

## 物価、消費に与えた金融政策の影響に関する一考察

### The Effects of Monetary Policy on Price and Consume

大 西 一 成

OHNISHI Kazushige

本稿は今般の積極的な金融政策について、物価、為替、金利、さらには賃金といった側面からその政策効果について考察するものである。インフレ率については、消費税率を除いた水準は、概ね0.7~0.3%レベルではないかとの推計結果を得た。また実質賃金の推計から、今後日本経済が順調に回復基調をたどるには消費支出が要であるとの結論を得た。デフレ脱却を目指すも、実質賃金は伸び悩んでいる。デフレ脱却のために物価の上昇を目指す一方で実質賃金の上昇を目指すのであれば、まさに名目賃金の上昇の速さが問われる。しかし企業としても自らを取り巻く不確定要因のために、賃金の引き上げに慎重になっているものと思われる。デフレ脱却が急がれることに異論はない。しかし本稿では、デフレの解消は経済が基本的に成長過程に入り、需給が改善することが重要であると考え。金融緩和政策によってもたらされた溢れるマネーが、消費や民間設備投資に向かわないのであれば資本市場に向かわざるを得ない。これは資産バブルの温床になりかねない。デフレが貨幣的現象であるとしても、その対策は金融政策に限ったものではないであろう。今後、日本経済が継続的な成長プロセスを辿るには、明確な方向感のある成長戦略が求められる。

キーワード：

デフレーション、消費者物価指数、実質賃金、GDPギャップ、潜在成長率、  
為替、フィリップス曲線

## 1. はじめに

経済政策の効果は、予想を超えたものになる可能性がある。市場はもとより、政府もまた失敗することを我々はもう一度心得ておかなければならないと考える。経済政策における理論はもとより、社会の歴史的な変化に対する広く深い認識こそが重要である。とすれば、見落とされがちな変化の中にも、歴史的な変化が潜んでいる。さらには歴史的な変化と認識されながらその影響の大きさを見誤ることも可能性として否定できない。一方、大きな変化を謳いながら、その実本質的には変化が一時的なものに過ぎないこともある。歴史的な変化とみられたものが、本質的には何も変化していないこともあり得る。

本稿は、日本の金融政策がもたらした影響について、為替、物価、賃金等の側面から考察することを主たるテーマとする。果たして今般の果敢なる金融政策は、その主たる目的であったデフレを克服し、その結果として日本経済は自律回復を辿りつつあるのだろうか。なるほど、消費者物価指数（生鮮除く総合）は、消費税率引き上げを含んだ数値で、2014年4月以来9月まで6か月連続で前年同月比3%を超えて推移した。しかし、10月に入り同2.9%、11月同2.7%とその上昇が鈍化し始めている。原油価格の下落、米国を除く海外景気の不振もあり、デフレ解消に向けた道のりは険しい。一方、輸出の伸びも力強さに欠ける。金融緩和政策による為替レート下落は、期待された程の輸出拡大は見られなかった。この点においてもこれまでの景気回復シナリオに誤算が生じているのではないか。金融緩和がもたらす資金供給に比べ、資金需要が必ずしも旺盛ではない。日銀の果敢な国債買い入れの一方、民間金融機関の資金が設備投資にどれほど向かっているかが問われよう。安全資産としての国債が買われる結果、長期金利は歴史的な水準まで低下している。こうしたことから、金融緩和政策の効果そのものが問われる局面に入りつつあるものと思われる。成長戦略の具体的な施策に向けた具体的な政策こそが焦眉の課題ではないか。

本稿では、金融政策を中心に検証することで、現在日本経済が直面している政策課題についての考察を試みる。

## 2. 先行研究

国際経済学の中心的な理論として Obsfeld, M. and Rogoff, K. (1996) が挙げられる。同 (1996 pp.530-554) における為替と個人消費における理論は、効用関数に貨幣要因を導入されている。今日におけるデフレを研究する上では理論的支柱と言えよう。同じくモーリス・オブストフェルド (2006) は貿易財と非貿易財を導入したモデルとなっている。こうしたアプローチは高い説明力を有するも、その分類の難しさがあるのではないかと考える。

経常収支に関しては千明・深尾 (2002) は、内閣府『平成24年度 年次経済財政報告—日本経済の復興から発展的創造へ—』でも、そのモデル構築にあたっての基礎としている。本稿においても多くの示唆を得た。為替レートが日本の企業の設備投資に及ぼす影響を分析した

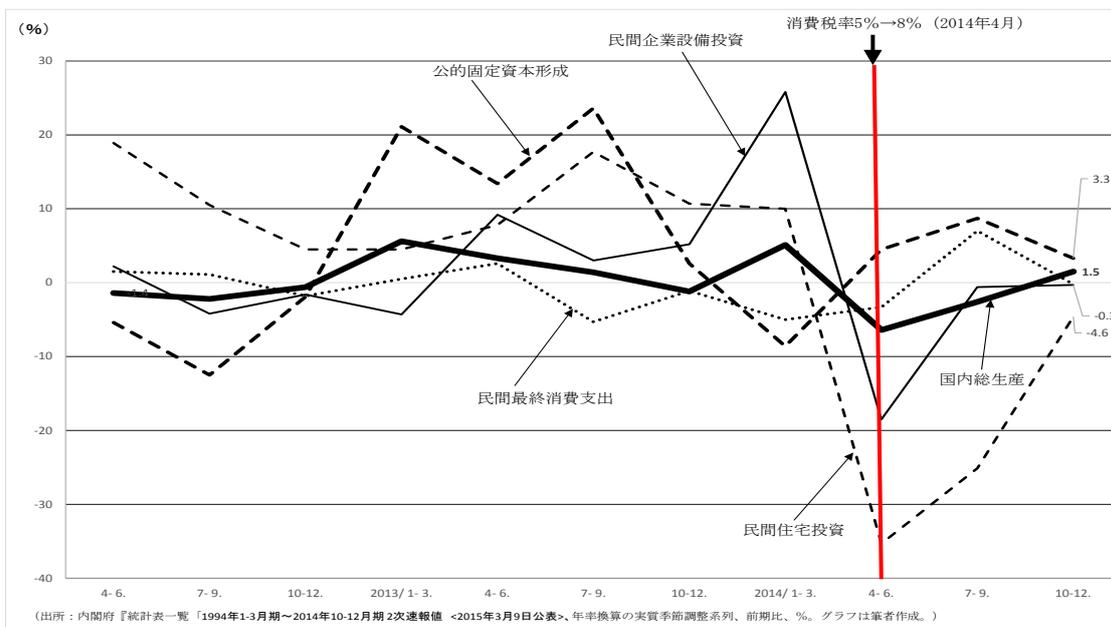
研究としては、布袋（2011）や布袋・梅崎（2012）がある。パネルデータを用いて業界ごとの実質設備投資の変化が算出されている。今後、地方産業の分析を試みたい者としては、示唆に富む興味深い研究である。寺井・飯田・浜田（2003）は為替レートの推計において、多くの示唆を得た。また、今後の課題も明確化することができた。深尾（2014）では、一般の経済政策における為替の持つ意味が明確に論じられている。

アベノミクスの成果は果たしでどのようなものであったかについては、池尾（2014）は、円安がもたらす効果について懐疑的な見方を述べている。福田（2015）では、長期金利が示す動きについて、「微妙な均衡の産物」として、市場の警鐘を逃してはならないとしている。また、渡辺（2015）は、物価上昇についてはその目標達成は困難であるとの認識を示している。こうした研究は、いずれも現在の経済政策がもたらす効果について、厳しい見方をしている。三平（2013-2014）では、インプライド・フォワード・レートという指標を用いて、量的金融緩和が将来の期待短期金利に影響を与えるかどうかについて推計式を用いて考察している。深尾[編]（2009）における酒巻（2009 pp.3-32）は、1980年代以降のGDPギャップ、潜在成長率の実証的な研究として興味深い。萩原（2008）は経常収支に関する理論的分析として Obsfeld, M. and Rogoff, K. の貢献を中心に論じられている。小宮・日本経済研究センター[編]（2002）によって、筆者自らの金融政策に対する基本的な考え方、姿勢を確認することができた。

### 3. 日本経済の概観と分析<sup>1</sup>～GDP、消費動向、設備投資状況、物価、金利を中心に～

#### (1) 国内総生産（GDP）の分析

回復力が弱い民間最終消費支出、民間企業設備投資

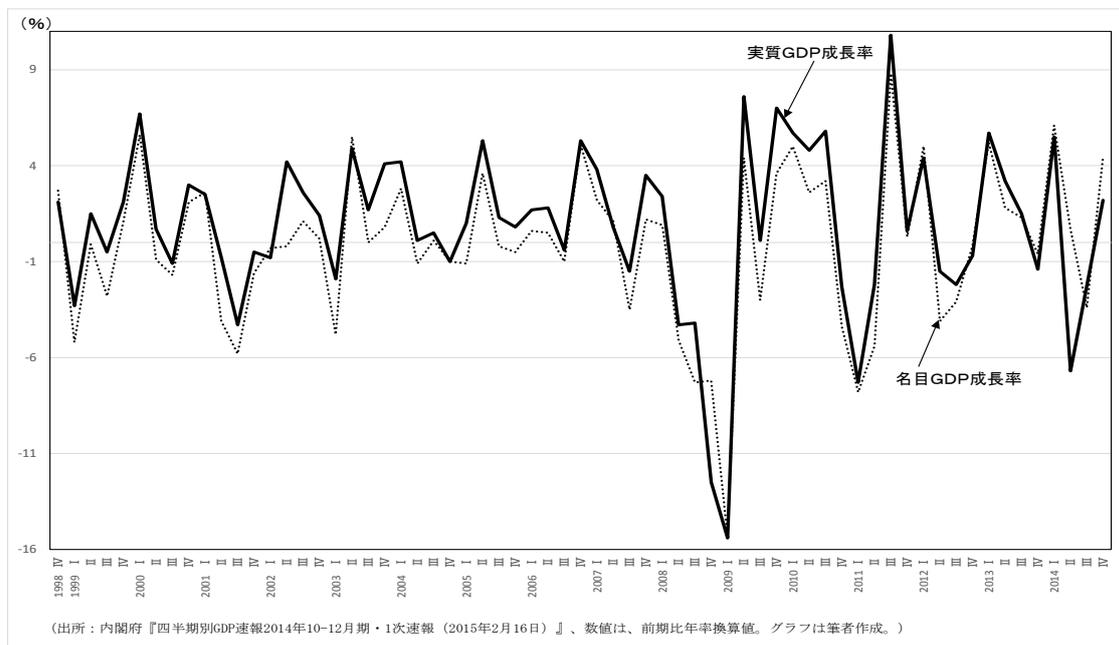


<sup>1</sup> 導入したグラフは全て、公的機関発表のデータに基づいて筆者が作成したものである。筆者の主張を明確にするための工夫を導入している。

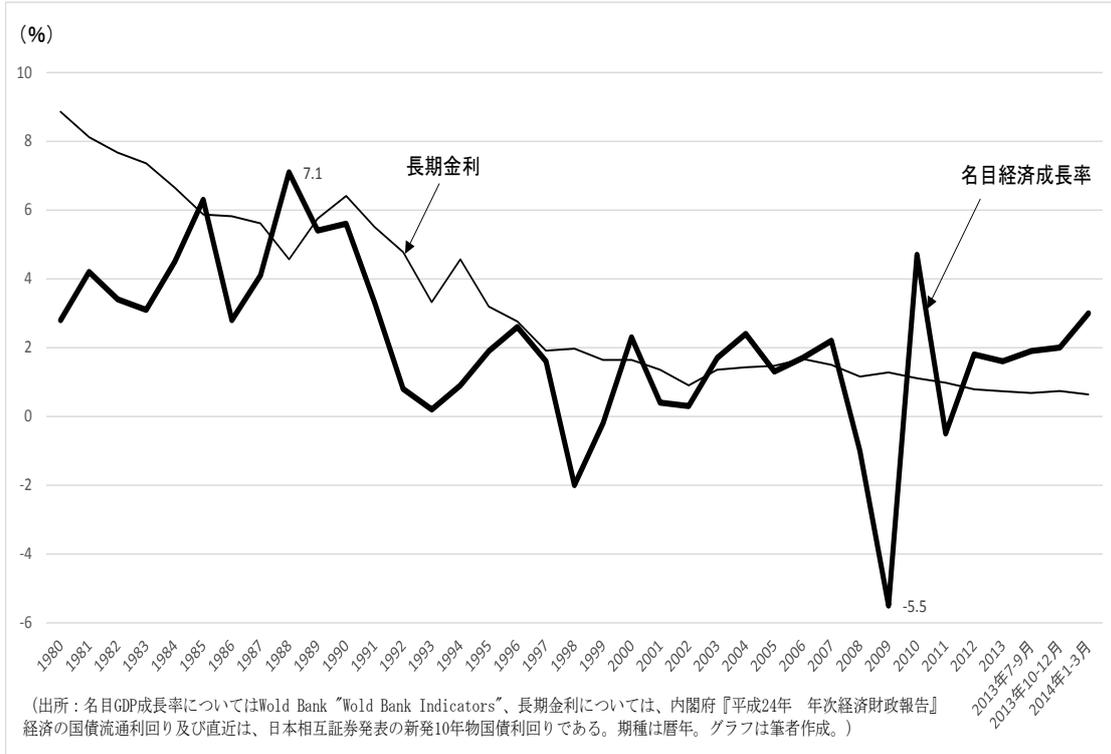
前倒し需要の反動減とみられる動きが顕著に表れている。さらに2014年の7-9月期から同年10-12月期にかけての回復力が弱いと言わざるを得ない。とりわけ、個人消費支出、民間企業設備投資は、同期において概ね、横ばいと弱い動きとなっている。こうした状況は、消費税率の10%への引き上げを2017年4月まで延期する誘因となった。とりわけ住宅投資や民間企業設備投資の回復力が弱い。個人消費支出の今後の動向は、企業業績にみる回復基調の持続性によるところが大きいと言えよう。デフレ解消を目指した物価上昇と、その物価上昇がもたらす実質賃金の低迷から、個人消費支出の回復は厳しいのではないかと。企業業績の回復に伴う名目賃金の上昇には、今なお企業側が慎重なことから大きな期待は難しい。金融緩和による円安、2015年に入り顕著となった原油安の恩恵を受ける企業の業績は好調が予想されるが、賃金に反映されるには今なお時間が必要なのではないかと。消費が著しく促される新たな取り組みといった政策も予想しづらく、弱い回復局面が今後とも予想される。民間企業設備投資は、円安にも伴う輸出余力の拡大を目指した国内生産体制への回帰も期待されるが、欧州、中国の景気動向も不振であることから、輸出がどこまで牽引役を果たすかは不透明である。こうした状況から、民間企業設備投資が要であろう。好業績に加え、実質長期金利の著しい低下を背景とした設備投資が期待される。しかし、機械受注動向は緩やかな伸びにとどまっている。海外への直接投資か、もしくは国内への生産回帰か、今日の為替水準はそうした新たな選択を迫るものになるかもしれない。2014年10-12月期の国内総生産は、言わば消費税率アップ前の水準に戻ったと言えよう。

(2) 物価動向～原油安も加わり、困難さを増すインフレ率の2%達成～

解消傾向が見られる名実逆転

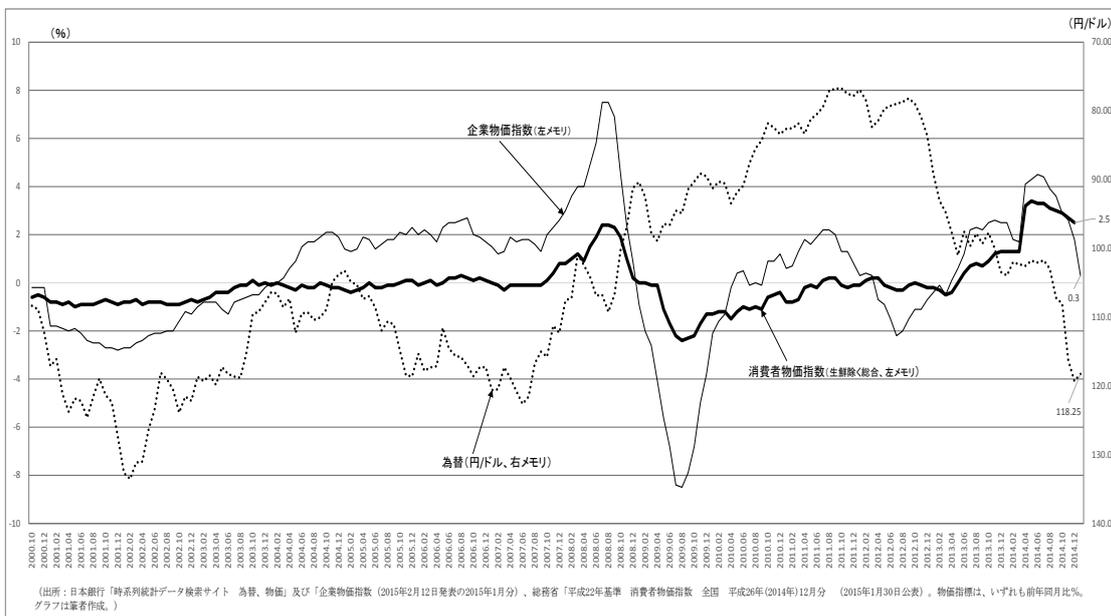


長期金利を上回った名目経済成長率



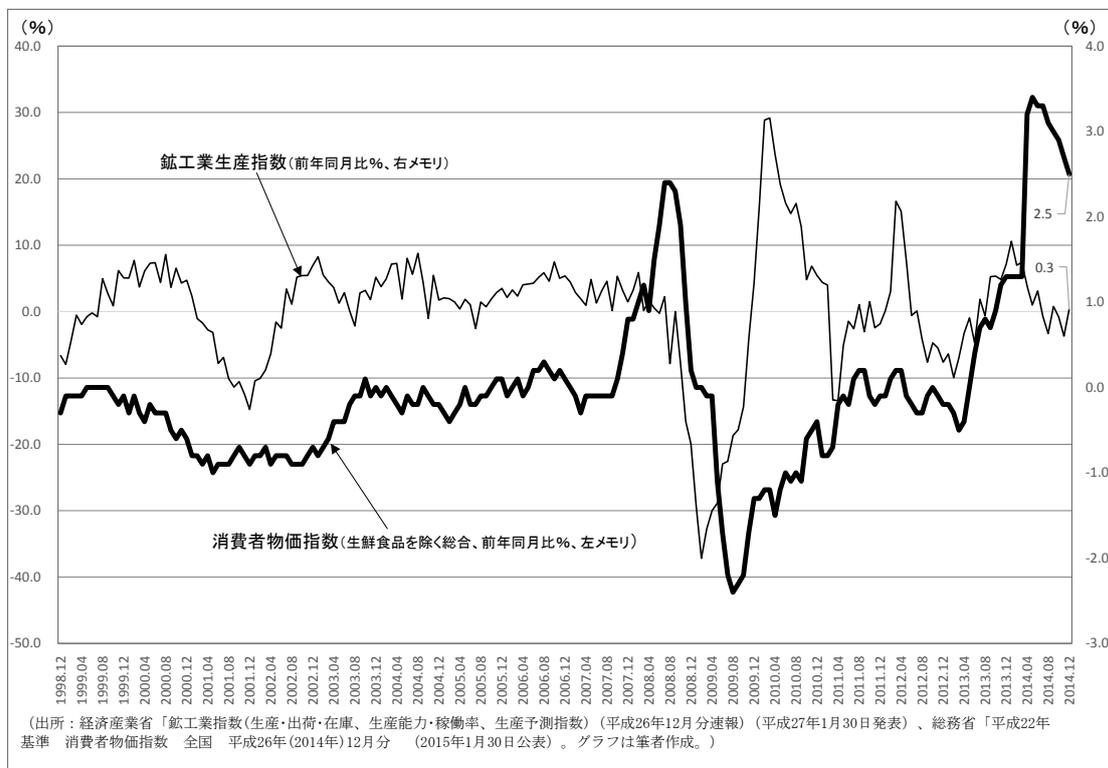
名目経済成長率が長期金利を上回る状況は、過去の日本においては、バブル期あるいは大きな不況時の後に反動として見られる。こうしたことから、今般の状況は極めて注意を要するものと言えよう。消費支出、民間企業設備投資に資金がいかにかにすれば向かうのかの間われている。資本市場の動きも、今後より企業業績を評価する方向に行くことが望まれる。

鈍化する物価上昇率



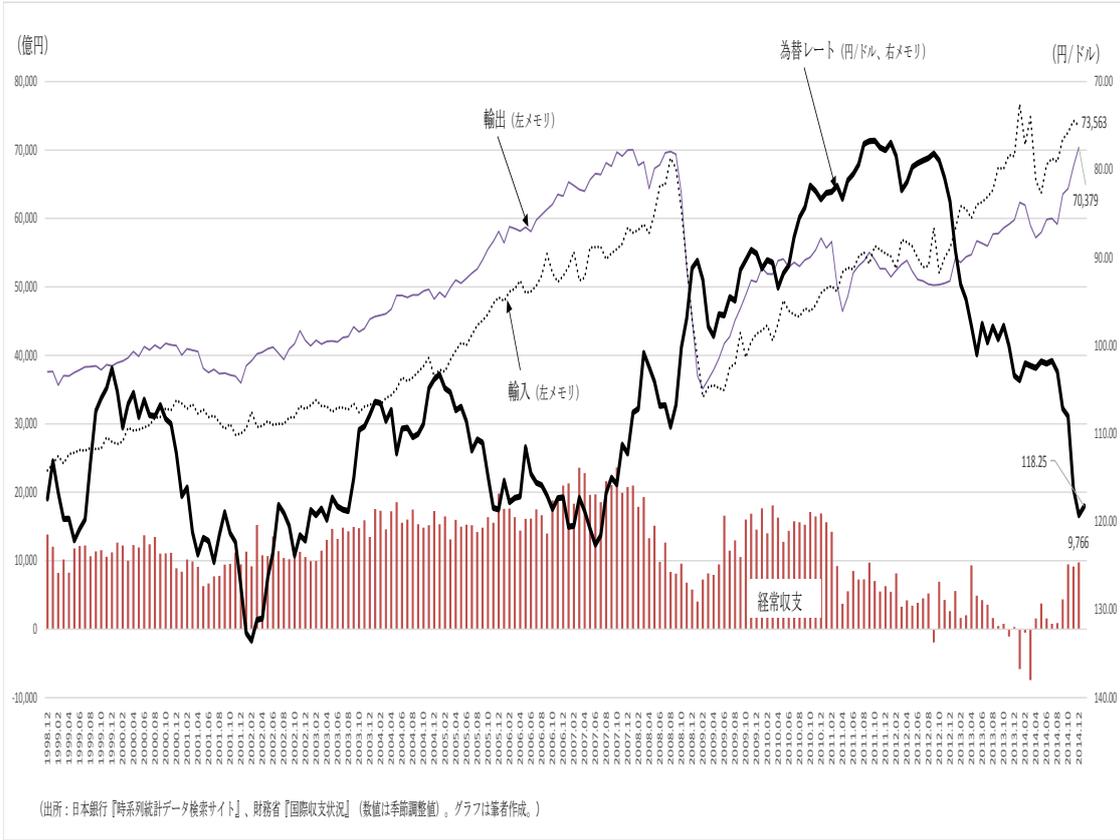
弱い国内需要から脱却できない景気動向に加え、原油価格の下落もあり消費者物価指数は再び低下傾向が鮮明になりつつある。消費税率の影響を除けば、1%水準を切るものと思われる。円安に伴う物価高という構図は、企業物価指数においては緩やかな関係がみられるも、消費者物価指数においては、明確な関係は見受けられない。2014年半ば以降の急激な円安においてはデフレ解消に向けた物価上昇圧力も期待されるが、生産動向で見る国内景気の弱さや原油安から消費者物価指数2%とする日銀の目標は厳しい局面を迎えているといえよう。物価は、為替が急激な上昇基調にあったときでも、むしろ緩やかな上昇トレンドにあった。また急激な円安によって、物価上昇がもたらされた形跡はない。消費税率や前倒需要のほんの一時期を除けば、物価、とりわけ企業物価指数は明確な下降トレンドにある。円安が、輸入物価の上昇を伴ってデフレを解消する状況が生じたとは言えない。円安に伴う国内への生産回帰は現時点では生じていない。生産に伴う物価上昇については、むしろ先行きが不安視される。小宮（2002 p. 470）では、鉱工業生産指数の動きに比べ、消費者物価の動きは小さかったと論じている。

弱含む生産動向、予想される物価上昇力の鈍化

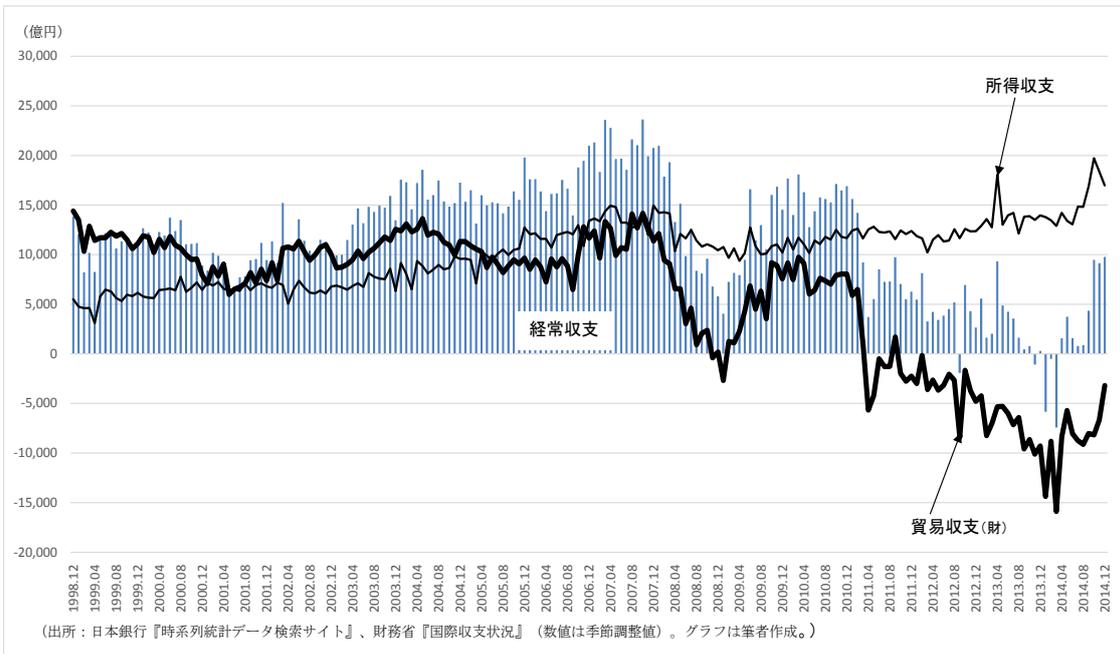


(3) 為替及び経常収支

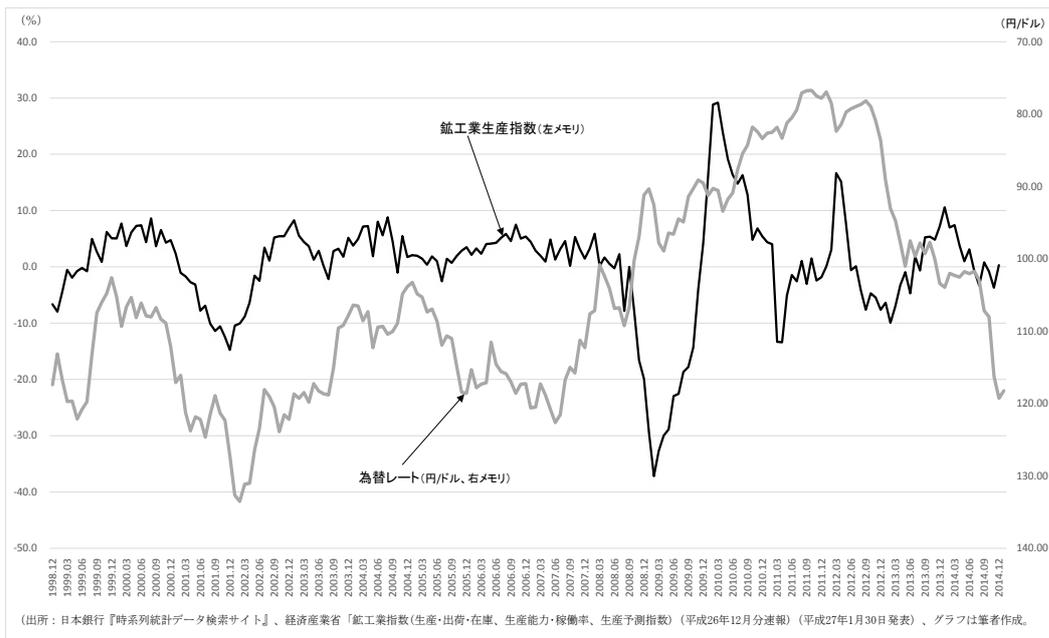
円安のもとで経常収支の黒字化傾向も



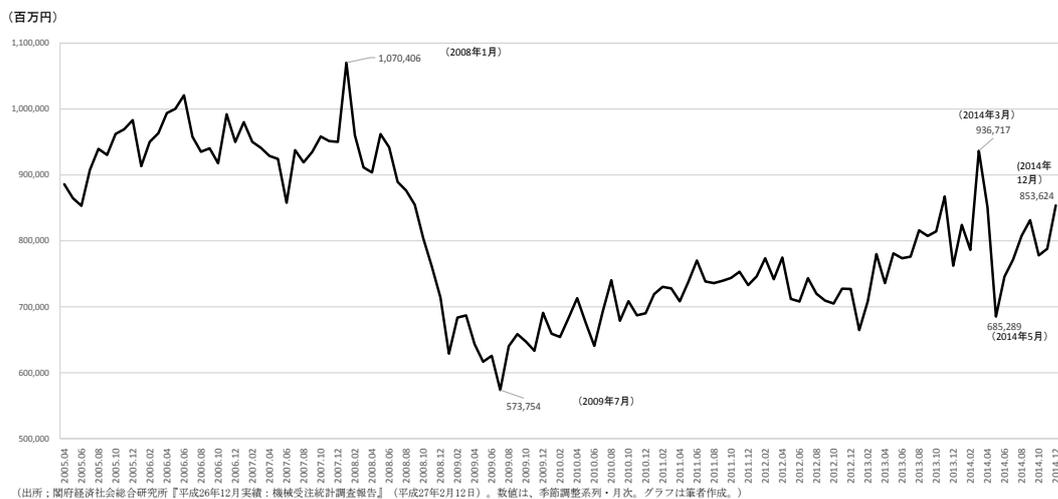
経常収支黒字化をもたらす貿易収支の改善



著しい円レート下落を背景に、輸出入ともに上昇トレンドにある。また、重要なことは、水面下とはいえ、貿易収支が反転していることであろう。日本の貿易構造の変化を理由に、所得収支が経常収支の黒字に寄与しているとの認識も一部では見られるが、それ以上に貿易収支の上昇傾向が特筆されよう。いずれにしても、円安を契機に、世界同時不況以来減少トレンドにあった貿易収支にも増加への兆しがみられる要因の方が大きいであろう。円安による最大メリットは、輸出拡大がもたらす生産拠点の国内回帰にあるかもしれない。単に輸出企業の業績に留まらず、雇用創出にとっても明るい材料といえよう。



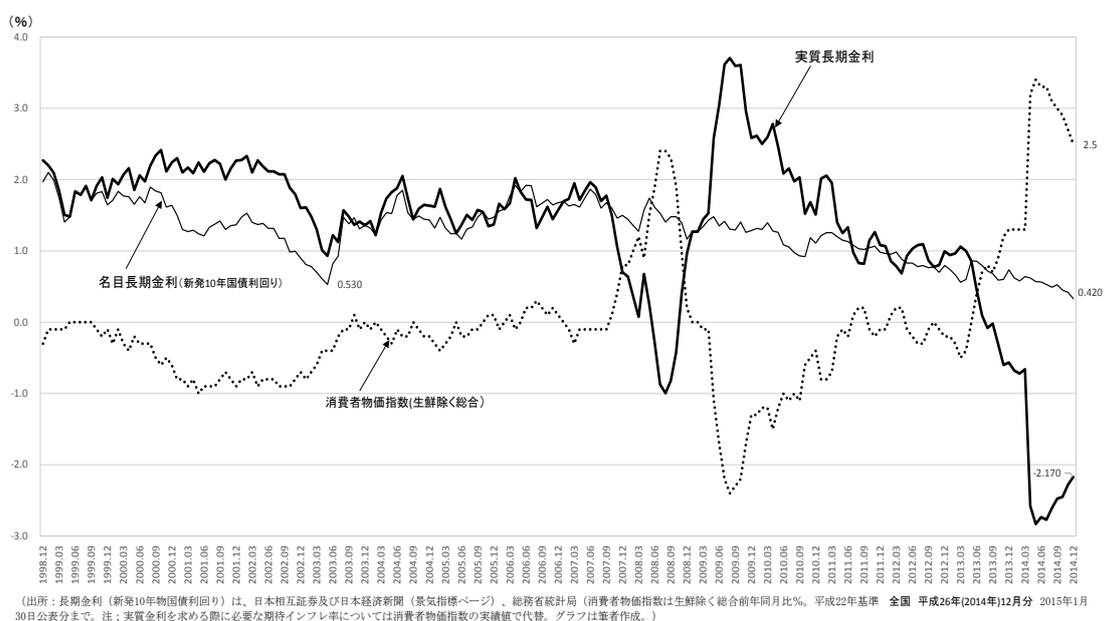
(4) 設備投資状況及び機械受注動向～消費税引き上げ後、緩やかな回復基調へ～  
 主要需要者別受注額 (受注合計額、民需、船舶・電力を除く)



円高局面では、比較的国内生産が低迷する時期がみられるようである。2000年～2008年ごろまでの円安局面では、比較的生産動向は安定していと言えよう。今般の円安はそうした時期に類似した水準となっており、生産動向は今後比較的安定的な水準で推移することが期待される。

## (5) 長期金利の推移

### 低位で推移する実質長期金利<sup>23</sup>



物価の上昇に伴って実質金利は低下することが期待されるが、その物価上昇力も勢いに欠け、実質金利は上昇に転じている。こうした動きは、民間企業設備投資へのマイナス要因として懸念されるが、いずれにしても極めて低位であり、民間企業設備投資が本格的に旺盛になるには時間がかかろう。

## (6) 賃金及び雇用～厚生労働省『毎月勤労統計調査』から～低水準ながら底打ち感も～

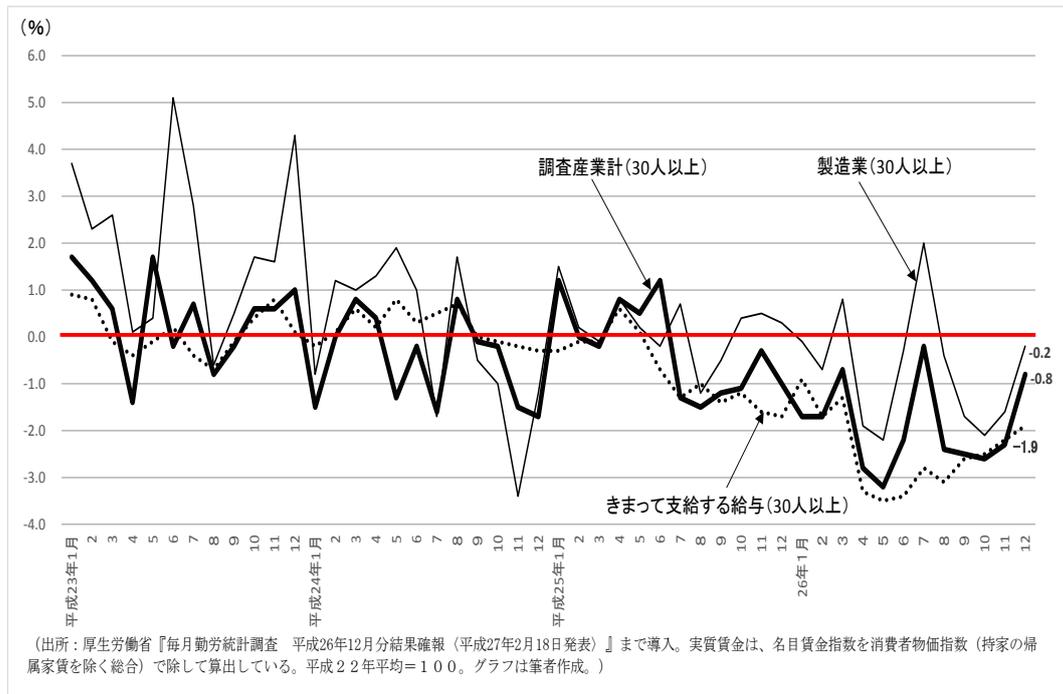
デフレ解消を目指した政策効果において、物価上昇が先行し、名目賃金の伸び悩みから実質賃金が伸び悩んでいるという結果を生んでいるのではないか。日銀が目指す物価上昇に到達できていないものの、それ以上に名目賃金の伸び悩みから実質賃金が伸び悩んでいるものと思われる。金融緩和政策による円安も物価上昇に寄与し、実質賃金の伸び悩みを招いているのではないか。一方で、原油価格下落もあり。日銀の目標程には物価上昇が生じていないとも言える。デフレ解消による名目賃金の上昇が顕著になっても、物価が上昇

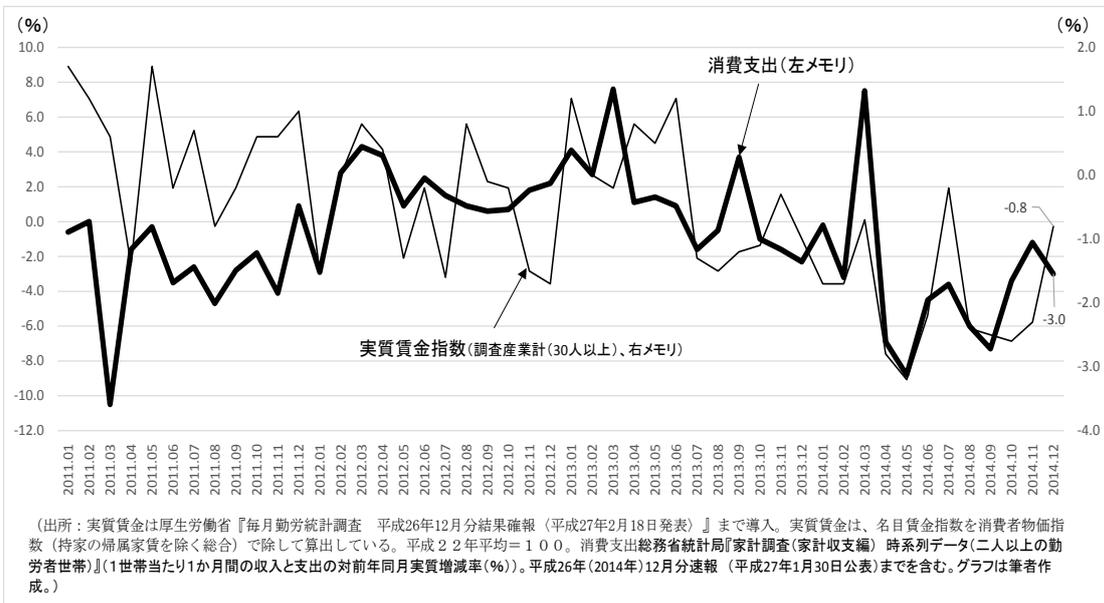
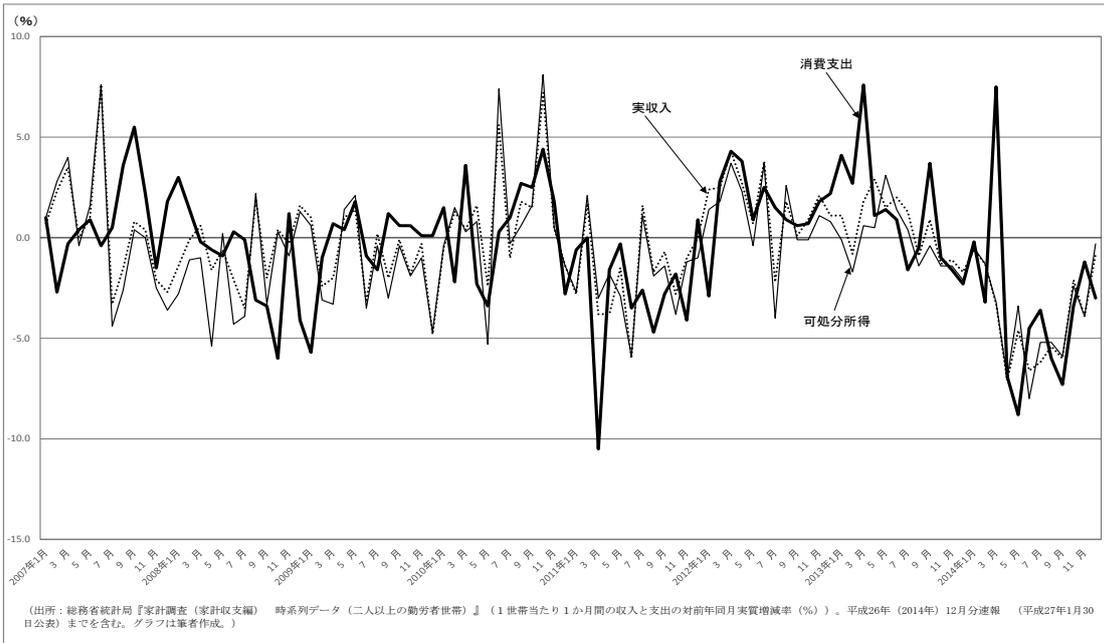
<sup>23</sup>福田（2015）では、低位で推移する長期金利（新発10年物国債利回り）は、微妙な均衡の産物として、警鐘も交え論じられている。

<sup>3</sup> 実質金利は、期待インフレ率の代わりに、実績値を用いている。

する限り実質賃金の伸びは弱いままであるというジレンマに陥っているのではないか。物価の上昇以上に名目賃金を上げなければ、実質賃金は上がってこない。こうしたことから、名目賃金を上げるべく景気対策が求められるのではないか。金融緩和政策に極度に依存したデフレ解消政策は、実質賃金について考えるならば、思惑通りに結果を出すことはこうした矛盾遭遇しやすく必ずしも容易ではない。物価が上昇すれば、賃金も上がるだろうというのは、様々なシナリオの1つに過ぎない。賃金の上昇に前向きに取り組める経済状況が生まれ、その後デフレが解消するというのが本筋ではないか。「きまって支給する給与調査産業計」の上昇が弱いのも、ベアなどに対して企業が慎重であることを示していないか。雇用形態が大きな変化を遂げ、非正規雇用といった新しい働き方で、効率化を目指したのであるから、賃金が上昇しにくいのも当然である。一方で働き方の効率化を謳いながら、他方で賃金を上げよというのは、はなはだ矛盾した要求ではないだろうか。また、働き方において効率的に働ける者もおれば、賃金上昇が鈍い労働形態にとっては格差の拡大が生じるとともに、消費回復、デフレ解消といったマクロ政策の目標への到達も困難になるものと見方も成立する余地があろう。

実質賃金は水面下における低水準で推移～回復力にかける所得・消費支出～





概ね実質賃金指数と消費支出は同じ方向に動くことが、当然ながら確認される。消費支出の拡大は、実質賃金の上昇が前提とも言えよう。物価上昇を促す政策のもう一つの側面は、名目賃金の上昇が生じない限り、消費の拡大は望めない。今後、こうした消費支出における弱い回復力に対し、いかに弾みをつけさせるかが重要となってこよう。

#### 4. 金融政策が及ぼした影響に関する考察のための推計

本稿では、金融政策を中心とした一連の経済政策がどのような経済ファクターにどのような影響を及ぼし、寄与したかを考察の目的とする。こうしたことから、為替、賃金、物価等を推計対象とし、実績値との乖離をから考察することとした。

(1) 為替の推計～実質金利の影響を中心に～

為替レートについて、Meese and Rogoff (1983 p.5) 及び寺井・飯田・浜田 (2003 p.8) に おける推計式は下記のようにになっている。

$$EXCH_{yen} = \alpha_0 + \alpha_1(m_J - m_A) + \alpha_2(y_J - y_A) + \alpha_3(i_J - i_A) + \alpha_4(\pi_J - \pi_A)$$

$EXCH$  : 為替レート (円/ドル)  $m$  : マネーサプライ (対数値)

$y$  : 実質所得 (対数値)  $i$  : 短期利子率  $\pi$  : インフレ率 (実績値)

本稿では、こうした推計式を基本に下記のような推計式を立てた。上式の右辺第 3 項と第 4 項を抽出した所謂、実質金利を主たる説明変数とした推計式を立てた。これに経常収支を更なる説明変数として加えた。<sup>4</sup>

$$EXCH_{yen(t)} = \alpha_0 + \alpha_1 EXCH_{yen(t-1)} + \alpha_2 [(int\ er_J - jcpj_J) - (int\ er_A - uscpj_A)] + \alpha_3 accntsa$$

$\ln EXCH$  : 為替レート (円/ドル、対数値)  $int\ er_J$  : 日本の長期金利  $int\ er_A$  : 米国長期金利

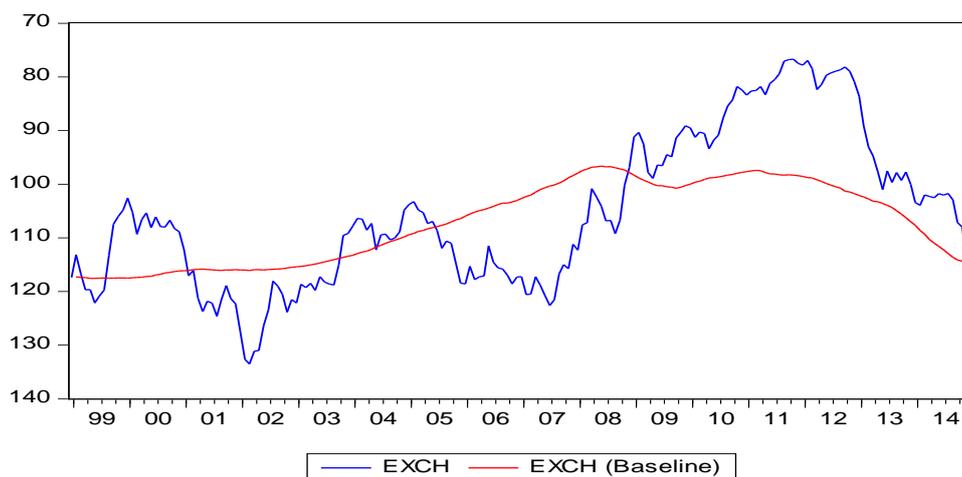
$jcpj_J$  : 日本の消費者物価上昇率  $uscpj_A$  : 米国の消費者物価上昇率  $accntsa$  : 経常収支

推計結果については下記のような結果が得られた。より詳細な記述統計量については【註-1】に示した。( )内は t 値。

$$EXCH_{yen(t)} = 1.773396 + 0.988226 EXCH_{yen(t-1)} - 0.08513 [(int\ er_J - jcpj_J) - (int\ er_A - uscpj_A)]_t - (4.75E - 05) accntsa_t$$

(1.14)      (59.9)                      (-0.50)  
(-1.24)

こうした推計に基づき、実績値と比較するためのグラフは下図のようになった。



(出所：日本銀行、財務省、総務省、日本相互証券)

推計結果からは、現在の為替水準が推計値と近似している結果となった。世界同時不況後の円高が極めて行き過ぎであったことが読み取れる。本来ならば、期待インフレ率を用

<sup>4</sup> 貞廣 (2005 pp.31-32) においても日本については企業物価指数、米国については生産者物価指数、累積経常収支対名目 GDP 比を用いて推計している。本稿では、日米とも物価については、消費者物価指数、経常収支については負が存在すること、GDP とは期種が異なることから、Default を用いた。

いるべきであるが、消費者物価指数の前年比の実績値を用いたことから、米国の金利動向も含め、必ずしも金融緩和政策が今般の為替水準を決定づけたとは言えない結果となった。

- (2) 実質賃金（製造業・30人以上）の推計<sup>5</sup>～消費を左右する要因として～  
貞廣（2005 p.129）に倣って、本稿では下記のような推計式を立てた。

$$MANUFACTURE_t = \alpha_1 + \alpha_2 * MANUFACTURE_{t-2} + \alpha_3 * JCPI_{t-2} + \alpha_4 * UNEMPLOYMENT_{t-1}$$

推計結果は以下の通りである。（ ）内は t 値。より詳細な記述当計量は【註-2】に掲載した。

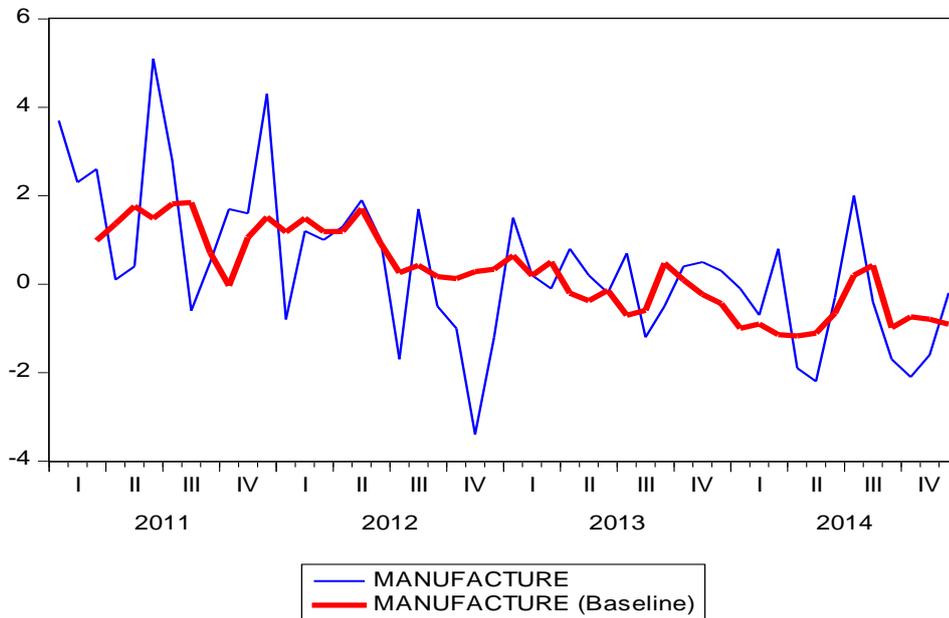
$$MANUFACTURE_t = -16.1228 - 0.26979 * MANUFACTURE_{t-2} + 0.438813 * JCPI_{t-2} + 3.927237 * UNEMPLOYMENT_{t-1}$$

(-3.86) (-1.89) (0.29) (0.98)

$MANUFACTURE_t$ : 実質賃金率(製造業、30人以上)

$JCPI$ : 消費者物価指数（前年同月比%）

$UNEMPLOYMENT$ : 完全失業率



(出所：厚生労働省『毎月勤労統計調査』、総務省。単位%。推計に基づくグラフは筆者作成。)

推計結果から、現時点での実質賃金が著しく低いという結論は得られなかった。Baselineからは基本的には乖離しておらず、物価水準、雇用状況から概ね無理からぬ水準といえるのではないか。デフレ解消のための物価上昇を背景として、実質賃金率の上昇力が弱いと判断される。企業収益の改善を背景とした名目賃金の上昇が期待されるが、企業収益の改

<sup>5</sup> 貞廣（2005 p.129）においては、フィリップス曲線の推計を期間に分けて試みている。

善における持続力が問われている。

(3) 物価の推計

① 為替が物価に及ぼした影響<sup>6</sup>

$$JCPI_t = \alpha_1 - \alpha_2 * JCPI_{t-1} + \alpha_3 * COMCPI_{t-1} + \alpha_4 * \ln EXCH_{t-1}$$

$JCPI_t$ : 消費者物価指数(前年同月比%)

$COMCPI$ : 企業物価指数 (前年同月比%)

$EXCH$ : 名目為替レート (対数値)

$$JCPI_t = \alpha_1 - \alpha_2 * JCPI_{t-1} + \alpha_3 * COMCPI_{t-1} + \alpha_4 * \ln EXCH_{t-1}$$

$JCPI_t$ : 消費者物価指数(前年同月比%)

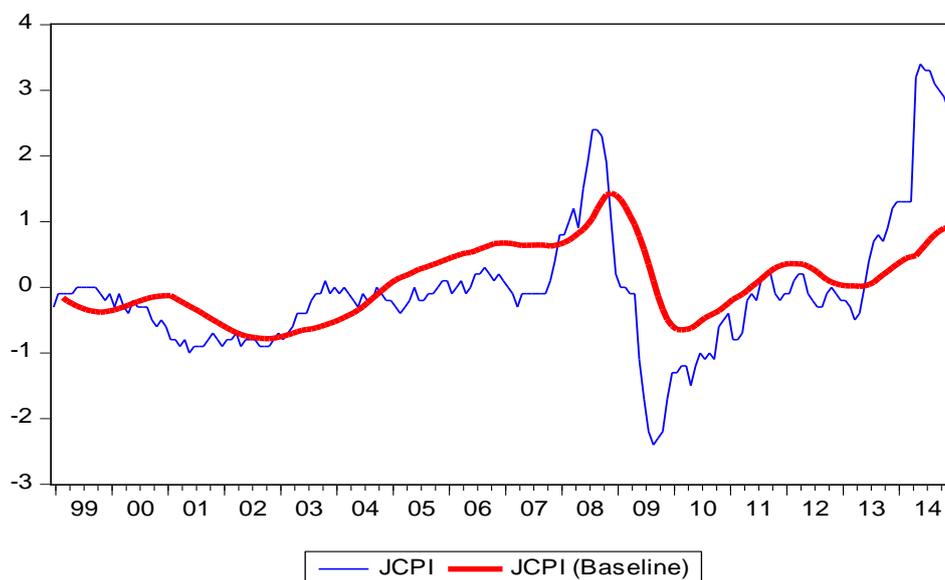
$COMCPI$ : 企業物価指数 (前年同月比%)

$EXCH$ : 名目為替レート (対数値)

推計結果は以下のようになった。( )内はt値。

$$JCPI_t = 0.170686 - 0.930789 * JCPI_{t-1} + 0.027435 * COMCPI_{t-1} - 0.03633 * \ln EXCH_{t-1}$$

(0.29)            (32.11)                            (2.41)    (-0.28)



(出所：日本銀行、総務省。単位%、推計に基づくグラフは筆者作成。)

この推計の結果、2014年12月の消費者物価指数の上昇率は前年同月比0.922%と推計された。この推計結果は、消費税率の影響を除いた上昇率に近似する結果となった。さらに重要なことは、為替の影響は巷間おいて言われるほど影響が大きくないということである。原油価格の下落についても、どこまで影響があるのかという点については慎重な判断が求

<sup>6</sup>貞廣 (2005 p.181) でも物価の推計を参考に、本稿では国内企業物価の他には、為替を用いた。また期待インフレ率については実績値を用いた。

められよう。また、円安による輸入価格の上昇があったとしても、その多くの部分が内部化されているものと思われる。

② GDPGAP によるインフレ率の推計<sup>7</sup>

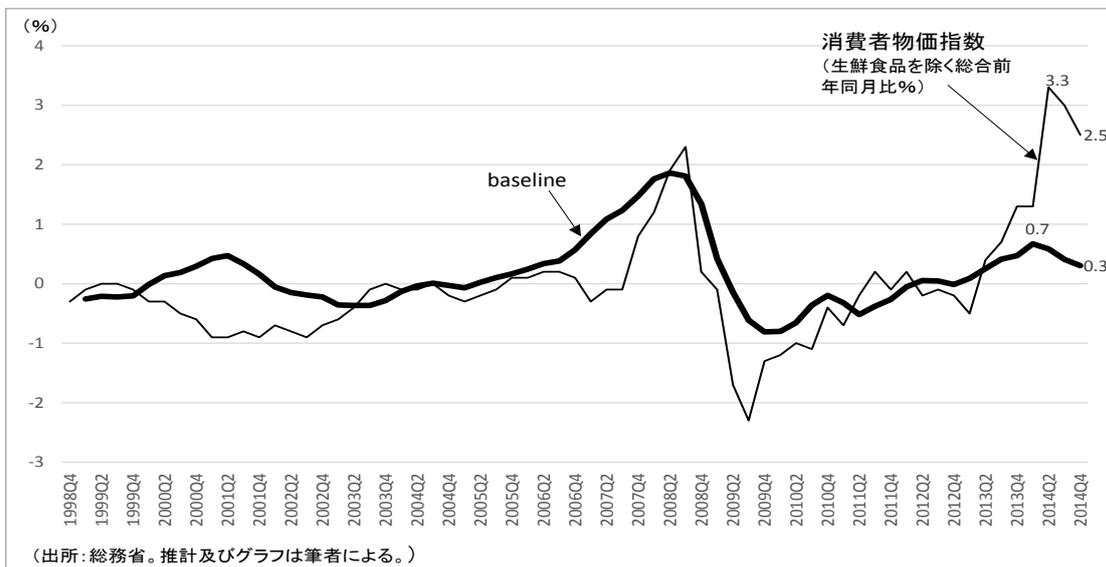
$$JCPI_t = \alpha_1 + \alpha_2 * JCPI_{t-1} + \alpha_3 * GDPGAP \quad JCPI_t: \text{消費者物価指数(前年同月比\%)} \\ GDPGAP: \text{GDPギャップ}$$

推計結果は以下の通りである。( ) 内は t 値である。<sup>8</sup>

$$JCPI_t = 0.034598 + 0.853912 * JCPI_{t-1} + 13.01482 * GDPGAP \\ (0.56) \quad (12.83) \quad (3.33)$$

※ GDP ギャップ (GDPGAP) は下記のようにして、深尾[編]坂巻 (2009 pp.15-32) に倣って求めている。<sup>9</sup>

$$GDPGAP = \frac{\text{現実GDP} - \text{潜在GDP}}{\text{潜在GDP}}$$



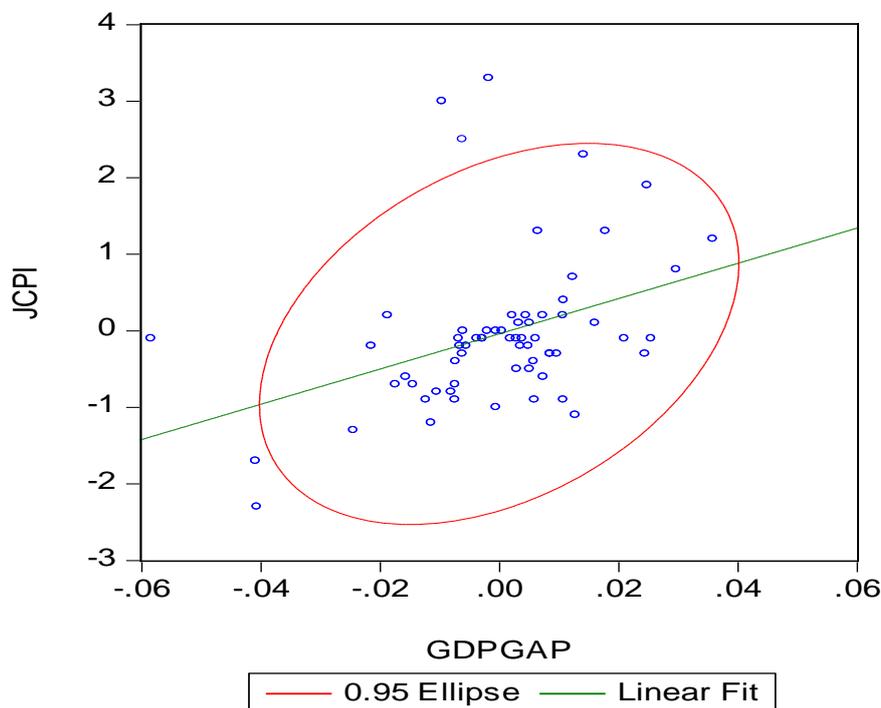
上記推計式から得られる CPI は、0.3%となった。GDPGAP から推計される消費者物価

<sup>7</sup> 小宮 (2002) における吉川「デフレと金融政策」(pp.434-439) は、物価は基本的には需給ギャップで決まるとしている。筆者の基本的なスタンスも同様である。こうした考え方に基づいて推計を試みた。

<sup>8</sup> 深尾[編]坂巻 (2009 p.19) は、フィリップス曲線の推計において、輸入物価指数を用いた供給ショックも導入している。

<sup>9</sup> 深尾[編]坂巻 (2009 pp.3-32) では、GDP ギャップ、潜在 GDP について詳細に論じられている。GDP ギャップと景気業況判断 DI や有効求人倍率との関係を 1980 年代から論じている。潜在成長率の算出には Hodoric-Prescott フィルターを用いた。

上昇率は、デフレ解消には未だ達しつつあるとは言えない状況にある。2014年の1-3月期に前倒し需要を背景に0.7%水準まで上昇したのち0.3%水準まで下落している。消費税率引き上げ効果を除けば、概ね消費者物価上昇率は0.3%水準の近傍にあると言えるのではないか。深尾[編]坂巻(2009 p.19)に倣って、相関を図に表わすと下図のようになった。<sup>10</sup>



(出所：内閣府、総務省。上図は筆者作成。)

#### (4) 金利の推計

長期金利について以下の推計式を立てた。本稿では、前述したように、GDPGAPを求めるときに Hodoric-Prescott フィルターを用いている。<sup>11</sup>長期金利については、前述したように、福田(2015)が非常によくまとめられている。<sup>12</sup>

$$INTERESTEND_t = \alpha_1 + \alpha_2 * GDPGAP_{t-1} + \alpha_3 * JCPI_{t-1}$$

*INTERESTEND*: 長期金利 (期末)

*GDPGAP*: GDPギャップ

*JCPI*: 消費者物価指数 (前年同月比%)

( ) 内は t 値

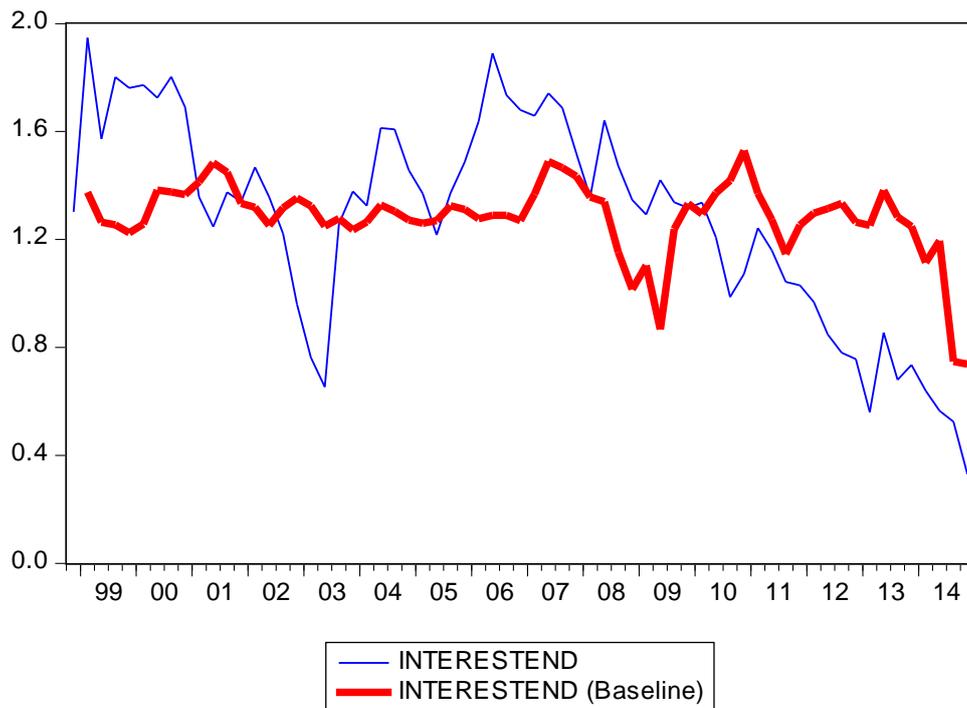
$$INTERESTEND_t = 1.268183 + 7.140374 * GDPGAP_{t-1} - 0.154081 * JCPI_{t-1}$$

(27.5)      (2.27)      (-2.88)

<sup>10</sup>深尾[編]坂巻(2009 p.19)は、GDPギャップを逆符号にしている。

<sup>11</sup>三平(2013-2014 P.54)では、需給ギャップを潜在的失業率、潜在的稼働率等によって求めている。筆者も試みたいと考えている。

<sup>12</sup>関連する論文として、池尾(2014)がある。



(出所：内閣府、総務省、日本相互証券。単位％。グラフは筆者作成。)

上記の推計から、長期金利は名目値で2014年10-12月期の期末の値0.33に対し、0.73が算出された。2000年代初頭は、むしろ実績値が推計値を上回ることが多かったものの、世界同時不況があった2009年頃から、実績値の急速な低下傾向が見られる。デフレと金融緩和による低下傾向は極めて行き過ぎた感がある。こうした長期金利の動きは、今後の物価動向に対し悲観的にならざるを得ない。金融政策によるデフレ解消は政策的には認められるも、その効果については検討されるべきであろう。GDPギャップの係数が示す通り、むしろ需給ギャップの改善が急がれるのではないか。そのためにも消費・投資マインドを改善させる成長戦略の具体化が急がれる。

## 5. 結論

消費税率の引き上げを背景としながらも金融政策は、限定的ながら企業収益の改善、株価の上昇といった効果をもたらしてきた。しかし、現時点ではデフレ解消を示唆する明確な兆しは見られない。実質賃金の伸び悩みから、消費を中心にむしろ政策効果における停滞感が強い。現時点での製造業のみ実質賃金の水準は、概ね妥当な水準であるとの結果を得た。為替については、円安がもたらす筈の輸出拡大は予想を下回るものであった。円安の進行に伴う輸出拡大、ひいては国内生産の拡大といったシナリオには結びつかない。国内生産の拡大に伴う内需拡大がもたらす持続的な成長の達成は今なお難しい。推計からも、消費者物価指数は消費税率の引き上げを除けば0.7~0.3%の上昇率にとどまっているものと予想される。こうしたことから金融緩和によって、今後消費者物価を2%の目標水

準まで引き上げるというのは困難であろう。長期金利に至っては、明らかに下げ過ぎているのではないかと考えられる。背景には、日銀の積極的な金融緩和姿勢があるも、すでに名目 GDP 成長率は長期金利を大きく上回っている。今後、金融緩和政策の限界が台頭してくることが懸念される。円安に伴う輸入物価の上昇が、消費者物価指数を押し上げるとの見方もあるが、そうした見方を裏付ける推計結果は得られなかった。むしろ輸入物価の上昇が、物価全体を押し上げることにはならないということを裏付ける結果とも言える。こうしたことから、本来デフレの解消は、国内需要の拡大を伴う需給ギャップの改善が第一義的に望まれる。そのためには無論、実質賃金の上昇が前提となろう。為替については、日米の実質長期金利の差を中心に推計した。その結果、概ね現行水準が妥当な水準であるとの結果を得た。むしろ世界同時不況後の円高が修正されてきたとの見方もできる。輸出拡大に伴う企業収益の改善には寄与したものの、海外からの輸入に関してはマイナスの要因であった。米国を除く海外の景気動向が不透明ななか、原油をはじめとする国際商品市況は軟調な地合いにある。こうした状況から円安政策は、もろ刃の剣である。

金融政策は有効な手段であった。しかし、それだけでは乗り切れない問題点を日本経済は抱えている。そのことを今般の金融政策は凶らずも浮き彫りにしたと言えよう。

## 6. おわりに

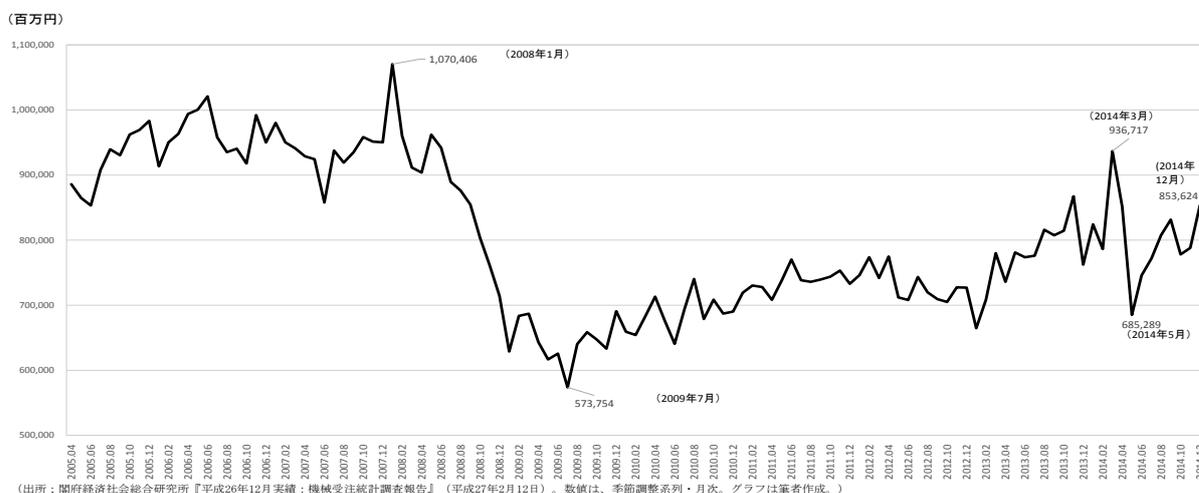
金融政策によるデフレ脱却の試みは、未だ道半ばと言えよう。物価上昇を目指す政策が実質賃金の上昇を抑制につながっているのではないか。企業収益の回復傾向に支えられた期待感もあるが、顕在化するには至っていない。本来、需給ギャップの解消がもとめられよう。消費マインドを喚起させるような政策ビジョンが求められていると言えよう。不安定化を予測させてしまう社会保障制度の先行き不安、国際経済における様々な変動が、消費者を委縮させてはいまいか。金融緩和政策に伴う円安、輸出企業の収益回復、株高に加え、長期的な先行き不安を払拭する成長戦略が必要なのであろう。企業サイドにおける慎重な姿勢は、そうしたことを裏付けてはいないか。貨幣的要因とされるデフレ解消が困難なのは、そうした貨幣的側面を超えた要因がインパクト与えるからである。少子高齢化もそうしたことの要因であろう。という社会を迎え、これまでにないモデルが求められている。今後の課題としては、実体経済に則した経済成長モデルの構築にある。

【註】

1. 歴史的な水準の実質実効為替レート



2. 設備投資状況及び機械受注動向～消費税率引き上げ後、緩やかな回復基調～  
 主要需要者別受注額（受注合計額、民需、船舶・電力を除く）



3. 為替 (EXCH) の推計に関する記述統計量

System: SYS01				
Estimation Method: Least Squares				
Sample: 1999M01 2014M12				
Included observations: 192				
Total system (balanced) observations 192				
	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	1.773396	1.555724	1.139917	0.2558
C(2)	0.988226	0.016487	59.94052	0
C(3)	-0.08513	0.169832	-0.50127	0.6168
C(4)	-4.75E-05	3.82E-05	-1.2438	0.2151
Determinant residual c	6.555474			
Equation: EXCH=C(1)+C(2)*EXCH(-1)+C(3)*(REAL_USINTER_)				
+C(4)*ACCNTSA				
Observations: 192				
R-squared	0.967508	Mean dependent var		105.2683
Adjusted R	0.966989	S.D. dependent var		14.24121
S.E. of regr	2.587461	Sum squared resid		1258.651
Durbin-Wat	1.580969			

4.実質賃金（製造業 30人以上）の推計

System: SYS01				
Estimation Method: Least Squares				
Sample: 2011M03 2014M12				
Included observations: 46				
Total system (balanced) observations 46				
	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	-16.1228	4.173805	-3.86286	0.0004
C(2)	-0.26979	0.14289	-1.88807	0.0659
C(3)	0.438813	0.285048	1.539436	0.1312
C(4)	3.927237	0.981831	3.999912	0.0003
Determinant residual covariance		1.721052		
Equation: MANUFACTURE=C(1)+C(2)*MANUFACTURE(-2)+C(3)*JCPI(-2)+C(4)*UNEMPLOYMENT(-1)				
Observations: 46				
R-squared	0.345415	Mean dependent var		0.265217
Adjusted R	0.298659	S.D. dependent var		1.639406
S.E. of regr	1.372939	Sum squared resid		79.16837
Durbin-Wat	1.923258			

5.GDPGAPによるCPIの推計

System: SYS01				
Estimation Method: Least Squares				
Sample: 1999Q1 2014Q4				
Included observations: 64				
Total system (balanced) observations 64				
	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	0.034598	0.061458	0.562957	0.5755
C(2)	0.853912	0.06656	12.82927	0
C(3)	13.01482	3.910629	3.328063	0.0015
Determinant residual covariance		0.228809		
Equation: JCPI=C(1)+C(2)*JCPI(-1)+C(3)*GDPGAP				
Observations: 64				
R-squared	0.767649	Mean dependent var		-0.034375
Adjusted R-squared	0.760031	S.D. dependent var		1.000193
S.E. of regression	0.489961	Sum squared resid		14.64378
Durbin-Watson stat	2.101			

6.長期金利の推計

System: SYS01					
Estimation Method: Least Squares					
Date: 03/02/15 Time: 03:48					
Sample: 1999Q1 2014Q4					
Included observations: 64					
Total system (balanced) observations 64					
	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	
C(1)		1.268183	0.046133	27.48956	0
C(2)		7.140374	3.143791	2.271262	0.0267
C(3)		-0.154081	0.053569	-2.87633	0.0055
Determinant residual covariance		0.128717			
Equation: INTERESTEND=C(1)+C(2)*GDPGAP(-1)+C(3)*JCPI(-1)					
Observations: 64					
R-squared	0.13731	Mean dependent var		1.280625	
Adjusted R-squared	0.109025	S.D. dependent var		0.389324	
S.E. of regression	0.367489	Sum squared resid		8.237917	
Durbin-Watson stat	0.274562				

## 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  
2014 「経済教室 異次元緩和第2幕 ㊦ 円安を意図 効果には陰り」『日本経済  
新聞』日本経済新聞社、2014年11月14日付。
- (6) 伊藤智・猪又祐輔・川本卓司・黒住卓司・高川泉・原尚子・平形尚  
久・峯岸誠  
2006 「GDP ギャップと潜在成長率の新推計」『日銀レビュー Bank of Japan  
Review』 2006-J-8 (2006年5月) 日本銀行調査統計局。
- (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) 伊藤 正直・藤井 史郎  
2011 『21世紀への挑戦② 金融危機・地域再生』日本経済評論社。
- (9) 伊藤 元重  
2014 「経済教室 消費増税延期と財政 ㊧ 20年度『黒字化』に照準を」『日本経  
済新聞』日本経済新聞社、2014年12月4日付。
- (10) 伊藤 元重 [編]  
2013 『日本の国際競争力』中央経済社。
- (11) 稲田 義久  
2014 「経済教室 増税後の消費減 大きく」『日本経済新聞』日本経済新聞社、2014  
年7月22日付。
- (12) 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
- (13) 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。
- (14) 大住 圭介  
2003 『経済成長分析の方法－イノベーションと人的資本のマクロ動学分析－』九州大学出版会
- (15) 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。
- (16) 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。
- (17) 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。
- (18) 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。
- (19) 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。
- (20) 加藤 涼  
2007 『現代マクロ経済学講義』東洋経済新報社
- (21) 鴨井 慶太・橋木 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。

- (22) 木村 武・黒住 卓司、原 尚子  
 2008 「日本のフィリップス曲線に何が起こったかー企業の価格設定行動の変化と名目硬直性の高まり」『日本銀行ワーキングペーパーシリーズ』No.08-J-1  
 日本銀行調査統計局
- (23) 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～』
- (24) 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。
- (25) 小宮隆太郎  
 1994 『貿易黒字・赤字の経済学』東洋経済新報社
- (26) 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
- (27) 齊藤 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。  
 2014 「経済教室 アベノミクス2年① 『デフレ』の診断・処方箋誤る」『日本経済新聞』日本経済新聞社、2014年12月9日付。
- (28) 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。
- (29) 貞廣 彰  
 2005 『戦後日本のマクロ経済分析』東洋経済新報社。
- (30) 清水谷 諭・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
- (31) 菅沼健司・篠潤之介・峯岸誠・高田恵理子  
 2014 「今次景気回復局面における雇用・所得環境の特徴点」『日銀レビュー Bank of Japan Review』 2014-J-3 (2014年6月) 日本銀行調査統計局。
- (32) 竹森 俊平  
 2013 『通貨「円」の謎』文春新書
- (33) 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)
- (34) 寺井 晃・飯田 泰之・浜田 宏一  
2003 『金融政策の波及チャンネルとしての為替レート』ESRI Discussion Paper Series, No.59, 経済社会総合研究所
- (35) 内閣府  
2014 『平成 26 年度年次経済財政報告—よみがえる日本経済、広がる可能性—』  
2014  
年7月25日。  
2006 『平成 18 年度年次経済財政報告—成長条件が復元し、新たな成長を目指す日本経済—』2006年7月18日。
- (36) 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。
- (37) 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。
- (38) 菅沼健司・篠潤之介・峯岸誠・高田恵理子  
2014 「今次景気回復局面における雇用・所得環境の特徴点」『日銀レビュー Bank of Japan Review』2014-J-3 (2014年6月) 日本銀行調査統計局。
- (39) 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。
- (40) 服部 茂幸  
2014 『アベノミクスの終焉』岩波新書
- (41) 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
- (42) 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。
- (43) 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。
- (44) 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  
2013a 「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。
- 2013b 「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
- 2014 「経済教室 アベノミクス2年 ㊦ 円安、需要不足解消に必要」『日本経済新聞』日本経済新聞社、2014年12月11日付。
- (45) 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。
- (46) 深尾 光洋  
2010 『国際金融論講義』日本経済新聞社。
- (47) 福田 慎一  
2015 「経済教室 長期金利が示すもの ㊧ 超低位、微妙な均衡の産物」『日本経済新聞』日本経済新聞社、2015年2月23日付。
- (48) 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。
- (49) 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
- (50) 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。
- (51) 藤田 誠一・小川英治  
2008 『国際金融理論』有斐閣
- (52) 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。
- (53) 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。
- (54) 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。
- (55) 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

- (56) 三平 剛  
2013-2014 『IFR を用いた量的緩和の効果の計測』「経済セミナー」12・1,  
(2013-2014)No.675,日本評論
- (57) 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。
- (58) 藻谷 浩介・河野 龍太郎・小野 義康・萱野 稔人  
2013 『金融緩和の罨』集英社新書
- (59) 森 誠  
2011 『長期にわたる最適化とケインズ経済学』晃洋書房
- (60) 矢野 浩一  
2013-2014 『ニュー・ケインジアンモデルで進む金融政策の分析』「経済セミナー」  
12-1,  
(2013-2014)No.675,日本評論社
- (61) 山澤 成康  
2011 『新しい経済予測論』日本評論社。
- (62) 吉田 裕司  
2014 『実証 国際経済学』日本経済評論社。
- (63) 渡辺 勉  
2015 「物価上昇の減速 「価格据え置き」の呪縛」存在『日本経済新聞』2015年  
2月26日付
- (64) Barro, R. J. and X. Sala-i-Martin.  
2004 *Economic Growth, Second Edition*, The MIT Press.
- (65) 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.
- (64) Blanchard, O.J. and S. Fisher  
1989 *Lectures on Macroeconomics*, The M.I.T. Press, Cambridge.
- (65) 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。)
- (66) Hodrick, R.J., and E.C. Prescott  
1997 “Postwar U.S. Business Cycles: An Empirical Investigation,” *Journal of  
Money, Credit, and Banking*, 29(1), pp.1-16.
- (67) Meese, Richard A. and Rogoff, Kenneth

- 1983 “Empirical Exchange Rate Models of the Seventies: Do They Fit Out of Sample?” *Journal of International Economics*, 14, February 1983, pp.3-24.
- (68) Melitz, Marc J.  
2003 “The Impact of Trade on Intra-Industry Reallocations and Aggregate Industry Productivity,” *Econometrica*, 71(6):1695-1725
- (69) Obsfeld, M. and Rogoff, K.  
1995b “The Intertemporal Approach to the Current Account,” in Gene. M. Grossman and K. Rogoff, eds. *Handbook of International Economics*, vol.3, North-Holland, 1995  
1996 *Foundations of International Macroeconomics*, Cambridge, Mass: MIT Press.  
2005 “Global Current Account Imbalances and Exchange Rate Adjustments,” *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 2005, pp.67-146.  
2007 “The Unsustainable US Current Account Position Revisited,” in R. H. Clarida, ed. *G-7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*, The University of Chicago Press, 2007, pp.339-366.
- (70) OECD  
2011 *Economic Outlook* No.90, Paris, 28 November 2011.
- (71) Romer, D.  
2006 *Advanced Macroeconomics 3<sup>rd</sup> ed*, The McGraw-Hill Companies, Inc. New York.