

Contents

特集：東西デフレ事情 1p

< 今週の”The Economist”から >

”The pleasure of dealing with North Korea” 「北朝鮮に備える楽しみ」 8p

< From the Editor > 「日経新聞にご用心」 9p

特集：東西デフレ事情

気がつけば日本だけでなく、世界のあちらでもこちらでも「デフレ」が問題になっています。米国ではF R Bが大向こうの予想を裏切って0.5%の利下げに踏み切り、日本では塩川財務大臣や黒田財務官が中国人民元の切り上げに言及し、さらには「グローバル・デフレ」に対する警戒論も語られています。

さて、この問題をいかに考えるべきか。実をいうとデフレが発生するメカニズムはかならずしも明白ではなく、そこを飛び越して解決策ばかりが議論されているように感じます。そこで今週は、世界のデフレ事情を概観してみることにしました。（今週号は、小学館S A P I O 12月25日号に寄稿したものと一部重なっていることをお断り申し上げます）

なぜ世界はデフレなのか

サムエルソンの『経済学』をひも解いてみよう。デフレーションに対して与えられているのは次のような説明である。

インフレーションの逆がデフレーションであって、これは物価の一般的水準が下落しているときに生ずる現象である。デフレーションは、20世紀の後期には希にしか起こらなかった。…(中略) …政府による積極的な安定化政策の出現は、大部分の先進工業国において深刻かつ持続的な不況を過去のものとしてしまったが、おかげで経済の舞台からデフレーションを排除することとなったのである。

ケインズ経済学の誕生は、デフレを過去のものとしたはずだった。ところがデフレは現実のものとして蘇っている。卸売物価の下落、長期金利の低下、株価の下落、成長率の低下と失業率の高止まり、といった現象は世界中で生じている。

1990年代の後半から、「インフレの死」を宣告する議論は少なくなかった。たとえば『スピードの経済』（伊藤洋一、1997年）は、市場経済の拡大とデジタル・ネットワーク革命をその理由に挙げている。しかし、今日起きている現象は「景気が良くなってもインフレにならない」というばら色のニューエコノミー論ではなく、世界的なデフレが長続きするという憂鬱な警戒論である。

三菱証券の水野和夫氏は、「高インフレと実質賃金の上昇が同時進行した20世紀の方が、過去800年の歴史の中でむしろ特異な時代であった。21世紀はその是正が始まる。すなわちデフレの時代であり、超低金利時代の時代である」と述べている¹。

19世紀後半に欧州列強が植民地獲得競争を演じた時代には、やはり長期にわたるデフレがあった。植民地の拡大は現代以上のグローバル化を実現し、鉄道や蒸気船の登場は新技術が世界を一回り小さくすることを意味した。だとすれば、グローバル化とIT革命が、21世紀の世界にデフレをもたらすのも歴史的必然というものだろうか。

正直なところ、筆者はこの説明に納得していない。インフレやデフレが外的要因によって生じることはめったにあるものではない。こういって「石油ショックは狂乱物価を招いたではないか」という声が聞えてきそうだが、1973年当時はむしろ田中内閣の列島改造計画と、利下げによる過剰流動性の方がマグニチュードは大きかったはずだ。貿易がインフレやデフレの引き金を引く、という仮説に筆者は疑問を感じている。

デフレ = 中国主犯説は正しいか？

たとえば最近では、中国製品の流入がデフレをもたらしている、という議論が多い。先週号でも触れたことだが、単純な計算をしてみれば、「中国主犯説」が間違っていることは自明ではないかと思う。つまり年間7兆円程度の中国製品の輸入が、仮に日本製品よりも3割安かったとして、価格の引き下げ効果はわずか2.1兆円。年間500兆円の日本経済の物価に与える影響は限定的であろう。ゼロではないにしても、最近の論調は誇張され過ぎていると思う。

もっとも、この手のマクロの議論はかならず反論に遭う。以下は実際に筆者が体験した例と、それへの再反論である。

・「たとえ量が少なくても、中国製品が入ることで他の製品も値下げを余儀なくされる」（日本製品と本格的に競合している中国製品はそれほど多くない。家電製品でさえ住み分けができています。セーフガードの訴えが出ているのは、ネギや椎茸、タオルといった影響度の小さな商品ばかりである）。

¹ 水野レポート2002年9月1日号「21世紀のデフレ革命」http://www.mitsubishi-sec.co.jp/houjin_fs.html

・「100円ショップの存在がデフレ心理を強めている。そして100円ショップは中国の存在なしにはあり得ない」
(100円ショップの売り上げはスーパーに比べればスズメの涙ほどであろう)

・「中国製の部品が入ってくることで、日本製品の価格が下がっている」
(だったら大いに結構な話ではないか。値下がりによって消費者の可処分所得は上昇するから、その分、別の商品が売れる。もしもその分が貯蓄に回ってしまえばデフレ要因となるが、その場合は別の理由によると考えるべきだろう)

「中国主犯説」は全世界的にも流布しており、「中国製品の価格が世界の価格になろうとしている」「月給100ドルの中国人労働者は、事実上無尽蔵だ」(いずれもBusiness Weekより)といった論調はいろんな場所で見かける。

しかし、こんな議論は前にも聞いたことがある。1992年の米国大統領選挙では、ロス・ペローが「NAFTAを結ぶと米国のジョブがメキシコに奪われる」と説いた。1996年の大統領選挙では、ブキャナンが「日本製品に10%、中国製品に20%の関税を」と訴えた。今から思えばどちらも「トンデモ経済学」である。

最近の日本の中国脅威論も似たような構造があって、被害者意識と内向きの心理状態がもたらす不健康な議論だという気がしてならない。

デフレ先進国、日本

そもそも日本経済におけるデフレは歴史が古い。中国経済の急激な伸長はここ2~3年ほどの現象だが、日本の物価下落はもっと前から続いている。

たとえばこんな奇妙な現象が生じている。過去のGDP統計を振り返ると、実質成長率ではプラス成長の年が多いのに、名目で比較すると2001年度は1995年度の水準を下回っている。2002年度が政府目標通り実質で0%になったとしても、名目では前年度比 - 0.9%となるので500兆円の大台を切ることになりそうだ。

実質の伸びと名目の停滞

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
名目GDP	502	515	520	513	514	513	501	496?
実質GDP	+2.5	+3.4	+0.2	-0.8	+1.9	+1.7	-1.9	0.0?
デフレーター	-0.5	-0.8	+0.7	-0.5	-1.6	-1.9	-0.9	-0.9?

*名目GDPは兆円、実質GDPは%、GDPデフレーターは95年基準

1995年と現在の経済統計を比較してみると、単に物価が下がって名目GDPが伸び悩んでいるというにとどまらず、いくつもの病状が同時並行的に進行していることに気づく。

以下は95年と01年の年平均の数値を比較したもの。

- ・ 低金利の定着（コールレート / 0.46 0.002%、長期国債利回り / 3.190% 1.365%）
- ・ 度重なる財政支出と赤字の拡大（国債発行額 / 68兆4306億円 144兆4933億円）
- ・ 失業率の増加（完全失業率 / 3.2% 5.2%）
- ・ 株価の低迷（日経平均 / 1万9868円 1万542円）

ここから、「消費の伸び悩み」「実質金利の高止まり」「企業収益の減少」「不良債権の増大」「年金や保険の利回り低下」「金融システムの不安定化」などの複合的な症状が広がっている。物価下落による実質所得の上昇というメリットもある一方で、デフレが日本経済にもたらしているマイナス効果は計り知れない。

米連銀はデフレファイター

日本経済のデフレを「他山の石」としているのが、最近の米連銀である。

11月6日、連銀はほぼ1年ぶりとなる利下げを実施した。大方の市場の予想を裏切った0.5%の大幅利下げ。安全保障（地政学上のリスクの高まり）と経済（弱い景気指標）の2つのファクターを考えて「0.25%+0.25%=0.5%」という判断をしたものと推察できよう。

連銀はそれと同時に、政策方針を「景気配慮」から「中立」に戻した。これまでの利下げが適切であったから、米国経済の底割れはない、という認識があるらしい。事実、11月13日にグリーンズパン議長が行った議会証言では、「適切な金融政策と依然として堅調な生産性の伸びが、経済活動を支援している」と自信のほどを覗かせている。

米国の政策金利の推移

	11/6	12/11	1/29-30	3/19	5/7	6/25-26	8/13	9/24	11/6
判断	0.5%	0.25%							0.5%
F F 金利	2.0%	1.75%	1.75%	1.75%	1.75%	1.75%	1.75%	1.75%	1.25%
公定歩合	1.5%	1.25%	1.25%	1.25%	1.25%	1.25%	1.25%	1.25%	0.75%
政策方針	景気警戒	景気警戒	景気警戒	中立	中立	中立	景気配慮	景気配慮	中立

しかし政策金利が1.25%になってしまうと、実際問題としてこれ以上の利下げ余地はほとんど残っていない。議会証言の場でも、当然、この点に関する質問があった。これに対し、グリーンズパン議長は、「たとえ短期金利がゼロになったとしても、金融当局には政策ツールがたくさんある。例えば、必要とあれば長期国債を大量に購入することもできる」と強い姿勢で答えたという。

この時点で質問者も回答者も、ともに脳裏に浮かべているのは日本経済の現状であろう。なにしろゼロ金利状態が長期化してしまうと、金融面からの景気刺激を行いたくても、金利をマイナスにすることはできない。その反面、毎年1%前後の物価下落が恒常化している日本においては、どんな低金利でも実質金利は高くなってしまふ。ここから抜け出すことは容易ではない。

しかるに、米国経済にはデフレのムードが漂い始めている。物価上昇率は約40年ぶりの低い伸びとなっている。長期金利も4%台と歴史的な低水準。そして株価は高値から調整中であり、ドットコム企業や通信業界をはじめ、過剰負債を抱えてバランスシート調整を余儀なくされている企業が少なくない。昨年は合計で4.75%に及ぶ利下げを行ったが、それほど効果があったとは思えない。などなど、いろいろな意味で、90年代前半の日本とよく似た兆候を示し始めているのである。

実は以前から米連銀は、「日本経済の轍を踏んではならない」と周到な研究を重ねてきた。99年8月にはシンポジウムを開催して日銀の山口副総裁を招き、「資産価格と金融政策～日本の経験」というテーマの講演を聞いている。このときの講演録を読むと、山口氏の結論は「資産価格が、何らかの転換点を迎えると急速に下落しがちであり、これをソフトランディングさせることは難しい」とある。米国経済が絶好調の快進撃を続けていた頃から、連銀はバブル崩壊後のことを研究していたのである。

さらに連銀では今年7月、「デフレ予防：日本の1990年代の経験に学ぶ」という共同研究を行い、「物価上昇率と名目短期金利がゼロに向かって低下し、デフレリスクが高まっているときには、通常考えられる以上に強力で迅速な金融緩和が必要」という結論を得ている。0.5%利下げの背景には、このような研究の積み上げがあったのである。

11月21日には、連銀のバーナンキ理事がデフレをテーマにした講演を行っている。演題からして、「デフレ：ここでは"それ"が生じない理由」という力強いものであった。バーナンキ理事の主張はこうだ。まず、米国経済が日本のようなデフレに陥る可能性は非常に低い。なぜなら米国経済には力があるし、連銀や政策当事者はデフレ圧力を止める覚悟がある。仮に景気がもう一段悪化すれば、いよいよ米国も「ゼロ金利」になるかもしれないが、その場合でも連銀が手詰まりになることはない。伝統的な手法以外にも、たとえば「連銀が一定範囲内のインフレ率の達成を公約すること」（インフレ・ターゲティング）や、「市場から国債を購入すること」（量的緩和）が可能。だからご心配なく、というわけだ。

なんとも頼もしい「デフレファイター」ぶりである。なぜ同じことが日本ではできないのだろうか。バーナンキ理事は日本のデフレにも言及し、「日本の問題は技術的なものではなく、政治的なものだ」と断じている。つまりデフレを止められないのは、断固として止めようという意欲に欠けているからだ、というのである。

金融政策へのパーセプションギャップ

思わず日本銀行を叱りつけたくなるその前に、日米の経済の本質的な違いに目をむける必要があるだろう。日本では金融政策を議論するとき、よく「ゴムひも理論」が語られる。つまり「金融政策はゴムひもに似ている。引っ張るとき（金融引締めによる景気抑制効果）はよく効くが、押すときの力（金融緩和による景気浮揚効果）はたいしたことがない」のである。

こんな話は、米国のエコノミストが聞けば目をむくだろう。それくらい、米国では金融緩和がよく効く。米国で景気が減速しているときに、財政政策を論じる人は少ない。日本はそれと正反対で、景気悪化となればすぐ補正予算の話になる。実際、過去の景気悪化局面を思い起こしてみても、金融緩和が劇的に効いたという記憶はあまりない。そんなわけで、デフレの問題が深刻化しても、「日銀が悪い」という声は一部のエコノミスト以外からは聞えてこない。金融政策に対するもともとの期待値が低い上に、そもそも話が専門的すぎて外部の人にはよく分からないからである。

日米の差異を、経済学的に上手に説明した例は少ない。興味深い例として塚崎公義氏²は、「米国経済は需要超過、日本経済は供給超過の経済であること」にその理由を求めている。米国のような「ギリギリの経済」では、借金してでも消費したい人が大勢いるために、わずかな利下げでも人々は反応する。イメージ的にいえば、風船の紐を持つ手をちょっと緩めるだけで、風船は上昇するのである。しかし日本のような「アリの経済」では、そもそもお金を貸したい人の方が多いので、利下げに対する反応が弱い。風船の上昇力がもともと弱いから、紐を持つ手を緩めるだけではなく、公共事業のような扇風機で下から風を送ってやらなければ上昇しない。

要するに日米の国民性に原因ありということになり、一種の比較文化論になってしまうが、この説明に納得してしまうのは筆者だけではないだろう。デフレという同じ問題への処方箋にしても、日米が同じ発想で考えることには無理があるといえよう。

日本のデフレの真因

デフレはなぜ起きるのか。現時点での筆者の仮説は、ストックのデフレがフローのデフレをもたらししている、ということになる。

話題の書、『日本経済 不作為の罪』（滝田洋一氏／日本経済新聞社）によれば、バブル崩壊によって株や土地など1300兆円の国富が失われており、この資産デフレにこそ問題の根元がある。これだけの富が失われても、銀行の預金は無事に守られている、などということはありません。バランスシートには大きな穴が空いてしまっている。それがなぜ、大きな問題にならなかったかといえば、「簿価と時価のギャップ」があるからだ。不良債権問題とは、この差額をどうやって埋めるかという問題にほかならない。金融機関はこのギャップを埋めるべく、せっせと不良債権処理を行う。ここからデフレ効果が生じる。

また消費者の立場になって考えても、資産デフレの効果は大きい。日本経済を一人の個人にたとえるならば、年収500万円の人が、住宅ローンで1300万円の含み損を抱えてしまったような状態である。こうなると消費者の行動は堅実になり、借金の返済を最優先するようになる。アリはますますアリらしく行動するようになってしまう。

² 塚崎氏の個人サイトの「問題を先送りした米国経済」を参照。 <http://www.tsukasaki.net/index.html>

実際、可処分所得が伸び悩む中であっても、日本人の家計貯蓄率は今も二桁を維持している。不況期にある先進国としては一種、異常な数値と言っていいただろう。消費者が生活防衛に走ることが景気の回復を遅らせ、物価下落がますます借金の負担を重くする。企業も同様で、設備投資をするよりも借入金の返済を優先する。2002年の景気回復局面においても、輸出や鉱工業生産など生産に関する数字が上昇に転じても、設備投資の動きが鈍いことが見て取れる。

これだけ弱気が蔓延してしまうと、財政支出を行ってもインフレターゲット政策を行っても事態は変わらないだろう。なんとすれば、これらの政策は資産デフレという問題の根源を解決しない対症療法だからである。日本経済が完全に自信を取り戻すためには、バランスシートの穴をふさいで資産デフレを忘れてしまう必要がある。90年代の日本は、これをソフトランディングで実現しようとした。その代償がゆるやかなフローのデフレだった。しかし現時点で考えてみると、毎年1%程度の物価下落は意外にきつかったといえようか。

「不良債権を処理しても景気回復にはつながらない」「必要条件ではあるが、十分条件ではない」ということがよくいわれる。それはまったくその通りなのだが、過去の負の遺産を処理してしまわないことには、消費者や企業経営者の自信は回復せず、結果としてフローのデフレがいつまでも続くことになる。

問題に根源に切り込むのは早ければ早いほどいい。「不良債権があるからデフレになるのか、デフレだから不良債権が増えるのか」という神学論争がある。これは両方とも正しい。論争に時間を取られて行動が遅れることこそ懸念すべきである。

米国のデフレへの処方箋

日本に比べれば、米国経済のデフレ傾向は日本に比べればまだまだ軽症だ。現に食料やエネルギーを除くコアの消費者物価や、サービス物価はプラスで推移している。**米国経済の現状は、デフレと見るよりはディスインフレと見る方が自然**であろう。また金融機関の経営状態は相対的に健全であり、住宅価格もまだまだ高値圏にある。そして家計の消費意欲はまだまだ衰えていない。それこそ住宅の担保価値が上がると、銀行からの借り入れを増やして消費に振り向ける人が少なくないのだから。

デフレ対策にも豊富な選択肢がある。ブッシュ政権は新年度に入れば、大型減税の恒久化に取り組むだろう。経済担当スタッフの入れ換えも、そのための準備とみていいただろう。バランスシート調整期の不況に対しては、金融緩和よりも財政政策の方がよく効くのは日本の経験が教えるところである。

さらには、ブッシュ政権には戦争という名の「究極のケインズ政策」がある。もっともこればかりは、蓋を開けてみないことには結果の分からない劇薬ではあるけれども。

<今週の”The Economist”から>

”The pleasure of dealing with North Korea”

December 7th 2002

「北朝鮮に備える楽しみ」

Cover Story

* 北朝鮮の脅威に対する世界の関心が高まっています。対決か、封じ込めか、はたまたイラクの前か後か。”The Economist”誌の提案は「共同歩調」です。

<要約>

世界がイラクに向かって固唾を飲む間に、もう一人の独裁者、金正日が脚光を浴びている。北朝鮮はウラン濃縮計画を認めた。北朝鮮のスポンサーであった中口も米国との共同歩調を取り、核兵器を放棄するように迫っている。この間、国連安保理決議もなければ、欧州の反対もない。武力であれ外交であれ、金正日を武装解除することは時間の問題に違いない。

北朝鮮の武力行使の可能性はイラクよりも高い。兵器、条約破り、敵意、そして自国民への残虐さなどは証明済みだ。問題は韓国との「非武装地帯」から1000万人が住むソウルまでほんの一息の距離であること。90年代前半の核開発危機の際、クリントン政権は先制攻撃を立案したものの、結局はあきらめた。国際法がどうこうではなく、単に危険過ぎたからである。北朝鮮はソウルの何十万という市民を殺しかねず、中国がどう動くかも未知数だった。

中国がロシアとの協調に熱意を見せているのは歓迎すべきことだ。北朝鮮は中国の助けを当てにできない。北に対する最善の対応策は、近隣国である日韓中口が団結することである。これまではそうではなかった。1994年のK E D O合意では、北朝鮮は脅しと引き換えに資金と技術を得ることに成功した。こんな成功体験が今でも核開発の動機となっている。

ではどうしたらいいのか。金正日包囲網は狭まっている。11月に日韓は、K E D Oによる重油の供給停止に賛成した。12月に米国は、軽水炉建設の停止も申し出る公算が高い。これは是非そうすべきである。12月19日の韓国大統領選挙は、太陽政策の金大中よりも北に対して対立姿勢をとる政府をもたらすだろう。そして中口も米国の味方について。

それでも事態は容易ではない。中国は北朝鮮の経済破綻を恐れており、経済制裁強化には反対しよう。しかし難民の流入は一時的な混乱で済むが、現体制を維持することは問題の先送りである。中国は金正日に兵器を破棄し、K E D Oに代わるスキームを受け入れるよう説得すべきである。核査察受入れなど強い条件をつければ、米国での政治的支持を受けやすい。

戦争か経済破綻かという選択が究極の解決となる。破壊兵器や長距離ミサイルを許せば、いつかは我が身に降り注ぐことになる。中国はそのいい例だ。北朝鮮の核濃縮技術はミサイル技術と交換でパキスタンから得たもので、もともとは中国からのもの。パキスタンは対テロ戦争で米国の同盟国となった。米中は共同して、パキスタンが北朝鮮と取引しないよう説得することができる。さらには、米中は世界の核不拡散体制を再生させることもできる。共通の利益はテロという黒雲に射す一筋の光である。

< From the Editor > 日経新聞にご用心

同業者の方々を見ていると、皆さん新聞をよく読まれていることに感心します。筆者などは朝、家で日経新聞を10分。あとはネットをばらばらと見てお終いです。時間をかけて何紙も読み比べたり、クリッピングを作るといった作業はもう何年もしたことがありません。

別に新聞がキライというわけではないのですが、偏食していることだけは間違いなく、新聞に関する話題からはいつも乗り遅れます。そんなわけで、「今日、出ていた塩野七生さんのコラムはよかったねえ」などと聞いて、慌てることがしばしばです。他方、「日商岩井とニチメンの経営統合のニュースは、朝日新聞が特落ちをやったぞ」などといわれても、「そんなの、どうだっていいじゃん」と思うのですが。

さて、長年の日経新聞との付き合いから学んだことがひとつだけあります。それは「一面左上の囲みの連載記事を信用するな」ということです。そのときどきのトレンドをつかんだ、いかにも読者の興味を引きそうな話が続きますが、だいたい半年も経つとそれとは正反対の話を展開していることがままあります。

最近の例でいえば、今月上旬に連載していた「デフレが蝕む」全5回。「世界覆う異常現象」「過剰期待の夢の後」「禁じて排さず脱却を」などと大袈裟に煽っていますが、これはおそらく世の中を惑わす議論ではないかと思います。端的に言うと、今は「中国発デフレの恐怖」と書いていても、半年後には「人民元切り上げの衝撃」などという記事が出ているのがこのページ。実際、そういうことが過去に何度あったか。そんなわけで、日経一面の左上は格好のマイナス指標、という読み方をしています。

筆者がこんなニューズレターを出し続けているのは、たぶんこの手の多数派説に挑戦するのが楽しいからなのだと思います。要はへそ曲がりなのですが、実際に多数派が間違っていることは少なくないので、書くネタにも困りません。傲慢に聞えましたでしょうか？

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、日商岩井株式会社および株式会社日商岩井総合研究所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.niri.co.jp>

日商岩井総合研究所 吉崎達彦 TEL:(03)5520-2195 FAX:(03)5520-2183

E-MAIL: yoshizaki.tatsuhiko@nisshoiwai.com