

# 金融財政 ビジネス Business

時事通信社

昭和23年7月8日 第3種郵便物認可  
毎週2回 月・木曜日発行(但し祝日を除く)  
購読料金 1ヶ月 5,565円(税込)

104-8178 東京都中央区銀座5-15-8  
©時事通信社2013

2013年(平成25年)  
12月19日[木]  
第10379号

時事トップ・コンフィデンシャル+

Contents 12.19

.corner	page	title	writer
巻頭言	3	<b>ストレイシーブ</b> (株)ちばぎん総合研究所顧問・経済評論家 額賀 信	
解説	4	<b>【量的緩和だけでは困難】 デフレ脱却の正念場</b> 賃金の増加は起こるか 龍谷大学経済学部教授 竹中正治	
column 照一隅	8	<b>紅葉の京都</b> 天秤	
展望鏡	9	<b>「アベノミクス」1年</b> 元日銀調査統計局長 賀来景英	
連載	10	<b>【日本再生への道⑫】 税制にまつわる「神話」を検証する</b> クロヨン、赤字法人、益税の実態 中央大学法科大学院教授 森信茂樹	
News Eye	14	<b>徴用者への賠償認める判決、韓国で相次ぐ</b> 日本企業の資産差し押さえの可能性も	
IPLリーダー	16	<b>「自炊」も時代の流れなのだが</b> コンテンツ・シティ社長 土井宏文	
インタビュー	17	<b>米携帯電話業界、再編続く可能性</b> NTTドコモUSAの前田正明社長に聞く	
チャイナ・ウォッチ 万物静観	18	<b>習主席、強硬策で軍掌握狙う</b> 東シナ海に防空識別圏設定	
北風南風	20	<b>地場企業に行員を1年間派遣(山梨)</b> 目利き力備えた人材育成目指す—山梨中央銀行	

# デフレ脱却の正念場 賃金の増加は起こるか

「アベノミクス」とその一環である日銀の大胆な量的金融緩和を背景に株価は上昇、円高は修正され、企業収益も大きく改善した1年だった。实体经济も緩やかな回復基調にある。しかし、量的金融緩和だけではそれがいかに規模的に巨大でも、デフレ脱却、「マイルド・インフレ」達成は実現困難であろう。デフレ脱却には賃金増加が欠かせない。本稿ではその理由について述べる。

## コアコアCPIの現状

昨年暮れの安倍内閣によるアベノミクスの提唱と、その重要な一環として発動された黒田東彦日銀総裁のイニシアチブによる大胆な量的金融緩和の下、円高は大幅に修正され、消費者物価指数（生鮮食品を除く総合、以下コアCPI）は前年同月比で0・9%（10月時点）まで上昇してきた。これは昨年10月の0・0%（さらにそれ以前は0・1〜0・3%のマイナス）から大きく改善して

いるように見える（図1、5頁）。

日銀の物価動向の指針はコアCPIをベースにしているが、食料・エネルギーを除くコアCPIも政策的に重要な関心の対象となっている。日本のようにエネルギーの海外依存度の非常に高い経済では、国内の金融政策が影響力を及ぼすことのできない海外のエネルギー価格の変動によって国内のエネルギー価格が大きく左右される。従って、物価の安定という政策目標と金融政策の関係を考える意味では、コ

アコアCPIの方が妥当であろう。

ところが、コアコアCPIは10月時点で前年同月比プラス0・3%にとどまっている（昨年10月はマイナス0・5%）のが現状である。要するに、現状のデフレ脱却とマイルド・インフレへの転換の兆しは、円安などによるエネルギー価格の上昇による部分が大きく、国内要因によるデフレ脱却は緒に就いたばかりというべきであろう。

## 量的緩和でマイルド・インフレは可能？

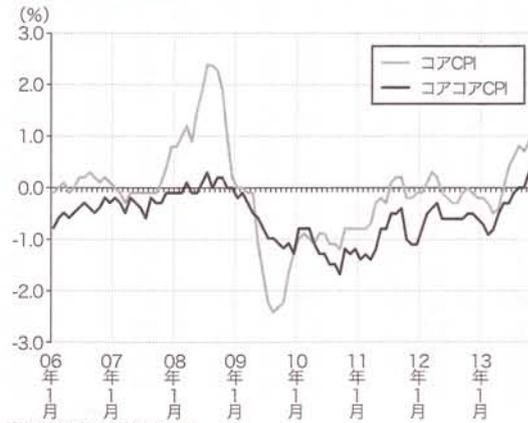
ゼロ金利下において中央銀行が民間金融機関から国債などを大規模に購入することでマネタリーベース（資金供給量）を増やし、デフレからマイルド・インフレに転換できるだろうか。言うまでもなく、これは過去十数年にわたり経済学者やエコノミストの間でさんざん議論され、未だに意見が分かれているテーマである。この点を一般読者向けに解説しよう。ここで言うマイルド・インフレとは、消費税率の引き上げによる物価上昇効果を除き、コアCPIで対前年同月比2%程度の水準を継続的に実現することである。

実はこの点では、日本について見る限り、直接的な実証的論拠は乏しい。この問題に関して2001年から06年までの日銀の量的金融緩和政

龍谷大学経済学部教授  
竹中正治

たけなか・まさはる 79年東大  
経卒、東京三菱銀行（現三菱東京UFJ銀行）ワシントン駐在員  
事務所長などを経て、07年1月  
国際通貨研究所チーフエコノミ  
スト。09年4月から現職。

〈図1〉CPIの推移



(出所)総務省統計局

策の効果を検証した代表的な実証研究論文である「量的緩和政策—2001年から2006年にかけての日本の経験に基づく実証分析—」(本多佑三・黒木祥弘・立花実、財務総合研究所「フィナンシャル・レビュー」10年第1号)も、量的金融緩和が株価上昇ならびに生産の拡大など実体経済に一定のプラスの効果をもたらしたことを確認したが、物価の押し上げ効果は検証できなかった。

それはなぜだろうか。今年の4月以降、黒田総裁の下、日銀は毎月平均約7兆円もの国債を購入すること

で、マネタリーベースを急増させている。量的な規模は違うが、やっていることは01年から06年の量的金融緩和と同じである。マネタリーベースとは、銀行が日銀に置いてある当座預金と日銀券発行残高の合計である。民間銀行からの国債購入で日銀が直接増やせるのは、この銀行が日銀においている当座預金残高だけだ。

一方、マネーストック(通貨供給量)とは企業や個人が銀行に置いてある流動性預金と日銀券発行残高の合計である。従って商品の供給量が一定である場合に、通貨供給量を増やせば物価の上昇が起こるはずだ(マネーの回転速度一定の想定)という「単純な貨幣数量説」を前提にしても、日銀による銀行からの国債購入だけでは、マネタリーベースは増加するが、通貨供給量の増加はそもそも起こらない。

ここで言う単純な貨幣数量説とは、以下の式で説明されるものである。

PQ = MV

P…商品価格、Q…商品の流通量、M…通貨供給量、V…マネーの回転速度

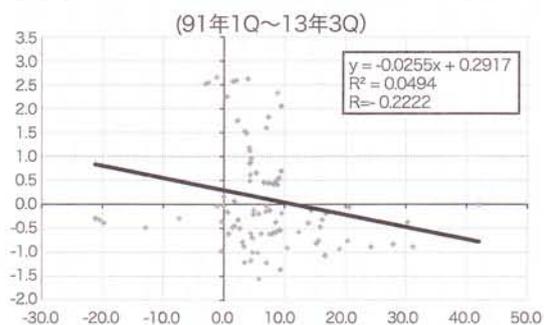
QとVが一定(短期的には安定

している)と考えると、M(通貨供給量)を増やせば必然的にP(価格)が上昇すると考えることを意味する。日銀の量的金融緩和が通貨供給量の増加につながるためには、銀行貸し出しが増加し、それに伴って預金残高が増える必要がある。あるいは銀行が非銀行部門(個人や企業など)から国債を買うことでも売り手(非銀行部門)の預金残高が増える。通貨供給量が増加するためには、このいずれかが起こることが必要である。

さらに、増えたマネーが退蔵されずに(退蔵されるとVが低下してマネー増加を相殺してしまう)商品の購入に向かうことが、物価上昇に欠かせない。すなわち、日銀による民間銀行からの国債の購入それ自体には、「通貨供給量の増加↓商品購入の増加↓物価上昇」につながる必然性が備わっていない。

マイルド・インフレ下で名目金利がプラスの経済と、名目金利(ここでは政策的に誘導可能なコールレート)がデフレでゼロ近傍に張り付いている経済とでは、金融政策の効果は異なる。前者では名目金利を下げると実質金利(=名目金利-インフレ率)が低下し、それがインセンテ

〈図2〉マネタリーベースとコアコアCPIの変化



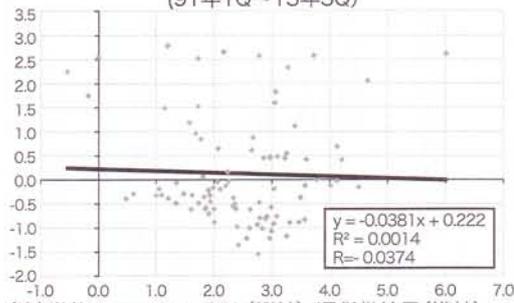
(注)単位%。コアコアCPI(縦軸)、マネタリーベース(横軸)、いずれも前年同期比  
(出所)日銀、総務省統計局

イブとなり、借り入れの増加を伴いながら消費や投資を増加させる効果が働く。そのことがマクロ的な需給ギャップにも及び、需要不足・供給力超過の状態(マイナスの需給ギャップの状態)が縮小・解消し、物価も押し上げるといふ連鎖が起こる。

ところが後者では、インフレ率はマイナス(デフレ)である一方、名目金利はゼロ以下にならないので、量的な金融緩和を行っても実質金利は低下しない。従って、金利を通じた実体経済への効果が同じようには機能しないのだ。

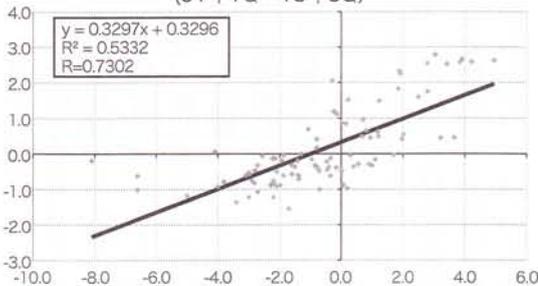
実際にマネタリーベース、あるいは

〈図3〉通貨供給量とコアコアCPIの変化  
(91年1Q～13年3Q)



(注)単位%。コアコアCPI(縦軸)、通貨供給量(横軸)、いずれも前年同期比  
(出所)日銀、総務省統計局

〈図4〉GDPギャップとコアコアCPIの変化  
(91年1Q～13年3Q)



(注)単位%。コアコアCPI(縦軸、前年同期比)、GDPギャップ(横軸)  
(出所)OECD、内閣府、総務省統計局

は通貨供給量の変化(対前年同期比)とコアコアCPI(同)を見ると、ほとんど相関関係が確認できない。90年代以降、日本では両者の関係が希薄化している。つまりマネタリーな要因に対するコアコアCPIの感応度が著しく低下している。これは既存の研究論文で確認されている事実である。

図2(5頁)は四半期ベースで、縦軸にコアコアCPIの前年同期比の変化、横軸にマネタリーベースの対前年同期比の変化を示したものだ。マネタリーベースの増加がコアコアCPIの上昇を起こすならば、双方

の間には正の相関関係が存在し、各点の分布の近似線は右肩上がりになるはずだが、図の通り近似線は逆に右肩下がりにならなっている。プラス1からマイナス1までの変域をとる相関係数はマイナス0.22で、ゼロに近く、相関関係はほとんど見られない。図3は同様に横軸に通貨供給量の前年同期比をとったもので、やはり縦軸のコアコアCPIとの相関関係はゼロに近い。

では、90年代以降のコアコアCPIの変化と関係性の高い要因は何か。既存研究ならびに筆者が検証する限り、GDPギャップと現金給

与総額の変化である。GDPギャップとは、完全雇用下で実現できるGDPの水準としての潜在GDPに対する現実のGDPの比率である。

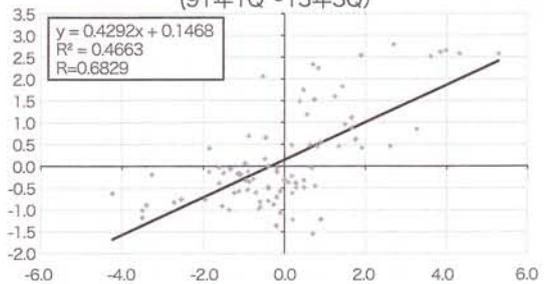
$$GDPギャップ率 = \frac{GDP - 潜在GDP}{潜在GDP} \times 100 \text{ (単位\%)}$$

GDPギャップがマイナス値である場合は、マクロ的な需要不足・供給力超過、プラスの値である場合は、需要超過・供給力不足を意味する。

日本では90年代以降、GDPギャップがマイナスとなる傾向が強くみられる。潜在GDPの推計が必要であるが、ここではGDPギャップの推計値は91～06年についてはOECD、07年以降は内閣府が開示しているものを使用した。

図4は四半期ベースでコアコアCPIの変化を縦軸にとり、GDPギャップを横軸にして、相互の関係を示したものだ。GDPギャップのプラス・マイナスがコアコアCPIの上昇・低下と対応しており、正の相関関係がある(相関係数は0.73と高い)。同様に図5は現金給与総額の対前年同期比の変化を横軸にとったものであり、やはりコアコアCPIと高い正の相関関係が見ら

〈図5〉現金給与総額とコアコアCPIの変化  
(91年1Q～13年3Q)



(注)単位%。コアコアCPI(縦軸)、現金給与総額(横軸)、いずれも前年同期比  
(出所)厚生労働省、総務省統計局

れる(相関係数は0.68)。

ちなみに、主要先進国についても同様の検証を行うと、GDPギャップとコアコアCPIの間には高い正の相関が見られるのは、日本の特徴であり、他国では必ずしも同様の傾向は見られない。一方、給与総額との正の相関関係は日本のみならず主要先進国に共通に見られる。物価変動の要因として賃金の重要性を強調した最近の著作としては吉川洋氏の「デフレーション」(日本経済新聞出版社)がある。

そこで次に、コアコアCPI(対前年同期比、被説明変数)をGDP

**(図6) 回帰結果と分散分析の詳細**

回帰結果概要

重相関 R	重決定 R2	補正 R2	標準誤差	観測数
0.7514864	0.5647318	0.5548393	0.7327811	91

分散分析表

	自由度	変動	分散	観測された分散比	有意F
回帰	2	61.30789	30.65395	57.0870903	1.2744E-16
残差	88	47.25319	0.536968		
合計	90	108.5611			

		係数	標準誤差	t	P-値
	切片	0.275473	0.082079	3.35617609	0.00116835
GDPギャップ (% of GDP)	×値1	0.228367	0.051194	4.46080364	2.4034E-05
現金給与総額 (前年同期比%)	×値2	0.179827	0.071257	2.52364268	0.01340981

ギャップ(%)と現金給与総額(対前年同期比)という二つの変数で重回帰分析した結果を示したのが図6である。

回帰結果は全体ならびに各変数についても有意であり(変数間の関係が偶然ではないことを意味する)、説明度を示す決定係数は0.56とかなり高い。これはコアコアCPIの変化の56%はGDPギャップと現金給与総額の変化で説明できることを意味する。

二つの変数の係数から、GDPギャップ1%のプラス方向への変化は、コアコアCPIの0.23%の上昇に対応し、現金給与総額の前年同期比1%の増加は同様にコアコアCPIの0.18%の上昇に対応していることが分かる。回帰結果から得られた推計値と実際のコアコアCPIを重ねて表示したものが図7である。推計値が実際の値を概ねなぞっているのが視覚的にも分かるであろう。

最後に将来を予想すると、コアコアCPIが(消費税率引き上げ効果を除いたベースで)15年第1四半期までに対前年同期比で約2%に達するためには、例えばGDPギャップは15年第1四半期までにプラス4%となり、現金給与総額も前年同期比で4%の伸びを実現する必要がある。これは90年代初頭の水準であり、かなり高いハードルである。

もつともここで行った回帰分析は、回帰式の係数が示す変数間の関係が一定であることを前提としている。何らかの構造的な変化(経済主体の期待の変化を伴う行動選択パターンの趨勢的な変化など)があった場合には違う結果になる点に留意していただきたい。

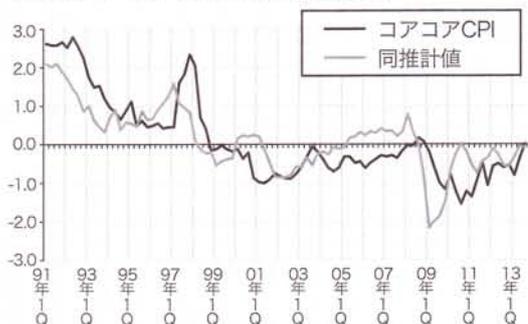
ともかく以上の考察に基づく限り、景気回復の持続とデフレ脱却、マイルド・インフレの達成のためには、賃金増加↓消費増加↓GDPギャップの改善(マイナからプラスへの変化)という連鎖が働くことが不可欠だと言えるだろう。ちなみに現在のGDPギャップはゆつくりとマイナス幅が縮小し、マイナスイ・3%(13年第3四半期、内閣府)、現金給与総額は前年同期比0.1%(10月速報値)である。

**大胆な量的緩和の中間評価**

それではマネタリーベースの増加には直接的に物価を押し上げる効果が見られないにもかかわらず、アベノミクスと黒田日銀総裁の大胆な量的緩和が機能しているように見えるのはなぜだろうか。「幻想に踊らされていただけ。今に幻滅するぞ」と主張するエコノミストもいるが、筆者はそうは考えていない。

アベノミクスと黒田総裁の大胆な量的緩和は、そのタイミングと規模的な大胆さによって、それまで「デフレ、円高、株安予想」に傾斜していた市場参加者の将来期待を「もしかしたらインフレ、円安、株高」に

**(図7) コアコアCPIの変化と推計値**



(注) 単位%。四半期ベース、前年同期比  
(出所) 総務省統計局

転換することに成功したのだ。これが「最初の一撃」となって、市場参加者のポジションが円買いから円売り、日本株買いに転換した。期待の自己実現的な円安、株価回復が起ったと言えるだろう。

そしてその相場の変化が、①円安↓企業収益の回復②株価回復による正の資産効果↓消費回復を起し、实体经济の緩やかな回復を後押ししていると考えられることができる。ただし繰り返すことになるが、この変化が持続的なものになるためには、「賃金増加↓消費増加↓GDPギャップの改善(マイナからプラスへの変化)

# 紅葉の京都

今年には猛暑から急速に冷え込みが進んだおかげで、普段は紅葉しない植物が多く紅葉したという。いつもは春になるまで忘れ去っている桜の木も、大きな葉が黄や赤、ピンクのグラデーションに色づき、モミジやイチヨウに負けない存在感を示していた。

だからというわけではないが、11月末に1泊2日で京都に行ってきた。混雑を避けようと平日の金曜日出発としたものの、紅葉が見ごろとなる季節の京都は平日でも混み合う。一

昨年、紅葉で有名な東福寺を訪れた際は、見ごろ前の平日を選んで混雑を避けたつもりが、お寺の門の外まで続く長い行列に並ばざるを得なかった。漸く境内に入っても、随一の見所である通天橋の上からの眺めは人を掻き分け辛うじて、という状況であったと記憶している。

そこで今回は、インターネットで「京都」「紅葉」「混んでいない」の三つのキーワードで検索し、穴場スポットらしい西山を1日目に、洛北を2日目に巡ることにした。

午後早くに京都駅に到着し、大阪

方面に3駅進んだ向日町駅からさらにタクシーで20分ほどで、最初の目的地である大河原神社に着いた。期待通り人はまばらだったが、紅葉も見ごろを過ぎていたのは予想外であった。それでも連れて行った幼い娘が心置きなく階段の上り下りを楽しみ、裏の竹林の中の山道をのんびり散歩したりと、自然に親しむには十分な環境である。

次に向かった山の上の善峯寺も、紅葉に派手さはなかったが、門をはじめ建物の造りが面白く、樹齢600年ほどの松の木が竜のように横たわっていたのも印象的だった。

2日目のスタートは、「米国の日本庭園専門誌で評価が高い」との触れ込みの蓮華寺へ。小規模なお寺であったが、土曜日のせいか前日より人が多く、とはいえ、幼い娘が歩いて邪魔になるほどの混雑ではなかった。池のある庭園は確かに美しく、京都らしさをゆつくり写真に取めた。蓮華寺から徒歩圏にある赤山禅院へは小さな山を越えて行き、道すがらの紅葉も楽しめた。途中、公園で娘を遊ばせて休んでいると、近くの

家で剪定していた庭師の手が滑ったのか急に柚子の香りが広がり、何とも心地よい。目的地の赤山禅院は、紅葉はもちろん、池の風情や林の木漏れ日が心に残った。

風もなく暖かな日だったため、鴨川の支流である高野川沿いをひたすら散歩するのも気持ち良い。最後に立ち寄った京都府立植物園はそれなりに人が多かったが、広々とした園内が混み合うほどではなかった。

結局、今回の京都旅行で混雑を経験したのは京都駅のみであった。少し交通の不便な所が多かったせいもあるが、1年のうちで最も観光客が多い11月でさえ、混雑を避けて紅葉を楽しむ場所がまだまだある。

東京五輪の開催決定を契機に、観光振興が注目されている。京都に限らず、あまり知られていない観光資源は多いだろう。うまくアピールしていけば、外国人観光客数を今の3倍にするという政府目標も、夢ではないかもしれない。もともと、そうならば穴場が穴場でなくなってしまうかもしれない。少し残念でもあるのだが。

照一隅



天秤

「↓物価上昇」という連鎖が働くことが不可欠だ。物価とは通貨供給量が増えることで直接的に上昇するのではない。需要の増加、マクロ的な需給ギャップの変化という実体経済面の変化を通じて初めて物価の上昇が起こる。

既に述べた通り、マイルド・インフレ下で名目金利がプラスの経済では、この実体経済面での変化は実質金利の低下を通じて生じるのだが、ゼロ金利下の経済では、長期金利の若干の低下などの効果を除くと金利効果は限定されている。そうした現在の状況では、「インフレが起こるかもしれない」という期待の変化が市場参加者のポジションの変化を起し、株価の上昇や為替相場の変化(円安)を通じて実体経済に影響をもたらす経路が働いていると考えられる。企業利益の大幅な改善と安倍内閣から財界に対する異例の賃上げ要請などを背景に、ようやく賃上げを前向きに検討する企業が出始めているようであるが、それが来年にかけてトレンドになるかどうか、景気回復の持続性とデフレ脱却の成否がかかっていると言えよう。