

デフレ・ショックと日本経済

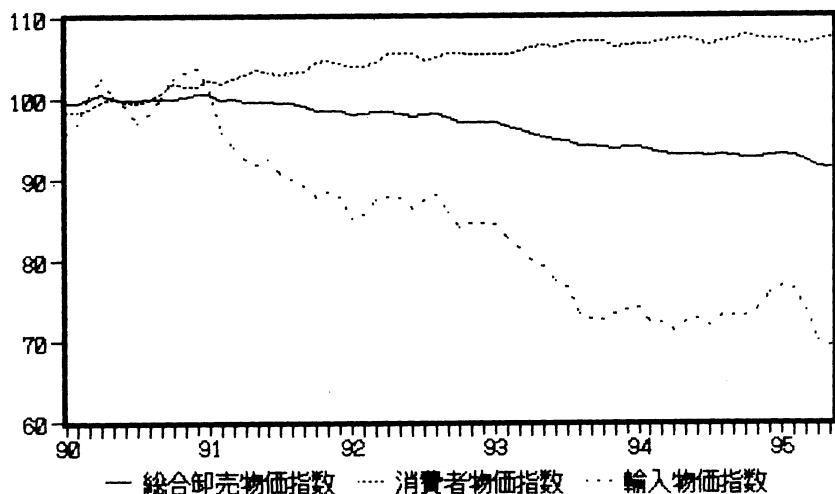
齊藤 美彦

一、デフレーションへの懸念

最近、新聞、雑誌、さらにはテレビ等においてデフレーションないしデフレ不況について取り上げられることが多くなっている。デフレーションとはいうまでもなくインフレーションの反対の事態であり、一般的な物価下落の状態を指す言葉である。まず、一九九〇年以降の物価状況を見るならば、卸売物価指数は長期的な低落傾向を見せている。また、円高等を反映して輸入物価指数も低

落傾向にあり、特に最近の急速な円高の進行はその下方への変化率を高める方向へと作用している。一方、サービス価格が含まれ下方硬直性の強い消費者物価指数は上昇傾向にはあるものの、一九九四年以降は頭打ち傾向にあり、月によっては下落している(図1参照)。ただし、総務庁の物価統計には、プライベート・ブランド商品等が含まれず、最近の「価格破壊」といわれる状況を反映していないとの批判もあり、実際、西友物価指数(顧客の選択が反映していると説明されている)の総合指数は、一九九三年下期の公表開始以来下

図1 物価指数(90年=100)の推移
90年1月～95年5月



〔出所〕日本銀行『経済統計月報』より作成。

落している。また、GDPデフレーターも一九九四年七月九期以降、前年同期比で3・四半期連続でマイナスに転じている。

もちろん、このような物価の下落傾向は、円高メリットの享受、規制緩和等による価格破壊等のプラス・イメージとして捉えられているわけではない。深刻な不況が日本経済を襲うのではないかと、の危惧があり、デフレーションが語られているのである。実際に、一九九四年度には、一世帯当たりの消費支出が、調査開始以来初めて名目、実質ともに前年比マイナスとなった。また、勤労者世帯の実収入(賞与を含む)についても調査開始以来初めて名目、実質ともに前年比マイナスとなった。このような内需不振による景気の低迷が、スパイラル的に進行するのではないかとの危惧、すなわちデフレ・スパイラルが懸念されているのである。

二、デフレーションへの対応

デフレーションについて危機感が強いのは、長期間にわたり日本がそれを経験していないということも一つの理由である。それを短期間でも経験したのは、第二次世界大戦後のドッジ・ライン下であり、より本格的なものは昭和恐慌期のそれとなるわけである。戦後の日本はインフレーションが常態化した社会であり、経済政策の目標の一つは、多くの時期においてインフレ率をマイルドなものとするのであった。

経済政策の重要な柱の一つである金融政策の運営主体である日本銀行は、その目標のうちでもっとも重要なものは「通貨価値の安定」であるとしている。一九九二年に刊行された『日本銀行の機能と業務』においては、それは結局「物価の安定」

のことであるとしている。ただし、そこで説明されているのは、もっぱらインフレーションの弊害についてであり、デフレーションについての記述はみられないのである。⁽¹⁾これは、おそらくは長期にわたってデフレーションを経験していないことの反映であると解釈できるであろう。

また、日本銀行出身の西川元彦氏は、一九八四年に出版された『中央銀行』という本において、中央銀行という名の本が少ないことの理由として、セントラル・バンキングという「言葉や概念が一般化したのは近々五〇年前頃からにすぎない」⁽²⁾ことを挙げている。そうすると、セントラル・バンキングないし金融政策にはデフレーションに対応する政策体系ないしツールは存在しないということになるのかもしれない。これはおそらくは名目金利をゼロ以下に下げることには実際には不可能であることと関連している。このこともデ

フレーションへの懸念が強まっている一つの理由であるのかもしれないのである。

三、デフレーションと経済構造の変化

ところで、マルクス経済学においては、現代の資本主義体制を「国家独占資本主義」ととらえ、その基本を不況回避のための管理通貨制下のインフレーション政策とする議論がある。⁽³⁾この理解は、換言するならばデフレーション絶対阻止が現代の資本主義体制ということとなる。すなわち、一九世紀的な恐慌を伴い、不況期においてはデフレーションが発生する景気循環は、国の内外における社会主義勢力の台頭を許すことになるから、これを阻止するための体制であるとの理解なのである。こうした理解によるならば、社会主義体制

が崩壊したといつてよい状況は外部環境が大幅に変化したということであり、現代の資本主義は何らかの構造変化の時期を迎えているかもしれないのである。

最近の状況が経済の大きな構造変化を示すものではないかとの議論は、各所でみられるようである。そして構造変化が語られる際に、一九世紀後半のイギリスにおける大不況期の経験との比較がなされることもまた多いのである。

一八七三年に始まったイギリスの不況は一八九五年まで続き、この間物価は四四%下落した。西村閑也氏は、この要因について、①交通・通信革命（これにより低コストの一次産品供給が増え、その価格低下により農業不況が生じた）、②イギリスの成長減速と世界の工場としての地位の喪失、③後発国の工業化による製品供給増等からの価格低下、④金生産と貨幣供給の減少、によると

整理されている。そして、大不況は本質的には世界経済の構造転換にともなって発生した現象であり、現在の状況についても、もしそれが世界的慢性不況の前駆であるとするならば、それは冷戦の終了とアメリカの地位後退にともなう世界経済の構造変化ではないかとされている。⁽⁴⁾

現在の状況について、従来の条件が失われたことを強調する観点は、高尾義一氏にもみられる。すなわち、近年のアメリカの通商政策の変化は、「戦後の日本経済の急速な発展が可能であったのも、所詮は米ソ冷戦構造という枠組みのなかで強大な米国が存在し、その下で日本が自由に振る舞うことを許容されるという特殊な条件が成立している場合だけであったことを強力に思い知らされた⁽⁵⁾」というのである。

確かにアメリカが基軸通貨国としての役割を放棄し、円高デフレを仕掛けているようにみえる近

年の状況は、構造変化を感じさせるものである。しかし、従来の条件が失われた状況下においても、デフレーション問題の重要性に対する認識が変化したとは必ずしもいえないであろう。デフレ・スパイラルが発生すること、すなわち消費と物価の下落が、企業の収益を落ち込ませ、それが賃金下落や雇用喪失にまでいたり、それがさらなる消費と物価の下落をもたらすような事態が発生すれば、何らかの社会不安の発生は必至だからである。

四、金融システム崩壊への懸念

こうしたデフレ・スパイラルへの懸念が強まっていることの大きな理由として、現状において金融システムの崩壊への懸念が存在することが挙げられる。今次の不況を『複合不況』と名付けよう

と『平成金融不況』と名付けようと、それら以外のネーミングをしようとも、それが金融システム全体の苦境を大きな特徴として存在することについての異論は存在しないであろう。戦後において、証券市場が苦境に陥った時期としては一九六〇年代の半ばを挙げることができるが、この時期においては全般的な金融システム危機は存在しなかった。今次の不況の特色は、銀行等の金融機関のバランス・シートが傷み、それが金融システム全体への不安感へとつながっているところに、その特徴があるのである。

銀行等の不良債権の総額は四〇兆円に達するということが、先日大蔵省より公表された。これがすべて損失に結びつくものではないものの、金融システム不安を感じさせるに十分な巨額の不良債権であるといつてよい。銀行等はたんなる金融仲介機関ではなく、一国の支払決済システムの中核

をなすだけに、そこにおけるシステムック・リスクの存在は大きな問題であるのである。

さらに、銀行等における不良債権の重圧は、その与信活動を阻害する要因となっている。現在、企業マインドは消極化しており、貸出等に対する需要が弱いのは確かであろう。しかし、BIS規制体制下において、銀行の貸出増加は、その自己資本により制約されることとなる。株価の低迷によりエクイティ・ファイナンスが難しく、不良債権の償却負担により当期利益の水準も低迷するとするならば、内部留保も増加しないこととなり、その面から銀行の貸出増加は低迷することとなるのである。

しかも、日本における自己資本比率規制には他国にはみられない特徴がある。これは周知のことではあるが、株式の含み益の四五%を補完的項目として算入してよいという規定である。この規定

が、株式市場の動向と銀行の行動とを強く結びつけることとなったのであるが、規制の目的からみて矛盾を孕む存在となっているのである。

BISの自己資本比率規制は、規制の種類としては健全性規制の一種であるといつてよい。健全性規制の一般的な目的は、市場の過熱を冷し、過度の落ち込みを防止することにある。それは本来、反循環的（カウンター・サイクリカル）な性格を持つべきものであるといえる。しかしながら、日本における自己資本比率規制は、株価上昇が銀行の含み益の増加を通じて、マネー・サプライの増加に結びつきやすく、株価下落はそれは逆の効果を及ぼすという、順循環的（プロ・サイクリカル）な性格を持ってしまうのである。

もちろん、株式の含み益はあくまで補完的項目であり、それらは自己資本比率の算定において基

本的項目を超えて算入することはできないことから、問題は基本的項目の動向の方が大きいという議論はありうる。しかし、健全性規制としての自己資本比率規制にこうした矛盾が存在することは大きな問題である。株式含み益の算入は、日本の規制・監督当局の主張が受け入れられたものであるという経緯はあるにしても、この点の見直しを含めた規制全体の見直しが検討されてもよいように思われるのである。

五、銀行の信用創造機能の回復

ところで、インフレーションの原因については、デMAND・プル説、コスト・プッシュ説等の種々の説明があるが、こうした説明を逆にすることによりデフレーションの説明は可能であろうか。国内需要が弱いということは各所で説明され

ている。また、経常黒字が問題となっている現状においては、これまでの不況期のように外需に頼ることはできない。これはまさしく構造変化の現れであるといえるであろう。さらに、円高やアジア諸国等からの製品輸入の影響で、コストの価格転嫁ができずに、結果として労働分配率が高まっているということも指摘されている。ここから当然のこととして賃金引下論も出てくるであろうが、これはデフレ・スパイラルの危険が大きい選択であるといえよう。

原因については諸説があるが、インフレーションが貨幣的現象であるならば、当然のこととしてデフレーションもまた貨幣的現象であるはずである。現代における貨幣（マネー）とはその大半が預金であり、それは銀行組織により供給されるのである。そして、マクロ的には、マネーの増加は、財政のルート以外では銀行の貸出によりなされる

しかないわけであるから、銀行の信用創造機能の回復がマネー・サプライの増加のためには必要とされるのである。⁽⁶⁾

現実の金融の世界は、金融論の初級テキストのようにハイパワード・マネーに信用乗数をかけてマネー・サプライが決定されるわけではなく、出発点は銀行の貸出であるわけであるから、まず中央銀行がハイパワード・マネーの供給を増やすべきであるとの主張は的外れであろう。貨幣的側面からも、銀行の貸出増加が可能となるような施策が必要とされるわけであり、その意味からも金融システム不安の解消や規制体系の見直しは必要とされるのである。

六、おわりに

最後に、デフレ・スパイラルの防止のために適

切な処方箋はあるかどうかであるが、これについては、今後の世界情勢如何ともいえるわけで、その意味で対応は難しいといえるであろう。アメリカがドルの基軸通貨としての役割を放棄したかのような行動をとっている現状は、世界経済の構造変化を象徴することなのかもしれないし、構造化の大波のなかで、日本国内での対応だけでは、所詮限界があるのも知れない。

もちろん、混乱は避けられるならばその方が望ましいわけであるから、適切な対応は迅速にとられなければならない。経済政策としては、やはり金融政策よりも財政政策の出番が多くなろう。金融規制の見直しは必要であるが、金利引下げの余地は名目金利をマイナスにすることが実際上はできない以上、限られているからである。そして、財政政策の出動にあたっては、当然のこととして国債の増発は不可避であろう。財政健全化の観点

から、それにストップをかけるのは正しい政策選択とは思われない。

財政政策の発動にあたっては、多くの論者が指摘するように、金融システムの健全化が喫緊の課題であるわけであるから、資金の投入も公共事業だけではなく、そうした方面にも行われなければならないであろう。金融システム健全化のための公的資金の導入についても、そろそろ具体的な選択肢が示されてもよい時期といつてよいであろう。また、税制の見直しについても、たとえば有価証券取引税の廃止のような資本市場振興策は、金融システムの再生のために役立つわけであるから、積極的に検討されてしかるべきであろう。そして短期的な政策により、デフレ・スパイラルの発生を阻止するとともに、中・長期的な構造改善策を、世界経済の構造変化の認識の下に戦略的に検討すべきであろう。

(注)

(1) 日本銀行金融研究所編『日本銀行の機能と業務』一九九二年。

(2) 西川元彦『中央銀行』東洋経済新報社、一九八四年、iv頁。

(3) 大内力『国家独占資本主義』東京大学出版会、一九七〇年。

(4) 西村閑也「一九世紀末『世界大不況』が残した教訓」『エコノミスト』一九九五年七月一日号。

(5) 高尾義一『平成金融不況』中公新書、一九九四年、二二五頁。

(6) この点については、板倉譲治『私の金融論』（慶應通信、一九九五年）が明快である。

(さいとう よしひこ・当研究所主任研究員)