



BOJ *Reports & Research Papers*

2022年8月

「コロナ禍における物価動向を巡る諸問題」 に関するワークショップ 第2回「わが国のフィリップス曲線とコスト転嫁」の模様

日本銀行調査統計局

本稿の内容について、商用目的で転載・複製を行う場合は、予め日本銀行調査統計局までご相談ください。

転載・複製を行う場合は、出所を明記してください。

「コロナ禍における物価動向を巡る諸問題」に関するワークショップ 第2回「わが国のフィリップス曲線とコスト転嫁」の様相*

■要 旨■

2022年5月30日、「コロナ禍における物価動向を巡る諸問題」に関するワークショップの第2回「わが国のフィリップス曲線とコスト転嫁」が、日本銀行本店で開催された。最近の原材料コスト高や為替円安をきっかけとしたコストプッシュ圧力の強まりの物価への影響や、やや長い目でみて物価形成に影響を及ぼす諸要因等について、感染症下での経済構造の変化を踏まえてどのように考えるべきか、経済学や実証分析の専門家・学者を交え、活発な議論が行われた。

第1セッションでは、最近のコストプッシュ圧力の消費者物価へのパススルーについて、海外の動向や過去の局面と対比しつつ、その特徴点が報告された。従来パススルーが限られていたわが国でも、中間需要段階等を中心にパススルー率が高まっている可能性を示す分析も示され、これらを踏まえたうえで、最近の企業の価格設定行動等について議論が行われた。第2セッションでは、まず、フィリップス曲線の枠組みに基づき、コストプッシュ圧力やインフレ予想等の諸要因が物価に及ぼす影響についての分析が示された。そのうえで、やや長い目でみて物価形成に大きな影響を及ぼすとみられるインフレ予想の形成メカニズムや賃金動向等についても報告され、その含意等を巡り議論が展開された。

第3セッションでは、パネルディスカッションが行われ、感染症下の構造変化も踏まえつつ、先行きの物価動向についてどのように考えるか、議論された。第1に、最近のコストプッシュ圧力の強まりは、当面の物価を上押しすると見込まれる一方、やや長い目でみれば、実質所得の押し下げを介して経済・物価を下押しすることに注視する必要があると指摘された。この点、生活必需品を中心とする最近の物価上昇は、所得の低い家計により大きな影響を及ぼすとの見方も示された。第2に、現在のコストプッシュ型の物価上昇から、先行き物価の安定が実現していくかについては、①企業の価格設定スタンスが徐々に変化し、そうしたスタンスが社会に定着していくか、②そのためにも賃金がしっかりと上昇し、家計の所得が維持されていくかが、重要なポイントになるという見解が示された。

* 本稿で示されたワークショップ内での報告・発言内容は発言者個人に属しており、必ずしも日本銀行、あるいは調査統計局の見解を示すものではない。

1. はじめに

本稿は、2022年5月30日に日本銀行本店で開催された「コロナ禍における物価動向を巡る諸問題」に関するワークショップの第2回「わが国のフィリップス曲線とコスト転嫁」の様相を要約している¹。日本銀行理事の貝塚正彰による開会挨拶で始まり、第1・第2セッションでは、日本銀行調査統計局スタッフによる報告と、指定討論者およびフロア参加者との議論が行われた。その後、第3セッションでは「経済主体の行動変化と物価変動」と題するパネルディスカッションが行われ、最後に共立女子大学教授・東京大学名誉教授の植田和男による閉会挨拶で幕を閉じた（プログラムは、別添1を参照）。

以下では、開会挨拶、2つの報告セッション、パネルディスカッションおよび閉会挨拶の概要を紹介する。なお、下記における各発言者の所属等は、今回のワークショップ開催時点のものであり、文中では敬称を省略している（参加者の所属・氏名は、別添2を参照）。全体の司会進行は、長野哲平により執り行われた。

2. 開会挨拶

日本銀行理事の貝塚は、3月に開催された第1回のワークショップを振り返り、感染症下における日米欧の物価動向の違いの背景や、賃金と物価の関係に関する分析などが示されたことを紹介した。また、商品市況の高騰を起点としたコストプッシュ圧力が高まっている一方で、感染症拡大前からの慢性的な低インフレ要因が続いている可能性があることなどが議論されたと述べた。

そのうえで、エネルギーや食料品の価格上昇を主因に4月の消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比が+2.1%まで高まったことを踏まえると、（1）最近のコストプッシュ圧力の高まりが消費者物価へどのようなチャンネルでどの程度波及するのか、（2）コストプッシュ型の物価上昇から、先行き物価の安定が実現していくのかについて議論を進めることが一段と重要になっていると指摘した。この関連で、今回のワークショップの第1セッション報告では、6月より企業物価指数の基準改定にあわせて新設する最終需要・中間需要物価指数（FD-I D指数）を用いた分析が行われていることを強調した。また、上記の点について理解を深めるためには、感染症下で生じた経済・社会構造の変化が、先行きの経済主体の行動やインフレ動学にどのような影響を及ぼしうるのか、考える必要もあるのではないかと述べた。

最後に、物価を巡る不確実性は世界的に高い状況が続いていることを指摘したうえで、今回、第1回のワークショップから議論をさらに進め、わが国の物価動向に関する理解がより深まることを期待すると述べ、冒頭挨拶を締めくくった。

¹ 3月29日に開催された「コロナ禍における物価動向を巡る諸問題」に関するワークショップの第1回「わが国の物価変動の特徴点」の様相については、下記を参照。
https://www.boj.jp/research/brp/ron_2022/ron220523a.htm/

3. 第1セッション：「コストプッシュ圧力の消費者物価へのパススルー」

(1) 報告者による発表

報告者の八木は、最近の原材料コスト高や為替円安を受けたコストプッシュ圧力を計算したうえで、こうしたコスト上昇圧力の消費者物価への波及程度（パススルー率）の計測結果を紹介した。そのうえで、最近のパススルーの特徴点やポストコロナに向けた論点整理を行った。

具体的には、まず、産業連関表を用いた分析から、最近のわが国のコストプッシュ圧力について、①過去との対比ではかなり大きくなっているものの、②賃金の伸び悩み等からサービスの投入コストの上昇幅が限られることから、米国対比で見れば圧力は小さいことを指摘した。そのうえで、これらの消費者物価へのパススルー率について、①為替のパススルー率は、近年、輸入ペネトレーション比率が高まるなかで、耐久消費財を中心に上昇していること、②原材料コストのパススルー率は、近年大きく変化した傾向は窺われず、米国対比で見ると低めであることを指摘した。ただし、子細にみると、足もとでは、原材料コストのパススルー率についても変化する兆しが窺えるとして、以下のいくつかの分析結果を紹介した。

第1に、企業物価指数の基準改定にあわせて新設された最終需要・中間需要物価指数（FD-I D指数）²を用いた時系列分析を示し、最終需要段階ではコスト上昇を販売価格に転嫁する程度に大きな変化は窺われない一方、川上から川中にあたる中間需要段階では、企業の価格設定スタンスが変化しパススルー率が高まっている可能性を示した。第2に、消費者物価を構成する品目毎にパススルー率を計測し、食料品などの一部品目では、最終需要段階でもパススルー率が高まっている可能性を示した。これらの変化の背景として、感染症を受けたグローバルな需要構造の変化や供給制約の強まりに伴い、一部の業種・品目で、マクロの需給バランスの指標から窺われる以上に製品需給がタイト化していることが影響している可能性があること述べた。

最後に、これらの分析を踏まえ、今後のコストプッシュ圧力のパススルーを考えるうえで、重要と思われる論点を提示した。第1に、コストプッシュ圧力が急激に高まる局面では、パススルー率が高まる可能性があること指摘した。過去のパススルー率の動きからはこうした非線形性が窺われるほか、地域別・商品別の小売物価統計からも、コストプッシュ圧力が大幅に高まる局面では販売価格引き上げの動きが広範化する傾向が確認できると論じた。第2に、景気拡大局面ではパススルーが高まりやすいとの試算結果を示し、先行き企業がコスト上昇を販売価格に反映していけるかは、物価上昇のもとで景気回復が持続するかに依存する面が大きいと指摘した。この点に関連して、感染症の影響緩和が、家計の景況感や賃金見通しの改善を介し

² 日本銀行では、企業物価指数の2020年基準改定にあわせて、財・サービス価格を統合した新しい需要段階別指数である「最終需要・中間需要物価指数（FD-I D指数）」をサテライト指数として新設した。

て、家計の物価に対する見方や行動にどのような影響を及ぼすかもポイントとなると論じた。

(2) 指定討論者からのコメント

指定討論者の渡辺 (努) は、最近の企業の値上げに関する動きや、消費者物価指数の品目別の動きに関する自身の分析を紹介し、報告者の発表内容は、これらと整合的であると評価した。そのうえで、企業の価格設定行動を捉えるためには、業種・産業レベルのパススルーだけでなく、より細かい品目別・企業別のパススルー動向を掘り下げて研究することが有用ではないかと提案した。

また、価格転嫁できている企業と転嫁できていない企業など、企業別の価格設定行動の違いをより細かく考察することで、新たな発見があるかもしれないと論じた。さらに、家計の値上げに対する受け止め方に関連して、自身が消費者に対して実施したサーベイ結果を提示し、わが国では、「いつも行っているスーパーで、いつも買っている商品の値段が 10%上がったときにどうするか」との問いに対して「その店で、それまでと同じように買う」と答える人が増えていると述べた。加えて、家計のインフレ予想も足もと上昇していると指摘した。一方で、同サーベイでは、賃金見通しは改善しておらず、先行き、家計の値上げに対するスタンスをみていくうえでは、これが改善するかどうか重要となるとの見方を示した。

指定討論者の陣内は、報告内容について、充実した分析結果と興味深い論点整理が提示されたと評価した。とくに、商品市況上昇という点では同じショックを受けている日米の間で物価上昇率に差がある背景について、賃金動向とパススルー率の違いの2点が重要であることが、実証上も明確になったと指摘した。

そのうえで、わが国で、原材料コストのパススルー率が低めである背景を理解するためには、理論的・実証的な観点から、企業が直面する市場の構造をより深く分析することが有望であると述べた。具体的には、FD-I D指数の分析からは、最終需要段階にいる企業はコストプッシュ圧力を容易には販売価格に転嫁しないというスタンスが窺われるが、その背景を読み解くことは容易ではないと指摘した。この点について、標準的なマクロ経済学では独占的な売り手と多数の買い手を前提とする独占的競争モデルを考えることが多いが、中間・最終需要のどの段階で誰の価格交渉力が高く、どのような動機で販売価格を設定しているのか理解を深めることが、現実の物価動向を捉えるうえでは重要になっていくのではないかと論じた。

(3) 質疑応答

報告者の八木は、指定討論者の渡辺 (努) が提案した品目別・企業別の分析について、データのアベイラビリティに加え、品目毎の市場の寡占度や利益率等の特性を勘案する必要があるなど難しい面はあるが、分析を深めていきたいと応答した。また、消費者へのアンケート結果について、家計の見方を捉えるうえで興味深いデータであると述べた。指定討論者の陣内が指摘した賃金の重要性については、コストプッシュ型の物価上昇で実質所得が下押しされると経済に悪影響が及ぶという観点

からも、賃金の動向を注視していると述べた。市場構造と企業価格設定スタンスに関するコメントに対しては、現実を上手く説明できる理論やモデルは見当たらず、学界の方の知見を活用しながら、しっかりと考えていくことは今後の課題であると述べた。

フロアからは、青木が、FD-I D指数の有用性を高く評価したうえで、需要段階別に、企業の戦略的補完性や金融市場へのアクセス状況等を踏まえた理論モデルを構築することで、企業の価格設定行動に関する理解が一層深まるのではないかと述べた。塩路も、日本銀行が同指数を開発したことを高く評価し、今後、同指数を用いた分析が蓄積されることを期待するとした。福田は、同指数の分析は興味深いとしたうえで、グローバルバリューチェーンが広がっていることを踏まえると、中間段階で輸入が増えている影響を勘案して分析を拡充することも有益であると述べた。これらに対して、報告者の八木は、戦略的補完性などの観点を踏まえつつ、FD-I D指数を使った分析を今後も深めていきたいと応答した。報告者の倉知は、福田の指摘に対して、わが国のFD-I D指数は、輸入価格の変動を取り込んでいるので、この部分をより精緻にモデル化することで、更なる分析が可能か考えたいと応えた。

塩路は、コストプッシュ型の物価上昇が、賃金に波及して、更なる物価上昇につながるきっかけとなりうると捉えてよいのか問うた。この指摘に対し、植田は、物価上昇率がゼロ%にとどまっている状態と2%の状態から成る複数均衡モデルを念頭に、コストプッシュで物価上昇が生じると、いったんは景気に悪影響を及ぼす可能性があるものの、その後ゼロ%にとどまる均衡から2%が安定的に実現する均衡へと移行する契機にはなりうるとの見方を示した。報告者の八木は、コストプッシュ型の物価上昇は、これまであまり変わることがなかった企業の価格設定行動など社会全体の「ノルム」が変化する契機になりうるが、同時にこうした物価上昇は、経済・物価への下押し圧力として働く側面もある点には注意が必要であると指摘した。

森川は、川上コストの上昇時と下落時でパススルーに違いはあるのか分析することも有用と述べた。報告者の八木は、コスト上昇時にパススルー率が高まる傾向がありそうだと述べたうえで、今後の分析課題にしたいと応答した。宇南山は、コスト変動に応じて機械的に販売価格が決定する品目として、航空機等の燃料サーチャージや電力料金等を挙げ、こうした価格設定メカニズムが一部で存在していることも踏まえた分析ができないか問うた。報告者の八木は、今後の課題として、業界や企業の特性を踏まえた分析も考えたいと述べた。福田は、最近のコストプッシュ圧力の高まりには、半導体等にみられるように、供給制約によるサプライショックという側面もあるとして、この帰趨を注視する必要があると述べた。報告者の倉知は、実際に一部の財では製品需給がかなり逼迫しており、このことがパススルー率の高まりにつながっていないかは丹念に見ていく必要があるとの認識を示した。

4. 第2セッション：「わが国における物価変動：コロナ禍における変化と先行きの論点」

(1) 報告者による発表

報告者の稲次は、フィリップス曲線の枠組みを用いて、わが国における感染症拡大以前の物価変動を整理したあと、第1セッションの議論も踏まえたうえで、ポストコロナの物価動向を考えるための論点を提示した。

まず、やや長い目を見たわが国の消費者物価の変動の特徴について、フィリップス曲線の枠組みに基づき整理した。具体的には、①わが国のフィリップス曲線は、1990年代から2000年代初にかけてフラット化し、その後はフラットな状態が続いてきたこと、②なかでもサービス部門では、都道府県別のデータ等をみても、マクロの需給に対する価格感応度の大幅な低下が窺われることを指摘した。また、財価格は2000年代以降も海外物価の影響を受けて相応に変動している一方、サービス価格は、こうした影響を受けず、2000年代以降、ゼロ%近傍の狭いレンジでの変動が続いていると指摘した。この一因として、貿易を介した海外との連関が財価格で働きやすいのに対して、サービス価格は、賃金等に起因する国内のコストで決まる部分が大いことが影響している可能性がある」と論じた。

次に、上記の経済・物価構造を前提に、第1セッションで議論した最近のコストプッシュ型の物価上昇が、先行きの物価に及ぼしうる影響について、2つの分析を示した。第1に、通常フィリップス曲線にコストプッシュ圧力を組み込んだ時系列モデルを構築し、原材料コスト上昇や円安の物価への影響は、需給ギャップの改善と比べると短期間にとどまると指摘した。第2に、品目別データを用いて、コストプッシュ（輸入物価）、需給ギャップ、インフレ予想の先行きの価格への影響を試算した分析を提示した。同分析では、①コストプッシュショックを受けて、価格が上昇するのは財の一部にとどまること、②需給ギャップの改善は、比較的多くの財や一部のサービスの価格を押し上げること、③インフレ予想の上昇は、サービスを含め、多くの品目の価格を押し上げること、を示した。

最後に、上記の分析を踏まえ、幅広い品目で安定して物価が上昇するために重要な要素とみられるインフレ予想の先行きについて議論した。まず、インフレ予想の形成メカニズムについては、合理的無関心や粘着情報など様々な仮説があるが、現時点で、これらの仮説の妥当性に関する分析の蓄積は十分ではないことを指摘した。そのうえで、一つの試みとして、「インフレ予想が、人々の中央銀行の物価目標への信認度合いや物価のトレンド等によって変化していく」という基本モデルに、これらのメカニズムを取り込んで、いくつかの小規模モデルを構築し、シミュレーションを行った結果を示した。分析からは、とくに原油価格等が大きく変動する局面では、モデルの仮定次第でインフレ予想が相応に変化することが示唆され、先行きのインフレ予想を巡る不確実性は高いことが示されたと論じた。また、インフレ予想との関連で、今後の賃金動向を考えるうえでの論点を提示した。わが国の賃金改定率の分布をみると2000年代にはゼロ%の山が大きく、賃金は上方にも下方にも硬直

的であったが、近年、こうした傾向が薄れてきていることを指摘した。そのうえで、予見される人口動態の変化も踏まえると、先行き労働需給がタイト化しやすくなる可能性があり、今後、物価やインフレ予想の上昇が賃金決定に影響しやすくなるかなにか注視していると述べた。

(2) 指定討論者からのコメント

指定討論者の青木は、本分析は、わが国における物価変動を、フィリップス曲線の枠組みに基づいて、丁寧に分析したものであると評価した。まず、財価格とサービス価格で、グローバル要因の影響度合いに大きな差がある点が興味深いと述べたうえで、この背景について、貿易財と非貿易財の性質の違いや、付加価値に占める賃金シェアの違いなどに注目しつつ、分析を深めていくことが有用であると指摘した。

また、品目別の価格設定においても、コストプッシュ圧力の高まりよりも需給ギャップ改善やインフレ予想上昇が重要との分析結果について——個別品目の価格が各社の限界費用で決定されるという標準的な考え方からすると、自明の結果とはいえないので——その背景を考察することを期待したいと述べた。さらに、インフレ予想の形成メカニズムに関連して、ニューケインジアンモデルではインフレ予想が中央銀行の物価目標に収束することを前提にすることが多いが、この前提が実証的に正しいのか検証する必要があると指摘した。そして、物価と賃金の相互依存関係は、まだ分かっていないことも多いと述べたうえで、両者を統一的なフレームワークで扱うことで分析を深めてはどうかと提案した。

指定討論者の敦賀は、財とサービスに分けてインフレ率を考察するアプローチは有意義であり、全体として上手く整理されていると評価した。そのうえで、品目別の価格上昇率シミュレーションについて、いくつかコメントした。まず、ショックに対する品目別の価格分布の変化について、その変化が統計的にどの程度有意なのか、また、経済学的にどのような含意を持つのかと質問した。次に、推計においてラグ項の定式化を工夫することで、ショックに対する価格調整スピードの違い等を品目別にみることができないかと提案した。また、インフレ予想が高まると価格分布が物価上昇方向にシフトするとの結果は興味深いだが、これは1990年代にインフレ予想とサービス価格が同時に大きく動いた単一の局面の影響を強く受けている可能性があるとして指摘した。そして、サンプル期間を限定しても、同じ分析結果が得られるか、頑健性チェックを行うことが望ましいと述べた。

さらに、インフレ予想の形成メカニズムに関するシミュレーションについて、モデルの改良余地について論じた。とくに、インフレ予想が物価目標に近づくと収束スピードが加速するというモデルの前提について、より分析を深める必要があると述べた。また、ショックが大きい場合には、経済主体の行動やインフレ予想が非連続的に変化する可能性があるとして指摘し、レジームスイッチの概念をモデルに組み込むことが有用かもしれないとの見解を示した。

(3) 質疑応答

報告者の稲次は、サービス価格がグローバル要因に反応しにくい背景について分析を深めるべきとの指定討論者の青木からのコメントに対して、海外との比較を含めて分析を進めていきたいと応えた。インフレ予想の収束先に関するコメントに対しては、企業の個票データを用いた分析などを検討していきたいと応えた。物価と賃金の相互依存関係については、インフレ予想と賃金動向がリンクしていることを踏まえると今回の分析でもある程度捉えていることになるが、明示的にモデル化していないのは事実であり、今後、この関係を考慮したモデルを考えてみたいと述べた。

指定討論者の敦賀からの品目別の価格上昇率シミュレーションに関するコメントについて、報告者の稲次は、価格分布の変化は統計的にみても有意な変化であると応えたうえで、指摘されたラグ構造等を含め追加的に分析していきたいと述べた。分析のサンプル期間については、1990年代の物価やインフレ予想が大きく変化した時期を除くと結果が有意とならないと述べたうえで、その背景として、2000年代以降に物価やインフレ予想が変動する局面が限られることを挙げた。さらに、インフレ予想の形成メカニズムに関するシミュレーションについて、まずはシンプルなモデルを試してみたが、今後、拡張したモデルを検討していきたいと述べた。

フロアからは、阿部が、フィリップス曲線のフラット化について、感染症下では物価の計測上の問題が影響している可能性もあると指摘した。また、サービス価格の品質調整は難しく、このことが計算結果に影響する可能性もあると述べた。これに対して、報告者の桜は、感染症下では、指摘された点以外でも、例えば、①外食での十分な席間隔の確保等は実質的な経済の供給力を下押ししている可能性、②財・サービス市場とも需給構造が大きく変化しているもとで、個別の品目の製品需給が捉えにくくなっている可能性など、計測を巡る課題は多いと述べた。そのうえで、これらの点にも留意しながら物価を評価していく必要があると応えた。

インフレ予想の形成メカニズムに関連して、新谷は、マクロデータからは、日米とも、インフレ予想は現実の物価上昇率を反映して徐々に修正されていくという標準的な理論モデルと整合的な動きが確認されるが、最近の米国の個票データを用いた実証分析では、インフレ予想は、足もとの物価変動に関するニュースに過剰反応する傾向があるとの主張もみられると述べた。そのうえで、わが国でも、物価が上昇するもとで、インフレ予想が急激に変化することはないのかとの論点を示した。仲田は、青木のインフレ予想の収束先に関するコメントに対し、2010年代の米国でもインフレ予想がインフレ目標を下回る水準に収束する可能性について盛んに議論が行われたことを紹介した。そのうえで、こうした可能性を理論的に考える際の候補として、複数均衡モデルや、ゼロ金利制約下でインフレ予想が内生的に低下する可能性を考慮したモデルが考えられると論じた。これらに対して、報告者の桜は、関連する重要な論点として、経済主体毎にインフレ予想の水準や動きが異なることを指摘した。報告者の稲次は、わが国でも、経済主体毎あるいは個票レベルでの異質性を踏まえたうえで、インフレ予想の分析を深めていく必要があると述べた。

小林は、物価上昇の背景次第で、社会厚生への影響は異なるのか問うた。これに対し、報告者の桜は、わが国は資源輸入国であるのでコストプッシュ型の物価上昇は、交易条件の悪化を通じて社会厚生を悪化させる一方、需給ギャップの改善を伴う物価上昇は社会厚生を改善させる可能性が高いのではないかと応えた。

渡辺(努)は、品目別の価格上昇率シミュレーションについて、品目間の価格の相互作用を捉えるために、分位点回帰によってテールの形状変化を観察してはどうかと述べた。また、都道府県別データを用いたサービス価格の需給ギャップへの感応度について、自身が2000年頃に研究した際、都道府県間のサービス価格に有意な差が安定的に見いだせなかったことを指摘したうえで、分析の頑健性について問うた。これに対し、報告者の稲次は、品目別の価格上昇率シミュレーションについて、渡辺(努)の指摘に同意したうえで、提案された分析を試してみたいと応えた。また、都道府県別データを用いた分析については説明変数の変化等に対しても頑健であると指摘したうえで、2000年以降のデータの蓄積が分析結果の差につながっている可能性があるかと述べた。

このほか、渡辺(努)は、労働需給を巡る議論に関連し、海外、とくに米国では、高齢者や女性が感染症拡大後にいったん労働市場から退出し、その市場復帰が遅れている状況を指摘した。そのうえで、わが国でも経済活動が再開する局面で高齢者や女性の労働参加が伸び悩むことがありうるのかという論点を示した。この点に関連し、わが国では、感染症拡大前の景気拡大局面でも高齢者や女性の労働参加の拡大によって労働需要が満たされてきただけに、こうした層の労働市場への参加が慎重化すれば、労働需給が著しく逼迫することも考えられると付言した。これに対し、報告者の桜は、感染症拡大以降のわが国の労働参加率の低下幅は限られるなど米国とは状況が異なる点があると指摘したうえで、感染症が高齢者等の労働参加スタンスに影響を及ぼしている可能性はあり、その動向には注意が必要であると述べた。

5. パネルディスカッション：経済主体の行動変化と物価変動

モデレーター：塩路 悦朗（一橋大学）

パネリスト：福田 慎一（東京大学）

阿部 修人（一橋大学）

大谷 聡（日本銀行）

5-1 パネリストによるプレゼンテーション

モデレーターの塩路は、①最近のわが国の物価動向について、感染症拡大により生じた財・サービス間の需要シフトなどの構造変化を踏まえて、どのように評価できるか、②それを踏まえ、物価見通しをどのように考えればよいか、という論点を提示した。これらの論点について、各パネリストがプレゼンテーションを行った。

(1) 阿部修人 (一橋大学)

パネリストの阿部は、①の論点について、家計行動が変容し消費構造が大きく変化するもとでは、金融政策の目標として、わが国を含め各国で用いられている（消費支出のウェイトを基準時で固定する）ラスパイレス式の消費者物価が適切かは議論の余地があると主張した。この点、望ましい指数は自明ではないが、(1) 消費ウェイトの変化を勘案したパーシェ式の物価指数は、ここ最近では上昇しているとはいえ、なお感染症拡大前より低い水準にある、(2) 個別品目特有のショックを除きマクロに共通する物価変動要因を捉えることを試みたエッジワース式の指数は、感染症拡大以降もトレンドの変化は殆ど窺われない、とラスパイレス式の指数と動きが大きく異なることを指摘した。

②の論点については、POSデータ等を用いて新商品の浸透比率などを試算したうえで、(1) 2008年の資源価格高騰局面では単価の高い新商品の投入が多くみられその販売も増加していた一方、(2) 今次局面では、新商品の販売が伸びておらず、消費者が安価な既存商品を選好する姿勢を強めていることが示唆されるとの分析を披露した。そのうえで、こうした家計行動の背後に感染症拡大等を受けた所得や年金収入、恒常所得の低迷観測の強まりがあるのならば、それらは先行き物価下落圧力として働く可能性が高く、最近の物価上昇は一過性のものにとどまるのではないかと述べた。

(2) 福田慎一 (東京大学)

パネリストの福田は、①の論点に関して、(1) わが国の低インフレ環境の根源には、わが国が構造的に抱える諸問題と、それによる潜在成長率低下・成長期待低迷があり、(2) 感染症拡大の物価への影響を捉える際にも、これら構造的な諸問題を介した影響に注目すべきであると述べた。そのうえで、財政赤字の拡大や出生率・婚姻率の低下、家計や企業の資金余剰拡大など、わが国が抱えてきた諸問題は最近になって一層悪化していると指摘した。加えて、感染症拡大後の政策対応により企業の新陳代謝の停滞といった新たな問題が生じたほか、海外と比べても、情報技術の活用やグリーン投資といった将来を見据えた改革も滞っているとの見方を示した。こうした考察に基づき、感染症下での構造的な諸問題の深刻化が、足もとの米欧対比でみたわが国の景気回復の鈍さや物価上昇率の低さの背景にあると論じた。

②の論点については、(1) これまでのところ、第2次オイルショック時等と比較すると、資源価格高騰の割には企業物価や消費者物価の上昇幅は限定的であるが、(2) 企業のコスト吸収余地がさすがに限界に近付いている可能性があり、短観等でも企業の価格設定行動に変化の兆しも窺われるため、(3) 今後、企業がコスト上昇を販売価格に転嫁する動きが強まっていくのではないかと述べた。ただし、感染症下での構造的な問題の深刻化も踏まえると、現時点では、コストプッシュ圧力の強まりを背景とした物価上昇が、人々のマインド変化等を介して需要が牽引する持続的な物価上昇につながる経路は想定しにくいとの見方を示した。

(3) 大谷聡（日本銀行）

パネリストの大谷は、①の論点に関して、今後、物価が上昇基調を続けるかは、企業の価格設定行動の変化がさらに広がり、そうした行動が社会に定着するかに依存すると述べた。この点に関連し、過去を振り返ると価格改定頻度等が非線形的に変化する局面があることを指摘し、こうした変化を生むメカニズムは解明されていないが、進化論的ゲーム論の枠組み——例えば、一定割合の企業が値上げ戦略を採ると、その戦略が社会全体の最適対応として定着するなど——がヒントになるかもしれないと論じた。そのうえで、本日のセッション報告を踏まえると、企業が値上げ戦略を選択しやすい環境を実現するには、インフレ予想や賃金の上昇が必要であり、そのためには成長期待を高めることも求められるのではないかと述べた。

②の論点について、当面は物価上昇に伴い実質賃金がマイナスとなる可能性が高いと指摘したうえで、安定的な物価上昇の実現には、賃金がしっかりと上昇し、実質所得が確保されることが重要と述べた。この点、わが国の労使交渉では、従来「雇用維持」が重視され、実質賃金が下落しても賃上げにはつながりにくかったが、先行き、人口動態の変化も進むもとで、労働需給の引き締めから、次第に交渉の焦点が「賃金」に移っていくかが1つのポイントになると述べた。また、コストプッシュ型の物価上昇は、短期的には社会厚生を低下させるが、これを契機に賃上げと物価上昇が実現する均衡にシフトすることがあれば、中長期的には経済にプラスの影響を及ぼすことも考えられると述べた。

5-2 ディスカッション

パネリストによるプレゼンテーションを受け、フロア参加者も含めて議論が行われた。

(感染症下での構造変化と物価変動)

大谷は、福田に対して、わが国同様、構造問題への対処の遅れが指摘される欧州でも物価上昇率が高まっていることを指摘し、構造的な諸問題が部門間の円滑な資源再配分や需要が強まっている分野での供給能力拡充を阻害し、物価を上押しする経路を考える必要はないかと質問した。福田は、わが国では、構造問題に起因する将来に対する悲観などから、企業や家計の所得が増加しても、それが支出につながらず物価を下押しする経路の影響が大きいとの認識を示した。また、わが国では、米欧対比で企業のマークアップ率が上がっておらず、競争力のある商品を供給できる企業や業種が育っていないことも、低インフレにつながっていると応えた。

青木は、福田のプレゼンテーションに関連して、構造改革の遅れが潜在成長率低下を介して自然利子率を押し下げるならば、名目金利の下限制約のもとではデフレバイアスを生み、トレンドインフレの低下につながりうると指摘した。福田は、この指摘に同意したうえで、人口減少や企業・家計部門の投資・消費不足によって限界生産性が低下していることが、自然利子率を下押ししていると考えられると述べた。

渡辺(努)は、足もとのグローバルにみられる価格上昇について、持続的な物価上

昇なのか、あるいは1回限りの価格水準の調整なのか理解することが重要であると指摘した。そのうえで、足もとの価格上昇が、感染症を受けて経済主体の選好が変化し、消費構造や労働供給スタンスが構造的に変化したことに伴う1回限りの相対価格の調整ならば、持続的な物価上昇につながる可能性は低いと論じた。もっとも、この場合、調整に必要とされる相対価格の変化は何であり——例えば、労働の不効用が増しており、実質賃金が上昇する必要があるのか——、その調整にどの程度の時間を要するのか、理解は進んでいないと指摘した。福田は、感染症拡大を受けて経済主体の選好が大きく変化しているとの見方に同意したうえで、わが国では、感染症拡大以降、幅広い業種や分野に政策支援が手厚く行われていることも踏まえると、必要とされる相対価格の調整には相当の時間を要する可能性があるのではないかとの見方を示した。

（企業の価格設定行動とインフレ動学の閾値）

阿部は、大谷が示した非線形的に企業の価格設定行動が変わりうるのかという論点について、理論的にはメニューコストや戦略的補完性を前提とした考え方であると整理したうえで、POSデータを見ると、個別商品の店頭価格は頻繁に変動しており、こうした仮説が成り立っているのか疑問であると述べた。青木は、インフレ動学の閾値を巡る議論に関して、相応の物価上昇率がみられた時代と現在の違いの一つは、物価上昇率を受けて自動的に価格を調整するメカニズム（インデクセーション）の有無であると指摘したうえで、どの程度、物価上昇率が高まれば、インデクセーションが復活するのかが1つのポイントになると論じた。大谷は、実際の企業の価格設定行動は、商品の特性や市場寡占度などにより区々であるが、企業が価格を大きく変化させるか判断する際には、ライバル企業のうちどの程度の割合が価格を変化させるかなど、何らかの閾値が意識されることが多いのではないかと指摘した。そのうえで、その閾値は、事前に特定の水準に定まっているというより、その時々々の社会情勢や家計の受け止め方によって、変化しうるものと考えられると述べた。こうした意味合いにおいて、閾値に関する議論は、物価のノルムに関する議論と表裏一体であり、今後研究を蓄積していく必要があると付言した。

（コストプッシュ型の物価上昇の所得分配面への影響）

小枝は、コストプッシュ圧力の高まりによる物価上昇は家計のインフレ実感の高まりをもたらす側面があり、これが消費を下押しする可能性があるとの論点を提示した。この点に関連して、福田は、今次局面では生活必需品に偏って価格が上昇していることを踏まえると、全ての品目が同じように上昇している局面と比べると、物価上昇の所得分配面でのコストが生じやすいことは重要な論点であると指摘した。大谷は、生活必需品を中心とした最近の価格上昇の影響について、所得の高い家計では感染症下で増加した手持ち資金等がバッファーとして働く余地がある一方、生活必需品への支出比率の高い、所得の低い家計では実質所得の減少幅が大きいこともあり影響を強く受けると考えられ、やや長い目でみて経済・物価の下押しにつながる可能性があるとして述べた。モデレーター塩路は、物価上昇の分配面への影響は非常に重要であり、今後とも議論を深めていく必要があると締めくくった。

(インフレ予想と賃金動向)

福田は、大谷に対し、インフレ予想を評価する際には、人々がどの品目が上昇すると予想しているのかも重要と指摘したうえで、足もとではエネルギー価格等の上昇観測は強まっているとみられるが、その他の品目についても上昇見通しが強まっているのだろうか、と問うた。大谷は、最近のインフレ予想の上昇はエネルギー価格高や円安の波及による関連品目の値上げを織り込んでいる面があると指摘したうえで、経済活動の改善が継続していけば、様々な品目の価格が緩やかに上がっていくとの予想が高まっていくのではないかと述べた。

若田部は、インフレ予想に関して、経済主体別（家計・企業・専門家）に短期・中長期の指標がそれぞれ存在しているが、わが国では、どの指標を重視すべきか意見を求めた。これに対し、阿部は、インフレ予想の計測を巡っては課題が多く、現時点で優れた指標を特定することは難しいと指摘した。そのうえで、海外の研究結果を披露し、インフレ予想の値だけではなく、その分布等にも着目していくことが重要かもしれないと述べた。福田は、家計・企業・市場参加者といった主体別の違いに加え、家計のなかでも所得階層別の違いなど、様々な異質性を含めて評価していくことが望ましいとの見解を示した。

賃金動向を巡って、阿部は、福田に対して、感染症の拡大が生産性や賃金に及ぼした影響について問うた。福田は、感染症拡大下で失業者がさほど増えなかった一方で、強力な政府支援もあって、休業者が大きく増えたことを指摘した。そして、生産性や賃金を引き上げていくためには、休業者が新たな技能等を身に付け、他部門へ移動することが望まれるが、こうした動きがみられない点が課題であると評価した。

陣内は、わが国のインフレ動学が米欧と異なる背景としては、賃金動学の違いがとくに重要であると述べた。そのうえで、2回のワークショップでわが国の賃金の硬直性等については議論を深めてきたが、別の視点として、わが国の労働市場が海外の労働市場から分断されていることが、内外の賃金動学の違いに影響している可能性もあるとの見方を示した。福田は、IT業界等での高スキル人材だけでなく、比較的単純な作業に従事する人材を含めて、グローバルに争奪がみられているが、国内外の労働市場が分断されていることで、わが国は人材確保に遅れていると指摘した。そして、このことは経済成長の妨げになっているとともに、内外の賃金の動きの違いに影響している可能性もあると論じた。

(行動変容と物価の計測)

大谷は、阿部に対し、米欧では感染症下で一部製品の需要が急拡大しそれらの価格が急上昇したことから、公表されているラスパイレス式の物価指数は物価上昇を過小評価している可能性があるとの議論があった一方、わが国では、逆の動きになっているとの分析は興味深いと指摘した。阿部は、米欧でパーシェ式の物価指数を算出している国はないため厳密な比較は難しいが、わが国では、消費者が安い商品を選好する傾向が強いことがパーシェ式の物価指数が低水準で推移している背景にあるのではないかと述べた。

福田は、阿部に対し、感染症下において需要構造が大きく変化したことを念頭に、2020年基準の消費者物価指数が2019年と2020年の消費支出ウエイトの平均値を基準としていることの妥当性について問うた。阿部は、理論的な論点は多いとしたうえで、公的統計として保守的な方法を用いるとの方向性のもと、最終的には兩年のウエイトを平均する方法が採られたのではないかと述べた。この点に関連し、清水は、物価指数はスムーズに推移するべきであり、したがって過去の支出ウエイトに基づく計測が好ましいとの考え方が、物価指数の専門家の間では支配的であると付言した。

6. 閉会挨拶

閉会にあたり、植田は、今回のワークショップを振り返り、感染症拡大前後におけるわが国の物価変動の特徴点について、非常に有意義な議論が行われたと総括した。パススルー率の非線形性、サービス価格の硬直性とインフレ予想との関係、賃金変動率分布の変化等をセッション報告で示された興味深い点として指摘した。そのうえで、パネルディスカッションで議論された物価の先行きを巡る議論に関連して、過去20年以上続いているわが国の低インフレの背景と先行きの物価を考えるための追加的な論点をいくつか示した。

第1に、過去20年の趨勢的な(実質為替でみた)円安進展と交易条件悪化の経済・物価への影響という論点を指摘した。具体的には、①円安の進展が輸出の増加につながれば、国内の物価や賃金上昇につながると考えられるが、なぜこうした動きが生じなかったのか、②円安に伴う本邦企業の海外保有資産のキャピタルゲインの影響や、円安に伴う海外勢の本邦への投資増加がわが国の資産価格に及ぼす影響をどう考えるか、③交易条件悪化に伴う実質所得の棄損が、サービスを中心とした国内価格を下押しする影響をどのように評価するか、といった点を課題として示した。

第2に、インフレ予想や賃金上昇率がどのように決定されるのか、という論点を指摘した。これらは、①一気に急低下した1990年代後半のように動くときには急激に動くこともあるが、②2000年代以降は低迷を続けており、その決定メカニズムが分かりにくくなっていると述べた。そのうえで、セッション報告等で示された最近の賃金動向等の変化が、20年以上の長期に亘る調整が終了しつつあることを示しているのか、更なる研究が必要と指摘した。

第3に、低インフレ・低金利の長期化自体が、わが国経済にマイナスの影響を及ぼしているのか、という点を挙げた。低インフレ下での相対価格調整の遅れや、いわゆる「ゾンビ企業」の存続、分配への影響などは、経済にマイナスの影響を及ぼしてきた可能性があるが、この点についても議論を深めていく必要があると述べた。

そのうえで、最後に、米国における最近の供給制約を起点とする物価高騰を予見できた人が殆どいなかったように、先行きのわが国の物価を巡っても不確実性は大きいと指摘した。わが国の長期に亘る低インフレ環境は、これまで議論してきた点

も含め様々なプラス・マイナス要因が打ち消しあった結果として成立してきた可能性もあり、今後、思わぬ要因が強まることでそのバランスが崩れ、物価上昇率が急激に高まる可能性も否定はできないと指摘した。

以 上

「コロナ禍における物価動向を巡る諸問題」に関するワークショップ
第2回「わが国のフィリップス曲線とコスト転嫁」

開催日 2022年5月30日(月)

場所 日本銀行本店9階大会議室A

プログラム			
13:00-13:05	開会挨拶	貝塚 正彰	日本銀行理事
第1セッション コストプッシュ圧力の消費者物価へのパススルー			
13:05-14:20	報告者	八木 智之	日本銀行調査統計局企画役
		倉知 善行	日本銀行調査統計局企画役
	指定討論者	渡辺 努	東京大学教授
		陣内 了	一橋大学准教授
14:20-14:35	休憩		
第2セッション わが国における物価変動：コロナ禍における変化と先行きの論点			
14:35-15:50	報告者	桜 健一	日本銀行調査統計局企画役
		稲次 春彦	日本銀行調査統計局企画役
	指定討論者	青木 浩介	東京大学教授
		敦賀 貴之	大阪大学教授
15:50-16:05	休憩		
第3セッション パネルディスカッション：経済主体の行動変化と物価変動			
16:05-17:35	モデレーター	塩路 悦朗	一橋大学教授
	パネリスト	福田 慎一	東京大学教授
		阿部 修人	一橋大学教授
		大谷 聡	日本銀行調査統計局長
17:35-17:50	閉会挨拶	植田 和男	共立女子大学教授 ・東京大学名誉教授
	司会進行	長野 哲平	日本銀行調査統計局経済調査課長

* 第1、第2セッションは、報告30分、指定討論者のコメント各10分、フロア討議(報告者の応答を含む)25分

外部参加者・発言者等の氏名および所属
(所属は当時、敬称略、五十音順)

所属	氏名
東京大学	青木 浩介
一橋大学	阿部 修人
日本銀行	雨宮 正佳
日本銀行	稲次 春彦
共立女子大学・東京大学	植田 和男
日本銀行	内田 眞一
京都大学	宇南山 卓
日本銀行	大谷 聡
日本銀行	貝塚 正彰
日本銀行	倉知 善行
日本銀行	黒田 東彦
早稲田大学	小枝 淳子
慶應義塾大学	小林 慶一郎
日本銀行	桜 健一
一橋大学	塩路 悦朗
一橋大学	清水 千弘
東京大学	新谷 元嗣
一橋大学	陣内 了
大阪大学	敦賀 貴之
東京大学	仲田 泰祐
日本銀行	長野 哲平
東京大学	福田 慎一
一橋大学・RIETI	森川 正之
日本銀行	八木 智之
日本銀行	若田部 昌澄
東京大学	渡辺 努
東京大学	渡辺 安虎