



「コロナ禍における物価動向を巡る諸問題」  
に関するワークショップ  
第1回「わが国の物価変動の特徴点」の様様

日本銀行企画局

本稿の内容について、商用目的で転載・複製を行う場合は、予め日本銀行企画局まで  
ご相談ください。  
転載・複製を行う場合は、出所を明記してください。

## 「コロナ禍における物価動向を巡る諸問題」に関するワークショップ 第1回「わが国の物価変動の特徴点」の様相\*

### ■要 旨■

2022年3月29日、「コロナ禍における物価動向を巡る諸問題」に関するワークショップの第1回「わが国の物価変動の特徴点」が、日本銀行本店にて開催された。コロナ禍で浮き彫りになった日米欧の消費者物価動向の違いを足掛かりに、わが国の物価変動の特徴点に関して、経済学や実証分析の専門家・学者を交え、活発な議論が行われた。

第1セッションでは、コロナ禍におけるわが国の消費者物価上昇率が米欧と比べて低い背景について、価格変動分布やコア物価指標等を用いた分析結果に基づき、わが国の特徴点が報告された。また、物価上昇の持続性という観点から重要と考えられる賃金と物価の関係について、わが国で両者の相互依存関係が弱いことを示す実証分析結果に基づき、議論が行われた。第2セッションでは、日米欧の消費者物価動向の違いをもたらしているサービス価格、その中でも家賃等が取り上げられ、その計測上の論点が議論された。そのうえで、測定方法次第では、コロナ禍における各国間の物価上昇率の格差も相応に変わり得る可能性が指摘された。

第3セッションでは、パネルディスカッションが行われ、主として①わが国と米欧で消費者物価の動向が異なる背景、②今後の物価見通し、③物価の現状認識と見通しを踏まえた金融政策の課題、の3つの論点が議論された。①の論点について、米国では、需要の急回復や労働参加率の低下などがインフレ高進の要因となっている一方、わが国では、こうした要因が見受けられないため、米国対比で消費者物価が弱くなっているとの認識で概ね一致した。②の論点については、わが国では、感染症拡大前から続く慢性的なデフレ要因や、感染症の影響長期化に伴う需要の減退を背景に、物価が再び低迷するリスクがある一方、商品市況の高騰を起点としたコストプッシュ・ショックによって、インフレが高進するリスクもあると指摘された。そのうえで、どちらのリスクが顕在化する可能性が高いかについては、今後の賃金動向の見極めがポイントになるとの見方が示された。③の論点については、需要の弱さに対しては金融緩和を継続することが望ましい

---

\* 本稿で示されたワークショップ内での報告・発言内容は発言者個人に属しており、必ずしも日本銀行、あるいは企画局の見解を示すものではない。

との認識が共有された一方、エネルギーを中心とした一部の品目の価格上昇に対しては、金融政策以外の方法で対応することが望ましいとの見解が示された。

## 1. はじめに

本稿は、2022年3月29日に日本銀行本店で開催された「コロナ禍における物価動向を巡る諸問題」に関するワークショップの第1回「わが国の物価変動の特徴点」の様相を要約している。日本銀行副総裁の雨宮正佳による開会挨拶で始まり、第1・第2セッションでは、日本銀行企画局スタッフによる報告と、指定討論者およびフロア参加者との議論が行われた。第3セッションで「ポストコロナの物価動向」と題するパネルディスカッションが行われたあと、日本銀行副総裁の若田部昌澄による閉会挨拶で幕を閉じた（プログラムは、別添1を参照）。

以下では、2つの報告セッション、パネルディスカッション、および閉会挨拶の概要を紹介する<sup>1</sup>。なお、下記における各発言者の所属等は、今回のワークショップ開催時点のものであり、文中では敬称を省略している（発言者の所属・氏名は、別添2を参照）。全体の司会進行は、清水誠一により執り行われた。

## 2. 第1セッション：「近年のわが国インフレ動向の特徴点」

### （1）報告者による発表

報告者の一瀬は、コロナ禍におけるわが国の消費者物価上昇率が米欧と比べて低い背景についての分析結果を報告したあと、物価上昇の持続性の観点から重要となる賃金と物価の相互依存関係がわが国で弱いことを実証的に示しつつ、その背景として幾つかの仮説を提示した。

コロナ禍の消費者物価動向に関する分析では、品目別の価格変動分布やコア物価指標からみたわが国の特徴点と、その背後にあるメカニズムについての見方を提示した。具体的には、第一に、コロナショック以降、米欧では価格変動分布が全体として上昇方向にシフトしている一方、わが国ではそうした変化がほとんどみられない点を指摘した。第二に、コア物価指標について、米国では全ての指標が上昇している一方、わが国では、刈込平均値は緩やかに上昇しているものの、物価変動の拡がりを示す最頻値や加重中央値はほとんど上昇していない観察事実を示した。これらの結果を踏まえて、わが国では、インフレ率が基調として徐々に上昇しているものの、これまでのところ、米欧に比べ、品目間の拡がり限定的で、緩やかな動きにとどまっていると論じた。そのうえで、その背景について、需給ギャップとの関係や価格の粘着性に着目したコア物価指標を用いた分析結果を提示した。すなわち、まず、需給ギャップや失業率との相関の高

---

<sup>1</sup> 開会挨拶「コロナショックと物価変動」の全文は、以下を参照。  
[https://www.boj.or.jp/announcements/press/koen\\_2022/ko220329b.htm/](https://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2022/ko220329b.htm/)

い品目を集計した「Cyclical 指標」や、価格改定頻度の低い粘着的な品目を集計した「Sticky 指標」は、物価と景気循環やインフレ予想との関係を実証的に評価するうえで有用であると述べた。この分析結果に基づいて、コロナ禍におけるわが国の消費者物価上昇率が米欧と比べて低い背景について、インフレ予想が低位で安定していることに加え、マクロ的な需給ギャップの改善が緩やかであることを指摘した。

賃金と物価の相互依存関係については、グレンジャー因果性検定やベクトル自己回帰モデルを用いて、わが国における時間を通じた変化や日米間の違いを検証したうえで、今後の賃金・物価動向を見通すうえで重要となるポイントを指摘した。実証的な分析結果から、わが国では、過去と比べても、米国と比べても、賃金と物価の相互依存関係が弱く、何らかのショックにより物価が上昇しても、賃金を通じた累積的な物価の上昇には繋がりにくいと主張した。そのうえで、わが国で賃金と物価の関係が弱い背景を説明する要因として、物価の上昇が定期昇給の範囲内にとどまってきたことから、個々の家計は、物価の上昇を生計費の増加として認識せず、物価への関心も持ちにくいという、「合理的無関心 (rational inattention)」に基づく仮説を提示した。また、その他の要因として、女性や高齢者等による弾力的な労働供給や、労働生産性の向上余地の大きさなども指摘した。最後に、今後の賃金・物価動向を見通すうえでは、これらの傾向が反転するかどうかがポイントになると述べた。

## (2) 指定討論者からのコメント

指定討論者の塩路は、本報告について、わが国の低インフレに対して、適切な指標を用いつつ、景気と物価を媒介する役割を果たす賃金に注目することで、実態に迫ることが可能となっていると評価した。そのうえで、まず、近年のわが国のインフレ動学を分析する際には、供給面に由来する要因も検討することが必要ではないか、と指摘した。とりわけ、ガソリンなどエネルギー関連価格は、その購入頻度の高さから、家計のインフレ実感を通じてインフレ予想に影響を及ぼし得る可能性を挙げ、エネルギー価格の動向を分析することの重要性を強調した。次に、「合理的無関心」が、物価から賃金への波及経路の弱さを生じさせているとの本報告の仮説は興味深いと言及したうえで、合理的無関心の評価に関する自身の見方を示した。すなわち、合理的無関心は、人々がインフレ動向に注意を払わなくともよい状況にあることを意味するため、合理的無関心からの脱却は、経済厚生上、望ましくない可能性もあると指摘した。最後に、物価と賃金の関係を計測するうえでは、限界費用とみなせる賃金関連指標、例えば、アルバイトやパートの賃金や所定外労働時間などの動向を検証するなど、分析の対象を広げることも有益であると指摘した。

指定討論者の森川は、本報告について、わが国の品目別の価格変動分布やコア物価指標が米欧と大きく異なっていることや、わが国で賃金と物価の関係が弱まっていることを明快に示しており、有益な分析と評価した。そのうえで、コア物価指標や賃金と物価の関係を分析した手法や分析結果の解釈に関して留意点を挙げた。すなわち、コア物価指標に関しては、各品目を「Sticky 指標」と「Cyclical 指標」に振り分けた分類方法について、価格改定の頻度自体の変化を捉えられていないと指摘したほか、日米間で分類が異なる品目が存在する背景について質問した。また、賃金と物価の関係については、用いられている分析手法が、比較的短期の相互依存関係を捉えるものであり、中長期にわたる構造的な関係の解明には適さない場合があると述べた。さらに、わが国で賃金と物価の関係が弱まった要因について、名目賃金の下方硬直性によって物価下落時にも賃金の低下が限定的となった可能性や、緩和的な金融政策運営のもとで賃金低下が物価下落に繋がりにくかった可能性などを指摘した。最後に、塩路と同様、合理的無関心を背景に消費者物価上昇率がゼロ近傍で安定しているのであれば、それはグローバルにインフレ懸念が高まる局面では積極的に評価すべきであると述べた。

### (3) 質疑応答

報告者の川本は、指定討論者の塩路がわが国のインフレ動学における供給要因の重要性を指摘したことに対して、エネルギーや食料品といった輸入インフレの影響を受けやすい品目を予め取り除いたコア指標だけに頼ると、コストプッシュ・ショックの二次的な波及効果を過小評価するリスクがあると応じた。そのうえで、物価の基調を見極めるうえでは、本報告でも活用した品目別の価格変動分布のほか、分布情報からイレギュラーな動きを機械的に取り除いた刈込平均値や加重中央値なども、バランスよくみていく必要があると述べた。また、「合理的無関心」について、指定討論者の塩路と森川がともに肯定的に評価した点は、グリーンSPAN元FRB議長による物価安定の定義にも繋がる面があると述べた。現在の米国では、労働者の物価への関心の強さから「賃金・物価スパイラル」が生じ、インフレの加速に繋がっている一方、わが国では、そうしたスパイラルが第2次石油危機以降、途絶えてしまったことが、長期にわたる物価低迷の基本的な背景にあると指摘した。そのうえで、わが国がゼロ・インフレから脱却するには、賃金と物価が相乗的に上昇していくメカニズムを回復させる必要がある一方で、グローバルな供給ショックが断続的に発生している現状では、賃金・物価スパイラルが働きやすくなると、インフレ予想が不安定化し、消費者物価上昇率を中央銀行の目標値近傍に安定させることが難しくなるリスクもあると述べた。

報告者の一瀬は、指定討論者の塩路からのアルバイトやパートの賃金にも分

析対象を広げるべきとのコメントに対して、理論的には、その通りだが、2017年から2018年にかけてアルバイト・パートの賃金が相応に上昇したにもかかわらず、マクロでみた賃金上昇には繋がらなかった理由の説明が難しいと述べた。また、指定討論者の森川が質問した「Sticky 指標」と「Cyclical 指標」において日米で分類が異なる品目が存在する理由について、例えば、公共料金の場合、米国ではエネルギー価格の上昇など費用の変化が価格設定に反映されやすい一方、わが国では補助金の投入が常態化しており、費用の上昇が十分に反映されにくい可能性を指摘した。

フロアから、植田や小林、福田は、消費者物価の上昇が定期昇給の範囲内にとどまっていることが、わが国で合理的無関心が続く背景にあるとの本報告での指摘は興味深いと述べた。そのうえで、植田は合理的無関心によるゼロ・インフレの状態のもとでは、名目金利の実効下限制約に対する「のりしろ」が十分なものとならないほか、相対価格の円滑な調整が妨げられる可能性があるとして指摘し、ゼロ・インフレの経済厚生上のコストを強調した。小林は、消費者物価上昇率が低いことが合理的無関心を惹起して賃金が上がらず、その一方、賃金上昇率が低いために家計の値上げ許容度が低くなり、物価上昇率が低くなるという因果関係のループを指摘し、その分析を深めるべきと述べた。福田は、賃金の改定額のうち定期昇給が大部分を占めるようになった背景として、終身雇用制の前提が崩れたことから、労働組合がベースアップではなく、雇用の安定を重視するようになったことの影響が大きいと指摘した。また、渡辺 (努)は、自身のミクロデータを用いた実証研究を参照しつつ、賃金と物価の関係について、企業別には賃金変動と価格設定行動の間には関連性が見受けられないものの、家計ごとにみると賃金の先行き予想が値上げ許容度に影響を及ぼしていると述べた。最後に、亀田は、塩路の指摘に対し、エネルギー高に伴う家計のインフレ実感・予想の高まりは消費の下押しを通じて物価に抑制的に働く面もあると述べ、家計の値上げ許容度を測るうえでは賃金・所得見通しに関するサーベイ調査の方が有用かもしれないと指摘した。

### 3. 第2セッション：「消費者物価におけるサービス価格——家賃等を中心に——」

#### (1) 報告者による発表

報告者の岩崎は、今次局面で日米欧の消費者物価動向の違いをもたらしているサービス価格、その中でも帰属家賃を中心とした家賃と携帯電話通信料を取り上げ、これらの品目の計測上の論点を整理した。そのうえで、米欧の考え方に倣った計測方法に従うと、わが国の消費者物価上昇率は現状よりも高めとなり得ると指摘した。ただし、留意点として、これらの品目の計測方法には国際的な

コンセンサスが存在するわけではなく、今回の試算に用いた手法をわが国で採用することを推奨するものでは必ずしもないと付言した。

まず、持家コストの計測は、概念的にも実務的にも難しいため、各国で計測の対象や方法が異なっていると指摘した。具体的には、わが国と米国では、賃貸物件の家賃から持家コストを推計する「近傍家賃法」を採用しているものの、推計に用いられる家賃について、米国では住宅の経年変化が調整されている一方、わが国では調整されていないことを紹介した。そのうえで、総務省の試算値によれば、経年変化を調整した場合、わが国の消費者物価の前年比が0.1%ポイント押し上げられることを示した。また、米国では家賃規制対象の住戸を帰属家賃の推計から除外している一方、わが国は家賃規制への対応を行っていないことを指摘した。この点、わが国では、借地借家法により継続家賃（同一世帯が住み続けている物件の家賃）に実質的な規制がかかり上方硬直的になっていると考えることができるため、帰属家賃を新規家賃（入居者が入れ替わった物件の家賃）で推計することがひとつの対応策であるとの考えを示した。こうした方法に従った場合の定量的な消費者物価の前年比の押し上げ幅は、平均的には、経年変化を調整した場合よりも若干大きくなるとの試算結果を示した。

さらに、近傍家賃法以外の持家コストの計測手法として、今後ユーロ圏で導入が予定されている「取得額測定法」を紹介した。同手法は、住宅価格をより直接的に反映する方法であり、その長所として、人々の実感により適合した指数を作成できる可能性や、規制などの賃貸市場の構造に影響されにくいことを指摘した。同手法をわが国に適用した場合、住宅価格が上昇している足もとを中心に消費者物価の前年比がはっきりと上振れる可能性を示唆した。

携帯電話通信料については、2021年4月に導入されたオンライン専用プランの取り扱いを巡る論点の整理を行った。まず、総務省が2022年1月から、既存プランとオンライン専用プランの契約数を考慮した方法に変更したことを紹介し、その背景を考察した。続いて、変更前の期間である2021年4月～12月について、実際の契約数を反映した場合、この間の消費者物価の前年比がはっきりと上振れることを示した。ただし、統計作成の実務上は、リアルタイムでウェイトを反映するのは困難であった可能性が高いとの留保を付け加えた。

## （2）指定討論者からのコメント

指定討論者の宇南山は、コロナ禍における日米欧の消費者物価上昇率の違いのうち、家賃と携帯電話通信料の寄与で説明できる部分は限定的であり、違いの主因ではないと主張した。加えて、米国における家賃の押し上げ寄与は、コロナ禍で家賃の伸びが加速していることよりも、物価指数上のウェイトの高さの影

響が大きいと、コロナ禍の特徴として扱うべきではないとの見解を示した。

そのうえで、本報告で示された「近傍家賃法」の試算値について言及し、経年変化の影響は大きなものではないと評価した。また、わが国の継続家賃が粘着的であるのは、借地借家法の影響よりも、引越し費用の存在などから、家賃に関係なく同じ住居に住み続ける消費者が少なからずいることに起因するとの見方を示した。「取得額測定法」による持家コストの試算値についても、現状、米欧で採用されている方法ではなく、日米欧の物価動向の違いを説明し得るものではないと主張した。

最後に、携帯電話通信料の計測に関連して、物価指数の基礎理論では、合理的な消費者による費用最小化問題が想定されているものの、現実では、必ずしも最安価格は選択されていないことを、どのように指数に織り込んでいくのかは難しい問題であると指摘した。

指定討論者の清水(千弘)は、報告された様々な試算方法は妥当なものとして評価したうえで、持家コストの計測を巡る近年の国際的な議論について整理した。

まず、住宅サービスの計測が国際的に注目されている理由として、ウエイトが大きい点や、住宅市場は、資産市場と財市場の最も重要な結節点と認識されている点を挙げた。次に、近傍家賃法は、住宅の持主自身も仮に賃貸した場合の適正家賃を把握していない点に難しさがあると述べた。同手法の実務的な課題として、①品質調整、②経年変化の調整、③家賃の粘着性への対応を挙げつつ、三つ目の家賃の粘着性に関して、現在、改訂が進められているIMF等による消費者物価指数マニュアルの理論編では、帰属家賃の推計の際、新規家賃などの市場実勢を反映した家賃の利用が推奨される予定であると述べた。

続いて、上記の実務的な課題等を踏まえ、わが国では近傍家賃法は必ずしも望ましくない可能性があるとして指摘したうえで、代替的な推計方法として、「機会費用法」を紹介した。同手法は、近傍家賃法で推計された費用と「ユーザーコスト法」で推計された費用の大きい方を持家の機会費用とみなす方法であり、理論的には最も望ましいとされているユーザーコスト法の実務的な欠点を補うものだと述べた。また、データの整備など、機会費用法を実用化する基盤が国際的に整ってきているとの見方も示した。

### (3) 質疑応答

報告者の岩崎は、家賃等が日米の消費者物価上昇率の違いの主因でないとの指定討論者の宇南山の指摘に対して、足もとの計数をみても、家賃の指数全体への寄与度の日米格差が大きいことに加えて、今後、米国の家賃がさらに上昇する

との一部識者の見方をとれば、わが国との差が一段と拡大する可能性もあると指摘した。また、家賃の寄与の大きさにはウエイトが影響しているとの指摘には、ウエイトの大きい品目は、計測誤差が指数全体に影響しやすいため、むしろ重要であると述べた。家賃の粘着性の高さは、借地借家法ではなく、引越し費用等の影響が大きいとの指摘については、家賃が変わらない理由にはならないのではないかと応じた。続いて、指定討論者の清水(千弘)による「機会費用法」の提案に関して、理論的には、持家市場と賃貸市場の間で完全に裁定が働いている場合、「ユーザーコスト法」と「近傍家賃法」の推計値は一致するが、実際には、裁定が働いていないため、ユーザーコスト法と近傍家賃法の値は乖離するとの認識を示した。そのうえで、近傍家賃法の望ましさを議論するためには、賃貸市場のデータに依存しないユーザーコスト法との比較も必要であると述べた。

フロアから、若田部は、報告者の岩崎が指摘したわが国では住宅価格と家賃に連動性がみられないことへの見解を、指定討論者の宇南山に問うた。宇南山は、近年の住宅価格は資材価格や人件費などのコスト上昇によって押し上げられている一方、こうしたコスト上昇の家賃への転嫁が進んでいない可能性を指摘した。また、コスト転嫁が進まないのは家賃だけでなく他の幅広い品目でみられる現象であると述べた。植田は、理論的には、リスクプレミアム等が低下しているもとでは、住宅価格の上昇と家賃の低下は併存し得ると補足した。指定討論者の清水(千弘)は、持家市場と賃貸市場が分断されていることが背景にあるとの見方を示したうえで、こうした分断があるもとでは、近傍家賃法の適用は望ましくないと改めて強調した。

渡辺(努)は、家賃に計測上の問題があることを認めつつも、わが国の物価動向を論じるうえでは、実勢として、新規家賃と継続家賃の双方について、家賃の価格改定確率が非常に低い市場構造になっていることの方が重要ではないかと問題提起した。陣内は、理論的には、借地借家法により継続家賃が変わらないのであれば、新規家賃はそれを見越して設定される可能性が高いと指摘した。そうしたもとの、新規家賃は、人々のインフレ予想などが反映されやすいと考えられるが、渡辺(努)が指摘したように、実際には新規家賃も硬直的であるならば、その理由は大変興味深い論点であるとの認識を示した。これらを受けて、報告者の黒住は、住宅市場でも、財市場と同様に、家計の値上げ許容度が低い状況が生じている可能性を指摘し、住宅市場の構造に関する理解を深めていくことが重要であると述べた。

## 4. パネルディスカッション：ポストコロナの物価動向

モデレーター：青木 浩介（東京大学）

パネリスト：小林 慶一郎（慶應義塾大学）

渡辺 努（東京大学）

内田 眞一（日本銀行）

### 4-1 パネリストによるプレゼンテーション

冒頭、モデレーターの青木は、①物価動向の現状認識、すなわち、コロナ禍で日米欧の消費者物価上昇率に違いがみられるのはなぜか、②今後の物価見通し、すなわち、先行きわが国の消費者物価は米欧のように上がり得るのか、③物価の現状認識と見通しを踏まえた金融政策の課題、という3つの論点を提示した。これらの論点について、各パネリストが見解を述べた。

#### （1）小林慶一郎（慶應義塾大学）

パネリストの小林は、①の論点について、わが国における需要の弱さを指摘した。その背景として、まず、わが国では新型コロナウイルス感染症の拡大を抑制することが重視されるため、米欧と比べて、感染者数の違い以上に強めの行動制限がかけられやすいことを挙げた。また、PCR検査を受けにくい状況が続いたことにより、誰が感染しているか分からないという「カウンターパーティ・リスク」が懸念されてしまったことも一因となったと指摘した。②の論点に関しては、現在流行しているオミクロン株やその変異株の流行が、需要面、ひいては物価を下押しする一方、供給網の分断やウクライナ情勢などによる供給制約によって、コストプッシュ・ショックも同時に発生し得ると整理した。③の論点については、金融政策は需要低迷に対して緩和を継続するのが妥当と指摘した。そのうえで、コストプッシュ・ショックに対しては、財政政策による再分配で対応するのが望ましいとの見解を示した。また、その財源は一時的な国債増発としながらも、同時に、中長期的な財政再建に対する政府のコミットメントも強化する必要があると述べた。

#### （2）渡辺努（東京大学）

パネリストの渡辺（努）は、①の論点に関して、2020年の感染拡大当初は、日米で、感染症に対する恐怖心が生じ、人々の消費行動を同程度変容させたため、消費者物価上昇率も概ね同程度下押しされたとの見解を示した。もともと、2021年入り後の動きは、消費行動の変容では説明できず、労働面での行動変容が影響しているとの見解を示した。すなわち、米国では、感染症への恐怖心から、開会挨拶で雨宮が指摘した「Great Resignation」ないし「Great Retirement」が生じてい

る一方、わが国ではこうした現象が起こっていないことが、賃金・物価動向の違いとなって現れていると述べた。②の論点については、わが国でも家計の恐怖心が続いていることを踏まえ、米国と同様に、労働供給の減少が起こり、賃金・物価が上昇するリスクを挙げた。③の論点については、わが国は、感染症拡大前から続く「慢性デフレ」と、商品市況の上昇などを受けた「急性インフレ」の2つの問題に、それぞれ適切に対応する必要があり、金融政策運営上も難しい局面にあると指摘した。具体例として、賃金の問題を挙げ、慢性デフレへの対応では、賃上げを促す政策が必要である一方、急性インフレ対応では、賃金の上昇を抑制しなければならず、どちらの対応を採るかの見極めは非常に難しいとの認識を示した。

### (3) 内田真一（日本銀行）

パネリストの内田は、①および②の論点について、米国のインフレ高進の要因として、労働参加率の低下に加えて、需要の強さを挙げた。また、欧州では、エネルギー価格の上昇がインフレ高進の主因であると指摘した。他方、わが国は、CPI上昇率の品目別分布でゼロ%に大きな山があり、このことはコロナ前も現在も変わらないと指摘し、「値札を変えない」という「ノルム」は強固であると述べた。③の論点については、米欧の課題として、近年新たに導入された名目金利の実効下限制約を念頭においた非対称な金融政策枠組みにおいて、需要ショックに対しては頑健だが、コストプッシュ・ショックにどう対応すべきかは難しい課題だと述べた。他方、わが国については、金融緩和によってタイトな労働市場を実現し、賃金とサービス価格が上昇することが重要であるとの見解を示した。

## 4-2 ディスカッション

パネリストによるプレゼンテーションを受け、フロア参加者も含めて議論が行われた。

### (感染症による行動変容について)

パネリストの渡辺(努)は、小林に対して、今後、感染症が一旦収束していった場合に、日本人の感染症への恐怖心は続くのか質問した。小林は、不確実性が極めて高いものの、高齢者や医療関係者など一部では警戒が続く一方、一般企業や若い世代では警戒心が薄れていくとの見方を示した。ただし、わが国の医療体制などを踏まえると、慎重な感染症対策が継続する可能性が高いと付言した。

若田部は、米国における「Great Resignation」ないし「Great Retirement」には、金融商品の値上りに伴う年金資産の増加や、余暇の重視といった価値観の変容

など、恐怖心以外も影響していると指摘した。そのうえで、これらの要因はわが国ではあまり生じていないため、わが国で労働参加率の低下が発生するリスクは低いのではないかとの見解を示した。パネリストの渡辺(努)は、若田部の指摘した要因も影響している可能性を認めつつ、いずれの要因も、労働供給に恒常的な影響を及ぼし得ると指摘した。

宇南山は、高齢者比率などの人口構成が、今次局面における日米欧の消費者物価動向の違いに影響している可能性を質問した。パネリストの渡辺(努)は、わが国と同様に米国でも、行動変容を起こしたのは、高齢層であったと指摘し、労働供給面で高齢者の行動に構造変化が生じている可能性もあると論じた。パネリストの小林は、わが国では、重症化しやすい高齢者の割合が多いため、米欧と比べて、感染者数の違い以上に強めの行動規制がかかりやすい傾向にあったと述べ、そうした傾向は、今後も続くとの見方を示した。

若田部は、パネリストの小林の指摘した「カウンターパーティ・リスク」などは政策的に減じることができるのではないかと質問した。小林は、医療政策での更なる対応が必要であると応じた。仲田は、小林に同意しつつ、感染症対策は、今後の日本経済の成長を抑制するリスク要因になり得ると述べた。

#### （「慢性デフレ」と「急性インフレ」のリスクについて）

モデレーターの青木は、パネリストの小林と内田に対して、渡辺(努)が提示した「慢性デフレ」と「急性インフレ」のリスクをどう評価するか質問した。小林は、わが国では、感染症など経済の不確実性による需要の低迷から、慢性デフレが続くリスクがあると同時に、「賃金・物価スパイラル」による急性インフレのリスクもあるとの考えを示した。そのうえで、急性インフレのリスクは財政政策で対応し、慢性デフレのリスクには金融緩和の継続で対応していくことが適切であるとの考えを述べた。内田は、小林の見解に賛意を示したうえで、低成長で金利のゼロ制約にヒットする可能性が大きいわが国においては、慢性デフレのリスクの方が大きいと付言した。黒田は、資源の多くを輸入に頼るわが国では、エネルギー価格の上昇は、家計の実質所得の減少や企業収益の悪化を通じて、経済に悪影響を与えると述べ、金融緩和継続の重要性を指摘した。

福田は、慢性デフレのリスクを減らすための金融緩和が、急性インフレによる相対価格の歪みを拡大させるリスクをどう考えるのか質問した。パネリストの渡辺(努)は、慢性デフレに由来する相対価格の歪みも資源配分に影響すると指摘したうえで、急性インフレと慢性デフレのどちらが経済厚生を低下させるのかは評価が難しいと論じた。パネリストの小林は、急速な相対価格の変化を起こし得る急性インフレの方が、経済への影響が大きい可能性を指摘した。パネリス

トの内田は、国内のエネルギー価格上昇の主因はドル建て価格の上昇であり、金融政策が影響できる部分は小さいと述べた。

#### (金融政策対応について)

モデレーターの青木は、パネリストの渡辺 (努) に対し、コストプッシュ・ショックが起こった時の期待の制御と、ゼロ金利下で需要が不足している時の期待の制御では、性質の違いがあるのか質問した。渡辺 (努) は、ゼロ金利下で需要が不足している時とは異なり、コストプッシュ・ショックは、需給ギャップとインフレ率の安定にトレードオフを生じさせるため、期待をどちらの方向にコントロールするのが論点であると述べた。米国の場合は、「急性インフレ」のみに対応すればよいと、金融引締めのコミットメントによりインフレ予想を押し下げればよいが、わが国の場合は、「慢性デフレ」への対応を同時に行う必要があるため、金融引締めのコミットメントを単純に行えばよいというわけではないと続けた。

パネリストの内田は、現在の経済・物価見通しからみて、資源高に金融政策が反応しない場合でも、スタグフレーションに陥るリスクは大きくはないのかと質問した。パネリストの小林は、コストプッシュ・ショックの影響がそれほど深刻でないならば、現状の政策を維持しつつ、物価動向を注視していくことが望ましいとの見解を示した。また、エネルギーの上昇に対しては、財政政策で対応することが適当であるとの見解を再度述べた。パネリストの渡辺 (努) は、エネルギー価格の上昇を放置した場合、家計の節約志向の高まりを通じて、物価は下押しされて、物価の分布におけるゼロ近傍の品目が増える、つまり、デフレ的な状況が強まるとの見方を示した。内田は、エネルギー価格高騰の影響としては、渡辺 (努) が指摘したような可能性の方が高いと述べたうえで、仮に急性インフレが慢性デフレ解消につながるような「ブリッジ」があるとすれば、賃金を通じてサービス価格が上昇するという可能性であろうと付言した。

植田は、米国の利上げが遅れたことと、FRBが新たに採用した平均インフレ目標政策 (Average Inflation Targeting) との関係、および、今後の米国のインフレ率が政策当局の見通しを上回るリスクについて見解を求めた。パネリストの内田は、平均で2%というコミットメントは達成されており、これが政策運営の制約になったわけではないとしつつ、米欧の中央銀行において、デフレや「日本化 (Japanification)」のリスクが強く意識されてきたのは事実であると述べた。また、仲田は、インフレよりもデフレへの恐怖心が強いことが、利上げの遅れの背景にある可能性を指摘した。パネリストの渡辺 (努) は、FRBは労働参加率の動向を当初見誤ったため、インフレ率の高まりは一時的とみていたが、現在は労働参加率の動向をしっかりと分析しているため、今後のインフレ動向を見誤る可

能性は低いのではないかと述べた。

仲田は、わが国では物価安定目標を達成出来ていないものの、人々が無関心でいられる程度に消費者物価上昇率が安定していることを前向きに評価してもよいのではないかと指摘した。

#### (金融・財政政策以外の需要喚起策について)

小枝は、ブランシャール氏が日本経済への処方箋として「Alternative ways of boosting demand」を提案していることを紹介しつつ<sup>2</sup>、金融政策や財政政策以外に、需要を喚起する方法はあるのか質問した。パネリストの渡辺(努)は、ブランシャール氏による提案の詳細は承知していないと留保したうえで、かつてフェルドシュタイン氏が提案し、その後、理論的にも精緻化された消費増税を財源とした所得減税策<sup>3</sup>は、税収に中立的なため財政政策ではないと整理することもでき、「慢性デフレ」からの脱却に有効な政策対応である可能性があるとの見方を示した。

### 4-3 パネリストによる総括

最後に、パネリストによる総括が行われた。

パネリストの渡辺(努)は、「慢性デフレ」と「急性インフレ」について、お互いにうまく相殺するということではなく、それぞれ別の対応が必要であることへの理解を深めるべきであると強調した。また、急性インフレに比べ、慢性デフレの経済的コストが軽視されやすいとの懸念を示し、慢性デフレにも適切に対応することの必要性を社会全体で共有することが重要との見解を述べた。

パネリストの小林は、感染症により、慢性デフレの要因がひとつ追加されたとの認識を示し、感染症対策のために医療制度改革を国全体として進めていくことは、慢性デフレの要因を減らすことにも繋がるとの認識を示した。

パネリストの内田は、今回のワークショップの中で、「人々がインフレに無関心である今の状況は望ましいのではないか」との見方が複数の参加者から示されたことを取り上げ、「ゼロよりも2%の物価安定目標の方が望ましい」ということは、名目金利の実効下限制約の存在や、中央銀行がグローバルに同じ目標を共有することによる為替の安定化で説明できると述べた。ただ、どのような政策

---

<sup>2</sup> Blanchard, Olivier (2021) "Why Low Interest Rates Force Us to Revisit the Scope and Role of Fiscal Policy: 45 Takeaways," <https://www.piie.com/blogs/realtime-economic-issues-watch/why-low-interest-rates-force-us-revisit-scope-and-role-fiscal>

<sup>3</sup> Correia, Isabel, Emmanuel Farhi, Juan Pablo Nicolini, and Pedro Teles (2013) "Unconventional Fiscal Policy at the Zero Bound," *American Economic Review*, Vol. 103(4), pp. 1172-1211.

にもコストがあり、効果とコストのバランスが取れているかが本当の問題であると指摘した。この点、金融不均衡が生じるリスクを挙げる識者も多くみられるが、現実の金融政策運営に活かすためには、より実践的で精緻な分析と理論の発展が望まれると述べた。

## 5. 閉会挨拶

閉会にあたり、若田部は、今回のワークショップでの各報告とパネルディスカッションを振り返り、わが国の物価変動の特徴点について活発で有意義な議論が行われ、今後、金融政策を運営していくうえで有益な知見が数多く得られたと総括した。そのうえで、2001年に日本銀行で開催された「物価に関する研究会」でも議論された「物価計測の問題」、「物価安定の定義」、「望ましい金融政策運営」の3つの主題が、今回のワークショップでも議論されたことを指摘し、これらは中央銀行が継続的に検討すべき課題であると言及した。

物価計測など統計上の問題については、その具体例として、清水（千弘）により指摘された貸貸市場と持家市場との分断が「物価に関する研究会」でも同様に議論されているなど20年来の検討課題であると指摘した。

物価安定の定義については、「物価に関する研究会」でも参照されたグリーンズパン元FRB議長による「経済主体が意思決定を行う際に、一般物価水準の変動を意識しないですむ状態」との考え方と、今回のワークショップで言及された「合理的無関心」との関連性をどう整理するかが重要であると述べた。すなわち、消費者物価上昇率がゼロ近傍で推移しているもとの、各経済主体にとって物価変動に対して無関心なことが合理的であるとしても、その状態が社会厚生上最適かどうかは中央銀行として十分に検討すべき論点であると指摘した。この点に関連して、小林と渡辺（努）による賃金と物価の関係についての議論が示唆に富むと述べたうえで、物価の安定が実現するには、物価やインフレ予想が2%近傍、賃金については労働生産性の伸びも考慮して3%近傍で安定して推移する均衡状態に至る必要があるとの見方を示した。

望ましい金融政策運営については、総需要へのショックには金融政策で対応するのが適切である一方、総供給へのショックには金融政策で対応するのは得策ではないとの従来の考え方を変更する必要性は小さいと指摘した。そのうえで、雨宮が閉会挨拶でキーワードとして挙げた「humble」を念頭に、虚心坦懐にその時々状況に照らして、金融政策運営を検討していくことが重要であるとも述べた。具体的には、先行きのリスクとして懸念すべき事象が、海外中銀関係者を中心に「日本化」とも評される状態がわが国で定常化することなのか、1970年代のインフレ高進の再来なのか、あるいは大戦間期の再来のかなど、リスク

バランスによって望ましい政策対応も変わり得るとの見方を示した。さらに、足もとでみられるエネルギーや食料品の価格上昇は、需要面を通じて物価の下押し圧力として作用し得る一方、購入頻度の高さから人々のインフレ実感を高め得るため、リスクの方向性が不透明な状況では、中央銀行としてのコミュニケーションに注意を払う必要があると指摘した。

最後に、前述の3つの主題（「物価計測の問題」、「物価安定の定義」、「望ましい金融政策運営」）の重要性を改めて指摘したうえで、次回の5月30日の第2回ワークショップをはじめとして、今後も経済学や実証分析の専門家・学者との意見交換の場が定期的に設定され、その場での議論を通じて、物価を巡る諸問題についての理解が深まることを期待すると述べて締めくくった。

以 上

「コロナ禍における物価動向を巡る諸問題」に関するワークショップ  
第1回「わが国の物価変動の特徴点」

開催日 2022年3月29日(火)

場所 日本銀行本店9階大会議室A

プログラム			
13:00-13:20	開会挨拶	雨宮 正佳	日本銀行副総裁
<b>第1セッション 近年のわが国インフレ動向の特徴点</b>			
13:20-14:30	報告者	一瀬 善孝 川本 卓司	日本銀行企画局企画役 日本銀行企画局政策企画課長
	指定討論者	塩路 悦朗 森川 正之	一橋大学教授 一橋大学教授・RIETI 所長
14:30-14:45	休憩		
<b>第2セッション 消費者物価におけるサービス価格——家賃等を中心に——</b>			
14:45-16:00	報告者	岩崎 雄斗 黒住 卓司	日本銀行企画局企画役 日本銀行企画局政策調査課長
	指定討論者	宇南山 卓 清水 千弘	京都大学教授 日本大学教授
16:00-16:15	休憩		
<b>第3セッション パネルディスカッション：ポストコロナの物価動向</b>			
16:15-17:45	モデレーター	青木 浩介	東京大学教授
	パネリスト	小林 慶一郎 渡辺 努 内田 眞一	慶應義塾大学教授 東京大学教授 日本銀行理事
17:45-18:00	閉会挨拶	若田部 昌澄	日本銀行副総裁
	司会進行	清水 誠一	日本銀行企画局長

\* 第1、第2セッションは、報告30分程度、指定討論者のコメント各10分、フロア討議（報告者の応答を含む）25分

外部参加者・発言者の氏名および所属  
(所属は当時、敬称略、五十音順)

所属	氏名
東京大学	青木 浩介
日本銀行	雨宮 正佳
日本銀行	一瀬 善孝
日本銀行	岩崎 雄斗
共立女子大学	植田 和男
日本銀行	内田 眞一
京都大学	宇南山 卓
日本銀行	亀田 制作
日本銀行	川本 卓司
日本銀行	黒住 卓司
日本銀行	黒田 東彦
早稲田大学	小枝 淳子
慶應義塾大学	小林 慶一郎
一橋大学	塩路 悦朗
日本銀行	清水 誠一
日本大学	清水 千弘
東京大学	新谷 元嗣
一橋大学	陣内 了
東京大学	仲田 泰祐
東京大学	福田 慎一
一橋大学・RIETI	森川 正之
日本銀行	若田部 昌澄
東京大学	渡辺 努
東京大学	渡辺 安虎