

「基調的な物価上昇率」について

伊豆久

はじめに

物価の上昇が続いている。現在のインフレの特徴の一つは「食品」の値上がりが激しいことで、上昇率は七・六％に達している（今年二月、前年同月比）。総合指数では三・七％、日銀が重視する「生鮮食品を除く総合」でも三・〇％である（図表1）。

日銀が「物価安定の目標」としている二％を、二二年四月以降三年にわたって上回っているのであるから、目標は持続的安定的に実現したように思われるが、日銀の判断は異なる。政策金利は昨年来引き上げられてきたとはいえ〇・五％にとどまり、実質金利はマイナスのままである。その理由について日銀の内田副総裁は、先月の講演会で「①現在の物価上昇にはまだグローバルなインフレによるコストプッシュの影響が残っていて、それはいずれ減衰していく、②賃金上昇を伴う形で物価が上昇するという『基調的な物価上昇率』はまだ二％に至っていない」と述べている⁽¹⁾。

図表1 消費者物価指数



(注) 2019年1月～25年2月、月次、前年同月比。
(出所) 消費者物価指数（総務省）より作成。

確かに、金融政策は効果の発現に時間を要するため、物価の一时的な変動に振り回されるべきではない。そのため、総合指数で示される物価から一时的な要因を除いた「基調的な」変化を見ることが必要となる。

しかしながら、最近の日銀の説明する「基調的な物価上昇率」は、以前とその内容や性格が変化しているように思われる。また、生鮮食品や帰属家賃など、従来の扱いでよいのか疑問の残る点も少なくない。

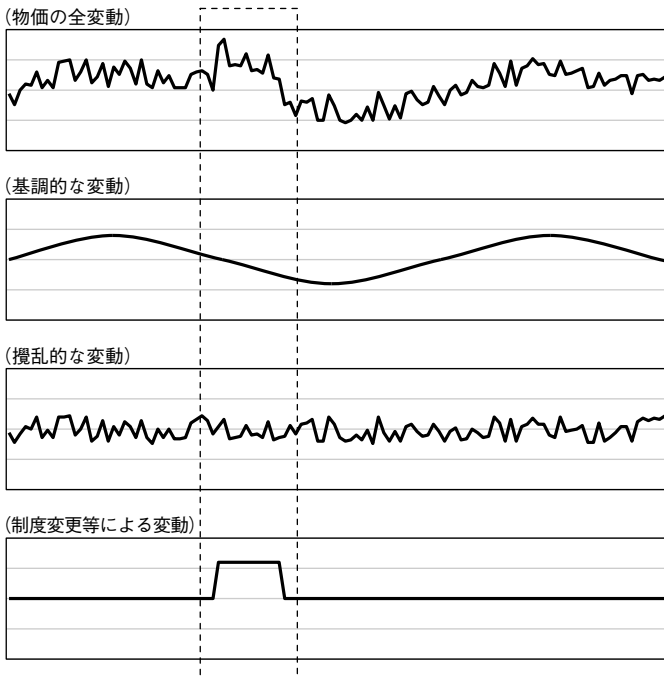
「基調的な物価上昇率」をカギに、最近の日銀の考え方を探ってみたい。

1 かつての「基調的な物価上昇率」論

はじめに、かつての日銀の「基調的な物価上昇率」を見てみよう。

図表2は、二〇〇六年の日銀のレポートに掲載された「基調的な物価上昇率」の概念図である。それによると、消費者物価の総合指数は、以下の算式のように分解可能である。

図表2 基調的な変動の抽出



(出所) 白塚重典(企画局)「消費者物価指数のコア指標」『日銀レビュー』2006年4月、2頁、図表2、同「消費者物価コア指標のパフォーマンスについて」『日銀レビュー』2015年11月、3頁、図表3。

【物価の全変動】 Ⅱ 【基調的な変動】 ＋ 【攪乱的な変動】 ＋ 【制度変更等による変動】

【攪乱的な変動】とは、天候不順による生鮮食品価格の変動など、基調とは区別される一時的な物価の変動を指す。また【制度変更等による変動】とは、消費税の引き上げや公共料金の値上げのように、一時的に物価（消費者の実際の購入価格）を押し上げるものの、一年が経過すれば前年同月比で計測される物価への影響が消失する要因である。図表2の点線枠内が示すように、この期間、総合指数が上昇しているが、それは制度変更等による一年限りの現象であり、物価の基調が上昇したわけではない。

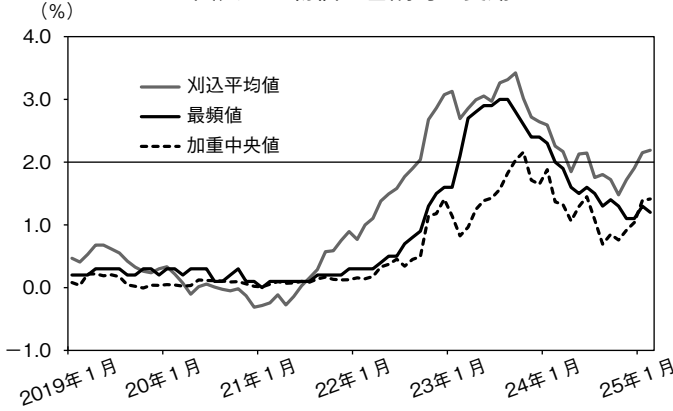
そして「基調的な物価上昇率」は、総合指数から、こうした一時的な要因や制度変更による要因を除くことで把握可能となる、経済実勢を反映した物価変動のことである。

実際には、（制度変更による要因はともかく）何が一時的な要因であるかの判断は難しく、例えば、日銀は「生鮮食品を除く総合指数」を重視しているが、米国F R Bは「食品とエネルギーを除く総合指数」をコア指数としている。多くを除外すればより「基調」に近づけるかもしれないが、そうすると平均的な消費者が実際に購入する「商品バスケット」から離れてしまうという問題もある。

そうした実務上の問題は残るとはいえ、概念上は、「基調的な物価上昇率」は以上のように整理され、全く同じ図表が二〇一五年のレポート（図表2の出所参照）に再掲されていることから、この考え方が日銀において長く支持されてきたと思われる。

日銀が公表している「基調的なインフレ率を捕捉するための指標」もこうした考え方を延長したものであろう（図表3・4）。上下に価格変動の大きなもの各一〇％を除いたり（刈込平均値）、品目別の価格変動率を〇・

図表3 物価の基調的な変動



(注) 前年同月比、2019年1月－25年2月。

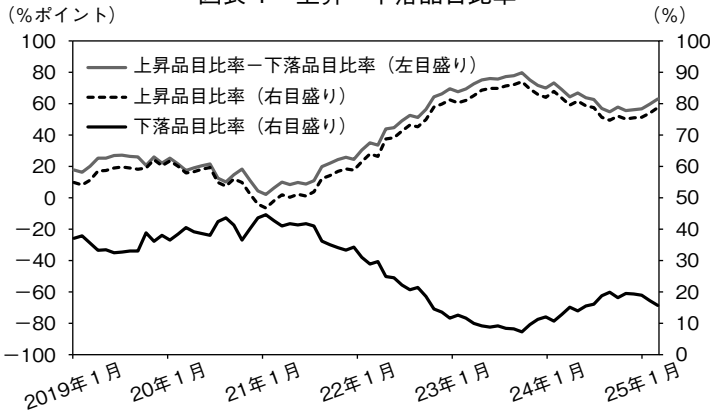
刈込平均値：品目別価格変動分布の上下各10%を控除した値。

最頻値：品目別価格変動分布において最も頻度の高い価格変化率。

加重中央値：価格上昇率の高い順にウエイトを累積して50%近傍にある値。

(出所) 日本銀行「消費者物価の基調的な変動」。

図表4 上昇・下落品目比率



(注) 2019年1月－25年2月。生鮮食品を除く総合。

上昇・下落品目比率：前年同月比で上昇・下落した品目の割合。

(出所) 図表3に同じ。

一%刻みで並べた時の最多の変動率を抽出したり(最頻値) することで、基調的な変化を探ろうとしている。⁽²⁾
 そしてこれを見ると、「刈込平均値」は二三年後半に、「最頻値」も二三年初めには二%を超えている。つまり、日銀自身のこうした従来の考え方にもとづけば、「基調的な物価上昇率」は遅くとも二三年初めには目

標とする二%を上回っていたのではないかと思われるが、にもかかわらず日銀は、現在でも「基調」はまだ二%に達していないとしている。そうした判断の背景には、「基調的な物価上昇率」の考え方そのものの変化があるように思われる。

2 現在の「基調的な物価上昇率」論

植田総裁は、(総合指数は二%を超えているものの)「基調的な物価上昇率」は二%を下回っていることを繰り返して主張してきた。そして先月には、その説明を一步進めて「(基調的な物価上昇率は)一%以上、二%は下回る」⁽³⁾と、上下の範囲を具体的に示している。その数値の根拠はどこにあるのだろうか。

それについては、内田副総裁が、先に引用した先月の講演の中で根拠となる資料として昨年四月の『展望レポート』内のコラムを指示している⁽⁴⁾。それを見てみよう⁽⁵⁾。

そのコラムは、まず、

今次局面では、①輸入物価の大幅上昇を起点とした物価上昇——コストプッシュによる物価上昇——と、②こうしたもとの企業の賃金・価格設定行動の変化を受けた賃金上昇を伴う物価上昇——賃金と物価の好循環の強まり——、という二つの変化が生じているため(中略)、②の動きを抽出することが、物価の基調を捉えるうえで重要である。

とした上で、そのための三つのアプローチを紹介している。

第一は、物価統計から、①輸入物価などの一時的な変動の影響を受けにくい指標や、②人件費の変動などの動きを反映した指標を作成するアプローチである。前者については（中略）、今次局面では、輸入物価の上昇を起点に、きわめて広範な品目で物価が大きく上昇したため、これらの指標（従来日銀が用いていたコア指数や刈込平均値等）も、消費者物価指数そのものと同様に、大幅に上昇した。そこで、日本銀行では、新たに、品目別に変動率の高低に応じて分類し、一時的な要因の影響をより受けにくい「低変動品目」を抽出して分析している。（中略）

後者については、例えば、一定のモデルで消費者物価の変動のうち「賃金要因」とみなしうる部分を抽出する方法や、コスト構造に占める人件費の割合が高いサービス価格のトレンドを抽出する方法が考えられる。（丸括弧内と傍線は引用者）

以上が一つ目のアプローチで、二つ目は予想物価上昇率に着目したアプローチであるが、そこでは、様々な経済主体・年限によるデータを統計的手法で集約した合成指標が作成されている。三つ目のアプローチでは、経済モデルを構築してトレンドインフレ率（経済に追加的なショックが生じない場合の、物価上昇率の長期収束値）が推計されている。

そしてこれら三つのアプローチの結果を示すグラフは、いずれも二一年頃から「基調的な物価上昇率」が上昇してはいるものの、現状一％程度から二％程度の間にとどまっていることを示しているのである。日銀の、基調はまだ二％に達していない、との見解はこうしたデータをベースにしているものと思われる。

3 いくつかの疑問

しかし、以上の考え方にはいくつか疑問が残る。

まず、第一のアプローチでは、輸入インフレがこれまでになく広範囲に広がったことから、その影響を受けなかった「低変動品目」（変動率低位三分の二）が抽出されているのであるが、対象品目の三分の二を切り捨てて変動しない商品三分の一だけを取り出せば、それが変動していないのは当然のように思われる。むしろ問われるべきは、従来一時的かつ狭い範囲にとどまっていた輸入インフレの影響が、今回はなぜ長期化し広範囲に及ぶことになったのか、ではないだろうか。

また、この「基調的な物価上昇率」論では、物価上昇の要因の「外生性」（輸入物価由来）と「内生性」（賃金由来）の区別が過度に重視される一方で、その持続性（「一時的」か「持続的」か）の区別が相対的に軽視されているように思われる。

確かに一般的には、円安や輸入物価の上昇といった外生的要因による物価上昇は、国富の流出が国内の購買力を低下させるため、一時的なものとなりやすい。他方で、賃金の上昇という内生的な変化は、消費需要の面からも企業の生産コストの面からも物価を押し上げ、その物価上昇がさらに賃上げニーズを高めるという循環を招き長期化しやすい。

しかしながら、今回のインフレの最重要の特徴は、こうした外生的・一時的・という傾向が崩れ、外生的であるにもかかわらず持続的となつているところにあるように思われる。にもかかわらず、前述のコラムでは、賃金の上昇のみが「基調」を上昇させるものとされ、輸入物価の影響力の持続性が軽視されているように見える。「基調的な物価上昇率」を考える上で重要なのは、それが「持続的」であるか否かであり、その要因が内生的で

あるか否かは二次的なものではないだろうか。ちなみに、図表2の出所にあげている日銀のかつてのレポート二本は、賃金には全く言及していない。物価の基調を考える上で重要なのは、攪乱的（一時的）要因を取り除くことであり、それが何に由来するかは直接的な問題ではないからであろう。

第二のアプローチでは、予想物価上昇率を取り上げられているが、日銀が昨年末に発表した『多角的レビュー』でも、日本の予想物価上昇率の形成は「適格的」であることが繰り返し確認されている⁽⁶⁾。つまり、現在までのインフレ率から今後を予想しているものであり、となれば、そこにそれ以上の意味を求めるのは生産的ではないように思われる。

第三のアプローチのモデルによる「トレンドインフレ率」の推計については、コラム自身が「前提としているモデルの仮定によるところが大きいことや、新たなデータが更新されるたびに推計結果が変わりうる点も踏まえ、幅をもつてみる必要がある」としている。さらに、三〇年ぶりのインフレとなると、過去のデータにもとづく推計がどの程度現実的な意味をもつか、慎重な取扱いが必要であろう。

4 輸入インフレの長期化と賃金の上昇

では、今回のインフレは、輸入物価を起点としているにもかかわらず、なぜこのように長期化しているのだろうか。

今回の輸入インフレは、①二一年からのコロナ後の経済活動の再開にともなう需要の急回復、②一方での供給側の、コロナの影響による生産・流通の混乱の継続、③二二年初めからのロシア・ウクライナ戦争、④二二年三月からの米国FRBの急激な利上げによる円安の進行、と多くの要因が重なったことから、その規模も期間も異

例のものとなった。その上、日銀が、輸入物価の上昇による「第一の力」は物価の基調を上昇させるものではないとして、金融緩和を継続する姿勢を強調してきたことが、さらなる円安を促し輸入物価を押し上げた。

例えばリーマン・ショック前後（二〇〇七―一〇年）の輸入物価の推移と比較してみると、今回は、上昇幅がさらに大きく、またその後の下落は小さくかつ短期間である。そのため、輸入物価は、コロナ前と比較すると大きく上昇したままなのである。

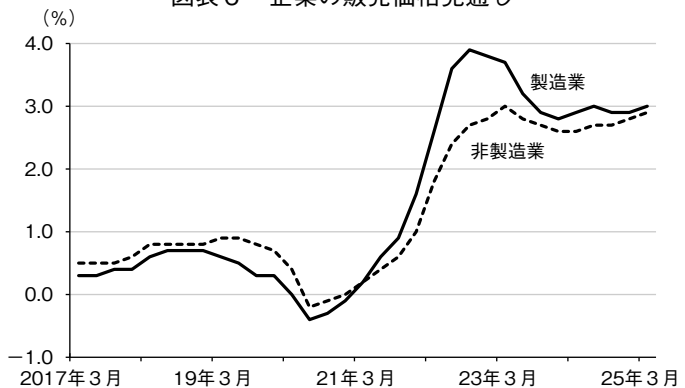
そしてこうした大幅かつ長期にわたる輸入物価の上昇が、企業の価格設定行動をも大きく変えたのではないだろうか。図表6は企業の販売価格見通しを示したものであるが、一年後を尋ねたものであるため、予想インフレ

図表5 輸入物価指数



(注) 総平均、円ベース。1999年1月～2025年2月、月次、前年同月比。
(出所) 日銀時系列データより作成。

図表6 企業の販売価格見通し



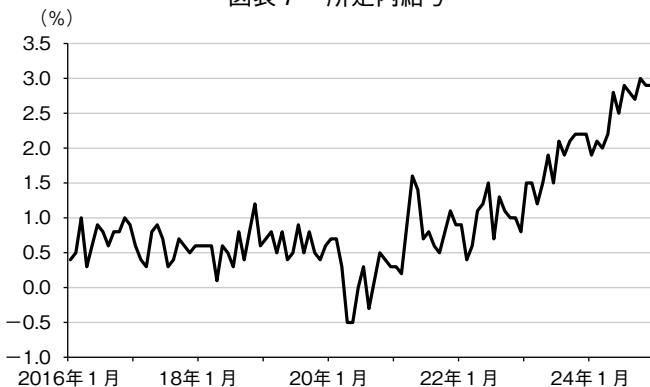
(注) 現状と比較した一年後の変化率。全規模。2017年3月～25年3月、四半期。
(出所) 日銀時系列データ（短観）より作成。

率というより実際の販売計画に近いであろう。輸入物価の上昇を受け値上げが可能であると判断されているのである。消費者は、売れ行きが好調であるからという理由では値上げを容認しがたいが、全般的な仕入れ価格（非輸入物価）の上昇は相対的に受け入れやすいとされる。「輸入物価を起点とする生産コストの上昇が値上げの主な因」だった可能性が高い⁽⁸⁾。

こうした状況を受け、日銀も、二四年七月以降の金融政策決定会合では、「このところ、企業の賃金・価格設定行動が積極化するもとで、過去と比べると、為替の変動が物価に影響を及ぼしやすくなっている面がある」との見解を毎回確認・公表している⁽⁹⁾。しかしそれまでは、それに該当する部分の文言は、「金融・為替市場の動向やそのわが国経済・物価への影響を、十分注視する必要がある」にとどまっていた。図表5・6を見ると、円安の輸入物価や企業の価格設定行動への影響は、むしろ二二年から二三年にかけてのほうが強かったように思われるが、当初はそれを軽視しており、円安や日銀への批判が高まった段階で、円安の影響を強調した文言に修正されたのではないだろうか。この二年近いタイミングのズレは大きな意味をもったように思われる。

そしてこうした輸入インフレの影響拡大に、三〇年ぶりと言われる賃金上昇が加わる。ただしそれは、（日銀が想定していると思わ

図表7 所定内給与



(注) 所定内給与、共通事業所ベース。2016年1月－24年12月、月次、前年同月比。

(出所) 毎月勤労統計（厚生労働省）より作成。

れる）低金利政策による景気や企業収益の改善に由来するというより、単純に人手不足によるものであろう。すなわち、少子高齢化、女性・高齢者層の余剰労働力の枯渇、「働き方改革」の実施が、企業に人材確保のための賃上げを迫っているのである。

それは確かに、持続的なものになると思われるが、物価の上昇に遅れかつ幅も相対的に小さいため、実質賃金はほぼマイナスが続いている。

5 生鮮食品と帰属家賃の扱い

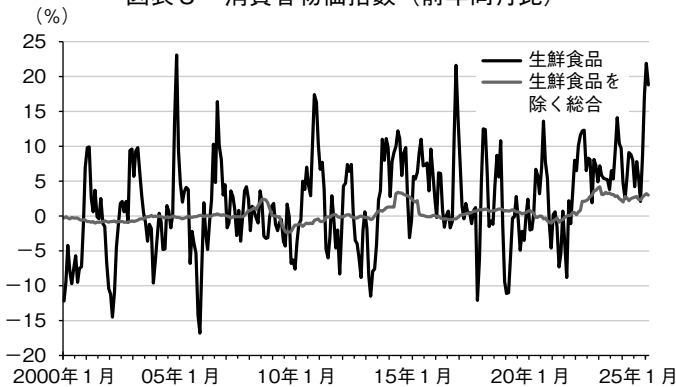
賃の扱い

「基調的な物価上昇率」を考える際、他にもいくつかの問題がある。ここでは、生鮮食品と帰属家賃の問題を取り上げてみたい。

① 生鮮食品価格の持続的な上昇

「基調」を推計する際、生鮮食品を除くことは当然

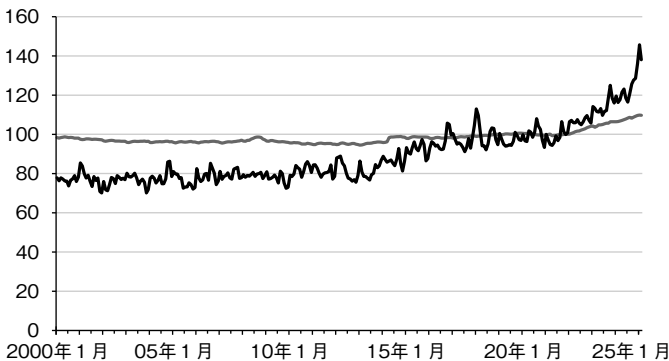
図表8 消費者物価指数（前年同月比）



(注) 2000年1月～25年2月、月次。

(出所) 消費者物価指数（総務省）より作成。

図表9 消費者物価指数（2020年平均＝100）



(注) 2000年1月～25年2月、月次。

(出所) 図表8に同じ。

のことと見られてきたが、それに対して大きな疑問が投げかけられている。⁽¹⁰⁾

図表8が示すように、確かに生鮮食品の価格変動は激しく、物価の基調を見る上ではそれを除くことが望ましいように思われる。しかしながら、図表8の右端部分（二一年以降）をよく見ると、生鮮食品が大きく変動しながらも「生鮮食品を除く総合」を常に上回っていることがわかる。それは、指数そのものの推移を示した図表9を見るとより鮮明となる。生鮮食品の価格は二〇一五年頃までほとんど横ばいであったが、それ以降、（絶対値でも「生鮮食品を除く総合」との相対値でも）傾向的に上昇するようになり、とりわけ足元で急激に伸びているのである。⁽¹¹⁾

こうした事実を踏まえると、「基調的な物価上昇率」を探る上で、生鮮食品を除くことが本当に望ましいのか、慎重な検討が必要であろう。ここでも、やはり重要なのは、価格上昇の論理（内生か外生か）ではなくその持続性の有無なのである。

② 帰属家賃問題

帰属家賃とは、持ち家の家賃を「自分が自分に払っているサービス価格」として計算したもので、日本の消費者物価指数では一五・八%という非常に高いウェイトを占めている。⁽¹²⁾

帰属家賃の問題は、それが生活者に実感しにくいというだけではない。日本の帰属家賃は品質調整がなされていないのである。品質調整とは、例えば、昨年と同じ一〇万円のパソコンでも、性能が一〇%向上しているならば、同一の性能に比べて価格は安くなっていると、物価計測上その分を割安に調整して扱うことを意味する。ところが家賃の計算においては、この品質調整がなされていない。品質調整がなされるなら、名目家賃は同

じでも住宅の「品質」は毎年わずかつ劣化しているため、物価統計上の家賃は上昇するはずである。しかし、品質調整がなされないため、名目家賃が変わらなければ統計上の家賃も変化しない（上昇しない）のである。

そのため、図表10が示すように、帰属家賃はほとんど変化しておらず、したがって、帰属家賃を除いて計測した物価は、それを含む総合指数より〇・五%ほど高いことになる。こちらが、より生活実感に近いであろう。

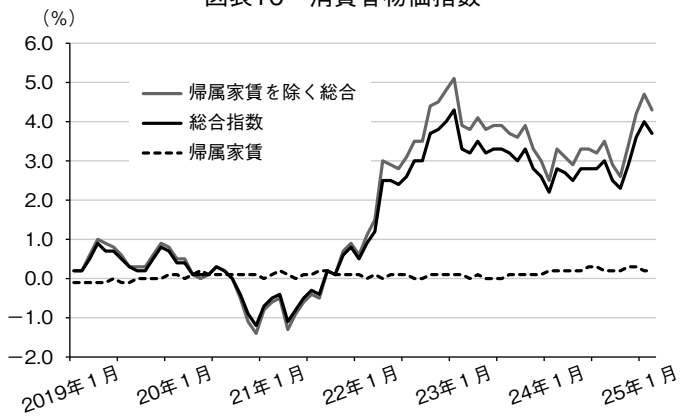
問題はそれだけではない。実は、米国では家賃でも品質調整が実施されているため、その価格は一定の変動を示している。またユーロ圏ではそもそも消費者物価指数に帰属家賃を含んでいない。物価安定の目標を二%とした際の理由の一つは、「それが国際標準だから」というものであったが、その前提が成り立っていないのである。

おわりに

以上のように見てくると、物価の基調は一%以上二%未満であるとする、現在の日銀の説明には十分な説得力がないように思われる。

一〇年を超える異次元の緩和政策を経た後の利上げが少しずつ慎重に進める他ないのは当然であろう。しかし

図表10 消費者物価指数



(注) 2019年1月～25年2月、月次、前年同月比。

(出所) 図表8に同じ。

ながら、この三年を超える物価上昇の過程で、日銀はいくつもの機会を逸したのではないだろうか。⁽¹³⁾

注

- (1) 内田眞一「最近の金融経済情勢と金融政策運営」講演録、二〇二五年三月五日、四―五頁。
- (2) 図表2の出所文献の他、川本卓司・中浜萌・法眼吉彦（調査統計局）「消費者物価コア指標とその特性―景気変動との関係を中心に―」「日銀レビュー」二〇一五年一月参照。
- (3) 植田和男「総裁定例記者会見」二〇二五年三月一九日、五頁。
- (4) 日銀『経済・物価情勢の展望』二〇二四年四月、四二―四五頁（「BOX4」『物価の基調』の捉え方）。
- (5) 前掲「最近の金融経済情勢と金融政策運営」図表9脚注。
- (6) 日銀『金融政策の多角的レビュー』二〇二四年二月、四、二二、四〇―四一、四七頁。また、外部有識者の講評の多くも、この点については同意見である。
- (7) 日銀の「第一の力」、「第二の力」については、拙稿「日銀はなぜ急変したのか？」本誌二〇二四年八月号参照。
- (8) 吉川洋・山口廣秀・阿部將「物価とインフレーションのメカニズム」日興リサーチセンター、二〇二四年五月八日、一八頁。
- (9) 決定会合公表文または『経済・物価情勢の展望・基本的見解』。
- (10) 河田皓史「高騰し続ける生鮮食品価格―本当に物価の基調判断から除くべきなのか？」「みずほインサイト」（みずほリサーチ&テクノロジーズ）二〇二四年七月二二日。
- (11) 生鮮食品のこうした継続的な上昇について、上記レポートは、気候変動とそれによる天候不順の増加が最大の原因で

あるとしながらも、他にも、「①日本食の人気上昇による寿司ネタ需要の高まり、②（気候変動以外の要因による）水産資源の枯渇、③果物の高付加価値化（ブランド化）、④第一次産業における深刻な人手不足を背景とする労務コストの増加、⑤電気代やガソリン代などのエネルギーコスト上昇、⑥為替円安による輸入品価格上昇」などが考えられるとしている。

- (12)
- 帰属家賃の問題は以前からよく知られており、日銀は総務省に品質調整の実施を申し入れているが、いまだ実現していない。西村清彦「経済教室…帰属家賃、物価下押し要因に」『日本経済新聞』二〇一五年七月六日、渡辺務「経済教室…家賃は『品質調整前』に」『日本経済新聞』二〇一五年八月二六日参照。また、日銀の金融政策決定会合においても、「帰属家賃を除く」の重要性を指摘する意見はあり、例えば二〇一四年二月の会合では、石田浩二審議委員から、「物価安定目標は擬制的な支出である帰属家賃を除くベースの指数を中心にみていく、ということを確認すべき」との発言がなされているが、少数意見にとどまっている（金融政策決定会合議事録二〇一四年二月一八—一九日）九二頁）。

- (13)
- 脱稿後、山本謙三「国民と日銀の物価感はずいぶんズレるのか（一）…『基調的な物価上昇率』のワナ…基調はすでに三％」二〇二五年三月三十一日、「国民と日銀の物価感はずいぶんズレるのか（二）…物価高対策は中央銀行の仕事」四月一日（www.kyinitiative.jp）に接した。そこでは、①日銀が二年春以降「基調的な物価上昇率」の意味合いを変えたこと、②「以後、『基調的な物価上昇率』は、政策変更をゆくり行うための材料として使われてきた」こと、③「基調」を探るより適切な方法として総合指数の一二月・二四ヶ月の移動平均が考えられること等が、説得的に示されている。