

社会の経済厚生と金融政策の目的

木村武・藤原一平・黒住卓司

Bank of Japan Review

2005年5月

物価の安定が、経済の持続的成長を実現していくうえで不可欠の前提条件であることは、幅広くコンセンサスを得ている。近年、新しいケインズ経済学は、「価格の粘着性」を軸にしながら、物価の安定がどのようなルートを通して、社会の経済厚生を改善をもたらすかについて、理論分析の枠組みを構築してきている。本レビューでは、そうした最近の理論展開を参考にしながら、社会の経済厚生と金融政策の目的との関係について整理する。そのうえで、中央銀行が安定化させるべき物価とは、どのような性質を持ったものか 例え、総合指数かコアインフレ指数か、あるいは、輸入品価格を含めるべきか控除すべきか といった点などについても、経済厚生観点から考察を加える。また、最近における経済のグローバル化の進展は、市場の競争環境の激化をもたらすことで、企業の価格設定行動にも影響を及ぼしてきているが、そうしたもとで物価の安定を達成することは、経済厚生上どのような意味を持つのかについても整理する。

はじめに

物価の安定は、国民生活の安定にとって重要であると同時に、持続的な経済成長を確保するための不可欠の前提条件であると考えられている。その具体的な理由としては、主に、以下の2点が挙げられる¹。

相対価格のシグナル機能の発揮

市場経済において、企業や家計は、個々の財やサービスの相対価格の変化を手がかりにして、生産や消費の意思決定を行っている。相対価格が適切なシグナルとして機能するためには、基準となる一般物価が安定していることが望ましい。そうすれば、各経済主体の合理的な意思決定を通じて、労働などの生産要素が効率的に配分され、持続的な経済成長に貢献することとなる。

将来の物価変動に関する不確実性の低下

物価の安定が確保されると、将来の物価変動に関する不確実性が低下する。不確実性が低下すれば、その対価のリスクプレミアムも低下し、長期金利もその分低下することで、企業の投資活動がサポートされる。そうした状況が長く維持されれば、

経済の潜在的な成長力が上昇する。また、物価変動の不確実性の低下は、所得や富の予期せざる再分配を回避するという効果もある²。社会的公正に対する国民の信頼が高まれば、中長期的には経済成長にも好影響が及ぶと考えられる。

これら物価安定がもたらす2つの効果のうち、物価変動に関する不確実性の低下については、直感的理解が容易ではあるが、リスクプレミアムのモデル化が困難であることなどから、経済厚生に及ぼす影響について理論的な考察は必ずしも進んでいない。一方、相対価格のシグナル機能がもたらす経済厚生改善については、新しいケインズ経済学が近年構築してきた「価格の粘着性」を軸にした分析枠組みを用いることで、理論的な解釈が可能である³。

以下では、相対価格のシグナル機能に焦点を絞り、最近の研究成果を整理することを通して、社会の経済厚生と金融政策の目的との関係について考察する。

価格の粘着性がもたらす経済厚生上の損失

まず、価格の粘着性があるもとで、物価が不安

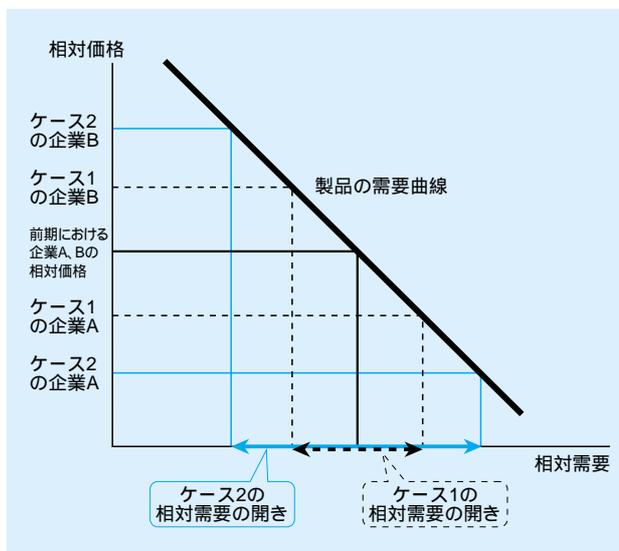
定になると、経済厚生上、なぜ損失が発生するのか説明する。

いま、議論を単純化するために、差別化された財を供給する企業A、Bの2社を考えよう⁴。両企業の技術力やコスト構造、規模が同じである場合、製品の相対価格は企業間で同じであることが、シグナル機能が最大限に発揮された状態といえる。しかし、価格が粘着的であると、相対価格のシグナル機能が歪む可能性がある。ここで、価格の粘着性とは、企業が価格変更を行う際には何らかのコストがかかるため、頻繁な価格変更が行えないことを指し、そうした状況の下では、企業の価格改定タイミングにばらつきが発生することになる。例えば、前期に、両企業とも同じ価格で製品を販売していたが、今期は、両社の生産コストが上昇し、企業Bが価格を引き上げる一方、企業Aは、価格の粘着性から、価格を据え置くとしよう。次表のように、価格改定タイミングのばらつきは、企業間の相対価格の乖離（歪み）をもたらす。そして、企業Bの価格上昇率が大きいほど 下表では、ケース1よりもケース2において、一般物価の上昇率が大きくなり、相対価格の歪みも拡大する。

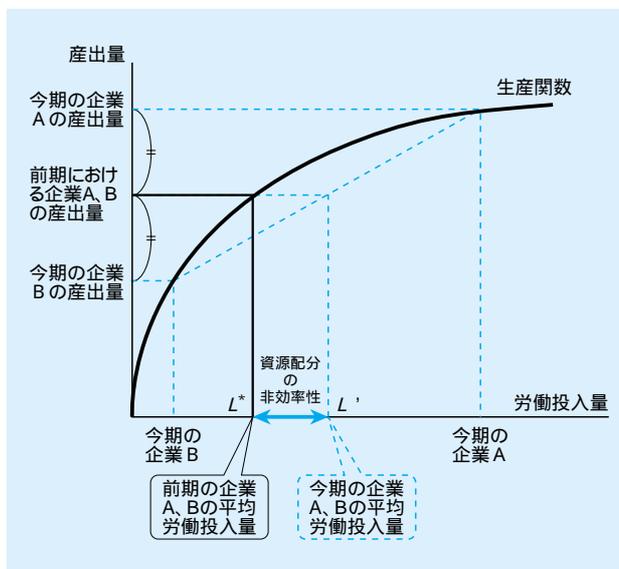
	前期	今期	
		ケース1	ケース2
企業Aの製品価格	100	100	100
企業Bの製品価格	100	150	200
一般物価	100	125 (インフレ率25%)	150 (インフレ率50%)
企業Aの相対価格 (=100/100)	1	0.8 (=100/125)	0.66 (=100/150)
企業Bの相対価格 (=100/100)	1	1.2 (=150/125)	1.33 (=200/150)

(注) 前期において、企業Aと企業Bは同量の生産を行っていたと仮定し、一般物価はラスパイレス指数で算出。

右下がりの製品需要曲線のもとで、企業A、Bの相対価格に乖離が発生すると、両企業に対する相対需要（市場シェア）も変化することになる。次図では、企業Bの値上げ幅が大きく、一般物価の上昇率も大きいケース2の方が、ケース1よりも、相対需要の乖離が大きくなっていることを示している。



企業A、Bに対する相対需要が変化する結果、両社の生産量も変化する。下図のような収穫逨減型の生産関数を前提にした場合、企業間の生産量のばらつきが大きくなるほど、同じ総産出量を生産するために必要な労働投入量は多くなる。



前期においては、両社の相対価格が同じもとで、労働 L^* が生産に投入されたが、今期は、両社の相対価格が変化し、生産量にばらつきが発生したため、前期と同じ総産出量を生み出すために必要な労働投入は両社平均で L' に増加する。つまり、経済全体で見ると、同じ産出量を生み出すために、家計はより多くの労働を投入する必要があり、その分だけ、家計の効用、すなわち経済厚生は悪化する。先の図でいうと、 $L' - L^*$ だけ、生産要素配分の非効率性が発生し、これが経済厚生悪化につながっている⁵。

以上をまとめると、次のようになる⁶。同じ生産関数を持った2つの企業にとって、両企業の相

対価格が常に同じであるということが、適正なシグナルである。しかし、価格の粘着性は、相対価格のシグナル機能を歪め、資源配分を非効率にする。そして、その相対価格の歪みは、一般物価の変化率が大きくなるほど拡大するため、資源配分の非効率性も大きくなる。したがって、そうした経済厚生悪化を回避するためには、生産要素を使う企業が価格改定のインセンティブを感じない状況、つまり、物価の変動がゼロである状況が維持されることが望ましい。言い換えれば、価格の粘着性があるもとの、相対価格のシグナル機能が最大限に発揮されるのは、中央銀行のインフレ目標値がゼロ%に設定されたときということになる。

社会の経済厚生と関係する物価指標とは？

上記の考察を、価格の粘着性が財や産業ごとに異なり、かつ、国内品と輸入品が混在する、現実の経済に適用してみよう。

(コアインフレと一般物価)

現実の世界では、価格の粘着性は、財や産業ごとに異なっている。一般に、市場取引に適した「同質な財」の場合には、価格が伸縮的に変動する傾向がある。例えば、生鮮食品や石油製品、半導体など同質な財の価格は、自動車や外食など「差別化された財」の価格に比べて、明らかに伸縮的である。つまり、頻繁に価格が変更される。このように財価格の粘着性に違いがある場合、物価の変動は、社会の経済厚生にどのような影響を及ぼすであろうか。

実は、経済を価格伸縮部門（農業や素材・中間財業種など）と価格粘着部門（製造業最終財業種やサービス業など）の2部門に分けて考えると、中央銀行の目指すべき物価安定は、価格粘着部門の価格だけでみたコアインフレであることが示唆される⁷。すなわち、価格伸縮部門については、部門内のインフレ率がいくら変動しようとも、どの企業も直ちに同幅の価格改定が可能であるため、企業間の相対価格は一切変化せず資源配分の歪みも生じない。したがって、この経済において何らかの資源配分の歪みが生じるとすれば、それは価格粘着部門においてである。そうであれば、価格伸縮部門の価格が低下した場合、経済全体の一般物価を安定化させるために価格粘着部門の価格を上昇させるのは望ましくない。価格粘着部門

で価格変動が起きれば、同部門内の相対価格が歪み、資源配分の非効率性が生じるからである。むしろ、価格伸縮部門の価格変動には一切惑わされずに、価格粘着部門のインフレ率すなわち経済全体の一般物価の変化率から価格伸縮部門のインフレ率を取り除いたコアインフレだけを安定させることが、経済全体の資源配分を最適に保つ政策運営といえる。つまり、価格の粘着性に伴うコストに焦点をあてた場合、一般物価が変化しても、コアインフレがゼロで安定している限り、経済厚生上なんら問題にならないということになる。

内外の金融政策の運営において、食品や石油などを除いたコアインフレがしばしば重視されるのは、こうした理論的考察と整合的といえる⁸。

(国内品価格と輸入品価格)

閉鎖経済の下では、国内の生産要素を用いて生産される「国内品」のみが存在するが、開放経済の下では、海外の生産要素を用いて生産される「輸入品」も国内で消費される。開放経済において、中央銀行が安定化させるべき物価は、国内品価格であろうか、それとも、国内品と輸入品の双方を取り入れた一般物価であろうか⁹。

中央銀行が、他国の経済厚生を所与とし、自国の経済厚生を最大化に焦点を置く限り、重要なのは、国内の生産要素の効率的配分である。そして、それを実現するためには、国内生産要素を用いて産出した国内品の価格安定が必要となる。一方、輸入品の産出には、国内の生産要素が投入されていないので、輸入品価格が変化しても、国内の資源配分に歪みは生じず、この点では、国内の経済厚生に損失にはつながらない¹⁰。

したがって、開放経済の下では、中央銀行は、国内品価格の安定を目指すことが望ましいといえる。消費者物価は輸入品価格を含んでいるため、概念的には、輸入品を控除した消費者物価の安定が望ましいということになる。さらに、現実の世界では、消費財のほかに、最終需要財として投資財などがあるほか、中間投入財もある。これらの財が国内の生産要素を用いて生産されているのであれば、やはり物価安定の対象となる。概念的には、国内企業物価や企業向けサービス価格の安定がこれに対応する¹¹。そして、先のコアインフレの考察と組み合わせてみると、上記国内品価格の中から、価格伸縮的な財を控除した物価の安定

が経済厚生上望ましいということになる。

物価の安定と実体経済の安定

以上の議論から明らかなように、物価の安定は、経済厚生（家計の効用）の改善をもたらす。しかし、物価がいくら安定していても、実体経済（GDPギャップ）が不安定になれば、経済厚生は悪化する。家計にとって、安定的な消費支出が効用の増大につながることを考えれば、GDPギャップの変動が家計の効用と関係することは容易に理解できよう。新しいケインズ経済学は、ミクロ的基礎付けのあるモデルを用いて、家計の効用に基ついた経済厚生上の損失が、次の式で近似できることを示している。

$$\text{社会の経済厚生上の損失} \\ = \underbrace{(\text{インフレ率})^2}_{\text{物価の変動に伴う損失}} + \alpha \times \underbrace{(\text{GDPギャップ})^2}_{\text{GDPギャップの変動に伴う損失}}$$

上式は、インフレ率とGDPギャップの変動がともに大きくなるほど、厚生損失が拡大することを表している。もちろん、ここでのインフレ率は、価格の粘着性が財や産業ごとに異なる場合には、コアインフレの変化率であり、また、開放経済の場合であれば、国内品価格の変化率を指す¹²。また、パラメータ α は、GDPギャップとインフレ率のどちらの変動がより厚生損失に影響を及ぼすかを表している（ $\alpha > 0$ ）。 α が大きいほど、GDPギャップの変動は厚生損失を拡大させる。言い換えれば、社会はGDPギャップの安定に対してより強い選好を持つことを意味している。逆に、 α が小さいほど物価の安定性に対する社会の選好が相対的に強いことを示す。以下では、 α のことを「GDPギャップ安定指向度」と呼ぶことにする。

言うまでもなく、上記の社会損失を最小化するように金融政策を運営することが、中央銀行の目的となる。そして、物価変動に伴う損失は、インフレ率がゼロ%の時に最小になることから、中央銀行にとってのインフレ目標値はゼロ%となる。

ところで、仮に、インフレ率とGDPギャップがいつも正比例して動くのであれば、中央銀行は、金利操作を通じてGDPギャップをコントロールすることで、インフレ率も同時に安定化させることができる¹³。つまり、中央銀行は、一兎を追って

二兎を得ることができるので、パラメータ α がどのような水準であろうとも、金融政策の運営スタンスに影響を与えることはない。

しかし、現実には、インフレ率の安定とGDPギャップの安定の間にはトレードオフが生じる。例えば、石油ショックの発生は、インフレ率の上昇とGDPギャップの悪化をもたらす。この時、インフレ率を安定させるために、金融引締めを行えば、GDPギャップは一層悪化する。逆に、GDPギャップを安定させるために、金融緩和を行えば、インフレ率は一層上昇する。このように、インフレ率の安定とGDPギャップの安定にトレードオフが発生した場合、GDPギャップ安定指向度 α の水準次第で、すなわち、中央銀行がいずれの安定に重きを置くかで、金融政策の運営は異なってくる。

それでは、GDPギャップ安定指向度 α の水準言い換えれば、社会の物価安定に対する相対的な選好度合いは、何に依存して決まるのだろうか。以下では、この点について整理しよう。

（価格の粘着性）

価格の粘着性が高いということは、各企業の価格変更の頻度が非常に低く、各期において価格を変更する企業の割合が少ないことを意味する。具体的には、各企業の価格改定頻度が1年に1回の場合と、2年に1回の場合とでは、後者の方が粘着性は高い。そして、価格の粘着性が高いほど、相対価格が歪んだ状態が長く続くことになり、労働など生産要素の資源配分の歪みも長期化し、社会の経済厚生は悪化する。このような場合、社会のGDPギャップ安定指向度 α は低くなり、物価の安定がより経済厚生上望まれることになる。

（製品需要の価格弾力性）

製品需要の価格弾力性も、物価変動に伴う厚生損失に重要な影響を与える。製品需要の価格弾力性とは、製品間の相対価格変動に対して、需要がどの程度変化するかを示したものである。製品需要の価格弾力性が大きい場合、つまり、製品の需要曲線がよりフラットな場合、わずかな相対価格変動だけで個々の企業が直面する需要変動は大きくなる。そして、需要が大きく変動し、生産要素の配分が大きく変化しても、価格の粘着性があるため、その歪みはなかなか解消されない。

このため、製品需要の価格弾力性が高い場合には、社会のGDPギャップ安定指向度 α は低くなり、物価安定が経済厚生上、より望まれることになる。近年のように、市場の競争環境が激化した状況というのは、需要の価格弾力性が高い状態を一般に指しており、そうしたもとでは、物価安定がより重要な意味を持つといえる。

(経済のグローバル化)

国内品と輸入品間の代替の弾力性も、国内の経済厚生を規定する重要な要因である。内外製品間の代替弾力性が高く、国内品と輸入品間の競争が激しくなると、国内品価格の変動に伴う相対価格の変動は、大きな需要変動をもたらす。例えば、一部の国内企業が製品価格を引き上げた場合、他の国内製品のみならず輸入品にも需要がシフトするため、国内製品間でみた相対需要（価格変更企業に対する需要と価格据置企業に対する需要の比）は大幅に変化する。そして、相対需要の変化は、国内生産要素の資源配分の歪みを拡大させる。こうした影響は、国内の需給環境に価格が左右されない輸入品のシェア（輸入浸透度）が高まるほど、大きくなると考えられる。

このように、国内品価格が粘着的なもとで、内外製品間の代替弾力性や輸入浸透度の上昇など経済のグローバル化が進むと、価格変動に伴う国内生産要素の資源配分の歪みが拡大しやすくなるため、社会のGDPギャップ安定指向度 α は小さくなる。つまり、国内品価格の安定が、経済厚生上より求められることになる。

(企業の価格設定方法)

次に、企業の価格設定方法も、物価変動に伴う厚生損失に重要な影響を与えることを説明しよう。製品の需給環境（GDPギャップ）は重要な価格の決定要因である。合理的な企業は、価格の改定タイミングが訪れたときに、価格改定を頻繁に行うことができないことを踏まえ、現在のみならず将来の需給環境も考慮に入れて、価格を変更する。しかし、現実には、そのような合理的な価格の決め方をする企業ばかりが存在するわけではない。価格を改定する際に、過去のインフレ率を参考にして今期の価格を決める企業も存在する。例えば、個人企業や中小企業の中には、生計費を維持するために、過年度の消費者物価の変化率にスライドして

製品やサービス価格を決めるところもみられる。

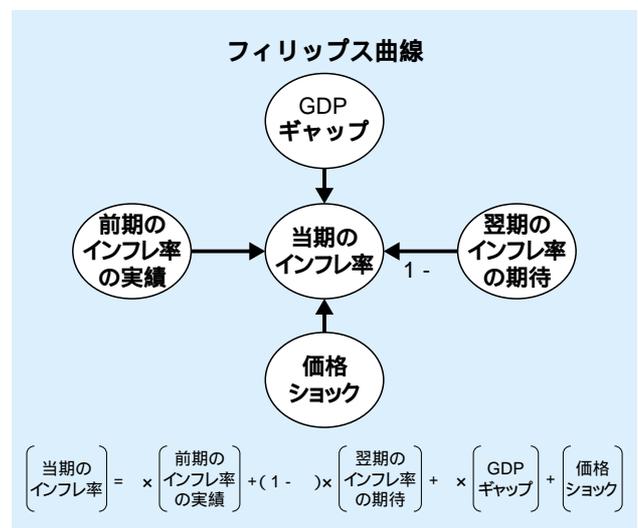
この場合、問題なのは、これらの企業は、需給環境の変化を十分に織り込んで価格を決めないため、合理的企業が生産する製品と比較した相対価格の歪みが長期にわたって続き、その結果、生産要素の資源配分の歪みも大きくなることである¹⁴。つまり、過去のインフレ率にスライドさせて価格を決める方法（バックワード・ルッキングな価格決定方法）を採用する企業の割合が多くなるほど、資源配分の歪みという物価変動のコストは大きくなる。このような場合には、社会のGDPギャップ安定指向度 α は低くなり、物価の安定が経済厚生上、より望まれることになる。

フィリップス曲線の形状と経済厚生

社会のGDPギャップ安定指向度 α が、経済のグローバル化や企業の価格設定方法など幾つかの要因によって影響を受けることをみた。既述の通り、この α が中央銀行にとって重要なのは、インフレ率の安定とGDPギャップの安定が、時としてトレードオフの関係にあるからである。そして、両変数のトレードオフの関係を規定するのが、フィリップス曲線である。

(フィリップス曲線と金融政策)

新しいケインズ経済学に基づいたフィリップス曲線、すなわち、ニューケインジアン・フィリップス曲線の一般型において、当期のインフレ率は、(1)前期のインフレ率の実績、(2)翌期のインフレ率の期待、(3)GDPギャップ、(4)価格ショック、によって決まる（次図参照）⁵。



価格ショックとは、GDPギャップ以外に、イン

フレ率に影響を与える要因で、例えば、石油価格の変化や生産性上昇によるユニット・レーバ・コストの低下などが挙げられる。そして、この価格ショックこそが、GDPギャップとインフレ率のトレードオフを発生させる原因である。例えば、負の価格ショックが発生した時に、中央銀行がインフレ率を安定させようと思えば、同ショックの影響を相殺するために、GDPギャップを上昇させ、景気を過熱させる必要がある。逆に、GDPギャップの安定を重視すれば、負の価格ショックの発生はそのままインフレ率の低下につながる。

このようなフィリップス曲線によって規定されたインフレ率とGDPギャップのトレードオフを前提として、社会の経済厚生上の損失を最小化するように金融政策を運営することが、中央銀行の基本的な行動原理となる。

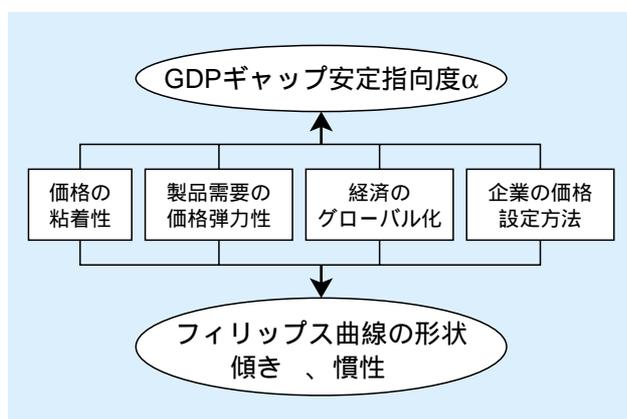
[金融政策の目的]

フィリップス曲線を制約条件として、下記の社会の経済厚生上の損失を最小化すること。

$$(インフレ率)^2 + \alpha \times (GDPギャップ)^2$$

(フィリップス曲線の形状を規定する要因)

GDPギャップ安定指向度 α を規定する要因として、価格の粘着性の程度、製品需要の価格弾力性、経済のグローバル化要因、企業の価格設定方法、があることを先に指摘した。実は、これらの要因は、フィリップス曲線の形状を決定する要因でもある。以下では、このことを説明しよう。



フィリップス曲線の傾き、つまり、当期のインフレ率のGDPギャップに対する感応度 () は、価格の粘着性や製品需要の価格弾力性が高いほど、小さくなる。なぜなら、価格の粘着性が高くなればなるほど、製品価格の改定頻度が少なく

るため、製品の需給環境 (GDPギャップ) が価格に反映される割合は小さくなるからである。また、製品需要の価格弾力性が高くなるほど、企業が価格を変化させた場合、他企業の製品に需要がシフトし、値上げした企業の収益が大きく低下する可能性が高まる。したがって、需要の価格弾力性が高いと、企業は、需給環境が逼迫してもあまり値上げをすることができなくなる。その結果、フィリップス曲線の傾きは小さくなる。

同様に、グローバル化の進展も、フィリップス曲線の傾きを小さくする。グローバル化によって市場の競争環境が激化した状況で、企業が価格を値上げすると、輸入品へ需要が大幅にシフトする可能性がある。このため、たとえ国内の需給環境 (GDPギャップ) が逼迫しても、それを価格に転嫁することは、国内企業にとって難しくなる。

次に、バックワード・ルッキングな価格設定を行う企業の割合とフィリップス曲線の関係である。過去のインフレ率にスライドさせて製品価格を決める企業の割合が増えると、当期のインフレ率は、来期のインフレ率の期待よりも、前期のインフレ率の実績に影響を受けるようになる。この場合、先のニューケインジアン・フィリップス曲線のパラメータ β が上昇し、インフレ率の慣性が強くなる。

このように、GDPギャップ安定指向度 α を低くする要因は、フィリップス曲線の傾きを小さくしたり、インフレの慣性を強めるなどフィリップス曲線の形状に影響を与える。このことは、金融政策の運営に対して、どのようなインプリケーションを持っているのであろうか。

例えば、経済のグローバル化の進展によって、フィリップス曲線の傾きが小さくなったとしよう。この場合、価格ショックの発生に対して、中央銀行が物価を安定させようとするれば、従来よりもGDPギャップを大幅に変動させる必要がある。中央銀行は、そうしたGDPギャップの大幅な変動を回避するために、物価安定を犠牲にすべきであろうか。答えは“ No ”である。先に見たように、価格が粘着的なもとの、グローバル化が進むと、物価変動に伴う国内生産要素の資源配分の歪みが拡大しやすくなるため、社会はGDPギャップの安定よりも物価の安定を相対的に選好するようになる。つまり、社会のGDPギャップ安定指向度 α は小さくなるので、中央銀行は、GDPギャップの大

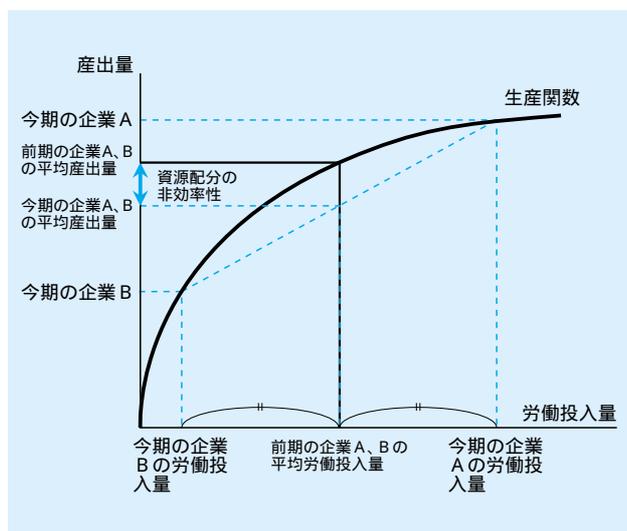
幅な変動を伴っても、物価の安定に注力した方が、経済厚生上は望ましいといえる。

また、インフレの慣性が高まった状態で、価格ショックの影響を放置すると、インフレ率が目標値から乖離した状態が長く続くことになる。それを回避するためには、やはり価格ショックの影響を相殺するために、GDPギャップを変動させる必要がある。インフレの慣性の高まりは、資源配分の歪みに伴う厚生損失を拡大させるため、社会のGDPギャップ安定指向度 α は小さくなる。したがって、中央銀行は、GDPギャップの安定をある程度犠牲にしても、物価の安定により注力することが望ましいといえる。

名目賃金の粘着性への応用

以上、価格の粘着性を軸に、物価変動と経済厚生との関係を考察した。最後に、この節では、その応用として、賃金の粘着性と経済厚生との関係を考えてみよう。

賃金が粘着的であれば、たとえ同一の技能を持った労働者であっても、相対賃金に変化が発生し、企業間の労働需要にも格差が生まれる。次図は、前期において、企業A、Bがそれぞれ同じ労働の投入を行った場合の産出量と、今期において、労働投入の総量が同じでも、企業A、Bで労働投入にばらつきがある場合の産出量を比較したものである。



収穫逓減型の生産関数を前提とする限り、明らかに今期の総産出量が小さくなるのがわかる。逆に言えば、賃金が粘着的なもとの、労働投入にばらつきが発生した場合、同じ産出量を維持しようとすれば、より多くの労働投入が必要となる。当

然、これは、家計の効用（経済厚生）を低下させることになる。

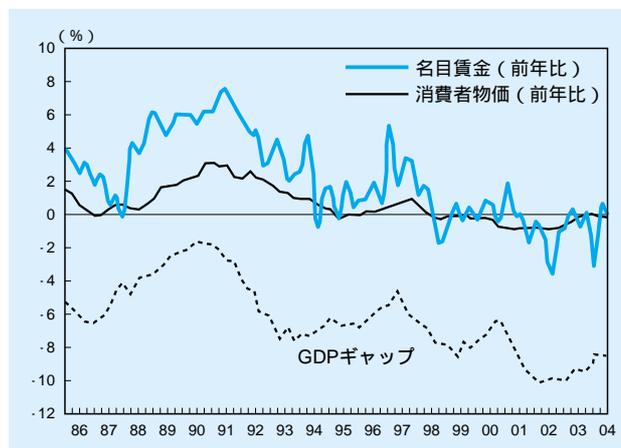
そして、価格の粘着性のケースと同様に、賃金変化率が大きくなるほど、相対賃金のばらつきや、それに伴う企業間の労働需要のばらつきは拡大する。その結果、資源配分の非効率性が増し、経済厚生は悪化する。新しいケインズ経済学は、製品価格と賃金の両方が粘着的である場合、家計の効用に基づいた経済厚生上の損失が、次式で近似できることを示している¹⁶。

社会の経済厚生上の損失

$$(\text{インフレ率})^2 + \alpha \times (\text{GDPギャップ})^2 + \times (\text{名目賃金変化率})^2$$

そして、この厚生損失は、インフレ率とGDPギャップの間だけでなく、インフレ率と賃金変化率の間のトレードオフにも、中央銀行が直面し得ることを示している。例えば、生産性の上昇は実質賃金の上昇をもたらすので、インフレ率と賃金変化率を同時にゼロにすることはできない。中央銀行は、実質賃金の上昇を達成するうえで、物価の安定を重視し、名目賃金の安定を犠牲にするのか、名目賃金の安定を重視し、物価の安定を犠牲にするのか、難しい選択に直面することになる。そして、いずれの安定を重視すべきかは、価格と賃金の粘着性のいずれが経済厚生により重要な影響を及ぼすか 上記厚生損失のパラメータに依存して決まる。

1980年代後半のバブル期は、経済活動が過熱し、賃金が大幅に上昇する一方、生産性の上昇や輸入品価格の低下によって物価に低下圧力がかかり、インフレ率はさほど上昇しなかった（次図参照）。



上記の経済厚生上の損失を最小化するという観点

に立った場合、その当時どのような政策運営が望ましかったであろうか、これについては今後の検討課題としたい¹⁷。

おわりに

本レビューでは、新しいケインズ経済学に基づいた理論的枠組みに即して、社会の経済厚生と金融政策の目的について整理を行った。同枠組みは、価格や賃金の粘着性を軸にしなが、体系的な考察が可能であるというメリットがあるが、理論モデル化を容易にするために、幾つかの重要な現実的視点を捨象している。実際の金融政策運営においては、このことに留意しながら、理論を補強していくことが重要である。

まず、価格が粘着的なもとで、相対価格のシグナル機能が最大限に発揮されるためには、「一般物価よりもコアインフレ」、「輸入品価格よりも国内品価格」の安定が望ましいことを説明した。しかし、この考え方は、冒頭で取り上げた物価安定の効果のうち、「将来の物価変動に関する不確実性の低下」を重視した場合には、必ずしも正しいとはいえない。例えば、家計が貯蓄行動において重視するのは生計費全体であるため、コアインフレが安定していても、一般物価に関する不確実性が存在すれば、金融資産の保有に関して要求するリスクプレミアムも大きくなると考えられるためである。同様に、国内品価格が安定していても、輸入品価格を含む消費者物価が不安定になれば、同じ問題が発生する。このように、物価安定の効果として、「相対価格のシグナル機能の発揮」と「将来の物価変動に関する不確実性の低下」のいずれを重視するかで、中央銀行が安定化させるべき物価指標の選択も変わり得ることには注意が必要である¹⁸。

次に、中央銀行のインフレ目標値に関しては、価格が粘着的なもとで、相対価格のシグナル機能を重視すれば、ゼロ%が望ましいとした。しかし、目標値の設定にあたっては、名目賃金の下方硬直性の存在可能性やゼロ金利制約を考慮した場合に、ある程度プラスの糊しるを与えるべきか、また、物価指数のバイアスをどう考えるか、といった点も重要な論点になる。

なお、本稿は、最近のマクロ経済理論をベースに金融政策について解説したシリーズの一環として作成したものである。関連するレビューについては、下記を参照。

2004-J-8 「マネタリー・エコノミクスの新しい展開：金融政策分析の入門的解説」

2005-J-3 「経済変動と3つのギャップ GDPギャップ、実質金利ギャップ、実質賃金ギャップ」

2005-J-4 「ニューケインジアン・フィリップス曲線：粘着価格モデルにおけるインフレ率の決定メカニズム」

- 本文中に挙げた理由のほかに、靴底コストの低下や、税制を通じた投資抑制効果の軽減、もある。靴底コストとは、フィッシャー効果（インフレにより長期的には名目金利が上昇すること）に伴い、現金保有の機会費用が上昇する結果、人々が現金保有量を減らすために、銀行に頻繁に通うようになり、これまで仕事や余暇に費やすことができた時間の一部が犠牲になるという社会的厚生損失を指す。また、税制を通じた投資抑制効果とは、インフレが企業の利潤に対する実効税率を高めることで、投資を抑制することを指す。これは、企業の減価償却が簿価で計算されているため、インフレになると減価償却費は過小評価され、法人税の実効税率が高くなることによる。
- 逆に、物価変動の不確実性が増し、予期せざるインフレが発生すると、過去に結ばれていた契約が物価と完全に連動していない限り、債権者から債務者への強制的な富の移転が発生することになる。
- 本レビューでは、「価格の粘着性」が相対価格のシグナル機能に及ぼす影響に焦点をあてるが、理論的には、「情報の不完全性」も同機能に影響を与え得る。例えば、不完全情報のもとで、一般物価が不安定になると、企業は製品価格の上昇を、一般物価の上昇によるものか、相対価格の上昇によるものか判別が難しくなり、その結果、資源配分の歪みをもたらすことになる。
- 新しいケインズ経済学は、差別化された財を生産する「数多くの企業」を前提とした独占的競争をもとに理論分析を行っている。本文では、厳密性を欠くが、説明のわかりやすさを重視して、「2企業」のケースについて説明している。2企業であっても、複占市場の分析を行うわけではなく、各企業は自らの価格設定が他社の行動に影響を与えず、他企業の価格設定を所与として行動すると仮定する。
- 厳密に言えば、資源配分の非効率性は、差別化された財を単一の産出指数に結合する際のconcavityに求められるものである。本文の説明は、厳密性や正確性よりも、わかりやすさを重視する立場から、収穫逓減の生産関数（一定の資本投入と可変の労働投入）を用いた説明を行っている。労働の限界不効用が逓増するもとで、単位産出当りの労働投入が増えれば、家計の効用は悪化する。

6 詳しくは、下記を参照。

Woodford, M., 2003. Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy. Princeton University Press, Princeton, NJ.

なお、現実には、生産関数や製品の代替弾力性が企業間で異なるため、相対価格は、本来、企業間で異なってよい。しかし、相対価格が本来変わるべき場合でも、価格が粘着的であれば、相対価格のシグナルが歪むため、効率的な資源配分が阻害されることに変わりない。

7 詳しくは、下記を参照。

Aoki, K., 2001. Optimal monetary policy responses to relative-price changes. Journal of Monetary Economics 48, 55-80.

なお、通常、「コアインフレ」といった場合、CPIから、食品や石油製品などを控除したものを指すが、本文中の定義は、価格伸縮的な財を控除するという意味で、より広義である。

8 コアインフレにおいて、生鮮食品や石油製品を取り除く理由としては、財価格が伸縮的であること以外に、これらの財価格の変動には、マクロのファンダメンタルズとは無関係な同財特有のショックに伴う振れが大きいということもあげられよう。

9 詳しくは、下記を参照。

Gali, J., Monacelli, T., Monetary policy and exchange rate volatility in a small open economy. Review of Economic Studies, Forthcoming.

10 輸入品の国内流通のために国内の生産要素がある程度使われていることは事実だが、一国全体の労働シェアを考えればかなり限定的と考えることができる。

11 現実には、製造業とサービス業では、生産性の上昇率に格差があるため、両部門のインフレ率を同時にゼロにすることはできない。理論的には、両部門のウェイトや価格粘着性の程度などをもとに、それぞれの望ましいインフレ率が設定されるべきと考えられる。(生産性の上昇率が相対的に高い製造業のインフレ率は、サービス業のインフレ率よりも低く設定される。)

12 既述の通り、輸入品価格の変動は、国内の資源配分の歪みという直接的なルートを経由して、経済厚生に影響を及ぼすことはない。しかし、輸入品価格の変動は、交易条件の変化を通して、GDPギャップ(所得)の変動をもたらすことで、間接的に経済厚生に影響を及ぼし得る。

13 中央銀行は、実質金利を操作することで、IS曲線を経由し、GDPギャップに影響を与えることができる(詳しくは、本レビューの2005-J-3「経済変動と3つのギャップ」を参照)。

14 詳しくは、下記を参照。

Amato, J.D., Laubach, T., 2003. Rule-of-thumb behavior and monetary policy. European Economic Review 47, 791-831.

15 詳しくは、本レビューの2005-J-4「ニューケインジアン・フィリップス曲線」を参照。

16 詳しくは、下記を参照。

Erceg, C.J., Henderson, D.W., Levin, A.T., 2000. Optimal monetary policy with staggered wage and price contracts. Journal of Monetary Economics 46, 281-313.

17 バブル期にみられたように、一般に生産性が上昇すると、名目賃金に上昇圧力がかかる一方、物価に対しては、ユニット・レバー・コストの低下から下落圧力が加わる(詳しくは、本レビューの2005-J-3「経済変動と3つのギャップ」を参照)。そして、物価の安定を重視する立場からすれば、金融緩和のバイアスが加わる一方、賃金の安定を重視する立場からすれば、金融引締めバイアスが加わる。

なお、経済安定化のために、中央銀行は賃金変化率をターゲットすることが望ましいと指摘した論文としては、下記を参照。

Mankiw, G., Reis, R., 2003. What measure of inflation should a central bank target? Journal of the European Economic Association 1, 1058-1086.

18 そのほか、物価指標の選択にあたっては、国民にとっての馴染み易さや統計公表の速報性といった点も考慮にいれる必要がある。

日銀レビュー・シリーズは、最近の金融経済の話題を、金融経済に関心を有する幅広い読者層を対象として、平易かつ簡潔に解説するために、日本銀行が編集・発行しているものです。ただし、レポートで示された意見は執筆者に属し、必ずしも日本銀行の見解を示すものではありません。内容に関するご質問および送付先の変更等に関しましては、日本銀行調査統計局 齋藤克仁(E-mail: yoshihito.saitou@boj.or.jp)までお知らせ下さい。なお、日銀レビュー・シリーズおよび日本銀行ワーキングペーパーシリーズは、<http://www.boj.or.jp>で入手できます。