

物価目標政策の意義と課題

東京大学大学院経済学研究科 教授

渡辺 努



1. デフレのコスト

2013年1月22日、政府と日銀による共同文書が発表され、デフレ脱却を目指す物価目標政策が始まった。消費者物価上昇率は当時マイナスであったがこれを2%まで引き上げることに政府・日銀がコミットした。しかしそれから6年を経た現時点で、消費者物価（除く生鮮・エネルギー）は前年比0.5%であり、引き続きゼロ近傍にある。日銀を含む関係者

の多くが物価目標2%の実現は困難との見方を示している。

こうした中で、2%という目標が高すぎたのではないか、手の届く水準に変更すべきではないかとの声が多く聞かれる。そもそも物価目標政策を採用したこと自体が間違いだったのではないか、アベノミクス以前の金融政策の枠組みに戻すべきではないかとの意見も少なくない。

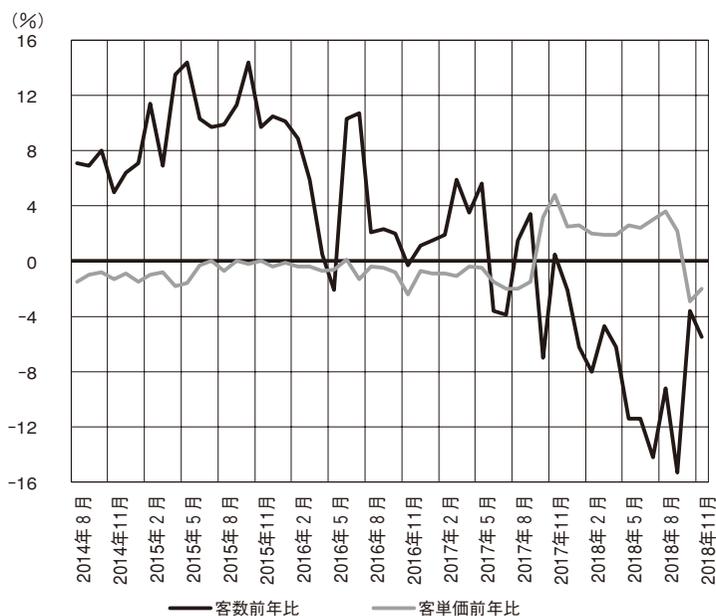
6年かけても物価目標を達成できていないという事実は重い。金融政策の枠組みを見直すのはタイミングとして適切だろう。しかし筆者には、現在行われている見直し論議は大事なポイントを避けて通ろうとしているように見える。それはデフレのコストだ。標準的な金融政策理論によれば、インフレにもデフレにもコストがあり、経済厚生を悪化させる。中央銀行の責務はそれを回避することだ。

6年前の物価目標導入時にはそうした認識があった。しかし今聞かれるのは、金融緩和

（目次）

1. デフレのコスト
2. 鳥貴族の挑戦
3. 屈折需要曲線の理論
4. 突出して高い日本の価格硬直性
5. 価格硬直化がマクロ経済に及ぼす影響
6. いかにして健全なプライシングパワーを取り戻すか

(図1) 鳥貴族の客単価と客数



(出所) 株式会社鳥貴族HP

で生産が伸び、失業率も下がった。これ以上頑張って物価を引き上げる理由は見当たらないとの意見だ。その背後には、物価上昇率がゼロ近傍でも2%でも、経済厚生に大きな違いはないとの漠然とした認識がある。

しかしアラン・グリーンスパン元FRB議長は、米国がデフレの淵にあった2000年代初頭に、デフレが進行すると企業が原価上昇分を価格に転嫁できなくなるという意味でプライシングパワーを喪失すると予言した。プライシングパワーを喪失した企業は新商品開発など売上を伸ばすための前向きな取り組みを諦め、コスト削減など後ろ向きの経営に向かってしまうので、マクロ経済の活力が削がれるとの懸念を示した。今の日本は残念ながら

グリーンスパンの予言どおりの状況にある。

インフレと違いデフレのコストは体感しにくい。特に日本のように20年以上にわたってデフレにどっぷり浸かってしまうと、デフレ下での生活やビジネスの慣習が当たり前になり、それがいかに不健全かを認識できなくなる。

以下では、物価上昇率がゼロ近傍にとどまる現状はなぜ問題なのか、デフレから脱却するために金融政策の新しい枠組みをどう変えるべきかを考察する。

2. 鳥貴族の挑戦

物価は貨幣供給量のようなマクロの要因で決まるのかそれともミクロの価格の積み上げ

なのかという論争がしばらく前にあった。意外かもしれないが現代の経済学では、物価はミクロの積み上げで決まると考える。論争での吉川洋教授の「物価は足し算」との見方に近い。本稿でもミクロの価格をみつめるところから議論を始めよう。

図1は焼き鳥の居酒屋チェーンとして有名な鳥貴族の価格（客単価）と数量（客数）を示したものだ。図に使用しているデータは同社がHP上で毎月公表している「月次報告」から取得した。鳥貴族は人件費や原材料費の上昇を背景に2017年10月に28年ぶりの値上げを行った。「全品280円均一」を298円へと変更し、約6%引き上げた。それまでゼロまたは若干のマイナスで推移していた客単価が2017年10月以降はプラス4%程度まで上がっているのはそれを反映している。この値上げで何が起きたか。客数の減少である。客数はそれまで前年比プラスで推移していたが2017年10月以降はマイナスになり、2018年9月にはマイナス15%まで落ち込んでいる。客単価に客数を乗じた売上も前年割れとなった。

では、鳥貴族はなぜ値上げをしたのか。値上げで客が激減したのはなぜなのか。筆者は鳥貴族の経営に特別に詳しいわけではないが、メディア報道をもとにした筆者の理解はこうだ。

鳥貴族の大倉社長は値上げ直後の昨年11月に行われた雑誌のインタビューで、値上げをいつから検討していたのかという質問に対して、「アベノミクスが開始した頃から意識は

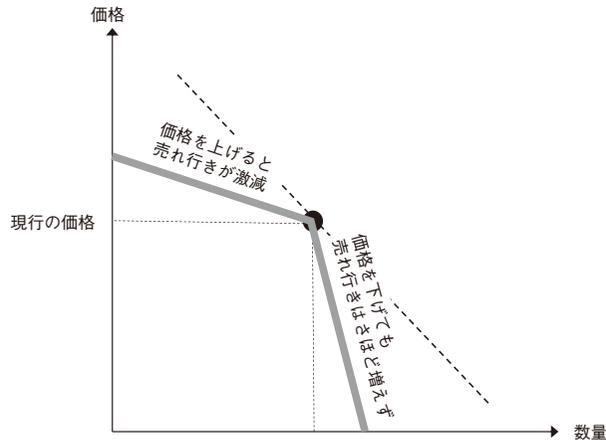
していました。結構早い段階です。政策として物価を上げていくというのですから、流れは変わると思いました」、「後に東京オリンピックの開催も決まり、地価も家賃もじわじわ上がって、これはもう、上げざるを得ないタイミングが来ると考えていました」と語っている（『週刊ダイヤモンド』2017年11月10日）。

つまり、物価目標政策の採用により政府・日銀が発した「デフレの時代は終わり、これからはインフレだ」というメッセージが大倉社長にしっかり伝わり、それが鳥貴族のプライシング戦略を変えたということである。これは正にデフレ脱却への道筋として政府・日銀が思い描いていたシナリオである。日銀の黒田総裁が強調したように、異次元緩和の究極の目的は（市場参加者ではなく）企業経営者や消費者のインフレ期待を変えることであったが、鳥貴族はこれが非常にうまくいった事例といえる。

値上げ発表を受けて鳥貴族の株価は大きく上昇し、日銀の黒田総裁も2017年11月の講演で「上場企業である外食チェーン店の中には、値上げの発表が好感され、株価が大きく上昇したケースがみられています」とコメントしている。

では、政府・日銀のシナリオどおりに値上げに踏み切った鳥貴族が現在、客足の大幅減に苦しんでいるのはなぜなのか。メディア報道をみると、「いまのご時世、値上げをすれば客が減るのは当たり前で、それを読み切れなかった経営ミス」という見方も少なくない。

(図2) 屈折需要曲線



(出所) 渡辺研究室

本当にそんな単純な話だろうか。

最初に指摘しておきたいのは、人件費や原材料費が上昇する中で長年にわたって価格を据え置いてきた企業が、政府・日銀の政策転換を機に、原価上昇分の価格転嫁に踏み切るのは極めて真っ当な意思決定ということだ。経済学の用語を使えば、フェアプライシングだ。筆者の目には、原価上昇分を価格に転嫁してはいけないという「常識」の方がよほど歪んでいるように見える。デフレの進行を20年以上にわたって放置してきた結果としてこうした歪んだ「常識」が日本に蔓延っている。

3. 屈折需要曲線の理論

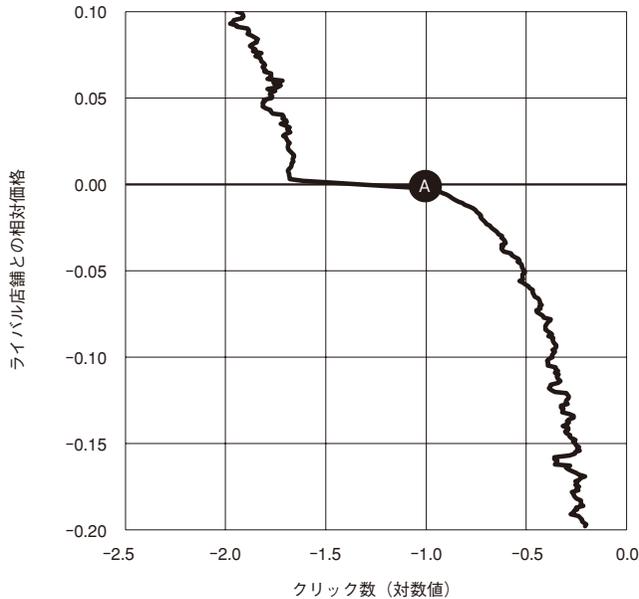
次に、正しいプライシングを行ったにもかかわらず鳥貴族の客足が激減してしまった理由について考えてみよう。需要曲線が右下が

りである以上、値段を上げればモノが売れなくなるのは当然だ。しかし鳥貴族で起きた現象はもう少し複雑だ。線形の需要曲線では、たかだか6%の値上げがこれほどの客足減を招いたことを説明できない。

手掛かりになるのは「屈折需要曲線」という考え方だ。これは元々、寡占市場における企業のプライシング行動を説明する仮説として登場してきたものだが、1970年代に根岸隆東大名誉教授らによって、原価が変化しても企業が価格を変更しないという現象（価格の硬直性）を説明する仮説として再解釈が行われた。現代のマクロ経済学において、価格の硬直性を説明する有力な仮説のひとつである。

図2はある商品に対する需要曲線を示したものだ。通常であれば需要曲線は破線のよう

(図3) オンライン市場における需要曲線



(出所) 渡辺研究室

況を考える。需要曲線はなぜ現在の価格のところで屈折するのか。平たく言えば、価格を上げると客が離れ需要量が減る。しかしその反対に、価格を下げれば客がどんどん増えるかというところまででもない。つまり、価格の値上げと値下げに対する消費者の反応が非対称であり、その結果、現在の価格のところで需要曲線が屈折するのである。

では値上げと値下げで非対称になるのはなぜか。消費者のもつ価格情報が不完全だからだ。ある店で値上げをするとその店でいつも買い物をする消費者は直ちに値上げに気づき、購入量をいつもより減らす、または他の店に移ることを選択する。顧客一人当たりの買う量が減るだけでなく、客数そのものが減

ってしまうというのがここでのポイントだ。

一方、価格を下げたときには、その店をいつも利用する人たちは値下げに気づき購入量を多少増やすかもしれない。それに加えて、いつもは他の店で買い物をする消費者の一部はその店の値下げに気づき、他の店から移ってくれるかもしれない。しかし消費者は自分がいつも利用する店の価格情報に比べ他店の価格情報には疎い。そのためいつもは他店で買い物をする消費者がその店の値下げに気づくのは稀で、気づいた上で店を変えるのはもっと稀だ。つまり、顧客一人当たりの購入量の変化は、価格引き下げと価格引き上げではほぼ対称だが、客数の変化は価格引き下げと引き上げで非対称だ。この非対称性が需要曲線の

屈折の原因だ。

需要曲線が本当に屈折しているか否かについてはデータを用いた検証が必要だ。図3は、価格.comのデータを用いて、オンライン店舗における価格の変化がその商品のクリック数にどのような影響を与えるかを調べたものである（国立情報学研究所の水野貴之氏らとの共同研究にもとづく）。縦軸はこのオンライン店舗が提示している価格であり、横軸はその店舗に対するクリック数（需要量の代わりの変数）である。

A点から出発して価格を下げるとクリック数は多少増加する。しかしA点から出発して価格を上げると急減する。この店舗は価格引き上げ前は最安値を提示していたが価格引き上げに伴い二番手になり、その結果、クリック数が急減したのである。価格を上げるのと下げるのでクリック数の反応が非対称という意味で、需要曲線はA点のところで屈折している。同様の屈折は実店舗でも観察されている。

POSデータを用いた筆者らの研究によれば、我が国では2000年以降、消費者の価格感応度が高まり、これを反映して、需要曲線の屈折の度合いがきつくなった可能性がある。鳥貴族は、需要曲線の屈折を生む消費者の姿勢が異次元の金融緩和で変化すると読んだのかもしれない。結果論ではあるがその判断は甘かった可能性がある。

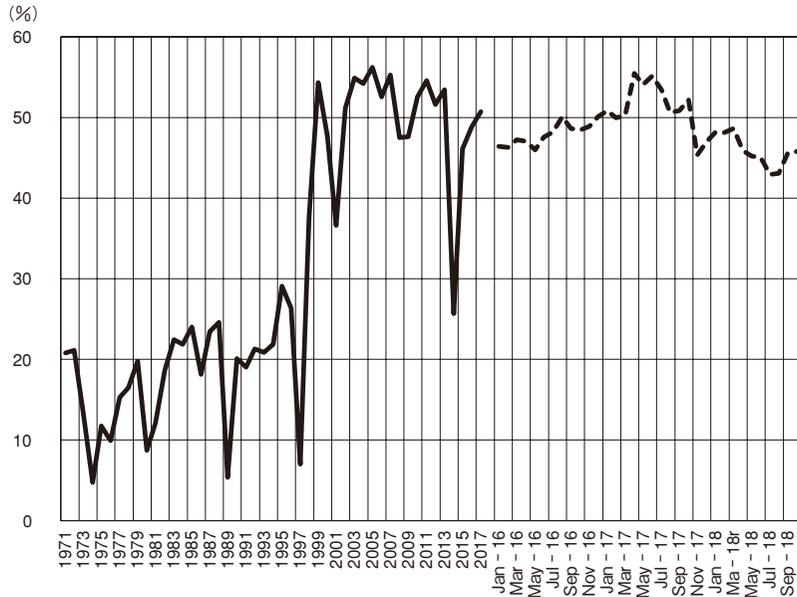
■ 4. 突出して高い日本の価格硬直性

次に、図2のように需要曲線が屈折していると企業のプライシング行動はどのように変わるかを考えてみよう。原価が上昇（正確には限界費用曲線の上方シフト）したとする。需要曲線が屈折していなければ企業は必ず価格引き上げを選ぶ。企業は、価格引き上げで利鞘が回復するというプラスと、価格上昇によって客が減るというマイナスを比較した上で、最適な価格の引き上げ幅を算出し実行する。この結果、原価上昇の一定割合は確実に価格に転嫁される。

これに対して需要曲線が屈折している場合は、価格引き上げによる利鞘回復というプラスの効果は変わらないが、客足減というマイナスの効果はずっと大きくなる。このため、企業は原価が上昇しても、原価の上昇幅が極端に大きくない限り、価格を据え置くことを選択する。原価が低下した場合はこれと反対のことが起きる。つまり、需要曲線が屈折していると、原価の変化（上昇でも低下でも）に対して、それが極端に大きくない限り、価格が反応しないという現象（価格硬直性）が生じる。

筆者と渡辺広太氏（キャノングローバル戦略研究所）は日本の価格硬直性を先進各国と比較し、日本の硬直性は他国に比べて突出して高いことを明らかにした。筆者たちが用い

(図4) 価格硬直性の度合い



(出所) 渡辺研究室

たのは各国の消費者物価統計の品目別指数である。総務省が公表する消費者物価指数は典型的な消費者が購入する600の品目（例えば「シャンプー」、「理髪料」など）から構成されている。図4は、各品目について前年比の変化率を算出した上で、その値がゼロの近傍にある品目の消費金額が全体のどれだけに相当するかを計算したものである。前年比ゼロ近傍の品目は価格が硬直的な品目ということだから、そうした品目がどの程度の割合かは価格硬直性の尺度とみることができる。

図からわかるように、価格硬直性は1990年代末の金融危機の頃に一気に高まり、ゼロ近傍の割合が5割に達した。経済が混乱する中で消費者の購買態度が大きく変わり、企業が

それに反応したためと考えられる。注目すべきは、金融危機が収まった後もゼロ近傍の割合は高水準を維持したという点である。消費者や企業の反応が一過性ではなく、持続性のあるものだったことを示唆している。価格硬直性の高止まりは異次元緩和開始後もほとんど変わらず続いた。足元は幾分改善しつつあるとはいえ依然として40%を大きく超えており、他国と比べ価格硬直性が著しく高い状況に変わらない。

5. 価格硬直化がマクロ経済に及ぼす影響

次に、需要曲線の屈折化により価格の硬直

性が高まることは企業経営やマクロ経済にどのような影響を及ぼすかを考えたい。原価が上昇しても価格に転嫁できないという現象を別な言葉で言えば、企業のプライシングパワーの喪失だ。そうした整理を行った上で、プライシングパワーの喪失とデフレの関係を明らかにしたのは、筆者の知る限り、グリーンズパン元FRB議長が最初だ。グリーンズパンは、米国でデフレ懸念が強まった90年代末から2000年代初頭の時期に、デフレ社会では企業のプライシングパワーが低下すると懸念を繰り返し表明した。例えば、1999年2月の上院での議会証言では以下のように述べている。“In the current economic setting, businesses sense that they have lost pricing power and generally have been unwilling to raise wages any faster than they can support at current price levels. Firms have evidently concluded that if they try to increase their prices, their competitors will not follow, and they will lose market share and profits. Given the loss of pricing power, it is not surprising that individual employers resist pay increases.”

学界ではジョン・テイラーが、2000年に発表した論文で、インフレ率が下がってゼロに近づくと企業のプライシングパワーが低下すると主張し、その証拠として、為替変動の価格転嫁率（自国通貨安が製品価格に転嫁される率）は、高インフレ経済では高いが低インフレ経済では低いことを挙げている。

もちろん企業のプライシングパワーは高めれば高いほどよいというものではない。独占企業がもつような非常に高いプライシングパワーは論外としても、通常の競争環境でも企業が強いプライシングパワーをもっていると認識し、攻撃的な価格上昇を仕掛けることがある。70年代のインフレはその例である。価格の引き上げに過度な自信をもつあまり費用の節約に無頓着になる傾向が生まれる。グリーンズパンによれば、そうした場合には中央銀行は金融引き締めでプライシングパワーを弱める。これに対してデフレはその逆であり、経営者は、プライシングパワーがなくなってしまうとの認識の下、人件費を始めとするコスト削減に奔走する。

プライシングパワーの低下は企業経営の大きな足かせだがそれだけに止まらない。例えば、コストをかけて優れた新商品を開発したとしても、製品価格に転嫁できずれば、企業の新商品開発の意欲は失せるだろう。格別優れた商品でなくてよいから、とにかくコストを下げ安く売り出す方に流れる。経営者の関心がビジネスの拡大ではなく費用の削減に向くことになる。そうなればマクロの生産性にも影響が及ぶことになる。

当時のグリーンズパンは日本が既にそうした状況に陥りつつあるとの認識を持っていたようで、米国はその轍を踏んではいけないと繰り返し主張した。米国はその後、金融緩和が奏功し、2004年にはグリーンズパンが“Corporate pricing power is gradually being

restored”と宣言するに至り、デフレの回避に成功した。このときの金融緩和が住宅バブルの原因となったことを踏まえれば彼の選択が適切であったかどうかは評価の分かれるところだろうが、プライシングパワーの喪失という文脈でデフレの恐ろしさを彼が正しく認識していたのは事実であり、卓見と言える。

ビジネスの現場でもプライシングパワーは重視されている。ウォーレン・バフェットはプライシングパワーについて“The single most important decision in evaluating a business is pricing power”と語っている。また、“If you’ve got the power to raise prices without losing business to a competitor, you’ve got a very good business. And if you have to have a prayer session before raising the price by 10 percent, then you’ve got a terrible business.”とも述べている。確かに、価格を上げて顧客を失わないのであればそれ以上のビジネスはないだろう。もちろん経営者としてはどうやればそのような商品の差別化を実現できるかが課題なのだろうが、少なくとも投資家バフェットにとってそれは二の次で、まずは強いプライシングパワーをもつ企業を見抜くことが大事で、それさえできれば投資は失敗しないということかもしれない。

筆者の印象では、プライシングパワーの喪失が日本経済の停滞の一因との認識をもつ日本の企業経営者は決して少なくない。例えば、セブン銀行の安斎隆氏は、非製造業、とりわ

けサービス産業の低生産性の原因は、巷間言われているような情報通信投資の遅れなどではなく、「値付けの問題」と指摘している（『東洋経済オンライン』2018年11月21日）。安斎氏によれば、経済全体の需要が高まっている現状でも価格引き上げに踏み切る企業が少ないのは異常であり、「企業の提供する財やサービスの価値に見合う価格をきちんと取らないかぎり、生産性は上がらず、企業業績も上がらず、賃金も上がらず、成長率も上がってこない」。マクロ経済への含意についても「小売業が売っている財物の価格や外食などのサービス価格を上げないと、物価は上がらないし、成長率も上がらない。私はずっとそう見ていました」と述べている。

■ 6. いかにして健全なプライシングパワーを取り戻すか

日本企業のプライシングを正常化するには今後どのような取り組みをすべきか。教科書的に言えば物価は総需要曲線と総供給曲線で決まる。これまでの6年間で政府・日銀が行ってきたのは、異次元緩和により総需要曲線を右にシフトさせることによって物価上昇を目指すという戦略であった。しかし本稿で強調したように、デフレ脱却のカギを握るのは総需要曲線のシフトではない。企業のプライシングパワーを回復させることにより価格硬直性を正常な水準に戻すこと、つまり総供給曲線の傾きをきつくすることである。政府・

日銀の政策の焦点も今後、総需要曲線から総供給曲線へと変えていく必要がある。

プライシングパワーを回復させるための第一歩は、経営の現状について顧客の「共感」を得ることだ。ヤマト運輸の宅配料金の値上げは共感の重要性を教えてくれる。東大金融教育研究センターが消費者約1万人を対象として2018年5月に行ったアンケート調査によれば、宅配便の値上げは「いかなる事情があっても値上げで生活が苦しくなるのでやめてほしい」が17%であったのに対して「宅配業者も経営が苦しいのだろう。ある程度の値上げは仕方ない」が74%と多数を占めた。ドライバー不足が切実というメッセージが顧客に届き、値上げへの共感が生まれたのだろう。企業は値上げに至った理由を丁寧に説明し顧客の理解を得る努力を惜しむべきでない。

プライシングパワー回復の第2のポイントは雇用環境の改善だ。屈折需要曲線の背後にあるのは雇用や賃金が安定せず、節約志向の強い消費者の存在だ。6年間のアベノミクスで雇用者数は大幅に改善した。残る課題はいかにして賃金を引き上げるかだ。

賃金引き上げについては労働生産性が上昇しないと不可能と言われることが多い。もちろん生産性が上昇すれば賃金を上げやすいのは間違いない。しかし生産性の上昇の範囲内での賃金引き上げであれば、企業が値上げに向かうことはない。今後必要なのは、賃上げ分を自らの商品の価格に転嫁することを織り込んだ上で賃金引き上げを認めるという攻め

の姿勢である。こうした企業が多数現れることで初めて、価格と賃金の好循環が実現する。

その実現のために政府・日銀にできることがあるとすれば、金融政策の目標を物価から名目賃金に切り替えること、つまり、物価目標政策から賃金目標政策への切り替えだ。名目賃金上昇率は物価上昇率に労働生産性の上昇率を加えたものに等しい。労働生産性の上昇率を1%と仮置きすれば、物価上昇率2%と合わせて名目賃金上昇率は3%である。これを目標とすべきだ。

1960年代から70年代の米国では企業のプライシングパワーが強すぎるという問題が生じ、これが賃金・価格インフレを引き起こした。これに対処するために政府は賃金・価格のガイドラインを設けるなど所得政策を採用した。多くの企業がプライシングパワーの喪失に苦しむ日本ではその逆の発想が必要だ。プライシングパワーの回復に向けて、「名目賃金上昇率が3%になるまで金融緩和を継続する」という新たなメッセージを政府・日銀が消費者や企業に向けて発信することは検討に値する。

