過大評価の修正進む日本経済

～わが国特有のデフレ圧力の一因に内外価格差の是正あり～

経済調査部　永濱 利廣
近江澤 猛

（要旨）

○為替レート換算で見た日本の経済力は過大に評価されてきた。この過大評価の修正がデフレの一因である。一物一価が国際的に成り立てば、各国間の同じ商品が同じ価格に裁定されるように為替や物価が決まり、長期的に為替レートは購買力平価に収斂するというのが購買力平価説に沿った考え方である。

○各国の物価水準を考慮した購買力平価とドル円レートで換算したＧＤＰを比較すると、80 年代後半から日本経済は過大評価されてきたことがわかる。こうした内外価格差が生じたのは、貿易財では一物一価の法則で為替レートが決まりやすいが、貿易による裁定が働きにくい非貿易財に価格差が生じたためである。こうして、貿易財と非貿易財を合わせて計測される購買力平価と貿易財の換算比率である為替レートで評価したＧＤＰには乖離が生じる（バラッサ＝サミュエルソン効果）。

○しかし、90 年代後半以降は経済のグローバル化で非貿易財を含めて一物一価が国際的に成り立ちやすくなったため、為替や物価は各国の同じ商品が同じ価格に裁定される傾向にあると考えられる。事実、わが国で最も内外価格差が拡大した 95 年から 08 年までにドル円レートでは▲9.3%の円安、わが国のＧＤＰデフレーターでは▲11.4%の下落、米国のＧＤＰデフレーターでは＋32.9%の上昇が生じている。

○わが国の物価下落の背景には、アジア諸国通貨のドルリンクと、円が対ドルで円安になりにくい米国の通貨政策があった。こうした中、貿易財価格は国際価格で決まりやすいため、内外価格差の縮小に非貿易財価格の下落を余儀なくされた。実際、為替レート換算で見た日本のＧＤＰの過大評価の修正とほぼ同じタイミングでわが国の非貿易財価格は下落に転じており、購買力平価に近づく過程でデフレの一因となっている。

○一方、国内の非貿易財価格下落は、90 年代後半以降に非貿易財産業の賃金抑制を通じて内需低迷の一因となった。ただ、趨勢から判断すると、2011年ごろには為替レートと購買力平価の乖離が解消されると試算される。購買力平価への収斂が一巡すれば、内外価格差を通じたわが国特有のデフレ圧力が弱まる効果が期待される。

１．長期的に妥当な購買力平価での比較

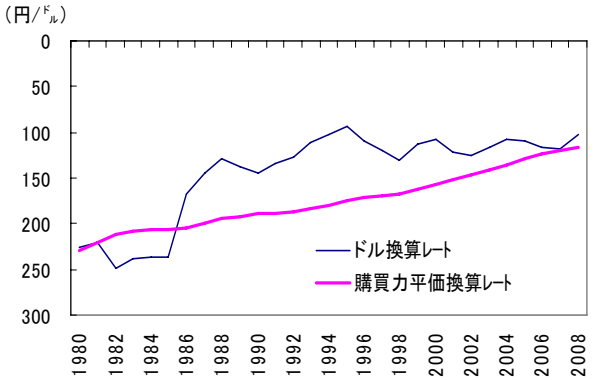
各国のＧＤＰを比較するには、為替レート換算の動きだけでなく、各国の物価水準を考慮した購買力平価で評価するのが妥当だと考えられる。この視点に立つと、為替レート換算で見た日本の経済力は、経済実態以上に過大評価されてきた。

購買力平価とは、物価水準の格差を考慮した通貨の購買力を示し、各国の財・サービスの価格から構成された換算レートである。実際にドルで換算したわが国の為替レートと購買力平価の動きを見ると、ドル換算の為替レートは 80 年代後半以降から購買力平価に対して上方に乖離幅を拡大させてきたが、90 年代後半以降も乖離

はなかなか解消されなかったことがわかる（資料１）。

そこで本稿では、日本の経済力がどれだけ過大に評価されてきたのかを分析すべく、各国の物価から構成された購買力平価で換算したＧＤＰから現在の日本の経済力を評価し、内外価格差が経済活動に与えてきた影響について考察する。

資料１　ドル円レートと購買力平価の比較



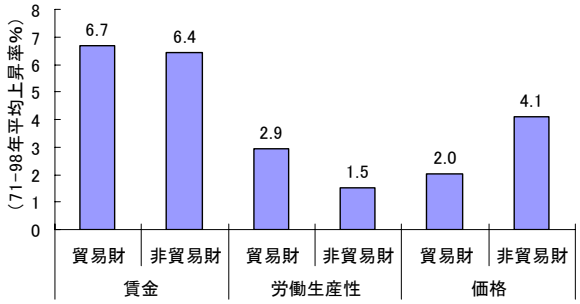
（出所）ＩＭＦ，第一生命経済研究所

２．生産性格差に左右される内外価格差

そもそも、一物一価が国際的に成り立てば、為替レートは各国間の同じ商品が同じ価格に裁定される水準に決まり、為替レートは購買力平価に収斂する。しかし、貿易財なら一物一価の法則で為替レートが決まりやすい一方で、裁定が働きにくい非貿易財では価格差が生じる。このため、非貿易財も含めて計測される購買力平価と、貿易財の換算比率ともいえる為替レートは乖離し、内外価格差が生じる。そして、非貿易財の価格は一般に所得水準が高い国ほど高くなる傾向があり、こうした効果はバラッサ＝サミュエルソン効果と呼ばれる。この背景には、貿易財産業の労働生産性の上昇率が高ければ賃金上昇率も高くなるが、国内の賃金は産業間横並びで平準化される傾向があるため、労働生産性上昇率が低くて国際競争が制限されている非貿易財産業も賃金が上昇しやすくなることがある。そして、労働生産性上昇率の低い非貿易財産業が賃金コスト上昇分を価格に転嫁することから、国内物価は海外に比べて上昇し、内外価格差が拡大することになる。

実際、わが国の貿易財産業を農林水産・鉱・製造業とし、71～98 年平均の産業別賃金・生産性・物価上昇率を見ると、労働生産性上昇率の低い非貿易財産業の価格が上昇しており、国内物価を押し上げていたことが分かる（資料２）。ここから、わが国でも 90 年代前半ごろまではバラッサ＝サミュエルソン効果により内外価格差が拡大してきたといえる。この背景として、わが国は輸出をけん引役として工業化が進んできたことから、貿易財産業の生産性上昇率は非貿易財産業に比べて高くなり、結果として物価水準も発展途上国に比べて高くなり、内外価格差も拡大したことが考えられる。

資料２　産業別の賃金、生産性、物価の関係
（68ＳＮＡベース）



（出所）内閣府、第一生命経済研究所

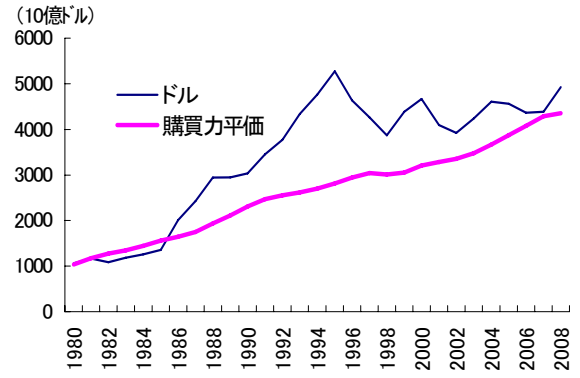
３．過大評価の日・欧 ＶＳ 過小評価の米・中

そこで続いては、購買力平価に換算したＧＤＰとドル換算ＧＤＰについて、日本、ユーロ圏、中国の３地域について比較した。

まず、購買力平価で換算したわが国のＧＤＰを見ると、ドル換算ＧＤＰは 80 年代後半以降に購買力平価換算から大きく円高方向に乖離していることがわかる（資料３）。これは、プラザ合意以降の為替レートが過度に円高であったことを示している。このように、80 年代から 90 年代前半まで購買力平価と為替の乖離が拡大し、割高な国内物価による内外価格差が許容された要因としては、①プラザ合意以降の米国が対ドルで円安になりにくい通貨政策を採ってきた、②バブル経済により国内物価・賃金が実力以上に上昇し、バブル崩壊後も人件費調整が遅れた

ことで物価や賃金が高水準で維持された、③経済のグローバル化が不十分であった、こと等が考えられる。

資料３　日本のＧＤＰ



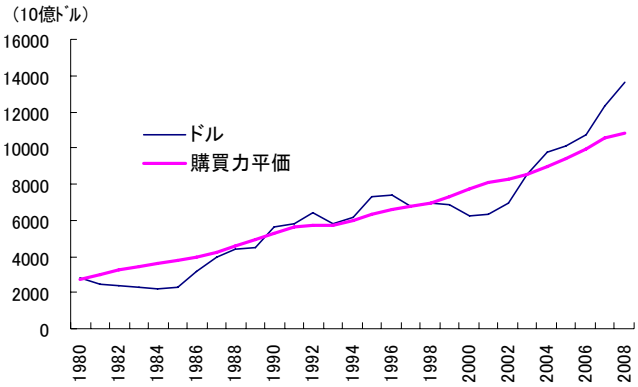
（出所）ＩＭＦ，第一生命経済研究所

一方、90 年代後半以降もドル換算で見た日本の経済力の過大評価はなかなか解消されなかった。ただ、90 年代後半以降のデフレ圧力が顕在化して乖離が縮小に転じた要因としては、①米国の貿易における中国のプレゼンスが高まったことで対円での通貨政策の圧力が弱まった、②国内の緊縮財政や金融システム不安、アジア通貨危機等をきっかけとした景気悪化により企業が人件費調整のペースを早め、物価や賃金が下落した、③経済のグローバル化やＩＴ化の進展等により一物一価が国際的に成り立ちやすくなった、こと等が考えられる。

続いて、ユーロ圏のＧＤＰを為替レート換算と購買力平価換算で比較してみると、90 年代前半と 00 年代中盤に関しては為替レート換算ＧＤＰがほぼ経済の実力見合いの水準にあったと評価できる（資料４）。ただ、足元に関しては為替レート換算が購買力平価換算から上方に乖離しており、ユーロ圏経済は経済実態より過大評価されていると判断できる。

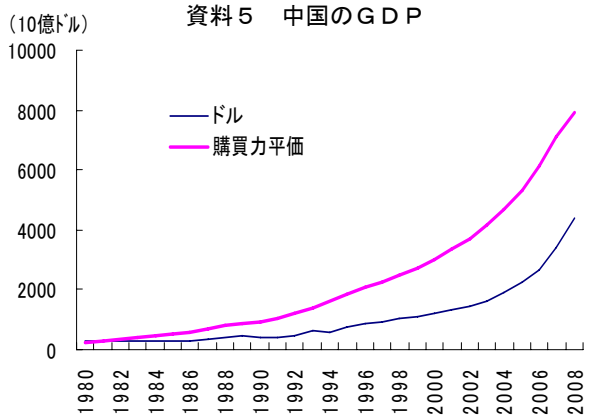
最後に、中国のＧＤＰを為替レート換算と購買力平価換算で比較すると、ドル換算が購買力平価換算よりも低い水準でとどまっており、両者の乖離幅も拡大していることがわかる（資料５）。これは、人民元がドルペッグ制をとっていたことでドルに対して増価しにくい環境にあったためと考えられる。管理フロート制移行後も中国にとって米国は強力な貿易相手であり、人民元がドルに対して弱い状況が望ましいことから、為替レートは経済実態よりも人民元安水準に誘導されてきたといえる。

資料４　ユーロ圏のＧＤＰ



（出所）ＩＭＦ，世銀，第一生命経済研究所

資料５　中国のＧＤＰ



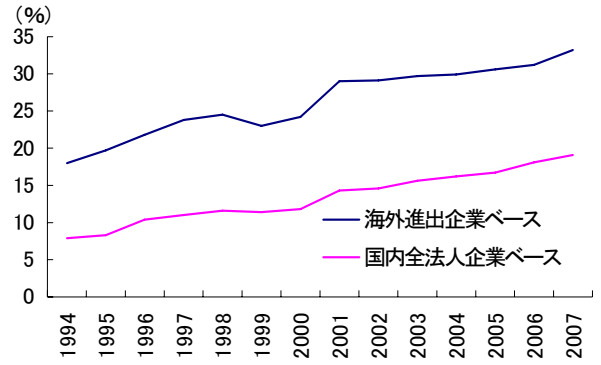
（出所）ＩＭＦ，第一生命経済研究所

４．内外価格差と経済成長率はトレードオフ

次に、こうした為替レートと購買力平価の乖離は国内経済、特に経済成長率にどのような影響をもたらしたのかを分析する。為替レートが購買力平価に対して過度に通貨高方向に振れるということは、国内の非貿易財価格が生産性格差から導かれるよりも国際的に割高になる。そして、貿易財の価格は非貿易財価格にも左右されることからすれば、国際的に見て割高である国内物価は国内経済に悪影響を及ぼすと考えられ、特に為替や物価高を通じた貿易財の輸出抑制や、生産拠点の海外進出を促すことで国内産業の空洞化を招く可能性がある。事実、わが国

の海外生産比率の推移を見ると、ドル換算ＧＤＰの過大評価が残る中で生産拠点の海外進出は増加する傾向にある（資料６）。

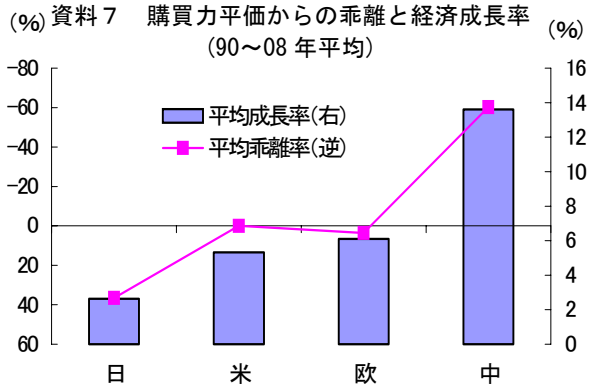
資料６　日本企業における海外生産比率の推移



（出所）経済産業省，第一生命経済研究所

そこで、各国の商品の価格から構成される購買力平価よりも為替レートが通貨高であることの影響を見るべく、購買力平価換算ＧＤＰとドル換算ＧＤＰの乖離率を経済力の過大評価とし、各国の経済成長率との関係を見た（資料７）。これによると、ドル換算ＧＤＰが過大評価となっている国では経済成長率が低く、逆に過小評価となっている国では経済成長率が高まる関係が見てとれる。そして、この４カ国間の関係を定量的に分析すれば、購買力平価換算ＧＤＰからドル換算ＧＤＰが＋１％上方に乖離すると、ドル換算ＧＤＰで見た経済成長率が▲0.12％押し下げられるという関係がある。

資料７　購買力平価からの乖離と経済成長率
(90～08 年平均)



（出所）ＩＭＦ，第一生命経済研究所

この結果から、わが国の経済成長率の低迷が通貨高による悪影響を反映している可能性を指摘できる。つまり、通貨高は海外への貿易財の輸出抑制を伴い直接的に経済成長率を押し下げることに加え、対外直接投資の増加も伴い、国内の設備投資や雇用の抑制等を通じて国内需要の足を引っ張ったことが考えられる。

５．円安とデフレによる過大評価の修正

このように、日本の為替レート換算ＧＤＰは過大評価されてきたが、近年の経済グローバル化の進展により一物一価が国際的に成立しやすくなっていることから判断すれば、その過大評価の修正は進みやすくなっているものと考えられる。そこで続いては、為替レートが購買力平価へ収斂する過程について分析する。

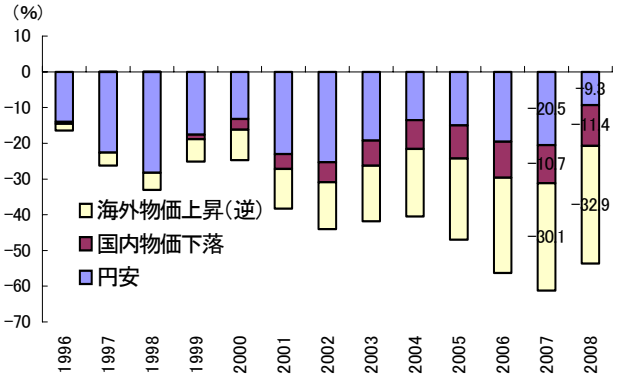
わが国のドル換算ＧＤＰの購買力平価換算ＧＤＰに対する過大評価の是正には、①為替レートの減価、②海外物価上昇、③国内物価下落、が寄与する。そこで以下では、為替レート換算ＧＤＰが購買力平価換算まで近づくために、90年代後半以降の為替レートと国内物価および海外物価がどれだけ変化したかを計測した。

資料８は、為替レート換算ＧＤＰを購買力平価まで修正するために必要となった為替レートの減価率と国内物価の下落率および海外物価の上昇率をあわせて示したものである。これによると、95 年平均で 93.52 円であったドル円レートは 07 年に 117.65 円となり、95 年対比で▲20.5％円安となったが、08 年平均では 103.09 円と、95 年対比▲9.3％の円安水準にとどまっている。一方、海外物価として米国のＧＤＰデフレーターを代理変数とすると 95～08 年まで累積で＋32.9％上昇している一方で、わが国のＧＤＰデフレーターを基準とした国内物価は同時期に累積で▲11.4％の下落を強いられており、結果として 95 年時点で購買力平価から 87.7％上方に乖離していた為替レートは 07 年時点でその乖離を 2.2％まで縮小させたが、08 年時点では逆に 13.1％の拡大に転じている。

特に、国内物価の下落については、アジア諸国通貨のドルリンクと円が対ドルで円安になりにくい米国の通貨政策により、先進国である日本がアジア諸国の通貨に対して円安になるには限界があり、結果的に購買力平価に近づく過程の物価下落がデフレの一因になった

ことを意味する。

資料８　95 年からのドル円と相対物価の累積変化



(出所)内閣府，米商務省，第一生命経済研究所

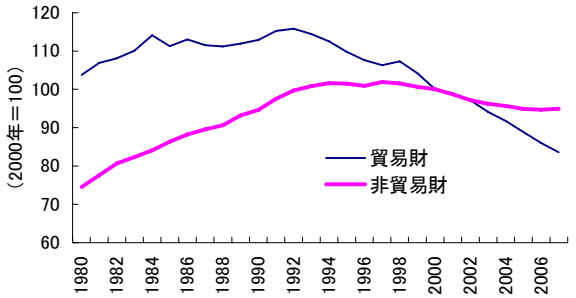
６．非貿易財価格低下により変化する賃金構造

しかし、為替レートが円安になると、貿易財価格の上昇が国内物価を押し上げるため、国内物価が下がるには非貿易財価格の下落が必要となる。そこで続いては、非貿易財価格の下落が購買力平価換算ＧＤＰの収斂にどれほど寄与してきたかを見る。

先述のとおり、円安になりにくい構造のため、内外価格差の是正には国内物価の継続的な下落が不可欠となった。ただ、貿易財の価格は国際価格に連動しやすいため、購買力平価換算ＧＤＰの上昇をもたらす国内物価の下落は、非貿易財価格の下落が必要となる。事実、国内における非貿易財価格の動向を見ると、国際競争の外圧が小さかった90年代前半までは上昇していたが、90年代後半以降は非貿易財価格も下落に転じており、97～07年の同価格の下落率は▲6.9%となっていることがわかる（資料９）。

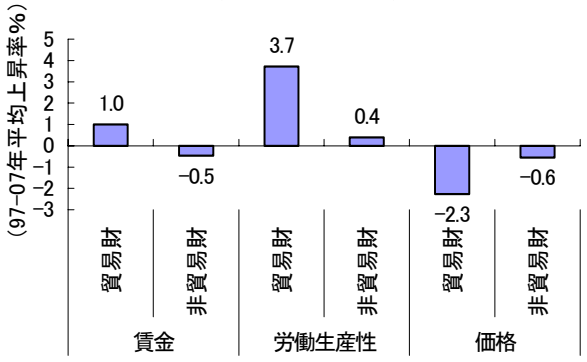
この背景として、90 年代前半までの非貿易財産業の賃金が、労働生産性上昇率が低かったにもかかわらず労働生産性上昇率の高い貿易財産業のそれと遜色なく上昇していたことから、非貿易財価格の上昇を通じて国内物価が上昇を続けていたことがある（前掲資料２）。しかし、90 年代後半以降の労働生産性、賃金、価格の上昇率を見ると、労働生産性の高い貿易財産業では賃金も上昇を続けているのに対し、労働生産性が低い非貿易財産業では賃金が下落に転じていることがわかる（資料 10）。これは、経済のグローバル化やＩＴ化が進展する中で、非貿易財産業も労働生産性の伸びに関係なく価格に転嫁するような賃上げができなくなり、賃金抑制を通じて非貿易財価格に下落圧力がかかってきたことを示している。

資料９　産業別デフレーター



(出所)内閣府，第一生命経済研究所

資料 10　産業別の賃金、生産性、物価の関係
(93ＳＮＡベース)



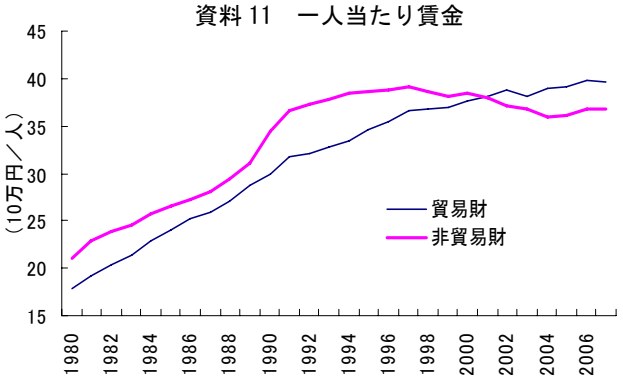
(出所)内閣府，第一生命経済研究所

このように、非貿易財産業の賃金が低下し、非貿易財価格が下落を続けてきたことは、購買力平価の観点からは避けられなかったといえる。内外価格差の是正には、為替レートの円安と海外物価の上昇および国内物価の下落が貢献するが、わが国では為替レートを十分に円安にできない環境にあり、新興国の台頭などから海外物価の上昇も抑制されたため、自国がデフレになることでＧＤＰの過大評価のうちの相当部分が修正されてきたと見ることができる。

７．2011年に期待される内外価格差の解消

こうした購買力平価への収斂を通じたデフレは、同時に非貿易財産業の賃金の低下をもたらし、経済全体に悪影響を及ぼしてきたのも事実である。実際、非貿易財産業の賃金を見ると、80 年代後半までは貿易財産業の賃金とほぼ連動して上昇し、バブル期には貿易財産業を上回る速度で上昇したが、90 年代に入ると急激に伸びを鈍化させた。そして、90 年代後半に至っては、貿易財産業が賃金上昇を維持する中で、非貿易財産業の賃金は下落傾向に転じていることがわかる（資料 11）。

資料 11　一人当たり賃金

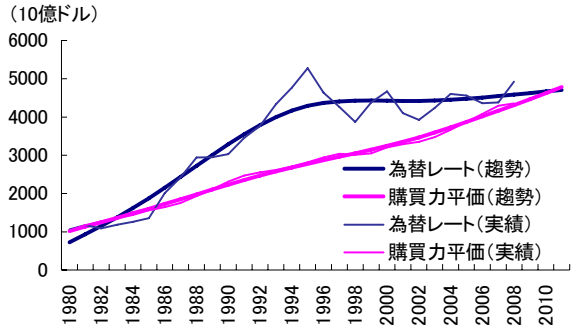


（出所）内閣府，第一生命経済研究所

しかし、為替レートの十分な円安や海外物価の上昇を通じた修正が困難な中で、国内の非貿易財価格と賃金の下落が内外価格差是正に寄与してきたことからすれば、これまでのデフレは日本経済の過大評価が調整される過程と捉えることができ、内外価格差も解消に向かいつつあることが確認できる。そして、統計的手法を用いて循環要因を取り除いたわが国の為替レート・購買力平価換算ＧＤＰのトレンドを先延ばしすると、2011 年には内外価格差が解消すると試算される（資料 12）。

現実の為替レートは、短期的には国際貿易や資本・金融取引から生じる外国為替取引の需給関係によって決まる。しかし、長期的には各国の通貨の購買力を均等化する購買力平価から大きく乖離することは無く、長期的なトレンドで見れば、90 年代後半以降は購買力平価に近づく様子が確認できる。そして、資料７の分析を基にすれば、購買力平価から現実の為替レートが上方に乖離するほどその国の経済成長率が低下する一方、その乖離が縮まれば経済成長率に及ぼす下方圧力は緩和されるといえる。従って、これまでのデフレは内外価格差是正圧力に伴って生じており、日本経済がデフレから脱却するか否かは内外価格差の収斂にも左右されるといえよう。

資料 12　日本の趨勢ＧＤＰ



（出所）時系列分析により第一生命経済研究所試算

なお、中長期的な経済成長を左右する上で最も大きな要素は労働力である。しかし、この点を考慮に入れても、依然として為替水準が購買力平価換算対比で下方に乖離している中国の経済成長率は高水準を維持し、逆に 2000 年代以降はバブル経済により購買力平価対比で上方に乖離した欧州の経済成長率には内外価格差是正による下方圧力がかかる可能性が高いといえる。

ながはま　としひろ（主席エコノミスト）
おおみさわ　たけし（副主任エコノミスト）