能性が高い。その結果、当面の消費者物価は底堅さを維持する一方、その後は、景気全体の回復の割には粘着的なサービス価格の上昇ペースは鈍いなかで、財価格の上昇率には低下圧力がかかることから、消費者物価全体の上昇率も高まりにくくなる（見た目のフィリップス曲線の傾きがフラットなまま推移する）可能性も、考えられなくはない。ただし、ワクチン普及後における財消費とサービス消費の相対的な強弱関係は、感染症下で変化した民間経済主体の行動様式が、ポストコロナ下でどの程度定着するかにも依存するため、その蓋然性や程度についての不確実性は高い。

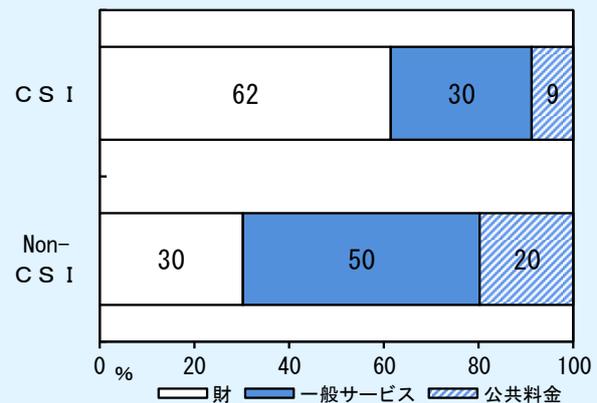
図表B4-3：C S I とNon-C S I の動向



(出所) 総務省、日本銀行

- (注) 1. C S I は、C P I (除く生鮮・エネルギー・家賃) の各品目 (季節調整済み前期比) を需給ギャップ (0~4 四半期ラグ) に回帰し、係数がいずれかのラグにおいて 5% 有意で正となる品目の平均。Non-C S I は、C S I 以外の品目と家賃の平均。推計期間は、2000/2Q~2019/4Q。
 < > 内は、C P I 総合 (除く生鮮・エネルギー) に占めるウエイト。
 2. 需給ギャップは、日本銀行スタッフによる推計値。C P I は、消費税率引き上げ・教育無償化政策、Go To トラベルの影響を除く (2020/2Q以降は、高等教育無償化等の影響も除いた日本銀行スタッフによる試算値)。

図表B4-4：C S I とNon-C S I の内訳



(出所) 総務省、日本銀行

- (注) 1. C S I 品目は、C P I (除く生鮮・エネルギー・家賃) の各品目 (季節調整済み前期比) を需給ギャップ (0~4 四半期ラグ) に回帰し、係数がいずれかのラグにおいて 5% 有意で正となる品目。Non-C S I 品目は、C S I 品目以外の品目と家賃。図中の計数は、C S I 品目およびNon-C S I 品目におけるウエイトの構成比。推計期間は、2000/2Q~2019/4Q。
 2. 需給ギャップは、日本銀行スタッフによる推計値。C P I は、消費税率引き上げ・教育無償化政策の影響を除く。
 3. 公共料金 = 「公共サービス」 + 「水道料」