

● 財政ファイナンスと金利上昇リスク

「物価安定の目標」を達成するための金融緩和政策の一環として、日本銀行が国債購入の増額を進めると、市場が財政赤字のファイナンスに対して疑念を抱く可能性がある。それは我が国の財政規律に対する信認を毀損し、リスクプレミアムの増大を通じた長期金利の急上昇を招くおそれがあるとの指摘も見られる⁸⁵。急激な金利上昇の我が国経済への影響としては、(1) 政府の利払費が急増して財政の持続可能性が大きく低下すること、(2) 国債を大量に保有する金融機関が金利上昇（＝国債価格の下落）によって巨額の損失を余儀なくされ、金融システム不安が発生する懸念があること、(3) 企業の資金調達コストの上昇や資金繰りの悪化に伴う企業経営への影響、(4) 家計の住宅ローンの返済増、などが挙げられる。

実際には、我が国において、現在、そうした金利上昇は起きていない。財政法の第5条において日本銀行の国債引受けを禁止していること、政府が財政健全化に向けた取組を進めていることなどを背景に、今までのところ、国債に対する信認は維持されているといえる。ただし、「量的・質的金融緩和」により、市場が財政赤字のファイナンスに対して疑念を抱く可能性があるとの指摘もあるため、日本銀行には、引き続き市場との対話を強化するとともに、政策の透明性を高めることが求められている。また、政府においても、引き続き持続可能な財政構造を確立するための取組を進め、財政運営に対する信認を確保することが重要である。

2 デフレ状況に見られる変化

これまで緩やかな下落傾向が続いてきた我が国の消費者物価の動向を整理するとともに、大胆な金融緩和などを背景に、2013年春以降に見られるデフレ状況の変化について確認する。また、デフレ脱却の意義を考えるために、デフレの経済的な弊害について検討し、その最近の変化も取り上げる。さらに、円安方向への動きが消費者物価に及ぼす影響などについて検証する。

(1) 消費者物価の前年比下落幅が縮小

最近の消費者物価の動向から、我が国のデフレ状況の変化を概観した上で、平均購入単価の動きに着目して、家計の「低価格志向」についても変化が見られることを確認する。さらに、デフレの背景を、消費者物価の要因分解と日米のフィリップス曲線の比較を通じて整理する。

● 緩やかなデフレ状況に変化

消費者物価について、連鎖基準方式の「生鮮食品を除く総合（いわゆるコア、以下「コア」

注 (85) 財政ファイナンスとインフレの関係についての先駆的な研究として、Sargent and Wallace (1981) が挙げられる。

という)」の前年比の推移を見ると、下落幅は2012年秋以降に拡大傾向にあったが、2013年5月に縮小した(第1-2-8図(1))。耐久消費財は、エアコンやテレビにおいて商品の出回りの変化が指数に反映されたことによる押し上げ効果が剥落し、2013年に入って下落寄与が小幅に拡大した⁸⁶。しかし、5月は、テレビの下落幅が縮小したことなどにより、耐久消費財の下落寄与が縮小した。エネルギーの押し上げ寄与は、2012年秋以降、為替レートが円安方向へ進んだ一方、国際商品市況が弱含んだことから、おおむね横ばいの状況が続いている。なお、5月は、関西電力と九州電力の家庭向け電気料金の値上げの影響が見られる。

物価の基調的な動きを捉えるため、連鎖基準方式の「生鮮食品、石油製品及びその他特殊要因を除く総合(いわゆるコアコア、以下「コアコア」という)」の動きを確認する。コアコアの前年比は、2012年初めまで下落幅が縮小してきたが、その後は2013年2月まで徐々に下落幅が拡大した(第1-2-8図(2))。この背景としては、家電エコポイント制度の終了などによって拡大していた耐久消費財の下落寄与の縮小が止まるとともに、この時期に小売企業の値下げ戦略が広範な品目で展開されたことによって食料及びその他の財⁸⁷の下落寄与が緩やかに拡大したことが挙げられる。なお、物価指数の採用品目の上下動の割合に着目して、上昇している品目の割合から下落している品目の割合を引いて求めた「物価DI」を見ても、2012年初めから2013年1月にかけて、食料及びその他の財の価格低下が、幅広い商品に広がりを見せながら進行した様子が見える(第1-2-8図(3))。

ただし、2013年3月以降は、耐久財の下落寄与の縮小や食料価格の下落傾向の一服などを背景に、コアコアの前年比下落幅が縮小している。また、円安方向への動きによる輸入コストの上昇を受けて、一部の食料品や耐久消費財などの出荷価格の引上げに向けた動きも見られ、これらが先行きの消費者物価の押し上げに作用し得ると考えられる。

こうした消費者物価の動向などから総合的に判断すると、物価が持続的に下落するという意味において、我が国経済はなお緩やかなデフレ状況が継続しているものの、2013年3月以降、変化が見られる。

●家計の低価格志向の緩和を背景に平均購入単価が上昇

長期にわたるデフレが消費者の低価格志向を強め、それが企業の値下げ競争を引き起こし、物価下落圧力となっていることがしばしば指摘される。ここでは、こうした家計の低価格志向の動きを検証する。

持家の帰属家賃やエネルギーを除いた上で、消費者物価と平均購入単価を比較すると、2006年から2007年の円安と景気回復が同時に進行していた時期には、消費者物価が緩やかに下落していたのに対して、平均購入単価は上昇していた(第1-2-9図(1))⁸⁸。そのため、家計

注 (86) エアコンは2012年1月、テレビは同年2月に商品の出回りの変化に応じた銘柄改正が行われたが、その際、両者とも大幅な上昇を示したため、耐久消費財の前年比に対する押し上げ効果が1年間続いた。

(87) その他の財には、家事用消耗品等の日用品が多く含まれる。