

デフレの罟と日本経済

世界的な金融経済危機への対応として採用されている強力な財政政策、非伝統的金融政策による将来のインフレリスクが議論されている。しかし、先ごろ発表された日本の消費者物価指数は食料、エネルギーを除くベースで9月には前年比1.0%の下落と2001年春以降最大の下落率を記録した。より長期間のデータを振り返ってみると、このベースでのインフレ率は1998年9月にマイナスに転じて以来、2008年の夏から秋にかけて0.2%を上限とする数ヶ月のプラスの時期があったほかは、11年にわたってゼロかマイナスの領域にある。

わずかのデフレに大きなマイナスは考えにくいという議論もある。しかし、GDP統計を見ても1998年度以降の11年間の実質成長率は平均で0.9%、名目成長率は-0.3%と、ゼロ成長と1%前後のデフレというきわめて停滞した姿となっている。

もちろん重要なポイントは一般物価のデフレ傾向そのものが経済の停滞色を濃いものにしたかという点である。この問いへの真正面からの回答は困難を極めるが、2、3の論点を指摘してみたい。

図は、3ヶ月物インターバンクレートから上記の除く食料、エネルギーベースの消費者物価指数インフレ率を引いた実質短期金利を日米について示したものである。(日本は1997年の消費税引き上げ分は除去したインフレ率を用いている。)この実質金利は、オーバーナイトの政策金利、3ヶ月物金利につくタームプレミアム、そしてインフレ率の影響を受けて変動している。

日米の相違は著しい。米国では実質短期金利が不況時に若干のマイナス、好況時には3から4%強とダイナミックに変動している。最近でも昨年末以降、大幅に下降に転じてマイナスの領域にあり、経済を下支えしている。この間の金利低下は昨年末の政策金利引き下げ、今年春以降の金融システム安定によるタームプレミアム低下の両方の結果である。

これに対してわが国の実質短期金利は1990年代半ばにほぼゼロに低下、その後の金融不安の高まりで上昇、それを打ち消す日本銀行のオペ等の効果もあり、2000年代半ばにかけて低下の後、最近数年間ではデフレ傾向の高まりの中で徐々に上昇を続けている。したがって、金利で見た金融緩和の程度はここ10年間強まってはいないし、今回の金融経済危機の中でもごくわずかにだが、緩和の程度は弱まっているのである。

このような実質金利の下げ止まり傾向の背景はデフレだけでなく、名目金利がゼロ金利制約に直面し、それ以上下がれない点にある。日本銀行は既に1995年後半にコールレートを0.5%前後に低下させ、その後も15年近くゼロと0.5%の間で推移させている。この間、できれば政策金利をマイナスの領域に下げた緩和効果を強めたい時期もあったと考えられるが、ゼロ金利制約のためにゼロ近辺の金利の維持にとどまっている。それもあって、2005-07年の好況時でもインフレ率が高まらず、大幅には政策金利を引き上げられなかった。結果として、今回の景気悪化局面での金利引下げも米国などと比べ

て迫力のないものになっている。残念ながら、日本経済はデフレと低金利の罠にはまっている。

ゼロ金利制約に直面しているのは日本銀行だけではない。預金取扱銀行は通常市場金利と預金金利の間に、ある程度のスプレッドを確保することによって収益の一源泉としている。市場金利が極めて低く、預金金利がゼロ以下に下がれない状況では両者の差を確保することは不可能であり、この間の銀行収益を下押しする大きな要因となっており、ひいては金融仲介を通じて日本の活力を高める力を削いでいる。

実質金利がやや上昇しているといっても米国の平時と比較すれば、かなり低い水準にあることは間違いない。しかし、15年近く似たような低金利が続いてしまった経済では、総需要の低金利に対する反応が弱まってしまう点も見逃せない。金利が景気循環のように大幅に上下していれば、金利が下がった機会を捉えて投資や耐久消費財購入を急ごうという需要が出やすい。ところが低金利が15年も続いてしまうと、こうした動機は働かなくなる。こうしていよいよ深刻になるデフレと低金利の罠からの脱出の展望はまだまだ開けていない。

日米の短期実質金利(3ヶ月物インターバンクレートーコアCPIインフレ率)

