

2012年8月20日 全15頁

# 日本経済見通し：デフレの原因と政府・日銀に求められる政策対応を探る

メインシナリオでは緩やかな景気拡大を想定。4つのリスクに要注意

経済調査部 チーフエコノミスト 熊谷 亮丸

## [要約]

- **経済見通しを改訂**：2012年4-6月期 GDP 一次速報を受け、2012-13年度の成長率見通しを改訂した。改訂後の実質 GDP 予想は2012年度が前年度比+2.2%（前回：同+2.4%）、2013年度が同+1.4%（同：同+1.3%）である（→詳細は、熊谷亮丸他「第174回 日本経済予測」（2012年8月16日）参照）。
- **日本経済のメインシナリオ、及び、リスク要因**：今後の日本経済は、様々な景気下振れリスクを抱えつつも、メインシナリオとして、①震災発生に伴う「復興需要」、②米国・中国経済の持ち直し、③日銀の追加金融緩和、という「三本の矢」に支えられて、緩やかな景気拡大が続く公算である。日本経済が抱えるリスク要因としては、①「欧州ソブリン危機」が深刻化、②地政学的リスクなどを背景とする原油価格の高騰、③円高の進行、④将来的な経常収支赤字化、の4点に留意が必要である。
- **デフレの原因と政府・日銀に求められる政策対応**：今回のレポートでは、わが国でデフレが継続している原因を検証した上で、政府・日銀に求められる政策対応について考察した。日本銀行の楽観的な物価見通しに反して、わが国では当面デフレ傾向が継続する見通しである。当社がコアCPIの要因分解を行ったところ、GDPギャップの縮小とインフレ予想の改善が物価押し上げ要因となる一方で、雇用者報酬の低迷と企業物価の伸びが鈍化傾向にあることが物価抑制要因となっている。今後は売上高の増加や、非製造業の低労働生産性（資本装備率が低いことなどに起因）の向上などを通じて、雇用者報酬を引き上げる政策が必要となる。具体的には、政策当局は、日本経済再生に向けて、①トップライダーの確固たる「ビジョン（国家観・哲学）」に基づいた体系性のある政策を実行、②「内需」や「需要サイド」のみに固執するのではなく、「外需」や「供給サイド」も重視したバランスのとれた経済政策を実施、③消費税引き上げ、社会保障費を中心とする歳出削減などを通じて「財政再建」を実現、④政府・日銀がより一層緊密に連携、という4点を柱に据えた経済政策を断行すべきである。特に、上記④に関連して、当社は、グレンジャー因果性を用いた分析などによれば、日銀の更なる金融緩和を通じた円安・株高の進行などがデフレ脱却に有効であると考えている。

## 1. 日本経済のメインシナリオ、及び、リスク要因

### 経済見通しを改訂

2012年4-6月期GDP一次速報を受け、2012-13年度の成長率見通しを改訂した。改訂後の実質GDP予想は2012年度が前年度比+2.2%（前回：同+2.4%）、2013年度が同+1.4%（同：同+1.3%）である（→詳細は、熊谷亮丸他「第174回 日本経済予測」（2012年8月16日）参照）。足下の日本経済の拡大ペースは当社の従来の想定を僅かながら下回っており、当社は日本経済には下振れリスクが強まっていると認識している。2012年度に関しては、足下の海外経済の減速傾向などを勘案し、経済見通しを下方修正した。他方で、2013年度については、当社の従来の想定と比べ、消費税増税に伴う「駆け込み需要」の前提を上方修正したことを主因に、経済見通しを小幅ながら引き上げた。

### 2012年4-6月期の実質GDP成長率（一次速報）は前期比年率+1.4%と4四半期連続のプラス成長

2012年4-6月期の実質GDP成長率（一次速報）は、市場コンセンサス（前期比年率+2.5%、前期比+0.6%）を下回ったものの、前期比年率+1.4%（前期比+0.3%）と4四半期連続のプラス成長となった。実質GDP成長率（前期比ベース）への寄与度を見ると、内需（+0.4%ポイント）が個人消費、設備投資、公共投資の増加を主因に5四半期連続のプラス寄与となり、全体を牽引した。他方で、海外経済の減速や資源輸入の高止まりなどを背景に、外需（▲0.1%ポイント）は2四半期振りのマイナス寄与に転じた。

### 今後の日本経済のメインシナリオ

今後の日本経済は、様々な景気下振れリスクを抱えつつも、メインシナリオとして、①東日本大震災発生に伴う「復興需要」、②米国・中国を中心とする海外経済の持ち直しが予想されること、③日銀の追加金融緩和が見込まれること、という「三本の矢」に支えられて、緩やかな景気拡大が続く見通しである。当社は、前提条件となるグローバル経済の動向に関して、①ユーロ圏の景気は「欧州ソブリン危機」の影響などから後退、②米国経済は総じて底堅く推移、③中国経済は政治指導者交代を控え「政治的ビジネスサイクル」にも支えられて徐々に持ち直す、と想定している。

### 日本経済のリスク要因

日本経済が抱えるリスク要因としては、①「欧州ソブリン危機」が深刻化、②地政学的リスクなどを背景とする原油価格の高騰、③円高の進行、④将来的な経常収支赤字化、の4点に留意が必要である。当社は、現時点で、ギリシャのユーロ離脱は3~4割程度、ユーロ圏が本格的な金融危機に見舞われるのは1~2割程度の蓋然性であると考えている。

## 2. デフレの原因と政府・日銀に求められる政策対応

### 2.1 なぜ、わが国ではデフレが続いているのか？

#### 2.1.1 物価の潮目が変わる兆し？

日本銀行は物価に対して総じて楽観的な見方をしている

本章では、わが国でデフレが継続している原因を検証した上で、政府・日銀に求められる政策対応について考察したい。結論をあらかじめ述べれば、日本銀行の楽観的な物価見通しに反して、当社はわが国では当面デフレ傾向が継続すると予想している。最新の日本銀行の「展望レポート」に対する中間評価（2012年7月12日発表）では、コアCPIの見通し（政策委員の見通しの中央値）に関して、2012年度が前年度比+0.2%、2013年度が同+0.7%と総じて楽観的な見方をしている。これに対して、当社では、消費者物価に関して、2012年度が前年度比+0.0%、2013年度が同+0.2%と、物価上昇ペースは緩慢であると予想している。

図表1に、米国の大手メディア・ブルームバーグ社が2012年5月15日に配信した、前田栄治・日本銀行調査統計局長のインタビュー記事を引用した。同局長は、国内の物価情勢に「潮目が変わる兆しも出ている」と述べ、実体経済に大きな変調がない限り消費者物価指数（生鮮食品を除くコアCPI）上昇率は「2013年度末以降1%に近づいていく」との見方を示している。

図表1：日本銀行幹部の物価に対する見方

#### ◎前田栄治・日本銀行調査統計局長のインタビュー記事

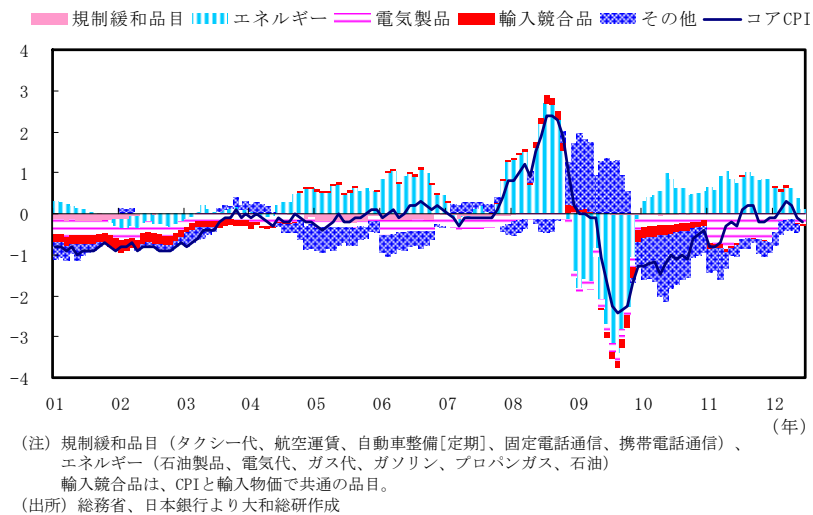
日本銀行の前田栄治調査統計局長は国内の物価情勢に「**潮目が変わる兆しも出ている**」と述べ、実体経済に大きな変調がない限り**消費者物価指数(生鮮食品を除くコアCPI)上昇率は「2013年度末以降1%に近づいていく」**との見方を示した。14日のブルームバーグ・ニュースとのインタビューで語った。(中略)  
局長は過去10数年、**流通部門を中心とした規制緩和**や、**安価な中国製品などを利用したビジネスモデルの拡大**、**既存分野での価格競争**が物価押し下げ要因として作用したが、「**こうしたマイナスの価格ショックは少しずつ弱まっているのではないか**」と言明。**需給バランス改善**と相まり、物価は緩やかに上昇していくとの見方に自信を示した。

(出所)ブルームバーグ記事(2012年5月15日配信)より引用

## 規制緩和品目、輸入競合品などによる物価下押し圧力は一巡

確かに、同局長が指摘する通り、規制緩和品目や輸入競合品などによる物価下押し圧力は一巡している。**図表 2** は、わが国のコア CPI の寄与度分解を行ったものである。2001～2002 年や 2005～2007 年前後にかけて物価を押し下げた「規制緩和品目」の影響はほぼ見られなくなっている。「輸入競合品」や「電気製品」の悪影響に関しても概ね一巡している。

**図表 2 : コア CPI の寄与度分解 (前年比、%)**

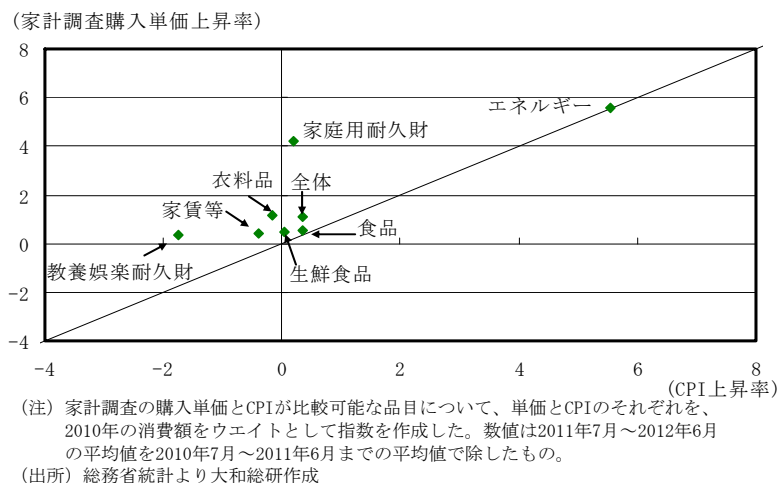


## 消費者の購入単価にも下げ止まりの兆候

さらに、足下では、消費者の購入単価にも下げ止まりの兆候が生じている。**図表 3** は、縦軸に家計調査における購入単価上昇率、横軸に CPI 上昇率を描いたものである。家計調査における購入単価は CPI と異なり品質向上の影響を考慮したものでない点には留意が必要となるが、最近では多くの品目が 45 度線の左上に位置しており、家計調査における購入単価が CPI を上回る伸びを示すケースが多いことが確認できる。

ここまでの考察をまとめると、日銀幹部が指摘する通り、物価の潮目に一定の変化の兆しが見られることは紛れもない事実であるといえよう。

**図表 3 : CPI 上昇率と家計調査購入単価上昇率 (前年比、%)**



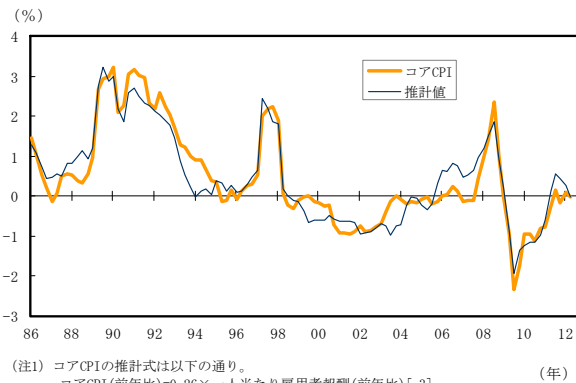
## 2.1.2 消費者物価に関する定量的な分析

### 雇用者報酬の低迷と企業物価の伸びが鈍化傾向にあることが消費者物価抑制要因に

それでは、ここまで指摘してきた「物価の潮目が変わる兆し」は、今後の消費者物価の動向を展望する上でどの程度の重要性を有するのであるだろうか？

**図表 4-1** は、コア CPI（前年比）の推計である。**図表 4-2** でコア CPI（前年比）の要因分解を行ったところ、GDP ギャップの縮小とインフレ予想の改善が物価押し上げ要因となる一方で、雇用者報酬の低迷と企業物価の伸びが鈍化傾向にあることが物価抑制要因となっている。

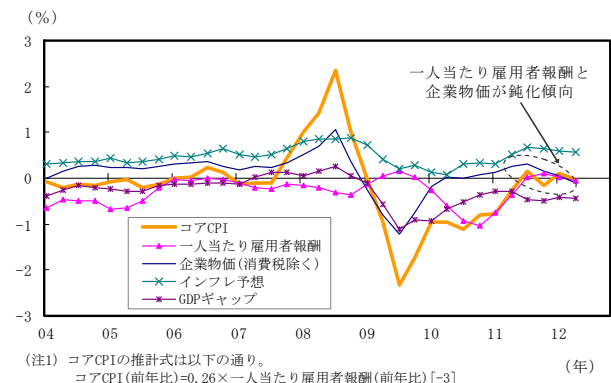
図表 4-1：コア CPI（前年比）の推計



(注1) コアCPIの推計式は以下の通り。  

$$\text{コアCPI(前年比)} = 0.26 \times \text{一人当たり雇用者報酬(前年比)}[-3] + 0.15 \times \text{企業物価(前年比)} + 0.01 \times \text{インフレ予想}[-1] + 0.14 \times \text{GDPギャップ}[-2]$$
  
 \* 括弧内[ ]は先行月数。1987年度と1997年度に消費税ダミーを利用。係数は全て1%有意。検定はNewey-West HAC標準誤差を利用。自由度修正済み $R^2=0.89$ 。推計期間は1986Q1～2012Q2。  
 (注2) インフレ予想は、内閣府「消費動向調査」を基に大和総研作成。  
 (出所) 総務省、内閣府、日本銀行統計より大和総研作成

図表 4-2：コア CPI（前年比）の要因分解



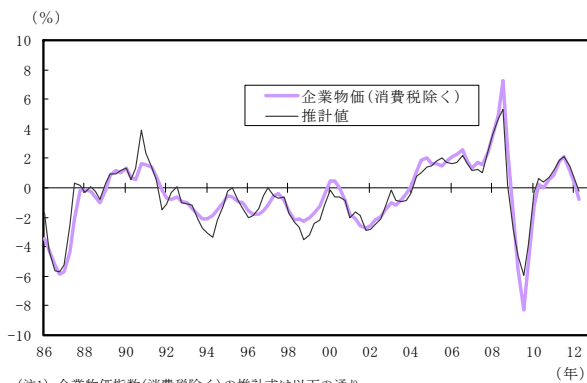
(注1) コアCPIの推計式は以下の通り。  

$$\text{コアCPI(前年比)} = 0.26 \times \text{一人当たり雇用者報酬(前年比)}[-3] + 0.15 \times \text{企業物価(前年比)} + 0.01 \times \text{インフレ予想}[-1] + 0.14 \times \text{GDPギャップ}[-2]$$
  
 \* 括弧内[ ]は先行月数。1987年度と1997年度に消費税ダミーを利用。係数は全て1%有意。検定はNewey-West HAC標準誤差を利用。自由度修正済み $R^2=0.89$ 。推計期間は1986Q1～2012Q2。  
 (注2) インフレ予想は、内閣府「消費動向調査」を基に大和総研作成。  
 (出所) 総務省、内閣府、日本銀行統計より大和総研作成

### 企業物価の要因分解

以下では、物価上昇の足かせとなっている「雇用者報酬」と「企業物価」の変動要因について検証したい。最初に、**図表 5-1・図表 5-2** で企業物価（前年比）を推計すると、「国内の製品需給」要因が改善する一方で、国際的な商品市況の下落などを背景に「輸入物価」要因がマイナスに作用している。また、「名目実効為替」要因は概ね横ばい圏での動きを示している。

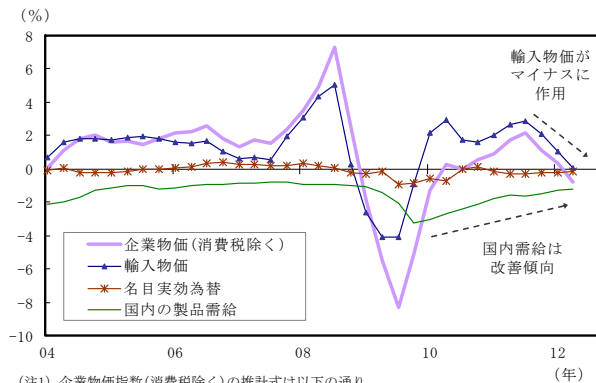
図表 5-1：企業物価（前年比）の推計



(注1) 企業物価指数(消費税除く)の推計式は以下の通り。  

$$\text{企業物価(前年比)} = 1.10 + 0.16 \times \text{輸入物価(契約通貨ベース、前年比)} - 0.04 \times \text{名目実効為替(前年比)}[-3] + 0.06 \times \text{国内の製品需給}[-3]$$
  
 \* 括弧内[ ]は先行月数。自由度修正済み $R^2=0.88$ 。推計期間は1986Q1～2012Q2。係数は全て1%有意。検定はNewey-West HAC標準誤差を利用。  
 (注2) 製品需給は日銀短観の国内での製商品・サービス需給判断DI（製造業）。  
 (出所) 日本銀行統計より大和総研作成

図表 5-2：企業物価（前年比）の要因分解



(注1) 企業物価指数(消費税除く)の推計式は以下の通り。  

$$\text{企業物価(前年比)} = 1.10 + 0.16 \times \text{輸入物価(契約通貨ベース、前年比)} - 0.04 \times \text{名目実効為替(前年比)}[-3] + 0.06 \times \text{国内の製品需給}[-3]$$
  
 \* 括弧内[ ]は先行月数。自由度修正済み $R^2=0.88$ 。推計期間は1986Q1～2012Q2。係数は全て1%有意。検定はNewey-West HAC標準誤差を利用。  
 (注2) 製品需給は日銀短観の国内での製商品・サービス需給判断DI（製造業）。  
 (出所) 日本銀行統計より大和総研作成

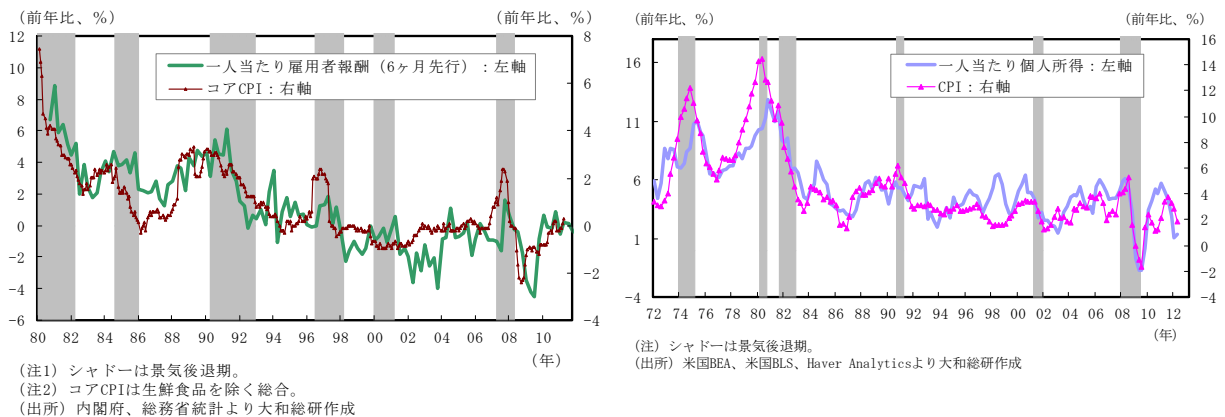


## 日本では雇用者報酬が消費者物価に半年程度先行

次に、消費者物価上昇の第二の足かせである「雇用者報酬」の変動要因について検証しよう。

**図表 6-1・図表 6-2** は、日米両国における、家計部門の収入と消費者物価の関係を見たものである。わが国では、家計部門の収入が消費者物価に対して半年程度先行する傾向があるのに対して、米国では両者が概ね同時に動いている。これは、転職市場の発達した米国では、労働者に対する賃金が成果に対する後払い的な性格を有するのに対して、わが国では転職市場が未整備なため、労働組合の影響力が弱いことなどに起因するものと考えられる。

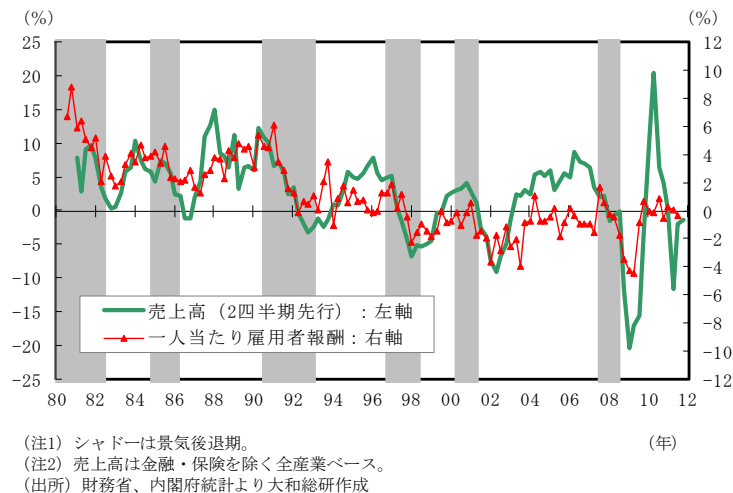
**図表 6-1：日本の一人当たり雇用者報酬とコア CPI** **図表 6-2：米国の一人当たり個人所得と CPI**



## 雇用者報酬増加・デフレ脱却の鍵は、売上高の増加

さらに、**図表 7** に示した通り、わが国では「企業の売上高」が「一人当たり雇用者報酬」に半年程度先行する傾向がある。つまり、日本では、極めて単純化すれば、「企業の売上高」が増加した約半年後に「一人当たり雇用者報酬」が増加し、その約半年後に消費者物価が上昇するのである。以上の考察から、わが国がデフレから脱却する方策として、円高に歯止めをかけること、TPP の推進、法人負担の軽減、規制緩和などの施策を通じて、企業の売上高が増える様な「拡大均衡型」の政策を講ずることが極めて重要である点が改めて確認できる。

**図表 7：日本企業の売上高と一人当たり雇用者報酬（前年比）**

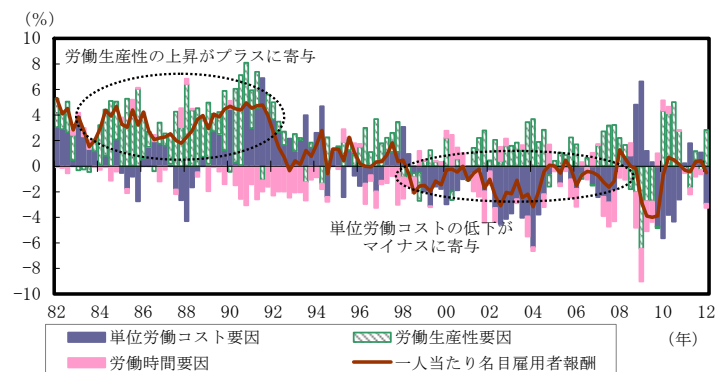


## 日米独3か国における「一人当たり名目雇用者報酬」変動の要因分解

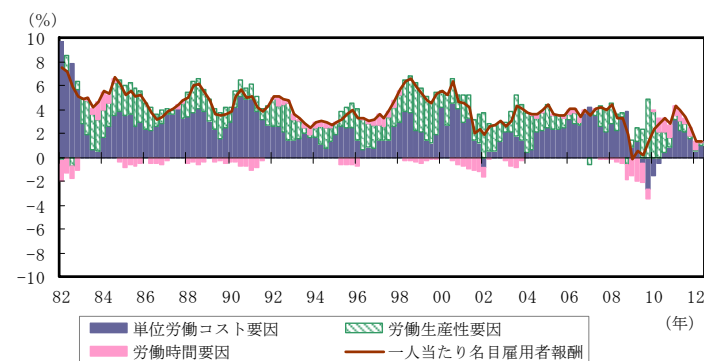
次に、日米独3か国における「一人当たり名目雇用者報酬」変動の要因分解を、異なった角度から行ってみよう。図表8に示した通り、「一人当たり名目雇用者報酬」は「①単位労働コスト」「②労働生産性」「③労働時間」に分解できる。この図表からは、わが国では1990年代以降、「②労働生産性」が伸び悩んでいることに加え、「①単位労働コスト」が低下していることが、「一人当たり名目雇用者報酬」の低迷を引き起こしていることが確認できる。

図表8：一人当たり名目雇用者報酬（前年比）の要因分解

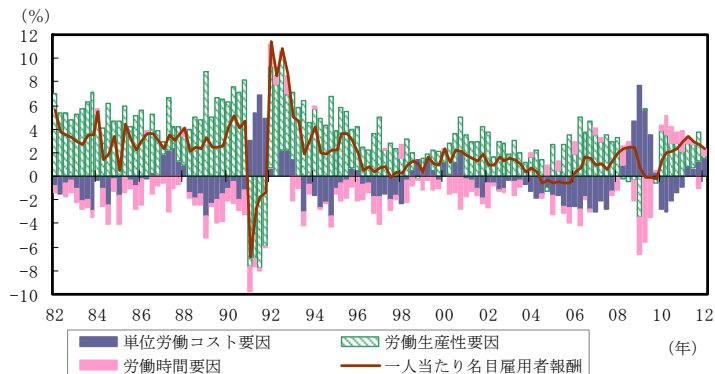
### 【日本】



### 【米国】



### 【ドイツ】



(注1) ドイツの1991年以前は旧西ドイツの統計。

(注2) 一人当たり名目雇用者報酬

=①名目雇用者報酬/実質GDP×②実質GDP/(雇用者数×労働時間)×③労働時間。

\*①が単位労働コスト、②が労働生産性。

(注3) ドイツのみ名目GDPを使用。

(出所) 日本は総務省、内閣府統計より、

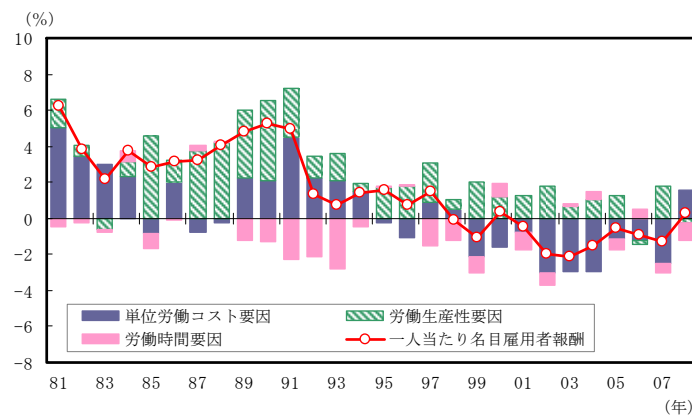
米国およびドイツはHaver Analyticsより大和総研作成

わが国では、非製造業の労働生産性低迷が顕著

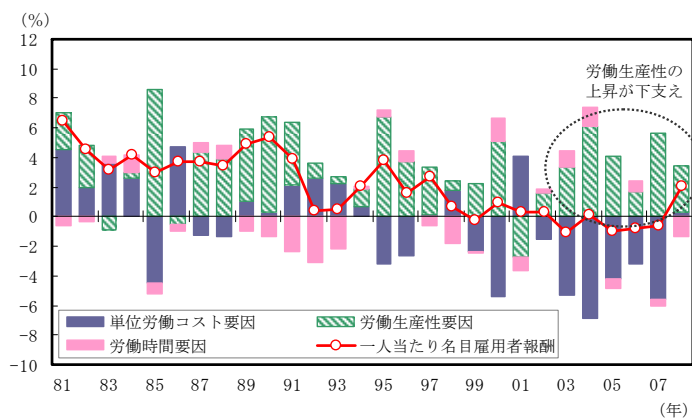
図表9では、わが国の「一人当たり名目雇用者報酬」を、製造業と非製造業に分解している。この図表を見ると、製造業では労働生産性の上昇が雇用者報酬を下支えしているのとは比べ、非製造業では労働生産性の上昇が見られないことが雇用者報酬を押し下げる要因になっている。今後の政策対応としては、図表7で指摘した、売上高の増加に加えて、非製造業の労働生産性の向上などを通じて、雇用者報酬を引き上げる政策がポイントになるだろう。

図表9：一人当たり名目雇用者報酬（前年比）の要因分解

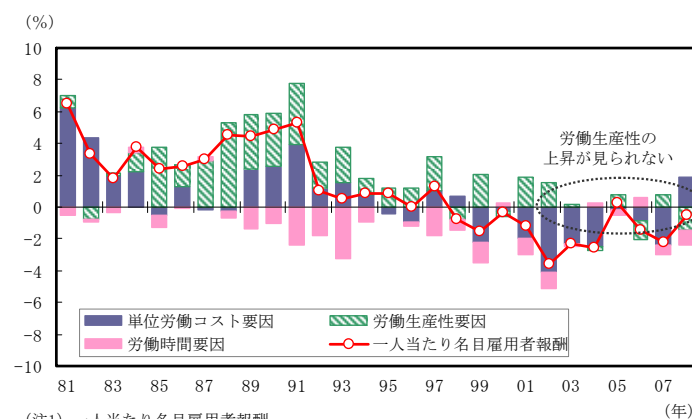
【全産業】



【製造業】



【非製造業】



(注1) 一人当たり名目雇用者報酬  
 $= \text{①名目雇用者報酬} / \text{実質GDP} \times \text{②実質GDP} / (\text{雇用者数} \times \text{労働時間}) \times \text{③労働時間}$   
 \*①が単位労働コスト、②が労働生産性。  
 (注2) SNAは2000年基準で、変動が大きい'09-10年は表記していない。  
 (出所) 内閣府統計より大和総研作成

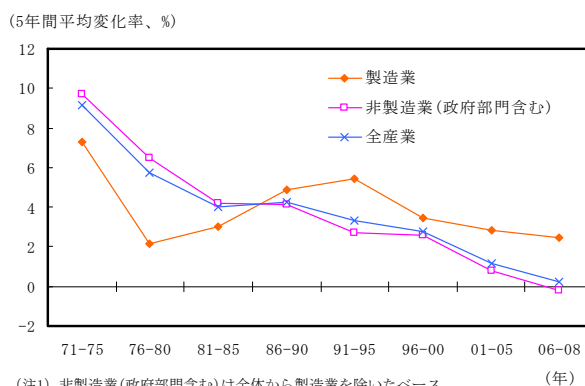


## 非製造業の低労働生産性は、資本装備率が低いことなどに起因

わが国における非製造業の低労働生産性は、IT 関連を中心に資本装備率が低いことなどに起因している。**図表 10-1・10-2** を見ると、非製造業の資本装備率の伸び率は製造業を大きく下回っており、非製造業の「TFP（全要素生産性。技術進歩などを示す）」は低迷が続いている。

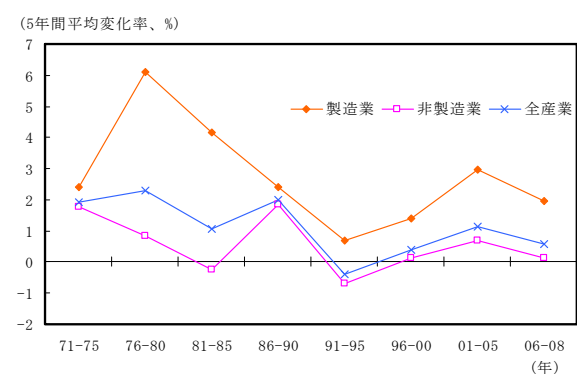
今後は、IT 関連を中心に、非製造業の資本装備率を引き上げることなどを通じて、同セクターの労働生産性を引き上げることが課題になるだろう。具体的には、何らかの政策上の恩典を与えて、非製造業の IT 関連投資を促進することも一考に値する。さらに、起業家の育成、TPP 推進による国内の企業立地環境の整備、労働市場改革などを通じて、非製造業における企業の新陳代謝を促すような施策が鍵になる。

図表 10-1：日本の資本装備率の推移



(注1) 非製造業(政府部門含む)は全体から製造業を除いたベース。  
 (注2) 資本装備率は、実質純資本ストック/従業者数。  
 (注3) 直近は3年間平均。  
 (出所) 経済産業研究所統計より大和総研作成

図表 10-2：日本の TFP（全要素生産性）の推移



(注1) 全産業と非製造業は住宅・分類不明を除くベース。  
 (注2) 直近は3年間平均。  
 (出所) 経済産業研究所統計より大和総研作成

## 雇用政策に関する3つのポイント

雇用政策に関しては、以下の3点がポイントとなる。

第一に認識すべきは、雇用は基本的に「派生的需要」であり、日本経済を順調に拡大させることこそが最大の雇用対策であるという基本原則である。

第二に、上記の基本原則を踏まえた上で、事後的な痛み止め（「受動的雇用対策」）ではなく、職業訓練を中心とする「能動的雇用対策」を雇用対策の中核に据える必要がある。雇用政策の本質は、労働者の“employability”（＝雇用されること的能力）を高めることに他ならないからである。

第三に、正規労働者と非正規労働者間の不公正な格差を解消することが喫緊の課題となる。その際、最も重要な視点は「同一価値労働・同一賃金の原則」を貫くことだ。逆に、非正規労働者を強制的に正規労働者に転換しようとするれば、結果的に雇用が海外に流出し、非正規労働者をより一層苦境に追い込むことになりかねない。法制面では、派遣業者法などを制定し、法律の本則の中で、派遣労働者の法的な位置づけを明確化することも必要になるだろう。

## ここまでの考察のまとめ

本章の議論の流れを整理する意味で、**図表 11** に、ここまでの考察に関する簡単なまとめを掲載した。以下では、ここまでの考察を踏まえて日本経済再生の処方箋について、検討していきたい。

図表 11 : ここまでの考察のまとめ

- ①物価の潮目に変化の兆し？  
— 規制緩和品目、輸入競合品などによる物価の下押し圧力は一巡  
— 消費者の購入単価には下げ止まりの兆候
- ②コアCPIの要因分解  
(プラス要因) GDPギャップ、インフレ予想  
(マイナス要因) 一人当たり雇用者報酬、企業物価  
→ 企業物価を要因分解すると、国内需給が改善する一方で、輸入物価がマイナスに作用
- ③雇用者報酬の増加には、売上増加や労働生産性の改善が必要  
— わが国では、一人当たり雇用者報酬が消費者物価に先行  
— 非製造業の低労働生産性(資本装備率が低いことなどに起因)が一人当たり雇用者報酬低迷の要因となっている

(出所)大和総研作成

## 2.2 政府・日銀に求められる政策対応

### 2.2.1 わが国が取り込むべき4つの政策

#### 日本経済再生の処方箋

わが国の政策当局は、日本経済再生に向けて、①トップライダーの確固たる「ビジョン（国家観・哲学）」に基づいた体系性のある政策を実行、②「内需」や「需要サイド」のみに固執するのではなく、「外需」や「供給サイド」も重視したバランスのとれた経済政策を実施、③消費税引き上げ、社会保障費を中心とする歳出削減などを通じて「財政再建」を実現、④政府・日銀がより一層緊密に連携、という4点を柱に据えた経済政策を断行すべきである。特に、上記④に関連して、当社は、グレンジャー因果性を用いた分析などによれば、日銀の更なる金融緩和を通じた円安・株高の進行などがデフレ脱却に有効であると考えている。

#### ①トップライダーのビジョンに基づいた体系性のある政策

第一に、確固たる「ビジョン（国家観・哲学）」に裏打ちされた体系性のある政策を行うことが最大のポイントである。

そもそも思考法には「演繹法」と「帰納法」とがある。「演繹法」が一般的・普遍的な原理から論理的な推論を通じて個別的な結論を得る思考法であるのに対して、「帰納法」は個別的な事例から一般的・普遍的な原理を見出そうとする推論方法である。一国の政策が「演繹法」的な思考法によって作られるべきであるという点は論をまたないであろう。出発点として確固たる「国家観（ビジョン）」という総論があり、そこから各論レベルの個別政策が導かれるのが健全な姿だ。以上の考え方に基づいて、日本政府には明確なビジョンに裏打ちされた新たな政策の「工程表」を提示することを求めたい。

#### ②「外需」や「供給サイド」にも目配りしたバランスのとれた経済政策

第二に、日本経済再生の鍵は、「内需」や経済の「需要サイド（ディマンドサイド）」のみでなく、「外需」や「供給サイド（サプライサイド）」にも目配りをしたバランスのとれた経済政策を実行することにある。

そもそも、経済政策を大別すると、①経済の「供給サイド」の政策と「需要サイド」の政策、②内需と外需、という4つの象限に分けることができる。この4つの中で、民主党政権は、「供給サイド」や「外需」に一定の目配りをしてきた自民党へのアンチテーゼという意味合いもあり、「需要サイド」の「内需」に大きなウエイトを置いた。2009年の衆院選における民主党のマニフェストでは、①子ども手当支給による少子化対策、②雇用対策、③年金・社会保障制度改革などが重要政策として掲げられていた。現実には、これらの政策の中で最も重要性が高いと考えられる「年金・社会保障制度改革」は遅れ気味であり、「子ども手当」（「児童手当」に改称）を中心とする政策が中核に据えられてきた。

この結果、わが国の株式市場のキー・プレーヤーである外国人投資家の多くが、民主党政権は子ども手当を中心とする「内需」の「需要サイド」——つまりは、経済政策全体の4分の1の部分にしか関心がない、バランスの悪い政権だと捉える様になってしまった。「追い出し5

点セット（2010年に設置された日本政府主催の国内投資促進円卓会議で、わが国の財界首脳が指摘した、日本企業を海外に追い出し『空洞化』を招く5つの政策）」とも言われる、①円高、②EPA（経済連携協定）などの遅れ、③環境規制、④労働規制、⑤高い法人税、を放置してきた民主党政権は、「アンチビジネス（反企業）」的な政権だとの悪評にさらされることとなった。

我々は「供給サイドか？需要サイドか？」という不毛な対立を乗り越え、両者のバランスの取れた政策を行う必要があるだろう。

今後、日本政府が「アンチビジネス（反企業）」的な姿勢を改め、「プロビジネス（企業寄り）」的なスタンスを鮮明化することは、最大の景気対策になる。具体的には、「内需」だけでなく「外需」にも焦点を当て、成長戦略の具体化、規制緩和、法人税減税、TPP（環太平洋経済連携協定）・FTA（自由貿易協定）・EPA（経済連携協定）の推進、産業構造調整、官民一体となった海外での大型受注獲得（高速道路、上下水道、次世代送電網、水処理施設など）といった政策を強化することが重要な課題であると言えよう。

### ③財政再建

日本政府が取り組むべき第三の課題は、言うまでもなく「財政再建」である。

「増税の前にやることがある（増税の前に、経済成長や歳出カットが必要だ）」という議論はあたかも正論の様に聞こえる。しかしながら、1970年代に大平総理が一般消費税を導入しようとして頓挫した時から、まったく同じ議論が30年間以上にわたり繰り返されてきた。つまり、「増税の前にやることがある」というのは、論点を拡散させることによる先送りの議論なのだ。「経済成長」「歳出削減（社会保障の合理化）」「消費税の増税」という3つの政治課題があった時に、全てを一体的に進めないと絶対に駄目だという考え方では、現実問題として永久に財政再建などできるわけがない。こうした議論を通じて「先送り」が繰り返されてきた結果、わが国の財政状況は世界最悪の状態に陥っているのだ。

今後、わが国にとって必要なのは、2014年4月に増税が実施されるまでの1年半の間に、「経済成長」と「歳出削減（社会保障の合理化）」を着実に実行するために、国民的な論議を巻き起こすことであるといえよう。

### ④政府・日銀がより一層緊密に連携

わが国が取り組むべき第四の課題は、政府と日本銀行がより一層緊密に連携することである。この点については、以下で定量分析などを交えてもう少し詳しく論じてみたい。

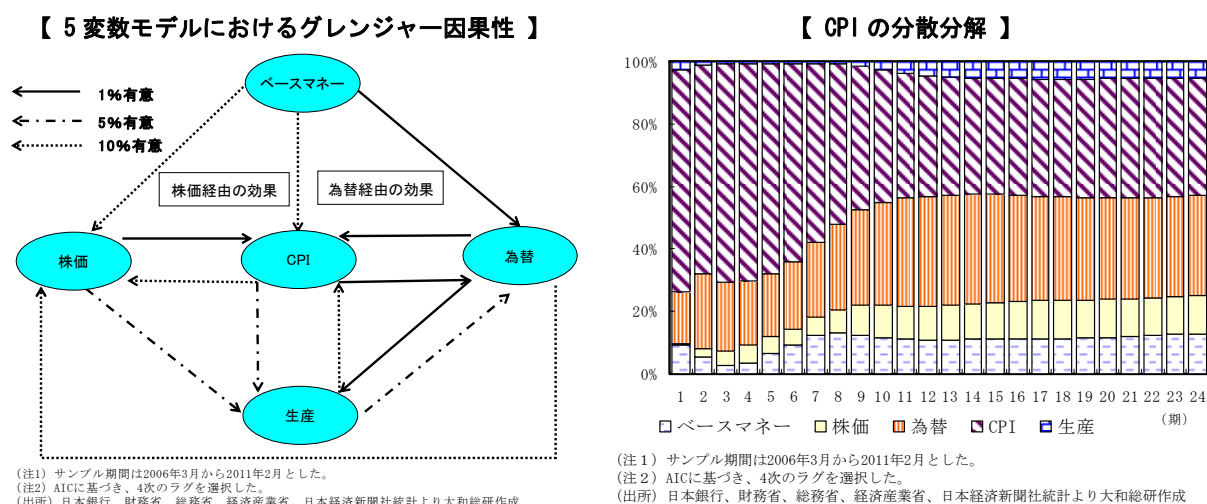
## 2.2.2 日銀の更なる金融緩和を通じた円安・株高の進行などがデフレ脱却に有効

### 日銀が株価や為替に働きかけることの重要性

当社は、グレンジャー因果性を用いた分析などから、日銀の更なる金融緩和を通じた円安・株高の進行などがデフレ脱却に有効であると考えている。

**図表 12** に、当社が作成した「5 変数モデルにおけるグレンジャー因果性」を示した。なお、「グレンジャー因果性」とは、「変数 X に関する過去の情報が、変数 Y の予測の改善に役立つ場合には、変数 X から変数 Y に対して『グレンジャー因果性』がある」と定義付けられる。当社が行った分析によれば、ベースマネーの拡大が、株価や為替を通じて、CPI に影響を与えている可能性が示唆される。さらに、CPI の分散分解を行うと、為替が物価に対して一定の影響を与えている可能性が指摘できる。

**図表 12 : 5 変数モデルにおけるグレンジャー因果性**



### 【 モデルの詳細 】

サンプル期間		5変数モデル(対前年同月比)
2006年3月～2011年2月		
変数の定義	ベースマネー	マナリーベース平均残高, 準備率調整後, 季節調整済み
	株価	日経平均株価, 東証225種, 月中平均
	為替	外国為替相場実効為替レート, 2010年基準, 名目(BIS方式)
	生産	全産業活動指数(農林水産業生産指数及び公務等活動指数を除く)(2005年基準)季節調整済指数
	CPI	消費者物価指数(2010年基準)全国, 基本分類指数, 生鮮食品を除く総合

(出所) 日本銀行、財務省、総務省、経済産業省、日本経済新聞社統計より大和総研作成

## 「修正ソロスチャート」は円高・ドル安を示唆

**図表 13** は、日米両国の中央銀行の相対的な金融政策スタンスとドル円相場の推移を見たもので、大手ヘッジファンド創始者であったジョージ・ソロス氏の名を冠して「修正ソロスチャート」と呼ばれている。なお、「修正」と付されているのは、超過準備額を除く形で、オリジナルな「ソロスチャート」から若干の修正が行われているためである。同チャートによれば、わが国のマネタリーベースが米国との対比で相対的に増加すると、ドル円相場は円安・ドル高になり、減少すると、円高・ドル安になる傾向がある。

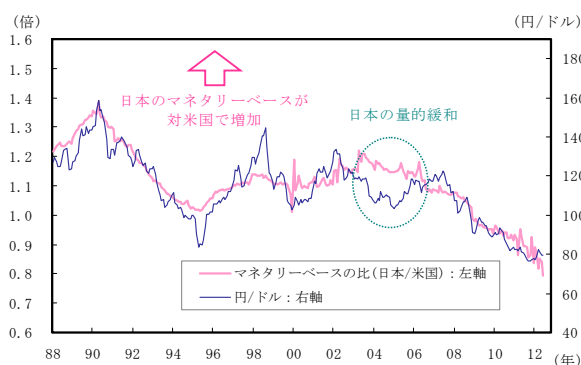
現状、同チャートを見る限り、日銀の金融政策スタンスについて、米連銀との比較において未だ金融緩和の度合いが不十分であるとの解釈が可能だ。今後、日銀はベースマネーを拡大することなどを通じて、円高に歯止めをかける必要があるだろう。

## 国際比較の観点からも、日銀がマネーサプライの増加率を高める必要

当社は、国際比較の観点からも、今後日銀がマネーサプライの増加率を高める必要があると考えている。**図表 14** は、各国のマネーサプライ上昇率と CPI 上昇率の関係を見た図表である。わが国は図表中で左下に位置しており、マネーサプライの伸び率の低迷がデフレを招いている可能性が示唆される。

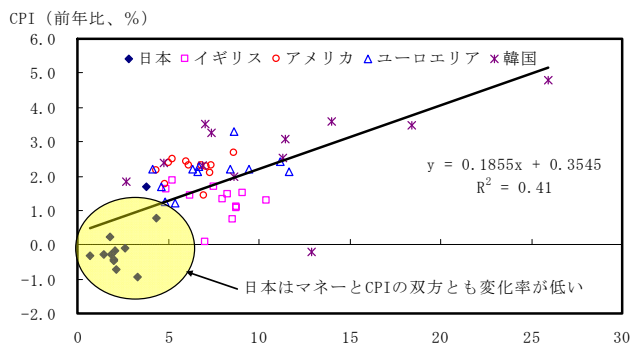
日銀がマネーサプライの伸び率を積極的に高めることは、円高に歯止めをかける要因になり得るのみではなく、株価の上昇などを通じてインフレ期待を高めることにもつながる。さらに、株価の上昇を加速させるには、①金融市場とのコミュニケーション能力の向上、②リスク資産の購入を増加させること、③現在+1%としている消費者物価上昇率の「目途（ゴール）」を米国並みの+2%に引き上げること、④物価に関する「目途（ゴール）」を「目標（ターゲット）」へと変更すること、などが検討課題となるだろう。

図表 13：日米の修正ソロスチャート



(注) 超過準備額を除くベース。  
(出所) FRB、日本銀行統計より大和総研作成

図表 14：各国のマネーサプライ上昇率と CPI 上昇率の関係



(注1) 推計期間は1997年から2008年とした。マネー（前年比、%）  
(注2) マネーについては、日本はM2+CDを、ユーロエリアはM3を、その他はM2を用いた。  
(注3) CPIについては、ユーロエリアについてはHCPI総合を、その他はCPI総合（食料およびエネルギー除く）を用いた。  
(出所) OECD統計より大和総研作成



図表 15 : 日本経済・金利見通し

	(予) →						(予) →			
	2011. 10-12	2012. 1-3	4-6	7-9	10-12	2013. 1-3	2010年度	2011年度	2012年度	2013年度
実質GDP (前期比年率%) [前年比%]	0.3 -0.7	5.5 2.9	1.4 3.5	1.3 2.0	0.7 2.2	1.3 1.1	3.3	-0.0	2.2	1.4
経常収支 (季調済年率、兆円)	6.7	5.9	5.4	5.9	6.4	6.6	16.7	7.6	6.1	7.3
失業率 (%)	4.5	4.5	4.4	4.4	4.3	4.2	5.0	4.5	4.3	4.1
消費者物価指数 (生鮮食品除く総合、2010=100) [前年比%]	-0.2	0.1	-0.0	-0.1	0.2	0.2	-0.9	-0.0	0.0	0.2
	2011. 10-12	2012. 1-3	4-6	7-9	10-12	2013. 1-3	2010年度	2011年度	2012年度	2013年度
無担保コール翌日物 (期末、%)	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100
国債利回り (10年債最長期物) (期中平均、%)	1.00	0.98	0.89	0.80	0.85	0.90	1.15	0.99	0.86	1.00

(注) 予測値は原則として大和総研・第174回日本経済予測による。

(出所) 各種統計より大和総研作成