

コロナ禍からの経済回復期におけるインフレーション

今井, 亮一
九州大学留学生センター : 准教授

<https://doi.org/10.15017/6783290>

出版情報 : 九州大学留学生センター紀要. 31, pp.29-62, 2023-03. 九州大学留学生センター
バージョン :
権利関係 :



コロナ禍からの経済回復期におけるインフレーション

Inflation under the Economic Recovery from the Covid-19 Pandemic

今 井 亮 一*

〈要旨〉

我が国は2020年から2022年にかけて新型コロナウイルス感染症危機（以下、コロナ禍）に見舞われ、多大の健康被害及び経済損失を被った。コロナ禍の特徴は、健康被害を減らそうとして対策を打つと経済損失が発生することであり、健康と経済の間にはトレードオフがある。本稿では、政府・日銀等が公開した公式文書に基づいて、公衆衛生上の現状や対策をレビューするとともに、コロナ禍からの経済回復期における論点を整理する。我が国のコロナ対策は、コロナウィルスの致死率が高い間は厳格な人流制限によって死者数を抑制し、ウィルスが弱毒化しワクチンが普及するとともに規制を減らし経済回復を優先した形になっており、大きな超過死亡を出した欧米よりうまく感染を制御したと言える。経済回復期において高インフレ、高金利となった欧米に対し、低金利を維持した日本銀行の金融政策は急激な円安を招き、メディアから批判されたが、円安は一時的なものであるとして金融政策を大きく変えない日銀の姿勢は概ね妥当である。

目次

はじめに

I. 新型コロナウイルス感染拡大と政策対応

II. 回復期の経済

III. 日本銀行の対応

おわりに

はじめに

本稿では、コロナ禍（2020-2022）からの回復期における公衆衛生上の論点と経済問題を概観する。まず第I節では新型コロナウイルス感染拡大と政策対応について述べる。次に第II節では経済回復期における諸問題を概観する。III節では特に日本銀行の金融政策を論ずる。

I. 新型コロナウイルス感染拡大と政策対応

本節では、2020年-2022年のコロナ禍の展開を、政策対応と併せてレビューし、そこで発生した論争を紹介し、考察する。まず基本的な事実から確認する。2021年までのコロナ禍の推移は、著者前稿（今井 [2021, 2022]）及びその記述の元になっているNHK報道等を参照されたし¹。2022年に入り、コロナ禍における人流制限は大幅に緩和されたし、ワクチン接種が進んだにもかかわらず感染者は激増したので、コロナ

*九州大学留学生センター、imai.ryoichi.303@m.kyushu-u.ac.jp

1 NHK 特設サイト「新型コロナウイルス」。https://www3.nhk.or.jp/news/special/coronavirus/

対策は政治問題化している。感染症専門家の提言も権威を失って、今や世論をまとめる力を失った。そこで感染の現状と政府の感染抑止策全般について、時系列的に整理するとともに、浮かび上がる問題点を検討しよう。

第1波：2020年4月7日、安倍政権は緊急事態宣言を発出した。学校は全面休校し、多くの仕事が在宅勤務を求められ、飲食店やエンターテインメント産業は休業を要請された。国民はいわゆる「三密」（密閉、密集、密接）を避けるように求められ、特に接待飲食店は「夜の街」と名指しされ主要な感染源のように取り沙汰された。3月30日、接待飲食店に足繁く通っていた有名芸能人のコロナ感染死が報じられ、国民が衝撃を受けた。感染症専門家は「人出が8割減らないと40万人の死者が出る」と発言したが、実際、この時の日本国民の移動自粛は真剣であり、人流はピーク時の2割ほどに低下した。緊急事態宣言は、5月25日に全国で解除された。

第2波：2020年夏、コロナウィルス感染者はわずかに増加したが、それほど大きな波にはならず、政府は、コロナ自粛で疲弊した観光業や飲食業を救済するため、消費代金を定額や定率で補助するGoToキャンペーンを開始した。夏が終わると感染者は急減し、秋にはGoToトラベル・キャンペーンによって国内旅行が大きく盛り上がった。

第3波：11月15日、感染者の急増を受けて、政府の西村・コロナ対策担当相は「この3週間が勝負」と発言した。12月15日、政府はGoToトラベルを一時停止した。2021年1月7日、政府はあらためて1都3県に対し緊急事態宣言を発出し、1月13日には11都府県に拡大された。第3波は第1波より大きく、より多くの死者を

出したが、3月21日、緊急事態宣言は全国で解除された。

第4波：次の緊急事態宣言は2021年4月25日に発出され、5月23日に全国に拡大した。コロナ第4波は、変異株「アルファ型」によって引き起こされ、感染力はより強かった。東京五輪を控えていた政府は感染抑制に熱心で、当初、デパート等の大規模商業施設の休業やコンサート、演劇、イベント等の中止を求めたが、これは大変不評で5月半ばには撤回された。3回目の緊急事態宣言は6月20日に沖縄県を除き解除された。

第5波：4回目の緊急事態宣言は7月12日に東京都に発出され、8月27日までに全国に拡大された。新たな変異株「デルタ型」の感染力は非常に強く、東京都の新規感染者数は、五輪開会式前日7月22日に1984人だったが、五輪閉会式直後の8月13日には5908人に達した。このウィルスの潜伏期間は10日前後とされるので、まさに五輪開催期間中にコロナ感染のピークが来た印象となり、時の菅政権にとって大きなダメージとなった。ところが、菅総理が辞意を表明した9月3日の翌日あたりから、急に感染者数が減り始め、緊急事態宣言は9月30日に解除された。急速な新規感染者減少の原因については諸説あるが、まさに菅首相が熱心に進めたワクチン接種によって、多くの国民が一時的な免疫を獲得したからと考えられるのは皮肉である。菅政権を継承した岸田政権は衆議院を解散し、総選挙は与党に大きな勝利をもたらした。

第6波：2021年11月、南アフリカで新しい変異株「オミクロン型」が見つかったと報じられた。コロナ禍第6波はオミクロン株によって引き起こされた。オミクロン株の感染力はすさまじく、年明け、2022年2月5日の全国の新規感染者数は10万人を超えた。新規感染者数がなか

なか下ならず、累積の感染者数は2021年12月31日に173万人だったところ、6月30日には933万人に達した。半年間に実に760万人が新規感染したことになる。感染者数の多さを反映して死者数も急増した。2021年12月31日の累積死者数は18393人であったが、第7波が始まる直前2022年6月末日の累積死者数は31302人で、1万3千人近くが第6波で亡くなったことになる。第6波の特徴は、病態が変化し、従来の定義による重症者数はそれほど増えなかったのに、死者数が急増して、無視できない超過死亡数が発生したことである。従来の定義で、コロナ患者の重症とは肺炎等によって人工呼吸器を付ける状態のことであったが、第6波では肺炎になる人が少なく、この意味での重症者が少なかった。にもかかわらず死者数が多かったのは、多くの高齢者が、コロナに感染することによって心臓病、高血圧、糖尿病など他の症状を悪化させて亡くなったからとされる。元々、日本ではコロナ禍にともなう行動自粛によって、高齢者の死亡リスクが下がり死亡数は低下傾向だったのだが、2022年になって状況は一変し、多くの高齢者が亡くなった。とはいえ、全体の死亡率もまた下がった。これには、ウィルス弱毒化、感染拡大の繰り返しによる集団免疫の獲得、ワクチン効果など、様々な説明が試みられている。第6波では、政府が都府県にまん延防止措置を出し、飲食店に対し時短、休業要請が出されたが、緊急事態宣言は出さなかった。

第7波：第6波の感染者数は1万人以下には下がらなかったのが、明確な切れ目なく第7波が始まった。第7波の開始を2022年7月1日とする。新たな感染拡大はオミクロン株の変種である「BA 5 型」によって引き起こされた。そ

の感染力は第6波よりも強く、累積感染者は6月末の933万人から9月末までに一気に2129万人まで増えた。3ヶ月で1200万人近く新規感染者が出た感染ペースは、6ヶ月で750万人の第6波を2倍以上上回っている。しかし9月末の新規感染者数の7日間移動平均は3万人程度であり、第7波の減り方は第6波より大きい。これについては、夏休み中にワクチン接種（3回目、4回目）が順調に進み、免疫が高まったからとも言われる。政府はこの状況を受け、10月11日からGoToトラベルの名称変更である「全国旅行支援」を開始すると発表した。

超過死亡

第6波、第7波の大きな特徴は、超過死亡率の高さである。NHKなどが報道するように、呼吸器装着など従来定義による重症者の少なさにもかかわらず、死者が非常に多かった²。

しかしより重要なのは、コロナ死ではない死者の急増である。日本では2022年に超過死亡が急拡大しており、おそらくコロナ感染死との乖離は拡大していると見られる。政府の人口動態統計速報によれば、2022年は第1四半期（1－3月）と第3四半期（7－9月）に大きな死亡数増加が見られる（図1）。これはちょうどコロナ禍第6波、第7波に対応している。またワクチン追加接種（3回目、4回目）が集中的に実施された時期でもある。

2022年11月初旬時点で公表されている超過死亡数（率）のデータは、2022年7月までであるが、2022年2月には大きな超過死亡数が発生している³。例えば2月27日までの1週間の超過死亡数は、4227人から5800人と推定され、超過死亡率は13.7%から19.8%である。ところがこの

2 <https://www3.nhk.or.jp/news/special/coronavirus/data-all/>

3 日本の超過および過少死亡数ダッシュボード。 <https://exdeaths-japan.org/>

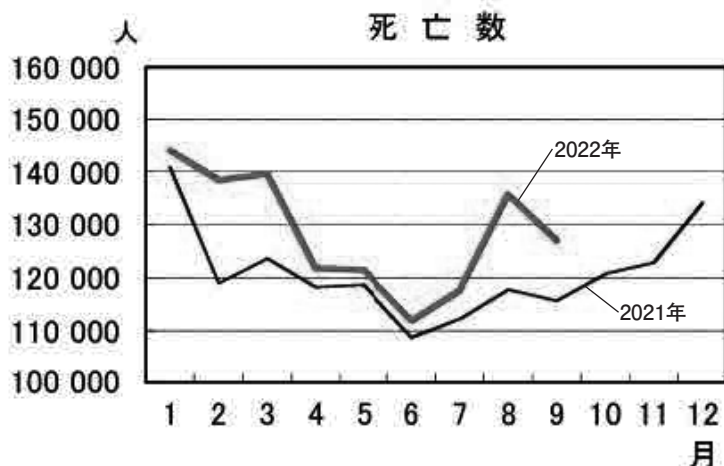


図1 人口動態統計速報(令和4年9月分)

<https://www.mhlw.go.jp/toukei/saikin/hw/jinkou/geppo/s2022/09.html>

1週の全国のコロナ感染死者数は1624人である。コロナ死を超過死亡に勘定しても、2倍から3倍のコロナ以外での超過死亡者が出ているということである。この人たちはコロナ以外の病気や怪我で亡くなったはずで、なぜコロナが増えると同時にこんなに増えているのか明らかなでない。原因として、コロナに感染したが、何らかの理由でPCR検査を受けずに死亡したことも考えられる。

過去2年を振り返ると、2020年の死亡数は減っておりむしろ過少死亡となっている。これはコロナ禍による行動抑制で高齢者が直面する死亡リスクがかえって下がったと説明されている。2021年は春と秋にそれぞれ若干の超過死亡が発生しており、それぞれアルファ株による第4波、デルタ株による第5波における死亡増加と考えられる。2022年に死亡が急増したのは、過去2年に死ななかった高齢者が、ついに体調

を崩して死亡したとも言われるが、2020年と2021年の過少死亡数を合計しても、2022年の超過死亡数には届かないと見られる。

このように、超過死亡数の多さは今のところうまく説明できないので、「高齢者がワクチン接種を受けた直後に急死しているのではないかと疑う人々が現れた⁴。後述するように、累積超過死亡率について国際比較を行うと、日本の値は今でも欧米に比べて低い。一方、ワクチン追加接種率は世界最高水準であり、ワクチンが超過死亡数を増やしているようには見えない。コロナ死者数で比較すると、第6波での日本の人口当たり死者数は欧米に比べて少ないが、第7波では欧米より多い。

日本の超過死亡数に対しコロナ死が占める割合が低すぎることは小島勢二氏が指摘しているが⁵、その典拠は2022年にLancet誌に掲載された論文である⁶。それによると2020年、2021年

4 例えば池田信夫(2022)「なぜコロナ大流行で『老衰』の死者数が激増したのか」は、ワクチン追加接種のタイミングと第6波、第7波での死者数急増が即応していることに注目し、ワクチン接種が死者数を増やしているのではないかと主張した。<https://jbpress.ismedia.jp/articles/-/72254>

において、先進国では超過死亡はコロナ感染死の概ね2倍以内であるのに対し、日本は6倍であった。日本のPCR検査率の低さが原因か、あるいはそれ以外の理由があるのかは直ちにはわからない。Lancet誌掲載論文では分析が2021年までにとどまっており、2022年に死者が急増した日本についてはあまり参考にならない。

ワクチン効果

第8波が10月末から始まったが、その特徴は、夏の第7波では感染者が少なかった北海道や東北地方で感染者数増加が先行しており、夏に勢いがあった西日本で遅れていることである。これについては、厚労省アドバイザーボードのメンバーで「8割おじさん」として知られる西浦教授が「これまで感染者数が少なかった地方で増えている」と述べている⁷、しかし、これはワクチンの感染抑止効果が低いという誤解を与えかねない言い方ではないか。そこで、都道府県別累積感染者数とワクチン追加接種率との関係を見てみる。札幌医科大学のサイトが便利である。

まず都道府県別累積感染率は、主要都道府県では沖縄県が最も高く、北海道が最も低い⁸。これに対し、都道府県別ワクチン追加接種率

(3回目)は、北海道が最も高く、沖縄県が最も低い⁹。何のことはない。ワクチン接種が進んだ地方で累積感染者が少なくなっている。人口100万人あたりでは沖縄が35万人、北海道が17万人であり、実に倍の開きとなっている。

国際比較をしてみよう。国別で検査頻度が異なるから比較が難しいが、人口100万人以上の国で、累積感染率上位国はフランス(56%)、韓国、ドイツ、イタリア、イギリス、アメリカ(29%)という順である。アルゼンチン、ロシアなどが低いのは検査数が少ないからと思われる。日本は検査不足と言われつつそこそこ検査しているので17%まで来た¹⁰。

人口100人あたりワクチン追加接種回数(おそらく3~5回目)を見ると、日本(100)が2位の韓国(80)、3位のドイツ(73)を引き離して世界一である。累積感染率とワクチン接種回数の関係は、日本の都道府県より明確でないが、おそらく各国の検査政策の違いで比較が難しいのだろう。

主要国の累積死亡率のデータが、コロナ死、超過死両方について公表されている(図2)。それによれば、人口当たり累積コロナ死亡者数、累積超過死亡率いずれも、日本は非常に低い。日本の累積コロナ感染死亡者数は2022年に増加

5 小島勢二(2022)「感染研が示した超過死亡をめぐる見解に対する疑問」<https://agora-web.jp/archives/221015011630.html>

6 COVID-19 Excess Mortality Collaborators (2022) Estimating excess mortality due to the COVID-19 pandemic: a systematic analysis of COVID-19-related mortality, 2020-21. [https://www.thelancet.com/journals/lancet/article/PIIS0140-6736\(21\)02796-3/fulltext](https://www.thelancet.com/journals/lancet/article/PIIS0140-6736(21)02796-3/fulltext)

7 岩永直子(2022)「新型コロナ第8波はこれまで感染が少なかった県でも感染者急増 修学旅行の宿泊先が療養ホテルになる例も」<https://www.buzzfeed.com/jp/naokoivanaga/nishiura-20221108-1>

8 札幌医科大学「都道府県別 人口あたりの芯方コロナウィルス感染者数の推移」<https://web.sapmed.ac.jp/canmol/coronavirus/japan.html?a=1>

9 札幌医科大学「都道府県別 ワクチン追加接種率(3回目)」https://web.sapmed.ac.jp/canmol/coronavirus/japan_vaccine.html?d=2&a=1

10 札幌医科大学「人口あたりの新型コロナウィルス感染者数の推移【世界・国別】」<https://web.sapmed.ac.jp/canmol/coronavirus/index.html?a=1>

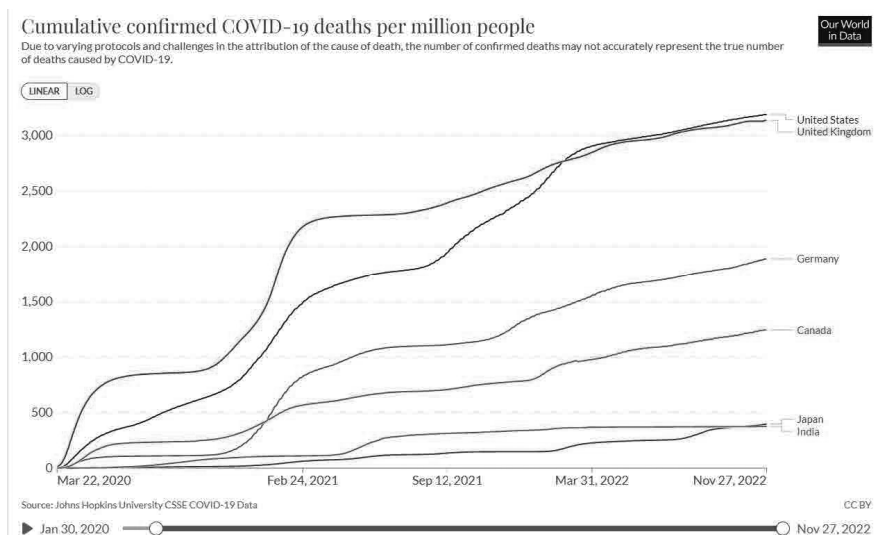


図2 主要国の人口100万人あたりコロナ感染累積死者数
<https://ourworldindata.org/coronavirus>

傾向にあるが、100万人あたり500人未満にとどまる。しかし英米では100万人あたり3000人を超えている。日本はワクチン開発以前には、飲食店休業など接触抑制策を講じて死者を減らし、ワクチンが普及し毒性が低下したオミクロン株の広がりとともに人流抑制をやめたことによって、効果的なコロナ対策を行ったと言えるのではないかな。

累積超過死亡率（コロナ以外を含む累積死者数を、前年の死者数で割ったもの）の推移を見る（図3）と、日本の累積超過死亡率は漸増しているが、現在でも5%に達しておらず、10%を超えている英米とは大きな差がある。

ワクチン接種と超過死亡率の関係については、米国州間比較でも国際比較でも、ワクチン

接種率の高い地域の方が低い地域より超過死亡率も、認定コロナ致死率も低いと報告されている¹¹。

また米国についてはさらに、共和党が強い州の方が、民主党が強い州より全原因超過死亡率が高いと報告されている。保守派の方がリベラル派より反ワクチンである傾向が見られるので、ワクチン接種率の低下を通じてこういう結果となるのだろう¹²。

さて我が国ではワクチン接種とコロナ陽性率の関係はどうなっているのか。厚生労働省は新型コロナウイルス対策アドバイザリーボードの資料において9月7日を最後に、ワクチン接種回数別新規陽性者の集計表（図4）の公開をやめてしまった。理由は、ワクチン接種済者と未接種者の間で陽性率の差がなくなるどころか、

11 Bilinski, Thompson, MHA, Emanuel (2022) Covid-19 and Excess All-Cause Mortality in the US and 20 Comparison Countries, June 2021-March 2022, <https://jamanetwork.com/journals/jama/fullarticle/2798990>

12 Wallace, Goldsmith-Pinkham, Schwartz (2022) Excess Death Rates for Republicans and Democrats During the Covid-19 Pandemic, <https://www.nber.org/papers/w30512>

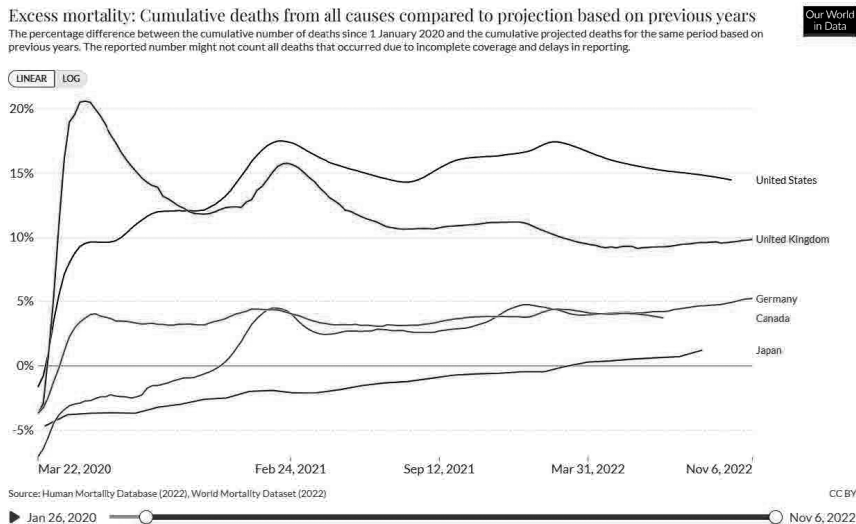


図3 主要国の累積超過死亡率
<https://ourworldindata.org/coronavirus>

一部逆転している年齢層も出てきてワクチン接種した方が接種しないより新規感染率が高いように見えて来たからである。

この問題については、有志委員が7月13日付で、連名で次のような見解を表明している¹³。

ワクチンの有効性を評価することを目的として接種回数別の見かけの人口当たり報告数を比較することは、実際の有効性を過大評価、あるいは過小評価（マイナス値を含む）するいずれの可能性もあることから適切ではない。このデータを引き続き公開する場合には、解釈に際しての注意点を詳細に明記するべきである。

元々、この表には接種歴不明者を未接種扱いとして、新規感染者の割合を算出していたの

で、ワクチン効果が過大に計算されていたという問題があり、これが6月頃ようやく修正された後に、接種済者の陽性率が意外に高いことが目立つようになっていた。結局、誤解を招くという懸念からであろうか、このデータは9月7日以降公表されなくなったのである。

その結果、ワクチンの感染抑止効果がどれほどあるかについては、研究機関による詳細な分析を待つことが必要になった。共同研究の成果は、随時、長崎大学が公表している。最新の結果は9月13日に公開された。それによると、例えば第7波（7月1日～8月26日）において、ファイザー社製ワクチンの発症予防効果は、2回接種後181日以上経過後で50%、3回接種後14日以降181日以内で75%と、かなり高い¹⁴。

ただしこの効果は過大評価であるという批判

13 鈴木基・西浦博・前田秀雄・押谷仁「新型コロナウイルス感染者等情報把握・管理支援システム（HER-SYS）とワクチン接種記録システム（VRS）を用いたワクチン接種歴別の新型コロナウイルス感染症の人口当たり報告数の疫学的意義について」2022年7月13日、<https://www.mhlw.go.jp/content/10900000/000964392.pdf>

ワクチン接種歴別の新規陽性者数 (8/22-8/28)										
	未接種			2回目接種済み (3回目接種済みを除く)			3回目接種済み			接種歴 不明
	新規 陽性者数 (8/22- 8/28の 合計)	未接種 者数 (8/28時点)	10万人 あたりの 新規 陽性者数	新規 陽性者数 (8/22- 8/28の 合計)	2回目 接種者数 (3回目接種 者数を除く) (8/28時点)	10万人 あたりの 新規 陽性者数	新規 陽性者数 (8/22- 8/28の 合計)	3回目 接種者数 (8/28時点)	10万人 あたりの 新規 陽性者数	新規 陽性者数 (8/22- 8/28の 合計)
0-11歳	117,767	10,580,959	1113.0							
12-19歳	19,101	2,210,864	864.0	29,324	3,244,042	903.9	22,502	3,477,170	647.1	30,692
20-29歳	23,533	2,398,235	981.3	39,888	3,925,132	1016.2	57,389	6,399,546	896.8	42,047
30-39歳	21,556	2,834,187	760.6	36,453	3,791,073	961.5	63,290	7,670,104	825.2	44,530
40-49歳	17,774	3,183,699	558.3	32,298	3,796,609	850.7	79,697	11,375,715	700.6	44,789
50-59歳	11,291	1,191,835	947.4	16,939	2,296,826	737.5	76,591	13,275,891	576.9	33,433
60-64歳	3,019	605,852	498.3	3,500	530,483	659.8	29,996	6,261,687	479.0	11,186
65-69歳	2,069	1,061,712	194.9	1,907	326,124	584.7	25,415	6,696,686	379.5	8,178
70-79歳	3,238	856,614	378.0	2,548	527,702	482.8	43,083	14,810,316	290.9	13,734
80-89歳	2,131	17,673	12057.9	1,847	360,889	511.8	25,719	8,649,082	297.4	9,675
90歳以上	1,028	—	—	781	121,887	640.8	10,700	2,281,917	468.9	4,587

※ HER-SYSに登録されている新規陽性者を、不明を含むワクチン接種歴の有無で分けて集計し、報告日における新規陽性者数の7日間の合計を算出。(データは8月29日参照。データは日々更新され、今後最新のデータが反映される。)

※ ワクチン接種歴が未記入の場合、令和4年4月20日までのADB提出データでは未接種に分類していたが、5月11日以降のADB提出データでは接種歴不明に分類している。

※ HER-SYSに年齢情報がない者は含まれない。また、日本最高齢(令和4年8月29日現在)を上回る年齢で届出があった者はいずれにも含まれない。

※ 新規陽性者には無症候感染者も含まれる。

図4 ワクチン接種歴別の新規陽性者数

<https://www.mhlw.go.jp/content/10900000/000987057.pdf>

が、名古屋大学名誉教授の小島勢二氏から提起されている¹⁵。小島氏によると、長崎大学の方法は症例対象研究と呼ばれるもので、発熱や咳嗽などの症状を訴えて医療機関を受診した患者に、ウィルス検査を行って検査陽性者と陰性者に分類し、ワクチン接種歴に応じてオッズを算出する。これに対し小島氏が行ったコホート研究は、ワクチンの接種歴で分類した集団における感染率を計算する。医療統計学では、症例対照研究とコホート研究の結果は感染率が低ければ一致するが、感染率が高ければ乖離するとされている。小島氏の計算では、対象者の期間が異なるが、発症予防効果は15%であった。これは9月7日まで公開されていたアドバイザリーボードの陽性率表から受ける印象に近い結果である。しかし厚労省の集計データにおけるワク

チン接種者は、医療機関が患者本人から聞き取ったもので、正確さを欠く恐れがある。いずれにしても、ワクチン接種を繰り返しても新規感染者数が減らず、むしろワクチン接種期と感染拡大期が一致する傾向は各国で見られる¹⁶。

感染抑止効果がそれほど大きくないとすれば、ワクチンに期待されるのは重症予防効果であろう。これについて我が国のデータに基づく数少ない研究結果が、8月18日のアドバイザリーボードに提出された。新潟県の患者を対象とする新潟大学の研究チームによる分析である¹⁷。

それによれば、ワクチン2回接種による重症化予防効果は未接種者の4倍程度あり、4回打ってもさほど変わらない。また第5波までは重要な重症化因子とされた肥満(BMI25以上)

14 長崎大学 VERSUS「新型コロナワクチンの有効性研究」<http://www.tm.nagasaki-u.ac.jp/versus/>

15 小島勢二「BA 5 に対するコロナワクチンの予防効果は65%？」<https://agora-web.jp/archives/220912013958.html>

16 小島勢二(2022)「4回目ワクチン接種でコロナの感染は増加する」<https://agora-web.jp/archives/221023082419.html>

17 新潟県医療調整本部「重症化リスク因子について(速報)」<https://www.mhlw.go.jp/content/10900000/000977550.pdf>

に有意な効果はなかった。中等症Ⅱのリスク上昇には、基礎疾患のほとんどは明確な寄与がなく、有意な差をもたらしたのは次のような要因であった。この研究は「未接種者へのワクチン接種が重要である」と結論付けている。

- 高齢（70歳以上）
- ワクチン未接種
- 慢性呼吸器疾患
- 非透析の慢性腎臓病
- 男性
- やせ（BMI < 18.5：高齢者のフレイル等）

米国では、ワクチンの安全性については、米疾病センター（CDC）が2021年10月に、公式見解を報告して安全性を強調している¹⁸。それによると2020年12月から2021年7月までのワクチン接種者のコロナ感染以外の死亡率は、年齢、性別、人種、民族などの違いを調整した上で、未接種者より低いという。この報告は2021年7月までのデータで、2022年にオミクロン株によって超過死亡数が急に増えた日本としては、2022年のデータに基づく分析を見たいところである。2022年9月までに日本で接種されたワクチンは従来型で、安全性を評価するには2021年までのデータで構わない気もするが、米国のデータは2回までの接種効果であり、追加接種3回目、4回目の効果を含まないの、同じとは言えない。

日本においてワクチンの安全性について審議しているのは厚生科学審議会（予防接種・ワクチン分科会・副反応検討部会）である¹⁹。しか

し審議内容は、副反応疑い制度によって報告された2000件足らずの死亡例の分析にとどまり、超過死亡とワクチン接種の関係については分析していない。例えば2022年11月11日の報告では、次のように死亡例が報告されている（図5）。厚生省公開スライドをそのまま表示する。

例えばファイザー社製ワクチンについてこれまで1683件の接種後死亡が報告され、100万件当たりの死亡率は6.9件である。そのうち4回目接種の死亡例は29件で死亡率は100万件当たり1.3である。確率的に非常に低いだけでなく、接種回数が増えるほど死亡率は下がっている印象である。元より、ここに報告された件数では最近の急激な超過死亡率の増加を説明できない。

月別報告件数をみたいところだが、そのデータはなく、あるのは接種回数別報告件数である（図6）。それによると、報告件数の8割弱を占めるファイザー社製ワクチンでは2022年10月9日までの（医療機関報告より死者が多い）製造販売業者報告（1683件に含まれる）死亡件数のうち、1－2回接種後の死亡報告数は1411件に及んでいる。死亡報告頻度も、1回目の0.0009%から4回目の0.0001%までに低下している。身体がワクチンに慣れて死亡確率が低下しているように見える。山火事の調査は、煙が出ているところに空から近づいて火を見つけるらしいが、副反応疑い報告制度が、煙から火を見つける手助けになると考えれば、副反応疑い報告が低下傾向なのだから、2022年の超過死亡数急増がワクチン効果であると主張するのは難しいのではないか。

18 Centers for Disease Control and Prevention (CDC), Covid-19 Vaccination and Non-Covid-19 Mortality Risk -Seven Integrated Health Care Organizations, United States, December 14, 2020-July 31, 2021, <https://www.cdc.gov/mmwr/volumes/70/wr/mm7043e2.htm> 米国ではワクチンの安全性はCDCによって今日まで継続的に報告されている。
https://www.cdc.gov/mmwr/covid19_vaccine_safety.html

19 厚生科学審議会（予防接種・ワクチン分科会・副反応検討部会）https://www.mhlw.go.jp/stf/shingi/shingikousei_284075.html

12歳以上の死亡例に関する考え方（副反応疑い報告の状況に関するまとめ①）

最新の死亡例の報告状況の整理

- 副反応疑い報告制度において、2022年10月9日までにワクチン接種後の死亡例として報告されたものは、以下のとおりであった。
- ・ファイザー社ワクチン（総数） 1,683件（100万回接種あたり6.9件） うち4回目 29件（100万回接種あたり1.3件）
 - ・モデルナ社ワクチン（総数） 202件（100万回接種あたり2.6件） うち4回目 16件（100万回接種あたり1.2件）
 - ・ファイザー社ワクチン（うちBA.1） 0件（100万回接種あたり0件）
 - ・モデルナ社ワクチン（うちBA.1） 0件（100万回接種あたり0件）
 - ・武田社ワクチン（ノババックス） 1件（100万回接種あたり4.5件） うち3回目 0件（100万回接種あたり0件）
- 報告された症状等は虚血性心疾患、心不全、肺炎等であった。
- 専門家による評価は以下のとおりであった。
- ・ファイザー社ワクチン（総数） α 0件、 β 10件、 γ 1,673件
 - ・モデルナ社ワクチン（総数） α 0件、 β 1件、 γ 201件
 - ・ファイザー社ワクチン（うちBA.1） α 0件、 β 0件、 γ 0件
 - ・モデルナ社ワクチン（うちBA.1） α 0件、 β 0件、 γ 0件
 - ・武田社ワクチン（ノババックス） α 0件、 β 0件、 γ 1件
- α ：ワクチンとの因果関係が否定できない
 β ：ワクチンと死亡との因果関係が認められない
 γ ：情報不足等によりワクチンと死亡との因果関係が評価できない
- 総数には、従来株ワクチン及びオミクロン株対応ワクチンを含む。

死亡例に関する論点のまとめ

- 現時点においては、個々の死亡事例について新型コロナワクチンとの因果関係があると結論づけることのできた事例は認められない。
- 死亡例の報告に関しては、現時点においては、4回目接種後やオミクロン株対応ワクチン接種後の事例も含め、引き続きワクチンの接種体制に影響を与える重大な懸念は認められない。

図5 副反応疑い報告まとめ

<https://www.mhlw.go.jp/content/10601000/001013405.pdf>

新型コロナワクチンにおける副反応疑い報告の概要

- 新型コロナワクチンにおいて、予防接種開始後より今回の審議会までに副反応疑いとして報告された事例は以下のとおりであった。

ファイザー社ワクチン（総数）

注：被接種者の属性等が大きく異なるため、ワクチン間の報告頻度の単純な比較は困難であることに留意を要する。

集計期間	推定接種回数	医療機関報告数（報告頻度）			製造販売業者報告数（報告頻度）		備考
		副反応疑い報告	うち重篤報告	うち死亡報告	副反応疑い報告	うち死亡報告	
2021年2月17日- 2022年10月9日	1回目 86,097,254接種	13,974(0.0162%)	3,512(0.0041%)	637(0.0007%)	11,940(0.0139%)	805(0.0009%)	〔推定接種回数〕2021年2月17日～2022年10月9日これまでのワクチン総接種回数（100万回）を記載（首相官邸Webサイト（10/12時点掲載データ参照）） https://www.kantei.go.jp/jp/headline/kaizen/shinshu/jaccase.html 総数には、従来株ワクチン及びオミクロン株対応ワクチンを含む。また、接種回数不明の記述株ワクチンについては、1回目接種の件数として計上している。
	2回目 85,018,192接種	13,439(0.0158%)	2,577(0.0030%)	488(0.0006%)	7,377(0.0087%)	606(0.0007%)	
	3回目 49,046,891接種	1,962(0.0040%)	539(0.0011%)	126(0.0003%)	1,577(0.0032%)	170(0.0003%)	
	4回目 23,141,839接種	216(0.0009%)	75(0.0003%)	25(0.0001%)	195(0.0008%)	28(0.0001%)	

うちオミクロン株BA.1対応ワクチン

集計期間	推定接種回数	医療機関報告数（報告頻度）			製造販売業者報告数（報告頻度）		備考
		副反応疑い報告	うち重篤報告	うち死亡報告	副反応疑い報告	うち死亡報告	
2022年9月20日- 2022年10月9日	3回目 92,868接種	0(0%)	0(0%)	0(0%)	2(0.0022%)	0(0%)	〔推定接種回数〕2022年9月20日～2022年10月9日これまでのワクチン総接種回数（100万回）を記載（首相官邸Webサイト（10/12時点掲載データ参照）） https://www.kantei.go.jp/jp/headline/kaizen/shinshu/jaccase.html 接種回数不明の2価ワクチンについては、3回目接種の件数として計上している。
	4回目 988,488接種	7(0.0007%)	3(0.0003%)	0(0%)	3(0.0003%)	0(0%)	

図6 副反応疑い報告数（ファイザー社製、接種回数別）

https://www.mhlw.go.jp/stf/shingi/shingi-kousei_284075.html

そもそも現在の「超過死亡ワクチン原因」説は、ワクチンブースター接種（3回目、4回目）のタイミングと感染数や死亡数の急増タイミングが一致していることを以てエビデンスとしているようだ。それが事実ならそのタイミングで副反応疑い報告件数もまた急増しているはずだが、ブースター接種時において報告件数が急増した事実はない。

ワクチン接種と超過死亡率の関係について鈴木貞夫氏（名古屋市立大学教授）は、副反応疑い報告制度によってこれまで報告された死亡件数は1800余りで月あたり100に満たず、2022年8月の超過死亡数17,845人を説明することはできない、と指摘している²⁰。

しかしながら超過死亡増加ワクチン原因説は、鈴木氏が注目する接種直後の死亡でなく、数ヶ月後、数年後の死亡まで考慮して、「ワクチン接種すると死にやすくなる」という主張だろうから、ワクチン接種者と未接種者で全原因死亡率が見たいところである。もっとも、ワクチン接種開始から1年半ほどしか経っておらず、長期的な効果について結論付けるのはまだ早かろう。

感染死亡率の推移

日本は2021年秋に大きく死亡率を低下させ、しかも定位安定に成功している（図7）。これに対し、英米独では今一つ死亡率を抑え込めていない。ワクチン接種率の高さ効果の違いではないか。イギリスが変な動きになっているのは、一時的に検査やめて急に復活させたからだ

ろう。

日本で気になるのは、水準は低いものの、夏以降、感染死亡率にいささか上昇傾向が見られることだ（図8）。反ワクチン界限に影響されてブースター接種が進まないからではないか。同様の傾向はアメリカでもドイツでも見られる。

mRNA ワクチンの実用化にあたっては、ヤマサ醤油（株）が提供しているシュードウリジンの利用が大きいと言われる。

「新型コロナウイルスの mRNA ワクチンを開発研究したドイツの製薬大手、ビオンテックのカタリン・カリコ上級副社長と、アメリカ・ペンシルベニア大学のドリュー・ワイスマン教授の2人は、mRNA をこの「シュードウリジン」で構成すれば炎症が抑えられるという論文を世に出した」²¹

mRNA はいずれ体内で分解されるとされるが²²、mRNA が体内各所で発見されたという研究も報告されているようである。壊れずに体内に残る mRNA が死に至るような炎症を引き起こすかどうかは、接種済者と未接種者を疫学調査すればわかるはず。短期的なリスクについては、いきなり1億人が打てば2000人程度亡くなるリスクはあると思われるが、乗り越えた人が何回打ってもそんなに死なないことは、副反応疑い件数の推移でわかる。

「日本は検査不足で検知されてないコロナ陽

20 鈴木貞夫「『8月の超過死亡』の見方」日本医事新報社、<https://www.jmedj.co.jp/journal/paper/detail.php?id=20712>

21 ヤマサ醤油ホームページ。<https://www.yamasa.com/news/2021/%e5%bc%8a%e7%a4%be%e5%8c%bb%e8%96%ac%e5%8c%96%e6%88%90%e5%93%81%e4%ba%8b%e6%a5%ad%e9%83%a8%e3%81%ab%e3%81%8a%e3%81%91%e3%82%8b%e6%96%b0%e5%9e%8b%e3%82%b3%e3%83%ad%e3%83%8a%e3%83%af%e3%82%af%e3%83%81/>

22 NHK「遺伝子ワクチン『mRNA ワクチン』が働く仕組みは？」https://www3.nhk.or.jp/news/special/coronavirus/vaccine/qa/detail/more-detail/qa_01_a08.html

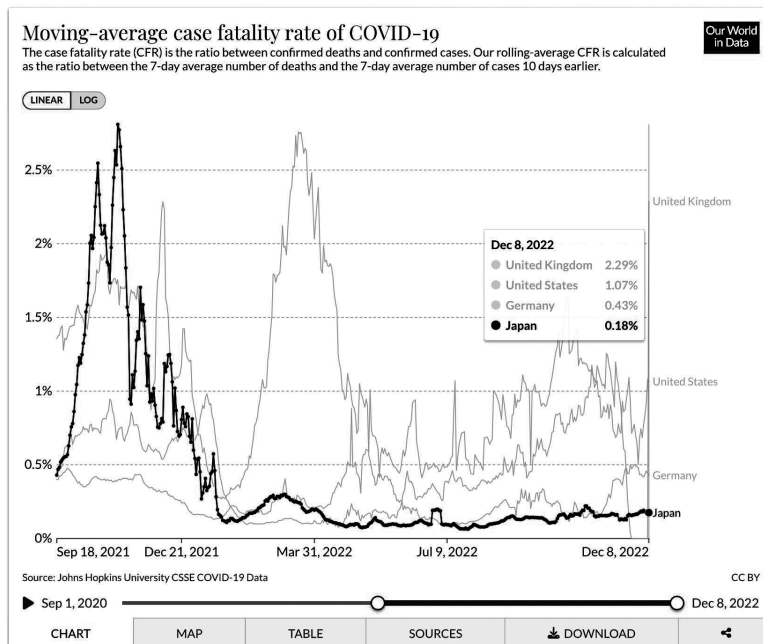


図 7 感染死亡率の低下
(<https://ourworldindata.org/coronavirus>)

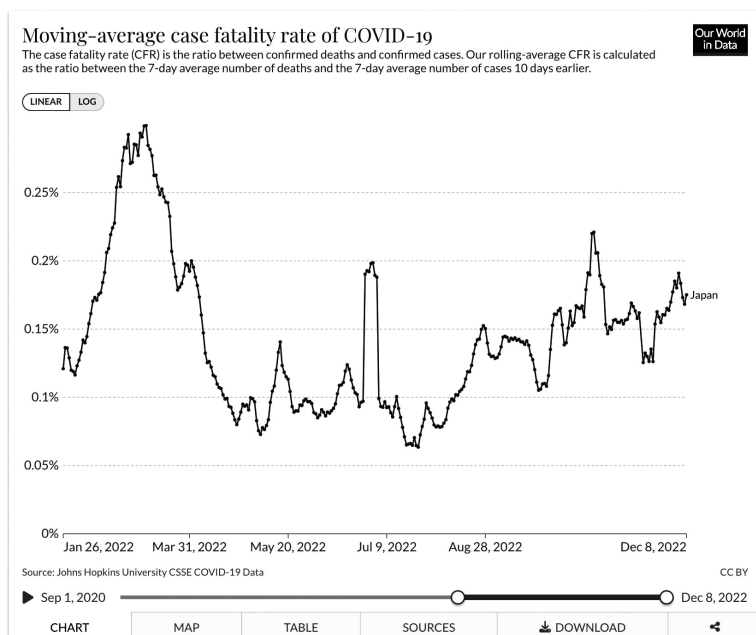


図 8 最近の感染死亡率上昇
(<https://ourworldindata.org/coronavirus>)

性者が10倍いる」的な話は、先日の抗体検査報告で消えた。感染するとできる抗体保有率は26%で人口1億2千万人に対し3120万人がすでに抗体を持っている。累積陽性者は2600万人だが、差は520万人に過ぎず。コロナ累積死亡者数は5.2万人ちょっとだから、累積陽性者数で割ると死亡率は0.2%である。差の520万人に0.2%をかけると1万400人。何のことはない。コロナ死者が6万人に増えるだけである。累積超過死亡数は100万人あたり500人なので1億2千万人あたりに直すと6万人である。もしこれで、超過死亡者の大半が、検査を受けていないコロナ陽性者であると推測できるとすれば、謎は全て解けたと言えるだろうか？

ワクチンを打つ必要があるか

mRNA ワクチンは、1億人打つと2000人亡くなるとすれば、確率は0.00002つまり0.002%である。これに対しコロナ感染死亡率は0.2%で、感染確率を25%（4分の1）とすれば、コロナ死亡率は0.05%となる。ワクチンを打つ前で比較して、ワクチンの死亡率はコロナの25分の1である。これを高すぎると見るか低いと見るか。

尤も感染確率はもっと低く見積もるべきかもしれない。世間の人々が感染確率でイメージするのは、例えば波が続いている間にかかる確率だから、例えば3ヶ月間一度もかからない確率を1から引いて求めるべきかも。負の二項分布で計算する必要がある。スプレッドシートで簡易計算してみると、毎日の感染確率が0.01でも、期間が90日間もあると59%の確率で感染してしまう。本年の累積感染者数に合わせてパラメータ推定するためには、SIR モデルを書く必要がある。オミクロン株で感染者数が劇的に増えて、初めて SIR モデルの使い道が出てきたと言える。毎日の感染確率を0.001にすると、90日間

で感染してしまう確率は8.6%となった。わりとのもっともらしい数字ではないか。それでも91.4%は感染しない。

ワクチン死の確率=0.002%、感染者の死亡確率=0.2%、検討期間感染確率=1%とすれば、ワクチン打っても打たなくても死亡確率は同じ（0.002%）となる。確かにこれなら「ワクチン打つ必要はない」と思う人が増えそうである。現在、オミクロン株の一つの波で、感染者数は1000万人以上増えている。したがって、検討期間内感染率を例えば10%と見積もるのが良さそうである。ワクチン未接種者の検討期間内死亡確率は0.02%であり、ワクチン死確率の10倍である。つまり、ワクチン未接種者は打った方がよい。しかし、すでにワクチンを2回以上打った人にブースター接種を受ける必要があるかは微妙である。前述の新潟大学の研究にあるように、2回以上ワクチン接種しても経過期間が一年以内であれば重症化確率は変わらないからである。とはいえ2回接種者の大半がすでに接種後1年以上経過しているのも、接種する方がよいかもしれない。

日本の感染死亡率がもっとも高かったのは2021年3月で、5%に達していた（図9）。ところがワクチン接種が進んで2022年初には0.2%になった。オミクロン株のピーク（2022年3月）でも0.3%である。これには、単純に弱毒化の効果だけでなくワクチン効果も入っている。

政府が副反応疑い報告のほとんどを因果関係不明と判断するのは、因果関係ありと断言する機序が明らかでないからであろう。また、因果関係を例えば1000件も認めれば政治的に国民に接種させることが難しくなるという事情もあるかもしれない。

今問題視されてるワクチン死の大半は1、2回目接種で起こった。その死亡確率は0.02%と

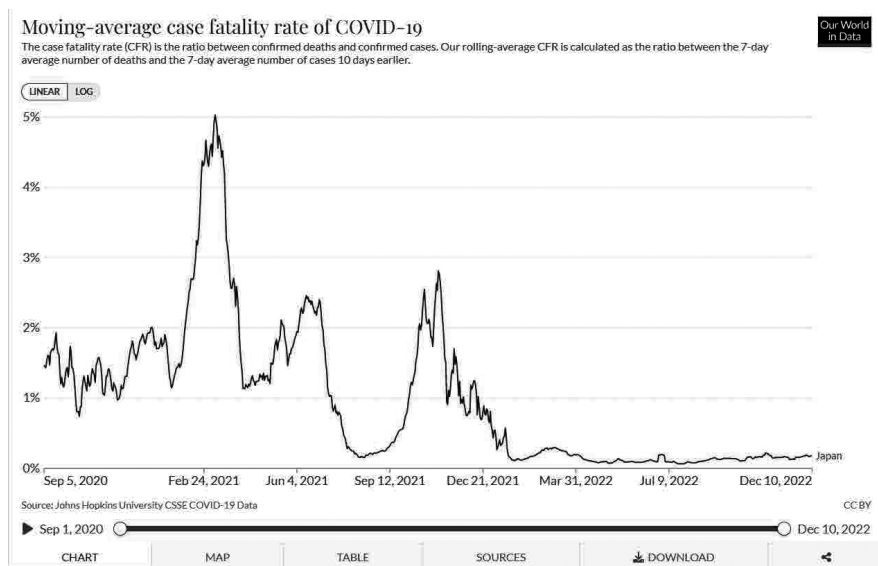


図9 感染死亡率の推移（長期）
(<https://ourworldindata.org/coronavirus>)

かで今の10倍の数値である。しかし当時はデルタ株の波でピークの感染死亡確率は5%ぐらいあった。今のコロナ致死率0.2%の25倍である。つまりその当時の感染率が0.4%以上なら、打つ価値があったと考えてもよい。

こんな賢しらの計算ができるのは、我々に多少の学問の心得があり、今はデータも公開されているからだ。ワクチン接種がピークに達したデルタ株の頃、国民にこんな計算は不可能で、政府を信じるか信じないかだけだった。信じた国民が死んだ場合の政府の責任をどう考えるべきかは、政治倫理学の課題であろう。

II. 回復期の経済

以上、コロナ禍の進行と公衆衛生政策対応について考察して来た。本節ではコロナ禍からの回復期にみられる経済上の論点を考察する。最初に、コロナ禍終息に伴う経済回復に見られる

いくつかの奇妙な現象を指摘し、続いて個別の論点について検討する。

第1に気付く奇妙さは、2020年初夏に始まった急速な株高である。周知のように、欧米で都市部がロックダウンし、日本が緊急事態宣言を発出する中、株価が急落し日経平均株価は18,000円を割った。しかし2020年4月から株価は急回復し、2020年を通じて上昇を続け、2021年3月には3万円を超える高値を付けた。2020年の日本のGDPは対前年比で見て5%低下し、リーマンショック並みの経済損失が続いていたにもかかわらず株価だけ先行して急騰した原因は、何であろうか。筆者は、原因は主要国で採られた巨額の給付金政策であると考えている。詳細は今井（2022）に書いたのでここでは詳述しないが、要約すれば次のようになる。給付金はおっぱら固定費用、家賃や地代、休業手当などに支払われたが、GDPを増やす経済活動にはあまり使われなかった。人的接触を通じて消

費をもたらすサービス業がほとんど休業・自粛を求められていたからである。尤も、給付金をどう使おうが、経済全体の預金は変わらない。預金が GDP を増やす経済活動に使われれば GDP は増えたが、GDP は増やさないが資産価格を引き上げる取引（株や不動産の売買）に用いられたので、GDP は増えず資産価格だけが上がったのである。

経済理論の言葉で言えば、財政拡大が物価を上げるとする「物価水準の財政理論」(Fiscal Theory of Price Level, FTPL) が、物価でなく資産価格に効いたと考えられる²³。あるいは数量方程式 ($MV = PY$, M は貨幣供給、 V は貨幣の流通速度、 P は物価水準、 Y は実質 GDP) が、 $GV = QX$ (G は政府支出、 Q は資産価格、 X は資産数量) という財政バージョンで成立したと言っても良い。数量方程式 $MV = PY$ は死んだと言われて久しいが、「物価水準の財政理論」によって復活し、資産価格の高騰がエビデンスを提供しているとも言えるが、GDP を増やさず資産価格だけを引き上げるメカニズムが解明されたとは未だに言い難い。FTPL 全体については Cochrane (2023) を参照されたし。代表的個人の最適化行動に基づくモデルで解釈すれば、一部のセクターが制約されたことによって消費の異時点間代替が起こり、貯蓄の置き場となった資産の価格が上昇したと考えられる。

第2に、2021年には先進国の GDP 回復が本格化し、それにともなっていわゆる「コロナ貯金」が資産価格でなく GDP を増やす経済活動に回ることによってインフレが起こったが、日本と欧

米の間にインフレ率の大きな格差が見られるのが奇妙である。欧米では年率10%近い激しいインフレが起こったが、日本では2022年2月にロシアがウクライナに侵攻する前は、ほとんどインフレが起こらなかった。一つの説明として、欧米では労働者がいったん解雇されたので経済回復で労働者を集める時に競争となり、賃金上昇に先導されるインフレが起こったが、日本では雇用調整助成金、持続化給付金などによって、雇用関係が失われず、経済回復によって復職しただけの場合が多かったので賃金上昇が起こらなかった、と言われる。例えば、後述の Blanchard and Summers (2022) の説明がそれである。日米欧を通じて、コロナ禍期間中で雇用維持政策がどのように異なったか、包括的な研究があるとは言えない。これについては理論的に何かを言う以前に、基礎的な制度と事実の確認をすることが先であると思われる。

第3に、2022年2月のロシアのウクライナ侵攻以後の急激な円安が奇妙である。2022年10月初旬、1ドル=152円を付けたので、「急激な円安は日本経済の構造的衰退の表れ」などという論調も現れるなど世論の動揺を招いている。急激な円安の原因はもっぱら「欧米がインフレ抑制のために利上げしたのに、日本銀行が頑なにほぼゼロ金利を維持していることによって日米間の金利差が拡大したから」と説明されている。しかし金利平價説 (UIP, Uncovered Interest Parity) によれば、「金利が高い国の通貨はいずれ減価する」とされるので、「日本の方が低金利なのになぜ? 金利平價説が最早誤って

23 「物価水準の財政理論」については、近日刊行予定のこの本に詳しい。Cochrane (2023) Fiscal Theory of the Price Level. <https://press.princeton.edu/books/hardcover/9780691242248/the-fiscal-theory-of-the-price-level> 草稿版は著者のホームページから得られる。 <https://www.johnhcochrane.com/research-all/the-fiscal-theory-of-the-price-level-1>

FTPL に対する最近の批判は、例えば Farmer and Zabczyk (2019) A Requiem for the Fiscal Theory of the Price Level, <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/WP/2019/wp19219-print.pdf> を参照のこと。

いるのでは？」と疑問視されている。金利平価は通常、

日本の金利－アメリカの金利＝（将来のドル円相場－現在のドル円相場）の百分率

と書かれる。詳細は例えば岩本教授の講義ノートを参照されたし²⁴。金利平価説が問題視されるのは、この式を「アメリカの金利が上がったら、将来のドル円相場が下がるだろう」と読むからである。しかし、将来のドル円相場はファンダメンタルに基づく期待値で短期的には変化せず、動くのは現在のドル円相場であると考えれば、後者が上がる（円安になる）のはおかしくなく、金利平価説は問題なく成立している。

論点は、日銀はなぜ動かないのか、であろう。「日銀は生鮮食品とエネルギーを除いたコアコア物価指数が2%以上上昇するまでは金融政策を変えない姿勢」と言われる。あるいは「日銀は日本のGDP500兆円を超える日本国債を抱えており、円安阻止のために市場金利を誘導しようとして日銀当座預金の金利を引き上げると逆ザヤが発生し、いずれ債務超過になるので動けない」とも説明される。中央銀行の量的緩和縮小期における逆ザヤ問題はアメリカ連邦準備制度にもあるようだが、FRBのバランスシートは現在、GDPの20%程度であり、3%台後半までの金利上昇なら耐えられる模様である。これに対し日銀は、当座預金金利が1%を超えると大きな逆ザヤになると見られている。これらの論点は後で詳述する。

以下では様々なコロナ回復期の経済現象につ

いて順に検討して行く。

旅行・観光

政府は2022年9月11日、3回以上ワクチン接種者の入国時の、陰性証明書の提出義務を廃止した。日本人の3回接種完了者は全人口の65%に達するが、欧米では5割を切っており、中国がゼロコロナ政策を続けている限り、入国者の急増はないとされる。10月には1日当たり入国者数の上限も撤廃された。日本人向けとして、政府の全国旅行支援が10月11日に開始され、年末までの観光地の宿泊施設のキャンペーン対象商品はすぐに完売したと言われる。

国内旅行がどの程度回復しているかは、観光庁の統計で分かる²⁵。日本人の宿泊数はこの9月にはほぼ2019年の水準を回復した（図10）。これから安定的に年末にかけて回復することが期待される。外国人旅行者の宿泊数は入国者数制限が撤廃された10月以降、急速に回復している。宿泊者数の総計も10月以降、2019年の水準を上回った。

2022年11月、コロナ禍第8波が始まった。感染拡大は気温が低下した北海道、東北地方から始まり、11月9日には北海道の新規感染者数が9546人に達し過去最高となった。2020年秋に第3波が始まった時、西村コロナ担当相が「これから3週間が勝負」と発言したには11月15日であった。しかし、今年の国民の観光意欲は衰えず、旅行ブームは続いている模様だ。

インフレーション

2022年2月に始まるロシアのウクライナ侵攻以来、世界的に資源価格、燃料価格が急騰し、大

24 岩本康志教授の講義スライド（2013）<http://www.econ.kyoto-u.ac.jp/~iwamoto/cgi-bin/wp/wp-content/uploads/2014/02/kokukin201303rev.pdf>

25 観光庁ホームページ。https://www.mlit.go.jp/kankochou/kouhou/news_2022.html

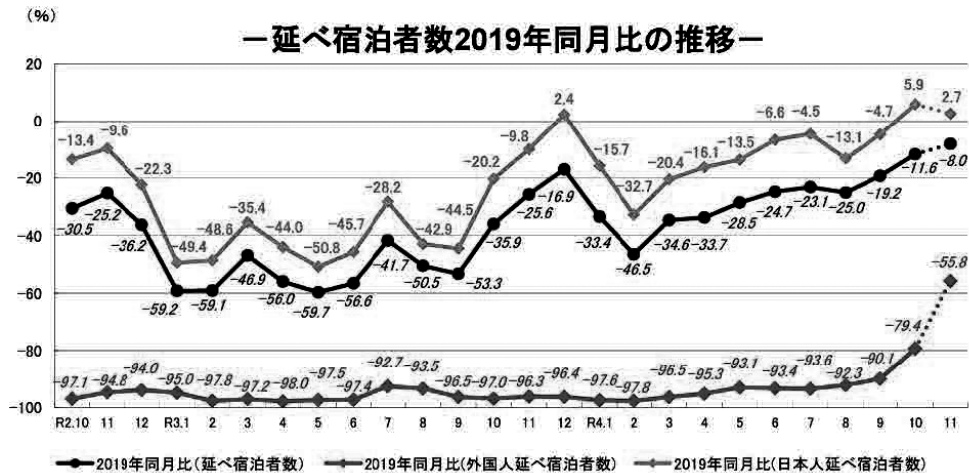


図 10 延べ宿泊旅行者数 (2019年同月比)

<https://www.mlit.go.jp/kankoch/siryou/toukei/content/001578965.pdf>

問題になっている²⁶。同時に進む急速な円安進行も相俟って消費者物価が上がり、金融緩和をやめない日本銀行を一部のメディアが批判している。論点を順に確認点検してゆこう。

まずどこの国でインフレが起こっているか。IMFによる2022年の年率平均は、欧米で8%以上、アジアで1%～5%といったところである。日本が一番低い。実は主要国ではトルコのインフレ率が最高で、数十%。同じグラフに書くと他の国はゼロにくっついてしまう。

次に通貨が減価している国はどこか。興味深いことに、利上げをした国の通貨が必ずしも安定しているわけではないことだ。例えば、イギリスや韓国は大きく利上げしたのに大きく通貨が売られている。日経新聞は2022年10月17日付でインフレ率マイナス政策金利（短期金利）を「インフレの深刻度」と名付け、そのマイナス度

が大きい通貨ほど下落率が高いという仮説を述べている²⁷。例えば、イギリスのインフレ率は9%程度なのに、政策金利は7～10月の平均で2%台。この差は7%近く「インフレの深刻度」が高い。これに対して日本の政策金利はマイナス0.1%、インフレ率は2.4%で「インフレの深刻度」は3%弱である。この期間の両国通貨の対ドル原価率は、英ポンドが8%で日本円が10%であり、インフレの深刻度が7%のイギリスより3%の日本の方が、通貨安が大きい。これでは「インフレの深刻度」が通貨の対ドル減価率を説明しているとは言い難い。そもそもこの「インフレの深刻度」、インフレ率8%で政策金利3%のアメリカも5%近くある。つまり金利やインフレ率で通貨の対ドル減価を説明できるとは言えない。

そこで、主要国の通貨の対ドル相場を、2020

26 OECD 統計に見るインフレ率の推移。

<https://www.oecd.org/newsroom/consumer-prices-oecd-updated-3-november-2022.htm>

27 日本経済新聞2022年10月17日付「仁義なき通貨選別 円、バブル後最安値が示す政策の隙」<https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUB143AW0U2A011C2000000/>

1		2020/12/31	2022/1/3	2022/10/28	20->21	21->22	20->22
2	Yen	1.031	1.152	1.476	1.11736	1.28125	1.43162
3	Renminbi	0.652	0.635	0.724	0.97393	1.14016	1.11043
4	Won	1.086	1.191	1.421	1.09669	1.19312	1.30847
5	euro	0.817	0.885	1.006	1.08323	1.13672	1.23133
6	pound	0.731	0.742	0.864	1.01505	1.16442	1.18194

図 11 各国通貨の対米ドル減価率 (FRED データから著者作成)

年末および2022年初 (2021年末) で基準化して、データを取れる最新日のそれと比較してみる。比較対象は日本円、中国人民元、韓国ウォン、ユーロ、英ポンドである。この作業はFRED (米国セントルイス連邦銀行) のサイトで行った²⁸。結果は以下のようである (図11)。

この表では比較を見やすくするため、円は100で、人民元は10で、韓国ウォンは1000で割っている。例えば円は、2020年末 (2021年初) は103円だったが、2022年初には115円、2022年10月28日には147円となった。この間の下落率は、20年から21年が11%、21年から22年10月末までが28%、期間全体が43%である。この間、韓国も欧州中央銀行も英国中銀も金利を相当引き上げているが、自国通貨の価値を防衛できていない。とはいえ、金利を上げなかった日本に比べれば、減価率は低い。例えば、この10月の消費者物価指数が対前年同月比で5.7%となった韓国の政策金利は3%であるが、この2年間の通貨下落率は30%であり、日本よりは小さい。円安は、各国通貨安に比べて大きいことが確認されたが、日本のインフレ率は各国に比べてはるかに低い。これについては、日本銀行の企業物価指数 (2022年9月速報) を見てみる²⁹。

輸入物価指数が円ベースと契約通貨ベースが

表示されているが、2020年平均をとともに100と基準化すれば2021年平均はそれぞれ、121と118となる (図12)。20%ぐらいの値上がりであるが、円ベースと契約通貨ベースに大差はなく、2021年までは円安の効果は大きくなかったと確認できる。これに対して2022年9月は、円ベースが188、契約通貨ベースが150で、2020年に比べて、実にそれぞれ88%、50%の値上がりである。契約通貨ベースの値上がりは海外価格の反映であるから、円安効果は差額の38%とかなり大きい。

さてこの輸入物価上昇は価格転嫁されているか、まず国内企業物価指数を見ると、同じく2020年平均を100として2022年9月で116、つまり16%の値上がりである。これに対し輸出物価指数は円ベースで131、契約通貨ベースで110、つまりそれぞれ31%、10%の値上がりだ。国内企業物価より円ベースの輸出物価の値上がりが大きいことに注目したい。国内企業は輸入しているだけでなく輸出もしているので、円安を利用してコスト上昇を相当程度海外に転嫁できている (図13)。

企業は2年間で88%もの輸入物価上昇を、国内企業に対しては16%、輸出では31%、それぞれ転嫁できていることを確認したが、消費

28 Federal Reserve Bank of Saint Louis, <https://fred.stlouisfed.org/series/DEXUSEU>

29 日本銀行：企業物価指数。 https://www.boj.or.jp/statistics/pi/cgpi_release/cgpi2209.pdf

指数は2020年平均=100、%

	輸入物価指数								(参考)
	総平均 (円ベース)				総平均 (契約通貨ベース)				為替相場 ドル/円
		前期 (月) 比	前年比	3か月 前比		前期 (月) 比	前年比	3か月 前比	
2020 年	100.0	—	—	—	100.0	—	—	—	-2.1
2021	121.6	—	21.6	—	118.7	—	18.7	—	2.8
2020 年度	99.5	—	—	—	99.9	—	—	—	-2.5
2021	130.6	—	31.3	—	125.4	—	25.5	—	6.0
2021 年 Q4	137.1	9.6	39.9	—	130.7	7.0	31.6	—	3.3
2022 年 Q1	143.1	4.4	33.6	—	134.2	2.7	25.0	—	2.2
Q2	170.0	18.8	45.3	—	146.3	9.0	27.6	—	11.5
Q3	183.6	8.0	46.8	—	150.4	2.8	23.2	—	6.8
2021 年 8月	125.4	2.2	28.7	7.4	122.6	2.4	25.5	7.0	-0.4
9月	127.1	1.4	30.2	5.8	124.1	1.2	26.5	5.9	0.3
10月	132.5	4.2	36.5	8.0	126.8	2.2	29.4	5.9	2.7
11月	139.5	5.3	43.1	11.2	132.5	4.5	34.0	8.1	0.9
12月	139.4	-0.1	40.2	9.7	132.7	0.2	31.3	6.9	-0.2
2022 年 1月	139.1	-0.2	35.4	5.0	131.6	-0.8	25.9	3.8	0.9
2月	142.6	2.5	33.0	2.2	134.6	2.3	24.6	1.6	0.3
3月	147.6	3.5	32.6	5.9	136.3	1.3	24.1	2.7	2.9
4月	162.8	10.3	42.6	17.0	143.2	5.1	27.6	8.8	6.3
5月	169.2	3.9	44.9	18.7	146.4	2.2	27.7	8.8	2.2
6月	177.9	5.1	48.1	20.5	149.3	2.0	27.4	9.5	4.0
7月	183.1	2.9	49.2	12.5	151.2	1.3	26.3	5.6	2.1
8月	179.6	-1.9	43.2	6.1	149.9	-0.9	22.3	2.4	-1.1
9月	188.1	4.7	48.0	5.7	150.2	0.2	21.0	0.6	5.8

図 12 日本銀行「企業物価指数」

https://www.boj.or.jp/statistics/pi/cgpi_release/cgpi2209.pdf

者に対してはどうだろうか。これは総務省の消費者物価指数（2022年10月分）で見ることができる³⁰。

基準年は2020年となっており、上記の日銀の企業物価指数と同じで比較しやすい。2020年を100とする2022年10月の消費者物価指数は、総合指数で103.4、生鮮食品を除く総合指数（いわゆるコア指数）で103.2、生鮮食品及びエネルギーを除く総合指数（いわゆるコアコア指数）で101.8である。つまり、一般物価は3.4%も上昇しているが、生鮮食品とエネルギーの値上がり

効果を除くとたった1.8%しか増加していない。実は、前年同月比で見ると、総合指数は3.5%上昇、コア指数は3.4%、コアコア指数はようやく2.2%の上昇である。つまり2年分の上昇よりこの1年の上昇の方が大きいのである。このように、88%（9月の前年同月比で見れば61%）もの輸入物価上昇は、全体としては大したインフレをもたらしていない。欧米で8%以上の消費者物価上昇が見られるのとは大きな違いである。

日経新聞2022年10月24日記事では、8月時点

30 総務省・消費者物価指数。<https://www.stat.go.jp/data/cpi/sokuhou/tsuki/pdf/kubu.pdf>

〔参考〕各物価指数の時系列データ

指数は2020年平均＝100、%

		国内企業物価指数						輸出物価指数											
		総平均						総平均（円ベース）						総平均（契約通貨ベース）					
		前期 （月）比		前年比	3か月 前比	（参考） 夏季電力 料金調整後		前期 （月）比		前年比	3か月 前比	前期 （月）比		前年比	3か月 前比				
前期 （月）比	3か月 前比																		
2020 年		100.0	—	—	—	—	—	100.0	—	—	—	100.0	—	—	—				
2021		104.6	—	4.6	—	—	—	108.3	—	8.3	—	105.8	—	5.8	—				
2020 年度		99.9	—	—	—	—	—	100.2	—	—	—	100.4	—	—	—				
2021		107.0	—	7.1	—	—	—	111.5	—	11.3	—	107.5	—	7.1	—				
2021 年	Q4	108.2	2.4	8.6	—	2.6	—	113.0	3.1	13.2	—	108.3	1.2	7.8	—				
2022 年	Q1	110.4	2.0	9.3	—	2.0	—	115.6	2.3	12.6	—	109.4	1.0	6.7	—				
	Q2	113.5	2.8	9.6	—	2.8	—	126.9	9.8	17.6	—	112.2	2.6	6.5	—				
	Q3	115.6	1.9	9.4	—	1.7	—	130.4	2.8	19.0	—	111.2	-0.9	3.9	—				
2021 年	8月	105.6	0.2	5.7	1.9	0.2	1.7	109.3	-0.3	9.6	1.2	106.9	0.0	7.1	1.2				
	9月	106.0	0.4	6.2	1.6	0.4	1.4	109.8	0.5	10.1	0.8	107.2	0.3	7.2	1.1				
	10月	107.7	1.6	8.2	2.2	1.8	2.4	112.5	2.5	13.0	2.6	108.0	0.7	7.9	1.0				
	11月	108.4	0.6	9.1	2.7	0.6	2.8	113.6	1.0	14.1	3.9	108.6	0.6	8.1	1.6				
	12月	108.4	0.0	8.6	2.3	0.0	2.5	112.8	-0.7	12.7	2.7	108.2	-0.4	7.1	0.9				
2022 年	1月	109.4	0.9	9.1	1.6	0.9	1.6	113.7	0.8	12.6	1.1	108.4	0.2	6.3	0.4				
	2月	110.3	0.8	9.4	1.8	0.8	1.8	114.9	1.1	12.4	1.1	109.3	0.8	6.8	0.6				
	3月	111.4	1.0	9.4	2.8	1.0	2.8	118.2	2.9	12.6	4.8	110.5	1.1	7.1	2.1				
	4月	113.1	1.5	9.8	3.4	1.5	3.4	124.6	5.4	16.8	9.6	112.0	1.4	7.2	3.3				
	5月	113.1	0.0	9.2	2.5	0.0	2.5	126.4	1.4	17.0	10.0	112.3	0.3	6.3	2.7				
	6月	114.2	1.0	9.5	2.5	1.0	2.5	129.8	2.7	19.2	9.8	112.4	0.1	6.0	1.7				
	7月	115.0	0.7	9.1	1.7	0.5	1.5	131.0	0.9	19.5	5.1	112.3	-0.1	5.1	0.3				
	8月	115.5	0.4	9.4	2.1	0.4	1.9	128.2	-2.1	17.3	1.4	110.9	-1.2	3.7	-1.2				
	9月	116.3	0.7	9.7	1.8	0.7	1.7	131.9	2.9	20.1	1.6	110.3	-0.5	2.9	-1.9				

図 13 各物価指数の時系列データ

https://www.boj.or.jp/statistics/pi/cgpi_release/cgpi2209.pdf

での産業全体の価格転嫁率を日米で比較している³¹。記事では、産業の川上から川下までを5段階に分け、各段階でのインフレ率を日米で比較している。それによると、日本ではステージ1（川上）のインフレ率、つまり輸入物価上昇率が極めて大きく、川を下るにつれ値上げ率が下がり、ステージ5（最終需要段階、川下）ではほとんど値上げが見られないのに対し、アメリカでは、各ステージでの値上げ率に大きな差が見られないという。しかし、表示されているグラフを見る限り、第2ステージから第4ステージについては日米間で大きな違いは見られず、ステージ1での日本の大きな値上げと、ス

テージ5でのアメリカの大きな値上げが目立つ。ステージ1は原油や粗鋼などの値上げであり、国際価格上昇と円安がダブルで効いてくる日本で大きく、基軸通貨国で燃料輸入が少ないアメリカで小さいのは当然に思われる。最終ステージ5で日米の差が大きいのは、この記事からはわからない。

内部留保

主要国では最大の通貨安にもかかわらず、消費者物価が大して上がらない原因は何だろうか。「値上げは消費者離れを招く」と心配する企業人が多いが、生活必需品ならば高くても買わ

31 日本経済新聞2022年10月24日付「物価と賃金上がる『普通の経済』へ 30年越しの脱デフレ」<https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUA193CY0Z11C22A0000000/>



図 14 手元流動性
<https://www.mof.go.jp/pri/reference/ssc/japan/japan01.pdf>

ざるを得ない。また人々の消費行動が恒常所得仮説に従っているとすれば、値上がりしても買うものは買うはずだろう。にもかかわらず値上げしない言い訳をクドクドと述べる企業人は不思議である。一つの仮説として、企業は今のところ内部留保を使って輸入価格上昇を吸収しており、内部留保がなくなったらいずれ価格を上げざるを得なくなると考えられる。

企業の内部留保の推移については、財務省の法人企業統計調査が役に立つ。まず全体の傾向を、「法人企業統計調査からみる日本企業の特徴」と題するレポートで見ると³²。官庁文書の悪弊で作成年月日が不明だが、少なくとも2018年までのデータは含まれると見られる。

内部留保はストックの指標であるから、「手元流動性」という項目を見る(図14)。手元流動性は、期首・期末平均の「現金・預金+有価証

券」を売上高で割ったものと定義されている。企業が急な支払いに充てる金の指標として適切だろう。2018年度では全産業平均は15.4%である。2018年度の全産業の売上高は1535兆円なので、手元流動性は225兆円に及ぶと見られる。

手元流動性の推移を見ると、ピークはバブル時代、1990年頃で17%ぐらいである。その後次第に低下し、リーマン危機の頃(2008年)には10%ぐらいに低下した。その後回復し、2018年には15%台となった。急激な資源価格高と円安が起こったのが2022年に入ってからなので、それを企業がどうやって吸収しているのか、吸収できなくなりつつあるのかはまだ不明である。

最新の数値は「法人企業統計調査」の頁にある³³。これによると手元流動性は増加を続けており、2021年に現預金で280兆円(手元流動性率20.4%)のピークを付けた。これは過去60年

32 財務省(2019)「法人企業統計調査からみる日本企業の特徴」<https://www.mof.go.jp/pri/reference/ssc/japan/index.htm>

33 財務省「法人企業統計調査」<https://www.mof.go.jp/pri/reference/ssc/index.htm>

で最大である。その後、2022年は低下しているが、これが輸入物価上昇を吸収したためかどうかは判別できない。

内部留保に課税できるか。内部留保や手元流動性への課税については、2017年頃、広範な議論が行われた。多かったのは「アベノミクス、異次元緩和によってもなかなか実質賃金が上がらないのは、企業が利益を貯め込んで労働者に還元しないからで、これを吐き出させるために内部留保課税を強化しよう」という主張である。

内部留保は投資資金をファイナンスする手段であり、すでに資本として投資されてしまっているものについては流動化できない。そこで課税対象として考えられるのは、現金・預金やMMFなど流動性の高い証券のみである。これについてエコノミストの熊野英生氏は「企業にとって預金とは多くの場合銀行から借り入れたものであり、預金を持っていると課税されるならば企業は流動資金の借り入れができなくなってしまう」と内部留保課税に反対している³⁴。

熊野氏によれば、企業が内部留保を設備投資に振り向けないかには二つ理由がある。

- (1) 投資したい案件がなくて将来の投資に備えて積み立てている。
- (2) 先行きに何が起こるか予想できないので、そうした不安に備えている。

企業が急激な輸入物価上昇にもかかわらず、国内向けにはあまり出荷価格を引き上げないのは、まさに先行き不安に備えて貯めた内部留保を使っているからではなかろうか。

労働市場の違い

今回の世界的なドル高とインフレを起こした要因の一つは、2022年2月に始まるロシアのウクライナ侵攻にともなう世界的な資源価格急騰であるが、エネルギー自給率が高く資源価格高の影響を受けにくいはずのアメリカ経済が、世界の高インフレを主導しているのも奇妙である。元々、アメリカのインフレは2021年、コロナ禍からの経済回復による労働需給の逼迫から起こった激しい賃金上昇によって主導されたと考えられる。コロナ禍からの経済回復が、アメリカでは賃金上昇をもたらしたのに日本でそうではない理由については、Blanchard, Domash, and Summers (2022) が示唆的な議論を展開している³⁵。彼らの議論は日経新聞記事2022年10月23日付によって紹介されている³⁶。

彼らは簡単なサーチ理論モデルによって、今のアメリカ経済で起こっていることを説明している。モデルは2変数 u (失業率、横軸) と v (欠員率、縦軸) を同時決定する2本の方程式から成り立つ。まず経済の需要の強さを表すパラメータ x は失業率と欠員率を次のように結びつける。

$$v = xu \quad (1)$$

これは経済の需要 (x) が強いと失業率 u に比例して労働需要 (欠員率 v) が上がることを表す。平面では右上がりの直線として表される。

34 熊野英生 (2019) 「内部留保課税の難点」 <https://www.dlri.co.jp/pdf/macro/2017/kuma171027ET.pdf>

35 Blanchard, Domash, and Summers (2022) Bad News for the Fed from the Beveridge Space, <https://www.piie.com/sites/default/files/documents/pb22-7.pdf>

36 高野哲彰 (2022) 「米国悩ますインフレと失業の綱引き 軟着陸は至難の業か」 <https://www.nikkei.com/article/DGXZQOCD130ZA0T11C22A0000000/>

もうひとつの方程式は

$$h = au^\alpha v^{1-\alpha}$$

あるいは書き換えて

$$v = \left(\frac{h}{a}\right)^{\frac{1}{1-\alpha}} u^{\frac{\alpha}{1-\alpha}} \quad (2)$$

である。ただしここで、 $h=H/N$ は雇用率を表す。 a はマッチング確率を表すパラメータであり、 α は1未満の定数である。通常、マッチング関数は一次同次（各変数を倍にすると値が倍になるという意味）で、ここではコブ＝ダグラス型を想定する。この関係は、欠員率が失業率の減少関数であることを表し、ベバリッジ曲線と呼ばれ、 u - v 平面では原点に対して凸の曲線として描かれる。マッチングの効率性 a が上がると欠員率 v が下がり、曲線（2）は右上方にシフトすることに注意されたい。この関係は奇妙に見えるかもしれないが、サーチ理論の基礎にある「雇用率は、失業率と欠員率が釣り合っている時に高くなり、片方が大きすぎても小さすぎても下がってしまう」というマッチング関数の自然な想定を表している。

労働市場の均衡は直線（1）と曲線（2）の交点によって与えられる（図15）。経済の需要が回復すると次のような変化が起こる（図16）。まず x が増加し、直線（1）は原点を通ったまま左回りに動く。これによって失業率 u が下がり欠員率 v は増える。これはまさに今起こっている事態の一部である。しかしこれだけではない。コロナ禍によって、アメリカで行動制限を

伴うロックダウン政策で多くの離職者が元の職から切り離された。元の職はそのまま消滅してしまい、今は新しい欠員が発生しているが、応募してくる求職者がその職に適応しているとは限らない。そのためマッチングの効率性を表すパラメータ a が低下し、曲線（2）が右上方にシフトして、失業率、欠員率ともに増加している。「マッチングの効率性を表すパラメータ a が低下していることは、米労働統計局（Bureau of Labor Statistics）のデータでも報告されている」と著者らは言う。言い換えると、需要の拡大（ x の増加）とマッチング効率の低下（ a の低下）が同時に起こった結果、新しい短期の均衡では失業率に対し欠員率が大幅に過剰となってしまった。これは労働の超過需要を通じて賃金を急上昇させる。これがまさに今起こっていることである。

Blanchard, Domash, and Summers (2022) は次のように警告する。ここでインフレを抑えるために需要（ x ）を抑える政策、例えば利上げを行うと、労働需要直線（1）が右回りにシフトしてしまう。ベバリッジ曲線（2）が外側にシフトしている事態で需要低下が起こると、大きな失業が発生してしまう。

これに対して Figura and Waller (2022) は「ベバリッジ曲線は実はかなり傾斜がきつく（失業率の小さな増加が大きな欠員率の低下を伴う）、観測されたベバリッジ曲線は、需要低下に伴って移動した短期均衡点の軌跡をたどって描かれているために緩やかに見えるに過ぎない」と反論した³⁷。彼らによれば、今の米経済では需要回復により、ベバリッジ曲線はより失業率の低い位置に戻っているはずだから、利上げなどの

37 Figura and Waller (2022) What does the Beveridge curve tell us about the likelihood of a doft landing?

<https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/what-does-the-beveridge-curve-tell-us-about-the-likelihood-of-a-soft-landing-20220729.html>

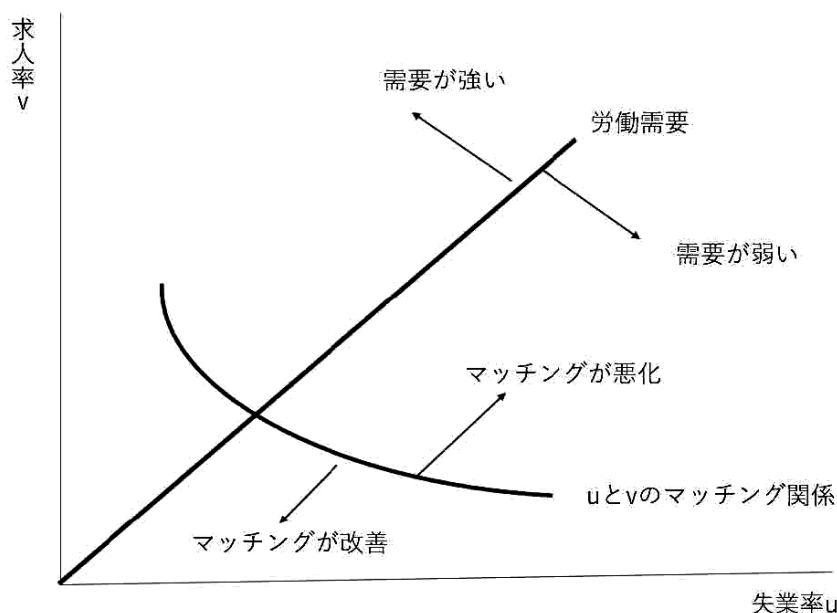


図 15 労働市場のマッチング分析 (Blanchard 他論文に基づき著者作成)

需要抑制をしてもそれほど大きな失業率増加は起こらないことになる。

高野哲彰氏は、上記日経新聞記事で、次のようにまとめている。日本ではアメリカと異なり、コロナ禍に伴う休業要請において政府が、雇用調整助成金や持続化給付金、家賃支援等を通じて、既存の職や雇用関係が消滅しないように努めた。その結果、コロナ禍が去った需要回復期においてミスマッチが発生しづらく、マッチング効率の低下によるベバリッジ曲線の外シフトが起こらなかったために、インフレが昂進しなかったのではないかと。我が国の経済危機対策は何かというと産業構造を固定化させるなどと批判されがちであるが、このような長所もあったという指摘はまことに重要である。

なぜ日本の賃金は上がらないのか

後述するように、日本銀行はメディアからの

批判を受け流して、金融緩和を継続するようであり、またその道理もあるのだが、日本の賃金にはどうも理解しがたい謎があるように思われる。

OECD統計で主要国の労働生産性の推移を見ると、水準の格差はともかく、日本の労働生産性は順調に成長しているように見える(図17)。

しかるにドル表示の日本の平均賃金は1990年頃からずっと動いていないように見えるのである(図18)。他国の賃金は労働生産性の上昇に比例するように上昇を続けているのに、日本だけ、まるで意図的に操作したかのようにドル表示の平均賃金が過去30年間止まっている。この間、為替レートは強烈な円高、円安を繰り返しているのだから、円建ての賃金を、円高の時には抑制し、円安の時にはドル表示が変わらない程度に上昇させているようにも見える。OECDの平均賃金は、GDP統計の総賃金を総雇用労

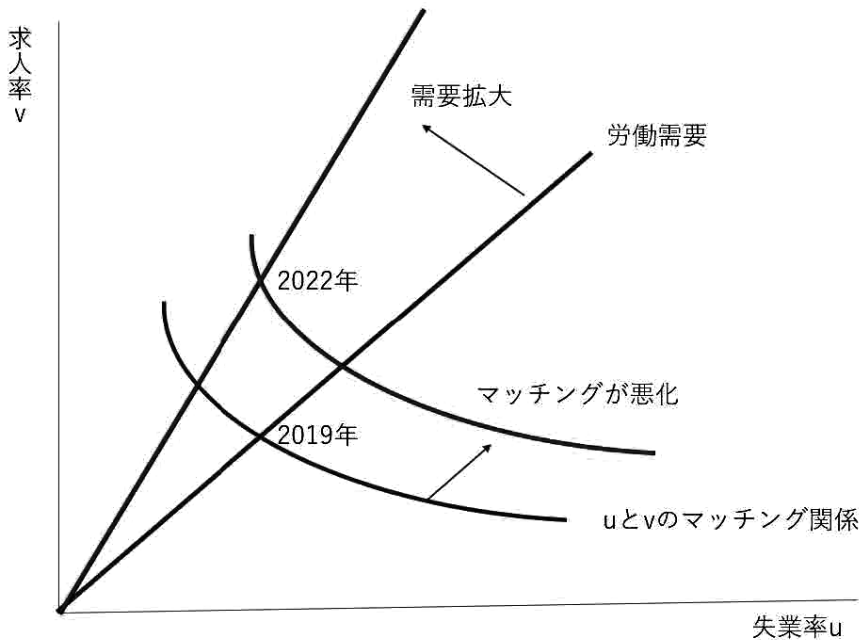


図 16 コロナ禍前後の変化 (Blanchard 他論文に基づき著者作成)

働者が割ったものであり、直接、企業や労働組合が操作できるわけではないか、財界の労務部である日経連あたりが、OECD 定義の平均賃金を常に計算して、賃金交渉の目安として各企業に情報提供している可能性は高いのではないか。

経済制裁は有効か

先程見たように、円安や日本の輸入物価上昇の大半は、2022年2月、ロシアがウクライナに侵攻してから起こっている。ロシアの侵攻に対して、西側諸国は結束して、ウクライナに対する軍事支援だけでなく、ロシアとの経済関係を断つ経済制裁で対抗している。しかし、これが世界的に資源市場を逼迫させ、エネルギー価格

を急騰させたとも言われる。さらに、経済制裁はロシア経済に打撃を与えたと言われつつ、侵攻当初に起こったロシア通貨ルーブルの下落は一時的なものにとどまり、今では侵攻以前の水準を上回っている。ウクライナ侵攻以前は1米ドル=70ルーブル台だったが、侵攻直後は100ルーブルを超えた。ところがその後急低下し、7月以降では1米ドル=60ルーブル程度の水準である³⁸。

西側諸国にとってはまことに都合が悪いが、資源輸出国であるロシアは戦費を通貨高で調達しているようなものである。さらに、ロシアからの天然ガスパイプラインを止められた欧州は、代替燃料としてLNGを求め、中東などから購入する価格が高騰し、これまで比較的安価

38 <https://fred.stlouisfed.org/series/CCUSMA02RUM618N>
<https://www.xe.com/ja/currencycharts/?from=RUB&to=USD>

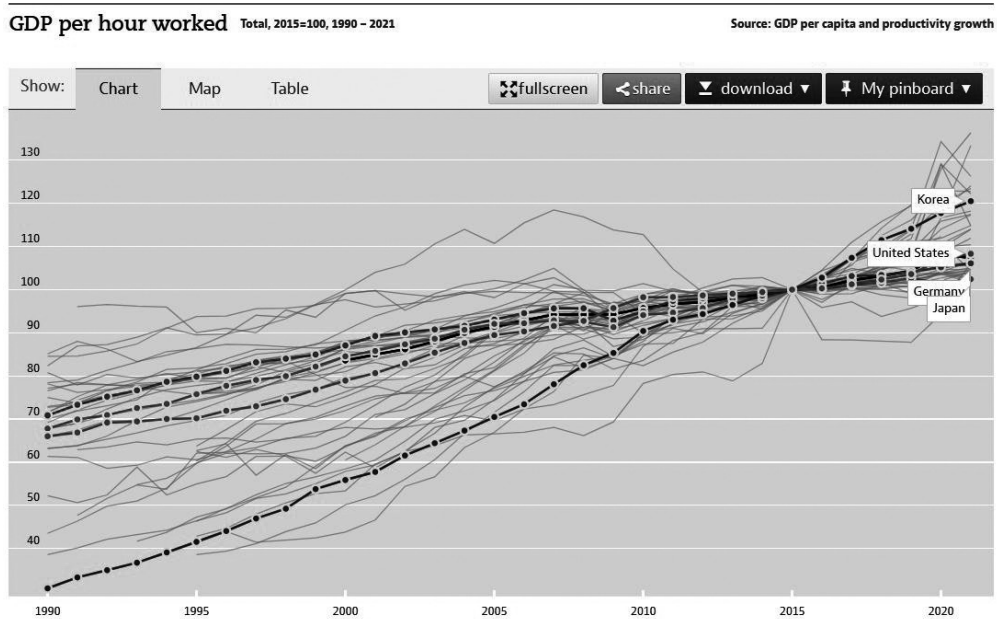


図 17 OECD 諸国の労働生産性の推移
<https://data.oecd.org/lprdy/gdp-per-hour-worked.htm>

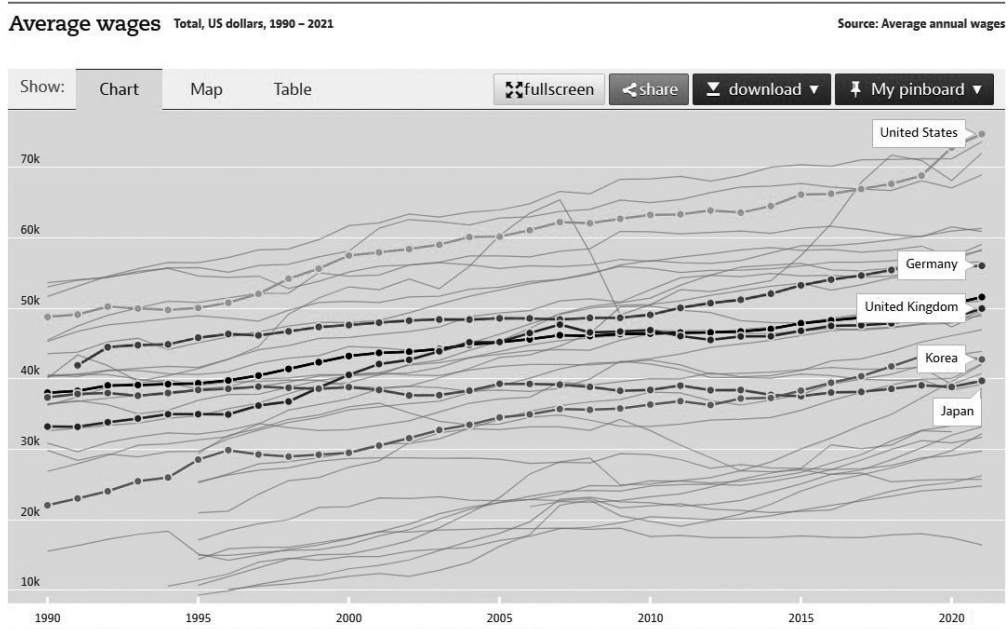


図 18 平均賃金の推移（米ドル表示）
<https://data.oecd.org/earnwage/average-wages.htm#indicator-chart>

な中東産天然ガスに依存して来た途上国が買い負けていると言われる。ロシアは、こういう各国のエネルギー事情を最初から念頭に置き、戦略的に行動していると考えられる。ガス不足は2023年も続く予想され、欧州中央銀行(ECB)は、ロシア産からの代替が進まなければ、2023年の欧州の実質経済成長率はマイナス0.9%に下がる一方、インフレ率は今より高い平均6.9%に上るとのスタグフレーションの見通しを公表している³⁹。

現在の世界は、「三国志」にも、「スターウォーズ」にも例えることができよう。中国もロシアもそれぞれ単独ではアメリカが主導する自由主義諸国連盟に対抗し得ない。しかし、ロシアは燃料資源大国であり、中国は巨大な人口とハイテクを有する生産大国である。資源大国ロシアと生産大国中国が提携すれば、アメリカに対抗し得る。この事実中国もロシアも気付いてしまったのが今の事態ではあるまいか。ニューヨーク大学の経済学者 Roubini (2022)は、「第3次世界大戦はすでに始まっている」と警鐘を鳴らしている⁴⁰。

超過利益課税

世界経済はインフレで苦しんでいるとはいえ、エネルギー産業など、一部の産業は空前の利益を上げている。インフレ抑止策として決定策を見いだせない主要国首脳の間、超過利益を上げている企業に超過課税をかけるという案

が広まっていると、日経新聞2022年11月7日付は報じている⁴¹。とはいえ超過利益の判定基準、課税方法、税率等について各国それぞれで、政策としてモデルになるような段階ではないようだ。「奇妙なのは、日本ではこういう声が全く上がっておらず、逆に円安や燃料高に苦しむ企業や家計を支援する政策ばかり論じられている」と日経新聞は言う。政府は燃料の消費者価格を抑制し、企業を支援する29兆円規模の補正予算を編成する予定だが、財源については国債発行だけでなく超過利益課税など幅広く検討する余地はありそうである。

仮想通貨

利上げは悪いことばかりでなく、良いこともある。その一つが世界的な仮想通貨相場の低迷である。元々、「低金利はバブルを誘発する」と言われたが、インフレの時代には実物が重視され、架空の存在であるバブル資産への関心が下がる。高金利で資金が仮想通貨から流出した模様である。最も安定した仮想通貨と言われるビットコインも、2021年の秋は6万ドルを超えていたが、2022年の秋は2万ドル以下に沈んでいる⁴²。インフレと高金利の時代には、株価が下がり、仮想通貨のようなバブル資産から資金が流出して、こういうブームに乗り遅れていた人たちにとって「他人の不幸は蜜の味」であろう。

39 日本経済新聞2022年10月31日付「ガス危機は終わらない 供給阻む配送網整備の壁」<https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUB276B20X21C22A0000000/>

40 Roubini (2022) The Age of Megathreats, <https://www.project-syndicate.org/onpoint/age-of-megathreats-war-climate-debt-inflation-technology-by-nouriel-roubini-2022-11?barrier=accesspaylog>

41 日本経済新聞2022年11月7日付「棚ぼた課税は愚策か 財源めぐるタブー破れ」<https://www.nikkei.com/article/DGXZQOCD291DU0Z21C22A0000000/>

42 日本経済新聞2022年11月9日付「仮想通貨大手バイナンス、同業FTXの事業買収で合意」<https://www.nikkei.com/article/DGXZQOGN08E2B0Y2A101C2000000/>

Ⅲ. 日本銀行の対応

金融政策は為替レートを考慮しない

急激な輸入物価上昇と円安を受けて、政府と日銀は対応に苦慮している。まずは日銀から見てゆこう。

「急激な輸入物価上昇と円安の責任者は日銀」という空気がメディアにある。今の円安の主要原因は日銀のゼロ金利に固執する頑なな姿勢であるという批判は、ある程度、事実でもある。実際、日銀は今のところ大きな動きを見せていない。そもそも現在の大規模緩和は2013年の春に始まり、今日まで10年近く続いているが、当初の意図に反して、つい最近まで日本はデフレから脱出していなかった。目立ったインフレが起こったのはつい最近である。総務省の消費者物価指数（2022年10月分、東京都区部）によれば、光熱水費は、2020年平均を100として、124という過去30年ぐらいたったことない数字である。前年同月比で見ると、2022年の3月ぐらいたった20%程度の増加を保っており、これが日銀に対する不満となって表れていると思われる。生鮮食品や家具・家事用品も2020年平均を100とする指数で108前後であり、生活をインフレが直撃していることがわかる。とはいえ、目下、物価指数における光熱水費のウェイトは5.5%であり、2割上がったところでそんなに物価指数が上がるわけでないが、支出比は物価指数でのウェイトを超えて上がっており、消費者の負担感を高めていると思われる。

このような状況でも日銀は金融政策をほとんど変更していない。日銀の政策目標は「2%の物価安定目標」であるという。しかしここで目標とされる物価上昇率とは何か。総務省の消費

者物価指数では、総合指数に加え、生鮮食品を除くコア指数、生鮮食品とエネルギーを除いたコアコア指数があるが、どれが日銀の目標だろうか。日銀は次のように述べる⁴³。

日本銀行は、「オーバーシュート型コミットメント」で、生鮮食品を除く消費者物価指数の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、マネタリーベースの拡大方針を継続することを約束しています。これによって、2%の「物価安定の目標」の実現に対する人々の信認を高めることを狙いとしています。

つまりコア物価指数が日銀の安定化目標であり、生鮮食品は含まないがエネルギーは含むとわかる。もう一つ重要なのは、一度目標に到達しても、「安定的に2%を超えるまで」緩和を続ける、つまり「オーバーシュート型コミットメント」という方針である（後述）。

この政策目標から見て現状はどう評価されるだろうか。政府は毎月の政策決定報告で政策委員会のGDP見通し、物価見通しを公表している（図19）。

これによれば、2022年度は3%近いコア物価上昇が見込まれるものの、2023年度以降は1%台の上昇にとどまると予想されている。つまり資源価格上昇も円安も、恒常的に続くものではなく一時的な水準効果に過ぎないと予想されているわけである。日銀の考えは「企業は光熱水費の20%上昇など、家計の困難を汲み取って、観測された3%の物価上昇以上の賃金引き上げを決断してほしい」ということだろう。仮に2023年春闘で例えば3%以上の賃金上昇が実現

43 日本銀行「長短金利操作付き量的・質的緩和」 <https://www.boj.or.jp/mopo/outline/qqe.htm/#p02>

2022～2024 年度の政策委員の大勢見通し

——対前年度比、%。なお、＜ ＞内は政策委員見通しの中央値。

	実質 GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	(参考) 消費者物価指数 (除く生鮮食品・エネルギー)
2022 年度	+1.8 ～ +2.1 ＜+2.0＞	+2.8 ～ +2.9 ＜+2.9＞	+1.8 ～ +1.9 ＜+1.8＞
7月時点の見通し	+2.2 ～ +2.5 ＜+2.4＞	+2.2 ～ +2.4 ＜+2.3＞	+1.2 ～ +1.4 ＜+1.3＞
2023 年度	+1.5 ～ +2.0 ＜+1.9＞	+1.5 ～ +1.8 ＜+1.6＞	+1.5 ～ +1.8 ＜+1.6＞
7月時点の見通し	+1.7 ～ +2.1 ＜+2.0＞	+1.2 ～ +1.5 ＜+1.4＞	+1.2 ～ +1.4 ＜+1.4＞
2024 年度	+1.3 ～ +1.6 ＜+1.5＞	+1.5 ～ +1.9 ＜+1.6＞	+1.5 ～ +1.8 ＜+1.6＞
7月時点の見通し	+1.1 ～ +1.5 ＜+1.3＞	+1.1 ～ +1.5 ＜+1.3＞	+1.4 ～ +1.7 ＜+1.5＞

(注1) 「大勢見通し」は、各政策委員が最も蓋然性の高いと考える見通しの数値について、最大値と最小値

図 19 日銀政策委員会の物価見通し
<https://www.boj.or.jp/mopo/outlook/gor2210a.pdf>

しなければ、日銀はどうするのか。その場合はおそらく現政策委員会が予想する通り1%台の物価上昇にしかならず、目標未達で金融緩和は継続とならざるを得ない。2%未満の物価上昇しかないのに利上げする理由を見出すことは難しかろう。

そもそも現在の金融政策の枠組みでは、為替レートは金融政策の目標ではない。しかしながら、金融政策、つまり利上げが通貨防衛の手段であるという観念はメディアに広く普及している。黒田総裁の記者会見では、円安に対する日銀の不作為をメディアが糾弾した模様である。

経済理論的には、一つの政策目標に対しては一つの政策を割り当てるのが原則である（ティンバーゲンの定理）。金融政策（金利操作）を物価安定に割り当てるなら、通貨安定には別の政策が必要である。そのため今の日本でも、為替レート管理は政府（財務省）の専管事項となっている。つまり、円安対策はもっぱら政府の責任であり、日銀は通貨水準について責任を負わないということである。

国際マクロ経済学には「開放経済のトリレンマ」というものがある。いわく

(1) 為替レートの安定

$$\frac{S^e - S}{S} = 0$$

(2) 資本移動の自由（カバーなし金利平価、Uncovered Interest Parity, UIP）

$$i = i^* + \frac{S^e - S}{S}$$

(3) 金融政策の独立

$$i \neq i^*$$

この三つを同時に成立することはできず、どれか二つを選んでもう一つは放棄せよ、という教えである。但しここで

S = 現在の為替レート、 S^e = 将来の予想為替レート

i = 自国の利子率、 i^* = 外国の利子率

である。

例えば主要先進国は（2）、（3）を選んで、（1）は放棄している。これに対し中国は、（1）、（3）を選んで（2）を放棄し、資本移動規制（為替管理）を行っている。日本政府は為替レートを市場に委ねる立場であるにも関わらず、時々、為替介入を行う。目下の課題は円を押し上げることだから、ドルを売って市場の円を買い上げる。これによって市場に滞留する円が減るので、ドル売り円買い介入は金融引き締め効果を持ち、日銀の金融緩和と矛盾してし

まう。これを相殺するために日銀が円資金を供給する（証券等を買ひ上げる）場合を不胎化介入と呼ぶ。日銀が何もしない場合は非不胎化介入である。いずれにしても為替介入には金融政策の独立性を脅かす性質がある。

日経新聞2022年9月21日付はこの問題に言及している⁴⁴。円安が進む有力原因は日銀の低金利政策だが、円買いドル売り介入をするとそれ自体金利を上げてしまう。ところが日銀の政策は緩和維持であるから、金利を下げるために円資金を市場に供給するとせっかくの介入効果が削がれてしまう。つまり物価目標に金融政策を充て、円安阻止には為替介入を充てるとお互いに矛盾してしまうのである。

これとは別に、政府が介入資金をどう調達するか、という問題がある。日経新聞2022年9月24日付によれば⁴⁵、日本の外貨準備高は1兆2920億ドル（約180兆円）であり、そのうちすぐ使うことができる外貨預金は1361億ドル（19兆円）だそうである。日本政府はこの9月、10月の介入ですでに8兆円以上のドルを売ったらしい。外貨預金を超えて介入する場合は米国債等外債を売ることが必要になるが、その場合、相手国政府の理解が必要という説もある。

オーバーシュート型コミットメント

日銀の黒田総裁は、2022年10月18日、衆院予算委員会に出席し、量的・質的金融緩和と政策失敗の責任を追及した野党議員に答えて、「金融緩和が失敗した事実はない。金融緩和を行わなかった場合と比べてGDPは年率平均0.9-1.3%程度、消費者物価の前年比は0.6-0.7%程度押し

44 日本経済新聞2022年9月21日付「為替介入が抱える不整合」

<https://www.nikkei.com/article/DGKKZO64487850Q2A920C2EN8000/>

45 日本経済新聞2022年9月24日付「為替介入の資金とは すぐ使える外貨預金は19兆円」

<https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUB2324J0T20C22A9000000/>

上げられている」との計量経済的分析結果⁴⁶に言及して反論した⁴⁷。

日銀が、コア物価上昇率2%という目標を達成したにもかかわらず金融緩和を継続することについても、日銀による計量分析が行われている。その結果は、次のようになる⁴⁸。

(1) 実績のインフレ率が目標値を下回っている場合には、過去のインフレ率の低さも考慮して緩和的な金融政策運営を行うことが、望ましい。

(2) 自然利子率が低いほど、低金利政策の景気刺激効果は低下するため、より長い期間の過去のインフレ率を参照する政策運営が望ましい。

言い換えれば、インフレ率の実績について目標値からの下振れが続いた場合には、その一部をインフレ率の実績の目標値からの上振れによって相殺することを予め約束する、いわゆる「埋め合わせ戦略」を実践することが最適である。長期の金融緩和にもかかわらず、目標の2%を下回るインフレ率が続いたので、実際のインフレ率が2%に達した場合でもしばらくは金融緩和をやめず、目標以上のインフレ率、例えば3%を当面維持することが最適になるのである。これが「オーバーシュート型コミットメント」である。

逆ザヤと債務超過

日銀が利上げに踏み切らない理由として、量的緩和で大量の国債を抱えてしまったことが日銀を身動きできなくしているという見方がある。

まず金利が上昇した時に当座預金の残高を維持するためには、日銀が相応の金利を支払う必要がある。日経新聞2022年7月5日付は「日銀は560兆円を超える当座預金を抱えており、これに0.5%の金利を払うと逆ザヤが発生し、2%まで引き上げると1年程度で債務超過となる」と指摘している⁴⁹。これが逆ザヤ問題である。同じ問題に米連邦準備銀行FRBも直面しており、日銀ほど大量の自国債を抱えてはいないFRBでも、当座預金金利が3%台後半になると債務超過に陥るとされる。

これとは別に、金利が上がると日銀保有国債の時価評価が下がり債務超過になるという懸念も指摘される。これには、日銀が市場で国債を売ることはなく、満期まで保有するのでこの意味での債務超過はないという意見もある。しかし、市場の反応には読み切れないところがあり、金利上昇がかえって円売りを招く可能性もある。

現在、日銀は500兆円を超える保有国債から金利を受け取り、政府に納入している。しかし金利が上がれば、保有国債から得られる金利は上がらないのに、超過準備預金に払う金利は上がるので、日銀の支出は収入を上回ようになり、赤字が発生する。にもかかわらず現行の日銀法では、政府が日銀に損失補填することはできない。これに対する市場の反応が円売りに向かうことは大いにあり得る。

日銀が金利上昇局面でも利上げできない状況に陥ることは、異次元緩和の出口問題として、

46 川本卓司他 (2021a) 『マクロ経済モデル Q-JEM を用いた「量的・質的緩和」挿入以降の政策効果の推計』。https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/wps_2021/wp21j07.htm/

47 https://www.bloomberg.co.jp/news/articles/2022-10-18/RJX9QQT1UM0W01

48 川本卓司他 (2021b) 『マクロ経済モデルを用いたオーバーシュート型コミットメントの分析』
https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/wps_2021/wp21j11.htm/

49 日本経済新聞2022年7月5日「日銀当座預金、最多の563兆円 高まる利払い負担リスク」https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUB07APP0X00C22A6000000/

経済学者及び金融専門家から指摘されていたが、今日に至るまで政府が法的準備をした形跡はない。

財政再建との関係

異次元緩和の効果は確かにあったとはいえ、いわゆるリフレ派の当初の期待と異なり、数量的効果が乏しかったのは、消費増税を行ったから、という見解がある。これは岩田規久男（元日本銀行副総裁）など異次元緩和断行時に日銀中枢にいたリフレ派から提起されている見方である。これを数量的に検証することは難しいと思われるのだが、論点を整理しておきたい。

異次元緩和（量的・質的金融緩和）が開始されるに先立って、2013年1月に政府と日銀の間で取り交わされた歴史的合意（アコード）がある⁵⁰。そこには政府の役割として、

政府は、日本銀行との連携強化にあたり、財政運営に対する信認を確保する観点から、持続可能な財政構造を確立するための取組を着実に推進する。

と書いてある。この意味は「政府は財政再建の努力をする」ということである。当時は、増税して大きな政府になるか、歳出削減して小さな政府になるか、いずれにしても政府は財政再建を進めるという合意があった。この背景には、財政再建することは重要だが、財政再建の手段（歳出削減か増税か）は、金融緩和の効果にそれ程影響を与えないという考えがあった。

遡って、ゼロ年代の自民党内には、財政再建を進めるにあたり、歳出削減を主張する「上げ潮派」と、増税を説く「財政健全派」の対立があった模様である。これは第1次安倍政権の頃にはほぼ後者が勝利し、続く福田政権、麻生政権でも引き継がれたと思われる。3年半の民主党政権時代、自民党首は財政健全派の谷垣禎一であり、彼が主導して「税と社会保障の一体改革」合意が民主党政権との間に結ばれた⁵¹。

民主党政権が倒れ第2次安倍政権発足とほぼ同時に異次元緩和が始まったが、2013年の目覚ましい円安と株価上昇は、2014年4月の消費税率引き上げ（5%→8%）直前の消費ブームを最後に、落ち着いた動きとなった。消費増税後に続いた消費低迷は、それ自体は増税の性質上当然予想されるものであったが、「異次元緩和の目覚ましい効果が消えたのは消費増税」という声も聞かれるようになった。日銀副総裁退任後、岩田規久男氏は、日経新聞の取材に答え「2%未達の最大の理由は14年4月の消費増税だ。多くのリフレ派が反対したこの増税がなければ、14年夏ごろに2%に到達したはず」と答えた⁵²。

この岩田発言以来、リフレ派の金融緩和理解は混迷を深めてゆく。本来、異次元緩和は、政府と日銀のアコードにあるように、財政再建を前提としていたはずであり、岩田氏は日銀副総裁としてその責任を負う立場ではなかったか。ところが「増税したから金融緩和の効果がなくなった」という自らの考え方を否定するような発言をしたことが、その後、金融政策より財政拡大が必要という「反緊縮」(anti-austerity) 派

50 日本銀行「デフレ脱却と持続的な経済成長のための政府・日本銀行の政策連携について（共同声明）」2013年1月22日。https://www.boj.or.jp/announcements/release_2013/k130122c.pdf

51 <https://ja.wikipedia.org/wiki/%E4%B8%8A%E3%81%92%E6%BD%AE%E6%B4%BE>

52 日本経済新聞2018年3月27日付「国債買いで物価2%『単純すぎた』岩田規久男氏」<https://www.nikkei.com/article/DGXMZO28642670X20C18A3EE8000/>

の台頭につながったと思われる。とはいえ、変節に見える岩田氏の発言であるが、岩田氏は元々「上げ潮派」であって、増税でなく歳出削減で財政再建すべきと考えていただけたかもしれない。

安倍政権における2回目の消費増税は2019年10月に行われた。直前の好況と直後の停滞は同様のパターンをたどるはずだったが、2020年初からコロナ禍が到来し、その効果は不透明となった。

「消費税率引き上げによる消費押し下げ効果を考慮しても、異次元緩和には定量的に検知できるインフレ率と名目 GDP 引き上げ効果があった」というのが2022年10月18日の国会での黒田総裁の発言であったと理解すべきだろう。

異次元緩和を振り返って

正直、筆者は、黒田氏がこんなに意志の強い日銀総裁になるとは思わなかった。黒田氏が記者会見で言うことは、すべて日銀の公式文書に根拠があり、アカデミックな研究が背景にある。それに引き換えメディアに溢れる日銀批判は世論を代弁している面があるとはいえ、思いつき、口から出まかせの域を出ない。

だいたい米 FRB も欧州中銀も激しいインフレが起こってるから利上げしてるわけで、日本のように主要国中最大の通貨安でもたった3%、来年は1%台に戻ってしまうと言われる低インフレ率では、どんな理論でも利上げができないのである。

「押しでもダメなら引いてみな」理論であるネオ・フィッシャー政策が一時取り沙汰され、筆者もレビューを書いた（今井 [2019]）が、2019年春に北米に行って FRB 勤務の旧知に聞

いてみたら「そんな話、実務では全く聞かない」と言われてしまった。理論の提唱者である Schmitt-Grohe and Uribe も、最近は黙っているようだ⁵³。欧米を見れば、あくまでもインフレが先で後から利上げしており、逆ではない。

国会や記者会見で日銀批判してる野党議員や、メディア記者が言ってることは誤解に基づいていることが多いが、彼らの仕事は庶民感覚を当局にぶつけることだから許容してもよい。事実、世論調査では「金融緩和を見直せ」という声がやや多いからである。とはいえ、中銀が世論にいちいち付和雷同していたら、ルールに則った金融政策はできない。今の経済理論では、金融政策は「裁量よりルール」である。

元々今の異次元緩和は、安倍政権主導で日銀執行部がリフレ派に占拠されて始まった裁量政策であり、その意味で開始当初は経済学者の批判が多かった。しかしすでに9年も続いてデータも溜まり、2021年まではそこそこの円安でマイルドなインフレ率と名目 GDP 成長を実現していた。2022年の主要国中最大の通貨安は、もっぱらロシアのイラク侵攻によって起こった一時的現象と見るべきである。今のところ、日銀を批判するエビデンスは乏しい。

終わりに

本稿では、2022年における日本のコロナ禍について、(1) 医療・公衆衛生上の特徴、(2) 経済回復に伴うインフレ、(3) 財政金融政策（とりわけ日銀）という3つの視点から考察した。2023年初では1ドル=130円を割る為替相場となっているのは、日本の物価もようやく長期デフレから脱しインフレ期に入り、日本銀行もリ

53 Schmitt-Grohe のホームページ。https://www1.columbia.edu/~ss3501/research/schmittgrohe.html

コロンビア大学の頁。https://econ.columbia.edu/econpeople/stephanie-schmitt-grohe/

フレ政策をやめ利上げするのではないか、という予想が市場関係者に広まっている、と解説されている⁵⁴。今後のインフレ動向には目を離せない。

参考文献

1. 今井亮一 (2019)『長期停滞論とネオ・フィッシャー政策』九州大学留学生センター紀要第27号、61-74。
2. 今井亮一 (2020)『内生的貨幣論と消費税』九州大学留学生センター紀要第28号、65-81。
3. 今井亮一 (2021)『2020年：コロナ感染拡大と日本経済』九州大学留学生センター紀要第29号、21-38。
4. 今井亮一 (2022)『2021年：コロナ禍と日本経済』九州大学留学生センター紀要第30号、1-16。
5. 岩本康志 (2013) 国際金融論講義スライド、<http://www.econ.kyoto-u.ac.jp/~iwamoto/cgi-bin/wp/wp-content/uploads/2014/02/kokukin201303rev.pdf>
6. 川本卓司他 (2021a)『マクロ経済モデル Q-JEM を用いた「量的・質的緩和」挿入以降の政策効果の推計』。https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/wps_2021/wp21j07.htm/
7. 川本卓司他 (2021b)『マクロ経済モデルを用いたオーバーシュート型コミットメントの分析』https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/wps_2021/wp21j11.htm/
8. Bilinski, Thompson, MHA, Emanuel (2022) Covid-19 and Excess All-Cause Mortality in the US and 20 Comparison Countries, June 2021-March 2022, <https://jamanetwork.com/journals/jama/fullarticle/2798990>
9. Blanchard, Domash, and Summers (2022) Bad News for the Fed from the Beveridge Space, <https://www.piie.com/sites/default/files/documents/pb22-7.pdf>
10. Centers for Disease Control and Prevention (CDC), Covid-19 Vaccination and Non-Covid-19 Mortality Risk -Seven Integrated Health Care Organizations, United States, December 14, 2020-July 31, 2021, <https://www.cdc.gov/mmwr/volumes/70/wr/mm7043e2.htm>
11. Cochrane, James H (2022) The Fiscal Theory of the Price Level, to be published in 2022 by Princeton University Press. <https://www.johnhcochrane.com/research-all/the-fiscal-theory-of-the-price-level-1>
12. COVID-19 Excess Mortality Collaborators (2022) Estimating excess mortality due to the COVID-19 pandemic: a systematic analysis of COVID-19-related mortality, 2020-21. [https://www.thelancet.com/journals/lancet/article/PIIS0140-6736\(21\)02796-3/fulltext](https://www.thelancet.com/journals/lancet/article/PIIS0140-6736(21)02796-3/fulltext)
13. Figura and Waller (2022) What does the Beveridge curve tell us about the likelihood of a soft landing? <https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/what-does-the-beveridge-curve-tell-us-about-the-likelihood-of-a-soft-landing-20220729.html>
14. Wallace, Goldsmith-Pinkham, and Schwartz (2022) Excess Death Rates for Republicans and Democrats During the Covid-19 Pandemic, <https://www.nber.org/papers/w30512>

54 日本経済新聞2023年1月3日付「円上昇、一時7か月ぶり129円台」
<https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUB302AG0Q2A231C2000000/>