

資産価格の変動とインフレーションについて

重原 久美春

1. インフレーションの捉え方—消費者の立場から
2. 生計費指数と資産価格とのかかわり合い
3. 政策的インプリケーション

ここ数年、地価・株価など資産価格の上昇が生じた一方、卸売物価・消費者物価等の一般物価指数は大勢として安定を維持するという対照的な動きがみられた。通貨価値の安定こそが金融政策の最終目標であるというとき、こうした資産価格の上昇はどう取扱うべきなのだろうか。以下では、まず消費者の立場からみた場合、通貨価値の下落ないしインフレーションとはそもそもどういう概念なのかについて理論的観点から考察し、次いで資産価格と通貨価値の関係について吟味し、それを踏まえて最後に金融政策運営に際してのインプリケーションを述べる。

1. インフレーションの捉え方—消費者の立場から

インフレーションの定義については、色々なアプローチがあり得るが、消費者の立場から捉えた場合、インフレーションとは、「消費者が一定水準の経済厚生（economic well-being）——すなわち財およびサービスの実質消費（real consumption）——を実現するために必要とする名目支出額（nominal expenditure）の上昇」、換言すれば「一定水

準の消費サービスを受けるために必要な生計費（cost of living）の上昇」として定義される。

ところで、消費者は消費行動にあたって、単に一時点における財およびサービス消費のフローだけではなく、将来の時点における消費のフローをも念頭において、一定の予算制約の下で、現時点から将来の時点に亘る消費から得られる経済厚生を最大化しようという考え方で行動している、とみられる。こうした観点から消費者の立場で捉えたインフレーション指標が、「異時点間生計費指数」（intertemporal cost of living index）といわれるものである。この指数には、現時点で消費される財・サービスのフロー価格だけではなく、将来の時点で消費される財・サービスのフロー価格も織込まれている。

こうした形で定義されたインフレ率は、理論的にはどのような形で計数化されるのだろうか。以下、やや単純化された事例を考え、その捉え方を通常の生計費指数の場合と対比しながら略述してみよう。

- (1) 今、消費者が一定水準の経済厚生を実現するために、その名目所得（1000万円）を

次のような配分で使用する消費行動をとっていたと想定する。

当初の消費パターン

	単位価格	数量	消費額 (名目)
現時点での消費	15万円	20単位	300万円
将来における消費	20	35	700
			計1000

- (2) 次に、消費財およびサービスの現在価格、および将来購入される消費財およびサービスの予想価格がそれぞれ変化したことに伴い、消費者が、所得不変という予算制約の下で経済厚生を最大化するため、次のように消費パターンを変更したとしよう。

価格変化後の消費パターン

	単位価格	数量	消費額 (名目)
現時点での消費	20万円	17単位	340万円
将来における消費	30	22	660
			計1000

この場合、現時点で消費される財・サービスの平均価格は当初の事例に比し33% (15→20万円) 上昇している一方、将来において消費される財・サービスの平均価格は当初の事例における将来の価格に比し50% (20→30万円) 上昇している。通常の生計費指数で捉えられたインフレ率は33%ということになる。

- (3) 上記の事例では、名目所得不変という予算制約の下で選択される現在消費と将来消費の組み合わせの変化 (価格上昇に伴い経済厚生水準は当初の事例に比し低下) を考えたが、財・サービス価格の相対関係の変化 (将来消費される財・サービスの値上

り率の方が現在消費される財・サービスの値上り率よりも大) に応じて、消費者は消費の異時点間の配分を前倒しすることが考えられる。今、現時点で25単位 (当初の事例では20単位)、将来の時点で32単位 (当初の事例では35単位) の消費を行うという消費パターンの変更によって、当初の事例におけると同水準の異時点間経済厚生を価格変化後において実現したとする。

価格変化後において以前と同水準の経済厚生を得る消費パターン

	単位価格	数量	消費額 (名目)
現時点での消費	20万円	25単位	500万円
将来における消費	30	32	960
			計1460

この場合の異時点間生計費は、

$$20\text{万円} \times 25\text{単位} + 30\text{万円} \times 32\text{単位} = 1460\text{万円}$$

となる。したがって、この指数で捉えたインフレ率は46% $\left[= \left(\frac{1460}{1000} - 1 \right) \times 100 \right]$ ということになる。

ところで、全ての財・サービスについて現物市場だけでなく先物市場が存在し、したがって全ての財・サービスについて現物価格および先物価格が存在すると仮定すると、消費者の将来に亘る選択尺度 (効用関数) が時間を経ても変わらない限り、現在および将来における財・サービス価格の変化によって生じる経済厚生一定の下での将来に亘る名目支出額の変化 (消費者にとっての異時点間生計費の変化) が少なくとも理論的には算出し得る。

2. 生計費指数と資産価格とのかかわり 合い

上記のような理論的視点に立った異時点間生計費指数を実際に作成しようとする場合、先物市場がごく一部の財・サービス（しかも比較的短期間のもの）に関してしか存在しないことが問題となる。しかしながら、ここで見逃せないポイントは、既存の資産は将来提供される消費サービスの源泉（sources）であるから、資産価格が将来の消費に対する既存の請求権の価格を具現していると考えることが可能である、ということである。

このような観点に立つと、異時点間生計費指数の作成にあたっては、将来提供される消費サービスの価格の代わりに、将来にあって消費者が望む消費サービスのフローを生ずると考えられる資産価格を考慮に入れることが適当ということになる。その場合、資産といっても極めて多様な形態が存在するが、実物資産（土地、工場設備等）は将来における財・サービスの生産にとって必要な要素（サービス）を提供するものであり、また株式も将来に亘って財・サービスを生産する企業の資産価値を体化したものであるので、それらの価格はいずれも将来生産される（ないし享受し得る）財・サービスの価格を表わす代理変数と一応みなし得る。

ただ、将来物価の期待値の代理変数として資産価格を利用する場合、理論的にもまた実際上も、以下のような問題がある点に注意する必要がある。

(1) 資産価格の変動要因が多様であることの問題

資産価格が変化するのは、将来の財・サービスの期待価格の変化によるだけでな

く、①現在消費と将来消費との間の選好パターン（intertemporal utility function）の変化、②将来時点における財・サービスの相対価格の変化、③生産要素である資産の物的生産性の変化、さらには④投機的なバブル価格の発生、といった多様な要因による。したがって、資産価格の変化が将来の財・サービスの期待価格の変化だけを反映したものと考えerにはかなり無理な面がある（例えば土地価格の上昇は土地の物的生産性の上昇による側面もある）。

(2) データの不完全性の問題

理想的に言えば、将来の財・サービスの価格およびそれを生産するのに必要な全ての資産価格を考慮しなければならないが、市場価格の形成には資産の種類毎に大きな差がある（例えば、株価は刻々変化するのに対し、地価の変化は比較的非連続的）うえ、現状では、利用できる資産価格のデータは必ずしも十分なだけ多くない。

(3) ウエイトの付け方の問題

経済の成長や構造変化に伴い、消費者の選好する財およびサービスの構成も当然変化するが、その場合、指数作成に際し、とくに現在消費と将来消費に関する数量ウエイトをどうするかという問題が起こる。また、利用できる資産価格のデータが実際には限られているので、資産価格間でのウエイト付けをどうするかという問題も発生する。

しかし、上記の問題のほとんどは、なにも異時点間生計費指数を作成する場合に限られたものではなく、既存の物価指数（消費者物価、卸売物価、GDP デフレーター等）にも共通するところが多い問題である（例えば、適切な数量ウエイトの付け方は何か、商品の

品質向上による実質的な価格の低下を指数上どう織込むか等)。消費者の立場に立ってインフレーションを計測する場合、既存の消費者物価指数が前記の例で示したような意味で基本的な限界を持ったものである以上、これを補完する異時点間生計費指数の作成を試みる、あるいは通貨価値動向の判断において少なくとも消費者物価指数に加えて資産価格の動向も勘案していくことは重要と思われる。

但し、資産価格のうち地価については、わが国における現行の消費者物価指数では土地が現在提供する便益の価格である地代・家賃が計上されている¹⁾ので、地価（その理論値は現在における土地サービスの価格および将来における土地サービス価格の割引現在価値の合計）をそのまま加えたのでは重複計算になる点は留意する必要がある。

なお、米国の消費者物価指数においては、1982年までは住宅購入価格や住宅金融の利払いコストが計上されているが、①家屋の購入（投資的支出）を非耐久財の購入（消費的支出）と同一視するのは妥当でない、②家屋の価格と家屋取得のためのファイナンス・コストを同一次元で扱うのは妥当でない、等の理由から1983年以降はこれらの計上をやめ、代わって住宅ストックが提供するサービスの価格である賃貸料を採用（持ち家の場合は類似物件の賃借料を帰属家賃として計上）している（Webb and Willemse [1989]）。消費者物価指数は、あくまでも資産が現時点で提供する

サービスの価格（current rental price）ないし資産からのサービスを利用するためのコスト（current cost of using the service from the asset）を捉えるべきであるとの見方に立つ限り、こうした改訂は統計の性格を一応純化したものといえよう。しかしながら、米国では、異時点間生計費指数の考え方に立って、こうした消費者物価指数の計測方法の改訂を批判すると共に、資産価格を従来以上に重視する必要がある、との見解が示されている（例えば Carlson [1989]）。

3. 政策的インプリケーション

以上のように、既存の消費者物価指数統計は現時点で消費者が利用可能な財・サービスのフロー価格（current flow prices）だけを考慮し、将来時点で利用可能となり得る財・サービスの価格をほとんど無視しているために、消費者にとって真の（長期にわたる）生計費を測定するという意味でのインフレ指標（indicator）としてはバイアスを持っている。

したがって、インフレ圧力が、現在の財・サービス価格と将来の財・サービス価格（または後者をインプリシットに含む資産価格）の間に均等に現われないような場合（例えば、最近のように資産価格が相対的に大幅に上昇するような場合）には、既存の物価指標だけを見ていたのでは、真の通貨価値の維持という金融政策の最終目的の貫徹が難しくなる可能性がある。

1) わが国の現行消費者物価指数においては、土地サービスの価格である地代・家賃が確かに計上されているが、「家賃」のウエイトは総合指数中11.7%、うち借家家賃2.7%、持ち家の帰属家賃9.0%（いずれも基準時である1985年のウエイト）にとどまっている（因に米国では総合指数における家賃のウエイトは28%）。また採用される家賃は継続契約分が主体であるので、上昇の実勢がかなり過小評価されている可能性がある。

この点に関し、例えば Alchian and Klein [1973] は、米国の金融政策担当者が既存の物価指標（消費者物価指数等）だけを当然のこととして重視する一方、資産価格の動きをほとんど無視するという政策を採ったために金融政策の失敗を招いた例として、1967～68年（長すぎた金融緩和）、1969年（強すぎた金融引き締め）、1970～71年（行きすぎた金融緩和）の状況を指摘、消費者物価の動向に資産価格の動向をも加味して判断していれば、通貨価値の維持にとってより適切な政策

運営ができた筈である、と主張している。わが国の金融政策運営にあたっても、将来の財・サービス価格に関する情報を含んだ資産価格の動向について十分な配慮をすることが重要であることは本稿における分析から明らかである。

以 上

[日本銀行金融研究所長]

【引用文献】

- Alchian, Armen A. and Benjamin Klein, "On a Correct Measure of Inflation", *Journal of Money, Credit, and Banking*, February 1973.
- Carlson, Keith M., "Do Price Indexes Tell Us about Inflation? — A Review of the Issues", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, November/December 1989.
- Pollak, Robert A., "The Intertemporal Cost of Living Index", *Annals of Economic and Social Measurement* 4, No.1, 1975.
- Webb, Roy H. and Rob Willemse, "Macroeconomic Price Indexes", *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Review*, July/August 1989.