

テーマ：日本のデフレの一因に構造的円高

2010年9月28日(火)

～主因は需給ギャップ以外に内外価格差も。この点で異なる日本と米国～

第一生命経済研究所 経済調査部

主席エコノミスト 永濱 利廣 (03-5221-4531)

副主任エコノミスト 近江澤 猛 (03-5221-4526)

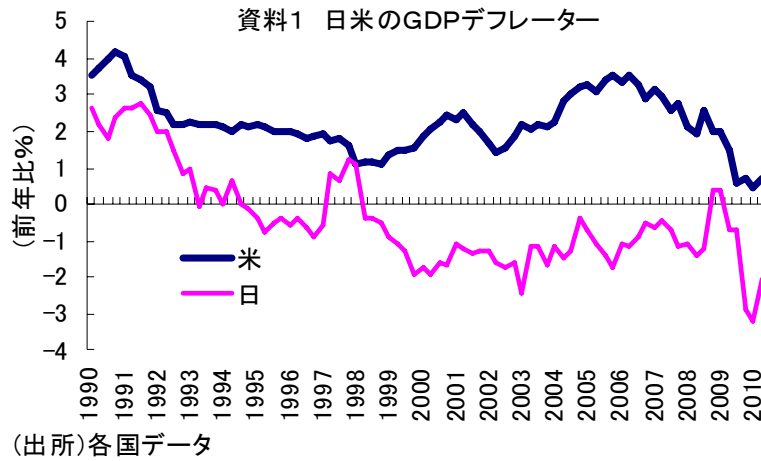
(要旨)

- 我が国のデフレに関して、国内の需給ギャップが主因であるといわれてきたが、需給ギャップのみで我が国が世界唯一のデフレに陥っていることは説明できない。90年代後半以降に進展した急速なグローバル化により世界的に物価水準が収斂する動きが強まり、物価水準の高い日本に物価低下圧力がより強く働いていることも、我が国のデフレの大きな要因になっている。
- 我が国の物価水準が高い理由の一つに、海外の通貨政策がある。米国が対ドルで円安になりにくい通貨政策を採れば、輸出産業が競合するアジア諸国の通貨もドルにリンクするため、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る。
- 一方、財政出動により日本の需要を拡大させたことでマンデル＝フレミング効果が生じ、円が下がりにくかったことや、日本の金融緩和が不徹底だったという可能性、97年度の大増税や00年のゼロ金利解除のようにデフレ下で財政・金融の出口政策を急ぎすぎたという理由も考えられる。
- その点、現在の米国はバブル崩壊後の日本ほど深刻な状況になっていない。2006年の住宅バブル崩壊から2年後の2008年に量的緩和政策に踏み込んだ米国は、90年の土地バブル崩壊から量的緩和政策の実施に11年かかった日本とは対応が異なる。また、金融バブル崩壊後に中央銀行のバランスシートを2.5倍に拡大し、市中に資金を供給している米・英では、バブル崩壊後に円高になった日本と異なり、これが自国通貨安とデフレ阻止の大きな支援材料になっている。
- これに対して、既にデフレから15年以上脱却できていないのに、デフレに陥っていない欧米諸国より量的緩和に消極的な日本の金融政策は心もとない。日本でも、2001年～2004年のゼロ金利下で、量的緩和と非不胎化介入の組み合わせにより、株価上昇やその後の円安を通じてデフレ脱却に向けた動きが見られたことからすれば、日本の政策当局にも未だ打つ手は残されている。
- しかし、日銀はかつての量的緩和政策の効果について幾度となく否定的な見解を示していることからすれば、我が国が真にデフレから脱却するには、米国の金融政策が少なくとも出口に向かい、近隣諸国の所得水準が高まることで内外価格差が解消するのを待つしかない。

*本稿は「週刊エコノミスト9月28日号」に寄稿した論文を基に作成したものです。

●はじめに

先々月末、米セントルイス連銀のブロード総裁が、米経済について「デフレに苦しむ日本型に歴史上で最も近づいている」と指摘し、強い警戒感を示した論文を発表したことが話題となった。実際、日本は1995年以降デフレに陥っている一方で、米国は依然としてインフレを維持しているが、インフレ率は低下傾向にある（資料1）。

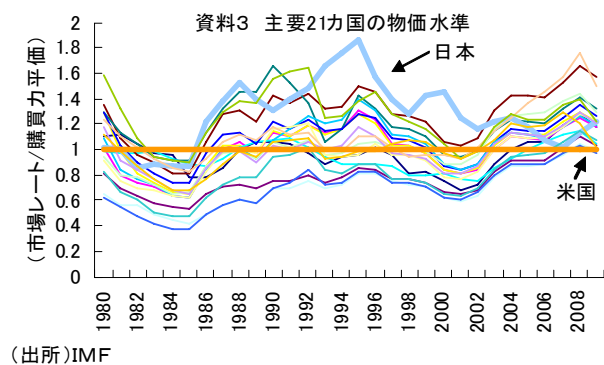
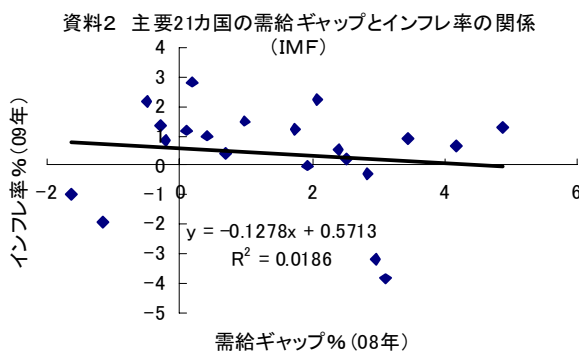


●需給ギャップで説明できない各国のインフレ率

我が国のデフレに関連して、国内の需給ギャップが主因であるといわれてきた。だが、需給ギャップのみで我が国が世界唯一のデフレに陥っていることは説明できない。需給ギャップをデフレの主因にするには、各国の需給ギャップとの関係も考慮する必要がある。つまり、各国の需給ギャップとインフレ率の関係と比較するのが、より適切なはずである。

IMFの資料をもとにGDPギャップのデータが存在する21カ国¹を抽出すれば、需給ギャップがマイナスでもデフレに陥っていない国は数多く存在し、2009年のGDPデフレーター前年比と過去3年間のGDPギャップとの関係を見ても、インフレ率と需給ギャップに明確な関係が見出せないのが実情だ(資料2)。

一方、この21カ国について物価水準(=購買力平価/市場レート)を比較すると、グローバル化の進展等により世界の物価水準が収斂する動きが強まる中で、93年から2002年まで日本の物価水準が異常に高かったことが示される。これは、諸外国と比べて割高だった日本の物価が国際的な水準に鞘寄せされたことを意味する(資料3)。

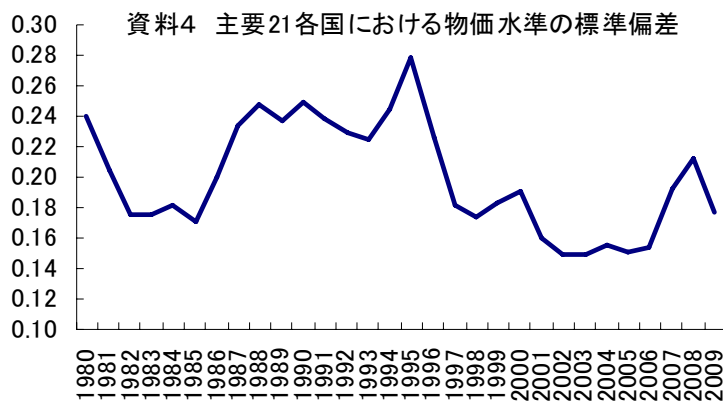


国際経済学の理論であるバラッサ=サミュエルソン仮説に従えば、貿易財の生産性の違いが所得水

¹ オーストラリア、オーストリア、ベルギー、カナダ、キプロス、デンマーク、フィンランド、フランス、ドイツ、ギリシャ、アイルランド、イタリア、日本、マルタ、オランダ、ノルウェー、ポルトガル、スペイン、スウェーデン、イギリス、米国

準の差を生じさせるため、日本のように所得水準が高い国ほど非貿易財が貿易財より割高になる。しかし、90年代後半以降に進展した急速なグローバル化により、新興国も含めて世界的に物価水準が収斂する動きが強まった。このため、国際的にみて相対物価水準の高い日本に相対的に物価低下圧力がより強く働き、我が国のデフレの大きな要因になったと指摘できる。

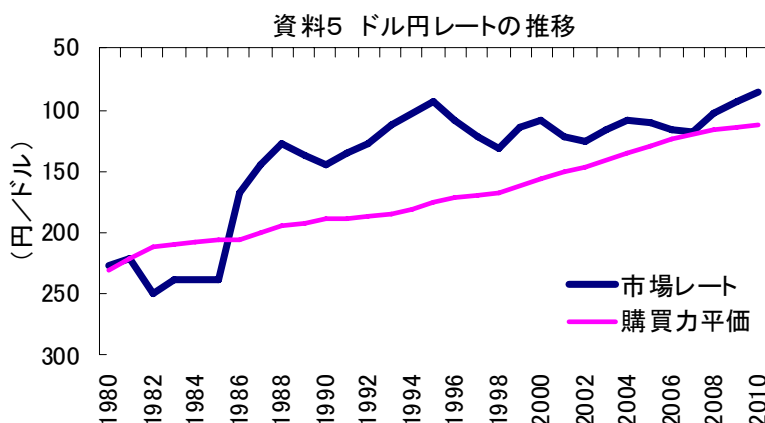
事実、先のGDPギャップのデータが抽出可能な21カ国について、IMF算出の購買力平価を市場レートで除した物価水準の標準偏差を計測すると、90年代後半以降低下傾向にある（資料4）。この結果は、従来は裁定が働きにくいとされた非貿易財についても、国際的に価格が収斂しやすくなっていることを示している。



(出所)IMFデータより筆者計測

●内外価格差で説明できる各国のインフレ率

このように、一物一価が国際的に成り立ちやすくなれば、為替相場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やすくなる。つまり、為替レートは購買力平価に近づくはずだ。しかし、我が国では両者の乖離が大きく、内外価格差が依然として解消されていない（資料5）。



(出所)IMF、2010年は第一生命経済研究所予測

その理由の一つが海外の通貨政策だ。米国が対ドルで円安になりにくい通貨政策を採れば、輸出産業が競合するアジア諸国の通貨もドルにリンクする。このため、先進国である日本がアジア諸国の通

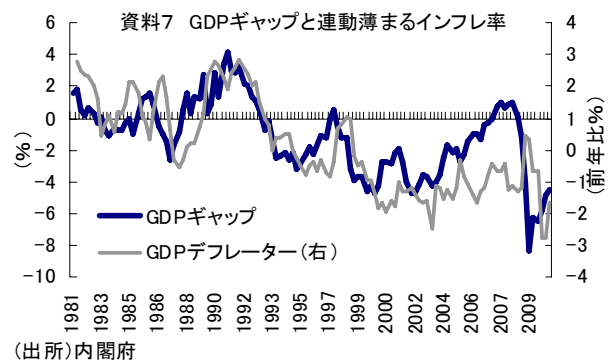
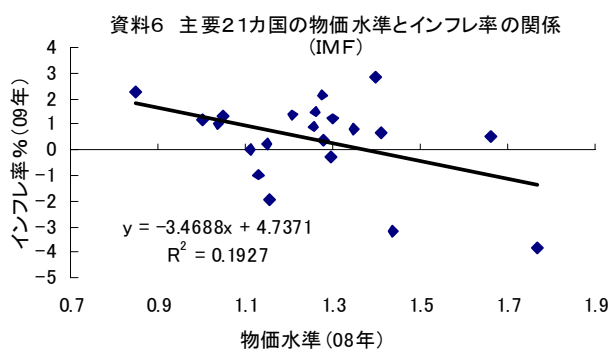
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

貨に対して円安になるには限界がある。特に人民元に関しては、IMFの購買力平価見合いで5割以上も安く、日本と比べて物価水準がかなり低いことが示される。

このように、市場レートが購買力平価から相当下方に乖離している巨大な国が日本の重要な貿易相手国として存在感を強めていることは、日本の物価にも大きな影響を与えている可能性は大きい。本来であれば、人民元が増価するか中国国内の物価が上昇して調整がなされるが、人民元レートは政府によって安定化されていることから、内外価格差の調整は進んでいない。従って、わが国のデフレという点に関しては、中国のような巨大な国が市場経済化し、世界経済に組み込まれてきたことと無関係とはいえない。

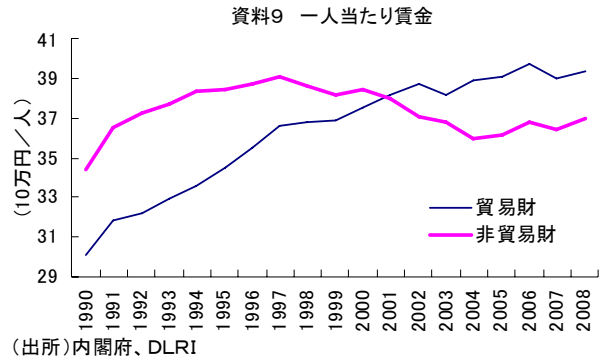
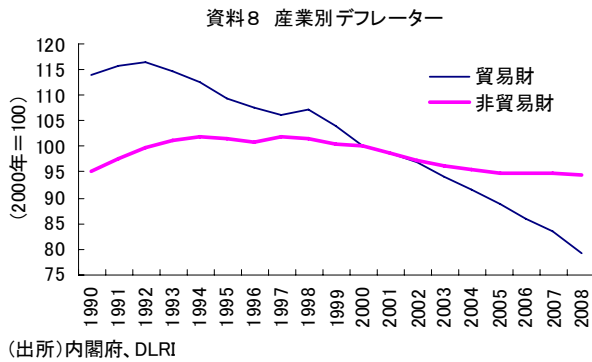
この仮説に従った場合、日本のデフレは、内外価格差が長期間存在することが原因ということになる。事実、IMFの国別データから、2009年のGDPデフレーター前年比と2007～2009年の物価水準との関係を見ると、各国のインフレ率は1年前の物価水準と最も明確な負の関係があり、相対的に物価が高い国ほど翌年のインフレ率が低くなることが示される（資料6）。これが原因だとしたら、デフレ解消には実力以上の円高の是正が課題になってくる。つまり、実力見合いの円高なのか、実力以上の円高なのかを見極める必要があるということだ。

90年代後半以降進んだデフレで需給ギャップが注目されたとき、公共事業をはじめとする財政拡張路線がとられたのは、デフレの主因は国内の需要不足であり、需要不足が解消すればデフレから脱却できると理解されたからだ。それから戦後最長の景気回復を経て、内閣府の試算によれば需給ギャップは2006年度後半から2007年度にかけて解消した。しかし、GDPデフレーターや米国型コアCPIで見た結果、デフレは解消していないという皮肉な現実がある（資料7）。



つまり、我が国では非常に大きかった内外価格差を是正するために国内物価の持続的な下落が不可避であったと見るべきだろう。少なくとも過去のデータでは、内外価格差の縮小と非貿易財価格の下落が連動していることが確認される。事実、非貿易財産業（農林水産・鉱・製造業以外）の価格と賃金を見ると、内外価格差が縮小に転じた90年代後半に非貿易財価格が下落に転じており、非貿易財産業の賃金低下を通じて内需低迷の一因になったことが示唆される（資料8、9）。

しかし、未だに内外価格差の解消は実現できていない。この理由としては、財政出動で日本の需要を拡大させたことでマンデル＝フレミング効果が生じ、自国通貨が下がりにくくなったのかもしれない。また、日本の金融緩和が不徹底だったという可能性、あるいは、97年度の大増税や00年のゼロ金利解除のように、デフレ下で財政・金融の出口政策を急ぎすぎたという理由も考えられる。

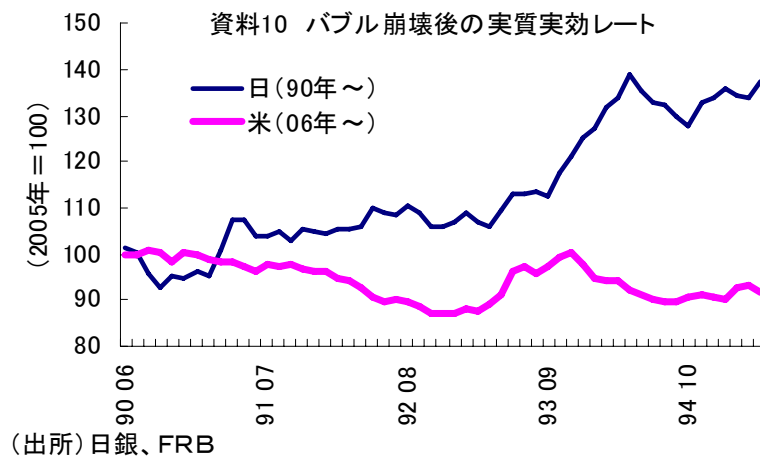


●90年代の日本とは異なる米国

その点、幸いなことに、現在の米国はバブル崩壊後の日本ほど深刻な状況になっておらず、日本のようにデフレに陥る可能性はいまのところ高いとはいえない。

先月のFOMCでは、「日本化」を防ぐために量的緩和の維持に舵が切られた。まだデフレに陥っていない段階で大規模な非伝統的金融政策を実施するという未知の事態の下で、どう米国の状況を評価すればよいか。

頼るべきはこれまで展開してきた内外価格差の理論であろう。近年、新興国の台頭により世界的にディスインフレ傾向が見られることは論を待たない。しかし、90年代以降の日本と異なり自国通貨安が進んでいる中では、当時の日本とは状況が異なることも事実だ（資料10）。



こうした中で最も当時の日本と異なるのは、金融政策の差だ。2006年の住宅バブル崩壊から2年後の2008年に量的緩和政策に踏み込んだ米国は、90年の土地バブル崩壊から量的緩和政策の実施に11年かかった日本とは明らかに対応が異なる（資料11）。

また、量的緩和の度合いを比較するには、中央銀行の資産規模を比較することが必要である。金融バブル崩壊後に中央銀行のバランスシートを2.5倍に拡大し、市中に資金を供給している米・英では、これが自国通貨安とデフレ阻止の大きな支援材料になるだろう。これに対して、既にデフレから15年間脱却できていないのに、デフレに陥っていない米国より量的緩和に消極的な日本の金融政策は心もとないといわざるを得ない（資料12）。

日本でも、2001年～2004年のゼロ金利下で、量的緩和と非不胎化介入の組み合わせにより、株価

上昇やその後の円安を通じてデフレ脱却に向けた動きが見られたことからすれば、日本の政策当局にも未だ打つ手は残されているといえる。

しかし、日銀はかつての量的緩和政策の効果について幾度となく否定的な見解を示している。従って、残念ながら我が国が真にデフレから脱却するには、米国の金融政策が少なくとも出口に向かい、近隣諸国の所得水準が高まることで内外価格差が解消するのを待つしかないだろう。

