

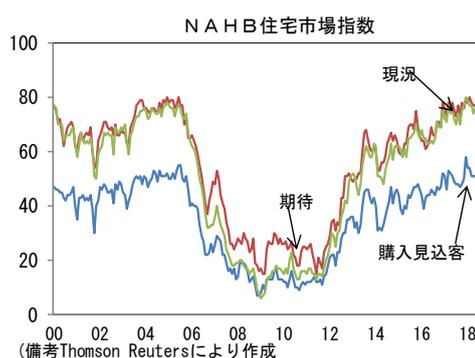
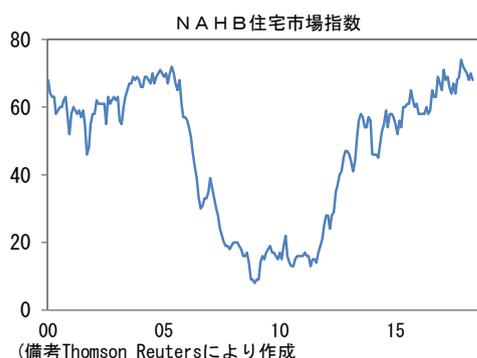
Q 「似たような量的緩和をやりながら、なぜ日本だけ物価が上がらないのか」  
A 「1998年から2013年まで15年続いたデフレ、低成長というものが、一種のデフレマインドとして企業や家計に残っています」

2018年6月19日（火）

第一生命経済研究所 経済調査部  
主任エコノミスト 藤代 宏一  
TEL 03-5221-4523

### 【海外経済指標他】

- ・ 6月NAHB住宅市場指数は68へと5月から2pt低下。17年12月に記録した74からは幾分水準を切り下げているが、それでも目下の水準は住宅バブル期と同等。住宅建設業者の活況を映じている。



### 【海外株式市場・外国為替相場・債券市場他】

- ・ 前日の米国株は続落。新規の材料に乏しい中、NYダウは一時250ドル超下落する場面もあったが原油価格の安定などを背景に下げ幅縮小。WTI原油は65.85ドル（+0.79ドル）で引け。
- ・ 前日のG10通貨はUSDの強さが中位程度。米長期金利が方向感に乏しい動きとなるなか、何れの通貨に対しても大きな動きはなかった。USD/JPYは110半ばで一進一退。
- ・ 前日の米10年金利は2.917%（▲0.4bp）で引け。欧州債金利が低下するなか、株式市場がややリスクオフに傾斜するのを横目に金利低下。欧州債市場（10年）はドイツ（0.398%、▲0.5bp）、フランスが小幅に金利低下、イタリア、スペインがまとまった幅で金利低下。対独スプレッドはイタリア、スペインがタイトニング。

### 【国内株式市場・アジアオセアニア経済指標・注目点】

- ・ 日本株は米中貿易摩擦に対する懸念などから、日経平均は1%程度の下落となっている（11:00）。

### < #デフレマインド #履歴効果 #出口は時期尚早 >

- ・ 6月15日の金融政策決定会合後の総裁会見で以下のような遣り取りがあった。記者からの「（欧米中銀と）似たような量的緩和をやりながら、なぜ日本だけ物価が上がらないのかという、この日本の特殊性について、日本銀行が以前から説明しているようなメカニズムの他に、考えていなかったようなメカニズムが、今、発生しているのか？」という質問に対して、黒田総裁は「わが国独自の特殊な要因として、やはり1998年から2013年まで15年続いたデフレ、低成長というものが、一種のデフレマインドとして企業や家計に残っています」と回答し、欧米対比で根強いデフレマインドがその原因であるとの見解を示した。
- ・ こうした主張は「日銀レビュー」や「日本銀行ワーキングペーパーシリーズ」で度々触れている「履歴効

果」が強く関係している。これらレポートによると履歴効果とは「景気循環と経済成長の連関について議論する際、景気循環が経済成長トレンドに及ぼす影響と、経済成長トレンドが景気循環に及ぼす影響の二つの因果関係を峻別する必要がある。このうち前者の、景気循環が経済成長トレンドに及ぼす影響は、『履歴効果』とも呼ばれている」とされている。つまり、バブル崩壊、金融システム不安、リーマンショックといった経済的ショックを経験した日本経済において、そのショックが過ぎ去った後も雇用や設備投資が元に戻らず生産性の伸びが低迷し、結果としてデフレが長期化したのは、この履歴効果があるという主張であろう。

- ・ショック前後で経済パフォーマンスに断層が生じた理由に履歴効果があるのなら、それを打ち消すことが中央銀行の急務になる。そうした履歴効果の分析において、前出の両レポートはどちらもイエレン前FRB議長の主張に触れている。FRB議長時の2016年の発言は「履歴効果が存在する場合、政策によって総需要を長期間にわたって刺激し続ける『高圧経済 (high-pressure economy) 』を維持することによって、潜在成長率を引き上げることができるのか、との問題は検討に値する」、「負の履歴効果が存在するならば、政策によって総需要を長期間刺激し続ける『高圧経済』を維持していけば、逆に、正の履歴効果が起きる可能性もある」というものである。両レポートとも、高圧経済の正当性や必要性を記述しているわけではないが、こうした発言は「根強いデフレマインドを払拭するために粘り強く現在の金融緩和を続ける」という日銀の主張にかなり近く、逆に言えば、黒田総裁の見解は既に高圧経済の正当性を説いている、との見方も可能だ。
- ・日銀が負の履歴効果の払拭にあたって「高圧経済の実現・維持が必要」と明示的に言及したことはないが、物価が上がらない理由が「デフレマインド」である以上、金融緩和の出口は時期尚早であり続ける可能性が高いだろう。筆者は2018年中に日銀がYCCの微調整を開始するとの予想を既に撤回したが、2019年10月の消費増税、米国の長短金利差縮小が喚起している米国の景気後退懸念を踏まえると、2019年後半以降は出口戦略に着手する可能性が格段に低下すると予想している。