

実質賃金、物価にもたらされた金融政策の効果に関する一考察  
 ～低迷する消費動向の背景を探る～

A Study of Effects of Monetary Policies on Real Income and Prices

大 西 一 成  
 OHNISHI Kazushige

本稿では、伸び悩む消費動向について実質賃金、GDPギャップ、労働分配率等を用いた多面的な考察を試みる。実質賃金に影響を与える物価動向はもとより、労働分配率等も重要なファクターとして実証的な検証に組み入れる。成熟化した社会、少子高齢化社会である今日の日本にあって、経済成長の要となる消費行動に生じている問題点を抽出する。とりわけ、フィリップス曲線については詳細な検証を試みるとともに、他国との比較として米国のフィリップス曲線も導出した。賃金については実質賃金を重視し、今般の金融緩和政策がもたらしているデフレーションからの脱却と実質賃金における問題点を明らかにした。この点に関しては、名目賃金の上昇を伴わない物価上昇は単に実質賃金を引き下げ、却って消費マインドを冷やすものとして懸念している。本稿は、GDPギャップの解消あるいは需要、とりわけ国内需要の回復こそが、デフレーションの解消、あるいは正常な物価上昇をもたらすのであるとの基本的な考え方に立っている。財政政策に対する新たな考え方が、今般取りざたされているが、財政状況に鑑みて、極めて困難ではないかと考える。政策においては、「期待」という概念も重要ではあるが、この「期待」という概念が有する流動的な側面を果たしてどの程度まで計測あるいは計量化できるものか、今後の研究が待たれるのではないかと考える。少子高齢化が進み、また地方の活性化が叫ばれる今日、こうした先行きについての見通しに対して、少なからず現在の状況あるいは過去の経験がもたらすバイアスがかかるのではないかと考える。

今日の消費の活性化に求められるのは、労働分配率を高めることであろう。世界経済においては不透明感が高まるなか、輸出拡大にも関わらず設備投資は伸び悩んでいる。供給側における慎重さ、あるいは消費者における先行き不透明感がこうした消費の低迷につながっているのではないかと考える。景気の先行きに対する不透明感の払拭こそが求められているのではないかと考える。本稿では、こうした不透明感の背景となっていると思われる所得環境を中心に検証し、その検証に基づいた回帰分析によって問題点を抽出する。

キーワード：GDPギャップ、実質賃金、労働分配率、フィリップス曲線

## はじめに

2016年の英国のEUからの離脱の決定、あるいは保守的な言動を繰り返す米国の新大統領の誕生は、グローバリズムの後退と喧伝される以上に、これまで封印されてきた諸問題が顕在化したのではないかと考える。否、もとよりグローバリズムとはそもそも何であったのかを、歴史は問い始めているのかもしれない。本来、自由貿易とは独立した個々の国・地域間の障壁なき物流であり、必ずしも自由貿易協定(FTA)に代表されるグループ化によらなければ達成されないというものでもない。寧ろグループ化は、様々な要因で排除される国・地域を生み出し、グループ間の軋轢をも醸成するなど新たな対立軸を生む可能性も有していることは否めない。

自由とは、本来、独立を前提としており、その独立を守り維持することとグローバル化との位置づけは今なお解決されていないと考える。財・サービス、資金の自由な移動は自由貿易の前提ではあるが、そのさらなる前提ともいべき国内経済の安定化は、何よりもまずもって国家、地域が独自に努力することが求められよう。自由貿易協定を中心とする枠組みは、グループ化の前提として多くの条件を参加国に課している。そのことがもたらす、国内経済と国際経済における諸矛盾が避けられなくなり、その矛盾の多くが国内経済の負担となって跳ね返ってくる。自由貿易がもたらした恩恵は計り知れない。しかし、ここは改めて、自由貿易、グローバリズムとは本来、何であったかをもう一度見直すのも良いのではないか。

こうした時代背景にあつて、国内経済においては金融政策に大きく依存した経済政策が、明らかに限界を示し始めている<sup>1</sup>。もっとも、2016年12月の失業率が3.1%、有効求人倍率1.41となっていることは、人手不足、あるいは完全雇用状態にあるとの見方も可能ではある。また一方で、消費の不振を主因として、経済成長率でみる限り一向に効果が見えてこない金融政策に対し、財政政策との連携が重要であるという考え方も喧伝されている<sup>2</sup>。日本の政府も2016年9月に設置した「働き方改革実現会議」を通じて、賃上げに向けた要請を行っている。こうした背景には、低迷する消費への苛立ちが背景となつていのであろう。しかし、こうした政府の賃金の引上げに関する介入は、必ずしも功を奏しているとは言えず、むしろ中小企業の不満すら醸成している。確かに、賃上げは、景気実態と企業の競争力を睨みながら検討されるべきであり、企業が独自に判断すべきことはもちろんのこと、その判断には極めて慎重さが求められる事柄である。

本稿では、物価決定要因と実質賃金に着目し、精彩を欠く今般の消費動向について考察する。結論では、消費回復には名目賃金の上昇が不可欠であるとしている。社会的構造問題としては、無論、少子高齢化、財政赤字等、いくつもの問題点を取り上げられるも、当面の消費者マインドを引き上げるには、やはり名目賃金の上昇しかないのではないか。物価上昇によるデフレ解消は、他面で実質賃金の下落をもたらす。今般の弱い物価上昇傾向は、むしろ実質賃金を上昇させており、この面から消費の拡大は期待されるとは言え、実質賃金の上昇をもたらしている弱い物価上昇率は、消費の脆弱さの証左とも言える。問われるのは、このスパイラルからの脱却であろう。消費マインドの改善が望まれる。しかし、財政赤字は巨額であ

<sup>1</sup> リフレ派の浜田宏一氏は、2016年11月15日(火)付の日本経済新聞、あるいは2017年1月発行の『文芸春秋』(第95巻第1号、PP.124-131)において「アベノミクス」私は考え直した」において、デフレは通貨供給量の少なさに起因すると言わばマネタリー現象であるという考え方から財政の拡大が必要という考え方へ変わったことを認めている。

<sup>2</sup> 上記文献では、金融政策の効果を明確なものにするためには、たとえ財政赤字であっても積極的な財政政策との連携が重要であるとするプリンストン大学のクリストファー・シムズの考え方を紹介している。また、2017年1月29日付13版p.9では、本経済新聞「日曜に考える「脱デフレ金融政策では限界だ」と題し、クリストファー・シムズ自身によるインタビュー記事を掲載している。同氏は「物価水準の財政理論 (FTPL, Fiscal Theory of Price Level)」と言われる増税の凍結といった財政政策の必要性を説いている。

り、財政政策の余地は小さい。また、今後とも少子高齢化による財政圧迫は続くであろう。これまでの金融政策の終焉に向けたかじ取りも、将来、同様に至難の業となろう。こうした条件下にあって、いかに消費を基軸にした経済成長を取り戻すかがより問われてよいのではないか。

## 1. 先行研究

深尾 [編] (2009) では、日本経済の実証的な分析において必要な手法を多く学ぶことが出来た。とりわけ坂巻 (同 (2009) pp.3-32) からは、分析手法についてのヒントを多く得た。そればかりではなく、本稿の中心的なテーマである消費を分析するにあたって求められる多くの重要な視点を得ることが出来た。本稿では、消費に関わるマクロデータとして、為替、金利も取り上げざるを得なかったのだが、そうした消費に関わる経済的諸条件を如何にまとめるかのヒントをも得ることが出来た。また、深尾 (2012 pp.65-79) の長期停滞における本質的な解決は、構造的な需要不足の解消に向けた生産性上昇加速と雇用創出にあるとする指摘は、極めて重要であると考えられる。

中村 (2014) においては、「所得格差」というこれから様々な場面で問題になってくる論点についていち早く多面的な分析が行われている。所得あるいは消費活動を考えるうえで、その視点、分析手法において大きな示唆を得た。小塩・田近・府川 (2006) においても、やはり近年大きな問題に拡大しつつある所得格差について、再分配政策の観点からの分析が行われている。筆者にとって、この「所得格差」は消費というテーマの次なる課題となるであろう。

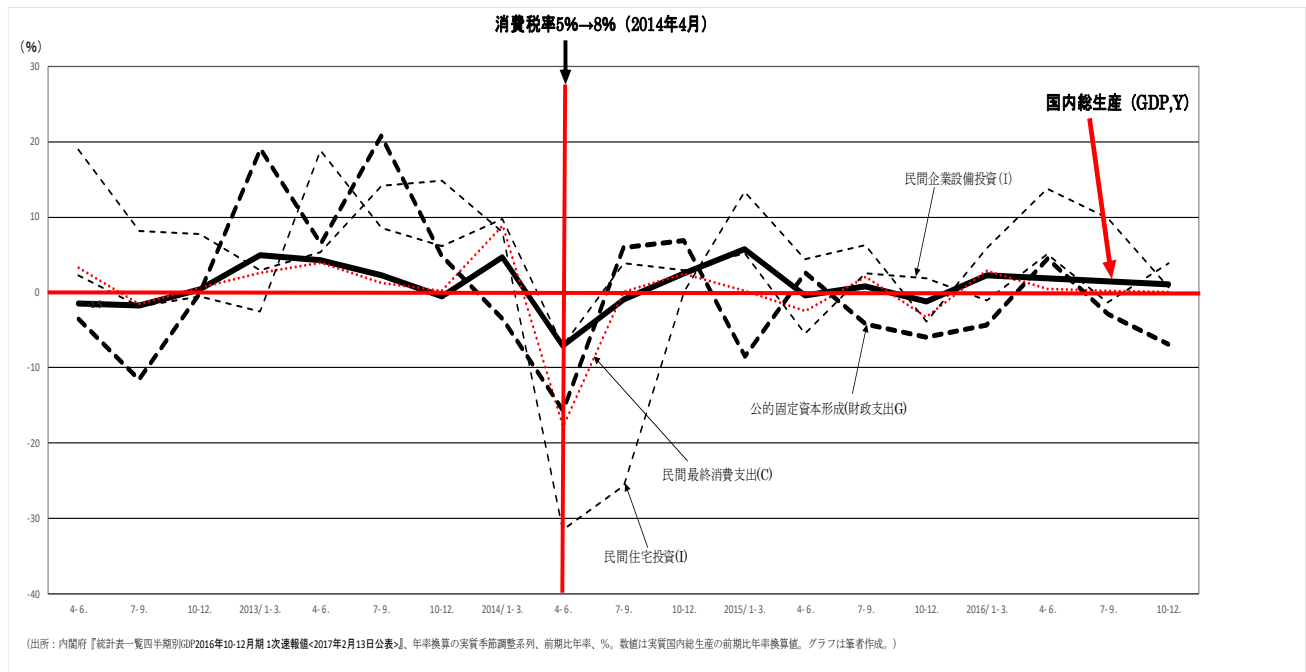
また、労働に関するより詳細な研究は、深尾 [編] (2009) における櫻井 (2009 pp.209-250) で取り上げられている。労働に関する質的な側面あるいは形態別的な視点からの詳論は、労働というものが有する複雑な側面とその重要性を提示している。同じく深尾 [編] (2009) における祝迫・岡田 (2009 pp.33-58) では、時系列モデルによって長期均衡の推計、消費の資産比率を導入した回帰式・VAR 分析を行っている。なかでも取り上げられている 1990 年代以降の貯蓄率の大きな変化については、貯蓄率の低下が示すものが高齢化だけではないという視点に立った消費行動の分析を行っている。社会構造に詳細な視点を置いた家計の分析として多くの示唆を得た。本稿で取り上げなかった貯蓄に関する詳細なる論考として今後の参考にした。賃金に関する先行研究では、本稿では扱えなかった貿易理論の観点からの研究も見られる。田中 (2015)<sup>3</sup>は輸出企業の賃金の高さに注目している。この論点については、国際経済における格差問題、不平等問題にまで貿易理論を発展させており、大変興味深い。この点に関しても、上述した「所得格差」問題と並行する課題として今後取り上げたいと考えている。同様に清田 (2015) については、ミクロベースの研究とマクロベースの研究を融合させるための様々なアプローチを示している。同文献は、雇用、賃金いずれも国際的な企業活動の研究分野は、次なる発展的課題としている。海外進出企業の生産性、直接投資の決定、輸出問題等いずれの観点からも、現在行われている研究の方向性を示す貴重な文献と考える。金融政策の面では、深尾 (2016 p.40) が、量的緩和について、デフレ脱却に相当程度有効であったとしながらも、財政コストの観点から注意を喚起している。この点に関しては、今後の日本経済が避けて通れない大きな課題である。本稿では、この問題点にまでは考察を展開させられなかったが、基本的な経済データが示す警鐘から目が離せないと考えている。貞廣 (2005) は、実証的な推計モデルを立てるときの背景となる基本的な理論、実際の立式といった多くの点で参考となった。また、同文献からは、多くの経済指標をどのように用いるのかということについて大変多くの示唆を得ている。

<sup>3</sup> 田中 (2015) における「第3章 貿易と賃金」(pp.37-51) で詳しく論じられている。

## 2. 消費低迷の実証的要因分析～GDP ギャップ、賃金、金利等を中心に～

### (1) 低位で推移する国内総生産（GDP）の背景に存在する消費の低迷

下図のように消費税率引き上げ後においては、国内総生産（GDP）の推移は低水準で盛り上がり欠けると言えよう。その伸び率は、年率換算値（実質季節調整系列 前期比年率）の値<sup>4</sup>で 1.0%と、昨年 1 月～3 月期の 2.3%以来 4 四半期連続で低下傾向が続き、2015 年 10 月～12 月期以来の最も低い水準となっている。なかでも民間最終消費支出は、昨年 4 月～6 月期より 1%を超える伸び率は観られず、2016 年 10 月～12 月期には、前期比年率換算値での伸び率は 0%まで落ち込んでいる。

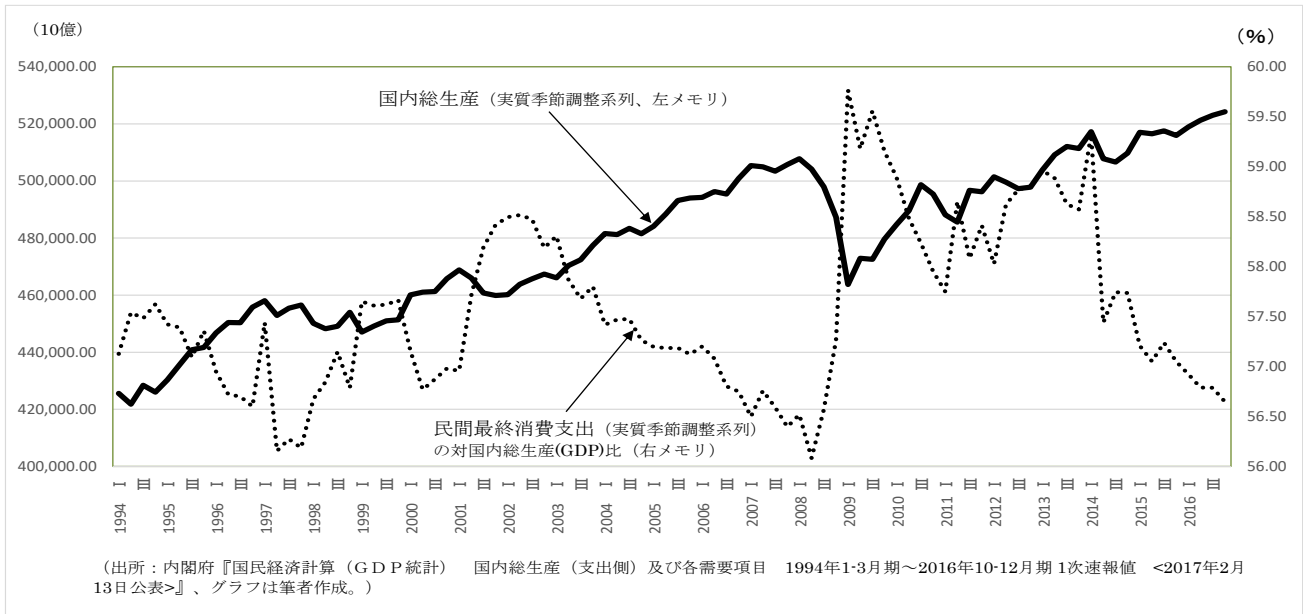


家計最終消費支出は、前期比年率換算値マイナス 0.4%と 4 期ぶりのマイナスの伸び率となっている。こうしたなか、国内総生産（GDP）1%の伸び率に寄与したのは、民間企業設備投資の同 3.8%という伸び率であろう。堅調だった住宅投資を上回る伸び率となっている。また、内外需で観ると、外需の寄与度がプラス成長に貢献している。輸出は、2014 年 10 月～12 月期の同 13.6%以来 2 年ぶりの高い伸び率になったことが成長に大きく寄与している。まさに円安に支えられた外需依存型の経済成長と言えよう。

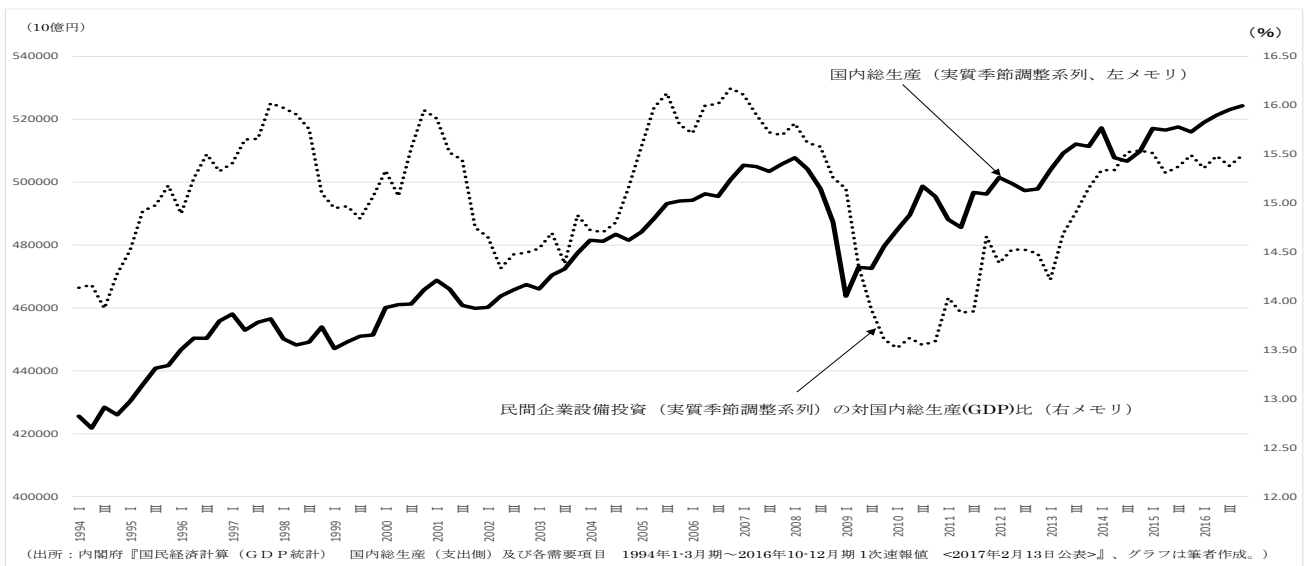
また、下図のように国内総生産（GDP）に占める同じく実質民間最終消費支出の割合は、1994 年以降で観ても 60%を超えることはなかった。むしろ 2009 年当時は、国内総生産の縮小が比率を押し上げたものと考えられる。国内総生産が増勢に転じたその後、比率は低下している。2014 年における消費税率の引き上げ後は、さらに比率が大きく低下している。長期的には、概ね 57%水準での推移となっている。いずれにしても、消費の勢いは 1990 年代以降、弱いままに推移していると言わざるを得ない。消費税導入前の駆け込み需要も、歴史的な視点から見れば非常に小さかったと言えよう。むしろ、その後の消費の盛り上がりの欠如こそ、現在の日本経済の不振を表している。

内需を消費、投資を対国内総生産（GDP）比で概観すると、やはり消費の低迷が著しい。こうした動きからは、金融緩和による円安効果が輸出拡大をもたらすも、消費に対しては影響を与えていないという結論に至らざるを得ない。外需は金融政策がもたらした円安のもと、比較的堅調に推移していたが、近年では円高局面では輸出が反落しており、こうした外需依存の不安定性が懸念される。

<sup>4</sup> 本稿における国内総生産（GDP）に関する数値は、いずれも実質年率換算前期比季節調整系列の値を用いている。



また、民間企業設備投資については、国内総生産の推移に似て盛り返しつつあると言え、世界同時不況・金融不安以前の水準には達しておらず、むしろ2014年以降伸び悩んでいる。

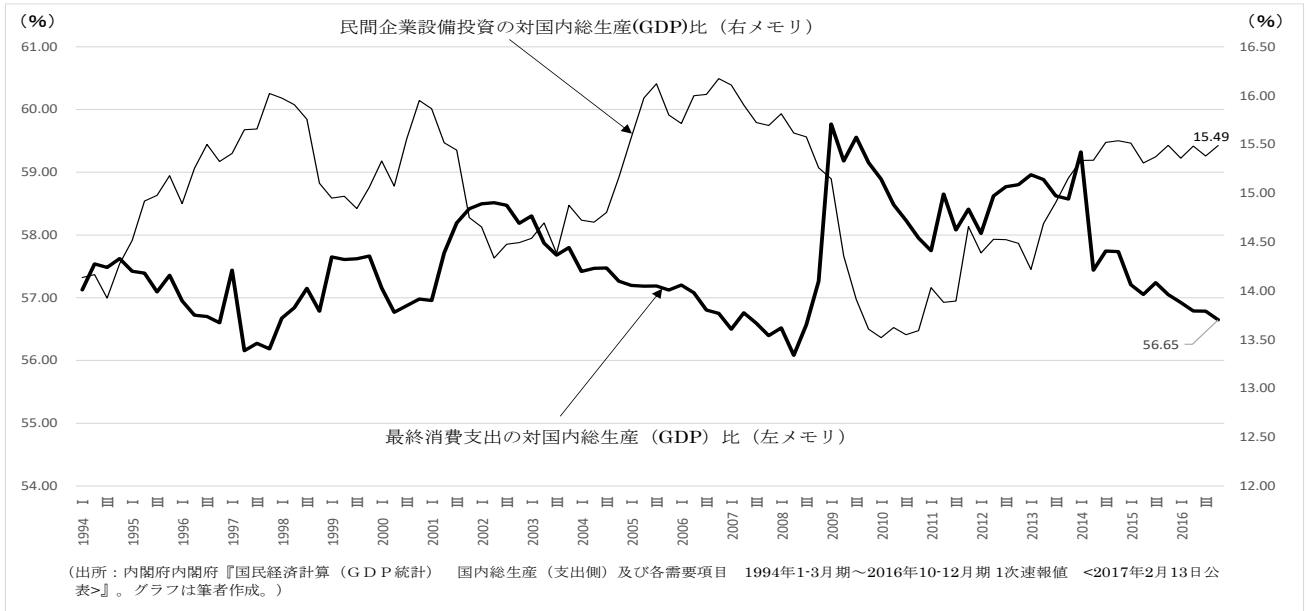


さらに上図の対国内総生産 (GDP) 比の最終消費支出と民間企業設備投資の2つの動きを下図のようにそれぞれを抜き出してみると、緩やかな逆相関が観られる。2008年～2009年における世界同時不況・金融不安後は、緩やかに民間企業設備投資が回復するなか、最終消費支出は消費税率の引き上げもあり、横ばいから下降に転じており、その不振ぶりが顕著である。こうした状況にから類推されることは、設備投資が積極的に行われる局面では、労働分配率の低下が予想されるということである。

下図 (上段) のように、最終消費支出と民間企業設備投資の対国内総生産 (GDP) 比には、緩やかな逆相関が観られる。この背景には、民間企業設備投資が上昇する場合、逆に労働分配率が落ち込んでいるためではないかと予想される。そこで、下図 (下段) のように労働分配率と民間企業設備投資の対国内総生産 (GDP) 比の推移を比較することとした<sup>5</sup>。

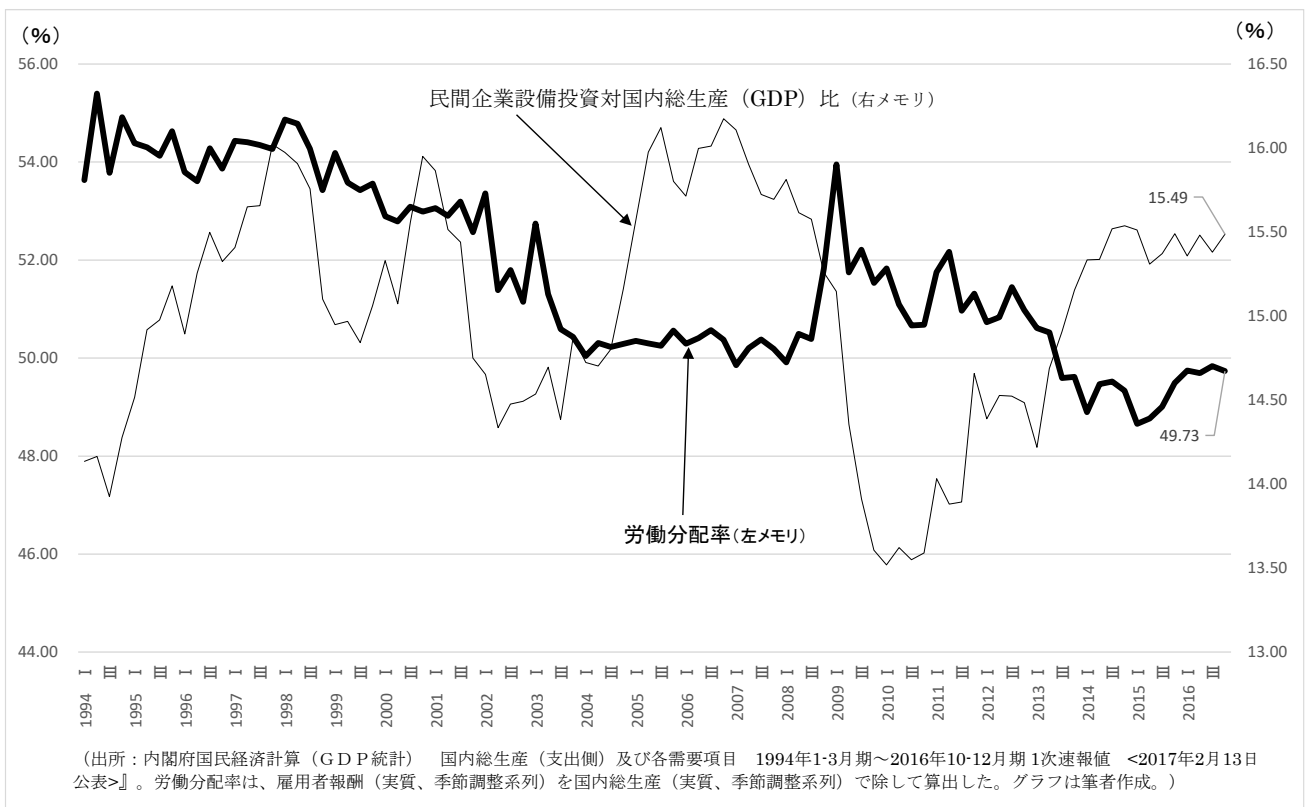
<sup>5</sup> 貞廣 (2005 pp.127-128) を参考にした。ただし、貞廣 (2005) とは労働分配率の算出が異なる。本稿では対国内総生産

「民間企業設備投資と最終消費支出」と「労働分配率と民間企業設備投資」の推移を比べると、下の2つの図のように酷似しているのがよくわかる。このことは、消費不振の背景に労働分配率の低迷があったものと類推される。さらに日本の労働分配率は、長期的に下降トレンドにあるとみられる一方、民間企業設備投資に労働分配率を引き上げる力が備わっていないとも言えよう。1990年代以降、企業収益を賃金という形で還元することが後退したことが、今日の消費低迷、延いてはデフレーション、あるいは長期の低成長率の一要因であったと言えるのではないか。

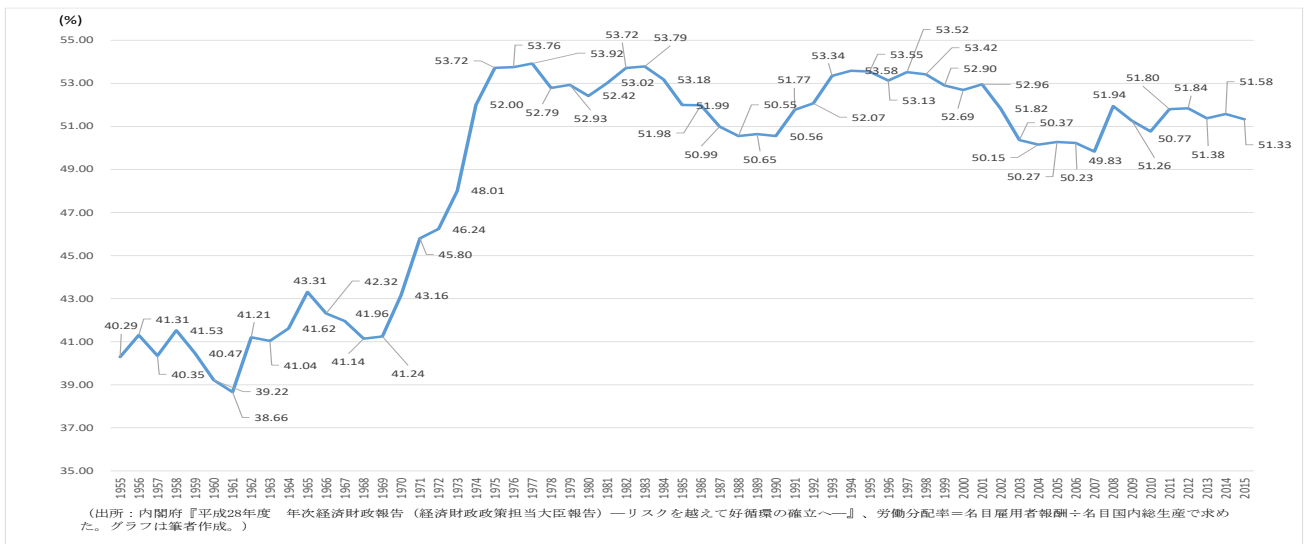


## (2) 労働分配率

労働分配率 (四半期ベース) と民間企業設備投資～消費の不振を裏付ける労働分配率の低下～



① 国内総生産に占める雇用者報酬の比率として求めた「労働分配率」の長期的推移（暦年ベース）

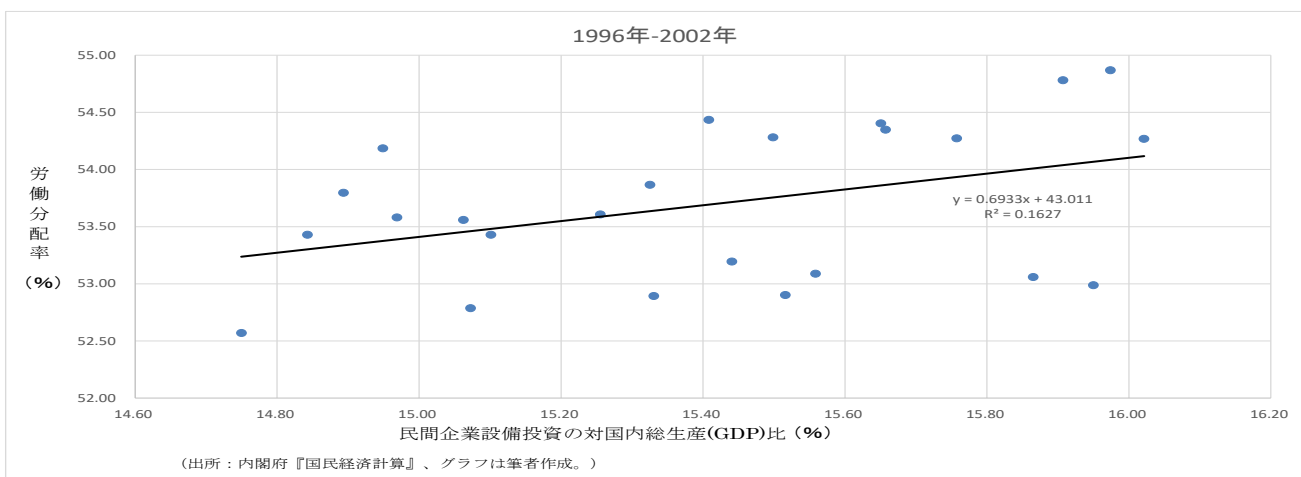


日本の労働分配率は、1970年代に大きく伸びたものの、その後概ね横ばい傾向が続き、2000年代後半に入ってから低迷している。労働分配率は、2007年頃に下げ止まり傾向を見せたものの、再び世界同時不況・金融不安以降、伸び悩んでいる。名目GDPで試算した労働分配率は50%を切る水準まで落ち込んでいる。こうした状況の中で、果たしてどれほどまでに消費者は景気に対し先行き物価が上がるような見通しを立て得るのか疑問が残ると言わざるを得ない。

企業を取り巻く環境は、2017年における米国の新政権の誕生もあり、当面、不透明感が拭えないが、為替が円安に振れるなど必ずしもマイナス要因ばかりではない。実質金利の日米比較も円安をもたらす水準にある。2012年後半に始まった円安は、明らかにその背景として、こうした金利水準をもたらす日米間のファンダメンタルズの動きがあったと言えよう。弱含む日本の景気のみならず、比較的好調な推移を見せ、2016年12月に利上げを行った米国の動向があったことは言うまでもない。日本の経済政策以上に、米国の経済状況がトレンド形成に大きく影響したと言えよう。

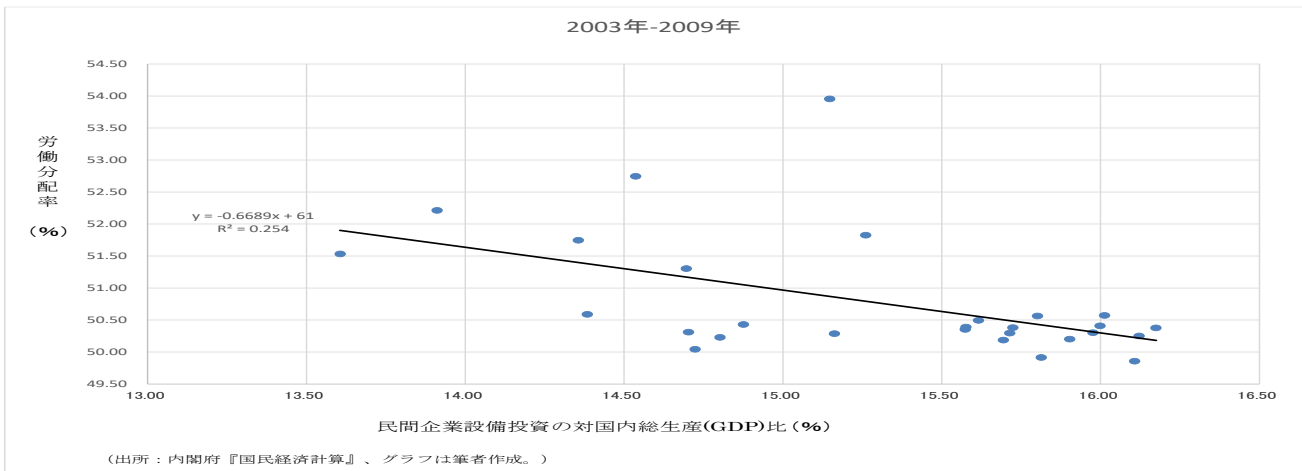
② 労働分配率と民間企業設備投資<sup>6</sup>

・1996-2002：民間設備投資と労働分配率が順相関

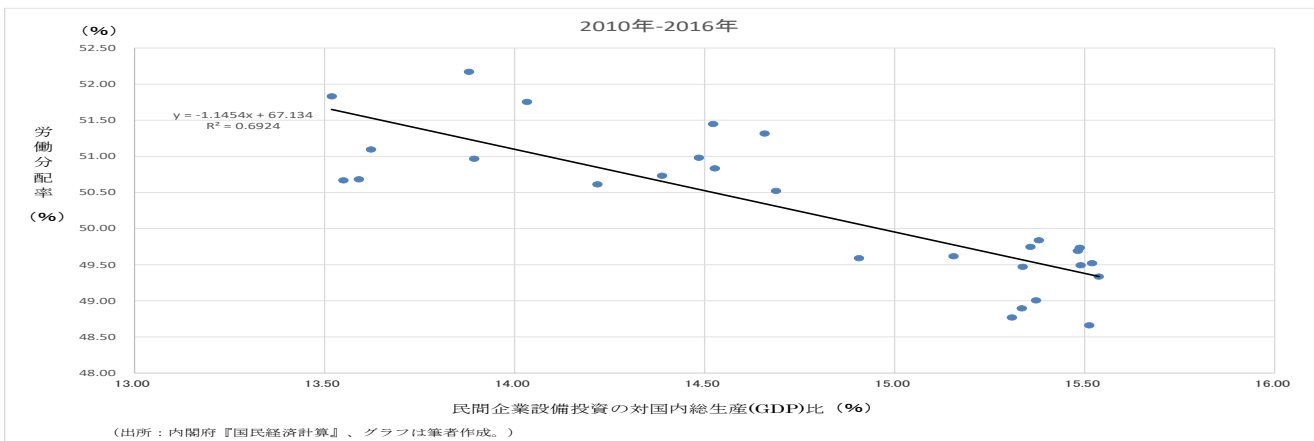


<sup>6</sup> 貞廣 (2005 pp.127-128) では、名目設備投資比率と労働分配率を用いてその推移における相関を取り上げている。

・ 2003-2009 : 民間設備投資と労働分配率が逆相関に変化

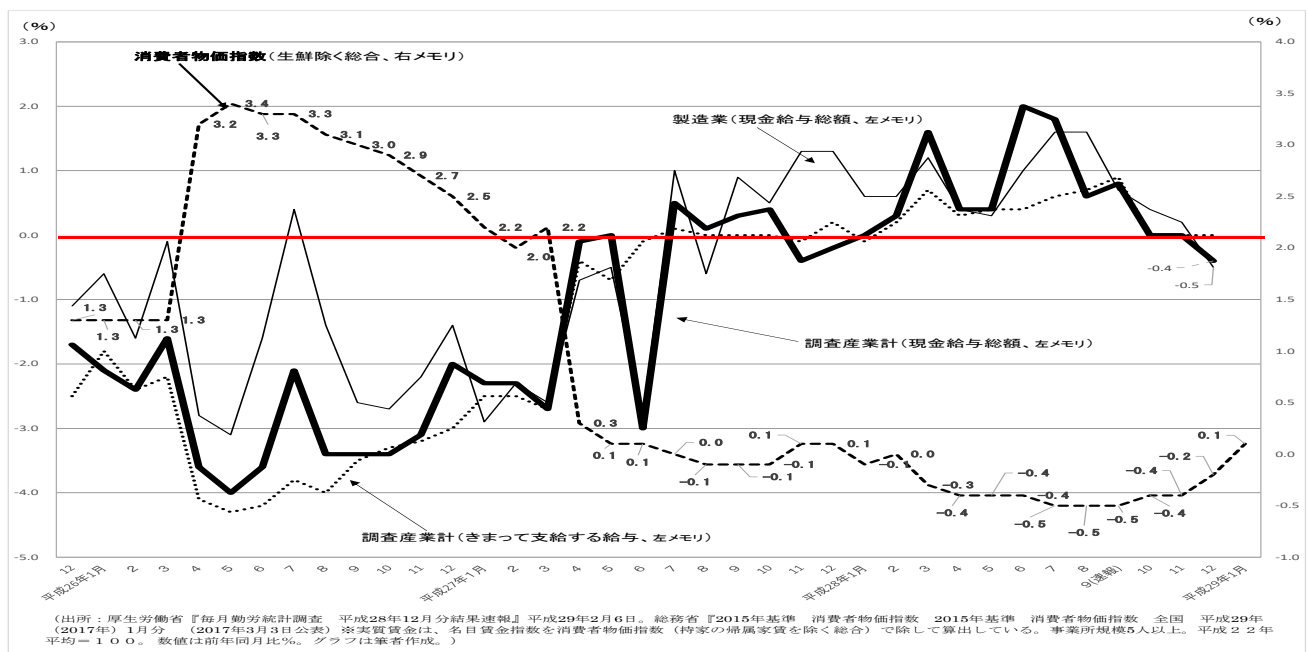


・ 2010年-2016年 : 民間設備投資と労働分配率の逆相関が拡大



(3) 伸び悩む実質賃金

物価動向と実質賃金指数の推移





物価の下落傾向が生み出す実質賃金の上昇傾向にあるものとみられる。こうしたことから、名目賃金をいかに上げることが出来るのかが問われる局面が早晚現れるのではないかと。実際、政府も2013年に設置した「政労使会議」を受け継いだ形の「働き方改革実現会議」で賃金のアップを求めている。しかし、こうした動きが明確に功を奏するとは考えにくい。企業経営の根幹にかかわるだけに、企業側としても期待に沿うことには限界もあろう。経営の責任問題の所在も不明になる。

しかし、上図は明らかに実質賃金の上昇が物価の下落によってもたらされている傾向を表している。こうした実質賃金の動きは消費者の将来見通しにつながらず、先ずは名目賃金の上昇こそが望まれる状況にあるといえるのではないかと。物価水準から観て、今般の実質賃金の伸び悩みは名目賃金の伸び悩みに起因していると観られる。

実質賃金は、2016年に前年比0.7%増となり、堅調な伸びとなったとの見方も喧伝されている。しかし、月次ベースで見ると必ずしもそのような様子は窺えない。消費者物価指数(生鮮除く総合)に底打ち感も出て来たことから、実質賃金は下方トレンドにある。上図のように、物価動向と実質賃金とは、明確な逆相関にあるのは当然と言えよう。物価上昇傾向に伴う実質賃金のこうした下方圧力は今後とも続くのではないかと。デフレ脱却を目指すなかでのこうした実質賃金の推移は、今後の消費動向にとって懸念材料となるのではないかと。望まれるのは、物価上昇を上回る名目賃金の上昇であろう。その消費者物価上昇率も、2014年4月からの消費税率引き上げからおおよそ1年間こそ前年比2%を上回っていたものの、2015年春からは再びマイナスの領域で推移する状況である。こうした消費者物価上昇率のマイナスの領域での推移にもかかわらず実質賃金が伸び悩むのは、明らかに名目賃金にその問題点があると言えよう。

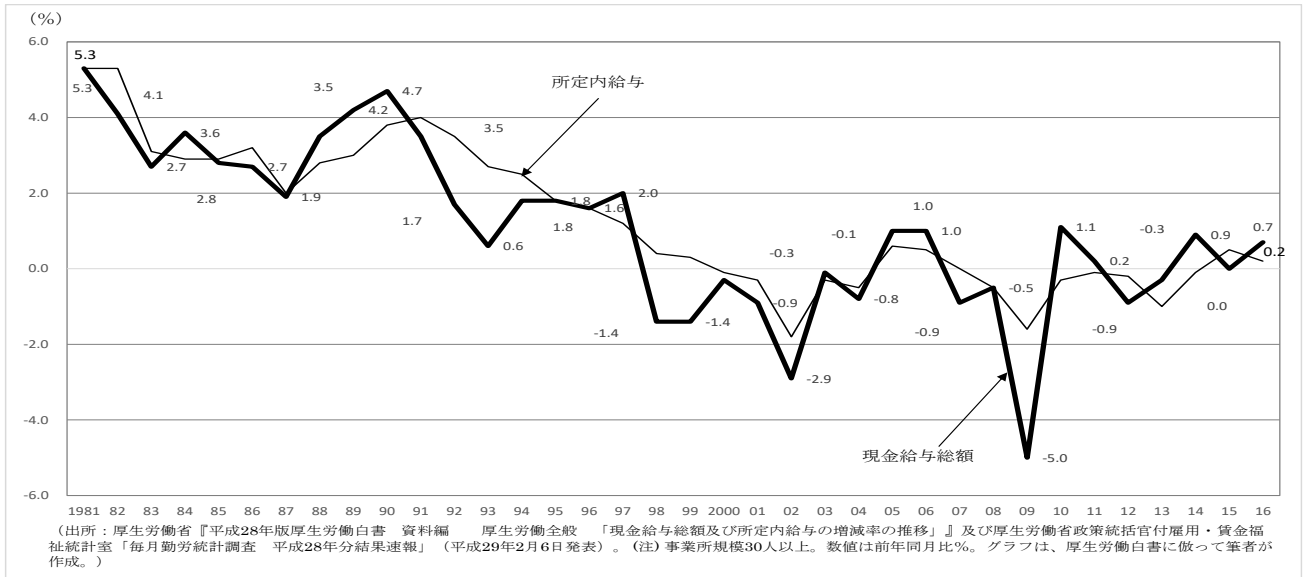
名目賃金である現金給与総額及び所定内給与の伸び率を月次で見ると、1990年代に入り下落傾向が明確になっている。2008年～2009年の世界同時不況時の際立った落ち込みは例外としても、その伸び率は0%水準を挟んだ動きとなっている。

こうした動きの下で、果たして長期的な消費の回復が期待できるかは疑問視される。2016年は、2011年の前年比0.2%増以来、5年ぶりの0.5%増となっている。しかし、下図のように長期トレンドで見ると、明らかにその伸び率が1990年のバブル期以降低迷し、0%を挟む動きが続いている。2008年～2009年の世界同時不況時における大きな落ち込みは特異な現象であるとしても、長期的には目立って上昇した時期は観られない。消費低迷の主たる要因としては、やはりこうした名目賃金の低迷を挙げざるを得ないであろう。名目賃金の低迷が、ひいては消費の低迷、物価の低迷というスパイラルを招いているのではないかと。こうした連鎖を断ち切ることは容易ではないように思われる。消費税導入直後、物価上昇率は2%に達し、実質賃金は大きく落ち込んでいる。デフレーションの解消に伴う物価上昇は、その実、実質賃金を引き下げる要因となろう。問題は、2016年11月の消費者物価指数が前年同月比でマイナス0.4%と伸び悩むなか、実質賃金も前年同月でマイナス0.2%と伸びが鈍化していることである。デフレ解消を示す物価上昇は、実質賃金の伸びを抑制する。つまり、物価上昇と実質賃金の上昇とを同時に達成することは難しいと言えよう。

しかし、物価上昇率が低迷する中で実質賃金が伸び悩んでいるのは、名目賃金の伸び悩みだけではない。消費意欲の減退にも起因していると言えよう。本来、消費の改善を伴って、物価が上昇してくるのが経済の本来の姿である。無論、金融緩和政策によって期待インフレ率の上昇が消費を喚起することも否定できない。しかし、それはデフレ脱却時に想定するシナリオではなく、経済が本来上昇基調にあって、将来物価の上昇が予想されることに伴う消費意欲の喚起である。もとより、デフレ脱却を目指した金融緩和

政策による物価上昇期待の醸成が消費を盛り上げると考えるのは、その実効性において疑問視される。事実、金融緩和にも関わらず、消費意欲に目立った盛り上がりはなく、故に物価も上昇していない。物価が上昇するから消費が喚起されるとするのは、むしろ政策方向が逆ではないかと考える。

90年以降、低位で推移する名目賃金



#### (4) 消費動向と物価動向 (GDP デフレーター) の関連性について



上図にも見られるように物価上昇をもたらすには消費、あるいは民間設備投資を含めた内需の活性化しかないと考えられる。上図では、物価の上昇に先行して、消費が盛り上がっていることが比較的鮮明に見て取れる。需要の拡大を促さずしては、デフレを解消することは難しいのではないかと考える。こうしたことから、物価は貨幣的側面を備えるも、明確な需要拡大があってこそデフレ脱却が図れるものとする。需要の活性化こそ本来の政策課題であることを上図は示している。金融緩和の効果として住宅投資が堅調であるとの判断は、変動幅が大きいだけに難しい。仮に回復していてもその反動も小さくない。民間設備

投資は盛り上がり欠けている。何よりも最終消費支出が経済成長を左右することに変わりはない。

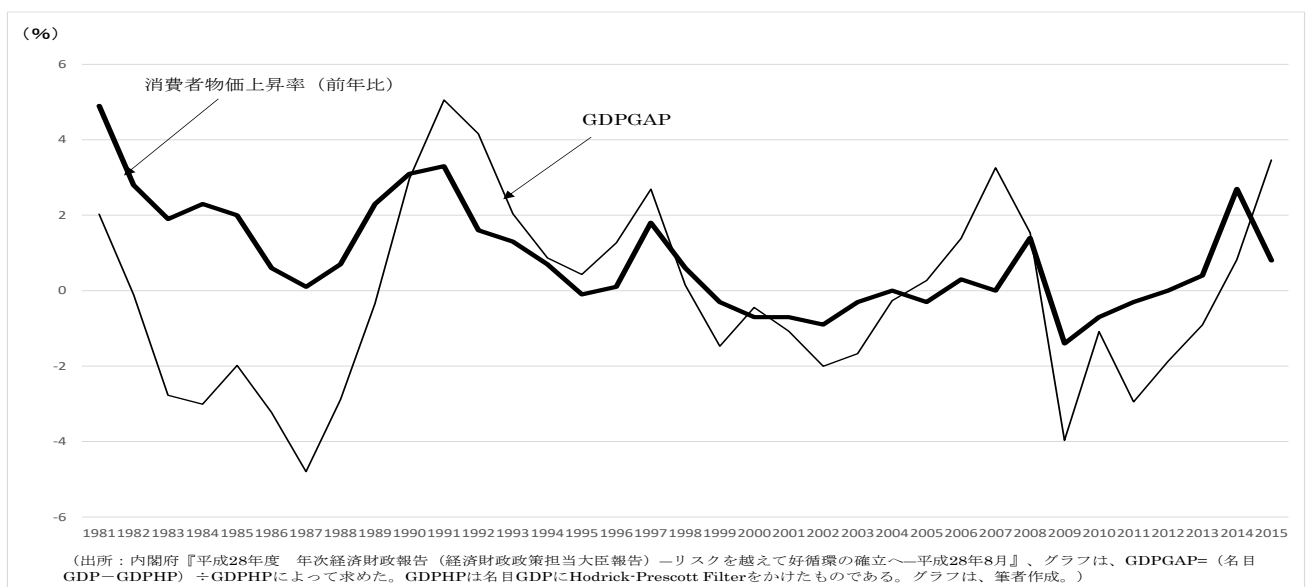
以上から確認できるのは、名目賃金の上昇なしに物価上昇率がプラスに転じれば実質賃金の低下も避けられないということである。2016年後半における実質賃金の上昇は、あくまでも物価がマイナスで推移していることによる影響が大きいと考えるのが妥当ではないか。そうした実質賃金の上昇は必ずしも消費にはつながらず、そのことが物価上昇をもたらさないことから、実質賃金だけが比較的高水準に留まるというスパイラルに陥っていると考えるのが当面の結論であろう。

上図が示すところは、物価上昇期待が明確にならない今日、デフレ解消を意味するインフレ率の上昇は、むしろ消費活動の活性化が前提となるのではないかと考える。金融政策で期待インフレ率を醸成することは、極めて困難といえよう。今日取りざたされる財政政策を用いるという次なる政策対応も、果たして期待インフレ率という先行きに関するマインドを生み出せるのか極めて未知数と言えよう。

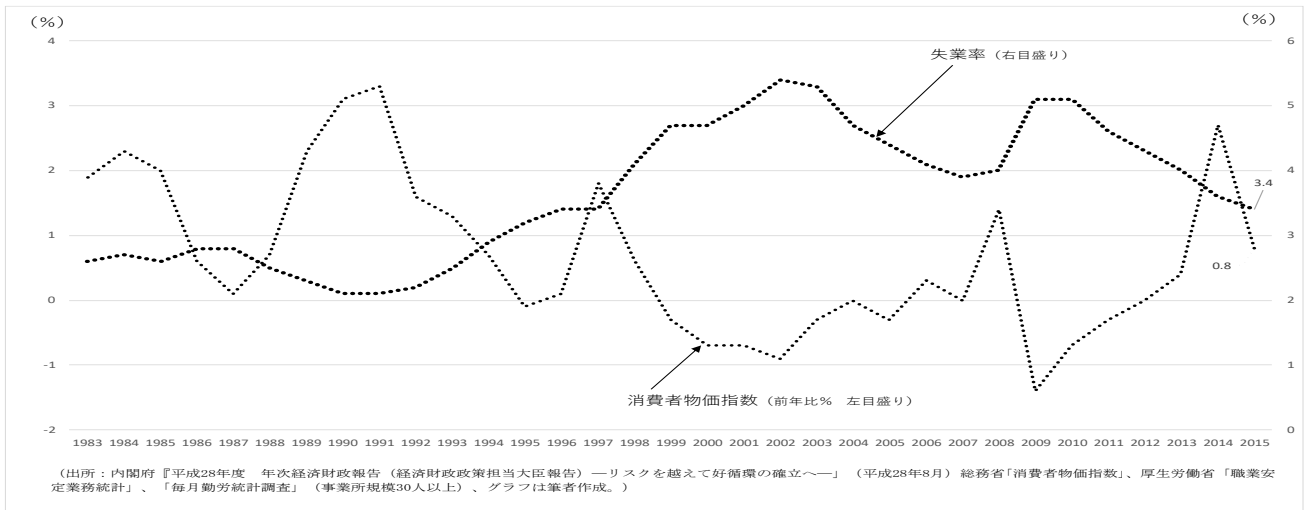
バブル時期である1990年頃までは消費者物価は上昇していたが、やがてバブル崩壊とともに物価水準は低下傾向を続け、0%を挟む動きとなっている。1998年代以降、日本の物価は世界同時不況・金融不安時までやや上昇傾向を見せるも、2009年には大きく低下し、のち2014年に再び上昇したのは、消費税率アップによるものである。しかし、上昇するといっても日本の消費者物価指数はバブル期でさえその上昇率は3%をピークとしており、2%の上昇率に達したのでさえ消費税率を5%から8%に上げた2014年における一過性のものとなっている。こうしたことから、消費者物価上昇率を2%に引き上げることは、長期的な視点から見ても極めて困難と言えよう。実需を伴わない物価上昇率は基本的にあり得ず、期待物価上昇率を金融政策で引き上げることは、流動性の罠に陥っているとさえ思われる日本経済においては、実現困難と言わざるを得ない。

また、財政支出の支援も必要とする考え方もあるが、すでに失業率の水準は、少子高齢化の下での人手不足も発生するなど、3.4%と極めて低位に達している（次頁の図参照）。また、少子高齢化の下、団塊の世代が70歳を超える時代はすぐそこまで来ており、これ以上財政の悪化につながる政策は控えるべきではないか。社会保障費、医療費とも財政は逼迫しており、経済政策の根本的な方向性が見直しが求められる状況だからである。

#### GDPギャップと物価動向～フィリップス曲線導出の背景として～



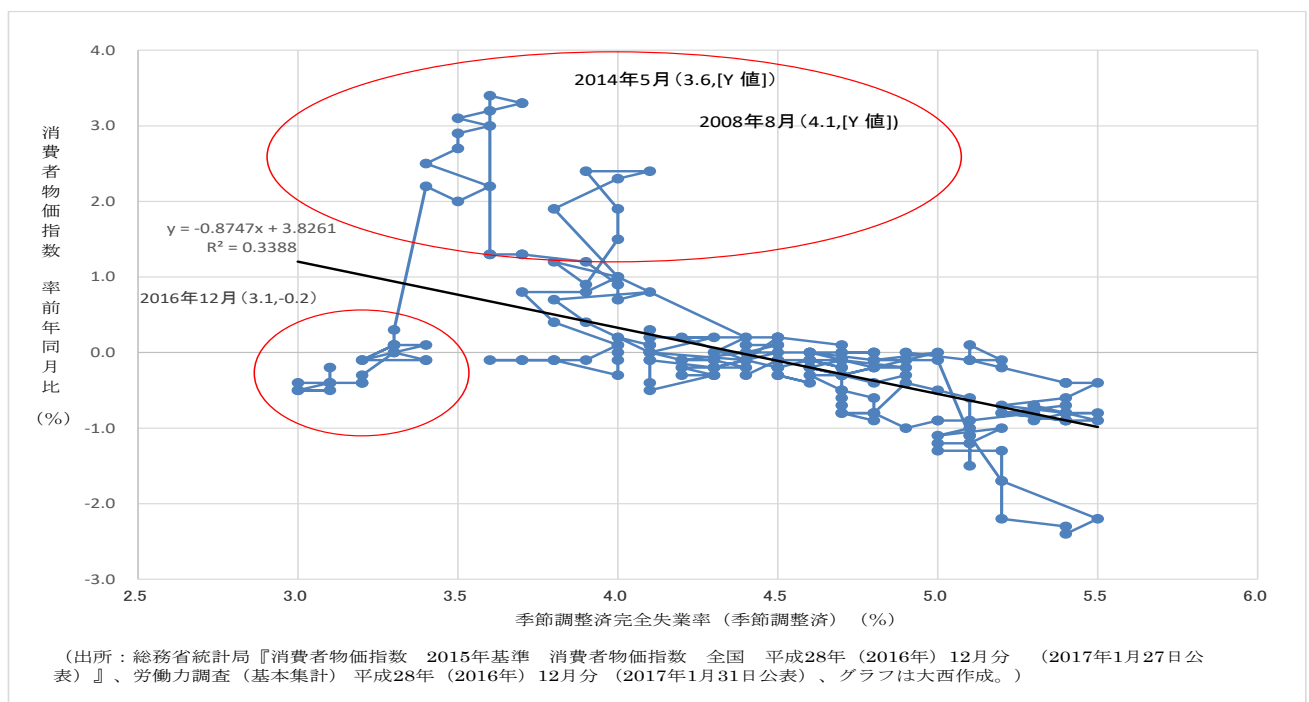
上図のように、GDPギャップ（以下 GDPGAP<sup>7</sup>）の変化と消費者物価の変動とは当然ながら極めて類似している。消費者物価とは、こうした需給関係で変動するものであるという基本に立ち返るべきであろう。こうしたことから、消費者物価の説明変数として GDPGAP を用いた推計式を後述する。潜在的には、GDPGAP は上昇基調にあることに鑑みれば、今後、消費者物価指数も緩やかな上昇トレンドに入っていくものと観ることもできる。



### ①日本のフィリップス曲線

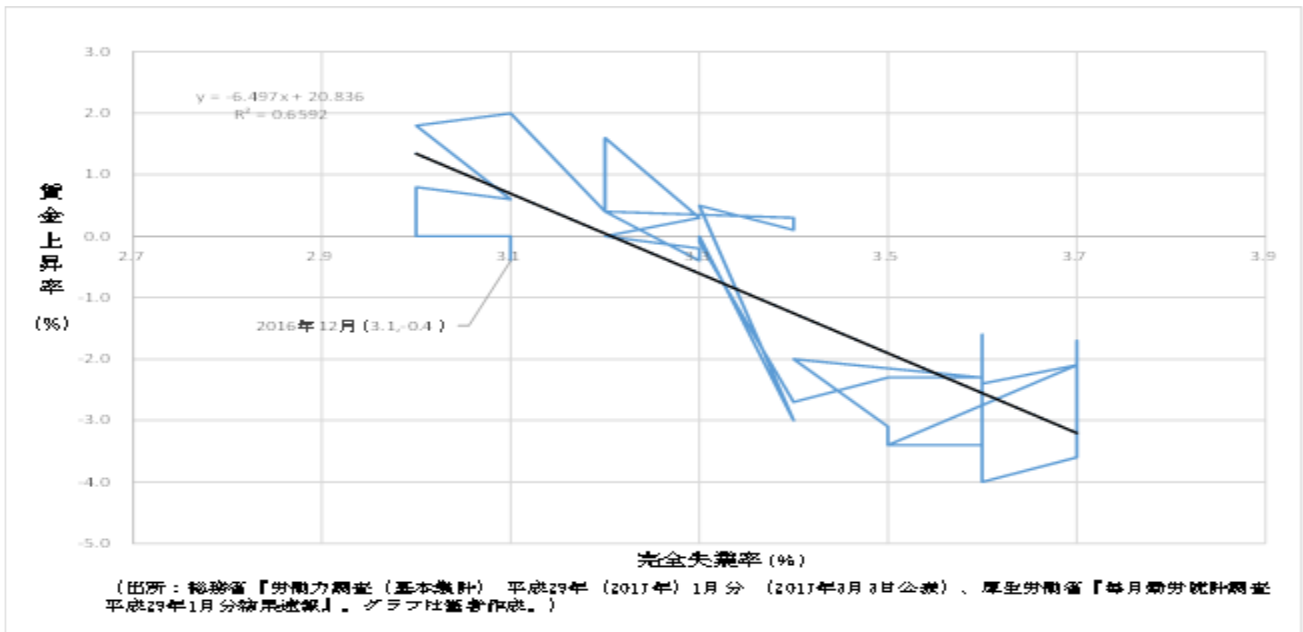
日本のフィリップス曲線は、下図のように失業率が低水準にあるも物価上昇率が低位になっている。また、近年はトレンドラインの傾きを小さくする状況がうかがわれる。さらにトレンドラインから大きく上振れしているのは消費税率アップ時におけるものであり、こうした影響を取り除くとトレンドラインが下方にシフトすることが予想され、現在の状況は概ね長期的な水準にあるのではないかと推測される。

《日本のフィリップス曲線》



<sup>7</sup> ここにおける GDPGAP の算出については、深尾（2009 p.15）に倣った。

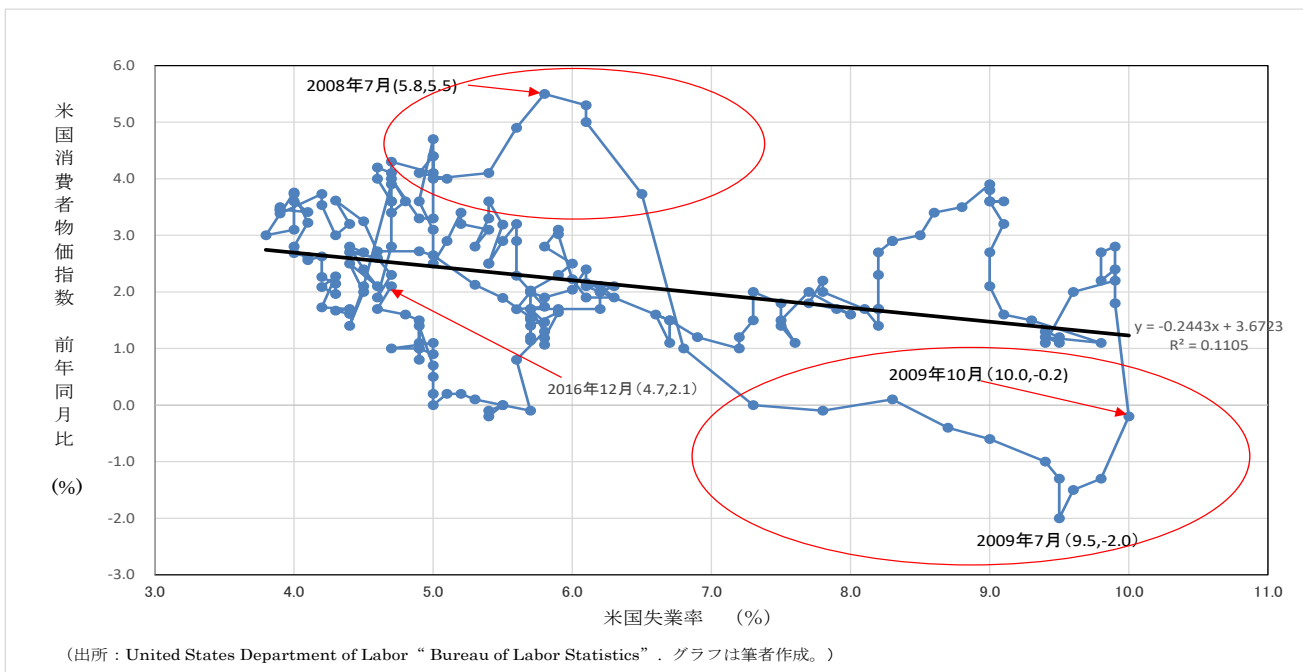
以下は、賃金上昇率を用いた場合の比較的短期での日本のフィリップス曲線を導出したものである。



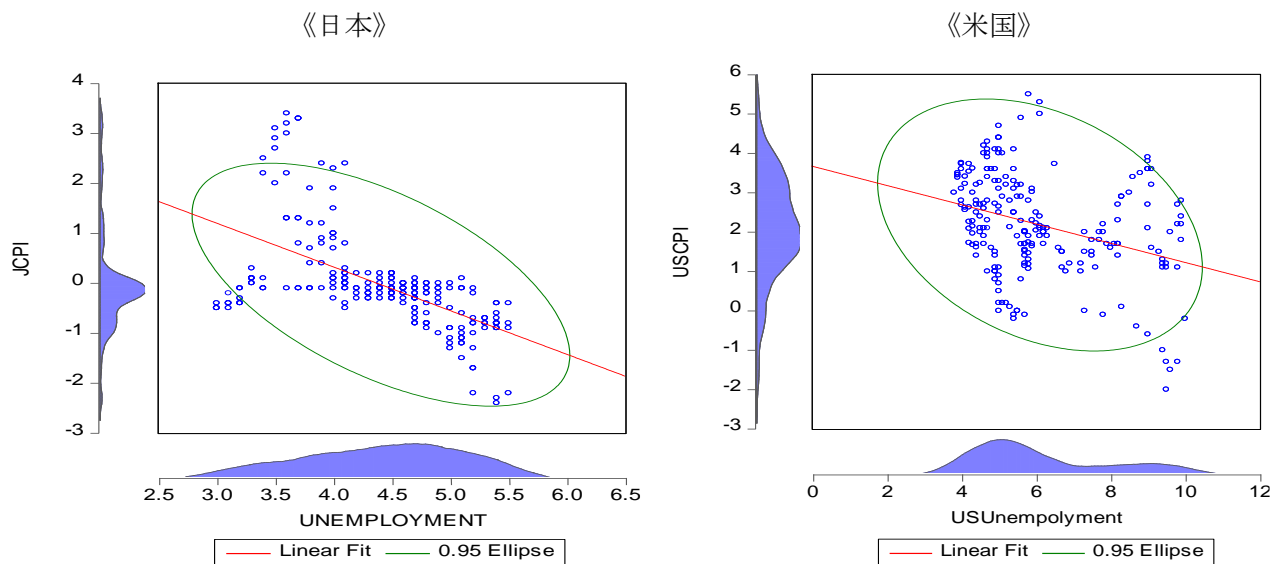
## ②米国のフィリップス曲線

米国のフィリップス曲線については、下図の通りである。日本に比べると現時点のインフレ率と失業率の関係は、比較的長期的な状況からの乖離はない。ただ米国の場合、この失業率の水準におけるインフレ率の予想は難しい。2008年～2009年にかけて台頭した世界同時不況・金融不安に関する動きは急激である。失業率の急激な拡大、物価の急落は、トレンドラインを横切る形で進んでいる。言わば理論通りの動きとも言えよう。2017年1月の消費者物価上昇率は前年同月比2.5%と明確な上昇基調にある。こうした状況から、FRBは利上げに踏み切ることも予想するが、下図のように現在の失業率水準からみれば、なおトレンドライン近傍にあるといえる。

《米国のフィリップス曲線》

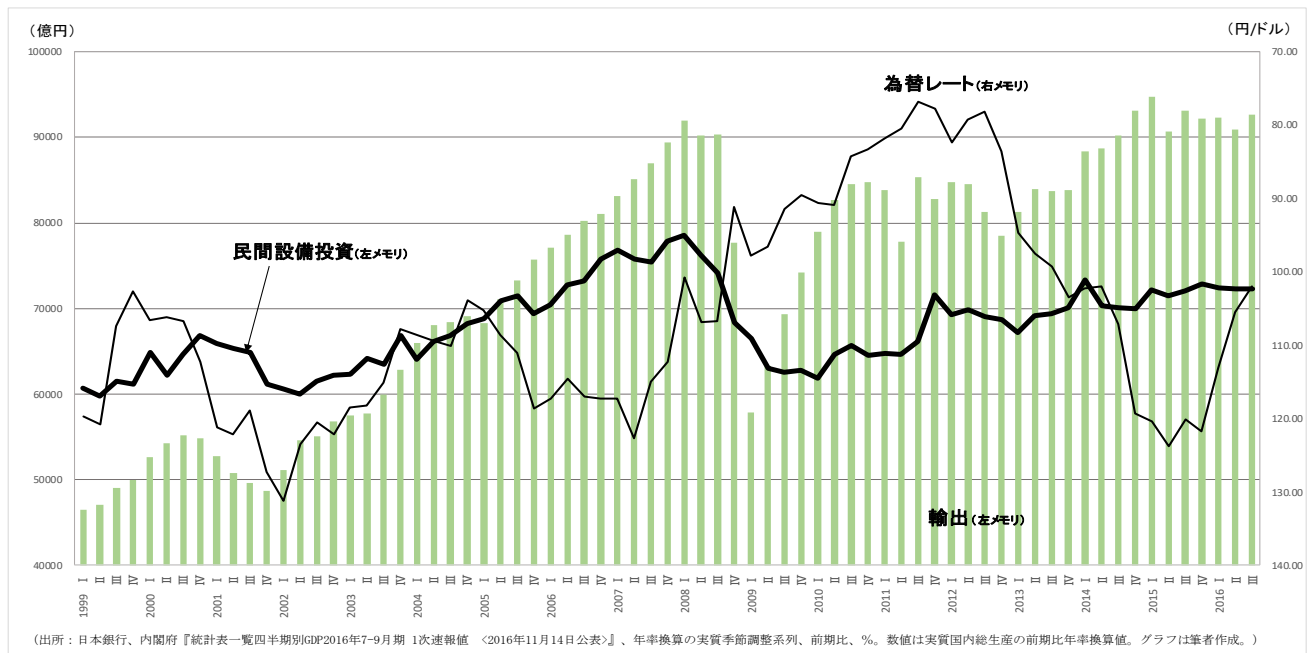


下図における日米比較で顕著なのは、日本の物価水準が-1%~0%近傍に集中しているのに対し、米国は-1%~5%台と幅が広いことである。両国ともマイナスを記録するも、米国が概ね1年であるのに対し、日本は極めて長期にわたっている。また、失業率の範囲も日本の場合、概ね3.0%台~5.0%台であるのに対し、米国は3.0%~10.0%台とその幅が広い。こうした状況に対する評価は難しいが、日本が安定的であるに見える反面、米国経済が柔軟性あるいは多様性に富んでいる結果とも言えよう。日本の場合、安定的であったとしても、一旦ある状況に陥ると、そこからの脱却が難しいとも言えるのではないか。無論、金融政策における対応のあり方も異なるし、雇用の流動性も影響しよう。ただ、経済における新陳代謝が経済成長をもたらすとすれば、少子高齢化がもたらす社会構造の硬直化はもっと懸念されてよいのではないか。



(5) 為替動向と物価

輸出は回復するも伸び悩む民間設備投資



海外現地生産に伴い、為替と輸出額の関連が希薄化しているとも言われるが、やはり円安局面では輸出額が拡大していると観られる。また、貿易収支の黒字拡大が円高を生んでいるとも言えよう。言わば、為替と輸出は互いに影響を及ぼしながら推移している。しかし、やはりこうした好調な輸出にもかかわらず、民間設備投資の伸びは鈍い。直接投資の動きにも影響を受けていると考えられるのではあるが、2016年10月～12月期における成長を支えたのは外需であった。

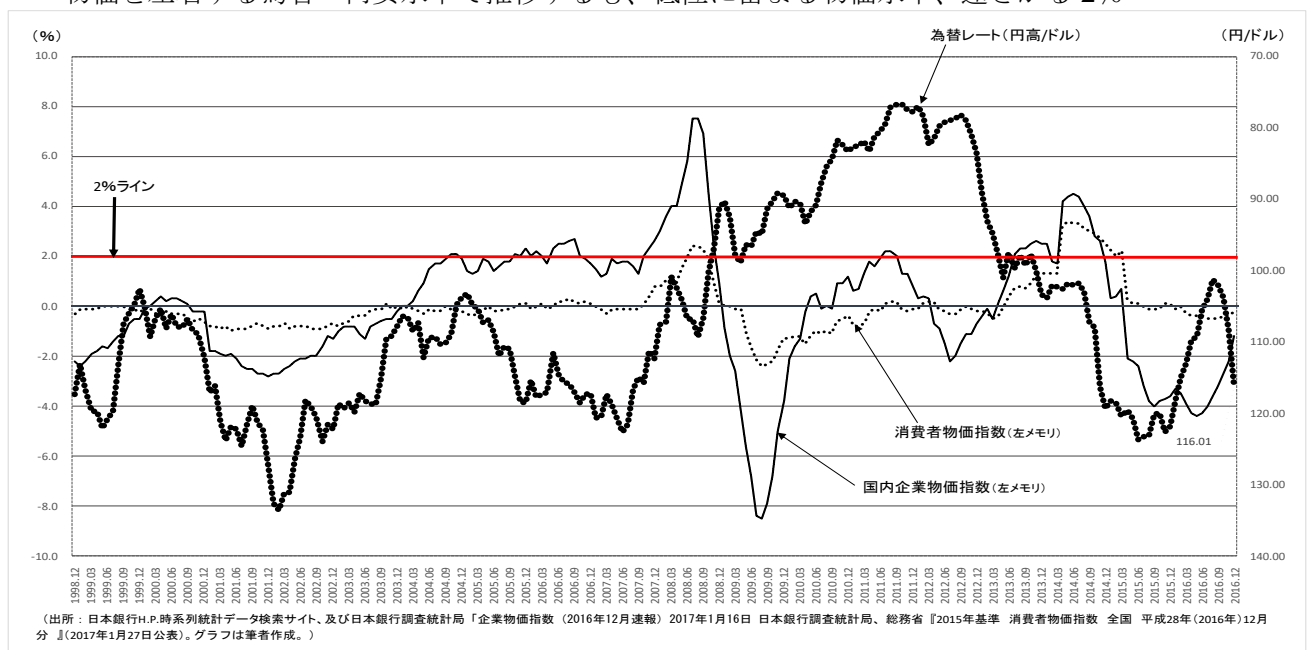
一方、輸出が拡大する局面において為替レートは必ずしも下方トレンドであったわけではない。ただ、2012年以降の円安局面においては、2008年～2009年の世界同時不況・金融不安のような世界経済における大きな混乱時と同様の円高傾向にもかかわらず輸出が急回復するといった状況は見られない。まさに2012年以降は、為替の下落が輸出拡大に寄与したことが比較的明瞭に現れている時期と言えよう。

また、内需では、2009年当時の世界同時不況・金融不安時における落ち込みは別にして、金融緩和の政策効果もあり、住宅投資が比較的堅調と言えよう。無論、消費税導入時における各指標の落ち込みは予想されたものの、それに伴う前倒し需要は住宅投資、民間設備投資、民間最終消費支出に至るまで明確にあったと言える。

一般の問題は、消費支出、民間設備投資、いわゆる内需にあると言えるのではないか。国内総生産に占める割合が大きい消費支出は、依然低迷したままである。住宅投資における堅調さが良い影響を及ぼした形跡もない。公的固定資本形成が下支えになった様子はいかがえる。

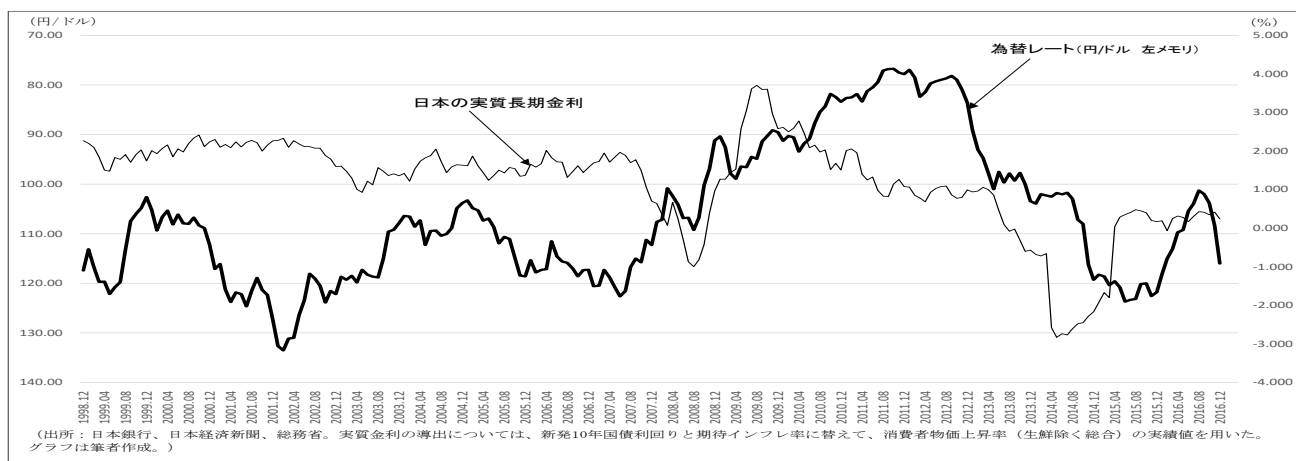
こうしたことから、今後の企業行動を予測するためには、労働分配率、あるいは今後の設備投資動向に対する企業行動を観察することが求められる。さらには、名目賃金の上昇に拍車をかけなければならない段階に来ているのではないかと考える。しかし、いずれにしてもこうした輸出拡大が民間設備投資を誘発しなければ内需は弱いままと言えよう。こうした内需の低迷は果たしてどのような要因で今日のような推移もたらしているのかを、検証する必要がある。

物価を左右する為替～円安水準で推移するも、低位に留まる物価水準、遠ざかる2%～



上図のように近年、消費者物価指数が前年同月比2%を超えたのは、2014年の消費税率を上げたときのみである。より長期的観ても、2008年の世界同時不況時の初期段階に一時2%を超えたことがあった

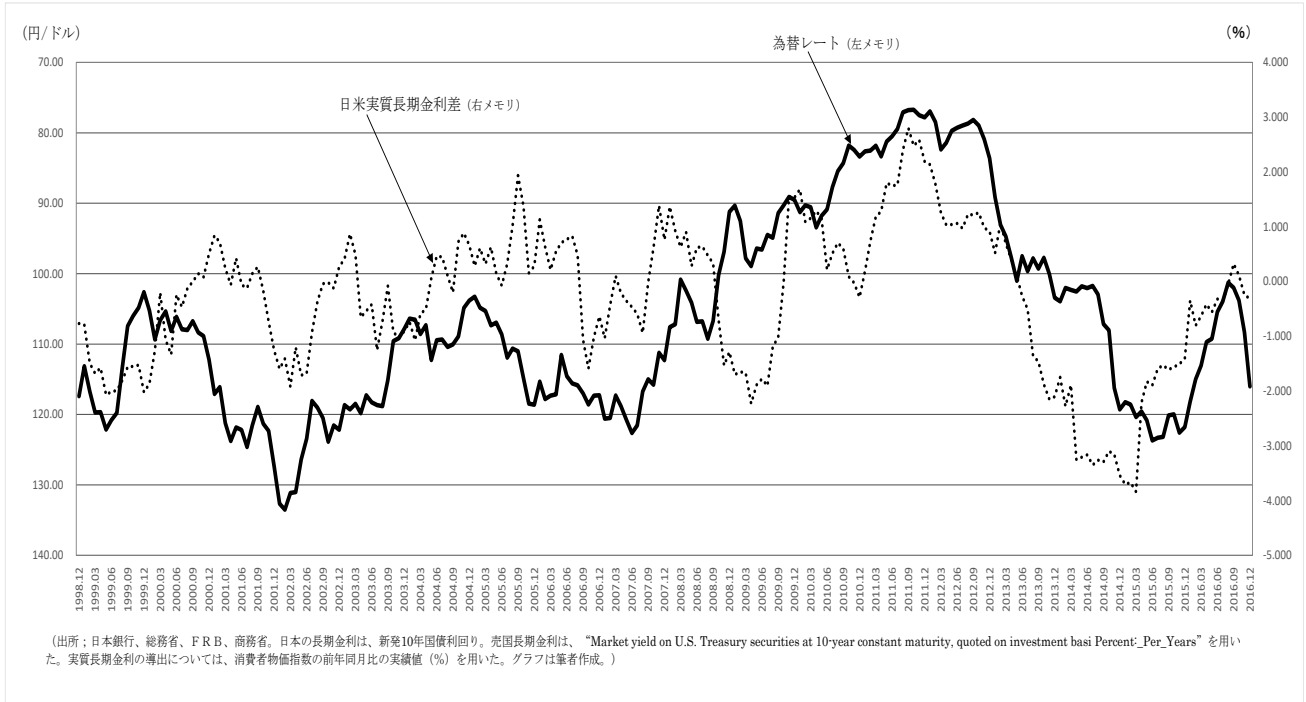
のみである。他の時期においては、概ね0%近辺で推移しており、こうした状況が、実質賃金、あるいは実質金利を高める影響を及ぼしている。物価に対するもう一つの要因である為替については、低位で推移する物価が実質金利を押し上げていると観られる。一方、金利上昇傾向にある米国は2017年に3回の利上げを想定するなど、引き締め政策を加速させるサインを送っている。FRBは既に2008年以降の超低金利からの脱却を図っている。為替動向による物価への影響は不確定要因が多い。しかし、米国の利上げ、財政支出の拡大を想定するなら、当面、円安局面が予想されることになる。こうしたことから、名目金利で為替動向を推し測ることは極めて難しいと言えよう。世界同時不況・金融不安など、国際経済における懸念材料から円が買われている面も否定できない。2010年から2012年にかけて、長期金利の低下にもかかわらず円安にならなかった局面が見受けられるのだが、その後の明確な金融緩和政策により、円レートは大きく低下している。しかし、物価が呼応して上昇に転じた形跡はない。実証的には、円安が輸入物価の上昇を通じて国内物価の上昇をもたらすとは、明確には言えない。日本では、実質長期金利低下局面における明確な円安傾向が2016年には観られたが、金利の低下局面にもかかわらず2011～2013年初頭までは円高になっている。また、円安傾向は、アベノミクス導入以前から既に現れ始めていた。実質長期金利を見る限り、デフレ傾向にある物価が実質金利を押し上げているとも言える。経済のファンダメンタルズから見れば、円高になる要因は強くないものと考ええる。2016年前半の円高は大きく調整されつつあるのではないかと。下図にも見られるよう趨勢的に、実質長期金利が高まらない状況下での円高は予想しづらい。こうした考察から、より明確に為替と連動する金利動向として、日米実質長期金利差(=日本の長期実質金利-米国の長期実質金利)<sup>8</sup>が挙げられよう。同金利差は2012年に入り明確に低下し、円安を招いている。こうしたことから日本の金融緩和以前から円安要因が発生していたと考えるのが妥当ではないか。2016年後半は、米国の金利上昇傾向が喧伝されるなかで明確な円安傾向が観られた。為替動向による物価への影響は限定的なのではないかと考える。米国の利上げや新政権が打ち出す財政支出の拡大を想定するなら、円安局面が予想される。そうした場合、輸入物価の上昇も予想されるが、為替と国内の物価の関係はより詳細な検証を試みる必要がある。実際には、輸入物価が消費者物価に対して大きな影響力を持たないというのが本稿の立場である。国内の物価動向は、輸入物価から受ける影響は小さく、むしろ国内における賃金あるいは生産性に依存していると考えられる。米国の消費者物価は、低位ではあるが、2016年12月から2017年1月にかけて2%台に達している。世界経済においてもデフレーションの傾向が懸念されているが、日本経済ほどその脱却に時間をかけている先進国はないのではないかと。



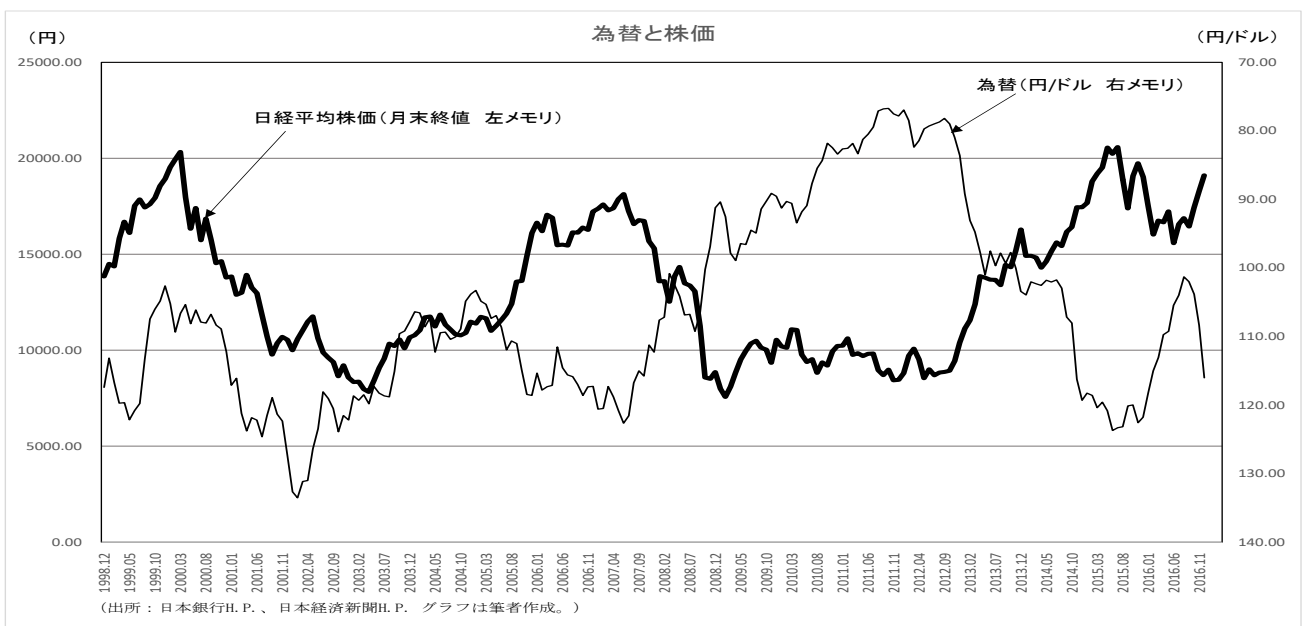
<sup>8</sup> 実質長期金利の算出に当たっては、いずれも入手が困難な期待インフレ率に替え、消費者物価上昇率(前年同月比%)の実績値を用いた。



説明力が高い「日米実質長期金利差」と為替動向



上図のように為替動向は、日米間の実質長期金利に関わる金利平価の説明力が高いのではないかと考えられる。米国金利の上昇をもたらす実質長期金利差<sup>9</sup>の低下は、上昇トレンドにあった円レートを明らかに抑制し、110円/ドルの円安水準にまで引き戻している。まさに円レートの動向は、日米の実質金利差によってかなりの部分が説明されるのではないかと考えられる。こうした状況は、途上国からの深刻な資本流出が円買いにつながらない限り、円安傾向が続くものと考えられる。1980年代の初頭、金利高、ドル高が招いた国際経済の混乱は、やがてプラザ合意へとつながるのであるが、今日の国際経済に鑑みて、当時のような合意形成がなされるかは大いに疑問が残る。



<sup>9</sup> 実質長期金利差 = 「日本の実質金利 (新発 10 年国債利回り - 消費者物価上昇率) - 米国の実質金利 (米国 10 年国債利回り - 消費者物価上昇率)」で求めているため、金利差の拡大は円高に連動する。また、「期待インフレ率」を本来、用いるべきであるが、本稿では実績値を用いている。

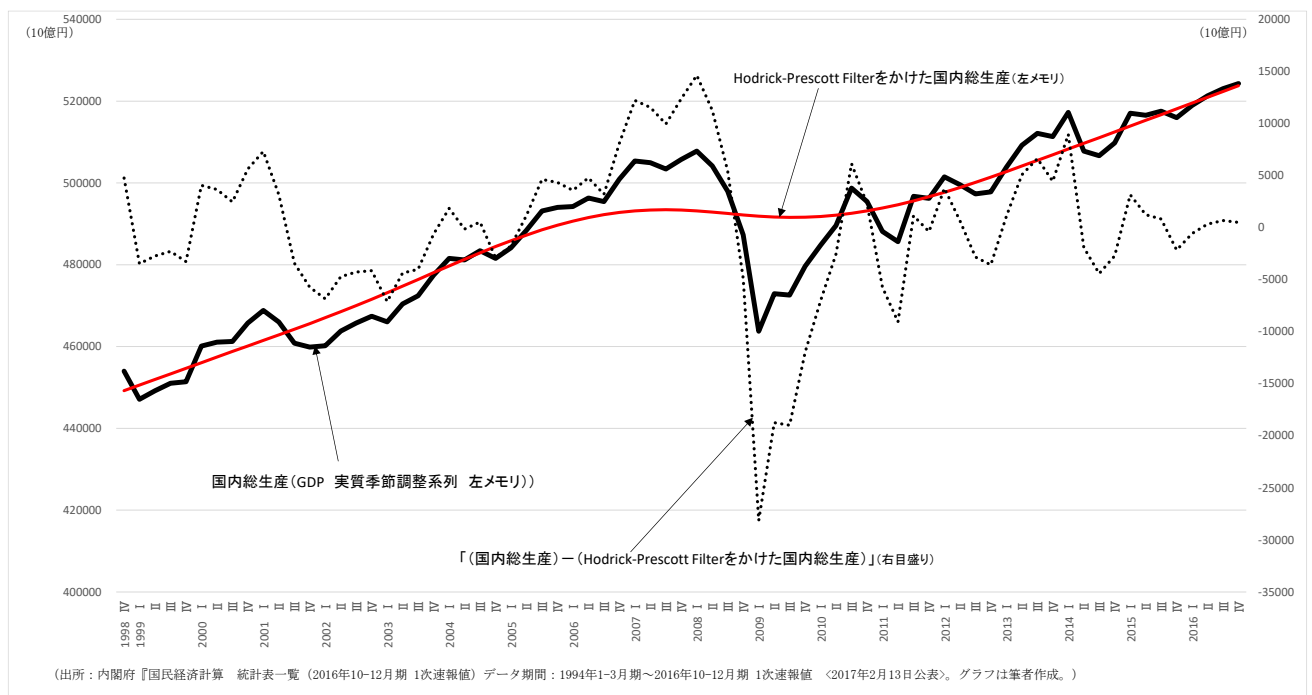
上図のように、長期的な推移から見ると、2016年に至るまで、明らかに為替レートと株高は逆相関にある。円安が、株価水準を全体で押し上げる働きがあるのは否定できない。しかし、一方的な円安トレンドは予想しづらく、やがて円高局面を迎える循環もあろう。むしろ世界同時不況・金融不安後の安全資産とされた結果の円高局面が長かったとも言える。また、バブル期に観られた、いわゆる「資産効果」とされる資産価格の著しい上昇は、現時点では観られない。

### 3. 回帰モデルによる実証分析

#### (1) フィリップス曲線の導出<sup>10</sup>

フィリップスカーブの導出については、まず下記のようにして導出した GDPGAP を用いた<sup>11</sup>。

Hodrick-Prescott Filter<sup>12</sup>によって潜在国内総生産 (GDP) を求めた。この潜在 GDP を用いて、フィリップスカーブを推計した<sup>13</sup>。



GDP ギャップ (GDPGAP) <sup>14</sup>の推計<sup>15</sup>は以下のような方法で求めた。

$$GDPGAP = \frac{GDP_{real} - GDP_{hp}}{GDP_{hp}} \quad GDPGAP : \text{GDP ギャップ、} \quad GDP_{real} : \text{GDP の実績値、}$$

$GDP_{hp}$  : 潜在 GDP に Hodrick-Prescott Filter をかけた数値。

<sup>10</sup> 内閣府 H.P. 「日本経済 2011-2012」 (<http://www5.cao.go.jp/keizai3/2011/1221nk/index.html>) においても同様の方法が取り上げられており、参照した。

<sup>11</sup> 同様の導出方法が、内閣府『平成 24 年度 年次経済財政報告 (経済財政政策担当大臣報告) - 日本経済の復興から発展的創造へ - 平成 24 年 7 月』 (付注 1-6) において取り上げられている。

<sup>12</sup> Hodrick-Prescott Filter については、深尾 [編] (2009) が詳しい。本稿では、同 (2009 p.9) に倣った。

<sup>13</sup> フィリップスカーブの推計については、内閣府内閣府政策統括官室 (経済財政分析担当) 「日本経済 2011-2012 - 震災からの復興と対外面のリスク -」 (平成 23 年 12 月) を参考とした。ただ、期待インフレ率については、実績値を以って代替した。

<sup>14</sup> GDPGAP の算出に伴う元データは、以下いずれも内閣府発表の『国民経済計算 統計一覧 (2016 年 10-12 月期 1 時速報 (2017 年 2 月 13 日公表) による。

<sup>15</sup> 深尾 [編] (2009 pp.15-20) に倣っている。

① **GDPGAP、前期△CPI<sup>16</sup>**を説明変数とした推計。

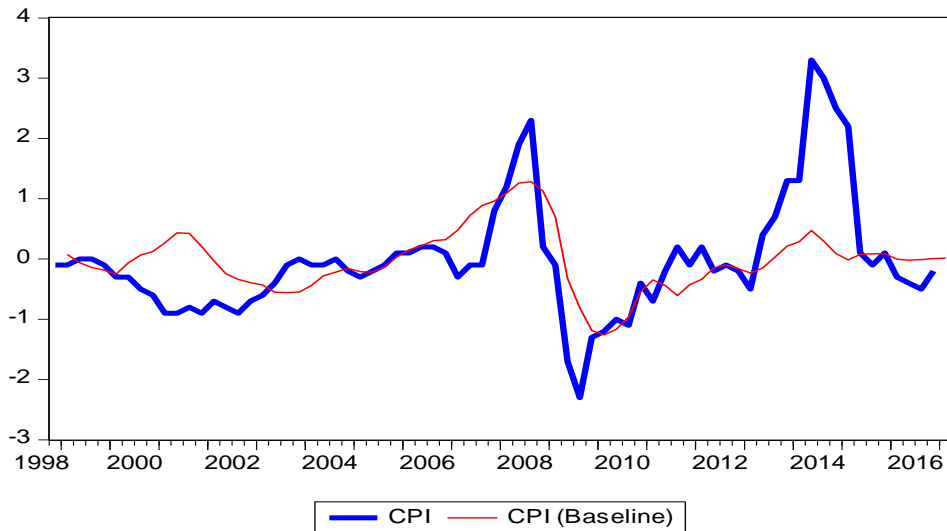
以下、いずれの場合も CPIはいずれも前年同月比 (%) を用いている。

$$\Delta CPI_t = \alpha_1 + \alpha_2 * \log GDPGAP_{t-1} + \alpha_3 * \Delta CPI_{t-1} + \varepsilon_t$$

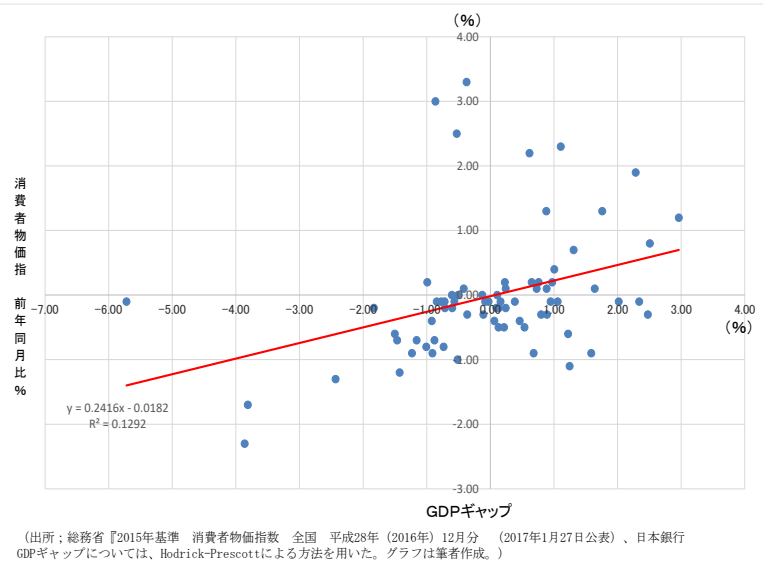
以上から下記の推計結果を得た。( ) 内は t 値。

$$\Delta CPI_t = -0.004672 + 0.147824 * \log GDPGAP_{t-1} + 0.754442 * \Delta CPI_{t-1}$$

(-0.078)      (3.323)                      (11.394)



System: SYS01				
Estimation Method: Least Squares				
Sample: 1999Q1 2016Q4				
Included observations: 72				
Total system (balanced) observations 72				
	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	-0.004672	0.06025	-0.07755	0.9384
C(2)	0.147824	0.044485	3.323041	0.0014
C(3)	0.754442	0.066213	11.39423	0.0000
Determinant residual covariance		0.250403		
Equation: CPI=C(1)+C(2)*GDPGAP(-1)+C(3)*CPI(-1)				
Observations: 72				
R-squared	0.736751	Mean dependent var	-0.0181	
Adjusted R-squared	0.729121	S.D. dependent var	0.9821	
S.E. of regression	0.511165	Sum squared resid	18.0290	
Durbin-Watson stat	1.739223			



上記のような推計結果からは、消費者物価指数の実績値がやや推計ラインを下回っていることが分かる。消費者物価指数の今後の推移は、0%近傍まで上昇したとしても、2%水準の達成は極めて困難であろう。GDPGAPを考慮する限り、物価上昇圧力は小さい。今後、デフレ解消に向けた政策は、やはりこの GDPGAP を高めることこそが求められるということになる。

最終個人消費支出、民間企業設備投資といった内需が増勢に転じるための政策こそが望まれる。金融政策に大きく依存したこれまでの政策のあり方は、ここにきて転換を迫られているとも言えよう。そ

<sup>16</sup> CPI (消費者物価指数) の元データは、以下いずれの場合も総務省『2015年基準 消費者物価指数 全国 平成28年(2016年)12月分 (2017年1月27日公表)』による。

もそも物価とは経済活動によって決定されるものである。消費者が物価上昇期待をもって行動するのは、すでにインフレ傾向が生まれ、あるいはバブル期のような強い上昇トレンドが、経済活動から生まれている時期であろうと考えられる。下段右図も、GDPギャップの拡大に伴って物価上昇率が高まることを示している。

② GDPギャップ (GDPGAP)、完全失業率 (UNEMPLOYMENT)<sup>17</sup>、消費者物価 (CPI (-1)) (前期) を説明変数とした推計。

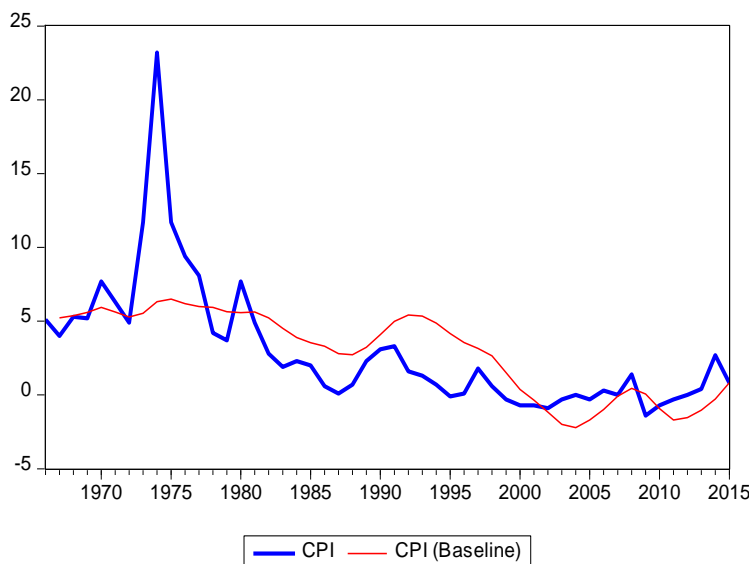
$$\Delta CPI_t = \alpha_1 + \alpha_2 * \log GDPGAP_t + \alpha_3 * UNEMPLOYMENT_t + \alpha_4 * CPI_{t-1} + \varepsilon_t$$

以上から下記の推計結果を得た。( ) 内は t 値。

$$\Delta CPI_t = 4.735105 + 0.107235 * \log GDPGAP_t - 1.145151 * UNEMPLOYMENT_t + 0.56239 * CPI_{t-1}$$

(3.250)            (0.862)                            (-2.988)

(5.033)



	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	4.735105	1.4568	3.250347	0.0022
C(2)	0.107235	0.124421	0.861875	0.3933
C(3)	-1.145151	0.383296	-2.987642	0.0045
C(4)	0.562397	0.111751	5.032588	0.0000
Determinant residual covariance		6.212164		
Equation: CPI=C(1)+C(2)*GDPGAP+C(3)*UNEMPLOYMENT+C(4)*CPI(-1)				
Observations: 49				
R-squared	0.671746	Mean dependent var	2.9204	
Adjusted R-squared	0.649863	S.D. dependent var	4.3954	
S.E. of regression	2.600837	Sum squared resid	304.3960	
Durbin-Watson stat	1.71673			

GDPGAP 及び完全失業率を変数とすると、失業率に関してはマイナスの係数となっており理論的には整合的である。上図のように、1980年代から2000年代初頭まで、1985年のプラザ合意時の円高不況による落ち込みはもちろんだが、消費者物価の実績値は推計値よりも下回っている。このことは、バブル期に資産価格は上昇していたものの、一般物価水準は経済状況に比して極めて良好であったことを示していると言えよう。本来なら、GDPGAPはもとより低い失業率からすれば、物価はさらに高い水準で推移しても不思議ではなかった。一方、2005年以降はむしろ推計値が実績値を下回ることも多くなり、物価の上昇余力が小さくなっていることがうかがわれる。つまり、経済のファンダメンタルズから判断されるのは、物価の上昇力は小さいかもしくは妥当な水準であるということである。

<sup>17</sup> 完全失業率 (季節調整済み) は、以下いずれの場合も総務省『労働力調査 (基本集計) 平成 29 年 (2017 年) 1 月分 (2017 年 3 月 3 日公表)』による。

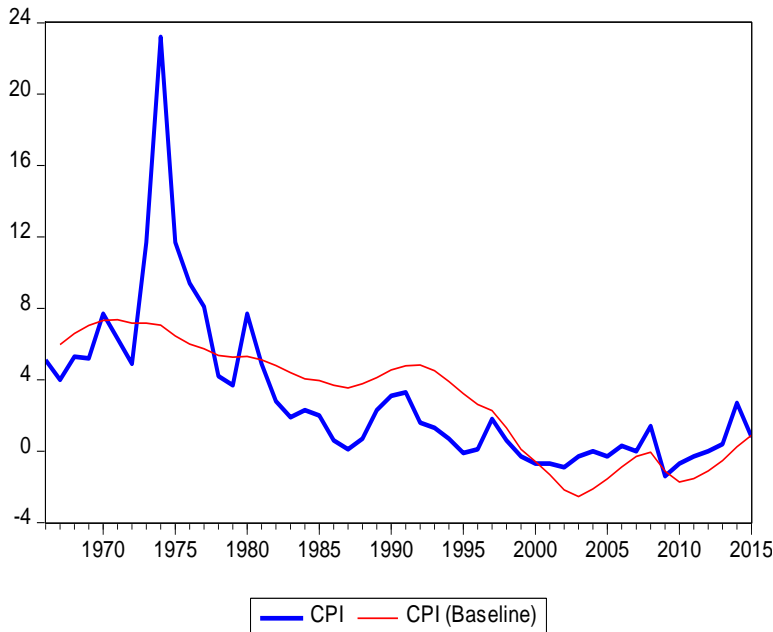
③ 完全失業率 (UNEMPLOYMENT)、前期消費者物価 (CPI (-1)) を説明変数とした推計。

$$\Delta CPI_t = \alpha_1 + \alpha_2 * UNEMPLOYMENT_t + \alpha_3 * \Delta CPI_{t-1} + \varepsilon_t$$

以上から下記の推計結果を得た。( ) 内は t 値。

$$\Delta CPI_t = 4.445075 - 1.08404 * UNEMPLOYMENT_t + 0.576458 * \Delta CPI_{t-1}$$

(3.145)                      (-2.886)    (5.229)



System: UNTITLED				
Estimation Method: Least Squares				
Sample: 1967 2015				
Included observations: 49				
Total system (balanced) observations: 49				
	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	4.445075	1.413434	3.144877	0.0029
C(2)	-1.08404	0.375625	-2.885952	0.0059
C(3)	0.576458	0.110244	5.228919	0.0000
Determinant residual covariance		6.31471		
Equation: CPI=C(1)+C(2)*UNEMPLOYMENT+C(3)*CPI(-1)				
Observations: 49				
R-squared	0.666328	Mean dependent var	2.9204	
Adjusted R-squared	0.65182	S.D. dependent var	4.3954	
S.E. of regression	2.593557	Sum squared resid	309.4208	
Durbin-Watson stat	1.813345			

上記の推計は、失業率と先決説明変数である前期消費者物価指数を用いて推計したものである。GDPGAP を導入しない場合に比べて、2000 年頃から推計値は実績値を下回って推移している。低い失業率にもかかわらず推計値が上昇しないこうした結果は、この推計式では導入していない GDPGAP における数値の引き上げ効果がないためであろう。こうしたことから、雇用が改善しても消費者物価を引き上げる力は小さいと言わざるを得ない。雇用状況がタイトであるにもかかわらず、物価上昇傾向が弱い今日の状況を示している。

以上の結果から、金融政策に伴う更なる需給の改善、失業率の低下を誘引しない限り、消費者物価を引き上げることは困難であろうと結論付けられる。

④ GDP デフレーター を用いた推計。

$$\Delta GDPDEF_t = \alpha_1 + \alpha_2 * PCONS_t + \alpha_3 * PINVEST_t + \varepsilon_t$$

$$\Delta GDPDEF_t = -1.64(E+02) + 6.41204 * \text{Log}(PCONS_t) + 7.411112 * \text{Log}(PINVEST_t) + \varepsilon_t$$

(-5.205)                      (2.117)    (4.046)

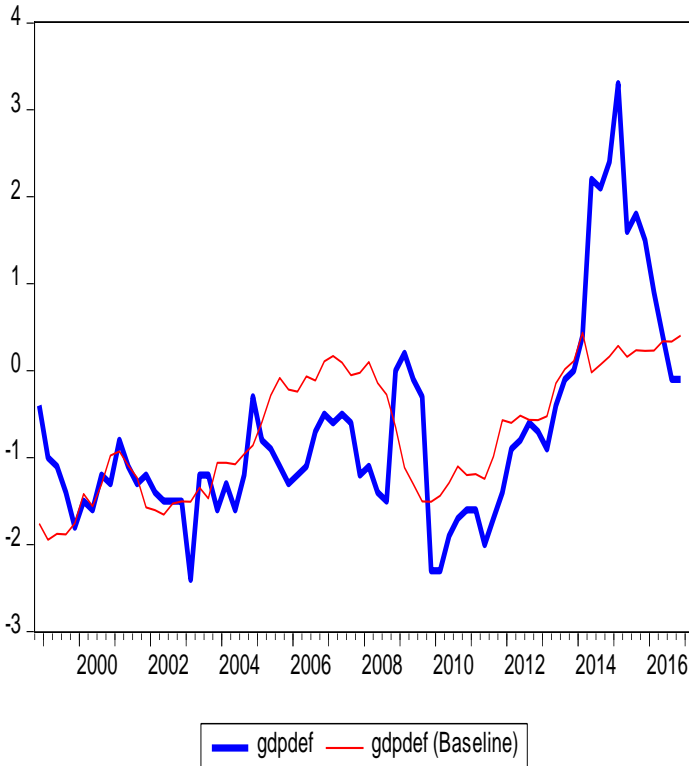
GDPDEF : GDP デフレーター<sup>18</sup>

<sup>18</sup> 内閣府『国民経済計算』による。

PCONS : 民間最終消費支出<sup>19</sup>

PINVEST : 民間企業設備投資<sup>20</sup>

消費税導入時の著しい上昇期以外は、最終個人消費支出及び民間設備投資の内需が GDP デフレーターの一の動きをよく説明している。やはりここでも、GDPGAP が物価動向を決定していると言える。また、推計値の水準に鑑みると、2%の物価上昇率達成にはやはりほど遠いと言わざるを得ない。



System: SYS01				
Estimation Method: Least Squares				
Sample: 1998Q4 2016Q4				
Included observations: 73				
Total system (balanced) observations: 73				
	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	-1.64E+02	3.15E+01	-5.205228	0.0000
C(2)	6.41204	3.03E+00	2.11728	0.0378
C(3)	7.411112	1.83177	4.045875	0.0001
Determinant residual covariance		0.79665		
Equation: GDPDEF=C(1)+C(2)*LOG(PCONS)+C(3)*LOG(PINVEST)				
Observations: 73				
R-squared	0.386847	Mean dependent var		-0.7068
Adjusted R-squared	0.369329	S.D. dependent var		1.1477
S.E. of regression	0.911478	Sum squared resid		58.1554

デフレーションの解消は困難である。しかし、目指すべきは需要サイドからの明確な回復であろう。財政政策であれ、金融政策であれ、その目標は、国内需要の回復にこそ置かれるべきである。その結果として物価は、デフレーションの解消ともいえるべき上昇基調に転じよう。この推計からも、政策目標はまさに、第一義的に需要面のテコ入れに置かれるべきであると言えよう。

## (2) 為替レートの推計

下記の式で為替を推計した。分析は、世界同時不況・金融不安後の 2010 年以降について行っている。実質金利差からすると、推計値は 110 円/ドル近辺での推移となっている。

$$EXCH_t = \alpha_1 + \alpha_2 * (REAL\_JINTER - USINTER)_t + \alpha_3 * EXCH_{t-2} + \varepsilon_t$$

EXCH : 名目為替レート

REAL\_JINTER - USINTER : 日米実質長期金利差

<sup>19</sup> 内閣府『国民経済計算』による。

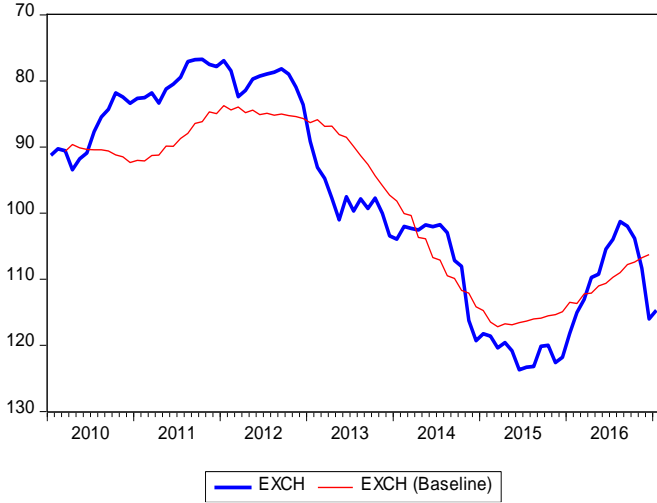
<sup>20</sup> 内閣府『国民経済計算』による。

EXCH(-2) : 2期前名目為替レート

$$EXCH = 12.39157 - 1.210475 * (REAL\_JINTER - USINTER) + 0.872814 * EXCH(-2)$$

(3.292)      (-3.595)      (22.048)

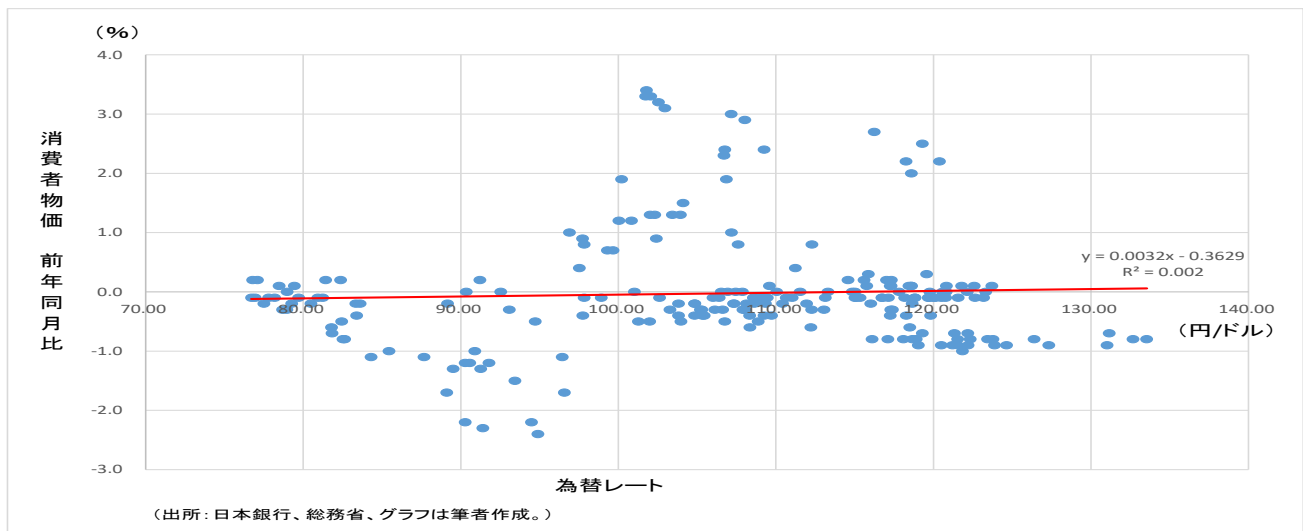
日米実質金利差が大きくなると、為替レートの数値が小さくなる（通貨高）結果となっており、理論的には整合的である。



System: SYS01				
Estimation Method: Least Squares				
Sample: 2010M03 2016M12				
Included observations: 82				
Total system (balanced) observations 82				
	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	12.39157	3.76457	3.291629	0.0015
C(2)	-1.210475	0.336753	-3.59455	0.0006
C(3)	0.872814	0.039587	22.04814	0.0000
Determinant residual covariance		12.68681		
Equation: EXCH=C(1)+C(2)*REAL_JINTER_USINTER+C(3)*EXCH(-2)				
Observations: 82				
R-squared	0.944772	Mean dependent va	97.3910	
Adjusted R	0.943374	S.D. dependent var	15.2497	
S.E. of regr	3.628855	Sum squared resid	1040.3190	
Durbin-Wat	0.539327			

為替レートは極めて円安水準で推移していると言えよう。その下落の仕方は、推計値を下回る下落となっている。輸出を支えると観られるこうした円安傾向は、推計式にもあるように、米国の金利動向にも左右される。また、円安は、輸入物価高を通してデフレーションの解消につながるのか、あるいは実質所得の下落を通して消費の回復力を弱めるのか、その判断は難しい。為替の影響については、輸入品のウェイト付け、為替レートの変動、相手国の経済状況などで変化するため、慎重な判断が不可欠である。少なくとも、円高による輸入物価の下落を通してデフレーションが進行したといった短絡的な結論は回避されるべきであろう。輸入あるいは輸出を通して、どのように国内経済が変動したかが重要であると考えられる。仮に円高によって輸入物価が下落しても、その輸入品を用いた経済活動が旺盛であれば、必ずしも物価の下落にはつながらずすべきであろう。そうしたことを下図は示している。

明示的な相関関係が極めて小さい為替レートと消費者物価指数（前年同月比）





**(3) 長期金利の推計**～テーラールールの長期金利における試み～

名目金利の推計<sup>21</sup>については、多くの文献において論じられているが、本稿では導出を重視して内閣府「日本経済 2010-2011」及び貞廣（2005）<sup>22</sup>を参考とした。本稿での特異点は、政策金利としての位置づけが大きくなっている長期金利への応用を試みたことにある。本来、長期金利は市場で決定される。コールレートが、本来、誘導目標を通して用いられる政策金利であることは言うまでもない。ただ今般、日銀は長期金利を安定させることを政策目標としている<sup>23</sup>。こうしたことから、以下のような長期金利の推計式を試みた。目標インフレ率は2%とした。

$$INTEREST_t = \alpha_1 INTEREST_{t-1} + \alpha_2 * GDPGAP_{t-1} + \alpha_3 * (2 - CPI_{t-1}) + \varepsilon_t$$

INTEREST<sub>t</sub> : 新発 10 年国債利回り

GDPGAP<sub>t</sub> : GDP ギャップ

CPI<sub>t</sub> : 消費者物価指数 (前年同月比 %)

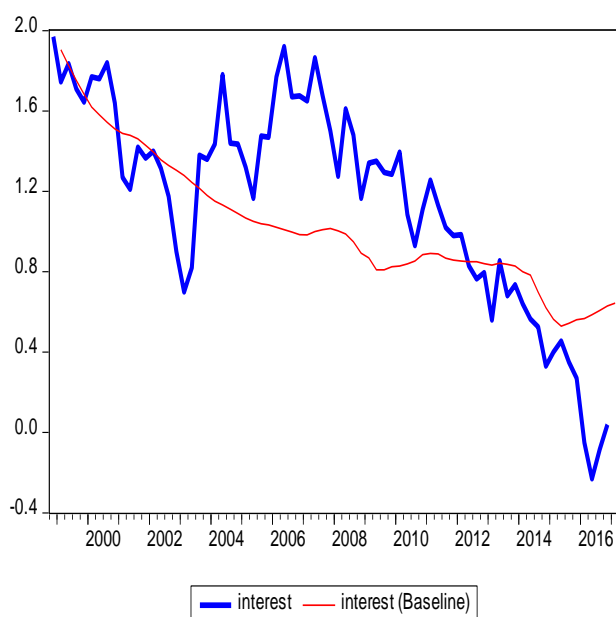
$$INTEREST_t = 0.936093 * INTEREST_{t-1} + 0.009713 * GDPGAP_{t-1}$$

(26.023)

(0.5999)

$$+ 0.024204 * (2 - CPI_{t-1}) + \varepsilon_t$$

(1.164)



System: SYS01				
Estimation Method: Least Squares				
Sample: 1999Q1 2016Q4				
Included observations: 72				
Total system (balanced) observations: 72				
	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	0.936093	0.035972	26.02316	0.0000
C(2)	0.009713	0.016191	0.599932	0.5505
C(3)	0.024204	0.020797	1.163808	0.2485
Determinant residual covariance		0.032159		
Equation: INTEREST=C(1)*INTEREST(-1)+C(2)*GDPGAP(-1)+C(3)*(2-CPI(-1))				
Observations: 72				
R-squared	0.87939	Mean dependent var	1.1476	
Adjusted R-squared	0.875894	S.D. dependent var	0.5200	
S.E. of regression	0.183188	Sum squared resid	2.3155	
Durbin-Watson stat	2.001411			

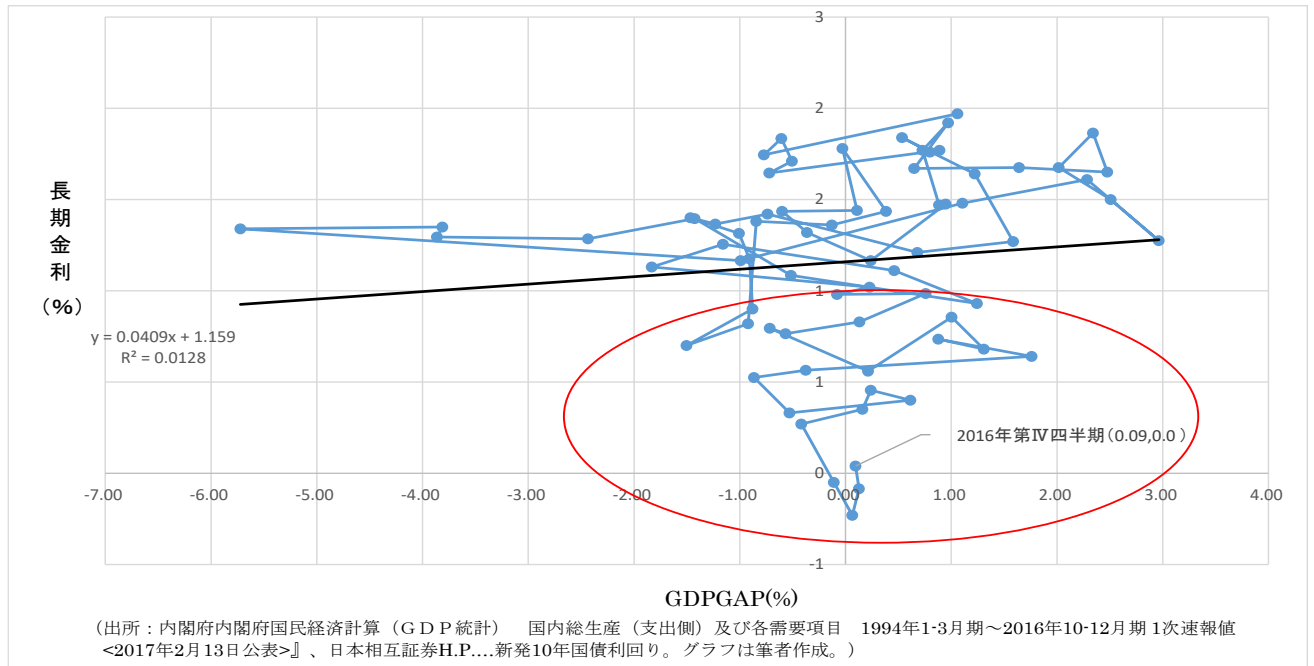
<sup>21</sup> 内閣府『日本経済 2010-2011』を参考にしているが、同文献では名目金利の推計において、実質金利には実質潜在成長率を用いている。フィッシャー方程式は、本来短期金利を用いた政策金利の決定について説明している。

<sup>22</sup> 貞廣（2005 pp.249-250）では、物価予想、GDPGAPを用いて、コールレートを推計している。

<sup>23</sup> 2017年2月3日（金）、日本銀行は長期金利の安定化を目指して「指値買い」を実施した。



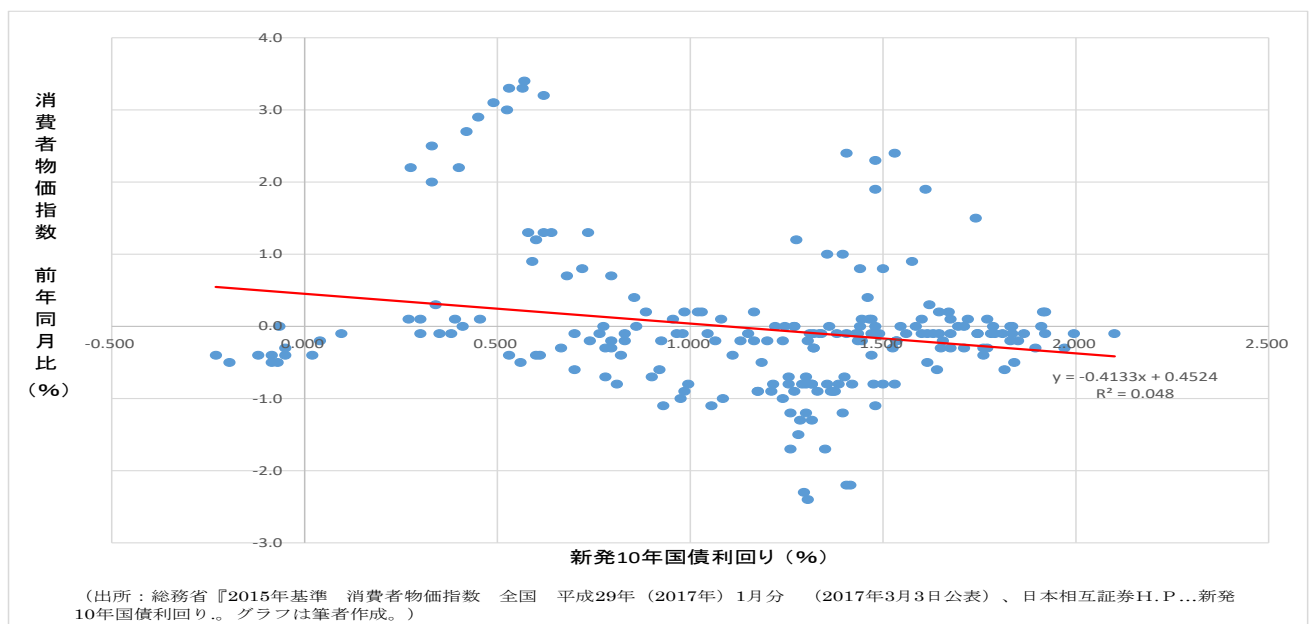
GDPGAPを説明変数に長期金利を推計すると、上図のように明らかに長期金利は下がり過ぎている。また、下図のような相関図を作成しても、現在の長期金利が極めて低い水準に達していることが分かる。まさに金融政策における問題点を示していると言えよう。



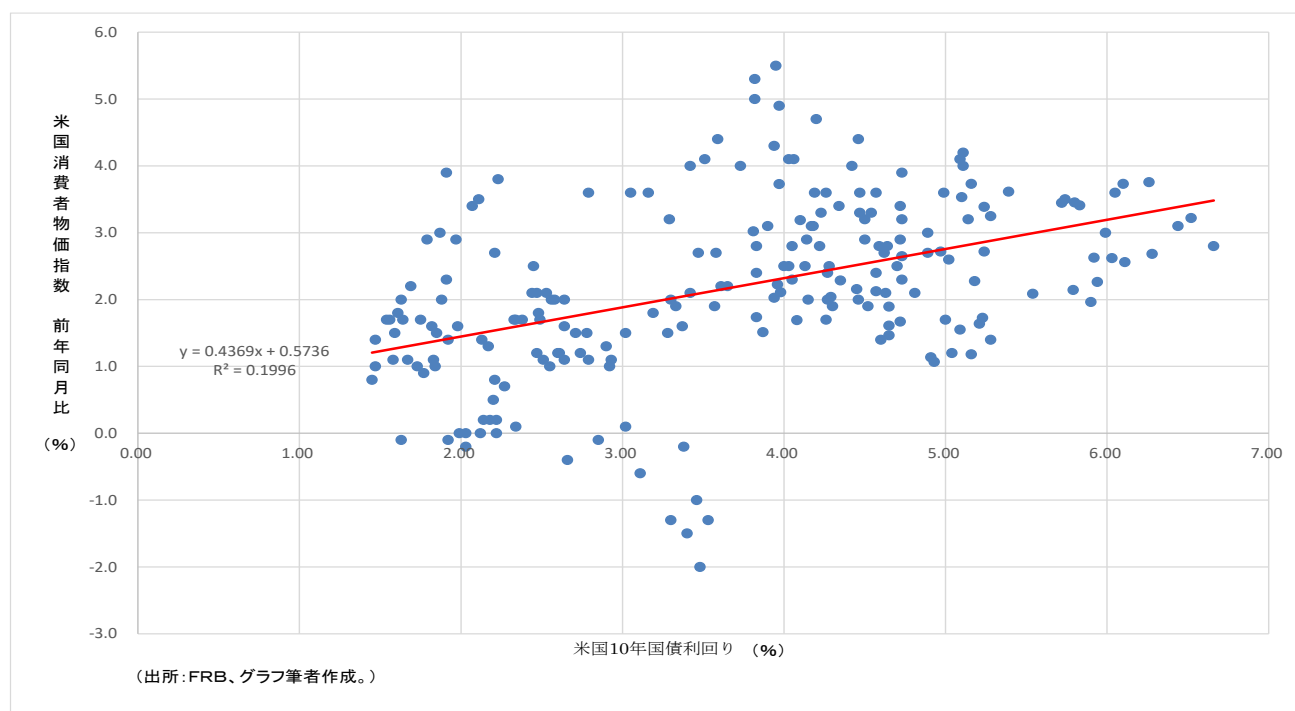
#### (4) 長期金利と消費者物価指数～日米比較で際立つ日本の状況～

日本の消費者物価指数と長期金利は緩やかな逆相関係となつている。本来ならば、インフレ率の上昇に伴って金利は上昇し、逆にインフレ率の低下と共に金利は下落するものと考えられる。ところが下図はそうした結果にはなっていない。ここにも、日本の長期金利の水準と消費者物価指数の関係が、本来の姿を失っていることが示されている。その次の図のように、米国では明確な順相関になっていることと対比される。

《日本》



《米国》



(5) 消費支出の推計<sup>24</sup>

① 実質賃金、金融資産、長期金利による推計。

$$\begin{aligned} \text{LOG}(\text{CONS}_t) = & \alpha_1 + \alpha_2 * \text{LOG}(\text{REALWAGE}) + \alpha_3 * \text{LOG}(\text{HMONEYSTOCK}) \\ & + \alpha_4 * \text{INTEREST} + \varepsilon_t \end{aligned}$$

CONS : 民間最終消費支出

REALWAGE : 実質所得

HMONEYSTOCK : 個人金融資産

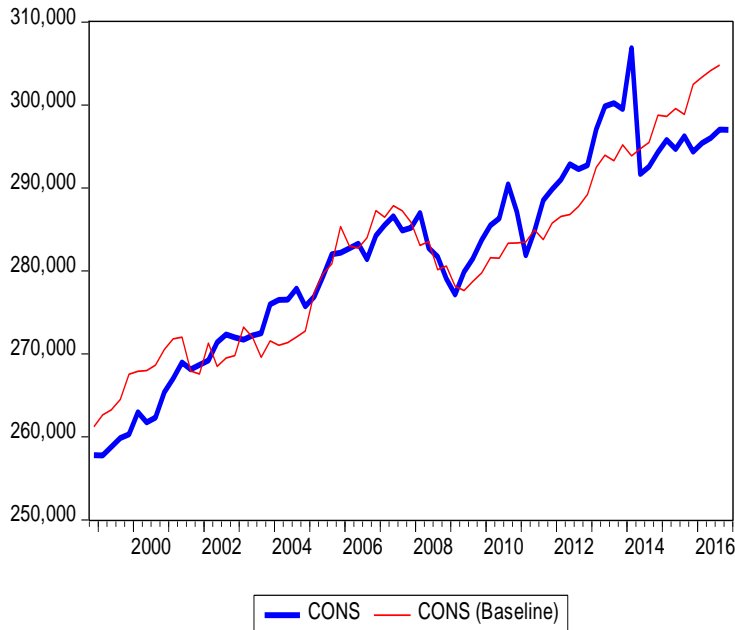
INTEREST : 長期金利

上記推計式の推計結果は、下記のようになった。( )内は t 値。

$$\begin{aligned} \text{LOG}(\text{CONS}_t) = & 1.360231 + 0.453939 * \text{LOG}(\text{REALWAFGE}) \\ & (1.018) \quad (3.290) \\ & + 0.336064 * \text{LOG}(\text{HMONEYSTOCK}) - 0.012313 * \text{INTEREST} \\ & (7.761) \quad (-2.503) \end{aligned}$$

推計結果については、名目金利の係数がマイナスとなっており、理論に対して整合的と言えよう。

<sup>24</sup> 内閣府政策統括官（経済財政分析担当）『日本経済 2013-2014—デフレ脱却への闘い、次なるステージへ—』（平成 25 年 12 月）を参照している。ただ本推計では、同文献が導入している「60 歳以上人口比率」は利用せず、名目長期金利（新発 10 年国債利回り）を導入した。



	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
System: SYS01				
Estimation Method: Least Squares				
Sample: 1998Q4 2016Q3				
Included observations: 72				
Total system (balanced) observations: 72				
C(1)	1.360231	1.335807	1.018285	0.3122
C(2)	0.453839	0.137862	3.290919	0.0016
C(3)	0.336064	0.0493	7.761353	0.0000
C(4)	-0.012313	0.004919	-2.503404	0.0147
Determinant residual covariance	0.000238			
Equation: LOG(CONS)=C(1)+C(2)*LOG-REALWAGE+C(3)*LOG(HMONEYSTOCK)+C(4)*INTEREST				
Observations: 72				
R-squared	0.86674	Mean dependent var	12.5469	
Adjusted R-squared	0.860861	S.D. dependent var	0.0426	
S.E. of regression	0.015875	Sum squared resid	0.0171	
Durbin-Watson stat	0.486542			

消費税率を上げた 2014 年以降について、民間最終消費支出の推計値が実績値を上回っているのが特徴と言えよう。2008 年の世界同時不況・金融不安後は、概ね実績値が上回っているにもかかわらず、消費税率アップ後の消費支出の不振が観られる。何よりも、実績値に見る限り、マイナス金利の効果は消費に関する限りなかったと言えよう。消費税率の引き上げが大きく消費を押し下げたことは否めない。消費支出に限定するならば、その押し下げ効果は、2008 年の世界同時不況・金融不安や 2011 年の東日本大震災よりも大きかったと言えるのではないか。また、その後の回復力についても、V 字型の上昇トレンドに戻る事が出来ないでいる様子が見られる。

## ②労働分配率、金融資産、長期金利による推計

$$\text{LOG}(\text{CONS}_t) = \alpha_1 + \alpha_2 * \text{LADISTRI} + \alpha_3 * \text{LOG}(\text{HMONEYSTOCK}) \\ + \alpha_4 * \text{INTEREST} + \varepsilon_t$$

以下のような推計結果を得た。( ) 内は t 値

$$\text{LOG}(\text{CONS}_t) = 0.444297 * \text{LADISTRI} + 0.652834 * \text{LOG}(\text{HMONEYSTOCK}) \\ (6.362) \quad (39.942) \\ -0.00294 * \text{INTEREST} \\ (-0.494507)$$

CONS : 民間最終消費支出

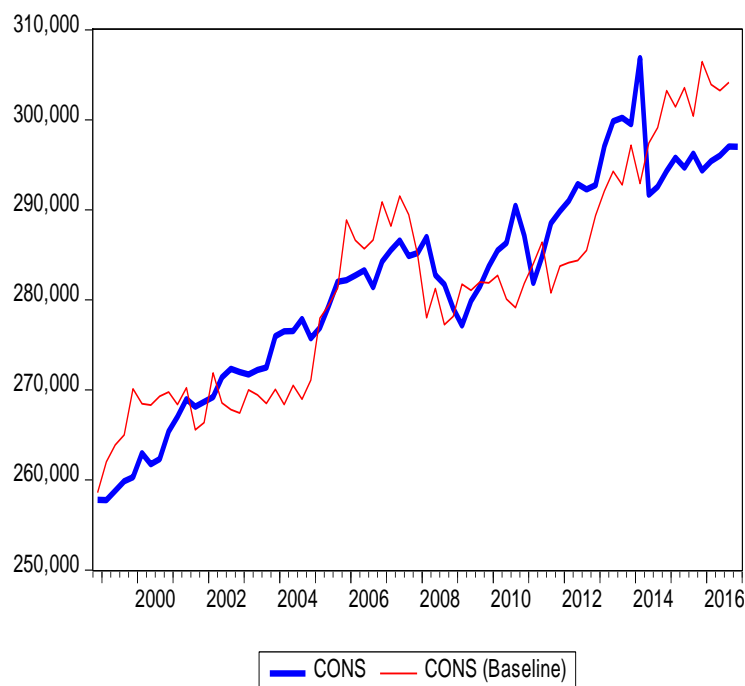
REALWAGE : 実質所得

HMONEYSTOCK : 個人金融資産

INTEREST : 長期金利

上記推計式の推計結果は、下記のようになった。( ) 内は t 値。

推計結果については、名目金利の係数がマイナスとなっており、理論に対して整合的と言えよう。



System: SYS01				
Estimation Method: Least Squares				
Sample: 1998Q4 2016Q3				
Included observations: 72				
Total system (balanced) observations 72				
	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	0.444297	0.068834	6.36215	0.0000
C(2)	0.652834	0.016344	39.94237	0.0000
C(3)	-0.002949	0.005863	-0.494507	0.6225
Determinant residual covariance		0.000404		
Equation: LOG(CONS)=C(1)*LOG(LADISTR)+C(2)*LOG(HMONEYSTOCK)+C(3)*INTEREST				
Observations: 72				
R-squared	0.773948	Mean dependent var	12.5469	
Adjusted R-squared	0.767396	S.D. dependent var	0.0426	
S.E. of regression	0.020526	Sum squared resid	0.0291	
Durbin-Watson stat	0.608809			

労働分配率を用いた推計でも、ほぼ同様の結果を得た。2008年の世界同時不況・金融不安や2011年の東日本大震災においては、ほぼ推計結果と同じ水準にあるも、消費税率引き上げ後の民間最終消費支出の動向は、回復に向けたトレンドが弱いことが懸念される。

いずれにしても、実質賃金、労働分配率の向上が不可欠であろう。こうした2つの要因を満たすのは、やはり名目賃金あるいは賃金率を押し上げることが望まれるのではないかと。これによって消費マインドの改善を促し、停滞感のある消費を活性化することが喫緊の課題であろう。

### おわりに

本稿においては、景気の低迷に関する重要な要因として消費動向に焦点を当てた。消費動向に限らず、マクロ経済の諸問題に対し、今般マイクロデータからのアプローチが行われていることに対する評価については、今後の課題としたい。データの集積が日々可能になり、より詳細なデータの集積による分析は、今後の研究の一つの方向性と言えよう。もっとも、筆者は、「合成の誤謬」という考え方も排除できない。マクロ経済の動きは、必ずしもマイクロデータの集積のなす運動ではないのではないかとその思いもある。マイクロ経済データ自体に、マクロ経済を説明する限界は存在しないのかとの問題点については、筆者においては未解決の課題となっている。これまでに蓄積されてきたマクロ経済における時系列データに全く問題点がなかったとは考えない。少なくとも現時点では、そうしたデータを用いながらマクロ経済の動きを慎重に検証していくことしかないのではないかと考えている。分析手法もさることながら、果たしてどのような検証が、経済活動の考察に寄与するものなのか、果たしない問いであるとする。

「消費はなぜ低迷しているのか」という基本的な問いに対し、筆者は、所得面からのアプローチを試み

た。今日の課題として、雇用形態が抱える問題点も重視している。ただ、本稿では所得を取り巻く環境がどのようにマクロ経済における事象となっているかについての要因分析に重点を置いた。そこでは、政策がもたらす問題点を睨みながら、デフレ脱却に向けた金融政策と実質賃金の問題、労働分配率等を中心的な概念として重視した。また、「期待」という概念にも注目しているが、本稿においては明示的に取り上げることは困難だった。この「期待」という概念をどのように理解し、取り扱うかについては、今後の大きな課題である。

他方、企業業績を取り上げたミクロ的なアプローチの必要性も認識している。ただこの方法の場合、多岐にわたるマイクロデータからの取捨選択が極めて困難なのではないかとも考える。言わば、サンプルの抽出を行うとき、いかに恣意性を排除すればよいのかという大きな課題が残る。こうした場合、極めて限定的な条件の下で考察することが望まれるのではないかとも考えている。

また、長期、短期の扱い方も問題点として残している。本稿では、比較的長期を扱った。短期的な動きを重視するのか、長期的な推移を重視するのかという問題に答えるは難しい。政策対応は比較的短期であろうし、歴史的な意義を探るには、やはり長期的な分析が不可欠であろう。この点は、論文で取り上げる中心的なテーマにも左右されよう。

また、予測不可能な事態についても残された課題としている。もっとも、いかなる経済事象も予測を超えたものがあることについては認識している。その意味で、2008年～2009年の世界同時不況・金融不安、2011年の東日本大震災を時系列分析の中でどう扱うかは、最後まで課題として残った。しかし、今日の経済状況もまたこうした大きな出来事の影響を受けているのであり、そのため、推計を行うに際して時系列データをそのまま利用することとし、そうした事態が発生した時点でのデータを排除してはいない。

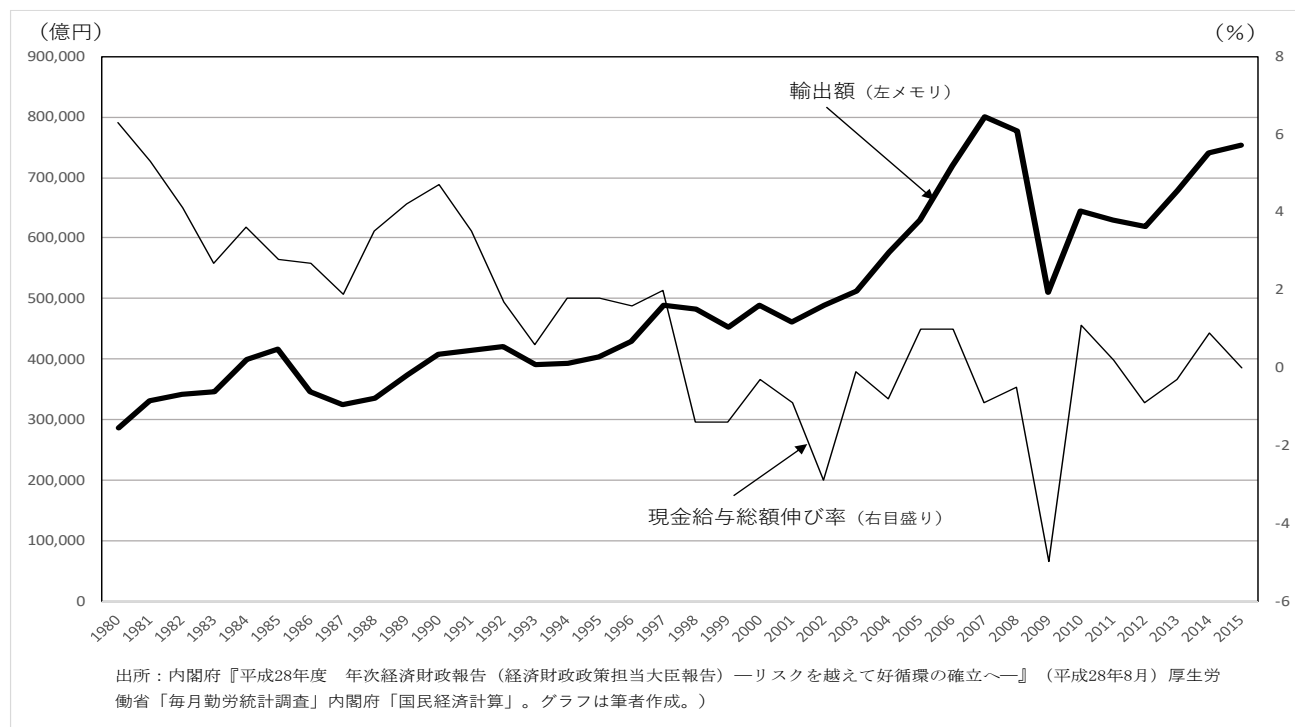
加えて、社会構造の変化に伴う新たな理論モデルの開発も求められよう。これまでの財政金融政策を超えた新たな政策課題も存在するように思われる。こうした場合、財政金融政策は、これまでの経験を活かし、求められる新たな政策における支えともなるのではないかと考える。そういった意味からも、さまざまな経済データの有機的な組み合わせの中で、様々な視点から実体経済を考察していくしかないであろう。

果敢な金融政策にも限界が取りざたされる今日、財政政策への新たな視点からの期待もある。しかし、政策の背景となっている社会は、その実多くの課題を抱えているが故に、そうした政策の導入にも慎重でなければならないだろう。今日の日本経済が抱える問題点の本質はどこにあるのか、専門性と多面性が求められる極めて複雑かつ対応が難しい課題であると考えられる。政策への過信こそ戒められるべきであろう。

【補論】

【補論-1】 貿易と賃金の関係について (田中 鮎夢 p.45)

マクロベースで輸出と賃金動向を長期的な時系列で比較対照してみた。1980年以降については、2008年～2009年の世界同時不況・金融不安時以外は明確な関連はないように思われる。輸出は長期トレンドを取り戻しつつあるが、現金給与総額の推移は0%以下、もしくは0%ラインを挟む動きとなっている。



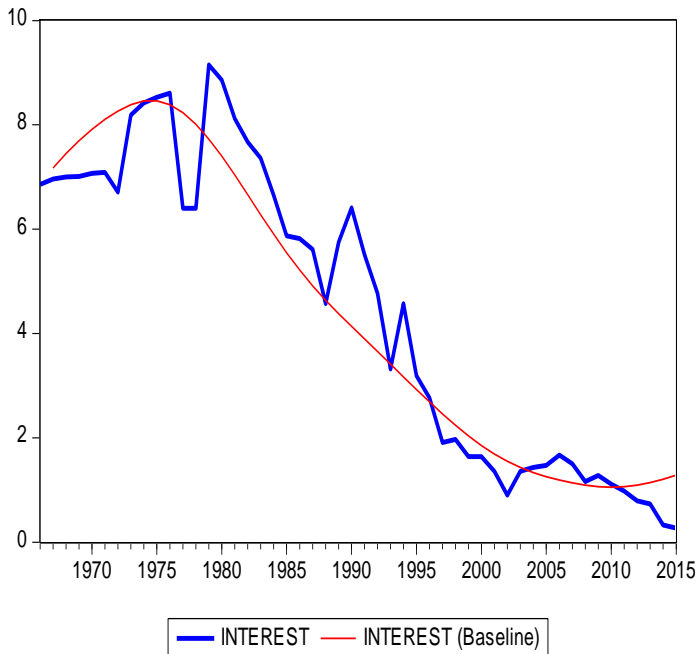
【補論-2】 名目長期金利の推計<sup>25</sup>

$$INTEREST_t = \alpha_1 + \alpha_2 * REALINTEREST_{t-1} + \alpha_3 * CPI_{t-1} + \alpha_4 INTEREST_{t-1} + \varepsilon_t$$

名目金利を  $INTEREST_t$  とし、 $REALINTEREST_t$  には、内閣府『日本経済 2010年-2011年』に倣って、実質潜在成長率で代替させた。ただ本稿では、 $CPI$  は実績値（前期）を用いており、やはり Hodrick-Prescott Filter をかけている。また  $REALINTEREST_t$  として用いる年実質潜在成長率は、実質成長率に Hodrick-Prescott Filter かけて求めた。（ ）内は  $t$  値。

$$\begin{aligned}
 INTEREST_t = & 0.132834 + 0.075697 * REALINTEREST_{t-1} + 0.111542 * CPI_{t-1} \\
 & (0.620) \qquad (0.912) \qquad (1.831) \\
 & + 0.817616 * INTEREST_{t-1} + \varepsilon_t \\
 & (11.824)
 \end{aligned}$$

<sup>25</sup> 内閣府政策統括官室（経済財政分析担当）『日本経済 2010年-2011年—景気「再起動」の条件—冬来たりなば、春遠からじ。If Winter comes, can Spring be far behind?—P. B. Shelley』（平成 22年 12月）による。

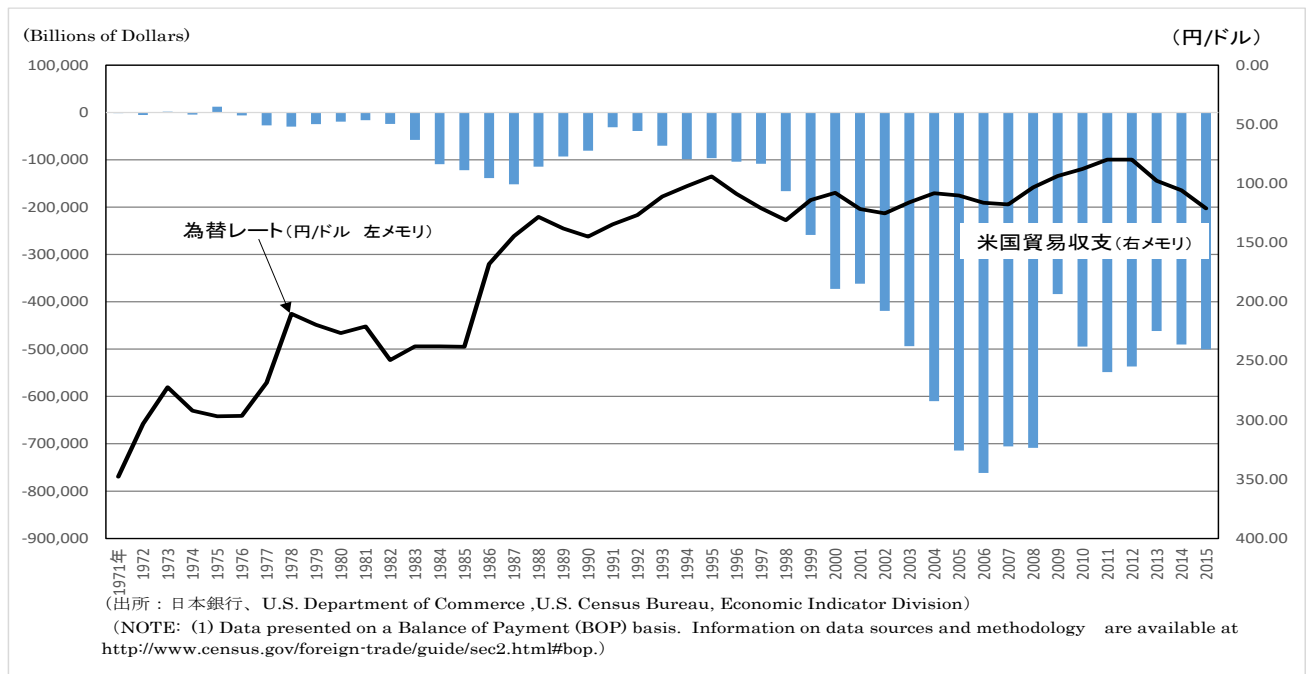


System: SYS01				
Estimation Method: Least Squares				
Sample: 1967 2015				
Included observations: 49				
Total system (balanced) observations 49				
	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	0.132834	0.214141	0.620309	0.5382
C(2)	0.075697	0.083018	0.911809	0.3667
C(3)	0.111542	0.060904	1.831432	0.0737
C(4)	0.817616	0.069148	11.82409	0.0000
Determinant residual covariance		0.480598		
Equation: INTEREST=C(1)+C(2)*REALINTEREST+C(3)*HPCPI+C(4)*INTEREST(-1)				
Observations: 49				
R-squared	0.942041	Mean dependent var	4.4459	
Adjusted R-squared	0.938177	S.D. dependent var	2.9084	
S.E. of regression	0.723407	Sum squared resid	23.5493	
Durbin-Watson stat	2.127766			

日本の名目長期金利は1980年代から1990年代の半ばまで、おおむね推計値を上回る高い水準にあったと言える。しかし、1990年代の後半から2003年にかけて、あるいは2010年以降は、長期金利が推計値を下回る状況が観られる。1990年代後半からは明確な景気の低迷期であり、また2010年以降は、景気はもとより積極的な金融緩和の影響が表れているものと観られる。

【註】

【註-1】 米国からみた為替動向～貿易赤字の水準から、予想しづらい長期的なドル高～



上図が示すところは、米国の貿易収支赤字が縮小しない限り、円安ドル高は想定しづらいという点ではないか。米国における金融政策における金融引き締め、財政政策における拡張政策といった政策による為替の変動が短期的にはあったとしても、上図が示すようなファンダメンタルズから判断するなら、少なくとも長期的な円安ドル高は予想しづらい。

## 参 考 文 献

- (1) 伊藤 正直・藤井 史郎  
2011 『21世紀への挑戦 2 グローバル化・金融危機・地域再生』日本経済評論社。
- (2) 祝迫 得夫・岡田 恵子  
2009 「日本経済における消費と貯蓄－1980年代以降の概観」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。pp.33-58
- (3) 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。
- (4) 大西 一成  
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。
- (5) 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。
- (6) 小塩 隆士・田近 栄治・府川 哲夫[編]  
2006 『日本の所得分配 格差拡大と政策の役割』東京大学出版会。
- (7) 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。  
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。
- (8) 加藤 涼  
2007 『現代マクロ経済学講義』東洋経済新報社。
- (9) 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－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。
- (10) 清田 耕造  
2015 『拡大する直接投資と日本企業』NTT出版
- (11) 櫻井 宏二郎  
2009 「労働供給, 労働需要, 技術進歩と経済成長」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。pp.209-250



- (12) 貞廣 彰  
2005 『戦後日本のマクロ経済分析』 東洋経済新報社。
- (13) 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。
- (14) 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。
- (15) 田中 鮎夢  
2015 『新々貿易理論とは何か ー企業の異質性と21世紀の国際経済ー』 ミネルヴァ書房。
- (16) 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。
- (17) 内閣府  
2014 『平成26年度年次経済財政報告ーよみがえる日本経済、広がる可能性ー』 2014年7月25日。  
2006 『平成18年度年次経済財政報告ー成長条件が復元し、新たな成長を目指す日本経済ー』 2006年7月18日。
- (18) 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。
- (19) 中村 保  
2014 『神戸大学経済学叢書第21輯 所得格差のマクロ動学分析』 勁草書房。
- (20) 浜田宏一  
2017 「「アベノミクス」私は考え直した」『文芸春秋』 第95巻第1号。
- (21) 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。
- (22) 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』 日本経済新聞社。
- (23) 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。
- (24) 深尾 光洋  
2016 「マイナス金利と財政 金融緩和の財政コストとは」『経済セミナー 10・11 2016』 日本評論社, No.692。
- (25) 藤田 昌久・吉川 洋[編著]  
2011 『経済政策分析のフロンティア...第1巻 少子高齢化の下での経済活力』 日本評論社。
- (26) 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ー企業レベルのパネルデータを用いた分

- 析一」『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。
- (27) 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。
- (28) 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」日本評論社,12・1, (2013-2014)No.675.
- (29) 宮川 努  
2014 「経済教室 設備投資増 緩和頼み限界」『日本経済新聞』日本経済新聞社、2015年3月11日付。
- (30) 若杉 隆平  
2011 『現代日本企業の国際化 パネルデータ分析』岩波書店。
- (31) 若杉 隆平・戸堂 康之  
2011 「国際化する日本企業の実像 企業レベルデータに基づく分析」藤田昌久・若杉隆平[編]『グローバル化と国際経済戦略』日本評論社, pp.23-46。
- (32) Blanchard, O.J. and S. Fisher  
1989 *Lectures on Macroeconomics*, The M.I.T. Press, Cambridge.
- (33) 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。)
- (34) Helpman, Elhanan, Marc J. Melitz, and Stephen Ross Yeaple.  
2004 “Export Versus FDI with Heterogeneous Firms.” *American Economic Review*, 94(1):300-316.
- (35) 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.
- (36) Melitz, Marc J.  
2003 “The Impact of Trade on Intra-Industry Reallocations and Aggregate Industry Productivity.” *Econometrica*, 71(6):1695-1725.
- (37) Taylor, John B.  
1993 “Discretion versus Policy Rules in Practice.” *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39(1), pp.195-214.