

Newsletter



Institute for International Monetary Affairs
(財)国際通貨研究所

米国のデフレのリスク：Japanization は起こるか

(財) 国際通貨研究所 経済調査部

上席研究員 山口 綾子

yamaguchi@iima.or.jp

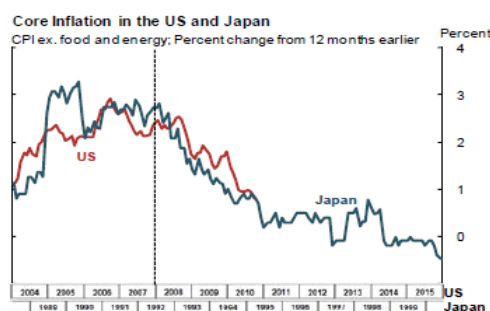
<要 旨>

- 米国が日本のように「景気の長期低迷とデフレ」に陥るのではないかという懸念が高まっている。90年代初頭の日本と今の米国の共通点としては、(1) グローバリゼーションの進展を背景とした財価格の国際価格への収斂、(2) バブル崩壊、その後の厳しい景気後退による GDP ギャップの存在、(3) 家計のバランスシート調整の重石という点がある。
- 他方、当時の日本と今の米国の相違点として、(1) 労働力人口の伸びがマイナスとなり潜在成長率が大きく低下した日本と、労働力人口の伸びは低下しつつあるものの引き続きプラスを維持している米国、(2) 3つの過剰の調整に長い時間を要した日本企業に対し、バランスシートは健全な米国企業、(3) 世界経済をけん引する新興国の成長、(4) 金融政策の積極的な対応等があげられる。
- 日米とも足元ではゼロ金利政策に加え、「包括緩和」「量的緩和第2弾(QE2)」と呼ばれる非伝統的金融政策がとられている。QE2については、連邦準備理事会(FRB)内部でもさまざまな議論があり、効果は限定的である一方で、新興国にインフレや資産価格バブルをもたらすリスクがあるとの批判も出ている。
- 上記の90年代日本と今の米国との相違点に加え、FRBへの信認からデフレ期待が抑えられていること等を考慮すれば、米国が日本化する可能性はさほど大きくないとみることができないのではないか。

<本 文>

米国が日本のように長期にわたる景気低迷と物価下落に陥るのではないかと
いう懸念が、日本化（ジャパナイゼーション：Japanization）という言葉でメ
ディアでも多くとりあげられるようになった。たしかに、景気回復期に入って 1 年
以上が経過する米国だが、消費者物価上昇率は低下傾向が続いている。代表的
な物価指標の一つであり、FRB も重視している個人消費デフレータでみると、
実際に市場で取引される財・サービスのデフレータは 9 月に前年比 0.9%と 1%
を切る伸びにまで落ち込んできた。サンフランシスコ連銀のレポートでは日本
の 90 年代と現在の米国のインフレ率を並べたグラフを示し、長期にわたるディ
スインフレはデフレにつながるリスクがあると警告している（図表 1）。

図表 1 : History suggests this is a risk



(出所) サンフランシスコ連銀

デフレの定義、デフレの弊害

デフレーション(deflation)とは、「物価が継続的に下落すること」であり、国際
通貨基金（IMF）が 1999 年の世界経済見通し（WEO）の中で示した、少なくと
も 2 年間続けて下落というのが一般的なデフレの定義とみなされている。

デフレの弊害としては以下の点をあげられる。

(1)債務者から債権者への所得移転

債務を負っている者にとっては実質的な返済負担が増加する。この結果、債
務不履行が増え、金融機関の経営も悪化する。

(2)名目賃金の下方硬直性

一般的には名目賃金は下方硬直的なため、実質賃金が上昇し、企業にはコス
ト高になる。

(3)購入決定の先送り

企業も個人も将来価格がさらに下がるとみれば買い控えがおこる。その結果

需要が減退する。

(4)デフレ・スパイラル

以上の要因が合わさり、さらには資産価格のデフレも加わって、デフレが不況を深刻化させ、さらにデフレを深刻化させる。

(5)ゼロ金利の制約

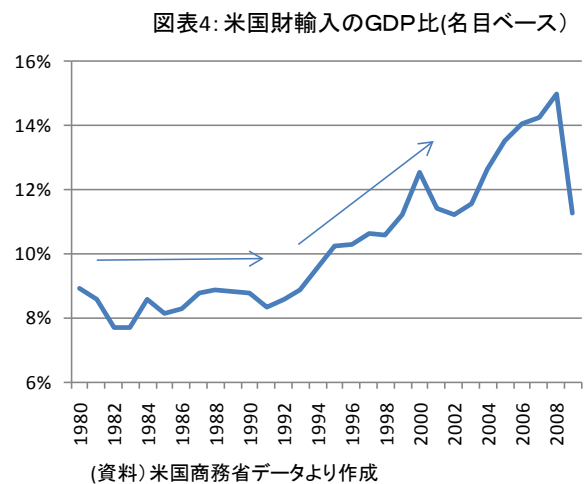
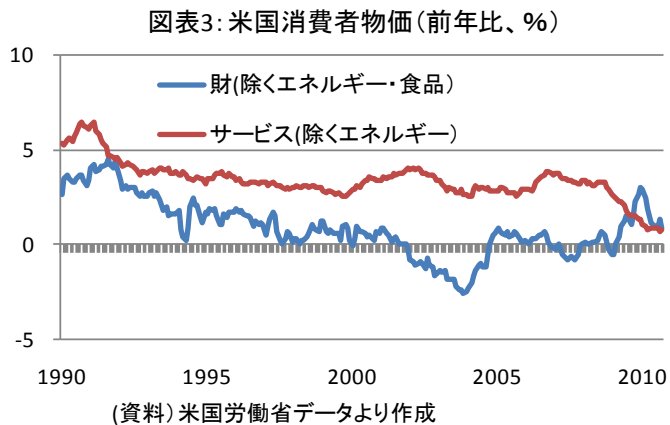
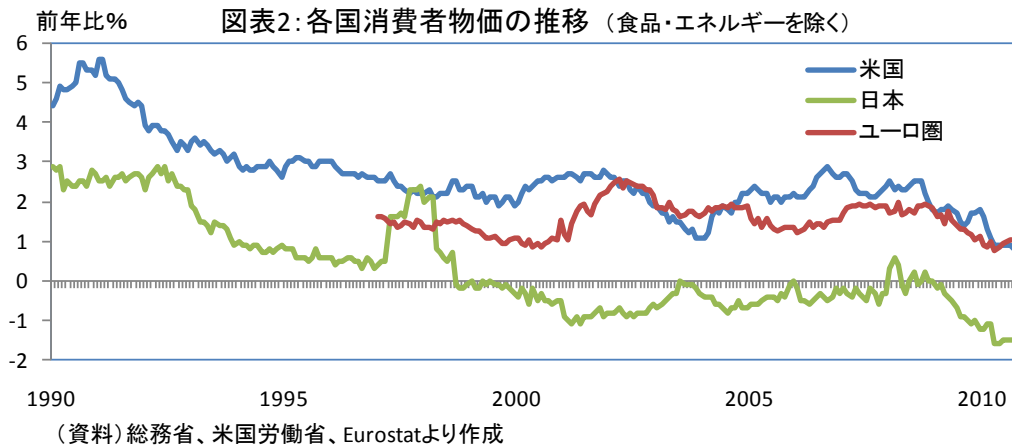
金融政策面では、政策金利は通常ゼロ以下には下げられないので、デフレ下では実質金利（名目金利から物価上昇率を引いたもの）は高止まる。このため金利面での政策効果が大幅に削られる。

90年代初頭の日本と米国の共通点

(1)先進国共通のディスインフレ傾向：グローバル化進展に伴う財価格の国際価格への収斂

90年代以降のディスインフレーション傾向は先進国共通の現象である（図表2）。この要因としては、グローバル化の進展による財価格の国際価格への収斂という点があげられよう。米国の消費者物価（食品・エネルギーを除く）を財、サービスに分けてみると、サービス価格上昇率が90年代半ば以降は概ね安定してきたのに対し、財価格は90年代に上昇率が大きく低下、2000年代初めにはマイナスになっている（図表3）¹。この背景には、東西ドイツ統一、ソ連崩壊などに代表される旧社会主義諸国が資本主義社会に組み込まれるなかで、90年代以降に経済のグローバル化が急速に進展してきたことがあげられる。財輸入のGDP比でみた米国の輸入浸透度は90年代に大きく上昇している（図表4）。米国の財価格は貿易財との厳しい競合のなかで価格の伸びが抑えられた一方で、国内で生産されるサービス価格は概ね安定的に上昇を続けた姿がうかがえる。

¹ なお、財価格は2009年に大きく上昇しているが、これは主として、たばこ税率引き上げによるたばこ価格の上昇による一時的なもの。



(2) バブル崩壊とその後の深刻な景気後退

日米の共通点の一つとして、バブル崩壊があげられる。

日本の株価は1980年台半ばから急騰し、1989年末にピークをつけた後急落し、その後も長期にわたる低迷が続いている(図表 5)。公示地価でみた不動産価格も、1990年代初頭にピークをつけた後、20年近く下落が続いている。

米国でデフレが懸念されるのは今に始まったことではない。2000年代初頭にITバブルが崩壊、その後の景気後退のなかで、消費者物価上昇率が低下し、デフレ懸念が高まった。当時はFRBが政策金利を急速に引き下げ、実質マイナス金利を実現したことで、景気浮揚に成功した。他方でこの金利の低下は住宅市場に次のバブルをもたらした。

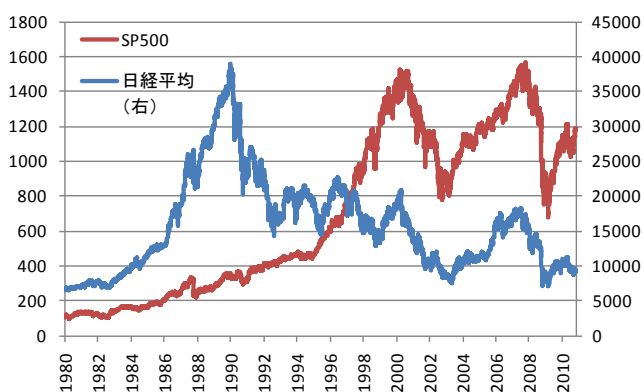
住宅価格は、低金利と規制緩和による証券化商品取引の活発化など金融面からの押し上げもあって2000年代に大きく上昇した(図表 6)。2006年半ばごろか

ら価格が頭打ちとなると、そもそも住宅価格が上昇することを前提としていたサブプライムローンの破綻が目立ち始め、証券化商品の価格下落を通じてサブプライム危機につながった。

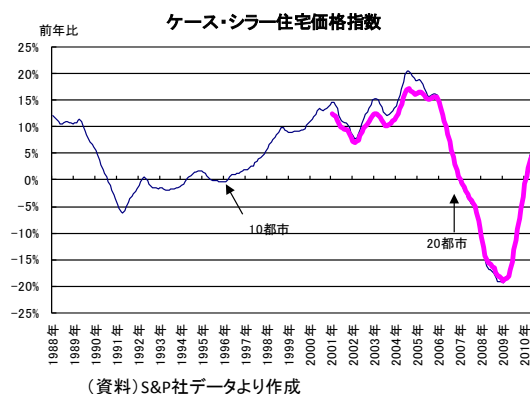
なお、サブプライム危機を受けた今回の景気後退の中でサービス価格の上昇率は大きく低下、足元のデフレ懸念を高めている(前掲図表 3)。これは主として住宅市況の下落を受けて家賃が前年比で下落していることを反映したものである。米国のCPIのなかでサービスは6割、うち家賃は3割とウエイトが大きいいため、住宅市場の低迷長期化はサービス価格の押し下げにつながる可能性がある。

全米経済研究所(NBER)は今回の景気後退は2009年6月に終了したことを9月に公表した。長さでも深さでも大恐慌以来の厳しいものであった(図表 7)。さらに今回の景気後退は世界的に広がりを見せ、先進国のGDPギャップは過去に類をみない大幅なものとなった(図表 8)。各国の景気回復は緩やかなものと見込まれ、ギャップ解消には長い時間がかかるとみられている。

図表 5 : 日米株価の推移



図表 6 : 米国住宅価格の推移

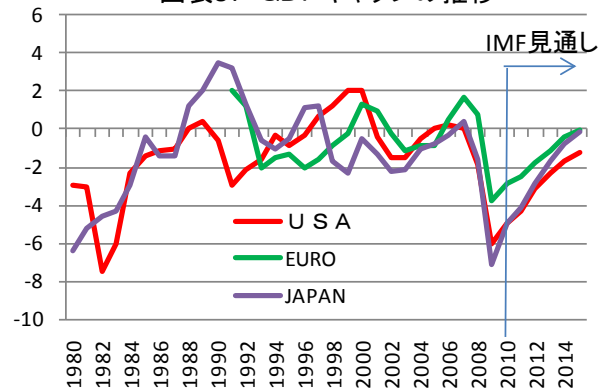


図表7: 米国の戦後の景気循環

ピーク	ボトム	景気後退期 (月数)	一人当たりGDPの変化	
			名目	実質
Nov-48	Oct-49	11	-5.3%	-3.3%
Jul-53	May-54	10	-3.3%	-4.2%
Aug-57	Apr-58	8	-3.0%	-4.3%
Apr-60	Feb-61	10	-0.9%	-1.8%
Dec-69	Nov-70	11	3.5%	-1.4%
Nov-73	Mar-75	16	8.4%	-4.3%
Jan-80	Jul-80	6	1.7%	-2.8%
Jul-81	Nov-82	16	3.0%	-3.8%
Jul-90	Mar-91	8	-0.2%	-2.0%
Mar-01	Nov-01	8	1.3%	0.0%
Dec-07	Jun-09	18	-3.1%	-5.4%
(参考: 大恐慌期)				
Aug-29	Mar-33	43	-47.2%	-28.9%

(資料)NBER、商務省データより作成

図表8: GDPギャップの推移

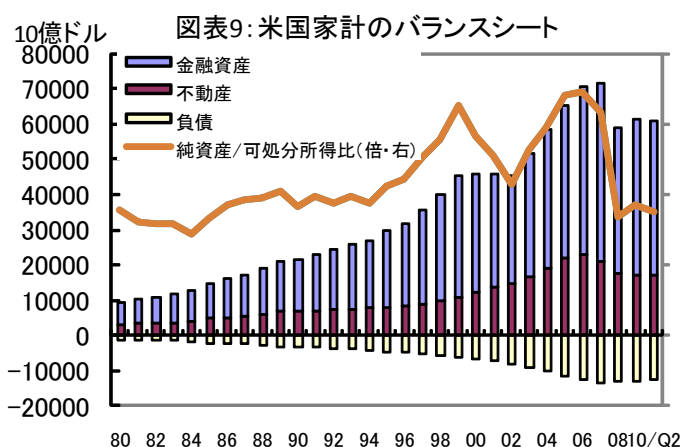


(資料)IMF,WEOより作成

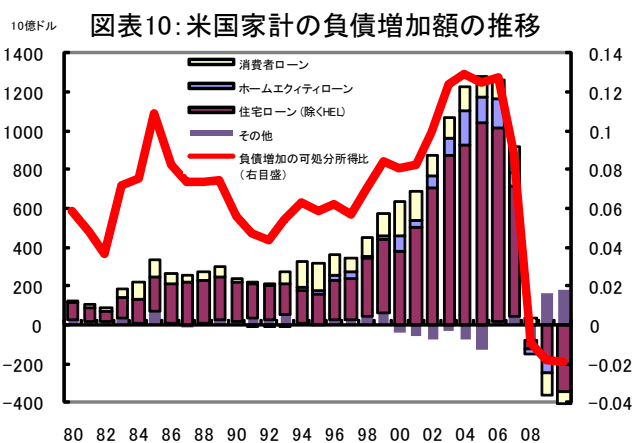
(3) 毀損した家計のバランスシート

住宅価格の下落に伴い、米国家計のバランスシートは大きく毀損した。住宅資産価格が落ち込んだことで、2007年からの2年間で、家計の住宅資産は6兆ドル、金融資産も合わせると14兆ドルもの評価減となった。ITバブル崩壊時の2兆ドルと比較すると、今回のバブル崩壊がどれだけ大きな影響を与えたかがわかる。1年分の所得を軽く超えるキャピタルロスがでたことになる。純資産を可処分所得対比でみると、6.5倍だったものが、4.7-4.8倍まで落ち込んだ(図表9)。もっとも、これでようやく過去の平均なみになった形である。

サブプライム危機を経て米国家計は急速にローンを縮小、厳しい調整を強いられている(図表10)。現在住宅ローンをかかえている家計の4分の1がネガティブエクイティ(住宅時価がローン残高を下回る)といわれ、買い替えやローンの借り換えは難しい状態にある。



(資料)FRBデータより作成



日米の相違点

以上のように、現在の米国には90年代の日本と共通する点が多いが、他方で、相違点もある。

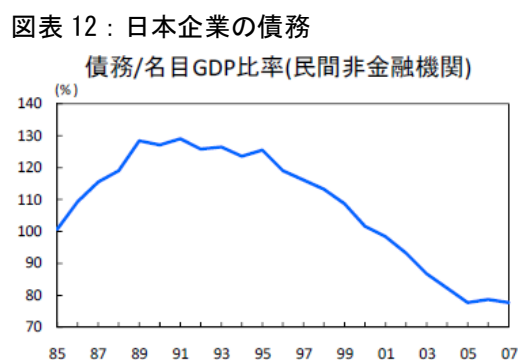
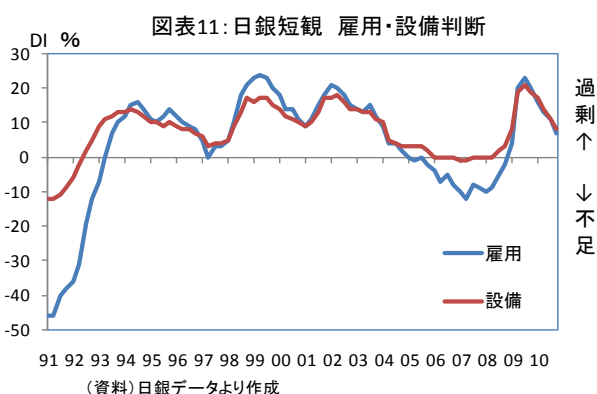
(1) 労働力人口の伸び低下、潜在成長率を低下させた日本 Vs 労働力人口・生産性の伸びを維持、潜在成長率の大幅な落ち込みを避けられている米国

現在の米国の潜在成長率は2.3% (議会予算局 CBO) ~2.5% (大統領経済諮問委員会 CEA)程度とみられている。これに対し、日本では90年代から2000年代にかけて、労働力人口の減少に生産性の伸び率低下も加わり、潜在成長率は1%前後にまで低下したと言われている。景気に対して中立な均衡実質金利水準は、

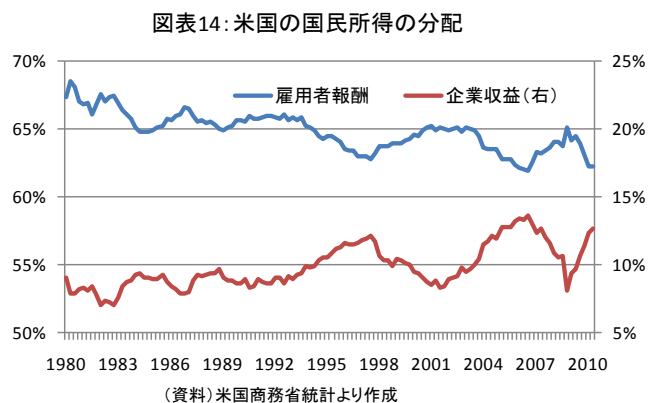
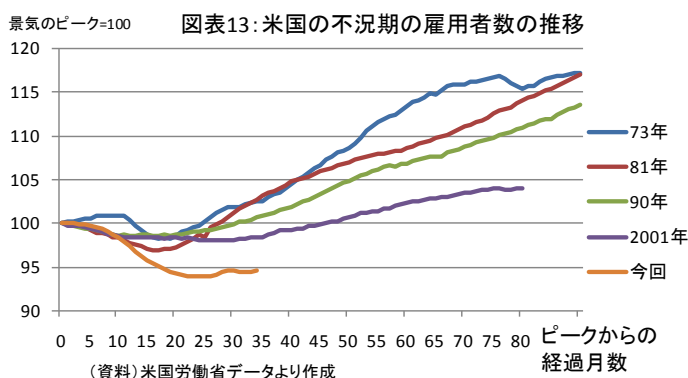
潜在成長率にほぼ等しいと考えられるので、日米の均衡実質金利水準には1%ポイント以上の差がある。日米は同じ名目ゼロ金利でも、実質金利の均衡水準からの乖離という意味では違いが出てくる。既にデフレ下で物価上昇率がマイナスになっていることを考慮すれば、名目ゼロ金利は、日本にとって、米国よりはるかに厳しい金融引き締めになっていることを意味する。

(2) 比較的健全な米国企業のバランスシート

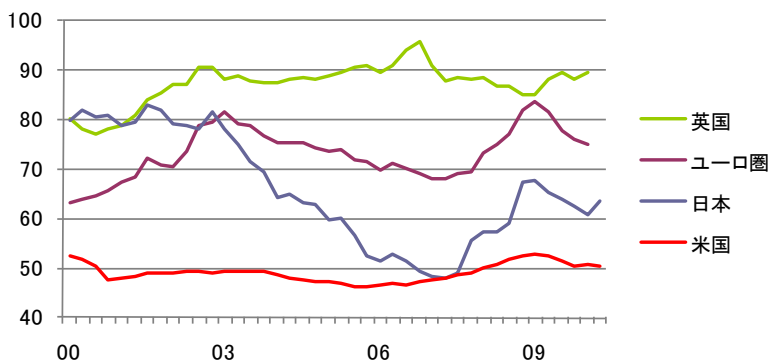
日本企業が90年代に、雇用、設備、債務という3つの過剰をかかえ、その調整に長い時間がかかったことは日本経済の低迷の要因の一つとしてよく知られている(図表 11,12)。米国企業はどうだろうか？米国企業は今回の金融経済危機に際し、過去に例をみないほど厳しい雇用調整を行ってきた(図表 13)。この結果、労働コストの増加とそれに伴う収益の大きな落ち込みを回避できている。通常景気後退期には労働分配率が急上昇し、企業収益の分配は低下するが、直近では収益の分配率は急速に回復を示している(図表 14)。もっともこれは他方で、家計にとり所得環境が厳しく、調整のコストが家計に集中していることを意味している。さらに債務面でも米国企業のバランスシートは、諸外国と比較しても、歴史的にみても比較的健全な様子がわかる(図表 15)。



(注)債務は民間非金融機関における借入と株式以外の証券との和
(出所)日本銀行

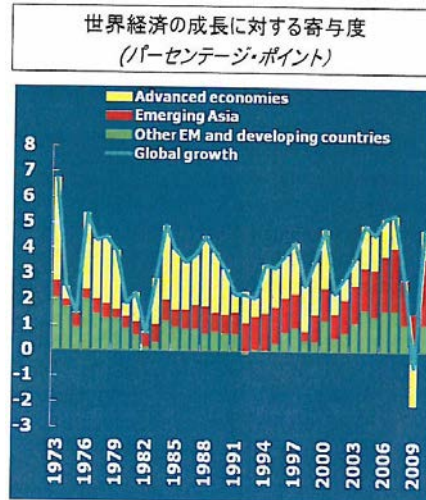


図表15: 非金融法人企業の債務/金融資産比率、%



(資料)IMF、WEOより作成

図表 16 :



(出所)IMF

(3)世界経済の中でプレゼンスを高める新興国の成長

2000年代以降の世界経済はアジアをはじめとした新興国によってけん引されてきた(図表 16)。当面先進国経済が緩やかな景気回復にとどまるとみられる中でも、世界経済は拡大を続けるとみられる。

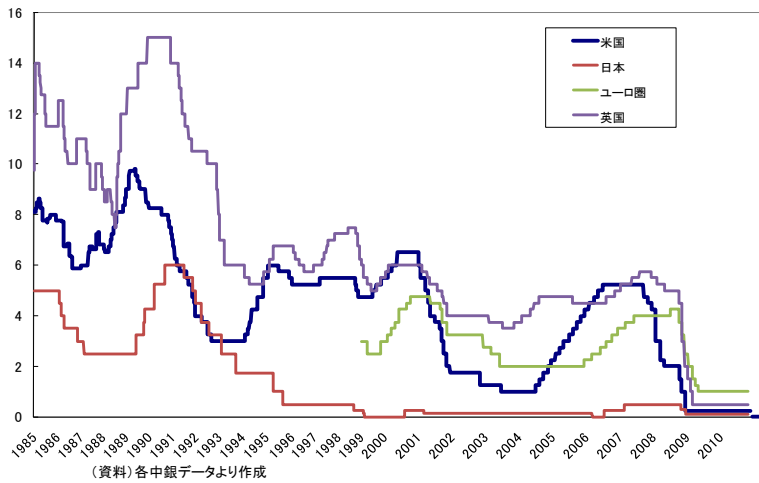
(4)積極的な金融緩和

FRBのディスカッションペーパー²では90年代の日本のデフレの教訓として、「ひとたび物価上昇率がマイナスとなり、政策金利がゼロになると、金融政策でデフレから脱却するのは大変困難となる。デフレのリスクが出てきたときには早めにベースライン予測が必要とする以上の積極的な緩和をするべき」としている。FRBはこうした日本のデフレの教訓に学び、ITバブル崩壊時にもサブプライム危機に際しても、積極的な利下げを行ってきた。こうして、現在先進各国の政策金利は歴史的低水準となっており、日米の政策金利は事実上ゼロとなっている(図表 17)。さらに金利政策だけでなく、先進国各国の中銀は量的緩和によりバランスシートを急速に拡大させている(図表 18)³。

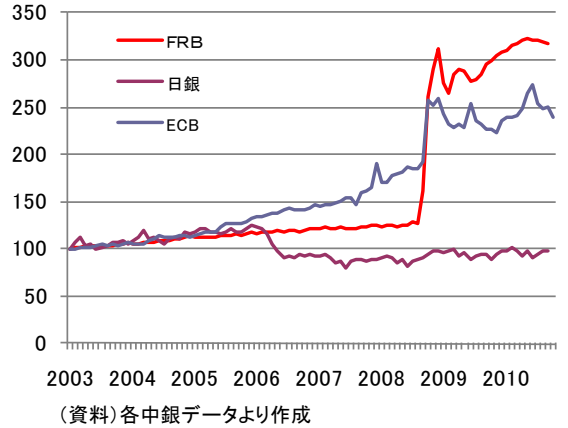
² FRB International Finance Discussion Paper, “Preventing deflation: Lessons from Japan’s Experience in the 90’s “ 2002/6

³ なお、日銀のバランスシートは直近では拡大を示していないが、GDP比で見れば、約25%とFRB約16%、ECB約20%よりも大きい。

図表17: 政策金利の推移



2003=100 図表18: 各中銀のバランスシート

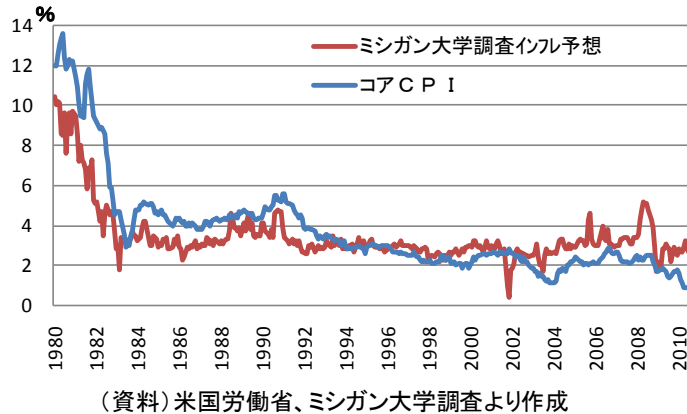


量的緩和第2弾 (QE2: Quantitative Easing 2) の評価

11月の連邦公開市場委員会 (FOMC) では2011年6月末までに6,000億ドルの長期国債を購入するという量的緩和第2弾が発表された。既にFRBが保有しているモーゲージ担保証券 (MBS) 等の償還分による国債購入とあわせ、8,500~9,000億ドルもの額となる。さらに今後の景気動向次第で購入金額や買い取りのペースを見直すとされており、FRBのデフレ阻止にむけての強い姿勢が鮮明となった。こうしたFRBの積極的対応を受けて、少なくとも米国ではデフレ期待は抑えられており、買い控えにはつながっていない(図表19)。

前述した直近の米国と90年代日本との差異に、FRBへの信認に支えられてデフレ期待が抑えられていること等を考慮すれば、米国が日本型デフレに陥るリスクはさほど大きくないとみてよいのではないか。

図表19: 米国のインフレ予想



もっとも QE2 をめぐっては賛否さまざまな議論がある。FRB の量的緩和第 1 弾 (QE1) は 2008 年末に始まり 2009 年 3 月に終了、資産担保証券等を購入する信用緩和 (2010 年 3 月終了) と合わせ、1.7 兆ドルもの資産を購入した。リーマンショック後の緊張を高めていた金融市場を安定化させるのに貢献したとみられている。しかし、QE2 については FRB 内部でも意見が分かれている。ニューヨーク連銀ダドリー総裁 (0.5-0.75%ポイントの利下げと同様の景気浮揚効果があると言及)、シカゴ連銀エバンス総裁、セントルイス連銀ブラード総裁などが積極的支持派とみられる一方で、リッチモンド連銀ラッカー総裁、フィラデルフィア連銀プロッサー総裁、カンザスシティ連銀ホーニグ総裁 (11 月 FOMC でも反対票を投じた) は反対派と言われる。海外からも、新興国のインフレ・資産価格バブルのリスクを高め、ドル安につながり、新興国通貨高圧力となるとの批判が根強い。11 月 15 日には WSJ 紙に複数の経済学者たちが「QE2 はインフレを招くリスクがある。米国にとって有益ではない。撤廃すべき」との FRB 批判広告を行っている。米国議会では QE2 に批判的な下院共和党から、FRB に課されている「物価の安定と雇用」の 2 つの任務のうち雇用をはずす法改正の動きも出ていると報道されている。

QE2 に一定の効果があるとしても、金融政策だけでは景気を安定的回復軌道に乗せることは難しい。「大きな政府」批判の逆風のなか、中間選挙で大敗したオバマ政権にとっては財政支出の拡大は困難だが、税制改革・住宅市場対策などの面での支援策が望まれる。なお、これほどの量的緩和は過去の経験がないだけに、安定的景気回復が現実のものとなった後には、その出口政策が内外の金融市場に与える影響も無視できず、注意が必要であろう。

以上

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいませよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2010 Institute for International Monetary Affairs (財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihombashi Hongokuchō 1-chōme, Chūō-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話 : 03-3245-6934 (代) ファックス : 03-3231-5422

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <http://www.iima.or.jp>