

物価変動要因に関する考察

—金利、為替、輸入との関係を中心に—

Analyses of the Fluctuations of the Prices in Japan

大西 一成

OHNISHI Kazushige

本稿は、日本の物価変動要因に関する分析をテーマとするものである。デフレからの脱却を目指し、この一年間、政策当局による果敢な財政・金融政策が打ち出された。消費者物価指数（生鮮食料品を除く総合）は、2013年4月から明確に上昇し、同年12月に引き続き2014年1月には前年同月比1.3%の上昇率となった。それ以前にも上昇トレンドは、2008年頃から顕在化した世界同時不況の影響とみられる。¹一方、長期金利（新発10年国債利回り）は2014年3月時点で0.6%近辺の低位にある。²物価上昇にもかかわらず名目長期金利が上昇しないのは金融緩和政策によるところが大きい。一方こうした低金利のもと、民間設備投資において明確に動き出す様子は未だ見られず、言わば国内経済を牽引する明確な状況には至っていない。こうしたことから、本稿では、内需、為替レート、雇用といった多面的な視点から、物価動向の分析とその背景としての民間設備投資に着目する。推計による結果からは、貨幣的な要因が一般の消費者物価指数を押し上げる要因であることを得た。また2013後半以降については、消費者物価指数の実績値の上昇が総じて推計値より高い水準となっており今後、より力強い内需の回復があった場合は、2%により近づくことが予想される。もっとも消費税率の引き上げを前にした駆け込み需要が、現時点での消費者物価指数を引き上げている側面も否定できない。こうしたことから日本経済がデフレを脱却できるか否かは、2014年4月の消費税率引き上げ後の民間最終消費支出、民間設備投資等にかかっていると見えよう。

キーワード：国内総生産（GDP）、デフレ、消費者物価指数、為替レート、民間設備投資、雇用

¹ 日本経済において、世界同時不況・金融不安が明確化した時点としては2008年から2009年にかけてとみている。

² 算出に当たっては、新発10年国債利回りと期待インフレ率に替えて消費者物価指数の前年同月期比の実績値を用いた筆者の計算による。

1. はじめに

本稿では、金融緩和政策が目指したデフレからの脱却について、実証的な検証を試みる。2013年における金融緩和政策は、円安と株式市場の上昇基調をもたらした。そうしたなか、金融緩和政策の縮小をいち早く打ち出したのは、2009年に日本でも顕在化した世界同時不況・金融不安の震源地であった米国であった。その米国経済は、2013年10～12月期において、輸出、個人消費、民間設備投資の堅調な伸びを背景に、実質GDP成長率が年率換算値で3.2%となるなど堅調な自律回復に向っている。しかし、米国経済の回復に伴う金融緩和縮小は、新興国の通貨下落を招く一方、日本においては円高をもたらす結果を招いている。アルゼンチン通貨ペソの下落を契機に、他の新興国通貨の下落に波及した。新興国においては、通貨防衛とインフレ回避を目指し金利を引き上げるも成長率鈍化の懸念も台頭している。こうした世界経済を背景に、消費税引き上げを控えた日本経済においては、2014年1月から2月にかけて為替や株式市場が乱高下するなど、アジア通貨危機に遭遇した1997年の消費税引き上げ時をも想起させる状況にある。翌1998年、日本経済はマイナス成長に陥った。果たして日本経済は堅調な推移の後、デフレからの脱却を果たせるのであろうか。日銀が目標とするインフレ率2%目標を2年程度で達成するのは果たして可能なのであろうか。

これまで日本経済をより具体的にみると、果敢な金融緩和政策とそれに伴う円安にもかかわらず、輸出の拡大は緩やかで、むしろ輸入の拡大が顕著になっている。背景としては、比較的堅調な国内景気や燃料輸入、消費税率引き上げ前の駆け込み需要など複合的な要因が挙げられよう。今後、自律回復を果たすには個人消費はもとより民間設備投資の回復が求められる。言わば国内需要が引っ張るかたちでの物価上昇が求められる。また、物価上昇に伴う金利上昇も不可避であろう。そうした金利上昇を抑制しながら、企業業績の回復による賃金の上昇と消費の回復、さらには設備投資の回復を目指さなければならない。企業の海外進出に伴う国内投資の鈍い動きや全雇用者の35%を上回るまでに拡大した非正規雇用における賃金の抑制傾向は、長期的には経済成長の大きな足枷となる可能性も秘めている。今後、日本経済においては、消費はもとより民間設備投資を伴わなければ長期的な成長は望めないのではないか。

国際経済は緊密なつながりのなかにある。繋がり深化がもたらす経済政策の波及効果と共に、その限界も露呈しつつある。果敢な金融緩和政策による円安、資本市場の回復を梃に回復基調を辿ってきた今般の日本経済にとって、長期的なビジョンを伴った成長戦略とその具体化に向けた動きが焦眉の課題と言えよう。

2. 先行研究

デフレに関しては、浜田・原田・内閣府経済社会総合研究所(2004)が、今日の政府の経済政策を考察するうえでの基本書とも言えるであろう。特に、金融政策の効果に関しては多くの示唆を得た。今後とも日本経済の研究にとっては不可欠な文献と言えよう。同(2004 p.11)では、デフレーションや為替レートは最も貨幣面に近い現象であり、策手段としては第一義的に政貨幣

政策、金融政策が考えられなくてはならないとしている。³この点に関しては、同 (2004 p.136) が貨幣供給量を説明変数とした推計式を提示しており、本稿の推計においてもこれに倣った。また同 (2004 p.19) では、インフレ期待が出てくることによって長期金利が上昇するも、インフレになることによって実質金利が下がり景気に良い影響を及ぼすとしている。インフレ期待に関する先行研究としては、堀・寺井 (2004) がある。⁴布袋 (2011)、布袋・梅崎 (2012) は、為替レートと民間設備投資を考察するうえでの理論として、Nucci, F. and A.F. Pozzolo, (2001), “Investment and the Exchange Rate: An Analysis with Firm-Level Data,” *European Economic Review*, Vol.45, No.2, 259-283 を紹介している。今般の民間設備投資動向については、布袋・梅崎 (2012) のように為替レートからのテーマとして検証する必要性を強く感じている。また、中澤・吉川 (2011) は、本稿のテーマに最も近いものとして参考とした。その実証分析については、ベクトル自己回帰 (VAR) モデルを用いているが、同モデルを用いる点については今後の課題とした。また深尾 (2013) による賃金上昇の条件における労働生産性に関する考察も、示唆に富むものである。⁵結局生産性の上昇に伴う賃金上昇を遅らせてしまう構造が日本経済にあるのではないかと懸念される。日本の賃金停滞の最大要因は交易条件の悪化であり、労働分配率の大幅上昇は難しいとの指摘は、今日の日本の労働市場について鋭い指摘となっている。金融緩和政策の効果については、正鶴を射た指摘が大いに参考となった。さらに、今日の状況をタイムリーに捉えた宮尾 (2014) は、消費・非製造業の分野での潜在的な需要の喚起を促す動きの進展が、雇用・所得環境を改善し、物価上昇圧力を高めているとしている。⁶この点に関しては、消費税率の引き上げという特殊要因もあることから、さらなる検証を試みたい。特に雇用に関しては、正規雇用、非正規雇用における生産性については検証が必要であると考え。小幡 (2014) では、労働の流動化、社会の多様化、経済の国際化によって、日本社会全体が好循環の起点の「場」となる必要性を主張している。⁷日本経済の好循環は、短期の好循環であり、いずれ景気循環は下降局面に入るとする。日本の社会構造、ファンダメンタルズ両面から示唆に富む内容と言えよう。

3. 日本経済の概観～雇用・物価・為替・金利・経常収支を中心に～

(1) 国内総生産の要因分析

日本では 2009 年に顕在化した世界金融・経済不況以来、経済成長率は実質季節調整値年率換算値でみる限り、目立った回復傾向を辿ってきたとは言えない。もっとも 2014 年 4 月からの消費税率の引き上げを睨んだ動きとして、民間住宅投資が比較的堅調に推移している。米国

³ 浜田・原田・内閣府経済社会総合研究所 (2004 pp.10-19) では、デフレ論議について 5 点に焦点を当て論じられている。

⁴ 本稿においては、インフレ期待あるいは期待インフレ率をどのように数値化するかは今後の課題とした。浜田・原田・内閣府経済社会総合研究所 (2004) においては、清水谷論・堀 雅博「第 10 章 どうすればデフレ期待を反転できるか」で取り上げている。「ブレイク・イーブン・インフレ率」を用いた研究については、今後データの範囲が許す限り導入したい。

⁵ 日本経済新聞(2013 年 11 月 1 日付)及び週刊エコノミスト (毎日新聞社) 2013 年 10 月 29 日号で同様の指摘をしている。

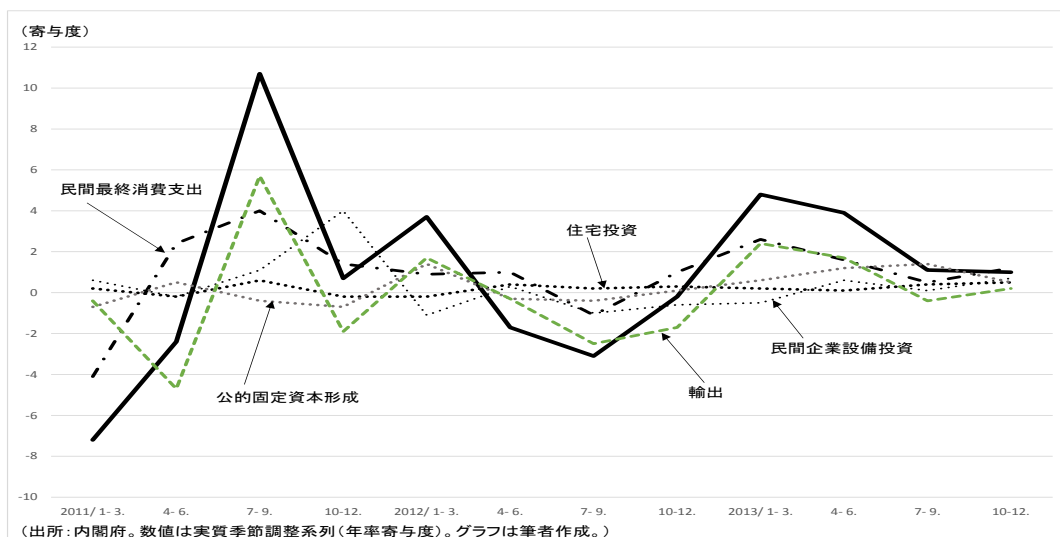
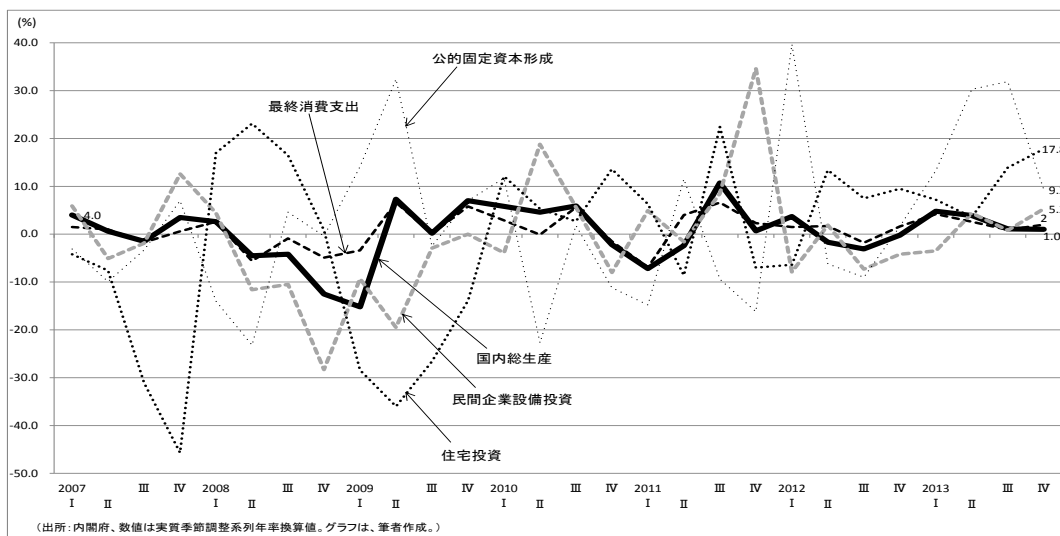
⁶ 「経済教室 景気回復は可能か①」『日本経済新聞』日本経済新聞社、2014 年 2 月 26 日付に依る。

⁷ 「経済教室 景気回復は可能か②」『日本経済新聞』日本経済新聞社、2014 年 2 月 27 日付に依る。

の金融緩和縮小や日銀の更なる金融緩和観測を受けるも、為替は2014年3月上旬現在、101～102円台で推移するなか、株式市場は15,000円近辺で推移している。

下図は、内需を中心に国内総生産の要因についてみたものである。世界同時不況時は、民間企業設備投資、住宅投資が大きく乱高下するも、民間最終消費支出は低い水準ではあるが、比較的安定的な推移となっている。近年においては2012年度後半における財政支出の効果が現れているものとみられる。また2014年4月時に導入される消費税を睨んだ前倒し需要とみられる動きが、2013年半ば以降の住宅投資においてみられる。一方、要となる民間最終消費支出にそうした目立った動きは見られない。こうしたことから2013年前半の経済成長率は、財政政策支出に支えられた側面が大きく出ていると言える。実質長期金利の低下にもかかわらず、民間設備投資の動きが鈍い点についてはより詳細な検証が求められよう。特に国際経済の視点から検証することが不可欠と考える。⁸

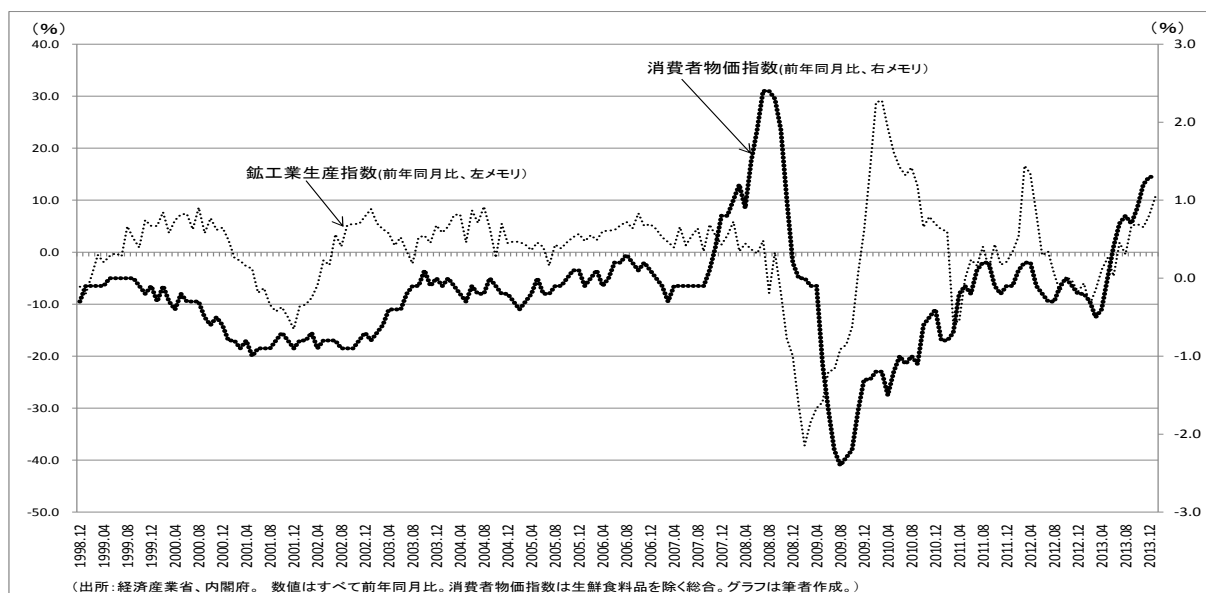
内需が問われる日本経済



⁸ 布袋・梅崎(2012)は、為替と設備投資について2008年～2009年度の円高局面のデータを基に分析がなされている。

民間企業設備投資は、東日本大震災後は大きく伸びたものの、その後は低金利にもかかわらず目立った上昇傾向は見られない。金融政策による円安効果は輸出企業には見られるも、全体的な輸出拡大には繋がっていないと言わざるを得ない。むしろ、輸入の拡大が顕著である。2013年における比較的堅調な国内景気、あるいは生産動向がもたらした輸入拡大と言えるのではないか。下図にもみられるように、生産動向にやや遅れる形で物価変動が生じている。こうしたことから、貿易収支、経常収支の減少あるいは赤字化は、必ずしも悲観材料ではない。概ねこの1年間における財政・金融政策の効果としての生産の回復あるいは輸入拡大を背景に物価上昇傾向がもたらされたのではないか。

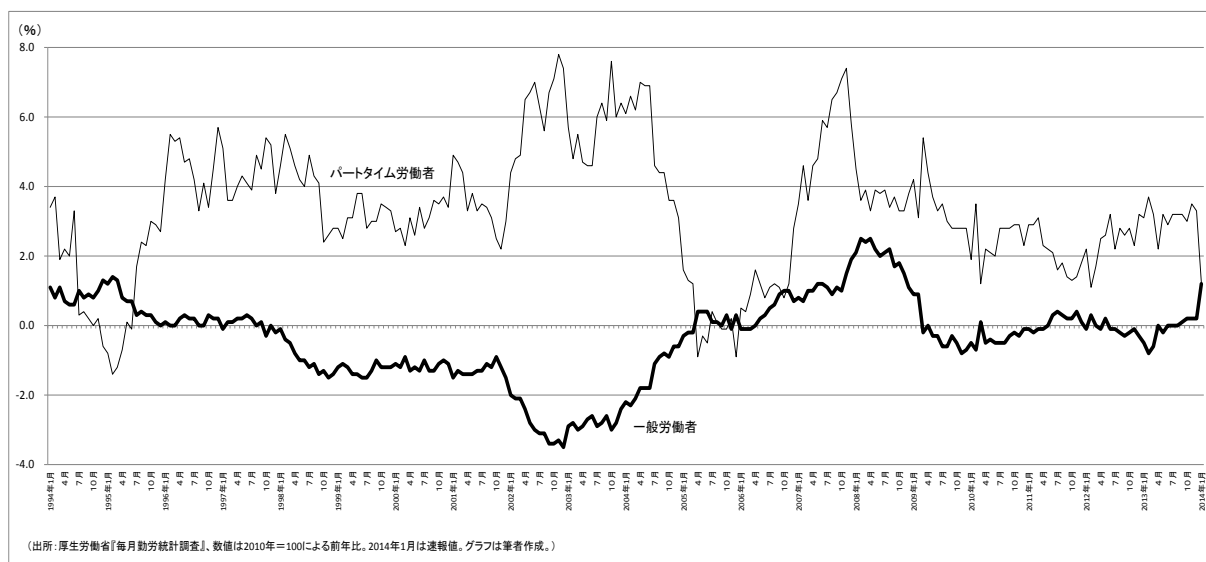
生産動向と物価水準



(2) 雇用動向と賃金

①雇用形態別に見る雇用動向

雇用増をもたらす非正規雇用

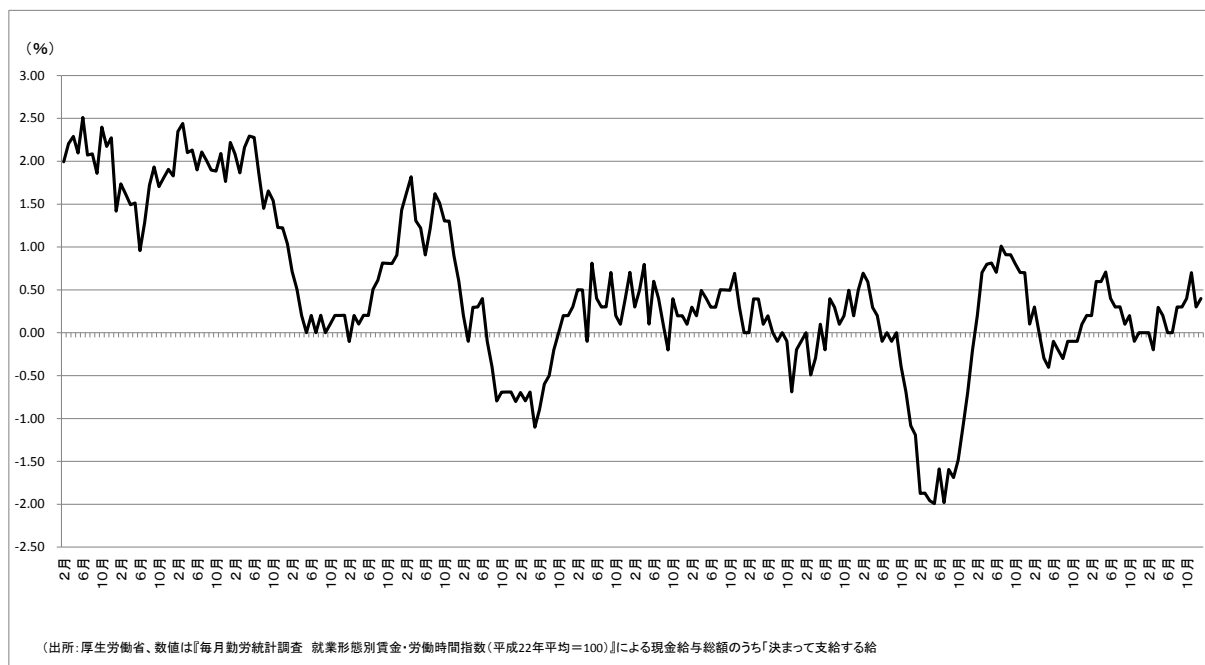


消費の背景となる雇用情勢、あるいは賃金については2014年に入って動きが顕在化しつつある。一般労働者の雇用がここに来て伸びる一方、パートタイム労働者の雇用は伸び悩んでいる。正規雇用へのシフトに関する検証については、今しばらく時間を要する。しかし長期的には、雇用を支えているのは上図からもわかるように、非正規雇用である。こうしたことから、非正規雇用における生産性の向上、あるいはセーフティーネットの拡充が不可避と言えよう。

②現金給与総額の伸び率

現金給与総額に観る賃金動向の伸び率については、これまでのところ目立った上昇の兆しは観られなかった。2000年に入りむしろ伸び悩んでいる。こうしたこと背景には、雇用形態の変容が考えられる。非正規雇用の拡大で、賃金そのものが上昇しづらくなっていると予想される。労働生産性の上昇、総需要の拡大ともに賃金上昇がもたらされるも、こうした雇用構造から、賃金の上昇自体は、さらなる時間を要するのではないか。また、物価上昇でデフレが解消されるも、それ以上に賃金が増えなければ消費の拡大は起こりようもない。2014年3月には、ベースアップを実施する企業も現れてきている。こうした動きがどこまで波及効果をもたらすのか判断が難しい。金融緩和政策によって物価上昇圧力を促すも賃金の全体的な上昇にまで至るには、中長期的に見通せる景気回復期待がなければ困難であろう。

長期にわたって伸び悩む現金給与総額



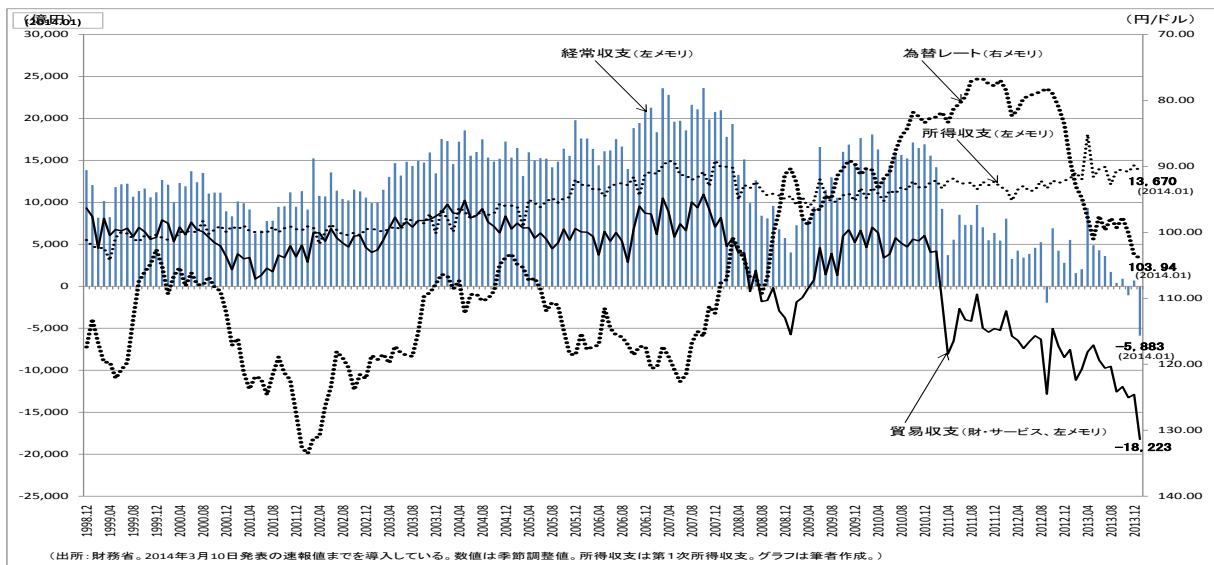
(3) 為替・輸出・輸入と物価

金融緩和による円安のもと、輸入物価の上昇が国内物価の上昇に寄与したものと予想される。内需拡大に伴う物価上昇については、その兆しが出てきた段階ではないか。また海外生産への移行、さらにはアジアを中心とする海外景気の変調もあり、円安局面にもかかわらず輸入ほどには輸出が伸びていない。輸入は世界同時不況以来、ほぼ一貫して拡大傾向にある。現時点では、「Jカーブ効果」も明確には見られない。また、貿易収支の赤字を所得収支が埋める形になっている

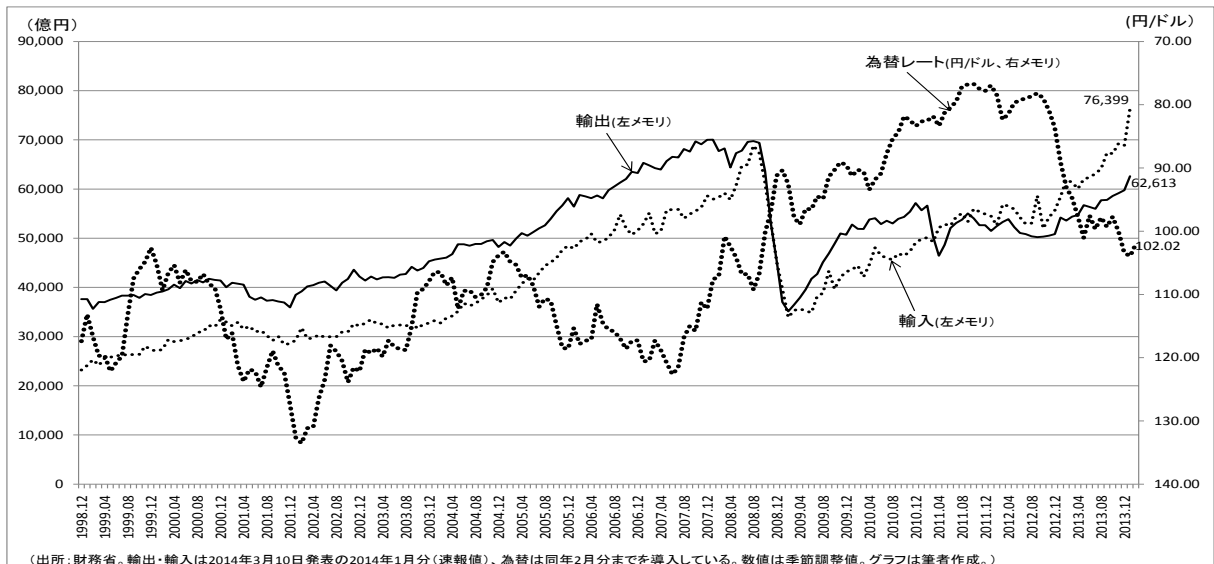
ものの、所得収支自体は長期的に概ね横ばい傾向にある。あくまでも貿易収支の赤字化が、著しく経常収支の赤字の推移と類似している。一方、輸入の拡大を受け 2014 年の 4 月以降、物価は上昇が比較的顕著になっている。比較的堅調な国内景気に加え、2014 年 4 月からの消費税率引き上げを前に、駆け込み需要も輸入拡大に寄与しているものとみられる。

日米の実質長期金利差の動向も円安を示唆しているなか、今後米国の金融緩和が収束に向かえば、米国金利高によるさらなる円安も予想される。しかし、新興国経済あるいは国際社会の不安定化による円高傾向もみられる。こうしたなか 2014 年 2 月 23 日、豪州で行われていた G20 は、世界経済の成長率を 5 年で 2%以上底上げするとした目標を共同宣言で採択した。こうした成長戦略が功を奏するか不透明ななか、世界経済の安定化に、参加国が極めて神経質になっている。貿易収支、経常収支における黒字の縮小や赤字の拡大は、一概に悲観的な材料ではないものの、海外向けに比べ、国内での民間企業設備投資が盛り上がり欠けるとしたら、長期的には国内の技術水準の維持向上にも影響してくることが懸念される。

顕著な経常収支の減少



増勢傾向出てきた輸出、急速に拡大する輸入

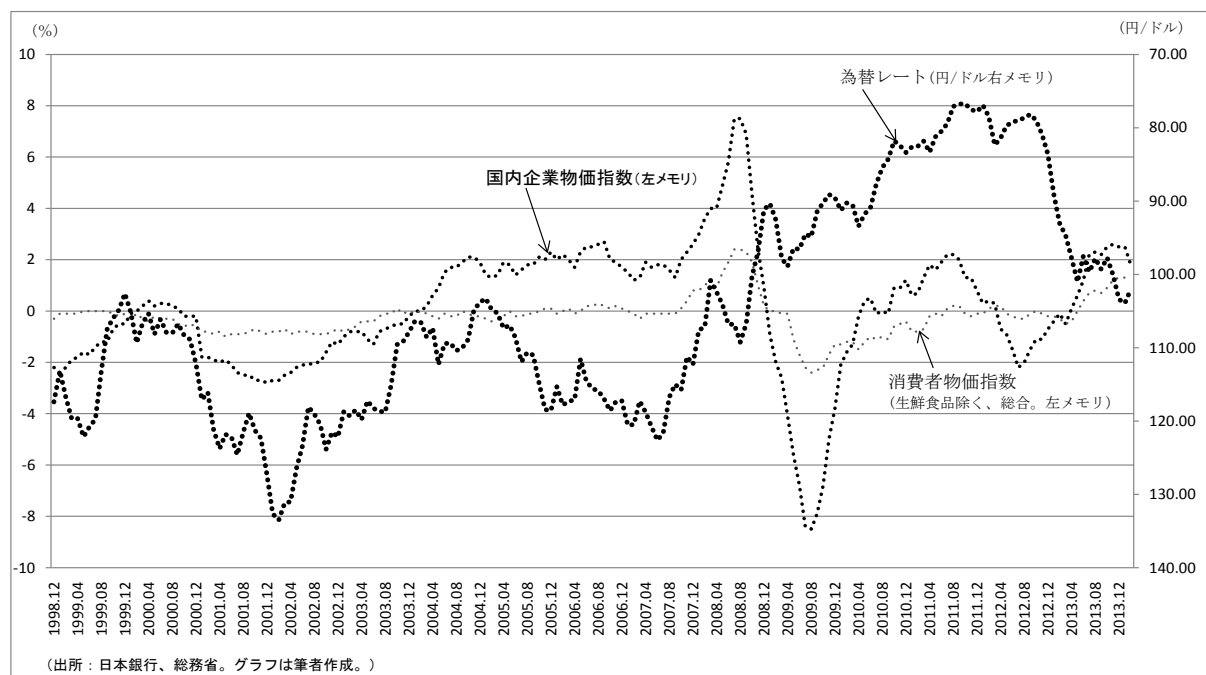


(4) 物価動向の概観～上昇傾向が続く消費者物価指数

消費者物価指数が、2009年の世界同時不況から落ち着きを取り戻したのは2011年頃と観られる。⁹その後、2012年には一旦、インフレ率は横ばい傾向を続けるも、2013年に入るとその上昇傾向は比較的顕著な形で現れはじめている。急激な円安や、輸入エネルギーの価格上昇、比較的堅調な国内景気等によってもたらされたものと言えよう。ただ、最終消費支出や民間設備投資が中心となってこうした物価上昇をもたらす程に堅調であったとは言えない。これまでの物価上昇は、実質金利をマイナス0.7%水準まで押し下げているものとみられ、民間設備投資を促す素地はできていると言えよう。¹⁰

下図を概観しても、円高局面で消費者物価指数が低下した経緯、逆に円安局面で同指数が上昇した経緯はいずれも明確には観察されない。もっとも2013年からの消費者物価指数の上昇に為替の下落が寄与したとも読み取れるが、他の局面ではそうした明確な相関は観察されない。回帰分析では、実質実効為替レート指数を用いたが、推計値に比べ実績値の高さが強調される結果となった。下図にもみられるように、物価上昇傾向にも鈍化傾向がみられる。今後の動きについては、消費税率引き上げ前の前倒し需要の剥落、主要企業にみられるベアの動き、あるいは労働力不足といった雇用情勢の影響も見逃せない。国内企業物価指数については、消費者物価指数よりもその上昇傾向が大きいものの、やはり2%を超えた水準で伸び悩んでいる。こうした状況下、消費者物価指数が継続的に2%を超えて推移することは予想しづらい。長期的にみても、世界同時不況・金融不安時を除くと、国内企業物価指数でさえ安定的に2%を超えたことはまれとも言えよう。ましてや消費者物価指数については、さらにその上昇率の水準は低く、世界同時不況・金融不安時にわずかな期間、2%を超えただけである。

為替レートと物価指数

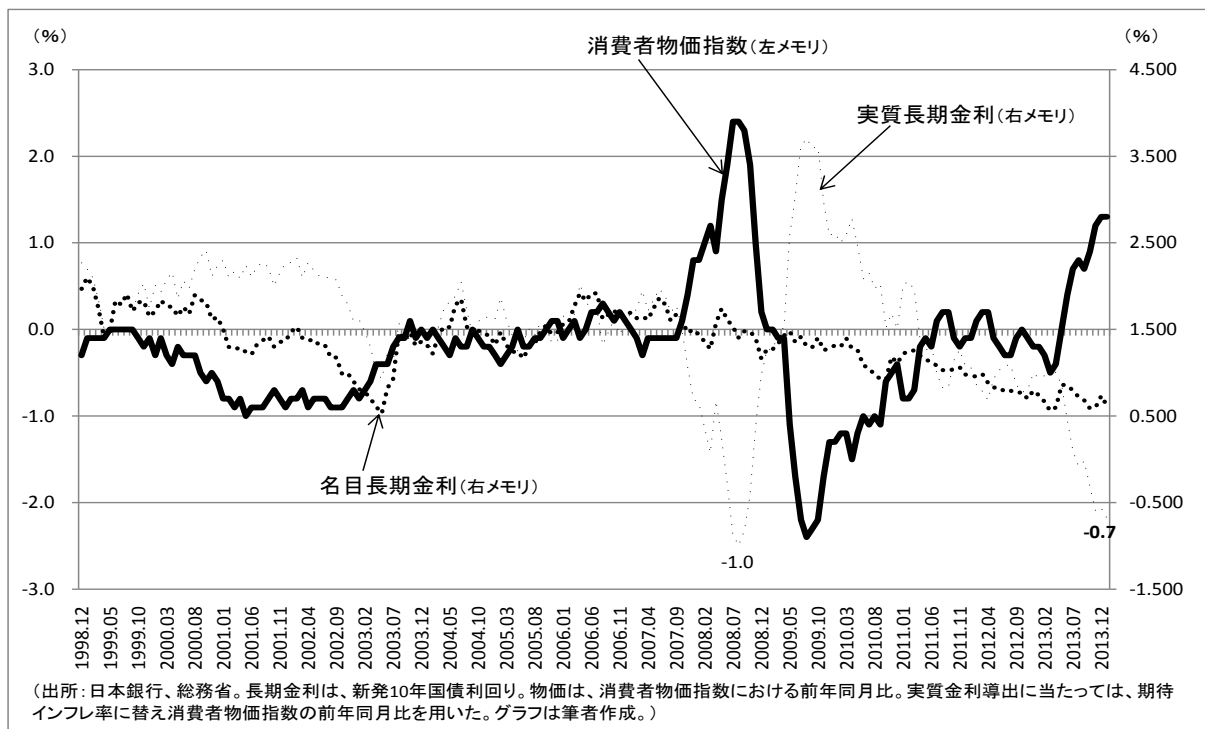


⁹ 日本においてその影響が顕著になったのは2009年である。米国においては、2007年より始まったとされることが多い。

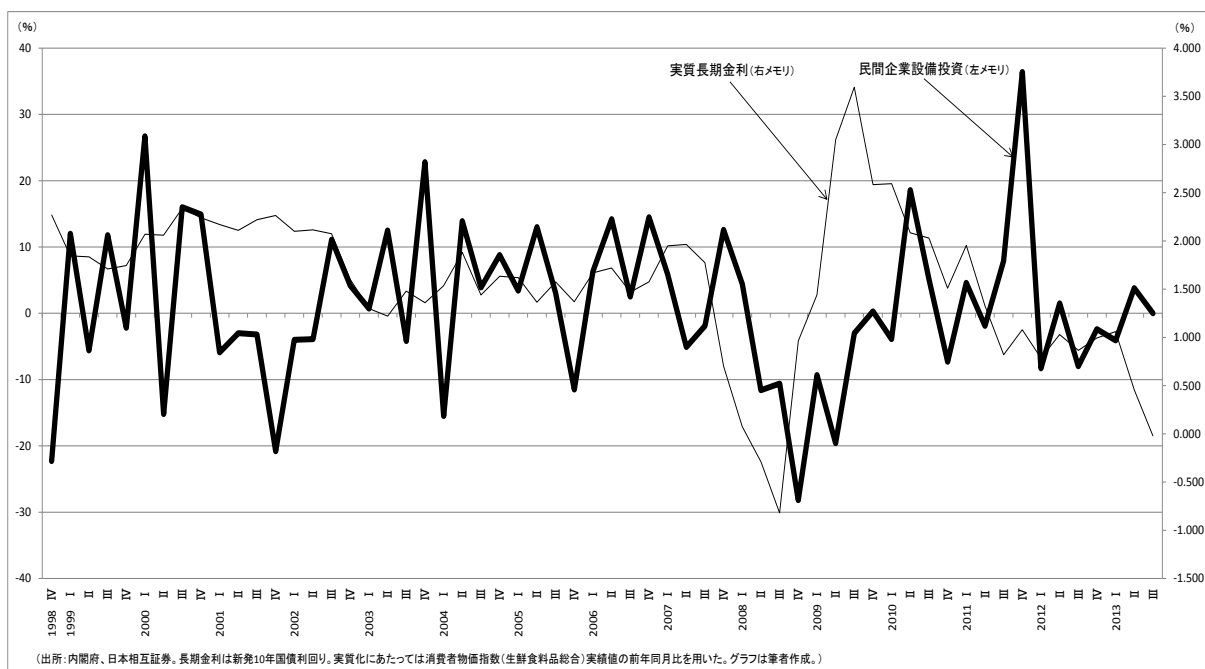
¹⁰ ここでも実質金利については、期待インフレ率に替えて消費者物価指数の前年同月比の実績値を用いている。

(5) 実質長期金利

物価上昇傾向を受け、低下傾向が鮮明な実質長期金利

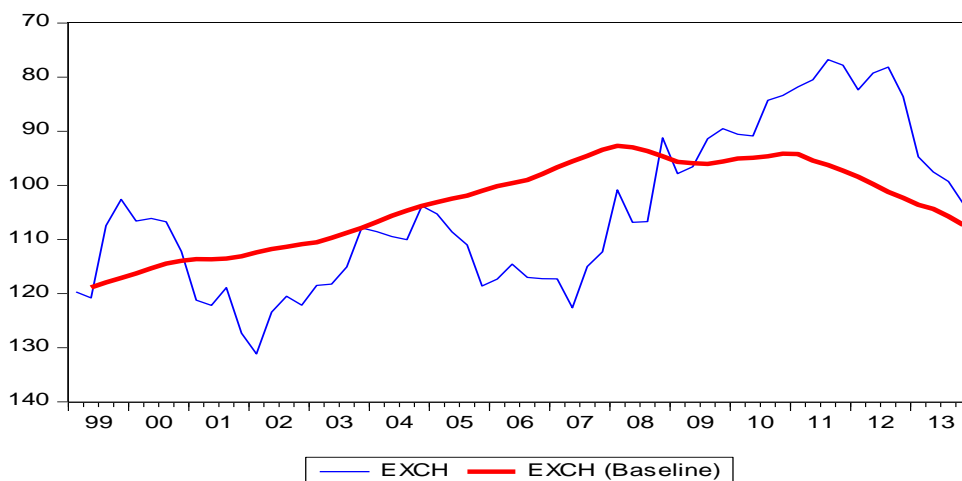
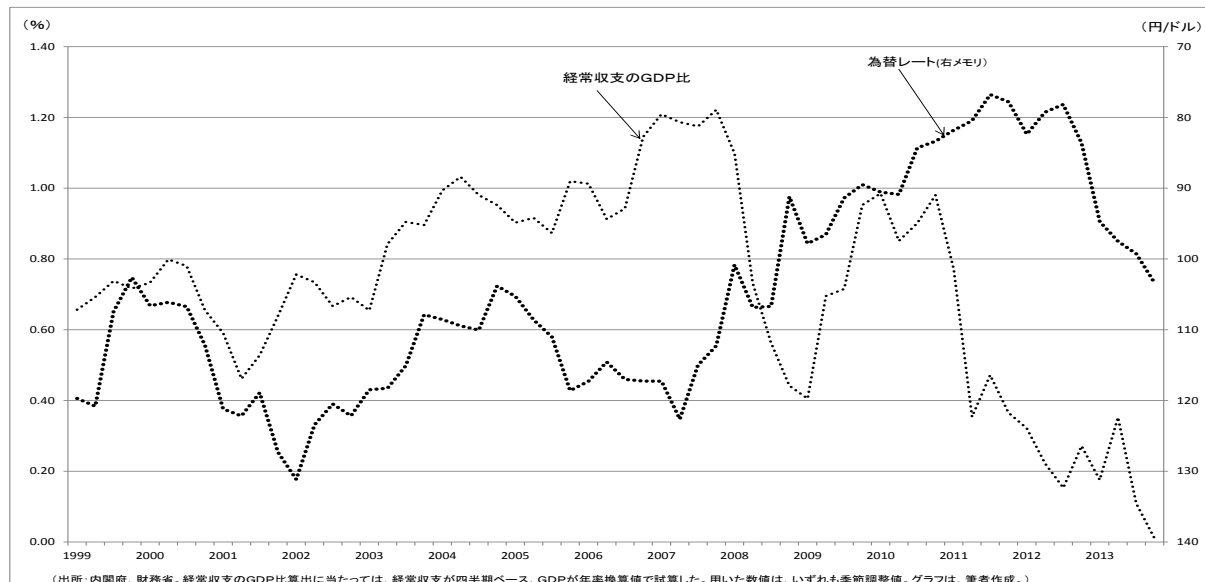


上図にも見られる顕著な実質長期金利の低下にもかかわらず、民間企業設備投資の動きは鈍い。もっとも下図においては、金利水準と民間企業設備投資の明確な関係は読み取りづらい。本来なら逆相関も予想されるが、実質金利の低下が民間企業設備投資を促した経緯は読み取りづらい。こうしたことから今後、実質金利が低水準で推移するなかで、民間設備投資が上昇してくることが期待されるも、果たして2013年後半以降、どこまで顕在化してくるのか懸念される。企業としても、賃金、配当、設備投資等のどこに政策の比重をかけるかが問われている。



4. 消費者物価動向に影響を及ぼす為替と経常収支

モーリス・オブストフェルド (2006 p.63) によると経常収支のGDP比率が1%減少すると円レートが10%増加するという結果を示している。また、同 (2006 p.58) において、経常収支の変化に伴って為替レートがどれだけ変化するかという設問に対する唯一の答えはなく、その変化度合は調整が起こるシナリオ次第としている。



$$EXCH_t = \alpha_1 + \alpha_2 * EXCH_{t-1} + \alpha_3 * ACCNT_GDP_t$$

$$EXCH_t = 6.303260 + 0.955486 * EXCH_{t-1} - 2.619272 * ACCNT_GDP_t$$

$$(1.28) \quad (18.17) \quad (-1.01)$$

EXCH_t … 為替レート

ACCNT_GDP_t … 経常収支のGDP比(%), 推計結果は【註-1】に掲載。

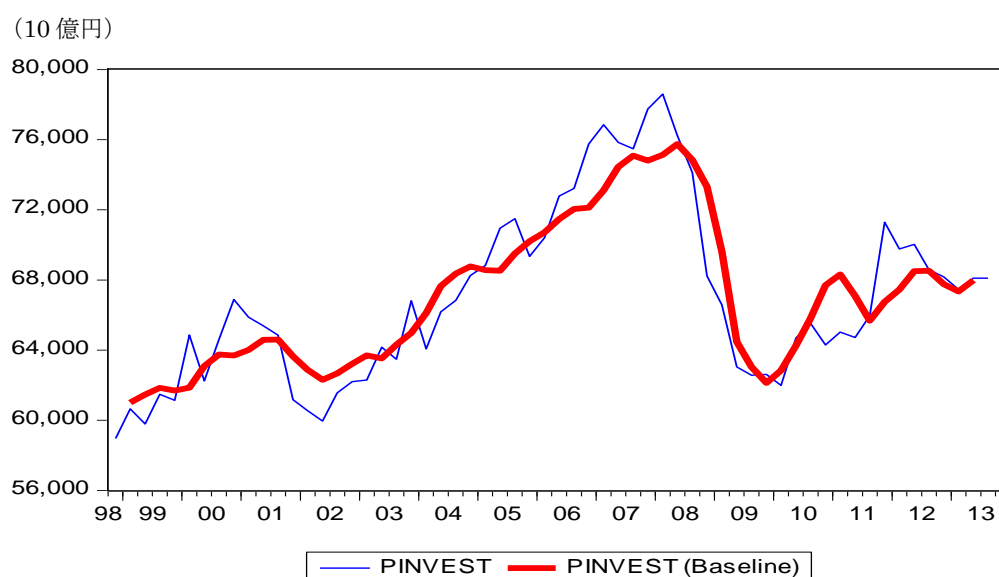
経常収支によって導き出される為替レートの水準は上図のようになる。1%の経常収支の拡大は、概ね2.6%の円高をもたらすものと推計される。また、趨勢的な為替動向は、円安傾向にある。経常収支の縮小に伴って、為替レートは一段と円安水準で推移するものと予想される。これによって、経常収支の黒字縮小にも歯止めがかかる要因が生まれる。

$PINVEST_t$ …民間企業設備投資、 $REALGDP_t$ …実質国内総生産、
 $STOCK_t$ …民間企業資本ストック、 $rinter_t$ …実質長期金利¹³

※()内の値は、t 値である。より詳しい推計結果は、【註・3】で示した。

ここにおいて、実質金利と民間企業設備投資は符号が同じになっている一方、金利に対する反応はその係数が小さく、よって金利が民間企業設備等にとっての有意な要因にはなっていないことを示している。実際、民間企業設備投資は、世界同時不況が始まったとされる 2007 年～2008 年の水準には未だ回復していない。実質長期金利が明確に低下傾向にある 2013 年第 1 四半期においても伸び悩んでいる。¹⁴金融緩和政策によって長期金利は低位において推移するも民間企業設備投資を喚起するまでには至っていないと言えよう。もっとも民間企業設備投資の鈍い動きが、金利の上昇圧力を抑制しているとも観られる。また金融緩和政策に伴う円安が、輸出企業の業績を回復するというこれまでのシナリオだけでなく、円安になっても海外における生産比率を下げないという新たな構造が顕在化しつつあると言えるのではないか。¹⁵

伸び悩む民間企業設備投資



世界同時不況時以降を詳細にみると、2011 年以降は実績値が推計値よりも上回る水準ではあるものの概ね 2005 年から 2006 年の水準に戻ったに過ぎない。今後、実質金利の低下が民間企業設備投資を促すのか、あるいは民間企業設備投資の低さもあって、金利上昇圧力が弱いまま推移するのか判断が難しい局面である。以上の推計から、民間設備投資が伸び悩むなか、財政・金融政策の効果から、底堅く推移した消費、住宅投資に加え、公的固定資本形成の寄与が大きかったと言えよう。この推計からは貨幣的要因がどこまで寄与したかの判断は難しい。

こうした状況にあって、果たして日本経済はデフレーションから脱却しつつあるのかという点に関しては、消費者物価指数に対して、直接的にどの要因が強いインパクトを与えているのか下記のように要因ごとの推計式を以て考察した。

¹³ 実質長期金利の導出においては、期待インフレ率に替え、実績値を用いた。

¹⁴ 民間企業資本ストックは、2013 年第一四半期までの数値しか得られなかった。(2014 年 3 月 1 日現在)

¹⁵ 内閣府経済社会総合研究所『平成 25 年度企業行動に関するアンケート調査結果』(平成 26 年 2 月 28 日)は 2013 年度の企業行動に関して、海外生産比率を高める企業行動について報告している。

(3) 消費者物価指数の推計

①消費者物価指数 (JCPI ; 生鮮食品を除く総合) と GDP ギャップ

$$JCPI_t = \alpha_1 + \alpha_2 * JCPI_{t-1} + \alpha_3 * GDPGYP_t$$

$$JCPI_t = -0.060293 + 0.677269 * JCPI_{t-1} + 0.157825 * GDPGYP_t$$

$$(-1.12) \quad (9.01) \quad (4.83)$$

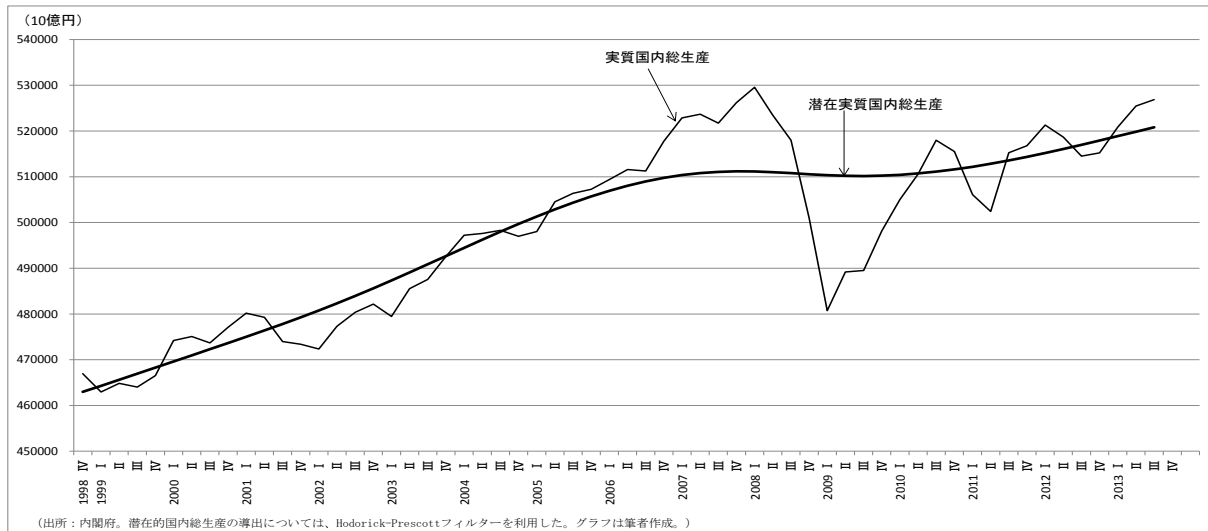
※GDPGYP_t…実質 GDP ギャップ

※()内はt値。 ※より詳しい推計結果は、【註・4】で示した。

※GDP ギャップ (DPGYP) は下記のようにして求めている。¹⁶

$$GDPGYP(\text{GDPギャップ}) = \frac{\text{現実GDP} - \text{潜在GDP}}{\text{潜在GDP}}$$

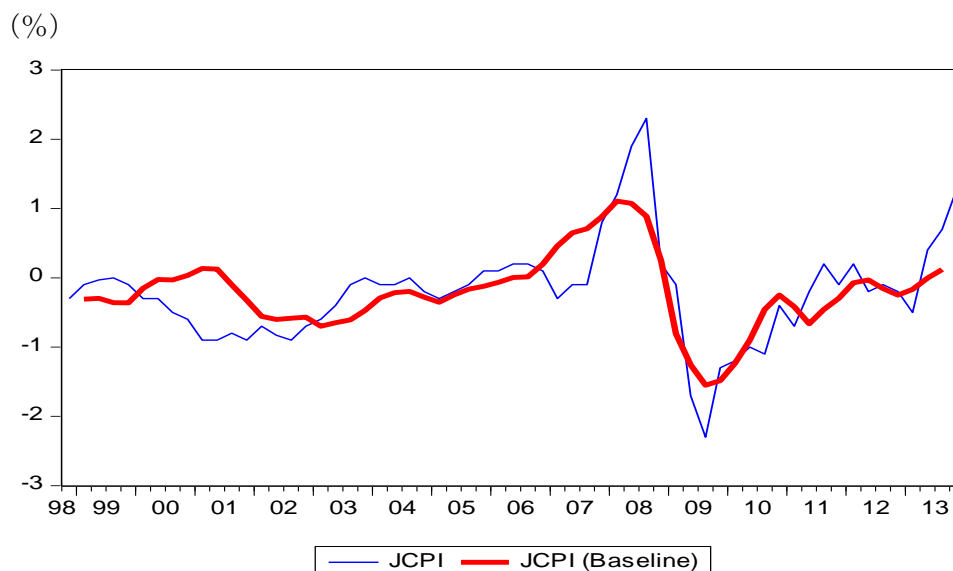
実質国内総生産と潜在国内総生産の推移



GDP ギャップの推計～長期的には一進一退



¹⁶ 深尾 (2009 p.15) に倣っている。また、本稿でも同様に Hodrick-Prescott フィルターを用いた。



(出所：総務省、内閣府。推計は筆者による。)

②消費者物価指数（JCPI；生鮮食品を除く総合）と雇用¹⁷

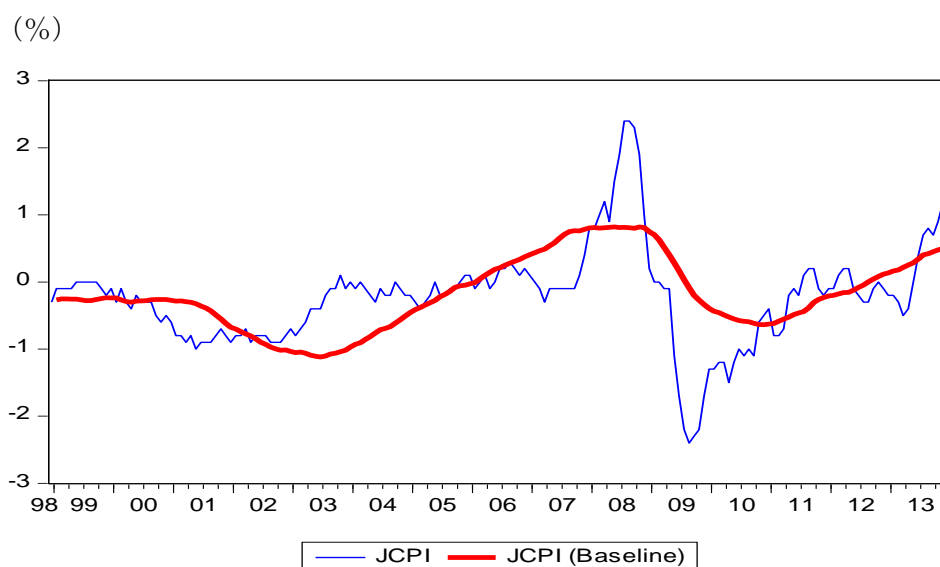
$$\text{① } JCPI_t = \alpha_1 + \alpha_2 * JCPI_{t-1} + \alpha_3 * UNEMPLOYMENT_t$$

$$JCPI_t = 0.605050 + 0.904421 * JCPI_{t-1} - 0.133913 * UNEMPLOYMENT_t$$

(3.02) (29.96) (-3.02)

※ UNEMPLOYMENT_t …失業率(季節調整値)

※()内は t 値。※より詳しい推計結果は、【註・5】で示した。¹⁸



(出所：総務省、厚生労働省。推計は筆者による。)

¹⁷ 基本モデルは、内閣府『平成 24 年版 経済財政白書』に依っている。ただ、本稿においては、それぞれの推計式を作成するにあたって、説明変数を限定的にすることで因果関係の明確化を図った。

¹⁸ 浜田・原田・内閣府経済社会総合研究所 (2004 p.136) における推計式の検証は、【註・6】で行った。

③消費者物価指数について、失業とマネーサプライを導入した推計式による試算

浜田・原田・内閣府経済社会総合研究所（2004）で取り上げられている推計式を、本稿の分析期間である 1998 年 12 月から 2013 年 12 月までのデータについて検証を試みた。ただ、貨幣要因に加え、被説明変数の 1 期前の数値を説明変数として導入した点が異なる。また、対数は用いなかった。

$$JCPI_t = \alpha_1 + \alpha_2 * JCPI_{t-1} + \alpha_3 * MONEYS + \alpha_4 * UNEMPLOYMENT_t$$

$$JCPI_t = 0.603674 + 0.905632 * JCPI_{t-1} + 0.021535 * MONEYS +$$

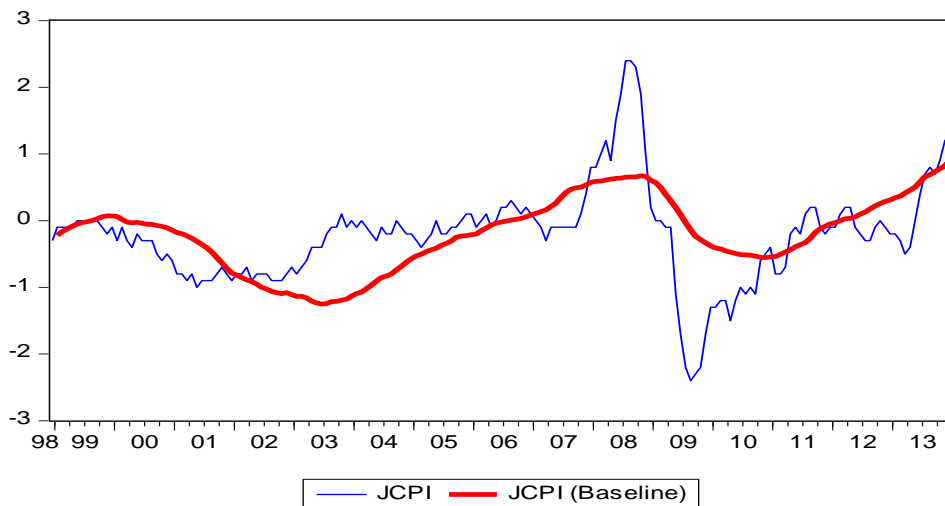
$$(3.02) \quad (30.07) \quad (1.43)$$

$$-0.133913 * UNEMPLOYMENT_t$$

$$(-3.16)$$

※ UNEMPLOYMENT_t…失業率(季節調整値)、MONEYS…マネーサプライ M₃（平均残高前年比%）、()内は t 値。より詳しい推計結果は、【註-6】で示した。

(%)



(出所：総務省、厚生労働省。推計は筆者による。)

推計結果については、2013 年 12 月の実績値前年同月比 1.3%に対して、推計値は 0.904503 であった。これは、マネーサプライ M₃（平均残高前年比%）を導入しなかった場合の推計値 0.562197 よりは実績に近い結果が得られた。つまり貨幣を導入することで説明力を高かめる結果となった。このことは、物価はその決定において、貨幣による影響が小さくないことを示唆していると言えよう。

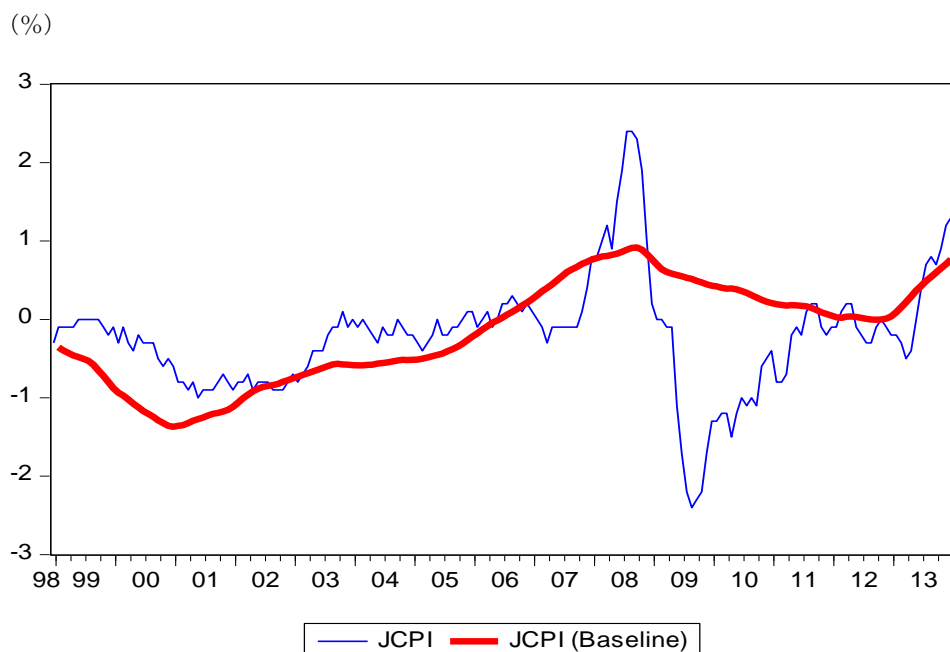
④消費者物価指数（JCPI；生鮮食品を除く総合）と為替レート

$$JCPI_t = \alpha_1 + \alpha_2 * JCPI_{t-1} + \alpha_3 * REALEXCH_t$$

$$JCPI_t = 0.402057 + 0.945479 * JCPI_{t-1} - 0.004015 * REALEXCH_t$$

$$(3.03) \quad (41.27) \quad (-3.05)$$

※ REALEXCH_t…実質実効為替レート指数、()内は t 値。より詳しい推計結果は、【註-7】で示した。



(出所：総務省、日本銀行。推計は筆者による。)

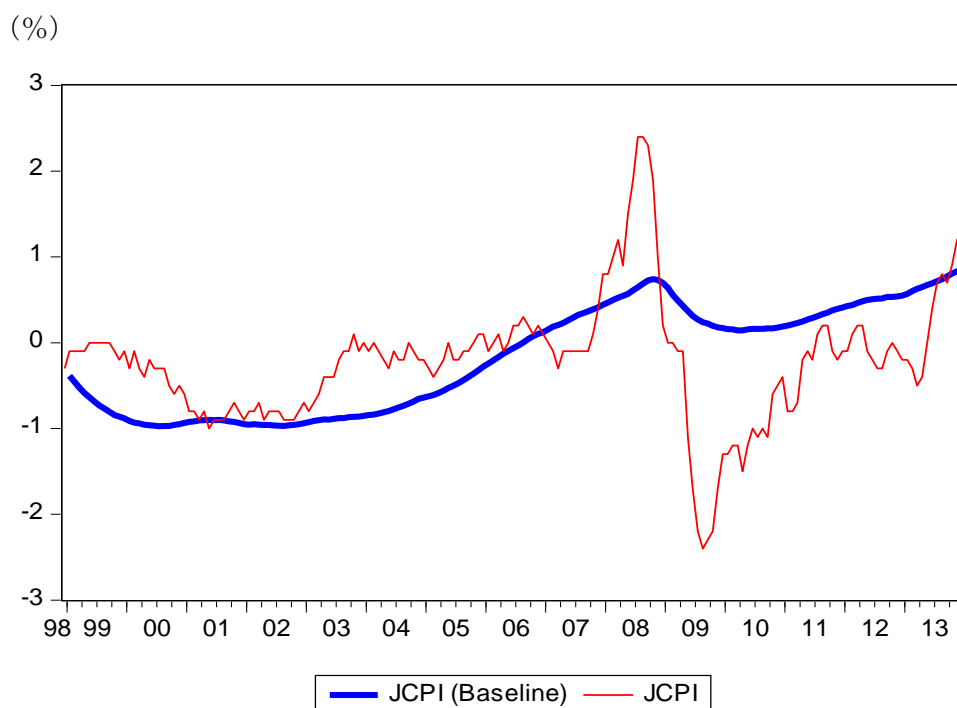
⑤消費者物価指数（JCIPI；生鮮食品を除く総合）と輸入

$$JCIPI_t = -1.90241 + 0.937594 * JCIPI_{t-1} + 0.177991 * IMPORTSA_t$$

$$JCIPI_t = -1.90241 + 0.937594 * JCIPI_{t-1} + 0.177991 * IMPORTSA_t$$

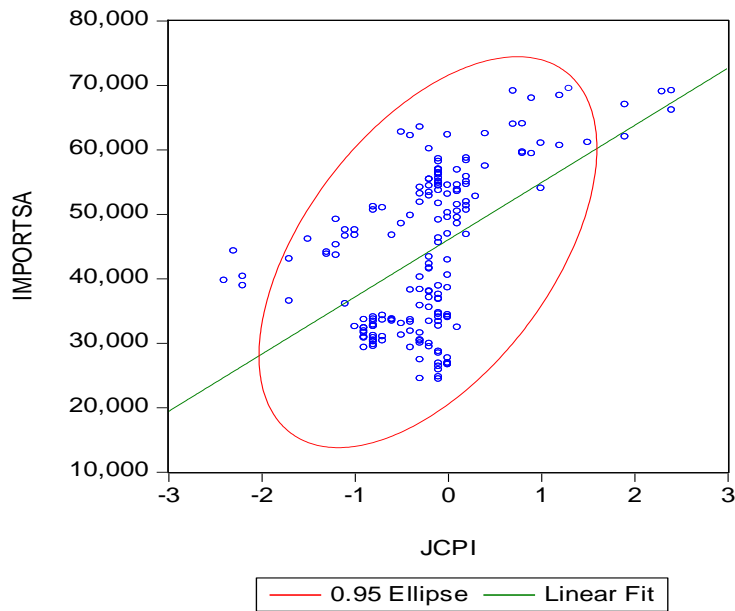
$$(-2.84) \quad (38.71) \quad (2.85)$$

※ $IMPORTSA_t$ … 輸入、()内は t 値。より詳しい推計結果は、【註-8】で示した。



(出所：総務省、財務省。推計は筆者による。)

輸入と消費者物価指数



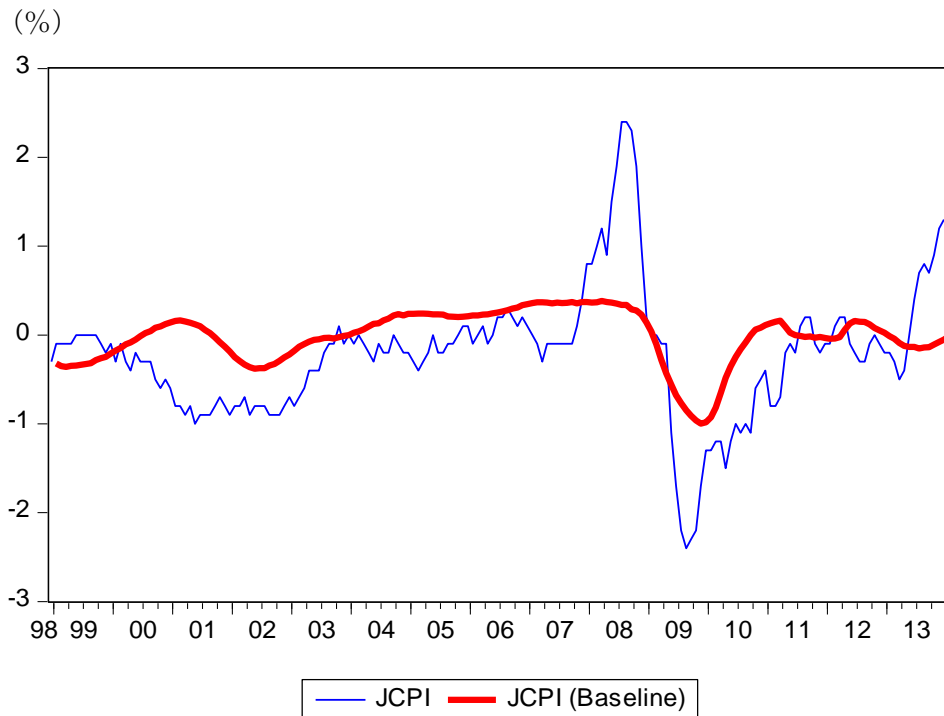
⑥生産動向（鉱工業生産指数）と消費者物価

$$JCPI_t = \alpha_1 + \alpha_2 * JCPI_{t-1} + \alpha_3 * INDUSTRY_{t-1}$$

$$JCPI_t = -0.0003 + 0.9643 * JCPI_{t-1} + 0.0048 * INDUSTRY_{t-1}$$

$$(-0.02) \quad (44.27) \quad (2.91)$$

※ INDUSTRY_t…鉱工業生産指数、()内はt値。より詳しい推計結果は、【註-9】で示した。



(出所：総務省、経済産業省。推計は筆者による。)

6. 結論

推計式の評価についてはどの時点を採るかによって、異なってくるものと思われる。2013年12月の実績値1.3%に限定してみるなら最も近い結果生んだのは、貨幣と失業率を導入した推計式による0.90%であった。この結果は浜田・原田・内閣府経済社会総合研究所(2004)において示された共和分検定に基づいた結果を支持するものとなった。もっとも低かったのは鉱工業生産指数を説明変数とするものである。現時点では、生産の拡大に伴う物価上昇は予想しづらいことになる。GDPギャップについての推計結果は、「0」水準を中心に蛇行を続けている。こうしたGDPギャップに基づく推計では、消費者物価指数は依然、水面下のマイナス0.4%に留まった。雇用状況から推計したインフレ率は0.56%、為替による推計は、0.76%を超える水準となり、輸入がもたらす効果は、最も高く0.86%を超えた。こうしたことから、円安傾向が続く中での輸入拡大が、為替同様デフレ解消に一定の効果をもたらしたと言えよう。しかし、2013年12月の消費者物価指数の前年同月比は1.3%となっており、実績値がいずれの推計値をも0.5%以上、上回る結果となった。推計結果については、直近の数値を用いる限りこれまでのところ貨幣、輸出、輸入の順で消費者物価の上昇に寄与し、雇用や国内生産より大きな引き上げ要因であるということを類推させる結果となった。全ての推計結果を用いても実績値が推計値を上回っていることから、消費者物価指数の動きである2013年12月の1.3%は、ファンダメンタルズからは行き過ぎていると判断してよいのではないか。もっともこの点に関しては、さらなる検証方法の改善が必要であると認識している。

また本稿では、懸念される民間設備投資の動向を重視した。民間企業資本ストック、実質金利に基づく推計では、実績値を概ねトレースし、大きな乖離は見られなかった。このことは、今後民間設備投資が大きく上昇に転じることは予想しづらいとも言えよう。実質金利の係数は、他の要因に比べて極めて小さかった。本推計によると民間設備投資の弱さが、さらなる金利の低下要因になっているのではないかと予想させる。金利の低下と民間設備投資の弱さが同時に起きている可能性を否定できない。実質金利がマイナス0.7%水準まで下がっている状況に対し、民間設備投資はこれまでにない弱い動きになることが懸念される。この点に関しては、さらなる慎重な検証の必要性を認めるところである。消費税率の引き上げもあり、今後の動きについてはさらなる検証が不可欠である。実質長期金利がマイナスになる状況にありながら、民間企業設備投資が明確に動き出さないのは、日本経済における構造変化が生じているとみるのが妥当であろう。民間企業設備投資の海外への進出に伴う鈍い動きが、GDPギャップの一進一退の動きの要因ともなっているのではないか。雇用に左右される賃金、消費さらには円安になっても動きの鈍い民間設備投資は、新たな経済政策の必要性を示唆しているのではないか。

所得収支に支えられるも、経常収支の赤字傾向は当面続こう。しかし経常収支の状況に左右されることなく、ここ一年において長期的な視点に立脚した次なる政策がより重要であると考えられる。求められるのは明確な政策の方向性であろう。積極的な金融緩和政策がもたらした円安、株高は一応の成果をもたらした。しかし、デフレからの脱却は道半ばと言えよう。本稿における分析については、今後の継続的な物価上昇に関して楽観は許されないという結果となった。コスト面、需要面とも力強さに欠けるとみられる。企業側の慎重な姿勢が続くなか、賃金上昇への動きは徐々にではあるが出始めている。消費税率の引き上げの影響を見極めようとしているかのようである。

消費においては、10%への消費税税率引き上げも予想されることから、現時点での堅調な動きも割り引いてみる必要がある。賃金の上昇がより顕在化してこない限り、消費税税率引き上げ後の消費動向が懸念される。

少子高齢化に伴う社会構造の変化にいかに対応していくのかが問われている。内需の趨勢的な減退に対応できるのは技術革新と成長戦略であろう。

7. おわりに

2014年4月からの消費税税率引き上げを控え、内需における推計については、採用している経済指標そのものにおいて駆け込み需要をより高い水準で内包している可能性が極めて高い。よって今後、その反動減がいかなる水準に達するのかを予想するのは難しい。また、一連の株高に伴う資産効果の大きさについての計量もそうした状況下では同様に難しいものとする。政策効果の一つである株価の上昇によって、富裕層を中心とした高額消費を中心に消費が盛り返したと考えられる。そうした消費の拡大が、一般物価の引き上げにどこまで寄与し得るのかという点については今後の課題とした。さらに、インフレ率、賃金における雇用形態の問題点、グローバル・インバランスによる新興国経済の影響等をどのように取り扱うかも今後の課題となった。米国の金融緩和縮小に伴う世界経済の不安定な動きは依然、グローバル・インバランスがもたらす問題を解決する理論、制度が充分でないことを示している。また、新興国自体に内在する制度的問題点は今後とも不確定あるいは不安定要因として影響してこよう。

また、本稿では明示的にとり上げなかった日本の財政規律についても懸念される。少子高齢化は、景気循環の問題とは別に、日本経済の根幹にかかわる制度設計を求めており、この点においても明確で理解しやすい成長戦略、ビジョンが求められている。

【註】

【註-1】 経常収支と為替レート

Dependent Variable: EXCH				
Method: Least Squares				
Sample (adjusted): 1999Q2 2013Q4				
Included observations: 59 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	6.30326	4.92175	1.280695	0.2056
EXCH(-1)	0.955486	0.052577	18.17302	0.0000
ACCNT_GDP_	-2.61927	2.601391	-1.006874	0.3183
R-squared	0.880932	Mean dependent var		104.8027
Adjusted R-squared	0.87668	S.D. dependent var		14.57932
S.E. of regression	5.119815	Akaike info criterion		6.153623
Sum squared resid	1467.9	Schwarz criterion		6.25926
Log likelihood	-178.532	Hannan-Quinn criter.		6.194859
F-statistic	207.1603	Durbin-Watson stat		1.952834
Prob(F-statistic)	0.0000			

【註-2】 浜田・原田・内閣府経済社会総合研究所 (2004) による実質 GDP の推計結果の詳細

Dependent Variable: LOG(REALGDP)				
Method: Least Squares				
Sample (adjusted): 1998Q4 2013Q3				
Included observations: 60 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	13.36736	0.035286	378.828	0.0000
M3_HEIZAN_END	-0.00579	0.003572	-1.620221	0.1107
UNEMPLOYMENT	-0.05202	0.007671	-6.781088	0.0000
R-squared	0.482511	Mean dependent var	13.11833	
Adjusted R-squared	0.464354	S.D. dependent var	0.039989	
S.E. of regression	0.029267	Akaike info criterion	-4.17601	
Sum squared resid	0.048824	Schwarz criterion	-4.07129	
Log likelihood	128.2802	Hannan-Quinn criter.	-4.13505	
F-statistic	26.57364	Durbin-Watson stat	0.166372	
Prob(F-statistic)	0.00000			

【註-3】 民間企業設備投資の推計結果

Dependent Variable: LOG(PINVEST)				
Method: Least Squares				
Sample (adjusted): 1999Q1 2013Q2				
Included observations: 58 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.41655	1.494115	-0.948086	0.3474
LOG(PINVEST(-1))	0.567303	0.094337	6.013568	0.0000
LOG(REALGDP(-1))	1.197347	0.29235	4.09559	0.0001
LOG(STOCK(-1))	-0.45446	0.121536	-3.739311	0.0005
RINTER	0.000937	0.005828	0.160714	0.8729
R-squared	0.886986	Mean dependent var	11.11124	
Adjusted R-squared	0.878457	S.D. dependent var	0.07287	
S.E. of regression	0.025405	Akaike info criterion	-4.4255	
Sum squared resid	0.034206	Schwarz criterion	-4.24787	
Log likelihood	133.3395	Hannan-Quinn criter.	-4.35631	
F-statistic	103.9923	Durbin-Watson stat	1.960823	
Prob(F-statistic)	0.0000			

【註-4】 消費者物価指数と GDP ギャップ

Dependent Variable: JCPI				
Method: Least Squares				
Date: 03/02/14 Time: 08:52				
Sample (adjusted): 1999Q1 2013Q3				
Included observations: 59 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.06029	0.05386	-1.119447	0.2677
JCPI(-1)	0.677269	0.07517	9.009771	0.0000
GDPGYP	0.157825	0.032651	4.833634	0.0000
R-squared	0.722517	Mean dependent var	-0.23153	
Adjusted R-squared	0.712607	S.D. dependent var	0.724773	
S.E. of regression	0.388544	Akaike info criterion	0.996688	
Sum squared resid	8.45412	Schwarz criterion	1.102326	
Log likelihood	-26.4023	Hannan-Quinn criter.	1.037925	
F-statistic	72.90708	Durbin-Watson stat	2.158684	
Prob(F-statistic)	0.00000			

【註-5】消費者物価指数と雇用

Dependent Variable: JCPI				
Method: Least Squares				
Date: 03/01/14 Time: 23:10				
Sample (adjusted): 1999M01 2013M12				
Included observations: 180 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.60505	0.200315	3.020494	0.0029
JCPI(-1)	0.904421	0.03019	29.95788	0.0000
UNEMPLOYMENT	-0.13391	0.044299	-3.022951	0.0029
R-squared	0.918603	Mean dependent var		-0.21889
Adjusted R-squared	0.917684	S.D. dependent var		0.73635
S.E. of regression	0.211265	Akaike info criterion		-0.25488
Sum squared resid	7.90001	Schwarz criterion		-0.20167
Log likelihood	25.93942	Hannan-Quinn criter.		-0.23331
F-statistic	998.769	Durbin-Watson stat		1.204509
Prob(F-statistic)	0.00000			

【註-6】消費者物価指数について、失業とマネーサプライを導入した推計式による試算

Dependent Variable: JCPI				
Method: Least Squares				
Sample (adjusted): 1999M01 2013M12				
Included observations: 180 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.603674	0.19973	3.022445	0.0029
JCPI(-1)	0.905632	0.030113	30.07425	0.0000
MONEYS	0.021535	0.01507	1.428985	0.1548
UNEMPLOYMENT	-0.14024	0.04439	-3.159275	0.0019
R-squared	0.919537	Mean dependent var		-0.21889
Adjusted R-squared	0.918165	S.D. dependent var		0.73635
S.E. of regression	0.210646	Akaike info criterion		-0.25531
Sum squared resid	7.809403	Schwarz criterion		-0.18435
Log likelihood	26.97761	Hannan-Quinn criter.		-0.22654
F-statistic	670.4465	Durbin-Watson stat		1.215904
Prob(F-statistic)	0.0000			

【註-7】消費者物価指数と為替レート

Dependent Variable: JCPI				
Method: Least Squares				
Sample (adjusted): 1999M01 2013M12				
Included observations: 180 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.402057	0.132525	3.033819	0.0028
JCPI(-1)	0.945479	0.022907	41.27496	0.0000
REALEXCH	-0.00402	0.001318	-3.045692	0.0027
R-squared	0.918664	Mean dependent var		-0.21889
Adjusted R-squared	0.917745	S.D. dependent var		0.73635
S.E. of regression	0.211187	Akaike info criterion		-0.25562
Sum squared resid	7.894157	Schwarz criterion		-0.20241
Log likelihood	26.00612	Hannan-Quinn criter.		-0.23405
F-statistic	999.5752	Durbin-Watson stat		1.262317
Prob(F-statistic)	0.0000			

【註-8】 消費者物価指数と輸入

Dependent Variable: JCPI				
Method: Least Squares				
Date: 03/02/14 Time: 10:58				
Sample (adjusted): 1999M01 2013M12				
Included observations: 180 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.90241	0.669033	-2.843516	0.0050
JCPI(-1)	0.937594	0.024222	38.70777	0.0000
LOG(IMPORTSA)	0.177991	0.062525	2.846729	0.0049
R-squared	0.918149	Mean dependent var		-0.21889
Adjusted R-squared	0.917224	S.D. dependent var		0.73635
S.E. of regression	0.211854	Akaike info criterion		-0.24931
Sum squared resid	7.944156	Schwarz criterion		-0.19609
Log likelihood	25.43789	Hannan-Quinn criter.		-0.22773
F-statistic	992.7271	Durbin-Watson stat		1.247839
Prob(F-statistic)	0.00000			

【註-9】 消費者物価指数と生産動向(鉱工業生産指数)

Dependent Variable: JCPI				
Method: Least Squares				
Date: 03/03/14 Time: 17:07				
Sample (adjusted): 1999M01 2013M12				
Included observations: 180 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.0003	0.0165	-0.0181	0.9856
JCPI(-1)	0.9643	0.0218	44.2725	0.0000
INDUSTRY(-1)	0.0048	0.0017	2.9052	0.0041
R-squared	0.9183	Mean dependent var		-0.2189
Adjusted R-squared	0.9174	S.D. dependent var		0.7364
S.E. of regression	0.2117	Akaike info criterion		-0.2511
Sum squared resid	7.9297	Schwarz criterion		-0.1979
Log likelihood	25.6013	Hannan-Quinn criter.		-0.2295
F-statistic	994.6922	Durbin-Watson stat		1.3054
Prob(F-statistic)	0.0000			

参 考 文 献

- (1) 浅子 和美・福田 慎一・吉野 直行
1997 『現代マクロ経済分析－転換期の日本経済－』東京大学出版会。
- (2) 浅田 統一郎
1997 『成長と循環のマクロ動学』日本経済評論社。
- (3) 有吉 章
2014 「経済教室 新興国経済、危機に備えを」『日本経済新聞』日本経済新聞社、2014年2月17日付。
- (4) 五百旗頭真吾
2010 「経常収支の調整パターン」藤田誠一・岩壺健太郎編『グローバル・インバランスの経済分析』有斐閣
- (5) 池尾 和人
2013 「経済教室 アベノミクスの1年 下 金融緩和の効果、限定的」『日本経済新聞』日本経済新聞社、2013年12月4日付。
- (6) 市村 信一・ローレンス・クライン[編著]

- 2011 『日本経済のマクロ計量分析』 日本経済新聞社
- (7) 伊藤 隆敏
2010 「世界金融危機のアジアへの影響と政策対応」 植田和男編著『世界金融・経済危機の全貌』 慶応義塾大学出版会。
- (8) 祝迫 得夫
2011 「マクロの貯蓄投資バランスと日本の財政の維持可能性」『PRI ディスカッション・ペーパー・シリーズ』 No.11A-11, 財務省財務総合政策研究所
- (9) 植田 和男[編]
2010 『世界金融・経済危機の全貌－原因・波及・政策対応－』 慶応義塾大学出版会。
- (10) 大西 一成
2010 「デフレーションに関する要因分析と推計～1990 年以降の日本における物価動向を中心とした分析と推計～」『富山国際大学現代社会学部紀要 第 2 巻, 富山国際大学, pp.31-57。
2011 「為替・輸出入におけるグローバル・インバランスの影響～短期金利・為替・輸出入の推計を中心に～」『富山国際大学現代社会学部紀要』 第 3 巻, 富山国際大学, pp.13-38。
2013 「日本の GDP ギャップに関する分析～為替・金利・物価・経常収支との関係を踏まえ～」『富山国際大学現代社会学部紀要』 第 5 巻, 富山国際大学, pp.11-35。
- (11) 岡田 義昭
2009 『開放経済下の新マクロ経済分析 理論的・実証的アプローチ』 成文社
- (12) 小川 英治・中村 周史
2010 「グローバル・インバランスと日本の経済・財政への影響」 貝塚 啓明・財務省財務総合政策研究所編著『経済成長と財政健全化の研究』 中央経済社, pp.135-160。
- (13) 小幡 績
2014 「経済教室 景気回復は持続可能か 下 短期的な好循環、続かず」『日本経済新聞』 日本経済新聞社、2014 年 2 月 27 日付。
- (14) オブストフェルド, モーリス
2002 「為替レートと経済調整：新しい開放マクロ経済学の視点から」『金融研究』 2002 年 12 月 第 5 巻第 1 号, 日本銀行金融研究所, pp. 49-76 。
2005 「米国の対外赤字は世界全体の問題か」『金融研究』 2005 年 10 月, 日本銀行金融研究所, pp.55-67。
2006 「日本の経常収支調整が円レートに与える影響」『金融研究』 2006 年 12 月 第 5 巻第 1 号, 日本銀行金融研究所, pp. 55-66。
- (15) 加藤 涼
2007 『現代マクロ経済学講義』 東洋経済新報社
- (16) 鴨井 慶太・橘木 俊詔
2001 「財政政策が民間需要に与えた影響について」『フィナンシャル・レビュー』 第 55 号, 2 月, 財務省財務総合政策研究所, pp.114-171。

- (17) 経済産業省通商政策局企画調査室
2012 『平成24年版通商白書～世界とのつながりの中で広げる成長のフロンティア～』
- (18) 古賀 麻衣子
2004 「貯蓄率の長期的低下傾向をめぐる実証分析：ライフサイクル・恒常所得仮説にもとづくアプローチ」『日本銀行ワーキングペーパーシリーズ』日本銀行調査統計局。
- (19) 小宮隆太郎
1994 『貿易黒字・赤字の経済学』東洋経済新報社
- (20) 小宮隆太郎、日本経済研究センター編
2002 『金融政策論議の争点 日銀批判とその反論』日本経済新聞社
- (21) 斉藤 誠
2006 『新版 新しいマクロ経済学-クラシカルとケインジアン邂逅-』有斐閣。
- (22) 酒巻 哲朗
2009 「1980年代以降のGDPギャップと潜在成長率について」深尾 京司[編]『マクロ経済と産業構造 バブル/デフレ期の日本経済と経済政策 1』慶應義塾大学出版会。
- (23) 貞廣 彰
2005 『戦後日本のマクロ経済分析』東洋経済新報社。
- (24) 清水谷 論・堀 雅博
2004 「第10章 どうすればデフレ期待を反転できるか」浜田宏一・原田泰・内閣府経済社会総合研究所『長期不況の理論と実証 日本経済の停滞と金融政策』東洋経済新報社
- (25) 竹森 俊平
2013 『通貨「円」の謎』文春新書
- (26) 千明誠、深尾京司
2002 「日本の構造的経常収支の動向：貯蓄・投資バランス・アプローチによる実証分析」『RIETI Discussion Paper Series 』02-J-017 (2002年09月)
- (27) 内閣府
2000～2010 『各年度年次経済財政報告』。
- (28) 中沢 正彦・吉川 浩史
2011 「デフレ下の金融政策：量的金融緩和の検証」『PRI ディスカッション・ペーパー・シリーズ』No.11A-03, 財務省財務総合政策研究所。
- (29) 永濱 利廣・近江澤 猛・鈴木 将之
2010 「世界金融危機が日本経済・財政に与えた影響」貝塚 啓明・財務省財務総合政策研究所編著『経済成長と財政健全化の研究』中央経済社, pp.97-132。
- (30) 萩原 景子
2008 「経常収支不均衡の調整過程：近年の理論的分析の展望」『金融研究』12月 第27巻第4号, 銀行金融研究所, pp.87-124。
- (31) 浜田 宏一・原田 泰・内閣府経済社会総合研究所
2004 『長期不況の理論と実証』東洋経済新報社

- (32) 原田 泰
2010 「世界金融危機の世界経済への影響」貝塚 啓明・財務省財務総合政策研究所編著『経済成長と財政健全化の研究』中央経済社, pp.65-95。
- (33) 伴 金美
1991 『マクロ計量モデル分析 モデル分析の有効性と評価』有斐閣。
- (34) 深尾 京司
2012 『「失われた 20 年」と日本経済 構造的な原因と再生への原動力の解明』日本経済新聞出版社
2013 「経済教室 賃金上昇の条件下 生産性向上のみでは困難」『日本経済新聞』日本経済新聞社、2013 年 11 月 1 日付。
2013 「経済全体の生産性が伸びず、成長を妨げる」『週刊エコノミスト』毎日新聞社、2013 年 10 月 29 日号
- (35) 深尾 京司[編]
2009 『マクロ経済と産業構造 バブル/デフレ期の日本経済と経済政策 1』慶應義塾大学出版会。
- (36) 深尾 光洋
2010 『国際金融論講義』日本経済新聞社。
- (37) 福田 慎一・今 喜史
2008 「最近の国際資本移動について」『フィナンシャル・レビュー』第 88 号, 3 月, 財務省財務総合政策研究所, pp.96-113。
- (38) 藤井 真理子
2013 『グローバル金融危機と日本の金融システム』日本経済新聞社
- (39) 藤田 誠一・岩壺 健太郎
2010 『グローバル・インバランスの経済分析』有斐閣。
- (40) 藤田 誠一・小川英治
2008 『国際金融理論』有斐閣
- (41) 布袋 正樹
2011 「為替レートが日本企業の設備投資に及ぼす効果—企業レベルのパネルデータを用いた分析—」『フィナンシャル・レビュー』第 6 号 (通巻 107 号), 5 月, 財務省財務総合政策研究所, pp.82-96。
- (42) 布袋 正樹・梅崎 知恵
2012 「近年の円高が我が国製造業の設備投資に及ぼした効果」『PRI ディスカッション・ペーパー・シリーズ』No.12A-15, 財務省財務総合政策研究所。
- (43) 堀 雅博・寺井 晃
2004 「カールソン・パーキン法によるインフレ期待の計測と諸問題」『ESRI Discussion Paper Series』No.91, 内閣府経済社会総合研究所。
- (44) 松林 洋一
2010 『対外不均衡とマクロ経済 理論と実証』東洋経済新報社

- (45) 宮尾 龍蔵
2014 「経済教室 景気回復は持続可能か 上 消費主導で自律的成長へ」『日本経済新聞』日本経済新聞社、2014年2月26日付。
- (46) 藻谷 浩介・河野 龍太郎・小野 義康・萱野 稔人
2013 『金融緩和の罠』集英社新書
- (47) モーリス・オブストフェルド
2006 「日本の経常収支調整が円レートに与える影響」『金融研究』日本銀行金融研究所
- (48) 森 誠
2011 『長期にわたる最適化とケインズ経済学』晃洋書房
- (49) 山澤 成康
2011 『新しい経済予測論』日本評論社。
- (50) Blanchard, Oliver J.,
2007 “Current Account Deficits in Rich Countries,” *IMF Staff Papers*, Vol.54, No.2
2008 *Macroeconomics*, Pearson Education, Inc. (Prentice Hall), USA.
- (51) Blanchard, O.J. and S. Fisher
1989 *Lectures on Macroeconomics*, The M.I.T. Press, Cambridge.
- (52) Romer, David
2006 *Advanced Macroeconomics* 3rd edition, McGraw-Hill.
- (53) Dornbusch, R.
1980 *Open Economy Macroeconomics*, Basic Books, Inc. (大山道廣・堀内俊洋・米沢義衛訳 (1984)『国際マクロ経済学』文真堂。)
- (54) Hodrick, R.J., and E.C. Prescott
1997 “Poswar U.S. Business Cycles: An Empirical Investigation,” *Journal of Money, Credit, and Banking*, 29(1), pp.1-16.
- (55) Nucci, F. and A.F. Pozzolo,
2001 “Investment and the Exchange Rate: An Analysis with Firm-Level Data,” *European Economic Review*, Vol.45, No.2, 259-283
- (56) Obstfeld, M. and Rogoff, K.
1995b “The Intertemporal Approach to the Current Account,” in G. M. Grossman and K. Rogoff, eds., *Handbook of International Economics*, vol.3, pp.1731-1799.
1996 *Foundation of International Macroeconomics*, Cambridge, Mass: MIT Press.
2005 “Global Current Account Imbalances and Exchange Rate Adjustments,” *Brooking Papers on Economic Activity*, 1:2005, pp.67-146.
- (57) OECD
2011 *Economic Outlook* No.90, Paris, 28 November 2011.
- (58) Romer, D.
2006 *Advanced Macroeconomics* 3rd ed, The McGraw-Hill Companies, Inc. New York.