

Contents

特集：インフレ・ターゲティング論とデフレ経済	1p
<今週の”The Economist”から>	
“Get a parachute” 「不況に備えよ」	7p
<From the Editor> 「夏休みのご報告」	8p

特集：インフレ・ターゲティング論とデフレ経済

景気の悪化が深刻になってきました。米国発のIT不況は予想以上の猛威を振り、ダウ平均は1万ドル割れ。日本でも8月28日に発表された失業率が戦後最悪の5%となり、日経平均はバブル後の最安値を更新中です。「痛みを伴う改革」には、苦しい環境になってきました。

こうした中で、インフレ・ターゲティングをめぐる議論が増えています。大々的な財政支出ができるような状況でもなく、ほかに手の打ちようが見当たらない状況では、金融政策への期待が高まるのは無理のないところ。しかし中央銀行にはできることとできないことがあります。今週はこの議論の妥当性について考えてみました。

インフレの誘惑

インフレ・ターゲティングとは、90年代前半にニュージーランド、英、カナダ、豪州などの国が相次いで導入した手法である。インフレ率の目標を2~3%前後に設定し、中央銀行はそれを実現するように努力をし、失敗した場合は総裁が責任を取るというもの。あくまでも「インフレを避けるための重石を増やす」試みであり、速水総裁も「(インフレ・ターゲティングは)日本銀行にとっての勉強課題」として一概に否定はしていない。

しかし現在の議論は、「デフレを防ぐために、中央銀行が目標を掲げる」というもの。暗に意図するところは、単に目標を掲げるだけではなく、物価上昇のための手段を総動員するように日銀に強いることにある。つまり形を変えた「調整インフレ政策の要求」である。調整インフレ論自体は、1998年頃から何度も浮上しては下火になってきた。今回のインフレ・ターゲティング論議はその敗者復活戦と見ることができよう。

以下に掲げるのは、最近の政府要人による金融政策に関する発言を拾い出したもの。

< 推進派 >

竹中平蔵経済財政担当相：「日銀はデフレと戦う決意を訴え続けてほしい」

塩川正十郎財務相：「どの時点で物価下落に歯止めをかけるのかを議論してもらいたい」

山崎拓自民党幹事長：「今、財政出動は難しい。金融政策があるということを明確にしよう」

山本幸三衆院議員ら「日銀法改正研究会」のメンバー：「我々が主張するインフレ目標策を『ばかな政策』と切り捨てた。到底許しがたい」

< 慎重派 >

小泉純一郎首相：「インフレ・ターゲット政策は制御できず、難しい」

麻生太郎政調会長：「（今の日本のような）デフレ下で導入したことはない」

加藤紘一元幹事長：「（インフレで）政府が得をしても国民が損をすれば政治的に持たない」

野田毅保守党幹事長：「誘導はできない。需要のないところにお金は動かない」

政治側の圧力は強く、小泉首相の反対でかろうじて踏みとどまっているという観測もあるが、筆者はこの議論が大きな流れになるとは思わない。もし政治家が本気でインフレ・ターゲットの導入を目指すのであれば、今すぐ臨時国会を開催して、財政法や日銀法の改正に取り組まなければならない。インフレ・ターゲット＝実質的な調整インフレ政策は、中央銀行が簡単に飲めるような話ではなく、圧力をかければその通りになるようなものではない。つまり、本気で日銀に喧嘩を売る覚悟が必要である。

ところが臨時国会の開催は9月27日になる公算であり、小泉首相は9月16日からアセアン4カ国を歴訪する。与野党の要人も、9月はあいついで外遊の予定を入れているのが現状だ。正直なところ、これから約1ヶ月間に生じる景況感の悪化に対し、政治側には打つ手がない。雇用対策を軸とした補正予算が論議されているが、これも「国債発行額30兆円」の枠があるために大規模なものにはできない。証券税制の見直しでさえ、党税調の抵抗を押し切ることができない。そこで仕方がなく、日銀に「ないものねだり」をしているようなものだ。

ここで筆者は柄にもなく苦言を呈してみたいのだが、本来であれば小泉内閣は夏休みを返上して、構造改革における最大の優先課題であるところの不良債権処理に取り組むべきであった。ところがこの問題はほとんど放置され、財政再建や特殊法人改革が優先されてきた。それどころか、概算要求が終わってしまったのに、改革の工程表がまだできていないという手順前後もやっている。その意味では橋本改革の方が、まだしも手際が良かったと思う。

ともあれ、ここへきてインフレ・ターゲットが真剣に語られているということは、予想以上に経済環境が悪化したことと、思ったほど改革の実効が上がっていないことの証左と考えると、考えていこう。

量的緩和の段階論

インフレ・ターゲティング論で重要なのは、望ましいインフレ率を実現するための具体策である。論者によっては、「中央銀行がデフレと戦うという意思を示すことが大切」として、いわゆるアナウンス効果に意味があるとする意見もある。だが、手段がないのに、目標を掲げるだけで問題が解決すると考えるのはいささか精神論といえよう。

実際に経済をインフレ傾向に持っていかうとすれば、具体的には以下のような方策が考えられる。

量的緩和の手段

- ・ゼロ金利政策（99年2月～2000年8月に実施。その後は解除）
- ・量的緩和（今年3月19日以後に実施、日銀当座預金残高を5兆円に。実質的なゼロ金利復帰）
- ・量的緩和の拡大（8月14日に発表、残高を6兆円にし、国債買い入れを増額）
- ・さらに積極的な量的緩和策
 - マネタイゼーション（赤字国債の引き受け）
 - 円安誘導（外貨建て資産の直接購入、非不胎化介入など）
 - 企業の直接金融支援（低格付け社債やCPの買い入れなど）
 - RCC（整理回収機構）への資金供与
 - 「株でも土地でも日銀に買わせればいい」（舛添参議院議員）

金融政策は、これまでもかなりアクセルを踏み込んでしまっている。もし、さらにインフレを望むのであれば、～のような方策を検討する必要がある。しかし、赤字国債の日銀引き受けは財政法の改正が必要になる。そのためには臨時国会で激論を展開する必要があるが、簡単に決まりそうな話ではない。の円安論者も多いものの、米国やアジア各国がそれを許すかという問題がある。ブッシュ政権は「構造改革の結果として生じる円安は許容するが、介入による円安は不可」というのが、大方の見方。当然ながらも日銀法の改正が必要になるので、今すぐにどうこうできる話ではない。

となると、具体性があるのはかくらいである。つまり、**実際に構造改革に取り組んだ結果、不良債権処理などを側面支援する意味で流動性を供給するのであれば、これは以前からの日銀の主張にも合致する**話である。ただし、これらは大型倒産が続出するような事態に備えて残してある貴重な弾丸であり、気安く乱発するわけにはいかない。

もちろん、どうしても人為的にインフレを起こしたいのであれば、「日銀総裁に思い切り無責任な人間を任命する」「国内資本の海外への逃避を奨励する」などの方策がないではない。つまり日本銀行券という紙切れの信用を落とせばいいわけである。ただし本気で通貨の信用を落とした場合、それを回復することは容易なことではない。おそらくインフレが止まらなくなるだけでなく、日本経済の根幹が揺らいでしまうはずだ。

ゆえに、これは中央銀行としては取り得ない政策である。日本銀行券はわれわれの目から見ればお金だが、日銀にとっては資産勘定の右上に位置する借入金となる。「インフレを起こせ、お札をドンドン刷れ」という意見は、中央銀行にとっては「借金を増やして、その価値を下げる」ということを意味する。また「年間2%程度のインフレ率を目指せ」ということは、「家計貯蓄に対して毎年2%の目減りを強制する」ことでもある。いわば形を変えた消費税のようなもの。日銀がこれを拒否するのは当然である。

デフレが生じる3つの理由

インフレ・ターゲティング論が出てくるのは、近年の物価下落が深刻だからであろう。日本経済の名目GDPはここ3年間に約3%縮小している。物価が下落した分だけ、実質成長率が少しだけ伸びていることになっているが、普通の人を実感しているのは名目の世界である。また、名目GDPの下落は、不良債権問題の解決を困難にしているし、生保の逆鞘などの問題をもたらす。「とにかく、株と土地が上がらないことにはどうにもならない」という声は、日本中で聞かれているはずだ。

政府が初めてデフレを認定したのは、今年3月の月例経済報告からである。従来はデフレの定義とは「物価下落を伴った景気後退」としていたが、これを「持続的な物価の下落」に置き換えた。たとえば1998年には、物価の下落と景気後退（マイナス成長）が同時に生じているからデフレと断定できる。もしもこのとき、公的需要による下支えがなかったら、デフレスパイラルになっていた可能性は否定できない。

ところが新しい定義に従うならば、日本経済は物価が下がっている限りデフレ状態が続くことになる。この判断をどう捉えるかは議論の分かれるところであろう。なぜなら、現在の物価下落は、かなり構造的なものであるからだ。

物価の下方圧力としては、大きく言って3つの理由が考えられる。

(1) 需給ギャップによるデフレ

実質GDPが潜在GDPを大きく下回っていることによる物価下落。内外の需要不足によって日本経済の稼働率は低下しており、過剰設備の廃棄と需要の拡大の両方が求められている。たとえば世界的なIT不況により、DRAMの値段はこの1年で10分の1になった。これだけの劇的な変化を中和することは容易ではないだろう。

『転換期の日本経済』（吉川洋氏）によれば、そもそも日本経済の需要不足は70年代初頭から続いている。そこで70年代には輸出に、85年以後はバブルによって需要を創出した。90年代の低成長は、日本経済が新しい需要を作ることに失敗したことを意味する。この解釈が正しければ、日本経済が直面しなければならないのは過去10年ではなく、実に過去30年のツケだということになる。

(2) 内外価格差解消によるデフレ

いわゆる「ユニクロ現象」により、280円の牛丼や65円のハンバーガーが登場している。こういう物価下落をもたらしているのは、グローバル化に伴う全世界的な現象、とくに中国からの高品質・低価格の輸入品の増加、ITの導入による効率的なマーケティングや全世界最適調達による合理化効果、品質と価格に対する消費者意識の変容、などによる。いずれも不可逆的な趨勢であるだけでなく、中長期的に見れば望ましい変化でもある。

実際に消費財の内外価格差は解消に向かっており、果てしなく続く恐れは少ない。ゆえにこうした「良い物価下落」を懸念する必要はないだろう。

(3) 不良債権がもたらすデフレ

不良債権問題が金融機関の行動を制約し、信用創造の低下をもたらす。結果として貨幣の流通速度が低下するために生じるデフレ。日銀がいくらベースマネーを供給しても、金融機関を通じて貸し出しが伸びていかないことにはマネーサプライは増加しない。つまり金融機関が経営の健全性を取り戻し、金融仲介機能を再生する必要がある。

そこで不良債権処理こそが最良のデフレ対策になるはずなのだが、金融機関の現場からは「デフレを止めないことには不良債権処理ができない」という声が返ってくる。これでは「ニワトリとタマゴ」である。だが、金融機関がデフレを理由にバランスシート調整を先送りすることは許されないといえよう。

歴史的にみたデフレ現象

ところで一連のデフレ論議に対し、興味深い示唆を与えてくれるのが『これがデフレだ!』(吉野俊彦/日経ビジネス人文庫)である。吉野氏は日銀OBの「歴史派エコノミスト」。本書によれば、日本は過去に4回のデフレを体験しており、それはいずれもインフレの後に生じている。すなわち**デフレとは、インフレによって生じた経済の歪みを是正する期間**であり、そもそもインフレがなければデフレも生じないはず、という。

日本が体験した過去の4つのデフレ

松方デフレ	(明治期)	西南戦争によるインフレ
井上デフレ	(大正期)	第一次大戦によるブームの反動
ドッジライン	(昭和期)	第二次大戦によるインフレ
平成デフレ	(平成期)	バブルによる資産インフレ

こうした過去の経験が教えることは、単純ながら「終わらなかったデフレはない」ことである。また同時に、「インフレには限りがないが、デフレには限りがある」、つまり天文学的なデフレというものはあり得ない。当たり前の話だが、100円が1万円や1億円になることはあっても、0円になることは絶対にはないのである。

今回のデフレ局面も、上記のような3つの調整が終わった時点で止まるはずだ。ゆえに需給ギャップの解消（需要の拡大と過剰施設の償却）、不良債権処理などを地道に行う必要がある。政策的な支援は望ましいが、それだけでデフレを終わらせることはできない。

過去において、大きなデフレが戦争や通貨の大幅切り下げによって鎮静化した例はあるが、今日の事態に対する決定打を示唆してくれるものはない。少なくとも、「公共投資の増額だけで（デフレを）脱却させたという事例はない」（吉野氏）。

さて、最近では現在のデフレを井上デフレと比較する論議が流行している。井上蔵相による金解禁を小泉首相の構造改革に、昭和の金融恐慌を平成の金融不安に、そしてニューヨークの株価大暴落を今回のIT不況に置きかえると、「デフレ下でデフレ政策を強行し、結果として悲惨な結果を招く」というアナロジーが成立する。

しかし以下のようなデータを見ると、当時と現在を同じように論じるのは根本的に無理があるような気がしてくる。なにしろ当時は、3年で25%の物価下落が生じているのである。今日の事態とは比較にならない。

戦前基準総合卸売り物価指数（昭和9 11年を1とする）

昭和4年（1929）	1.075	* 浜口内閣誕生（7月）、NY大暴落（10月）
昭和5年（1930）	0.885	* 金解禁実行（1月）、この年、株価は25.5%下落
昭和6年（1931）	0.748	
昭和7年（1932）	0.830	* 高橋蔵相就任、リフレ政策へ
昭和8年（1933）	0.951	
昭和9年（1934）	0.970	
昭和10年（1935）	0.994	* 二二六事件で高橋暗殺

今回のデフレは、グローバル化やIT革命が背後にあるだけに「浅く、長い」ものになるだろう。これはたしかに痛みを伴うプロセスといえるが、2~3%の物価下落によって日本経済が破綻するというのは、どう考えても大袈裟すぎる議論ではないだろうか。また、逆に2~3%のインフレによって不良債権問題が片付くというも、それでは数十年もかかる計算となり、非現実的である。

つまるところ、金融政策はデフレに対する痛み止めになることはあっても、特効薬になることはない。特効薬があるかのように振る舞うことも、賢明な態度ではないだろう。

< 今週の”The Economist”から >

”Get a parachute”

Aug 23rd, 2001

Cover Story

「不況に備えよ」

(p.13)

* 世界経済はすでに景気後退局面に入ったかもしれない。ではどうしたらいいか。”The Economist”誌のアドバイスは「救命具の用意を」。

< 要約 >

米連銀は今年7回目の利下げに踏み切った。グリーンSPAN議長はあらゆる手を打ったが、米国景気の減速により、少なくともメキシコやシンガポールや台湾では景気後退が起きている。全世界のGDPは、たぶん今年第2四半期で20年ぶりに下落に転じよう。米国経済も反転の兆しは見られず、世界の他の地域からも悪い知らせが多い。ユーロエリアはかろうじてプラス、日本は厳しい下落、東アジアやラ米の多くも警戒水域だ。

過去半世紀間の景気減速局面と比べると、今回は3つの面で違う。まず脆弱な地域があまりにも多いことだ。91年の不況期では、日独や東アジアは好調だった。今回の下降局面は1930年代以来の同時進行性がありそうだ。グローバル化の進展でそのリスクは高まっている。

2点目の違いはインフレがないことだ。つまり利下げの余地が大きい。とくに米国は財政黒字があるので減税できる。金融・財政面からの刺激により、米国は景気後退を避けられるという見込みもある。だが金融政策が効果を発揮するまでは6~12ヵ月のラグがある。加えて長期金利は下がらず、株価も落ちたまま、ドルも年初の水準を上回っている。これでは金融緩和したことになる。利下げは住宅建設を通じて需要を刺激できるが、すでに米国の住宅市場は過熱気味。しかしレイオフが増え続ける中で、いつまで続くかは疑問が残る。

連銀がなりふり構わないのに比べ、ユーロエリアや日本はそうではない。欧州中銀は今年1回しか利下げを行っていない。インフレは低下し、ユーロは強くなったのだから、8月30日の会合では利下げすべきだ。日本もデフレ下で公共投資の削減を行おうとしているが、景気回復を待った方がいい。他方、日銀は更なる金融緩和を追求すべきである。

第3点の違いは、今回の下方局面は需要の下落によるものではない点だ。むしろ投資主導型である。90年代の米国の発展は、未来の成長と利益へのばら色の期待を招き、過剰債務による過剰投資を招いてしまった。設備と債務の過剰がある場合、利下げの刺激効果は弱くなりがちだ。第2次大戦前にはよくあった投資主導型不況は、長く深くなる傾向がある。

こうした中で、ドル安を求める声が増えている。対ユーロで緩やかに下落するのならそれも結構だが、ドルの独歩安は危険。経常赤字のファイナンスができなくなるし、利下げの余地もなくなってしまう。ユーロや円が対ドルで上昇することは、不況の輸出にもつながる。

投資バブルが崩壊すれば、経済の深刻な下落は必然だ。為替レートを変えても世界同時不況は防げない。中央銀行は金融を緩和し、政府は財政を柔軟にし、あとは祈るしかない。

<From the Editor > 夏休みのご報告

ご無沙汰いたしました。3週間も本誌をお休みしていると、つくづく1週間は長いです。とはいえ、本当に会社を休んでいたのは1週間だけですし、あんまり充電した覚えもなく執筆作業に復帰してしまいました。

今年の夏の思い出は「生まれてはじめて靖国神社に行ったこと」（8月8日）と、「長女と一緒に立山登山したこと」（8月15日）でした。とくに後者は山頂で雨に降られ、ちょっと怖い思いをしましたし、終わってから久々の筋肉痛の辛さを味わいました。それでも故郷に帰って自然に接するというのは、やってみるとなかなかいいものだというのが実感です。夏休み中の読書としては、下記の3点が有益でした。

『重光・東郷とその時代』（岡崎久彦 / PHP 研究所）

『転換期の日本経済』（吉川洋 / 岩波書店）

『検証 経済迷走』（西野智彦 / 岩波書店）

こうやって振り返ってみると、われながら何とも地味な夏でした。そういえば海外旅行も久しくしていない。来年こそはちゃんとした旅行をしよう、と決意する8月31日の今日。

編集者敬白

- 本レポートの内容は担当者個人の見解に基づいており、日商岩井株式会社の見解を示すものではありません。ご要望、問い合わせ等は下記あてにお願いします。
〒135-8655 東京都港区台場 2-3-1 <http://www.nisshoiwai.co.jp>
日商岩井ビジネス戦略研究所 吉崎達彦 TEL: (03)5520-2195 FAX: (03)5520-2183
E-MAIL: yoshizaki.tatsuhiko@nisshoiwai.co.jp