

物価安定目標としての CPI — 基準改定の影響 —



日本大学経済学部教授（ニッセイ基礎研究所客員研究員） 小巻泰之、
komaki.yasuyuki@nihon-u.ac.jp

経済調査部門主任研究員 矢嶋康次
yyajima@nli-research.co.jp

[要旨]

1

本論の目的は、消費者物価指数（CPI）の基準改定に生じる新旧指数の乖離について、金融政策への影響を検証することにある。2005年基準への移行直後の金融市場での混乱は記憶に新しい。金融政策などの意思決定は旧基準のデータで行われるものの、新旧指数で大きく乖離が生じたからである。

2

本論では、消費者物価指数（CPI）及び卸売物価指数（WPI、2002年11月以降はCGPI、以後WPI（CGPI））の基準年次の改定の中で、新旧基準の指数が存在する重複期間における金融政策の判断について、リアルタイム・データを基に検討する。重複期間とは基準改定の切り替え前の期間であり、CPIで1年半程度、WPI（CGPI）で3年程度ある。重複期間の問題点は、金融政策などの意思決定は旧基準のデータで実施されることにあり、偶然とはいえ、金融政策上の重要な決定を行っている時期と重なっていることがわかる。バブル末期における初めての金融緩和（91年7月）、市場短期金利重視型への移行（95年3月）、ゼロ金利政策の解除（2000年8月）、量的緩和政策の導入（2001年3月）、量的緩和政策の解除（2006年3月）などである。

3

重複期間における新旧指数の乖離は統計的に有意にゼロではないとはいえ、その乖離幅は物価変動全体からみれば大きなものではなく、全ての重複期間で金融政策に影響を与えたわけではない。しかしながら、以下の政策判断では、新旧基準のCPIの乖離が大きな影響を与えていたことがうかがえる。

①CPIの基準改定時の新旧基準の乖離が最も影響を与えたのは、1990年基準及び2005年基準への切換え時である。新旧の指数で異なった情報となっていたことから、政策判断が大きく異なっていた可能性が考えられる。1990年基準への変更時には金融緩和の時期であり、2005年基準への量的緩和政策解除の時期である。ともに、旧基準に比し新基準は、緩和は早め、引締めは遅

めのシグナルとなっている。85年基準では物価指数は3%台後半と当時日銀が想定していたとみられる物価安定のための目標を上回っていたと推察される。特に、90年10月頃から91年4月頃までCPIが4%を超える上昇を示し、その変動に影響された様子がうかがえる。しかし、新基準では3%前後の推移となり、インフレ圧力が弱めであったことが示されている。2005年基準では、当時量的緩和政策の解除条件を巡ってCPIの動きが注目されていた。2006年1月以降CPIはプラスに転じると、量的緩和政策の解除要件が整ったとして、政策変更が実施されている。しかし、その後の新基準ではプラスの転化は2006年5月と遅く、また上昇幅も小さかったことが示されている。

②2000年基準への切替え時では、新旧指数の乖離は小さいものの、ともにゼロ金利政策の解除を支持するものではない。かえってテイラー・ルールで示される金利水準は、ゼロ金利解除後に急速に低下している。当時の政策判断では、物価指数の計測誤差を問題視する一方で、2000年4月発表のWPI（CGPI）がプラスに転じると「デフレ懸念は後退」と総裁発言に変化もみられるなど、物価指数の取り扱いで都合主義的な状況が見受けられる。

4

もともと、日銀においては物価指数の問題点は十分に理解され、またCPIのデータ改定（重複期間の存在やその後の改定動向）にも注意を払い、CPIの問題点に関する研究が実施されてきたことも事実である。また、物価指数でいえばCPIの変動のみで金融政策を決定しているわけでもない。

5

しかし、一般的な経済主体にとっては、新旧基準への区別は問題とされず、あくまでも公表された数値で意思決定を行っているとみられる。2011年6月分のCPIから2010年基準への移行（2011年8月に切替え）される予定であるが、まさに現在が2005年基準と2010年基準との重複期間である。この点においては、物価指数の重複期間における金融政策はそれ以外の時期とは異なったアナウンスが必要となってくるのではなかろうか。¹

¹ 本論の構成では、ニッセイ基礎研究所・野村由美子さんにお世話いただいた。感謝したい。

[目次]

1—はじめに	4
2—政策変数としての CPI	5
1 重複期間の存在と新旧指数の乖離	5
2 金融政策の目標値としての CPI	6
3—政策反応関数を用いた評価	6
1 政策反応関数の推計	6
2 テイラー・ルールによる評価	7
4—まとめ	8
参考文献	10
Appendix 1: 政策決定に与えた諸要因—リアルタイム分析	18

1—はじめに

2001年3月の量的緩和政策の導入に当たり、消費者物価指数（CPI）は金融政策に関する政策変数として明確に位置づけられた。CPIについては、これまでも金融政策の重要な参考系列であった。この背景には、ECB(2003)が指摘するように、CPIは改訂が小さく、月次で利用可能など信頼性や利便性が高く、また家計や企業からの信認が厚いことから重要な政策変数とされてきた。その結果、主要国では米国を除き²、CPIが政策変数として用いられている（鶴飼・園田[2006]）。

確かに、CPIは5年毎の基準改定で指数のウェイトや調査品目などの見直しが行われるものの、各基準年次の対象期間の騰落率が確定値とされ、将来にわたって改定されることはない³。しかしながら、改定されないことがCPIの正確性を保証するものではない。CPIを単に利用するのでは政策決定におけるミスリードを引き起こすと考えられ、これまでもCPIの趨勢変動の把握に関する研究（Mishkin[2007]など）や統計上のバイアスの存在や要因分析（Boskin[1996]、白塚1998など）など、数多くの先行研究が存在する。

他方で、CPIの騰落率は変更されないものの、2005年基準のCPIが発表された直後の金融市場での混乱は記憶に新しい。金融政策などの意思決定は旧基準のデータで行われ、その後CPIが旧基準から新基準へ移行し、新旧指数で大きく乖離が生じたからである⁴。

本論では、CPIの基準改定による新旧基準の指数の乖離が金融政策に与える影響について検討する。物価指数では新旧基準の指数が比較可能となる期間（以下、重複期間）⁵が数ヶ月であるが存在する。しかも、重複期間はCPIの場合約1年半、WPI（CGPI）⁶の場合約3年間と決して短くはない。また、過去の重複期間をみると、偶然とはいえ、金融政策上の重要な決定を行っている時期と重なっていることが多い。バブル末期の景気減速下における初めての金融緩和（91年7月）、金融政策の操作手段を市場短期金利重視型への移行（95年3月）、ゼロ金利政策の解除（2000年8月）、量的緩和政策の導入（2001年3月）及び量的緩和政策の解除（2006年3月）などである。

検討を進めるにあたり、本論で特に考慮する点は以下の2点である。

第1に、CPIの政策変数としての位置づけである。CPIは2001年3月の量的緩和政策の導入時にその実施期間の目処として、初めて明示的に金融政策の目標とされた。それ以前からもCPIは金融政策を判断する上での重要な変数であったことは間違いなからうが、1999年2月から実施されたゼロ金

² 米国ではSNAにおける“Personal Consumption Expenditure (PCE) deflator”が用いられている。その経緯は“Federal Open Market Committee(1999)”に詳しい。

³ ただし、CPIの新旧基準の指数を用いてそれぞれの騰落率を計算すると、歴史的に確定された数値とは必ずしも一致しない。これは、新基準と過去の基準との接続について、過去の計数を比例的にレベルシフトさせる形で接続されることから騰落率で若干の乖離が生じることになる。

⁴ 新旧指数の乖離については、CPIでは清水 誠・永井恵子「CPIに関する取組 2005～06 (2) —平成17年基準改定における新旧指数の差について—」(『統計』、2006/10月号)、CGPIについては日本銀行調査局「2005年基準企業物価指数の改定結果～指数動向を中心に～」(2007年12月)に詳しい。また、物価指数の計測誤差 (measurement error) については、日本銀行(2000)に詳しい。

⁵ 正確には、当然のことながら新旧両方の物価指数は発表されていない。新基準への切り替え時に新旧の両指数を比較検討できる期間のことである。したがって、現実の意思決定では、切り替えまでは旧基準を利用し、切り替え後は新基準で決定されることとなる。

⁶ CGPIは2002年12月にそれまでの卸売物価指数 (WPI) を改定し引き継いでいる。本論ではWPI (CGPI) と表記する。

利政策では、その解除の条件として「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢に至った」場合とされ、CPI は不明瞭な解除条件の一つの条件にすぎなかった。月次ベースの政策反応関数及びテイラー・ルールを推定するに当たって、CPI の目標値と実績とのギャップが必要となるため、本論では日本銀行のこれまでの公表資料を参考に CPI の目標値を推測する。

第 2 に、リアルタイムの鉱工業指数（生産指数、IIP）、CPI をもとに月次テイラー・ルールを推計し、当時の金融政策のタイミングや規模を検討する。本論では特にテイラー・ルールについては、オリジナルなパラメータだけでなく、GMM モデルにより政策反応関数を推定し、その結果を利用する。前者と後者の推計結果を比較することにより、政策変数として物価指数がどの程度重視されていたのかを検証する。

本論の構成は以下の通りである。第 2 節で重複期間における新旧指数の統計的特性を整理し、CPI の政策変数としての目標値を推測する。第 3 節は、政策反応関数を推計し、重複期間における金融政策の決定要因を明らかにする。最後に、第 4 節でまとめを行う。Appendix として、新聞報道やリアルタイムベースの景気指標などをもとに、当時政策判断における外部環境について整理する。

2—政策変数としての CPI

1 | 重複期間の存在と新旧指数の乖離

基準改定時においてのみ、我々は新旧基準の指数の両方が利用可能となる。たとえば、2006 年 7 月に移行した 2005 年基準の場合、CPI は 2000 年基準の対象期間は 2000 年 1 月から 2004 年 12 月までとなるが、作成・公表は 2006 年 12 月まで行われた。この結果、2000 年基準と 2005 年基準との重複期間は 2005 年 1 月から 2006 年 6 月までの 18 カ月となる⁷。平均して、重複期間は CPI の場合約 1 年半、WPI (CGPI) の場合約 3 年間と決して短くはない（**図表 1**）。

1965 年基準以降について新旧指数の重複期間における乖離をみると、**図表 2** の通り、全ての基準年次の系列で、当該基準年次の対象期間を過ぎてから 1 年半近くは変動が大きくなっていることが確認できる。このように対象期間の変動が小さいのは、騰落率は新基準の指数水準をベースに、旧基準（つまり確定した）の騰落率をもとに比例的にレベルシフトさせる形で接続されるからである。

ここでは、重複期間における新旧指数の乖離が統計的にゼロでなく有意であることを確かめるために、対象期間と重複期間の新旧指数の乖離の平均の差の検定（**図表 3** の Test1）、重複期間の新旧指数の乖離の平均の検定（**図表 3** の Test2）を行った。なお、データの定常性を確保するため、本論でのデータは全て対数変換したものをを用いている。乖離は対数変換した数値の差異とした。

その前後の期間の改訂幅の平均値が統計的に異なるかについて検定したところ、70-75 年基準、75-80 年基準及び 80-85 年基準への移行を除き、統計的に有意に棄却できない。したがって、重複期間における新旧指数は異なったものと判断できる。また、90 年基準への切り替え以降は、乖離の平均は統計的に有意にゼロでない。したがって、90 年代以降の政策判断において、CPI 及び WPI (CGPI) の重複期間における新旧基準の指数の乖離は無視できない。

⁷ CPI の場合は、新基準への移行後も一定期間、旧基準は作成される。これは CPI が『小売物価統計調査』（総務省統計局作成）の加工統計であるからである。2000 年基準の場合は 2006 年 12 月まで作成・発表された。

2 | 金融政策の目標値としての CPI

日本銀行はこれまでのところ、いわゆるインフレ目標政策を導入していないとみられる。98年4月の新日本銀行法の施行により日本銀行の目的は「物価安定」と明確化されているものの、具体的な物価安定目標は2001年3月の量的緩和政策の導入まで明示的ではなかった。ゼロ金利実施時には、その後の説明の中でゼロ金利の解除として「デフレ懸念が払拭されるまで」という条件が付けられたものの、物価安定目標としては不明確な状況であった。

本論では、物価指数の影響をより正確にみるために、「金融市場調節方針に関する公表文」や「金融経済月報（基本的見解）」により、当時のCPIの目標値を推察してみた。図表4は、CPIの基準改定前後の日銀の物価に関する見解を抜粋し、その資料の作成で利用可能な時期のCPIの変動である。

1990年基準への改定時では、消費税が導入された89年4月以降CPIが1%台にある状況を「これまでのところなお安定圏内」にある（89年5月）と評価している。その後も2%台にある間は「今後とも物価の安定を確保」（89年10月、12月9日）と安定圏にあるとしている。しかし、直近1年間のCPIが2.5%を超えると、「物価上昇圧力の顕在化を未然に抑制する」（90年8月）としていることから、1%～2%程度を安定圏と評価していたと推察される。1995年基準改定前後では、CPIの5年平均1.9%で「一般物価は安定度を増している」（95年3月）と評価しているものの、CPIが1.5%（直近1年平均で0.2%とゼロ近傍）へ近づく状況で「物価低下圧力が根強い」と物価下落を懸念している。したがって、当時もCPIで2%程度の水準を安定圏の上限とみていたと考えられる。

しかし、2000年基準改定時では、CPIの伸び率は直近1年でマイナスであり5年平均では0.5%となっていた。こうした水準を「物価に対する潜在的な低下圧力」（2000年1月）とみなし、さらにCPIのマイナス幅が拡大する中で「需要の弱さに起因する物価低下圧力が強まる可能性にも留意」（2001年3月）と評価するなど、物価水準がマイナスばかりでなく5年平均で0.5%をネガティブな状況と判断していたとみられる。したがって、当時は1%程度を目標と考えていたと推察される。2005年基準改定前後では、2001年3月にCPI（総合、除き生鮮食品）の前年比が安定的にゼロを上回るとされ、目標が明らかにゼロ%と定められている。

このように、90年以降日銀にとってのCPIでみた場合の安定圏は1%～2%と判断される。本論では、CPIの基準改定の影響を分析するため、1996年6月までが2%、2001年2月までが1%、それ以降ゼロ%を、CPIの目標値と置いた。

3—政策反応関数を用いた評価

ここでは金融政策ルールを用いて、金融政策の変更における物価（CPI）や景気（IIP）の影響について月次ベースのデータにより検討する。最初に、GMMを用いて、物価及び景気変数の統計的な有意性を検証する。GMMの推定で得られたパラメータ及びオリジナルなテイラー・ルールのパラメータを用いて、当てはまり具合をみる。

1 | 政策反応関数の推計

政策反応関数の基本的な構造はテイラー・ルール(Taylor[1993])と同様である。

$$NRate_t = \alpha \text{平均}NRate_t + \beta \text{インフレギャップ}_t + \gamma \text{IIPギャップ}_t + \text{誤差項}$$

NRate は名目短期金利として無担保コールレート翌日物の月末値を用いた。先行研究を含め、月中平均の金利を用いるのが一般的であるが、CPI の発表が月末頃であることから、その影響をより検証したいと考え用いている。平均 *NRate* は 12 カ月移動平均値を用いている。インフレギャップは、2.3 節で推測した CPI の目標値と実績値との乖離を用いている。IIP ギャップは、リアルタイムベースの各月の IIP と HP フィルターにより推計した趨勢的な IIP との乖離を用いている⁸。推計には GMM を用い、操作変数にはインフレギャップと IIP ギャップの 2 カ月ラグを用いている。推計期間は 1988 年 1 月～2006 年 6 月とする。

推計結果（**図表 5**）から、インフレギャップ、IIP ギャップとも有意な結果となっている。また、インフレギャップのパラメータが 0.26 と IIP ギャップの 3 倍程度の大きさとなっており、当時は景気変動より物価を重視する政策運営であったとみられる。

テイラー・ルールによる推計では、パラメータ設定ではオリジナルのパラメータ設定（物価、景気の変数ともに 0.5）だけでなく、物価を重視した物価 1.5、景気 0.5 についても推計する。なお、J テストは推計で問題ないことを示している。

2 | テイラー・ルールによる評価

1990 年基準への切替え時では、テイラー・ルールでみると新基準で 90 年 11 月、旧基準でも 91 年 1 月までは金利上昇を支持する動きにあり、その後は金利低下を示している（**図表 6**）。しかし、現実には 91 年 3 月まで金融引締めが継続し、金融緩和が遅れた状況にあることを示している。全体として、金利水準こそ異なっているものの、月々の CPI が金利変動の変動に影響を与えている様子が見ええる。また、CPI の上昇率が 4%を超えていた時期にはコールレートは 8%を上回るなど、金融緩和を慎重化させた状況が見える。CPI の新旧基準の相違ではその乖離は小幅であるが、ピークアウトする時期が大きく異なっており、新基準の指数で政策判断するのであれば、旧指数と異なっている可能性もある。

1995 年基準への切替え時については、新旧指数の差異はほとんどない。しかし、テイラー・ルールで示される金利低下ペースと比較して、実際の金利低下は小幅かつ遅いものとなっている。

2000 年基準への切替え時では、ゼロ金利政策を解除した 2000 年 8 月までは 1 カ月程度、プラスへの変更を示しているものの、基本的に引締めを示すものではない。特に、ゼロ金利を解除した 2000 年 8 月以降、テイラー・ルールでは金利の急速な低下が必要な動きとなり、ゼロ金利解除が不適切な政策判断であったことを示している。

2005 年基準への切替え時の重複期間では、量的緩和と物価指数との関係が最も分かりやすい形で示されている。旧基準の CPI は 2005 年 11 月以降、プラスの領域で上下動を繰り返しながらも金利上昇傾向を示していた。しかし、新基準の CPI でみると、ゼロを挟んだプラス・マイナスで上下動を繰り返す、趨勢として金利の上昇方向を支持しない。当時の量的緩和政策解除のタイミングとして早めであった

⁸推計期間は 1965 年 1 月から当該期間を 1 カ月ずつずらすことになる。ただし、月次の変動が大きく計算された IIP のギャップの変動も大きい。本論では推計した IIP のギャップを直近 12 カ月の平均値を用いている。

ことを示唆している。

4—まとめ

これまでCPIを巡る議論では、指数のバイアスの存在や基調的な物価動向に関する研究が多く行われてきた。また、CPIの新旧の基準改定比較については、乖離の要因分解やパーシェチェックによる旧指数の平均的な歪みには注目してきたものの、新旧指数の重複期間において旧指数が発表し続けられる影響については分析されてこなかった。重複期間における新旧指数の乖離は統計的に有意とはいえ、その乖離幅は物価指数の変動全体からみれば大きなものではないからと推察される。

しかしながら、以下の政策判断では、新旧基準のCPIの乖離が大きな影響を与えていたことがうかがえる。

①CPIの基準改定時の新旧基準の乖離がもっとも影響を与えたのは、1990年基準及び2005年基準への切替え時である。政策判断で金融政策の判断で異なった情報を与えていた。1990年基準への変更時には金融緩和の時期であり、2005年基準への量的緩和政策解除の時期である。ともに、旧基準に比し新基準は、緩和は早め、引締めは遅めのシグナルとなっている。85年基準では物価指数は3%台後半と当時日銀が想定していたとみられる物価安定のための目標を上回っていたと推察される。特に、90年10月頃から91年4月頃までCPIが4%を超える上昇を示し、その変動に影響された様子が見られる。しかし、新基準では3%前後の推移となり、インフレ圧力が弱めであったことが示されている。2005年基準では、当時量的緩和政策の解除条件を巡ってCPIの動きが注目されていた。2006年1月以降CPIはプラスに転じると、量的緩和政策の解除要件が整ったとして、政策変更が実施されている。しかし、その後の新基準ではプラスの転化は2006年5月と遅く、また上昇幅も小さかったことが示されている⁹。

②2000年基準への切替え時では、新旧指数の乖離は小さいものの、ともにゼロ金利政策の解除を支持するものではない。かえってテイラー・ルールで示される金利水準は、ゼロ金利解除後に急速に低下している。当時の政策判断では、物価指数の計測誤差を問題視する日銀見解を公表する一方で、2000年4月発表のWPI（CGPI）がプラスに転じると「デフレ懸念は後退」と総裁発言に変化もみられるなど、物価指数の取り扱いで都合主義的な状況が見受けられる。

もっとも、日銀においては物価指数の問題点は十分に理解され、またCPIのデータ改定（重複期間の存在やその後の改定動向）にも注意を払い、CPIの問題点に関する研究が実施されてきたことも事実である。また、物価指数でいえばCPIの変動のみで金融政策を決定しているわけでもない。

しかし、一般的な経済主体にとっては、新旧基準への区別は問題とされず、あくまでも公表された数値で意思決定を行っていると思われる。2011年6月分のCPIから2010年基準への移行（2011年8月に切替え）する予定であるが、まさに現在が2005年基準と2010年基準との重複期間である。この点においては、物価指数の重複期間における金融政策はそれ以外の時期とは異なったアナウンスが必要となってくるのではなかろうか。

⁹ 物価指数に関連する日銀総裁の評価（新聞報道）については小巻[2011]を参照。Appendixでそのダイジェストを基に整理した。

今後は、先行研究で指摘されてきた90年代以降の金融政策の問題点について、個々の政策変数の状況をもとに更に詳しく検討してみたい。当時の日本の金融政策の評価についてテイラー・ルールを用いた先行研究では、90年代初の金融緩和の遅れや規模が小さいことが指摘され、ゼロ金利や量的緩和政策の解除を巡る政策評価についてもタイミングが早すぎるなどが指摘されている（地主〔2006〕など）。また、重複期間におけるCPI以外の物価情報の利用についても検討する。まず、考えられるのは、米国で利用されているPCEである。ただし、PCEは四半期系列であり改定頻度も高い。PCEのリヴィジョン・スタディを実施する予定である。

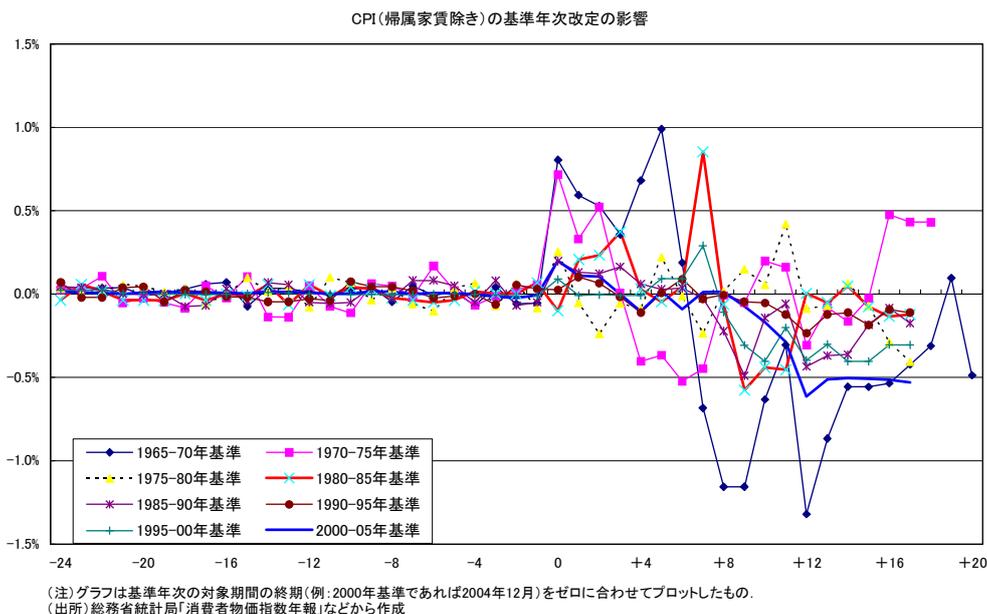
参考文献

1. ECB,2003, “Background Studies for the ECB's Evaluation of its Monetary Policy Strategy,” pp.32-34, 2003年11月18日.
2. Federal Open Market Committee, 1999, “Transcript,” February 2-3 Meeting, pp.30-32.
3. Federal Open Market Committee, 1999, “Transcript,” March 30 Meeting, pp. 56-57.
4. Federal Open Market Committee, 1999, “Transcript,” May 18 Meeting, pp. 57-58.
5. Federal Open Market Committee, 1999, “Transcript,” December 21 Meeting, pp.49.
6. 地主敏樹 (2006) 『アメリカの金融政策-金融危機対応からニュー・エコノミーへ』, 東洋経済新報社.
7. 小巻泰之 (2011) 「金融政策における CPI 基準改定の影響 (リアルタイム分析)」, 日本大学経済学部経済科学研究所, Working Paper, 11-01.
8. 黒木祥弘 (1999) 『金融政策の有効性—「適切」かつ「機動的」な運営を求めて—』, 東洋経済新報社.
9. Mishkin, Frederic S.,2007, “Headline versus Core Inflation in the Conduct of Monetary Policy,” Speech presented at the Business Cycles, International Transmission and Macroeconomic Policies Conference, HEC Montreal, Montreal, Canada, October 20, 2007
10. 日本銀行調査統計局(2000) 「物価指数を巡る諸問題」, 2000年8月2日.
11. 日本銀行調査統計局 「2005年基準企業物価指数の改定結果～指数動向を中心に～」 (2007年12月).
12. The Boskin Commission Report, 1996 “Toward A More Accurate Measure Of The Cost Of Living,” Dec 4,1996.
13. 清水 誠・永井恵子 (2006) 「CPI に関する取組 2005～06 (2) — 平成 17 年基準改定における新旧指数の差について — 」 (『統計』, 2006/10 月号).
14. 白塚重典(1998) 「物価の経済分析」 東京大学出版会.
15. 白塚重典(2005) 「わが国の消費者物価指数の計測誤差：いわゆる上方バイアスの現状」, 日銀レビュー, 2005年11月.
16. 鶴飼博史・園田桂子 (2006), 「金融政策の説明に使われている物価指数」, 『日銀レビュー』, 2006-J-2, 2006年2月.

図表1 基準改訂と重複期間

	対象期間	重複期間
1965-70年基準	65年1月～69年12月	70年1月～71年9月
1970-75年基準	70年1月～74年12月	75年1月～76年7月
1975-80年基準	75年1月～79年12月	80年1月～81年6月
1980-85年基準	80年1月～84年12月	85年1月～86年6月
1985-90年基準	85年1月～89年12月	90年1月～91年6月
1990-95年基準	90年1月～94年12月	95年1月～96年6月
1995-2000年基準	95年1月～99年12月	2000年1月～2001年6月
2000-2005年基準	2000年1月～2004年12月	2005年1月～2006年6月

図表2 重複期間における新旧指数の乖離状況



帰属家賃を除く総合

	平均			F検定	
	期間 1	期間 2	全期間	Test 1	Test 2
1965-70年基準	0.0000	-0.0021	-0.0005	0.0062	0.1393
1970-75年基準	0.0000	0.0004	0.0001	0.2947	0.5984
1975-80年基準	0.0000	-0.0002	-0.0001	0.4394	0.6055
1980-85年基準	0.0000	-0.0002	0.0000	0.6796	0.8278
1985-90年基準	0.0000	-0.0010	-0.0002	0.0006	0.0590
1990-95年基準	0.0000	-0.0005	-0.0001	0.0008	0.0232
1995-2000年基準	0.0000	-0.0015	-0.0003	0.0000	0.0114
2000-2005年基準	0.0000	-0.0019	-0.0004	0.0000	0.0074

生鮮食品を除く総合

	平均			F検定	
	期間 1	期間 2	全期間	Test 1	Test 2
1980-85年基準	—	—	—	—	0.0041
1985-90年基準	—	—	—	—	0.0064
1990-95年基準	0.0001	-0.0003	0.0000	0.0823	0.3272
1995-2000年基準	0.0000	-0.0009	-0.0002	0.0003	0.0546
2000-2005年基準	0.0000	-0.0016	-0.0003	0.0001	0.0528

(注) 1. 数値は帰属家賃除きCPIから計算した平均及びF検定の結果
 2. 期間1は各基準年次の対象期間、期間2は重複期間の18カ月間を意味する。
 3. F検定はProbabilityを示す。Test 1は期間1と期間2の平均の差異、Test 2は期間2の平均がゼロとの検定。
 4. 帰属家賃を含む総合の70-75基準、生鮮食品を除く総合の1980-85年、1985-90年基準についてはデータ数が少なく、Test 1は実施していない。
 (出所) 総務省統計局「消費者物価指数年報」などから筆者推計

帰属家賃を含む総合

	平均			F検定	
	期間 1	期間 2	全期間	Test 1	Test 2
1970-75年基準	—	—	—	—	0.6601
1975-80年基準	0.0000	-0.0003	-0.0002	0.6021	0.5058
1980-85年基準	0.0000	-0.0002	0.0000	0.5773	0.7627
1985-90年基準	0.0000	-0.0012	-0.0002	0.0000	0.0379
1990-95年基準	0.0000	-0.0005	-0.0001	0.0016	0.0332
1995-2000年基準	0.0000	-0.0011	-0.0002	0.0000	0.0212
2000-2005年基準	-0.0001	-0.0017	-0.0004	0.0000	0.0303

図表 4 CPI における物価安定目標値の推測

1990年基準改定期における金融政策の変更と日本銀行の物価に関する見解

変更日	変更幅	変更後の金利水準	日本銀行の見解	直近のCPI	
				1年平均	5年平均
89年5月30日	0.75%引上げ	2.50→3.25%	物価面では、 これまでのところなお安定圏内 にあり、また、消費税の価格転嫁についてもとくに問題視すべき状況は出ていない。しかしながら、円安や原油高の影響、製品・労働需給の引締りなどからみて、先行きの物価情勢には注視を要するものがある。	0.9%	1.1%
89年10月11日	0.50%引上げ	3.25→3.75%	日本銀行としては、今回の措置が、 今後とも物価の安定を確保 しつつ、内需中心の持続的成長を図っていくことに資するものと期待している。	1.9%	1.1%
89年12月25日	0.50%引上げ	3.75→4.25%	日本銀行としては、今回の措置が、今後とも物価の安定を確保しつつ、内需中心の持続的成長を図っていくことに資するものと期待している。	2.1%	1.1%
90年3月20日	1.00%引上げ	4.25→5.25%	日本銀行としては、今回の措置により、現在の情勢の下で、 物価に対する予防的措置を万全ならしめたもの と考えており、この措置が市場の安定に寄するとともに、今後とも内需中心の持続的成長を図っていくことに資するものと期待している。	2.7%	1.2%
90年8月30日	0.75%引上げ	5.25→6.00%	日本銀行としては、今回の措置が、 物価上昇圧力の顕在化を未然に抑制 するとともに、金融市場の安定にも寄与し、また今後とも内需中心の成長を継続させる条件を整えていくものと期待している。	2.8%	1.2%
91年7月31日	0.50%引下げ	6.00→5.50%	最近における国内景気、マネーサプライ等経済動向の変化に照らしてみると、 物価を巡る情勢は幾分好転 してきている。この間、市場金利はピークに比べ低下をみている。今回の措置は、以上のような状況に鑑み、今後とも物価の安定を基軸に据え、内需中心の成長を息長く持続させる趣旨から実施することとしたものである。もとより、日本銀行としては、景気水準がなお高い状況下、 物価情勢については引き続き注意が怠れない と考えており、今後の金融政策運営に当たっても、これまで同様、物価安定を基軸に据えた慎重なスタンスを堅持していく所存である。	3.3%	1.6%

(注)直近のCPIは、金融政策変更時点で利用可能な「持家の帰属家賃を含む総合」の伸び率を示す。
 (出所)日本銀行「金融市場調節方針に関する公表文」より、物価に関する記述を抜粋したもの。

1995年基準改定期における金融政策の変更と日本銀行の物価に関する見解

変更日	変更幅	変更後の金利水準	日本銀行の見解	直近のCPI	
				1年平均	5年平均
95年3月31日	短期金利低め誘導		物価面では、卸売物価が最終財を中心に弱含みで推移しているほか、消費者物価も前年比上昇幅が 引続き低下傾向 にあるなど、全体として一般物価は 安定度を増している 。	0.5%	1.9%
95年4月14日	0.75%引下げ	1.75→1.00%	最近の経済情勢をみると、景気は緩やかな回復を続けておるが、為替相場の一段の円高化や資産価格の軟調持続等の環境変化の下で、先行き、回復基調の持続が懸念される状況にある。また、物価は 安定基調を強めている 。この間、金融面では、マネーサプライの伸びは緩やかなものに止まっている。	0.4%	1.8%
95年7月7日	短期金利低め誘導		物価面では、全般的に 物価低下圧力が根強い状況 にある。以上のような経済情勢を踏まえ、日本銀行は、 今後、物価が過度に下落した場合の経済に及ぼす影響をも念頭に置きつつ 、金融面から経済活動をサポートする力をさらに強化するため、当面の金融調節に当たって、短期金融市場において資金の潤沢な供給に努め、市場金利の一段の低下を促すことが適当と判断した。その際、市場金利は、平均的にみて現行公定歩合をある程度下回って推移することを想定している。	0.2%	1.7%
95年9月8日	0.50%引下げ	1.00→0.50%	物価面では、引続き、全般的に 下落圧力が根強い状況 にある。以上のような経済情勢を踏まえ、日本銀行としては、引続き、物価が過度に下落した場合の経済に及ぼす影響をも念頭に置きつつ、 経済が回復基調に復することを金融面から十分サポートするため、一層協力的に金融緩和を推進を進めることが必要と判断した 。	0.2%	1.6%

(注)①直近のCPIは、金融政策変更時点で利用可能な「持家の帰属家賃を含む総合」の伸び率を示す。
 ②1996年には金融政策の変更は実施されていない
 (出所)日本銀行「金融市場調節方針に関する公表文」より、物価に関する記述を抜粋したもの。

2005年基準改定期における金融政策の変更と日本銀行の物価に関する見解

会合日	変更内容	日本銀行の見解		直近のCPI	
		最近	先行き	1年平均	5年平均
05年1月18日		物価の現状をみると、国内企業物価は、原油高の一般等により、上昇テンポが幾分緩やかになっている。消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、 小幅のマイナス となっている。	物価の先行きについて、国内企業物価は、商品市況の騰勢一般を受けて、 目先、順打ちとなる可能性が高い 。一方、消費者物価の前年比は、需給環境が改善方向にあるとは言え、当面なお緩和した状況が続くも、 小幅のマイナスで推移 すると予想される。	-0.14%	-0.50%
05年2月16日		物価の現状をみると、国内企業物価は、昨年末にかけての原油価格の反落などから、足もと弱含んでいる。消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、 小幅のマイナス となっている。	物価の先行きについて、国内企業物価は、内外の商品市況次第であるが、 当面、弱含みないし横ばいで推移 する可能性が高い。一方、消費者物価の前年比は、需給環境が改善方向にあるとは言え、当面なお緩和した状況が続くも、 小幅のマイナスで推移 すると予想される。	-0.12%	-0.49%
05年3月15日		物価の現状をみると、国内企業物価は、昨年末にかけて原油価格がいったん反落したことなどから、足もと弱含んでいる。消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、電気・電話料金引き下げの影響もあって、 小幅のマイナス となっている。	物価の先行きについて、国内企業物価は、内外商品市況の上昇を受けて、 強含んでいく可能性が高い 。一方、消費者物価の前年比は、需給環境が改善方向にあるとは言え、当面なお緩和した状況が続くも、電気・電話料金引き下げの影響が続くこともあって、 小幅のマイナスで推移 すると予想される。	-0.14%	-0.50%
05年4月5日		物価の現状をみると、国内企業物価は、昨年末にかけて原油価格がいったん反落したことなどから、足もと弱含んでいる。消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、電気・電話料金引き下げの影響もあって、 小幅のマイナス となっている。	物価の先行きについて、国内企業物価は、内外商品市況の上昇を受けて、 強含んでいく可能性が高い 。一方、消費者物価の前年比は、需給環境が改善方向にあるとは言え、当面なお緩和した状況が続くも、電気・電話料金引き下げの影響が続くこともあって、 小幅のマイナスで推移 すると予想される。	-0.14%	-0.49%
05年5月19日		物価の現状をみると、国内企業物価は、原油価格の上昇などを受けて、足もとは大幅に上昇している。消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、電気・電話料金引き下げの影響もあって、 小幅のマイナス となっている。	物価の先行きについて、国内企業物価は、そのテンポを鈍化させつつも、 当面、上昇を続ける可能性が高い 。一方、消費者物価の前年比は、需給環境が改善方向にあるとは言え、当面なお緩和した状況が続くも、電気・電話料金引き下げの影響が続くこともあって、 小幅のマイナスで推移 すると予想される。	-0.12%	-0.49%
05年6月14日		物価の現状をみると、国内企業物価は、原油価格上昇の影響などから、大幅に上昇している。消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、電気・電話料金引き下げの影響もあって、 小幅のマイナス となっている。	物価の先行きについて、国内企業物価は、当面上昇を続ける可能性が高いが、 そのテンポは鈍化していく とみられる。一方、消費者物価の前年比は、需給環境が改善方向にあるとは言え、当面なお緩和した状況が続くも、電気・電話料金引き下げの影響が続くこともあって、 小幅のマイナスで推移 すると予想される。	-0.09%	-0.48%
05年7月12日		物価の現状をみると、国内企業物価は、原油価格上昇の影響などから、上昇している。消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、電気・電話料金引き下げの影響もあって、 基調としては小幅のマイナス となっている。	物価の先行きについて、国内企業物価は、上昇基調を続ける可能性が高いが、 当面の上昇テンポは鈍化する とみられる。一方、消費者物価の前年比は、需給環境の緩やかな改善が続くとみられるものの、電気・電話料金引き下げの影響もあって、 当面は小幅のマイナスで推移 すると予想される。	-0.10%	-0.48%
05年8月8日		物価の現状をみると、国内企業物価は、原油価格上昇の影響などから、上昇している。消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、電気・電話料金引き下げの影響もあって、 小幅のマイナス となっている。	物価の先行きについて、国内企業物価は、上昇基調を続ける可能性が高いが、 当面の上昇テンポは鈍化する とみられる。一方、消費者物価の前年比は、需給環境の緩やかな改善が続くとみられるものの、電気・電話料金引き下げの影響もあって、 当面は小幅のマイナスで推移 すると予想される。	-0.10%	-0.48%
05年9月7日		物価の現状をみると、国内企業物価は、原油価格上昇の影響などから、上昇している。消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、電気・電話料金引き下げの影響もあって、 小幅のマイナス となっている。	物価の先行きについて、国内企業物価は、原油高等を反映して、 上昇を続ける とみられる。一方、消費者物価の前年比は、需給環境の緩やかな改善が弱まることなどから、 年末頃にかけてゼロ%ないし若干のプラスに転じていく と予想される。	-0.10%	-0.49%
05年10月11日		物価の現状をみると、国内企業物価は、原油価格上昇の影響などから、上昇している。消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、電気・電話料金引き下げの影響もあって、 小幅のマイナス となっている。	物価の先行きについて、国内企業物価は、原油高等を反映して、 上昇を続ける とみられる。一方、消費者物価の前年比は、需給環境の緩やかな改善が弱まることなどから、 年末頃にかけてゼロ%ないし若干のプラスに転じていく と予想される。	-0.12%	-0.48%
05年11月17日		物価の現状をみると、国内企業物価は、国際商品市況高や円安などを背景に、上昇を続けている。消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、電気・電話料金引き下げの影響もあって、 小幅のマイナス となっている。	物価の先行きについて、国内企業物価は、当面は国際商品市況高や円安の影響などから、 上昇を続ける とみられる。一方、消費者物価の前年比は、需給環境の緩やかな改善が続くとみられるものの、電気・電話料金引き下げの影響が弱まることなどから、 年末頃にかけてゼロ%ないし若干のプラスに転じていく と予想される。	-0.12%	-0.47%
05年12月15日		物価の現状をみると、国内企業物価は、国際商品市況高や円安などを背景に、上昇を続けている。消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、これまで小幅のマイナスを続けてきたが、 10月はゼロ% となった。	物価の先行きについて、国内企業物価は、当面は国際商品市況高や円安の影響などから、 上昇を続ける とみられる。消費者物価の前年比は、需給環境の緩やかな改善が続くとみられるものの、電気・電話料金引き下げの影響が弱まっていることなどから、 若干のプラスに転じていく と予想される。	-0.11%	-0.45%
06年1月19日		物価の現状をみると、国内企業物価は、国際商品市況高や昨年後半における円安などを背景に、 上昇を続けている 。消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、 若干のプラスに転じている 。	物価の先行きについて、国内企業物価は、当面は国際商品市況高の影響などから、 上昇を続ける とみられる。消費者物価の前年比は、需給環境の緩やかな改善が続くとみられるものの、電気・電話料金引き下げの影響が弱まっていることなどから、 プラス基調になっていく と予想される。	-0.11%	-0.45%
06年2月8日		物価の現状をみると、国内企業物価は、国際商品市況高や昨年後半における円安などを背景に、 上昇を続けている 。消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、 若干のプラスで推移 している。	物価の先行きについて、国内企業物価は、当面は国際商品市況高の影響などから、 上昇を続ける とみられる。消費者物価の前年比は、需給環境の緩やかな改善が続くとみられるものの、電気・電話料金引き下げの影響が弱まっていることなどから、 プラス基調になっていく と予想される。	-0.12%	-0.43%
06年3月8日	量的緩和政策の解除、無担保コールを緩和している。消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、1月は プラス幅が拡大 した。口へ	物価の現状をみると、国内企業物価は、国際商品市況高などを背景に、 上昇を続けている 。消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、1月は プラス幅が拡大 した。口へ	物価の先行きについて、国内企業物価は、当面は国際商品市況高の影響などから、 上昇を続ける とみられる。消費者物価の前年比は、需給環境の緩やかな改善が続くとみられるものの、電気・電話料金引き下げの影響が弱まっていることなどから、 プラス基調で推移していく と予想される。	-0.11%	-0.42%
06年4月10日		物価の現状をみると、国内企業物価は、国際商品市況高などを背景に、 上昇を続けている 。消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、 プラス基調で推移 している。	物価の先行きについて、国内企業物価は、当面は国際商品市況高の影響などから、 上昇を続ける とみられる。消費者物価の前年比は、需給環境の緩やかな改善が続くとみられるものの、電気・電話料金引き下げの影響が弱まっていることなどから、 プラス基調を続けていく と予想される。	-0.09%	-0.40%
06年5月18日		物価の現状をみると、国内企業物価は、国際商品市況高などを背景に、 上昇を続けている 。消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、 プラス基調で推移 している。	物価の先行きについて、国内企業物価は、当面は国際商品市況高の影響などから、 上昇を続ける とみられる。消費者物価の前年比は、マクロ的な需給ギャップが、今後は緩やかに需要超過方向に向かっていくとみられる中、 プラス基調を続けていく と予想される。	-0.10%	-0.39%
06年6月14日		物価の現状をみると、国内企業物価は、国際商品市況高などを背景に、 上昇を続けている 。消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、 プラス基調で推移 している。	物価の先行きについて、国内企業物価は、当面は国際商品市況高の影響などから、 上昇を続ける とみられる。消費者物価の前年比は、マクロ的な需給ギャップが、今後は緩やかに需要超過方向に向かっていくとみられる中、 プラス基調を続けていく と予想される。	-0.11%	-0.37%

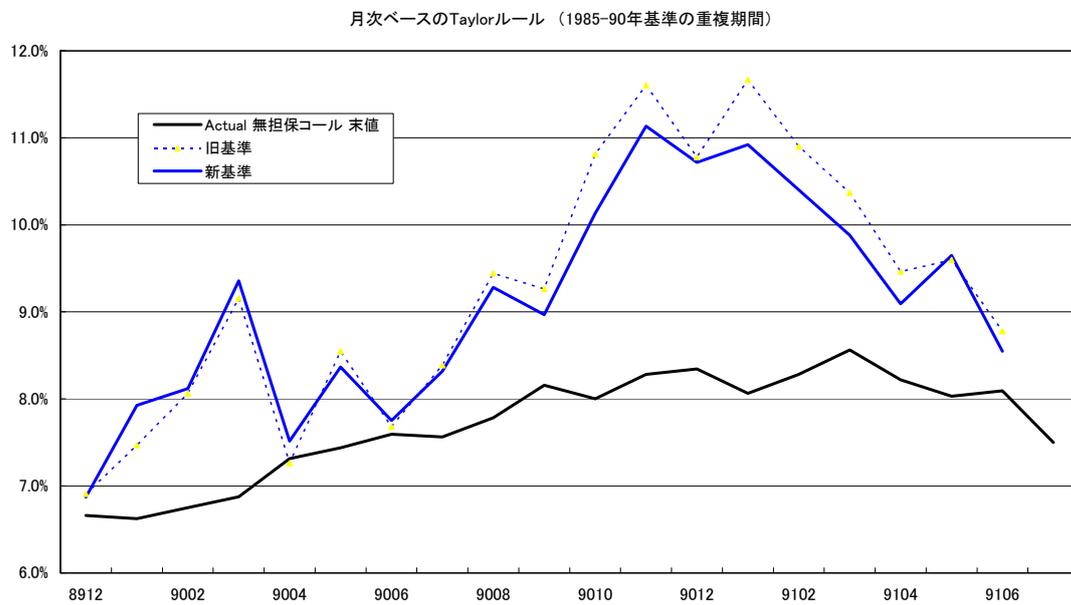
(注)直近のCPIは、政策委員会・金融政策決定会合の時点で利用可能な「生鮮食品を除き総合」の伸び率を示す。(出所)日本銀行「金融経済月報(基本的見解)」より、物価に関する記述を抜粋したものである。

図表 9 政策反応関数の推計

定数項	金利平均	インフレギャップ	IIPギャップ	調整済決定係数	Jテスト(p値)
0.0021	0.9222	0.2624	0.0882	0.9593	0.9971
(0.3410)	(0.0000)	(0.0130)	(0.0798)		

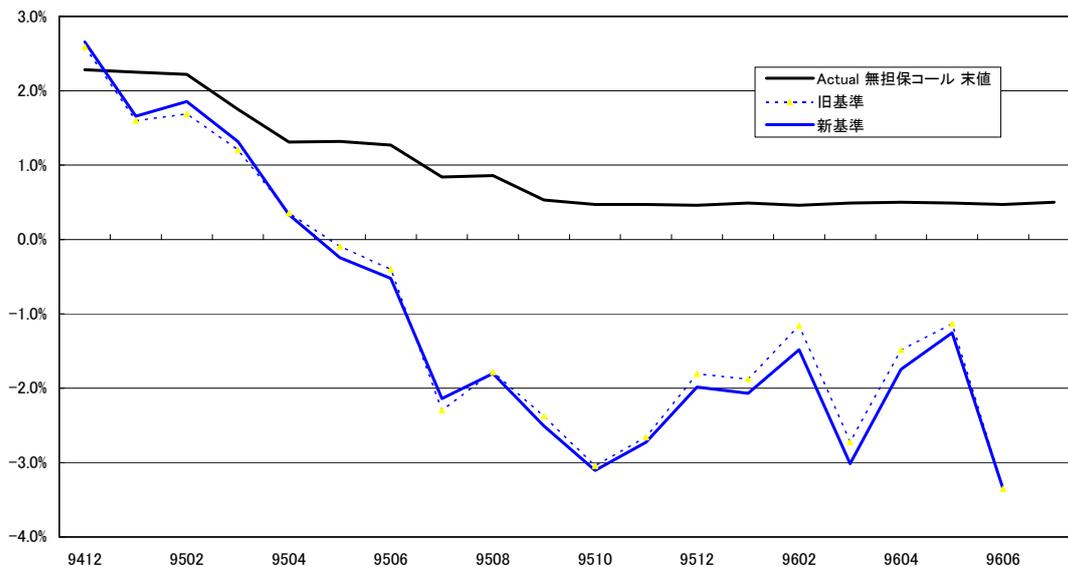
(注)
 ①推計にはGMMを用いた。操作変数はインフレギャップと金利ギャップの1カ月前及び2カ月前値を用いた。
 ②推計に用いた変数は以下通り。
 ・被説明変数: 名目短期金利(無担保コール, 月末値)
 ・金利平均は、名目短期金利の12カ月移動平均値。ただし、99年1月～2006年1月の
 ・インフレギャップは、当時の日本銀行の公表資料からCPIの目標値を推定し、目標と単月の物価変動との乖離を用いる。
 ・IIPギャップは、季節調整済IIPをそれぞれHPフィルターを掛け趨勢的なIIPを算出。趨勢的なIIPと季節調整済IIPとの差異をIIPギャップとしている。
 (出所)総務省「消費者物価指数」などから筆者推計。

図表 10 テイラー・ルールによる評価



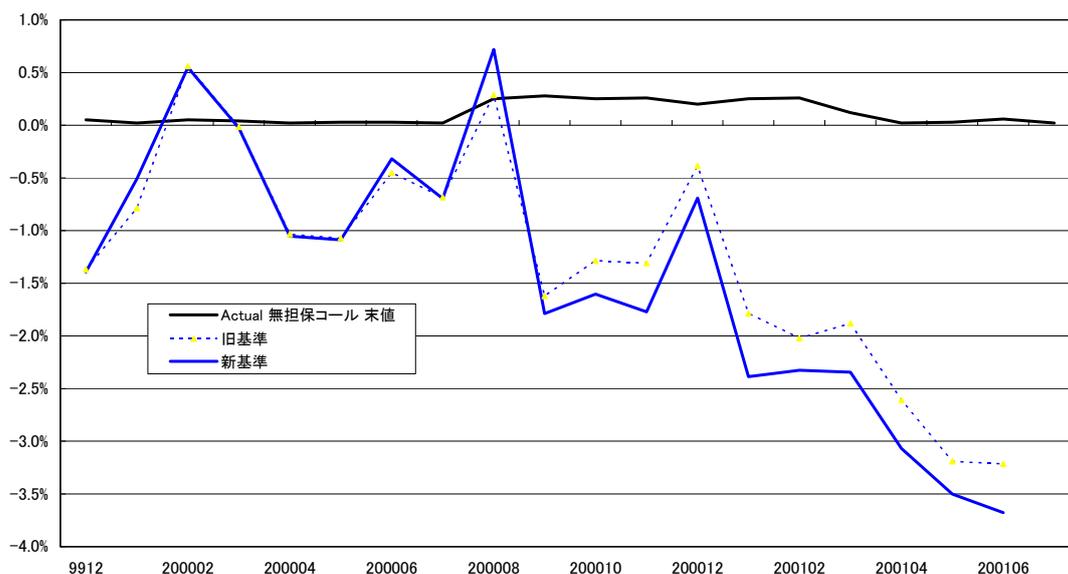
(注) 推計はともに物価のパラメーターを1.5、生産を0.5としたもの。新基準、旧基準は消費者物価の区分を意味する。

月次ベースのTaylorルール（1990-95年基準の重複期間）



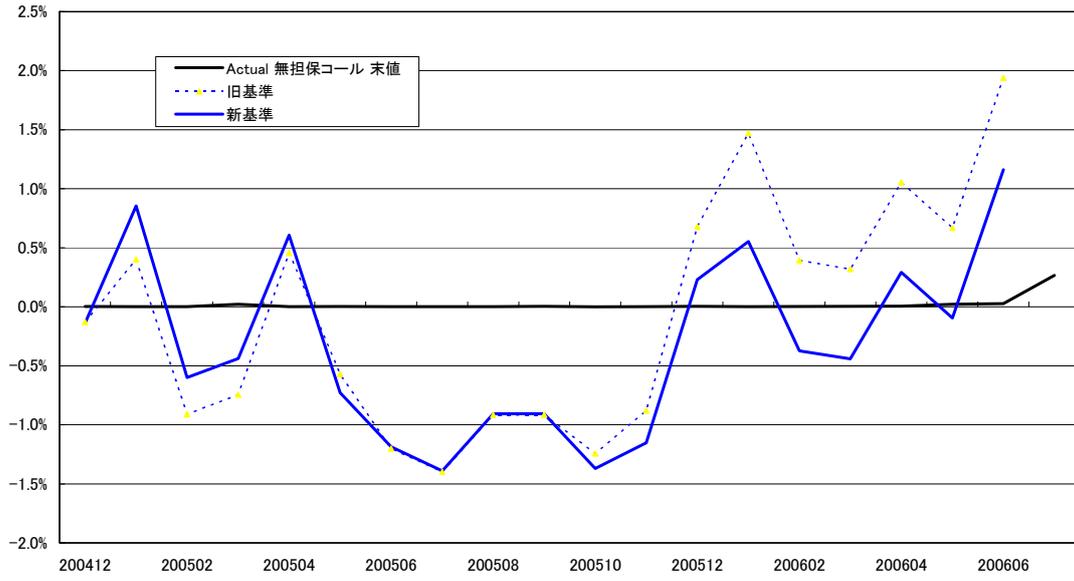
(注) 推計はともに物価のパラメーターを1.5, 生産を0.5としたもの。新基準, 旧基準は消費者物価の区分を意味する。

月次ベースのTaylorルール（1995-2000年基準の重複期間）



(注) 推計はともに物価のパラメーターを1.5, 生産を0.5としたもの。新基準, 旧基準は消費者物価の区分を意味する。

月次ベースのTaylorルール（2000-05年基準の重複期間）



(注) 推計はともに物価のパラメターを1.5, 生産を0.5としたもの。新基準, 旧基準は消費者物価の区分を意味する。

Appendix 1: 政策決定に与えた諸要因¹⁰ –リアルタイム分析

ここでは、新旧指数の重複期間でその乖離が統計的に有意とされる 85-90 年基準改定以降の金融政策及び経済金融環境について整理する。

(1) 85 年基準と 90 年基準の重複期間 (1990 年 1 月から 91 年 6 月)

CPI (帰属家賃を含む総合) は 90 年 11 月から 5 カ月連続で前年比 4%を前後の推移となった。当時の日銀総裁会見から 91 年 2 月までは日銀短観で景気悪化の兆しをみせようとも、「物価指数が 4%台」(91 年 2 月 13 日の総裁会見) にあり、物価の上昇圧力が強く引締め政策を堅持する姿勢を示している。金利高の局面で CPI の発表に合わせて短期金利 (無担保コール翌日物) が変動している様子が窺える (付図表 1)。

一方、当時の新聞報道では利下げや緩和を必要とする政府当局者の発言や記事がみられ、特に 91 年 1 月以降は景気後退に関する意識も強くなっていた。また、湾岸戦争の影響から、米英利下げ (ただし、独は利上げ) が実施され、協調的利下げを期待する論調もみられた。

当時の論調が変化したのは、CPI が 3%台半ばへ低下し、WPI (CGPI) が 1 年 5 か月振りに前月比で下落した 91 年 5 月中頃からである。しかし、当時の WPI (CGPI) もまた、基準改定前の重複期間の数値であり、90 年基準と比較して 0.7%も低めとなっており、WPI (CGPI) の尺度も不確かであったとえる。

(2) 90 年基準と 95 年基準の重複期間 (1995 年 1 月から 96 年 6 月)

95 年基準への切り替え前の経済金融環境は、93 年 10 月を谷¹¹とする緩やかな景気回復局面の中で、重複期間には阪神淡路大震災 (95 年 1 月)、急激な円高の進行、また銀行の破綻問題を背景に、95 年中央には景気は足踏みし始めた。CPI (帰属家賃を含む総合) の全国についてはプラス・マイナスを繰り返す中で下落傾向にあり、東京都区部は 95 年 10 月に単月の変動では 40 年振りとなる大きな落ち込みをみせ、その原因を巡って、デフレかデフレでないのかが議論されていた。WPI (CGPI) は 1991 年 11 月以降マイナスとなり、重複期間には前年同月比は平均-0.9%となっていた。

金融政策は、95 年 3 月に市場短期金利重視型へ移行し、従来以上にコールレートが政策変数として機能するようになった。こうした中で、日銀の金融市場におけるオペなどを通じて政策意図が伝えられる形となった。ただし、公定歩合も 2 回下げられている。95 年 4 月 14 日には 1.75%から 1.00%へ、95 年 9 月 8 日には 1.00%から 0.50%へと変更されている (付図表 2)。

(3) 95 年基準と 2000 年基準の重複期間 (2000 年 1 月から 2001 年 6 月)

同期間は、1999 年 4 月を景気の底¹² (2000 年 6 月 9 日暫定決定) とする回復過程にあったものの、

¹⁰ 本論では紙面の都合から、総裁会見などは新聞報道における見出しを利用している。しかし、見出しのみの利用では恣意性は免れない。詳細については小巻[2011]を参照のこと。

¹¹ 景気の谷は 1994 年 11 月 17 日に決定されている。

¹² 景気の転換点は、その後 2001 年 12 月 21 日に 1999 年 1 月に改定され確定している。ここでは、政策判断時状況をみるため、改定前を用いる。

CPI（生鮮食品を除く総合¹³）は、98年7月以降マイナス幅が拡大していく状況にあった。WPI（CGPI）は98年3月以降マイナスとなったものの、2000年2月にプラスに転じ、その後2000年10月より再びマイナスとなりその幅を拡大させる状況にあった。

このような状況下で、金融政策としてはゼロ金利政策が解除（2000年8月11日）された。その後、2001年2月には2度の金融緩和策が実施され、量的緩和政策へ移行（2001年3月19日）するなど、金融緩和が強化されている（付図表3）。

(3)-1 ゼロ金利政策解除前の状況

2000年1月末に発表されたCPIは東京都区部が-0.5%と過去最大の下げ幅と報道され、日銀総裁は「デフレ懸念の払拭が展望できるような状況となるまでゼロ金利政策を継続」（2000年1月22日）としていた。その後も、CPIはマイナスが続く中で、日銀総裁は「ゼロ金利解除は、統計の物価上昇率ではなく、需給バランスの悪化に伴う悪い物価下落圧力がどうなっているかで判断する」（3月21日）と示し、その指標として「個人消費マインドの改善」（4月4日）を示した。また、「非常事態の異常金利を正常化していくことは次の段階としてなるべく早い時期にやるべきこと」（4月12日）とゼロ金利解除の方向を示唆し、「景気は持ち直しの動きが明確化」（4月12日）、「デフレ懸念の払拭が展望できる状況に徐々に近づきつつある」（5月19日）、「統計上の物価上昇率が落ち着いていても、将来持続的な物価安定が損なわれるリスクが高まっていると判断されれば、早期に金利を変更する必要がある」（7月3日）、「経済は上向いており、早期に金融政策をもとに姿に戻すことが筋。時期は迫ってきている」（7月18日）、「極端な金融緩和政策を続けているといずれ経済・物価情勢の大きな変動をもたらしたり、より急激な金利調整が必要となったりするリスクが増大する」（8月2日）と、徐々に景気判断を上方修正し、物価統計ではなく他の指標でデフレ状況の判断を実施する意向を示している。

一方、政府は当時の物価下落について「輸入浸透度の上昇から、95年より円高の影響を受けやすい」（2月25日）、「総じて安定した動き」（5月26日）と判断していた。また、東京都区部の下落幅が全国平均より大きくなる理由については「東京都区部は宮崎より15%物価高い。原因は家賃」（「総務省調査」、6月30日）とされた。

しかし、7月4日の企画庁長官発言（「ゼロ金利解除は時期尚早」「家計部門はまだ安心できる状況にない」）から、政府のトーンが変わってきたように思われる。デフレの判断もGDPデフレーターをもとに行っていた。しかし、日銀は「GDPデフレーターは実感と乖離。物価指数は発展途上の統計」とするレポートを発表（8月2日）し、CPI、WPI（CGPI）及びGDPデフレーターの問題点を指摘した。

当時の景気指標は、IIPは前月比ではプラス・マイナスを繰り返し基調判断が難しいものの、前年同月比では5%を超える状況にあった。また、2000年3月発表の四半期GDPは前期比2.0%と3四半期連続でプラスを示し、その頃の総裁発言からみられる景気判断の上方修正を指示している。しかし、2000/1-3月期GDPはマイナス成長となり、99/10-12月期もマイナス成長（-0.1%）へ下方改定された。

(3)-2 ゼロ金利政策解除後（2000年9月以降）の状況

¹³ 95年基準のCPIでは主系列は「帰属家賃を含む総合」であるが、当時の新聞報道で「生鮮食品を除く総合」で報道されており、本論でもこれを用いる。

ゼロ金利解除後も、物価指数はCPI、WPI（CGPI）とも下落幅が大きくなっていった。10月の例経済報告（10月27日）におけるCPIへの基調判断を「安定」から「やや弱含み」へ変更された。一方で、日本銀行は10月31日に「経済・物価の将来展望とリスク評価」を公表し、「需要の弱さに起因する物価低下圧力は大きく後退している」とし、政府と異なる見解を示した。このことは当時の新聞報道で複数回にわたって取り上げられ、見解の相違の原因、適否が報道されていた。

景気については、11月の月例経済報告で「家計部門で改善に遅れ」とし、2年2カ月振りに下方修正させた。日銀総裁は「企業収益が改善する中で景気は緩やかに回復。先行きはアジア向け輸出の増勢が一旦鈍化。政府の見方と比べて大きく違っているとは思わない」（11月21日）としていたが、12月の金融経済月報（12月19日）で「景気は輸出の減速によりテンポは鈍化している」と、景気判断を若干下方修正した。

物価下落に継続、景気の鈍化を背景に、2001年1月19日の金融政策決定会合では「次回会合までに、市場への流動性供給方法の改善」と議長指示を出し、2月9日の決定会合で「公定歩合引下げ及び流動性の供給改善策」を決定している。しかし、日銀総裁は「量的緩和は効果が不確実で副作用も大きい。現在は実験的手段に訴える状況にない。ゼロ金利はデフレスパイラルの危険を感じるような場合の措置。今、この時点でやるのは筋が通らない」（2月14日）として、ゼロ金利政策の再実施に否定的な見解を示していた。

その後、2月の月例経済報告（2月16日）で景気判断を下方修正し、日銀は2月28日に公定歩合の再引下げ及び補完貸付制度の新設を発表した。しかし、その後も景気の悪化、物価下落は続き、3月月例経済報告（3月16日）で景気は「改善に足踏み」、CPI、WPI（CGPI）は「弱含み」と下方修正され、物価の変動のみで「緩やかなデフレにある」とデフレを認定した。

この結果、3月19日には量的緩和政策を導入し、事実上のゼロ金利政策へ復帰することとなった。その後、2001年4月末の経済指標の発表以降、景気後退色が明確となり、政府、日銀とも景気判断を下方修正している（**図表10**）。

(4) 2000年基準と2005年基準の重複期間（2005年1月から2006年6月）

同期間は、景気拡張期にあるものの、IT関連分野での在庫調整などから生産面が弱含み、景気の踊り場にあったとされた時期である。こうした中で、CPI（生鮮食品除き総合）は、全国は2005年10月発表まで、東京都区部は2005年12月発表までマイナスであり、いつ量的緩和政策が解除されるかが注目されていた。同時に、解除条件であるCPIが「安定的にゼロを上回る」との解釈、CPI以外の物価指数の当否なども議論されていた時期である（**付図表4**）。

(4)-1 量的緩和解除前の状況

日銀総裁の発言を時系列にみると、2005年6月までは景気の回復傾向は変わらないと指摘しつつも、IT分野の調整を懸念している。また、物価についても4月の展望レポートで2005年度CPIの見通しをプラスからマイナスへ下方修正しており、量的緩和解除を考える状況にないことが伺える。

しかし、この状況が一変する兆しは7月に出ている。景気については、7月の総裁発言で「踊り場を脱しつつある」、8月には「踊り場を脱却したと判断」とし、9月の金融経済月報（2005年9月8日）

に「IT 調整」を削除しており、公式に「踊り場からの脱却」を示した。ただし、踊り場を脱したとする見解の変更を迫った数値は7月に入ってから出ていないとみられる(図表 10)。物価については、9月の総裁会見で「CPI は年末頃にゼロか若干のプラス」と時期を明示するなど、これまでとスタンスが変わっている。また、10月の展望レポートでCPIの2005年度の見通しは2005年度、06年度ともプラスを維持する見通しに上方修正されている。当時、生産指数や四半期GDPは明確にプラスではなく、踊り場への認識に変化があった根拠をみつけるのが難しい。あえて言えば、2005年7月1日にCPI(全国)は9カ月振りにマイナスを脱したことがある。また、WPI(CGPI)は2004年1月以降プラスを継続しており、物価指数環境の改善も影響している可能性も考えられる。

その後、CPI(全国)はプラスを維持したことから、日銀の見方は量的緩和解除に向けて進むことになる。2006年1月以降の総裁発言をみると、明らかに当時の2000年基準のCPIの動きを意識したコメントとなっている。もちろん、当時も、2005年基準改定により下方改定される可能性はシンクタンクや日銀でのレポートで指摘がなされている。白塚(2005)では95年基準から2000年基準への改定幅(-0.26%)をさほど大きくならないとの見解(2005年11月1日)が示され、それをもとに「日銀の2006年度CPI見通しはマイナスにならないとみている」と新聞報道されている。

(4)-2 量的緩和解除後

2006年3月9日に量的緩和政策は解除された。当時の景気、物価に関する統計数値をみると、解除を支持する内容といえる。また、CPIの基準改定まで、CPIは小幅ながらもプラス基調を維持し、4月末には日銀総裁は会見で「ゼロ金利政策の解除の時期を「自然体」で判断していく」と示すなど、ゼロ金利解除へ目を向けていたとみられる。

付図表 1 1985-90 年基準移行時における CPI の発表と当局者発言

90年7月～91年8月		持家の帰属家賃を含む総合		新聞報道
物価指数				
全国	東京都区部			
1990年7月18日				総裁会見「景気腰強く、人件費転嫁から物価の先行きに警戒感」
1990年8月30日				第五次利上げの実施
1990年9月25日				総裁会見「原油高で金融政策を変更しない」
1990年10月23日				新聞報道「10月に積み期間以降、長めの金利低下をけん制する日銀の中立型の金融市場調節が浸透、緩和型から変更」
1990年10月26日	3.0%	3.1%		90年9月分CPI、石油製品、生鮮食品が影響
1990年11月30日	3.5%	3.9%		90年10月分、CPI8年3カ月振り高水準
1990年12月12日				総裁「景気は長い目で判断、政策姿勢変更しない」(短観先行き予測の悪化を受けて)
1990年12月14日				企画庁長官「現在の金利水準高すぎる」
1990年12月27日				総裁「石油価格や中東情勢を除いても国内部羽化への警戒は怠れない」
1990年12月28日	4.2%	3.6%		90年年間3%、8年振りの水準
1991年1月25日	3.8%	4.2%		9年振りの高い伸び
1991年2月4日				総裁「物価上昇圧力が離せない、バブル、徐々に解消」
1991年2月13日				総裁「国内景気減速を示す指標は出ているが、CPI4%台にあり物価警戒型の政策を堅持」
1991年2月15日				新聞報道「1月に積み最終日、資金供給絞り、金利低下抑制を鮮明」
1991年2月18日				90年1月のマネーサプライ7.3%増と、7年2カ月振りの低水準
1991年2月19日				総裁「物価基調的に強含み、じり高傾向はつよめっている
1991年3月1日	4.5%	3.8%		3カ月振り反落
1991年3月6日				総裁「2月短観受けて、大きく落ち込まない」
1991年3月15日				総裁答弁「足元の景気は強く、物価はじり高、金融政策変更考えず」
1991年3月27日				総裁答弁「物価上昇は生鮮食品によるものだが、品目によっては人件費等でじり高続く」
1991年4月2日				総裁支店長会議「景気は緩やかな減速過程に入っているが、物価のじり高傾向は継続」
1991年4月17日				総裁答弁「成長リスクも注視」
1991年5月15日				総裁会見「物価の上昇圧力は根強い、物価安定に重点」
1991年5月17日				新聞報道「5月国内WPIが1年5カ月振りに前月比で下落したことなどから、金利きつめ調節解除」
1991年5月29日				総裁会見「物価指数の上では落ち着きの兆し、製品・労働需給は逼迫、物価引き続き重視」
1991年5月31日	3.7%	3.3%		沈静化が鮮明に
1991年6月12日				総裁会見「5月短観から景気の腰なお強い、製品の逼迫に緩みも、しかし、当面の政策変えず」
1991年7月1日				公定歩合0.5%下げ、1989年5月以来の物価警戒一辺倒の金融政策から変更、物価3%台へ落ち着く、
1991年7月26日	3.6%	3.7%		野菜の値上がり響く
1991年8月30日	3.5%	3.6%		1990年基準へ移行

(出所)日本経済新聞「縮刷版」より筆者作成

付図表 2 1990-95 年基準移行時における CPI の発表と当局者発言

95年1月～96年6月		持家の帰属家賃を含む総合		新聞報道
物価指数				
全国	東京(中甸)			
1995年1月27日	0.7%	0.5%		94/12月CPI、94年間CPIが6年振り1%割れ
1995年3月8日				総裁会見「現状程度の緩和維持」、利下げ当面せず
1995年3月31日	0.2%	-0.4%		95/3月東京都区部8年振りの低水準、円高による安価な輸入が増加
1995年3月31日				市場短期金利重視型へ移行、 低め誘導を実施
1995年4月6日				総裁会見「低め誘導は当面継続」、景気は「少しテンポ緩慢」と下方修正
1995年4月19日				円相場、一時79.75円の史上最高値を更新
1995年4月28日	-0.4%	-0.2%		CPI2カ月連続下落
1995年5月19日				日銀総裁「急激な円高が企業収益下押しも」「物価指数だけの議論は危険だが、GDPデフレ率が94/10-12以降マイナスは重要、物価下落の波及に注視している」
1995年5月25日				日銀総裁「急激な円高により先行き不透明感が急速に高まる」
1995年6月10日				日銀総裁「急激な円高行き過ぎ、景気への影響を懸念」
1995年6月21日				日銀総裁「緩和効果を注視、物価下落はデフレではない」
1995年7月5日				日銀総裁「景気回復足踏み、現状ではデフレといえない」
1995年7月7日				新聞報道「短期金利、緩やかな低下容認しはじめた」
1995年8月9日				日銀総裁「景気足踏み変わらず」
1995年8月25日	0.1%	-0.5%		87/2以来の大幅下落
1995年9月8日				公定歩合引下げ、1.00⇒0.50%
1995年10月23日				日銀総裁「景気の足踏みが長引く可能性を懸念して実施、デフレ的現象の防止を狙っている」
1995年10月26日				日銀支店長会議での総裁発言「景気の先行きに対する悲観論は薄らぐ」
1995年10月27日	0.2%	-0.8%		企画庁・物価レポート95「物価下落は流通経路効率化、デフレと言えず」
1996年1月24日				40年振りの大幅下落
1996年1月26日	-0.3%	-0.4%		日銀総裁「円高修正の動きから価格低下の流れが小さくなってきた」「金融緩和は継続」
1996年2月22日				総合95年平均-0.1%、71年以来初めての下落
1996年3月1日	0.4%	-0.2%		日銀総裁「持続的な回復を支える条件が増える」「金融緩和は継続」、新聞では預金生活者への負担が言及
1996年3月6日				東京都区部、統計を取り始めて以来初めての5カ月連続下落
1996年3月29日	-0.2%	-0.1%		日銀総裁「景気回復度合いは緩やか」
1996年4月3日				東京都区部、95年度初めてのマイナス
1996年4月10日				日銀総裁「景気回復にしたがって金利が上昇するのは自然なこと」
1996年4月16日				日銀総裁「自律的な景気回復へ、低め誘導を解除する際には政策変更の意図を市場にはっきりと伝えるようにする」
1996年4月26日				日銀総裁答弁「バブル発生には長期的金融緩和も一因」、市場に引締め観測を与える
1996年4月26日	0.1%	0.3%		日銀総裁答弁「当面の金融政策、景気回復を万全なものさせるため継続」
1996年5月15日				全国も、95年度初めてのマイナス
1996年5月20日				日銀総裁「当面、現在の金融緩和措置を継続」。この発言で、市場での金利上昇懸念薄らぐ
1996年5月31日	0.4%	0.2%		日銀総裁「長期金利上昇は自然な反応」
1996年6月12日				東京都区部、2カ月連続上昇
				日銀総裁「景況は緩やかに回復、低金利政策を維持」

(出所)日本経済新聞「縮刷版」より筆者作成

付図表 3 1995-2000 年基準移行時における CPI の発表と当局者発言

2000年1月～2001年6月 生鮮食品除き総合			新聞報道
物価指数		東京都区部	
全国	東京都区部		
2000年1月28日	-0.1%	-0.5%	東京都区部は4カ月連続下落。下落幅は過去最大
2000年1月22日			日銀総裁「デフレ懸念の払拭が展望できるような状況となるまでゼロ金利政策を継続」
2000年2月15日			日銀総裁「原油高の影響小さい。景気回復への道筋確保」
2000年2月25日	-0.3%	-0.4%	企画庁「輸入浸透度の上昇から、95年より円高の影響を受けやすい」と指摘
2000年3月10日			日銀総裁「物価見通しを公表へ。ただし政策目標とはしない」
2000年3月10日			企画庁、物価統計の研究会を発足させると発表。CPIの上振れを検証
2000年3月21日			日銀総裁「ゼロ金利解除は、統計の物価上昇率ではなく、需給バランスの悪化に伴う悪い物価下落圧力がどうなっているかで判断する」
2000年4月28日	-0.3%	-0.5%	99年度全国総合指数は-0.5%と過去最大の落ち込み
2000年5月19日			日銀総裁「デフレ懸念の払拭が展望できる状況に徐々に近づきつつある」
2000年5月26日	-0.4%	-0.4%	東京都区部は8カ月連続下落。企画庁「総じて安定した動き」と判断
2000年6月14日			日銀総裁「いつまでも続けるものではないことは明らか。解除して金融政策の自由度を復活させたい」
2000年7月19日			日銀総裁「必ずしも4-6期のGDPだけでなく、他の指標で総合的に判断できる」「デフレ懸念の払しょくを展望できるような情勢に至りつつある」と発言。新聞では、GDPではなく、来月8月11日の金融政策決定会合でのゼロ金利解除に意欲と報道されていた。
2000年8月2日			日銀レポート「GDPデフレ率は実感と乖離。物価指数は発展途上の統計」とCPI、WPIも問題点を指摘
2000年8月7日			日銀総裁答弁「実体経済の数字をみている限りでは、デフレ懸念の払しょくが展望できたと私はみている」
2000年8月8日			日銀総裁答弁「可及的速やかに機会をとらえて解除したい」
2000年8月11日			日銀、ゼロ金利政策の解除
2000年8月31日			日銀総裁「金融引き締めとは位置づけておらず、解除後も大幅な緩和状態を維持する」
2000年9月1日			日銀総裁「ゼロ金利政策解除後、市場は冷静に受け止めた」と判断
2000年9月29日	-0.3%	-1.0%	東京都区部は71年1月以来最大の下落率
2000年11月1日			企画庁長官「デフレ懸念がかなりはつきりしてきた」
2000年11月10日			企画庁・月例経済報告「家計部門で改善に遅れ」を追記。2年2カ月振りの下方修正
2000年12月19日			日銀総裁「アジアの輸出減速警戒。景気注意を要する局面」
2000年12月19日			日銀・金融経済月報「景気は輸出の減速によりテンポは鈍化している」と、景気判断を若干下方修正。
2000年12月26日	-0.5%	-1.0%	全国14カ月連続。東京都区部15カ月連続
2001年1月23日			日銀総裁「緩やかな回復が続くも、テンポは鈍化」と判断を下方修正。「ゼロ金利復活は展望していない」
2001年1月29日			日銀総裁、支店長会議で「景気の下振れリスクをより注視していく必要がある」
2001年2月9日			日銀、公定歩合引下げ及び流動性の供給改善策を決定
2001年2月28日			日銀、公定歩合の引下げ、「補充貸付制度」を新設。
2001年2月28日			日銀総裁「中央銀行としてとりうる選択幅を幅広く検討していく」
2001年3月2日	-0.5%	-1.1%	東京都区部は71年1月以来最大の下落率
2001年3月6日			日銀総裁答弁「ゼロ金利復帰など、その時々々の経済・物価情勢で判断する」
2001年3月15日			日銀総裁答弁「金融緩和の要請、真摯に受け止める」
2001年3月16日			麻生経済財政相「持続的な物価下落をデフレと定義すると、日本は緩やかなデフレにある」と、物価変動のみで初めて認定。
2001年3月19日			量的緩和政策へ移行、事実上のゼロ金利政策へ復帰

(出所) 日本経済新聞「縮刷版」より筆者作成

付図表 4 2000-2005 年基準移行時における CPI の発表と当局者発言

2005年1月～2006年6月 生鮮食品除き総合			新聞報道
物価指数		東京都区部	
全国	東京都区部		
2005年1月6日			日銀総裁「CPIが2005年度末までに0.1%の上昇となる可能性はあるが、プラス基調が持続するかわからない」。量的緩和解除は「当面解除する考えはない」
2005年1月13日			日銀総裁、支店長会議で「景気は基調としては回復を続けている」とする一方、「IT関連分野の在庫調整などから生産面に弱めの動きがみられる」
2005年2月17日			日銀、2005年2月金融経済月報で、物価見通しをやや弱めた。
2005年2月17日			日銀総裁「景気回復の基本的なメカニズムは維持されている」
2005年2月25日	-0.3%	-0.5%	東京都区部、99年10月以来5年5月連続の下落
2005年2月28日			日銀総裁「異例の緩和政策の下では、行き過ぎが生じていないかに注意が急れない」
2005年3月16日			日銀総裁、決定会合後に「春以降、踊り場から脱却して着実な回復歩調を見せるとの判断に自信を深めている」
2005年3月25日	-0.4%	-0.5%	東京都区部2004年度平均-0.2%、6年連続の下落
2005年5月13日			日銀総裁「『量』の効果から、『約束』の効果へウエイトが移ってきている」
2005年5月20日			日銀総裁、決定会合後に、日銀当座預金残高の一時的な目標割れの容認を決めたことについて「金融システム不安の後退で金融機関の資金余剰感が強まっている」状況を踏まえた措置だと説明。「量的緩和の骨格はそのまま維持する」
2005年6月23日			日銀総裁「残高目標はあくまで維持する」
2005年7月1日	0.0%	-0.4%	全国は9カ月振りプラス
2005年7月27日			日銀総裁、決定会合後に景気の先行きについて「踊り場脱却は間違いない」
2005年8月9日			日銀総裁「景気は踊り場をほぼ脱却したと判断しうる」
2005年8月26日			竹中経済財政相「緩やかなデフレが続いているとの認識に変化はない」
2005年9月8日			日銀総裁「年末ごろにかけてCPIはゼロか若干のプラスに転じる」
2005年9月8日			日銀「金融経済月報」で、前月までの「IT調整」の表記を削って、「回復を続けている」と昨年10月の表現に戻す
2005年9月24日			日銀総裁「物価がプラスになったからといって即、金融政策の枠組みを変えるという想定にはなっていない」
2005年9月29日			日銀総裁「2006年度にかけて、その可能性が次第に高まっていく」
2005年9月30日	-0.1%	-0.4%	東京都区部は6年連続下落
2005年10月3日			日銀総裁答弁「異常な政策をいつまでも続けるという意見に我々は断固くみすることはできない」
2005年10月31日			日銀「展望レポート」で、CPI見通しで2005年度0.1%、06年度0.5%と、4月時点より0.2%上方修正。前年比プラスの基調が定着していくとした
2005年11月1日			日銀、CPIの2005年基準改定で「前回(0.26%押下げ)ほど大きくならない」とするレポート発表。2006年度CPI見通しはマイナスにならない。
2005年12月22日			日銀総裁「量的緩和政策の解除はむしろ金利が市場のなかで自然に形成されるようになり、経済の活性化を促す方向」
2005年12月27日	0.2%	-0.2%	全国は2年1カ月振りのプラス、東京都区部は6年3カ月連続でマイナス
2006年1月13日			日銀総裁、支店長会議で「消費者物価は前年比プラス基調が定着していく」、「生産も増加基調をたどるとみられる」
2006年2月9日			日銀総裁「一月以降、比較的是っきりしたプラスになる」
2006年2月17日			日銀総裁答弁「CPIが安定的にゼロ%以上になる条件が満たされたら量的緩和政策の枠組みを修正する」
2006年2月21日			新聞報道「日銀、レポートで理論武装」、金融政策、消費者物価を最重視」
2006年3月3日	0.5%	0.2%	全国、上昇率98年3月以来の水準
2006年3月9日			量的緩和政策を解除、物価動向について「改善がみられるものの緩やかなデフレ状況にある」と指摘、「改善」の表現を初めて加えた。

(出所) 日本経済新聞「縮刷版」より筆者作成