(C)日本経済新聞社 無断複製転載を禁じます。

掲載日 2015年07月06日 日本経済新聞朝刊 017ページ

帰属家賃、物価下押し要因に

「短期で2%上昇」困難

日銀、説明責任果たす必要

ポイント

- 帰属家賃が緩やかなデフレもたらす役割
- 賃料改定の難しさや税制のゆがみが影響
- 目標に掲げる経済指標の性格の把握必要

西村 清彦 東京大学教授

経済教室

金融政策の方向性が日米で大きく違ってきている。米国では量的緩和政策からの出口が見え、イエレン米連邦準備理事会(FRB)議長は、金利政策への復帰が今年中に始まる蓋然性が高いとしている。一方、日本では2年を超える、過去に類例を見ない規模と内容の量的・質的緩和にもかかわらず、その出口がいまだ見えないどころか、出口を巡り突っ込んだ議論をすることすら時期尚早とされている。

その裏にはインフレ率の違いがある。短期変動を除いた長期のトレンドを示すとされる食料品・エネルギーを除く消費者物価指数(CPI)の上昇率を日米で比較してみよう。米国では「CPIコア・インフレ率」、日本では「CPIコアコア・インフレ率」と呼ばれる。日米ともに2%のインフレ目標を掲げているが、米国では2%インフレへの回帰の動きが明確なのに対して、日本ではインフレ上昇傾向は2%に到達するよりはるか下方で頓挫している。

●●●

日米インフレ率の大きな差の背景には、帰属家賃の動きの違いがある。帰属家賃とは、持ち家居住の場合、家主としての自分に店子(たなこ)としての自分が近隣の相応する貸家相当の家賃を支払っていると解釈して推定された持ち家の家賃相当額である。家賃額が家計支出に占める割合が高いので、貸家と持ち家居住者の生活費を同じレベルで比較するため採用されている。CPIには帰属家賃が含まれており、日米ともに実際の貸家の家賃から推計される。

まず、帰属家賃がCPIの中でいかに重要かを確認しよう。食料品・エネルギーを除くCPIに占める帰属家賃の割合は、米国では33%、日本でも23%と、他の項目に比べて際立って高い。

図1は、米国の食料品・エネルギーを除くCPIインフレ率と帰属家賃インフレの動きを示しており、その他の財やサービス価格インフレ率も参考として示した。米国では、帰属家賃がリーマン・ショック後の時期を除くと、安定して2%を上回って上昇しており、2%インフレをもたらす錨(いかり、アンカー)のように動いている。これに対し、図2の日本では、逆に帰属家賃が緩やかなデフレ傾向(0%程度)をもたらす錨のように動いている。日本でこの緩やかなデフレ傾向を払拭し、1%を大きく超えて2%インフレを安定的に達成するのが難しいことがよくわかる。

金融政策は景気変動(需給の変動)に影響を及ぼし、それを通じて物価の変動、そしてインフレ期待にも影響を及ぼす。実際、米国では景気変動に応じて帰属家賃も大きく変化する。「サブプライムバブル」と呼ばれる世界金融危機直前の状況では帰属家賃インフレ率が目立った上昇を示し、逆に世界金融危機直後は大きく落ち込んだ。

一方、日本の帰属家賃インフレ率は景気変動にほとんど反応せず(たかだか0・1~0・2%ポイントの変動)、かつ2008年後半以降は安定してマイナス0・3%前後で推移し、財やサービス価格インフレ率が示す景気変動に伴う変化と対照的な状況を示している。

●●●

実は、日本の帰属家賃の「デフレ・アンカー傾向」は金融政策の結果ではない可能性が高い。日米差のかなりの部分が、家賃指数作成上の日米差と、賃貸市場の制度上の差を反映しているからである。

第1に、日本では家賃指数が築年数経過による賃貸住宅の質の劣化の影響を反映していない。便宜的に東京で米国と同じ手法を用いると、CPI総合インフレ率が0・1%ポイントを優に超えて高くなるという試算がある。食料品・エネルギーを除くCPIでは、帰属家賃の比重が大きいのでさらにインフレ率が高くなる。加えて帰属家賃の比重は東京に比べて全国の方が目立って大きいので、この影響は全国ではさらに大きくなる。

第2に、日本では制度的な要因の影響が大きい。帰属家賃推計に使われる賃貸市場における家賃は、継続家賃(新規ではなく継続して賃貸されている物件の家賃)であり、借地借家法の実際上の運用など制度的な要因により需要変化に合わせた大幅な賃料改定が難しい。そのため、家賃指数が景気変動に伴う需要変動に十分に反応しない。

税制に起因するゆがみもある。賃貸住宅の相続税評価額が他の住宅に比べて大幅に低いうえ、保有コストが比較的小さい。賃貸住居が空室になり新しい借り手が見つからなくても、相続税対策のために空室を保有し続ける誘因が大きい。そのため空室率が高いまま景気変動にあまり反応しなくなり、家賃に恒常的な下方圧力が生じていると考えられる。実際、1998年以降の日米の空室率を比較すると、米国はほぼ8~10%で推移しているのに対し、日本は18%前後で推移している。

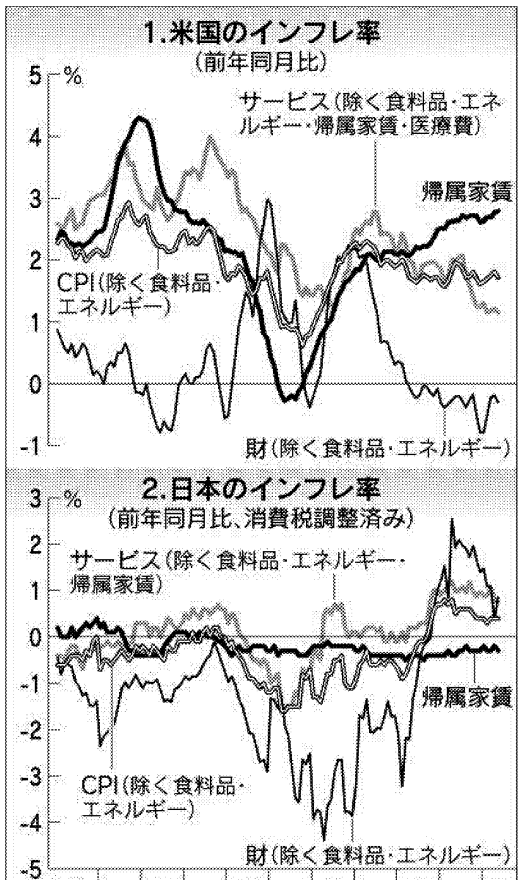
第1の問題に関しては本来、築年数だけでなく様々な面で家賃の品質調整がなされるべきであろう。実際、民間では首都圏や関西圏で新規家賃について品質調整した家賃指数が作成されている。しかし、継続家賃を含む全体の家賃指数について、例えば築年数の品質調整を全国に広げることは、関連する人的・物的費用、調整にかかる時間を考えると早急な対処は難しい。

より本源的なのは第2の制度的な要因である。金融政策の立場から見れば、これらの影響のため、金融政策を導くデータとしてのCPIインフレにはバイアス(ゆがみ)が生じていることになる。図2が示すように、一般に指摘されるCPIの上方バイアスとは逆の下方バイアスである。確かに長期間をとれば、構造調整が進むに従い帰属家賃も本源的需給で決まる水準に落ち着き、バイアスは解消する。

●●●

日銀が12年2月に「中長期的な物価安定の目途(めど)」として実質的にインフレ目標を採用した際の議事要旨をみてみよう。「ある委員は(中略)長期的には主要国の多くと共通の物価上昇率を目指す必要があり、現状、それは『2%』である」と、2%の達成を「長期」としている。これは、こうした日本のCPI指標の性格を踏まえたものだと想定される。

日銀はその後、13年に「2%のインフレ率を2年程度で達成する」として、短期での達成を公約とした。「証拠に基づいた政策」として、政策の数値目標を立てることは、アカウンタビリティー(説明責任)という点で望ましい。

しかし、目標として掲げる「経済指標」がどういう性格を持っているのか、政策の効果の達成をその指標で把握できるのか、深い検討が必要であり、国民に対する説明が必須である。そのもとで公約がなされ、公約の達成により政策当局の信認が確保される。公約の達成ができなくても、その理由の説明と新しい枠組みの提示があれば、信認は確保される。これは金融政策に限った話ではなく、他の政策にも当てはまる。「証拠に基づいた政策」を実施する政策当局の負う説明責任は重い。

にしむら・きよひこ 53年生まれ。エール大博士。専門は理論経済学。前日銀副総裁