

デフレは終息したか

Was The Deflationary Pressure Diminishing ?

高木 夏樹

Natsuki Takagi

目次

はじめに

景気の現状

デフレ現象の再認識

デフレ症状は完治したのか

経済活動はどの程度改善したか

企業と家庭の意識調査

海外の金融政策とインフレ指標

むすびにかえて

はじめに

我が国の景気は、2002年1月を底に緩やかな上昇を続けている。2006年中景気上昇が続けば、戦後経済の中で最長の景気上昇期間であった「いざなぎ景気」を抜くこととなる。

そういった景気情勢の中、日本銀行は長期にわたった超金融緩和政策の手直しを示唆するようになった。一方、政府はデフレ圧力がまだ強く残っており、今後とも金融緩和政策を継続すべきという考え方を持っているようだ。景気上昇期間の如何に関わらず、インフレの兆候などの問題が表面化しない段階で、金融政策の手直しが行われた事例は少ない。しかし、現状の金融緩和政策そのものが異常であり、金融政策の転換は手直しというより、金融政策の正常化に過ぎないという主張もある。さらなる議論として、単なる金融政策の変更のみならず、インフレ目標の導入など金融政策の根本的見直しを実施すべきという考え方も提示されるようになった。これは、インフレ目標を2%に設定するのが妥当であるならば、消費者物価上昇率が前年比2%になるまで金融緩和を続けるべきであるという考え方にもつながっていく。

こうした議論が展開されるようになると、そもそも金融政策の目的とは何であるのかという妙な話になりかねない。そこで、まず現状における景気の現状を確認することからはじめ、そもそもデフレの悪循環をもたらした要因がすべて根絶やしとなり、再燃する懸念があるかどうかを検証する必要がある。

景気の現状

1．成長率は4.0%

我が国の実質GDP成長率は、2005年度第3四半期の前年同期比で4.0%と潜在成長率を大きく上回り、我が国経済が景気上昇期にあることは疑いもない。一方、名目成長率をみると、前年同期比で2.4%にとどまり、実質GDPの伸びを下回っている。その結果、GDPデフレーターは依然前年水準に比べマイナスを続けており、デフレ圧力が依然強く残存しているような印象を与えている。

ただ、至近時点のGDPの伸び率を構成項目ごとにみていくと、個人消費が持ち直しをみせ始め、また設備投資も前年同期比で7%以上の伸びを3四半期続けるなど、景気上昇の底堅さを示している。石油価格の上昇を受け、輸入はこここのところ増加をみせているものの、輸出も米国・中国経済の好調さを受け、海外経常余剰も堅調な推移にある。

消費者物価の動きをみると、季節商品除きの総合指数は、11月には久方ぶりに前年同月水準を上回る0.1%の上昇となり、12月も引き続き同0.1%の上昇を維持した。また、総務省が発表している季節商品及びエネルギー価格を除いた新しい総合物価指数でも前年同月比で0.1%上昇し、消費者物価においては、デフレから脱却しつつあると言える。

2．企業と金融機関

デフレをもたらすものとして様々な要因を考えることができるが、拙稿(紀要44号2003年)(1)において輸入価格下落などの海外要因より、むしろ需給ギャップの存在にみられる国内の需要不足が主因であると論述した。また、同時に需給ギャップの拡大は、企業が3つの過剰を抱えている状況を裏付けるもので、その是正のため企業は懸命なリストラクチャリングを強いられていることも併せて説明した。

企業はそうしたリストラクチャリングを未だ終えていないのであろうか。まず、企業業績からみてみたい。主要企業の2005年度決算予想をみると、大半の企業で増収増益決算を見込んでおり、経常利益総額は3年連続して最高額を更新する勢いにあると報じられている。こうした決算から潤沢となったキャッシュフローを背景に、新しい業務分野への設備投資や、企業買収の増加など企業行動の積極化をみせている。また、中小企業においても見極めがつくまで先送りしてきた更新投資を再開する企業も多くなってきている。

雇用情勢をみても、将来の労働力不足、或いは団塊の世代の退職者増加に備えた新卒採用の再開、採用人数の増加もみられるようになった。今まで返済一方であった借入金も下げ止まりから、反転増加の兆候を示し始めている。また、金融機関の不良債権は概ね峠を越し、政府より支援を受けた公的資金の返済を繰り上げる動きなど、資産内容の顕著な改善をみることができ。こうした情勢を受け、株価は日経平均で16,000円を超す展開をみせ、本格的な景気上昇が始まったような雰囲気醸成している。

デフレ現象の再認識

1. デフレ悪循環の背景

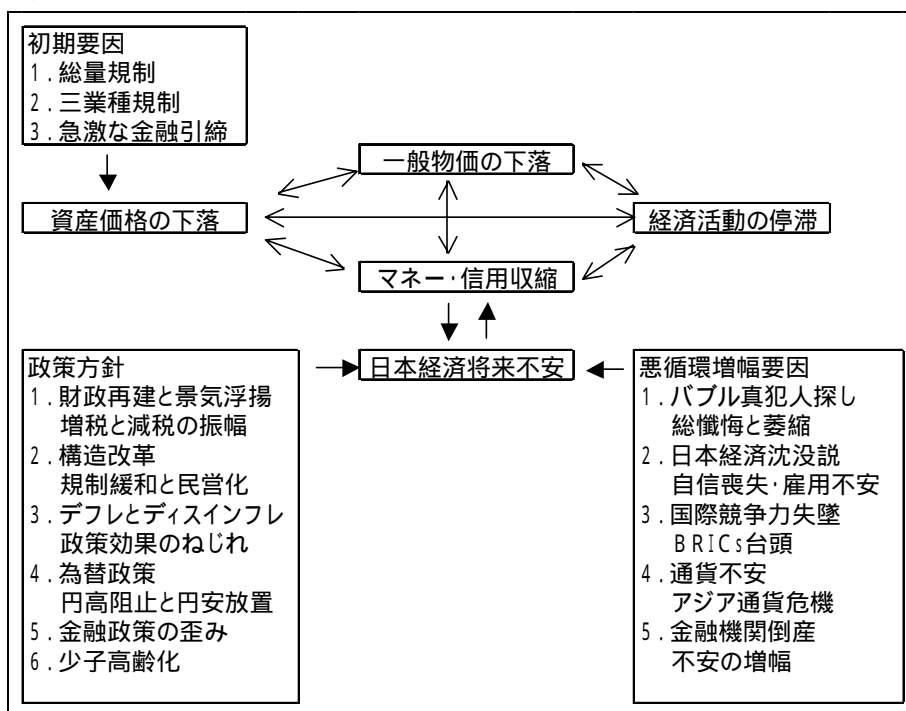
こうした経済情勢を受け、日本銀行は消費者物価の上昇を要因として、金融政策の手直しについて発言する機会が増加している。もっとも、金融政策の手直しといっても、2001年以降続けてきた量的緩和という短期金融市場をジャブジャブにした超金融緩和政策を本来の姿に戻すという意味に過ぎない。それでも、金融政策の転換、すなわち長期金利の反騰といった余波を恐れた反論が即座に出されるなど、やや過敏とも言える反応が世間を騒がし始めている。デフレが本当に完治したのか、そして我が国経済を不安定化させるデフレの再発要素は解消したのか、などについて曖昧にしたまま金融政策転換の議論がなされているような気がしてならない。

デフレが再燃する懸念があるかどうかを検証する前に、なぜデフレ現象が発生したのか、またデフレ現象として現れたプロセスをもう一度考えてみたい。

デフレの原因として、様々な要因が様々な研究者から提示されている。これを教科書的に示すと、資産価格の下落が総所得の減少につながるという資産デフレ論、バブルの反動だというバブルデフレ論、価格低下による悪循環がもたらすという負債デフレ論、銀行貸出の慎重化がもたらしたとする過少流動性デフレ論、最後に輸入品価格が大幅に低下したことを要因にする

(図1)

デフレ経済の悪循環



輸入デフレ論がそれである(2)。

こうした議論はどれが正しくてどれが間違いということは一概に言えず、全てが重なってデフレを引き起こしたと言うべきであろう。ちなみに、デフレがどういった形で悪循環を引き起こしたかを図示したものが、(図1)である。これはバブルが発生したメカニズムの概念図を参考にし、デフレがどのようなプロセスで悪循環に陥ったかの関係を表している(2)。

(図1)をみても分かるように、この10年間に行われた政策も当初の目的とそれによりもたらされた結果との間にねじれが発生しており、金融財政政策の失敗が我が国経済の振幅を拡大させてしまったと考えられる。また同時に、我が国経済を取り巻く国際環境の変化も複雑に係わり、結果としてバブル経済期に景気を押し上げる要因として働いたが、今度は逆に、それらが複合的に我が国経済を押し下げる要因として働いたとも言えよう。

2. 政策のねじれ

バブル経済崩壊後、我が国経済は急激な景気下降に見舞われ、92年以降巨額な財政政策の発動を余儀なくされた。膨大な補正予算が組まれ、その財源は国債の増発に委ねるより方法がなく、国債残高は著しく増加した。景気が多少好転した97年に財政再建を急いだ政府は、大方の反対を押し切り消費税引き上げに踏み切った。その結果、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動減と共に急激な景気下降を招き寄せてしまった。その後、再び景気浮揚のため再び膨大な歳出増加を余儀なくされたが、これは増税による税収増加をはるかに上回る歳出増加である。

一方、6大改革と称して構造改革を急いだが、内容的にもお粗末であったと共に、規制緩和、小さな政府という考え方自体が短期的にはデフレ的な要因をもっており、更なる需要縮小をもたらした可能性がある。

金融政策においても、本来政策の対象とすべきかどうか危ぶまれる資産価格の急騰に対して行われた急激な質量両面における金融引き締め策は、デフレの直接的な原因の一つとなっていることは明らかである。また、2000年にかけて景気が上昇したことを受け、将来の金融政策の政策余地を拡大するため、ゼロ金利解除という政策の手直しを行ってしまった。それがIT不況の傷口を深めてしまうと同時に、異常とも言うべき量的緩和策を導入する羽目に陥った。

政策のねじれのみならず、国内外の情勢が悪循環に拍車をかける結果となった。バブル経済をもたらした真犯人探しを躍起になって行った結果、我が国全体に心理的な萎縮状態を創り出し、経済の閉塞感を更に深めてしまった。一時的とはいえ80円台を割り込む円高は、我が国の国際競争力を喪失させ、日本経済そのものが沈没するのではないかという不安をかき立て、闇雲にリストラの強化を急がせ、人々に雇用不安という恐怖心を植え付けた。

97年のアジア通貨危機はアジア各国の金融機関を破綻させ、ひいては日本の金融機関の倒産、金融危機へと加速させる無為無策な金融政策を露呈させている。何が直接の要因というわけでもなく、こうした様々な要因がデフレの悪循環をもたらしたというのが実態ではなかろうか。

デフレ症状は完治したのか

1. 物価の安定

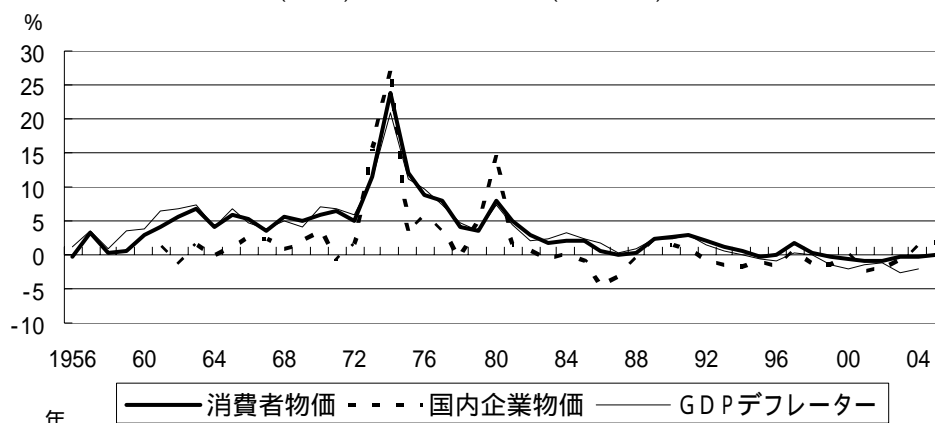
金融政策の議論はデフレ懸念が払拭されたかどうかが見極めのポイントであろう。デフレ懸念がゼロであるとは誰も言い切れず、問題はどの程度の懸念なのかである。まず、最初に考えなければならない点は、物価が本当に下げ止まったかどうかである。この際、物価はいわゆる消費者物価で代表される「もの」の価格であり、地価でも株価でもないことを強調しなければならない。

金融政策の対象はあくまで物価であり、資産価格ではないことは何処の国でも常識である。ただ、地価などは結果的に物価に跳ね返る可能性があるため、政策の対象に直接しないものの、十分注意を払うということを政策目標に明記している中央銀行がないわけではないが、それは極めて少数である。

ともあれ、我が国の物価動向を見ると、消費者物価は前述したように季節商品除きの指数で2005年11月より前年比プラスに転じている（図2参照）。石油価格の影響を多分に受けているものの、総務省が発表しているエネルギー価格を除いた指数でも、12月には前年比プラスとなっている。当然のことながら、単月ではなくある程度前年比プラスが続くということが求められるが、現状のところ石油価格の暴落や為替の急激な変動等がなければ、前年比プラスが定着すると考えられる。

国内企業物価指数の場合さらに問題が少なく、2004年平均で前年比プラス1.2%となっており、2005年中全ての月で前年同月比プラスを記録し、月によっては2%を上回る上昇率となっている。ただ、昨今の議論でこじつけ的に用いられるGDPデフレーターをみると、確かに95年度以降消費税が引き上げられた97年度を除いて、前年同期比でマイナスを続けている。しかし、GDPデフレーターは総合物価指数という表現がなされているものの、政策目標として用い

（図2） 物価の推移（前年比）



（資料）日本銀行：金融経済統計月報ほか

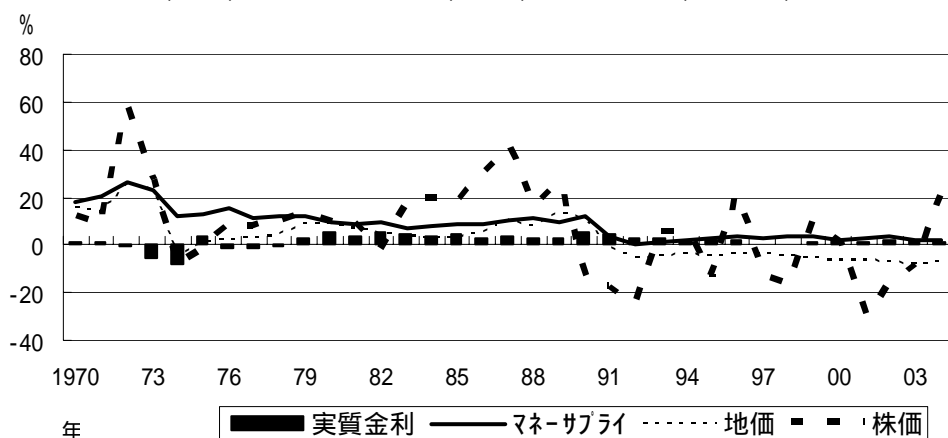
るにはいわゆる物価以外の要素を含むという統計上の問題のほか、統計が公表される時間のズレを考慮しなければならず、金融政策の指針として使用するにはいささか無理のある指標であろう。

後述するが、各国の中央銀行が政策目的としている物価はあくまでも消費者物価であることを念頭に置くべきと考える。いずれにせよ、現状からいえば、前年同月比でプラスを当面続けるものと考えられ、今後ラスパイラス的にデフレが拡大する懸念は遠のいたと考えるべきである。

2. 資産価格

上述したように金融政策の目的とするには多々問題があるが、今回のデフレ現象そしてその前のインフレ現象の原因となったことから、現状の資産価格がどうなっているかを確認しておく必要性は高い。まず地価について考えてみたい。(図3)は全国における全用途の平均的地価と株価の推移を示したものである。全国全用途の平均的地価は未だ低迷しているが、現状の地価の動向をみると、地域、用途によって大きな差異が生まれつつある。6大都市圏とそれ以外の地域に分けると、6大都市圏の住宅地、工業地では前年同期比でマイナスを続けているものの、商業地では至近時点でプラスに転じている。また、最高価格地では2年前からプラスに転じている。一方、6大都市圏以外の動向を見ると、依然前年同期比マイナスを続け、そのマイナス幅は決して小さくない。ただ、地方の地価が依然低迷しているためデフレ懸念があるという言い方は正しい表現ではないと考える。バブル高騰期も一番後から上昇し、その上がり方もそれほど大きくなかったという点と、さらに企業の投資活動が国内立地より海外立地が優先されたという企業側の事情も考慮に入れる必要がある。むしろ、デフレ圧力という点から

(図3) 実質金利(短期)と資産価格(前年比)



(資料)日本銀行:金融経済統計月報ほか

言えば6大都市圏、それも大都市の立地条件の良いところで、現状どうなっているかの判断が何よりも重要である。

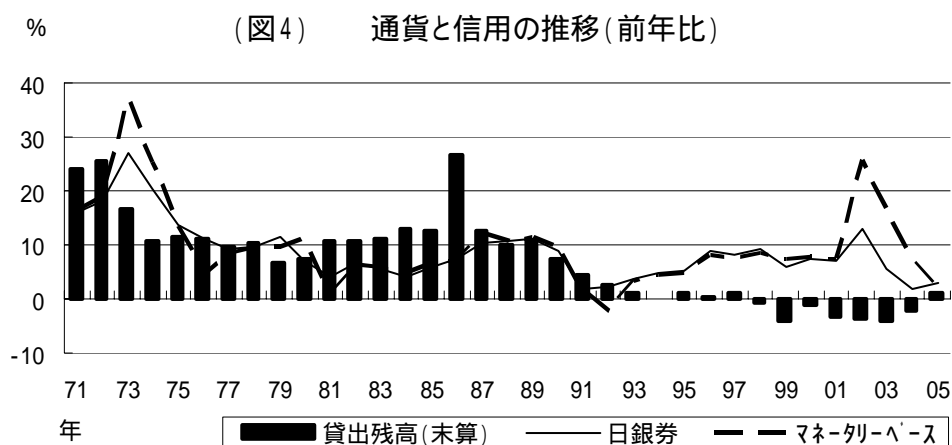
東京の都心部、名古屋の中心部ではすでに地価は反騰し、REITがらみのミニバブルという現象すらささやかれ始めている。そうした意味において、地価におけるデフレ懸念は下押し要因より、むしろ一部地域の行き過ぎた上昇を心配すべき時期に遭遇している。

もう一つの資産価格である株価はどうであろうか。日経平均株価指数から株価の推移をみると、89年末に38,915円87銭をつけた後、バブル崩壊後2003年4月28日に7,607円88銭という最安値をつけるまで総じて下降を続けた。我が国経済が景気回復度合いを鮮明にみせ出した2005年秋以降、株価は急伸し16,000円を越える展開を示すようになってきている。この株価についても、確かに好調な企業業績を反映しているとしても余りにも高すぎ、むしろ先行き反落するのではという懸念がささやかれ始めている。

最近の資産価格の動向から判断するに、バブルピーク時点の水準比較は別として、すでに反騰している状況は明白で、むしろ先行きの反落を心配する声が中心となっている。確かに、懸念される反落はデフレ要因ではあるが、それは今までのデフレ議論とは次元の異なるもので、資産価格におけるデフレ懸念を心配する状況にはないといえよう。

3. マネー・信用収縮

次に、デフレ現象をより深刻にさせたといわれる金融機関の与信対応について考えてみたい。巷間でいわれた貸し渋り、貸し剥がしの有無について議論するのではなく、マネー、貸出残高、不良債権の推移から、デフレが再発する可能性を考えてみたい。まずマネーであるが、日銀券と日銀の当座預金からなるマネタリーベースの推移をみてみたい(図4参照)。マネタリーベースは日本銀行券発行高と日本銀行の当座預金残高等からなる。日本銀行券発行高は、信用不



(資料)日本銀行:金融経済統計月報

安に駆られた人々は金融機関から預金を引出し、現金のまま保有するという極端な安全志向に走ったため、90年代半ば以降著しく増加した。また、マネーベース全体も2001年から日本銀行が極端な超金融緩和政策をとったため、急激な増加をみせた。その後、2005年夏以降1%台の安定した伸びにもどり、短期金融市場においては、コール残高の増加などにみられるようになり落ち着いたがみられるようになった。

一方、国内銀行の貸出残高は金融機関倒産が続出した98年以降前年比マイナスを続け、貸出が伸び悩む状況を示している。この動きは金融機関が不良債権処理を行う、すなわち貸出としての計上を外すという側面と、企業がリストラの一環として借入金の圧縮を積極的に行ってきたという側面を同時に含んでいることを忘れてはならない。

ちなみに、拙稿（紀要45号2004年）(3)では企業の過剰債務を算定しリストラの進展度合いをみたが、2003年度において過剰債務は解消したという結果を得ている。さらに2004年度では企業業績の好転もあり過剰債務のさらなる縮小というより、むしろ余剰資金の巨額発生として表れた。この一部は借入金の削減に回ったと考えられるが、同時に更新投資のみならず新規分野などへの設備投資の再開をもたらしたと考えられよう。

国内銀行の貸出残高は2005年末においてようやく前年比プラスに転じており、企業の財務内容健全化がほぼ終了に近づいたと推測される。このように企業におけるリストラ圧力などデフレ要因がかなり縮小に向かっていると解釈すべきで、我が国経済にとって望ましい方向にあると考えられる。

経済活動はどの程度改善したか

1. マクロ経済指標からみた政策転換点

デフレ現象がラスパイラス的に拡大した大きな要因として、企業の活動低下に代表される経済活動の停滞をあげることができる。ところが最近のGDP成長率や鉱工業生産の動きをみると、確かに経済活動は活発化をみせ景気回復の強さをうかがい知ることができる。金融政策の政策目標は国民生活の安定という観点から物価の安定を第1に掲げることは当然として、一方でそれだけではないこともまたしかりである。日本銀行が2001年から始めた量的金融緩和の解除条件として掲げた3条件、消費者物価が前年比で基調的にゼロ%以上になる、消費者物価が先行きマイナスに戻らない、経済、物価情勢を総合的に判断する、のうちの総合判断は極めて重要な判断要素である。

日本銀行は様々なマクロ経済指標を判断材料にしながら政策判断を行う。また、これは民間のエコノミストもまた同様である。こうした中で金融政策のターニングポイントとして考えられる様々なマクロ経済指標のうち、どういった指標が影響を及ぼすかについて考えてみたい。その方法として、数多くの指標を説明変数として推計を行う方法もあるが、ここでは多重共線性を防ぐため多変量解析(主成分分析を利用)を用いて、3つ程度の主成分に要約する方法を採用

(表1) マクロ経済指標の成分行列(回転後)

	成分		
名目GDP	0.926	0.203	0.251
長期金利	0.926	0.008	-0.005
GDPデフレーター	0.921	-0.148	0.110
名目賃金	0.916	-0.006	0.257
消費者物価	0.893	-0.223	0.006
失業率	-0.892	-0.102	-0.006
地価	0.794	0.152	0.391
マネーサプライ	0.758	0.253	0.238
時間外労働	-0.301	0.915	-0.009
鉱工業生産	0.150	0.906	0.241
実質GDP	0.404	0.718	0.363
売上高経常利益率	-0.001	0.384	0.818
倒産件数	-0.329	0.002	-0.841

(資料)内閣府:国民経済計算年報ほか

した。とりあえず関連性の強い指標をアトランダムに解析し、その後指標を絞るという操作を繰り返した(3)。

その結果、(表1)のような回転後の成分行列を得ることができた。第1の要因は名目GDP、長期金利、GDPデフレーター、名目賃金、消費者物価というようにまさに物価要因ともいべき因子と考えられる。第2の要因は時間外労働時間、鉱工業生産指数、実質GDPといった生産活動の増減が如実に表される指標ばかりとなり、また第3の因子は倒産件数など企業の浮沈に係わる指標の集約と考えられる。

また、こうして得られた3つの主成分のうち第1と第2の要因を説明変数に、そして公定歩合を被説明変数として推計すると、補正後重決定係数は0.62にとどまった。これは、公定歩合に代表される金融政策は物価要因と企業要因に左右されるという極めて当たり前の推計であるが、決定係数は思った以上の低い値であった。なお、この推計式に基づき現在の公的歩合を推計すると1.0%という結果を得ることができ、その直前に比べ僅かに上昇するなど方向としては金融政策の転換時期を示したが、大幅引き上げまで示す内容ではなかった(4)。

2. 企業業績分析

次に、マクロ経済指標分析で企業要因が一つの要因として抽出された結果を受け、企業の財務分析に用いる各経営判断指標との関連をみるために、マクロ経済指標と同様に多変量解析(主成分分析)を実施してみた。これも同じように、アトランダムに各財務指標を投入し、類似指標を順次減少させるとことにより、3つの主成分に要約を行った。

その結果、(表2)にみられるような回転後の成分行列を得ることができた。第1の成分は総資

(表2) 企業業績の成分行列(回転後)

	成分		
借入金利子率	0.964	0.010	0.003
有形固定資産回転率	0.955	0.194	-0.187
自己資本比率	-0.926	0.172	-0.200
総資本回転率	0.914	0.184	-0.293
総資本営業利益率	0.814	0.548	0.108
買掛債権回転期間	0.805	0.145	0.383
棚卸資産回転期間	0.730	-0.416	0.405
信用供与率	-0.728	-0.295	0.002
売上高前年比	0.642	0.556	0.157
売上高経常利益率	0.005	0.953	0.009
当座比率	0.215	0.804	0.437
減価償却率	0.461	0.594	-0.313
売上債権回転期間	0.107	0.003	0.938
手元流動性比率	0.007	0.346	0.861

(資料) 財務省: 法人企業統計年報

本営業利益率、総資本回転率、有形固定資産回転率など企業経営上の資本効率の良否をあらわすと考えられ、第2の成分は売上高経常利益率、当座比率といった指標が並び、これはキャッシュフローの潤沢さを示すと考えられる。また、第3の指標は売上債権回転期間、手元流動性比率などで、これは企業の安全性を示すのではないかと考えられる。第1の成分の寄与は48%、第2を含めた累積寄与は69%となっている。

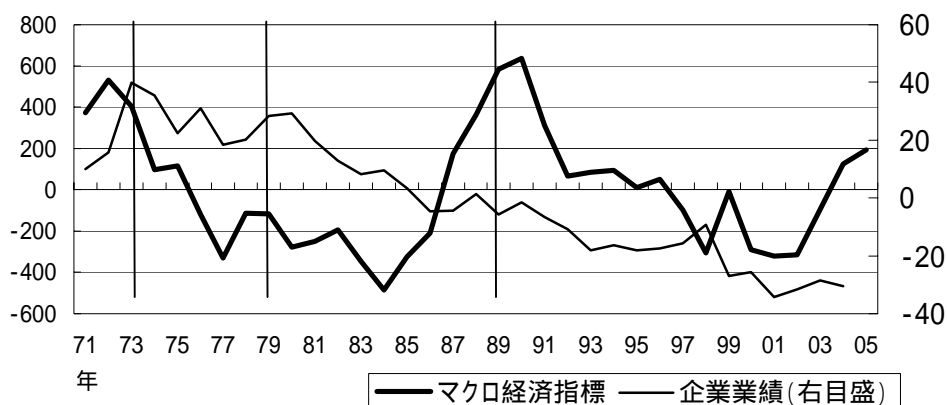
この3つの成分のうち第1と第2の成分を説明変数として公的歩合を推計すると、補正後重決定係数は0.90となった(5)。なお、念のため現時点の公定歩合を推計すると0.8%という結果が得られ、その直前期に比べて上昇に転じており、引き上げのタイミングを示したが、大幅な引き上げというような状況ではないと考えられる。

3. 第1主成分得点の推移

前節において、マクロ経済指標と企業業績のそれぞれについて主成分分析を試みた。その結果得られた各第1主成分得点から第3主成分得点のうち、それぞれ第1主成分得点を図示したものが(図5)である。この図をみると、マクロ経済指標と企業業績の動きに大きな離れをみせるようになったのはバブル経済以降であった。これはバブル経済期の企業の業績はマクロ経済が示すほど好業績ではなかった姿を示しており、同時に地価、株価の上昇が企業に必ずしもメリットを与えたわけではないことも示している。

これは、バブルと重なるように円高も発生しており、特に輸出産業にとってメリットより業績面ではデメリット面の方が大きかった要因が働いたと考えられる。ところがバブル崩壊後は

(図5) 主成分得点から見た転換点



(資料)財務省:法人企業統計調査年報ほか

一転して企業業績の第1主成分得点が低い水準で低迷するようになり、企業は急激な業績悪化に見舞われたと考えられる。

(図5)には縦線が数本描かれており、これは日本銀行が公的歩合を引き上げた時期を示しており、いわば金融政策の転換点といっても差し支えない。いずれも、主成分得点がピークを打った時期と重なっておらず、マクロ経済指標や企業業績の動きと多少タイミングが異なっていることを示している。

現時点における主成分得点の状況を見ると、マクロ経済指標では日本銀行が金融政策の転換を行っても決して不思議ではない状況にあるが、得点の水準をみる限りにおいては、過去に比べ高いとはいえず、金融政策の大幅手直しが必要な時期でもないことも示している。

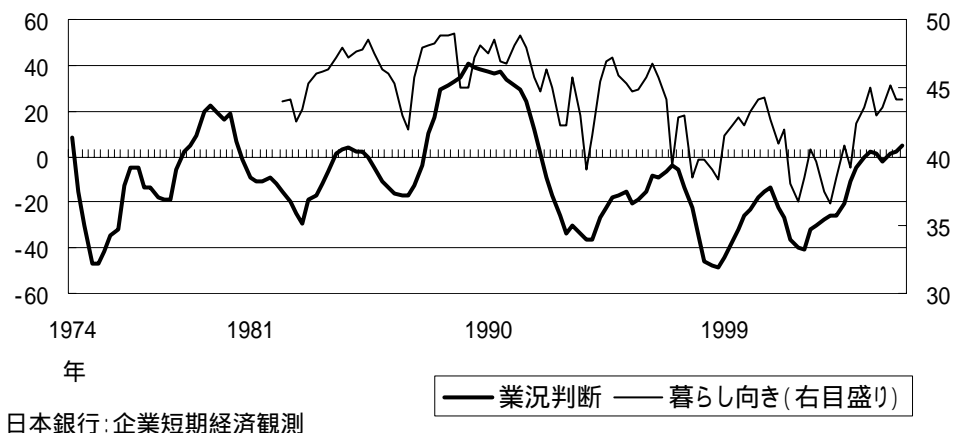
企業と家庭の意識調査

バブル崩壊後、デフレ現象が悪循環を起こした背景を(図1)でみたように、消費者や企業経営者の心理状況が大きな影響を及ぼす。消費者は雇用不安など先行きに不安を覚えれば、消費を抑制気味にする。また、企業の経営者は同じように先行きの業況を弱気にみるようになれば、本来実行すべき設備投資も先延ばしにするなど慎重な判断にたつのも当然といえよう。

(図6)はそうした消費者の暮らし向き判断と企業経営者の業況判断を示したものである。消費者の現状判断については経済社会研究所の消費動向調査のうち「暮らし向き」判断を用いた。この指標は消費者に対して1年前に比べて「良くなった」「悪くなった」を問いだし、「良くなった」に+1、「やや良くなる」に+0.75、中立的な評価に0の評価を与え、各回答分布の構成比(%)に乘じ、合計したものである。

また、企業経営者の現状判断については、日本銀行の企業短期経済観測調査のうち業況判断

(図6) 現状判断指標



項目を用いた。これは企業の経営者に業況が「良くなった」から「悪くなった」を差し引いたもので、景気下降期にはマイナスの数値となって示される。そのため、消費者の現状判断より振幅が大きく、特に業況悪化する時点では大きくマイナスに偏るという傾向を持っている。

(図6)をみると、バブル崩壊後、消費者、企業経営者いずれも現状判断が厳しくなり、消費者は2001年のIT不況後、企業経営者は97年の金融不安後に現状判断が一段と厳しくなっている。また、企業の経営者は97年以降の状況を第1次石油危機後の混乱期とほぼ同じ水準の厳しさにあると考えており、経済危機であるという認識は石油危機と同じで、また構造的に解決を図る必要がある認識を併せて保有していると考えられる。

現状はどうかといえば、消費者の暮らし向きに対する意識は以前に比べかなり良くなっているが、その水準は80年代と比較すると未だ低水準にとどまり、決して先行きに対して楽観視しているわけではない姿を明示している。一方、企業経営者の業況判断も従前に比べ慎重さをうかがうことができ、先行きに対して決して楽観的にみていないと考えられる。こうした状況を考えると、マクロ経済指標ほど青信号を示しているとはいえず、黄信号から青信号になり始めた段階であるともいえよう。

海外の金融政策とインフレ指標

米国の連邦準備銀行総裁がグリーンズパンからバーナキンに交替した。新総裁はインフレ目標導入に熱心であるという。すぐさま導入と言うことはなかろうが、米国が導入された場合日本に与える影響はかなり大きいと言わざるをえない。しかし、世界の中でどの程度インフレ目標が金融政策の主流となっているのだろうか。そこで、世界主要国の導入状況と80年以降の消費者物価上昇率と実質GDP成長率を比較してみたのが(表3)である。

これをみると、金融政策にインフレ目標を最も早く導入したのは、89年のニュージーランド

であった。それ以降カナダ、オーストラリアなど英連邦国を中心に広がっていった。また、欧州の主要国がEUとして統合され、欧州中央銀行の金融政策としてインフレ目標が設定されるにつれ、さらに拡大をみせた。

欧州や英連邦諸国を除いてみると、インフレ目標を設定している国はアジアで韓国、タイ、フィリピン、中南米ではメキシコ、ブラジル、アルゼンチンと想像以上に拡大している。しかし、こうした国々はいずれも通貨危機に見舞われ、IMFの厳しい管理下に置かれた国でもあ

(表3) 各国の金融政策

国名	消費者物価上昇率			GDP成長率			インフレ目標	
	80-90	90-97	97-04	80-90	90-97	97-04	06年目標	導入時期
オーストリア	3.2	2.8	1.5	2.2	2.0	2.3	2%(CPI)	1998年
ベルギー	4.2	4.2	1.7	2.0	1.4	2.1	2%(CPI)	1998年
デンマーク	5.5	2.0	2.0	2.3	2.5	1.7		
フィンランド	6.2	1.7	1.7	3.3	1.4	3.2	2%(CPI)	1998年
フランス	5.8	2.0	1.6	2.3	1.3	2.4	2%(CPI)	1998年
ドイツ	2.2	3.0	1.2	2.2	1.4	1.4	2%(CPI)	1998年
ギリシア	18.7	11.7	3.3	1.8	1.6	4.0	2%(CPI)	1998年
アイルランド	6.8	2.2	3.6	3.2	7.0	7.2	2%(CPI)	1998年
イタリア	9.1	4.5	2.3	2.4	1.1	1.3	2%(CPI)	1998年
オランダ	2.0	2.5	3.4	2.3	2.4	2.0	2%(CPI)	1998年
ノルウェー	7.4	2.1	3.0	2.8	4.0	2.2	2.5%(CPI)	2001年
ポルトガル	17.1	5.7	3.0	3.1	2.1	2.1	2%(CPI)	1998年
スペイン	9.0	4.6	2.9	3.0	1.6	3.8	2%(CPI)	1998年
スウェーデン	7.0	2.9	1.6	2.3	0.9	2.9	2%(CPI)	1993年
スイス	2.9	2.3	1.1	2.0	0.2	1.6		
イギリス	5.8	2.0	1.3	3.2	2.0	2.9	2%(CPI)	1997年
インド	8.6	9.6	5.2	5.8	6.0	6.0		
インドネシア	8.3	8.6	17.0	6.1	7.5	1.0	4-6%(CPI)	1999年
日本	1.7	1.0	-0.4	4.0	1.5	0.8		
韓国	4.9	5.6	3.5	9.4	7.2	4.2	2.5-3.5%	1998年
マレーシア	2.6	4.0	2.2	5.3	8.6	3.5		
タイ	3.5	4.9	2.4	7.6	7.4	2.8	0-3.5%	2000年
フィリピン	14.4	8.9	5.4	1.0	3.3	3.4	4-5%(CPI)	2002年
シンガポール	1.6	2.3	0.5	6.6	8.5	3.8		
ニュージーランド	10.9	2.0	1.9	1.8	3.4	0.3	1-3%(CPI)	1989年
オーストラリア	7.9	2.3	2.8	3.4	3.6	3.7	2-3%(CPI)	1993年
カナダ	5.3	1.8	2.1	3.3	2.2	3.5	1-3%(CPI)	1991年
米国	4.2	2.9	2.4	3.0	3.0	3.1		
メキシコ	73.8	19.5	8.9	0.7	2.2	3.1	3%(CPI)	1997年
ブラジル	285.6	456.6	7.4	2.7	3.4	2.0	4.5%(CPI)	1999年
アルゼンチン	390.6	15.9	4.2	-0.4	5.4	3.2	8-11%(CPI)	2003年
南アフリカ	14.8	10.0	5.7	1.2	1.5	2.8	3-6%(CPI)	2003年

(資料) 国際連合：世界統計年報ほか

(注) 各中銀のHPより作成したが、数値目標は極力2006年を掲載。

り、厳しい通貨管理のなかでインフレ目標が設定された可能性がある。

世界の主要国を80年代、90年代、97年以降と3つの時代に分けインフレ率と成長率を比較してみると、97年以降インフレ率は概ね2%内外に収れんしている。インフレ率が導入された成果であるという主張も否定できないが、一方でGDP成長率も低下しており、世界的なデフレ現象による影響とも考えられる。

一方、97年以降の成長率とインフレ率で世界の主要国を区分してみると、高成長低インフレのアイルランド、低成長高インフレのインドネシア、低成長高デフレの日本、低成長低インフレのニュージーランドと色分けできるが、概ね成長率で2、3%、インフレ率も2、3%で推移している。確かに、インフレ率は総じて低位にとどまり、世界全体でもデフレの色合いをみせているが、極端なデフレに陥っているのは我が国だけではなからうか。また、80年代以降をみても、消費者物価が前年比で2%を上回ったのは、第2次石油危機以降の数年とバブル期の数年にとどまるなど、我が国が物価の優等国であることも忘れてはならない。

インフレ目標を最も早く設定したニュージーランドの導入要因は、インフレ目標を国民との契約とすることにより、政府の恣意的な金融政策誘導を防ぐというのが主眼となっている。とりわけ、選挙対策に利用されないという文言も挿入されており、そうした背景を物語っている。また、インフレ目標を導入した国は拡大しているものの、その内容は千差万別である。英連邦国にみられるように、契約という厳しい縛りが課せられる国がある一方で、EUのように政策目標という位置づけにとどまる国々も少なくない。

むすびにかえて

ここまで金融政策の転換に関する議論に対して、タイミングとして適切であるかどうか、客観的に考えてきた。結論から言えば、ほぼデフレ圧力は解消し、むしろ先行きにインフレ的な萌芽をみることができると考えるべきである。一方、まだデフレ圧力が残存しているという指摘は、根底に先行きの金利上昇を危惧したものと考えられるが、財務比率からみた企業の実態が見た目ほど改善していないなどの懸念材料を考慮に入れる必要性を指摘したともいえる。

昨今の報道によると、3月に量的緩和を解除したもののゼロ金利政策を継続、様子をみながら年内に公的歩合引き上げなど、金融政策の中立化を目指す展開になるというのがもっぱらである。マクロ経済指標の動きから判断すると、量的緩和解除のみならず、むしろゼロ金利政策の解除により金融の正常化を急ぐべき、というのが本来の考えである。

日本銀行は、2000年の早すぎた金融政策の手直しによりもたらされた不信感が再燃することを恐れるあまり、慎重に慎重を重ねるという実情を透かしてみることができる。また、米国連邦準備銀行のグリーンズパン前総裁が行った市場との対話を参考にした手法とも考えられる。すなわち、望ましい方向に金融市場を誘導するための最善の策を試みているという見方もでき

よう。

当面の金融政策はいつゼロ金利政策が解除されるかのタイミングだけに絞られてきた。しかし、いま考えなければならない問題は、第1に貯蓄率の低下、国債増発圧力、クラウドディングアウトなどの発生が確実に視されるなか、その際の処方箋を市場との対話を始めることであろう。第2に、先述したように企業の財務状況は厳しい国際競争のなかで見た目以上痛めつけられている可能性があり、それを早急に見極める必要もあろう。こうした状況を考慮した場合、金融政策の枠組としてニュージーランドの採用した方法を採用するのとも一考であるが、昨年末からの議論をみるとむしろ政治的思惑を垣間見ることができ、今は視野の片隅に入れるに留めるべきであろう。

注

- (1) 高木夏樹「インフレ目標と金融政策」名古屋経営短期大学紀要44号 2003年3月 p19-33
- (2) 三橋規宏、内田茂男、池田吉紀編「日本経済入門」日本経済新聞社2002年4月
- (3) 高木夏樹「リストラクチャリングの進展と過剰債務」名古屋経営短期大学紀要45号

2004年3月 p19-32

- (4) 香西泰、白川方明、翁邦雄編「バブルと金融政策」日本経済新聞社2001年12月
- (5) 今回は時系列指標を主成分分析に用いたためデータ自体に多重共線性が強く残存する。そのため、指標そのものではなく極力前年比を用い、指標間における相関関係の強いものを順次除外する方法を用いた。

(6)第1成分と第2成分の推計結果

$$\begin{array}{lll} \text{公定歩合} = 35.14285 + 0.422695^* & - 0.17732^* & \text{推計期間：1971年～2005年} \\ & (7.62) & (7.85) \end{array}$$

(7)第1成分と第2成分の推計結果

$$\begin{array}{lll} \text{公定歩合} = 34.55888 - 1.071453^* & + 0.229732^* & \text{推計期間：1971年～2004年} \\ & (14.00) & (3.23) \end{array}$$

主要文献

- (1) 三橋規宏、内田茂男、池田吉紀編「日本経済入門」日本経済新聞社2002年4月
- (2) 香西泰、白川方明、翁邦雄編「バブルと金融政策」日本経済新聞社2001年12月
- (3) 安達誠司「デフレは終わるのか」東洋経済新報社2005年2月
- (4) Bernanke, B and Mark Gertler(1999)"Monetary Policy and Asset Price Volatility" Economic Review, fourth quater 1999, Federal Reserve Bank of Kansas, pp18-51
- (5) Cecchetti, S G ,Gensberg H and Wadhwani, S(2002)"Asset Price in a Flexible Targeting

高木夏樹

Framework" the conference by the Federal Reserve Bank of Chicago and the World Bank,
april 22-24,2002

(6)奥村洋彦「現代日本経済論」東洋経済新報社1999年5月