

大胆さと慎重さが求められる日銀

～政府にも求められる「次元の違う政策」～

神田 慶司

要 約

日銀はインフレ・ターゲットを導入したものの、金融政策の枠組み自体が変わったわけではない。物価目標の設定はゴールではなく、政府と日銀がその実現のためにどう行動するかが問題である。

デフレの構造的な要因を長期的に物価の趨勢を決める単位労働コストの背景から整理すると、デフレ脱却には金融緩和のもとで企業の収益基盤を強化しつつ、企業の再生や再雇用が円滑に行われるセーフティネットを構築することが重要である。

金融緩和は不可欠であるが、大胆な金融緩和には副作用があり、政府が財政健全化の見通しを立てていない中で積極的な金融緩和を行うリスクは決して小さくない。メリットとデメリットを慎重に判断しつつ大胆に緩和するという難しい舵取りが求められる。政策運営面では、CPIだけでなく家計最終消費支出デフレーターも採用することを提案したい。

円安が長期間続いたとしても物価が上昇するまでにはかなりの時間を要する。また、円安から円高方向へ反転すれば、景気の振幅が高まってインフレ目標の達成時期がむしろ遠ざかる可能性がある。

目 次

はじめに

1 章 インフレ・ターゲットの概要

2 章 構造面から見たデフレ要因

3 章 今後の金融政策

4 章 円安が物価に与える影響

はじめに

2012年12月に行われた衆院選で自民党が大勝し、3年3カ月ぶりに政権交代が起こった。株式市場や外国為替市場では、11月中旬から政権交代への期待で円安・株高に転換し、円ドルレートは90円/ドル台半ばまで円安が進んでいる(本稿執筆時点)。経済のファンダメンタルズからみれば、欧州危機が小康状態となり、日本の貿易収支が赤字化したこともあって傾向としての円安が生じやすい局面であった。安倍政権はそうした流れに乗る格好で「大胆な金融緩和」を掲げて実際に円安を加速させたといえよう。

2013年1月の金融政策決定会合において、日本銀行(以下、日銀)はCPI上昇率2%を目標とし、2014年初めから期限を定めない資産買入れ方式の導入を決めた。また、政府と共同声明を同時に発表し、デフレ脱却と持続的な経済成長の実現を目指す方針を明らかにした。2012年10月にも共同文書は発表されたが、そのときは日銀総裁、経済財政担当相、財務相の連名にすぎなかったのに対し、今回は組織としての政策連携の色彩を強めた明確な共同声明となっている。そして3月20日には、黒田総裁、岩田・中曽副総裁のもとで新体制が発足した。黒田総裁、岩田副総裁は従来の政策運営に批判的な立場であり、これまでも積極的な金融緩和を主張してきた。黒田氏、岩田氏が就任したことで、安倍政権の目指す「大胆な金融緩和」は実行段階へ移った。

そこで本稿では、今後の金融政策とデフレの要因、為替と物価の関係について焦点を当てる。第1章では、インフレ・ターゲットについて各国との比較を交えながら概観する。日銀はインフレ・ターゲットを導入したものの、それ以前から「柔

軟なインフレ目標政策」を行っていたという意味で、金融政策の枠組み自体が変わったわけではない。物価目標の設定はゴールではなく、政府と日銀がその実現のためにどう行動するかが問題であることを述べる。第2章では、デフレの構造的な要因を長期的に物価の趨勢を決める単位労働コストの背景から整理する。デフレ脱却には金融緩和のもとで企業の収益基盤を強化しつつ、企業の再生や再雇用が円滑に行われるセーフティネットを構築することが重要であることを述べる。第3章では、今後の金融政策について検討する。金融緩和は不可欠であるが、大胆な金融緩和には副作用があり、政府が財政健全化の見通しを立てていない中で積極的な金融緩和を行うリスクは決して小さくない。メリットとデメリットを慎重に判断しつつ大胆に緩和するという難しい舵取りが求められる。政策運営面では、目標とする物価指標の採用方法に工夫の余地がある。具体的には、CPIだけでなく家計最終消費支出デフレーターも採用することを提案したい。第4章では、円安が物価を押し上げる効果について、マクロ経済モデルを用いてシミュレーションを行う。円安が長期間続いたとしても物価が上昇するまでにはかなりの時間を要する。また、円安から円高方向へ反転すれば、景気の振幅が高まってインフレ目標の達成時期がむしろ遠ざかる可能性があることを述べる。

1章 インフレ・ターゲットの概要

1. 日銀のインフレ・ターゲット導入

日銀のインフレ・ターゲット導入の是非については、以前から国内外で議論が重ねられてきた。インフレ・ターゲットは1988年にニュージーラ

ンドが初めて導入し、その後、先進国から新興国まで幅広く導入された（2012年初めの時点で27カ国がインフレ・ターゲットを採用）。インフレ・ターゲットには統一した明確な定義があるわけではないが、Hammond [2012]¹によると、インフレ・ターゲットは金融政策に関する硬直的なルールというよりも枠組みである。具体的には、①物価の安定を金融政策の第一義的な目的として明確に認識している、②インフレに関する数値目標を公表している、③インフレの見通しを含む幅広い情報に基づいて金融政策を行っている、④金融政策に透明性がある、⑤説明責任を果たす——という特徴が挙げられる。ただし、こうした特徴はインフレ・ターゲットが導入された当初から備わっていたわけではない。上田 [2008]²は、1990年前後にインフレ・ターゲットを導入したニュージーランド、カナダ、英国、スウェーデンの金融政策に関する事例を整理している。それによると、導入当初はインフレ・ターゲットの枠組みに対する信認が高くない中で、足元の物価安定を目指した厳格な政策運営を試み、金融政策の透明性を向上させた。さらに1990年代後半になると、インフレ・ターゲットへの信認が次第に確立され、中央銀行の政策運営はフォワード・ルッキングかつ柔軟なものに変わっていった。その背景として、資産価格や商品市況の影響や足元の景気動向に配慮した柔軟かつ市場とうまく対話しながらの政策運営が、中長期的にはむしろ物価の安定につながるという考え方に变化したことが挙げら

れる。

こうした考え方に立つ政策の枠組みは、インフレ・ターゲットの採用の有無にかかわらず、日本や米国を含む多くの国の金融政策運営に取り入れられている。例えば、望ましいインフレ率の水準を具体的に掲げたり、フォワード・ルッキングかつ柔軟な政策運営を行ったり、物価や経済の見通しを定期的に発表したりしている。

図表1は主要国における金融政策の枠組みを外観したものである。以下では、各国の枠組みの共通点や相違点について具体的にみていく。

1) 目標とする物価指数

目標とする物価指数はいずれの国もCPI総合（米国は個人消費支出デフレーター〈PCEデフレーター〉）である。消費者物価や消費支出デフレーターは発表頻度や速報性が高く、国民の日常生活に密接した物価であるからだ。ただし、生鮮食品やエネルギー価格は天候や市況によって大きく変動するため、それらを除いた物価指数も併せて注目している場合が多い。日銀は「生鮮食品を除くCPI（コアCPI）」や「10%刈り込み平平均値」³を参考指標としている。

2) インフレ目標値





インフレ目標値はどの国もおおむね2%である。図表に掲載していないインフレ・ターゲットの採用国においても、先進国では2±1%の範囲で設定している。日銀はこれまで中長期的な物価

1) Hammond(2012) "State of the art of inflation targeting – 2012", CCBS Handbook No.29 – February 2012 version, Bank of England

2) 上田晃三「インフレーション・ターゲティングの変貌：ニュージーランド、カナダ、英国、スウェーデンの経験」、日本銀行ワーキングペーパーシリーズ（2008年10月）

3) 個別品目の前年比を値の大きさの順で並べ替え、値の大きい品目と小さい品目をウエイトベースでそれぞれ10%控除して、残った品目の前年比を加重平均して算出したもの。

図表 1 主要国の中央銀行の金融政策

	カナダ	英国	米国	ユーロ圏	スイス	日本	
						従来	今回
物価指数	CPI総合 (コアCPIを 操作上の指針)	CPI総合	PCE デフレーター	HICP	CPI総合	CPI総合	
目標値・幅	中心値を2% (1~3%のレンジ)	2%	2%	2%未満かつ 2%近く	2%未満	2%以下の プラスの領域 で当面は1%	2% 
目標の 決定主体	財務大臣 ・中央銀行	財務大臣	中央銀行	中央銀行	中央銀行	中央銀行	中央銀行 (・政府?) 
目的	生産活動、物価、 貿易、雇用の変動 を緩和し、カナダ の経済や金融の繁 栄に資する	物価の安定を維持 し、それを妨げな い限りにおいて、 経済成長や雇用 に関する目標を含む 政府の経済政策を 支援	雇用の最大化・ 物価の安定・緩 やかな長期金利	ユーロ圏の物 価の安定	物価の安定を 図り、経済発 展にも配慮	物価の安定を図ることを通じて 国民経済の健全な発展に資する	
達成期間	18~24カ月	常に	長期	中期	中長期	明記せず 	できるだけ 早期
インフレ・ ターゲットの 採用の有無	○	○	×	×	×	×	○ 

(出所) 各国中央銀行資料から大和総研作成

安定の目途として「2%以下のプラスの領域で、当面は1%」としていたが、それを2%に設定したことで、目標値は他の先進国と同等となったとみることが一応は可能である。なお、全ての国がインフレ・ターゲット導入時から現在まで目標値を変えずに政策運営してきたわけではない。例えば、カナダは1992年末まで3(±1)%、94年央まで2.5(±1)%、95年末以降は2(±1)%へ修正している。

3) 目標の決定主体

金融政策の目標の決定主体は「中央銀行」の場合と、「政府・中央銀行」の場合が多い。図表1では中央銀行のみで決めているケースが散見されるものの、図表に掲載されていないインフレ・ターゲット採用国の25カ国を含めれば、「政府・中央銀行」が14カ国、「中央銀行」が14カ国、「政

府」が3カ国である。英国のように政府(財務大臣)が主体的に目標を設定するケースは、相対的にみるとかなり少ない。2012年12月の衆院選後から2013年1月の金融政策決定会合までを振り返ると、決定会合前に首相や関係閣僚が日銀総裁と協議した上で、共同声明とともに政権公約である「CPI上昇率2%のインフレ・ターゲット導入」が決定された。金融政策決定会合後に公表された説明資料には、日銀が独自の判断で「物価安定の目標」を導入したと述べているが、実質的には「政府・日銀」の協議のもとで決められたと多くの人が捉えているだろう。

4) 金融政策の目的

金融政策の目的については、「物価の安定」のみを規定している国が一部にあるものの、多くの国ではそれだけでなく、経済成長や雇用などにつ

いて言及している。日銀は、「物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資する」という理念を掲げており、スイス中央銀行のそれに近い。一方で、物価と同等の重要性をもって他の経済変数を目標としている国もある。例えば、米国のF R B（連邦準備制度理事会）は「物価の安定」と同程度に「雇用の最大化」も重視している。そのため、物価の安定を第一義的な目的としているインフレ・ターゲットは採用していないという立場を取っている。E C B（欧州中央銀行）の目的は「物価の安定」のみだが、実際上の運営は広範囲な金融経済指標および通貨供給量を分析した上で政策判断を行っており、他国と同様に柔軟な運営を行っている。

5) 達成期間

達成期間に注目すると、図表の中では、ユーロ圏、米国、スイスがそれぞれ中期、長期、中長期という表現を使っている。他のインフレ・ターゲット採用国においてもこうした表現が使われることが多い。ただ、カナダのように具体的な期間を挙げる国もあり、その場合はおおむね2年前後を目指している。一方で、英国や日本は達成期間を明記していない。英国は「常に（at all times）」と表現しており、目標値からかい離した場合は、「生産活動が不安定にならないような妥当な期間内（within a reasonable time period but without creating undue instability in output）」で目標へ収束させると規定している。つまり英国は、「経済活動に悪影響を与えない範囲でできる限り早く目標を達成すべきである」という主旨の規定を行っている。日銀は柔軟な政策運営のもとで物価の安定を「できるだけ早期に」実現することを目指すものの、金融政策の効果が物価に波及するまでに

「長期かつ可変のラグ」があることも付言しており、数カ月といった短期間の実現を想定しているわけではない。また、黒田総裁、岩田副総裁は所信聴取などで「2年程度（以内）」といった具体的な期間に言及している。

2. 今後は政府・日銀が目標実現のためにどう行動するかが問題

以上のように、日銀は2%を掲げて「物価安定の目標」を導入したものの、それ以前から「柔軟なインフレ目標政策」を行っていたという意味で、金融政策の枠組み自体が変わったわけではない。とはいえ、政府との共同声明が発表され、「当面は1%」という目途が明示されなくなったという点で一つの転換点であることも事実である。日銀総裁も議員である経済財政諮問会議では、これまで以上に金融政策の動向と物価の状況が議論されることになるだろう。

新体制は市場の期待への働きかけを重視しており、市場参加者の期待インフレ率を高めることで家計や企業の経済活動に影響を与え、インフレ率2%を2年程度で達成する青写真を描いている。実際、足元では市場参加者から見た期待インフレ率である「ブレイク・イーブン・インフレ率」（利付国債利回りから物価連動国債利回りを差し引いたもの、以下、B E I）が上昇傾向にあり、2月には2006年4月に記録した1%を上回った。

B E Iを解釈する上では、市場規模が2兆円台と極めて小さいことや消費税増税が織り込まれていること、外国人投資家の保有シェアが高いこと、期待インフレ率だけでなく流動性プレミアムも織り込まれていること、などに留意する必要がある。とはいえ数値が示すように、足元で「市場」の期待インフレ率が高まっているとしても、問題

は金融政策によって「家計」の期待インフレ率を上げられるかである。すなわち、持続的に物価が上昇すると大多数の人が予想し、大多数の企業が実際に値上げを行うような状況を実現できるかである。

デフレ脱却とインフレ目標達成のためには日銀が資産買入れを場合によっては強化しながら行っていくことが重要である。しかし、金融政策だけでそれが達成できるとも思えない。共同声明にあるように、政府には「革新的研究開発への集中投入、イノベーション基盤の強化、大胆な規制・制度改革、税制の活用など思い切った政策を総動員」することが求められる。实体经济と金融が表裏一体であることを考えれば、政府にも同等の責任があり、政府がデフレ問題の責任を金融政策に押し付けるようなことになれば、人々の物価見通しが安定して上昇することは期待できない。物価目標の設定はゴールではなく、政府と日銀がその実現のためにどう行動するかが問題である。

2章 構造面から見たデフレ要因

1. 単位労働コストからみた長期デフレの背景

デフレの要因をどのように捉え、どのように対処していくべきだろうか。仮にデフレが短期的な物価下落であれば、景気の悪化によるマクロの需給バランスの緩みや、資産価格の下落といった金融ショックなどによってもたらされたものである

ため、通常の財政・金融政策で対処できるだろう。しかしながら、日本のデフレは既に15年近く経過しており、その間、日本経済は戦後最長の景気拡大を経験し、歴代の政権や日銀は「デフレ脱却」を掲げて様々な政策を実施してきた。こうした事実から考えれば、長期化したデフレは何か一つの政策で解決する問題ではなく、複合的な構造問題と捉えて包括的に対処すべきである。

デフレを構造問題として捉える場合、長期的な物価の趨勢を決める単位労働コスト（以下、ULC）の背景を探ることが有用である。ULCは生産一単位当たりの人件費を表しており、名目雇用者報酬を実質GDPで割ったものである⁴。ULCは「名目賃金」と「労働生産性」で定義される。すなわち、名目賃金の上昇はULCを押し上げ、労働生産性の上昇はULCを押し下げるという関係がある。先ほどの物価とULCの関係を含めて整理すれば、名目賃金の上昇は物価を押し上げ、労働生産性の上昇は物価を押し下げることになる。したがって物価の基調を捉える上では、名目賃金と労働生産性の動きに注目することが重要である。実際に、GDPベースのCPIに当たる「家計最終消費支出デフレーター」とULCの趨勢は一致している。

2. 製造業と非製造業の単位労働コスト

製造業と非製造業におけるULCを、1980年から2011年までの変化を5年ごとに比較したものが図表2である。一般的に製造業は資本集約的

4) 「古典派の第一公準」（労働の限界生産物は実質賃金に等しい）にコブ・ダグラス型生産関数を仮定すると、労働の限界生産物は労働生産性に比例するため、

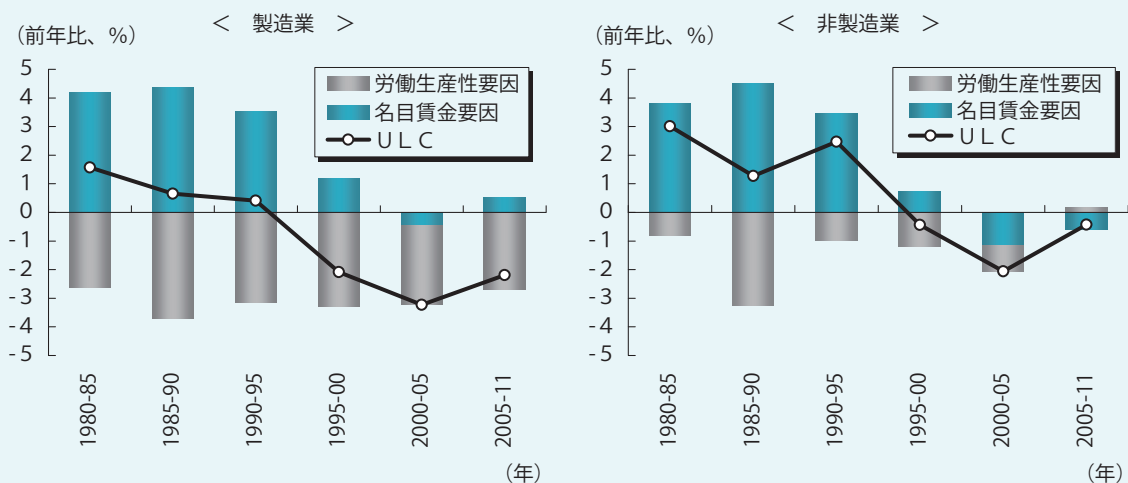
$$(w - p) = (y - l) \Leftrightarrow (w + l) - y = p$$

（全て対数表示、労働分配率は省略）

（ w ：時間当たり名目賃金、 p ：物価、 y ：実質GDP、 l ：総労働時間）

と書き換えることができ、ULCと物価の伸びは長期的には等しくなる。

図表2 製造業と非製造業の単位労働コスト（U L C）の要因分解



(注) 名目賃金はマンアワーベース
(出所) 内閣府統計から大和総研作成

な業種が多く、非製造業は労働集約的な業種が多いため、製造業の労働生産性は非製造業よりも高い。実際、製造業の労働生産性上昇率は過去30年間の平均で3%であるのに対して、非製造業はバブル期を除けば同0.7%と4倍以上の開きがある。製造業に比べると、非製造業は生産性上昇率が低い分だけ、名目賃金の上昇がU L Cの上昇につながりやすい。また国内の労働市場は統合されているため、名目賃金の水準は製造業と非製造業で異なるものの、互いに影響を受けながら同じ方向へ変化する。例えば製造業の賃金が上昇したときには、人材を確保するために非製造業も賃金を引き上げる。すると、非製造業は人件費の増加分を生産性の上昇分で吸収できずに販売価格へ転嫁する結果、C P Iが上昇することになる。C P Iの中でサービスの占める割合は50.7%（2010年基準）と高く、非製造業のU L Cが変化したときの影響は製造業よりも大きい。

生産性上昇率に注目すると、過去30年間を通じて安定しており、名目賃金の動きがU L Cや物価の基調を決めやすい傾向にある。デフレに陥る前（1980～95年）は、製造業・非製造業の名目賃金上昇率はともに期間平均で4%程度であり、生産性上昇率を上回っていたことからU L Cや物価は上昇していた。しかしデフレ期（1995年～）に入ると、名目賃金の伸びは急速に低下し、その後も以前の水準へ回復することなく低位で推移したため、U L Cは下落基調が続いている⁵。このように、名目賃金はデフレの構造問題を考える上で重要なカギとなっていると言える。そこで以下では、名目賃金の伸びがデフレ以前よりも低い理由について考察する。

1) 製造業の名目賃金下落の背景 ～交易条件悪化のもとで販売数量を確保

製造業のU L Cはコスト面から見た国際競争力

5) 日本全体でみると、時間当たり名目賃金の伸びは1995～2000年が平均0.9%、2000～05年が同▲1.0%、2005～11年が同▲0.4%と、2000年代に入って下落傾向にある。

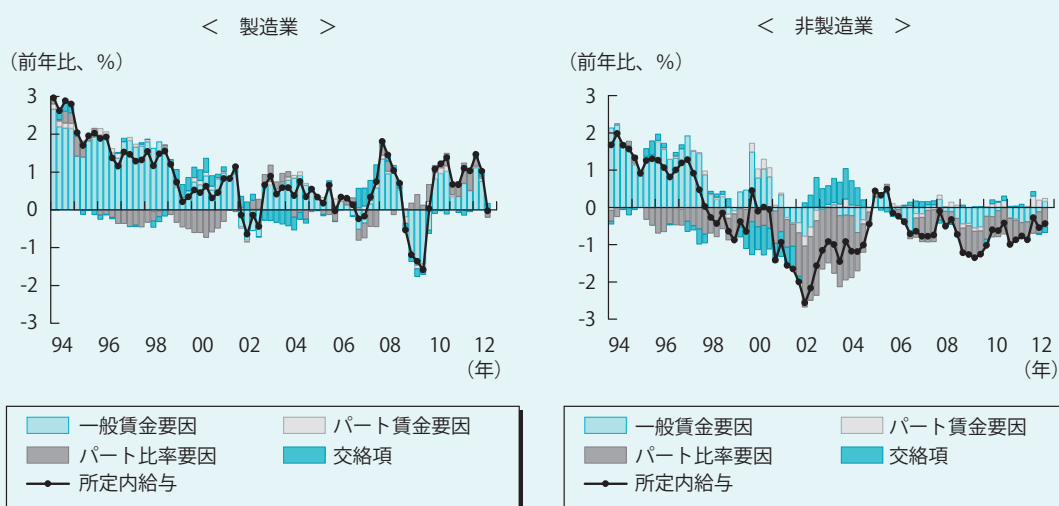
の指標と解釈することができ、U L Cが低下するほど輸出競争力は高くなる⁶。1990年代に入ると、グローバル化の進展とともに新興国の存在感が高まり、2000年代にその流れが加速した。日本の輸出産業は資源高や傾向的な円高という環境下で、日本製品の競争力を維持するために価格転嫁しないことで対処してきた。それを一言で表すと、交易条件（輸出物価÷輸入物価）の悪化のもとで輸出数量を確保してきたということである。原材料費の増加分や円高分を転嫁しないというのは実質的な値下げであり、値下げするための原資は労働コストに求められた。もちろん、生産性が上昇すればコストを吸収することができるが、製造業の生産性の上昇ペースは一定であったことから、名目賃金の伸び率を抑制することでU L Cを引き下げた。2002年から始まった戦後最長の景気拡大期に日本の輸出数量は一定程度の伸びをみ

せたが、円安下にあっても賃上げに抑制的であったため、輸出産業の賃金は1990年代前半のように上昇しなかった⁷。

2) 非製造業の名目賃金下落の背景 ～非正規雇用者比率の上昇と内外価格差の是正

図表2で見たように、製造業と非製造業の名目賃金は同じ方向性をもって変化しているが、非製造業の名目賃金は2000年代に入ると下落傾向が続いている。非製造業の名目賃金の下落は、非正規雇用者比率が拡大した要因が大きい。図表3は一人当たりの名目所定内給与を要因分解したものである。非製造業は、一般労働者に比べて3割ほどの給与水準であるパートタイマー労働者の割合を引き上げることで、平均的な給与水準を調整してきた様子が明確に見える。ただし、一般労働者の所定内給与においても2000年代前半から減少

図表3 製造業と非製造業の所定内給与の要因分解



(出所) 厚生労働省統計から大和総研作成

6) 素原材料や中間財は、貿易によって国際間の移動が比較的可能であるため、各国の製造コストの差は労働コストの差でおおむね説明できる。

7) 詳細は、神田慶司・鈴木準「ドル基軸通貨体制の中で円高を解消していくには」、大和総研レポート、2011年12月13日

傾向にある。低水準ながらもおおむね給与の増加を維持してきた製造業に比べると賃金調整が厳しい。こうした背景の一つとして、内外価格差の是正圧力があったと考えられる。1990年代初頭には日本の物価が高く、生産や生活のコストが高いということが議論されていた。同じモノ・サービスなのに諸外国より日本の方がコスト高であるので、内外価格差を是正すべきと言われてきたのである。高いサービス価格と高い賃金という組み合わせで実現していた消費者負担の産業構造が、グローバル化や規制緩和をきっかけとして、価格が機能する産業構造へと変化してきているとみられる。

なお、1995～2000年に見られる名目賃金上昇率の急速な低下は1998年頃から行われた賃金調整が影響している。日本の企業はバブル崩壊によって景気が急速に悪化したにもかかわらず、1990年代に入っても企業は正規社員を中心に雇用を増やし続けた。同時期には週休二日制の導入もあって一人当たりの総実労働時間は減少したものの、業績不振や過剰雇用、名目賃金の下方硬直性などにより、本来は一定水準で推移するはずの労働生産性に対比した実質賃金は1990年代半ばにかけて上昇の一途をたどった。実質賃金の高止まりは1998年頃まで続いたが、97年夏のアジア通貨危機と98年秋にかけての金融システム不安による業績低迷を受け、98年から2004年にかけて、正規社員の雇用調整とともに大幅な賃金調整が行われた。それにより、労働生産性に対比した実質賃金は1980年代前半の水準まで低下した。一方で雇用に関しては、図表3で見たように、サービス業や卸小売業などの非製造業で非正規雇用者比率が上昇し、平均賃金の低下につながった⁸。

3. デフレ脱却には新政権の「実行力」が求められる

以上のような産業構造や硬直的な労働市場の問題を背景に、時間当たり名目賃金は1990年代末から下落傾向にあり、デフレをもたらしている。また前述したように、短期的に需要を刺激しても名目賃金や物価を持続的に上昇させることは極めて難しい。名目賃金の安定的な上昇を実現するためには、金融緩和のもとで企業の収益基盤を強化しつつ、企業の再生や再雇用が円滑に行われるセーフティネットを構築することが重要である。

企業の収益性の改善には、企業の「供給力」を強化するという視点が必要である。これは消費者のニーズに合致していないモノやサービスの供給量を増やすことではない。不断の新陳代謝によって付加価値が以前よりも高く、人々の生活水準を向上させるような新しいモノやサービスが生み出される状況を作ることである。この意味において、民間部門が起業家精神を発揮してリスクを取っていく必要があり、安倍政権が民間企業の投資を引き出すような成長戦略を政策の柱としていることは正しいと言える。

安倍政権は規制改革にも取り組む意気込みをみせているが、需要が超過している分野においてそれは重要である。需要が供給を超過しているかどうかは待ち行列の有無を見れば分かるが、例えば保育所や病院、介護施設が挙げられる。保育所入所待ちの待機児童問題は、現在の保育所の供給体制がニーズにうまく合っていないという問題である。消費者が、場合によっては今よりも高い値段を払ってでも購入したいと考えている医療・介護・

8) 詳細は、神田慶司「失業リスクが偏在する脆弱な雇用構造」、大和総研レポート、2012年8月10日

保育などの分野は官製市場になっている。官製市場の規制改革は経済の供給力を強化することであり、潜在需要を顕在化させることになるはずである。

交易条件が悪化する中で何とか収益を確保してきた輸出産業が再び輝きを取り戻すためには、政府は法人実効税率の国際競争相手国並みへの引き下げなどとともに、F T A（自由貿易協定）やE P A（経済連携協定）によって海外との交易をもっと拡大させることも必要だろう。世界経済の拡大が進んでいく中で、日本の製品・サービスに対するニーズをグローバルに取り込んでいく視点が不可欠である。より広くは、競争力のある外国企業の対内投資を受け入れ、雇用を創出しながら国内市場を活性化していくことも求められる。

規制緩和と貿易自由化を進めていく中で、国内の産業構造はそれに対応してスムーズに変化していく必要がある。すなわち、縮小していく産業の企業や就業者が成長産業へ円滑に移動し、マクロ単位でもミクロ単位でも収益性や所得水準が高まることが望ましい。

貿易自由化に否定的な見方もあるが、日本はグローバル化の中で諸外国と経済活動を営んでいる以上、国内の産業構造は既にグローバル化の影響を受けて変化している。例えば、グローバルに展開する企業は製品の組み立てといった労働集約的で低付加価値の仕事を新興国へ移すようになったため、それに関連する労働需要は減少している。また、製造業の雇用者数が趨勢的に減少する現象は多くの先進国で観察されており、決して日本だけの現象ではない。実際、世界経済が好調であった2002～07年でさえ、製造業雇用は日本や米国だけでなく、ドイツ、韓国、フィンランドなどの先進工業国でも減少した。

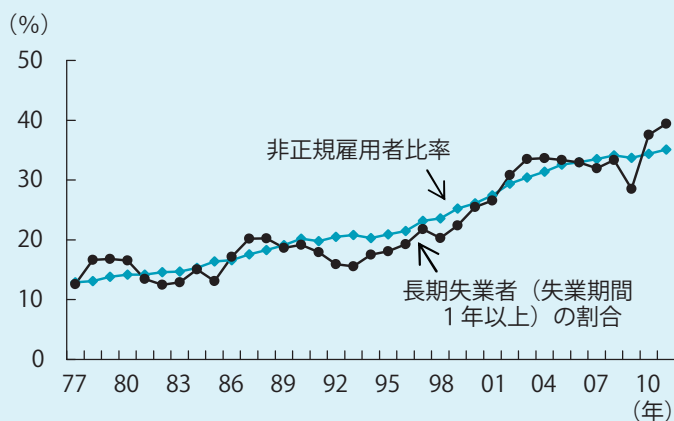
規制緩和や貿易自由化は、これまで以上に速い

ペースで産業構造の変化を促すことになる。そのため現実的には、縮小していく産業の企業や就業者が全て円滑に成長産業へ移動できるわけではないだろう。短期的には経済構造の変化に対応できず、倒産や摩擦的失業といった形で厳しい環境に直面する場面があるとみられる。こうした状況を速やかに解消するためにも、セーフティネットとしての政府の役割は一層高まる。ただし、それは構造的に衰退する産業での廃業や失業を防ぐものではない。成長産業での開業や雇用創出を促進するものである。企業も個人も前向きに再チャレンジできる環境が整えば、リスクを取る企業が増加して新たな付加価値や雇用を生み出す可能性が高まるだろう。

その上でも、流動性の高い労働市場に向けた制度改革がとりわけ重要となる。現在の国内労働市場は、海外に比べると雇用の「量」は確保されている。失業率は国際的に見て低い水準にあり、O E C Dに加盟している34カ国の中で6番目に低い（2011年）。しかし一方で、雇用の「質」は確保されていない。正規雇用が硬直的で失業リスクが非正規雇用者に偏在しており、若年層の不本意な非正規雇用や失業の長期化が問題となっている。図表4に見るように、長期失業者割合（失業期間が1年以上の失業者の割合）は2011年で39.4%と、O E C D平均（33.6%）と比べて高い。労働市場の問題を解決せずに規制緩和や貿易自由化を進めれば、再就職が円滑に進まずに失業率が構造的に上昇する恐れがある。

そのためにも、「正規」と「非正規」の垣根を低くする制度づくりが重要である。失業リスクを一部の人に負わせるのではなく、社会全体でシェアするような仕組みである。正規社員の解雇規制の柔軟化と非正規社員の待遇向上のバランスをどう

図表4 非正規雇用者比率と長期失業者割合



(出所) OECD、総務省統計から大和総研作成

3章 今後の金融政策

1. 大胆さと慎重さが同時に求められる金融政策運営

黒田新総裁のもとでインフレ目標の早期達成を目指す日銀は、これまで以上に積極的にバランスシートを拡大させていくことは間違いないだろう。1月に行われた金融政策決定会合では2013年中の資産買入基金の増額が見送られたものの、今後はリスク資産の購

入するのは国民的な議論が必要だが、例えば、企業が整理解雇する際の条件である「非正規雇用者の整理」をなくし、非正規雇用者の失業リスクを軽減することが考えられる。また、現在企業が負担している従業員の社会保険料の負担率を引き下げる代わりに租税負担を引き上げ、社会全体で労働者の社会保障を支えることも一案として挙げられる。これは企業の雇用コストを引き下げ、正規社員を採用する意欲を高める効果が見込まれる。

安倍政権は成長戦略を「三本の矢」の一つに掲げており、これまで述べたことの多くは新政権の成長戦略に反映されている。問題はそれを実行できるかである。規制緩和や貿易自由化は常に賛否の分かれる問題であり、政治的な決断が難しい。だが、そうした中で、安倍首相が3月にTPP（環太平洋戦略的経済連携協定）への交渉参加を表明したことは高く評価できる。さらに、日中韓のFTA交渉が3月末に開始されており、EUとのEPA交渉も4月に開始する予定である。今後も新政権は「アメ」の分配だけでなく「ガマン」の分配を着実にやっていく必要があるだろう。

入枠の拡大や残存期間が3年を超える国債の購入などを通じて基金を増額していくとみられる。市場規模を考えれば、残存期間が長めの国債の購入規模を拡大させることが金融緩和の主軸となるだろう。そのほかには、超過準備の付利の引き下げまたは撤廃、資産買入基金と輪番オペの一本化、日銀券ルール撤廃なども考えられる。

もちろんこうした非伝統的な手法には副作用を伴うため、ただ大胆に緩和すればよいというわけではない。例えば、日銀が国債の購入額を激増させたとなると、残存期間が長めの金利を引き下げて企業や家計の投資を刺激する効果が期待できる反面、国債市場における日銀の存在感が急速に高まり、マネタイゼーション（中央銀行が国債を直接引き受けて財政赤字をファイナンスすること）とみなされて金利が上昇するリスクが高まるだろう。南欧諸国が経験したように、ひとたび国債市場が不安定になれば機動的な財政支出は極めて難しくなる。政府はこれまで以上に財政規律を意識した政策運営が求められるが、依然としてプライマリー・バランス（基礎的財政収支）の黒字化の見通しがまったく立っていないことを考えると、

金融緩和は不可欠であるが大胆な金融緩和を行うリスクは決して小さくない。

日銀は非伝統的な政策のメリットとデメリットを慎重に見極めつつも、大胆に行っていくという難しい舵取りが求められている。

2. 目標とする物価指標の採用方法に工夫の余地あり

インフレ・ターゲットの導入により、目標とするCPIに対して以前よりも注目度が高まっている。だがCPIは上方バイアスを持っており、後述するように、近年そのバイアスがかなり強まっている可能性がある（図表5）。

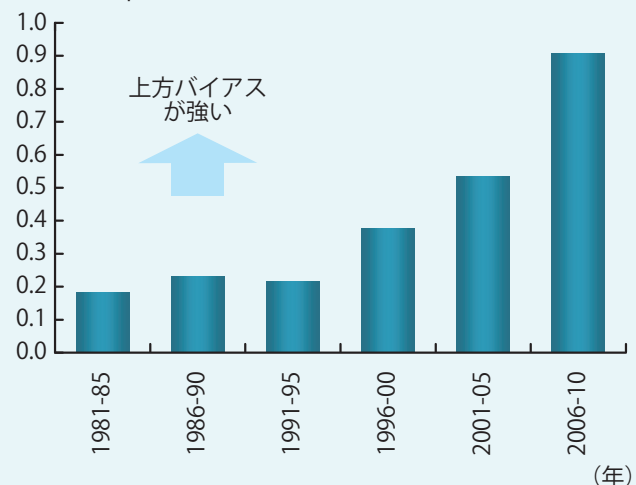
日銀は2006年3月に量的緩和政策を解除したが、事後的にみれば金融緩和のタイミングを読み間違った。その理由の一つとして、CPIが上方バイアスによって高めの伸びを示していたために、金融引き締めへ動くタイミングが早すぎたということが挙げられる。当時よりも上方バイアスが強まっていることを考えれば、同じような理由で金融政策の判断を読み間違える可能性も否定できない。

こうした事態を避けるためにも、CPIのほかに、上方バイアスのない家計最終消費支出デフレーター（以下、家計消費デフレーター）をターゲットに加えることが一案として挙げられる。これは、前出の図表1で見たように、米国がPCEデフレーターを採用している理由と同じである。

CPIは基準年の消費額ウェイトを固定して各品目の価格水準を加重平均した「固定基準年方式ラスパイレス型指数」である。通常、我々は消費活動を行うとき、割安と思うものを多く購入し、割高と思うものの購入を控えようとする。基準年に比べてそのような行動が顕著になると、価格が低下している品目の実際のウェイトは基準年のそれよりも大きくなるため、実際のウェイトで計算したCPIは基準年のウェイトで計算したCPIよりも低下する（現行のCPIが上方バイアスを持つ）ことになる。さらに、CPIは総世帯の4分の1を占める単身世帯が消費額ウェイトの算出に含まれていないため、そこでもバイアスが生じている⁹。

一方で家計消費デフレーターは総世帯を対象としており、前年（最新年）の消費額ウェイトに各品目の価格の伸び率を用いて作成した「連鎖方式パーシェ型指数」である。四半期データで速報性

図表5 CPIの伸び率と家計消費デフレーターとの差（前年比、%pt）



（出所）総務省、内閣府統計から大和総研作成

9) 厚生労働省「国民生活基礎調査」によれば、2011年6月2日時点の単身世帯の割合は25.2%。

に欠けるというデメリットがあるものの、C P I に比べてバイアスが生じにくい方法で算出しているため、足元の経済状況を十分に反映した物価指数と言える。

図表 5 は C P I の前年比から家計消費デフレーターの前年比を差し引いたものを 5 年ごとに平均して見たものである。両者のかい離幅は、おおむね C P I が持つ上方バイアスの強さを表している。かい離幅は短期的には大きく変動するものの、1990 年代後半から拡大し、2000 年代後半には同 0.9% pt まで広がった。図表には掲載していないが、2011 ～ 12 年のかい離幅は 0.6% pt とやや縮小している。

なお、日銀が量的緩和政策を解除した前月に当たる 2006 年 2 月に発表された 1 月分の C P I は前年比 0.5% であり、コア C P I は 3 カ月連続で前年を上回っていた。一方で、同月に発表された 2005 年 10 ～ 12 月期の家計消費デフレーターは前年比▲ 0.8% とデフレ状況にあった。仮に後者の動きを重視していたとすれば、量的緩和解除の判断は変わっていた可能性がある。

今後、政府・日銀が一体となった政策運営のもとでデフレ脱却の道筋が明確になってくれば、2006 年のように 2 つの物価指数の動きが異なる状況に直面するだろう。インフレ・ターゲットを採用したことで、市場や家計などがバイアスのある C P I に着目し過ぎるあまり、かえって混乱を招くリスクがある。その前に、日銀が足元のインフレ率をどのように判断するかについて明確なスタンスを提示し、様々な経済主体が幅広く理解できる枠組みを作っておくことは、インフレ・ターゲットなどの金融政策の効果を高める上で重要な視点と思われる。

4 章 円安が物価に与える影響

1. 円安ドル高は短期的には「×」、だが時間が経てば「○」

前述したように、インフレ・ターゲット導入など一連の金融政策の変化は今のところ従来の枠組みを大きく変えるものではないが、円安株高が示すように内外の投資家のマインドを変えたことは事実である。

そこで気になるのが円安による経済への影響である。これまでは円高のデメリットを意識することが多かったが、当然、円安にもデメリットがある。その典型的な例が輸入価格の上昇によるコスト増である。日本の輸出金額の約 5 割、輸入金額の約 7 割がドル建てであるため、単純に計算すれば、円安ドル高は貿易収支を悪化させる。だが、これは国内外の全ての経済主体が円安になっても行動を変えないと想定した結果である。したがって、前述のように「円安が景気にマイナスの影響を与える」と言えるのは、経済主体の行動があまり変わらない「短期間」に限られる。

現実的には、円安によって輸出産業の国際競争力が高まり、時間の経過とともに輸出数量が増加する。それは生産活動の拡大や労働時間の増加をもたらし、設備投資を誘発する。企業収益や家計の雇用・所得環境の改善にもつながるだろう。こうした様々な影響を全て織り込んだものが実際の円安の効果である。

一定の目安として、大和中期マクロモデルを用いて 10% の円安ドル高が 1 年間続いた場合に日本経済へ与える影響を試算すると、円安が起きなかった場合と比べて、実質 G D P は 2 年目以降 0.2 ～ 0.4% 程度改善する。一方で物価に与える影響は小さい。景気の拡大はマクロの需給を引き

締めてインフレ圧力をもたらすと考えるのが自然だが、過去の物価動向がモデルに反映された結果、円安による物価上昇効果が極めて小さく推計されていると思われる。

とはいえ、円安が1年ではなく長期にわたって維持されれば話が変わる。景気拡大によるインフレ圧力が累積するため、物価は徐々に上昇していくだろう。

2. 円安が長期化すると景気・物価はどうなるか

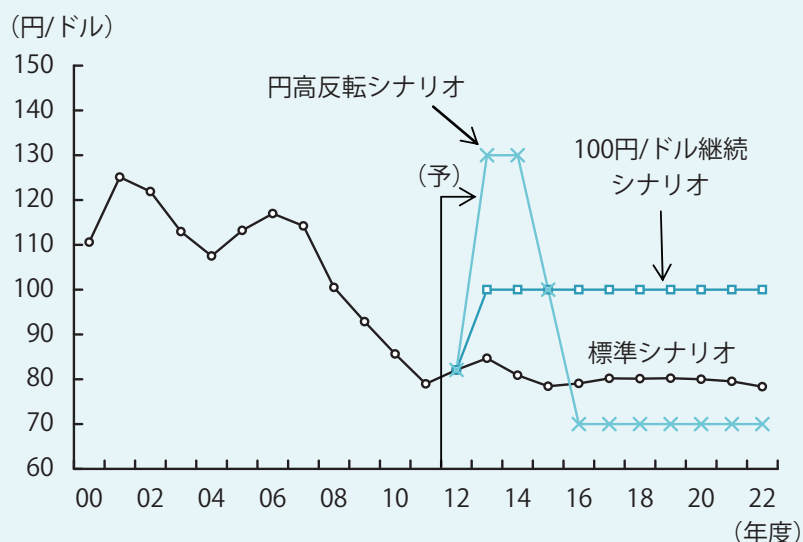
それでは、円安が長期化した場合に景気や物価がどのような影響を受けるのだろうか。前述のマクロモデルを用いてシミュレーションしよう。

まずは円ドルレートの想定である。本予測の標準シナリオは「日本経済中期予測（2013年2月）」に基づくものである¹⁰。マクロモデルの中で内生的に導かれる予想値であり、日米のインフレ率格

差や金利格差の予測値に基づいて推計されている（図表6）。つまり、日米のファンダメンタルズから導かれる景気中立的な水準と解釈できる。これに対して、①2013年度から標準シナリオより20円/ドルほど円安の水準で推移する「100円/ドル継続シナリオ」、②2013～14年度は130円/ドルで推移するが、その後70円/ドルまで急速に円高が進み、2016年度以降は横ばいで推移する「円高反転シナリオ」、の2つを想定した。なお、これらはいずれも予測期間中の短期金利をゼロ%としており、景気が過熱しても利上げを行わないため、それだけ物価は上昇しやすい環境にある。

「100円/ドル継続シナリオ」は景気中立的な水準である標準シナリオに比べて2～3割ほど円安である。これは2005年末からリーマン・ショック前まで経験した円安に近い。ただし、円ドルレートが100円/ドルで安定していても、ファンダ

図表6 円ドルレートの3つのシナリオ



（出所）日本銀行統計から大和総研作成

¹⁰ 近藤智也・溝端幹雄・神田慶司「日本経済中期予測（2013年2月）」、大和総研レポート、2013年2月4日

メンタルズから想定される水準を上回る円安水準にあるため、景気が常に刺激されて物価に継続的な上昇圧力がかかっている。一方で「円高反転シナリオ」はかなり極端な想定であるが、これは急激な円安が起きた場合の物価への影響と、その後の円高反転による景気への影響を知るためのものである。

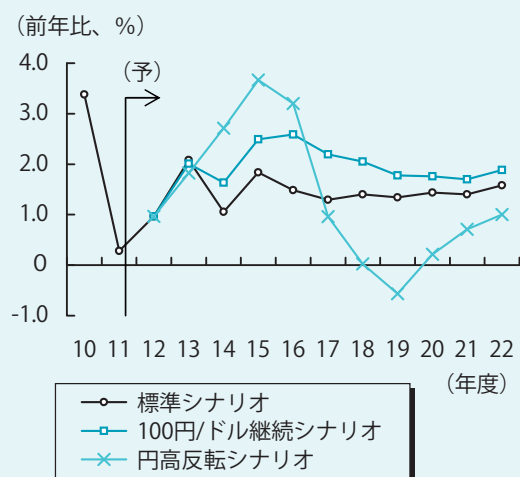
シミュレーションの結果が図表 7-1、図表 7-2 である。「100 円 / ドル継続シナリオ」は安定的な円安のもとで実質 GDP 成長率が高まり、標準シナリオに比べて平均で 0.5% pt ほど高い。景気拡大はマクロの需給を引き締めて物価に上昇圧力がかかるため、インフレ率は次第に高まっていく。インフレ率は 2020 年度に 2% に達し、その後も 2% 超の水準を維持している。それに対して「円高反転シナリオ」では、円安による景気刺激効果が 2016 年度頃に剥落し、その後は円高による景気下押し圧力を受ける。2017 年度以降は標準シナリオを下回る成長が続き、2022 年度の実質 GDP

DP の金額は標準シナリオに満たない。一方でインフレ率は、当初の円安による景気刺激効果が遅行的に物価へ波及するため、しばらくは標準シナリオよりも高めの水準を維持する。しかしその差は徐々に縮小し、2021 年度以降は標準シナリオを下回る伸びとなっている。

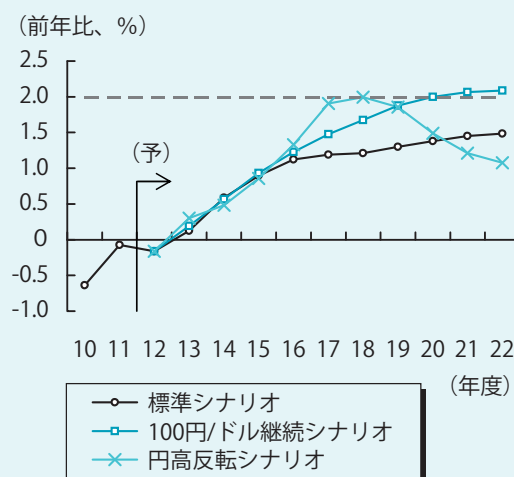
こうした結果から以下の 4 点を指摘できる。第一に、物価の上昇ペースの緩慢さである。2 つのシナリオは 2013 年度からの急速な円安を想定しており、特に「円高反転シナリオ」は 130 円 / ドルというかなりの円安を想定した。しかしながら C P I の上昇ペースは 2016 年度まで標準シナリオとそれほど変わりがなく、C P I 上昇率が 2% 程度を達成するのは早くとも 2017 年度である。政府・日銀は「できるだけ早期に」インフレ目標の達成を目指しているが、円安効果だけでは難しいと思われる。

第二に、「100 円 / ドル継続シナリオ」の実現性の問題である。このシナリオは 2020 年度にほ

図表 7-1 実質 GDP 成長率の見通し



図表 7-2 インフレ率の見通し



(注) 円安の影響を明確にするため、右図の C P I は 2014 年度からの消費税増税を織り込んでいない
(出所) 大和中期マクロモデルから大和総研作成

ば2%のインフレ率を実現しているが、1日約5,700億ドルという莫大な規模の円ドル取引が行われている国際金融市場において、これほど長期に円安を維持できるだろうか。2000年代に日本が経験した戦後最長の景気拡大は、量的金融緩和の中で世界経済の拡大や円キャリートレードが後押しした円安の結果であった。その時の円安の度合いは本シミュレーションに近い。つまり、「100円/ドル継続シナリオ」は世界経済が腰折れせず緩やかに拡大する中で、2000年代半ばに経験した以上の円安が今後10年近く続くと見込んで初めて実現する。このようなシナリオの蓋然性は低いだろう。

第三に、円安が維持できなくなった場合の物価への影響である。「円高反転シナリオ」のように大きく円高方向へ反転すると、景気の振幅が高まってインフレ目標の達成時期がむしろ遠ざかる可能性がある。既述のように、円安によって輸出が拡大し、それに対応して企業が設備ストックや人員などを増やすと利益が拡大するが、ひとたび円高方向へ反転すると、今度は設備や人員などの調整に迫られる。急激な円高ほど調整コストは高く、マクロからみた調整期間も長引くことになるだろう。こうした悪影響はマクロモデルで十分に描くことができないため、実際はシミュレーション結果よりも経済を悪化させるとみられる。持続的な物価の上昇に必要なことは持続可能な経済成長であり、先行きが不安定な円安ではない。

第四に、だからこそ円安を活かして規制・制度改革を進め、経済構造を強化すべきである。前述したように、規制・制度改革は、短期的には経済構造の急激な変化によって倒産や摩擦的失業を生む可能性がある。そのとき経済環境がよければ、資金繰りや再雇用はそうでない場合より容易であ

る。景気が拡大すると不人気な改革は先送りされがちであるが、市場の期待が高まっている間に、改革を着実に実行していくべきであろう。重視すべきは短期的な「成長率」ではなく、中長期的な「成長力」である。

[著者] _____
神田 慶司 (かんだ けいじ)



調査提言企画室
エコノミスト
担当は、日本経済（中期予測）、
社会経済構造分析