

*JSPS Grants-in-Aid for Creative Scientific Research*  
*Understanding Inflation Dynamics of the Japanese Economy*  
*Working Paper Series No.33*

## 四半世紀の物価変動

渡辺努

March 26, 2009

Research Center for Price Dynamics  
Institute of Economic Research, Hitotsubashi University  
Naka 2-1, Kunitachi-city, Tokyo 186-8603, JAPAN  
Tel/Fax: +81-42-580-9138  
E-mail: [sousei-sec@ier.hit-u.ac.jp](mailto:sousei-sec@ier.hit-u.ac.jp)  
<http://www.ier.hit-u.ac.jp/~ifd/>

# 四半世紀の物価変動

渡辺努\*

一橋大学

2009年3月26日

## 要旨

過去四半世紀を振り返ると、資産価格は1980年代後半に大幅に上昇し90年代前半に急落するという大きな変動を示した。ところが消費者物価やGDPデフレーターに代表される財サービス価格はそれほど変化していない。資産価格と財サービス価格の連動性の欠如がこの時期の特徴であり、それが金融政策などの運営を難しくした。本稿ではその原因を探るため資産価格と財サービス価格の重要な結節点である家賃に焦点を絞り、住宅の売買価格との連動性を調べた。その結果、日本の家賃には米国の約3倍の粘着性があり、それが住宅価格との裁定を妨げていることがわかった。仮に家賃の粘着性が米国並みであったとすれば、消費者物価上昇率はバブル期には実績値に比べ約1%高く、バブル崩壊期には約1%低くなっていたと試算できる。バブル期における金融引き締めへの転換、バブル崩壊期における金融緩和への転換が早まっていた可能性がある。

---

\*一橋大学経済研究所，一橋大学物価研究センター（tsutomu.w@srv.cc.hit-u.ac.jp）。本稿の作成に際しては、伊藤隆敏，翁邦男，清水千弘，西村清彦，吉川洋，David Weinstein の各氏との議論が有益であった。記して感謝したい。

# 1 動かぬ物価

過去四半世紀を振り返ると、1980年代後半には不動産価格や株価などの資産価格が急上昇するバブルが発生し、90年代前半にはその崩壊があった。資産価格の大きな振幅は銀行や企業のバランスシートを毀損させ、その後の日本経済の長期停滞を招いた。経済の停滞は財サービス価格にも波及し、1990年代後半以降、消費者物価やGDPデフレーターが持続的に下落するデフレーションが発生した。

しかしデフレといっても、消費者物価が年間で精々1-2%下落するという程度のマイルドなものであり、地価や株価の下落に比べればその規模は極めて小さい。また、資産価格は80年代後半に大幅に上昇したにもかかわらず消費者物価は年間で3%程度しか上昇せず、資産インフレと比べられる規模の財サービスのインフレは発生しなかった。つまり、過去四半世紀における資産価格の大きなスイングとの対比では財サービス価格は安定していたといつてよい。

## 1.1 120年間の物価変動

このことは長期の視点からみると明らかである。図1は過去120年間のGDPデフレーターの推移を示したものである。図に示しているのはGDPデフレーターの水準の対数値である（インフレ率ではない）。図から直ちにわかるように日本の物価水準は第2次大戦の直後に不連続的に上昇した。これは戦争末期から戦後にかけて発生したハイパーインフレの影響である。

しかしそれ以外の時期をみるとこれほどの規模の変動は見当たらない。まず戦前をみると年間のインフレ率は約6%であった。赤線は年率6%のインフレを示す線であるが戦前の各年の実績値はこれに乗っていることがわかる。戦後についても同じトレンド線を引くと、50年代、60年代、70年代はこの線に乗っている。戦前とほぼ同じペースでインフレが進んでいたといえる。しかし80年代半ば以降はこの傾向に大きな変化が起きている。実績値は80年代半ば以降、ほとんどフラットであり、その結果、赤線で示した6%のトレンド線からの乖離が徐々に大きくなっている。過去四半世紀の財サービス価格は過去とは明らかに異なる動きをしている。

## 1.2 物価安定の評価

本稿の目的は過去四半世紀の物価安定の原因を探ることであるが、その分析に入る前にこの物価安定を政策当局者などがどのように受け止めてきたかを確認しておこう。1990年代の半ば頃までは物価が安定していることは望ましいことと受け止められていた。例えば、1993年2月の講演で三重野日銀総裁は「インフレとの戦いという点ではわが国は非常にうまくいっている」と述べている。資産価格が大きく変動し経済が全体として不安定化している中であって、財サービス価格だけは上昇することなく安定基調を保っていることを望ましいことと評価している。こうした評価は日銀だけでなく政府にも共有されていた。また研究者やマスメディアからも物価安定を問題視する声は聞かれなかった。

しかしこうした前向きな評価は徐々に修正されていった。その理由のひとつは90年代後半以降、緩やかとはいえ物価の下落が始まったことである。しかしより重要な変化は、他の様々な変数が大きく動いているときに物価だけが動かないのはむしろ望ましくないという見方が出てきたことである。

この点を例示するため、図2では1970年代のバブル期と1980年代のバブル期を比較している。列島改造ブームに沸いた1970年代のバブルでは公示地価が2倍以上に上昇した。しかし同時にGDPデフレーターもほぼ同程度上昇している。この結果、公示地価とGDPデフレーターの比（相対価格）は1970年代初と1980年代末でほぼ等しくなっている。

これに対して1980年代のバブルでは地価が3倍になったにもかかわらずGDPデフレーターは全くと言ってよいほど変化していない。この結果、1990年頃には地価はGDPデフレーターとの対比で大きく上昇している。この相対価格の変化を元に戻すにはGDPデフレーターを上昇させるか、または地価を下落させるしかない。90年代前半に起きたことは後者であり、GDPデフレーターがほとんど変化しない中で地価が大きく低下し、90年代末には相対価格が元に戻った。これは、地価はほとんど下落せずその代わりにGDPデフレーターが上昇した1970年代とは大きく異なっている。

1970年代のGDPデフレーターの上昇が望ましくない効果をもったことは間違いない。しかしそれでは、そうした高インフレの発生を回避した90年代の方が望ましかったかということ一概にそうとも言えない。地価の下落は銀行や企業の資本を大きく毀損させ、それが長期に渡る経済停滞を招いたからである。仮に80年

第後半以降 GDP デフレータが上昇したとすれば、70年代にそうであったように、地価の下落を避けることができたかもしれない。そのように考えれば、資産バブルの発生を所与とすれば、財サービス価格の上昇は少なくとも次善の策としては望ましい可能性がある。その意味では、物価が全く動かないのは本来の役目を果たしておらず、望ましくないとみることもできる<sup>1</sup>。

## 2 家賃の粘着性

資産価格が変動しても財サービス価格があまり変化しないのはなぜだろうか。以下では Shimizu et al (2009) の分析結果をもとに考えてみよう。

本稿で注目するのは家賃である。住宅の売買価格と家賃とは密接な関係にある。現在から将来にわたる家賃の割引現在価値で住宅の売買価格が決まるとすれば家賃と住宅価格はラグを伴いつつも共変するはずである。また、賃貸住宅の居住者が家を購入するかどうかを検討する際には借りる場合のコストと買う場合のコストを比較するはずであり、こうした裁定が機能していれば両者が大きく乖離することはないはずである。この意味で住宅価格という資産価格と家賃という財サービス価格は密接に関係していると考えられる。

日本の80年代から90年代にかけての土地価格の変動や米国の最近の住宅価格の変動に象徴されるように、資産価格の変動は不動産価格の変動として現れることが多い。他方で住宅サービスは消費者の購買バスケットの中で重要な位置を占めており、消費者物価指数の中で占める比率は4分の1である<sup>2</sup>。このように、住宅価格と家賃はそれぞれ資産価格と財サービス価格の中で重要な位置にあり、その意味で家賃は資産価格と財サービス価格をつなぐ重要な結節点である<sup>3</sup>。

<sup>1</sup>一橋大学物価研究センターが2007年6月に開催した会議において福井日銀総裁は“With a flatter Phillips curve, imbalances in the economy do not easily translate into movement in prices. On the contrary, it is possible that imbalances may make themselves felt on the real side of the economy or in asset prices before they are translated into instability in general prices.”と述べている。経済に芽生えている不均衡(imbalances)は物価変動というかたちで発現することもあれば資産価格の変動というかたちをとることもあるという柔軟な見方といえる。

<sup>2</sup>東京の消費者物価指数で住宅サービスの占める割合は26.3%である。このうちアパート家賃など店子が家主に支払う家賃は5.8%である。持ち家の所有を自分自身への賃貸と擬制して計算する持ち家の帰属家賃が18.6%と大半を占めている。持ち家の帰属家賃については次節で詳しく検討する。

<sup>3</sup>この点について詳しくは Goodhart (2001) を参照。

### 2.1 住宅価格と家賃の連動性

ではバブル期の日本で家賃は結節点の役割を果たしたのだろうか。図3は1980年代後半以降の住宅価格と家賃の推移を示したものである。住宅価格はリクルート社の発行する住宅雑誌に掲載されている売買物件情報を用いてヘドニック法によって推計されたものである。図3では1986年を1として非木造住宅の価格を示してある。対象地域は東京23区である。家賃については2つの指数を示してある。ひとつは東京都の消費者物価指数に含まれている家賃の指数である。以下ではこれを「CPI家賃」とよぶ。もうひとつはリクルート社の雑誌に掲載されている東京23区の賃貸物件情報を用いてヘドニック法により推計したものである。以下では「リクルート家賃」とよぶ。

図3からは次の2つのことを読み取ることができる。第1に、住宅価格とCPI家賃の間にはほとんど相関はない。住宅価格は80年代後半に上昇した後、90年代前半に下落しているのに対して、CPI家賃は90年代中央までゆっくりとした上昇を示し、その後はほぼ横ばいで推移している。住宅価格の下落に対応する家賃の下落は見られない。この住宅価格とCPI家賃の連動性の欠如が、バブルの形成と崩壊期における消費者物価の安定をもたらしたとみてよい。

第2に、リクルート家賃をみると、住宅価格との間に弱いながらも連動性が見て取れる。すなわち、リクルート家賃は1986年から92年末にかけて上昇を続けた後、95年末にかけて下落している。リクルート家賃のピークは住宅価格のピークより2年ほど遅れており、その水準も1986年初の水準に比べ住宅価格が3.3倍、リクルート家賃が1.4倍と小幅である。しかし少なくともCPI家賃との対比では、住宅価格との連動性が強いといえる。

リクルート家賃では連動性があるのにCPI家賃では連動性が消えてしまうのはなぜだろうか。リクルート家賃は住宅雑誌に掲載された賃貸物件で適用されている家賃であり、転勤などで引っ越しが発生しそれに伴って店子が入れ替わり新しい店子との間で結ばれる賃貸契約で適用される家賃である。いわば家賃の「市場価格」である。しかしCPI家賃の対象となる全ての住戸において家賃が常にこの市場価格と一致しているわけではない。それどころか家賃は一般に市場価格から乖離しており、その乖離を是正するチャンスは、2年に一度訪れる契約更新時と、平均的には10年に1度程度の頻度で発生する店子入れ替えの時だけである。契約更新または店子入れ替えというイベントが発生

しない限り、家賃が調整されることはなく、したがってその間に市場価格が変動すると市場価格からの乖離が生じる。しかも、市場価格との乖離を埋めることのできるこの2つのチャンスのときでさえ、後に詳しくみるように、市場価格からの乖離が完全に是正されるとは限らない。

つまり、個々の住戸の家賃が市場価格水準へと調整されていく「値洗い (mark-to-market)」の機会が稀で、しかも不完全な値洗いしか行われなため CPI 家賃の市場価格からの乖離が生まれてしまうのである。こうした傾向は我が国に固有のものではない。Shimizu et al (2009) によれば日本では1年間に家賃の変更が起きる住戸は全体の約11%である。これに対して米国では年間で約71%の住戸で家賃の変更が起きる (Genesove 2001)。またドイツでは約22%の住戸で家賃の変更が起きる (Kurz and Kim 2006)。このように家賃の値洗いが稀であることは各国に共通する特徴であるがその中でも日本は突出しているといえる<sup>4</sup>。

## 2.2 家賃の値洗い

値洗いの様子をより詳しく見てみよう。表1ではある不動産管理会社が管理する住戸15639物件について2008年3月中に起きた契約の変化を調べている。契約の変化は2種類で、ひとつは店子の変更を伴う契約変更であり(「転居住戸」)、もうひとつは既存の店子との間の契約更新である(「更新住戸」)。15639戸のうち転居住戸は526戸であり、更新住戸は594戸である。1ヶ月間に転居戸数が526戸ということは年間に引き直すと15639物件の約4割に相当する。Shimizu et al (2009) では転居戸数は年間で約1割であるからこの数字は3月という月の季節性を反映し高くなっていると考えられる。一方、更新戸数の594戸は年間でいうと約46%であり、2年間に一度の頻度で契約更新が行われることを示している。

まず転居住戸における契約内容をみると、旧店子の契約と同じ家賃が適用されたケースは526戸中397戸であり、75%を占めている。一方、家賃が引き上げられた住戸は44戸、引き下げられた住戸は85戸であった。転居住戸で契約される家賃は新しい店子との間で結ばれるものであり、旧店子との契約とは別物である。したがって家主の立場からすれば店子の入れ替えを機に家賃を市場価格の水準に持っていきたいと考えるであ

<sup>4</sup>Higo and Saita (2007) によれば我が国の財サービスの価格(家賃を除く)が改定される頻度は1ヶ月に約22%である。他の財サービスと比べて家賃の更新頻度が極めて低いことがわかる。

ろう。そうだとすれば旧家賃とは異なる水準になるはずである。そう考えると、旧家賃と同じ住戸が75%というのは意外な結果である。

2008年3月は住宅市場全体として大きく上がりも下がりもしない時期だったのでそもそも家賃を変更する必要がなかったのかもしれない。あるいは、Shimizu et al (2009) が指摘するように、複数の住戸が入るアパートや賃貸マンションではひとつの住戸で転居があったとしてもその他の住戸では既存の店子が住み続けており、転居のあった住戸で家賃を引き下げると他の住戸からも引き下げの要請が出る可能性がある。つまり、転居住戸では店子が入替わっているため旧店子との間に結ばれていた過去の契約に縛られることはないものの、別な店子との間の契約には引き続き縛られているため、ある種の履歴効果が現われているとみることができる。なお、Genesove (2001) によれば米国の転居住戸で以前と同じ家賃が適用される確率は14%である。日本に比べればはるかに低いとはいえ米国でも同様の傾向が認められる。

次に更新住戸における契約内容をみると旧契約と同じ家賃が適用された件数が576件であり更新住戸全体の97%を占めている。2年に1度の契約更新ではほとんどの場合に家賃は変更されないことを示している。これについても市場価格が変化していなかったのもそもそも家賃を変更する必要がなかったということも考えられるが、実際には店子と家主の間にある種の長期的な契約関係が存在するためと理解すべきであろう。

店子の立場に立つと、契約更新の交渉が決裂して住戸を変わらなければならないとすると新たに引越しの費用が発生する。一方、家主の立場からすると、既存の店子がこれまで大きな問題も起こさず良質な店子であったとすれば、この店子を追い出し別な良質な店子を探すにはサーチコストがかかる。運が悪ければ悪質な店子が入居しトラブルに巻き込まれるかもしれない。このように考えると、店子と家主の双方に取引費用やサーチ費用を節約する誘因があり、それが2年を超える長期的な契約関係を生じさせるとみることができる<sup>5</sup>。

更新住戸のうち家賃が変更される少数の住戸をみる

<sup>5</sup>ただし厳密に言えば、長期的な契約関係の存在だけでは家賃がなぜ変化しないのかの説明にはなっていない。サーチ費用などを節約するために契約更新の確率が高くなるのはよいとして、そこでの家賃を以前と1円たりとも変わらない水準にしなければならぬ理由がないからである。例えば市場価格が上昇傾向にあるとすれば市場価格の水準まで引き上げないまでも多少の引き上げをするということと店子の合意が得られるはずである。しかし家賃の水準が全く変わらないということは家主と店子とその交渉すらも厭うということであり、市場価格に関する情報を収集する費用の存在などを示唆している。

と、引き下げが18戸に対して引き上げは皆無であり、非対称性がある。先にみたように、転居住戸でも引き下げの方が引き上げよりも多い傾向は見られるものの、それと比べても更新住戸の非対称性は際立っている。我が国では借地借家法など既存の店子の権利を守る法制度が存在し、家賃の引き上げや契約の解除を家主側から持ちかけるのが難しいと言われている。ここでの非対称性はそうした指摘と整合的である。

## 2.3 状態依存性

表1は家賃の変更の様子を2008年3月という一時点でみたものである。しかし家賃が変更される確率は様々な事情で変化すると考えられる。以下ではShimizu et al (2009) で使用されているデータを用いてこの点についてみてみよう。

図4は、店子の入れ替えがあった住戸(転居住戸)で家賃が変更されなかった住戸の割合が1980年代後半以降、どのように推移してきたかを示している。計測にはリクルート社が発行する住宅雑誌に掲載されている賃貸物件の情報を用いている。青線は月々の家賃が変更されなかった住戸の数を数えたものであり、赤線は月々の家賃も礼金も変更されなかった住戸の数を数えている。月々の家賃が変更されない場合でも礼金の調整によって柔軟に家賃が調整されているかもしれない。その可能性を確かめるために礼金の調整も考慮に入れている。図からわかるように、礼金の調整を考慮に入れても家賃の粘着性はかなり高く、青線と赤線の動きに大きな差は見られない。

この図で注目すべきは1986年から92年にかけての低下である。1986年には転居住戸のうち58%の住戸で家賃が据え置かれていた。しかしその比率が1992年には4%まで低下している。図3でみたように86年から92年の時期は家賃の市場価格が上昇基調にあった時期である。市場価格が安定しているときであれば家賃を据え置いたとしても家主が損失を被ることはない。しかし86年から92年のように市場価格が顕著に上昇する局面では家賃を据え置くことに伴う家主の損失は非常に大きい。そのため家主は店子の入れ替え時を狙って家賃の引き上げを積極的に行ったとみることができる。

このことは家賃を変更するか否かという意思決定が賃貸市場の動向、特に家賃の市場価格の動きに影響されている可能性を示唆している<sup>6</sup>。具体的には、ある

<sup>6</sup>通常の財についてインフレ率が高い時期には価格の改定頻度が高まる傾向があることが確認されている。

住戸の家賃の水準が市場価格から大きく乖離している(市場価格に比べて極端に安いまたは高い)ときにはその住戸で家賃を変更する確率が高まると理解できる。

これを直接データから確かめるためにShimizu et al (2009) はリクルート社の住宅雑誌に掲載されている全ての物件について掲載時点での市場価格を推計しそれと実際の家賃との差(price imbalance)を計算している。

図5の横軸が示しているのはこのようにして推計された各住戸のprice imbalanceである。一方、縦軸は、転居住戸で結ばれた新しい家賃が以前と異なっている住戸の割合を示している。例えば、横軸の0は、転居住戸となる直前の家賃の市場価格からの乖離がゼロであったということを示している。横軸の0に対応する縦軸の値を読むと、0.7をやや下回る水準であり、市場価格からの乖離がない住戸の約7割で以前と異なる家賃が採用され、残る3割で以前と同じ家賃が採用されたことを示している。

図からわかるように、市場価格からの乖離が正の方向に大きくなると以前と異なる家賃が採用される確率が徐々に高くなる。つまり、それまでの家賃が市場価格を上回れば上回るほど家賃の改定確率が高くなる。この傾向は市場価格からの乖離が負の方向に大きくなるときにはより顕著である。例えば横軸の値が-40%(市場価格より40%低い)のときには改定確率は0.9を上回っており、この条件を満たすほぼ全ての住戸で家賃改定が行われていることを示しており、図4でみたバブル期の家賃改定の動きと整合的である。ここでの結果は、家賃の改定確率が市場価格からの乖離に依存するという意味で、家賃の改定という事象が状態依存であることを示している。

図6は同じ図を更新住戸について示したものである。転居住戸との最も大きな違いは家賃の改定確率が全般に低いということである。つまり、以前と同じ店子が住み続けることを前提に賃貸契約の更新を行う場合、以前と同じ家賃が採用される確率が高い。図6をみると家賃の改定確率は高いところでも20%に届いておらず、8割以上の住戸で以前と同じ家賃が採用されていることを示している。これは表1でみた結果と整合的である。また、図6を仔細にみると、市場価格からの乖離が正のときには(つまり家賃が市場価格を上回る)家賃の改定確率が水準としては低いもののそれでも乖離が大きくなるにつれて確率が上昇する傾向が見られる。しかし、市場価格からの乖離が負のときには(つまり家賃が市場価格を下回る)そうした傾向はまったく見られない。これは、借地借家法などがあるため、

市場価格を下回っていても家主から引き上げを言い出しにくいという事情があるためと解釈できる。

以上をまとめると、転居住戸の場合は、市場価格からの乖離が拡大するにつれて家賃の変更確率が高くなっており、その意味で、市場価格に収束する仕組みがある程度備わっているといえる。これに対して、更新住戸の場合は、長期的な契約関係や法規制があるため市場価格への収束が起こりにくい。CPI家賃が住宅価格の変動に連動しない理由の一端はここにある。

### 3 消費者物価の再推計

前節までの分析で、家賃の市場価格への収束が遅いことがCPI家賃の反応を鈍くしていることが確認できた。しかしこれによって本稿の主たるテーマであるCPIの反応の鈍さをどの程度説明できるだろうか。本節では2つの試算を行うことによってこの点を定量的に検討する。第1の試算では、仮に日本の家賃が米国並みに伸縮的だったとすればバブル期とバブル崩壊後のCPIの動きはどの程度異なったかを計算する。第2の試算では、CPI家賃に含まれる持ち家の帰属家賃について、それが常に市場価格に一致するという前提の下でCPIを再推計する。

#### 3.1 米国並みの伸縮性

日本では家賃の変更が起きる確率は毎年11%である。一方、Genesove (2001)によれば、米国では毎年71%の住戸で家賃の変更が起きる。米国の家賃は日本に比べ伸縮性が高い。日本の家賃が米国並みに伸縮的と仮定してCPIを再推計してみよう。

具体的には、(1)家賃の更新が2年に1度ではなく毎年行われる、(2)更新住戸では家賃は必ず変更され(据え置かれる確率はゼロ)、市場価格と一致するように調整される、(3)転居住戸では家賃は必ず変更され市場価格と一致するように調整されると仮定する。転居住戸の発生確率などこれ以外の条件は変更しないものとする。この3つの仮定の下で家賃の改定確率は69%であり、米国とほぼ同水準になる。(3)は現実味のある仮定であるが(2)は我が国の借り手保護の法制度の下では非現実的な仮定である。また(1)も契約更新に関する慣行を大きく変えるものであり非現実的である。逆に言うと、これだけ非現実的な状況を想定しないと米国並みの伸縮性は実現できないということである。

この仮定の下でCPI家賃を推計し、CPIの家賃以外は実績と異ならないとの前提の下でCPIを試算する。図7の青線はこの結果を示している。推計結果をみると、再推計されたCPIは1980年代後半のバブル期にはCPIの実績値を2%弱上回っている。また90年代前半のバブル崩壊期にはCPIの実績値を約2%下回っている。

#### 3.2 持ち家帰属家賃の取り扱い

賃貸契約の更新を毎年行うなどの仮定は非現実的であり、その仮定に基づく試算結果に現実的な意味はない。以下ではもう少し現実的な仮定の下で同様の試算を行ってみよう。

ここで注目するのは「持ち家の帰属家賃」である。CPI家賃は、本来の意味での「家賃」と、持ち家の保有者が享受する住宅サービスの価格である「持ち家の帰属家賃」とから構成されている。例えば東京では前者の割合が約2割、後者が残りの8割であり、「帰属家賃」が大半を占めている。この「帰属家賃」とは、概念的にいえば、持ち家の保有者がその家を今日、賃貸市場で貸すというフィクションを考え、その場合に受け取ることのできる家賃の水準である。したがって「帰属家賃」は常に「市場価格」に一致するものである。例えば、Diewert and Nakamura (2008)は持ち家の帰属家賃を“the services yielded by the use of a dwelling by the corresponding market value for the same sort of dwelling for the same period of time”と定義している(下線は筆者)。

しかし「持ち家を今日貸しに出したときに得られる市場価格」を調べることは統計作成の実務上は非常にコストがかかるため困難である。そのため、総務省が持ち家の帰属家賃を実際に計測する際には、アパートなどで実際に適用されている家賃で代用するという方法が採用されている。持ち家に似た住戸で実際に賃貸されている物件を探し、そこでの家賃を持ち家の帰属家賃の代用品として用いるということである。この方法は我が国を含むいくつかの国で採用されている。

しかしGordon and vanGoethem (2005)が指摘しているように、この処理は家賃が完全に伸縮的で市場価格に常に一致しているという仮定に依存している。しかし実際には、家賃の粘着性は非常に高く、特に日本では米国などと比べて高い。そのため、どの時点で測っても、家賃は市場価格から乖離している。したがって、例えば、1年前に契約されたアパートの家賃をそのアパートの市場価格として代用するのは適切でない。

持ち家の帰属家賃に関するこの取り扱いがCPIの計測結果にどの程度の大きさの影響を与えているかをみるため、CPIの全品目のうち「持ち家の帰属家賃」だけをリクルートの住宅雑誌から得られた市場価格で置き換え、それ以外はCPIの実績値をそのまま用いてCPIを再推計した。

図7の赤線で示した結果をみると、再推計されたCPIは1980年代後半のバブル期にはCPIの実績値を1%超上回り、90年代前半のバブル崩壊期にはCPIの実績値を約2%下回っている。結果的に、青線と赤線はほぼ一致した動きを示している。

特に興味深いのはデフレに入るタイミングである。CPI実績値がマイナスになるのは1995年であるが新CPIがマイナスになるのは1993年初であり約2年先行している。ここでのCPIの再推計は、「持ち家の帰属家賃」をより望ましい指標に切り替えることによって住宅価格とCPIの連動性をかなりの程度高めることができることを示している。

1980年代後半のバブル期には日本銀行の金融引き締め転換が遅れ、それがバブルの膨張を加速したと指摘されることが多い。また、バブル崩壊後は金融緩和への転換が遅れ、それがその後の不況を長期化させたとも言われている。こうした指摘を踏まえると、ここでの分析結果は、金融政策の適切な運営には家賃の計測精度の向上が不可欠であることを示唆している。また、資産価格と財サービス価格の連動性の欠如が金融政策の運営を難しくしてきたという日本の経験は現在の米国にも当てはまる。米国でもCPI家賃の計測に問題がある可能性を踏まえると、米国の政府・中央銀行はCPIだけでなく資産価格にも目配りした政策運営を行うべきであろう。

## 4 おわりに

過去四半世紀を振り返ると、資産価格は1980年代後半にバブルが形成され90年代前半に崩壊するという大きな変動を示した。ところが消費者物価やGDPデフレーターに代表される財サービス価格はそれほど変化していない。資産価格と財サービス価格の連動性の欠如がこの時期の特徴であり、それが金融政策などの運営を難しくした。

本稿ではその原因を探るため資産価格と財サービス価格の重要な結節点である家賃に焦点を絞り、住宅の売買価格との連動性を調べた。その結果、家賃の「市場価格」は住宅の売買価格とかなりの程度連動してい

るものの、実際の家賃は稀にしか値洗いされず、そのため「市場価格」に収斂する速度が遅く、その意味で家賃の粘着性は高い。これが家賃と住宅売買価格の乖離を生んでいる。

日本の家賃には米国の約3倍の粘着性があるが、仮に家賃の粘着性が米国並みであったとすれば、消費者物価上昇率はバブル期には実績値に比べ約1%高く、バブル崩壊期には約1%低くなっていたと試算できる。また、現在のCPI統計では持ち家の帰属家賃が市場価格で評価されていないという点を是正してもほぼ同様の結果が得られる。

## 参考文献

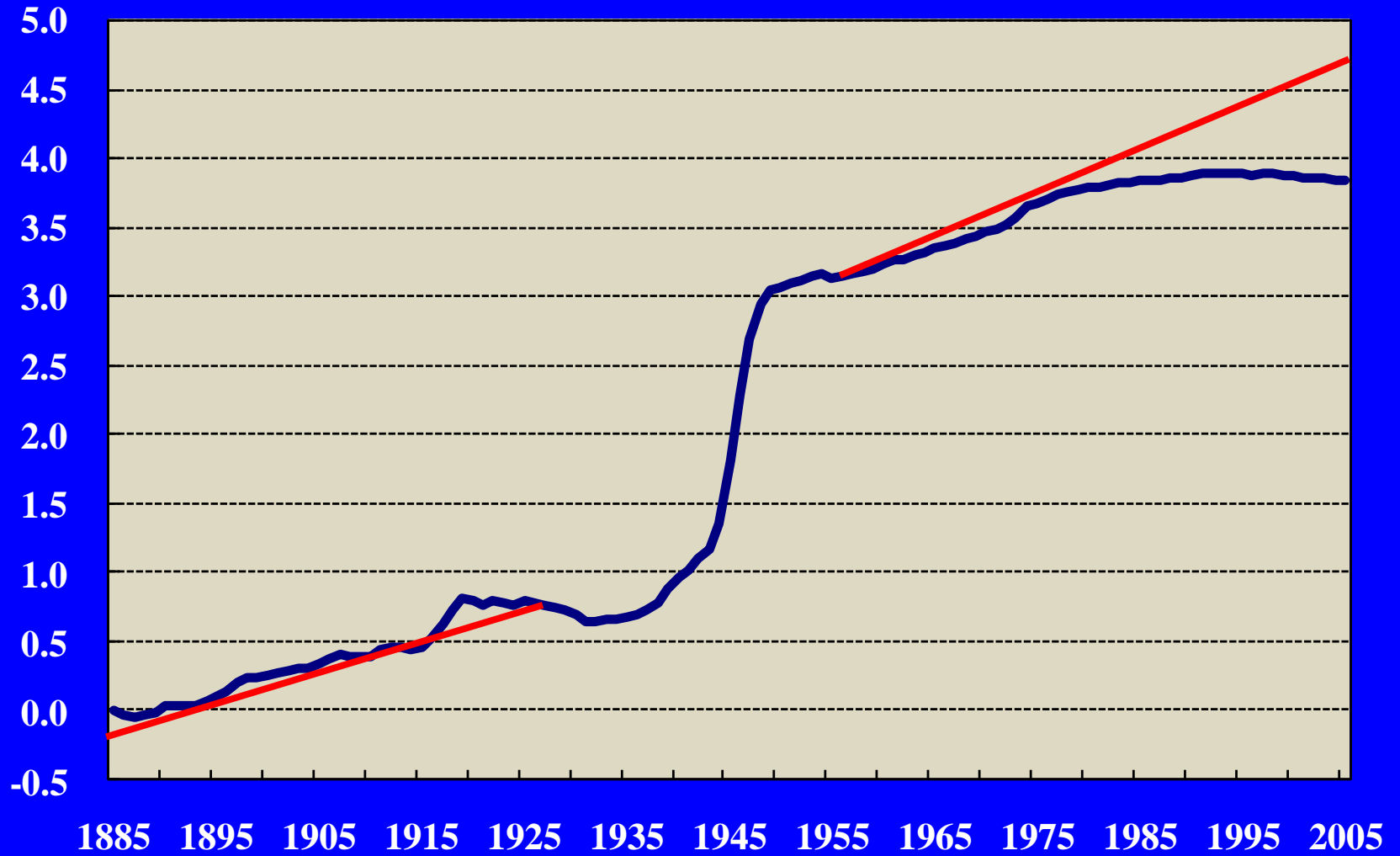
- [1] Diewert, W. Erwin and Alice O. Nakamura (2008), "Accounting for Housing in a CPI," *Price and Productivity Measurement*, Volume 1: Housing, Chapter 2, 13-48.
- [2] Genesove, David (2003), "The Nominal Rigidity of Apartment Rents," *Review of Economics and Statistics* 85(4), 844-853.
- [3] Goodhart, Charles (2001), "What Weight Should be Given to Asset Prices in the Measurement of Inflation?" *Economic Journal* 111, 335-356.
- [4] Gordon, Robert J., and Todd vanGoethem (2005), "A Century of Housing Shelter Prices: Is there a Downward Bias in the CPI," NBER Working Paper 11776.
- [5] Hoffmann, Johannes, and Jeong-Ryeol Kurz-Kim (2006), "Consumer Price Adjustment under the Microscope: Germany in a Period of Low Inflation," Deutsche Bundesbank Discussion Paper No.16.
- [6] Higo, Masahiro, and Yumi Saita (2007), "Price Setting in Japan: Evidence from CPI Micro Data," Bank of Japan Working Paper Series.
- [7] Shimizu, Chihiro. and Kiyohiko G. Nishimura, and Tsutomu Watanabe (2009), "Residential Rents and Price Rigidity: Micro Structure and Macro Consequences" Research Center for Price Dynamics Discussion Paper Series No. 29.



表 1: 2008 年 3 月における家賃変化

|        | 引き下げ           | 不変               | 引き上げ          | 総住戸数             |
|--------|----------------|------------------|---------------|------------------|
| 「転居住戸」 | 85<br>(0.162)  | 397<br>(0.755)   | 44<br>(0.084) | 526<br>(1.000)   |
| 「更新住戸」 | 18<br>(0.030)  | 576<br>(0.970)   | 0<br>(0.000)  | 594<br>(1.000)   |
| 全住戸    | 103<br>(0.007) | 15492<br>(0.990) | 44<br>(0.003) | 15639<br>(1.000) |

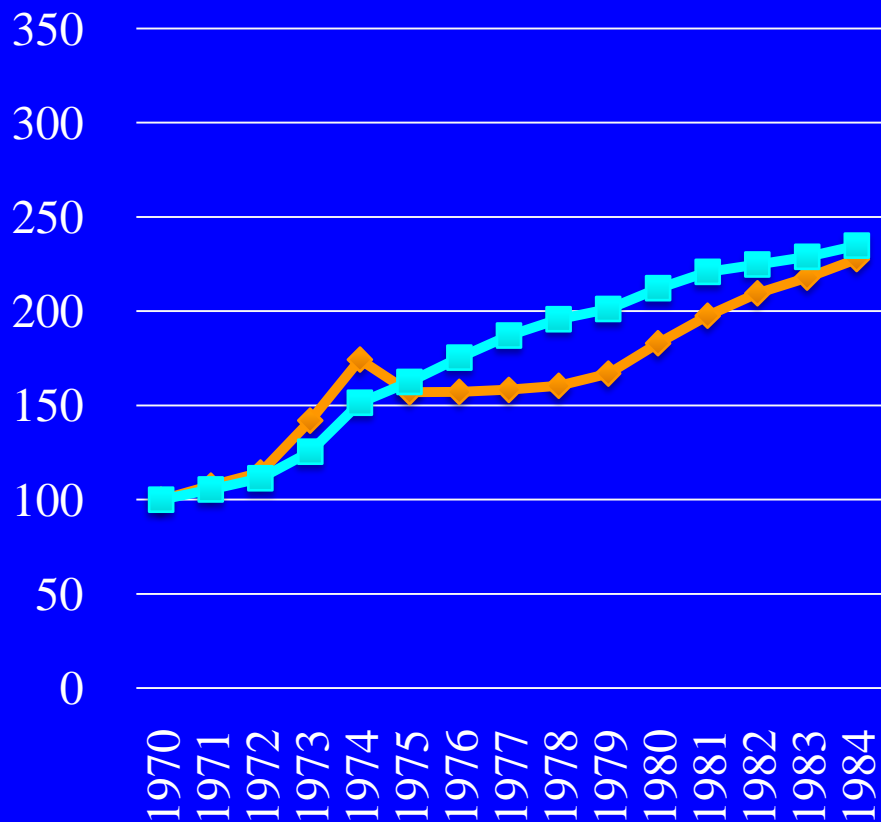
# 図1: 120年間の物価推移



GDP deflator, in logarithm

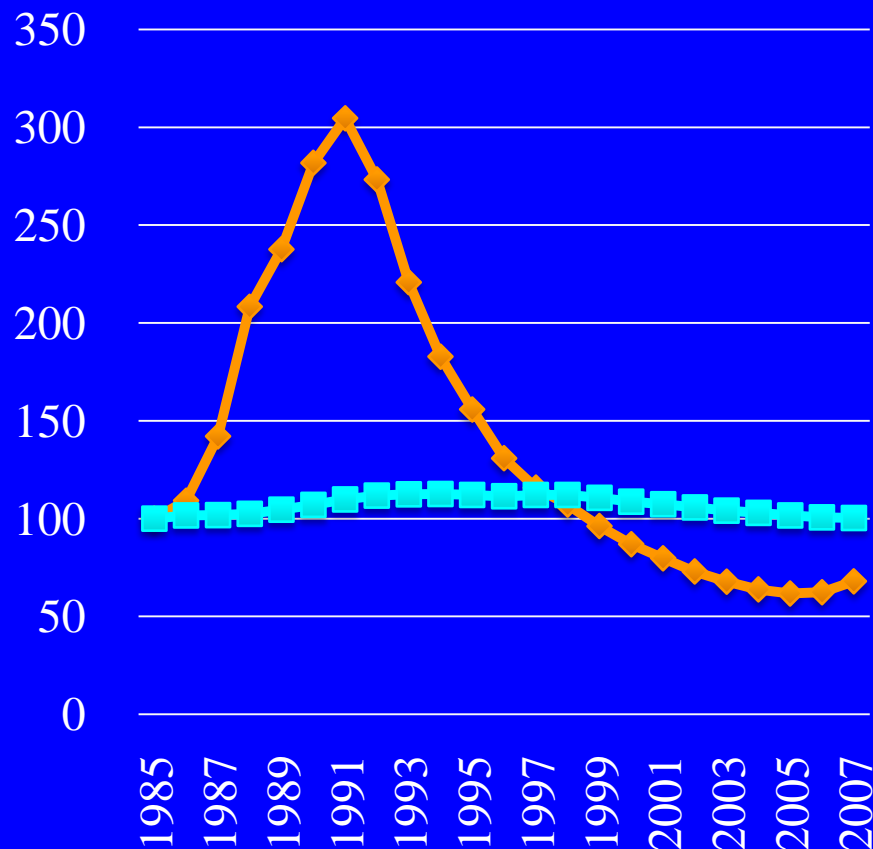
# 図2: 1970年代と1980年代の土地バブル

## 1970年代のバブル



◆ 公示地価商業地 (1970=100)  
 ■ GDPデフレーター (1970=100)

## 1980年代のバブル



◆ 公示地価商業地 (1985=100)  
 ■ GDPデフレーター (1985=100)

図3：住宅価格と家賃

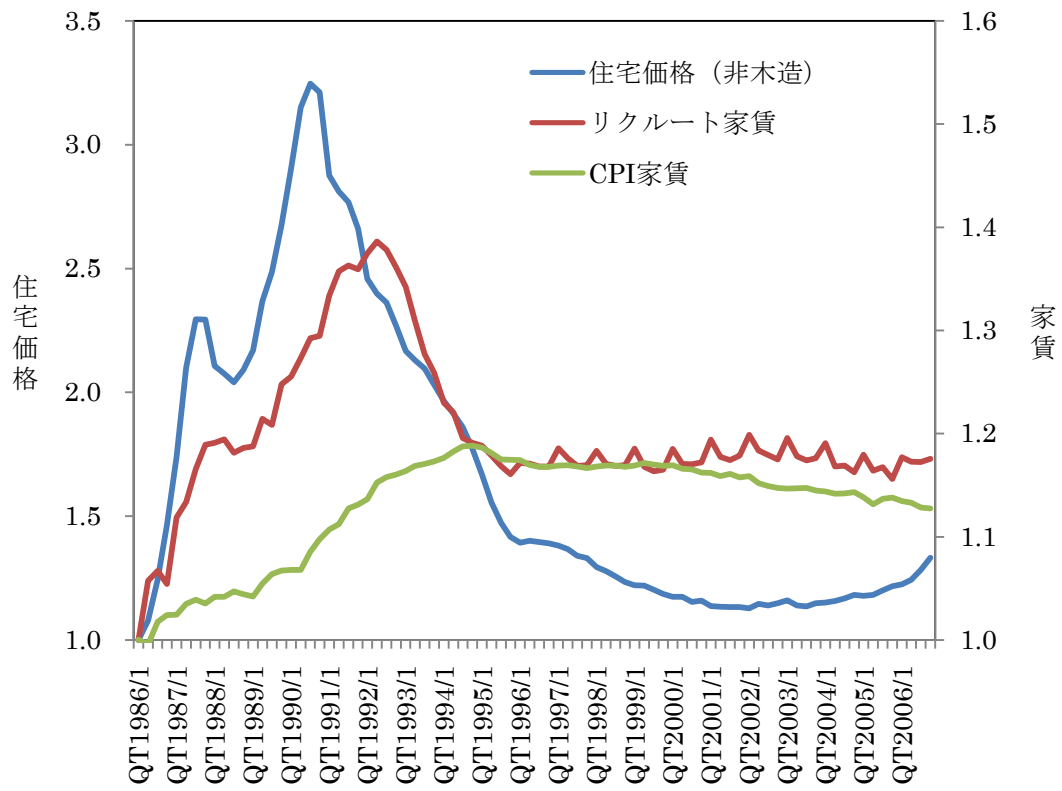


図4：「転居住戸」のうち家賃が変更されなかった割合

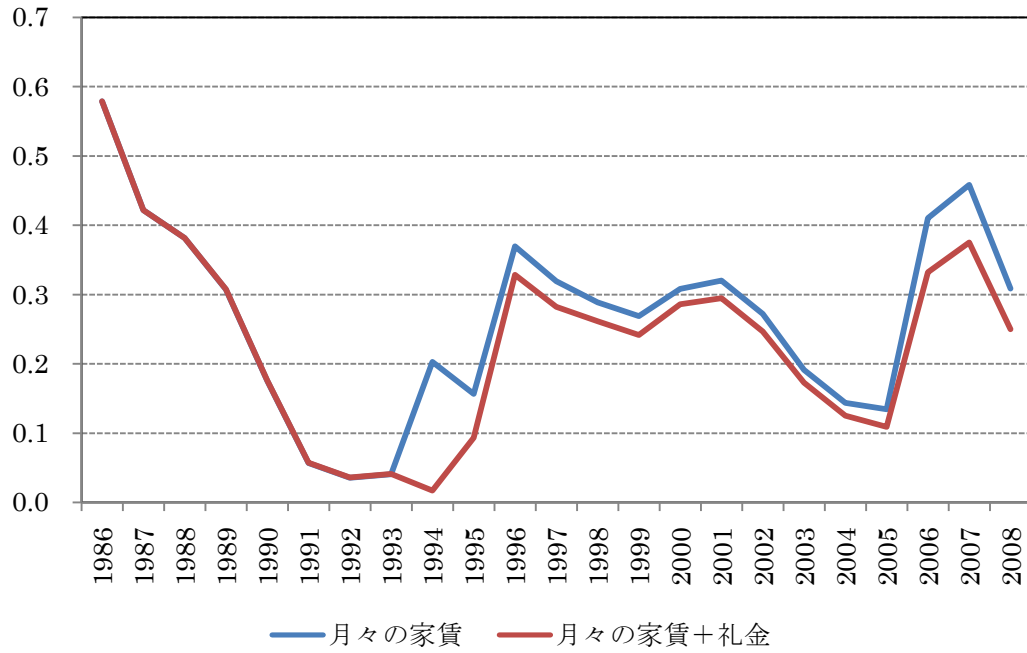


図5：「転居住戸」における家賃の改定確率

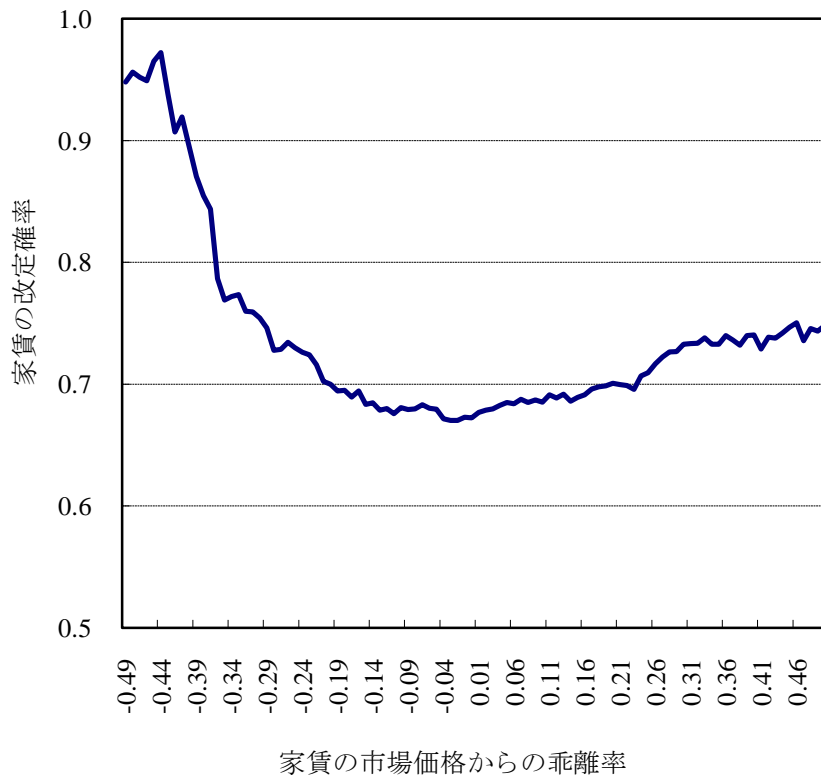


図6：「更新住戸」における家賃の改定確率

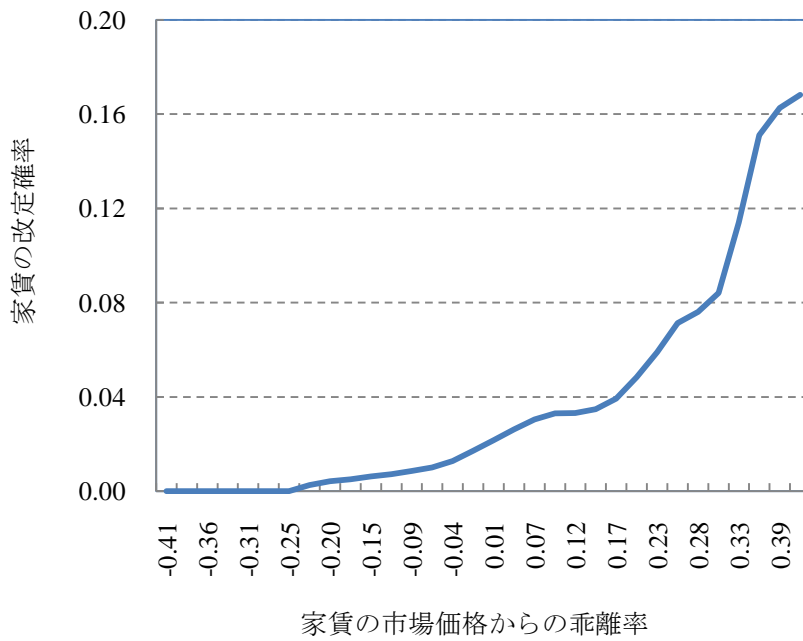


図7：消費者物価の再推計

