

リジョインダー

作間 逸雄

本誌前号に掲載された拙稿¹⁾に対して、野口旭、田中隆之の両教授からコメントを寄稿していただいている²⁾。さらに、本誌今号では、森宏名誉教授からコメントをいただいた³⁾。感謝する。本稿は、3教授のコメントに対する応答である。

拙稿の意図について

拙稿 p. 23に書いたように、「本稿が問題としたのは、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、その計算に用いられるべき物価上昇率は、どのような物価上昇率かということ」を考察することであった。もちろん、それは、生産者の価格状況を適切にあらわす物価指数の上昇率でなければならない。その物価指数こそ、営業余剰・混合所得デフレーターであるというのが拙稿の中心的結論である。実質利子率を計測するためには、営業余剰・混合所得デフレーターの予想値が必要であることは言うまでもない。

田中教授は、「予想インフレ計測の諸手法」を表（p. 30）のかたちで整理されている。拙稿の方法は、物価指標を「付加価値デフレーター、営業余剰デフレーター」、計測手法を、「現実の物価指数で代替」という分類に含めている。野口教授も、同様の理解を示しているように思われる。

拙稿で行なおうとしたことは、予想インフレ率の計測ではない。予想値を実現値に置き換えて、営業余剰・混合所得デフレーターの動きについて、あらかじめ、その傾向をつかんでおこ

うとしたのである。実質利子率と企業の投資行動との関係を考察するのは、次のステップであるという認識であった。田中教授（p. 32）は、「産業別の「実質金利」を時系列で計算してみるために」「3年ないし5年の移動平均の移動平均をかけるのが適切かもしれない」と示唆されている。筆者自身、営業余剰・混合所得デフレーターの計測値はふれが大きいこと、投資主体の認知という点からも、移動平均をとるというアイデアは有望であると考えている。

野口教授は、「作問氏の提起する営業余剰デフレーターは、金融政策運営のあり方を生産者である企業の立場から事後的に評価する、政策評価のための一つの基準として用いることができる」（pp. 36-37）と評価されている。もちろん、それでもかまわない。

営業余剰・混合所得デフレーターの産業間較差

森名誉教授（森 [2014] p. 147）は、「代表的企業」という経済学によく見られる前提を批判され、「ある種の画一的抽象化がどういう企業行動に如何なる経済的理由で、中心的な説明因子たり得るかを明らかにする必要がある」と論じている。同感である。単純すぎる仮定に基づいた理論を現実に適用するためには、一種の網渡りが必要になり、ある種の教義と化してゆく危険性を否定できない。拙稿では、産業レベルで問題を考察することにより、少しだけましな方向をめざしている。

拙稿で示したように、営業余剰・混合所得デ

1) 作間 [2014]。

2) 野口 [2014]、田中 [2014]。

3) 森 [2014]。

フレーターの動きには、産業間で大きな較差がある。拙稿の計測結果から見て、たとえば、自動車（輸送用機械）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、小手先の金融政策の問題ではなさそうに見える。産業の盛衰の問題といってもよいかもしれない。一方、最近の時期では、一部の内需型産業の投資環境は悪くない⁴⁾。不動産業を経由してしまうので分かりにくいかもしれないが、卸・小売業が都心に巨大な店舗を建設していったことはわれわれの記憶に新しい。GDPに占める小売業の（名目）付加価値シェアは、2012年に6%台に到達した。一方の投資環境を無理に改善しようとすると、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）産業全体の付加価値デフレーターの変化を促すと考えてみてはどうだろうか。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。

もっとも、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。

異常に良好な金融環境？ 価格環境？

筆者の理解では、欧州中央銀行のトリシェ元総裁は、金融機関や富裕層の金融環境に言及した（拙稿、p.19）のであり、野口教授が書かれた（p.37）ように、企業一般の価格状況に言及したものではない。「まずは、民間銀行が政府から長期国債を買い入れる。次に、日銀は、民間銀行から発行価格よりも高い値段（低い利回り）で長期国債を買い入れる。たとえ0.1%低いだけの利回りで10年債を買い入れても、買い入れ価格は1%高い計算になる。短期売買でその程度のキャピタルゲインが得られるなら、民間銀行にとって悪い話ではない⁵⁾。持続可能性には疑問があるにせよ、結構な金融環境ではないだろうか。

では、企業の価格状況についてはどうか。拙稿でグラフをいくつか描いたが、各産業の、そうした価格状況のすべてが日本銀行の責任であるかのように論じるのは、どうであろうか。また、価格状況以外の経済環境を見ると、旧自公政権下で、企業法制、労働市場規制とも、企業側に有利になし崩し的に緩和されてきたのではないだろうか。今回の自公政権でも、その反労働的性格にまったく変化はない。したがって、現時点で、最も厳しい価格環境・経済環境に虐げられているのは、まず、労働者・家計であり、企業一般ではない。持ち家住宅に投資した勤労者家計は、給与が思ったほどあがらず（給与プロファイルが下方シフトし）、しかも、下落すると思っていた物価が逆に上昇している。デット・デフレに近い状況が生じているのではないか。リフレーション政策が第一に必要なのは、

4) 内需型産業という括り方には問題があったかもしれない、鉄鋼など、一次金属の状況も悪くないが内需型とはいえないだろう。内需型産業でも、営業余剰・混合所得デフレーターの下落傾向が観察できる場合もある。

5) 齊藤 [2013] から引用。また、J-REITのようなリスク資産に投資しても、万一、価格下落がおこれば、日本銀行が買い手として登場することを期待できる。

労働者・家計であり、企業一般ではない。

コア CPI は目標たりうるか

3教授とも、営業余剰・混合所得デフレーターの意味について理解を示しながらも、金融政策の目標指標としてそれを利用することには懐疑的であるように見える。

田中教授 (p.33) は、次のように論じている。「営業余剰デフレーター (ないし付加価値デフレーター) を金融政策の目標としての物価指標として使うことには、無理があると言わざるを得ない」。それは「交易条件に近い数字であり、これを一定に保つことが金融政策のターゲットにはなり得ないからだ。交易条件は、為替や一次産品価格によって大きく左右され、金融政策で動かせるものではない。また、それが改善すること (交易条件指数の上昇) は好ましいことであり、むしろ国民経済の目標といってよい」。

では、コア CPI は、その適格性をもっているであろうか。直接的には、コア CPI は、政策形成者が消費者にどれだけ犠牲を強いることができるかという指標である。仮に、名目賃金が一定であるとすると、その上昇分だけ毎年、生活水準は下落することになる。

GDP デフレーターや営業余剰・混合所得デフレーターと同様に、コア CPI も、為替相場や原油や輸入原材料価格の変動の影響を受けることは前二者と変わらない。投資誘因を高める意図で物価上昇をめざす中央政府は、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。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

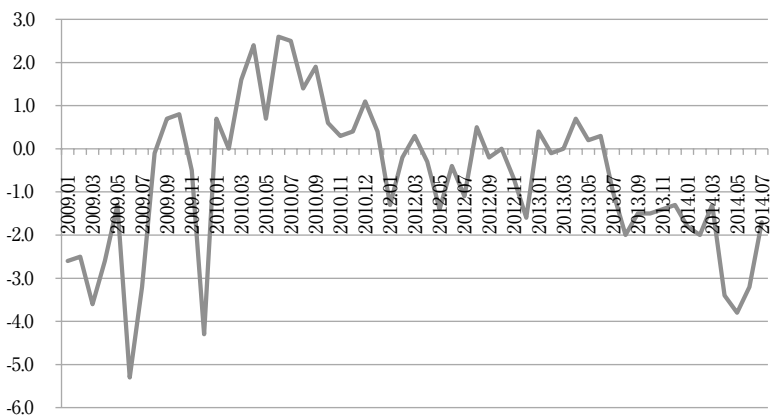
て苦境に立たされる)。リフレ派の目標がそこにあったというのなら別であるが、投資の決定要因と結び付くことのない見当外れの目標は、見当外れの結果しかもたらさないであろう。街灯の下に探している鍵はない。

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の動きと類似し、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、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。GDP デフレーターは、交易条件の悪化をデフレーター値のマイナスの変化として反映するであろう⁶⁾。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、すなわち、GDP デフレーターをプラス方向に変えてゆくであろう。

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。

6) 梅田 [2013], p. 93以降。

実質賃金指数対前年比



出所) 厚生労働省『毎月勤労統計』。現金給与総額を用いた実質賃金指数による。

(事実は、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知られる。投資を決定する多くの要因があり、実質利率が十分低位になくても、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。

実質賃金の下落

実質賃金は、民主党政権下で小康を保っていたが、その下落が2013年後半から再びはじまっている (図2を参照せよ)。英国の最近の用語では、“wage squeeze” と呼ばれる現象である。英国では、保守・自民の連立政権下で1年以上、プラスの経済成長が持続しているが、実質賃金

の下落は、経済回復にも関わらず、継続している。政策形成に携わる者は、労働者・家計の生活水準のこれ以上の下落を阻止することに、第一の政策目標を置かなければならないであろう。

参考文献

- 梅田雅信 [2013] 『超金融緩和のジレンマ』, 東洋経済新報社。
- 齊藤誠 [2013] 「『異次元緩和』の評価①」『経済教室』『日本経済新聞』2013年4月16日付。
- 作間逸雄 [2014] 「生産者のための物価指数—実質利率の計測に用いられるべき物価指数は何か?—」『専修経済学論集』, 118, 19-28。
- 田中隆之 [2014] 「コメント」『専修経済学論集』, 118, 29-33。
- 野口旭 [2014] 「コメント—金融政策と物価指標」『専修経済学論集』, 118, 34-37。
- 森宏 [2014] 「『実質利率の計測に用いられるべき物価指数』(作間逸雄)に一言——“representative firm”をめぐって—」『専修経済学論集』, 119, 145-148。

付記 前号掲載の拙稿とともに、本稿は、JSPS 科研費 2453023の助成を受けた研究の成果の一部である