

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）の前年同月比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ているのは、CPIの上方バイアスと、景気後退時に名目金利を引き下げ余地（のりしろ）の確保である。

る。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。



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ふ不自然なカタチとなっている。

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%前後の価格引き上げがいわゆるデフォルト（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出来る。

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ため、企業は価格を更新しない。分布のピークが今なおゼロにとどまる理由はここにある。

では、CPI上昇率2%という目標は果たして達成可能なものか。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

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表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。

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

経済教室

もさほど不都合はないとの指摘もある。しかし、こうした見方はデフレの弊害を過小評価している。以下では、筆者がリサーチを務めた日興フィナンシャル・インテリジェンスでの共同研究の成果を踏まえて考察する。

物価上昇の減速 「価格据え置き」の呪縛存在

デフレ期の負の遺産

日銀は粘り強い対応を

筆者の研究室が配信している東大日次物価指数と比べ、CPIは0・6%程度高めに傾いている。これは安売りされる売れ筋商品の变化を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

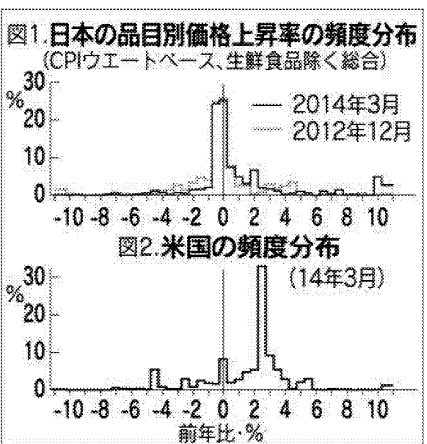
か。しかし分布の中央部分（価格変化のない品目）をみると同時点で変わらず、異次元緩和の政策効果がここには全く及んでいない。日銀が目指す2%の物価上昇とは、大半の企業が毎年2%前後価格を引き上げ、それに合わせ賃金も、2%に生産性上昇を加味した率で上昇する状態だ。現状はほど遠い。

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

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

る東大日次物価指数と比べ、CPIは0・6%程度高めに傾いている。これは安売りされる売れ筋商品の变化を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



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

図2は米国の14年3月における分布である。この月の米国のCPI総合前年比はプラス1・5%であり、日本とさほど違わない。しかし分布の形状は日米で大き

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