

# 黒田日銀総裁のディレンマ

——予想物価上昇率の上昇か名目賃金率の上昇か

建部 正義

## はじめに

日本銀行は、7月21日に、『経済・物価情勢の展望（2017年7月）』を発表したが、その内容については、以下の3点が注目される。

第1に、「物価の中心的な見通し」として、目標とする「2%に達する時期は、2019年度頃になる可能性が高い」、という見解を示したことである。黒田東彦総裁の5年間の任期は2018年4月に終末を迎えるので、これにより、任期中の目標達成の見通しは事実上断念されたことになる。黒田総裁は、就任直後の「量的・質的金融緩和」の導入（2013年4月）にあたり、「消費者物価の前年比上昇率2%を物価安定の目標として、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」、と明言していたのであるから、政治家であれば公約違反として国民から厳しい非難を受けることは避けられないところだろう。なお、7月29日付の「日本経済新聞」の「大機小機」欄によれば、米ブルームバーグ通信が民間のエコノミスト43人を対象にして7月12日に行った調査では、消費者物価の上昇率が安定的に2%を超える状態が将来実現するか、という問いにたいして「はい」と答えたのは16人、なんと26人が「いいえ」と回答しているとの由である。

第2に、これで、『経済・物価情勢の展望』のうえでは、2%の物価安定目標そのものの6回目の先送りということになる。2014年10月のそれが「2015年度を中心とする期間」としていたのにたいして、2015年4月のそれは「2016年度前半頃」、2015年10月のそれは「2016年度後半頃」、2016年1月のそれは「2017年度前半頃」、2017年4月のそれは「2017年度中」、2017年7月のそれは「2018年度頃」、というように変遷してきた。そして、今回の変更というわけである。目標の達成時期が逃げ水のように遠のく状況をうかがい知ることができるだろう。

第3に、とりわけ注目されるのは、今回の『経済・物価情勢の展望』においては、予想物価上昇率を引き上げるためにも、賃金の上昇とそれにとまなう実際の物価の上昇という側面に、あるいは、賃金の上昇の予想物価上昇率の引上げにたいする先行という側面に、より大きな期待が寄せられていることである。

『経済・物価情勢の展望（2017年7月）』は、次のように説明している。

前回展望レポート以降の消費者物価の前年比の動きをみると、エネルギー価格が押し上げに寄与するもとで、上昇率が高まってきた。しかし、こうした影響を除くと、年度初の価格引き上げの動きが限定的になるなど、弱めの動きとなっている。

この背景としては、携帯電話機や通信料の値下げといった一時的要因もあるが、賃金・物価が上がりにくいことを前提とした考え方や慣行が企業や家計に根強く残っていることも影響している。企業は、人手不足に見合った賃金上昇をパート等にとどめる一方で、省力化投資の拡大やビジネス・プロセスの見直しにより、賃金コストの上昇を吸収しようとしている。このように、労働需給の着実な引き締めや企業収益に比べ、企業の賃金・価格設定スタンスはなお慎重なものにとどまっている。実際の物価上昇率の影響を強く受けるため、中長期的な予想物価上昇率の高まりもやや後ずれしている。

従来の見通しと比べると、見通し期間（2017～2019年度）の終盤にかけては、賃金の上昇を伴いながら、物価上昇率が緩やかに高まるという好循環が次第に作用すると考えられる。

以上である。

なお、2017年7月の生鮮食品を除く消費者物価の上昇率は0.5%、生鮮食品及びエネルギーを除くそれは0.1%だった。

## 1 黒田総裁のディレンマ

黒田総裁は、『経済・物価情勢の展望（2017年7月）』のこうした説明を受けるかたちで、2017年7月20日の記者会見の席上、次のように答弁している。

欧米と比べますと、賃金・物価が上がりにくいことを前提とした考え方や慣行、これが企業や家計に根強く残っている。俗にデフレマインドと言われるものかもしれま

せんが、そういうことが影響しているものと思われます。特に非製造業、サービス業において、賃金が上がっても価格に転嫁せず、サービスの中身を見直す、ビジネス・プロセスを変えていくことによって対応するという動きがあります。また、非製造業でも製造業でも、省力化投資をすることによって、賃金コストの上昇を吸収しようという動きもあります。これらは、ある意味で、省力化投資やビジネス・プロセスの改善で労働生産性が上がっていくということですので、長い目で見れば、実質成長率が上がっていくということですので、好ましいことです。ただ、当面、そうした形で賃金上昇を価格に転嫁しない、あるいは賃金上昇を価格に転嫁するということを広く認めていくことをしない、という慎重な姿勢が企業を中心にまだ残っていることが、賃金・物価の上昇を抑えている1つの要因であるということはないと思います。

もっとも、こうした状況がいつまでも続くとは想定していません。先行き、マクロ的な需給ギャップが着実に改善していく中で、賃金コスト吸収のための対応にも自ずと限界があると考えられますので、企業の賃金・価格設定スタンスは次第に積極化していくとみられます。また、中長期的な予想物価上昇率についても、実際に価格引上げの動きが広がるにつれて、着実に上昇すると考えられます。このように、「物価安定の目標」に向けたモメンタムがしっかりと維持されるもとで、消費者物価の前年比はプラス幅の拡大基調を続け、2%に向けて上昇率を高めていくと考えています。

日本の場合には特に予想物価上昇率が、足

許の物価上昇率に適合的な形で引きずられる傾向が非常に強いことが「総括的な検証」の中で明らかになりました。そこは、私どもとして十分勘案していなかったと言わざるを得ないと思います。

以上である。

ここで、「総括的な検証」とは、2016年9月21日付の『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」のなかの、次の記述を指すものと思われる。

予想物価上昇率は、中央銀行の物価安定目標による「フォワード・ルッキングな期待形成」と、現実の物価上昇率の影響を受ける「適合的な期待形成」の2つの要素によって形成される。前者の影響が十分強く働いている場合には、現実の物価が目標を外れていても、人々はいずれ2%に戻ると思うため、現実の物価も目標に向けて戻る力が働く（予想物価上昇率が「アンカーされている」と表現される）。ところが、日本の場合、長期にわたるデフレのもとで、目標となる物価上昇率が実現されていないこともあって、「適合的な期待形成」の影響が大きい。

「適合的な期待形成」の背後にあるメカニズムとして、春闘などわが国の賃金交渉において、前年度の現実の物価動向を参照して賃金決定が行われることがある。

以上である。

しかし、黒田総裁によるこの説明と、「量的・質的金融緩和」を導入した時点での同総裁の説明とを比べてみるならば、そこには、2%の物価安定目標を実現するためのメカニズムにかんして、明らかな食い違いが生じている。

たとえば、黒田総裁は、2013年10月10日のCouncil on Foreign Relations（ニューヨーク）における講演「デフレ克服——我々の挑戦」のなかで、「量的・質的金融緩和」の狙いを次のように整理していた。

日本銀行は4月に「量的・質的金融緩和」を導入しました。この新たな政策では、インフレ予想に直接働きかけ、グローバルスタンダードである2%まで引き上げることを狙っています。問題はどのように実現するかです。

我々が至った結論は、①2%の「物価安定の目標」を早期に安定的に実現するという明確な決意を示した上で、②その決意を裏打ちするため、従来とは明らかに一線を画する、大規模な金融緩和を行うということです。具体的には、日本銀行が供給するマネタリーベース〔金融機関が保有する日銀当座預金残高に現金流通高を加えたもの〕を2年間で2倍にすると宣言しました。

その際、日本銀行の資産サイドでは、長期国債の保有額を2倍とします。それに伴う巨額の買い入れは、国債市場の需給を変え、長期金利に強力な低下圧力を加えることになります。

ただし、ここに一つ問題がありました。日本の10年物の長期金利は1%ありません。どうやって、さらなる緩和の余地を作るのでしょうか。ポイントは、名目金利から予想インフレ率を差し引いた実質金利です。そして、ここでは、日本では予想インフレ率が低迷していることが、逆にブレイクスルー〔突破口〕を提供しました。予想インフレ率を引き上げる一方で、名目金利の上昇を抑えることによって、設備投

資や個人消費の決定に影響を与える実質金利を引き下げることができるということです。

以上である。

みられるように、ここでは、「量的・質的金融緩和」をつうじた予想インフレ率（予想物価上昇率）の引上げという側面に焦点が絞られており、賃金の上昇という要素が入り込む余地は見出しがたい。

問題をこのように整理するならば、「総括的な検証」以降、黒田総裁は、深刻なディレンマを抱えるにいたったと考えてよいだろう。すなわち、「適合的な期待形成」の立場にたつかぎり、予想インフレ率を引き上げるためにも、賃金の引上げは不可欠であるが、賃金の引上げは金融政策の直接の対象とはなりえない、それにもかかわらず、予想インフレ率を引き上げるためには、賃金の引上げの先行に期待せざるを得ないのだ、と。

## 2 デフレは貨幣的現象か実物的現象か

前節の末尾では、黒田総裁が抱えるディレンマという表現を使った。しかし、こうした表現は、同総裁の心情をそれこそ忖度しようとする見地から生まれたものである。より正しくは、黒田総裁の理解に含まれている矛盾という表現を使うべきだったであろう。

そこで、本節では、デフレは貨幣的現象であるとする黒田総裁の見解を批判することをつうじて、この矛盾の所在の一端を確認することにしたい。

「量的・質的金融緩和」の背後には、「デフレは貨幣的現象である」とするマネタリスト的な思考が潜んでいる。ここで、マネタリス

ムとは、長期的にみれば貨幣数量が物価水準を決定するという考え方のことを指し、その内容から貨幣数量説とも呼ばれる。つまり、わが国のデフレの原因は、日本銀行がこれまでマネタリーベースを十分に供給してこなかったという貨幣的・政策的なそれに求められるというわけである。すなわち、マネタリーベースを十分に供給する方向に、金融政策の「レジームチェンジ（制度的転換）」が図られるならば、デフレは一挙に克服されるであろう、と。

それでは、わが国のデフレは、本当に貨幣的現象であると呼べるのだろうか。さしあたり、日本銀行が民間に供給する貨幣とは何かということが問題になるが、それは、結局のところ、マネタリーベースと一致し、基本的に日銀券と金融機関が保有する日銀当座預金に帰着することになる。

まず、企業や家計についてみてみよう。企業にかんしては、企業間取引の清算はもとより、労働者への賃金の支払いにあたっても、預金からの振込という手段が利用されるので、日銀券が利用されることはほとんどありえない。日銀券を利用するケースと言えば備品の購入のそれぐらいであろうか。したがって、わが国の場合、日銀券の圧倒的な利用者は家計であると考えられる。そこで、「量的・質的金融緩和」の導入（2013年4月4日）の直前の2013年3月末の日銀券発行高を調べてみると、約83兆円に達する。これは国民一人当たりで計算し直すとなんと約65万円にも相当するほどの金額である。4人家族として、あなたは260万円もの日銀券を手許に所有していますか。みられるように、当時、企業や家計は日銀券の発行高不足に悩まされ

ていたわけではない。

つぎに、金融機関についてみてみよう。銀行は、準備預金制度に関する法律にもとづき、所要準備というかたちで、預金残高に応じた当座預金額を日本銀行に月ごとに積むことを義務づけられている。しかし、実際には、白川方明前総裁の時代にさえ、あいつぐ金融緩和措置の実施にともない、いわばジャブジャブとも呼べるほどの当座預金が、日本銀行から銀行に向けて供給されていたというのが実情である。2013年3月末の時点で、所要準備額が約8兆円であったのにたいして、現実の準備額は約53兆円に達していた。銀行は、約45兆円にも上る超過準備を抱えていたというのが実状である。みられるように、当時、銀行は日銀当座預金の残高不足に悩まされていたわけではない。

問題をこのように整理するならば、デフレは貨幣的現象であると位置づける見解が、いかに根拠のない誤った立場にもとづくものであるかを、容易に理解することができるはずである。

つまり、日本銀行および黒田総裁は、「量的・質的金融緩和」の導入にあたり、そもそもの出発点において、ボタンの掛違いという誤りを犯していたということになる。そして、そのうえにたって、2016年1月には「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」、同年9月には「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」が導入されるにいたったというわけである。後二者にも「量的・質的金融緩和」という言葉が冠せられているように、新しい政策的枠組みが導入されたにもかかわらず、「デフレは貨幣的現象である」という認識は維持されたままである。

デフレの原因が貨幣的・政策的要因に求められるべきではないということになれば、その真の原因はどの点に求められるべきであろうか。

この側面について、筆者は、本誌2013年秋季号における拙稿「アベノミクスで『デフレ脱却』はできるか——異常な金融緩和」などのなかで、1990年代末以降の賃金の切下げという実物的要因に求められるべきだと主張してきた。

じっさい、厚生労働省編『平成27年度労働経済白書』でさえ、次のように指摘しているほどである。

供給力が過剰な中で、需要が不足していたことが〔1998年以降の〕デフレをもたらした要因であったと考えられるが、物価が継続的に下落する中でも、実質GDPでみると我が国経済はバブル崩壊以降も拡大してきている。

図においては、両者〔労働生産性と賃金〕の動きを国際比較しているが、ユーロ圏及び米国では実質労働生産性が上昇する局面において、若干の水準のギャップはみられるものの実質賃金も上昇を続けている。一方、我が国においては、実質労働生産性は継続的に上昇しており、その伸び幅もユーロ圏と比較すると遜色ないといえるが、実質賃金の伸びはそれに追いついていない状況がみられ、両者のギャップはユーロ圏及び米国よりも大きいことが分かる。

以上である。

つまり、供給能力に比べた需要不足がデフレの要因であるが、その需要不足は、実質労働生産性の伸び率に比べた実質賃金の上昇の遅れを原因とするものであるというわけであ

る。

『平成 27 年度労働経済白書』がこのように実質賃金の上昇の遅れを強調するのにたいして、小泉純一郎内閣時代に経済財政諮問会議の民間議員を務めた吉川洋氏は、『デフレーション―“日本の慢性病”の全貌を解明する』のなかで、名目賃金の低下を強調しつつ、次のように指摘している。

1990 年代後半、大企業を中心に、高度成長期に確立された旧来の雇用システムが崩壊したことにより、名目賃金は下がり始めたのである。そして、名目賃金の低下がデフレを定着させた。

なぜ日本だけがデフレなのか、という問いに対する答えは、日本だけで名目賃金さがっているからだ、ということになる。

以上である。

もはや、ことの次第は明らかだろう。わが

国のデフレ真の原因は、貨幣的・政策的要因ではなく、名目賃金ないし実質賃金の低下ないし遅延という実物的要因に求められるべきなのである。じじつ、デフレの開始時期は 1990 年代末にまでさかのぼるが、それは、名目賃金ないし実質賃金の低下ないし遅延の開始時期と時間的にみごとに重なっている。

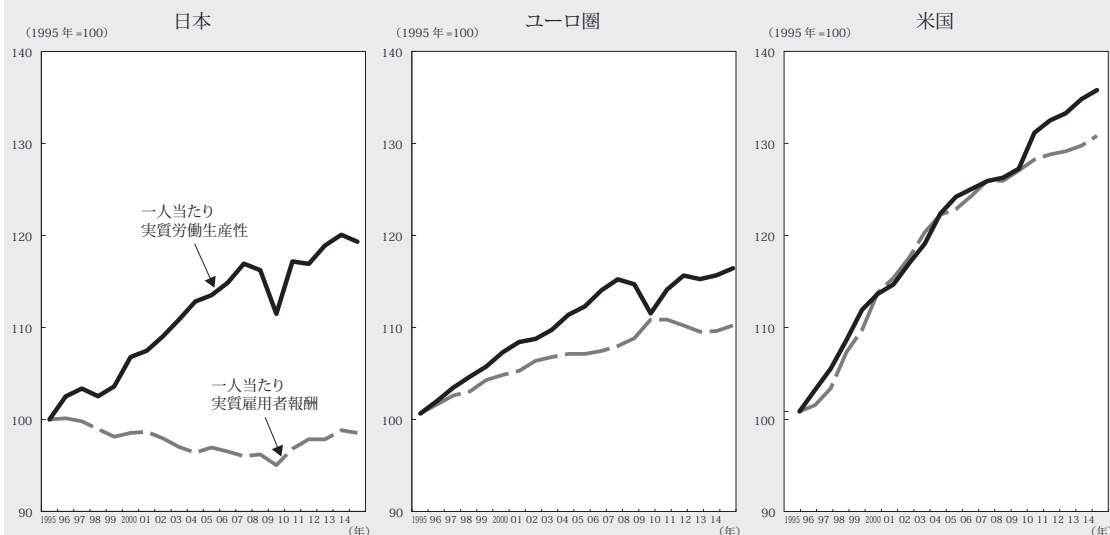
要するに、貨幣的・政策的要因と実物的要因とは相互に矛盾する関係にあるというわけである。

### 3 それではどうすればよいのか ——労働組合のケース

それでは、どうすればよいのだろうか。労働組合の場合、その基本的な方向性は、労働運動総合研究所の 2017 年春闘提言が提起しているとおりでである。なにしろ、すでにみた

図 賃金と生産性の国際比較

○ 一人当たり実質労働生産性は我が国においても上昇してきたが、ユーロ圏及び米国で一人当たり実質雇用者報酬も上昇を続けている一方、我が国においては伸び悩みがみられる。



資料出所 OECD.Stat をもとに厚生労働省労働政策担当参事官室にて作成

(注) ユーロ圏の国は、オーストリア、ベルギー、デンマーク、フィンランド、フランス、ドイツ、ギリシャ、アイルランド、ルクセンブルク、オランダ、ポルトガル、スペイン、スウェーデン、英国。

ように、いまでは、黒田総裁でさえ、予想物価上昇率を引き上げるためにも、賃金の上昇とそれにとまなう実際の物価の上昇が必要であること、あるいは、賃金の上昇が予想物価上昇率の引上げに先行する必要があることを、認めるにいたっているほどなのだから。

「労働総研ニュース」第 322・323 号（2017 年 1・2 月）によれば、その内容は、次のようなものである。

◆安倍内閣が発足した 2012 年と 2015 年とを比べると、株価や一部大企業の利益は上昇したものの、日本経済の安定成長もデフレ脱却も出来ず、労働者の生活は、一層悪化した。労働者の生活を安倍内閣誕生前の生活水準に戻すだけで 2 万円以上の賃上げが必要である。

◆同一労働同一賃金の前提として、まず、「これ以下で働かせてはならない」最低賃金をしっかり確立しておくことが必要である。仮に、時給 1500 円に引き上げたとしても、1 か月 21.7 万円であり、単身者世帯の家計費がかるうじて賄われるにすぎず、決して日本の企業が支払えない金額ではない。

◆2 万円の賃上げによって、家計消費需要が 8.3 兆円拡大し、国内生産が 15.0 兆円、付加価値（≡ GDP）が 1.7 兆円増加する。それに伴って新たな雇用が 93.2 万人必要となり、税収も国、地方合わせて 1.4 兆円の増収となる。最低賃金の引き上げ、非正規雇用者の正規化および「働くルールの確立」も、同様に国内生産の誘発等を通じて、日本経済を活性化する。

◆2015 年度末の内部留保は 578.8 兆円であり、しかも 1 年間に 35.7 兆円も増加して

いる。財源は十分すぎるほどある。

◆1 人平均従業員賞与・給与および経常利益に対する企業税の比率が賃金ピーク時の 1977 年から変わらなかったとすると、この間の企業負担が 318.9 兆円増加する。内部留保の急増のほとんどは、従業員の犠牲と企業減税によりもたらされたと言える。

◆賃上げ・労働条件の改善は、客観的にみて、日本経済に必要な喫緊の課題であり、その実現は、労働組合の社会的責任である。他方、従業員の生活を保障し、社会が必要とする経費を負担することは、企業の社会的責任である。

以上である。

ただ、本文のなかには次のような記述が見出されるが、筆者は、それには若干の疑問を覚えざるをえない。

黒田日銀総裁による『異次元の金融緩和』の大きな目標の一つは、物価上昇率 2% の達成であった。当然のことながら、それは増税や輸入価格の上昇によるものではなく、賃金や設備投資の増加による国内需要の拡大を背景とした物価上昇でなければならない。そこで、産業連関の価格分析の手法により、賃金の引き上げが物価に及ぼす影響を試算してみた。

考え方としては、賃上げによる生産コストの上昇を 100% 価格に転嫁することを前提に、①自社の労働コスト上昇による価格上昇（直接的な物価上昇）と、②他社から購入した原燃料、サービス等の価格上昇を含む究極的な価格上昇（間接的な影響を含む）の 2 つを試算した。その結果、2017 春闘の影響は、①の直接的な物価上昇率

1.35%、②の間接的に影響を含めた究極的な物価上昇率は3.33%と見込まれた。

以上である。

しかし、マルクス経済学的価値論の見地にたつならば、賃金の引上げは、労働者によって生産された価値を、資本家に不利に労働者に有利に配置替えするだけの話（つまり、分配上の問題）であって、賃金の引上げが、価格の上昇につながるという論理に結びつくわけではない。したがって、「賃上げによる生産コストの上昇を100%価格に転嫁する」という「前提」は、再考されるべきではなかろうか。もし、賃金の引上げが「物価上昇」につながるというのであれば、それは、賃金の引上げにともなう「国内需要の拡大を背景とした」それと位置づけられるべきだろう。

なお、周知のように、今春闘の実績は、賃金の引上げという点でも最低賃金の引上げという点でも、目標額を大きく下回るものであった。

#### 4 それではどうすればよいのか — 日銀のケース

「量的・質的金融緩和」が早くも5年目を迎えるなかで、さしたる実績もあげないまま、さまざまな弊害が目立つようになってきた。たとえば、日本銀行の長期国債の年間買入額が政府の長期国債の年間新規発行額を上回っていることから、同行の「財政ファイナンス機関化」が問題とされている。

すでに述べたように、日本銀行は、デフレ

の原因を貨幣的・政策的要因に求めるというかたちで、出発点において、ボタンの掛違いという誤りを犯した。したがって、同行の場合、なによりもまず、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を含めて、「量的・質的金融緩和」そのものを撤廃するべきである。

そのうえで、日本銀行は、次のような政策を採用するべきだろう。

①物価安定の目標を、2%という硬直的なものから0~1%というように柔軟性を有するものへと変更する。0~1%という水準は「適切的な期待形成」の立場に即するものである。また、日本銀行『『生活意識に関するアンケート調査』（第70回）の結果——2017年6月調査——』によれば、1年前と比べて物価が「上がった」と答えた人（67.4%）に、その感想を聞くと、7割台後半の人（78.9%）が「どちらかといえば、困ったことだ」と回答した、との由である。

②現行の「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとでの長短金利操作——短期金利：日本銀行当座預金のうち政策金利残高に▲0.1%のマイナス金利を適用する、長期金利：10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう長期国債の買入れを行う——を廃止して、短期政策金利をプラス0.1%に誘導する。ちなみに、「量的・質的金融緩和」の導入以前の金融市場調節方針は「無担保コールレート（オーバーナイト物）を0~0.1%程度で推移するよう促す」、というものであった。

（たてば まさよし・中央大学名誉教授）