

金融政策の説明に使われている物価指数

企画局 鶴飼 博史・園田 桂子

Bank of Japan Review

2006年2月

物価の動向を表わす物価指数には、対象とする取引主体や取引段階の違いを反映して様々な種類が存在する。例えば、最終需要の6割を占める家計の消費支出については、消費者物価指数や民間最終消費支出デフレータがある。最終需要全体については、GDPデフレータが存在する。さらに、原材料として購入される中間需要まで含めた経済取引全体については、これらの物価指数に加えて、国内企業物価指数や企業向けサービス価格指数なども合わせてみることになる。また、同じ物価指数でも、対象品目を全て含める総合物価指数と、一時的・攪乱的な影響を除くこと等によって物価の基調をみるコア物価指数がある。

物価指数の利用にあたってはそれぞれの特性に留意する必要がある。例えば、GDPデフレータは、国内で生産された付加価値に対応する需要を捕捉する観点から輸入を控除している。このため、輸入原材料価格が上昇した場合、GDPデフレータは直接的には低下する。また、公表時期が遅いほか、データの改訂幅が大きいという制約がある。

各種の物価指数は、対象とする取引等の違いを反映して、しばしば異なる動きをする。各国中央銀行は金融政策の運営に当たり、様々な物価指数をモニターし、分析しているが、金融政策スタンスを説明する上では、重視する物価指数を明らかにしている。総じてみると、家計の消費支出を対象としていること、人々に身近であること、速報性があること、改訂幅が小さいことなどを背景に、消費者物価指数が用いられることが多い。

1. はじめに

金融政策の主要な目的は物価の安定である。このことについては幅広い理解が得られているが、物価を測定し、物価の変化をリアル・タイムで正確に認識することは必ずしも容易ではない。物価とは財・サービスの価格を「総体」として捉えたものであるが、これを目的として作成される物価指数には、カバーする取引主体や取引の段階、集計方法の違いを反映して、様々な種類が存在する。わが国で作成されている代表的な物価指数としては、消費者物価指数、企業物価指数、企業向けサービス価格指数等がある。また、名目GDPを実質化する際に算出されるGDPデフレータも存在する。

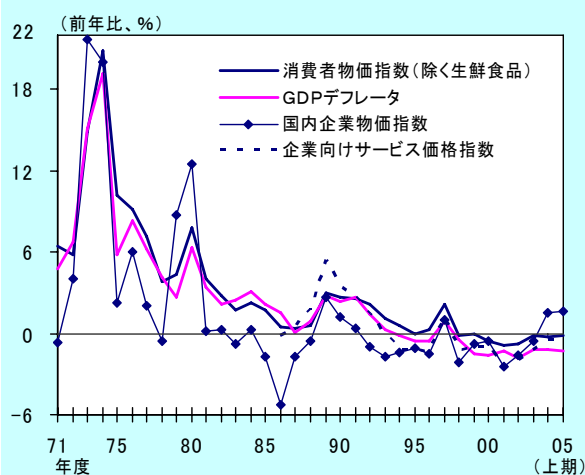
最近時における各種物価指数の前年同期比を

みると、消費者物価指数(除く生鮮食品)は+0.1%(2005年12月)、国内企業物価指数は+2.2%(同)と前年同月の水準を上回っている。他方、企業向けサービス価格指数は-0.4%(同)、GDPデフレータは-1.6%(2005年10~12月)と、前年同月(期)の水準を下回っている。

このように各種物価指数の動きが異なるという現象は、過去にも少なからず観察される。次頁の図表1は、物価指数の推移を比較したものである。例えば、80年代半ばの円高・原油価格下落局面では、国内企業物価指数は大幅に低下し、86年度(平均)は-5.3%と前年水準を下回る一方、消費者物価指数は(同+0.4%)と、前年水準を上回った。また、GDPデフレータの上昇率(同+1.5%)は、消費者物価指数の上昇率を上回った。このように短期的には各種の物価指数は異なる方向に

動くことがあるが、長期的にみると、どの物価指数も概ね同じ方向に動く。ただ、その中にも相対的には消費者物価指数が最も高く（1980年度以降の前年比平均+1.3%）、GDPデフレーターが続き（+0.9%）、国内企業物価指数が最も低くなる（-0.2%）傾向がみられる。このように物価指数がしばしば異なる動きを示したり、長期的にみて変動率が異なることは、各種物価指数のカバレッジや作り方の違いを反映したものであるが、こうした状況の下では、中央銀行は金融政策の運営スタンスを説明する際に、重視する物価指数を絞らないと対外説明が難しくなる。

【図表1】各種物価指数の推移



（資料）総務省「消費者物価指数」、内閣府「国民経済計算」、日本銀行「企業物価指数」「企業向けサービス価格指数」

	71～2004年度平均	80～2004年度平均
消費者物価指数 (除く生鮮食品)	3.4%	1.3%
GDPデフレーター	2.8%	0.9%
国内企業物価指数	1.7%	-0.2%

本稿は、金融政策運営の説明に利用される物価指数について解説する。まず第2、3節で各種の物価指数のカバーする取引範囲や作成方法を説明し、それらに基づく性質の違いを明らかにする。第4節では、同じ物価指数について、総合指数とコア指数の性質の違いについて説明する。第5節では、金融政策運営を説明するに当たり、主要国中央銀行が主としてどのような物価指数を用いて説明を行っているのか、またその背景は何かを解説する。第6節はまとめである。

2. 各種の物価指数の概念

各種の物価指数は、カバーしている経済活動の範囲が異なっている（次頁図表2）。経済活動に伴って発生する様々な取引は、生産面からみると、原材料等の中間投入と、生産活動によって新たに付け加えられた価値である付加価値とに分類される。このうち付加価値総額の価格を表わすのがGDP（国内総生産）デフレーターである。

取引を支出面からみると、①各産業において原材料として購入された中間需要と、②家計・政府等に消費されたり、企業等の投資や外国の需要に応じて輸出される最終需要とに分類される。この最終需要部分の価格を表わすのがGDP（国内総生産＜支出側＞）デフレーターである。生産面と支出面は三面等価の原則¹から一致するので、通常は、支出側からアプローチした最終需要の価格をGDPデフレーターと呼ぶことが多い。この定義から明らかのように、GDPデフレーターは中間投入ないしは中間需要段階の価格を含まない。

これに対して、中間投入ないし中間需要を含む物価指数には、企業物価指数と企業向けサービス価格指数の2種類がある。この中で、企業物価指数のうち国内企業物価指数は、企業間で取引される財、すなわち国内市場に向けて国内で生産される商品の価格を対象とした物価指数であり、製造業、第1次産業、および電力等について中間需要と最終需要の両方をカバーしている。企業向けサービス価格指数は、企業間のサービス取引をカバーしている物価指数であり、図表2に則してみれば、サービス業の中間需要をカバーしている。

最終需要は、取引主体や支出目的に照らしてみると、民間最終消費、民間企業設備、政府支出、純輸出等に分けられるが、このうち最終需要の約6割を占める家計の消費活動に着目し、民間最終消費支出をカバーしているのが、消費者物価指数や民間最終消費支出デフレーター（以下、PCEデフレーター）である。消費者物価指数は、物価安定の判断材料としてだけでなく、年金の計算や賃金改定時の参考等として用いられている。

前掲図表1に示されているように、物価指数の推移は物価指数がカバーする範囲次第でかなり異なる。違いは様々な要因によって生じるが、代表的な要因としては、第1に投入価格の変化に対する価格転嫁のスピードの違いが挙げられる。例えば、中間需要段階で価格が大幅に上昇しても最

【図表2】 各種物価指数の対象範囲

	中間需要			最終需要					
	第1次産業	第2次産業	第3次産業	民間最終消費支出	民間住宅・企業設備・在庫品増加	政府支出・固定資本形成・在庫品増加	輸出	輸入	
消費者物価指数・民間最終消費支出デフレーターの対象範囲	第1次産業	国内企業物価指数の対象範囲						輸出物価指数の対象範囲	輸入物価指数の対象範囲
	製造業								
	建設								
	電力等								
	サービス	企業向けサービス価格指数の対象範囲							
付加価値	GDPデフレーター（生産側）の対象範囲								

(注) 産業連関表をベースに比較している。

最終需要段階での価格転嫁が一部にとどまっている場合、国内企業物価指数は中間需要を含むことから大幅に上昇する一方、消費者物価指数は最終需要しかカバーしないため、上昇率は小幅となる。その後、最終需要段階まで大幅に転嫁されれば、消費者物価指数も大幅な上昇となる。GDPデフレータの推移は、中間投入コスト上昇の原因が国内か海外かによって異なる。仮に国内で生産された中間投入物の価格が上昇する場合には、最終需要段階の価格に転嫁されるにつれて、GDPデフレーターは上昇する（海外の場合は後述）。第2に、各種の物価指数がカバーする財・サービスの生産性上昇率の違いが挙げられる。図表3は投資財価格と消費財価格の推移を比較したものであるが、消費財に比べ投資財の技術進歩スピードが速かったことを反映し、投資財価格は消費財価格よりも大きく低下している。GDPデフレーターや国内企業物価指数はやや長い目でみて消費者物価指数やPCEデフレーターに比べて下落幅が大きい、これは価格下落テンポの速い投資財を含んでいることが主因である²。

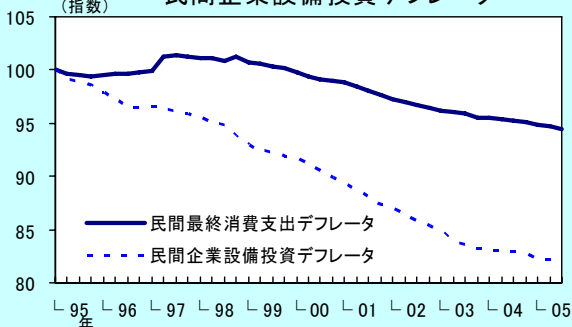
3. 消費者物価指数と GDP デフレーター

各種の物価指数には、カバーする取引範囲が異なるだけでなく、作成方法が異なることに起因する特性もある。消費者物価指数、企業物価指数、および企業向けサービス価格指数などの物価指数は作成方法がある程度共通している、本節では、作成方法の異なる消費者物価指数とGDPデフレーターとを対比させながら説明する。

消費者物価指数は、代表的家計が購入する財・サービスについて、ある時点における消費構造（品目と支出ウェイト）を基準に、これと同等のものを購入し続けた場合に必要な費用がどの程度変動したかを指数化している。品目は原則として5年間動かさないが、基準年以降に急速に普及した商品がある場合には、見直しを行う。毎月の価格は、「小売物価統計調査」によって店頭で直接調査されている。このように、概念的には基準時点の数量を用いて、価格変化を基準時点と比較時点の支出額比で表わした指数を、ラスパイレズ指数と呼ぶ³。また、消費者物価指数は、家計が消費から得られる効用（満足）水準を一定に保つため、対象品目の品質が向上した場合には、価格を引き下げるといった水準の調整を行っている。

一方、GDPデフレーターは、国内の経済活動全体の名目付加価値と実質付加価値の関係を表示する用途で作成されている。これは価格を直接調査するものではなく、加工によって得られる指数である。具体的な作成方法をみると、まず、品目毎の名目生産額を積み上げて、名目国内総生産額を算出する。次に、品目毎の名目生産額を対応する

【図表3】 民間最終消費支出デフレーターと民間企業設備投資デフレーター



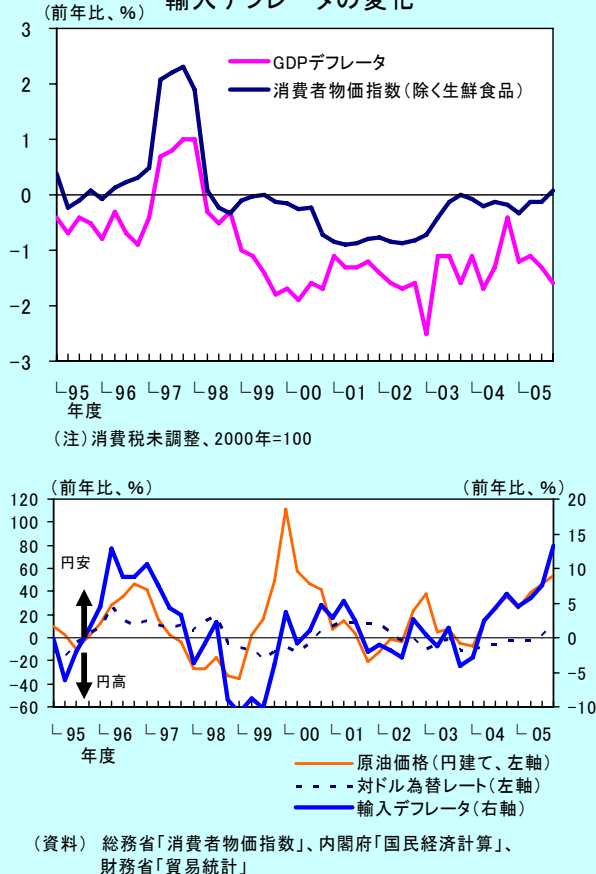
(注) 季節調整済み値、1995年=100
(資料) 内閣府「国民経済計算」

物価指数や関連の価格情報で割ることによって、品目毎の実質生産額を算出し、これを足し上げていくことによって実質国内総生産を算出する。最後に、集計された名目国内総生産を実質国内総生産で割ることによって **GDP デフレーター** を算出する。こうした手法で求められるデフレーターをインプリシット・デフレーターと呼ぶ。なお、実質国内総生産は基準時点の価格で比較時点の数量を評価していることになる（不変価格表示）。したがって、名目国内総生産を実質国内総生産で割ることによって算出される **GDP デフレーター** は、概念的には比較時点の数量を用いて、価格変化を基準時点と比較時点の生産額（支出額）比で表わすパーセンテージ指数となっている⁴。また、効用一定という考え方は明示的には採られていないが、価格系列を作成するために用いる物価指数に品質調整が行われている結果として、**GDP デフレーター** も品質調整が反映されている。

このように、消費者物価指数と **GDP デフレーター** の作成方法が異なることから、物価の基調を判断し説明するという観点から利用するにあたっては、以下のような特性の違いに留意する必要がある。

第1に、消費者物価指数は、輸入価格が上昇するとその分だけ上昇するのに対して、**GDP デフレーター** は、輸入価格が上昇すると、製品価格にフル転嫁されない限り下落する。**GDP デフレーター** は国内で生産された付加価値に対応する需要を捕捉することを目的としているため、輸入は全て控除されている。国民経済計算上の輸入品には素原材料などの中間投入物が多いため、輸入投入価格が上昇しても最終財への価格転嫁が遅い場合、企業収益の減少を反映して低下する。単純化のために実質 **GDP** の各コンポーネントが一定とすると、例えば原油価格の上昇によって輸入品価格が大きく上昇すると、名目 **GDP** が減少するため、**GDP デフレーター** が低下する⁵。実際、現在、原油価格が大幅に上昇している中で（図表4）、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比は国内需給バランスの改善を反映してマイナス幅が縮小し、現在はほぼゼロとなっているのに対し、**GDP デフレーター** のマイナス幅は、引き続き相対的には大きい。逆に原油価格が下落する場合には、最終財の価格引き下げが遅ければ、**GDP デフレーター** は上昇し易いと考えられる。

【図表4】消費者物価指数、GDPデフレーター、輸入デフレーターの変化

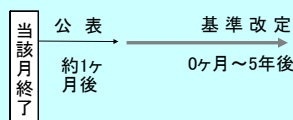


第2に、消費者物価指数は価格を直接調査しているのに対して、**GDP デフレーター** は、カバレッジが広いことの結果として価格情報が得られる基礎統計の範囲が限られるため、関連するデータを近似的に用いている部分が少なからず存在することである。例えば、政府消費支出（**GDP** 全体の約18%）には市場価格が殆ど存在しないため、投入コストを計算してデフレーターを作成している。このため、全体の約4割が公務員人件費を反映したものとなっており、公務員給与の抑制が続く状況の下では同デフレーターには下方圧力がかかり易い⁶。これ自体は実質総生産を計測する上で必要な処理であるが、同時に物価の基調をみる観点からは、市場価格の存在しない価格系列を物価と捉えるべきか、それとも賃金等のコストと捉えるべきかという論点も生じる。

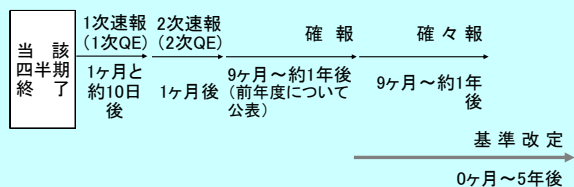
第3に、消費者物価指数は毎月ほぼ翌月末に公表されるのに対し、**GDP デフレーター** は、各種基礎統計を利用して推計する統計であるため、公表頻度が毎四半期と少ないほか公表時期も遅い点である（図表5）。最初に1次速報が公表されるのが当該四半期終了2ヵ月目となるので、他の物価指数を用いる場合よりも1~3ヶ月遅れる。

【図表5】消費者物価指数とGDPデフレータの改訂時期

＜消費者物価指数＞



＜GDPデフレータ＞

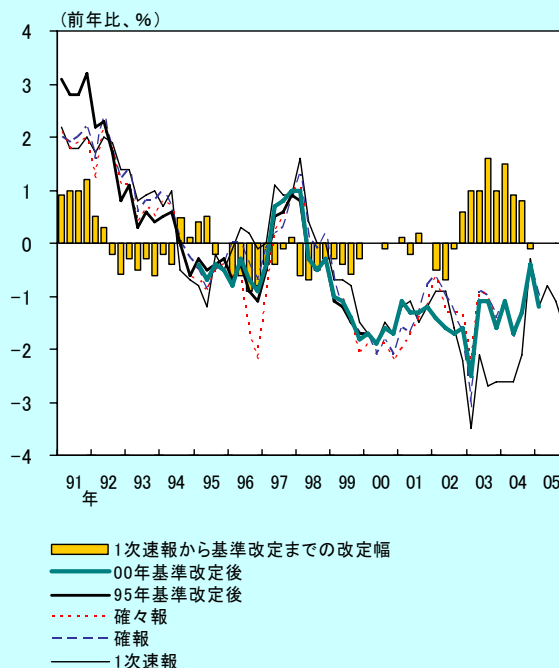


〔確報と確々報については5年に一度基準改定される。
(確報の公表と基準改定が同時に行われることがある)〕

第4に、消費者物価指数では、5年に一度の基準改定時に指数水準が変化することはあるが、原則として公表データが改訂されることはないのに対して、GDPデフレータは、統計の改訂頻度が高いうえ、改訂幅も大きい点である。GDP統計は、速報性と正確性のトレード・オフに配慮し、公表時期をできるだけ早めにした後、より精度の高い基礎資料の入手に応じて推計値を段階的に改訂していくことになっている。このため、当該四半期終了後に1次速報が出された後、その翌月に2次速報、毎年12月頃に確報、さらに確報の1年後に確々報、5年に1度、他の基礎統計が基準改定されるのに合わせて遡及改訂、というステップを踏む(前掲図表5)。

図表6によれば、例えば、96年7～9月には1次速報で前年比が+0.2%であったのが、その後は一旦は-1.7%と大幅なマイナスに変化し、さらにその後の基準改定等によって-0.7%までマイナス幅が縮小している。また、2003年7～9月を例にとると、1次速報の-2.7%から、確報、さらに固定基準パーシェ方式から連鎖基準パーシェ方式⁷への変更が影響している確々報まで、徐々にマイナス幅が縮小し、基準改定後には-1.1%まで縮小している。2000年基準改定の範囲で期間を区切り、各期について1次速報と基準改定値の間の改訂幅を計算すると、最大で1.6%、平均して0.5%の改訂が行われている⁸。GDPデフレータを用いて物価の基調をリアル・タイムで判断し、説明するうえで、この点にも留意する必要がある。

【図表6】GDPデフレータの改訂状況



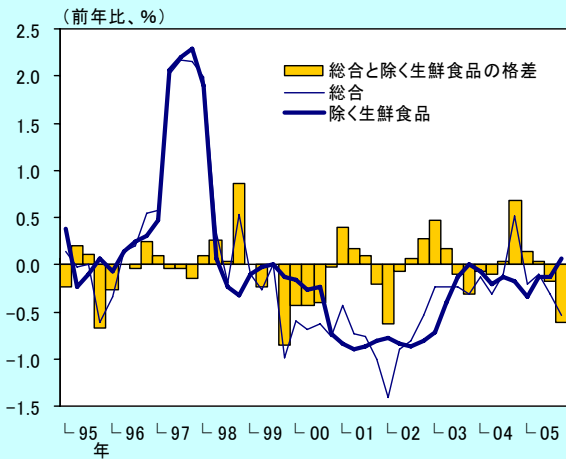
(注) 1次速報から基準改定までの改訂幅は、95年以前は1次速報から95年基準改定値との間の改訂幅、それ以降は2000年基準改定値との改訂幅。
(資料) 内閣府「国民経済計算」

4. 総合物価指数とコア物価指数

前節まではカバレッジや作成方法の異なる様々な物価指数を説明してきたが、同じ物価指数であっても、総合物価指数以外に、振れの大きい一部の財・サービス価格を除く等の加工を行うコア物価指数がある。コア物価指数の用途は本来多様であるが、本節では、一時的な変動要因を除くことによって物価の基調を見極めるという観点から説明する。

総合物価指数とコア物価指数の動きは、中長期的にはほぼ同じような動きを示す可能性が高いが、短期的には異なり得るものである。どのようなコア物価指数が物価の基調をみるのに適当であるかは先験的には明らかではなく、経済に加わるショックの性質や経済構造によっても異なる可能性がある。わが国の消費者物価指数については、天候に左右されて振れの大きい生鮮食品を除いた消費者物価指数(消費者物価指数総合に占めるウエイト95%)がコア物価指数として利用されてきた(図表7)。

【図表7】消費者物価指数の「総合」と「除く生鮮食品」の比較



(資料)総務省「消費者物価指数」

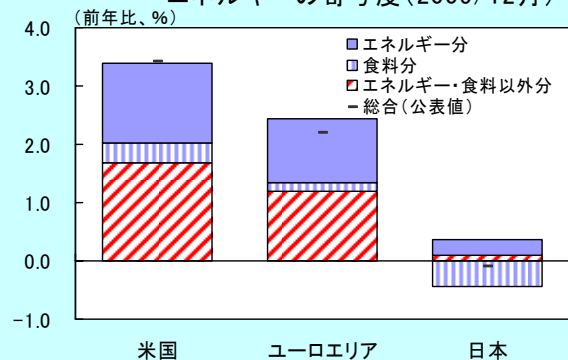
主要先進国の中央銀行が経済・物価の分析に当たって実際に重視しているコア物価指数をみると、天候の影響を受ける生鮮食品や、供給側の影響を受け易いエネルギーを除いたり、あるいは住宅金利や税といった制度要因を除くことが多い(図表8)。特に、エネルギーの価格変動を除去する例は比較的多くみられる。確かに第1次・第2次石油ショックの場合は、原油価格の上昇は比較的短期間に収束したことに示されるように一時的要因とみなせるかもしれない。しかし、近年の原油高の背景には、中国等の高成長による需要増がある。また、中国等の成長は同時に安価な労働供給の増加を通じて労働集約的な財の価格を押し下げているため、中国等の成長によって生じている現象のうち前者だけを除いた物価指数をコア物価指数とみるのは非対称的な取扱いとなっている可能性もある⁹。最近、わが国でも、生鮮食品を除くだけでなく、急騰している原油価格の影響を取り除くため、米国と同様の定義である食料(酒類を除く)とエネルギーを除いた指数も試算値として公表されている。ただ、わが国では、原油価格上昇が消費者物価指数に直接与える影響は欧米に比べてかなり小さい(図表9)。また、食料のウエイトが大きいこともあって(消費者物価指数総合に占めるウエイト26%)、食料とエネルギーを除く指数の消費者物価指数に占めるウエイトが67%にまで低下するため、他に一時的な変動が発生した場合にはその寄与度が高くなることから、却って物価基調の変化を捉えることが難しくなる面も考えられる。

【図表8】各国中央銀行がInflation Report等に掲載している主な物価指標

日本	CPI(除く生鮮食品)、CGPI(夏季電力料金調整後)、CSPI(除く海外要因)
米国	PCE連鎖基準物価指数(総合、食料品・エネルギーを除く、食料品・エネルギー除くベースのうち市場取引品のみ)、CPI(総合)、CPI(食料品・エネルギー除く)
ユーロエリア	HICP ^(注1) (総合、非加工食品・エネルギー除く)
スイス	CPI(総合、エネルギー除く、15%刈り込み平均)
ニュージーランド	CPI(総合、刈り込み平均、中央値)
カナダ	CPI(総合、間接税調整後ベースで野菜・果物・エネルギー・住宅ローン金利・長距離運賃・タバコを除く)
英国	HICP(総合)、RPI(小売物価指数)、RPIX(住宅ローン金利を除くRPI)、家計最終消費デフレータ
スウェーデン	CPI総合、UND1X(住宅ローン金利・間接税・補助金の直接的影響を除くCPI)
オーストラリア	CPI(総合、中央値、15%刈り込み平均、ガソリン除く、野菜・果物・ガソリン除く)
ノルウェー	CPI(総合)、CPI-ATE(税調整後エネルギーを除くCPI)

(注)1. 各国のCPI統計を調整して計測対象の項目を共通化したものを、加盟12ヶ国について加重平均したもの。
2. 主な物価指標として、継続して掲載されていることを目安とした。なお、輸出物価指数及び輸入物価指数については捨象した。

【図表9】消費者物価指数総合に占めるエネルギーの寄与度(2005/12月)



(注)1. 「食料分」は、米国・日本は食料(酒類除く)、ユーロエリアは非加工食品を指す。
2. 米国とユーロエリアの総合(公表値)との差は、推計誤差によるもの(米国の寄与度分解のウエイトには2004年12月のRelative Importanceを使用した)。

(資料)U.S. Department of Labor "Consumer Price Index"
European Central Bank "Harmonized Index of Consumer Prices"
総務省「消費者物価指数」

この他にも振れの大きい品目を除く手法には多様な種類がある。例えば、国内需給バランスを反映していないと考えられる品目を除くという考え方を徹底させるとすれば、生鮮食品とエネルギー以外に他の特殊要因も除くコア指数を定義することも可能である¹⁰。また、特定品目を除くことに伴う恣意性を排除するために、価格上昇率の大きい方と小さい方をそれぞれ一定割合ずつ

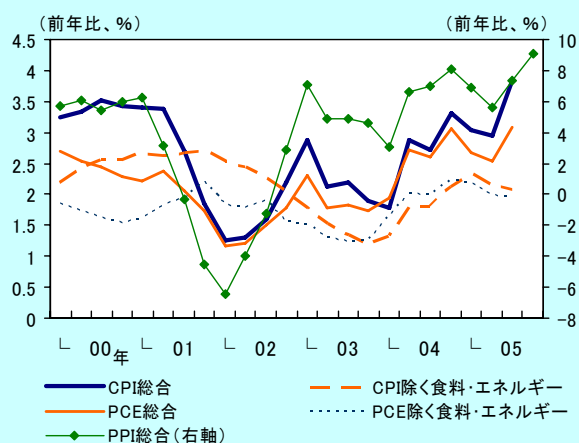
機械的に削除する刈り込み平均指数 (trimmed mean) というコア指数も存在する¹¹。その他、品目別価格変化率を低い順に再分類し、そこに品目別のウエイトをかけて算出された累積のウエイト分布を10%刻みで区分し、10%刻みの分布毎の価格推移を観察するとか、そのうち中央値 (累積ウエイトの50%分布点) の推移に着目するという手法も存在する。品目別価格変化率の分布をみるのは、相対価格変動の分布が持つ情報に着目し、経済に加わっているショックの種類や持続性を推測するという意味合いも持っている。実際、主要国中央銀行でも、刈り込み平均指数や中央値を利用している例もみられる (前掲図表8)。

このように、主要先進国をみても、どのコア物価指数をみるべきかという点についてコンセンサスがある訳ではなく、その時々に加わっているショックの性質等を勘案しながら複数のコア物価指数をみていることが多いように思われる。

5. 主要国の中央銀行ではどの物価指数が重視されているか？

第1節で述べたように、わが国では各種物価指数は短期的には異なる動きを示しているが、この点は他国についても同様である。例えば、米国について各種の物価上昇率をみても (図表10)、消費者物価指数やPCEデフレータと、そのコア指数とはかなり異なる推移をしているほか、消費者物価指数とPCEデフレータの格差も一定ではない。また、生産者物価指数 (PPI) は上昇率の加速、減速の程度が大きい。このように、米国においても物価指数によって動きはかなり異なっていることが確認される。

【図表10】米国の各種物価指数の推移



(資料) U.S. Department of Labor "Consumer Price Index,"
"Producer Price Index"
U.S. Department of Commerce "Gross Domestic Product"

そのような状況の中で、主要国中央銀行は金融政策の運営にあたって、どの物価指数を重視し、説明に用いているのであろうか (物価安定の対象となる物価指数に関する理論的な整理についてはBOXを参照)。この点を確かめるために、以下の判断基準を採用した。すなわち、インフレーション・ターゲティング採用国 (ニュージーランド、カナダ、英国等) については目標として使用している物価指数を、物価安定の数値定義の採用地域・国 (ユーロエリア、スイス) については定義として使用されている物価指数を挙げた。さらに、米国については議会向け半期報告書において公開市場委員会 (FOMC) メンバーの物価見通しで使われている物価指数を、日本については量的緩和政策の継続条件として用いられている物価指数を挙げた。結果は図表11にまとめてあるが、ここからは2つの特徴点が読み取れる。

【図表11】各国中央銀行が金融政策運営の説明に用いている物価指標

日本	量的緩和政策継続のコミットメントに使用している指標	CPI(除く生鮮食品)
米国	議会提出の半期報告書の中で見通しを示されている指標	PCE(個人消費支出)連鎖基準物価指数(食料品・エネルギーを除く)
ユーロエリア	物価安定の数値定義に使用している指標	HICP総合
スイス		CPI総合
ニュージーランド	インフレーション・ターゲティングで使用された指標	CPI総合
カナダ		CPI総合
英国		HICP総合
スウェーデン		CPI総合
オーストラリア		CPI総合
ノルウェー		CPI総合

第1に、インフレーション・ターゲティングや物価安定の数値定義の採用の有無にかかわらず、殆ど全ての国は消費者物価指数を使っている。米国はPCE (個人消費支出) デフレータを用いているが、いずれにせよ、金融政策の説明にあたっては、家計の消費支出を対象とする物価指数を使っている点では共通している。この間、GDPデフレータは利用されていない。

第2に、インフレーション・ターゲティング採用国、物価安定の数値定義採用国ともにコア物価指数ではなく総合物価指数をターゲットないし定義として使っている。一方、米国は食料品・エネルギーを除くPCEデフレータを重視しており、日本と共にコア物価指数を使っている。

以上のように、主要国中央銀行が金融政策の運営スタンスを説明する際には、家計の消費支出を対象とする物価指数が用いられるとともに、コア物価指数が用いられることは少ないようである。その背後にある考え方は以下の通りである。

例えば、欧州中央銀行(ECB)は2003年11月、物価安定の数値定義の対象物価指数をHICPにした理由について、一般の人々からみて信認(credibility)があり、改訂が少ないなど信頼性が高く(reliability)、公表の迅速性や頻度の点で便利である(availability)ことを挙げている。中でも総合指数を用いている理由として、どの財を除外するかについて恣意性が介在せず、家計の購入した消費財・サービスの価格をもっとも近似的に捉

えられるという透明性の高さを挙げている。また、ニュージーランドは、90年のインフレーション・ターゲット導入時の連銀総裁と蔵相間の合意文書(Policy Targets Agreement)において、消費者物価指数を用いている理由として、目標とするインフレ率は一義的には家計が現在消費している財・サービスの価格に関連すべきであるということと、さらに人々がもっとも身近にモニターできる指数であることを理由に挙げている。同じくカナダやスウェーデンも、消費者物価指数が家計の生計費を表わしていること、物価指数として幅広く用いられていること、規則的かつ頻繁に公表されること、等を挙げている。

このように、金融政策の運営スタンスの説明にあたっては、消費者物価指数総合が用いられることが多いが、コア物価指数も、その特性に応じて利用されている。例えばカナダでは、消費者物価指数総合を目標とした上で、コア消費者物価指数を「短期の政策運営上の重要な指針」と位置付け、短期的な物価の基調を説明するために利用して

【BOX】物価安定の対象となる物価指数は何か？

金融政策運営上、どの物価指数を使って金融政策スタンスを説明すべきかという論点とは別に、そもそも物価安定の対象となる物価指数は何かという論点も存在する。この点については、理論的には幾つかの見方がある。

第1の見方は、全ての経済活動は最終的には家計に帰着するとの考え方に立ち、貨幣価値の変化は、一定の効用(満足)水準を達成するために必要な消費支出がどれだけ変化したかという観点から計測すると考える立場である。その際、物価の安定は家計の消費支出の対価を表わす物価指数で捉えることになる。この考え方に立つ場合は、他の物価指数は、家計の消費支出の対価を表わす物価指数の現状や先行きを評価するうえでの情報を抽出する目的で使用されることになる。

第2の見方は、金融政策が影響を及ぼす物価は、通貨を使って取引する全ての対象価格を含むものであり、この物価を安定させるとの考え方である。この考え方に立てば、最終需要だけでなく中間需要まで広くカバーする物価指数をみるのが重要となる。家計の消費支出を表わす物価指数以外の物価指数も、物価の安定が達成されているかどうかをみるために直接用いられることになる。

最近では、第3の見方として、金融政策が考慮すべき物価変動のコストとして、需給バランスの変化に対して速やかに価格調整を行えないことが資源配分の歪みをもたらす点に着目する考え方も有力となっている。この考え方に立つ場合、価格の硬直性が存在する物価全体を安定させることが重要となり、その対象は取引段階を問わないこととなる。

いずれの立場が理論的に正しいかというコンセンサスは得られていない。物価安定の対象となる物価指数が何であるかは、学問的にも難しい問題である。

いる。また、米国の公開市場委員会（FOMC）においては、2000年以降、バイアスの小さい物価指数を重視する観点から、それまでに重視していた消費者物価指数から PCE デフレータに切り替えた¹²後、さらに物価の基調を表わしていることを重視する観点から、2004年よりコア PCE デフレータに変更した¹³。

6. むすび

日本銀行は、金融政策の運営スタンスを説明する際の物価指標としては、海外主要国の中央銀行と同様、家計の消費段階を捉えた物価を最も重視している。より具体的には、消費者物価指数（除く生鮮食品）を用いている。このことは、量的緩和政策について、「生鮮食品を除く消費者物価指数が安定的にゼロ・パーセント以上となるまで継続する」という基準を公表していることにも表われている。また、半期毎に公表している「経済・物価情勢の展望」レポートにおいても、参考として、国内企業物価指数と並んで消費者物価指数（除く生鮮食品）の政策委員見通しを公表している。

もちろん、このことは他の物価指数が重要でないということを意味するものではない。日本銀行は、物価の基調を判断するために、様々なカバレッジの物価指数やコア物価指数をモニターし、分析を行っている。さらには、物価の基調に影響する需給ギャップ、ユニット・レバー・コスト、予想インフレ率、為替レート、海外商品市況等も注意深く分析している。そうした分析を通じて、物価の安定が中長期的にみて確保されるかどうかを的確に判断し、説明をしていくことが、中央銀行にとっての重要な課題である。

¹ 三面等価の原則とは、財・サービスの生産額から中間投入を控除した付加価値の総計（生産面）と、消費や投資などの最終需要の総計（支出面）と、賃金や利潤等に分配された所得の総計（分配面）の3つの推計が等しくなることを指す。

² GDP デフレータは、消費者物価指数等とは異なり、国内総生産全体を対象としているので部門間の成長パターンの違いも反映され易い。例えば、技術進歩の速い産業を中心に設備投資主導で経済が拡大すると仮定すると、民間企業設備投資デフレータが下がり易くなる一方、設備投資の最終需要に占めるウェイトが上昇することから、GDP デフレータが下がり

易くなる可能性が考えられる。

³ ラスパイレス指数では、基準時から離れるにつれて、一般に相対価格が低下している品目の購入数量が相対的に増加する傾向があるが、数量は基準時に固定されているため、この価格下落が物価全般に及ぼす影響を過小に評価する傾向がある。ただ、消費者物価指数について、毎年ウェイトを更新する連鎖基準のラスパイレス指数と比較すると、2004年の前年比格差は0.1%程度である。これらも含めた計測誤差全般の詳細は、白塚重典（2005）、「わが国の消費者物価指数の計測誤差：いわゆる上方バイアスの現状」、日銀レビュー2005-J-14を参照。

⁴ GDP デフレータは、パーシェ指数であることに伴って消費者物価指数とは逆方向に計測誤差が生じ得るため、2004年に、指数ウェイトが毎年更新される連鎖基準に変更され、1994年まで遡及改定された。

⁵ さらに、実質 GDP が一定との仮定を外し、輸入品のうち原油など中間投入品の価格が上昇すると企業が最終財生産量を減少させるケースを考えると、実質 GDP は基準時点で輸入と粗生産の相対価格を固定して計算されるため、控除される輸入額の規模が小さくなり、実質 GDP が一層過大評価される可能性がある。GDP デフレータは、足許で輸入と粗生産の相対比率を固定して計算されるパーシェ指数であるため、逆に一層過小評価される可能性がある。交易条件（輸出価格／輸入価格）と輸入デフレータの議論全般については、Diewert, W.E. (2002), "Harmonized Indexes of Consumer Prices: Their Conceptual Foundations," *Swiss Journal of Economics and Statistics*, Vol.138(4), pp.547-637. や、Kohli, U. (2004), "Real GDP, Real Domestic Income, and Terms-of-Trade Changes," *Journal of International Economics*, Vol.62, pp.83-106. で詳しく論じられている。

⁶ 例えば、"The problem with including government expenditures in the index number formula is that it is usually difficult to obtain meaningful prices for deflating these expenditures."と述べた前掲 Diewert (2002)のように、政府サービスを除いてみるべきとの主張がなされることもある。

⁷ 脚注4で述べたように、GDP デフレータが固定基準方式から連鎖基準方式に移行されたことに伴って、基準年から離れるにしたがって GDP デフレータ変化率が下方に過大評価される傾向が大幅に改善された。このため、GDP デフレータ変化率のマイナス幅は縮小した。

⁸ 今回の計算上は、簡単化のため、2次速報を省略している。

⁹ この点は、例えば ECB が2005年12月1日に週次定期1週間物オペの最低入札金利を25bp引上げた際

の Trichet 総裁の introductory statement においても、”……the increase in energy prices to a large extent reflects higher global demand for energy. While it is difficult to quantify precisely this effect, it would appear inappropriate to exclude energy from the price index and at the same time retain other items, such as internationally traded manufactured goods. Owing to the same forces of globalisation, these goods currently exhibit little upward movement in prices and even suggest a downward trend.”と述べられている。

¹⁰ 例えば、12月消費者物価指数（除く生鮮食品）から、原油価格の影響を直接受ける石油製品に加え、天候の影響を受けた米類、電気代、固定電話通信料、さらには診療代、税金の影響を一時的に受けたたばこも除くと（消費者物価指数総合に占めるウエイト84%）、前年比0.0%となる。

¹¹ こうした考え方をわが国に応用した研究としては、例えば、三尾仁志・肥後雅弘（1999）、「刈り込み平均指数を利用した基調的物価変動の分析」、金融研究第18巻第1号、105-146頁を参照。

¹² FOMC は、2000年3月に議会に提出した半期報告書（Monetary Policy Reports to the Congress）から、インフレ予測の対象物価指数を消費者物価指数からPCEデフレーターに切り替えた。半期報告書によれば、PCEデフレーターの特長は、第1に、PCEデフレーターの方が対象となる消費支出の内訳を包括的・正確に捉えている。第2に、PCEデフレーターは、基準時点を頻繁に変更する連鎖基準を採用し、しかもラスパイレース指数とパーシェ指数を幾何平均したフィッシャー指数であるため、指数バイアスを回避できる。Greenspan 議長は特に、1999年中のFOMCにおいて、消費者物価指数では住宅持家の帰属家賃等、特定支出のウエイトが大き過ぎるためにインフレ率の現状を正しく映していないと論じている。PCEデフレーターと消費者物価指数のどちらが物価の基調を表わしているかという当該議論の詳細は、Federal Open Market Committee Transcript, February 2-3 Meeting, March 30 Meeting, May 18 Meeting, December 21 Meeting を参照。

¹³ ただし、Bernanke 議長は、議長に指名された段階で行われた2005年11月15日の上院公聴会において、CPI、PCE、そのバリエーションのいずれが適切かと問われ、人々に馴染みがあるかどうかやバイアスの大きさ等多くの論点があり、事前に性急な判断を行いたくないと発言している。

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つきましては、日本銀行企画局 加藤 毅（E-mail : takeshi.katou@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。