

March 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）

Base year revision of CPI in the conduct of monetary
policy using Real-Time data

小巻 泰之

Research Institute of Economic Science

College of Economics, Nihon University

金融政策における CPI 基準改定の影響（リアルタイム分析）

(Base year revision of CPI in the conduct of monetary policy using Real-Time data)

小巻泰之¹

Abstract

We evaluate the validity of inflation index using the real-time data of price index. Many central banks focus on Consumer price index (CPI) as benchmark variable for price stability. As ECB(2003) mentioned, CPI has high reliability and availability because revision of CPI is very few.

Before about 18 months of the base year revision, the reliability of CPI has reduced gradually. We can find that the difference between old and new base year becomes larger when we have estimated the several base year data. This fact means we can not regard CPI as the accurate inflation measures, especially in zero inflation situations, on about 1 year ago of the base year revision.

In fact, when the base year revised from 2000 to 2005 base year on July 2006, 2000 base year data was higher than 2005 year about 0.3% on average. As Bank of Japan recognized the price stability from deflation, the Bank of Japan decided to change the operating target of money market operations from the outstanding balance of current accounts at the Bank to the uncollateralized overnight call rate on March 2006. Quantitative easing policy was canceled. But we find the CPI was still minus level.

本論は、消費者物価指数（CPI）の基準年次の改定の中で、新旧基準のデータが存在する重複期間における金融政策の決定状況について、リアルタイム・データを基に検討する。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る。重複期間の新旧指数の乖離は統計的に有意にゼロではなく、偶然とはいえ、過去の金融政策の重要な決定は重複期間で行われることが多かった。本論での分析からは、

1. 85-90年基準への移行時において、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、金融引締めを堅持する根拠とされたこと
2. 2000-2005年基準への移行時において、2001年以降のCPIがプラスを示し、量的緩和解除の根拠とされたこと

の2つの金融政策の決定で、旧基準のCPIが主要な決定要因であったことがうかがえる。この2つの事例では、新基準のCPIでは下方に改定されていることから、果たして新基準のCPIが意思決定時に利用可能であれば、同様の決定がなされていたかは疑問である。

JEL Classification : E31, E52

Key words : 消費者物価, 基準改定, リアルタイム・データ

¹ 日本大学経済学部. komaki.yasuyuki@nihon-u.ac.jp. 本研究は科研費（22530281）及び日本大学経済学部研究費の助成を受けたものである。

1. はじめに

2011年3月末時点、物価指数は5年振りの重複期間にある。重複期間とは、物価指数の基準年次改定の中で、新旧基準のデータが存在する期間のことである²。消費者物価指数（CPI）は2011年8月まであと5カ月程度、国内企業物価指数（CGPI）は2012年夏ごろと1年半近くの期間がある。重複期間の問題点は、物価指数の基準年次の改定の中で、新旧基準のデータが存在し、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る。

しかも、新旧指数の乖離は統計的にも有意である。本論の目的は、CPIに関するリアルタイム・データを作成し、重複期間における改定訂動向と金融政策の決定への影響について検討することにある。

本論での検討を進めるにあたり、考慮する点は以下の2点である。

第一に、本論では改訂の要因分解及び物価指数のバイアス分析について行わない³。基準改訂では、採用品目やウェイトなど、新旧基準では相応に中身が異なるため、同一時期（＝重複期間）であっても両者の騰落率が一致しないことはある意味で、当然である。基準改定は、より精度の高い指数を作成するための作業と位置づけられるものの、重複期間では旧基準の数値が金融政策の決定に影響を与えるのも事実である。本論では、新聞記事などからイベントスタディー的にCPIに関する発言などを時系列で整理し、リアルタイムベースをもとに月次テイラー・ルール⁴を推計する。

新旧指数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窺える。したがって、重複期間における政策決定に影響を及ぼしたであろう事象を新聞記事などの検索を通じて、時系列に検討する。また、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、規模を整理する。

第二に、月次で推計する政策反応関数の頑健性である。一般的に月次の景気指標は変動も大きく、政策判断が難しくなることはしばしば起こりうる。本論では、オリジナルなテイラー・ルールへ政策決定時に利用可能な数値を当てはめ、金融政策を検討する。さらに、GMMモデルを用いて、金融政策の反応状況を定量的に推計し、前者の推計と比較することにより、当時の政策変数として重視されていたものを割り出す。

² 正確には、両方のデータ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。

³ 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。

⁴ 詳細はAppendix 2を参照。

結論を先取りすれば、過去の基準改定における重複期間では、偶然とはいえ、金融政策上の大きな決定がなされてきた。ただし、重複期間の乖離は統計的に有意にゼロでないとはいえ大きなものではなく、全ての金融政策に影響を与えたわけではない。

しかしながら、本論での分析からは、85-90年基準への移行時において金融引締めを堅持する根拠とされたこと、2000-2005年基準への移行時において量的緩和解除の根拠とされたこと、の2つの金融政策で大きな影響を与えていると考える。もちろん、言うまでもなく、日銀の金融政策がCPIのみで決定されていたわけではない。しかしながら、当時の新聞報道からは日銀が政策決定の上でCPIに注目していたことも窺え、何らかの意思決定に影響を与えたものと考えられる。したがって、この2つの事例では、新基準のCPIでは下方に改定されていることから、果たして新基準のCPIが意思決定時に利用可能であれば、同様の決定がなされていたかは疑問である。

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見よう。第3節は新聞記事の検索やリアルタイムベースの景気指標などをもとに、拡張副期間の金融政策上の課題を整理する。第4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5節でまとめを行う。

2. 政策変数としてのCPI

2.1 CPIの主要系列

CPIの主要系列は時代の要請とともに、基準年次改定を契機に変更されてきた。当初は全国（人口5万人以上都市）平均を総合指数として利用してきたが、1970年基準時に帰属家賃を擬制計算（Imputed rent）され、1985年基準から主要系列とされ今日に至っている。

しかしながら、基調的な物価動向の把握の要請が高まり、2000年基準から変動の大きい生鮮食品を除いた総合指数（コア指数）や、さらに2005年基準からエネルギー価格を除いた「食料（酒類を除く）及びエネルギー」を除く総合指数（コアコア指数）が用いられている（図表1）。

総合指数とコア指数との比較では、Mishkin[2007]などで、総合指数は一時的な要因で大きく変動してしまうことから、政策変数としてミスリードさせる可能性を指摘している。実際、日本では量的緩和政策の解除要件として、「生鮮食品を除く総合指数の前年比が安定的にゼロを上回る」時期とされていた。

本論では、CPIの主系列を中心に分析する。ただし、1990年代半ば以降新聞等のメディアでは「生鮮食品を除く総合」を中心に報道していることから、それを用いる。

2.2 重複期間の存在と新旧指数の乖離

基準改定では、統計上の対象期間と作成・発表期間は異なっていることから、新旧基準が重複する期間が生じる（図表2）。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月と18カ月となる⁵。平均して、重複期間はCPIの場合約1年半、CGPIの場合約3年間と決して短くはない。

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3の通り、全ての基準年次の系列で、当該基準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。ただし、対象期間の変動が小さいのは、前述の通り、騰落率が新基準をベースに、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4のTest1）、重複期間の新旧指数の乖離の平均の検定（図表4のTest2）を行った。なお、定常なデータにするため、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。

また、同じく物価指数として利用されるCGPIについては、1985年基準への切り替えを除き、新旧指数の乖離は統計的に有意なものと確認できる。しかも、CGPIの重複期間は約3年とかなり長いものとなっている（Appendix 1）。

したがって、90年1月以降の金融政策の変更において、CPI及びCGPIの重複期間における旧指数は統計としては対象外であるものの、公表値としては有効を前提として政策決定を行うと、ミスリードする可能性がありうる。

3. 政策決定に与える影響—CPIのリアルタイム分析

5年毎に実施される基準改訂であるが、その時期は結構、経済活動では重要な時期と重なる場合が多い。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検討する。なお、ここで用いるCPI、CGPIなどは政策決定時の主要系列でありリアルタイム・データである。

3.1 85年基準と90年基準の重複期間（1990年1月から91年6月）

85年基準のCPI（帰属家賃を含む総合）は、重複期間において90年9月以降平均で0.3%高めの数値として発表された。特に、90年11月から5カ月連続で前年比4%を前後の推移

⁵ CPIの場合は、新基準への移行後も旧基準も作成される。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。

となった。当時の金融政策は 89 年 5 月以降の引締め局面にあり、当時の日銀総裁の会見からインフレの抑制やバブルつぶしを目的としたものであったとみられる。金利高の局面で 85 年基準の 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（図表 5）。

金融政策における物価指数に影響をみるために、当時の新聞記事の動向を見ると、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%台にあり（91 年 2 月 13 日の総裁会見）、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。

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。物価動向については、企画庁から 91 年 3 月 11 日に「物価は峠を越えた」として、特殊要因での物価上昇であるとの解説もみられた。

当時の論調が変化したのは、CPI が 3%台半ばへ低下し、WPI 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 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 の尺度も不確かであったとえる。

金融政策が CPI のみで決定されるわけではないが、85 年基準の CPI が 4%前後で推移し、しかもその上昇率が 9 年振りの水準であったことが当時の引締め政策を堅持する一つの前提となっていた可能性は指摘できよう。また、引締めから中立・緩和への変更も、CPI 及び WPI の重複期間における数値が根拠の一つとなった可能性がある。この点は、仮に 90 年基準の CPI 及び CPI で政策判断をすれば、同様の結果となったとはいえないのではないかと考える（図表 6, 7）。

3.2 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⁶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 年央には景気足踏みし始めた。物価は 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かが議論されていた。WPI 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

⁶ 景気の谷は 1994 年 11 月 17 日に決定されている。

る（図表 8）。

なお、重複期間での改定幅は、2.2 節でもみたように本論の対象期間では最も小幅である。

3.3 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、景気は回復過程にあったものの、公式には 2000 年 6 月 9 日に 1999 年 4 月を景気の底⁷とする暫定決定がなされたことから景況感が分かれていた可能性がある。一方物価は、CPI（生鮮食品を除く総合⁸）は、98 年 7 月以降マイナスとなり、マイナス幅が拡大していく状況にあった。国内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、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、金融政策は緩和状態を抑制し、またその後緩和を強化するということが重複期間に実施されている。

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。

⁷ 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。

⁸ 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。

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。この点で必ずしも当時の景況感が一致していたとは限らない可能性がある。

3.3.2 ゼロ金利政策解除後（2000年9月以降）の状況

ゼロ金利解除後も、物価指数はCPI、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9）。

3.4 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。

3.4.1 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月に入ってから出ないと思われる（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見つけるのが難しい。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、CGPIは2004年1月以降プラスを持続しており、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指摘されていたことがわかる、シンクタンクの予測や日銀でのレポー

トが出されている。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「日銀は 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。

3.4.2 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。

4. 政策反応関数を用いた評価

4.1 推計方法

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）の影響について検討する。最初に、オリジナルなテイラー・ルール⁹を用いて、当てはまり具合をみってみる¹⁰。物価、景気の変数のパラメータはともに 0.5 としている。

次に、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。

利用するデータは月次ベースの鉱工業生産指数（季節調整済系列）、CPI(新旧指数)、名目短期金利を用いる。

4.2 テイラー・ルールによる評価

1985-90 年基準への移行時では、90 年代前半は実際の金利より低い水準にあったものの、90 年 10 月頃からテイラー・ルールによる金利水準が上回っている。これは、日銀の金融政策が緩和型から長めの金利低下を抑制する中立型への移行が関連している。全体として、金利水準こそ異なっているものの、金利変動が CPI の変動に影響を受けて上下動している様子がうかがえる。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、景気を慎重化させた可能性が高い。ただし、金利の上下動の変動は、概ねテイラー・ルールで示される金利変動となっている。CPI の新旧指数についても大きな差異は見受けられない。

1990-95 年基準への移行時についても、85-90 年基準時と同様に、実際の金利とテイラー・ルールで示される金利水準には 0.5-1.0%程度の乖離がみられる。ただし、先行研究（地主 [2006]）とは異なって、テイラー・ルールによる金利の方が高めに出ており、金融緩和が十分であるとの評価も可能となる。GDP と IIP との差異に原因があるのか、この点について

⁹ 月次テイラー・ルールの計算は Appendix 2 を参照。

¹⁰ 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）。

は分析できていない。

1995-2000年基準への移行時についても、テイラー・ルールによる金利の方が高めに出ている。後でわかることだが、2000年10月頃に景気がピークを迎えており、IIPギャップが大きくプラスとなっている。このことが原因と考えられる。厳密な比較をするのであれば、GDPでの推計との比較も行うべきである。

2000-2005年基準では、量的緩和と物価指数との関係が最も分かりやすい形ででている。CPI(旧基準)は2005年11月をボトムに上昇傾向に入り、2006年1月以降プラスとなっている。上昇傾向が強まるにつれて、金利も高め誘導が実施されている様子が見て取れる。しかし、新基準のCPIでみると、タイミングとして早いこともわかる。CPIの重複期間の影響が最も強く出た時期といえる。

4.3 政策反応関数の推計

政策反応関数の推計では、基本的にはオリジナルなテイラー・ルールと同様である。

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

NRate は名目短期金利として無担保コールの月末値を用いた。月中平均を用いるのが一般的であるが、CPIの発表が月末であることから、その影響をより検証したいと考え用いている。また平均*NRate*は24カ月移動平均値を用いている。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カ月平均を用いている。

本論が対象とする推計期間では、ゼロ金利近傍となるまでの時期について推計を行うと、当時の金融政策は物価変動より景気変動に注目した政策決定が行われていた様子がうかがえる。基本的に、物価は下落傾向であり、その物価下落が問題されたのは90年代末であったことが影響していると考えられる。

しかし、CPIの新旧指数の重複期間毎に推計すると、各時点における政策決定での注目点もうかがえる。

85-90年基準への移行時には、3.1節でみたように日銀は物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のに対して、政府や業界団体からは金融緩和を求めている時期でもあった。政策反応関数では、インフレギャップが有意にプラスである。IIPギャップがマイナスで有意になっているのは、当時景気が減速しているにも関わらず引締めを堅持していた様子がうかがえる。

95-2000年基準への移行時には、物価がマイナスにも関わらずゼロ金利政策が解除された時期である。この時期にはインフレギャップは有意でなく、IIPギャップはプラスで有意となっている。インフレ動向に関わらず、景気動向を理由にゼロ金利政策を解除させた様子がうかがえる。

一方、量的緩和政策が解除された 2000-05 年基準への移行時には、インフレ及び IIP ギャップがともに有意ではない。

なお、J テストは全ての期間で問題ない。

5. まとめ

これまで物価指数を巡る議論では、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、物価指数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。

本論で指摘したように、過去の基準改定における重複期間では、偶然とはいえ、金融政策上の大きな決定がなされてきた。ただし、重複期間の乖離は統計的に有意にゼロでないとはいえ大きなものではなく、全ての金融政策に影響を与えたわけではない。本論での分析からは、

3. 85-90 年基準への移行時において、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、金融引締めを堅持する根拠とされたこと
4. 2000-2005 年基準への移行時において、2001 年以降の CPI がプラスを示し、量的緩和解除の根拠とされたこと

の 2 つの金融政策の決定で、旧基準の CPI が主要な決定要因であったことがうかがえる。この 2 つの事例では、新基準の CPI では下方に改定されていることから、果たして新基準の CPI が意思決定時に利用可能であれば、同様の決定がなされていたかは疑問である。

また、CPI の変動を根拠としなかった点で、1995-2000 年基準への移行におけるゼロ金利政策の解除が挙げられる。ゼロ金利解除を巡っては、CPI など物価指数がマイナスであるにも関わらず、徐々に物価指数以外の景気指標に重点を移し、2000 年 8 月には、GDP デフレーターは実感と乖離し、CPI、WPI も発展途上との見方が出されるなど、物価指数の信頼性を低めた点で重複期間における問題点の一つと考えてよさそうである。

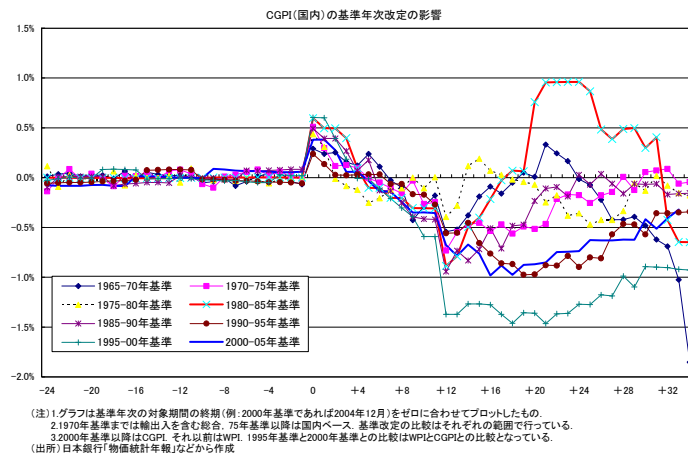
もともと、日銀においては重複期間の存在やその後の改定動向にも注意を払い、CPI の改定についての分析や予測を実施していることも事実である。また、CPI の変動のみで金融政策を決定しているわけでもない。しかし、一般的な経済主体にとっては、新旧基準への区別は問題でなく、あくまでも公表された数値で意思決定の評価を行っていると考えられる。この点においては、重複期間における金融政策はそれ以外の時期とは異なったアナウンスが必要となってくるのではなかろうか。

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。ここしばらくの間、CPI で政策を判断することが難しい局面にあるといえる。

Appendix 1：国内企業物価指数（CGPI）における基準改定の状況

CGPI¹¹について新旧指数が重複して作成される重複期間における新旧基準の指数推移について比較してみると、CPIと同様に、基準年次の対象期間を経過し、新基準年次への移行までの期間では、大きな改訂が生じていることがうかがえる。改訂状況では、基準年次の対象期間経過後3から6カ月までは上方改訂され、その後12カ月後までは下方改訂となる。その後、基準改訂の移行までは基準年次毎に改訂動向は異なっている（図表13）。

各基準改定の対象期間の終期をゼロ期として、その前後の期間の改訂の平均値が統計的に異なるかについて検定したところ、80-85年基準のみ5%有意基準だが、他の基準年次の移行における改訂は1%有意基準で、統計的に有意に棄却できない。また、CGPIは対象期間終期後、新基準への移行までの期間はCPIより長く、35カ月程度となっている。つまり、CPIと同様、基準年次の対象期間経過後のCGPIは、約3年間にわたってその後の基準改訂の数値と大きく異なることを意味している。



	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	-0.0020	-0.0006	0.0001	0.0089
1970-75年基準	0.0000	-0.0017	-0.0005	0.0000	0.0006
1975-80年基準	0.0000	-0.0011	-0.0005	0.0003	0.0016
1980-85年基準	0.0000	0.0013	0.0004	0.0495	0.1816
1985-90年基準	0.0000	-0.0019	-0.0006	0.0000	0.0016
1990-95年基準	0.0000	-0.0044	-0.0014	0.0000	0.0000
1995-2000年基準	0.0000	-0.0082	-0.0027	0.0000	0.0000
2000-2005年基準	0.0000	-0.0045	-0.0015	0.0000	0.0000

(注)1. 数値は卸売物価指数及び企業物価指数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は基準年次移行前の107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、Test2は期間2の平均がゼロとの検定。
 (出所)日本銀行「物価指数年報」などから筆者推計

¹¹ CGPIは1995年基準以前には卸売物価指数（WPI）として作成されていた。作成方法も大きく異なることから、両者の単純な比較は適切ではない。しかし、企業間の価格指数として公表された数値としての比較を行うことを目的として、1995年基準と2000年基準はWPIとCGPIで比較している。また、WPIは1970年基準以前の国内ベースの数値は発表されていないため、輸出入を含む総合ベースで比較している。

Appendix 2 : 月次テイラー・ルールの計測

に当たっては、月次で計算している。鉱工業生産指数は各月のリアルタイム・データから HP 法により趨勢的な IIP を求め、IIP ギャップを算出した。CPI の発表が月末であることから、CPI の影響をみるために、ここでは金利の末値で計算している。

本論では金融政策ルールとしてテイラー・ルールを用いる。テイラー・ルールとは、操作手段である短期金融市場金利に関する以下の式によって表わされる(Taylor[1993])。

$$r_t = \bar{r}_t + \beta(\pi_t - \pi^*) + \gamma(y_t - y_t^*)$$

と表され、ここで r_t は t 期における名目短期金利（中央銀行の操作目標金利）、 \bar{r}_t は長期均衡における自然利子率、 π_t は t 期におけるインフレ率、 π^* はインフレ率目標値、 y_t は t 期における需給ギャップ、 y_t^* は需給ギャップの均衡水準を示す。

テイラー・ルールは、操作目標金利がインフレ率と需給ギャップの均衡水準からの乖離に依存して決定される、と定式化されたもの、アメリカの金融政策をフォローできるとで知られている。ただし、インフレ率と需給ギャップのウェイト（パラメータ β , γ ）の設定や Real-time データの問題などが示されてきた。

オリジナルなテイラー・ルールでは、パラメータ β , γ をそれぞれ 0.5 が用いられている。本論では、オリジナルなパラメータ設定の他、物価動向を重視していた当時の状況を考慮し、パラメータ β は 1.5, γ は 0.5 の計測も行う。

また、本論を通じての問題意識は政策決定当時の状況をできる限り再現して評価を行うことにあることから、計測に用いるデータは全て Real-time データを用いる。

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. 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
7. The Boskin Commission Report, 1996 “Toward A More Accurate Measure Of The Cost Of Living,” Dec 4,1996.
8. 鵜飼博史・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.
9. 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.
10. 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).
11. 白塚重典(1998)「物価の経済分析」東京大学出版会.
12. 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.
13. 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.
14. 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).

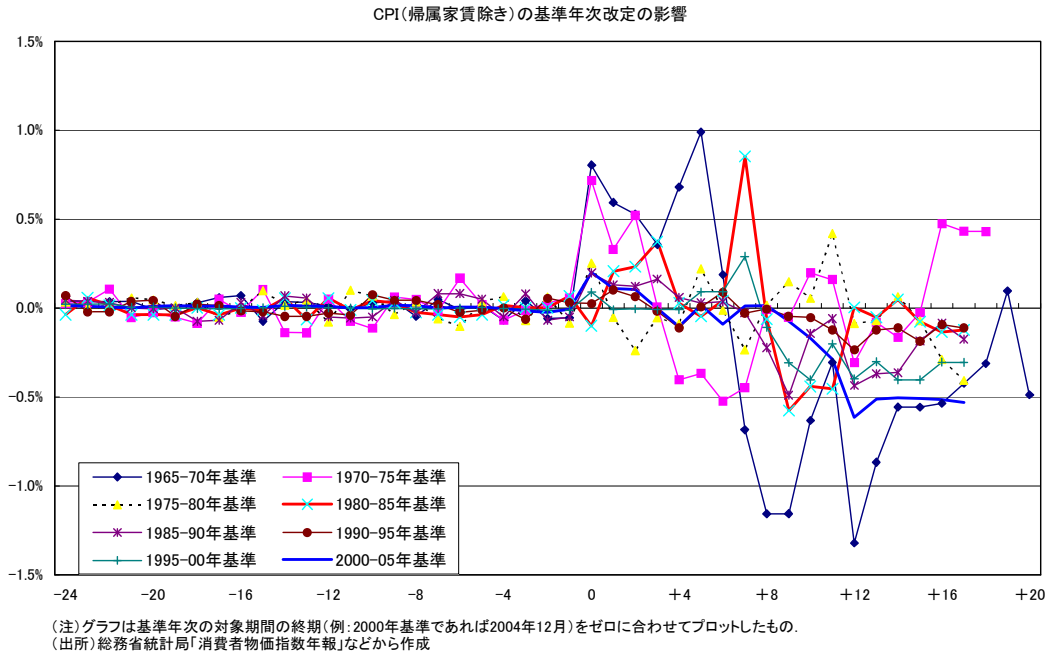
図表 1 CPI の各基準年次における主系列と準主系列

	主系列	準主系列	備考
1965年基準	総合(帰属家賃除き)	—	
1970年基準	総合(帰属家賃除き)	—	帰属家賃含み系列を作成
1975年基準	総合(帰属家賃除き)	季節商品を除く総合	季節商品を除く総合を主系列扱い
1980年基準	総合(帰属家賃除き)	帰属家賃を含む総合	生鮮食品を除く総合を作成
1985年基準	帰属家賃を含む総合	帰属家賃を除く総合	
1990年基準	帰属家賃を含む総合	帰属家賃を除く総合	
1995年基準	帰属家賃を含む総合	帰属家賃を除く総合	
2000年基準	帰属家賃を含む総合	生鮮食品を除く総合, 帰属家賃を除く総合	生鮮食品を除く総合を主系列扱い
2005年基準	帰属家賃を含む総合	生鮮食品を除く総合, 食料(酒類を除く)及びエネルギーを除く総合	食料(酒類を除く)及びエネルギーを除く総合を主系列扱い

図表 2 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3 重複期間における新旧指数の乖離状況



図表4 重複期間における新旧指数の乖離の統計的特性

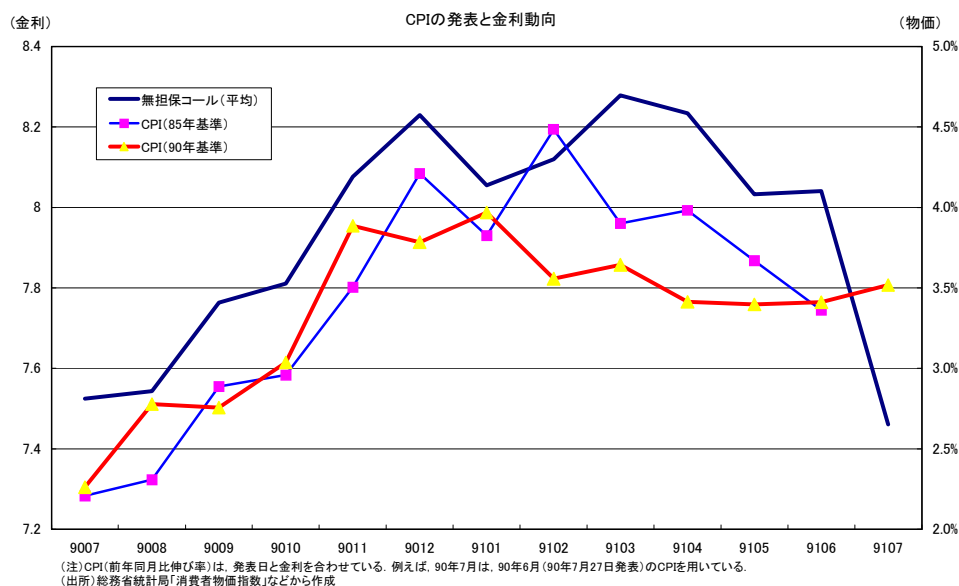
帰属家賃を除く総合					
	平均			F検定	
	期間 1	期間 2	全期間	Test 1	Test 2
1965-70年基準	0.0000	-0.0021	-0.0005	0.0062	0.1393
1970-75年基準	0.0000	0.0004	0.0001	0.2947	0.5984
1975-80年基準	0.0000	-0.0002	-0.0001	0.4394	0.6055
1980-85年基準	0.0000	-0.0002	0.0000	0.6796	0.8278
1985-90年基準	0.0000	-0.0010	-0.0002	0.0006	0.0590
1990-95年基準	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

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

(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

図表 5 85年基準と90年基準の重複期間におけるCPI発表と金利動向



図表 6 90年代前半における新聞記事のキーワード登場回数

	利下げ	緩和	金融緩和	景気後退	不況	インフレ
1990年8月	0	0	4	16	2	61
1990年9月	0	0	11	19	7	34
1990年10月	9	0	13	26	10	35
1990年11月	7	0	13	36	7	10
1990年12月	12	0	26	34	16	15
1991年1月	14	128	37	81	42	45
1991年2月	52	162	77	96	40	24
1991年3月	52	193	69	49	28	37
1991年4月	66	246	103	58	39	52
1991年5月	85	229	65	41	44	51
1991年6月	66	186	56	25	38	44
1991年7月	83	135	35	36	33	52
1991年8月	44	205	89	24	38	34

(注)日本経済新聞社データベースより、各キーワードの記載回数を積算したもの

図表7 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4日				日銀総裁の首相報告「景気は着実に拡大。物価も落ち着き。景気過熱すると思えない」
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7月27日	2.2%	2.6%		90年6月分CPI
1990年8月30日				第五次利上げの実施
1990年8月31日	2.3%	3.0%		90年7月分CPI
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9月28日	2.9%	2.8%		90年8月分CPI
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3月29日	3.9%	3.7%		
1991年4月26日	4.0%	3.3%		
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4月24日				物価情勢判断「景気緩やかに減速。物価は依然注意を怠れない」
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6月28日	3.4%	3.5%		
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

図表 8 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(中旬)	東京(月間)	
1995年1月27日	0.7%	0.5%	0.0%	94/12月CPI. 94年間CPIが6年振り1%割れ
1995年2月10日				統計審議会「価格破壊をCPIに反映すべき」
1995年3月3日	0.6%	0.0%	-0.3%	95/1月CPI.
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%	-0.2%	95/3月東京都部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14日				公定歩合引下げ、1.75⇒1.00%
1995年4月14日				日銀総裁「円高、株価下落による景気先行き懸念から、利下げ」
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%	-0.3%	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デフレーターが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5月26日	-0.2%	-0.1%	-0.2%	3カ月連続下落
1995年6月1日				日銀・金融及び経済の動向「物価下落の悪循環警戒」、新聞報道では「物価下落の評価を修正、デフレ悪循環を警戒」
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12日				日銀総裁答弁「3月から4月にかけての緩和効果を見守る」と、追加緩和に慎重
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6月30日	0.0%	0.0%	-0.7%	95/5月CPI
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、緩やかな低下容認ははじめた」
1995年7月28日	0.3%	-0.2%	-0.4%	家賃が初めて下落
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%	-0.6%	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9月8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9月29日	-0.2%	-0.1%	-0.4%	95/8月CPI
1995年10月23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26日				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」
1995年10月27日	0.2%	-0.8%	-0.9%	40年振りの大幅下落
1995年12月1日	-0.6%	-1.0%	-1.1%	40年振りの大幅下落
1995年12月26日	-0.7%	-0.5%	-0.7%	95/11月CPI
1996年1月23日				日銀支店長会議での総裁発言「景気回復の兆し明確」、住専問題について金融行政へ批判も高まる
1996年1月24日				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1月26日	-0.3%	-0.4%	-0.3%	総合95年平均-0.1%、71年以来初めての下落
1996年2月22日				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1日	0.4%	-0.2%	-0.3%	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6日				日銀総裁「景気回復度合いは緩やか」
1996年3月29日	-0.2%	-0.1%	-0.4%	東京都区部、95年度初めてのマイナス
1996年4月3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3日				新聞報道「日銀、金利上昇を容認」「景気回復にしたがって金利が上昇するのは自然なこと」との日銀総裁発言に反応
1996年4月4日				新聞報道「日銀、金利上昇を抑制する才べ実施」、一部では「松下ショック」と報道
1996年4月10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15日				日銀総裁答弁「当面の金融政策、景気回復に配慮する」
1996年4月16日				日銀総裁答弁「バブル発生には長期の金融緩和も一因」、市場に引締め観測を与える
1996年4月22日				IMF委員会で、ルービン財務長官「早期の政策引締めは回復を損なう」
1996年4月26日				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4月26日	0.1%	0.3%	-0.1%	全国も、95年度初めてのマイナス
1996年5月15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20日				日銀総裁「長期金利上昇は自然な反応」
1996年5月31日	0.4%	0.2%	0.0%	東京都区部、2カ月連続上昇
1996年6月12日				日銀総裁「景況は緩やかに回復、低金利政策を維持」
1996年6月28日	0.3%	-0.1%	0.3%	

(出所)日本経済新聞「縮刷版」より筆者作成

図表9 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
	全国	東京都区部	物価指数	
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「物価見直しを公表へ、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3月31日	-0.1%	-0.4%		東京都区部、生鮮食品含みであれば-0.7%と過去最大
2000年4月4日				日銀総裁答弁「個人消費マインドがどう変わるかははっきりとしたところまでゼロ金利政策の解除を考えたい」
2000年4月12日				日銀総裁「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」「景気は持ち直しの動きが明確化」
2000年4月13日				日銀総裁「物価面でのひとりのデフレ懸念は後退し、横ばい圏にある」
2000年4月24日				日銀支店長会議で「物価については需要の弱さによる低下圧力を引き続き注目。デフレ懸念の払しょくが展望できる情勢には至っていない」
2000年4月25日				日銀総裁答弁「デフレ懸念の払しょくが展望できるまで、もう少し今の状態が続けていきたい」
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6月30日	-0.2%	-0.9%		東京都区部は71年1月以来最大の下落率
2000年6月30日				総務省調査「東京都区部は宮崎より15%物価高い。原因は家賃」
2000年7月3日				日銀総裁「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」
2000年7月4日				企画庁長官「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」
2000年7月18日				日銀総裁答弁「経済は上向いており、早期に金融政策をもとに姿に戻ることが筋。時期は迫ってきている」
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が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ほ報道されていた。
2000年7月20日				FRB議会報告「日本のデフレ懸念は依然残っている」
2000年7月28日	-0.3%	-0.7%		CPIは下落だが、国内WPIは2000年6月まで4カ月連続上昇
2000年8月2日				日銀総裁答弁「極端な金融緩和と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」
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				新聞報道「週末の決定会合、デフレ懸念払拭、市場心理の落ち着きの2点で判断か」
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15日				日銀総裁「自律回復に道筋。景気支援へ金融緩和を継続」
2000年8月25日	-0.3%	-0.8%		東京都区部は11カ月連続下落
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19日				日銀総裁「長期金利が将来の財政への懸念が強まって上昇するのであれば、財政運営の在り方を国民的観点から見直さなければとすべきか」との適当ではないか」
2000年9月28日				米労働省、CPI計算ミス。過去1年分を上方向修正へ。0.1%から0.3%の上昇修正
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10月17日				日銀総裁「景気は緩やかに回復。当面一番気になるのは米国の株」
2000年10月27日	-0.5%	-1.0%		東京都区部は13カ月連続下落
2000年10月31日				企画庁のCPIへの基調判断を「安定」から「やや弱含み」へ変更
2000年10月31日				日銀「経済・物価の将来展望とリスク評価」を公表。「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」
2000年11月1日	-0.6%	-0.9%		全国13カ月連続。東京都区部14カ月連続。
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「家計部門で改善に連れ」を追記。2年2カ月振りの下方修正
2000年11月21日				日銀総裁「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」
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19日				日銀決定会合議長、「次回会合までに、市場への流動性供給方法の改善」を指示。
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26日	-0.6%	-0.8%		全国2000年平均-0.7%。2年連続
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9日				日銀総裁「世界経済の減速。内外証券市場の不安定化という2つのリスクが現実味を帯びてきた」
2001年2月9日				日銀総裁答弁「回復テンポは鈍化しており、下振れリスクの方向が高いのは確かだ」
2001年2月14日				日銀総裁「量的緩和の効果は不確実で副作用も大きい。現在実験的手段に訴える状況にない。」「ゼロ金利はデフレバ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」
2001年2月16日				企画庁・2月月例経済報告で、景気判断を3カ月振りに下方修正。卸売物価も下方修正。
2001年2月22日				日銀総裁答弁「物価が上がった方がよいとは思わない」
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7日				日銀総裁「為替介入により大幅な円安に誘導するという政策も考えられる」
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				企画庁・3月月例経済報告で、景気「改善に足踏み」と下方修正。物価はCPI、WPIとも「弱含み」と下方修正。
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				量的緩和と政策へ移行、事実上のゼロ金利政策へ復帰
2001年3月21日				日銀総裁答弁「金融機関の信用仲介機能が低下していると、日銀の当座預金をさらに増加させる効果は必ずしも確実といえない」
2001年3月30日	-0.6%	-1.1%		東京都区部2000年度平均-0.8%。2年連続
2001年4月17日				日銀総裁「物価は当面、弱含みで推移」。『ターム物も低下しており、量的緩和の効果は十分でできた』
2001年4月26日				日銀「経済・物価の将来展望とリスク評価」で、2001年度のOP見直しを-0.4~-0.8%。実質GDP0.3-0.8%と政府見直し1.7%を下回る。
2001年4月27日	-0.6%	-0.9%		全国2000年度平均-0.4%。3年連続
2001年4月27日				経済産業省、IPの基調判断を「弱含み」から「低下傾向」へ下方修正。「低下傾向」は97年8月以来。
2001年5月22日				日銀「海外経済の減速を背景に輸出や生産が大幅に減少している」
2001年5月25日	-0.5%	-0.9%		全国19カ月連続。東京都区部20カ月連続。
2001年6月14日				日銀総裁答弁「新たな金融政策をさらに付け加えなければならない状況に至っていない」
2001年6月20日				日銀総裁「追加緩和、今は考えず」
2001年6月29日	-0.7%	-0.7%		全国の下落幅は過去最大

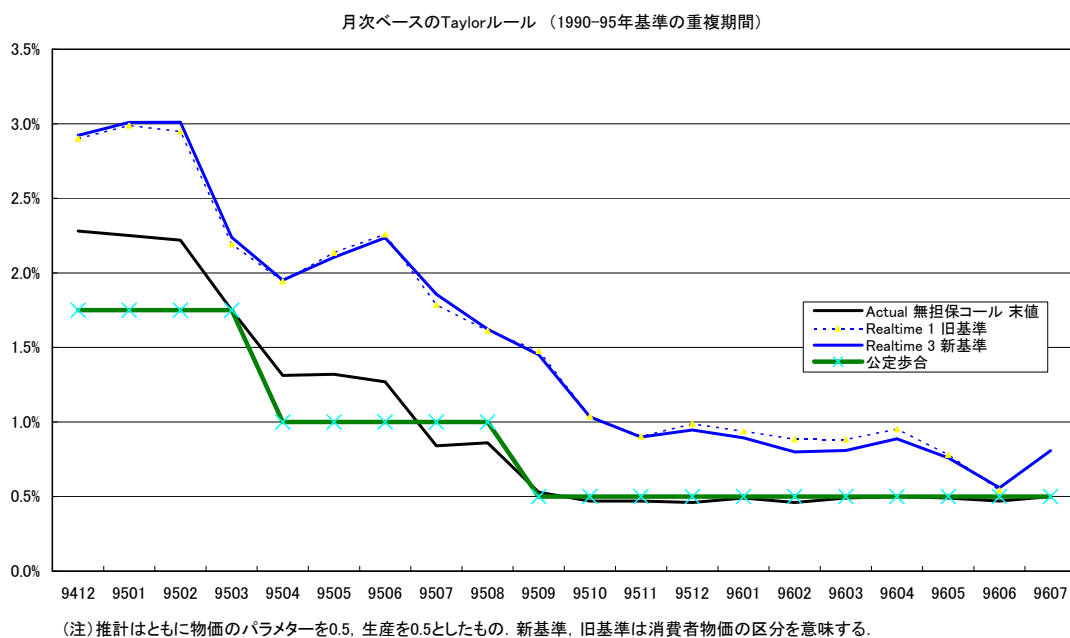
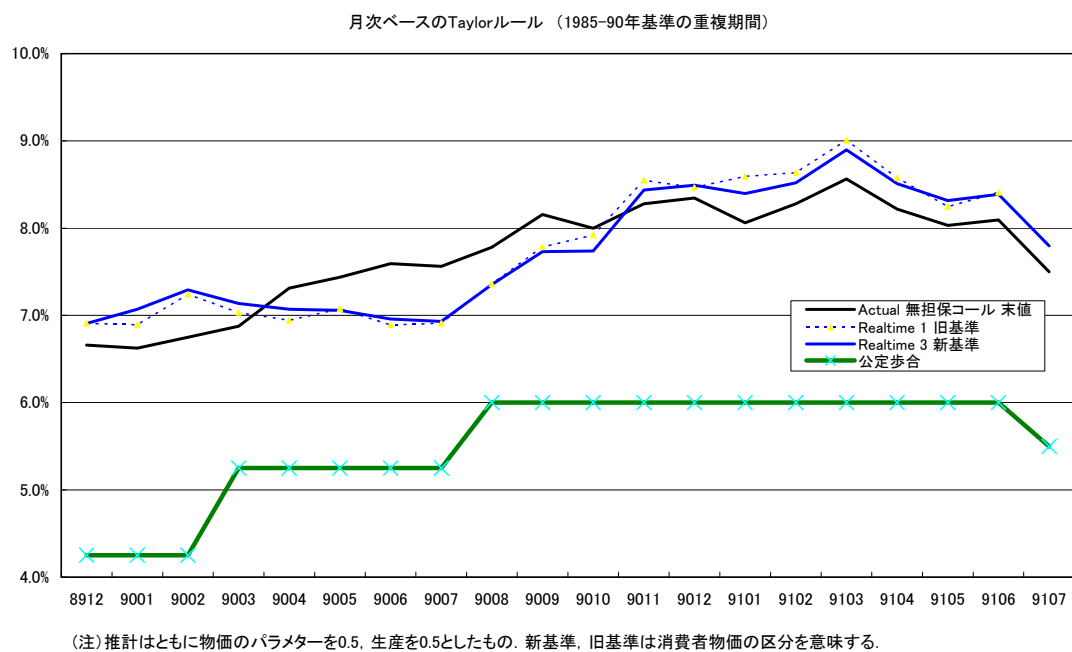
(出所)日本経済新聞「縮刷版」より筆者作成

図表 10 2000-2005 年基準移行時における CPI の発表と当局者発言

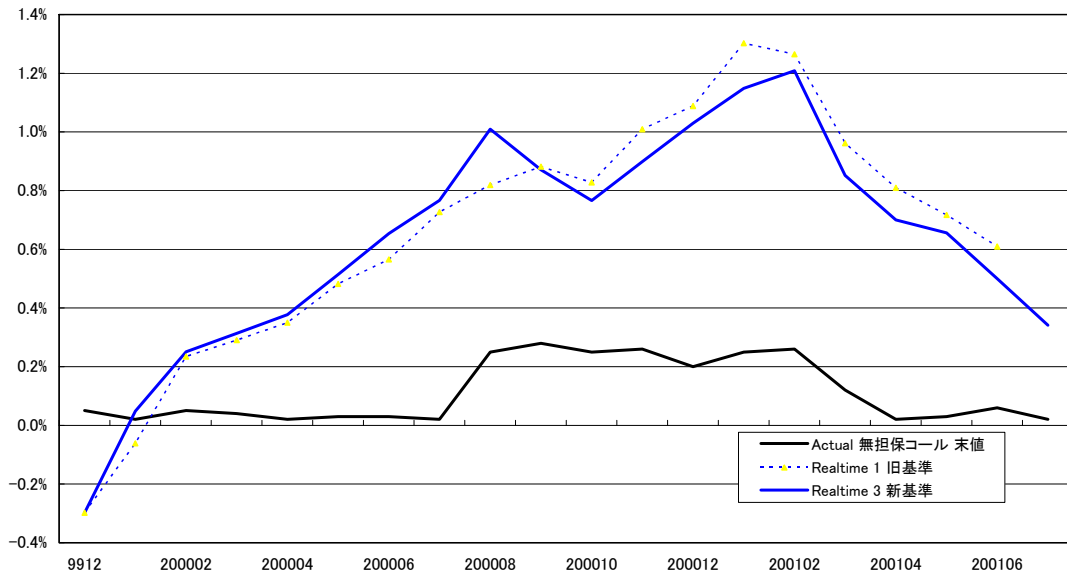
2005年1月～2006年6月 生鮮食品除き総合			新聞報道
日付	物価指数		
	全国	東京都区部	
2005年1月6日			日銀総裁「CPIが2005年度末までに0.1%の上昇となる可能性はあるが、プラス基調が持続するかわからない」、量的緩和は「当面解除する考えはない」
2005年1月13日			日銀総裁、支店長会議で「景気は基調としては回復を続けている」とする一方、「IT関連分野の在庫調整などから生産面に弱めの動きがみられる」
2005年1月19日			日銀総裁「春以降、IT関連材の調整が一巡する」
2005年1月28日	-0.2%	-0.5%	全国2004年平均-0.1%、下落率縮小するも5年連続の下落
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「異例の緩和策の下では、行き過ぎが生じていないかに注意が怠れない」
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年平均-0.2%、6年連続の下落
2005年4月6日			日銀総裁、決定会合後に「遠からずIT調整の影響は弱まり、輸出や生産が増加する。踊り場を脱出するという点について判断を修正する材料はなかった」
2005年4月21日			日銀総裁、支店長会議で、「景気はIT分野の調整の動きを伴いつつも、基調としては回復を続けている」
2005年4月26日	-0.3%	-0.5%	ガソリン等エネルギー価格は上昇
2005年4月28日			日銀「展望レポート」で、2005年度CPIを-0.1%下落(中央値)と、昨年10月のプラス予想から下方修正
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13日			新聞報道「5月13日の総裁発言は量的緩和の目安である日銀当座預金残高の誘導目標を引き下げることに含みを持たせた」と報道
2005年5月16日			新聞報道「5月13日の総裁発言から、長期金利が1カ月振りに1.3%台へ上昇」と報道
2005年5月15日			内閣府推計「GDPギャップのマイナス幅が再び拡大へ」
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、措置だと説明。「量的緩和の資格はそのまま維持する」
2005年6月27日	-0.2%	-0.4%	全国は7カ月連続下落、東京都区部は5年9カ月連続下落
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6日			日銀総裁、支店長会議で「回復を続けていくとみられる」
2005年7月13日			日銀総裁、決定会合後に「踊り場を脱却しつつある」
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7月29日	-0.2%	-0.4%	昨年来のガソリン価格上昇の一巡化
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	-0.2%	-0.3%	
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15日			岩田日銀副総裁「量的緩和解除後、インフレ参照値の導入も検討すべき」
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ようという想定にはなっていない」
2005年9月28日			須田日銀審議委員「解除の時期近づきつつある」
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ずくことはできない」
2005年10月3日			中原日銀審議委員「改定後もCPIが再びマイナスに転じることがないだけの余裕を持っておく必要がある」
2005年10月4日			春日日銀審議委員「2006年度初以降、その可能性は徐々に高まっていく」
2005年10月6日			新聞報道「日銀、展望レポートで2005年度CPI見通しを0.0-0.1%に上方修正の見込み」
2005年10月12日			日銀総裁「CPIの安定的プラスへの転換は、かつてに比べればかなり近い距離に見えてきている」
2005年10月16日			日銀総裁「CPIが安定的にプラスに転じるまでは、今の量的緩和策をしっかりと続ける」
2005年10月20日			日銀総裁、支店長会議で「緩やかながらも景気は息の長い回復を続けていく」
2005年10月28日	-0.1%	-0.3%	全国は4カ月連続下落
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%押し下げ)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11月11日			日銀総裁「CPIが安定的にプラスだということが確認できた後は、一つの通過点として間違いないと越えさせていた」
2005年11月25日	0.0%	-0.3%	全国は5カ月振りにマイナスを脱する
2005年11月25日			竹中総務相「エネルギーを除くと、いまだCPIはマイナス」
2005年11月30日			岩田日銀副総裁「基調的な物価動向を判断するには、石油価格や公共料金など一時的に変動する部分を除いたCPIが良い」「量的緩和の解除は当初の約束通り、生鮮食品除き指数が安定的にゼロ%を上回るかどうか」
2005年12月8日			日銀総裁「2006年度にかけて約束で明らかにした条件が満たされ、政策の枠組みを変更する可能性は高まっていく、もう終わり近いことは誰の目から見ても見える」
2005年12月16日			日銀総裁「これから先は少しずつ前年比プラスの領域に入っていく」
2005年12月22日			日銀総裁「量的緩和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に働く」
2005年12月24日			新聞報道「政府・日銀が量的緩和策を巡り、どの物価指数で判断すべきか議論」、「金融政策決定会合の場で政府はデフレの状況の判断はGDPデフレーターを含めて総合的に行うべきだと要請」
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1月20日			日銀総裁、決定会合後に「景気は着実に回復を続けている」、「CPIが安定的にゼロ%以上になったといえるか、冷静かつ適切に判断していく重要な局面に入っている」
2006年1月27日	0.1%	0.1%	東京都区部は7年5カ月振りのプラス
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2月21日			日銀、長期金利と名目経済成長率の関係について「経験則の語るところでは、やはり長期金利が名目成長率を上回って推移することが多い」
2006年2月23日			条件満たせば直ちに解除、量的緩和で日銀総裁
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。
2006年3月15日			06年3月、月例経済報告「デフレをめぐって評価についても「改善がみられる」と5年ぶりに前進
2006年3月20日			内閣府は需給ギャップが昨年10-12月期は0.7%、約8年ぶりに解消したと発表
2006年3月23日			日銀総裁「本当に条件が満たされたか客観的かつ冷静に判断し、判断に至れば直ちに解除したい」
2006年3月23日			仲原日銀審議委員、「CPIの上昇率は1-2%程度が適当だ」
2006年3月28日			内閣府、脱デフレの定義を「物価が特長的に下落する状況を脱し、再び戻る見込みがないこと」とした
2006年3月30日	0.5%	0.2%	東京都区部、05年度平均は前年度比0.2%下落となり、7年連続で下落
2006年4月18日			日銀総裁、支店長会議で「生産・所得・支出の好循環が働くことで、景気は着実に回復を続けていく」、「CPIは若干の振れを伴いつつもプラス基調を続けていく」
2006年4月21日			日銀総裁「ITバブル崩壊後の超金融緩和から復讐する正常化の過程にある」
2006年4月28日	0.5%	0.3%	全国、2005年度平均の消費者物価指数は8年ぶりに前年度比プラスに
2006年4月28日			展望レポートで、今後も景気が拡大、緩やかな物価上昇が続くとの見方を示す
2006年6月26日	0.5%	0.4%	日銀総裁、「ゼロ金利政策の解除の時期を「自然体」で判断していく姿勢を示した」
2006年6月15日			日銀総裁、決定会合後「景気は見通しに沿って、ほぼ過不足なく推移している」
2006年6月20日			日銀総裁、金融政策運営について「早め、小刻みに、ゆっくりと政策対応していく」
2006年6月27日			西村日銀審議委員「金融政策発言は日銀総裁に集約」
2006年6月30日	0.6%	0.3%	

(出所) 日本経済新聞「縮刷版」より筆者作成

図表 11 テイラー・ルールによる評価

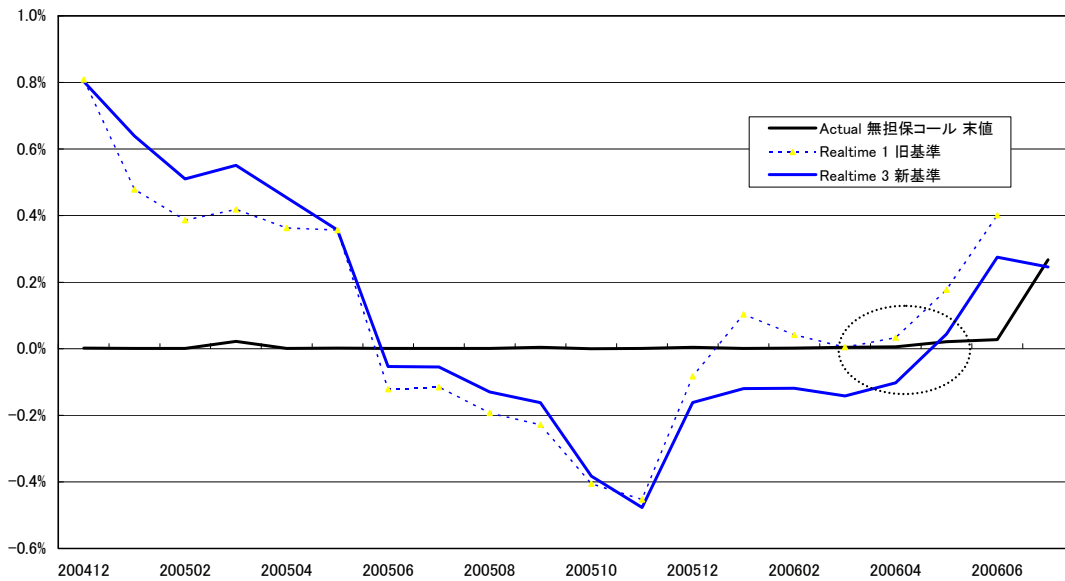


月次ベースのTaylorルール（1995-2000年基準の重複期間）



(注) 推計はともに物価のパラメターを0.5, 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0.5, 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.

図表 12 政策反応関数の推計結果

推計期間	全期間	1985-90年基準	1990-95年基準	1995-2000年基準	2000-2005年基準
	88年1月～ 97年12月	88年1月～ 91年6月	93年1月～ 96年6月	98年1月～ 2001年6月	2003年1月～ 2006年1月
定数項	-0.0245	0.0309	-0.0217	-0.0040	0.0000
	-(1.4501)	(2.8035)	-(2.0522)	-(4.7795)	-(1.0221)
金利平均	1.4830	0.7262	1.2934	2.0349	1.9235
	(3.4763)	(3.7452)	(4.1649)	(6.4112)	(2.7800)
インフレギャップ	0.5080	0.2978	0.3673	0.0629	-0.0039
	(1.2605)	(2.0304)	(1.3458)	(0.9622)	-(1.1223)
IIPギャップ	1.1045	-1.0760	0.4899	0.2007	0.0008
	(2.1135)	-(3.4928)	(1.7568)	(5.3935)	(0.5896)
調整済決定係数	0.7824	0.9378	0.7522	0.5862	0.3967
Jテスト(p値)	1.0000	0.9058	0.9966	0.8713	1.0000

(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24カ月移動平均値。

・インフレギャップは、前年同月比(対数変換後の階差)の中心24カ月移動平均値をトレンドとして単月の物価変動との乖離を用いる。

・IIPギャップは、季節調整済系列をそれぞれ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。

Research Institute of Economic Science
College of Economics, Nihon University

1-3-2 Misaki-cho, Chiyoda-ku, Toyko 101-8360 JAPAN
Phone: 03-3219-3309 Fax: 03-3219-3329
E-mail: keikaken.eco@nihon-u.ac.jp
<http://www.eco.nihon-u.ac.jp/center/economic/>