

（BOX 4）「物価の基調」の捉え方

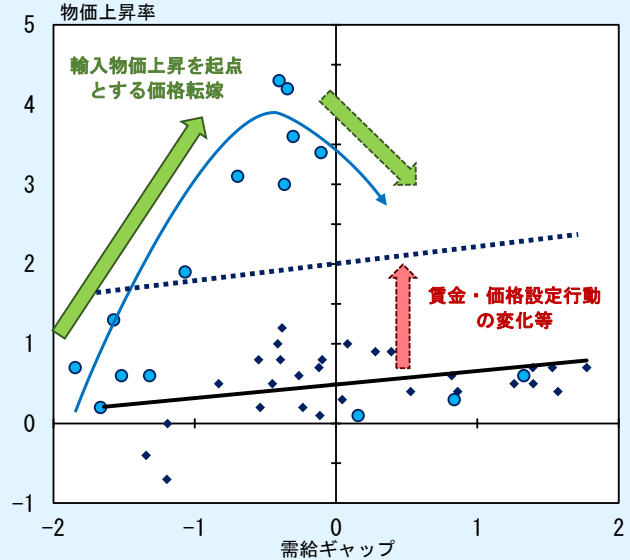
先行きの消費者物価を予測していくうえでは、物価変動を規定する要因を見極め、原材料価格の一時的な変動の影響などを取り除いた、「物価の基調」を捉えていくことが重要である。

物価の基調を捕捉することは常に容易ではないが、とくに、今次局面では難しくなっている。これは、今次局面では、①輸入物価の大幅上昇を起点とした物価上昇——コストプッシュによる物価上昇——と、②こうしたもとでの企業の賃金・価格設定行動の変化を受けた賃金上昇を伴う物価上昇——賃金と物価の好循環の強まり——、という2つの変化が生じているためである(図表 B4-1)。

①については、輸入物価上昇が一服すれば、その直接的な影響は減衰していくと見込まれ、その意味で一時的な変動とみなすことができる(図表 B4-2)。一方、②については、物価の需給環境への感応度や予想物価上昇率の高まりを通じて、長い目でみて、物価を押し上げていくと考えられる。そのため、今次局面では、②の動きを抽出することが、物価の基調を捉えるうえで重要である。以下では、こうした今次局面の特徴を踏まえたうえで、物価の基調を把握していくための取り組みを、3つのアプローチに大別し、紹介する。

第1は、物価統計から、①輸入物価などの一時的な変動の影響を受けにくい指標や、②人件費の変動などの動きを反映した指標を作成するアプローチである。前者については、日本銀行では、従来より、消費者物価から変動の大きい品目（生鮮食品やエネルギー）を除く指標や、分布情報を用いた指標（刈込平均値、加重中央値、最頻値）を用いてきたが、今次局面では、輸入物価の上昇を起点に、きわめて広範な品目で物価が大きく上昇

図表B4-1：今次局面における物価変動（概念図）



図表B4-2：輸入物価と消費者物価



(出所) 日本銀行、総務省
 (注) 輸入物価指数は、円ベース。CPIは、消費税率引き上げ・教育無償化政策、旅行支援策、携帯電話通信料の影響を除いた日本銀行スタッフによる試算値。

したため、これらの指標も、消費者物価指数そのものと同様に、大幅に上昇した³¹。そこで、日本銀行では、新たに、品目別に変動率の高低に応じて分類し、一時的な要因の影響をより受けにくい「低変動品目」を抽出して分析している(図表B4-3①)³²。この指標は、過去25年程度にわたりゼロ%近傍の低水準で推移してきたが、このところ緩やかに上昇している。

後者については、例えば、一定のモデルで消費者物価の変動のうち「賃金要因」とみなしうる部分を抽出する方法や、コスト構造に占める人件費の割合が高いサービス価格のトレンドを抽出する方法が考えられる(図表B4-3②)。これらの指標は、このところ緩やかに上昇しているほか、賃金(一般労働者の所定内給与)と似た動きをしており、賃金と物価の相互連関を捉えるうえで有益と考えられる。

第2は、人々の物価観を示す予想物価上昇率に関する指標に着目するアプローチである³³。ただし、これらインフレ予想指標には、様々な経済主体・年限のものがあり、それぞれが有する意味付けや統計的な特徴・バイアスなどが異なる。そこで、日本銀行では、それら個別の指標を丁寧に点検するとともに(前掲図表39)、各指標が有する

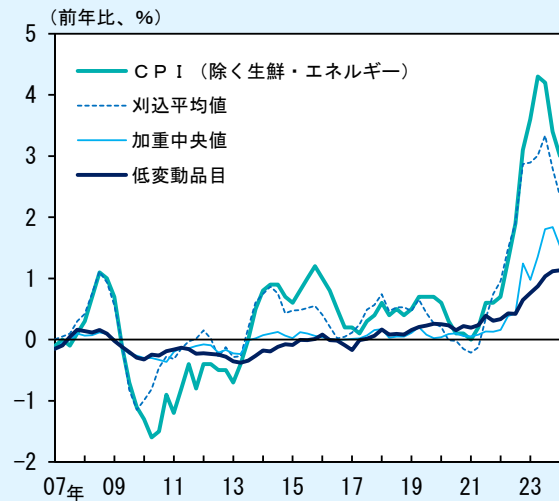
³¹ 日本銀行では、従来より、基調的な物価上昇率を把握するための様々な指標を作成しており、その一部はウェブサイトにおいても定期的に公表している。具体的には、日本銀行ホームページ・分析データ「基調的なインフレ率を捕捉するための指標」を参照。

³² 詳しくは日銀レビュー「賃金・物価の相互連関を巡る最近の状況について」(2024-J-2)を参照。ここでは、消費者物価を構成する品目のコスト情報に着目し、「コストに占める輸入比率」の低い品目や、「コストに占める人件費比率」の高い品目の動きも紹介している。

³³ 中長期的なインフレ予想は、概念的には、図表B4-1に示したフィリップス曲線と縦軸の交点(切片)に対応すると考えられる。

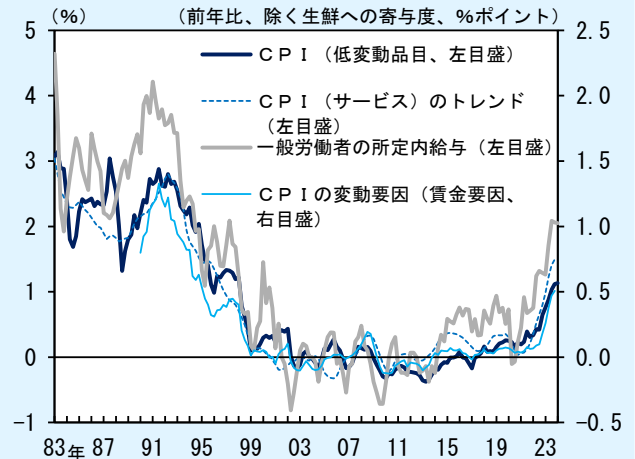
図表B4-3：物価統計からみた物価の基調

① 一時的な変動の影響を受けにくい指標



(出所) 日本銀行、総務省
 (注) 1. CPIは、消費税率引き上げ・教育無償化政策、旅行支援策、携帯電話通信料の影響を除いた日本銀行スタッフによる試算値。
 2. 低変動品目は、CPI(除く生鮮)の長期時系列を用いて、変動率に基づき、CPI品目を3つのグループに分けることで作成。

② 賃金変動を反映しやすい指標



(出所) 総務省、厚生労働省、日本銀行
 (注) 1. CPI(低変動品目)、一般労働者の所定内給与は前年比。CPI(サービス)のトレンドは前期比年率の後方6四半期移動平均。一般労働者の所定内給与の1993年以前は、常用労働者の値。2016年以降は、共通事業所ベース。
 2. CPIの変動要因(賃金要因)は、輸入物価(円ベース)、需給ギャップ、賃金(一般労働者の所定内給与)、CPI(低・中・高変動)からなる4変数VARを、CPIの変動率別に、それぞれ20年ローリングサンプルで推計し、CPIと賃金の関係性を用いて、算出。
 3. CPI(サービス)のトレンドは、項目別のサービス価格と業種別の所定内給与を用いて、サービス価格固有のトレンドとサービス価格と賃金に共通するトレンドを算出・合成したもの。

情報を、統計的手法を用いて集約した合成指標も作成している³⁴。この合成予想物価上昇率の指標は（図表 B4-4①）、いずれの年限でも、最近は既往ピーク圏で推移している。子細にみると、1年後予想は、実際の物価上昇率の低下を受けた適切的な動きから幾分低下している一方で、長めの予想については緩やかな上昇が続いている。また、10年後の予想物価上昇率の指標を、家計・企業・専門家別にみると、このところいずれも上昇している姿が窺われる（図表 B4-4②）。

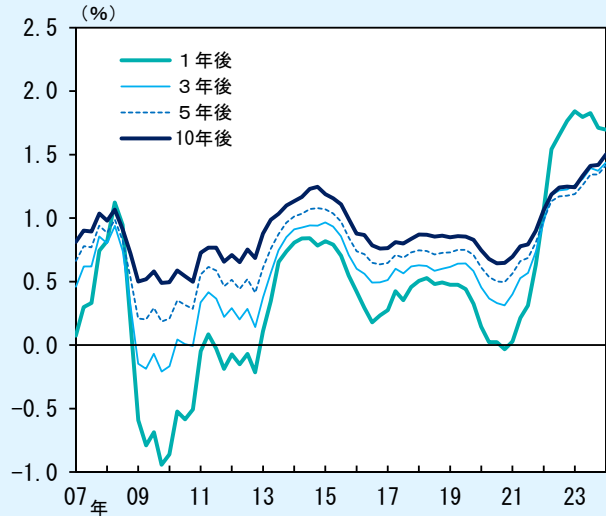
第3は、経済モデルを構築したうえで、統計的手法を用いて推計したトレンドインフレ率指標を用いるアプローチである。ここで、トレンドインフレ率は、「経済に追加的なショックが生じない場合の、物価上昇率の長期収束値」と定義される。トレンドインフレ率については様々な先行研究があるが、ここでは3つのモデルを紹介する。1つ目は、トレンドインフレ率を、時変パラメータをもつフィリップス曲線の切片として推計する方法（モデル1）、2つ目と3つ目は、物価と景気の関係だけでなく、物価と賃金にも着目したモデルであり、それぞれ、時の経過とともに変化する物価と賃金、景気の関係を描写したVARモデル（モデル2）と、物価と賃金、インフレ予想について短期的・長期的な関係を仮定した準構造モデル（モデル3）を用いてトレンドインフレ率を推計する方法である。

推計結果をみると（図表 B4-5）、いずれのモデルでも、トレンドインフレ率が徐々に高まってきたことがみてとれる。ただし、こうした結果は、

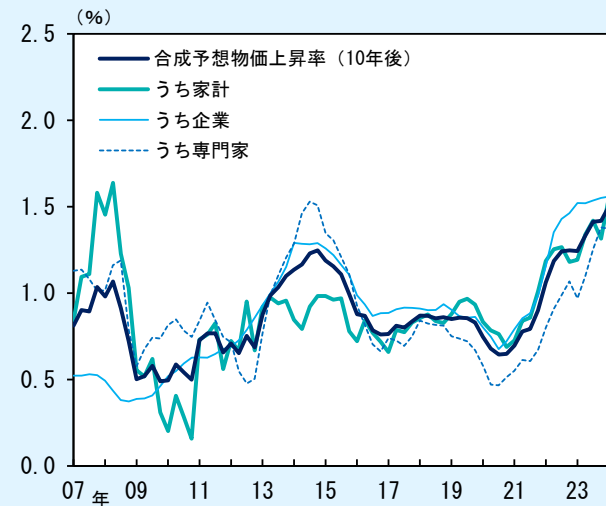
³⁴ 具体的には、主成分分析の手法を用いて各指標の共通成分を抽出している。また、合成指標の平均とばらつきは、水準バイアスが相対的に小さい専門家のインフレ予想を基準としている。詳細は、日銀レビュー「期間構造や予測力からみたインフレ予想指標の有用性」（後日公表予定）を参照。

図表B4-4：インフレ予想からみた物価の基調

① 年限別にみた合成予想物価上昇率



② 10年後の合成予想物価上昇率（主体別）

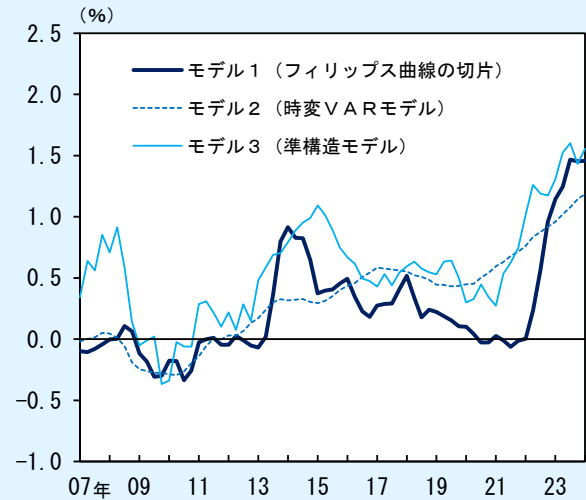


（出所）日本銀行、QUICK「QUICK月次調査<債券>」、Consensus Economics「コンセンサス・フォーキャスト」、Bloomberg
 （注）年限別にみた合成予想物価上昇率は、企業（短観）、家計（生活意識に関するアンケート調査<質的質問・量的質問>）、専門家（QUICK調査、コンセンサス・フォーキャスト、インフレ・スワップ・レート）による年限ごとのインフレ予想について、主成分分析を用いて共通成分を抽出したもの（4/12時点の情報を用いた推計値）。企業の2013年以前の値は、以下の文献に基づく推計値を利用。Nakajima, J. (2023) "Estimation of Firms' Inflation Expectations Using the Survey DI," IER Discussion Paper Series A. 749, Hitotsubashi University.

前提としているモデルの仮定によるところが大きいことや、新たなデータが更新されるたびに推計結果が変わりうる点も踏まえ、幅をもってみる必要がある。

以上の3つのアプローチからの分析は、程度の差こそあるものの、いずれも、わが国の物価の基調が、高まってきているとの見方をサポートしている。ただし、本BOXで示した手法は、いずれも特定の仮定に基づくなどの限界がある。とくに、個々の推計値やその短期的な変化については、かなりの幅をもって解釈する必要がある。物価の基調については、これらの分析に加え、企業からのヒアリング情報なども踏まえつつ、多様な観点から総合的に捉えていく必要がある。

図表B4-5：経済モデルからみた物価の基調（推計されたトレンドインフレ率）



(出所) 日本銀行、厚生労働省、総務省、内閣府、Google Trends、QUICK「QUICK月次調査<債券>」、Consensus Economics「コンセンサス・フォーキャスト」、Bloomberg
 (注) 1. モデル1は、フィリップス曲線の切片と傾きが離散的なレジームを推移するモデルを推計し、切片をトレンドインフレ率としている。モデルの詳細は、Nakajima, J. (2023) "Estimating Trend Inflation in a Regime-Switching Phillips Curve," IER Discussion Paper Series A. 750, Hitotsubashi University. を参照。
 2. モデル2は、インフレ率、需給ギャップ、輸入物価、賃金上昇率からなる4変数の時変パラメータ付きVARモデルを推計し、各時点におけるインフレ率の長期収束値をトレンドインフレ率としている。モデルの詳細は、Rudd, J. B. (2020) "Underlying Inflation: Its Measurement and Significance," FEDS Notes, September 18. を参照。
 3. モデル3は、インフレ率、短期および長期インフレ予想、賃金上昇率の4変数を内生変数とする準構造モデルを推計し、各時点におけるインフレ率の長期収束値(400四半期先のシミュレーション結果)をトレンドインフレ率としている。モデルの詳細は、Nakamura, K., et al. (2024) "What Caused the Pandemic-Era Inflation?: Application of the Bernanke-Blanchard Model to Japan," Bank of Japan Working Paper Series, 24-E-1. を参照。