

ポイント

- 原油安と増税なくとも物価目標達成は困難
- 異次元緩和後も物価上昇品目は一部に限定
- 企業や消費者の物価上昇予想の醸成に時間

渡辺 努 東京大学教授

消費者物価指数（CPI）の前年同月上昇率は原油価格の急落で昨年12月に0・5%まで低下した（消費税の影響を除く）。CPI上昇率を2年以内に2%まで引き上げるといって2013年4月の日銀のコミットメント（約束）は達成が不可能な状況にある。

こうした中、そもそもCPIを2%まで引き上げる必要はないとの指摘も聞かれる。また、日銀の異次元緩和が始まる前のデフレは緩やかであったから、仮にそこに戻って

性はどうか。CPI上昇率ゼロでは不十分な理由として日銀が挙げるのは、CPIの上

方バイアスと、景気後退時に名目金利を引き下げる余地（のりしろ）の確保である。



ろ。なお、昨年12月のCPI上昇率から上方バイアス分1%を差し引くとマイナス0・5%であり、実態としては今なおデフレである。

では、CPI上昇率2%という目標は果たして達成可能なか。日銀は13年4月に異次元緩和を開始し、その1年後にはCPI前年比が1・5%まで上昇し、目標にかなり近づいた。日銀にとって誤算

なく品目のCPIウェイト）。実線は消費税率引き上げ直前（14年3月）、点線は異次元緩和が始まる前の時点（12年12月）である。

実線を見ると、分布のピークはマイナス0・75〜プラス0・25%の範囲にあり、この範囲だけで全体の約50%を占めている。14年3月のCPI総合の前年比はプラス1・3%であるが、全ての品目の価格が一律に1・3%上昇しているわけではなく、品目間でばらつきがある。およそ半数の品目は前年比で据え置き、一方、残りの半数が全体の平均を引っ張るという不自然なカタチとなっている。

点線と比較すると、分布の右側（価格が上昇した品目）が厚くなる一方、左側（価格が下落した品目）は薄くなっており、これがCPI（12年12月はマイナス0・2%）の上昇を引き起こしたことがわ

く異なっており、米国の分布は2%から3%の辺りにピークがある。

米国など先進各国では2〜3%前後の価格引き上げがいわばデフォルト（標準的状态）で、企業は特殊な事情がある場合を除き、その範囲で毎年価格を引き上げている。一方、日本では価格据え置きがデフォルトになっている。

日本の分布を過去に遡って調べると、価格変化ゼロ近傍の品目が突出して多いという特徴が初めて表れたのは1990年代半ばで、それ以降、その形状が続いていることが確認できる。当時はデフレ圧力の強い時期であり、その圧力に抗して企業が価格を据え置いたと見ることができ

こうした価格の下方硬直性はデフレを緩やかなものにとどめる効果があり、当時懸念されたデフレスパイラルに対する防波堤の役割を果たした。

まる「本来あるべき価格水準」から乖離（かいり）する。

デフレ期には、本来あるべき価格水準が低下する中で実際の価格は据え置くというところが広範に起き、これが20年間続いた。その結果、異次元緩和の始まる直前には、実際の価格が本来の価格を上回る企業、つまり、価格引き下げ予備軍が数多く存在した。一方、実際の価格が本来価格を下回る価格引き上げ予備軍は少なかった。

この意味で異次元緩和は、デフレ期の負の遺産を抱えて始まった。異次元緩和で本来の価格は多少上昇したはずだが、その水準は実際の価格を引き続き下回っているの



デフレ期の負の遺産 日銀は粘り強い対応を

は消費税増税に伴う消費低迷と原油安で、これさえなければ物価目標を実現できたはずというのが日銀をはじめ大方の見方だろう。

しかし、そうした見方は楽観的に過ぎる。仮に原油安などがなかったとしても、物価目標の達成は困難だった可能性が高い。

図1はCPIを構成する588の各品目について価格の前年同月比の頻度分布を示したものだ（頻度は品目数では

かる。しかし分布の中央部分（価格変化のない品目）をみると両時点が変わらず、異次元緩和の政策効果がここには全く及んでいない。

日銀が目指す2%の物価上昇とは、大半の企業が毎年2%前後価格を引き上げ、それに合わせ賃金も、2%に生産性上昇を加味した率で上昇する状態だ。現状はほど遠い。

この分布の形状がいかに異なるかは同時期の先進各国の分布と比較するとよくわかる。

問題は、デフレからインフレへと移行する過程でもなお半数の企業が価格据え置きの姿勢を変えていないことである。異次元緩和の過程では、

これら大半の企業が価格据え置きを続ける中で、価格を動かしやすい一部の企業が値下げから値上げへと転じたにすぎない。

もちろんこれが続けば、分布の右側がさらに厚くなり、平均値も2%に向け上昇するだろう。しかしそうして2%を実現できたとしても、分布のピークがゼロのままでは持続性を欠く。現に原油安でCPI上昇は急減速している。

日本の分布ピークがまだゼロにとどまるのは何故か。カギは価格の粘着性（価格が即座には調整されない）にある。価格の粘着性があると、企業が「実際につけている価格」が、足元の生産費用や需要、それらの将来見込みで決



物価上昇の減速 「価格据え置き」の呪縛」存在

デフレの弊害は物価下落そのものではなく、物価下落が将来も続くという予想を生むことだ。日本のように20年もの長期にわたってデフレが続くと、多くの消費者や企業が先行きも物価下落が続くと強く信じ、貨幣や預金などの資産に資金を振り向ける傾向を強め、実物に資金が回らなくなる。債務の実質価値が年々膨らむという予想によって、企業の投資意欲も減退する。2%という目標水準の妥当

筆者の研究室が配信している東大日次物価指数と比べて、CPIは0・6%程度高めにいる傾向がある。これは安売りされる売れ筋商品の變化をCPIが捉えていないため生じる上方バイアスである。また、米コロンビア大学のデビッド・ワインシュタイン教授らとの共同研究によれば、上方バイアスは一定ではなく変動が大きい。こうした点を踏まえれば、上方バイアス分として1%程度をみておくという日銀の判断は妥当だ

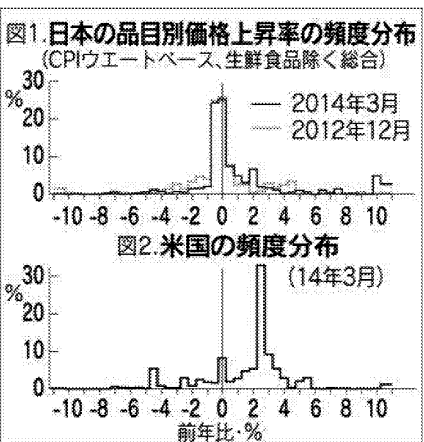


図1 日本品目別価格上昇率の頻度分布 (CPIウェイトベース、生鮮食品除く総合)
図2 米国の頻度分布 (14年3月)

停止している物体を動かすには大きな力が必要だが、いったん動き出してしまえばさほど力は要らない。価格据え置きの呪縛さえ解ければ、いまより強い金融緩和効果が期待できる。デフレ期の負の遺産を一掃するため粘り強い対応が日銀に求められている。

わたなべ・つとむ 59年生まれ。ハーバード大博士。専門はマクロ経済学