

# 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 税抜月額 5,300円

104-8178 東京都中央区銀座5-15-8  
©時事通信社2019

2019年(令和元年)  
8月19日[月]  
第10844号・合併号

時事トップ・コンフィデンシャル+

Contents 8.19

.corner	.page	.title	.writer
巻頭言	3	<b>運用の時代</b> 評論家 額賀 信	
解説	4	<b>日銀はなぜ物価目標を達成できないのか</b> 低インフレと賃金上昇率の関係 龍谷大学経済学部教授 竹中正治	
column 照一隅	9	<b>韓国輸出規制に反対</b> モルーサ	
キーパーソン	9	<b>自民党</b>	
続・怒れるガバナンス	10	<b>年寄りにリスク商品を買ったらあかん&lt;第181回&gt;</b> 作家 江上 剛	
探針(Probe)	13	<b>レジ袋有料化へ本格議論</b> 政府、来年4月の実現目指す	
解説	14	<b>消費増税、世帯タイプ別の影響</b> 中低所得の子育て層は受け取り超に 日本総合研究所調査部 主任研究員 小方尚子	
column 藤原作弥のカラム・コラム	18	<b>続々・ボランティア事始め</b>	
経済人	19	<b>財政政策の機動的出動を</b> 経済学博士 鈴木淑夫	
放眼日中	20	<b>LCCとタイの僧侶</b> コラムニスト・アジアンウオッチャー 須賀 努	

# 日銀はなぜ物価目標を達成できないのか 低インフレと賃金上昇率の関係

2013年から始まったゼロ金利下での日銀の金融緩和は、量的・質的緩和、追加緩和、マイナスイ金導入、長短イールドカーブ・コントロール（金利操作、YCC）などを経て6年半となった。景気の回復が続き、雇用者数は正規、非正規とも増え、企業利益は史上最高を更新、日経平均株価も12年の倍以上の高さに回復した。しかし、消費者物価指数は前年同月比0・6%上昇（19年6月）で、前年比2%上昇の目標は未達のままだ。ゼロ金利下での量的金融緩和の効果とそれが働いた経路、ならびにその限界について説明しよう。

## マイルドなインフレが必要な訳

そもそも、なぜ2%程度のインフレ率が必要とされるのか、世間一般では必ずしも理解されていないようだ。金融政策の機能とは景気平準化機能であり、それが働くためには、安定的な期待インフレ率が欠かせない。なぜなら「実質金利＝名目金利－期待インフレ率」という関係（フィッシャー方程式）がカギとなるか

らだ。

経済活動に影響を与えるのは実質金利であり、比較的安定的な期待インフレ率がある場合には、景気過熱時に中央銀行は短期政策金利（名目金利）を引き上げ、実質金利を引き上げること、景気の過熱を抑制することができる。逆に景気後退時には名目金利を引き下げること、実質金利を下げ、景気を押し上げることが可能になる。

ところがインフレ率がゼロ%に近い、あるいはデフレでマイナスになると、名目金利は通常ゼロ以下に下げることができないので、実質金利が下がらない。その結果、景気の押し上げ効果が発揮できない困った状態になる。これが1990年代後半以降の日本が、またリーマン・ショック以降の米国や欧州が直面した問題である。そのような状況が一時的ではなく、

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  
UFJ銀行）為替資金部次長、調  
査部次長、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。12年京都  
大学博士（経済学）。最新著作「稼  
ぐ経済学」『黄金の波』に乗る知  
の技法（光文社）。

ほぼ長期にわたって生じる理由については諸説あるが、筆者は家計の貯蓄意欲が強く、かつ民間企業部門の国内投資意欲が弱過ぎる場合に起こることだと考えている。

では、ゼロ金利下でも量的金融緩和でデフレ脱却を目指すとしたアベノミクスの3本の矢のうち「金融政策の矢」は効果があったのだろうか。一時的にある程度の効果があったと筆者は判断している。その理由を説明しよう。

## 異なる2種類のマネー

まず、異なった2種類のマネーの区別をすることが重要だ。通常私た

ちがマネーと呼んでいるのは、日銀券と企業や個人が民間銀行に預けた流動性預金（当座預金、普通預金）であり、双方の残高の合計は通貨供給量（マネーストック）と呼ばれる。一方、日銀が民間銀行との国債の売買などを通じて直接操作できるのは、民間銀行が日銀に保有している日銀当座預金残高だ。日銀券発行残高と日銀当座預金残高の合計はベースマネーと呼ばれている。

日銀が民間銀行から国債などを買うと、代金は民間銀行が日銀に保有する当座預金に振り込まれ、その残高が増える（ベースマネーの増加）。しかし、そのこと自体によつては日銀券の発行残高も、民間銀行に預けられた預金残高も増えない。つまり、通貨供給量は変わらないので、物価への影響もゼロである。法定準備を超える部分の日銀当座預金残高が「ブタ積み」と俗に呼ばれる理由である。

では、何が起これば通貨供給量が増えるのか。それは、民間の企業や個人が銀行からの借入れを増やす場合だけだ。例えば、私が銀行から住宅ローンを5000万円借りると、銀行はそのバランスシートの資産サ

イドに5000万円のローンを計上し、私の普通預金（銀行の負債サイド）に5000万円入金する。5000万円は住宅購入の支払いとして私の普通預金からは引き落とされて消えるが、住宅販売会社の普通預金に入金されるので、銀行業界全体としては預金が増える。通貨供給量は銀行のローンと預金の両建てで増えるのだ。実際、2012年12月から18年8月までの期間で見ると、ベースマネーは3・78倍に急増しているが、通貨供給量は1・22倍（年率3・5%）の伸びにとどまっている。

もう一つ通貨供給量が増える経路は、政府が国債を発行し、その国債を中央銀行が購入する場合だ。政府の支出が民間の個人や法人の預金に振り込まれることで通貨供給量が増える。この財政の役割を強調しているのが最近話題のMMT（現代金融理論）であるが、本論では金融政策に話を絞ろう。

### 量的緩和が働く3つの経路

以上の通り、日銀の民間銀行からの国債購入は、他の条件が変わらない限り、それ自体では通貨供給量を

増やさない。それにもかかわらず、ゼロ金利下でも金融緩和効果が生じる（通貨供給量が増えて物価の上昇が起こる）と考えるのはなぜか。それには三つの経路が想定されている。第1は時間軸効果（フォワードガイダンス）と呼ばれるもので、中央銀行が短期政策金利のゼロ金利を長期に維持するとコミットすることで、10年物国債利回りに代表される長期金利も低下する。それを受けて住宅や設備投資目的の長期借入れが増え、景気を押し上げると同時に通貨供給量も増える。

第2は運用資産の再配分（ポートフォリオバランス）効果と呼ばれ、中央銀行が長期国債などを大規模に民間から買い上げると、長期国債の利回りが低下すると同時に民間の金融資産ポートフォリオが変わり、民間資金が社債や株式、外国証券にシフトする。その結果、社債利回りの低下、株価上昇、自国通貨下落（円安）が生じる。株価上昇は資産効果による消費増、自国通貨安は輸出増や企業収益増加につながる。

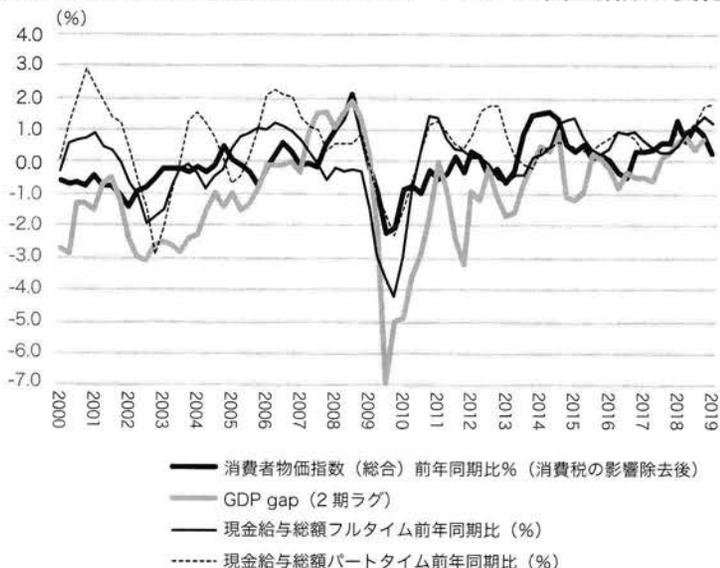
第3はアナウンスメント効果で、「中央銀行がインフレ2%を目標に大胆に動くのだから、インフレにな

るだろう」という民間経済主体の期待を醸成することだ。「期待インフレ率」が上がると、先に示したフィッシャー方程式に従ってゼロ金利下でも実質金利が低下する。その結果、民間経済主体が借入れを増やし、設備投資や消費増に動くという経路である。

これまで行われた量的金融緩和効果の実証諸研究によると、第1と第2の経路はある程度働き、景気浮揚効果があるとおおむね判断されている。議論が分かれるのは、第3のアナウンスメント効果だ。これは「中央銀行の物価目標達成を多くの経済主体が信じるなら、物価上昇が実現する」という予想の自己実現的な色彩が強い。そのため、当初から偽薬（プラシーボ）効果とも呼ばれ、一時的には効果があるかもしれないが、その持続性には懐疑的な声が多かった。

このアナウンスメント効果は、アベノミクスが打ち上げられた13年時点では「インフレ期待⇋円安期待⇋市場参加者の円売り⇋円安」という市場参加者の期待と行動の変化を通じて効果を発揮したように見える。しかし、15年末になっても目標と

〈図表1〉消費者物価指数(総合)とGDPギャップ、賃金指数の変化



(出所) データ: 総務省統計局、内閣府、厚生労働省

された2%インフレは達成されず、むしろ当時の世界景気のスローダウンに伴って日本のインフレ率も頭打ちになってしまった。その結果、インフレ率の円安期待で日本円の売り持ち高を保有していた外為市場の参加者は円売りポジションの解消(円買い)に動き、16年にかけて円相場は1ドル120円台から100円前後

する(日米金利差の拡大↓円安)という期待が強まったという、専ら米国の事情による変化である。しかし、長期国債の利回り低下を媒介にした第1と第2の効果はまだ生きている。もし日本の長期金利が急に1%も上がれば、円高と不動産価格や株価など資産価格の下落が起こり、景気にもマイナスの効果が生

の円高に戻った。消費者物価指数も前年比でマイナスになってしまった。この時点で前記の第3のブラシーボ効果は剥落したと筆者は判断している。

16年11月から再びドル円相場は1ドル110円台の円安

(一時118円)に戻った。これは米国の大統領選で大方の予想に反してトランプ候補が勝利し、その公約だった大規模減税や大型公共工事の実施で米国景気が上振れし、金利も上昇

じるだろう。

### 何がインフレ率上昇を阻んだのか

では、何がインフレ率の上昇を阻んだかといえば、「賃金上昇↓物価上昇↓賃金上昇」という経路が働かなかったからだ」と筆者は考えている。この点では、現在はエコノミストの間でかなり広範なコンセンサスがある。

筆者は、企業利益の増加にもかかわらず15年になっても期待したような賃金上昇が起きないことがほぼ明らかになった15年10月に大手情報通信社のサイトで「日本に灯る『円高デフレ回帰』の黄信号」と題するコラムを寄稿し、次のように述べた。「目下の日本経済の成長阻害要因となつて居るのは、企業利益や雇用の回復にもかかわらず起こっている賃金抑制だ。これを取り越えないと目標の実質成長率もインフレ率も達成できないまま、再び不況となり、株価や不動産などの資産価格の下落とともに円高デフレに戻ってしまう危険がある。予想以上に執拗な賃金抑制で日本経済の先行きには『黄色信号が点灯した』と判断を修正した」当時、ドル円相場はまだ120円

程度、消費者物価上昇率も前年同月比でプラスだったが、その後16年にかけて1ドル100円前後までの円高が進み、物価上昇率もマイナスに転じ、筆者の予測は的中した。

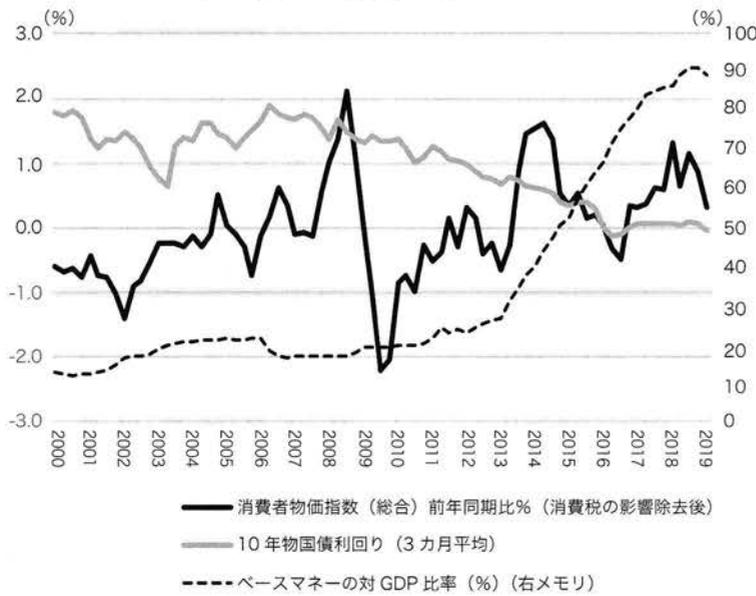
そもそも名目賃金と消費者物価指数の変化の間には循環的な因果関係がある。この点を検証するために、

消費者物価指数の変化とその諸要因の回帰分析をしてみよう。対象期間は2000年第1四半期から19年第1四半期である。一般的にインフレの諸要因は、金融的要因、コスト要因、需要要因の三つからなる。

そこで物価変動の諸要因(説明変数)として、①10年物国債利回り(前年同期比差分、金融的要因)②輸入物価指数(前年同期比%、コスト要因)③GDPギャップ(%)、需要要因④フルタイムとパートタイムの労働者それぞれの1人当たり平均の現金給与総額(前

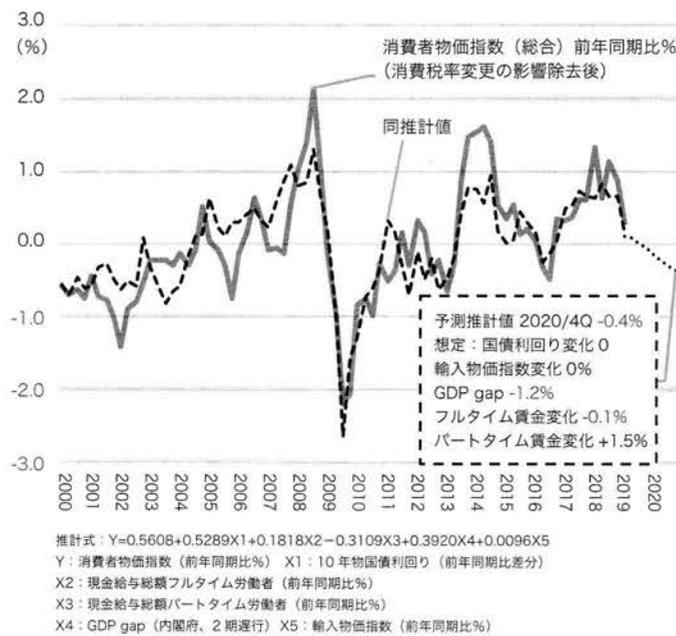
1 竹中正治「日本に灯る『円高デフレ回帰』の黄信号」ロイターコラム、2015年10月

〈図表2〉消費者物価指数(総合)の変化と10年物国債利回りベースマネー(対GDP比率)の推移



(出所)データ:総務省統計局、財務省、日銀

〈図表3〉消費者物価指数(総合)前年同期比の実績値と推計値



(出所)データ:総務省統計局、内閣府、厚生労働省、財務省、日銀データから筆者作成

興味深いことに金融的要因としての10年物国債利回りと物価の関係は、2000～12年では正の相関だが、13～19年の期間では負の相関になっている。期間を分けると10年物国債利回りの係数だけ、正值(2000～12)から負値(13～19)年に転換していることが分かるだろう(ただし有意性は低下している)。12年までは、物価が下がる(逆なら逆)というある意味で自然体の関係だった。ところが、13年からは日銀が長期国債も大規模に購入するようになった結果、長期国債利回りが押し下げられ、次のような経路で物価押し上げ効果が

年同期比%、コスト&需要要因)の変数で回帰分析を行った(四半期データ)。賃金の変化は、商品コストの変化であると同時に、消費需要のベースになる所得の変化でもある。つまり賃金は企業別、産業別に見るとコスト要因であると同時に、マクロ的には需要要因でもある点に注意しよう。

また、日本の労働市場は1990年代以降にパートを主とする非正規雇用が増えるという構造的な変化を起しており、双方合計の平均賃金を変数にすると物価との循環的な関係がうまく検出できない。そこで、フルタイムとパートタイムの賃金に分けることで、その問題を回避できる。

図表1と2に消費者物価指数の前年比の変化と前記の要因候補の推移を示した。図表3は消費者物価指数の実績値と、この回帰分析から得られた推計値、ならびに推計値を示した。推計の説明度を示す決定係数は66%で、この種のマクロデータによる説明度としてはかなり高い。

### 次の景気後退期にデフレ回帰へ

図表4に全期間の回帰分析結果と12年で分けた結果を示した。図表に記載した「有意性」とは、変数間の関係性が偶然ではないことを意味し、「1%未満で有意」とは関係性が偶然である確率が1%未満であることを意味している。

〈図表4〉回帰分析結果

説明変数	期間	2000/1Q-19/1Q		2000/1Q-12/4Q		2013/1Q-19/1Q	
		係数	有意検定	係数	有意検定	係数	有意検定
	重相関 R	0.8276		0.8128		0.8578	
	重決定 R2	0.6850		0.6606		0.7358	
	補正 R2	0.6628		0.6237		0.6662	
	標準誤差	0.4641		0.4551		0.3637	
	観測数	77		52		25	
	切片	0.5608	***	0.2461	*	0.7317	***
10年物国債利回り (%) 前年同期比差分	X 1	0.5289	***	0.3930		-0.2574	
現金給与総額フルタイム (前年同期比%)	X 2	0.1818	***	0.0180		0.3916	**
現金給与総額パートタイム (前年同期比%)	X 3	-0.3109	***	-0.1570	*	-0.5762	***
GDP gap (2期ラグ) (%)	X 4	0.3920	***	0.3352	***	0.5783	***
輸入物価指数 (前年同期比%)	X 5	0.0096	*	0.0155	*	0.0258	***

有意性検定 1%未満で有意:\*\*\*、5%未満で有意:\*\*、10%未満で有意:\*

(出所)筆者作成

もう一つ興味深いことは、フルタイム雇用の賃金指数と物価指数の関係は正の相関だが、パートタイム雇用も賃金指数と物価指数の関係は逆で負の相関が見られることだ。これは、景気の回復局面が続くと企業はフルタイム雇用の賃金も増やし、賃金所得増↓消費増↓物価上昇という経路が働く。その一方、景気の落ち込みや回復の初期には企業経営者はフルタイムの賃金引き上げには非常に慎重で、むしろ多少時給を引き上げてもパート雇用の増加で対応しようとしているのだと理解するとつじつまが合う。

ちなみに、図表4に示した13〜19年の期間では、フルタイムの賃金増加1%（前年比）が消費者物価指数を押し上げる効果は0・39%と高く、これは前年比3%の同賃金アップが起これば物価は1・2%も押し上げることができるとを意味している。しかし残念ながら、そうした力強い賃金

上昇は生じなかった。この推計式を基に、20年第4四半期までに12年程度の比較的軽微な景気後退が起こった場合の予想推計も加えた。消費者物価指数は0・4%のマイナス圏に戻ってしまうと予想できる。

最後に、なぜ企業利益の大幅な改善にもかかわらず賃金が抑制されているかについて短くコメントすると、1997〜98年の金融危機と戦後最大の不況を契機に労働市場が構造変化を起したからだと考えられる。すなわち、労働組合は正社員の雇用維持を優先し、その代償に賃金アップを諦める、あるいは賃下げを受け入れる。経営者は正社員の雇用を維持する一方、その増加には慎重になり、景気循環に合わせた労働力の過不足はもっぱらパートなど非正規雇用で調整する姿勢を強めた。その結果、正社員の賃金は企業利益が大幅に増える事業好調期にも非常に抑制されたものとなってしまったのだ。

こうした点も含めて、インフレ・デフレの要因として賃金動向が重要であることを強調してきたのは、吉川洋氏（東京大学名誉教授）<sup>2</sup>や山田久氏（日本総研理事）<sup>3</sup>である。

かつては、マネタリスト的なリフレ派は「インフレ・デフレは貨幣的な現象であり、専ら金融政策で対応できる」と説いた。しかし、物価の変動は金融的要因のみならず、賃金動向、企業の価格設定行動、消費者の購買行動など実体的要因に依存するものであることが13年以降の日銀の金融緩和でむしろ明らかになり、マネタリスト的なリフレ派の多くも今ではそれを認めざるを得なくなっている。

政府は最低賃金の引き上げに動いているが、それが平均賃金を押し上げる効果は極めて限定的であろう。残念ながら日本経済は企業の過度な賃金抑制を克服できぬまま、次の景気後退に伴って再び消費者物価指数が前年比マイナスとなるデフレに回帰する公算が大きい。

ある程度働いた可能性を示唆している。すなわち「長期国債利回りの低下」↓「日米長期金利差拡大」↓「円高の修正（円安）」↓「企業利益の増加（期待）」↓「投資家の株買いによる株価回復」という経路が働き、それが雇用や消費の増加に波及し、物価の底支えにもある程度の効果があつたと考えられる。

もう一つ興味深いことは、フルタイム雇用の賃金指数と物価指数の関係は正の相関だが、パートタイム雇用も賃金指数と物価指数の関係は逆で負の相関が見られることだ。これは、景気の回復局面が続くと企業はフルタイム雇用の賃金も増やし、賃金所得増↓消費増↓物価上昇という経路が働く。その一方、景気の落ち込みや回復の初期には企業経営者はフルタイムの賃金引き上げには非常に慎重で、むしろ多少時給を引き上げてもパート雇用の増加で対応しようとしているのだと理解するとつじつまが合う。

2 吉川洋「デフレーション」日本経済新聞出版社、2013年1月  
3 山田久「デフレ反転の成長戦略」東洋経済新報社、2010年6月