

Weekly Macro Economic Insights

2023年2月27日(月)～3月3日(金): 高橋是清の「富国論」、
1月CPI結果と植田日銀総裁候補への所信聴取、
2%物価目標達成が遠い米国物価・消費動向



PwC Intelligence チーフエコノミスト 片岡 剛士
シニアエコノミスト 伊藤 篤

高橋是清の「富国論」

高橋是清は明治から昭和初期にかけて政財界で活躍し、1927年に日本を襲った金融恐慌やその後の昭和恐慌において蔵相として日本経済を救った人物である。特に昭和恐慌の最中において、金本位制の放棄という形で割高であった為替レートの是正をはかるとともに、日銀の国債引き受けを通じた財政政策と金融政策のポリシーミックスを行い、当時の日本経済を世界各国の中でもいち早く回復させたことは特筆すべき業績であろう。

高橋是清の生涯を簡単に紹介すると、高橋は、江戸幕府お抱え絵師であった川村庄右衛門守房と、川村家の侍女であった北原きんの間に生まれた。生まれてすぐに仙台藩足輕高橋家の養子にだされ、14歳で米国留学。留学先では騙されて奴隷として売られるという経験もした。帰国後は得意の英語を活かして英語教師になり、官界に転じ特許局の初代長官になる。官職を辞して南米に渡りペルーの銀山発掘を行ったが、これが失敗し無一文となり、その後日銀に入行して、副総裁として日露戦争の戦費調達という大役をこなす。日銀総裁を経験した後に政界に転じ、首相を1回、蔵相を7回経験している。1936年の2.26事件で青年将校の凶弾に倒れたが、波乱万丈の人生を生き抜く中で育まれた底抜けの明るさと温かな人間味は先程紹介した行動力と相まって「だるま宰相」として国民に親しまれることに寄与した。

高橋の本は自伝も含め数多く刊行されているが、『高橋是清の日本改造論』(青春出版社、1998年)は高橋が国会関係の各種委員会などで語った言葉を集めた『國策運用の書』(山崎源太郎編、斗南書院、1936年)を取捨選択し現代語訳した本である。この本の中で、高橋は日本の金融システム、金融政策、増税や国債発行といった財政政策、通貨と物価の関係、貿易摩擦、地方経済など様々な話題を平明に説明している。どれも現代の事象を考える上で非常に含蓄深く、本書が絶版となっているのが残念でならないのだが、その中で特に「私の『富国論』」と題した一節が特に印象に残ったので以下紹介したい。

「私の『富国論』」の中で高橋は、貨幣価値(物価)とは、物に対する貨幣の値であると述べ、物というのは、人間の働き(労働)であると指摘する。物に対する貨幣の価値が下がることは物価上昇率が高まることを意味するが、これは逆に言えば、貨幣に対して物の価値、つまり人間の働きの価値が上がることである。為替レートが円安になったり、輸入価格の影響を多く受ける食料やエネルギー価格の上昇によって物価上昇率が高まっても、人間の働きの価値を上げ、人々に購買力を与えなければ貨幣価値の下落は長続きしないのである。

さて足元の物価上昇率をみると、消費者物価指数は総合で前年比+4.3%と日銀が物価安定目標として設定している2%を大きく上回っている。こうした事実を踏まえて、日銀は既に2%の物価安定目標を達成しているので、金融緩和を継続している黒田総裁の行動は誤りであるといった議論があるようだ。ただし、2%の物価安定目標を持続的・安定的に実現するには、人間の働きである労働の価値、すなわち賃金が持続的に上昇することが見通され、人々が物価上昇に負けない購買力を得ることが必要である。

日銀が政府と設定した2%の物価安定目標は、単に物価だけ上げればよいという目標ではない。人間の働きの価値である賃金を上げ、そのことで人々が購買力を高めることを伴わなければ全く意味をなさないし、達成すらおぼつかないということを含意している。金融や物価というと人々の暮らしや生活から遠いものというイメージを持たれがちだが、むしろ密接にかかわりあっている。高橋是清の「富国論」はまさにそのことを述べているのである。

(PwC Intelligence チーフエコノミスト 片岡 剛士)

先週(2月20日(月)～2月24日(金))の振り返り: 1月CPI結果と植田日銀総裁候補への所信聴取

先週の経済指標を振り返ろう。まずは日本についてである。消費者物価指数(全国、1月)はDaily Macro Economic Insightsにまとめているので、詳細は[こちら](#)をご覧ください。概要を述べると、物価上昇率は総合で前年比+4.3%、生鮮除く総合で同+4.2%、生鮮・エネルギー除く総合で同+3.2%、食料(酒類除く)及びエネルギー除く総合で同+1.9%となった。総合で前年比+4.3%となったのは1981年12月以来、生鮮除く総合で前年比+4.2%となったのは1981年8月以来のことである。食料・エネルギー除く総合指数につき、品目別に価格上昇率を計算してヒストグラム(度数分布図)をみると、過去、食料・エネルギーを除く物価上昇率が+2.3%となったヒストグラム(1992年12月時点)と比べて7%以上の価格上昇率を示す品目割合が多いものの、この価格上昇が収まれば、1992年12月と同様の形状の分布になることが予想される。これは近い将来、2%の物価安定目標が一時的にせよ達成される可能性があることを示唆している。先行きはエネルギー市場や政府の電気料金値下げ政策が物価にどう影響を及ぼすのか、企業の賃上げの動きや海外経済動向といった要因がより重要となる。

こうした先行きの不確実性を考慮に入れつつ、焦点は2%の物価安定目標の持続性へと移っていくことになるかと予想している。

先々週のWeekly Macro Economic Insightsでは、報じられた日銀総裁・副総裁人事について植田氏の既存のインタビュー記事や日銀審議委員時代の行動を紹介しつつコメントした。2月24日に衆議院で開催された植田日銀総裁候補、内田・氷見野日銀副総裁候補の所信聴取の内容は、黒田総裁の下での日銀の経済・物価の認識や金融政策のスタンスを踏襲した穏当なものだったと言えるだろう。すなわち、金融政策は景気と物価の現状、先行きの見通しに基づいて運営する必要があり、足元の日本経済は持ち直しているが内外経済や金融市場を巡る不確実性は依然として大きいという経済認識や、足元の物価上昇率は4%を超えているが多くの輸入インフレによるものであって需要の強さに基づくものではない点、需要の強さが物価上昇につながらない限り、コストプッシュ要因は徐々に剥落するので2%の物価安定目標達成には未だ距離があるといった点は日銀の展望レポートに沿った穏当なものである。またこうした判断に立ち、政府との共同声明を見直す必要はないと述べていたことも経済・物価情勢と整合的な判断だと言えるだろう。

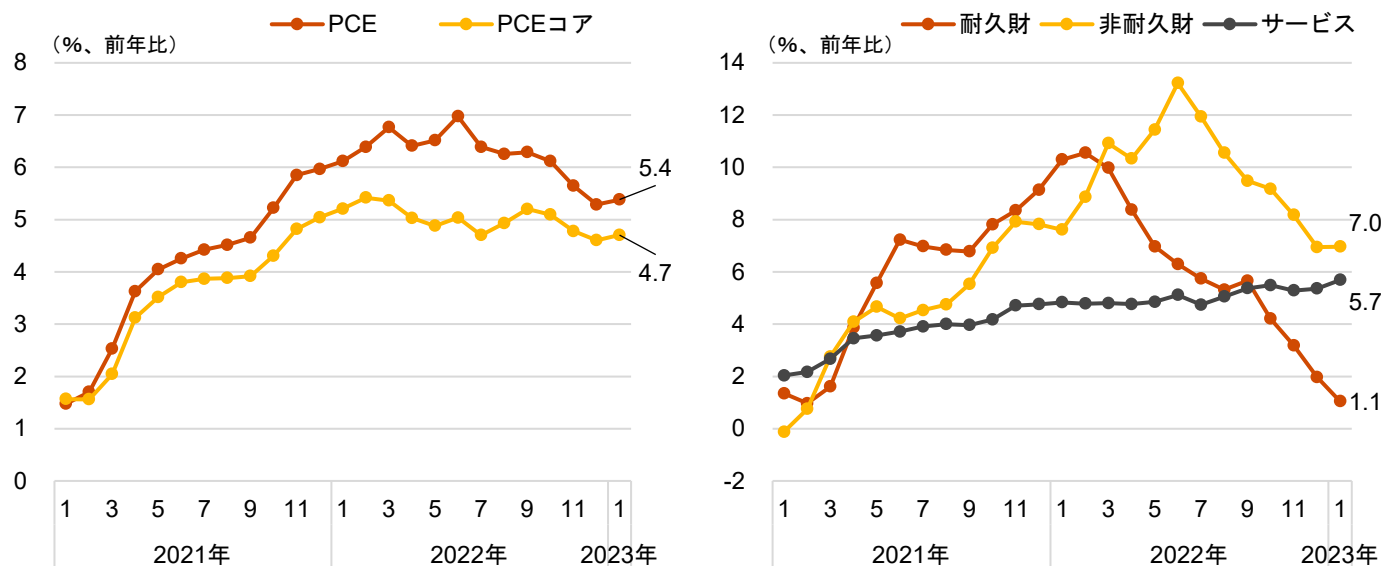
植田日銀総裁として黒田体制との違いを述べた点として筆者の印象に残ったのは「新日銀法施行以来、25年間日銀にとっても、私(植田氏)にとっても積年の課題であった物価安定の達成というミッションの総仕上げを行う5年間としたい」という発言である。2%の物価安定目標の達成のためには、定昇除くベースで3%の名目賃金上昇が当面必要となろう。その上で物価安定目標が持続的・安定的に達成できるようにするには、海外経済の悪化リスクが高まれば必要に応じて追加緩和を行うという可能性も十二分にあり得る。国会での所信聴取といった場では、発言した内容に加えて発言しなかった内容が何かという点を把握することも重要だ。その意味では、物価安定目標が達成できないリスクが顕在化した場合に何をするのかといった強いメッセージがなかったことは気になるし、そうしたスタンスが本来はビックイベントである日銀総裁・副総裁人事において市場の反応が薄いことにつながっているのかもしれない。また金融緩和策の「副作用」についての言及はあったが、具体的に何を副作用と考えているのかははっきりしたところは不明であった。YCCの歪みを是正するために導入した日銀の各種政策についても、影響を見極めるとして具体的な言及は避けていた。植田氏は重々承知の上だと思うが、5年という任期は当初の想定通りにはいかず、時には思いもかけない事態が生じるのが常である。筆者を含む日銀政策委員経験者にとっての積年の課題である物価安定目標の達成・安定化に邁進されることを祈念する次第である。

2%物価目標の達成が遠い米国物価・消費動向

続いて米国の動向について振り返ろう。2月22日に公表されたFOMC議事要旨(1月31日・2月1日開催分)では、数人の参加者が0.5%の利上げを継続することが望ましいと述べていたことが判明した。1月31日・2月1日のFOMCは0.25%の利上げを決定し、市場では伸びが鈍化を始めた物価動向や、利上げの影響が顕在化する米国経済の先行きを踏まえて、FEDは金融引き締めを近々終了することになるのではないかと一部市場関係者の観測もあった。議事要旨の内容からは、こうした見通しが裏切られた格好である。

そしてこのような市場関係者の見通しは足元の物価動向を見る限りにおいても正しくないことが改めて確認された。それが2月24日に公表された1月の個人消費支出(PCE)デフレーターの結果である。1月のPCEデフレーターは総合で前年比+5.4%、食料・エネルギーを除くコアで同+4.7%となったが、それぞれ市場予想を上回る伸びとなった。また図表1左からも明らかなおと、2022年10月以降物価上昇率の伸びが段階的に緩やかとなっていたが、2023年1月はこうしたトレンドにブレーキがかかり、総合、コアともに伸びが拡大した。図表1右は財別価格上昇率を示しているが、利上げの影響を受けやすい耐久財価格の伸びの鈍化は続いているものの、非耐久財の価格上昇率の鈍化は一服し、サービス価格の上昇率は+5.7%と伸びを強めている。こうした動きは堅調な雇用情勢と整合的であり、利上げの影響は顕在化しているものの、雇用や消費を冷やすほどの影響を及ぼしている訳ではないことが改めて意識されたとと言えるだろう。

図表1:PCEデフレーター前年比の推移



(出所)BEAより筆者作成。

今週(2月27日(月)~3月3日(金))のポイント

図表2に今週の重要指標、主な予定をまとめている。日本では、月末に鉱工業生産、商業販売統計の1月のデータが公表される。生産予測調査は1月は前月比0.0%、2月は同+4.1%であり、生産は12月の落ち込みから再び拡大する見通しとなっている。この見通しがどの程度正しいのかが注目される。商業販売統計については、物価上昇率が高まる中、売り手側から見て、消費者の購買意欲に変化があるのか否かが注目点だろう。物価上昇率のゆくえを占うには、3日に公表される東京都部CPI(2月中旬値)が注目だ。1月の全国CPIは総合で前年比+4.3%と引き続き伸びを強めている。エネルギー価格前年比の伸びが弱まることで、徐々に物価上昇率がマイルドになるとの見立てが正しいのか否か、この点を把握する上でも重要な統計であり、注目したいところである。1月の米国指標は本レポートでも取り上げたPCEデフレーター動きを含め、米国経済の底堅さを改めて意識させるものが目立っている。そうした意味では、3月1日に公表される消費者信頼感指数、3月2日・3日に公表のISM景気指数の動向が注目だ。中国については製造業PMI、ユーロ圏については消費者物価指数が公表される。春節後の中国の経済動向、ユーロ圏の物価動向を占う重要指標であり、これらの動向にも留意が必要だろう。

図表2: 今週の重要指標・主な予定

日付	日本	米国	欧州・アジア・その他世界
2/27 (月)		<ul style="list-style-type: none"> 耐久財受注(1月) 	
2/28 (火)	<ul style="list-style-type: none"> 鉱工業生産(1月速報) 商業販売統計(1月) 	<ul style="list-style-type: none"> S&Pケースシラー住宅価格(12月) シカゴ購買部協会景気指数(2月) 	
3/1 (水)		<ul style="list-style-type: none"> コンファレンスボード消費者信頼感指数(2月) 	<ul style="list-style-type: none"> 中国製造業PMI(2月) 中国財新製造業PMI(2月)
3/2 (木)		<ul style="list-style-type: none"> ISM製造業景気指数(2月) 	<ul style="list-style-type: none"> ユーロ圏失業率(1月) ユーロ圏消費者物価指数(2月)
3/3 (金)	<ul style="list-style-type: none"> 完全失業率、有効求人倍率(1月) 東京都部CPI(2月中旬値) 	<ul style="list-style-type: none"> ISM非製造業景気指数(4日、2月) 	



片岡 剛士

チーフエコノミスト

PwC Intelligence

PwCコンサルティング合同会社

伊藤 篤

シニアエコノミスト

PwC Intelligence

PwCコンサルティング合同会社

PwCコンサルティング合同会社

〒100-0004 東京都千代田区大手町1-2-1 Otemachi One タワー Tel:03-6257-0700

©2023 PwC Consulting LLC. All rights reserved. PwC refers to the PwC network member firms and/or their specified subsidiaries in Japan, and may sometimes refer to the PwC network. Each of such firms and subsidiaries is a separate legal entity. Please see www.pwc.com/structure for further details.

This content is for general information purposes only, and should not be used as a substitute for consultation with professional advisors.