

# 良いデフレは経済改革のテコ

## 目 次

### はじめに

- ・ 景気の現状
- ・ デフレの経済への影響
- ・ 短期政策では脱出不可能なデフレ
- ・ 円安は効果疑問、リスク大
- ・ 結び—構造改革しかない

## はじめに

「日本経済は緩やかなデフレの状態にある」と 2001 年末に発表された「経済財政白書」はいう。2 月には小泉内閣は金融システム安定化を柱とする総合的なデフレ対策をまとめた。メディアも連日「デフレ」「デフレ」の大合唱である。

デフレとは、持続的な物価下落の状態である。直接には景気の良し悪しに対応しないが、実体経済悪化と物価下落が相乗作用して経済を大不況に陥れるという「デフレ・スパイラル」に入りかけているという説もある。世界の経済学者の中には、戦後世界で例をみなかったこの経済事象をまたとない機会として、さまざまな処方箋を描く人がいる。

デフレには「よいデフレ」と「悪いデフレ」があるといわれてきた。最近は、すべてのデフレが悪いという見解が支配的であるが、筆者は「よいデフレ」が存在するし、それを最大限に引き出すことが日本経済を長期停滞から脱却させる唯一のシナリオとみる。しかしそれには条件がある。

### ・ 景気の現状

#### 1 . 悪化を続ける景気

まずは議論の前提として、景気の現状を整理する。

政府の「月例経済報告」では、「景気は悪化を続けている」としている。「悪化」ということばを月例経済報告で使ったのは、小泉内閣・竹中経済財政担当大臣になってからの 2001 年 6 月が最初である。日銀は景気の「調整」ということばを使ってきたが、2001 年 12 月からはとうとう「悪化」を使うようになった。

かつては政府の景気に関する公式見解で、「悪化」という言葉はタブーであった。「足踏み」、「停滞」、「弱含み」、「低迷」、「厳しい」などの言葉で経済情勢を表現し、しばしば「月例文学」などからかわれたものである。財政は景気のコントロールに責任があるという、国際的には 10 年以上遅れた社会通念が支配していたから、政府がひとたび「悪い」といったら、それはすなわち政府が財政拡大策をとるという意思表示に等しかった。だから政府や与党のなかで景気対策をとるという合意ができるまでは「悪化」は使えない。対策をとる気もないのに「景気が悪い」などといったら、責任放棄となるだけではない。経済評論家やメディアが「悪い悪い」と大合唱をしているときに、政府まで同調したら、世の中から強気の見方は消えうせ、ますます国民のマインドを萎縮させる、というわけである。ではいざ対策が決まったらどうかといえば、今度はその効果を大いに宣伝すべきであって、国民の心理をわざわざ悪化させて対策効果を減殺する必要はない、というわけで、やはり「悪化」は使えなかった。

1998 年夏ごろ、長銀と日債銀が破綻に瀕し、またなんでも正直かつ直裁に表現することを旨とした堺屋経企庁長官のときですら、月例報告で「悪い」という言葉は使われなかった。昨年半ばから政府が大手を振って「悪い」といえるようになったのは、政府が持てる政策手段である財政政策を、純粹に景気対策としてはもう使いません、という宣言の裏返しなのであろう。

## 2 . 短期的には景気上向きも

景気の現状は、いうまでもなく非常に悪いが、ごく短期的にはそろそろ下げ止まりの兆候もみられる。在庫調整が進んで在庫水準が今次景気後退前の水準まで下がってきたから、最終需要が下げ止まれば、鉱工業生産が短期的には上向くことも期待できる。

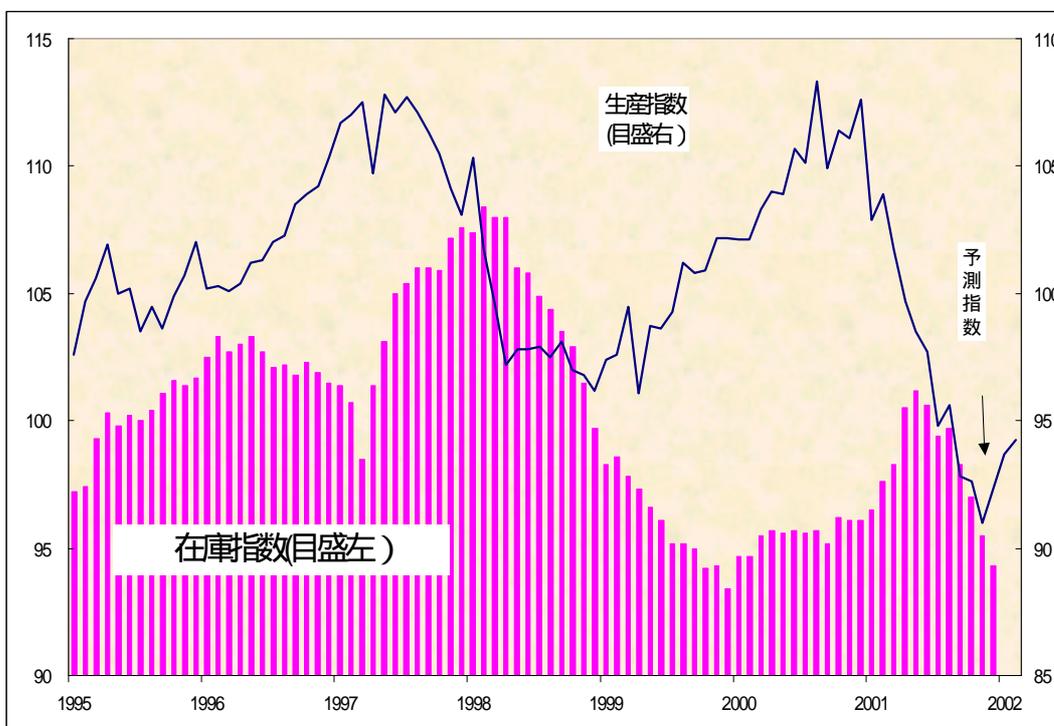
そもそも 2000 年秋に始まる今回の景気後退の直接の引き金になったのは、輸出の急減であった。2001 年 7-9 月期の GDP は 1 年前に比べて実質年率で 2.5 兆円(0.5%)下がったが、輸出の減少は 6 兆円に及び、内需のプラスを大きく上回るマイナスであった。その意味で 2000 年末からの日本経済の悪化はかなりの程度外需要因によるものであった。最近輸出が下げ止まりの動きを示していることで、景気の循環的悪化に多少とも明るい面がみえ始めている。そうなれば、これまで真っ暗だった雇用情勢も、製造業からの所定外労働や新規求人などに、下げ止まりの兆しが現れてきてもおかしくない。

政府の経済見通しは、2002 年度実質ゼロ成長を打ち出し、民間予測よりかなり高いところにある。ゼロ成長ということは、2001 年度にマイナス成長が続いてきたことを考えれば、2002 年度は早いうちから実質プラス成長に転じることが前提されているわけである。民間見通しと政府見通しのどちらが当たるかは何ともいえないが、一ついえることは、多くの機関でやっているように、消費はこのぐらいとか、設備投資はどうだ、といった部分予測をそれぞれやって、それを集計するような方法では、結果はどっちつかずの保守的なものになり、今のような変革期の経済予測には使えないのではないか、ということである。思い切ってダイナミックなシナリオを描くしかないのである。マクロ政策が変わらないことを

前提にすれば、今のような景気の状態がダラダラ続くとは考えにくい。現実が生じうるのは、在庫調整の終了によって生産が多少とも増え雇用も持ち直すという循環的回復シナリオか、スパイラル的に悪化するシナリオか、どちらかであろう。政府の見通しでは、どちらが何パーセントの確率、という発表が許されず、またもとより悪化シナリオだけを出すことも許されないから、必然的に改善シナリオが提示されるのである。

循環的には、景気後退があれば上昇も必ずある。筆者は、そろそろその時期だと思っている。もちろんその景気回復とは、在庫循環に伴って鉱工業生産が動くという、きわめて短期の変動である。問題は、景気回復に持続性があるかどうかである。持続的な回復に至るには、設備投資に点火しなければならないが、現下のデフレと金融機関の不良債権問題のもとでは、これが容易ではない。そこでデフレ問題に入っていこう。

図表1 . 鉱工業生産と在庫



(備考) 1. 経済産業省「生産・出荷・在庫統計」。季節調整値。  
2. 生産指数の2002年1,2月は生産予測指数の前月比増減率で延長。

## デフレの経済への影響

### 1. デフレの定義

「デフレ」という言葉は従来きわめて多義的に用いられてきた。景気の悪化そのものをデフレという人もおり、物価の下落にだけ着目する人もおり、不動産など資産価格の下落のことを指す人もいる。評論家やメディアはともかく、経済分析の専門家は、まず明確に自分の意味するところを定義して使うべきである。

2001年の「経済財政白書」(第1章 p.39)は、「デフレの定義は、持続的な物価下落という意味である」として明確に定義した上で、「日本経済は緩やかなデフレの状態にある」といっている。そしてこの定義は「国際的に通常使われる」とまでいっている。分析者としては好ましい態度である。しかし同第2章(p.124)では、「構造改革はデフレ圧力を拡大するか」として、どうやら景気後退と物価下落を区別しないあいまいな定義も使っている。ここでは白書の言葉尻をあげつらうことが目的ではない。このくらい世の中ではこの言葉がいい加減に使われ、不吉な言葉で人々のマインドを悪化させているのである。

ここでは、白書の定義どおり、物価の持続的な下落のことをデフレという。景気が常に悪化するとは限らない。19世紀後半の欧州やアメリカで長期に物価下落と経済成長が共存したが、これも「デフレ」である。物価の下落が企業の減収減益や消費者の買い控えなどを通じて実体経済に悪影響を及ぼし、それが需給の悪化から一段と物価を下げる、という悪循環は、「デフレ・スパイラル」と呼ぶ。

## 2. 「良いデフレ」と「悪いデフレ」

物価下落の原因には、景気の悪化による供給過剰からくる「悪いデフレ」と、生産性が上がって安く供給できるようになる「良いデフレ」があるはずである。しかし、少なくとも日本経済の現状を前提したとき、はたして「良いデフレ」が本当に存在するのか、すべての「デフレ」が悪いのか、が論争になっている。「経済財政白書」(p.48)では、一部製品の下落に伴う「相対価格」の変化と「一般物価水準」の下落とを区別すべきであり、「供給面の構造要因(安い輸入品、技術革新等)によって相対価格の変化が生じていることは我が国にとって望ましいことかもしれないが、全体の物価水準が下落して日本経済に悪い影響を与えていることはやはり問題で、デフレは「良い」とはいえない」と結論づけている。相対価格が変わるのは好ましい。しかし平均物価は下がるべきではない。ではいったい何の価格が上昇すればよいというのであろうか。

「良いデフレ」は、規制緩和で競争が活発になったり、技術進歩で製品が安く作れるようになったり、安価な輸入製品が大量に入ってきたり、石油のような輸入原燃料が安くなったりする場合である。物価は下がるが、それによって需要が増え、それだけをとってみれば景気を良くする方向に働く(注1)。

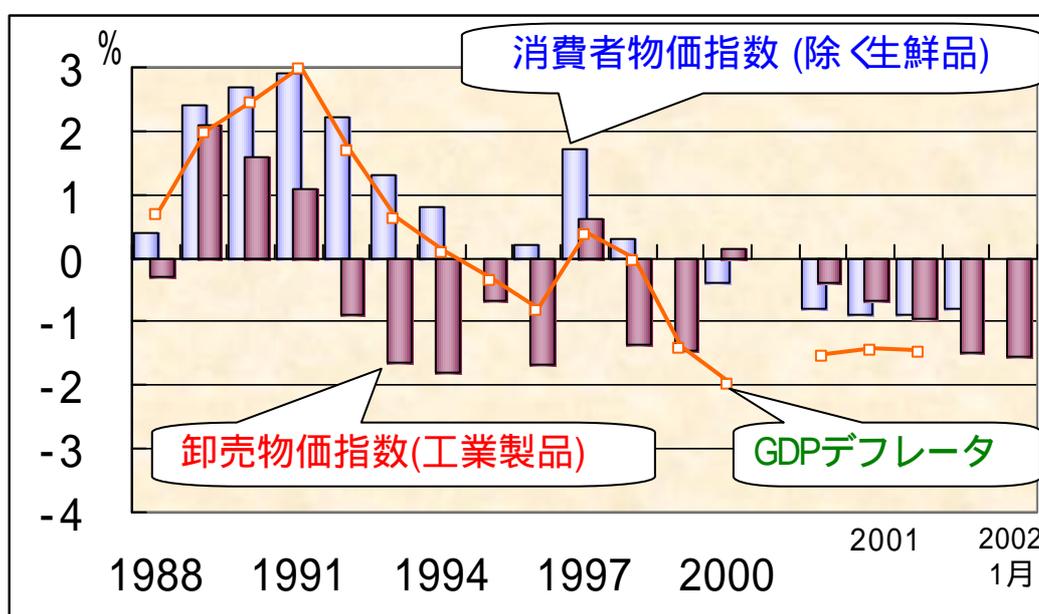
今の物価の動向をみても、工業製品の卸売物価は90年代前半も今年も年1%ぐらいの下落を続けており、ここへ来てデフレが悪化したとはいえない。消費者物価のサービス分野は、かつては年1~2%上がっていたのが、最近はほとんど物価上昇率がゼロかややマイナスになり、これが全体としての物価下落の加速をもたらしている。小売などの流通マージンも同様である。つまり従来日本で国際的にみて高すぎると言われてきた分野で、競争の活発化や規制緩和で生産性が上がり、物価が下がった面がある。日銀の資料(注2)によれば、消費者物価指数(生鮮品を除く)は2001年12月現在、前年比0.6%下落していたが、

そのうち「輸入品」および「輸入競合商品」(加工食品、アルコール飲料、電気製品、衣料、身の回り品等、ウェイト 18.3%)は 2.6%下落しており、その他の品目(ウェイト 81.7%)は 0.2%の下落と、ほぼ横ばいであった。消費者物価段階でみる限り、「デフレ」の主役は安価な輸入品の増加と流通部門の競争激化や効率化なのである。

(注1) 唐津一氏は 1990 年代半ばに『デフレ繁栄論』(1995)で、デフレは製造業にとっては良いことだと述べた。メーカーにとっては製品価格は長らく下がり続けており、いわば常にデフレであった。経済全体がデフレになれば、国際的に割高でかつ年々上がり続けてきた投入コストが下がるからだ、というのである。

(注2) 経済財政諮問会議(2002年2月12日)に日銀総裁が提出した資料。

図表2 . 物価指数の動き



(備考) 1. 日本銀行「卸売物価指数」、総務省統計局「消費者物価指数」、内閣府経済社会総合研究所「国民所得統計速報」による。

### 3 . デフレの経済への悪影響

「よいデフレ」、「悪いデフレ」を問わず、すべてのデフレが経済に悪影響を及ぼすとの説が最近では主流のようである。もっとも単純な議論は、物価の下落は企業の減収減益につながり、企業活動を不活発にさせるから、というものである。しかし、世界的にインフレが収まって物価が安定する時代に、企業経営だけがいつまでも「名目」の増収増益の世界にしがみついているのはおかしい。

問題は、名目価値が硬直的で、価格調整が十分働かない分野が、経済の中に存在することである。それは借金の名目価値と金利である。

デフレの影響について、マクロ経済学の教科書を開いてみよう。なにしろ戦後半世紀以上なかった事態だから、最近の教科書はデフレ問題について深く論じていないが、1930

年代の大恐慌の教訓はあちこちに顔を出す。たとえばおなじみのマンキューの「マクロ経済学」(第2版の和訳)をみると、デフレが経済にマイナスの影響を及ぼした経路は2つある。第1は「負債デフレーション」つまり「予想されなかったデフレ」。企業や家計が物価や資産価格が下がるとは思わずに借金して投資したら、デフレになってしまい、借金は名目で減らずに、資産の側だけが名目減少し、債務の実質価値が拡大して、借金返済の実質負担が高まり、企業や住宅ローンを抱えた家計は、債務超過で倒産に至るか、そうでなくても返済のために前向きの投資・生活ができなくなってしまう。いわば、「過去の過ち」の後始末という問題である。いまの日本でいえば、バブル期の過剰な借金、資産投資の結果としての不良債権、不良資産問題である。

逆に貸している人は財産の実質価値が増し、購買力が増えるが、一般には借金しているのは企業や住宅を建てた個人など、カネを使う人々であり、貸し手はもともとカネを使わない人である。そのため、借金の価値増大は、全体として需要を減少させる。これは、フィッシャー効果と呼ばれる。

第2は、「予想されたデフレ」。これから将来の物価下落が予想されれば、借金をしたときの予想実質金利負担が高まるから、何かビジネスの投資をしようとしても、高い実質金利に見合うだけの実質収益があがると予想されない限り、企業は投資を控え、結果として総需要は低迷する。「将来予想」に属する問題である。日本経済のように、すでに名目金利が長短金利とも物理的にこれ以上下がらない状況では、この制約はとくに大きい。

#### 4. 「過去の過ち」と「よいデフレ」

第1の、「過去の過ち」に対しては、どんな物価下落でも、すでに背負ってしまった借金の返済負担を高めてしまう。「よいデフレ」も「悪いデフレ」もない。現在及び将来のプロジェクトの生産性が上がっても、過去に借金をして行ったプロジェクトからの実質収益が増えるわけではないからだ。

一方、第2の「将来予想」の場合は、新しいビジネスとか投資プロジェクトとかによって十分な実質収益が生み出されたり、効率化、生産性上昇によるコスト削減が実現でき、それらから将来得られる実質収益率が実質金利を上回れば、投資は実行される。つまり、「悪いデフレ」なら「将来予想」もマイナスに影響するが、新ビジネスやコスト削減をもたらす「よいデフレ」なら、その収益が金利を上回ると予想されれば、経済にマイナスにはならないということである(注3)。

そして銘記しなければならないことは、日本経済の再生のためには、新規ビジネスへの投資、競争活発化や合理化努力によるコスト削減、といった前向きの企業活動が出てくることが必須条件であり、それなしにはいかにマクロ経済政策を使っても持続的な効果は出ないということである。「よいデフレ」を避けていては、日本経済はいつまでたっても低迷のワナから脱け出せない。これこそ規制改革、競争促進、公的サービス部門の民営化、産

業構造変革など、一言でいって「構造改革」である。

その際、「過去の過ち」の部分が「よいデフレ」によって悪化することは避けられない。しかし、「過去の過ち」に拘泥して経済再生のチャンスを逃してしまうことは許されない。よくある議論は、構造改革によって生産性が上がることになっても、それによって物価が下がってデフレになっては、マイナス影響が出るので、構造改革を止めるべきだというもの。しかしこれでは新たな経済の回復、持続的な成長はいつまでたっても望めない。過去の過ちによる借金の負担増の部分はやむを得ないこととして、今後の発展を優先するしかないのである。となれば、この「過去の過ち」をいかにして速やかに整理してマイナス影響を減らしていくかである。金融機関の不良債権最終処理、それに伴う再建困難な借り手の整理が、構造改革の中心課題となっている所以である。

(注3) ただし、この場合、デフレの幅はせいぜい1%とか2%とか小さくないと、それ以上高い実質収益を挙げられるプロジェクトは少ないであろう。深尾光洋『日本破綻』(2001)では、「日本経済の適性な実質金利の水準はせいぜい2%程度と考えられる」(p.39)といている。

## ．短期政策では脱出不可能なデフレ

デフレに対して、マクロ経済政策はどう対応すべきか。財政拡大策は、すでに10年以上にわたってとられつづけ、あまり効果がないことが知られてきた。ここでは金融政策を中心に検討する。

### 1．金融政策の限界

主流派経済学では、物価の上昇や下落は主として貨幣的な問題であると考えられる傾向がある。したがって、デフレはもっぱら金融政策の問題、つまり日銀が十分マネーを供給しているかどうかで決まると考える。つまり日本がデフレなのは、日銀の金融緩和が不十分なためということになる。そこで、多くの経済学者は金融政策が積極的役割を担うことを提言する。

政治家も、財政政策だと財源をどこから持ってくるか、何に使うか、結局誰が負担するかなど、財政の厳しい時代には苦しい選択を迫られるが、金融政策なら一見だれも費用負担しないですむ「打ち出の小槌」に見える。それに、中央銀行に声高に要求しても、要求するご本人たちにとって直接の実害はない。これは政治家にとってもメディアにとっても同様である。

金融政策がまともに動く状況なら、上記の見解は正しい。日銀が現金などのベースマネーを十分供給すれば、オーバーナイト・コールなど短期市場金利が下がり、金融機関はそれを取り入れて貸出を増やしたり証券投資にカネを運用し、世の中にマネーが回りだして、投資が活発化して物価下落も止まる。しかし、すでに短期金利がゼロ金利に達して、いく

ら日銀がベースマネーを増やしても、短期金利が下がらないから、金融機関にとってそれを取り入れて運用することで収益率が増すわけではない。しかも不良債権問題を抱えこれ以上のリスクを取れないとなれば、貸出や証券投資増加の余地はきわめて限られる。

それでも大量にマネーを供給すれば少しは効果が出るだろうというのが「量的緩和」である。日銀は、日銀当座預金残高を 10~15 兆円となるよう金融調節を拡大し、オペ対象も拡大、そのなかでも各種証券の買い切りオペの拡大が検討されている。伝えられるように企業の資金調達が難しくなっていることへの対応ということであれば(日経社説 12 月 20 日付け)、もはや中央銀行の金融政策ではなく、最後は財政にツケが回るから、財政政策の一種になってしまう(注4)。

筆者は決して量的金融緩和策の重要性を否定しているのではない。「デフレ・スパイラル」に陥る危険を防止するためには、最大限の緩和策を継続することは必須条件だ。しかし、さらに進んで、金融政策でデフレを治癒させプラスのインフレに転じさせるというのは、無理な話だといっているのである。

(注4) 加藤出『日銀は死んだのか』(2001)p.151~158 は、「非伝統的」追加緩和策の性格について論じている。そして日銀による「リスクマネーの大規模な供給は、財政政策と同義語であり、政府債務拡大の潜在的可能性を一時的」に覆い隠すだけに過ぎない」と述べている。

## 2 . インフレ・ターゲット論はあてにならない

多くの経済学者が、金融政策で国民を錯覚させる方策として、日銀が「物価のいついつまでに何%の上昇達成を目標とし、それだけの金融政策をとる」と宣言する方法が有効であると主張する。うまくいけば人々はそれを信じ、早く物を買おうとするし、このさき物価が下げ止まって上がりだすという予想が形成されれば実質金利が下がるから設備投資もしやすくなる。一部の政治家もこれに飛びつき、声高に日銀に政策を迫っている。インフレ・ターゲット政策である。

この政策は 90 年代になって、イギリス、カナダ、スウェーデン、ニュージーランド、欧州中央銀行はじめ多くの国々で採用されている。目的は言うまでもなくインフレを安定化させるためであり、そのために国民のインフレ予想を低下させるためである。多くの場合に成功しているが、どこでもその有効性をめぐる論争は絶えない。90 年代にはインフレ・ターゲットを採用している国もない国も、世界中で物価安定化が進んだ。アメリカのように、グリーンズパン FRB 議長のリーダーシップで裁量的に政策運営してうまくいっているところもある。インフレ・ターゲット論者としては、この政策がこれまでと逆方向に、デフレをインフレにすることもできると実証できれば、インフレ・ターゲットは晴れて万能薬となるからだ。実験のできない社会科学で、デフレに悩む日本は恰好の実験台、まさにターゲットである。

しかし、日銀への国民の信頼が下がっている状況で、しかも金融政策の手段が手詰まり

になっている状況で、インフレ目標だけは国民が信じるなどということは、どうして可能なのか、納得できる説明は聞いたことがない(注5)。

要するに、経済政策においては、単純明快な万能薬的な処方箋というものは、現実の経済の病気を治すにはかなり眉つばものだと疑ってかかった方がよさそうである。

(注5) インフレ・ターゲットをデフレ対策として使ったのは、1930年代にスウェーデンで行なわれたのが唯一の例であり、しかもそれは成功してスウェーデンの物価は下落から上昇に転じた。Class Berg, Lars Jonung『物価水準目標の先駆け；1931～37年におけるスウェーデンの経験』(深尾・吉川編『ゼロ金利と日本経済』(2000)第4章)。インフレ・ターゲティング論者はこの唯一の事例を金科玉条のごとくいう。しかし、加藤(前掲書 p.122)によれば、この時は、もともと金利が8%と高く、利下げのような通常の金融政策が有効性を持っていた。財政も大幅に出たし、金本位制離脱でクローナが下がって対英輸出が増え、しかも、スウェーデンは輸出大国でなかったから英国内の保護主義圧力もさほど高まらなかった、など好条件が重なった。こうした条件はことごとく日本の現状とは異なるのである。

## ． 円安は効果疑問、リスク大

### 1．円安への期待

量的金融緩和論者は、量的緩和は、金融政策の金利機能を通じた通常の波及メカニズムが働かないとしても、株価など資産価格の下げ止まりや上昇、そして為替レートの減価を通じて、デフレ脱却に有効であると主張する。しかし、資産価格は将来そこからどれだけの名目収益が得られるかの予想によって評価が決まると考えられるので、将来予想が好転しない限り資産価格上昇は容易ではない。そうなれば、円安を通じた景気回復、デフレ脱却に関心が集まるのは当然である。

日本ではさほど報道されないが、海外メディアでは、昨年12月ごろから、日本が金融の量的拡大や政府関係者の発言で円安誘導しているとの論調が盛んに行われてきた。また、日銀が外国証券を購入して円安を誘導せよとの強い主張がある(例えば日経新聞12月13日付)。日銀に、市場リスクだけでなく為替リスクまで抱え込め、というわけだ。日本の政府高官はしばしばそうしたニュアンスの発言をしてきた。そうした主張に米国政府当局者が前向きであったという記事(Financial Times 11月22日付)が出て騒ぎになり、この「うわさ」が、2001年末からの円レート下落の引き金になった。

円安は次に挙げるようなプラス要因があり、不況とバランスシート悪化に悩む日本経済が一息つく要因にはなる。しかしよくみると、そのプラス効果は小さくしかも不確かで、さらに大きなマイナスとなる危険性も存在する。

## 2 . 円安のプラス効果

第1に、円安は純輸出へのプラス要因になる。上述のように、今回の景気後退の大きな原因が輸出の落ち込みだったから、円安で外需が増えることへの期待が出るのは無理もない。

もっとも、輸出増は大部分相手国の経済が回復することによって起こる。円安が輸出増を通じて起こす需要刺激効果はかなり限られたものである。2000年経済白書の輸出数量関数によれば、90年代のデータから推定した日本の対世界輸出数量の相対価格弾力性は0.5と、それなりに大きい。最近の分析では0.1というものもある。円が10円ほど安くなるだけでは、輸出数量の増加は1~5%ぐらい、輸出はGDPの10~15%なので、GDP増加は0.1~0.5%程度ということになる。しかも、あくまで一回限りの輸出水準上昇であり、円安が無限に続かない限り持続性はない。また、円安になると他のアジア通貨もその半分程度下落するのが普通で、そうなれば円安効果は大幅に減殺される。

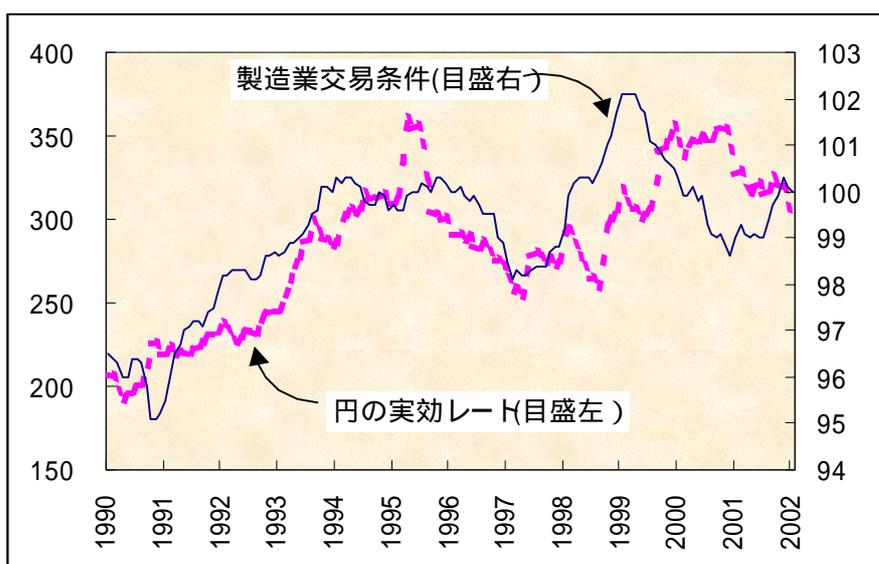
なお、為替レートの下落を通じる景気回復は「近隣窮乏化」といわれる。1997年のアジア危機が起こったときも、日本の円安がアジア諸国の純輸出を減少させ、それが危機の引き金になった、という議論があった。特に中国は、97年のときも、最近も、円安が続けば、貿易競争力を維持するために対抗上中国通貨も切り下げざるを得ず、アジアの通貨・金融の安定に重大な影響が及ぶ、と警告する。では、アジア諸国経済に、輸出入の競争力の面からマイナス影響を持つか、といえ、かなり疑問である。韓国と台湾はともかくとして、日本の輸出構成と他のアジア各国の輸出構成は大きく異なっている。日本の対アジア輸出は85%が資本財+部品その他原材料であり、アジア諸国の輸出の多くは最終消費財なので、競争する部門は限られる。むしろこの面では、円安はアジアの製造業の原材料・部品投入価格や設備投資のコストを低下させて彼らの競争力を強める、とみるべきである。日本の輸入側には影響があるかもしれないが、特に中国の場合、価格競争力は少々の円安で相殺されるような差ではなく、また輸入の多くの部分は日本の企業の企業内貿易戦略の結果であり、これも一過性の円安に影響されるところは限られている。

第2に、円安による輸入物価上昇は、国内物価押し上げ要因になり、デフレ圧力を緩和するとの主張がある。しかし、内需が弱い中では、企業は投入コスト増を製品価格に転嫁することが困難である。日銀総裁の国会での発言によると、日銀内部の試算結果では、円が1割下落しても、CPIを0.1~0.2%押し上げる程度で、デフレ抑制効果は限定的なものにとどまる、としている(日経新聞2002年2月1日付)。

円安による輸入物価上昇も、あくまで一回限りの現象である。国内物価が上昇しつづけるためには、円は無限に下がり続けなければならない。さらに、もっと根本的に、輸入物価が上昇することによる国内物価の上昇圧力は、デフレの軽減といえるのであろうか。デフレの悪影響ルートは、過去の借金の実質負担増と、今後の資金調達への実質金利上昇と

いったが、ともに企業が生み出す付加価値から負担していかなければならないものである。輸入原燃料価格上昇を100%価格転嫁できず企業の付加価値の圧縮が起こるならば、これらの負担はかえって高まる。円安によって生じるであろう交易条件の悪化は、デフレの悪化であって、改善ではない。図表3では、最近石油価格の変動で攪乱されているが、円レートと製造業の交易条件とはある程度連動関係にあることが示されており、円安は必ずしも企業の実質付加価値を高めないのである。

図表3 . 為替レートと交易条件



(備考) 1.日本銀行「投入産出価格指数」および日銀資料による。  
2. 交易条件指数 = 産出価格指数 ÷ 投入価格指数。製造業。

この点からみれば、デフレの好ましい指標は、CPI や国内 WPI より、経済全体としての交易条件変化を織り込んだ、GDP デフレーター(インプリシット・デフレーター)であるべきである。GDP デフレーターは、商品、サービスを含む広汎な指標として、物価指標として望ましいといわれるが、むしろ付加価値の物価を示す指標として望ましいのである(注6)。論者によっては、他の物価指標より低下幅が大きいGDP デフレーターを使うべきだと主張しつつ、円安が物価面からデフレを緩和する、と主張する人がいるが、これは上記の見方からすれば矛盾した議論である。

このほか、円安のプラス効果としては、外国資産の円建て価値増加による金融機関や企業のバランスシート改善要因があろう。しかしこれは実体経済というよりは会計上の問題である。

(注6) 2001年度の「経済財政白書」では、「経済活動全般の指標であるGDP デフレーター」としてカバレッジの広さを強調している。

### 3. 円安の大きなリスク

他方で円安は大きなリスクを伴い、場合によってはかえって日本経済を悪化させかねない。

まず、円安により日本の輸出品の値段が下がることは必然的に経済摩擦を引き起こし、それに市場が敏感に反応して、逆に円高が急に進むという経験を、30年間繰り返してきている。アジア諸国のみならず、アメリカでも製造業者の不満が高まっており、自動車産業などが連邦政府に円安防止への働きかけをしていると報道されている。

また円安で多少とも輸入の増加が一段落し、日本の比較劣位貿易財産業で産業調整の緊急性が弱まれば、長期にみて日本の成長力を低下させ、将来への不安を結局高めることになる。これは、前回述べた日本の「重層構造」の問題が、温存されるということである(注7)。

さらに、円レートの低下が予想されることは、国際金融・資本市場において、「日本売り」の反応を引き起こすリスクがある。日本の株価はいまや海外機関投資家の売り買いで左右されている。とくに国債価格が急落する危険性が問題になる。この場合は、ただでさえデフレで高くなっている実質長期金利が跳ね上がることになる。また、日本の銀行は、資産のますます多くを国債など公社債で運用するようになっており、(株も含めて)金融資産価格の下落は、金融機関の一層のバランスシート問題を引き起こしうる。

このように、円安への期待は、一方でそのプラスが限られるとともに、マイナスに効くリスクを抱え込むことになる。結局、過去の経験からも、「為替をもてあそぶ者は為替にもてあそばれる」のである。

(注7) この点については調査情報 No.249(2001年12月号)の拙稿「経済構造改革の課題」p.8参照。

## ． 結 び 構造改革しかない

### 1. 短期政策は「国民を錯覚させる」政策

インフレ・ターゲットのところで触れたが、短期の財政・金融政策は、いってみれば「国民を錯覚させる」「だます」政策である。財政政策でいえば、政府が借金して公共事業を増やしたり、減税したりすれば、いずれは増税や歳出削減しなければならず、非常に長い目でみれば景気には中立である。しかし、需要が動き出すと、そのときには雇用が増えたり収益が回復する。企業や家計は経済の活力が回復したように錯覚して、増税なんて当分先のことと思っているかぎり、前から買いたかった住宅や耐久財を買ったり、競争に負けないうように設備投資をするようになる。するとそれがまた需要を増やして、本当に景気が良くなり、あとは民間部門の自律的な回復・拡大過程に乗っていく。

金融政策は、銀行の資金調達金利が下がって銀行がお金を貸してくれるようになることで、お金の回りが良くなってやはり景気回復していると錯覚して、金を借りて投資したり

その他に使ったりする。あるいは物価が上がり始めると錯覚して、早く購入しようとする。後は財政政策と同じである。

しかし、財政赤字が巨大になってすべての人に深刻さがわかってしまったら最後、増税はずっと先のこととは思ってもらえなくなる。銀行が不良債権を抱えている今では、カネを新たに貸そうとしない。また、そういう状況では物価が上がるとは誰も思わない。

公共事業のような財政政策は直接に需要を増やすから、一時的には効果が出るが、民間需要に火がつかない限り、持続性はない。減税や金融政策は、本当に経済構成員がだまされない限り、持続的回復につながる効果は期待できない。

もちろん量的金融緩和の継続は、デフレをこれ以上悪化させないために必要だし、本当にデフレ・スパイラルに陥りそうになったら、1998年夏からの小渕内閣のときのように財政も含めたマクロ政策も総動員しなければならないかもしれない。その場合も、最低限財政政策のルールは決めておくべきだろう(例えばビルトイン・スタビライザーによって生じる公債増発だけは許容する、というように)。

## 2. 構造改革で「良いデフレ」を生かす

しかし、日本経済が持続的に回復し、21世紀の新たな発展への軌道に乗っていくためには、竹中経済財政担当大臣が言うように、「どう考えても構造改革しかない」のである。民間企業や個人が、リスクをとって思いきって積極的にビジネスに打って出ようという気になるしかない。かつては景気が短期的に上向けばその気になったし、それだけの将来に対するコンフィデンスがあった。繰り返すが、いまは短期政策で刺激しても、国民はだまされてはくれないのである。

規制改革・政府企業民営化と、安価で良質な製品の輸入増による競争活発化、生産性上昇、そして新規ビジネスの展開、それがもたらす「良いデフレ」こそ、日本経済の長期発展の起動力になるものである。そして、「過去の過ち」による物価下落のマイナス影響から脱却するための不良債権、不良資産、そして立ち行かない企業の最終的処理によって、そのための条件を整えなければならない。

(立命館大学経済学部教授 古川 彰 2 / 18 記)