

物価論考

Considerations on Prices

中野 宏

1. はじめに

「日本銀行は、消費者物価の前年比上昇率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。このため、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倍に拡大し、長期国債買入れの平均残存期間を2倍以上に延長するなど、量・質ともに次元の違う金融緩和を行う。」

「量的・質的金融緩和」は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで継続する。」

(2013年4月4日付、日本銀行「量的・質的金融緩和」の導入について」より抜粋)

日本銀行が「量的・質的金融緩和」政策の導入を宣言してから早や7年が経過しようとしている。「量的・質的金融緩和」はその後、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」(2016年2月)、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」(2016年9月)と形を変えながらも現在まで継続され、2019年12月末現在、マネタリーベースの残高は約516兆円に達している。当初の2年で2倍(残高270兆円相当)の目標をはるかに超えて金額が膨らんだのは、言うまでもなく、目標達成までの緩和継続をコミットしたにもかかわらず、未だそれが実現できていないからである。

消費者物価の生鮮食品を除く総合指数(コア)を見てみると、「量的・質的金融緩和」を導入した2013年は対前年比で0.4%の上昇にとどまり、翌2014年は同2.6%の上昇となったものもちろんこれは消費税増税の影響であり、約束した2年後の2015年には結局同0.5%の上昇にとどまった。翌2016年には再びマイナスへと転じている。

2017年以降は、同0.5%、0.9%と上昇率もアップしたが、2019年には0.6%となりまだ様子を見る必要はあるものの、とりあえずはプラス基調に定着したのではないかとと思われる。2012年11月に始まったいわゆるアベノミクス景気は、2019年1月の時点で拡張期が74か月となり戦後最長となった可能性が指摘されており¹⁾、需給ギャップの面から物価が上昇する下地がようやく整ってきたと考えられる。それにしても、完全失業率や有効求人倍率の水準から想定されるほどには物価の上昇率はあまりにも鈍い。

物価が思うように上昇しない原因については、これまでいくつかの説が提示されてきたが、おそらくはそれらが複合的に作用しているものと思われる。本稿では、これ

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
総 合	-1.4	-0.7	-0.3	0.0	0.4	2.7	0.8	-0.1	0.5	1.0	0.5
生鮮食品を除く総合	-1.3	-1.0	-0.3	-0.1	0.4	2.6	0.5	-0.3	0.5	0.9	0.6
生鮮食品及びエネルギーを除く総合	-0.4	-1.3	-0.8	-0.4	-0.2	2.2	1.4	0.6	0.1	0.4	0.6

消費者物価指数対前年比上年上昇率（2015年基準）

出所：総務庁統計局

らについて整理を行い、論考を加えたい。

2. インフレーションの理論

まずインフレーションの経済理論について整理しておこう。我が国の物価上昇率が低い理由がどのようなものであれ、つまるところは以下のいずれかの考え方に立脚する。その意味で、その根本原因を確認しておくことは無意味ではない。

(1) デマンド・プル・インフレーション（需要インフレーション）

総需要の拡大は産出量を増加させるとともに物価を上昇させる。総需要拡大の一部は産出量の拡大に吸収されるが、一部は物価水準の上昇によって吸収されるという意味で、これをデマンド・プル・インフレーションあるいは単に需要インフレーション（以下では「需要インフレ」と表記する）とよぶ。

需要インフレの考え方にしたがえば、総需要の拡大は、不況のときには主に産出量を増加させ、完全雇用近づけは主に物価を上昇させることになる。そして完全雇用に至れば総需要の拡大は物価の上昇のみに吸収されることになるが、これを真性インフレーションとよぶ。我々が通常経験する景気と物価の関係は、この需要インフレによるものである。アベノミクス景気の後半、労働市場の需給が逼迫し完全雇用近傍に経済があると考えられる状況において物価上昇がようやく定着し始めたことは、需要インフレが発生していることを基本としつつ、しかし完全雇用近傍にもかかわらず物価上昇の動きがあまりにも鈍く、その効果を弱める何かしらの要因が働いていると解すべきであろう。

(2) コスト・プッシュ・インフレーション（コスト・インフレーション）

貨幣賃金率やその他生産過程における投入物価格等の上昇による生産費用の上昇が物価を押し上げることを、コスト・プッシュ・インフレーションあるいは単にコスト・インフレーション（以下では「コスト・インフレ」と表記する）とよぶ。

需要インフレと異なるコスト・インフレの大きな特徴は、供給サイドが原因となる

物価上昇であるため、それが総需要の減退を招き、その結果産出量を減少させてしまうことにある。いわゆるスタグフレーション（不況とインフレーションの同時進行）の発生である。たとえば1974年に我が国は戦後初のマイナス成長を記録し、当時戦後最大とよばれた不況を経験したが、同時にこの年の消費者物価指数の上昇率は前年比約25%に達し「狂乱物価」と言われた。その端緒は前年1973年の第一次石油危機による原油価格の高騰にあり、まさにコスト・インフレによるスタグフレーションの発生と理解される。

コスト・インフレの考え方にしたがえば、景気が拡大し経済が完全雇用に近い労働市場が逼迫し貨幣賃金率が上昇すると、需要インフレにコスト・インフレが加わることで物価が急上昇すると同時に、景気の拡張に急ブレーキがかけられることになる。これは戦後最長にも届くといわれる景気拡張を続け物価の穏やかな上昇傾向が定着しつつあるアベノミクス景気の現状にはそぐわない。その意味からすれば、むしろ「逆」スタグフレーションが発生している可能性を吟味する必要があるかも知れない。貨幣賃金率の低下はもとより、貨幣賃金率が低下しなくても労働生産性が上昇する、さらには貨幣賃金率が上昇してもそれが労働生産性の上昇率に追いつかない場合には、景気が拡張しているにもかかわらず物価の安定あるいはデフレーションすら発生する可能性が示される。

その他、インフレーションの理論として、生産性上昇率格差インフレーションや需要シフトインフレーションなど、大企業と中小企業あるいは興隆産業と衰退産業の併存というような産業構造に原因を求めるものや、輸入インフレーションとよばれるものがあるが、その根本的な原因はすべて上記の二つのインフレーションのいずれかに分類される。国際関係を通じて物価上昇の圧力が生じることがあり、外国からインフレーションが輸入されるという意味でこれを「輸入インフレーション」と総称するが、輸入原材料価格の上昇や自国通貨の減価によるそれが原因となる場合にはコスト・インフレであり、外国の景気が拡大し自国の輸出が増加することが原因となる場合には需要インフレである。

(3) 貨幣数量説

上記二つのインフレーションとは全く別に、インフレーションをもっぱら貨幣的な現象として説明する理論として、古典的な貨幣数量説がある。貨幣量の増加がインフレーションを発生させることは歴史が証明しているが、たとえばこれを需要インフレとして説明することは可能である。貨幣量の増加は利子率を低下させるので、企業の設備投資や個人の住宅投資を増加させ、それが総需要の拡大をもたらす。ここで注意したいのは、需要インフレにせよコスト・インフレにせよ、それらは物価の上昇が実

質的な価値変動の側面をも有していることである。インフレーションという言葉がもともと「膨張」を意味するように、本来インフレーションとは、実物経済の価値は不変のもと貨幣量だけが増えることで名目的な価値が増加する、言い換えると貨幣価値が下落することを意味する。そこで想定されているのは、貨幣の発行が何らかの実物的な価値たとえば金の保有によって裏付けられているような状況である。その国が保有する一定量の金と交換可能な総量として発行された貨幣の量がたとえば2倍になれば、貨幣の価値は金の価値に比して2分の1になる。逆に言えば、貨幣単位で測った金の価格は2倍になる。現代的な非兌換紙幣の制度のもとであえて当てはめれば、財の総量は変わらずとも貨幣量が2倍になることで、貨幣単位で測った財価格すなわち物価は2倍になる²⁾。

3. なぜ物価は上昇しないのか

日本銀行が「量的・質的金融緩和」政策によって意図していたものは何か。

「今回決定した「量的・質的金融緩和」は、(中略)市場や経済主体の期待を本能的に転換させる効果が期待できる。これらは、実体経済や金融市場に表れ始めた前向きな動きを後押しするとともに、高まりつつある予想物価上昇率を上昇させ、日本経済を、15年近く続いたデフレからの脱却に導くものと考えている。」(同掲文)

1990年代に入り低迷を続けた我が国において一つの問題となったのは、ケインズ的な総需要拡大政策がなぜ意図されたとおりの効果をあげることができなくなったかということであった。景気拡張期に重なった小泉内閣の一時期を除いて、ほぼすべての内閣により拡張的な財政支出が試みられてきたにもかかわらず、景気は相応の回復を見せなかった。その中で取りざたされてきたのが「デフレ」の影響である。すでにGDPデフレーターは1995年から低下を始めており、消費者物価指数も1999年から2005年まで7年連続して低下、リーマン・ショック後も2011年まで3年連続で低下していた。それまで不況になっても物価は安定こそすれ下落することはほとんどなかった戦後の我が国経済が初めて経験するといつてよい、物価の継続的下落(デフレーション)を伴った不況である。ここに至り、本来は不況の産物であるはずのデフレが、逆に景気回復への大きな足枷となっているとの認識が徐々に受け入れられるようになった。デフレが長期化することで人々の間にデフレ期待が定着化してしまうと、必然的に消費需要が喚起されることはなく、また、いくら金利が引き下げられても実質金利は高止まるので、設備投資や住宅投資を誘発することもできなくなる。

日本銀行は、2%という物価上昇率のコミット、量的にも質的にも過去に例を見ない規模の緩和政策の実施を宣言することによって、一種のアナウンスメント効果すなわち直接的な期待転換を図ったものと考えられる。極論すれば、実際に物価が上昇し

なくとも、インフレ期待さえ喚起できれば政策は成功であった。しかし、経済理論で言えばこれは合理的期待形成の世界であり、現実には、2016年9月の「量的・質的金融緩和」の総括において日本銀行自身が言及しているように、期待形成には適応的な要素が強く、実際に足元の物価が上昇しなければインフレ期待の形成は難しいであろう³⁾。

それではなぜ物価は上昇しなかったのか。いくつかの理由をとりあげよう。

(1) 緩和マネーの滞留

需要インフレにせよ貨幣数量説にせよ、貨幣量の増加が物価を上昇させるルートが確立されているとしても、量的緩和が貨幣量の増加に結びついていない可能性がある。

2019年12月現在、マネタリーベースは約516兆円であり、「量的・質的金融緩和」政策導入前より約381兆円も増加している。一方で、マネー・ストックM3⁴⁾は約1,378兆円で、政策導入前より約264兆円しか増加していない。増加分について貨幣乗数を計算してみると約0.69になるが、貨幣乗数が1を下回るのは預金に対する現金準備率が1を上回ることで、これは市中銀行が預金に対する準備とは別に過剰な超過準備をかかえていることを意味する。そこで、日銀当座預金の推移を見てみると、2019年12月現在の残高は約401兆円で政策導入前より約335兆円も増加している。フロー要因は無視して比較すれば、日本銀行が買いオペ等で供給した現金のうち90%近くがそのまま市中銀行に滞留してしまい、緩和の規模の大きさの割には実際に経済に出回っている貨幣量はそれほど多くはないのが実態である。

また、貨幣量の増加が物価を上昇させるのは、貨幣が消費需要や投資需要として实体经济に向かうときのみである。貨幣以外の金融資産、たとえば国債の予想収益率が正である限りは、理論上貨幣が取引以外の動機で保有されることはない。しかし、国債の市場価格の下落などにより国債の予想収益率が負になるとときには、収益率がゼロであっても貨幣が資産として保有されることがありうる（ケインズの投機的動機）。もし増加した貨幣量のうち幾ばくかの部分がこのような投機的動機にもとづき保有されてしまうならば、財市場に向かう貨幣量はさらに少なくなる。

この状況は、ケインズが流動性のわなと呼んだ状況に経済が陥っているときには顕著になる。流動性のわなとは、極端な不況時等において利率が過去に経験したことがないほど低下すると、すべての人々が利率はもう下がらない（国債の市場価格はもう上がらない）と考え、緩和で貨幣が追加供給されたとしてもそれは債券投資には全く向かわず、全額すべて投機的動機にもとづき保有されてしまうという状況である。名目金利が下がりようのないゼロ金利を長らく経験した我が国は、まさしく流動性のわなに陥っていると考えられる⁵⁾。

このように、緩和マネーの多くが市中銀行に滞留し、たとえ市中に流通しても個人や企業の手元に不活動貨幣として蓄積されてしまっている。

ただし、この状況はマイナス金利が導入されて以降は改善の兆しが見えている。2016年2月、日本銀行は、日銀当座預金の新規預け分の一部（政策金利残高）にマイナス0.1%の金利を適用することを決定した。そこで2015年末から2019年末までを見ても、マネタリーベースの増加は約160兆円、マネー・ストックM3の増加は約129兆円であり、増加分について貨幣乗数は約0.81になる。マイナス金利導入後は日銀当座預金への緩和マネーの滞留傾向が小さくなっていることがわかる。

(2) 輸出の低迷

金融緩和が総需要を拡大するルートとしては、利子率の低下を通じた設備投資や住宅投資の喚起があるが、経済が流動性のわなに陥っているのであれば利子率を低下させることはできないので、それらの増加は期待できない。日本銀行が意図したように、人々にインフレ期待を植え付けることができれば、名目利子率が変わらなくても実質利子率は低下するので、設備投資や住宅投資を喚起できるが、すでに見たように期待形成には適応的な要素が強く、実際に物価上昇が始まらなければそれも難しい。しかしながら、金融緩和にはもう一つ総需要を拡大するルートとして、それが為替レートを円安に誘導することによる輸出の増加がある。もちろん利子率を下げるができなければそれに伴う金融投資等の資本移動も期待できないが、金融緩和を将来の物価上昇と直ちに同一視する為替投機筋にとっては、大規模な金融緩和は絶好の円売りの仕掛け場となろう。おそらくこれは日本銀行の意図する範疇にあり、実際、「量的・質的金融緩和」政策導入と時を同じくして大幅な円安が進行した。

しかしながら、今回は円安が進んでも期待したほどには輸出量が増加せず、輸出が牽引役となったものの総需要の拡大は限定的であった。その原因は明確ではないが、多くの主要産業の生産拠点が海外に移転していたこと、輸出は為替レートよりも相手国の経済状態により強く依存するが、すでに世界的な景気減速期に入っていたことなどが指摘されている。そしてさらに憂慮すべき根本的な問題として、我が国の製品の国際競争力は予想以上に低下しており、価格面だけではなく品質面でも競争できなくなっていたことが露呈したのではないかと懸念される。

(3) 賃金率と企業行動

さて、設備投資にせよ住宅投資にせよ輸出にせよ、それらはもちろんそれ自体が総需要を構成するが、それを呼び水とする乗数効果で個人消費が増加しなければ本格的な景気の拡張はありえない。個人消費はGDPの6割を占める総需要の最大要因であ

る。経済が完全雇用近傍にあるにもかかわらず、十分な物価上昇が見込めないとすれば、それは個人消費が弱いからと考えられる。乗数効果の大きさを決めるものは二つあり、ひとつは生産過程において生じた所得が家計に十分に分配されるかということ。いま一つはそれが消費に回る割合すなわち限界消費性向が十分に大きいかどうかである。後者については、「量的・質的金融緩和」政策導入後に限らず指摘されていることであり、政府債務の拡大に伴う将来の負担予想、年金破綻等への漠然とした不安、気候変動等の不確実性の高まり、そしてデフレ予想の定着などはいずれも限界消費性向を低下させる要因となる。前者については、社会保険料負担増など漏出要因の拡大のほか、特に最近大きな問題として取り上げられているのが、物価上昇よりも貨幣賃金率の伸びが鈍いため、それが実質所得の減少を引き起していることである。

アベノミクス景気の拡張に伴い雇用情勢も改善し、2019年10月の完全失業率（季節調整済み）は2.4%、有効求人倍率（同）も1.57倍となり、新規求人倍率に至っては2.44倍を記録している。これはほぼ完全雇用状態と言ってよく、人手不足による貨幣賃金率の上昇が当然に見込まれた。しかしながら、現実には貨幣賃金率が伸び悩んでいる理由について、日本銀行は、正規雇用者と非正規雇用者が異なる賃金決定メカニズムのもとで併存するという、わが国に特徴的な労働市場構造によるものとして、次のように分析している⁶⁾。

第一に、正規雇用者の賃金の伸び悩みが顕著である。近年、低成長下で我が国の雇用慣行にも変化が生じ、雇用調整が普通に行われることを経験した正規雇用者は、長期的な視点から雇用の安定を賃金引き上げよりも優先する傾向が強くなっている。実際、企業内労働組合自らが賃上げの自粛に同調するケースもみられる。第二に、人手不足を背景として女性や高齢者を中心に労働力人口が増加しているが、女性や高齢者のパートにおいては、正規労働者と比べて労働供給の賃金弾力性が大きい。言い換えると、わずかな賃金の上昇で多くの労働者を雇えるため、労働需要が増加してもそれほど貨幣賃金率は上昇しない。我が国において雇用者のうち非正規の割合はすでに35%を超えている。

一方、不況下での低価格競争を長らく経験した企業は、中長期的な成長期待が十分に高まらないなかで、慎重な価格設定スタンスをなお維持しているとする。企業は顧客離れを警戒して、値上げにまだまだ慎重である。特にこの傾向は、小売業、対個人サービス業、宿泊・飲食サービス業に強いが、これらはいずれも人件費率が高い業種であり、値上げができないことで大幅な賃上げを困難にしている。一方で、これらの業種では、デジタル技術も活用した省力化・効率化投資や既存のビジネス・プロセスの見直しによって、値上げよりも生産性を高めることで、賃金をはじめコスト上昇圧力の吸収を図り収益を確保しようとしている⁷⁾。

我が国企業に特有な状況ではないが、企業が値上げに踏み切れない他の理由としては、IT化によって世界的な生産・流通構造が形成されつつあることが指摘されている。ネット通販の普及により、消費者は世界中のどこからでも購入することができるようになったため、市場はグローバルな規模で競争が生じるが、ネット通販には店舗コストがかからないこともあり、そこでは企業が価格を上げることが困難な状況に置かれやすい。

以上のように、貨幣賃金率が上昇しない背景には、企業が生産コストを価格に転嫁できない状況が形成されていることがある。先に見たようにコスト・インフレは生産規模を縮小し景気の足枷となるので望ましくはない物価上昇であるが、一方で、貨幣賃金率の上昇率が物価上昇率を下回ることになれば、実質賃金率の低下が消費需要を減退させかねない。

その他、貨幣賃金率が上昇しない理由としては、グローバル化の進展による途上国との競争が考えられる。途上国からの輸入にせよ現地生産にせよ、我が国の非熟練労働者は、途上国の非熟練低賃金労働者と競争せざるを得なくなっており、賃金の上昇が抑えられる。人手不足解消策の一環として、非熟練労働まで拡大した外国人労働者の導入を進めれば、この状況は直接的に生じることになる。

また、急速に進む生産現場のIT化も原因の一つにあげられる。IT化は非熟練労働者に対する需要を低下させるとされるが、特に近年のAIの発展は、非熟練労働者だけではなく事務職といったホワイトカラー層の仕事までも奪いつつあり、高度な専門技術者以外の賃金が上がりにくい状況が形成されつつある。

4. おわりに

アベノミクス景気が継続する中、企業の史上最高益や過去最大の内部留保の蓄積が喧伝される一方で、設備投資や賃上げが思うほどには伸びていないことに違和感を覚える人は多いであろう。これを、1990年代以降の長きにわたる経済の低迷によって競争力も体力も奪われた我が国企業の「自信の無さ」の現れと一言で片づけることはたやすい。企業は顧客を失いかねない値上げという冒険をせず、労働者も企業が存続することを第一に賃上げを自粛する。

しかし、企業に合理的な行動としての値上げを速やかに実現させるためには、一方で人々がある程度の値上げを受け入れる環境が整っていなければならない。先に紹介した日本銀行のレポート（日本銀行（2018））では、「家計の値上げに対する許容度」についても言及している。レポートによれば「量的・質的金融緩和」政策導入後、家計の値上げに対する許容度が高くなる状況が一時的にみられたものの、これまでのところ、許容度をはっきりと高まるには至っていない。そしてレポートではまた、家計

の値上げ許容度を高めていくためには、賃金など雇用・所得環境の改善や成長期待の高まりを促していくことが必要であると指摘している。我が国では、企業が値上げできない→貨幣賃金率が上昇しない→家計が値上げを許容しない→企業が値上げできない…という悪循環に陥っているのである。

ここでもう一つ指摘しておきたいのは、我が国独特の消費慣行による値上げに対する許容度の低さである。メイド・イン・ジャパンの「品質がよく」しかも「価格が安い」商品に慣れてしまったせいも、我が国の消費者は付加価値に対する正当な評価を怠る傾向がある。品質がよいことと価格が安いことは本来相容れないものである。たとえばネット通販の送料が無料であることを当たり前と考えるのもその現れと思われる。配送された商品を玄関前に無造作に投げ込まれるのをよしとするならともかく、不在の時には再配達をしてもらい、あるいは最初から日時を細かく指定して配送してもらうことは付加価値の高いサービスであり、そうであるならばそれ相応の料金を負担すべきであるが、残念ながらそのような意識を持つ人はあまりいない。価格競争に勝つために品質の向上を図ることは、企業の戦略として間違っておらず産業のさらなる発展に寄与するものではあるが、消費者はそのような企業の努力を当たり前のものとせず、今は品質のよいものには高い価格を支払うことで、企業の活路を見出してはどうであろうか。

<参考文献>

- 日本銀行（2013）、「量的・質的金融緩和」の導入について、2013年4月4日付け。
日本銀行（2016a）、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入、2016年1月29日付け。
日本銀行（2016b）、「金融緩和強化のための新しい枠組み：「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」」、2016年9月21日付け。
日本銀行（2016c）、「量的・質的金融緩和」導入以降の経済・物価動向と政策効果についての総括的な検証」、2016年9月21日付け。
日本銀行（2018）、「経済・物価情勢の展望（2018年7月）」、2018年8月1日付け。
中野宏（2018）、「量的・質的金融緩和と物価」、研究年報第12号、大原大学院大学、pp. 29-38。

-
- 1) 景気基準日付が確定するのは2～3年後である。2019年1月の時点では戦後最長を更新することがほぼ確実と言われていたが、同時期に始まった米中の貿易戦争が当初の予想以上に深刻化し世界経済規模で打撃を与えたため、現在ではその達成は危ぶまれている。
 - 2) 厳密には貨幣数量説が成立するのは、完全雇用下で実物経済と貨幣経済の二分法が成り立つときのみである。
 - 3) 日本銀行 (2016c)。
 - 4) マネー・ストックM3は、現金通貨+預金通貨+準通貨 (定期預金)+CD (譲渡性預金) からなるマネー・ストック指標である。ただし、M3からゆうちょ銀行等の預金を除いたM2が、統計の連続性の観点から、現在、我が国の代表的マネー・ストック指標として用いられている。
 - 5) なお、マイナス金利の導入に伴って、長期国債の利回りまでもがマイナスを記録したことにより、人々は我が国の利率の下限がゼロではないことを認識する結果となった。日本銀行はさらに深堀りの可能性を示唆しており、我が国経済は流動性のわなから脱却したものと思われる。このように考えると、日本銀行が「量的・質的金融緩和」の導入後に付け加えた二つの金利政策の経済理論的な意味もはっきりしてくる。マイナス金利は市中銀行に滞留した緩和マネー対策、10年物国債利回りのゼロ%誘導は個人や企業の手元に蓄積した不活動貨幣対策である。中野宏 (2018)。
 - 6) 日本銀行 (2018)。
 - 7) 日本銀行のレポートによれば、我が国企業が値上げよりも生産性の引き上げを優先するのは、日本の企業の生産性が相対的に低く、非製造業を中心に引き上げ余地が大きいからだという。日本の労働生産性は、米国の6～7割程度の水準にとどまっているが、だからこそ引き上げ余地が大きく、人手不足の深刻化をきっかけに企業が生産性向上に向けた取り組みを加速した結果、2010年代の生産性の伸び率はG7の中で日本が最も高くなった。日本銀行 (2018)。

(なかの ひろし・大原大学院大学 会計研究科教授)