

## 第2節

## 物価動向と金融資本市場

本節では、最近の物価動向と金融資本市場の動きについて検討する。物価動向については、マクロ的な需給の動向や人々の期待物価の変化を中心に、デフレ状況の緩和に向けた動きを点検するとともに東日本大震災による影響を検討する。また、構造的かつ国際的な視点から、人口構造の変化とデフレの関係を実証的に整理する。金融資本市場については、短期的な動きとして東日本大震災後のマーケット動向、中長期的な傾向として、貸出の減少とマネーストックの伸びの鈍化について議論する。

## 1 物価の現状

最初に、物価動向について過去1年程度の動きを検証し、デフレ状況が改善に向かっているかを検討する。その上で、最近の物価動向を巡る議論の特徴として、我が国の人口構造の変化に着目した議論が多くなっていることを踏まえ、人口構造、特に生産年齢人口の減少とデフレの関係について考え方を整理する。

## (1) 物価の動向と需給ギャップ

以下では、消費者物価の最近の動向を検討し、デフレ状況に変化の兆しが見られるかどうかを調べる。また、マクロ的な需給ギャップを表す各種の指標と物価上昇率の関係を分析し、物価予測指標としてのGDPギャップの有用性について議論する。

## (物価下落のテンポが緩やかに)

物価の基調的な動きを捉えるため、消費者物価の「生鮮食品、石油製品及びその他特殊要因を除く総合(コアコア)」の動きを見ると、2010年初めを底に下落幅が徐々に縮小しており、2011年には前年比 $-0.5\%$ を下回るマイナス幅まで縮小している<sup>19</sup>(第1-2-1図(1))。幅広い品目で価格の下落幅が縮小しており、2009年以降のデフレの特徴であった対個人サービス価格の下落についても、最近は下落テンポが緩やかになっている。特定品目の価格ではなく、全般的な物価の下落テンポが緩やかになっており、デフレ状況に変化の兆しが見え始めていた。なお、2010年10月以降、公共料金が前年比プラスとなっているが、これは、傷害保険料の引上げという制度要因が反映されている。

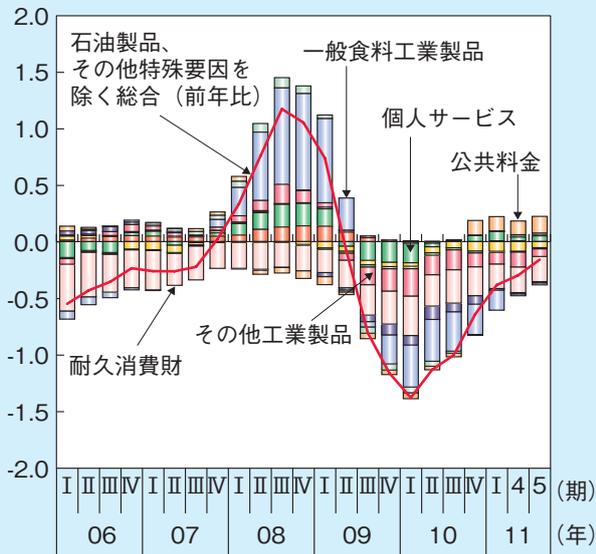
注 (19) コアコア指数は、内閣府経済財政分析担当が消費者物価の基調的な動きを捉えるために試算している指標であり、消費者物価の生鮮食品除く総合(コア)から、石油製品、電気・都市ガス代、米類、切り花、鶏卵、固定電話通信用料、診療代、介護代、たばこ、公立高校・私立高校授業料を除いたもの。したがって、2010年4月の高校授業料の実質無償化や同年10月のたばこの値上げの影響は、コアコア指数に反映されない。

第1-2-1図 購入頻度別、基礎的・選択的支出の消費者物価指数

物価下落のテンポが緩やかに

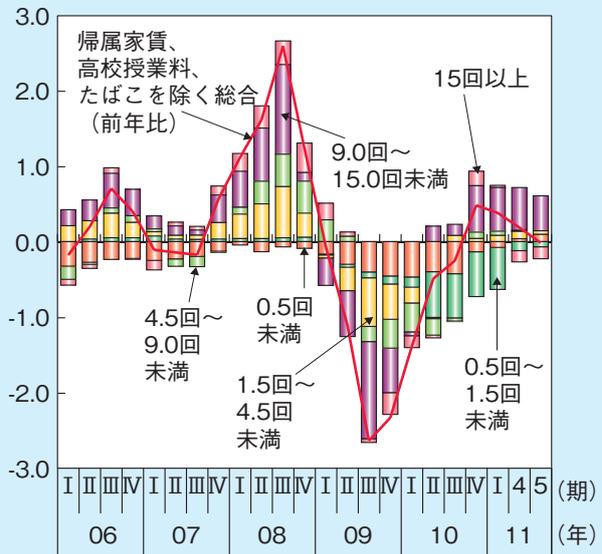
(1) 消費者物価指数（コアコア）の推移

(前年比寄与度、%)



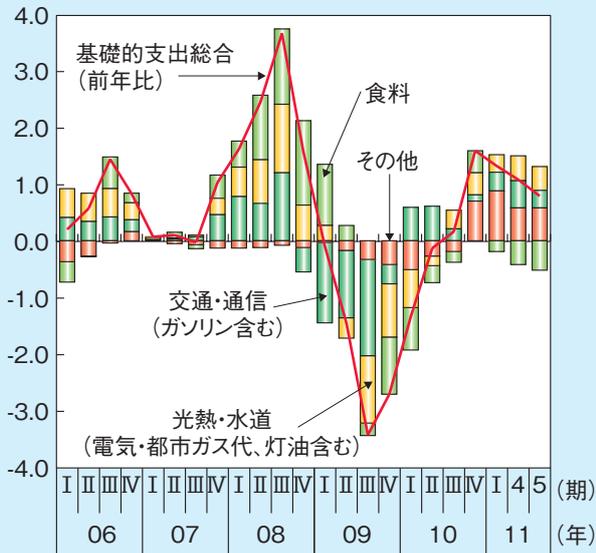
(2) 購入頻度別の消費者物価指数

(前年比寄与度、%)



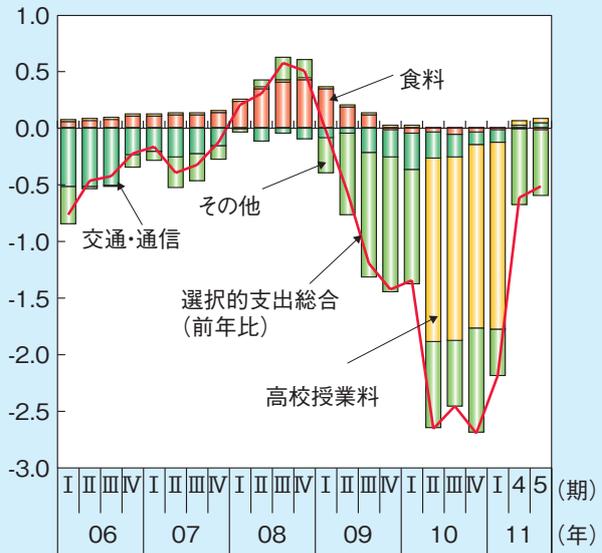
(3) 基礎的支出の消費者物価指数

(基礎的支出総合に対する前年比寄与度、%)



(4) 選択的支出の消費者物価指数

(選択的支出総合に対する前年比寄与度、%)



(備考) 1. 総務省「消費者物価指数」により作成。

2. (1) 図について

コアコアを指数の除去から求めることから生じる寄与度との開差は、符号別に調整を行った。

3. (2) 図について

指数より「たばこ」と「高校授業料」は除いている。四捨五入の関係で寄与度の合計が総合の前年比と一致しない月がある。購入頻度は、1年間当たりの購入頻度。各階層に含まれる主な品目は付注1-2参照。

4. (3)、(4) 図について

生鮮食品のウエイトを固定しているため、公表値と異なる月がある。

基礎的支出品目は支出弾力性1未満の品目、選択的支出品目は支出弾力性1以上の品目。

基礎的支出品目は、CPI調査品目585品目中367品目。ウエイト比は、基礎的支出：選択的支出=64：36。「その他」は、住居、家具・家事用品、被服及び履物、保健医療、教育、教養娯楽、諸雑費が含まれる。

次に、最近の下落テンポ緩和の特徴を探るため、購入頻度別の消費者物価（帰属家賃を除く総合。ただし、高校授業料とたばこを除く）の動向を見ると、2010年における下落幅の縮小は購入頻度が比較的高い品目の価格上昇によってもたらされている（第1-2-1図（2））。特に、年間の購入頻度が9回～15回未満の品目（電気代やガソリン、食料品などが含まれる）の押し上げ寄与が目立っており、原油価格上昇等の影響が表れている。また、パソコンやテレビ等の耐久財が多く含まれる購入頻度の低い品目についても、下落基調は続いているものの、下落テンポは緩やかになっている。一般物価のデフレ基調は続いているが、消費者が物価下落を実感する機会は少なくなっているといえよう。後述するが、実際、家計の期待物価についても高まりが見られている。

また、基礎的支出（支出弾力性が1未満の品目）と選択的支出（支出弾力性が1以上の品目）に分けて消費者物価の動向を見ても、2010年半ば頃から、基礎的支出の物価が前年比で上昇に転じており、食料品やエネルギーといった購入頻度の高い生活必需品の価格が上昇していることが確認できる。ここにも世界的な資源価格の上昇が反映されている。なお、選択的支出の物価についても、前年比下落を続けているものの、高校授業料による下落を除いて考えれば、マイナス幅は徐々に縮小している。デフレ基調は継続しているが、物価下落のテンポは着実に緩和しているといえる。

#### （物価の景気感応度は2000年代半ばに低下）

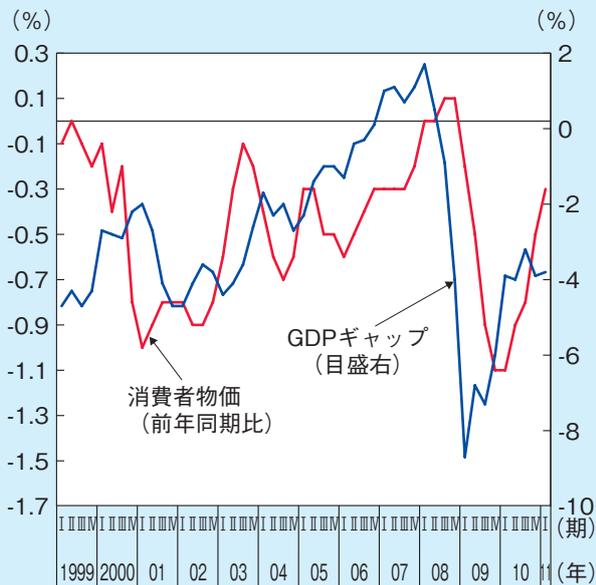
それでは、物価下落テンポの緩和は、マクロ的な需給状況の変化に沿ったスピードで進んでいるのだろうか。需給状況をGDPギャップで測れば、2009年1-3月期を底にGDPギャップのマイナス幅は縮小傾向を続けている（第1-2-2図（1））。過去の経験則によると、GDPギャップの変化は、1年程度の遅れを伴って物価上昇率の変化につながる傾向にある。今回においても、消費者物価（食料及びエネルギーを除く）では、GDPギャップの縮小開始1年後の2010年1-3月期を底に下落幅の縮小が始まっており、GDPギャップと物価上昇率の間の時間的關係は保たれている。問題は、GDPギャップの変化に対する物価上昇率の変化の度合い、いわば物価の景気感応度も過去と同程度に保たれているかである。

この点を見るため、消費者物価の前年比変動率を4四半期前のGDPギャップで説明する式を期間ごとに推計し、GDPギャップが1%ポイント変化するときの消費者物価の変化率（物価の景気感応度）が期間によってどのように変化しているかを比較してみよう（第1-2-2図（2））。結果を見ると、物価の景気感応度は90年代末から2000年初めにかけてはおおむね安定的に推移していたが、2002年頃から感応度が低下し始め、2008年から2009年においては物価の景気感応度が0.1前後にまで低下した。GDPギャップが1%ポイント改善しても、物価は前年比0.1%程度の押し上げにしか寄与しないことになる。ここでの物価は食料品とエネルギー価格を除く基調的な動きを推計の対象としているが、2000年代半ば以降においては、原油価格や穀物価格の上昇など国内の景気要因とは別の要素を起点として、物価の基調的な動きが規定さ

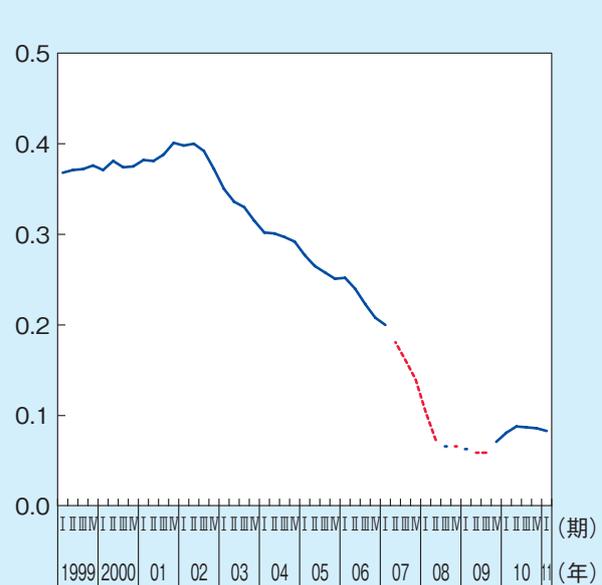
第1-2-2図 GDPギャップに対する消費者物価の感応度

物価の景気感応度は2000年代半ばに低下

(1) GDPギャップと消費者物価



(2) 物価の景気感応度の推移



- (備考) 1. 内閣府「国民経済計算」、総務省「消費者物価指数」等により作成。  
 2.  $GDP \text{ギャップ} = (\text{現実のGDP} - \text{潜在GDP}) / \text{潜在GDP}$ 。  
 3. 消費者物価は食料、エネルギーを除くベース。  
 2010年第2四半期以降は高校授業料、たばこを除く値を使用。  
 4. 右図について推計手法はローリング回帰で1989年第1四半期を始期、1999年第1四半期を終期とするサンプルを、始期と終期を1四半期ずつ後方にずらして推計している。1999年第1四半期の係数は1989年第1四半期から1999年第1四半期までをサンプルとして得られた係数推計値。図の点線部分は係数推計値が5%水準で有意でないことを示している。推計式は、 $CPI_{t0} = \alpha + \beta \text{GAP}_{(t-4)} + \varepsilon_{t0}$ 。

れることが多く見られた。このことがGDPギャップの変動に対する物価の感応度を弱めた可能性が指摘できる。

しかし、物価の景気感応度は2009年末以降に再び上昇に転じている。リーマンショック後の大幅な景気変動を背景に、物価が再び景気要因によって変動する度合いを強めていることが示唆される。

(国内需給に対する物価感応度も2000年代半ばに低下)

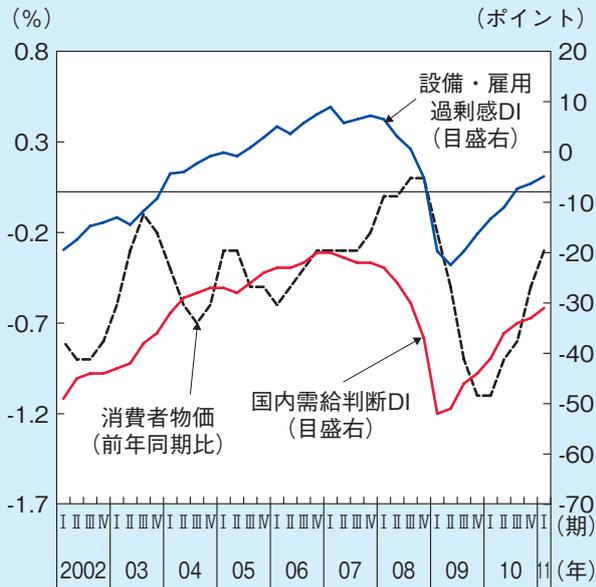
以上の傾向は、GDPギャップ以外の需給ギャップ指標についても当てはまるのだろうか。単に、GDPギャップの物価説明変数としての性質が弱まっているだけであれば、予測に当たって需給要因を表す他の指標を用いることも考えられる。

ここでは、GDPギャップに替わる指標として、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」の国内需給判断DI、設備過剰感と雇用過剰感の加重平均DIを用い、物価変動をどの程度説明できているかを見てみよう。GDPギャップと比較すると、国内需給判断DIは内需に特化した需給バランスを表し、設備過剰感と雇用過剰感の加重平均DIは生産要素の需給バランスを端的に表していると捉えることができる。ただし、いずれの指標も企業の判断DIであり、「過

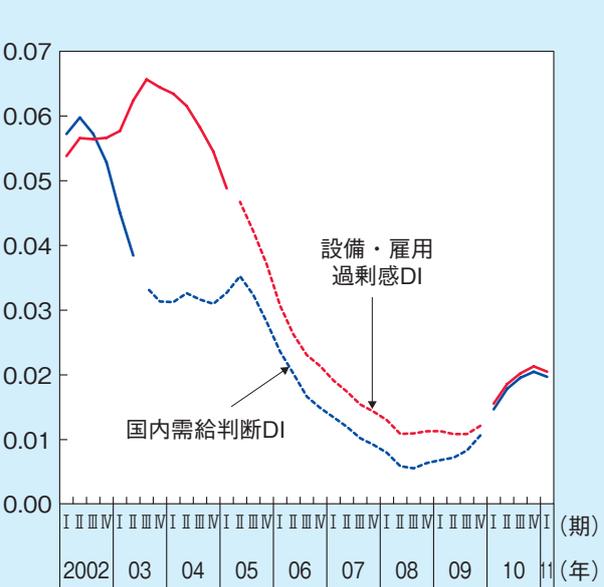
## 第1-2-3図 短観DIに対する消費者物価の感応度

国内需給に対する感応度も2000年代半ばに低下

(1) 短観DIと消費者物価



(2) ローリング回帰係数の推移



- (備考) 1. 内閣府「国民経済計算」、総務省「消費者物価指数」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」により作成。  
 2. 消費者物価は食料、エネルギーを除くベース。2010年第2四半期以降は高校授業料、たばこを除く値を使用。  
 3. 設備・雇用過剰感DIは生産・営業用設備判断DIと雇用人員DIを資本・労働分配率（90年代と2000年代の平均）で加重平均したものにマイナス1を乗じている。  
 4. DIは全規模全産業の系列を使用。  
 5. 右図について推計手法はローリング回帰で1989年第1四半期を始期、1999年第1四半期を終期とするサンプルを、始期と終期を1四半期ずつ後方にずらして推計している。  
 1999年第1四半期の係数は1989年第1四半期から1999年第1四半期までをサンプルとして得られた係数推計値。図の点線部分は係数推計値が5%水準で有意ではないことを示している。推計式は、 $Y_t = a + \beta X_{(t-4)} + \varepsilon_t$

剩」、「不足」といった選択肢に基づくため、リーマンショックのような大規模な経済変動が起きた場合には、GDPギャップのように量的な変化を表現しきれない点には留意する必要がある。

結果を見ると、国内需給判断DI、設備・雇用過剰感DIで物価変動を推計しても、GDPギャップによる推計と同様、2000年代半ばに物価の景気感応度は低下している。また、景気感応度とともに物価変動に対する説明力も低下しており、特に、国内需給判断DIにおいては、2003年から2009年までの期間、物価変動に対する説明力を失っている。デフレ基調の背景としてしばしば内需の弱さが指摘されるが、この結果を見る限り、内需だけでは近年のデフレ傾向を説明することは難しい。物価動向を予測するに当たっては、GDPギャップのようなより総合的な需給ギャップ指標を利用した方がよさそうである。また、両指標において、2010年に入り再び物価変動を説明する力が回復している点は、GDPギャップと同様である。

これらを踏まえると、GDPギャップが物価変動を説明する指標としての優位性を失っているのではなく、2000年代半ば以降の物価変動が、需給要因以外の要素により大きく影響を受け