

# 我が国における物価の現状と物価の変動要因の整理

調査情報担当室 鈴木 克洋

## 1. はじめに

1991年にバブル景気が崩壊して以降、「失われた20年」ともいわれるように我が国経済は長期的な停滞を続けている<sup>1</sup>。また、これを背景として物価面では、GDPデフレーターが1994年半ばから<sup>2</sup>、消費者物価指数（除く生鮮食品）は2000年頃から低下傾向を示しており、いわゆる「デフレ」状態となっている。現在、このデフレからの脱却を果たすことが我が国における重要な課題の一つとなっているが、このデフレに陥った要因や長期経済停滞との因果関係については様々な議論があり、それに伴って処方箋も異なってくることになる。

本稿では、こうした議論に当たって、そもそも物価とは何か、我が国の物価情勢、物価の決定要因など物価を巡る課題について整理する。本稿の構成は、2節で物価を概念的に整理し、3節で主要な物価指標を比較し、4節で我が国の物価情勢を振り返る。5節では金融政策の目的である「物価の安定」について、6及び7節では物価が不安定となったとき（インフレ・デフレ）のコストや経済への影響について整理し、8節では物価の決定要因の考え方について標準的な枠組みをみる。9節はまとめにあてられる。

## 2. 物価とは何か

物価とは、個々の財・サービスの価格を全体として捉えた一般物価水準のことである。この一般物価水準が継続的に上昇する状態が「インフレーション」、継続的に下落する状態が「デフレーション」と呼ばれる。

このわずか3行の記述ではあるが、物価に関して本質的に重要な点が含まれる。ここから焦点を3点に集約して順にみていく。

### （一般物価と相対価格）

1点目は、物価とは、「全体」の価格を捉えた「一般物価」であって、個々の財・サービスの間の価格関係をみた「相対価格」ではない点である。個々の財・

<sup>1</sup> もちろんこの間には景気拡張期も存在しているが、いずれも我が国の景気回復が本格化してきたタイミングで、97年11月の国内金融危機、01年の米国ITバブル崩壊、09年のリーマン・ショックを端緒とした世界金融危機、11年の東日本大震災といった大きなマイナスショックが生じるという形で景気が悪化するという「運の悪さ」（深尾(2012)）も経済停滞の背景の一つとなった可能性もある。

<sup>2</sup> 1997年4月の消費税率引上げの影響を除いた場合。

サービスは、それぞれの需給を反映してそれぞれの価格が常に変動するものである。その結果、個々の価格の相対関係も変化することになるが、これはあくまで相対価格を見たものにすぎない<sup>3</sup>。例えば、不作による野菜の価格上昇、安価な海外製品の輸入による衣料品の価格下落などは、賃金を含めたそれ以外の商品の価格を（暗黙裡に）基準として、相対的にそれら対象商品の価格の変動を捉えたものである。

一方、一般物価は、繰り返しになるが、一国経済における物価の全体を捉えたものであり、「経済全体」の価格が変動することを対象とする。相対価格の変動は、一国経済全体の一般物価が安定していても変動していても生じるものである。マクロ経済政策における物価とは、あくまで一般物価のことであり、相対物価とは意識的に区別して考える必要がある。

なお、一般物価とは具体的にどのように計測されるかについては3節でみる。

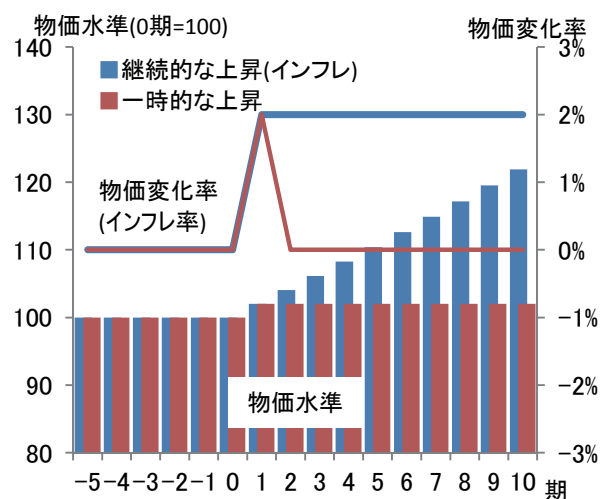
### （物価水準とインフレ率）

2点目は、物価は「水準」で計測されるものであり、その水準の「変化」を見たものが物価変化率（＝インフレ率）という点である（図表1）。例えば、ある地域の物価の方が安いとか、10年前と比べて物価が高くなったなどと感じるのは物価の水準に焦点を当てた見方であり、最近価格が上がってきているなど感じるのはインフレ率に焦点を当てた見方である。

次の3点目とも関連するが、インフレ率は、簡単に言えば、物価水準がどの程度のスピードで上がり（下がり）続けているかの指標であり、マクロ経済政策では、この物価の上下の変動が注視される。変動が経済に対してどのような影響を与えるのかについては、6節で整理する。

なお、中央銀行における金融政策の一つの手法である「インフレ目標政策」

図表1 物価水準と物価変化率



（注）物価水準と物価変化率をイメージした。  
 ここでは1期に物価上昇が始まるとした。  
 （出所）筆者作成

<sup>3</sup> もちろん当該産業にとっては、自らが取り扱う商品の価格変動は重要な問題であり、また相対価格の変動は、長い目で見るならば、経済・産業構造等にも影響して一般物価を変化させる可能性も考えられる。

は、物価水準ではなく<sup>4</sup>、このインフレ率を目標とするものである<sup>5</sup>。

#### (一時的な変動と継続的な変動)

3点目は、インフレーション（インフレ）やデフレーション（デフレ）は、物価水準が「継続的」に一方向へ変動する状態を指すという点である。仮に、価格の値上げ（値下げ）が行われて、一時的に物価が上昇（下落）しても、その後、その水準が維持されるならば、それはインフレ（デフレ）とは見なされない（前掲図表1赤の場合）。インフレやデフレは継続的に物価水準が変化している状態をいう（同青の場合）。

また、最近の議論には、「デフレ」の言葉の中に景気低迷や不況の意味合いまで含めて議論する例もみられるが、デフレは、あくまで「物価水準の継続的な下落」という純粋な定義で捉える必要がある<sup>6</sup>。景気と物価は必ずしも常に同じ方向を向いて推移するものではないからである（4節参照）。つまり、インフレは、景気拡張期でも景気後退期でも起こり得るし<sup>7</sup>、同様にデフレについても、景気拡張期にも景気後退期にも起こり得るものである<sup>8</sup>。

### 3. 一般物価を見るための指標

物価は、個々の財・サービスの価格を全体として捉えた一般物価水準であることをみたが、この一般物価は直接観察することはできない。このため、一定の拘束に従って作成された物価指数などの物価の指標を用いて、一般物価の変化を捉えることになる。物価の指標としては、代表的なものに、消費者物価指数（C P I）、企業物価指数（C G P I）、G D Pデフレーターがある。

#### (消費者物価指数と企業物価指数)

このうち、消費者物価指数は、「消費財」にかかる価格指数であり、「家計」が購入する財・サービスの価格動向を総合的に測ったものである（総務省の統計）。平均的な家計が購入する財・サービスをひとまとめにした「バスケット<sup>9</sup>」

<sup>4</sup> 物価水準をターゲットとすることの難しさは、物価はあくまで基準時点との比較を通じて観測したものに過ぎず、好ましい絶対的な物価水準を示すことができないことが理由の一つである。

<sup>5</sup> 2013年1月22日に日銀が導入した「物価安定の目標」もインフレ率を対象とするものである。

一方で、物価水準を目標とする「物価(水準)目標政策」という考え方もある。これは基本的には、インフレ目標政策と同様に「時間軸効果」を狙ったものとされるが、物価水準政策では、(その水準の正否は別として) 特定の目標水準に達することを目標とするもので、そこに到達するまでのインフレ率には基本的に関与しないスタンスを取るという違いがある。

<sup>6</sup> 政府も過去にはデフレを「物価の下落を伴った景気の低迷」と定義していたが、景気と物価の基調は必ずしも一意に対応するとは限らないことが知られるようになり、2001年3月『月例経済報告』においてデフレを「持続的な物価下落」と定義している。

<sup>7</sup> インフレ期における景気後退は、スタグフレーションである。

<sup>8</sup> 02年1月～08年2月の戦後最長といわれる景気拡張期は、デフレ下で生じた。

<sup>9</sup> バスケットとは、総務省『家計調査』に基づいて、家計の消費支出で重要度が高いこと、価格

の価格について、基準時点を 100 として表される。また、企業物価指数は、原材料など「中間財」にかかる価格指数であり、「企業」が購入する財の価格動向を総合的に測るものである<sup>10</sup>（日本銀行の統計）。

2 節での一般物価と相対物価の違いについて、このバスケットの概念で改めて捉えるなら、バスケットの価格全体が変動するのが一般物価であり、バスケット内の個別の商品の価格が変動するのは相対価格となる。もちろん、多くの個別の商品の価格が継続的に下落するならばバスケット全体の価格も下落していくので、これがデフレの状態である。

なお、このバスケットの中には、土地・建物・金といった実物資産や株式といった金融資産は含まれていない。このため、これらの資産価格の変動は、一般物価の変動とは区別して捉える必要がある。一般物価が安定していたとしても資産価格は大きく上昇することがあり、金融的な不均衡（いわゆるバブル）を生じさせることがあるからである。資産価格の変動は、「資産インフレ（デフレ）」と呼んで、通常のインフレ（デフレ）とは区別される。

また、消費者物価指数と企業物価指数は、価格そのものが直接調査対象となっており、月次の統計として次々月末までに公表される。ただし、指数の調査対象が家計や企業といった限られた範囲の一般物価であり、経済全体を捉えようとする点ではやや不足した面があることも否定できない。

#### （GDPデフレーター）

一方、GDPデフレーターは、一国全体の経済規模を示すGDPにおける財・サービスを対象としたものであり、上記の2つの物価指数と違って、消費のみならず、設備投資、公共投資、輸出入も含んだ一国の経済活動全体の物価を包括的に捉えることができる<sup>11</sup>（内閣府の統計）。しかし、GDPデフレーターは、「名目GDP÷実質GDP」としてインプリシット（間接的、事後的）に算出された指数であって直接価格が調査されたものではないほか<sup>12</sup>、公表も四半期ご

---

変動の面で代表制があること、継続調査が可能であることの観点から選定した品目（現在の2010年基準では588品目）を支出パターンに応じてウエイト付けしたものである。このバスケットを基準年で固定して、物価の変動を測定する。なお、基準年は5年に1度見直される。

<sup>10</sup> 消費者物価指数と企業物価指数の違いは、対象が「(家計の)消費財」「(企業間取引の)中間財」の違いのほか、消費者物価指数は「平均的な」消費者が購入する「財・サービス」をバスケットとするのに対し、企業物価指数は「日本全体」で企業間取引される「財」のみをバスケットにするという違いがある。なお、企業間の「サービス」の価格動向は、「企業向けサービス価格指数」（日本銀行公表）で把握することができる。

<sup>11</sup> GDP全体だけでなくGDPを構成する需要項目別にも把握することもできる。

<sup>12</sup> GDPは1次統計を利用して加工された2次統計であるほか、市場取引のない政府支出や家計の非市場取引等の価格は推計値であるなど、物価を精緻に把握するには難点も多い。また、需要項目のうちの輸入デフレーターの取扱いも実感に合わない（定義上、輸入価格の上昇が国内の物価を下げるように計算される）といった技術的な点もあり（4節参照）、GDPデフレーターの

とのため速報性に欠けるという面があることも否定できない。

#### **(金融政策運営では主に消費者物価指数を基準)**

いずれの物価指標を使って物価動向を把握した方がよいかについては、それぞれの指数の性格（メリット、デメリット）を前提にして、計測する目的に応じて使い分けざるを得ないが、金融政策運営においては、基本的には消費者物価指数が用いられている。その理由としては、次の2点が挙げられている<sup>13</sup>。

1点目は、「金融政策の目的は物価の安定を実現し、これを通じて究極的には国民の厚生の上昇を図ることであると考え、国民（消費者）の生活に直接関係する消費者物価指数が最も自然であること」、2点目は、「消費者物価指数は国民から見て最もわかりやすく身近な物価指数であること」である。これに加えていうならば、月次による速報性の点や個々の財・サービスの価格が直接観察できるといった検証可能性の点<sup>14</sup>も挙げられるだろう。

なお、ここでいう「物価の安定」の意味については、2節でも述べたとおり、5節で改めて整理することとする。

#### **4. 我が国における物価の推移**

ここで、我が国における物価動向を確認する。図表2は、1980年から現在まで30年余の間の2つの物価指数（消費者物価指数とGDPデフレーター）と実質経済成長率の推移をみたものである。実線は物価水準、点線は物価変化率（インフレ率）及び経済成長率、シャドー部分は景気後退期である。

##### **(消費者物価指数の推移)**

消費者物価指数でインフレ率（赤点線）を見ると、1980年初は第二次オイルショックの余波を受けて物価上昇率は8%超と高めに至るが、その後徐々に上げ幅を小さくし、1985年9月のプラザ合意に伴う円高不況もあって1987年には一時的にマイナスに落ち込んだ。バブル景気には、再び物価は上昇基調となるが、実質経済成長率（緑点線）が平均6%程度で推移する中で、1989年4月の消費税導入に伴う物価押上げの影響を含めても最大3%程度（当期平均で1.6%程度）の上昇に留まった<sup>15</sup>。バブル崩壊後は、物価の上昇幅は傾向的に小さくなり、その後の景気拡張期においても物価は上昇するどころか低下を続け、1997

---

解釈の難しさがある。

<sup>13</sup> 白川（2008）65-66頁。

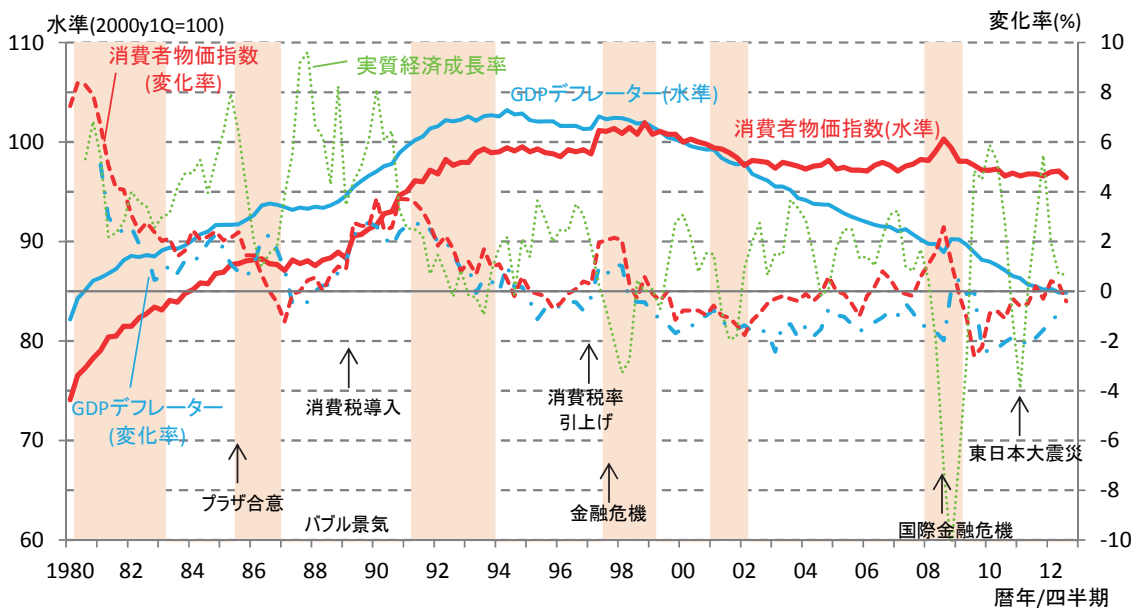
<sup>14</sup> 一般に、相対価格の変動と一般物価の変動を即時に的確に識別することは難しい。このため、個別の価格の変動を捉えることができることは、これらを検証する上で大変重要となる。

<sup>15</sup> その影で、資産価格の上昇は進んでおり、1986～1989年（暦年）における年間の上昇率の平均は、株価（東証株価指数）が約32%、地価（全国・全用途）が約23%であった（大蔵省財政金融研究所（1993））。

年秋の国内の金融危機でマイナスもしくはゼロ近傍での動きが定着することとなった。そうしたデフレ基調も 2002 年からの景気拡張期にはこれを脱して物価上昇に向けた動きがみられるようになったが、2008 年のリーマン・ショックを契機とする国際金融危機に伴う景気落ち込みによってこの動きも削がれることとなった。なお、この時期に観察される一時的な物価の急上昇は原油価格など国際商品市況の急騰という費用押上げ（コストプッシュ）型の物価上昇である。

以上のように消費者物価指数を変化率（インフレ率）でみると足下弱い動きが続いているが、これを水準（赤実線）で確認すると、2002 年以降はやや弱めの動きを見せつつもほぼ横ばいで推移していることが観察できる。これは、インフレ率がマイナス基調とは言え、その低下幅はほぼゼロ近傍に留まっているためである。消費者物価指数でみる限り「デフレ」という言葉に連想されるほど物価水準がどんどん下落していく状態にはなっていないことは確認しておく必要があるだろう。

図表 2 我が国の物価指数の推移



(注 1) 消費者物価指数は生鮮食品を除く指数（2010 年基準、原数値）。GDP 関連系列は 1993 年まで 2000 年基準、1994 年以降は 2005 年基準。なお、GDP デフレーターは、水準には季節調整値、変化率には原数値を使用。

(注 2) GDP デフレーター水準は、基準年が異なることによる段差を調整。消費者物価指数と GDP デフレーターは基準年が異なるため、便宜的に両者の水準を 2000 年 1-3 月期=100 として平仄を合わせた。

(注 3) 物価指数の変化率は前年同期比。実質経済成長率は実質 GDP 季節調整値の前期比年率換算したものを 3 期中心移動平均（直近のみ後方 3 期移動平均）した。

(注 4) シャドーは景気後退期。

(出典) 総務省「消費者物価指数」、内閣府「国民経済計算」等から作成

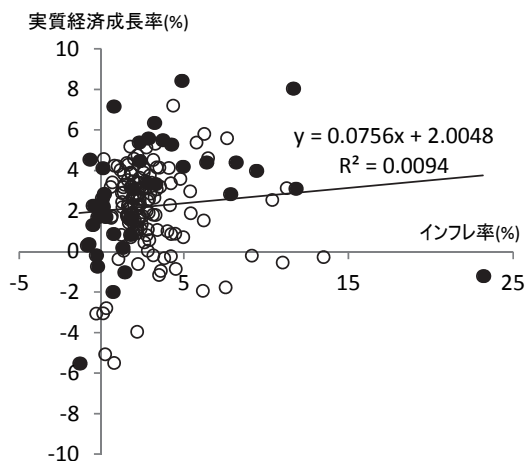
### (消費者物価指数と実質経済成長率の関係)

全体を俯瞰すれば、基本的に景気拡張(後退)に物価上昇(下落)があるという緩やかな傾向は確認できるものの、バブル崩壊以降は景気に対する物価の反応度が低下しているほか、さらに足下では経済変動があっても物価の変化幅は低位に張り付いた状態にあることが観察される。実質経済成長率とインフレ率の関係については、8節でも整理するが、多くの要因が複雑に絡み合い、両者が様々な要因を介して互いに影響し合うため、因果関係の有無を含めて簡単に記述できるものではない。念のため、各国のデータを用いて、実質経済成長率とインフレ率の両者を単純にプロットしても(図表3)、例えば、インフレになると経済成長が高まるといったような関係をにわかに見出すことは困難である。

### (GDPデフレーターの推移)

他方、前掲図表2に戻り、GDPデフレーターを見ると、その変化率(青点線)については、以前は基本的に消費者物価指数(赤点線)とほぼ一致した動きを示していたが、2002年以降、消費者物価指数より低位で推移し、その挙動にも乖離が見られるようになってきている。これを水準でみるとその差は端的に表れており、2002年頃から消費者物価指数(赤実線)はほぼ横ばいで推移しているのに対して、GDPデフレーター(青実線)の下落は続いている。これは、輸入デフレーター(輸入物価)の上昇という要因が大きく影響しており、定義上GDPデフレーターを押し下げるからである<sup>16</sup>。しかし、これは定義だけで片付けられる問題ではない。我が国経済が抱える根本的な停滞要因の一つである

図表3 実質経済成長率とインフレ率



(注) ●は日本。○は日本以外のG7諸国。  
データは基本的に1980～2011年暦年の前年比伸び率。ただし、出所資料掲載データのものをそのまま使用したため期間等は必ずしも統一されていない。インフレ率は消費者物価指数総合。近似式は全データから作成。

(出所) OECD, “Economic Outlook No.92”  
(December 2012)から作成

<sup>16</sup> GDPとは「国内の生産」額を計測したものである。輸出を含めた人々の支出(総需要)に対応する総供給には「海外の生産」である「輸入」が含まれるため、これは控除されなければならない。これに伴い輸入デフレーターは、GDPデフレーターに対して逆符号となって影響を与えることになる。なお、こうした輸入デフレーターの上昇が、即時に国内のデフレーターに波及して上昇すれば、これらは相殺されて物価は動かない。これゆえGDPデフレーターは、ホームメイド・インフレ(輸入品価格主導ではない)の指標であるとも解釈されている。



「交易条件の悪化」という深刻な状況の表れでもあるからである。

### (交易条件の悪化の影響)

議論は本筋からやや外れるが、この交易条件の問題は、経済・物価に対して重要な意味を持つので触れておく。この交易条件(=輸出物価/輸入物価×100)は、輸入した資源価格の上昇による支払い増加分を、どれだけ輸出価格に転嫁できたかをみる指標である<sup>17</sup>。我が国の経済状況でみると、輸入に際して、国際的に資源価格が上昇している中、対外通貨高(円高)で十分相殺できなければ、円建ての輸入物価が上昇する一方<sup>18</sup>、輸出において、新興国の台頭等で我が国の輸出産業の国際競争力が相対的に低下している中、資源価格上昇分や円高の影響を現地の販売価格に十分転嫁できなければ、円建ての輸出物価はなかなか上昇しない<sup>19</sup>。つまり、我が国においては、輸出によって海外から得られる収入よりも、輸入した資源価格の上昇による支払い増加分が多くなっており、結果的に我が国の所得が海外に流出していること(=交易損失)を示している<sup>20</sup>。これは我が国全体の所得が実質的に失われたこと意味する<sup>21</sup>。こうした交易損失の拡大は、企業収益を抑制することになり、労働者の賃金がなかなか上昇しない環境を生み出す要因の一つとなっている。この環境下においては、企業は資源価格上昇分を国内での販売商品価格に転嫁することは難しいし<sup>22</sup>、労働者も賃金上昇を訴えることも難しいだろう<sup>23</sup>。まさに経済が低迷し、物価も上昇しないという、決して望ましくはない均衡状態に陥ってしまっているのである。

<sup>17</sup> 本段落の記述は、池尾(2011)、ぶぎん地域経済研究所(2008)等をもとに構成した。

<sup>18</sup> 例えば、原油が100ドルから150ドルになった場合、1ドル=100円ならば、円建ての輸入価格は1万円(=100ドル×100円)から1万5千円(=150ドル×100円)に上昇する。このとき1ドル=80円の円高になっても、1万2千円(=150ドル×80円)となり資源価格上昇分を相殺しきれず円建ての輸入価格は上昇することになる。なお、2002年から2007年にかけては円安傾向で推移したため、資源価格高と対外通貨安による二重の負担が生じていたと考えられる。

<sup>19</sup> 例えば、現地での販売価格が100ドルの場合、1ドル=100円ならば、円建ての輸出価格は1万円(=100ドル×100円)である。このとき、1ドル=80円の円高になると、現地価格が変わらなくても8千円(=100ドル×80円)になり円建ての輸出価格は低下する。従前の1万円を維持するためには、現地販売価格を125ドル(=1万円÷80円)まで値上げしなければならない。

<sup>20</sup> 輸入業者、輸出業者など各企業において状況が異なるが、それはあくまで相対的なものであり、ここで意味するのは一国全体としてみた場合である。

<sup>21</sup> より正確には、所得が減少するのではなくて、生産数量は増加するが、交易条件の悪化で一部が海外の支払いとして漏出してしまふ(交易損失)ので、どれだけ生産水準が上昇しても従前の受取りと比較して得られる所得が少なくなるということである。どれだけ高付加価値商品を生み出しても、それに見合った所得を得ることができないという状況に置かれている。

<sup>22</sup> これを強行するならば、経済改善がみられない中、原材料価格上昇分だけが価格に転嫁されるので、コストプッシュ型のインフレとなって、実質経済成長率を押し下げ、最悪の場合には、スタグフレーション(不況下のインフレ)にも繋がる可能性がある。

<sup>23</sup> これを強行するならば、一人当たり雇用者賃金は上昇しても、リストラや採用中止などによって失業率が悪化する可能性がある。もし全てを維持したまま賃金上昇分を価格転嫁すればコストプッシュ型のインフレになるだろう。



## 5. 物価の安定とは

「物価の安定」とは、概念的に整理すると「家計や企業等の様々な経済主体が物価水準の変動に煩わされることなく、消費や投資などの経済活動にかかる意思決定を行うことができる状況」とされている（日本銀行「物価の安定」についての考え方」（2006年3月10日）<sup>24</sup>）。

### （物価の安定と通貨価値の安定）

現代の経済社会は、貨幣<sup>25</sup>（通貨）を用いて売買取引が行われる「貨幣経済」であり、我が国では「円」通貨を尺度にして財・サービスの価値（＝物価）が測られている。物価水準の上昇（下落）は、尺度である通貨に対してモノの価値が上がる（下がる）ことであり、逆に、モノを基準としてみれば通貨の価値が下がる（上がる）ことである。つまり「物価の安定」は「通貨価値の安定」でもあり、この通貨価値という物価の裏側の視点からみることで「物価安定」について理解の一助となるだろう。

ところで、通貨とは、次の3つの機能を備えたものであり、いずれも互いに密接に関わっている（図表4）。

図表4 通貨の機能

- |  |
|--|
| <p>①<b>決済（交換）手段</b>：財・サービスの取引として現金通貨の受渡しや預金通貨の振替によって支払決済される機能</p> <p>②<b>価値尺度</b>：財・サービスの価値が通貨単位で測定される機能</p> <p>③<b>価値の保蔵手段</b>：得た通貨を現時点で使う必要がない場合、そのまま通貨の形で保有して将来の消費のために蓄えることができる機能</p> |
|--|

（出所）黒田（2011）107頁の記述等を基に作成

日常の経済活動において商品が売買される際、何の疑いもなくお札（銀行券）などの通貨が使われるが、よく考えると、それ自体は金額が書かれた印刷物でしかなく、そこから直接便益を得られるわけでも、金(Gold)などの資産的な裏付けがあるわけでもない。それにもかかわらず、人々がその通貨を求め保有するのは、その通貨は必ず誰かが受け取ってくれ、それと引き替えに同価の財・サービスを手に入れることができると信じているからである<sup>26</sup>（この性質を一般

<sup>24</sup> この考え方は、2013年1月22日に日銀の「物価安定の目標」の導入に際して公表した「金融政策運営の枠組みのもとでの「物価安定の目標」について」においても踏襲されている。

<sup>25</sup> 「貨幣」の言葉には、交換手段として流通するお金（＝通貨）という広義と政府貨幣（＝コイン）という狭義の2つの意味がある。経済学では広義の意味で「貨幣」が多用されるが、金融政策等の議論においては、混同を防ぐため、広義で用いる場合は「通貨」と呼んで区別することが多い。

<sup>26</sup> 法的には「通貨の単位及び貨幣の発行等に関する法律」で担保され、単位は「円」、通貨は政府

的受容性と呼ぶ)。これゆえ通貨は、財・サービスの価値を測る共通の価値尺度として人々の間で信頼されて、この尺度に基づく単位の金額で決済が行われ、さらに将来もそれが通用すると予想するので安心して通貨を保有することができる。このように通貨は人々の信用で成り立っているという不安定な制度であり<sup>27</sup>、この信用に反するような通貨発行主体の行動があった場合には、極端な場合には、通貨価値の暴落、つまりその裏側にあるモノの価値の急上昇（ハイパーインフレーション）を引き起こしかねないという危険性をはらんでいる。

#### （物価の不安定化）

仮に、通貨価値の安定に対して不確実性が増せば、これまで尺度とされてきた財・サービスの価格情報の信頼性が損なわれるほか、将来の価値尺度が不安定になることから、人々は通貨を保有することをできるだけ避けるようになるだろう。これにより無駄な生産や消費が行われたり、もしくは真に必要な生産や消費が行われなくなったりするなど経済全体の効率的な資源配分が損なわれるおそれがある。以上のような物価不安定化による影響について整理すると図表5のとおりとなる。

図表5 物価の不安定化による影響

- |   |
|---|
| <p>①市場メカニズムの機能への影響：価格変化が一般物価と相対価格のどちらによるものかの識別が困難になり、価格変化をシグナルとして最適な資源配分を実現させる「市場メカニズムの機能」の発揮が困難になる</p> <p>②企業の生産計画への影響：経済・物価の先行きに関する不確実性が高まり、企業は長期的な見通しに基づいて計画を立てることが困難になる</p> <p>③金融市場への影響：先行きの物価変動に関する不確実性が増大し、プレミアムが発生して長期金利が上昇する</p> <p>④経済活動への影響：以上のことから、設備投資など長期的視野にたった経済活動が抑制される</p> <p>⑤所得配分への影響：以上のことから、所得配分に歪みをもたらされる可能性が生じる</p> |
|---|

（出所）日本銀行（2006）の記述を基に作成

の発行する「貨幣」と日本銀行が発券する「銀行券」（日本銀行法第46条）のみと規定されている。  
<sup>27</sup> 人々の信用のみでそれ自身が持つファンダメンタルズを上回る価格がついているという意味で、通貨が流通している状態は「バブル」（渡辺（2004））とも言える。このファンダメンタルズ（発行コスト）と信用（額面）の差が通貨発行益（シニョリッジ）であり、通貨発行益はいわば「信用の現金化」とも言えるだろう。

このように「通貨価値の安定」＝「物価の安定」は、持続的な経済成長にとって不可欠の前提条件である。日本銀行が物価の安定を重要な使命としているのは、通貨の発行主体として、以上の考えが背景にあるからである。

#### （消費者物価指数でみた場合の物価安定）

こうした「物価の安定」を実際に物価指標の数値で表現するならば、概念的には、計測誤差（バイアス）がない物価指数が存在するとして「変化率が0%の状態」、つまり全く動かないことが最善であるのは言うまでもない。

ただし、実際には、4節でみたように、物価指数にはそれぞれ特性があり、「真の」物価上昇率を精密に測定すること自体が難しい。このため、政策等の指標として利用する場合には、ある程度の幅をもって解釈する必要があり、また他の指標（特に経済成長）との整合性等も含めた総合的な判断も重要となってくるだろう。日本銀行が金融政策運営における指標の一つとする我が国の消費者物価指数については、近年、統計作成当局の取組によって、計測誤差は小さくなったと言われるが<sup>28</sup>、統計作成の技術上、バイアスは完全には除去しきれない。また、「デフレの糊代（のりしろ）」<sup>29</sup>が求められていることなどを踏まえると、消費者物価指数で「物価の安定」を考えるならば、ある程度のプラスの伸びを維持している方が望ましいとされる。2013年1月22日に日銀の金融政策の枠組みとして導入された「物価安定の目標」において「2%」というプラスの数値を設定した背景にはこうした考え方がある<sup>30</sup>。

---

<sup>28</sup> 消費者物価指数は、基準年で支出ウェイトを固定して算出されることから、その後、新しい商品の出現や嗜好の変化等が生じて即時に対応できず消費実態との乖離（一般に上方バイアスが発生しやすい）が生じる。ただし、実際の公式指数と、こうした影響をできる限り除外するためにウェイトを毎期変化させて作成する手法（ラスパイレス連鎖指数）に基づく参考指数を比較した場合、0.3%ポイント程度（総務省統計局「消費者物価指数に関するQ&A（回答）」）で上方バイアスは小さい。また、基準変更時に生じるいわゆる「リセット効果」について、直近の2010年度改定で0.6%ポイント程度である（総務省統計局同資料）。なお、消費者物価指数は、品質の向上を価格の変動と捉える「品質調整」の考え方が採用されており、近年品質向上が激しいパソコン等の商品は、指数の下落を促すといった下方バイアスも観察されている。

<sup>29</sup> 「デフレの糊代」とは、名目金利のゼロ%という下限を踏まえると、中長期的にはある程度の物価上昇とそれを反映したある程度高い名目金利水準を維持することが、景気が悪化した場合の金融政策の対応力を確保しておくうえで望ましいという考え方である（日本銀行（2013））。詳細は白川（2008）。

<sup>30</sup> なお、2006年3月導入の「中長期的な物価安定の理解」では「0～2%程度の範囲内にあり、委員毎の中心値は、大勢として1%程度」、2009年12月の「理解」の明確化」では「2%以下のプラスの領域にあり、委員の大勢は1%程度を中心」、2012年2月導入の「中長期的な物価安定の目途（ゴール）」では「2%以下のプラスの領域、当面は1%を目途」としており、これまでも物価安定の数値については、幅はあるものの「プラス」とみていた。

## 6. インフレとデフレの経済的なコスト

物価が安定することは、持続的な経済成長にとって不可欠の前提条件であることについては、5節で見たが、実際にインフレ、デフレになることでどれだけの経済的なコストがかかるのかを整理する。以下ではインフレとデフレに分けて考えこととする<sup>31</sup>。ただし、いずれの場合においても、それが「予想された」ものか「予想されない」ものかによって、経済への影響度合いは異なってくるため、両者は明確に区別して考える必要がある。このうち、「予想された」インフレ・デフレの場合には、家計・企業ともあらかじめそれに備えた行動が可能となるため、コストは比較的小さくなると考えられている。一方、コストが大きく問題となるのは「予想されない」場合である。

### (インフレの経済的成本)

予想されないインフレの最大の問題は、「意図せざる所得や富の移転」が発生することに帰着する。これを(1)預金と(2)貸金の2つの例からみる。

#### (1) 預金の例

預金者は店頭に表示された利率（名目利率）に応じた利子を加えた元利金額を満期に手に入れることができる。満期までインフレ率がゼロ%ならば、手取りの金額も実質的な金額も同じ価値である。しかし満期までに物価上昇があると表面上の金額が変わらなくても実質的な価値が目減りしてしまう。これを防ぐため、預金者は事前に予想するインフレ率を利率に上乗せすることを求めるだろう。これは図表6のフィッシャー方程式の関係式として表されるものである。

図表6 フィッシャー方程式

$$\text{名目利率（金利）} = \text{実質利率（金利）} + \text{予想インフレ率}$$

このとき、仮に預金者が上乗せ要求した利率分を超過した「予想されない」インフレが生じたならば、預金者は事後的に利率を変更できないため<sup>32</sup>、予想できなかったインフレ率の分だけ元金は実質的に減価することになる。これは、満期時点において預金者（債権者）の所得を減らし、資金の借手（債務者）の所得を増加させるという意図せざる所得移転が生じたことを意味する。

<sup>31</sup> 以下の記述は、白塚（2001）、福田・照山（2005）等をもとに構成した。なお、物価変動のコストについての実証研究をサーベイ及び推論したものに宮尾他（2008）などがある。

<sup>32</sup> 預金者はこれを解約して利率の高い預金に振り替えることができるが、解約した預金には約束された利率よりも低い利率が適用されるなどのペナルティがあるのが一般的である。

## (2) 賃金の例

労働の対価として家計が受け取る賃金は、あくまで名目賃金である。賃金はあらかじめ雇用契約等で決められていることが多く、企業収益や物価変動によって調整される基本給引上げ（いわゆるベア）も年1回程度の労使交渉で決まるなど頻繁に改定されるものでない。物価上昇が予想されるならば、交渉材料として家計はあらかじめインフレ率分をベアに上乘せするよう求めることもできるだろう（ただし、実際に観測されたインフレ率に応じて事後的に調整されるのが一般的である）。家計にとっては、名目賃金の引上げは関心事であるが、その本質はその稼得でどれだけの財・サービスが買えるようになるかという実質的な購買力であり、名目賃金を一般物価水準で割った実質賃金が重要になる。このとき、仮に予期しないインフレが発生すると、その分だけ実質賃金は下落することになる。これは、家計の所得を減らして企業の所得を増加させるという意図せざる所得移転を意味する。

このほか、予想されないインフレは経済の価格体系の不確実性を増大させ、経済全体の効率性に悪影響を与える可能性があることは、前節図表5で見たとおりである。極端な場合は、ハイパー・インフレーションであり<sup>33</sup>、通貨の信用は喪失し貨幣経済は麻痺することになる。これは減価していく通貨を保有する国民から政府への強制的な所得の移転であり、非常に重い税金を課すのと同じ効果である（インフレ税）。

なお、予想されるインフレにも当然コストは存在する。例えば、インフレによって実質的価値が目減りする現金通貨をできるだけ保有しないようにするため頻繁に銀行に通うことに伴うコスト（シュー・レザー・コスト<sup>34</sup>）、物価上昇分を商品価格に転嫁する際の値札書き換えに係る追加的費用（メニュー・コスト<sup>35</sup>）、インフレを抑制するためのコストなどである。

### （デフレの経済的コスト）

予想されないデフレのコストは、予想されないインフレと同様に、実質利子率や実質賃金という形で意図せざる所得移転を生み出すが、所得分配に与える影響は、基本的にはインフレの場合とは正反対になる。つまり、名目値が固定

---

<sup>33</sup> 一般的には、米国の経済学者フィリップの定義した「月率 50%（年率 13000%）を超過するインフレ」がハイパー・インフレーションと呼ばれている。ハイパー・インフレーション発生の要因は、過去の事例から(1)敗戦後の経済荒廃による税収減、(2)通貨発行益による財政支出（つまり財政ファイナンス）という2点に傾向が絞られている。

<sup>34</sup> 頻繁に銀行に通うことで「靴が傷んでしまう」というたとえ話から名付けられた。なお、このコストには、金銭面のコストだけでなく、時間的なコストといった機会損失も含まれる。

<sup>35</sup> 値段を書き換える作業のほか、価格情報の収集や価格交渉などの追加的コストがかかるため頻繁に値上げすることはできない。これによって価格は硬直的にならざるを得ず、必要な価格調整が適時に行われなくなるため社会的厚生（社会全体の福利）は悪化すると考えられている。

されていることを前提とすると、インフレの場合は実質価値を引き下げる一方、デフレは実質価値を押し上げることになる。インフレと同じ2つの例でみる。

### (1) 預金の例

名目利子率が固定されている中、デフレ期待によって実質利子率は上昇し、満期の元金の実質価値を増やす。インフレの時とは逆に、借手（債務者）の所得が減少し預金者（債権者）の所得が増加する。これを資金の貸借契約で考えると、同契約は名目額であるため、デフレによって債務の実質価値は上昇することになり、借手から貸手に対する意図せざる所得移転が生じる。我が国の債権債務関係を正味でみると純債権は家計が保有し純債務は企業が負っていることを勘案すれば<sup>36</sup>、実質的な負担が増加するのは、多くの場合、借手である企業になると考えられる<sup>37</sup>。なお、こうした企業の負担を緩和するために金融政策で名目金利を引き下げることになるが、名目金利はマイナスにはできないため（非負制約）、金利がゼロになるとデフレ率分だけ実質金利を引き上げてしまうことになる（前掲図表6参照）。

### (2) 賃金の例

名目賃金に下方硬直性（容易に引き下げることができないこと）がある場合、デフレになれば実質賃金は上昇する。これはインフレの場合とは逆に、企業の所得を減らして家計の所得を増加させるという意図せざる所得移転が生じたことを意味する。実質賃金の上昇は企業の収益に負の影響を与えることになる。

なお、予想されるデフレに係るコストについては、価格引下げでも追加的費用はかかるのでメニュー・コストはインフレ同様に発生するが、デフレ下では現金通貨は減価しないのでシュー・レザー・コストは減少するだろう。この視点から、かつてデフレはそれほど大きな問題ではないという考え方も強かったが、最近では、従来考えられていた以上に経済に与える影響が深刻であり、デフレは大きなコストであるという考え方が有力になっている。

## 7. 物価の変動による経済への影響

以上のように物価が不安定化することの問題は、家計部門と企業部門の間における意図せざる分配問題が生じることである（ハイパー・インフレーションは国民と政府の間の問題）。誤解をおそれずに単純化するならば、予想されない

---

<sup>36</sup> 日本銀行「資金循環統計」による2012年9月末の金融資産・負債残高は、家計の現預金840兆円に対し住宅ローン等の借入297兆円（正味+543兆円。証券等を含めた全金融資産・負債差額は+1,156兆円）、企業（民間非金融法人）の現預金215兆円に対し借入320兆円（正味▲105兆円。同▲211兆円）。なお、一般政府の金融資産・負債差額は▲652兆円、海外部門の金融資産・負債差額は▲275兆円であり両者も純債務を負っている。

<sup>37</sup> 住宅を購入する家計も債務者となるが、単純化のため、以下では割愛する。

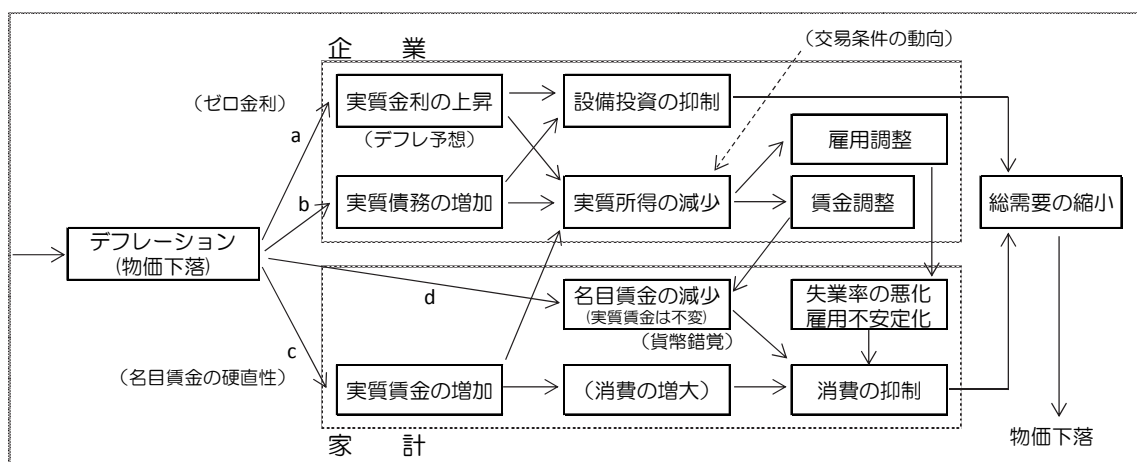
インフレのコストは専ら資金や労働力を供給する「家計」が負担をし、予想されないデフレのコストは専ら資金や労働力を需要する「企業」が負担すると言えるだろう。インフレ、デフレはともに物価の継続的な変動を意味するものであり、これが発生していることは、意図せざる所得分配が継続的に生じている可能性を意味する。当然各経済主体はこれに適応するように行動していくことになるが、この行動が経済全体に深刻な影響を与えていく。以下では、物価の変動による経済への動学的な影響について直感的な説明で記述する。なお、ここではマイルドな物価変動を前提として話を進めることとし、我が国経済が陥っているデフレの影響から始めて、その後にインフレによる影響をみる。

**(デフレの経済への影響)**

デフレによる経済への影響を図表7に概念的に図示した。実際の経済はこの図表よりもはるかに複雑であるが、簡略化のため経済への波及経路は単線で示している点には留意する必要がある。

まず、前述のとおり、デフレ期待は実質金利を上昇させ(a)、新たに資金を借り入れようとする者の実質的な金利負担を増加させるため、企業においては新たな借入れをして投資を行おうとする意欲は後退する。一般的に債務者の方が債権者よりも支出性向は高い(借金をして設備投資をするため当然である)ため、総需要は低下することになるだろう。また、投資(設備投資、公共投資、教育投資、研究投資等)は現時点の一時的な需要を生み出すだけでなく将来の成長に向けて行われるものであるため、デフレでこれらの投資が減退するならば、先行きの中長期的な経済力の低下も引き起こしかねない。

**図表7 デフレによる経済への影響 (イメージ図)**



(注) イメージのため経済への波及経路を単線で示したが、実際の経済ははるかに複雑であり、物価変化率と他の指標の変化率との大小関係の多数の組み合わせがあり、それによって経済に対する影響は異なってくる。

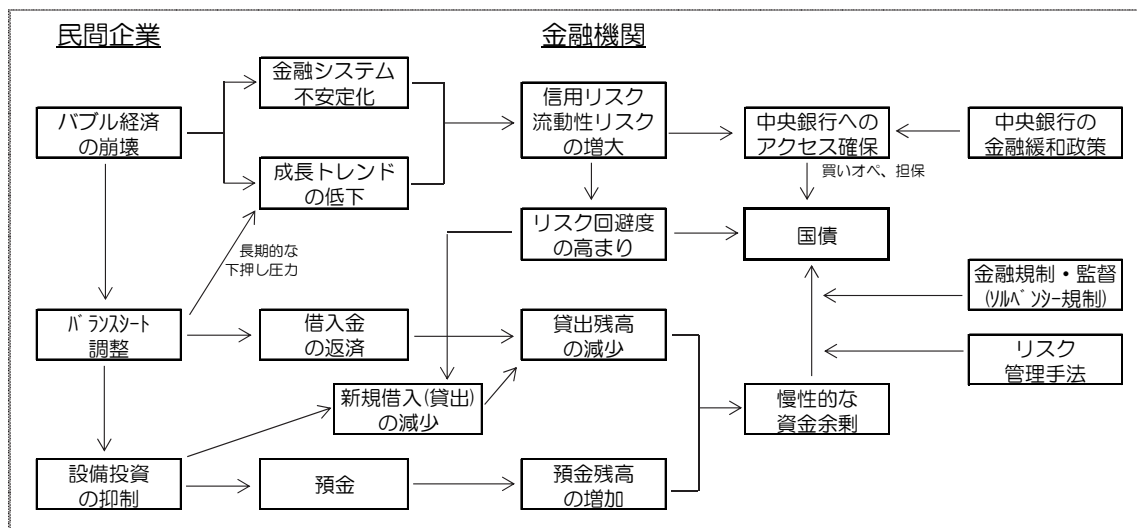
(出所) 筆者作成



次に、デフレによる資産価格の下落は、正味資産の実質価値を低下させ、実質的な債務を増加させるため(b)、バランスシート調整と不良債権の増大を生じさせるおそれがある。これは債務者の債務返済を困難化させる一方で、債権者側が抱える債務不履行リスクを高めるため、債務者・債権者ともに行動が萎縮し、総需要の収縮をもたらす可能性がある。

こうして資金が投資に回されない結果として慢性的な貯蓄(預金)が生まれ、膨大な量の金額が金融市場に流れ込むことになる。企業行動が萎縮して新たな資金需要が生み出されない中、日銀が金融緩和策で大量の国債買入れを実施していることによる国債の需給バランスの安定感もあり、これらの余剰貯蓄は必然的に国債購入に向かうことになる<sup>38</sup>。これは我が国において巨額の国債が発行されながらも、安定的に市場で消化され国債金利が低位で安定している背景となっている(図表8)。なお、この流れは、経済の低迷を脱し、投資が積極化したときには逆に回り始め、国債の需給バランスが緩むことで(需要減少)、国債金利は上昇して国債費を増大させるなど財政を逼迫しかねない。最悪の場合には国債金利が急上昇するなどの暴落リスクを抱え込んでいることも忘れてはならないだろう。

図表8 国債安定消化の背景



(出所) 白川 (2012) を基に作成

<sup>38</sup> 国債で政府が借り入れた資金が、様々な投資(そのための民間補助等を含む。)でなく、家計への給付や単なる消費に回された場合には、資本ストックが十分に蓄積されないため、将来の成長に対して影を落とす可能性もある。仮に、政府が先導して投資に回す場合でも、その有用な投資対象先について必ずしも政府の方が民間よりも優れた情報を持ち得ている訳ではない点も注意が必要である。

一方、前掲図表7のとおり、家計においては、デフレ下で名目賃金の下方硬直性が維持されると実質賃金が上昇して(c)、実質的な購買力の増加で消費意欲を高めることになるが、一方の企業の実質的な所得は押し下げられるため、企業は人件費の抑制に向かうことになる。人件費の抑制は、雇用か賃金の調整(削減)もしくはその両方で行われるため、失業率の上昇、非正規雇用の拡大、そして名目賃金の減少を通じて家計の所得は低下または不安定化する。仮に名目賃金の減少率が物価下落率と同じでも(つまり実質賃金は変わらなくても)(d)、各商品の価格変動は均一でないため生活に影響を与えることになるほか、名目の手取り額の低下<sup>39</sup>や先行きの雇用不安や更なる賃金引下げに対する不安などの心理的影響から、消費が減退するなど需要に対して下押し圧力になる可能性がある。

なお、これに加え、経済のグローバル化が進み、我が国の国際競争力が相対的に落ちてきた状況下で(4節参照)、実質賃金すらも低下させざるを得なかったという複合的な要因が相まったことが、我が国経済の長期低迷を決定付けていったと考えられる。

このようにデフレのコストは、まずは専ら企業が負担する一方、家計にとっては実質所得を上昇させるだろう。しかし、経済成長を担う生産主体である企業の負担の増加は、将来の成長に向けた投資を減少させるとともに、家計に対して雇用・賃金の削減という形で負担を転嫁することになり、消費は抑制される。これにより総需要は減少し均衡点に至るまで経済は収縮することになると考えられる<sup>40</sup>。

#### (インフレの経済への影響)

他方、インフレの場合は、名目金利の大きな変動がない状況下であれば、インフレ期待が高まれば実質金利を下落させ、債務者の負担を減少させることから、デフレの場合とは反対に、企業において投資に対する前向きな行動を生じさせやすい環境になる。その一方で、名目賃金の上昇は、一般的に物価上昇から遅行するほか、企業収益に連動するため物価上昇ほどには上昇し難いなどのことから、実質的な購買力は低下し、家計にとっては実質的な負担となる可能性が高いだろう。

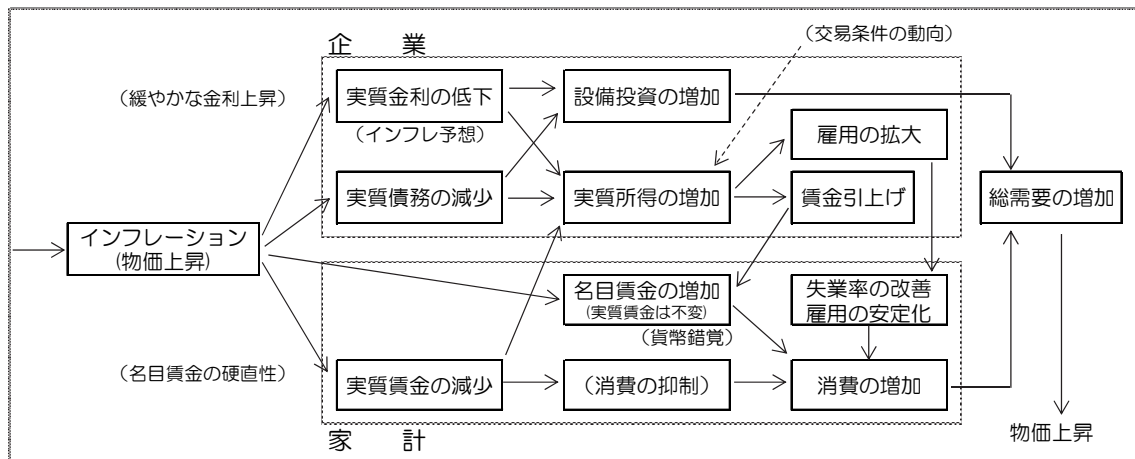
---

<sup>39</sup> 本来は、名目賃金変動と物価変動の相対的な関係に基づいた実質的購買力で考えるべきものであるが、物価変動にはそれほど関心を示さず、名目賃金の増減だけで判断してしまうことは「貨幣錯覚」と呼ばれる。これはインフレ下でも生じる。

<sup>40</sup> デフレによる需要減少が投資と賃金を抑制してさらに需要を減少させるようにスパイラル的に経済が悪化していくという「デフレスパイラル論」も一時期論じられたが、我が国で観察されたのは、デフレ下での2度の景気循環を経験したことである(前掲図表2)。このことは物価がゼロ近傍で推移する中で経済は均衡(定常)状態に収束していた可能性を示唆している。

ただし、名目賃金自体は見た目では上昇するので、(貨幣錯覚の存在を前提にすれば) 家計の消費マインドの向上に寄与することになり、また上記の企業マインドの改善によって生産や投資が増加してくるならば、雇用にも波及して失業率の低下にもつながることなどから、経済状況が好転する可能性もある。以上について概念的に図示したのが、図表9である。

図表9 インフレによる経済への影響 (イメージ図)



(注) イメージのため経済への波及経路を単線で示したが、実際の経済ははるかに複雑であり、物価変化率と他の指標の変化率との大小関係の多数の組み合わせがあり、それによって経済に対する影響は異なってくる。

(出所) 筆者作成

こうしたマイルドなインフレは、経済に有益となる可能性がある点で利点とされることが多いが、この状態が成立するためには、多くの前提条件が必要である。主なものとして次の3つの前提条件があるだろう。

### (1) インフレ期の金利動向

6節でみたとおりインフレ期には名目金利も上昇する。経済が好転するためには金利上昇が緩やかであることが前提条件と前述したが、仮に、先行き物価の不安定化や財政赤字懸念などによってリスクプレミアムが上乘せられて名目金利上昇のスピードが物価上昇よりも速ければ、実質金利が上昇して、前述の効果とは逆に、企業の生産・投資行動を抑制させるように働くことになる。

これに対しては、金融政策的に名目金利引下げを行うという手段も考え得るが、中央銀行が影響力を直接行使できる金利は銀行間取引市場における超短期金利<sup>41</sup>にすぎず、民間企業の投資向け等の長めの金利は基本的には市場メカニズムに委ねられており政策的に制御することは難しい。加えて、インフレ期の金

<sup>41</sup> これは「政策金利」と呼ばれ、具体的には銀行間取引市場で取引される「無担保オーバーナイト物」を指す。

利引下げは、景気の過熱状態を一段と加速させかねず、そもそも金融政策として取り得るものではないだろう。

## (2) インフレの主たる発生要因

前述の波及経路ではインフレは景気拡張や経済成長に随伴する健全なインフレ（ダイヤモンドプル型インフレ）が前提となっている。

仮にこれが輸入原材料価格の上昇に伴うインフレ（コストプッシュ型インフレ）である場合には、企業はコスト上昇分を価格に転嫁しただけであって業績向上に伴うものではない。このため、積極的な投資や企業収益の家計への配分増といった誘因（インセンティブ）は非常に弱くなる。家計にとって、名目賃金が増加しない中で物価だけが上昇するため、実質購買力は低下することになり、消費や生産は減少し総需要が縮小していく経路をたどる可能性は高い。

## (3) インフレの制御可能性

前述の波及経路では、暗黙裡に「マイルド」なインフレが「継続」することを前提としているが、実際には政策的にインフレ率を機微に正確に制御することは不可能に近いし、自然に緩やかなインフレが継続するといった保証もない。

緩やかなインフレは前述のとおり設備投資の増加や失業率の改善など景気に良い影響を与えるが、この緩やかなインフレが続くと、人々は次第に将来も物価が上昇していくと予想しはじめるようになり、インフレは上昇ペースを早めて駆け足に転ずる可能性がある。これを放置するならば、現在のインフレが予想インフレに影響を与え、その予想したインフレ率のとおりインフレが実現してしまうといったように、インフレがインフレを呼ぶ状態に陥ることがある。インフレの加速は6節で見たインフレのコストを増大させることになり、経済を悪化させていくことになる。

こうした事態に陥る前にインフレ抑制として金融政策を引締めに移ればよいが、実際に引き締めると失業率が悪化して需要が後退するなどすぐに实体经济に悪影響が現れるため、これを恐れて金融引締めの実施は躊躇されやすい。こうなるとインフレの加速を本格的に阻止することはもはや困難になってしまう<sup>42</sup>。まさにインフレは、それが緩やかなものであったとしても、本質的には、経済を「短期的に刺激して、中期的には麻痺させるという麻薬のような性質」（猪木(2012)）を持ったものであることは、十分に念頭に置いておく必要があるだろう。

---

<sup>42</sup> インフレ退治とはいえ足下の景気にはマイナスの影響があるため、政治的側面から引締めの政策は採られにくい。このため設定された目標に向けて独立して政策を実行する機関の設立が求められた。これが中央銀行の独立性付与の背景となっている。

## 8. 物価の決定要因

物価変動が経済に与える影響については7節でみたが、その物価自体はどのように決まるのか。実際の経済においては、物価水準や上昇率の決定には多くの要因が関わり、実証的にも十分満たされる理論は現時点ではないとされる。ただし、物価変動の分析においては、一般的に共通認識となっている考え方の枠組みが存在する。以下ではこの標準的な枠組みを基にして物価の決定要因を整理する。物価分析の標準的な枠組みは図表 10 で表される。

図表 10 物価の決定要因

$$\left( \begin{array}{c} \text{今 期 の} \\ \text{インフレ率} \end{array} \right) = \alpha \cdot \left( \begin{array}{c} \text{将 来 の} \\ \text{予想インフレ率} \end{array} \right) + \beta \cdot \left( \begin{array}{c} \text{今 期 の} \\ \text{GDP ギャップ} \end{array} \right) + \gamma \cdot \left( \begin{array}{c} \text{そ の 他 要 因} \end{array} \right)$$

※ $\alpha$ 、 $\beta$ 、 $\gamma$ はそれぞれの要因が物価に与える影響度を示す係数

この枠組みでは、今期のインフレ率は、将来の予想インフレ率、今期のGDPギャップ（需給ギャップ）、その他要因の3つの要因に分解される。つまり、人々の物価観、現在の経済情勢、輸入原材料価格等の動向の3つであり、一般的にも違和感なく受け入れられるだろう。このうち、物価の決定要因として最も中心的なものは、GDPギャップである。以下では、GDPギャップ(8.1節)、予想インフレ率(8.2節)、その他要因(8.3節)の順にみていく<sup>43</sup>。

### 8.1. GDPギャップ

GDPギャップ（需給ギャップ）は、一国経済全体の供給力に対して実際にどれだけ需要が存在するかを見たものであり、一国経済全体の供給力（＝潜在GDP）と総需要（＝実質GDP）との乖離度合いを図表 11 のとおりパーセンテージで示したものである<sup>44</sup>。

図表 11 GDPギャップ

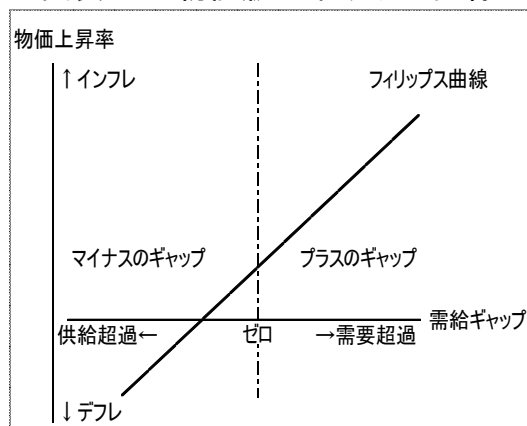
$$\text{GDPギャップ(\%)} = (\text{実質GDP} - \text{潜在GDP}) / \text{潜在GDP} \times 100$$

<sup>43</sup> なお、本稿は物価を俯瞰的に整理することを目的としているため、ここでは概念的な整理までにとどめ、先行研究の調査やデータによる実証までは踏み込まない。

<sup>44</sup> GDPギャップは景気の状態を示すと言われている。例えば、ギャップの値がプラスの場合は「好況」、マイナスの場合は「不況」を表すだけでなく、ギャップの拡大基調から縮小基調への転換点が景気の「山」、その逆が景気の「谷」を表すことになる。ただし、GDPギャップは、直接観察することができず多くの前提を置いて算出されるものであることから、不確実性が高いため、幅をもって解釈する必要がある。なお、GDPギャップについては、拙稿（『経済のプリズム』No. 5）で整理している。

このGDPギャップと物価変化率の間には、基本的に正の関係があることが知られており、このことからGDPギャップは物価に対して変動圧力となると考えられている。つまり、ギャップがプラス（総需要>供給力）のときに物価上昇圧力が、ギャップがマイナス（総需要<供給力）のときに物価下落圧力が生じるというものである。こうした関係は「フィリップス曲線」と呼ばれる関係式で表される（図表12）。

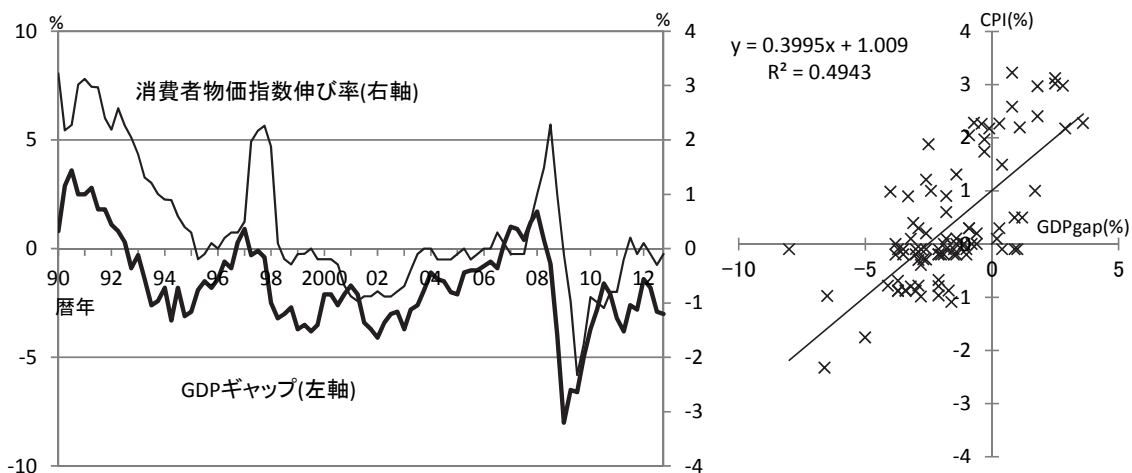
図表12 物価版フィリップス曲線



（出所）白川（2008）49頁に一部加筆

実際のデータをもみても、消費者物価指数（生鮮食品を除く総合）の前年同期比伸び率とGDPギャップの両者は、ほぼ一致した動きをしていることが分かる<sup>45</sup>（図表13）。現在のデフレの状態は、こうしたマイナスギャップが一因となっていることがうかがえる。

図表13 GDPギャップと消費者物価指数伸び率



（注1）データは1990年1-3月期～2012年10-12月期間の四半期データ。GDPギャップは、2012年10-12月期GDP2次速報値時点の内閣府推計値。消費者物価指数伸び率は、生鮮食品を除く総合指数の前年同期比。

（注2）右図は、データ全期間におけるGDPギャップと消費者物価指数伸び率をプロットしたもの。直線は1次近似曲線（yは消費者物価指数、xはGDPギャップ）で物価版フィリップス曲線におおむね該当する。

（出所）内閣府「今週の指標 No.1061 2012年10-12月期GDP2次速報後のGDPギャップの推計結果について」、総務省「消費者物価指数」から作成

<sup>45</sup> ただし、詳細に観察すると、消費者物価指数はGDPギャップから遅行して動いていることがわかる。第3回内閣府経済財政諮問会議（2013.1.24）の白川日銀総裁説明資料では、おおむね2期遅行するところが最も時差相関係数が高いと試算している。



### (金融政策とGDPギャップ)

理論的には、中央銀行は金融政策によってGDPギャップに影響を与えることで、インフレ率を望ましい水準に誘導していくことが可能であると考えられている(図表14)。つまり、名目金利が十分にプラス幅をもつような通常の金利環境の場合、中央銀行が金融政策で「名目金利」を上下に調整して、「実質金利ギャップ」(=実質金利-自然利子率<sup>46</sup>)に影響を与えると——例えば、中央銀行が金融緩和で名目金利を引き下げて実質金利が低下すると実質金利ギャップがマイナス(実質金利<自然利子率)になって——、これが金融政策の波及経路を通じて<sup>47</sup>実物経済に影響を与えGDPギャップを縮小させて物価を安定させることができるというものである。

図表14 GDPギャップと実質金利ギャップの関係

$$\begin{array}{c} \text{(名目金利-予想インフレ率)} : \text{図表6参照} \\ \downarrow \\ \text{GDPギャップ} = -\sigma \times [\text{実質金利}(r) - \text{自然利子率}(r^*)] \\ \text{実質金利ギャップ} \\ \\ -\sigma : \text{実質金利ギャップがGDPギャップに与える影響度を示す係数} \\ r^* : \text{自然利子率(=景気中立的な実質金利)} \end{array}$$

(出所) 木村ほか(2005)を基に作成

これに従えば、GDPギャップがマイナスの時には、政策的に実質金利を引き下げて実質金利ギャップをマイナス(緩和状態)にすれば、GDPギャップは縮小・解消されて、デフレ圧力は小さくなるはずである<sup>48</sup>。

<sup>46</sup> 自然利子率は、景気への影響が緩和的でも引き締めのでもない、景気中立的な(=経済均衡が達成している時の)実質金利のこと。一般的に自然利子率は、経済ショックを無視できる長期安定的な成長経路上で実現する長期の実質利子率を指し、潜在成長率とも見なされる。自然利子率は、直接観察できないため数々の前提を置いて計算される推定値であり、その動きは中長期の緩やかなトレンドとして描かれ、短期的分析では一定値(固定値)として扱われることが多い。

なお、近年は、短期の自然利子率も注目されている。これは毎期発生する様々な経済ショックの影響を打ち消してGDPギャップを不変に保つことにより常に安定的な経済成長を実現させるような実質利子率であり、経済ショックに応じて短期的に変動するものと考えられている。短期の自然利子率の平均値が長期の自然利子率という関係がある。詳細は、小田ほか(2003)。

<sup>47</sup> この関係を定式化したものが「テーラー型ルール」と呼ばれる金融政策運営におけるルールである。なお、実際には、図表10のとおり、物価変動は複合的な要因が存在するため、このルールを政策目標として利用する際には幅をもって行う必要がある。

<sup>48</sup> 図表14はあくまで両者の「最終的」な関係をモデル化したものであり、実際には、金利の変化が各経済主体に影響を与えていくという個別具体的な金融政策の波及経路(トランスミッション・メカニズム)が暗黙裡に前提となっている点には注意が必要である。金融政策の波及経路は、通常の経済環境において、金利が変化することによって、企業の予想収益率や金融機関の与信行動が変化し、または為替や株価などの金融商品価格が変化するなど様々な経路を通じて経済主体の支出行動を変化させるというものであるが、現在、ゼロ金利で「流動性の罠」に陥っている可



ただし、図表 14 での変数は「実質」金利であり、実際に日銀が直接操作（誘導）できるのはあくまで超短期の「名目」金利（政策金利）でしかない。現在、政策金利はゼロ金利に張り付きこれ以上の金利低下余地のない状況（ゼロ金利制約、流動性の罫<sup>49</sup>）に直面しており、この理論に基づくような名目の政策金利引下げという伝統的な金融政策ができない状況にある。この中で、実質金利ギャップをマイナス（緩和状態）にするには、図表 14 の式から、実質金利（＝名目金利－予想インフレ率：図表 6 参照）を引き下げるため、

(1) 政策金利でなく、民間企業の設備投資向けなど実際の貸付金利のベースとなる長めの名目金利を直接引き下げる

(2) 予想インフレ率を引き上げる

方法しかない。もしくは、実質金利ではなく、

(3) 自然利子率（＝我が国の潜在成長率）自体を引き上げて直接実質金利ギャップを引き下げる

方法しかない。

これまで日銀が実施してきた包括的金融緩和政策<sup>50</sup>や今回新たに導入する量的・質的金融緩和政策<sup>51</sup>のほか、いわゆるリフレ政策<sup>52</sup>を含む数々の政策提案も、この枠組みに照らせば、具体的な政策手段に程度の差こそあれ、いずれの政策も(1)～(2)に働きかけようとする点では、基本的に大きな隔たりはない。例えば、日銀の「時間軸政策」は間接的に、長期国債やリスク性資産の買入れは直

---

能性があることから、この波及経路が有効に機能していないとされる。なお、金融政策の波及経路については、拙稿（『経済のプリズム』No. 101）で整理している。

<sup>49</sup> 「流動性の罫」とは、名目金利がゼロまたはゼロ近くまで低下した場合、利子の付かない債券と現金との区別がなくなって人々は資産を現金で保有しようとするため（投機的動機）、中央銀行が通貨供給量を増やしても大量の通貨が退蔵されるだけとなり、通常の金融政策が効力を失ってしまう状況のこと。この状況下では、通貨供給量が増加すると物価が上昇するという「貨幣数量説（＝通貨数量(M)×通貨流通速度(V)＝物価水準(P)×取引額(Q)）」のメカニズムも働かない。

<sup>50</sup> 包括的金融緩和政策（2010. 10. 5 導入：白川総裁時）は、ほぼゼロ金利となった中で更なる緩和効果を模索して実施された政策で、(ア)政策金利 0～0.5%誘導、(イ)「物価安定の理解」（その後「物価安定の目標」に変更）による時間軸の明確化、(ウ)資産等買入れ基金の創設（買入れ額が順次拡大）を 1 つのパッケージにした緩和政策。

<sup>51</sup> 量的・質的金融緩和政策（2013. 4. 4 導入：黒田総裁時）は、2 年の期間を念頭に早期に消費者物価前年比上昇率 2%を実現するため、通貨供給量（マネタリー・ベース）及び長期国債・ETF の保有額を 2 年間で 2 倍に拡大し、長期国債買入れの平均残存年数を 2 倍以上に延長するとした緩和政策で、具体的には、(ア)誘導目標をマネタリー・ベース（年間約 60～70 兆円増加）に変更、(イ)資産等買入れ基金の廃止及び長期国債買入れオペへの吸収、(ウ)銀行券ルール（財政ファイナンスと受け取られないようオペで買入れた長期国債（除く基金買入れ分）は日銀券発行残高の範囲内とするルール）の一時適用停止とした緩和政策。

<sup>52</sup> リフレ（リフレーション:reflation）とは景気後退から回復局面においてデフレを脱却し、しかも本格的なインフレに転化していない状態のことで、経済政策によってデフレから脱しかつインフレを防ぎながら景気回復を図ろうとする政策がリフレ政策とされる。なお、リフレ政策では、その政策手段として「金融政策」が重要視される。

接的に、(1)の長めの金利低下を促そうとするものであるし、通貨供給量（マネタリー・ベース<sup>53</sup>）や「インフレ目標政策」など将来の金融緩和の継続を約束（コミットメント）する政策は、人々の期待に働きかけて(2)の予想インフレ率を引き上げる効果を狙ったものであるし、政府の成長戦略や日銀の成長基盤強化支援資金供給<sup>54</sup>は(3)の自然利子率の引上げを政策的に支えようとするものであると整理できるだろう。

## 8.2. 将来の予想インフレ率

物価変動の2つ目の要因は、予想インフレ率である。予想インフレは前述の実質金利への影響のほか、それ自体が物価変動要因になる（再掲図表10）。

企業や家計は、将来の物価上昇率について、それが具体的であるか感覚的であるかを問わず何かしらの予想を持ち、それを前提として経済的な意志決定を行っている。例えば、企業は、先行きの物価上昇（下落）を予想すれば、自社製品の価格を引き上げる（引き下げる）し、物価水準が変わらないと予想すれば、景気回復で一時的に需給が逼迫しても即時に価格を変更しない。こうした各経済主体における予想インフレ率は、それ自体が独立して形成されるものではなく、現実の物価動向や足下の景況感（バックワード・ルッキングな予想形成）のほか、先行きの経済動向の予想（フォワード・ルッキングな予想形成）という両要素が勘案されながら決まっていくものであり、こうして一旦根付いた予想はゆっくりとしか変化しないと考えられている<sup>55</sup>。

### （金融政策と予想インフレ率）

前述のとおり、ゼロ金利制約に直面した中で、長めの名目金利引下げにも限界があることを考えれば、人々の期待に働きかけて予想インフレ率を引き上げようとすることは自然な発想であり、そうした方向性自体については、各政策とも異論は少ない。その一方で、予想インフレ率引上げのための政策手段やその実効性に関しては、政策間で意見に違いがみられる。

<sup>53</sup> マネタリー・ベースは、日本銀行が供給する通貨のことで、「日本銀行券発行高」と「貨幣流通高」と「日銀当座預金」の合計である。

<sup>54</sup> 成長基盤強化に向けた民間金融機関の自主的な取り組みを金融面から支援することを目的として2010年6月15日に導入された制度。2012年12月20日には、同日に導入された貸出増加支援資金供給とともに「貸出支援基金」に統合された。

<sup>55</sup> 予想インフレ率を正確に計測することは困難であり、様々な推定方法の中から分析目的に応じて使われる。過去のインフレ率実績からトレンドを抜き出す方法、アンケート調査を用いて推定する方法（消費者：日本銀行『生活意識に関するアンケート調査』や内閣府『消費動向調査』、企業：日本銀行『全国企業短期経済観測調査（短観）』、エコノミスト：日本経済研究センター『ESPフォーキャスト調査』等）のほか、マーケット情報から計測する方法（市場：ブレイク・オープン・インフレ率（＝利付国債利回り－物価連動国債利回り））があるが、それぞれ長所・短所があるため、それぞれの特性を踏まえ幅をもって解釈する必要がある。

例えば、いわゆるリフレ政策では、

- ・デフレは貨幣的な要因が大きいことを重視し、もっと大規模な緩和を実施して、現在でなく「将来」時点の貨幣供給量（マネタリー・ベース）の増加を約束すれば、予想インフレ率は高まる<sup>56</sup>

と考え、他方、リフレ政策以外の政策では、

- ・デフレは実体経済の構造的な要因が大きいことを重視し、新規需要を創出して潜在成長率を高める<sup>57</sup>など実体経済面での資金需要を増加させて、その結果として予想インフレ率が高まるのが望ましい<sup>58</sup>

と考えていると要約できる<sup>59</sup>。

こうした政策手段に対する考え方に違いが生じる要因は、政策の波及効果や副作用（リスク）に対する認識、デフレや財政問題に対する危機感、政策哲学の違いであることが大きいとされる<sup>60</sup>。

どちらの政策が、リスクを抑制し持続的な経済成長を維持しながらデフレ脱却を実現する政策としてより有効であるかについては、現時点では実証的にも決着はついていない。この中で、今回日銀が採った新たな金融緩和政策（量的・質的緩和政策）は、前者の立場から、マネタリー・ベースを過去にない規模に拡大することを目指して導入されたものであり、その効果の行方に注目が集ま

---

<sup>56</sup> 理論的な基礎付けはKrugman(1998)。ただし、この理論は、現時点で考える将来に必要な大量の資金供給量は、その将来時点では不必要である（将来時点はデフレ脱却して貨幣数量説が成立しインフレ昂進を抑制するため資金吸収が求められる）という「時間的非整合性」があることから、必要のないことを将来やると約束しても人々に信用してもらえるか(credible irresponsibility)という実践的な面などに対し疑問が投げかけられている（例えば吉川(2013)など）。

<sup>57</sup> これは自然利子率を引き上げることでもある。なお、潜在成長率(供給力)を高めるとGDPギャップのマイナス幅が拡大するのでデフレ下の政策として適正でないという意見もあるが、これは「既存の」供給に対する需要不足のみに着目したものであり、「新たな」潜在需要に対する供給不足の部分（需給のミスマッチ、構造的要因）が十分考慮されていない。つまり、潜在需要を顕在化させるように供給構造を作り変えれば、需要も供給も増加することになり、こうして掘り起こされた需要は自発的なものであることから持続的な経済成長に繋がると考えられる。

<sup>58</sup> ただし、経済活動は民間主体であり、潜在成長力を高めるため政策的に実行できる手段は限られている（主なものとしては規制緩和）。また、これら政策の効果が発現するまでには、ある程度時間を要するほか、目論見どおりの結果になるという保証もない。この点で、デフレから直ちに脱却を目指すことが必要だと考える側からすれば、もどかしく感じられるだろう。

<sup>59</sup> ただし、リフレ政策も潜在成長率を高める必要性を否定しない一方、リフレ政策以外の政策も十分な資金供給を行って経済活動を支えるため金融緩和の必要性は認識している（包括的緩和もこの認識のもとで実施）。両者の違いは、政策実施の順序・優先順位の違いとも言えよう。

<sup>60</sup> 「検証 リフレ政策論争なお」『日本経済新聞』（2013. 4. 7）や「一線を越えた壮大な挑戦＝『通貨墮落』に懸念も一日銀緩和策」『時事ドットコム』（2013. 4. 4）<<http://www.jiji.com/jc/zc?k=201304/2013040400878>>。なお、後者では、白川総裁は、金融緩和策を必死に模索し続けたが「通貨の番人」を自負する日銀として通貨価値を意図的に下げる（本稿5節参照）という「一線を越える」ことをためらったことが積極的な緩和に慎重である印象を与えてしまった一方で、黒田総裁は日銀出身者でないゆえに量的にも質的にも金融緩和を徹底的に追求することができたのではないかと整理している。

っている<sup>61</sup>。

### 8.3. その他要因

3つ目のその他要因は、前述のGDPギャップなど需給バランスの変化による物価圧力を需要ショックとすれば、こちらは供給サイドからのショックと捉えることができる。こうした供給ショックの主なもの、輸入原材料の価格変動といった外生的な輸入コスト要因、生産一単位に要する人件費といった企業経営戦略面のユニットレバー・コスト（単位労働費用）要因が挙げられる。

#### （輸入コスト要因）

まず、原材料の輸入コスト要因をみると、国内物価に影響する「円建て」の原材料の輸入価格は、「原材料自体の現地価格（ドル建て等）」×「為替レート（円ドル交換比率）」と計算され、原材料価格市況と外国為替相場の両者から影響を受ける。つまり、原材料価格の上昇と円通貨の下落（円安）は、輸入コストを上昇させる。原材料やエネルギー資源の少ない我が国においては、国内で代替財を用意するには限界があり、輸入コストは経済的に受け入れざるを得ない。企業は、輸入コスト上昇分を製品価格に転嫁しようとするため、物価押し上げ圧力が高まることになるだろう。ただし、輸入コストの上昇は、その他のコスト削減や生産性の上昇など別の面で吸収できるならば、直ちに物価を押し上げることにはならない。

#### （ユニットレバー・コスト要因）

次に、ユニットレバー・コスト要因は、生産1単位当たりの人件費（＝名目雇用者報酬÷実質GDP）である。賃金は、企業のコストの70%弱を占めることから、この名目賃金の動向は物価に影響する。つまり、企業は人件費が増加すれば、その分を製品価格に転嫁しようとするため、物価押し上げ圧力が高まる。ただし、同時に労働の生産性が上昇していれば、賃金上昇コストを吸収できるので、必ずしも物価が上昇するわけではない。逆に言えば、名目賃金が労働生産性の上昇ほど上がらないならば、物価を低下させる要因になる。一方、労働生産性が上昇しない中で賃金だけが上昇するならば、まさにコストプッシュ型の物価上昇を招くことになる。

#### （供給ショックの影響）

供給ショックは、物価変動圧力となるが、前述のとおりそれが直ちに物価上昇に繋がる訳ではない。これを企業収益の観点から再度確認する（図表15）。

---

<sup>61</sup> 他方の政策からリスクに対する懸念が示されている中で、従来になく大規模な政策転換が行われたことから、今回の新たな金融政策について「壮大な社会実験」（『ロイター』2013.4.16 <<http://jp.reuters.com/article/vcJPboj/idJPTYE93F05020130416>>など）と評する声も多い。

図表 15 企業の売上高と収益/費用

$$\underbrace{\left( \begin{array}{l} \text{製品価格}^{(1)} \\ \times \text{生産数量}^{(**)} \end{array} \right)}_{\text{売上高}} - \underbrace{\left( \begin{array}{l} \text{原材料価格}^{(*)} \\ \times \text{仕入数量} \end{array} \right)}_{\text{輸入コスト}} = \underbrace{\left( \begin{array}{l} \text{1人あたり賃金} \\ \times \text{雇用者数} \end{array} \right)}_{\text{人件費}} + \underbrace{\left( \begin{array}{l} \text{その他費用} \\ \text{金利・地代・税} \end{array} \right)}_{\text{費用}^{(2)}} + \underbrace{\left( \begin{array}{l} \text{企業利益} \end{array} \right)}_{\text{利益}^{(3)}}$$

粗利(=付加価値)  費用<sup>(2)</sup>  利益<sup>(3)</sup>

なお、両辺を生産数量で除すと、次のとおりとなる（簡略化のためその他費用は割愛）。

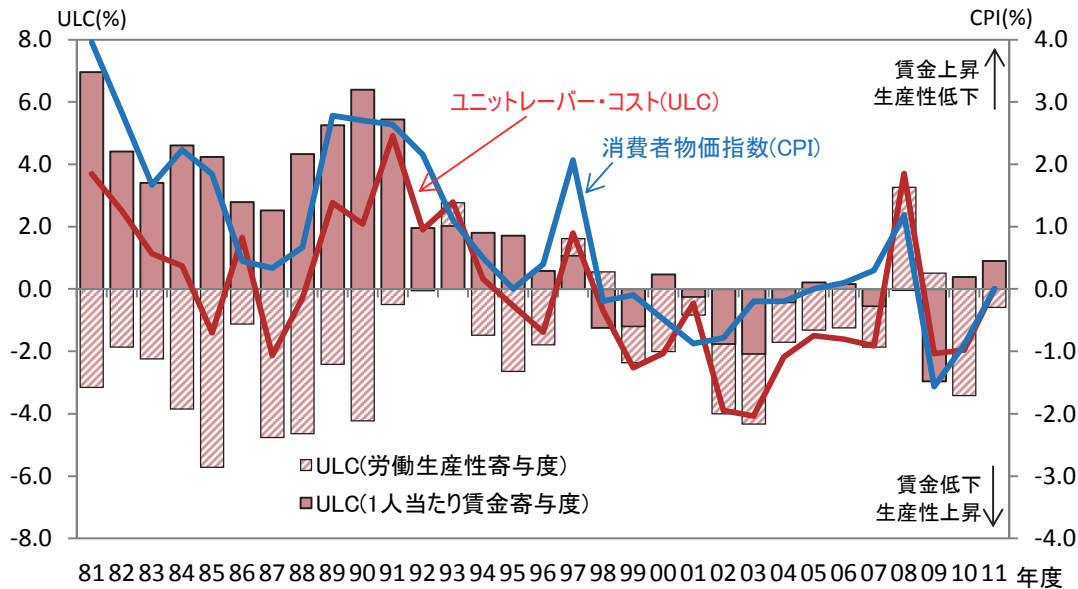
$$\text{製品価格} - a \cdot \text{原材料価格} = \frac{\text{1人あたり賃金}}{\left( \frac{\text{生産数量}}{\text{雇用者数}} \right)} + \left( \frac{\text{企業利益}}{\text{生産数量}} \right)$$

$$\text{製品価格} = a \cdot \text{原材料価格} + \left( \frac{\text{1人あたり賃金}}{\text{労働生産性}} \right) + \left( \frac{\text{企業利益}}{\text{生産数量}} \right)$$

(a: 原材料生産性の逆数)    ユニットレバー・コスト    ユニットプロフィット

(出所) 筆者作成

図表 16 ユニットレバー・コストと消費者物価指数（前年比）



- (注1) ユニットレバー・コスト (ULC) = 名目雇用者報酬 ÷ 実質GDP。  
 (注2) ULC (前年比) = 1人あたり名目雇用者報酬 (前年比) - 労働生産性 (前年比) から寄与度を作成。  
 (注3) 実質GDPは、94年まで2000年基準、95年年以降は2005年基準。労働者数は、労働力調査の就業者数（全産業）を用いた。  
 (出所) 内閣府『国民経済計算確報』、総務省『労働力調査』、『消費者物価指数』から作成

例えば、原材料価格が上昇し輸入コストが上昇した場合(\*)、企業は、左辺の(1)製品価格に転嫁するか、右辺の(2)費用を圧縮するか(3)企業利益の縮減を受け入れるかで対応することになる。

このとき、現在の我が国のようにデフレ・マインドが強い場合には、(1)の製品価格への転嫁は、経済全体がこれに追随しないならば、自社の生産数量(=売上数量)だけが落ちてしまう懸念があり、容易に価格転嫁はできない。また、(3)の利益の縮減は、企業としてある程度の利益確保に努めようとするところから限界があるだろう<sup>62</sup>。つまり、最終的には(2)の費用の圧縮での対応が主とならざるを得ない。これは、長年の需要不足による生産数量(=売上数量)の減少(\*\*)やこれに伴う製品価格(1)の引下げで名目の売上高が減少した場合においても同様である。名目売上高の減少は、原材料価格を除いた付加価値を減少させるので、その分配面では、人件費か企業利益のいずれかもしくは両方を削減せざるを得ない。

費用の圧縮として人件費を削減するのであれば、図表 15 上段の関係式(右辺第 1 項)から、「1人当たり名目賃金」か「雇用者数」を削減することになる。これまでの我が国においては、企業は既存の従業員の雇用をできるだけ守ることを優先するため、名目賃金の上昇の抑制や名目賃金引下げで対応し(雇用者もこれを受け入れた)、名目賃金引下げの手段として、主に非正規雇用の比率を上昇させることで賃金全体の賃下げを行ってきたことも多く指摘される。

これをマクロ経済全体としてユニットレーバー・コスト(ULC)の推移から見ると(図表 16)、バブル崩壊後の 1995 年から ULC は低下し始めており、その内訳をみると 98 年の金融危機を境にして、これまで見られなかった名目賃金の下落が寄与していることが分かる。また、この ULC と消費者物価指数を比較すると、その動きは相似していることから、物価下落の主因を ULC の低下、更にいえば名目賃金の低下であるとみる説もある<sup>63</sup>。もし、この名目賃金低下がデフレの要因ならば、日銀による更なる金融緩和は、これら要因に直接的に影響を与えることは難しいことになる。

#### 8.4. デフレと経済の低迷

ここまで物価の決定要因とされる GDP ギャップ、予想インフレ率、その他要因(輸入コスト、ユニットレーバー・コスト)について要因別に整理した。ここで図表 10 に戻り、この枠組みで 3 つの要因について物価と経済の関係から

<sup>62</sup> なお、企業はこの利益を負債圧縮等の原資にすることを優先し、新規需要創出等への投資を疎かにしたことが、我が国経済の長期低迷の一因となったと指摘する意見も多い

<sup>63</sup> 吉川(2013)など

全体を整理し直すならば、経済の状態を表す「GDPギャップ」には、予想インフレ率と潜在成長力が影響しており、その「予想インフレ率」も物価実績のみならず先行きの経済成長力（＝潜在成長力と見なせる）から影響され、その他要因（ULC）も現在及び将来の経済・物価の情勢から売上高を通じて影響を受けているように、物価と経済は、多時点・異時点を通して互いに複雑かつ密接に影響し合っていることを見出すことができる。これゆえ、デフレが経済低迷の原因であるとも、経済低迷の結果がデフレであるともみることができる。両者は何を起点にするかの違いとも言うことができるのではないだろうか。

図表 10 物価の決定要因（再掲）

$$\left( \begin{array}{c} \text{今 期 の} \\ \text{インフレ率} \end{array} \right) = \alpha \cdot \left( \begin{array}{c} \text{将 来 の} \\ \text{予想インフレ率} \end{array} \right) + \beta \cdot \left( \begin{array}{c} \text{今 期 の} \\ \text{GDPギャップ} \end{array} \right) + \gamma \cdot \left( \begin{array}{c} \text{その他要因} \end{array} \right)$$

※ $\alpha$ 、 $\beta$ 、 $\gamma$ はそれぞれの要因が物価に与える影響度を示す係数

## 9. まとめ

本稿では、我が国で経済低迷といわれる「デフレ」状態が長引く中で、そもそも物価とは何か、物価の決定要因など物価を巡る課題について整理した。

まず、2節では、物価の定義を整理した。具体的には、①物価とは「一国経済全体の価格」（＝一般物価）であり、財・サービス間の価格関係をみた「相対価格」と区別する必要があること、②マクロ経済政策で特に重要なのは物価水準の上下変動（＝インフレ率）であること、③デフレーションとは「一般物価」の「継続的」な下落を指し、景気低迷や不況の意味は含まないことをみた。

続く3及び4節では、直接的に観察できない一般物価を捉える指標として「消費者物価指数」と「GDPデフレーター」を整理するとともに両者を比較した。①消費者物価指数は消費者が購入する財・サービスを集めた「バスケット」を想定してその価格を観察したものであり、土地・株などの資産価格を含まないこと、②GDPデフレーターは国民経済計算（SNA）の指標で一国経済全体を包括的に捉えられるが、一部項目の非市場取引価格は推計値であること、③金融政策では、価格対象範囲が限定的であるが、消費者に直接関係し身近で速報性がある等の観点から消費者物価指数が使われていること、④消費者物価指数は際限なく下落している状態ではなく、2002年以降はほぼ横ばいで推移していること、⑤GDPデフレーターは消費者物価指数の動向とは乖離して下落しているが、その要因は「交易条件」の悪化が影響していることをみた。

次に5～7節では、「物価の安定」と物価の不安定化（予期せぬインフレ/デ



フレ) による影響を整理した。ここでは、①「物価の安定」とは物価水準の変動に煩わされずに経済活動の意志決定ができる状態であること、②物価の安定の裏側にある「通貨の安定」は人々の信用で成り立っているものであること、③消費者物価指数でみた場合の物価の安定は、計測誤差(バイアス)や「デフレの糊代」を踏まえるとある程度のプラスの伸びが望ましいこと、④物価不安定化の経済的コストは「意図せざる所得や富の移転」が発生することであり、予期せぬインフレは専ら資金や労働力を供給する「家計」が負担し、予期せぬデフレは専ら資金や労働力を需要する「企業」が負担すること、⑤デフレは企業マインドを低下させるなどして雇用・投資を減少させ経済を徐々に衰弱させる構造的な問題であること、⑥一方でインフレは逆に経済を好転させる可能性もあるが、随伴する金利動向・インフレ発生要因・インフレ制御可能性という面で好条件が揃う必要があることをみた。

最後に8節では、物価の決定要因を、標準的な枠組みから、GDPギャップ・予想インフレ率・その他要因に分解されることをみた。そして順に、(1) GDPギャップは、①「潜在GDP」と実質GDPの乖離度合いであり、インフレ率との間に正の関係(フィリップス曲線)があること、②中央銀行が超短期の名目の「政策金利」を通じて「実質金利」(=名目金利-予想インフレ率)に影響を与えてGDPギャップを縮小させ物価を安定させるのが伝統的な金融政策であること、③しかし名目金利がゼロになって金利引下げという従来の政策ができないため、長期金利の引下げ・予想インフレ率の引上げ・「自然利子率」(=潜在成長率)の引上げなど各経済変数に直接影響を与える非伝統的な政策が追求されていることを整理した。次に(2)予想インフレ率は、①各経済主体において過去の物価実績と先行き経済の予想が勘案されながら決まっていくものであり、徐々にしか調整されないこと、②ゼロ金利下で予想インフレ率に働きかけるという政策の方向性に異論は少ないものの、その政策手段や実効性について意見に違いがみられること、③ある政策では、金融政策において将来時点の大規模な貨幣供給量(マネタリー・ベース)を約束すれば予想インフレ率を高めることができるとし、他方は新規需要創出で潜在成長率を高める政策を行うことで予想インフレ率が自発的に高まるのがよいとするものであること、④日銀の新たな金融緩和政策(量的・質的緩和政策)は前者の考えをベースに実施されたものであることを整理した。そして(3)その他要因は、①供給面のショックであり、主に「輸入コスト」や「ユニットレーバー・コスト」(ULC)があること、②輸入コストは海外原材料価格と為替の動向次第であり、ULCは企業の賃金コストに当たり経営戦略の動向次第であること、③いずれも製品に転嫁

すると「コストプッシュ型」インフレになるが、コスト削減や生産性上昇で吸収できれば直ちに物価変動要因にならないこと、④需要不足などによる名目売上高の減少はU L Cの抑制で吸収され、名目賃金の切下げが行われてきたことを整理した。

このように物価とは、そもそも「真の」物価を正確に計測することは難しく、目的に応じて指標を使い分けてそれぞれの特徴を踏まえながら物価情勢を捉える必要があるものである。また、物価の決定要因について、標準的な枠組みを用いて単純に分解しただけでも経済の動向と複雑かつ密接に結びついており互いに影響し合うものとなっている。現実のマクロ経済は、これよりはるかに複雑であることを踏まえれば、現在の「デフレ」の要因を一つに特定することは難しいと言わざるを得ない。また、経済活動は、基本的に民間主体による市場の自由な取引であることから、ある効果を狙った政策が必ずしも目論見どおりの結果になるとも限らない。この政策さえ実施すれば全てが解決できるというほど簡単なものではないだろう。

デフレは企業のマインドを押し下げ、新たな新規事業創出に向けた動きを抑制することなどにより経済を徐々に弱めていく可能性がある。この状態から早く脱却することは我が国における最重要の課題である。これに対する特效薬は存在しない中、デフレを引き起こしている可能性のある要因を一つずつ丁寧に拾い上げてその課題に対応した政策を探り、実施に伴うリスクも踏まえながら遂行していくなど、地道な政策を着実に行っていくことが必要なのであろう。

#### 【参考文献】

- Paul Krugman, “*It’s Baaack! Japan’s Slump and the Return of the Liquidity Trap*”,  
Brookings Papers on Economic Activity 1998:2, 137-187 (ポール・クルーグマン  
「復活だあっ！日本の不況と流動性トラップの逆襲」山形浩生訳)  
池尾和人「スタグフレーションはあり得るか」アゴラ オピニオンサイト、2011年2月  
<<http://agora-web.jp/archives/1250154.html>>  
猪木武徳『経済学に何ができるか』中公新書、2012年10月  
岩田規久男『デフレの経済学』東洋経済新報社、2001年12月  
大蔵省財政金融研究所「資産価格変動のメカニズムとその経済効果」(フィナンシャル・  
レビュー)、1993年11月  
小黒一正「インフレ率の上昇で実質成長率は高まるか」アゴラ オピニオンサイト、2012  
年12月 <<http://agora-web.jp/archives/1507665.html>>  
小田信之・村永淳「自然利子率について：理論整理と計測」(日本銀行ワーキングペー  
パーシリーズNo.03-J-5)、2003年10月

- 加藤涼・川本卓司「ニューケインジアン・フィリップ曲線：粘着価格モデルにおけるインフレ率の決定メカニズム」（日銀レビュー2005-J-6）、2005年4月
- 木村武・古賀麻衣子「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—」（日銀レビュー2005-J-3）、2005年2月
- 黒田晁生『入門金融 第5版』東洋経済新報社、2011年5月
- 齊藤誠・岩本康志・太田聡一・柴田章久『マクロ経済学』有斐閣、2010年4月
- 白川方明『現代の金融政策 理論と実際』日本経済新聞出版社、2008年3月
- 白川方明「財政の持続可能性—金融システムと物価安定の前提条件—」（邦訳）“the Banque de France Financial Stability Review, April 2012”、2012年4月
- 白塚重典「望ましい物価上昇とは何か？：物価の安定のメリットに関する理論的・実証的議論の整理」『金融研究』（第20巻第1号）日本銀行金融研究所、2001年1月
- 鈴木克洋「デフレからの脱却の見通し—GDPギャップと物価変動の関係からの考察—」『経済のプリズム』（No. 5）参議院企画調整室、2009年4月
- 鈴木克洋「景気改善を見込む中での金融緩和の強化～2012年4月日銀展望レポートと金融緩和政策の整理～」『経済のプリズム』（No. 101）参議院企画調整室、2012年6月
- 総務省統計局「消費者物価指数に関するQ&A（回答）」〈<http://www.stat.go.jp/data/cpi/4-1.htm>〉
- 堤正彦・市橋寛久・木下怜子・長内智「デフレ脱却の意義と課題」（マンスリー・トピックスNo. 016）内閣府、2013年2月
- 日本銀行「「物価の安定」についての考え方」、2006年3月
- 日本銀行「「物価の安定」についての考え方に関する附属資料」、2013年1月
- 原田泰・岩田規久男編著『デフレ不況の実証分析』東洋経済新報社、2002年10月
- 深尾光洋「日本の財政赤字の維持可能性」（RIETI ディスカッション・ペーパー・シリーズ12-J-018）、2012年6月
- ぶぎん地域経済研究所「交易条件指数と交易損失—原材料価格の上昇から巨額の所得が海外へ流出—」（ぶぎんレポートNo. 117）、2008年12月
- 福田慎一・照山博司『マクロ経済学・入門（第4版）』有斐閣、2011年4月
- 宮尾龍蔵・中村康治・代田豊一郎「物価変動のコスト—概念整理と計測—」（日本銀行ワーキングペーパーシリーズNo. 08-J-2）、2008年2月
- 吉川洋『デフレーション』日本経済新聞出版社、2013年1月
- 渡辺努「第5章 金融政策」池尾和人編著『入門金融論』ダイヤモンド社、2004年7月
- 渡辺努「ゼロ金利と緩やかな物価下落」（RIETI ポリシー・ディスカッション・ペーパー・シリーズ11-P-008）、2011年1月

(内線 75043)