

# CPI から考察する金融政策<sup>1</sup>

---

リスク分析と CPI 安定化の観点から

慶應義塾大学 櫻川昌哉研究会

池田啓介 市川泰之 川村美穂  
小坂井勇輔 塚本亘

2006年12月

---

<sup>1</sup>本稿は、2006年12月16日、17日に開催される、ISFJ日本政策学生会議「政策フォーラム2006」のために作成したものである。本稿の作成にあたっては、櫻川昌哉教授（慶應義塾大学）をはじめ、多くの方々から有益且つ熱心なコメントを頂戴した。ここに記して感謝の意を表したい。しかしながら、本稿にあり得る誤り、主張の一切の責任はいうまでもなく筆者たち個人に帰するものである。

## 目次

### はじめに - 問題意識 -

## 第 1 章 物価決定要因の仮説

- 第 1 節 消費者物価決定諸要因の重要度の把握
  - 第 1 項 マネーサプライと CPI の関連性
  - 第 2 項 需給ギャップと CPI の関連性
  - 第 3 項 為替変動と CPI の関連性
  - 第 4 項 輸入浸透度と CPI の関連性
  - 第 5 項 労働コストと CPI の関連性
- 第 2 節 物価決定要因の総合的評価
- 第 3 節 物価決定メカニズムの背景
  - 第 1 項 マネーサプライの指標性としての役割の低下
  - 第 2 項 経済のグローバル化
  - 第 3 項 消費者サイドの交渉力の集まり

## 第 2 章 現状分析 物価と金利の決定要因の検証

- 第 1 節 名目賃金上昇率の考察
  - 第 1 項 フィリップス・カーブの変化
  - 第 2 項 賃金抑制圧力の強まり
  - 第 3 項 年齢構成要因による賃金押し下げ圧力
- 第 2 節 労働生産性の持続的な上昇
  - 第 1 項 IT 投資の効果
  - 第 2 項 グローバル分業進展の効果
- 第 3 節 物価上昇率
  - 第 1 項 原油・資源高下の CPI 安定
  - 第 2 項 CPI 安定化のメカニズム
- 第 4 節 金利の変動要因に関する基本的な見方
  - 第 1 項 金利決定に関する 2 つの大きな見方
  - 第 2 項 異なる金利間関係を分析する視点
- 第 5 節 金利の期間構造に関する理論
  - 第 1 項 期待仮説
  - 第 2 項 プレミアム仮説
  - 第 3 項 期待インフレ率と長期金利：フィッシャー効果

---

---

## 第 3 章 リスク分析

---

---

- 第 1 節 資産バブルのリスク
- 第 2 節 設備効率悪化のリスク
- 第 3 節 生産性の見かけの向上のリスク

---

---

## 第 4 章 政策提言

---

---

- 第 1 節 政策金利安定化への 2 段階アプローチ
- 第 2 節 金融政策の限界

---

---

## 参考文献・データ出典

---

---

# はじめに

---

## 【問題意識】

現在、日本経済はデフレからの脱却がほぼ達成されようとしている。そのようななか、日銀は2006年7月14日に「ゼロ金利政策」を解除した。これによって、今後の金融政策の焦点は、いかなるペースで政策金利を引き上げていくか、ということに移る。

もっとも、需給ギャップと消費者物価上昇率の関係など、今後の物価動向を占うにあたり、過去の経験則が成立しなくなっている面もある。その意味で、物価決定メカニズムについて改めて整理する必要がある、さらに、物価決定メカニズムが変化したとする場合、消費者物価上昇率のみをみて金融政策運営を行っていてよいのだろうか、という疑問がある。

本稿では、近年における物価決定メカニズムを分析したうえで、その政策的なインプリケーションを探る。

# 第1章 物価決定要因の仮説

## 第1節 消費者物価決定諸要因の重要度の把握

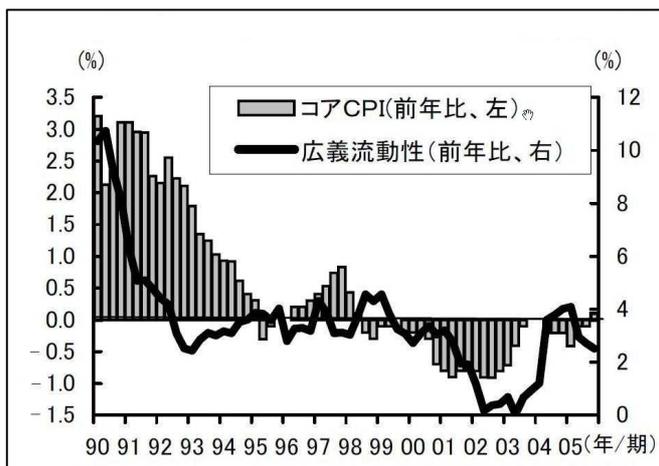
消費者物価決定要素の代表的なものとしては、経済理論に基づくもののみならず、マネーサプライ、需給ギャップ、為替相場、輸入浸透度、労働コストの5つが主な要素である。

そこで、1990年代に入って以降の時期における消費者物価指数<sup>1</sup>（生鮮食品除く）とこれら5つの各ファクターとの関連性について検証し、物価と要素間の因果関係をグレンジャー・テストによって導き出す。

### 第1項 マネーサプライとCPIの関連性

日本のマネーサプライは1990年代後半以降、高い伸びを示していたが、物価は下落を続けていた。貨幣数量説<sup>2</sup>の発想に基づけば「マネーサプライ 物価」の因果関係が想定される。しかし、90年代の動きについては、グレンジャー・テストによれば、むしろ「物価 マネーサプライ」の逆の関係が観測される。

【図表1】『マネーサプライと消費者物価の動向』



(資料)  
日本銀行「日本銀行統計」総務省「消費者物価統計」

(注)  
コアCPIは生鮮食品除く消費者物価指数

<sup>1</sup> 消費者物価指数 (consumer price index) 消費財の価格の変動を示す指数。基準時に対する価格の比率を品目毎に求め、消費支出額に基づいて加重平均した数値。以下、CPIと表記する。

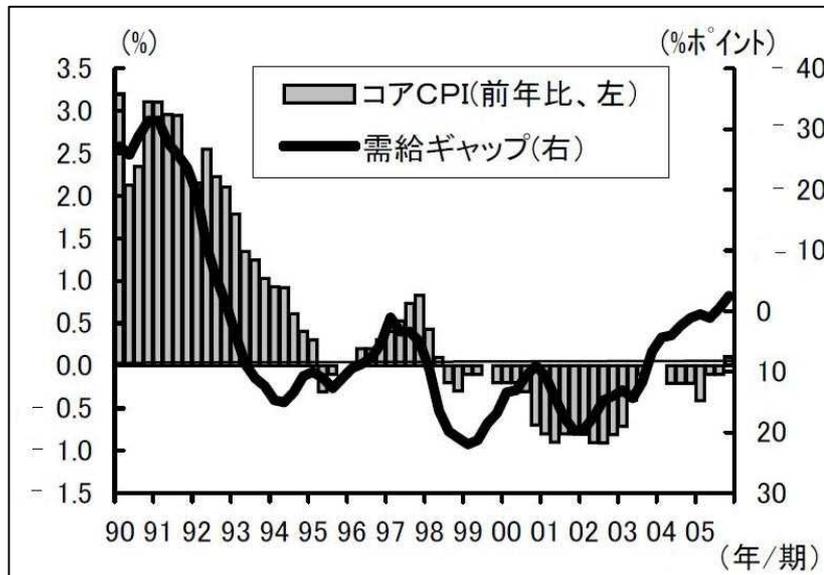
<sup>2</sup> 貨幣数量説 (quantity theory of money) とは、社会に流通している貨幣の総量とその流通速度が物価の水準を決定しているという理論。物価の安定には貨幣流通量の監視・管理が重要であり、中央政府・通貨当局による通貨管理政策の重要な理論背景となっている。

## 第2項 需給ギャップとCPIの関連性

需給ギャップ<sup>1</sup>は物価変動に対して先行性を持ち、政策当局が観察すべき一つの指標とされてきた。肥後、中田(2000)によると1978年から1997年までのデータで需給ギャップと物価変動の関係について分析したところ日本においてはフィリップス型(需給ギャップの変動に応じて、インフレ率が変動)するという結果が得られた。

IS-LM分析<sup>2</sup>のフレームワークに基づけば、需給ギャップが変動すればCPIが変動するという因果関係が考えられる。両者の動きをグラフ化したもの(図表2)からは相関が認められるが、グレンジャー・テストによれば、需給ギャップの変動によるマネーサプライの変動の因果関係は余り強くない。

【図表2】『需給ギャップと消費者物価の動向』



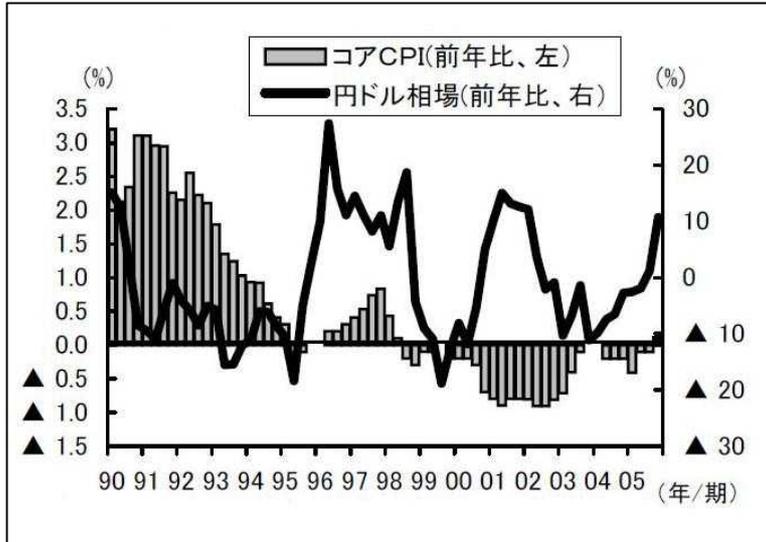
(資料)  
日本銀行「短観」  
総務省「消費者物価統計」

<sup>1</sup> 需給ギャップは日銀短観の「雇用人員判断DI」および「設備判断DI」を雇用分配率でウェイト付けしたもの。  
<sup>2</sup> IS-LM分析とは、国民所得と利子率を基準にして、財市場と貨幣市場の同時均衡を分析することである。縦軸に利子率、横軸に国民所得をとり、IS曲線とLM曲線の交点を求めることになる。

### 第3項 為替変動とCPIの関連性

為替変動は輸入品のコストの変動を通じて物価に影響するルートが想定される。しかし、サービスも含むCPIベースでは、「為替変動 物価」のルートは必ずしも明確ではない。

【図表 3】『為替相場と消費者物価の動向』

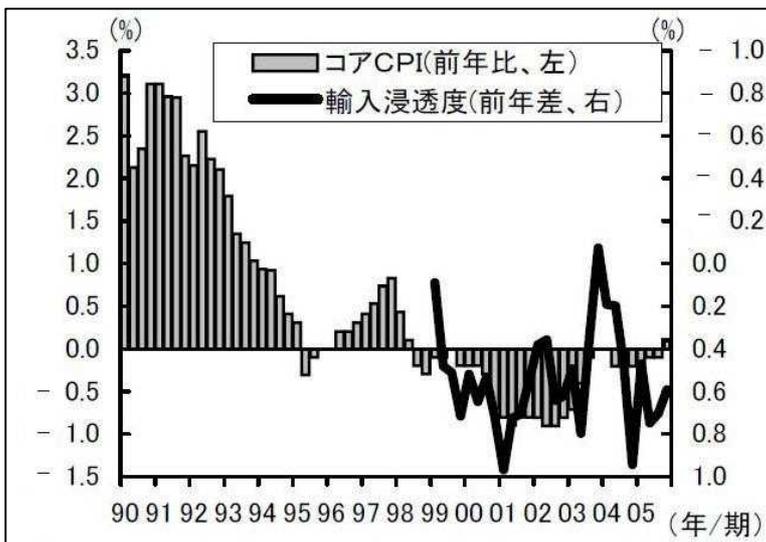


(資料)  
日本銀行「日本銀行統計」  
総務省「消費者物価統計」

### 第4項 輸入浸透度とCPIの関連性

輸入浸透度の上昇は、安価な輸入競合財の国内市場への流入増加を通じて物価を押し下げ。実際、デフレ傾向が強まった1990年代終わりから2003年半ばごろにかけては、輸入浸透度の上昇テンポとCPIの下落率が連動。もっとも、ここ数年は、日本企業を巡るグローバルな分業関係の構築が、“低付加価値製品の海外生産シフト・輸入品への代替/国内製品の高付加価値化”という形で進んできたことで、両者の関係は希薄化している。

【図表 4】『輸入浸透度と消費者物価の動向』



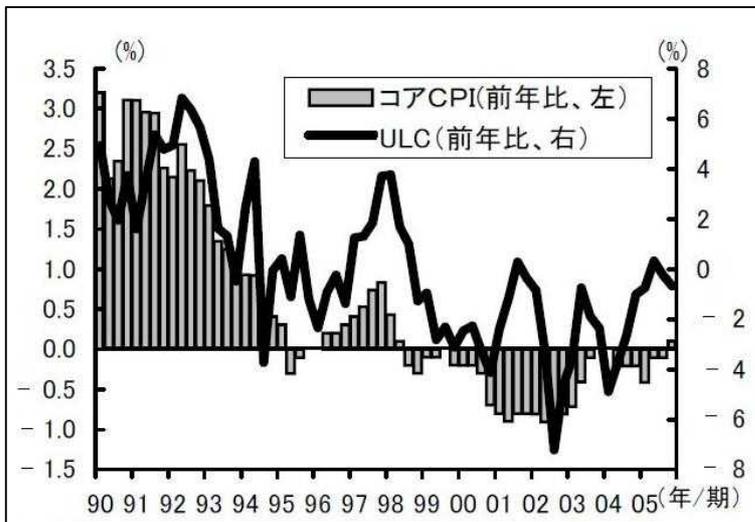
(資料)  
経済産業省「経済産業統計」  
総務省「消費者物価統計」

## 第5項 単位労働コストとCPIの関連性

労働力は重要な生産要素の一つであり、そのコストを示す単位労働コストは製品・サービスの価格にダイレクトに影響する。また、単位労働コストの分子である名目賃金は消費者の購買力の源泉であり、賃金＝購買力の変動が消費者の価格志向に影響を及ぼすことが考えられる。

実際、単位労働コストとCPIをグラフ化したものからは両者の相関が示唆され、グレンジャー・テストによれば、やや弱いものの、これまで検討してきたファクターの中では因果関係が最も強く認められる。

【図表5】『単位労働コストと消費者物価の動向』



(資料)  
 経済産業省「経済産業統計」  
 厚生労働省「毎月勤労統計」  
 総務省「消費者物価統計」

【図表 6】

グレンジャー・テストの結果 (5つの要素とコア CPI)

|                             | 因果関係がないとする帰無仮説の F 値 | P-値 <sup>1</sup> |
|-----------------------------|---------------------|------------------|
| 広義流動性(前年比)<br>コア CPI(前年比)   | 0.946               | 0.445            |
| コア CPI(前年比)<br>広義流動性(前年比)   | 6.356               | 0                |
| 需給ギャップ<br>コア CPI(前年比)       | 1.123               | 0.356            |
| コア CPI(前年比)<br>需給ギャップ       | 1.797               | 0.144            |
| 円ドル相場(前年比)<br>コア CPI(前年比)   | 1.05                | 0.391            |
| コア CPI(前年比)<br>円ドル相場(前年比)   | 1.585               | 0.193            |
| 単位労働コスト(前年比)<br>コア CPI(前年比) | 1.905               | 0.124            |
| コア CPI(前年比)<br>単位労働コスト(前年比) | 4.082               | 0.006            |

データは 1990 年 1-3 月期～2005 年 10-12 月期の四半期データ (サンプル数 60)

## 第2節 物価決定要因の総合的評価

第 2 章第 1 節を総合的に評価すれば、最近の物価決定要因としては、労働コストが最も重要な要素となっており、需給ギャップも無視できない影響を及ぼしているといえる。この点に関し、単位労働コストおよび需給ギャップを説明変数とする物価決定関数を推計すると (図表 7)、双方の変数とも統計的に有意となり、変数の説明力としては単位労働コストが需給ギャップを上回っていることが確認される。また、推計期間をずらして計測すれば、90 年代には需給ギャップの説明力の方が強かったが、その後、単位労働コストの説明力が向上したことがわかる。

【図表 7】消費者物価関数の推計結果

非説明変数: コア CPI(前年比)

|                    | 係数                                 | t      | P-値   | 係数                                 | t      | P-値   |
|--------------------|------------------------------------|--------|-------|------------------------------------|--------|-------|
| 切片                 | 0.223                              | 0.575  | 0.567 | 0.865                              | 3.258  | 0.003 |
| 需給ギャップ             | -0.028                             | -2.534 | 0.014 | -0.039                             | -3.309 | 0.002 |
| 単位労働コスト            | 0.057                              | 3.547  | 0.001 | 0.066                              | 3.008  | 0.005 |
| 重決定 R <sup>2</sup> | 0.957                              |        |       | 0.940                              |        |       |
| 推計期間               | 1990 年 4-6 月期<br>～ 2005 年 10-12 月期 |        |       | 1990 年 4-6 月期<br>～ 1999 年 10-12 月期 |        |       |

<sup>1</sup> P-値は係数の信頼度を示す数値で、小さいほど説明力が高い。

## 第3節 物価決定メカニズムの背景

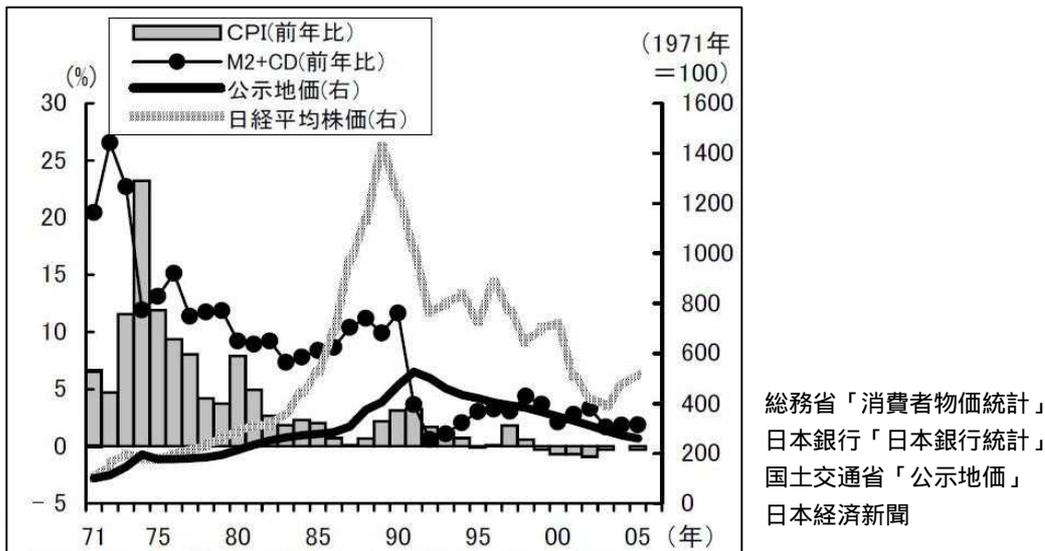
### 第1項 マネーサプライの指標性としての役割の低下

まず、マネーサプライが物価に対して要因として作用してこなかった理由には、デフレ期待が定着するもとのマネーサプライの増加が財・サービスには向かわず、実物に対して相対価値が上昇した金融資産として滞留される状況が長く続いたという事情を指摘できる。

今後、デフレからの脱却が確実となり、価値貯蔵手段としての金融資産の優位性が弱まれば、マネーサプライの物価の先行指標としての有用性を回復する可能性がある。

しかし、80年代後半のバブル期がまさにそうであったように、マネーサプライの増加は必ずしもCPIを押し上げるとは限らない。この時期、マネーサプライの増加は財・サービスには向かわず、株や地価の上昇に結びついていた。マネーサプライの物価の先行指標としての適合性は構造的に低下してしまった可能性が指摘できる。

【図表8】マネーサプライ、物価、資産価格の推移

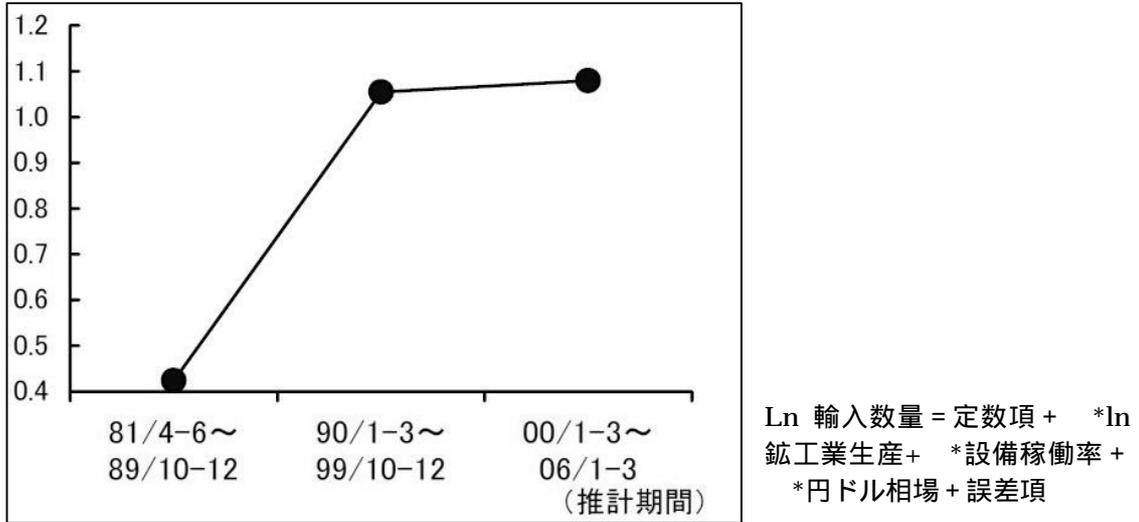


### 第2項 経済のグローバル化

需給ギャップの物価に対する影響力はあるとはいえ、その強さが労働コストに比べて相対的に低下してきた背景には、経済のグローバル化の影響が考えられる。すなわち、経済活動のグローバル化に伴って輸入数量の所得弾力性が向上しており、輸入量のスムーズな調整を通じて国内供給力のボトルネックが緩和される構図が出来上がっている。その結果、国内需給が必ずしも物価動向に直結しない状況が生まれている。

このことは半面、輸入品と国産商品の競合激化を通じて、海外の労働コストが国内の労働コストに影響を与えるようになっており、いわゆる「要素価格均等化定理」により、賃金体系・物価体系ともにグローバルに収斂する圧力がかかるようになってきたことを意味している。このことが結果として、労働コストの物価への影響度が高まることにつながっている。

【図表 9】 輸入数量の所得弾力性の変化



### 第3項 消費者サイドの交渉力の強まり

労働コストの影響力が強くなっている背景には、消費者サイドの交渉力の強まりというファクターも考えられる。

すなわち、国内消費市場の成熟、世界的な競争激化を背景とする潜在的な企業間競争の圧力の強まりのもとで、需要変動に対し企業が供給量を柔軟に調整できるようになったという事情も影響して、財・サービス価格の決定は需要サイドの価格志向のあり方に大きく左右されるようになったと考えられる。

すなわち、消費者の購買力が向上すれば、高価格品への購入意欲が高まり、逆に購買力が低下すれば物価は下落しやすくなっている。

## 第2章 現状分析

# 物価と金利の決定要因の検証

---

第2章までの考察で、物価を決定する要因として労働コストが最重要ファクターであることがわかった。そこで、今後の物価上昇率を占うために、単位労働コスト（名目賃金/労働生産性）の構成要素である

名目賃金の上昇率  
労働生産性  
物価上昇率

に分けて今後の動向を展望する。

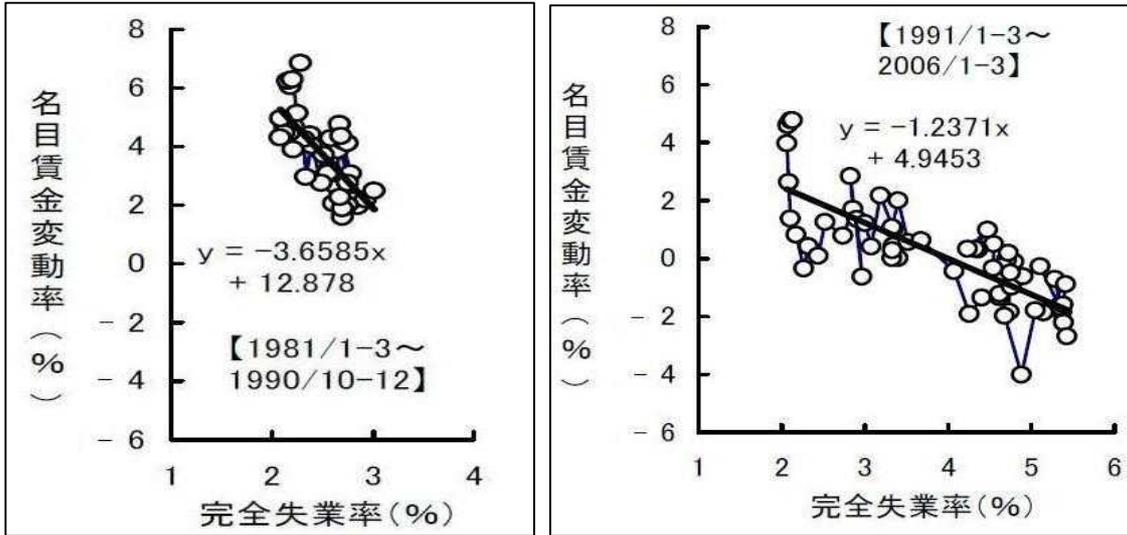
### 第1節 名目賃金の上昇率の考察

#### 第1項 フィリップス・カーブの変化

賃金の決定メカニズムを考える際、伝統的に有力なツールとされてきたのは名目賃金と失業率の経験的な関係を示したフィリップス・カーブである。このフィリップス・カーブを使い、名目賃金と失業率の相関関係を考察する。

縦軸に名目賃金変動率（%）、横軸に完全失業率（%）をとり、両者の関係をプロットすると、1990年代に入って以降、カーブの勾配が1980年代に比べて緩やかになっていることがわかる。すなわち、景気回復に伴う失業率低下が賃金の上昇に波及していくスピードが緩やかになっていると考えられる。

【図表10】フィリップス・カーブ



総務省「労働力調査」  
 内閣府「国民経済計算」  
 厚生労働省「毎月勤労統計調査」

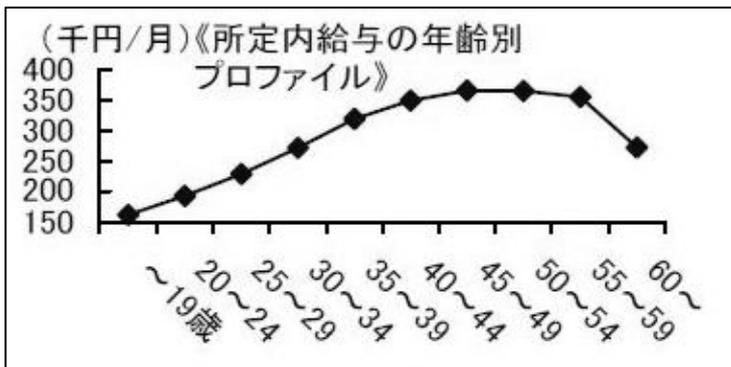
## 第2項 賃金抑制圧力の強まり

フィリップス・カーブの変化によって示された、名目賃金の上昇率が緩やかとなっている背景としては、すでに指摘した『新興国台頭による要素価格均等化圧力』に加え『企業が株主重視のコーポレート・ガバナンス構造へシフトした影響』の2つの要因が考えられる。

## 第3項 年齢構成要因による賃金押し下げ圧力

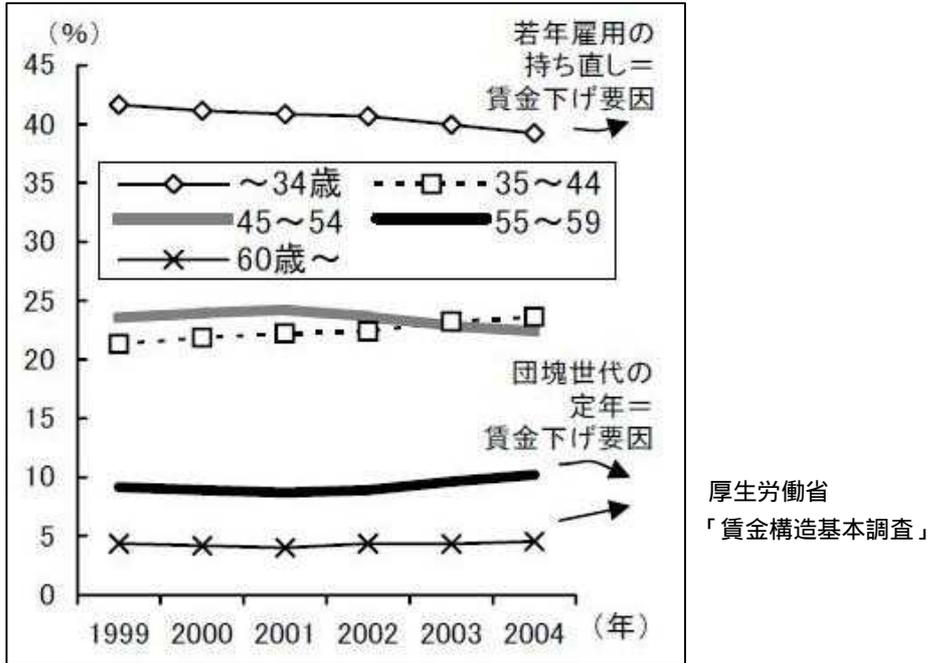
今後を展望すると、年齢構成要因から賃金に下押し圧力がかかる見通しである。過去10年は、人口ウェイトの高い団塊世代が50歳代という賃金カーブのピークゾーンに位置していた。低コストの若年雇用が削減されていたことから平均賃金には押し上げ圧力が作用していた。しかし、今後は団塊世代が60歳代に入って賃金水準が低下し、若年雇用が回復することから、平均賃金には下押し圧力がかかることになる。

【図表12】



厚生労働省  
 「賃金構造基本調査」

【図表 13】年齢階層別シェア

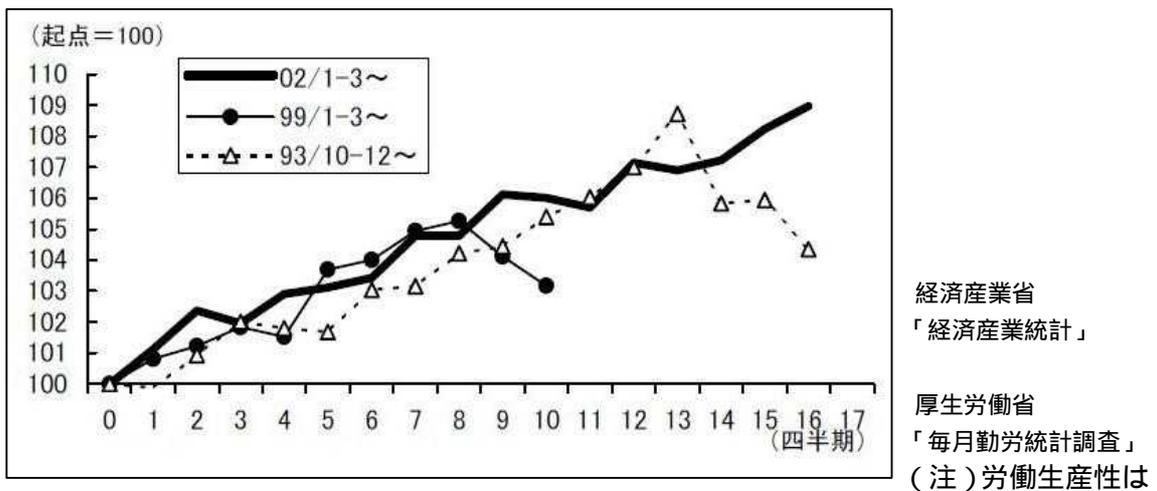


## 第2節 労働生産性の持続的な上昇

1990年代以降の景気回復局面における労働生産性の状況を比較すると、2002年当初からはじまる現在の景気回復期において、上昇傾向の持続性が最も強くみられる。

その要因として以下の二つの効果によるものだと考え、検証してみる。

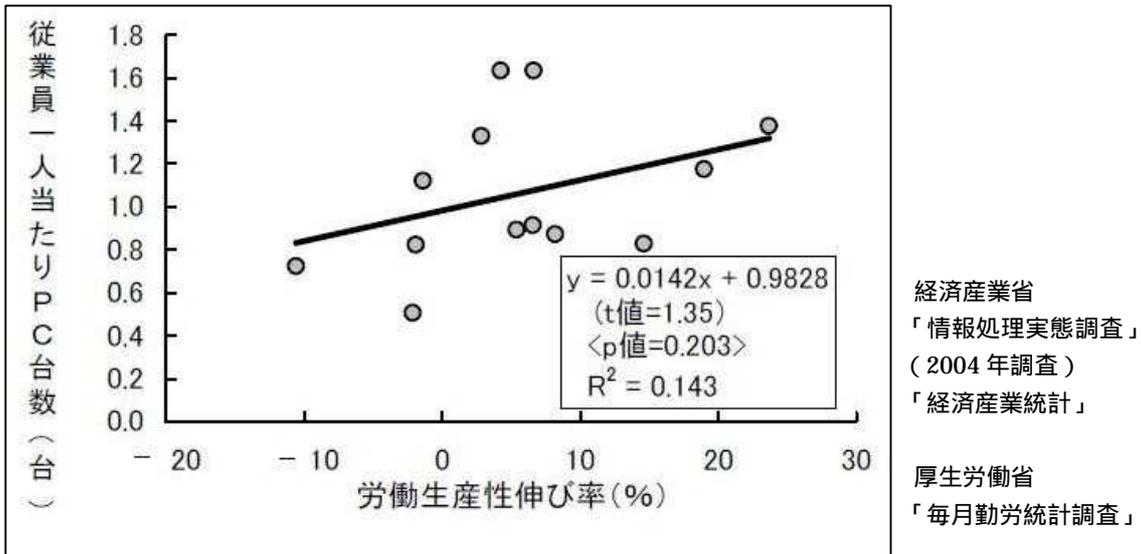
【図表 14】労働生産性の推移



## 第1項 IT投資の効果

まず、IT投資の効果が顕在化してきたことを挙げる。1990年代末以降、日本企業各社が競って導入したITが、組織改革の進展と相まって、その労働生産性向上の効果に結びつきはじめていると考えられる。ちなみに、主要産業別にIT資本装備率と労働生産性伸び率の関係をみると、緩やかながら、正の相関がみられる。

【図表 15】産業別にみたIT資本装備率と生産性の相関



(注) 労働生産性は2003～2005年の伸び率。産業分類は鉄鋼、非鉄・金属製品、一般機械、電気機械、情報通信機械、輸送機械、精密機械、窯業・土石、化学、石油石炭・プラスチック、パルプ・紙、繊維。

## 第2項 グローバル分業進展の効果

第2に、1990年代以降の企業のグローバル化の進展の結果として、比較優位に基づく国際分業体制の構築が一段と進んだことも生産性向上に寄与していると考えられる。

### 第3節 物価上昇率

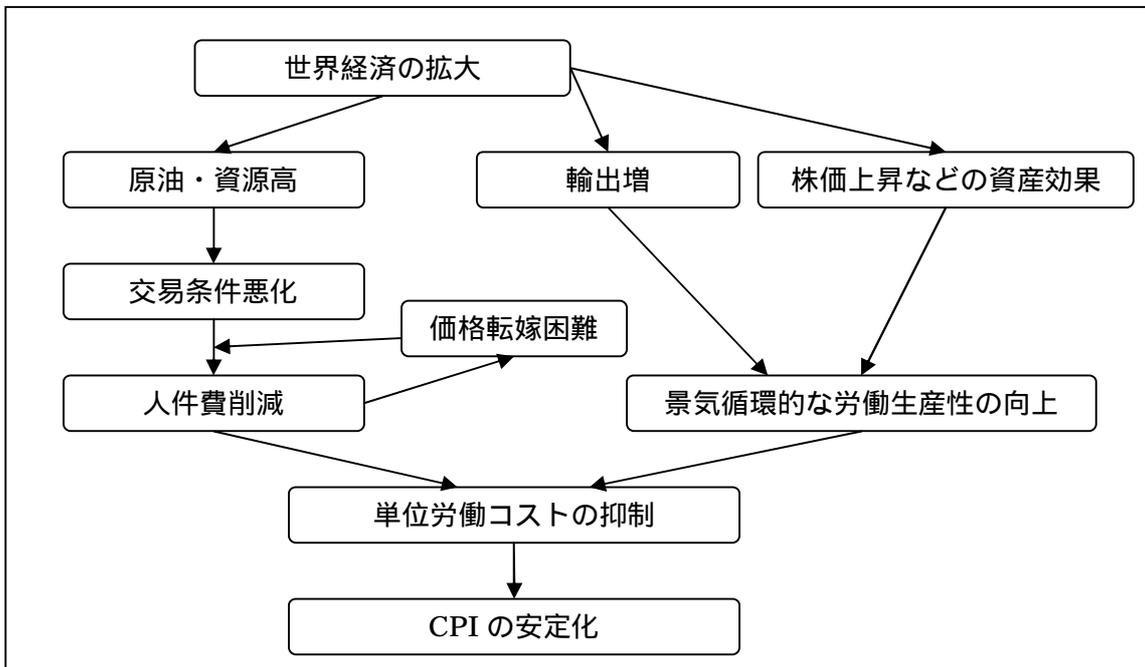
以上のように、名目賃金の上昇率が緩やかにとどまる一方、労働生産性の向上スピードは維持できると考えられることから、労働コストの上昇率は引き続き緩慢だと考えられる。この結果、CPIベースの物価上昇のスピードも総じて緩やかにとどまると予想される。

#### 第1項 原油・資源高下のCPI安定

構造的なCPI安定化が予想される状況にあるが、最近注目されるのは原油・資源価格の高騰が続くなか、原材料コスト高がCPI上昇へと波及していく可能性である。ガソリン価格の上昇のほか、トイレット・ペーパーの卸売り価格の引き上げなど、値上げの動きが広がる兆しがある。

もっとも、これまでのところ、総じてみれば消費財価格は安定している。総務省公表の「食料（酒類除く）及びエネルギー除く」ベースのCPIの前年比は、2005年12月以降プラスが定着しているものの、上昇幅はわずか0.1~0.2%にとどまっている。企業物価指数でも、消費財（国内品）物価は昨年後半以降、むしろ上昇幅が縮小しており、素原材料価格上昇の消費財価格への累積転嫁率も低下する傾向である。

【図表16】原油・資源価格高下のCPI安定化の構図



## 第2項 CPI安定化のメカニズム

こうした「原油・資源高下のCPI安定化」の背景には以下のようなメカニズムが働いていると考えられる。

原油・資源価格高による交易条件悪化を価格転嫁ではなく、人件費の削減・抑制で吸収人件費の伸び悩みが消費者の低価格志向を残存させ、価格転嫁を困難化。

原油・資源価格高の背景には世界経済の拡大があり、そのことが輸出増・株価上昇の資産効果などを通じて企業売上高を伸ばし、景気循環的な生産性向上に作用。

人件費コスト抑制と生産性向上が単位労働コストを抑制し、CPI安定化に寄与

## 第4節 金利の変動要因に関する基本的な見方

金利決定に関する大きな2つの見方金利決定のメカニズムを一言で表現すれば、「金利は金融資産の需要と供給によって決まる」ということになるが、価格の伸縮性に対する評価に応じて、実物経済要因を重視する立場と、貨幣的要因を重視する立場の2つの流れが存在する。

### 第1項 金利決定に関する大きな2つの見方

#### 【フロー・アプローチ】

実物経済要因を重視する立場においては、フローの貯蓄と投資を均衡させる水準に金利が決まる、というのが基本的な考え方である。この考え方は、一定期間内の貸付資金に対する需給を考えるものなので「貸付資金説」とも呼ばれ、貯蓄率や投資の限界効率が金利の決定要因として重要となる。

#### 【ストック・アプローチ】

ストック・アプローチにおいては、金利は一定期間にわたって流動性を放棄する見返りと考える。すなわち、債券の金利は、現金に比べて流動性が低いことに対する流動性プレミアムであるとの考え方である。これはケインズによって提唱されたものであり、IS-LMモデルによって表現できる。

#### 【2つの見方のまとめ】

結局のところ、両アプローチとも一番本質的なところでは金利決定の仕組みに大きな相違いはないとみることができる。すなわち、貸付資金に対する（フローとしての）需要が累増することによって、投資資金調達のために発行される（ストックとしての）債券供給が形成され、逆に貸付資金の供給は貯蓄運用のための債券需要につながるからである。

## 第2項 異なる金利間の関係を分析する視点

以上では単純化のため金利を一種類しか考えなかったが、実際には様々な金融資産に対して異なる金利がついている。こうした金利差が何から生じるのかについて、異なる期間の金利格差をみる「期間構造」と、異なる資金調達主体間の金利格差をみる「リスク構造」の大きな2つの分析の視点がある。

### 【期間構造 (term structure of interest rate)】

「金利の期間構造」とは、残存期間が異なる債券の利回り間の関係を指す。例えば、代表的な長期金利である国債利回りをとってみても、残存期間10年と1年の国債では異なった利回りが付く。このように、期間毎の金利の差を抽出したものが期間構造である。

### 【リスク構造 (risk structure of interest rate)】

一方、年限が同一でありながら種類の異なる金融資産を考えると、一般的に資金調達主体の信用リスク(ないしデフォルト・リスク)や、当該金融資産の流動性などの差から、金利に格差が生じる。こうした各種リスク・プレミアムに応じた金利格差を分析する視点がリスク構造である。

## 第5節 金利の期間構造に関する理論

### 第1項 期待仮説

金利の期間構造を分析する際の、もっとも基本的な理論が期待仮説である。この仮説は、「長期金利は、短期資産をロールオーバーして運用した収益率に等しくなる」、すなわち、「長期金利は、将来の短期金利の予想値から想定される収益率と裁定関係にある」という理論である。例えば、今10年物の債券を買って満期まで保有する場合と、10年の間1年物の債券を満期がくるたびに買い換える場合の収益は裁定関係にある、と考える。特に「純粹期待仮説」では、市場で観察される債券利回りが将来の短期金利に関する「期待(予想)」によって完全に説明される、と主張する。

### 第2項 プレミアム仮説

純粹期待理論をさらに精緻化するために、期間毎に異なる要素を加える、という方向性がとられる。この期間毎の要素は、「プレミアム」とも言い換えられるが、そうしたプレミアムを考慮する仮説として、流動性選好仮説、特定期間選好仮説が挙げられる。

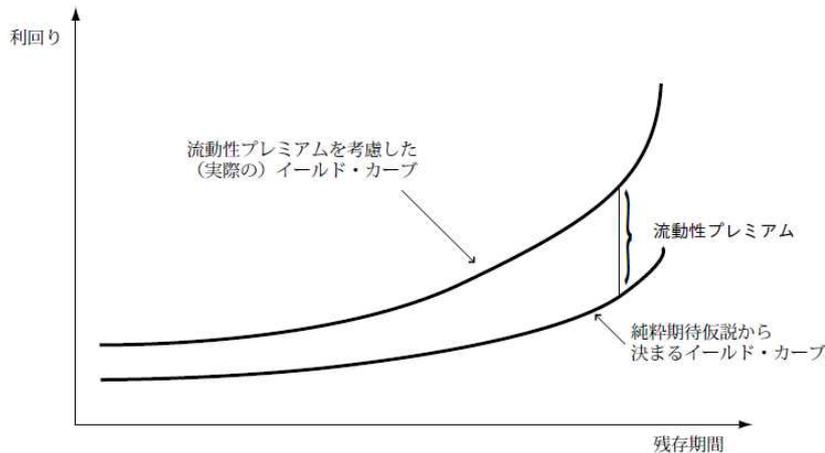
## 【流動性プレミアム仮説】

この仮説は、残存期間が長いほどプレミアムは大きい、すなわち、長期債になるほど満期以前の売却価格に関する不確実性が高まるため、その分を反映したプレミアムが必要になると考える。通常は残存期間が長いほど利回りが高いという状態が実現していることから、流動性プレミアム仮説は広く受け入れられてきた。

## 【特定期間選好仮説】

債券市場は残存期間毎に分断されており、それぞれの残存期間の利回りは各市場の需要と供給から決まる、という考え方である。流動性プレミアム仮説においては、全ての投資家は短い期間を選好すると暗黙裡に想定していたわけであり、その意味で、特定期間選好仮説は流動性プレミアム仮説をより一般化したものと位置づけることができる。

【図表 17】 イールドカーブと流動性プレミアム



### 第3項 期待インフレ率と長期金利：フィッシャー効果

我々が実際に市場で観察できる金利は、「名目」単位で表されたものである。これに対し、物価変動の影響を除去し、ファンダメンタルズから決定される金利が「実質」金利である。

満期までの期間が長い長期金利の場合は、物価変動の影響を受けやすいため、特に名目金利と実質金利を区別して考えることが重要であり、「フィッシャー仮説」は、「名目金利は実質金利と期待インフレ率の和になる」と主張する。

$$R（名目金利）= r（実質金利）+ pe（期待インフレ率）$$

## 第3章 リスク分析

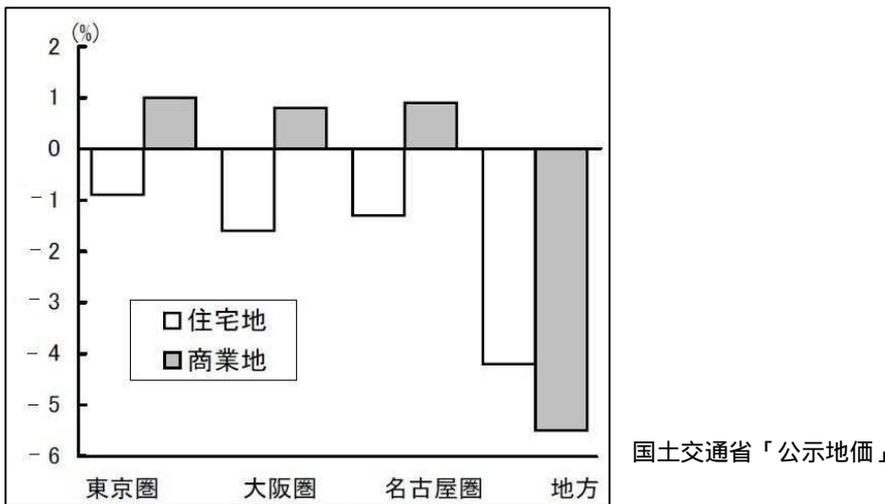
では、こうしたCPIベースの物価安定をどう考えればよいかについて考察していく。CPIが安定している限り、金融政策になすべきことはないのかということ、そんなことはない。グローバルな経済・金融構造の変化における、CPIの安定の背後に潜むリスクについて考察する必要がある。

### 第1節 資産バブルのリスク

CPIの安定は金利の安定につながり、資金調達コストの低下をもたらす結果、株式や不動産などへの投資意欲を刺激し、資産価格が上がりやすい環境となる。

この場合、1980年代後半ほどの全国的な地価高騰につながった大型バブルが発生しないとしても、株価の大幅上昇が多くの投資家を巻き込む形で起こり、一部の収益性の高い土地の地価も値上がり、期待から上昇する可能性が高い。もし、そのような状況に陥った場合、これらのバブルが破裂することで、信用収縮が実体経済に悪影響を及ぼすというリスクが考えられる。

【図表 18】 公示価格の状況（2006年1月1日現在）

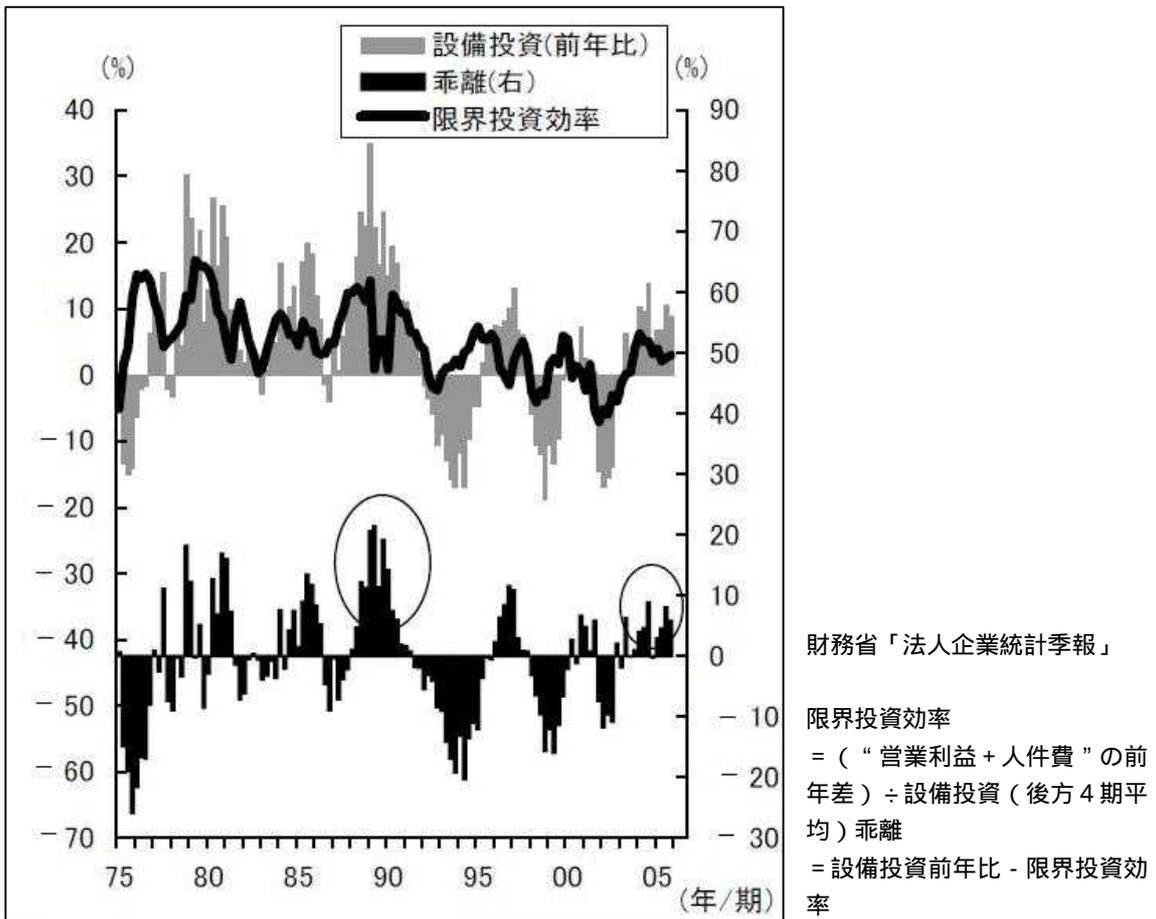


## 第2節 設備効率悪化のリスク

資産バブルのリスクより、設備効率の悪化のリスクが高いと考えられる。CPIの安定を前提に金利が低い状態が続くことで、結果として非効率な投資が行われ、過剰ストックを生み出すリスクがある。ちなみに、80年代後半のバブル期には、設備効率が悪化し始めていたにもかかわらず、相当の期間、設備投資がハイペースで増加し、バブル崩壊後の膨大な過剰設備の発生につながった。

過去の関係からすれば、現在のところ設備投資の増加が投資効率と比べて過大になっている可能性は小さいものの、将来的に懸念無しとはいえない。とりわけ、今後当面は期待成長率の高まりを背景に、「加速度原理」から設備投資が上ぶれしやすく、さらに、より長期の視点でみれば人口減少で生産能力を抑制していく必要が生じるだけに、設備効率が維持できるかどうかを注視していく必要がある。

【図表 19】 限界投資効率と設備投資



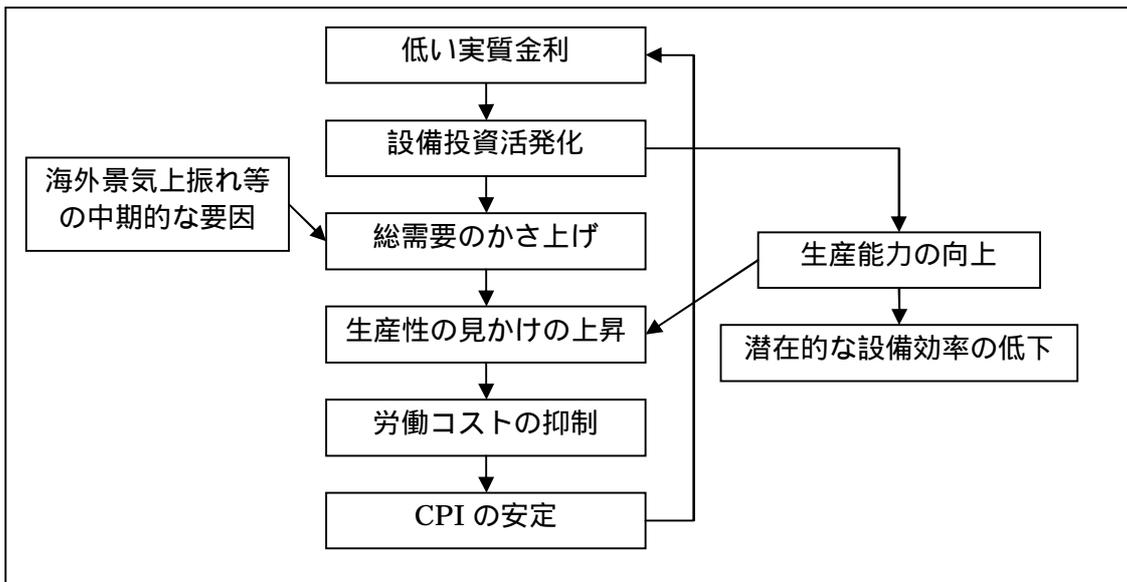
### 第3節 生産性の“見かけの向上”のリスク

さらに、今後2～3年を展望すると、万博・五輪を控えた中国景気の過熱や団塊世代の退職一時金の消費刺激効などによって総需要の“嵩上げ”が生じる可能性があり、その場合、いわば「潜在成長率・生産性の“見かけの向上”」が生じることになる。

“見かけの向上”であれば、生産性が向上すれば単位労働コストは引き下げられるため、物価は安定する。そして、物価安定を背景に実質金利が低い状態が続けば、設備投資が刺激される。こうして需要の嵩上げを前提とした能力増強が行われることで、その時点では認識されなくとも将来的に顕在化することになる、いわば“潜在的な”設備効率の悪化を惹き起こす恐れがある。80年代後半期の日本では、こうしたメカニズムが働いていた可能性が強い。

この場合、将来海外景気の調整が生じ、総需要が減少局面に転じれば、生産性が急速に低下し単位労働コストが急上昇する。その際、インフレ圧力が一気に高まるか、あるいは人件費の大幅削減の必要性によって、深刻な景気後退を招く恐れがある。しかも、総需要の嵩上げに煽られて設備投資が大幅に増えていた場合、設備効率の大幅な低下が顕在化し、景気後退に拍車をかけるリスクがある。

【図表 20】労働生産性上昇の見かけの向上のリスク



## 第4章 政策提言

CPI が安定しているからといって、金利水準の適正化を大幅に遅らせた場合、様々な形で資源配分の歪みが生じ、結果として経済変動を大きくするリスクがある。

そのリスクの一つとして、CPI の金融政策の判断指標としての有効性が低下している可能性が指摘される。その意味で、持続的な景気回復が予想される限り、CPI の安定如何にかかわらず、金利水準の適正化を着実に進めていくことが重要になってくる。

もっとも、財政健全化も最重要政策課題の一つとなるなか、それが要請する歳出削減・増税はデフレ圧力となるだけに、金融政策のあり方もこの面への配慮は欠かせない状況である。つまり、今後の金融政策運営については、財政健全化との関わりを考慮しながら金利正常化をどのような速度で行うかが大きな焦点になる。具体的には、以下のような考え方に基づく政策運営が適切と考える。

### 第1節 政策金利正常化への2段階アプローチ

政策金利水準の正常化に向けては、以下の2段階に分けて考える。

#### 【第1段階（2006～07年度が目処）】

現在、資産価格の高騰が限定的であり、投資効率も維持されている状況下では、政策金利の引き上げを急ぐ必要はない。また、金融市場が利上げについて十分なコンセンサスを形成しない段階でハイペースの利上げを行うことは、金融市場や実体経済に混乱を招く恐れもある。

とりわけ、2007年初めごろまでは、米国景気の減速により内外金融市場が不安定化しやすい地合いが予想される。当面は歳出削減を優先し、利上げについては財政健全化を配慮する。（2007年度末で1.0%程度まで引き上げ）

#### 【第2段階（2008年度中を目処）】

財政削減の強化により、プライマリーバランス均衡化の目処が立てば、景気が回復基調にある限りは、CPIの動向如何にかかわらず「適正化水準（中立水準）」（＝潜在成長率＋望ましいインフレ率＝2%台半ば）までの引き上げを速やかに実施する。

なお、とりあえずは第1段階に位置づけられる2006～07年度中であっても、海外景気上振れ等で経済成長率の加速が定着し、資産価格上昇の広がりや投資過熱の結果としての設備効率鈍化が明確化してきた場合、適正化水準に向けた利上げを早めるべきである。その検証のために、資産バブルを反映する指標として「マネーサプライ」、設備投資バブルを反映する指標として「設備効率（営業利益／設備ストック）」を注視していく必要がある。

## 第2節 金融政策の限界を超えて

資産バブル・設備効率低下などのリスクを回避するためには、金融政策のみでは限界があることを認識しておくことが重要である。

その金融政策の限界に対処する方法として、資源配分の効率化を促す環境整備をすることがあげられる。具体的には、資産価格の適正化を促す株式・不動産市場のインフラ整備や経営資源が成長分野にシフトしていくような規制改革・知的資産投資促進策があわせて必要になるだろう。

以上

参考文献

《先行論文》

肥後雅博・中田祥子（2000）

「物価変動の決定要因について 需給ギャップと物価変動の関係の国際比較を中心に」

『日本銀行金融研究所 / 金融研究 2000 . 3』 pp49 - 50

《参考文献》

内田真人（2003）『デフレとインフレ』 日本経済新聞社

原田泰（2003）『逃避の代償 物価下落と経済危機の解明』 日本経済新聞社

第一生命経済研究所（2003）『資産デフレで読み解く日本経済』 日本経済新聞社

安達誠司（2005）『デフレは終わるのか』 東洋経済新報社

伊藤隆敏（2005）『デフレからの復活へ「出口」は近いか』 東洋経済新報社

ウィクセル 北野熊喜男 服部新一（2004）『物価と利子』 日本経済評論者

伊藤隆敏・林伴子（2006）『インフレ目標と金融政策』 東洋経済新報社

《データ出典》

日本銀行サイト < <http://www.boj.or.jp/> >

総務省サイト < <http://www.soumu.go.jp/> >

経済産業省サイト < <http://www.meti.go.jp/> >

厚生労働省サイト < <http://www.mhlw.go.jp/> >