

## Contents

\*\*\*\*\*

特集：再び日米デフレ比較論	1p
< 最近の”The New York Times”から >	
"Closing ranks" 「日韓：固まった絆」	7p
< From the Editor > 「モノポリーの経済学」	8p

\*\*\*\*\*

## 特集：再び日米デフレ比較論

先週の予想通り、株高は続いています。その一方、景気の先行きを示す指標はネガティブなものが多く、17日に発表された月例経済報告では、景気の基調判断を5ヶ月ぶりに下方修正しています。「デフレ下の株高」をどう理解すればいいのでしょうか。

あらためてデフレ論議の整理が必要だと思います。デフレは世界的な現象か、それとも日本に特有な現象か。米国は日本の後を追って、本格的なデフレ時代に突入するのか。さらには、デフレは退治すべきか、共生すべきか。今週号はこれらの問題を検討します。

### 再び東西デフレ事情を問う

本誌の2002年12月13日号「東西デフレ事情」では、日米のデフレ問題について以下のようにまとめている。

- ・よく言われる「デフレ＝中国主犯説」は間違い。インフレやデフレは、外的な要因によって生じることが少ない。
- ・日本はデフレの先進国。最近の米国経済は、90年代前半の日本とよく似た兆候を示し始めた。これに対し、米連銀はデフレファイターぶりを発揮している。
- ・日米の対応の違いには、「米国経済は需要超過、日本経済は供給超過」という構造の違いが背景にある。米国は金融政策が効くが、日本は効きにくい。同じ処方箋は通用しない。
- ・日本経済では、ストックのデフレがフローのデフレをもたらしている。資産デフレという根源を解決しない限り、フローのデフレは止められない。

半年前に書いた上記の見解は、ほとんど修正の必要を感じていないが、今週号で追加したいポイントは以下のとおりである。

- ・最近のデフレ論争はいささか過熱気味だが、「グローバル・デフレ論」（デフレは世界的な現象である）は怪しい。むしろ「平成デフレ論」（日本特有の現象）だと考えた方がいい。
- ・デフレを、少子・高齢化現象と関連付けて考える必要があるのではないか。日本経済は、「デフレを甘受するか」「あくまで成長路線を目指すのか」という、中長期的な選択を迫られよう。
- ・米国経済は案の定、日本経済の「いつか来た道」をたどりつつある。だがそれは、懸念されているほど深刻な事態ではないし、90年代の日本よりは速やかにデフレから脱却するはずである。

### 経済論戦は繰り返す？

「日本経済における最大の問題点とは何か」。こんな初歩的な問題に対し、経済論壇はいまだに答えを出せず、100人のエコノミストが百様の答え方をしているのが現状である。いつもの流儀で4つのグループに分けてみると、以下のようになる。

#### 日本経済の問題点への認識

財政支出派	需要の不足、人々の不安心理
構造改革派	国際競争力の低下、従来の日本型システムの機能不全
リフレーション派	デフレの進行、金融政策の不作為
不良債権処理派	金融システムの不安定

この中で、最近、力を得ているのが、リフレ派による「まずデフレを止めよ」という議論である。もっとも、肝心のデフレがどういうものであるかについては、各人各様の議論があるようで、筆者がバッサリまとめてみたのが以下の表である。

#### デフレに対する論点整理

デフレは...	原因は...?	主な論者	対応策
世界的な現象 (グローバル・デフレ)	グローバル化	榊原英資 水野和夫	なし=デフレとの共存
	IT革命、高齢化など	伊藤洋一	なし=デフレとの共存
日本特有の現象 (平成デフレ)	需給ギャップ、実質金利の上昇など	竹森俊平 岩田規久男	リフレーション インフレ・ターゲットなど
	行き過ぎた円高 (含む、中国主犯説)	藤巻健史 河野龍太郎	円安誘導 (人民元切り上げ)
	資産デフレ	小林慶一郎 滝田洋一	金融システム再生

それぞれについて、簡単に私見を述べさせていただく。

- (1) まず、「デフレは世界的な現象である」(グローバル・デフレ論)と「日本に特有の問題である」(平成デフレ論)に大別できる。前者の立場に立つと、これはもう日本がいくら頑張っても容易に解決する問題ではないので、「デフレといかに共存するか」を考えるしかない、ということになる。
- (2) グローバル・デフレは、その名の通りグローバル化の進行によって、中国などによる低価格の製品が世界的デフレをもたらすという見方。しかし、日本や米国のように貿易が経済に占める比率が低い国で、いくら途上国の安い商品が入ってくるからといって、それがデフレの主因になるとは考えにくい。むしろ、IT革命、世界的な高齢化現象などを「犯人」と疑ってみる方がいいのではないか。
- (3) 他方、純正リフレ派は、「そもそもデフレは貨幣的現象である」「平成デフレは構造的なものではない」「日本経済がデフレと共存することは不可能である」と考える。デフレは、適切な(もしくは非伝統的な)金融政策を採ることで解決が可能であるという。ただし、「それならば何が原因で平成デフレが起きているのか」という説明は、(筆者が読んだ範囲内では)いまひとつ明確ではない。
- (4) その一方で、「行き過ぎた円高がデフレの原因」であり、円安誘導によってデフレも、日本経済の競争力回復も可能になるという論者もいる。もっとも、日本政府はすでに「弱い円政策」を採っている<sup>1</sup>わけなので、この上、何ができるのかは疑問である。
- (5) そうではない、ストックのデフレがフローのデフレをもたらしている、という見方もある。物価の下落は年間1~2%程度だが、地価などの資産デフレは二桁減もめずらしくはない。ストックのデフレは消費を沈滞させ、時価会計を通じて企業の決算を悪化させ、金融機関の不良債権を増大させる。負債を抱えている企業は、「投売り」的な行動を余儀なくされ、フローでもデフレが生じてしまう。つまり、ストックのデフレこそが問題である。そう考えると、デフレを克服する正道は不良債権処理であり、金融システムの安定化だという議論に帰結する。

## 少子化現象とデフレ

上記のようにさまざまなデフレ論があり、「何が何でもデフレを止めなければならない」から、「デフレと共存して(我慢して?)いくほかはない」まで、さまざまな見解がある。「デフレ」という言葉だけはインフレ気味なのである。筆者は(5)の立場であるが、ここではこの問題を深追いすることは避けることにしたい。

---

<sup>1</sup> 本誌2003年6月6日号「強いドル政策の終焉か?」を参照。

ひとつ気になるのは、「少子・高齢化現象」がデフレ期待を生み出している可能性である。端的に言えば、これから人口が減少するという社会において、地価が上昇するということは考えにくい。未来の内需が減少するという前提に立つと、企業も投資を手控えがちになる。右肩上がりの将来像を描けないとなると、家計部門も慎重な行動に終始することになり、消費より貯蓄、モノよりカネを愛好することになる。そして少子・高齢化現象は、すっかり日本社会に定着しているように見える。

今月発表された人口動態統計によれば、2002年に生まれた赤ちゃんは前年を1万6700人下回って115万3866人となり、合成特殊出生率は1.32と史上最低を更新した。「1.57ショック」という言葉が話題になったのが1989年の出生率であるから、もう10年以上も一貫して少子化が続いていることになる。

少子化が社会問題となり、子育て支援策として「エンゼルプラン」が導入されたのが1994年、「新エンゼルプラン」が追加され、「子育てしない男を父とは呼ばない」というポスター<sup>2</sup>が話題を呼んだのが1999年。昨年秋には、男性も含めた働き方の見直しを提唱する「少子化対策プラスワン」も打ち出されている。それでも1.32というと、昨年1月に発表された将来推計人口の予測1.33を下回っており、政策的な手詰まり感は否めない。

日本経済にとっては、少子化は(1)労働力人口の減少、(2)消費の減少、(3)社会保障制度の負担増、(4)社会全体の活力低下、などのマイナス効果をもたらすことになる。そこで少子化対策が求められるのは自然な流れだし、実際、フランス(1.90/2001年)のように、90年代をボトムに出生率が回復している国もある。だが、子育てに手厚い政策を打ち出し、移民も相当数受け入れているドイツでさえ、(1.42/2001年)と日本と大差ないことを考えると、少子化対策の効果に大きな期待を持つのは考えものだろう。

あくまで日本経済を右肩上がりのシナリオに乗せたいのならば、出生率を上昇させるという迂遠な方法ではなく、思い切った労働開国を打ち出す以外にはないだろう。そうでなければ、否応なく少子化を前提とした経済構造の設計を考えざるを得ない。この点は、近い将来に日本が決断しなければならない課題といえよう。

少子化は悪いことばかりではない。労働力人口の減少は失業の改善につながるし、年金制度などで現役世代が割り食うとはいうものの、その分はいずれ相続という形で所得の世代間移転が行なわれるだろう。成長力も低めで十分ということになるし、食糧、エネルギー、環境などの問題も負担が軽くなる。

それでも、少子化がもたらすデフレの進行という問題に解決策を見出すことは難しい。この点に関する限り、「デフレは貨幣的現象である」という仮説は通用せず、金融政策で少子化は止められない。やはり、デフレは日本特有の現象であり、その原因はかなり構造的なものと考えた方がいいのではないだろうか。

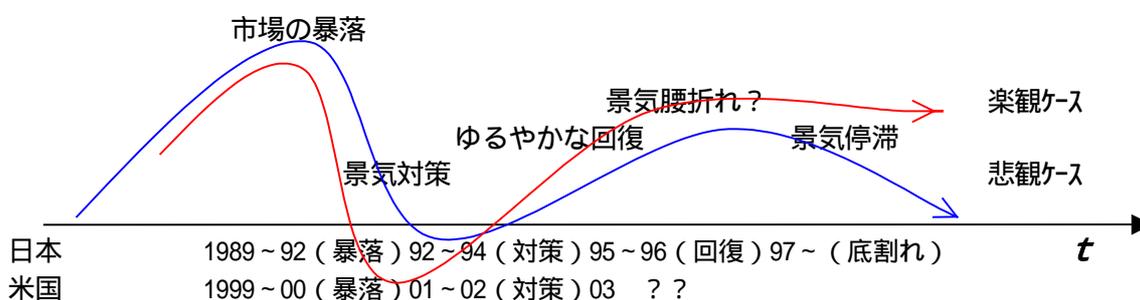
---

<sup>2</sup> SAMと安室奈美江はその後、離婚してしまったが、子育てはどうなっているのだろうか？

## 米国経済が体験するだろうこと

デフレが日本特有の現象だとしても、今日の米国経済はだんだん90年代の日本と似た様相を呈し始めた。日本の場合は「不動産バブルの崩壊」が巨額の負債デフレを残し、それが「空白の十年」を招いたわけだが、米国の場合は90年代末のITバブル崩壊が、同様の効果をもたらしている。ひとつ間違えば日本型の長期低迷に陥りかねない。いろんな意味で90年代の日本経済を「他山の石」としななければならない時代といえよう。

## 日本と米国、バブル崩壊後の軌跡



現在の米国経済を、90年代の日本に重ね合わせると、ちょうど1993年あたりに該当するといえそうだ。当時の日本経済を想起してみると、下記のような点が参考になるだろう。

### (1) 負債デフレで企業は困る

90年代には、多くの日本企業がバランスシート調整に苦勞したが、米国でも通信セクターを中心にストック調整が続いている。

### (2) 「価格破壊」のお陰で家計はそれほど困らない

物価の下落が家計を助けるので、景気指標の悪化ほどには社会全体の雰囲気は悪くならない。これが来年の大統領選挙に与える影響が興味深い。

### (3) 株価はゆるゆると上昇する

日本でも1991年に日経平均1万5000円まで下げた後、93年夏には2万円前後とピーク時の半額程度にまで戻している。米国も「不況下の株高」になっているが、同様に考えれば、ナスダック市場で2500p程度までの上昇があっても不思議ではない。

### (4) 金利は周囲が驚くほど低下する

財政赤字が急速に拡大しても、不思議なことに長期金利は低下を続ける。「もうはまだなり」を地で行くような展開。

### (5) 雇用と実感のない景気回復

90年代の日本経済もそうだったが、景気指標は「緩やかな回復」を示しても、雇用状況は改善せず、実感の伴わない回復になる。

## 米国デフレが深刻にならない理由

もっとも今後の米国経済が、そのまま日本の後をたどるといことも考えにくい。なにしろ、以下のような点で日本とは大きく事情が違う。

(1) 金融機関は比較的健全である

不良債権比率は低いし、収益率も相対的に高い。金融システム不安が不況を深刻化させるという可能性は低い。

(2) バブル崩壊のもとが不動産ではなくIT関連投資

光ファイバー網などの過剰投資は確かに残っているものの、まったく陳腐化するとも考えにくい。またIT以外のセクターでは、ストック調整はほぼ収束に向かいつつある。

(3) 政府の財政・金融政策が果敢で大規模

ブッシュ減税とグリーンズパン利下げの組み合わせは、負債デフレに対する最善の政策だった。

(4) アメリカには日本という先例あり

米連銀は、90年代後半から日本経済の失敗を研究している。

(5) 少子化問題とも無縁。

米国の合成特殊出生率は、人口を維持できる2.08を超えた2.13 / 2000年。絶えざる移民の流入が、人口を補填するのみならず、米国のフロンティア・スピリッツを維持する源泉となっている。

こうして考えてみると、おそらく米国経済の長期低迷リスクは小さい。もしも日本と同様の悲観シナリオをたどるとしたら、以下のようなケースを併発した場合だろう。

- ・住宅金融をめぐる新たなバブル崩壊
- ・海外からの資本流入の激減
- ・財政収支の悪化による長期金利の急騰

これらの場合は、一種、ハードランディングに近い状態になるはずである。いずれにせよ、日本経済のように不活発な状態が長期化するというよりは、良くなるにせよ悪くなるにせよ、米国経済の未来は派手で極端なものだと見たほうがよさそうだ。

## < 最近の”The Economist”から >

”Closing ranks”

June 14<sup>th</sup> 2003

「日韓：固まった絆」

Asia

\* 日韓関係を他国はどんな風に見ているか。北朝鮮問題が注目を集める中で、最近の東アジア情勢を”The Economist”誌が語っています。

< 要約 >

首脳会談には呼ばれなくとも、金正日は会合を台無しにする術を知っている。6月9日、北朝鮮の国営放送は、韓国の盧武鉉新大統領と日本の小泉純一郎首相の東京での会談に噛み付いた。声明にいわく、北朝鮮は米国の敵対的な政策に対し、「核による抑止力」を求める権利を有すると。北朝鮮が核開発を行う意思があることを、明確に宣言した瞬間だった。

日韓両首脳は歴史問題から貿易投資の振興まで、多くの二国間の議題を有している。なかでも最重要課題は米国と協力し、北朝鮮の核による脅しを止めること。両首脳は6月7日には、北によるいかなる核開発の動きも容赦しないという共同声明を発表した。盧武鉉は内心、金正日の顔を立てようと望んでいたが、「対話と圧力で臨む」という結論に与したのである。

これこそ日米が北朝鮮に送ろうとした統一メッセージ。ブッシュは先月、盧武鉉と小泉と会談して支持を取り付けた。アジアにおける米国の二大同盟国は、互いにそれを確認した。特に盧武鉉の動きを見るに、金正日は韓国を味方に取り込むことに苦労しそうである。

日本の世論は北のミサイルを恐れ、拉致問題に怒っている。おかげで小泉は前任者達ができなかった強硬路線を取れる。盧武鉉が日本に到着した日、国会は有事法制を成立させた。自衛隊が有事の際に、迅速に動けるようにしたものだ。日本にとっては平常への一歩だが、それでも近隣国に噛み付かれる種類のことなのである。盧武鉉はそれを見過ごし、国内では「まぬけ外交」の誹りを受けた。日本当局の検査により、北朝鮮の万景峰号が入港を断念した時も盧武鉉は動かなかった。このフェリーは北朝鮮への技術と違法マネーの運び屋だった。明らかに対話よりは圧力だ。そして盧武鉉は、核問題が解決するまで北と個別には会わないと確認した。金正日にとって、盧 = 小泉会談でいい話は何もなかったのである。

さらにウォルフォビッツ国防副長官は、第2歩兵師団1万4000を前線からソウルの南へ移すと述べた。これはアジア10万の兵力の一部に過ぎず、何ヶ月もかかるとペンタゴンは言う。北を攻撃する準備だと米国を非難する韓国人もいる。それでも若者の反米感情を背に当選した盧武鉉は、しぶしぶ変更を受け入れた。ただし核を巡る緊張が収まるまで待ってくれと。

次なる動きとして、12～13日にハワイで日米韓による高官協議が行なわれる。北朝鮮は米朝二国間協議を求めるが、米国は近隣諸国の参加が必要だとしている。北朝鮮の体制の維持を認めるつもりは米国にはない。金正日にとっては、これぞ「敵対的」であり、韓国と同盟国との絆を断ち切りたいと思っている。その試みはどうかや失敗したようだ。

## < From the Editor > モノポリーの経済学

高校で「現代社会」を学び始めた長女いわく、「経済の問題で分からないことがあるときは、モノポリーゲームに当てはめて考えるといい」。

モノポリーとは、プレイヤーが不動産を売買しながら資産を増やし、他人を破産に追い込んで生き残ったものが勝ち、というあのゲームです。そういえば長女が小学生だった頃、よく一緒にコンピュータのモノポリーゲームをやりました。1930年代、大不況時代の米国で誕生したこのゲームは、時代や国境を越えて人の心を熱くするものが備わっているようです。

さて、筆者自身もモノポリーから学んだことがあります。

よく知られているとおり、モノポリーではプレイヤーがスタート地点を通過するたびに200ドルの給料が支払われます。ところが、「ジャスト・ゴー」というローカル・ルールを入れて、「スタート地点にちょうど止まると、もう200ドル余計にもらえる」という設定にすると面白いことが生じます。盤上の資金量が増えるので一種のインフレ状態が出現し、普通のルールの時と比べて、明らかに不動産取引の価格が上昇するのです。

プレイヤー同士は、常に相手の残り金額を見ながら交渉をする。だから所持金額が増えると、売る側がオファーする金額も高くなる。物件を買う側も「どうせまた金が入る」と強気になるから、高値にも怯まずに買いを決断できる。ゆえに貨幣の流通量が増えると、不動産価格は上がるのです。「インフレは貨幣的現象である」という格好の教材です。

それでは今日の日本経済を、モノポリーに喩えたとしたらどうなるでしょう。

察するに、多くのプレイヤーが手持ち資金に窮していて、資産を売りたいと思っているけども買い手がいない。あるいは、「青い目のヤツには売りたい」などとわがままを言っている。本当は破産しているのに、「まだ債務超過ではない」と言い張ってゲームを続行する者もいる。お陰で不動産価格は下がる一方で、取引そのものも少なくなってきた。

最近では、「勝ちたい」という気持ちが薄れてきて、惰性でゲームをしているプレイヤーもいる。リスクを避けて無難な行動に終始し、淡々とサイコロを振るばかり。だから、見ていてもつまらない。ゲームは低調なままで延々と続いている。

この際、プレイヤーに公的資金を注入して元気になってもらうという手もありますけど、まずは無気力なプレイヤーに退場を促す必要があるかもしれません。

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にてお願いします。

〒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](mailto:yoshizaki.tatsuhiko@nisshoiwai.com)