

グローバルなデフレ懸念の行方

グローバルに広がるデフレ懸念

最近やや沈静化の兆しがあるとはいえ、デフレは世界的な関心事となっている。

2000年のITバブル崩壊以降、欧米主要国のインフレ率の低下が加速している。各国のインフレ率をみると、米国の消費者物価上昇率(コア)は6月には前年比1.5%、ユーロ圏では同1.7%まで低下している。消費者物価指数の上方バイアスが概ね1%程度存在することを勘案すると、実態として欧米諸国はいまやデフレ一歩手前の状況に差し掛かっていると見てよい。

欧州中央銀行(ECB)や米国連邦準備制度理事会(FRB)などの主要中央銀行が、この5月より一段の金融緩和に踏み切ったことは周知の通りである。ECBは5月8日に公表した「金融政策ストラテジー」のなかで、中期的に目指すべき物価水準として2%という数値を明示した。また、米国でもパリー・サンフランシスコ連銀総裁がFRBにとっての物価安定とは「おそらくインフレ率1~2%を意味するというのが大方の一致するところだ(5月12日)」と発言したほか、バーナンキFRB理事も「FOMCが最近の声明で示している物価上昇率の好ましいレンジの下限は0%よりは高く、最低限年率1%であるものと思われる(7月23日)」と述べている。これら望ましいとされる物価上昇率に対して、現実の欧米の消費者物価上昇率は下限いっぱいのところまで低下している。欧米の追加金融緩和は、こうしたデフレ懸念の高まりに対応したものである。

デysinフレの背景にある二つの潮流

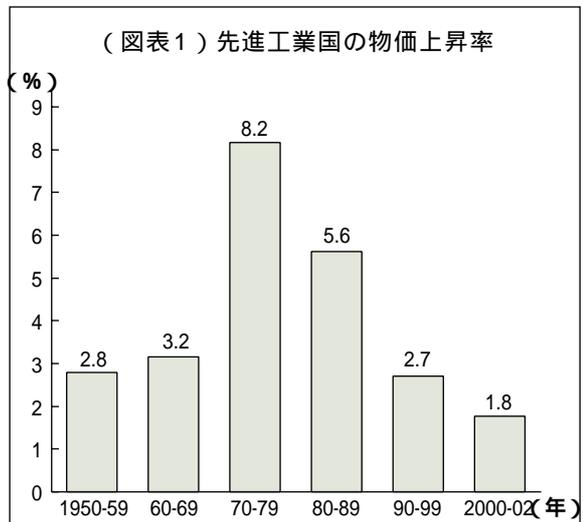
それでは、世界経済は程なく深刻なデフレ

に陥ることになるのだろうか。結論からいえば、その可能性は低いと考える。

1980年代以降の世界経済においては、デysinフレ(インフレ率の持続的な低下)が定着している。主要国のインフレ率(CPI前年比)をみると、80年代には平均5.6%であったものが90年代には同2.7%、足もと00~02年は同1.8%まで低下している(図表1)。デysinフレの背景には、大きくいって二つの要因がある。

第1は、これまでのインフレ体質が是正されてきたことである。

戦後世界経済においては、福祉国家思想の下で失業保険制度や最低賃金制度等が整備され、これによって賃金と物価のスパイラルの上昇が起こりやすい体質となっていた。また、財政支出の拡大による総需要管理政策の普及は、景気後退の平準化と財政収支の悪化の両面から経済のインフレ圧力を高めていた。こうした流れは、70年代の高インフレの経験を境に逆転している。80年代以降は、サッチャリズムやレーガノミクスに代表される市場経済化の推進、主要国における財政収支改善



(資料) IMF World Economic Outlook

の動き、インフレ抑制的な金融政策への傾斜といった諸要素が、かつて70年代以前とは逆にデフインフレの傾向を生み出してきたわけである。

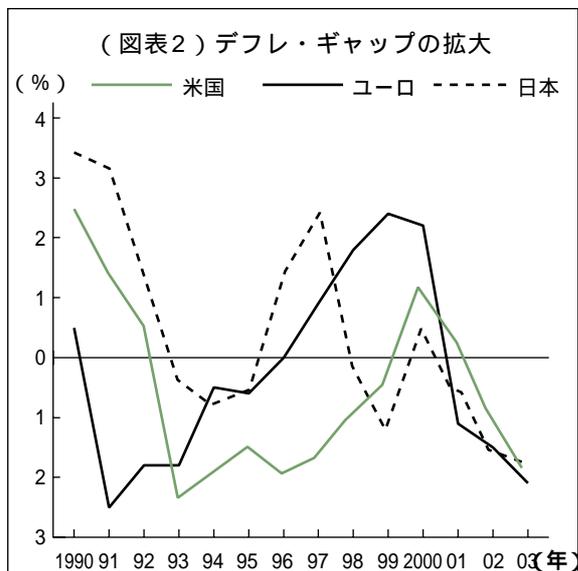
第2は、00年をピークとして、世界経済が同時不況に陥ったことが指摘できる。

米国ITバブル崩壊をきっかけに世界の株式市場は調整局面に陥り、世界経済は設備投資調整・バランスシート調整を伴う景気後退に陥った。主要国の景気は現在までにすでに底入れしているが、設備投資回復の遅れから経済成長率は依然として潜在成長率を下回って推移しており、このためデフレ・ギャップ(潜在GDP - 現実GDP)は拡大が続いている。

こうしたデフレ・ギャップの拡大がインフレ率低下のもう一つの要因である。ここ数年においてデフインフレに拍車がかかっているのは、景気調整に伴うデフレ・ギャップの拡大によるところが大きい(図表2)。

デフレ回避の鍵を握るのはマクロ経済政策

デフレリスクの高まりを背景に、世界の経



済学者や中央銀行関係者の間には、マクロ経済政策はインフレ抑制と同時にデフレ防止にも大きな関心を払うべき、またデフレリスクが高まっている際には通常必要とされる以上に大胆な金融緩和・財政出動を行うべきといったコンセンサスが形成されつつある。

デフレの弊害は、それが民間の経済活動を強く下押しすることである。デフレにより収益減少や所得減少が見込まれるなかでは、企業の設備投資意欲や家計の消費意欲は抑制される。特に債務を抱えた企業や家計は、前向きの投資や消費を抑えて過去の債務返済に収益や所得を充てる傾向が強くなる。こうしたデフレに起因する需要減少がさらなるデフレの加速をもたらすといった悪循環が始まると、経済はデフレスパイラルと呼ばれる縮小過程に陥ってしまうことになる。

一般に、デフレによる民間需要の抑制圧力は、金融緩和(金利引下げ)により減殺することができる。しかし、現在の日本のように金利がいったんゼロに達してしまうと、通常の金融政策によってデフレの弊害を取り除くことは難しくなる。IMFは、「インフレ率の低下傾向が顕著ななかでデフレを阻止するためには、プリエンプティブ(予防的)かつ可能なかぎり積極的な政策対応が必要になる」(“Deflation: Determinants, Risks, and Policy Options, Findings of an Interdepartmental Task Force,” April 2003)と指摘している。

そして、実際のマクロ経済政策がこうした方向に転換しつつあることは前に述べた通りである。過度にインフレ抑制的であった経済政策の転換、政策発動による需給ギャップ縮小により、足もとで高まっているデフレ圧力も徐々に緩和していくと見込まれる。こうし

た政策転換を前提にすれば、欧米主要国がデフレに陥るリスクは大きくない。

もっとも、経済環境の差異やマクロ経済政策の発動余地により、各国により差異は生じてくると考えられる(図表3)。

相対的に状況が恵まれているのは米国である。米国経済は欧州経済や日本経済に比べて相対的に堅調であり、財政・金融政策の余力もまだ存在する。欧州経済は、米国に比べれば経済環境は優れず、また安定成長協定の縛りから財政出動余地も余り大きくはないが、金融緩和によるデフレ阻止の道は残されている。

翻って日本は、すでに深刻なデフレに陥っ

ていることに加えて、通常考えられるマクロ経済政策のツールは既に使い尽してしまった。日本経済がデフレから脱出するためには、非伝統的な経済政策を押し進めることが必要になる(図表4)。しかし、非伝統的政策の実施には少なからぬリスクもある。実施と同時に考えるべきは、非伝統的政策に伴うコストとリスクの把握、そして非伝統的政策からの出口戦略である。政府・日銀の政策協定(アコード)やインフレ目標は、こうした出口戦略として検討すべき課題であるのかもしれない。

(飯塚 尚己 TEL.03-3201-0531)

(図表3) 各国の政策対応 リフレ策の度合い

	財政政策	金融政策	為替政策	リフレ度
米国	(拡張) プッシュ減税	(緩和) 利下げ+時価軸効果	(通貨安) 秩序立ったドル安容認	
ユーロ圏	×(抑制) 安定成長協定による制約	(緩和) 利下げ余地大	(ユーロ高是認) ユーロ安誘導に踏み込まず	
日本	×(抑制) 構造改革路線維持	×(緩和余地限定的) 量的緩和、時間軸効果のみ	(円高阻止) 介入により115円割れは回避	×

(資料) みずほ総研

(図表4) デフレ脱却のための経済政策

<p>金融政策</p> <p>(1) 伝統的政策</p> <ul style="list-style-type: none"> ・短期名目金利の引き下げ(金利の非負制約到達前) ・将来の名目金利引下げに関するアナウンスメント(時間軸効果) ・自国通貨の減価(為替レート引き下げ) <p>(2) 非伝統的政策</p> <ul style="list-style-type: none"> ・オペレーション対象資産の拡大(長期国債、外債、社債、株式、不動産投資信託等) ・インフレ目標/物価水準目標の導入 ・マイナス金利の導入(金融資産・貨幣に対する保有税の導入) <p>財政政策</p> <ul style="list-style-type: none"> ・所得税減税、法人税減税 ・消費税率の引下げ ・公共投資等財政支出拡大 ・中央銀行の国債引受による減税・政府支出拡大(ヘリコプター・マネー)
--

(資料) Buiter, Willem H., "Deflation: Prevention and Cure", NBER Working Paper Series W9623 (Apr 2003) 等によりみずほ総合研究所作成