

CPI 目標がだめなわけ  
ー実質利子率の計測に用いられるべき物価指数は何かー

専修大学 経済学部  
作間逸雄<sup>(\*)</sup>

JEL 区分：E31, E01, E43

キーワード：営業余剰・混合所得デフレーター、デフレ、実質利子率

要約

日本銀行は、2013年4月4日に「量的・質的金融緩和」を導入し、消費者物価指数（コアCPI）の前年比上昇率2%の「物価安定の目標」を、2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現するため、マネタリーベースおよび長期国債・ETFの保有額を2年間で2倍に拡大することなどを宣言した。一方、安倍政権は、名目経済成長率3%、実質経済成長率2%という目標を掲げた。GDPデフレーターでは、1%の上昇率を目標としたことになる。しかし、2015年1月現在で、マネタリーベースは、2倍になったが、消費者物価上昇率は消費税率上昇分を除くと、2%に遠く及ばず、GDPデフレーターに至っては、2014年第3四半期で季節調整済み前期比年率がマイナス領域に入っている。『タイムス』や『フィナンシャル・タイムズ』では、アベノミクスの「失敗」が取り沙汰されている。本稿では、CPIという目標を選択したことに問題があったこと、CPIは生産者にとっての価格状況を適切に表現する指標ではないことがその理由であることを主張する。生産者にとっての価格状況を適切に表現する指標としては、営業余剰デフレーターないしGDPデフレーターが望ましいことが述べられる。一般的認知という点では、GDPデフレーターを物価目標とすることが適切な選択であっただろう。そうすることによって、産業構造の転換という「成長戦略」と物価目標との関連性を認識することができたであろう。

(※) 本稿は、『専修経済学論集』118号（2014年7月）に掲載された「生産者のための物価指数ー実質利子率の計測に用いられるべき物価指数は何か？ー」と同誌119号（2014年11月）に掲載された「リジョインダー」をまとめ、さらに改稿したものである。

## 1. イントロダクション

2012年第4四半期から4期続いたプラスの実質経済成長率が2013年第4四半期でマイナスに転じ、消費税増税直前の駆け込み需要によるプラス成長は、それを上回る反動で帳消しにされ、2014年第3四半期には、よもやの2期連続のマイナス成長を記録し、英米の用語法にしたがえば、景気後退（recession）入りした。各国のメディアでは、アベノミクスの「失敗」が取り沙汰されている。

アベノミクスは、結局、偽装された円安誘導政策に過ぎなかったのではないかとの（当を得た）評価も有力となっている。<sup>1</sup>輸出数量を拡大しない円安政策は、（正当化できない）所得移転政策であり、輸出数量の拡大に成功すれば、単なる近隣窮乏策である。いずれにしても、推進する価値のある政策ではない。とくに、後者のように判断された場合、厳しい国際的非難を招きかねない。<sup>2</sup>意図的な円安は、旧来の輸出型産業に空前の利益をもたらしたが、多くの内需型産業を苦境に陥れただけでなく、円安によって引き起こされた消費者物価の上昇は、実質所得の低下をもたらすことにより、2013年前半に出現した内需主導の経済成長の早すぎる終結をもたらした一因となったかもしれない。

円安は、（2014年末時点で）輸出数量の拡大に帰結しなかったし、円安によって生じたCPIの上昇が実質利率の低下を通じて企業設備投資を刺激することもなかった。CPIの上昇が確実に引き起こしたことは、家計の実質所得の下落と消費の低迷であった。実際、家計は、物価上昇を上回る名目賃金の上昇という最も不確実な政策帰結があってはじめて、アベノミクスから恩恵を受けることができる。株式やその他の金融資産に投資することによって、ほとんどリスクなしに、既に一定の収益を得ていたり、過去の投資の失敗を帳消しにしたりすることができたかもしれない富裕層との間には、著しい対比がある。そこには、等閑視することのできない、リスク負担の不平等がある。

本稿執筆の動機となったのは、そうした議論に深く関わるある問題、すなわち「借り手としての生産者の立場で実質利率を計算する場合、使用されるべき物価指数は何か」という問題に対して、十分な理解が共有されていないように思われたことである（もちろん、それは、CPIでも、コアCPIでもない）。主体ごとに、異なる物価指数がある。インフレが消費者にとっての問題であるのに対して、デフレは生産者にとっての問題なのだから、生産者にとっての「物価」、すなわち、生産者が直面する価格状況を総合する指標は何なのか、という問題を考察しなければならない。

吉川 [2013, pp. 104-106]は、インフレ/デフレの積み上げ理論=accounting theory of inflationをあやまりとするBall [2006]の仮説を批判した。実際、「貨幣の購買力」あるい

---

<sup>1</sup> たとえば、Sender [2014]。

<sup>2</sup> 2014年2月の時点で、ジム・オニールは、『日本経済新聞』のインタビューに答え「安倍晋三首相は第1の矢（の金融政策）は忘れることだ。これ以上の円の下落を、他国は受け入れない」と発言している（オニール[2014]）。

は「一般的物価水準」のような概念が、一義的に定義できるわけではない。物価指数は、その算式が示す意味しかない。重要な含意は、生産者のための物価指数と消費者のための物価指数とは異なるという自明の事柄である。

本稿は、以下のように構成される。まず、イントロダクションにつづく第2節では、デフレーションの弊害をテキストブック的に復習する。時として強調される負債デフレーションでなく、わが国の経済にとってレバントなのは、名目利子率の非負制約（あるいは「流動性の罨」）であることを強調する。次に、コモディティー・フロー型（と呼ばれるべき）一連の伝統的物価指数と主体型物価指数（主体が直面する価格状況を総合する指数）とが対比される。そのうえで、生産者というタイプの経済主体が直面する価格状況の最大の特徴が、産出、投入の両面に価格状況が存在することであること、また、このような考察から、本稿の目的にとって最適な物価指標は「営業余剰デフレーター」（営業余剰・混合所得デフレーター）であることを見る。さらに、公式統計には存在しない、このデフレーターの近年の動向について、若干の試算結果を示し、産出デフレーターよりむしろ、中間消費デフレーターの動向等がそれに大きく影響していたように見えることが述べられる。最後に、本稿の中心的提案を示すとともに、若干のクロージング・リマークを付す。

## 2. デフレーションの弊害

名目所得を所与とすれば、家計は、デフレよりインフレを強く警戒する。<sup>3</sup>インフレが消費者の実質所得を押し下げのに対して、デフレは、実質所得を上昇させるのだから、それは当然である。実際、日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」（2013年12月調査）でも、物価上昇に対して「どちらかと言えば、好ましいことだ」という感想をもったのは、4%にも満たず、80%程度のひとは、「どちらかと言えば、困ったことだ」と感じているのに対して、物価下落に対しては、35%程度の人々が「どちらかと言えば、好ましいことだ」とし、「どちらかと言えば、困ったことだ」という感想をもったひとの割合（32%程度）を上回っている。<sup>4</sup>

では、なぜ、吉川[2013]の副題にあるように、（わが国の）デフレは、慢性病なのか。本

---

<sup>3</sup> たとえば、上野他[2013]は、わが国の消費者のインフレ期待には安定的に上方バイアスが見られることについて、それをインフレとデフレに対して、消費者が非対称的損失関数をもつことによって説明しようとしている。ありうるもうひとつの説明は、消費者が財・サービスの品質の低下（向上）に統計局以上に敏感（鈍感）である、というものかもしれない。

<sup>4</sup> 『生活意識に関するアンケート調査』（第56回）の結果—2013年12月調査—は、日本銀行のウェブサイト（[https://www.boj.or.jp/research/o\\_survey/ishiki1401.pdf](https://www.boj.or.jp/research/o_survey/ishiki1401.pdf), retrieved on 2014-2-6）にある。より正確には、1年前と比べて物価が「上がった」と答えたひとに物価上昇の感想を聞き、「下がった」と答えたひとに物価下落の感想を聞いたものである。なお、同調査を時系列的に見ると、デフレが好ましいものだという意識は漸減していることが知られる。

節では、デフレーションの弊害を議論する。

Mankiw [2010, 7th edition, 訳書 I, pp. 346-354]は、*IS-LM*モデルの枠組みでデフレーションの安定化効果をひとつ、不安定化効果をふたつあげている。安定化効果とは、言うまでもなく「ピグー効果」のことであるが、ふたつの不安定効果を、予想されない物価下落の効果としての「デット・デフレーション（負債デフレ）」と、予想された物価下落の効果としての実質利率の上昇が投資を過小にすることにわけて説明したことがデフレという問題の理解にきわめて有効であるように思われる。もちろん、このように、予想されたデフレ、予想されないデフレの効果を区別して考察することは、Fisher[1896]にさかのぼる。

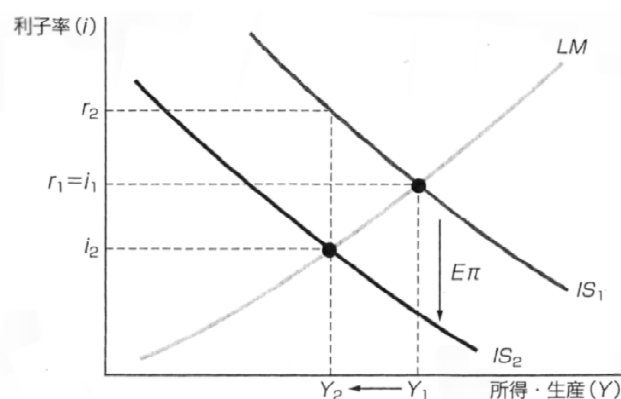
「デット・デフレーション」の説明から始める。インフレーションでも同様であるが、物価水準の予想外の変化がおこると、債務者と債権者との間の富の再分配がおこる。予想外のデフレーションの場合、債権者を豊かにし、債務者を貧しくする。この富の再分配が財・サービスへの支出に与える影響を考察すると、債権者は支出を増やし、債務者は支出を減らすと考えられる。債権者より債務者の支出性向が高いと仮定すると、*IS*曲線は縮小方向にシフトし、国民所得は減少する。

予想された物価下落も、*IS*曲線の縮小方向へのシフトをもたらすが、*IS-LM*モデルに、実質利率と名目利率との区別を導入し、投資は実質利率に依存し、貨幣需要は名目利率に依存すると仮定する。Mankiw 上掲書に従い、名目利率を  $i$ 、期待インフレ率を  $E\pi$  とすると、事前的な実質利率は、 $i - E\pi$  なので、*IS-LM*モデルは次のようにならわすことができる。

$$Y = C(Y - T) + I(i - E\pi) + G \quad IS$$

$$\frac{M}{P} = L(i, Y) \quad LM$$

実際、デフレを予想する企業は、投資資金を借入れると、返済時点で貨幣価値が高くなるので、借入を幾分ためらうようになるであろう。この経済の全経済主体が、物価水準は将来下落する ( $E\pi < 0$ ) と予想すると、実質利率は、所与の名目利率のもとで上昇するので、デフレ期待の大きさだけ、*IS*曲線が下方にシフトする。その結果、均衡国民所得を減少させる。下に、Mankiw 上掲訳書の図 9.8 を再掲した。



第1図 デフレーションの *IS-LM* 分析

「流動性の罨」について述べる。Mankiw 上掲訳書 (I, p.353) では、「流動性の罨」は、名目利子率がゼロないしその近傍にあり、そのため、(負の名目利子率で貸付を行なうぐらいなら、現金で保有しておくだろうから) 拡張的な金融政策は、公衆の資産構成をより流動的にするだろうが、利子率をこれ以上下落させることができない状況として (したがって)、伝統的金融政策が無効となる状況として定義している。定義通り、そうした状態では、名目利子率の非負制約のため、*LM* 曲線の拡大方向へのシフト (金融政策) には効果がない。

もともと、これもテキストブック的事項であるが、財政政策には一定の効果が期待できる。実際、ロバート・シラーは、『週刊東洋経済』のインタビューで、アベノミクスについて、「金融政策だけでは効果は」なく、「最も劇的だったのは、明確な形で拡張的な財政政策を打ち出し、かつ、増税にも着手すると表明したことだ」とし、その「債務にやさしい刺激策」であるという側面を評価している。<sup>5</sup>

なお、Mankiw 上掲訳書 (I, pp. 353-354) は、「流動性の罨」に対処するために、金融政策がとりうる 3 つの可能性に言及している。第一の可能性は、Krugman[1998]が主張するように、中央銀行が将来の金融の拡張を約束するなどして、インフレ期待を高めることである。そうすることによって、名目利子率の非負制約にかかわらず、実質利子率を引き下げることができる。第二の可能性は、金融緩和によって外国為替市場で通貨の減価をもたらすことである。<sup>6</sup>そうすることによって、輸出需要が刺激される。第三の可能性は、公開市場操作の対象となる金融手段の拡張である。たとえば、中央銀行が社債を購入すれば、その金融手段に関連する利子率を引き下げ、社債の新規発行を容易にするであろう。<sup>7</sup>

わが国の経済の場合、穏やかなデフレが持続している (デフレ・スパイラルを抑止することに関して中央銀行の努力が奏功している) のだから、予想外のデフレがおこったというケースではない。したがって、負債デフレのケースは、基本的に該当しない。<sup>8</sup>わが国の現下の状況との関連性が高いのは、むしろ、流動性の罨にとらわれ、(非負制約により) 名目利子率をこれ以上低下させることができず、穏やかなものにせよ、デフレが予想されると、実質利子率が相対的に高止まりすること、そのため、投資需要が過小となることであ

---

<sup>5</sup> シラー[2013, p.25]。

<sup>6</sup> Mankiw 上掲書は、ゼロ金利下で金融政策が為替レートに影響を与える筋道を具体的に示しているわけではないが、本多[2010]や野口[2013c]の議論が参考になるかもしれない。

<sup>7</sup> Mankiw 上掲書は、同じ箇所でも、3 つの可能性に続けて、「流動性の罨」の問題の困難さを認識する場合、適度なインフレーションが金融政策形成の余地を大きくする (平時のインフレ率が高ければ平時の利子率も高いはずなので、たとえば、インフレ率が 2%であれば、中央銀行は名目利子率をゼロまで押し下げることによって、実質利子率をマイナス 2%まで押し下げることができる) とし、そのことが、ゼロより高い目標インフレ率を支持する根拠となりうることを述べている。このような危機時への保険の論点については、翁[2013a, pp.34-37]で、消費者にとって許容可能であるかどうかという問題があり、時間非整合性の観点から困難がありうることが述べられている。

<sup>8</sup> 金融緩和政策が期待インフレ率を高めた後、ゼロないしマイナスのインフレ率が再び観測されるような状況が出現すると、かえって、負債デフレの脅威が現実のものとなるかもしれない。

ると考えられる。ただし、投資需要がいったい実質利子率に対してどの程度弾力的なのかという論点はありうる。<sup>9</sup>

本稿が問題としたいのは、むしろ、実質利子率（＝名目利子率－期待物価上昇率）の重要性を確認したうえで、期待（予想）の対象となる物価上昇率は、どのようなタイプの物価上昇率なのかということである。ここで、節を改める。

### 3. コモディティー・フロー型物価指数と主体型物価指数

「金融政策の説明に使われる」インフレーションの指標をめぐることは、多くの議論がある。消費者物価指数（CPI）、企業物価指数（CGPI）、企業向けサービス価格指数（CSPI）、GDP デフレーター等、各種物価指数の間の比較の問題、CPI 中の比較の問題（総合、生鮮食品を除く総合、食料（酒類を除く）およびエネルギーを除く総合指数）、「コア指数」の作成方法（振れの大きいとされる特定品目を除くか、統計的に処理するか）に関する問題として議論されることが多い。<sup>10</sup>インフレーション目標政策が議論されるようになり、目標となる物価指数の「選択」が問題となったことは周知の通りである。

本稿の目的である、実質利子率を計算するのに使用されるべき物価指数は何か、という問題に取り組む前に、物価指数に関する若干の一般的考察を行なう。

生産者物価指数、卸売物価指数、小売物価指数という一連の伝統的物価指数は、諸商品の流れを一定の段階で切断し、そこで観察された価格と数量のデータを用いて、その段階での諸商品の価格を総合したものである。わが国でも、他の国でも、公式統計に含まれる物価指数は長い間このタイプの物価指数であった。

しかし、（わが国では）戦後、消費者物価指数（CPI）が登場したことによって、物価指数統計は大きく変容する。実際、小売物価指数（RPI）ではない、消費者物価指数は、消費者というタイプの経済主体（平均的消費者）が直面する価格状況を総合する指数であった。より一般的に考察すれば、消費者を具体的に特定すると、彼／彼女にとっての消費者物価指数が計測できることがわかる。このように、経済主体を特定することにより計測される物価指数を主体型物価指数と呼ぶことにしよう。<sup>11</sup>明らかな含意は、インフレ、デフレを問題にするときに、誰にとってのインフレか、誰にとってのデフレかを問題にしなければならないということである。

前節でデフレーションの問題性が実質利子率の問題であることを見たが、それは、あくまで貸し手としての投資家の問題ではなく、借り手としての企業（生産者）の問題である

---

<sup>9</sup> 吉川[2013, pp.143-148]を見よ。

<sup>10</sup> たとえば、鶴飼・園田[2006]、三尾・肥後[1999]、Rich and Steindel[2007]等を参照せよ。

<sup>11</sup> ただし、わが国の卸売物価指数は、企業物価指数と名称を変えてからも、企業が直面する価格状況を総合する指数ではなく、伝統的な、生産者物価指数と卸売物価指数との混合物であり続けている。

ことを確認する。資金の貸し手にとって、CPIは、選択すべき物価指標の良好な第一次近似となるだろう。しかし、生産者である、資金の借り手にとって、状況は、まったく異なる。

資金の借り手である生産者の産出デフレーターは、その第一次近似となるかもしれないが<sup>12</sup>、生産者にとっての価格状況の特徴は、それが産出側のそれと、投入側のその両面をもつことであり、産出デフレーターではそのことが反映されない。そこで、たとえば、国民経済計算の枠組みの中では、付加価値（産出－中間消費）のデフレーター、さらに、総営業余剰（付加価値－被用者報酬－生産・輸入品に課される税（控除）補助金）、純営業余剰（総営業余剰－固定資本減耗）のデフレーターがより適切であることになる。勘定枠組みを以下に示す。

生産勘定	
<u>中間消費</u> <u>付加価値</u>	<u>産出額</u>
所得形成勘定	
<u>被用者報酬</u> <u>生産・輸入品に</u> <u>課される税(控</u> <u>除)補助金</u> <u>固定資本減耗</u> <u>営業余剰・混合</u> <u>所得</u>	<u>付加価値</u>

上で示した勘定枠組みの中で、下線を付した項目は、価格要素と数量要素とに分解可能な（「PQ分解可能」な）項目<sup>13</sup>、二重下線を付した項目は、PQ分解可能な項目から導出可

<sup>12</sup> 『通貨増価と利子率』（Fisher[1896]）は、借り手にとって、物価変動がもつ意味合いを考察した初期の例といえるかもしれない。同書のレビューの中で H. H. パワーズ（Powers [1897]）は、借り手は典型的には生産者であり、その産出の卸売物価指数を使用することを推奨した。本稿は、かれらの貢献を引き継ごうとする試みである。しかしながら、残念なことに、パワーズの提案は、フィッシャー自身（Fisher[1897]）とウィクセル（ウィクセル [1898]）によって一蹴されてしまう。

<sup>13</sup>  $V = \sum p_i q_i$  のかたちで表現することのできる項目。

能な項目である。たとえば、付加価値は、産出額と中間消費という2つのPQ分解可能な項目から、産出額－中間消費という定義式によって導出される。国民経済計算では、PQ分解可能な項目は、実質化（数量表示）のための固有のデフレーターをもつ。PQ分解可能な項目から導出可能な項目は、名目表示の当該項目の定義式と同様に数量表示<sup>14</sup>の定義式を与えることにより、デフレーターを間接的に（インプリシットに）導出することができる。実際、よく知られているように、実質GDPは、国内最終支出各項目の数量表示額の合計（アブソープション）から輸入の数量表示額を差し引いて定義される。式で示すと、

$$\text{実質GDP} = \frac{\text{名目GDP}}{\text{GDPデフレーター}} = \text{実質アブソープション} - \text{実質輸入}。$$

同様に、経済活動別付加価値について次式が成立するとみなす。

$$\text{実質総付加価値} = \text{実質産出額} - \text{実質中間消費}$$

$$\begin{aligned} \text{実質総付加価値} &= \text{実質被用者報酬} \\ &\quad + \text{実質生産・輸入品に課される税(控除)補助金} \\ &\quad + \text{実質総営業余剰} \end{aligned}$$

$$\text{実質総営業余剰} = \frac{\text{名目総営業余剰}}{\text{総営業余剰デフレーター}}。$$

最後の式から、営業余剰デフレーターを「総」概念で導出することができる。なお、生産・輸入品に課される税（控除）補助金の部分は、次節で示される計測では無視されるので、営業余剰デフレーターは当該項目のデフレーターを含んだものとなる。

たとえば、企業が100の資金を借り入れ、名目利率10%で利息を支払う（さらに、元本を返済する）としよう。

法人企業にとって、その返済のための収入は、営業余剰である。<sup>15</sup>企業を取り巻く価格状況が変化することにより、営業余剰が10%増加することが予想されていれば、名目利率が10%でも、実質利率は、0%と考えることができる。実際、来年に元利合計110を支払うためには、今年の価格でおおよそ100を来年用意すればよい。

<sup>14</sup> ここで、数量表示は、“volume term”の訳。従来の用語法では、不変価格表示である。

<sup>15</sup> 1993年版以降のSNAでは、「営業余剰」は、非法人企業部門の当該項目が労働報酬の性格を合わせもつことから、「営業余剰・混合所得」と呼ばれている。以下で示す勘定枠組みは、さしあたって、法人企業を念頭に置いたものであり、そうでない場合に、労働報酬部分を除去する作業をしていない。また、土地賃貸料その他、営業余剰から支払われる費用項目があるが、捨象する。



本節の最後に、岩田[2001, pp.119–121]における主張、すなわち、「デフレになるかインフレになるかを決定する主たる要因は、貨幣供給量の変化」であり、たとえば、中国から「安い商品が大量に輸入」されても、デフレはおこらない、という主張について考察する。上掲書で岩田は、安い輸入品の流入がもたらすのは相対価格の変動であり、一般物価水準の変動ではないとして、後者をCPIで測定するとしうえで、安価な輸入品の流入があっても、CPIは不変に保たれることを主張した。岩田を含むリフレ派は、中央銀行がマネー・ストックを決定し、また、マネー・ストックが一般物価水準を決定すると考えるので、インフレ率を決定するのは、中央銀行であるという主張につながる。Ball [2001, p.4]が述べているように、「なんらかの理由で、中央銀行は、最近は、70年代、80年代と比べて低いインフレ率を選択している」（下線は引用者）ということになる。

ここでは、ひとつの技術的問題だけを取り上げる。「貨幣数量説」が仮に正しいとして、一般物価水準を決めるのは、マネー・ストックであるとしよう。そのうえで、一般物価水準がCPIで表現されるか、GDPデフレーターで表現されるかは、どちらでもよいものではなく、両立しないことを示す。そこで、仮に、一般物価水準がGDPデフレーターにより測定されることにしよう。自明な記号のもとで、名目値間の関係として次式が成り立つ。

$$GDP = C + I + G + X - M$$

式にあらわれる、各項目のデフレーターを $P, P_C, P_I, P_G, P_X, P_M$ と書くことにすれば

$$\frac{GDP}{P} = \frac{C}{P_C} + \frac{I}{P_I} + \frac{G}{P_G} + \frac{X}{P_X} - \frac{M}{P_M}$$

が成り立つ。もし、基準年に、 $P_C = P_I = P_G = P_X = P_M = 1.00$ であり、マネー・ストック一

定のもとで、その後、 $P_M$ が下落し、 $P_M < 1.00$ となったとする。仮定から、 $P = 1$ だから、

$P_C, P_I, P_G, P_X$ のうち、少なくともどれかひとつは下落していなければならない。そのうち、

$P_C$ が下落すると考えるのは、きわめて自然である。たとえば、中国からの輸入品がすべて

消費財であると考えてみればよいだろう。指数算式の違いはあるが、 $P_C$ は、CPIと近いも

のであることに注意すれば、CPIは、下落すると考えるのが、合理的である。少なくとも、貨幣数量説が想定する一般物価水準がGDPデフレーターであると考えることと、それがCPIであると考えることとは両立しないことが知られる。

片岡[2014, p. 26]は、中国からの輸入の対GDP比とGDPデフレーター上昇率との間に明確な関係はないことを示した。片岡は一貫して、一般物価水準をGDPデフレーターで測定しているように見えるので、貨幣数量説の当然の帰結である。若干の考察を付け加えると、GDPは、付加価値の指標だから、輸入品にどれだけ付加価値を付け加えられたかが示

される。GDP デフレーターは、付加価値のデフレーターである。産出価格（国内向け、海外向け）が硬直的な場合、他の事情を一定として、中国からの輸入品の価格が低下する、あるいは、中国製輸入品の割合が高まると、その持続性はともかく、GDP デフレーターは上昇する。この点は、交易条件の問題と関連する。次節で議論する。

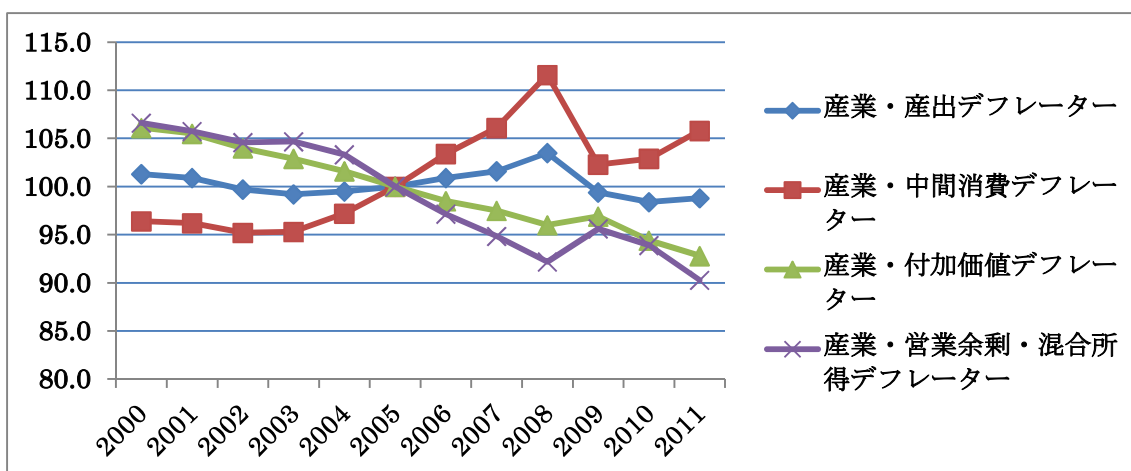
#### 4. 計測結果と含意

本節では、若干の計測結果を示す。具体的には、現在のわが国の国民経済計算の用語で、「産業」「製造業」「卸売・小売業」「食料品製造業」「輸送用機械製造業」の5つのタイプの生産者について、次の4つのデフレーターの動向を2005年基準（固定基準年表示）の数値としてグラフにした。<sup>16</sup>

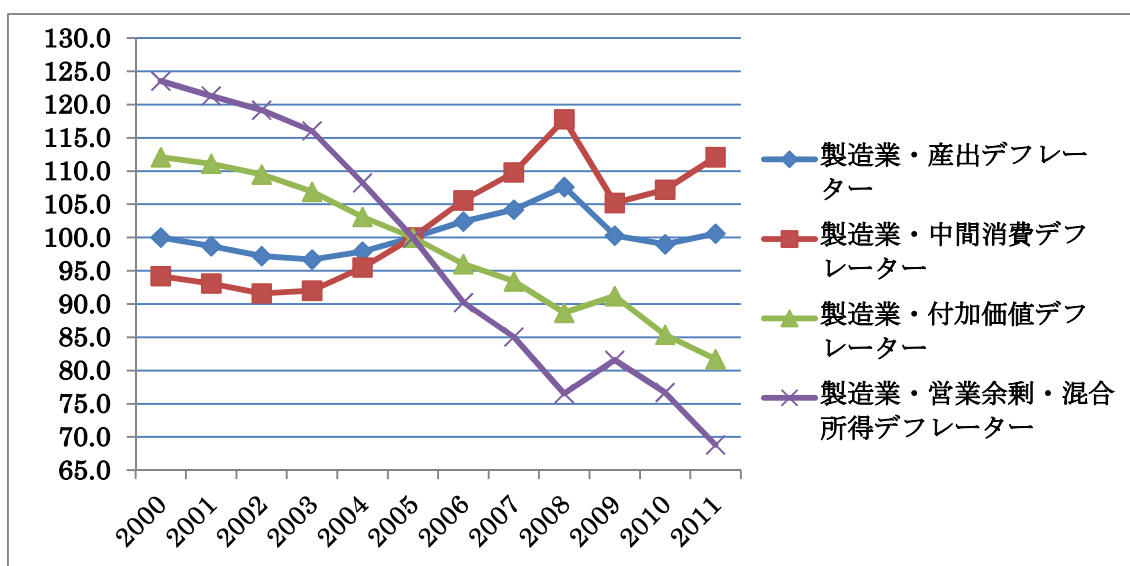
- 1) 産出デフレーター
- 2) 中間消費デフレーター
- 3) 付加価値デフレーター
- 4) (総) 営業余剰・混合所得デフレーター

---

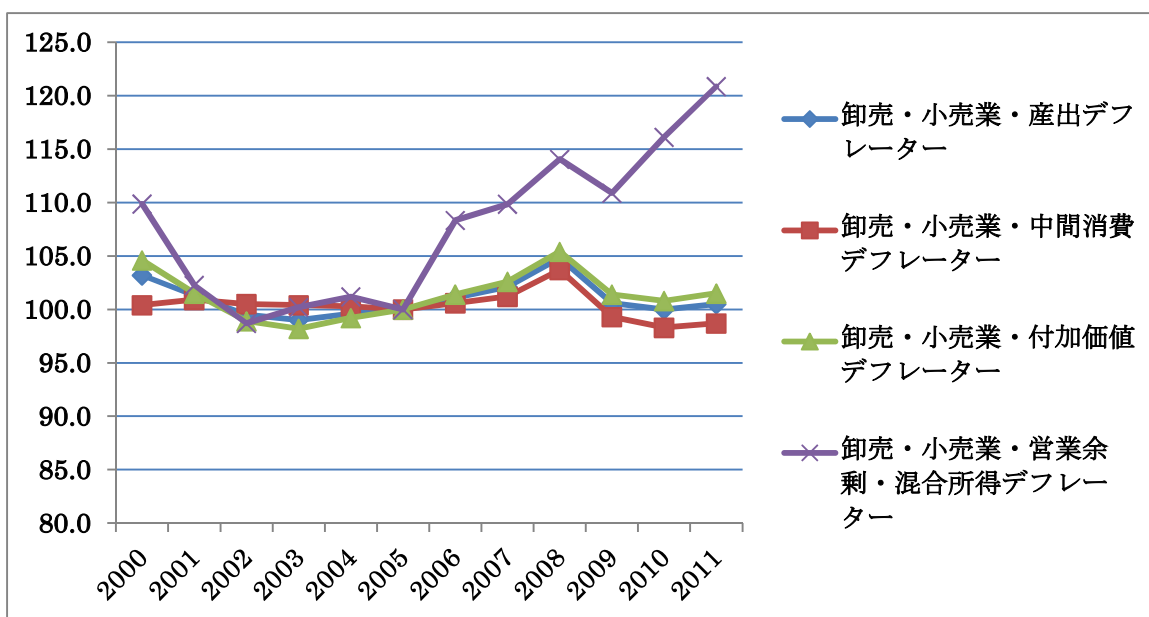
<sup>16</sup> わが国の国民経済計算における「産業」の語は、1968年版のSNAのものであり、1993年版以降のその意味ではなく、おおよそ、市場生産者の意味であることに注意する。ただし、帰属家賃産業を含む。非市場生産者の資本形成活動は本稿の分析では明らかにならないであろう。「生産・輸入品に課される税（控除）補助金」のデフレーターは捨象したので、総営業余剰・混合所得デフレーターに混入している。主たるデータは、『平成25年版国民経済計算年報』フロー編付表2である。被用者報酬のデフレーターは公式統計には存在しないので、概念的対応は完全なものではないことは言うまでもないが、連合『賃金レポート2012』（[https://www.jtuc-rengo.or.jp/roudou/shuntou/2012/shuukei\\_bunseki/index.html](https://www.jtuc-rengo.or.jp/roudou/shuntou/2012/shuukei_bunseki/index.html), retrieved on 2013-12-11）のデータ（性、学歴、年齢、勤続年数を同一条件としたパーシェ式賃金指数、年間賃金）を使った。なお、連合『賃金レポート』と『国民経済計算年報』には、産業分類の差があるので、たとえば、卸売・小売業を卸売業のデータで代用するなどした。



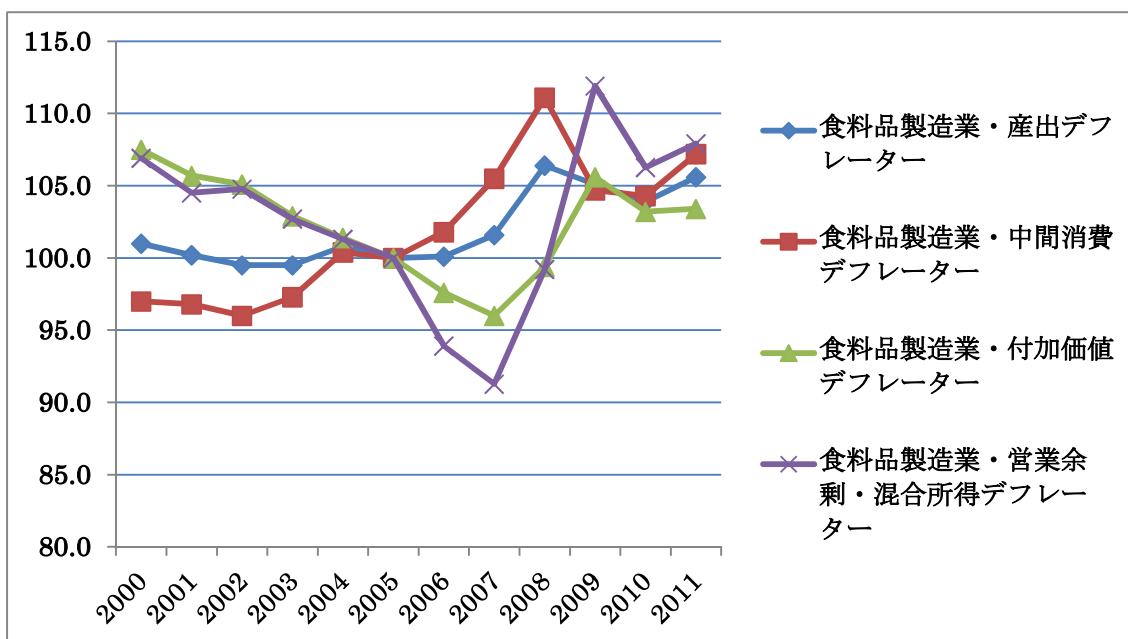
第2図 産業のデフレーター



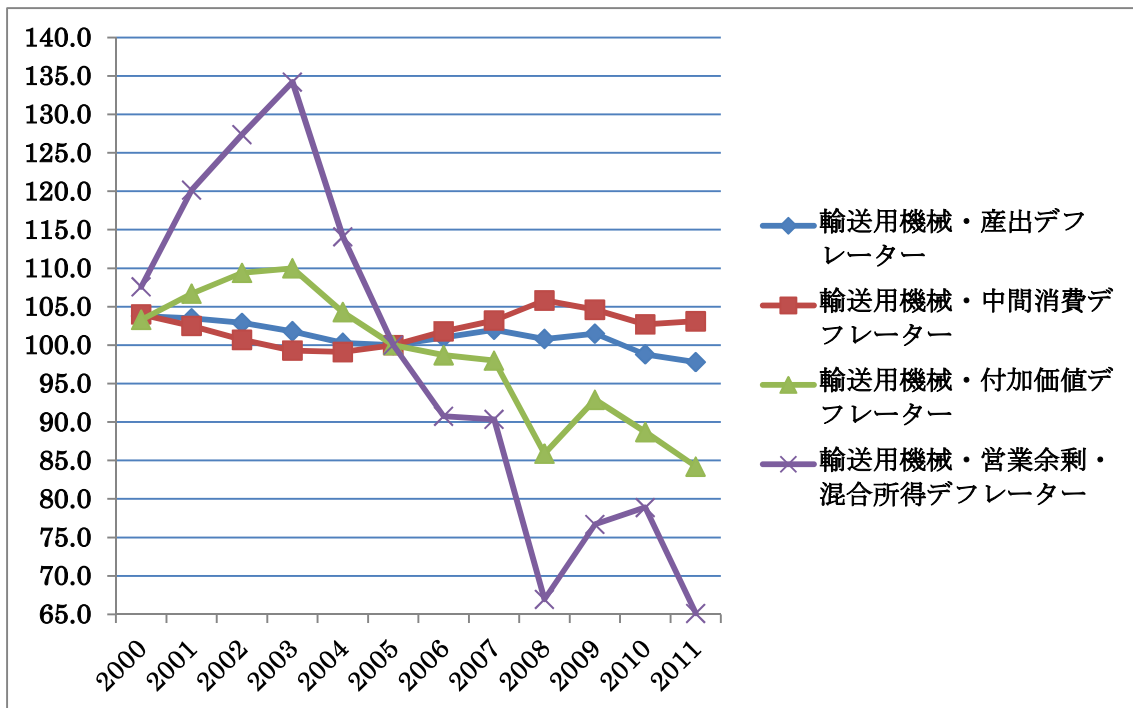
第3図 製造業のデフレーター



第4図 卸売・小売業のデフレーター



第5図 食料品製造業のデフレーター



第6図 輸送用機械製造業のデフレーター

以上の計測結果について、若干の考察をしておく。

- 1) 営業余剰・混合所得デフレーターの動向は産業別に大きく異なると考えられる。
- 2) 製造業、とくに自動車産業を含む輸送用機械製造業は、計測期間の多くにおいてかなり苦しい価格状況に置かれている。この結果を見ると、自動車産業が国内で固定資本形成を行なうことはほとんどありえないことのように思われる。それは、産業の盛衰の問題といってもよいかもしれない。
- 3) この期間の営業余剰・混合所得デフレーターの動向は、産出物価の動向よりむしろ、中間消費デフレーターの動向に、言い換えれば、輸入原材料・エネルギー価格や為替レート（円安・円高）の動向に、より大きく左右されていたように見える。
- 4) 概して、営業余剰・混合所得デフレーターの動向は、付加価値デフレーターの動向と近似している。
- 5) 卸売・小売業や食料品製造業を典型とする、内需型産業の場合、円高、デフレ状況のもとで、恵まれた価格状況を楽しんでいたように思われる。

計測結果を見るうえで、何点か注意が必要である。まず、営業余剰・混合所得デフレーターの計測には、ダブル・デフレーション法を用いるので、ふれ（バイアスではない）が大きくなることを覚悟しなければならない。

内部資金で投資をする場合については、別種の計算が必要であるが、貸し手であり、同時に借り手であると考えられるかもしれない。

住宅投資の場合、賃貸目的の通常の意味での不動産業と考えれば、ここで行なった考察があてはまるが、持ち家住宅への投資の場合、「帰属家賃産業」としての家計の生産勘定と消費者としての家計の所得支出勘定とを連結することにより）帰属家賃を無視し、賃金収入を産出の代わりに、住宅の維持費を含む生活のための支出を中間投入とみなす必要があるであろう。したがって、価格状況としては、CPI の下落は、持ち家住宅投資のための好条件となる。さらに、持ち家住宅投資については、必ずしも価格状況とはいえないが、経験、勤続年数の上昇による労働の質の変化による将来の給与水準の向上を投資者はカウントしているはずであることにも注意する。

本節の計測の結果として営業余剰・混合所得デフレーターの動向は産業別に大きく異なることがわかる。輸出型産業と内需型産業の投資環境は大きく異なる。一方の投資環境を無理に改善しようとする、他方の投資環境を悪化させてしまう可能性がある。むしろ、産業別実質利子率の高低が産業構造の変化をもたらし、それが、(ウェイトの変化を通じて)産業全体の営業余剰・混合所得デフレーターや付加価値デフレーターの変化を促すと考えて見てはどうだろうか。明らかな含意は、そのようなプロセスが阻害されると、産業営業余剰・混合所得デフレーターや産業付加価値デフレーター（あるいは、より広い GDP デフレーター）の下落が続くということである。

このように、産業別営業余剰・混合所得デフレーターが実質利子率の計算に用いられるべき物価指数であることを示したが、 $\text{実質利子率} = \text{名目利子率} - \text{期待物価上昇率}$ であり、本稿は、どのような物価（指数）に対する期待が問題とされるべきかを考察しているが、期待がどのようなかたちで形成されるかということについては、何も述べていない。さしあたっていえそうなことは、設備投資の意思決定に関わる物価期待は、該当するタイプの物価（指数）のごく短期間の動きによって影響されることはあまりないだろうということである。

また、投資に影響する要因は、(ある時点までに形成された予想を前提とした) 実質利子率だけではない。エコカー補助金（2009年6月～2010年、2012年～2013年）、エコカー減税（2009年～2012年）のような政府施策、介護や医療のものなどの規制価格の政策的変更、資本市場の不完全性に基づく流動性制約といった要因もある。また、その投資計画から期待される利益率が高ければ、あるいは、それほどでもなくても、既存の制度、政府の方針等により安定した利益が期待されれば、その投資計画は実施されるであろう。

本節の最後に、交易利得・損失との関係について触れておく。1993SNA への移行により、日本の国民経済計算に、交易利得・損失概念が取り入れられたことは周知の通りである。この新しい概念は、GDP デフレーターと深く関わるので、デフレーションやアベノミクスとの関連で分析に登場することが多くなった。最近の議論は、梅田[2013, p.93 以降]の分析を出発点としているように思われる。梅田は、2005年以降、交易条件の悪化が GDP デフ

レーターの下落の主因となっていることを主張した。

片岡[2014]と齊藤[2014a]は、いずれも、次の関係式を導出している。

$$\text{GDPデフレーター} = \text{GDIデフレーター} \times \left( 1 + \frac{\text{交易利得}}{\text{実質GDP}} \right)。$$

交易損失が発生していると、GDI デフレーターの低下以上に GDP デフレーターが低下する。

齊藤誠[2014b]は、交易損失のために、実質 GDI 成長率が実質 GDP 成長率を下回ること（実質 GDI の伸び悩み）こそ、デフレ感覚の実体とし、安倍政権が実質 GDP を生産指標に、CPI を物価指標として使い続けたことにより、「財政政策と金融政策を合わせたマクロ経済政策を総動員することで日本経済が熱病にかかされることに執心してきた」と述べ、物価指標を CPI でなく GDP デフレーターに、生産指標を実質 GDP から実質 GDI に置き換えるべきことを主張している。前半部分に異論はないが、実質 GDI は、所得の指標であり、生産の指標ではない。なお、齊藤[2014a, p.251]が、「GDI デフレーターは、消費財と生産財を合わせた商品に関するパーシェ型の物価指標に相当している」と書いていることから見て、交易利得・損失の計測に用いられたニュメレル・デフレーターは内需デフレーターであり、いわゆるステューベル法に依拠していると思われるが、わが国の国民経済計算では、倉林・クルビス法が採用されている。ステューベル法の場合、名目 GDP を内需デフレーターで除したものが実質 GDI となる。倉林・クルビス法では、交易条件の改善、悪化は、それぞれ、交易利得、交易損失につながるが、ステューベル法では必ずしもそうではない。

（コア）CPI 上昇率は、交易条件の改善（円高、原油安、輸入原材料安）によって、低下すると考えられるが、GDP デフレーターや営業余剰・混合所得デフレーターの上昇率の場合、それらをプラスに反映する。投資誘因を高める意図で物価上昇をめざす政府・中央銀行は、コア CPI の動向から、誤ったシグナルを受け取ってしまう。円安等が問題なく望ましいことだと思ってしまうかもしれない。付加価値デフレーターや営業余剰・混合所得デフレーターを目標指標とする場合、そうしたことはない。CPI は、あくまで、消費者がどこまでインフレを容認（受忍）できるかという限度を示す指標とみるべきであり（名目賃金上昇率を 0 とすると、消費者・労働者は、その目標値分、毎年、生活水準の低下に見舞われる）。実際には、リフレ派は、円安誘導政策によって、経済全体の交易損失を大幅に拡大させながら、輸出型企業に（輸出数量の増加によるものではない）利益をもたらすことに成功した（内需型産業は円安によって苦境に立たされる）。リフレ派の目標がそこにあったというのなら別であるが、投資要因と結び付くことのない見当外れの目標は、見当外れの結果しかもたらさないであろう。街灯の下に探している鍵はない。

## 5. 提案とクロージング・リマーク

今回の量的・質的金融緩和政策をめぐっては、吉川[2013]、野口[2013a, b, c]、池尾[2013]、齊藤[2013, 2014a, b]、翁[2013b]、服部[2014]を含め、多くの否定的見解が表明されている。

<sup>17</sup> 本稿では、コア CPI という目標指標の選択に根本的誤りがあったという立場を齊藤[2014a, b]と共有する。

筆者は、コア CPI よりはましな目標指標として GDP デフレーター（あるいは、産業付加価値デフレーター）の採用を推奨する。産業別付加価値デフレーターの動きは、産業別営業余剰・混合所得デフレーターと類似し、しかも、後者とは異なり、産業別付加価値デフレーターを総合した産業付加価値デフレーター、あるいは、その近似としての GDP デフレーターは、一般的認知度も高く、金融政策の目標指標・説明指標として優れていると考えるからである。よく知られた指標であり、コア CPI の対抗馬として目標指標の候補として取り沙汰されることも多い指標でもある。その構成要素である産業別付加価値デフレーターは、拙稿で述べた営業余剰・混合所得デフレーターを近似するので、当該産業の投資誘因を判断する材料となるばかりではない。もし、産業の投資行動が実質利子率だけで決定されるものならば、付加価値デフレーターがマイナスである産業は、投資誘因が弱く衰退してゆき、それがプラスの産業は、低位の実質利子率が投資を促すから、その規模は拡大してゆくに違いない。したがって、経済の産業ミックスを変えてゆくことにより、産業全体の付加価値デフレーター、また、GDP デフレーターをプラス方向に変えてゆくであろう。言うまでもないことであるが、GDP デフレーター目標を設定したとしても、マネタリーベースを2倍にしても、マネー・ストックは、4%ほどしか増加しない状況で、金融緩和政策によって、目標を実現することは至難の業である。<sup>18</sup>CPI 目標の場合にあらわれる有害無益の錯覚から自由になれるというだけである。

もちろん、産業の投資行動は、実質利子率だけで決まるわけではない。製造業とくに輸送用機械製造業の付加価値デフレーターは、2000年前後から現在に至るまで下落傾向が続いている。それでも、当該産業の利益率がよほど高ければ、積極的な国内投資行動をする可能性があり、それはそれで、合理的なものであるかもしれない。（事実上、自動車産業の利益率は低いのだが。）また、政府がエコカー減税・エコカー補助金などの施策により当該産業を温存しようとするのなら、それは金融政策と関係のない事柄である。

このような考察から、投資誘因として位置づけられた物価目標指標を絶対視すべきではないことがわかる。投資を決定する多くの要因があり、実質利子率が十分低位になくても、

---

<sup>17</sup> 今回の金融緩和政策に向けられた見解ではないが、翁[2009]、須田[2011]なども、過度の金融緩和の弊害を述べている。

<sup>18</sup> 一番恐ろしいのは、忘れたころにやってくるインフレーションである。ハイパーインフレでなくても、5%程度のインフレでも、十分有害である。われわれは、英国の経験から十分教訓を学ばねばならない。ブラウン政権下で行なわれたマネー・ストックの急激な拡大は、保守・自民連立政権下で景気後退に陥る中で、ピーク時で5%を若干超えるインフレをまねき、名目賃金が低迷するなかで、実質賃金の継続的低下（wage squeeze）をもたらした。英国の景気が回復し、実質賃金の継続的低下がようやく終息に向かうのは、2014年半ばのことである。



経済成長が起こればそれでもよいのではないか。その点で、名目 GDP の成長率（GDP デフレーターの上昇率プラス実質 GDP 成長率）に目標を置く政策運営は、十分考慮に値する。

最後に、今後の課題を述べる。まず、国民経済計算の実質データ・デフレーターデータの拡充が望まれる。実質被用者報酬を含む実質付加価値の内訳と対応するデフレーター情報が示されるべきである。そのため、本稿の産業別営業余剰デフレーター計測の精度には問題がある。既に注意したことであるが、営業余剰・混合所得デフレーターに「生産・輸入品に課される税（控除）補助金」デフレーターが混入している。

次に、実証分析が必要である。本稿で示唆した線に沿って産業別に実質利子率を計算した場合、その動向と産業別設備投資の動向との関係を、実質利子率弾力性を計測するなどして検証する必要がある。

最後に、本稿で示したような産業間の実質利子率の較差が産業構造の変革（産業の盛衰）に及ぼす影響を考察することは、重要な研究課題となるであろう。

#### 参考文献

池尾和人 [2013] 「アベノミクスの 1 年<sup>①</sup> 金融緩和の効果、限定的」『日本経済新聞』2013 年 12 月 4 日付「経済教室」。

岩田規久男『デフレの経済学』、東洋経済新報社、2001 年。

上野有子・難波了一[2013] 「我が国家計のインフレ期待形成における異質性とバイアス」ESRI Discussion Paper No. 300、2013 年 7 月。

鵜飼博史・園田桂子[2006] 「金融政策の説明に使われている物価指数」『日銀レビュー』、2006-J-2、2006 年 2 月。

梅田雅信[2013] 『超金融緩和のジレンマ』、東洋経済新報社。

翁邦雄[2009] 「主要国の非伝統的金融政策 『出口』に関する議論も必要」『日本経済新聞』2009 年 4 月 1 日付「経済教室」。

翁邦雄[2013a] 『金融政策のフロンティア—国際的潮流と非伝統的政策』、日本評論社。

翁邦雄[2013b] 『日本銀行』ちくま新書。

片岡剛士[2014] 「金融政策で物価をコントロールできる」原田泰・齊藤誠編著『徹底分析 アベノミクス—成果と課題』第 2 章として所収、中央経済社。

齊藤誠 [2013] 『「異次元緩和」の評価<sup>①</sup> 資金、実体経済に回らず』『日本経済新聞』2013 年 4 月 16 日付「経済教室」。

齊藤誠[2014a] 「日本経済を取り巻く国際環境について」原田泰・齊藤誠編著『徹底分析 アベノミクス—成果と課題』第 14 章として所収、中央経済社。

齊藤誠[2014b] 「アベノミクス 2 年（上）一橋大学教授齊藤誠氏——「デフレ」の診断・処方箋誤る、政策総動員の熱病に」『日本経済新聞』2014 年 12 月 9 日付「経済教室」。

- 須田美矢子[2011]「問われる国家信認—金融政策、『主役』たり得ず—」『日本経済新聞』2011年9月7日付「経済教室」。
- 野口悠紀雄 [2013a]「慢性デフレと新型バブル」『週刊東洋経済』2012年11月17日—2013年11月16日。
- 野口悠紀雄 [2013b]『虚構のアベノミクス—株価は上がったが、給料は上がらない』、ダイヤモンド社。
- 野口悠紀雄 [2013c] 「期待バブルが幻滅に変わるとき」 *DIAMOND Online*、2013年11月18日—（連載中）
- 服部茂幸[2014]『アベノミクスの終焉』、岩波新書。
- 本多佑三[2010]「通貨の量、為替に影響」『日本経済新聞』2010年12月14日付「経済教室」。
- 三尾仁志・肥後雅弘 [1999]「刈り込み平均指数を利用した基調的物価変動の分析」『金融研究』、第18巻第1号、105-146頁、1999年。
- 吉川洋 [2013] 『デフレーション— “日本の慢性病”の全貌を解明する—』 日本経済新聞出版社。
- ウィクセル[1898] 北野熊喜男・服部新一訳北野熊喜男改訳[1984]『利子と物価』、日本経済評論社。
- オニール、ジム[2014] 「BRICs 命名者に聞く「新興国不安」、英エコノミスト、ジム・オニール氏、過度のドル依存課題、ドイツ・中国、責任分担を」『日本経済新聞』2014年2月7日付。
- シラー、ロバート[2013] 「[INTERVIEW] バブルに警鐘を鳴らしてきたシラー教授に聞く 増税とセットの財政刺激策を評価」『週刊東洋経済』2013年7月6日。
- Ball, Laurence M. [2006] “Has Globalization Changed Inflation?” *NBER WORKING PAPER SERIES*, Working Paper 12687, <http://www.nber.org/papers/w12687>, retrieved on 2013-11-15.
- Fisher, Irving [1896] “Appreciation and Interest,” *Publications of the American Economic Association*, Vol. 11, No. 4, pp. 1-98, <http://www.jstor.org/stable/2485877>, retrieved on 2014-03-05.
- Fisher, Irving [1897] “A Rejoinder,” *Annals of the American Academy of Political and Social Science*, Vol. IX, January, 1897-June, 1897, pp.282-284.
- Krugman, Paul R. [1998] “It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap,” *Brookings Papers on Economic Activity*, No.2, 1998, pp.137-205.
- Mankiw, N. Gregory [2010] *Macroeconomics, seventh edition*, Worth Publishers, New York. 足立英之・地主俊樹・中谷武・柳川隆訳『マンキュー・マクロ経済学Ⅰ・Ⅱ』東洋経済新報社。2011年。
- Powers, H. H. [1897] “A Review of *Appreciation and Interest*,” *Annals of the American*

*Academy of Political and Social Science*, Vol. IX, January, 1897-June, 1897, pp.122-126.

Rich, Robert and Charles Steindel [2007] "A Comparison of Measures of Core Inflation,"

*FRBNY Economic Policy Review*, Vol. 13, No. 3, December 2007.

Sender, Henny [2014] "Japanese quantitative easing is cheap yen policy in disguise,"

*Financial Times*, Dec. 3, 2014.