

第一の矢が目指したもの

そもそも第一の矢はどのような方法でデフレ脱却を図ろうとしたのか。今から振り返ると、政策の意味について当初は混乱があった。日銀の一部には、市中で流通しているおカネの量を増やせば物価は上がるというナイーブな見方があった。

しかしこの分野における内外の専門家の多くはそうした効果には当初から懐疑的だった。クルーグマン教授や筆者らが二〇〇〇年代初頭に発表したいくつかの論文によって、金利がゼロに到達してしまっている状況では、さらにおカネの量を増やしても、物価は上がらないことが既に

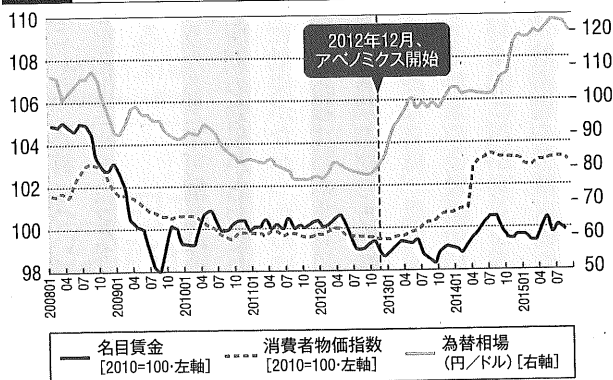
価と同じ二%の上昇を目指すという日銀の意図からずれている。物価と賃金を上げることができていないのは、どこがまずかったからなのか。

第一の矢が目指したもの

わたなべつとむ

1959年生まれ。東京大学経済学部卒業後、日本銀行入行。94年ハーバード大学Ph.D.(経済学専攻)取得。一橋大学経済研究所助教授、同教授等を経て、2011年より現職。著書に『市場の予想と経済政策の有効性』、*The Economics of Interfirm Networks*(共編)など。

図1 為替相場・物価・賃金の推移



知られていたからだ。通常の状態であれば、中央銀行がおカネの量を増やせば金利が低下し、それが景気を持ち上げる。しかし金利がゼロに達してしまうと、金利のさらなる低下はあり得ないので、景気浮揚効果も

為替、物価、賃金への効果

一九九〇年代半ばから消費者物価が下落するデフレが続いてきた。デフレ経済では、企業はキャッシュの積み増しを進める一方、技術開発や設備投資がおろそかになり、これが経済の長期停滞の一因となった。デフレからの脱却を目指したのがアベノミクスの第一の矢「大胆な金融緩和」である。

金融緩和の柱は、新たな総裁として黒田東彦氏を迎えた日本銀行が二〇一三年四月に開始した量的質的緩和政策(QQE)である。この政策は、日銀が金融機関から国債を大量に購入しそれによって市中に回るおカネの量を増やすというものだ。財務省は財政赤字を賄うために毎月一三兆円のペースで国債を発行している。そのうち七兆円を日銀が買い

物価上昇率2%が達成できない理由

東大指数が示す物価の真実

東京大学大学院教授 渡辺 努

取ることを決めた(買い取り額は一四年十月に一〇兆円に増額されている)。日銀はこの政策で消費者物価が毎年二%上昇する状況を実現させると約束した。

アベノミクスの開始から三年が経とうとしている現時点で政策の効果はどうか。図1には、金融緩和の効果も測る上でカギとなる三つの指標(為替相場、物価、賃金)を示している。円ドル(為替)相場は、アベノミクス開始直前から金融緩和が行われることを見込んで円安が進み、この三年あまりで八〇円から一二〇円へと大きく下落した。

一方、物価はアベノミクス開始前の趨勢的な下落(デフレ)はおさまったものの、消費税増税分を除けばほぼ横ばいであり、日銀の物価目標(毎年二%の物価上昇)には遠い。賃金も幾分改善しつつあるものの、物

ないというのがその理由だ。

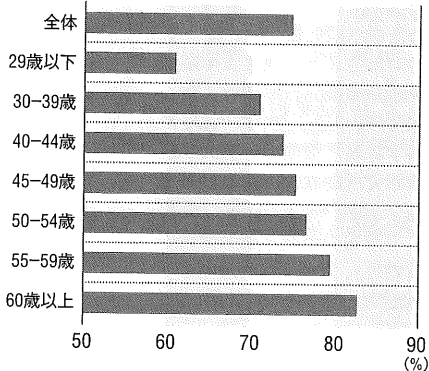
筆者を含む研究者が黒田緩和に期待していたのは、人々の予想を通じての効果だ。黒田総裁は、物価上昇率が2%に達するまで大胆な金融緩和を続けると明言していた。このアナウンスを聞いた人々は、数年後も金融緩和が続くと予想する。そうすると人々は、数年後には為替が安くなり、物価と賃金も上昇すると予想するようになる。その予想に基づいて、人々は現在の行動を変化させる。消費者は消費を増やし、企業は投資を増やすはずだ。筆者はこれが本当に起こるかどうかを注視してきた。

人々の予想は変わったのか

大胆な金融緩和策は人々の予想を変えるのにどの程度効果があったのか。まず為替についてみると、筆者と水野貴之氏（国立情報学研究所）

ぞれに事情がある。図2は筆者らが行った消費者を対象としたアンケート調査の結果を示している。シニア層は大方がアベノミクスで物価上昇の時代に入ると予想している。これに対して若年層は、物価上昇を予想する割合が低い。若年層は生まれてこの方、デフレしか経験したことがないため、これからは物価上昇の時代、と政府や日銀が声高に叫んでも、俄かには信じられず、消費行動も変えない。こうしたデフレのトラウマは、二〇年にわたりデフレを放置してきた政策の失敗によるものである。

図2 物価上昇を予想する人の割合



らが行った研究では、日銀が国債購入のオフアを金融機関に対して行う日には円が安くなるということが確認された。その度合いは、日銀が一四年秋以降のペースで国債購入を一年間続けると円が一〇%安くなるという大きなものだ。日銀が国債購入というアクションを起こすことで、金融市場の参加者は、将来も金融緩和が続く、したがって将来の円が安いと

予想し、この予想が足元の円安を引き起こした。為替については人々の予想を変化させる政策が成功したといえる。

そうすると不可解なのは、円相場には所期の効果があったのに物価と賃金に効果がなかったのはなぜかという点である。

金融市場の主役である銀行・証券や生命保険などは、黒田総裁のアナウンスで将来の金融緩和が進むと信じ、将来的に円が安くなると考えた。一方、財市場や労働市場の主役である消費者・企業は、将来の金融緩和が進むと信じるころまではおそらく同じだったが、それによって将来の物価や賃金が上がるとは考えなかった可能性が高い。

デフレのトラウマ

その背景には消費者と企業のそれ

トラウマは企業側にもある。多くの企業は、原価が上がっても価格に転嫁せずコスト削減で耐え忍ぶという戦略でデフレ期を乗り切ってきた。この状況は今後も変わらないと企業経営者は信じており、価格を上げるビジネスモデルを描けていない。アベノミクスによる円安で原価が上昇しているのだから本来であればその分を価格に転嫁すべきだ。しかし、メーカーも流通業者も、ライバルは価格を据え置き、自分だけが価格を上げる結果になることを強く恐れる。こうした相互牽制が誰も価格

を上げられないという状況を生み出す。その結果、円安分をコスト削減で乗り切らざるを得ず、その一環として人件費が削られ、それが賃金への下押し圧力となっている。

ただし、輸出企業はだいぶ事情が違ふ。円安でもドル表示の販売価格をほとんど変えなかったため、円のみた販売価格は上昇した。本来であれば、これと同幅の名目賃金の上昇が起きるべきで、これが起きれば我が国の賃金は顕著に上昇したはずだ。ところが実際には、一四年と一五年の春闘での賃上げはそれ以前を上回

THINK NOW ハンセン病

治療法が確立された今も、私たちの社会で差別は続いています。ハンセン病の本当の問題。それは、「知らない」ということ。ハンセン病は、私の、みんなの問題です。

ハンセン病を
考えることは、
人間を考えること。

2016.1.31は
世界ハンセン病の日



出版案内

この1冊でわかる！
2015年改正派遣法解説
 経団連事務局 編著 弁護士 中山慈夫 監修

改正労働者派遣法のポイントと
 求められる労務管理上の留意点
 などをさまざまな観点から取り
 まとめるとともに、関連法令等も
 掲載した解説書です。

この1冊でわかる！
2015年改正派遣法解説
経団連事務局編著 中山慈夫監修

A5判 340頁
 定価(本体2500円+税)

経団連出版
 経団連事業サービス
 TEL 03-6741-0043

に前年比ゼロまで回復した後、さらに上昇を続け、現在は前年比一・四％程度で推移している。

東大指数では、価格の平均を計算する際に、売れ筋商品により大きなウェイトをかけるという手法を用いているが、筆者がコロンビア大学のワインシュタイン教授と行った研究によれば、これにより東大指数は政府の発表する消費者物価指数に比べて〇・六％程度低めに出る。したがって、東大指数が現在前年比一・四％で推移しているということは、政府の物価指数に引き直すと二％に近

いということになる。つまり、東大指数が計測の対象としている商品(スーパーで販売している食料品や日用雑貨など)に関する限り、物価は日銀の物価目標に近いところまで既

一五年に入ってから初期の段階では、少数の品目(チーズ、カップ麺、コーヒーなど)が高い上昇を示し、それらの品目が全品目の平均を引っ張り上げた。様々な品目が一樣に上昇するのではなく、一部の品目が突出して上昇する状況を総供給ショックというが、初期段階はその典

型だった。しかし最近、高い上昇を示す品目が徐々に増えており、品目の広がりが見えてきた。

東大指数の上昇の背景に円安があるのは間違いない。しかし、円安はここきて突然生じたわけではなく、アベノミクス開始直前から続いているもので、メーカーや流通業者は円安分の価格転嫁を果たせずに長らく苦しんできた。したがって、問われるべきは、なぜ今になって転嫁が始まったかだ。ここは仮説の域を出ないが、ひとつの可能性としては、ラ

ったとは言っても、円安の規模と比べると限定的であった。その理由は定かでないが、輸出企業は、円安は長続きしないとみて、将来の円高反転に備えているのかもしれない。いずれにしても、輸出企業のこうした

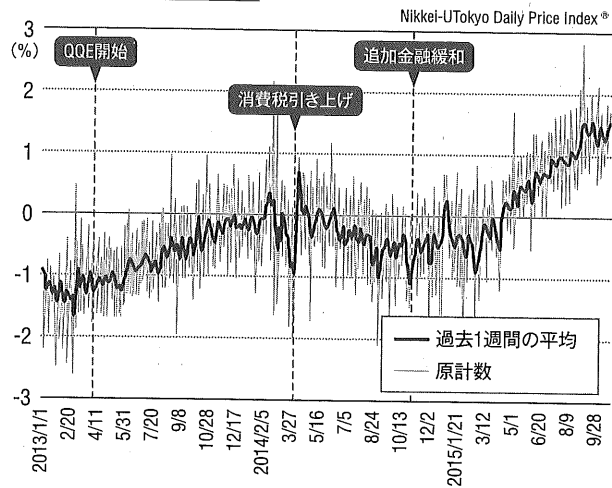
推移を示したものである。東大指数は、全国約三〇〇のスーパーマーケットのレジで記録される個々の商品の販売価格と販売数量の情報を用いて算出するものである。売れ筋商品を的確に把握することにより高い精

度で物価を計測できる。また、日々の物価をその翌々日には東大のホームページで公開しており(http://www.cmlab.co.jp/price_u-tokyo/)、迅速性の面でも政府の統計を凌駕している。一三年五月の公開開始以降、金融機関のエコノミストなど多くの方々に利用されており、最近では日銀の政策決定の情報としても利用されている。

アベノミクス開始当時、東大指数は前年を約一・五％下回って推移していたが、QQEの開始後、マイナス幅が徐々に縮小し、一四年四月の消費税引き上げ直前には前年比プラスに転じた。しかしその後、消費税増税で消費が落ち込む中、特売が増加するなどして再び前年比マイナスに沈んだ。

東大指数が再び上昇に転じたのは一五年の四月以降であり、四月中旬

図3 東大日次物価指数



行動によって、円の低下が賃金の上昇へとつながる経路が遮断されてしまった。

東大指数が示す物価の姿

しかし、物価上昇の芽が全くないわけではなく、一五年春以降、状況に変化が生じつつある。この変化は、デフレ脱却に向けて今後何が必要かのヒントを与えてくれる。

図3は筆者と渡辺広太氏(明治大学・東京大学)が開発した東大日次物価指数の

度で物価を計測できる。また、日々の物価をその翌々日には東大のホームページで公開しており(http://www.cmlab.co.jp/price_u-tokyo/)、迅速性の面でも政府の統計を凌駕している。一三年五月の公開開始以降、金融機関のエコノミストなど多くの方々に利用されており、最近では日銀の政策決定の情報としても利用されている。

アベノミクス開始当時、東大指数は前年を約一・五％下回って推移していたが、QQEの開始後、マイナス幅が徐々に縮小し、一四年四月の消費税引き上げ直前には前年比プラスに転じた。しかしその後、消費税増税で消費が落ち込む中、特売が増加するなどして再び前年比マイナスに沈んだ。

東大指数が再び上昇に転じたのは一五年の四月以降であり、四月中旬

月刊 経団連

12月号 定価540円 (本体500円)

●企業競争力強化を担う人材の育成と活用に向けて

座談会
日立製作所会長 日立製作所会長
筑波大学学長 筑波大学学長
東京学芸大学附属国際中等学校校長 東京学芸大学附属国際中等学校校長
品川女子学院校長 品川女子学院校長
（株）富士通常務理事 （株）富士通常務理事

中野 宏明
永田 恭介
佐藤 正光
漆 紫穂子
三宅 龍哉

寄稿
第一生命保険社長 第一生命保険社長
三井物産執行役員/三井物産戦略研究所社長 三井物産執行役員/三井物産戦略研究所社長
東京大学大学院教授/慶應義塾大学教授 東京大学大学院教授/慶應義塾大学教授
国立高等専門学校機構理事長 国立高等専門学校機構理事長
立命館宇治中学校高等学校校長 立命館宇治中学校高等学校校長

渡邊光一郎
中湊 晃
鈴木 寛
小畑 秀文

編集・発行 日本経済団体連合会

最寄りの書店
またはインターネットから
http://www.keidanren-jigyoservice.or.jp
購読申込

想を各企業がもつようになったのではない。その意味で、デフレのトラウマが徐々に薄れてきている可能性はある。

今なお残る
価格据え置き企業

東大指数と同様の傾向はTポイントカードの購買履歴データをもとに算出されているT-point Price Index (TPI)でも確認できる。TPIはTポイント提携先のスーパーマーケット、ドラッグストア、コンビニエンスストア、外食チェーンを対象としている。

このように、東大指数やTPIの最近の動きは物価の先行きに期待を抱かせるものだ。しかし、これでは一気にはデフレ脱却というほど話は単純ではない。東大指数やTPIが計測の対象としているのは食料品や日用

雑貨などの「商品」が中心であり、「サービス」は外食など一部しかカバーできていないからだ。

政府が発表する消費者物価指数は約六〇〇の品目から構成されているが、各品目について価格上昇率を計算すると、「商品」についてはこれまでの下落から上昇へと転じるものが増えてきている。これは東大指数などの動きと整合的であり、第一の矢の効果といえる。

一方、「サービス」は前年と比べて変化なしという品目が驚くほど多い。政府の統計で見ると、例えば、理髪店や美容院の料金は過去一〇年以上にわたって変わっていない。実は、消費者物価を構成する約六〇〇品目のうち半数はいまだに価格据え置きだ。コストの大半を人件費が占めるサービス業では、賃金を抑えることで低価格を維持するという行動

をデフレ期にとってきた。その習性も価格と賃金をともに据え置くというあたりで今なお残っている。

デフレ脱却に向け、
ノルムの転換を

デフレ期を特徴づけるのは「円高・物価下落・賃金下落」の組み合わせだ。円高で物価が下落するのは当然であり、物価下落の下で賃金を抑えざるを得ないのも当然である。つまり、デフレ期におけるこの三つの組み合わせは相互に矛盾がなく、落ち着きのよい組み合わせであった。だからこそ、この組み合わせが二〇年もの長きにわたって続いた。

デフレ期の消費者や企業は、この三つの組み合わせが続くことを前提に、消費や投資の計画を決めてきた。その意味でこの三つの組み合わせはデフレ期の「ノルム（経済規範）」

であったといえる。

アベノミクス第一の矢は、このノルムを「円安・物価上昇・賃金上昇」という新しいノルムに転換させようとするものだ。この新しい組み合わせもまた相互に矛盾のないものだ。しかし、古い組み合わせの落ち着きがよかったため、そこにいったん落ち着いてしまった経済を新しい組み合わせへと誘導するのは難しい。その難しさが大方の事前の予想を超えるものであったことをアベノミクス三年間の経験は示している。

現状は、食料品など比較的動きや

すい価格が新しい価格体系へと移行しつつある一方、サービス価格や賃金など、元來動きの鈍い価格が引き続き古い体系にとどまっており、バランスが悪い。円表示の販売価格が上昇し好決算を迎える輸出企業がある一方で、円安に伴う食料品の価格上昇に賃金の上昇が追いつかない消費者が増えるという状況は、バランスの悪さを象徴している。

このバランスの悪い状況が長く続くことはない。首尾よく新しい価格体系に移るか、それとも古い価格体系に舞い戻り長期停滞に甘んじるか、

の二者択一だ。

企業と消費者に新しい価格体系への移行を実感してもらえよう政府・日銀は明確なメッセージを送るべきだ。出遅れている賃金については、円安による収益増の還元は当然として、もう一歩踏み込んで、「賃上げ分は価格に転嫁できる」という健全な常識を各企業に取り戻してもらうことが重要だ。一方、消費者には、賃金と物価は同じペースで上昇するのが先進国では普通であり、日本もかつてはそうであったことを思い出してもらい必要がある。