

日本学術振興会・科学研究費補助金・基盤研究 (S)

『長期デフレの解明』プロジェクト

UTokyo Price Project

【会議概要】

日時：2013年7月15日

場所：日本経済研究センター

タイトル：第17回 Asian Economic Policy Review コンファレンス

【第9巻第1号/Vol. 9 Issue 1】

Japan's Persistent Deflation and Monetary Policy

2014年1月発行予定/Scheduled for publication in Jan. 2014

発表論文：<http://www.price.e.u-tokyo.ac.jp/researchdata/>

【概要】

2013年7月15日、日本経済研究センターにおいて「日本の持続的なデフレーションと金融政策」をテーマとしたコンファレンスが開催された。AEPR コンファレンスは日本経済研究センターが刊行する英文学術誌「Asian Policy Economic Review」の編集プロセスの一環であり、発表論文の著者には2人の討論者のコメントに対する応答と適切な改訂が求められる。このコンファレンスは日本経済研究センター及び東京大学経済学研究科「長期デフレ解明プロジェクト」の共催で開催されたものである。発表された論文は以下のとおりである。



【議事録】

■ ”Chronic Deflation in Japan”

- 発表者：関根敏隆氏（日本銀行）
- 共著者：西崎健司氏（日本銀行）、上野陽一氏（日本銀行）

1990年代後半以降、日本は長く継続するマイルドなデフレーションに苦しんできた。この論文ではこの慢性的なデフレーションの原因と考えられる多くの要因を検討した。日本のCPIインフレ率は特定の品目のディスインフレーションに原因を求めることはできず、財、サービス何れもインフレ率の低下あるいはデフレ化が進行した。インフレ率、単位労働候

スト、及び長期金利を米国、EU と比較しても、日本はいずれの名目変数でも傾向的に低い。時変係数モデルを用いてハイブリッド型フィリップス曲線を推計すると、1990 年代後半以降に期待インフレ率は大きく低下し、GDP ギャップの寄与はマイナスとなり、その他要因のマイナス寄与も大きい。理論的な観点からは、期待インフレ率の低下の原因は中央銀行の目標インフレ率の低下と、名目金利がゼロ下限に達したため中央銀行の目標達成能力に対して公衆が疑いを持つようになった点が挙げられる。GDP ギャップについては 1990 年代半ば以降の殆どの期間でマイナスであったこと理解されている。GDP ギャップが継続して負であった原因としては、断続的な負の需要ショック（バブル崩壊、アジア通貨危機、IT バブル崩壊、GFC）に見舞われたことが挙げられる。それは潜在成長率の低下とともに起こったため、両者のリンクを説明する試みが行われている。一つ目の説明は、潜在成長率の低下により、自然利子率がゼロ以下に低下する一方、政策金利がゼロ以下には下げられないために、負の GDP ギャップが生じたとするものである。二つ目の説明は恒常的な期待潜在成長率の低下が供給よりも需要を強く押し下げるという説明である。三つ目の説明は銀行の VaR 制約によって、民間企業への貸出よりも国債購入を増やすことで GDP ギャップがマイナスとなり、デフレが生じるというものである。インフレ期待、GDP ギャップ以外の要因としては、為替レートと内外価格差の問題が考えられる。1990 年代以降、円の相対的増加と内外価格差が生じたが、これによりデフレーションが生じたという経路が理論的に考察されている。

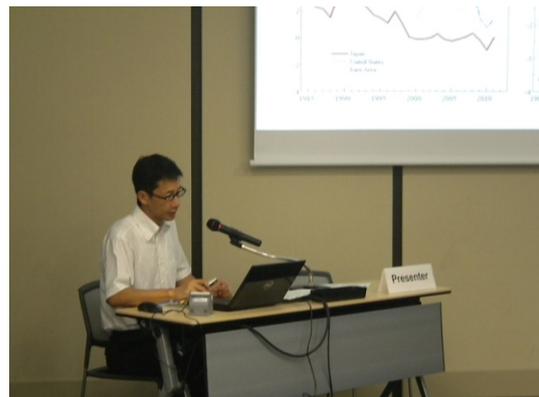
➤ **Comment 1: Andrew Levin (FRB)**

中央銀行の示すノミナル・アンカーの役割、長期のインフレーション期待形成、インフ

レーションの経済活動への感応性について重要なレッスンを与えている。さらなる研究の方向として、フィリップス曲線の非線形性、為替レートのパス・スルー、慢性的なデフレの資源配分に与える効果が考えられる。

➤ **Comment 2: 植田和夫（東京大学）**

日本の慢性的なデフレに影響を与えたであろう要因のうち、この研究で取り扱っていないものを指摘する。一つ目は、金融政策の不適切な運用がデフレに寄与した可能性である。二つ目は、大きなマイナスの GDP ギャップにも関わらず、マイルドなデフレに止まった点である。バブル崩壊以降、企業部門は過剰な労働分配率を引き下げたために、賃金の引き下げ幅に対して最終財の価格の引き下げ幅を小さくした可能性が考えられる。三つ目は資産価格の継続的で大幅な低下が、物価に対して持つ負のフィードバックの効果である。



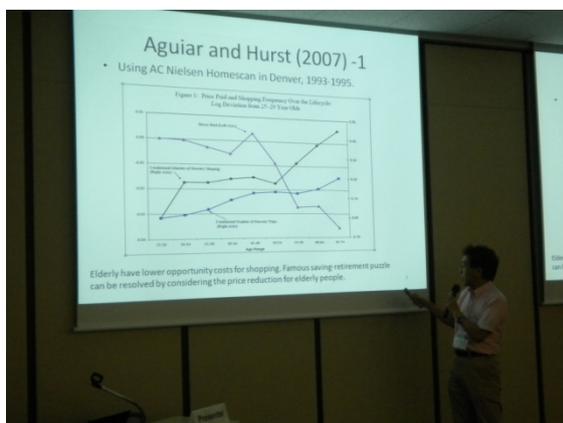
■ “Who Faces Higher Prices? An Empirical Analysis based on Japanese Homescan Data”

- 発表者：阿部修人氏（一橋大学）
- 共著者：塩谷匡介氏（日本銀行）

この研究では日本のホームスキャン・データに基づいた家計レベルの物価指数を構築し、家計間の物価の違いの原因を探った。

Aguiar and Hurst (2007)の先行研究同様に家計間で直面する物価に大きな違いがあることを見出したが、所得階層や年齢階層別の物価の違いは小さい。一方、Aguiar and Hurst (2007)の結果とは逆に、高齢者世帯は高い物価に直面し、若い世帯は相対的に安い物価に直面していることを見出した。

家計が直面する物価水準の最も重要な決定要因は特売への依存度である。財貨の購入に際しての特売への依存度を1標準偏差引き上げると、家計が直面する物価は0.9%ポイント以上押し下げられる。一方、買い物頻度の家計の直面する物価への効果は限定的である。



➤ Comment 1: 鈴木通夫（東京大学）

高齢世帯はより頻繁に買い物に行くのに、高い物価に直面しているのはなぜか？特売が若い世帯が買い物に行く時間帯（例えば夕方）に集中しているなら、若い世帯がこれをより利用している可能性がある。また、オンラインストアの利用が拡大したことも若い世代直面する物価の低下を説明するかも知れない。Aguiar and Hurst (2007)と比較すると、AHでは独身世帯が調査に含まれているが、この論文では結婚している世帯に焦点を絞っているという違いがある。また、AHは物価指数のライフサイクル・プロフィールを家計の買い物ニーズでコントロールしているが、この論文では所得、ロケーション、家族サイズでコントロールしているという違いもある。

➤ Comment 2: 北村行信（一橋大学）

Aguiar and Hurst (2007)の結果と反対にこの論文で高齢者世帯は高い物価に直面し、若い世帯は相対的に安い物価に直面している原因は、米国と日本の小売市場マイクロストラクチャーの違いがもたらしている可能性がある。米国の高齢世帯が郊外のショッピングモールを利用するが、日本では高齢世帯は商店街の家族経営の店舗を利用する傾向がある一方、若年世帯はロードサイドのスーパーを利用する傾向があるかもしれない。店舗の情報を利用することが望まれる。また、この論文では家計レベルの物価の違いは特売の利用からきていることを指摘している。スーパーは家族経営店よりも戦略的に特売を用いると考えられることから、利用する小売店の特性から家計の直

面する物価水準の差の原因を特定できるはずである。また、家計の直面する物価水準のみならず、インフレ・プロセスに焦点を当てることも有益と考える。

■ “Product Downsizing and hidden Price Increases: Evidence from Japan’s Deflationary Period”

- 発表者：渡辺努氏（東京大学）
- 共著者：今井聡氏（総務省統計局）



1990年代の半ば以降、日本の消費者物価インフレ率はゼロを下回る状態が続いている。このことから、限界費用の上昇に対して、製品価格の引き上げで応じることは企業にとって難しいと考えられる。このような状況下で企業が選択しうる価格戦略は製品価格を変えずにサイズやウェイトを引き下げること、実効的な価格を引き下げることである。この研究では日本における製品の価格・販売数量から

ダウンサイジングの広がりを実証的に検討する。過去10年間の200以上の小売店でのスキャナー・データを分析した結果、製品交代の1/3はサイズかウェイトの減少を伴うダウンサイジングであった事がわかった。ダウンサイジングを伴う製品交代の数はとりわけ2007年以降に多い。また、ダウンサイジングを伴う製品交代があったとしても、製品の平均的価格は変わらず、実効的な価格引き上げがなされていることを見出した。一方、ダウンサイジングの事例を比較すると、より大きくサイズやウェイトを引き下げている製品交代では価格より低下していることも明らかとなった。最後に、ダウンサイジングに伴う販売数量の減少は価格の需要弾力性にほぼ等しいことを見出した。これは消費者が名目価格変化と同様にサイズ・ウェイト変化に伴う実効価格の変化にも敏感であることを示している。多くに国の統計官庁によって用いられている単位価格に基づく品質調整法がプロダクト・ダウンサイジングの取扱いの手法として適切であることを示している。

➤ Comment 1: 白塚重典（日本銀行）

日本の消費者物価指数（CPI）は計測誤差の問題に対して、単位価格の変化で品質調整を行い、製品のダウンサイズ・アップサイズに対しては適切な手法（Hednic Method等）で対応している。残された問題としては調査品目の代表性と一つの品目に一つの手法で品質調整するというポリシーにある。この論文では実効価格の調整における単位価格の変化を研究しているが、価格設定の戦略の分析にはいくつかのポイントがある。一つは実効価格の調整に際して価格を変えるのかサイズ・ウェイトを変えるのか

という。もう一つはダウンサイズとアップサイズで違いがあるのかという点。そして、それはなぜかという点である。

➤ **Comment 2:** 西村清彦 (東京大学)

この論文ではスーパーで販売される多くの品目でダウンサイジングが観察されたことを示した。一方、統計当局は1品目に1つの代表的製品しか追跡調査していないためこうした動きを見落としている可能性がある。製品の選択は無作為抽出が望ましい。次に、ダウンサイジングの下方バイアスは時間を通じて一定であろうか？一定であればCPIからそれを取り除くのは容易である。一方、この論文はNikkei-POSに収録されたスーパーの価格に基くため、調査店舗の代表性に疑問が残る。

■ **“Is Downward Wage Flexibility the Primary factor of Japan’s Prolonged Deflation?”**

- 発表者：黒田祥子氏 (早稲田大学)
- 共著者：山本勲氏 (慶應義塾大学)



この研究ではマクロ及びミクロ・レベルのデータを用いて、日本の失われた20年間に賃金と価格がどのように推移したかを検討した。1990年代後半までは賃金の下方硬直性が観察されたが、1998年以降の期間では年間の賃金は下方に柔軟となった。さらに、名目賃金の柔軟性は日本の相対的に低い失業率に貢献したかもしれない。名目賃金のマクロ・レベルの変動と物価の変動はシンクロしているように見えるが、そのような

同調は産業レベルでは観察されない。したがって、賃金デフレは日本の持続的なデフレーションの主因ではないかもしれない。

➤ **Comment 1:** 有賀健 (京都大学)

賃金の柔軟性が、賃金と物価のデフレスパイラルの原因とは言えないというこの論文の結論に同意する。しかるに、1998年以降の日本で、賃金の柔軟性が失業率の変動を軽減したとする結論には同意しかねる。1997年から1998年にかけての大きな不況は日本の経済的な定式化された事実からは例外のエピソードであるとみる。賃金の下方調整は主に賃金プレミアムとプロフィット・ベースの悪化の長期トレンドを反映したものであると考える。

➤ Comment 2: 神林龍 (一橋大学)

KHPS は超過勤務手当を含む年間の平均給与を調査しているため、上方あるいは下方の柔軟性が推論されやすい。他のデータセットでも結論が支持されるかチェックする必要がある。また、賃金は通常、平均月額給与よりも時間当たり賃金で計測される。先行研究では労働投入の調整が、労働時間の調整で行われていることを見出している。労働時間の短縮が賃金の下方柔軟性と解釈されている可能性がある。また、賃金は企業内だけでなく、外部労働市場においても調整される。雇用動向調査を元に推計すると、新規雇用者の賃金は安定しているのに対して、長期雇用者の賃金低下が著しいことが明らかとなった。賃金調整の分布にも重要なマクロ経済的意味があるかもしれない。

■ “A Pass-Through Revival”

- 発表者：塩路悦郎氏 (一橋大学)

為替レートと輸入物価の国内物価への転嫁 (pass-through) は近年弱くなったと議論されてきた。この研究では、少なくとも最近の日本では価格転嫁は再び強くなっていることを議論する。この点を明らかにするために、日本の為替レートと物価について、時変係数-ボラティリティ VAR モデルを推定する。この手法では異なる時点における為替レートや輸入物価に対する国内物価の応答関数を推計することができる。実証研究の結果から、1980年代の初めには非常に強いレスポンスが存在するが、その後、かなり弱くなることを見出された。しかしながら、2000年代初めからは価格転嫁は再び息を吹きかえす。これは為替レートが国内物価への重要な政策トランスミッション・メカニズムの地位を取り戻しつつあることを意味する。論文の最後に、日本の投入産出構造の変化を研究することで、価格転嫁復活の考えられる原因について検討する。

➤ Comment 1: 佐藤清隆 (横浜国立大学)

5つのコメントがある。1つ目は、為替レートに対する CGPI の反応が 2010年と 2013年で変わった点である。中間財のポジティブ・レスポンスは弱くなる一方で、消費財のそれは強まっている。これはなぜか？2つ目は、他の重要な変数 (石油価格、電力料金、貨幣量) を VAR に加えた場合も見ることがあるということである。3つ目は、最終財、中間財に加えて原材料価格も考慮すべきということだ。また、産業レベルの分析も有用である。4つ目は、為替レート転嫁の非対称性を検証すべきという点である。5つ目は、投入産出分析で 2000年から 2007年にかけて消費財の輸入価格に対する応答が強まっているにもかかわらず、推計された応答関数がそれを示していない点である。

➤ Comment 2: 吉田裕司 (滋賀大学)

為替レートの国内価格への転嫁の検討は重要であり、「価格転嫁の復活」にも概ね同意するが、結論に対して幾つかコメントがある。1つ目は、推計されたインパルス応答

関数の差を信頼区間付きで示せば、結果がよりクリアになる。2つ目は、サービス産業のウェイトの上昇と、流通産業の役割によって為替レートに対するCPIの反応の低下で説明したが、これが近年の「価格転嫁の復活」という論文の指摘を弱める。3つ目は、為替レートとしてJPY/USDのみを用いて、他の貿易相手国の通貨の変動を排除すると、両者に相関がある場合、結果にバイアスが出る。4つ目は、2013年のインパルス応答関数が2015年までの外挿予測になっている点である。これを推計期間内の内挿予測のインパルス応答関数と比較する場合、その解釈には注意が必要である。

■ “Micro Price Dynamics during Japan’s Lost Decades”

- 発表者：上田晃三氏（早稲田大学）
- 共著者：須藤直氏（日本銀行）、渡邊広太（中央大学）



この研究では1988年から2013年の日次スキャナー・データを用いてミクロの価格動学とそのマクロ経済的なインプリケーションを検討した。実証分析からは価格変動に係る5つの事実を明らかにした。1つ目は、日本での商品の提示価格は米国のその10倍柔軟であるということである。2つ目は、日本の定価に関して言えば、米国、EUのそれとほぼ同じ程度の柔軟性を持つ。3つ目は、品目間の価格改定頻度の不均一性と価格変更の大きさは相当大きく、また、それが標本期間を通じて維持されている。4つ目は、日本の失われた20年の間に家計に消費支出における一時的な特売が果たす役割の重要性は増大している。5つ目は定価の価格引き上げの頻度と特売の頻度はマクロ経済環境（労働市場に関連する特定の経済指標）と有意に相関している。

更の大きさは相当大きく、また、それが標本期間を通じて維持されている。4つ目は、日本の失われた20年の間に家計に消費支出における一時的な特売が果たす役割の重要性は増大している。5つ目は定価の価格引き上げの頻度と特売の頻度はマクロ経済環境（労働市場に関連する特定の経済指標）と有意に相関している。

➤ Comment 1: 青木浩介（東京大学）

Aguiar and Hurst (2007)の理論に依れば、実質消費支出は消費、時間の機会費用、需要の状態変数に依存しており、需要の状態の変動に対して価格が硬直的なのか、消費支出が硬直的なのかPOSデータだけではわからない。家計のマイクロデータの情報を用いる必要がある。特売の頻度が労働市場の状態と相関していることは時間と消費支出の代替の可能性を示唆している。NKPCにおける負のマークアップショックを説明できる可能性がある。

➤ Comment 2: Tack Yun (Seoul National University)

参照価格 (reference price) と定価(regular price)を区別して考える必要がある。この論文では定価を3ヵ月間の最頻値と定義しているが、Eichenbaum, Jaimovich, and

Rebelo (2011)によれば参照価格は参照コストに一定のマークアップ率を掛けたものに等しく、参照コストの変化なしには参照価格も変わらないものとしている。ここでの定価が参照価格とどのような関係にあるか詳細な議論が必要であろう。また、労働指標の悪化とバーゲン頻度が相関しているとする、需要の価格弾力性の上昇を観察して小売店が特売の頻度を引き上げるという動きが推察される。需要の価格弾力性の推定についてはHausman, Leonard, and Zona (1994)の方法が参考になる。Nakamura and Steinsson でも 1988 年から 2005 年の間に特売の頻度の上昇を報告しているが、日米の違いを整理するのも興味深い。



文責：外木 暁幸
(一橋大学イノベーション研究センター)