

物価目標政策の意義と課題

渡 辺 努

目 次

1. はじめに
2. 日本における物価の現状と海外比較
3. 価格据え置き常態化

4. 価格据え置き状態からの脱却
＜質疑応答＞

1. はじめに

東京大学で、物価や金融政策について研究しており、特に、ここ10年ほどは、物価について集中的に研究している。物価の研究は、CPI（消費者物価指数）のような公表された指標を使って様々な分析を行うことが主流だった。しかしながら、ここ10年ほどで大きく変わっており、集計する前の個別の商品やサービスの価格を入手して、それを分析するといったスタイルになっている。マクロ経済学全般にマイクロデータを使う動きが広まってきているが、その中で物価研究はやや出遅れていた。近年ようやく追いついてきている。私の研究も、マイクロデータを集めてきて、チームで分析を行っている。スタートは一橋大学

にいた頃の2006年で、5年間のプロジェクトを終了し、東京大学に移ってから、それを引き継ぐ形で5年間のプロジェクトとして研究を行った。そして、昨年からは「Central Bank Communication Design」というテーマで、5年間のプロジェクトを新たにスタートしている。マイクロのデータを集めるのは容易ではなくコストもかかるため、経済学においても、国や企業の支援を受けながら期間を区切ったプロジェクトとして研究を進める機会が多くなってきた。こういった流れは、どの分野においても普通になってきている。本日は、こういった研究の成果を踏まえて、物価目標政策の意義と課題という観点からお話をする。

東京大学で研究に携わる一方で、15年に、ナ



渡辺 努（わたなべ つとむ）

東京大学大学院経済学研究科長・経済学部長、(株)ナウキャスト創業者・技術顧問、東大日次物価プロジェクト代表者。1982年東京大学経済学部卒業、日本銀行入行、92年ハーバード大学Ph.D.（経済学専攻）、99年一橋大学経済研究所助教授、2002年同教授、11年東京大学大学院経済学研究科教授、19年4月より現職。

（本稿は2019年5月23日に日本証券アナリスト協会で開催された講演会の要旨である）

ウキャストという会社の創業にもかかわり、現在は、その会社のアドバイザーという立場にある。物価を研究する中で、指数を幾つか作って論文発表してきたが、その研究成果を社会還元するつもりで東大の物価指数として公開していた。それが好評であったことから、日本経済新聞社の支援を得ながら会社として立ち上げ、事業として物価の指数を配信している。こういった事業化されたデータから見えてきたものについてもお話ししたいと思っている。

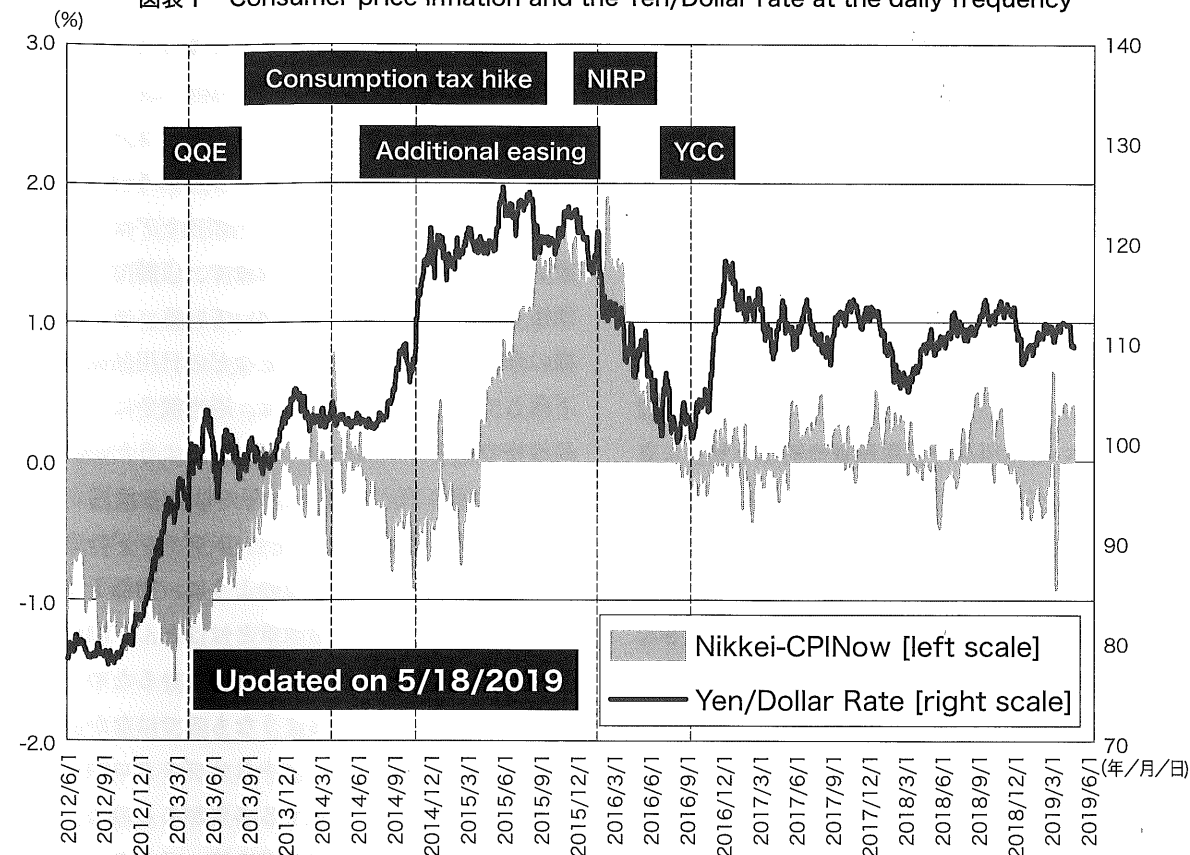
18年に統計の不正問題が話題になったが、物価の指数を作り始めた15年頃も、似たような話があった。その頃から、総務省のCPIがありながら、なぜ、違う指数を作るのかと言われることも多かった。確かにそうなのだが、指数は一つである必要はない。政府が何らかの理由で指数を恣意的に操作してしまう国もあると聞いたことがあり、そのような疑いをかけられることもないとは限らない。そうであれば、検証するための指数があってもよいし、多様な情報が得られる社会である方が社会の在り方としてはふさわしいと思い、新しい物価指数を公表することにした。実際に統計の不正が起きることなどは考えてもいなかったが、今回、賃金統計で恣意的な不正が疑われるような事態が起きてしまっている。現在は、賃金の指標が一つしかないことがおかしいと批判する声も出てきており、15年当時に考えていたことが実際に起きたことはとても残念だ。物価に関しては、私たちが作った代替的な指標があるが、その他の指標についても代替的な指標は必要だと思っており、今後は、そういった指標に対する事業性がより高まっていくものと考えている。民間が指標を作る場合は、民間が持っているデータをうまく利用して、民間発の指標を作るという発想が重要で、民間だけの力で指標を作るべきである。数

年前に、東大の柳川教授との共著論文で「世の中の方角として、政府が独占している統計というサービスは民営化した方がよいのではないか」と書いたことがある。実際、民間には多くのデータがあり、統計を民営化できるような環境は、既に整っている。しかも、データを分析できるアナリストも多くおり、政府に頼らずとも統計を作ることは十分に可能だ。統計の不正問題があったことを考えると、民営化を進める上での十分な理由になるはずである。

2. 日本における物価の現状と海外比較

図表1が、ナウキャストが配信している物価指数（日経CPINow）の推移である。その特徴は、日次の指数であることだ。現在は、商品の購買取引が起きた日から数えて翌々日に新しい指数が作られアップデートされている。政府の統計は月次データであるため、1カ月程度の遅れがあり、迅速性から見ると大きく違っている。指数は約1,000店舗から集めたPOSデータをベースに、私たちが作成し特許も取得したアルゴリズムを使って集計する。店舗ごとに、その日に確定した個別商品の売上データが日経のサーバーを経由してナウキャストのサーバーに転送され、そのまま夜間に処理される。図表1では、このCPINowを円／ドルレートと比較している。為替は、アベノミクスがスタートした12年の80円／ドル程度から110～120円／ドル程度の円安へと大きく動いている。円高是正というプロセスの中で、物価は前年比-1.5%程度から反転し、一時期は1.5%を超えるプラスとなったときもある。その間、日銀は13年4月にQQE（量的・質的金融緩和）をスタートさせ、14年秋に追加緩和、16年2月からマイナス金利を導入、同年秋からイールドカーブコ

図表1 Consumer price inflation and the Yen/Dollar rate at the daily frequency



(出所) 講師作成

ントロールを開始している。物価指数の推移を見ると、政府が掲げていた2%の物価目標を全く実現できなかったというわけでもなく、一時的ではあったが目標に近い水準にまで上昇していたときもあった。物価が上昇した理由は、若干のタイムラグはあったが、為替が円安になったことによって誘引されたものであった。ただ、15年あたりから円安が一巡しやや円高に振れてしまったことから、物価上昇率もゼロ近辺で推移するようになった。12年と比べれば、基本的には、円安水準が続いているが、物価は上昇する気配はなく、ゼロ近辺で若干のプラスとマイナスを繰り返している状況にある。したがって、日銀が目指す2%の

物価目標には届いていないというのが、一般的な評価になる。

それでは、なぜ、物価上昇は長続きしなかったのだろうか。そして、金融政策をはじめとして様々な政策が行われてきたにもかかわらず、物価上昇がゼロ近辺に戻ってしまったことは、政策の効果としてどのように評価すべきだろうか。これらの疑問は、研究者だけではなく、皆が思っていることだと思う。

日経CPINowの推移を地域別に見ると、18年の夏から秋にかけて、北海道の物価だけが突出して上昇している。これは、地震や台風などの災害が影響しており、備蓄の動きが大きくなった需要増

による物価上昇だったことが分かっている。11年の東日本大震災時も、同様の物価上昇が見られた。

日経CPINowを構成するPOSデータはバーコードで管理されている。したがって、物価だけではなく、商品名から企業名まであらゆるデータを集計できるため、例えば、企業ごと、あるいは、その企業の個別商品の物価指数を作ることも可能だ。POSデータであるため、自動車のような大型製品は含まれていないが、スーパーやコンビニで売られている食料品や日用雑貨の物価を見ることができる。バーコードからは、上場していない企業を含めて約3,000社が取り扱う商品のデータが集まってくる。図表2はそれをランキング形式で整理したものだ。どのような企業の物価が大きく動いたかを見ると、上位には税金で価格が上がったタバコやビールのほかに、飼料価格の上昇が原因といわれるたまご関連企業や、雪印メグミルク、明治、ハウス食品、ネスレ日本などの上昇寄与度が高くなっている。つまり、輸入原材料に頼っているような企業の値上がり度が大きい。円安が進んだことで原材料の価格上昇を商品価格に転嫁していった結果だともいえよう。一方で、物価下落

の寄与度が大きかった企業には、もう少し特別な事情があるようだ。例えば、下落寄与度の大きい上位10社には、アサヒ飲料や麒麟ビバレッジ、伊藤園、サントリーHD、日本コカ・コーラなどが入っている。これらはアルコール以外の商品をメインとしているため、ドラッグストアなどの取扱店が増加したことによる競合で、店舗での販売価格が下がってしまったと聞いている。また、同様の理由で、ライオンや花王などの日用品価格も下落している。物価の下落は、過当競争による商品価格の値下げが理由の一端にあるようだ。実は、最も下落寄与度が大きかったのはある流通企業で、それは、企業のプライベートブランドの商品が大きく影響していた。このように、物価下落面への影響を見ると、金融政策とはほとんど関係なく、産業の固有の事情が強く表れているため、マクロの政策で何とかなるようなものではなかったといえよう。つまり、もう少しサブミクロ的な産業政策などで問題を是正する必要があるのだ。経産省でもそういった問題意識を持っており、いろいろな研究会で議論を重ねていると聞いているが、実際に是正できるような施策を打ち出すまでには至っていない。したがって、このような問題

図表2 2012年から2018年の間の物価上昇率への寄与度

上昇寄与度の大きい10社		下落寄与度の大きい10社	
たまご関連企業A	0.072%	ライオン	-0.038%
雪印メグミルク	0.063%	アサヒ飲料	-0.039%
明治	0.057%	カルビー	-0.046%
アサヒビール	0.054%	麒麟ビバレッジ	-0.054%
日本たばこ産業	0.044%	伊藤園	-0.059%
たまご関連企業B	0.039%	P&Gジャパン	-0.068%
麒麟麦酒	0.039%	サントリーHD	-0.102%
ハウス食品	0.035%	日本コカ・コーラ	-0.135%
ネスレ日本	0.030%	花王	-0.153%
森永乳業	0.022%	流通企業A	-0.280%

(出所) 講師作成

が是正できない限り、2%の物価目標を達成することは難しいといえよう。

それでは、現在の日本は海外と比べるとどのような状況にあるのだろうか。デフレが続いた時代としては、米国の大恐慌がよく知られている。バーナンキ元FRB議長は1929年の大恐慌時代のデフレを研究して有名になった人だ。当時の環境とは明らかに違うが、日本の平成デフレとの比較が話題になっていた。米国の大恐慌時のデフレは、フーバー大統領からルーズベルト大統領に代わって政策を大きく転換したことから終息していった。固定相場だったドルレートは、英国が金本位制を停止したことによりドル高となっていたため、ルーズベルト大統領が一気に自国通貨安にもっていくような政策を実施した。その結果、大恐慌で下がり続けていた米国の名目賃金はV字型に回復、雇用に関しても急速に回復していった。そして、ドル安に転換したのに応じて下がり続けていた物価も上昇に転じ、デフレから脱却した。日本が円安によって平成のデフレから脱却した構図は、この米国の大恐慌時と同じである。日本でも、円安を起点に賃金や雇用情勢が改善していった。そして、一時的ではあったが、物価も上昇した。ただし、当時の米国と大きく違っているのは賃金の状況である。米国では物価の上昇度合いよりも名目賃金の上昇度合いが大きく、実質賃金が上昇する中でデフレ状況を克服していった。しかしながら、日本の場合は、物価の上昇度合いの方が大きく、名目賃金の上昇は緩やかなものでしかなかった。そのため、実質賃金が下落するような事態になってしまい、消費者自身がこの状態を不満に思い始めた。その結果、15年の夏ごろから、政府は「これ以上の円安は日本経済にとって望ましくない」といった発言をするようになっていく。マーケットもまた、その発言に敏感に反応し、円

安が止まり円高へと反転した。もし、名目賃金もう少し上昇していれば消費者の不満もそれほど大きくはなく、そうなれば円安をストップさせる理由もないため、もう少し円安が進んだかもしれない。そして、物価も途中で止まることなく上昇していったはずで、2%の物価目標は実現できたかもしれない。一方で、米国の場合は、大恐慌後の政策がうまく行き、デフレを脱却することができた事例として認識されている。つまり、問題を解決する一つの方法は、この賃金をどうやって上昇させていくにかかっているといえよう。

日本の物価は、他国と比べると幾つか違った特徴がある。80年初を起点とした各国の消費者物価の推移を見ると、イタリアが1.6倍強と一番上昇している。また、ほとんどの国が2%インフレを達成しているが、スイスは、12年以降、物価は伸びておらず、2%インフレを下回る状況にある。その中でも、日本はかなり特殊だ。95年くらいまでは、2%インフレを維持していたのだが、それ以降の物価はやや低下するかフラットな状態が続いており、他国とは大きく違っている。ただ、大恐慌時の米国の物価は10%程度下落するような事態に陥っていたが、日本はそれほどではない。また、デフレの初期であった90年代後半においては、政府はデフレスパイラルが起こることを懸念していたが、そういった事態にもならなかった。ただ、物価がほとんど上がらなかっただけである。多くの人がこの状態をデフレと称している。そして、この状態がなぜ解消されないのかが、大きな疑問として残されたままとなっている。G7各国と比べても、日本だけが特異な状態にあり、実質賃金は、00年から低下傾向が続く唯一の国である。

例えば、理髪店のカット料金を見ると、00年からほぼ据え置きの状態にあるが、他のG7諸国

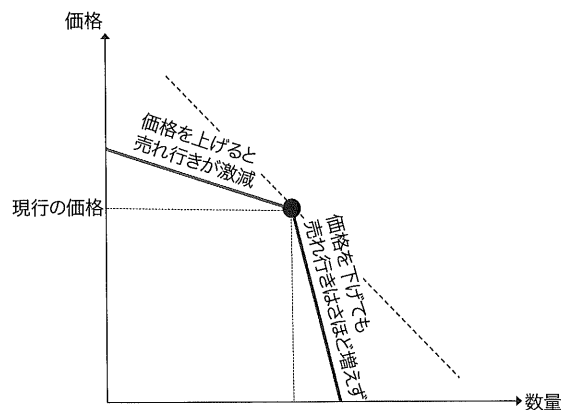
は、現在までで1.3～1.7倍に上昇している。それでは、一つ一つの品目の物価はどうなっているのだろうか。日本のCPIの品目は約600種だが、これを、14年3月時点での個別品目の物価として捉え、上昇率・下落率ごとに品目数がどれくらいあるかという分布を、米国、英国、カナダと比較してみた。すると、米国の場合、最も品目数が多かったのが2.25～2.75%の上昇であった。つまり、米国では、多くの企業がある中で、3%弱の値上げをしていた企業が多数派だったということである。英国やカナダも、1～2%台の値上げ品目が最も多い結果となっている。一方で、日本の場合は、-0.25～0.25%の品目が最も多く、5割程度の価格がほとんど変わっていない。つまり、大多数の企業が価格を据え置いているということで、他国とは大きく違っている。実は、アベノミクスや金融緩和が行われていた時期でも、この形状はほとんど変わっていない。ただ、円安が進行していたときは、この価格変動分布のテールの部分がやや厚くなっていただけだ。円安時には、その影響で企業の一部がやや大きく値上げしたため、全体として平均値が上昇し、一時的な物価上昇が起きていたのだが、肝心な部分である大多数の企業には影響を及ぼさなかったのである。そして、それが、日本の価格が動かない元凶なのだろう。

3. 価格据え置き常态化

日本は、昔から価格を上げないという風潮が強かったという人も多い。しかしながら、決してそんなことはない。物品価格の上昇率分布図を90年代で作成してみると、93年には2%超の値上げをした物品が最も多かったのだが、それが95年には2%前後に、そして、99年には0%前後

へと変わってしまった。変わった理由がよく分からないが、一つの可能性としては、金融危機が起こったことで労働市場や商品市場が大きく冷え込んでしまい、企業としても価格を上げることができなくなってしまったためだろう。それが一時的で終わればよかったのだが、その後もずっと続いているのが現状である。これは一つの仮説だが、屈折需要曲線という考え方で説明できるのではないかと思っている(図表3)。通常、需要曲線は、価格が下がれば数量が増えるという直線で表すが、実際には、価格を上げれば売れ行きは激減、価格を下げて売れ行きはそれほど増えないため、現行価格を支点に屈折すると考えるのが屈折需要曲線だ。例えば、店長は、価格を上げれば、買うつもりでいたお客でも他の店に行ってしまうと考える一方で、お客の行きつけの店は大体決まっており、多少価格を下げてその情報が皆に伝わるとは思えず、価格を下げた効果は期待するほどはないだろうと考えてしまう。つまり、価格は屈折すると考えるため、店長の意思決定は価格を動かさないというものになってしまう。通常であれば、円安による原材料費や人材費の上昇などで限界費用が上がれば価格に転嫁するのだが、屈折

図表3 屈折需要曲線



(出所) 講師作成

需要曲線になっている場合は、限界費用が上がったとしても、価格転嫁しないというのが最適な行動になってしまう。それが理論モデルの中でも示されている。こういった状況が日本でも起きており、どの企業も価格を据え置くことになったのだろうと認識している。仮説として、もう一つ考えていることがある。金融危機直後である00年くらいに、価格据え置きの風潮を是正するような施策が積極的にとられていれば、おそらく、こういった状態が長引くことはなかっただろう。しかしながら、当時の政府や日銀は、金融危機対策に追われ、商品の価格が据え置かれている状況を深刻な事態になるとは思っていなかった。そして、そのまま放置してしまった結果、価格据え置きという状態が経済の中にビルトインされてしまったように思う。いったんビルトインされてしまうと、そこから抜け出すことは難しく、マイナス金利などの施策を打っても、ほとんど効果はないというのが現状である。

これらの状況の鍵となる言葉がPricing power(価格支配力)だ。例えば、独占企業などは非常に強いPricing powerを持っているが、普通の企業であってもそこそこのPricing powerを持っている。また、世の中には健全な度合いのPricing powerも存在する。このPricing powerという言葉はあまり学術的な用語ではなく、どちらかといえばビジネス用語として慣行的に使われていた。これをやや学術的な観点から使い始めたのが、FRB議長だったアラン・グリーンスパンだ。2000年初期頃の米国は、日本のようなデフレが起きるのではないかと懸念があり、グリーンスパンFRB議長が、それを回避するために金融緩和策を進めていった。この金融緩和が住宅バブルを引き起こしたといわれている。ただ、当時の彼らは、このまま放置してしまうと日本のようなデ

フレに陥ってしまうと考えていた。その時に、グリーンスパンが「なぜ、日本のようにデフレになってはいけないのか、そして、何が困るのか」ということを大衆に理解させるために使ったのが、このPricing powerという言葉だった。グリーンスパンは「デフレが定着してしまう、あるいは、屈折需要曲線のような状態になってしまうと、価格を据え置くようになってしまう。そうすると、企業はPricing powerを失ってしまう。そこで問題になるのは、企業の活力がなくなってしまうことだ」と指摘した。例えば、企業が何か新しく商品開発を行い、それを市場に投入しようと積極的になった場合、それには、当然、投資資金が必要になる。そして、経営者は、その投資した分について商品価格を高くしたいと考えるのが普通だ。そうすれば、商品開発に投資した資金を回収できるのだが、Pricing powerを失っていると、せっかく良い商品を作ったとしても価格を高めに設定することができなくなってしまう。もし、投資資金を回収できないのであれば、ばかばかしくて商品開発などしなくなってしまうだろう。そういった状態が米国の企業全体で起こってしまうと、米国経済の活力もなくなってしまう。それが一番怖いことだと、グリーンスパンは皆に訴えかけたのだ。グリーンスパンは、当時の日本が認識していなかったことを概念化し、Pricing powerを失うことがデフレや価格据え置きが一番の問題であり、それが、結局は経済の成長活力を奪ってしまうと懸念したのであった。また、Pricing powerを失った企業は、価格を制約であると考えて経営するようになるということを指摘した。つまり、コストカットしか方法はなくなってしまうということだ。なぜなら、需要サイドで価格をコントロールできないのであれば、企業ができる唯一の方法はコスト側で何とかするしかないからだ。これ

は後ろ向きの経営であり、果たしてそれでよいのかとグリーンスパンは問いかけたのである。そして、米国は、非常に早いタイミングで金融緩和をスタートさせたため、日本のようにデフレが定着しなかったといわれている。一方で、日本は長い間それを放置していたが故に、グリーンスパンが懸念していたような状態に陥ってしまったといえよう。最近、2%の物価目標達成が難しい状況にあるため、やめるべきではないかといった議論もある。更に、金融緩和を続けていることで、地銀をはじめとする金融機関の業績が非常に厳しい状態になっており、その副作用を指摘する声もある。しかしながら、そういった議論は、かつてグリーンスパンが指摘したことが今の日本に起きているという事実を無視したものではないかと思っている。そして、このまま価格据え置き状態を放置しておくことは、企業の成長活力を取り戻すことにおいて好ましいことだとはいえず、私としては、物価目標政策の必要性を強く信じている。

4. 価格据え置き状態からの脱却

価格据え置きの常態化は、いろいろな所で表面化している。16年5月のニューヨークタイムズ紙の1面に、アイスクャンディーのガリガリ君で有名な赤城乳業の記事が掲載された。原材料などのコスト上昇で25年ぶりに10円値上げしたことのをおわびをTVコマーシャルにして流したことを記事として取り上げたのである。このことは、一面記事にしたいほど記者の目に奇異に映ったのだ。米国では、コストが上がれば価格に転嫁するのが当然で、普通に考えてもそれはフェアプライシングなのだ。それにもかかわらず、日本では、社長がテレビに出て謝っているということを揶揄して記事を書いたのだろう。しかしながら、日本

では、あのコマーシャルがユーモア半分だと理解しつつも、謝る姿勢を素直に受け止めていただろうし、記事になるような違和感を持っていないはずだ。なぜなら、日本では、企業が価格を据え置くのは当然だと、皆が思い込んでいるからだ。一方、米国人にとっては、コストが上がっているにもかかわらず価格を据え置くことはそもそも異常であり、健全な社会としては非常識なことなのである。海外の投資家に対して、日本の物価の現状を説明するために、この赤城乳業の話をよくするのだが、一番理解しやすいようだ。逆に、日本人にとっては、なぜ記事になるのか理解できないだろう。

似たような話で、17年の秋くらいから、SNSで「くいもんみんな小さくなってませんか日本」というハッシュタグが付けられ話題になっていた。いろいろな商品が小さくなっているのを比較した写真を投稿したもので、1ℓの牛乳が0.9ℓに、三角チーズや板チョコ、缶詰なども容量が小さくなっている。トイレットペーパーなどは、長さだけでなく幅も小さくなっている物もあるようだ。商品の価格を据え置く代わりに、容量を小さくするシュリンクフレーションが起きているのである。これは、実質的な値上げになる。私たちは、こういったサイズダウンがどれくらい行われているのか、POSデータからも分析を行っているが、アベノミクスがスタートしてから始まったことが分かっている。企業は、なぜこのような行動を取るのだろうか。企業側にヒアリングすると、もしかしたら消費者は気付かないかもしれないといった思惑も少しはあるようだった。本来であれば価格を上げたいのだが、Pricing powerを失っているためそれができないと考えているようだ。サイズダウンした商品の売れ行きについても分析しているが、実際には売れ行きが落ちており、サイズ

ダウンに消費者は敏感に反応している。例えば、板チョコの場合、高さを減らしているため、見た目では分かりにくいのだが、それでも消費者はすぐに気付いているようで、販売数は落ちている。しかも、サイズダウンには工場のラインを変更するなど、労力やいろいろな工夫がなされているはずで、コストもかかっているはずだ。企業側からすればこれも商品開発になるのだが、どうせ労力を注ぐのなら前向きなものであるべきで、消費者が喜ぶような商品開発に労力を傾けるべきだろう。価格据え置きという制限で自らを縛りながら後ろ向きの努力を重ねることは、企業や消費者など、誰にとっても喜ばしいものではないはずである。

一方、17年10月に値上げを行った鳥貴族の事例を見てみよう。均一料金の280円を298円に値上げしたのだが、その際にインタビューを受けた社長が「安い料金で料理を提供してきたが、政策として物価を上げていくというのだから、これからは価格を上げていく時代なのだ」と答えていた。その鳥貴族の売上がどうなったかという、客単価は上がったが、1年後も客数は減少し続けた。なぜなら、競合店が多いため、値上げがそのままお客の減少につながったのである。せっかくの前向きの経営だったのだが、実りのない事例の一つになってしまった。多くの飲食関係者が、これを見てやはり値上げをしてはお客が逃げてしまうという確信を深めてしまい、ますます後ろ向きの経営が加速してしまうのではと懸念している。このような価格据え置きが企業の成長活力を奪ってしまうという考え方は理論的におかしいという批判もあり、これまで異端扱いされることもあったのだが、ここにきてようやく多くの人に理解されるようになってきたように思う。日銀などは、価格の据え置きが問題であるという私たちの認識

を割と早くから共有してくれていた。18年11月のIMF Country Reportでも、日本のインフレ期待率が低い理由として私たちの分析結果や考え方を掲載してくれており、徐々に理解が広まりつつあると思っている。

それでは、どうすればデフレ脱却を果たせるのだろうか。毎年、2万人の家計を対象にアンケート調査を行っているのだが、その中で、宅配便の料金について質問を行っている。宅配便の料金が上がったことに対する答えとして「宅配業者も経営が苦しいのだからある程度は仕方ない」という理解ある答えが65%を占めていた。この調査結果には、価格据え置きに縛られている企業にとっては重要なポイントが隠されているように思う。消費者は、値上げする業者の状況をよく理解していて、共感さえしているということだ。業者が夜遅くに配送してくれたり、何度も配達してくれたりしていることに、申し訳なく思っている人は多いはずだ。そのため、値上げしても仕方がないと思ってしまうのだろう。このように、企業は、なぜ値上げしなければならないのか合理的な理由を説明でき、ある程度の共感を得ることができれば、現在のような価格据え置きの状態から脱却できるはずである。現在は、そのような説明をしないで、ひそかにサイズダウンを行うなど、あまりよい方向に進んでいるとはいえない状況にある。

＜質疑応答＞

質問1：MMT（現代貨幣理論）やFTPL（物価水準の財政理論）について、意見を伺いたい。

答1：学問的にはMMTとFTPLは全く違うものだ。FTPLは、金融理論の分野で主導的な学者たちが主張する正統的な理論である一方、MMTは、まともな研究者であればほぼ100%信用していない異端の理論である。日本のように巨額の財政赤字

が続くと、FTPLの理論では、どこかの時点で物価が上がり始めることになる。国債は企業の株式のようなものであり、経営が失敗すれば、企業同様に価格は下落する。国債の場合は物価に対して下落し、実質価格が下落することになる。国債の名目価格が下落する場合もあるが、一般の物価水準が上がっても実質価格は下落する。このままいけば、おそらくそういった事態が起きるだろう。しかしながら、現在は何も起きていない。なぜなら、価格据え置きがビルトインされてしまっており、金融市場もそれを織り込んでいる状態にあるからだ。それが間違っていたことになると、やはり、マーケットは大きく混乱するはずだ。問題は、本当にそうなるのかということだ。日本の政府は、赤字を減らしていくことにしっかりとコミットしており、マーケットもそれを信用しているから、国債の実質価格は保たれているというのが経済学者たちの考えだ。そして、もう少し規律を緩めれば、実質価格を少しでも下落させるという微調整ができ、その勢いで物価を上げることもできると主張する。一理あるだろう。ただ、金融政策は微調整できるが、財政の微調整は難しい。日本では、当面、何も起こらないだろう。なぜなら、財政の規律に対する信認が崩れていないからだ。ただ、MMTのような発想から財政を緩めるような動きに変わったり、消費税上げは一切しないと宣言する政権が誕生したりすれば、実質価格が大きく下落する可能性はある。

質問2：安い物と高級品とで二極分化が進んでいるといわれているが、どのような状況なのか伺いたい。

答2：値上げ報道の情報源は企業で、これまでも値上げ報道は多かった。メーカーが出荷価格を上げているのは間違いないが、それと末端価格とは

違う。POSデータから物価を集計すると、出荷価格を上げたと報道されていても、末端価格が下がっていることさえある。CPINowを見ると安めの物ほど価格が下がっている傾向がある。味よりも値段を優先する人がいるため、メーカーにとっても、そういった消費者向けの商品は価格を上げづらい。したがって、二極化の傾向は続くだろう。コカ・コーラも値上げしたが、実は、出荷価格は末端価格の倍くらいに設定している。それほど差がある出荷価格の値上げが、一体、末端にどう影響するのか注目しているところだ。

質問3：物価目標を2%のピンポイントではなく、物価の平均値目標化や物価水準目標、名目GDPターゲットに替えていくべきという議論もあるが、アカデミアの世界ではどのような研究が進んでいるのか、また、どのような選択肢があるのか伺いたい。

答3：確かに、米国は金融政策運営のフレームワークを変えようとしており、物価目標の修正も議論されている。米国の有力学者の話では、物価目標のありさまに踏み込んで修正することはないだろうということだった。また、アカデミックが全体的にどのように考えているかというと、両極端の議論があり、収束していない。物価目標の2%では不足という意見と、2%でさえ達成できないのであれば、もう少し目標は低くてもよいという意見だ。米国では、値上げ物品の頻度としては2%前後が最も多いにもかかわらず、インフレ率は2%に届いていない。その理由としては、アマゾン効果が効いているというのがコンセンサスのようだ。オンラインのチャンネルが拡大しており、ここでは、価格が非常に伸縮的に動くため、オフラインの商品価格がそれに引きずられているという理解だ。アマゾンに限らず、オンラインの新しい

サービスには価格がゼロの場合もあり、伝統的な商品の価格を上げにくくしていると考える研究者は増えている。こうした現状の理解が正しいとすれば、今後も、価格が上げにくい環境は変わらないため、2%目標には無理があるといえよう。価格ゼロを重く考えている人は、ターゲットを低くしてもよいと考えている。一方で、ゼロ金利を懸念する人は上げるべきだと考えている。

質問4：賃金上昇率ターゲットイングについて説明していただきたい。

答4：デフレ脱却の一つの方法は、企業が顧客から共感を得ることだ。これが最も大事だと考えている。企業は顧客に対してなぜ値上げをするのかをきちんと説明すべきだ。企業を政策側から後押しする方策としては、物価をターゲットにするのではなく、賃金の上昇をターゲットにするのがよいと思っている。諸外国の過去の事例を見ると、インフレターゲットは、高いインフレを下げる局面で採用されてきた。それを日本は逆方向に適用しているが、物価を上げるという政策の評判は非常に悪い。日銀の考え方では、物価だけでなく、それに合わせて賃金も上げることを想定しているのだが、政府からのメッセージとしては物価面だ

けが強調されて伝わっている。そうであれば、物価ではなく賃金を上げるという言い方に変えるべきだろう。そうすれば日銀の政策が消費者に受容され、政策の成功率も高くなるはずだ。IMFも賃金を軸にしてデフレから脱却すべきだと述べ始めており、吉川洋教授も早くからそう主張している。ケインズの一般理論でも、名目アンカーのカギは賃金と述べており、物価とは言っていない。ただ、その後のケインジアンが自分たちの都合のよいように言い換えてしまい、物価の安定が重要で賃金はマーケットで決まるという見方が広まった。原点は「賃金が安定すれば物価の安定にもつながる」であり、日本も賃金を軸にした政策に切り替えてもよいと思っている。

質問5：安倍政権が賃金に介入することへの批判もあるが、政策的には肯定できるということか。

答5：賃金は労使間で決めるものだから、そこに政府が介入すべきではないという議論は間違っている。物価も企業と消費者間で決まるものだが、日銀はそこに介入している。物価への介入はよくて賃金への介入は駄目というのは理屈として通らない。