

みずほ日本経済インサイト

2010年2月1日発行

デフレリスクの大きさをどうみるか？

～長期化する物価下落と賃金低下の悪循環～

《要 旨》

- 日本は90年代末から2000年代半ばにかけて物価の下落が続く「デフレ」を経験したが、2008年秋からの世界的な金融危機に伴う不況下で再びデフレの懸念が強まっている。
- 90年代末からの日本経済はデット・デフレーション(負債デフレ)に陥っていたが、名目賃金が伸縮的であったために失業の増加が抑制され、深刻なデフレ・スパイラルは回避された。
- 企業の過剰債務の調整は2000年代半ばまでに進んでおり、再びデット・デフレーションに陥る可能性は小さい。一方、GDPギャップの供給超過幅は前回のデフレ局面と比べても大きい。供給超過が解消されるまでは、緩やかな物価下落と賃金低下の悪循環が続き、デフレは長期化する可能性が高い。
- こうした悪循環の背景には、期待成長率が極めて低くなっている中で利益を確保しようとする企業行動がある。デフレを脱却するためには企業の期待成長率を上げる必要があり、中長期的な意味でのデフレ対策とはすなわち成長戦略にほかならない。

[本誌に関するお問い合わせ先]

みずほ総合研究所(株) 調査本部 経済調査部
シニアエコノミスト 山本 康雄 (03-3591-1243)

yasuo.yamamoto@mizuho-ri.co.jp

エコノミスト 千野 珠衣 (03-3591-1294)

tamai.chino@mizuho-ri.co.jp

エコノミスト 松本 惇 (03-3591-1414)

atsushi.matsumoto@mizuho-ri.co.jp

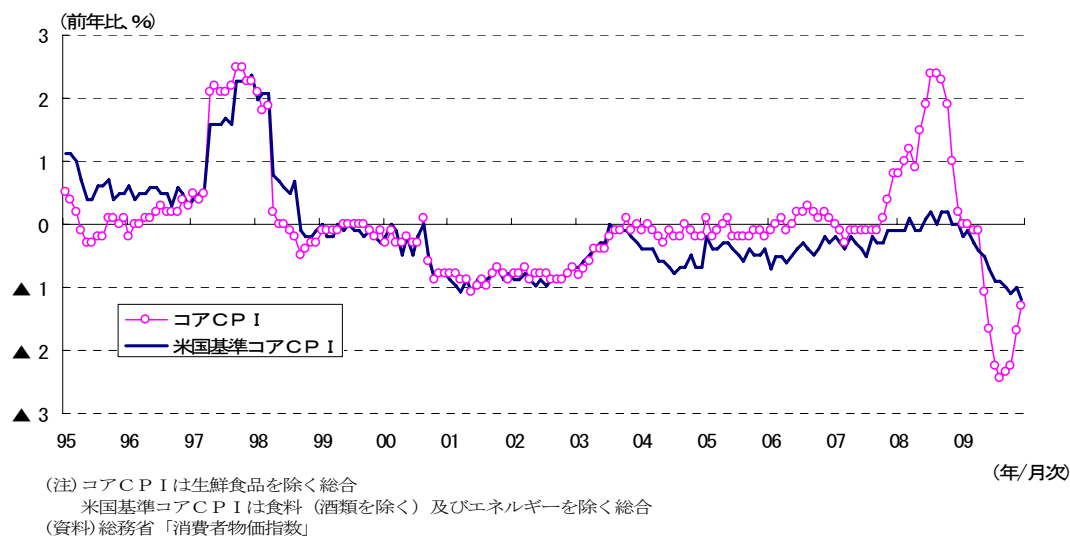
当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。
本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。

(1) 下落基調を強める消費者物価

デフレの懸念が再浮上

消費者物価の下落傾向が強まっている。2009年12月の消費者物価(総合)は前年比▲1.7%(11月同▲1.9%)、生鮮食品を除く総合(以下、コアCPI)は同▲1.3%(11月同▲1.7%)と前月からマイナス幅が縮小した。これは、前年のエネルギー価格高騰の反動が薄れ、エネルギー価格のマイナス幅が縮小したことが主因である。しかし、より基調的な物価動向を表す、「食料(酒類を除く)及びエネルギーを除く総合(以下、米国基準コアCPI)」でみると、12月も同▲1.2%(11月同▲1.0%)と前年比で1%程度の下落が続いている(図表1)。日本は1998年度から2005年度までの8年間にわたってコアCPIが下落(米国基準コアCPIは99年度から2007年度にわたって下落)する「デフレ」¹を経験した。前回の景気拡大局面の終わり頃には物価の下落に一旦歯止めがかかったが、2008年秋からの世界的金融危機に伴う不況下で再びデフレに陥るのではないかと懸念が強まっている。政府は11月の月例経済報告(11/20)において、現状が「緩やかなデフレ」であるとの認識を示した。続いて、日本銀行の白川総裁も足元の状況がデフレであるという認識を表明し、12月1日の臨時金融政策決定会合では金融緩和策の強化に踏み切った。本稿では、前回のデフレ局面との比較などから、今回どの程度までデフレが進行するリスクがあるのかを検討する。

図表 1 消費者物価(コアCPI、米国基準コアCPI)の動向



(2) デフレの原因に関する議論

デフレの要因は複合的

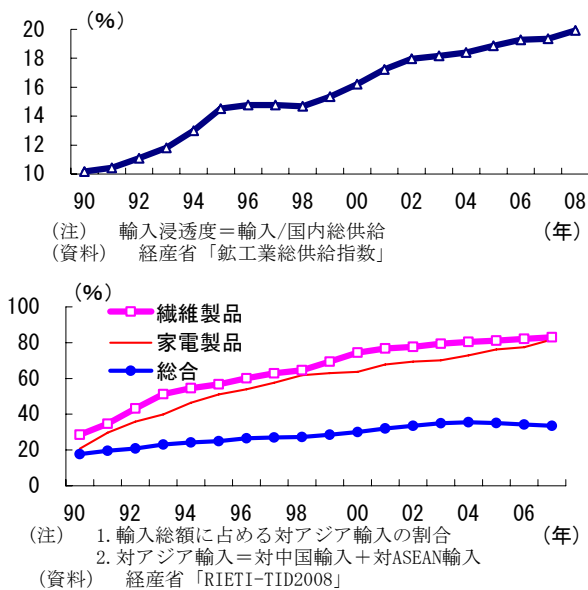
足元のデフレリスクの大きさを検討するに当たり、前回のデフレ局面を振り返ってみることは有益であろう。90年代末から始まった前回のデフレ期²には、デフレの原因を巡ってさまざまな議論がなされた。デフレの原因についての見方は、①供給側の変化を重視する説、②需要不足を強調する説、③金融要因が主因であるとする説、の3つに大別できる。①はグローバリゼーションを背景としたアジア諸国からの輸入品増や規制緩和、流通の合理化、技術革新といった供給サイドの変化が物価下落の主因であるという見方である。こうした要因による物価下落は必ずしも需要減をもたらすものではなく、むしろ需要を喚起する効果もあることから、「良い物価下落」などともいわ

輸入品の増加は継続的に
財価格を押し下げ

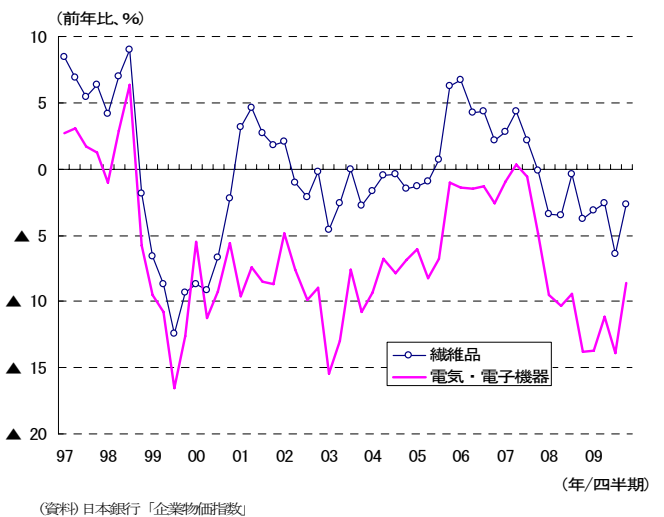
れた。②は需要減に伴う需給ギャップの拡大が物価下落の主因であり、それに伴って期待インフレ率が低下したことがその後の物価下落を長期化させたと考えられる立場である。③は金融仲介機能の低下やマネーサプライの不足といった金融要因が物価下落の主因であるとの考え方である。

①の供給側の要因のうち、アジア諸国等からの安価な輸入品の増加は、継続的に国内の財価格の低下要因となっている。鉱工業部門の国内総供給に占める輸入の割合(輸入浸透度)は、90年代以降、一貫して上昇傾向にある(図表2)。特に繊維製品や家電製品については、輸入金額の8割程度を中国などアジア諸国からの輸入が占めており、価格低下圧力が強い。繊維製品の輸入物価は2001~2002年や2005~2007年のように上昇する時期もあったが、下落した時期の方が長く、特に90年代末は10%以上もの下落幅となっていた(図表3)。電気・電子機器の輸入物価は、90年代末以降、ほぼ一貫して下落が続いている。いずれも日本企業が低コストで生産できる海外拠点からの逆輸入を増やしていることが影響している。また、電気・電子機器については、IT(情報技術)関連を中心に技術革新が進んでいることも下落要因になっている。

図表2 輸入浸透度とアジア諸国のシェア



図表3 輸入物価

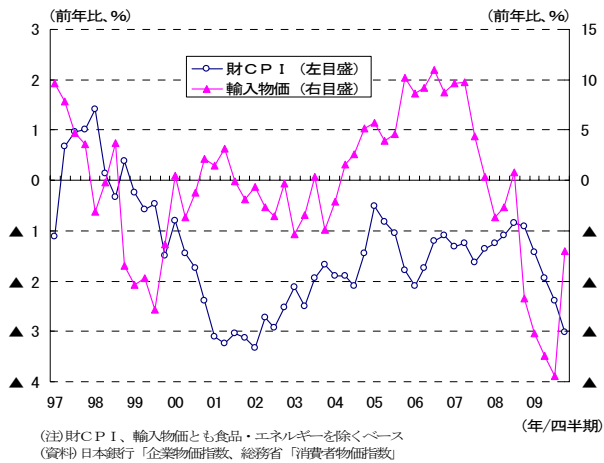


企業活動のグローバル化
に伴い、財価格が上がり
にくいのは世界的傾向

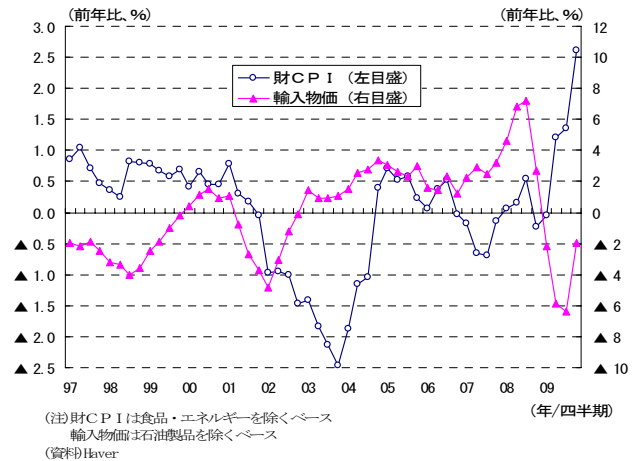
こうした品目を含む財CPI(食品・エネルギーを除く)の動向をみると、90年代末以降、一貫して下落しており、輸入物価が下落しているときには下落幅が拡大する傾向がみられる(図表4)。安価な輸入品の流入が継続的に国内の財価格低下に作用してきたことは間違いない。

ただし、輸入品の流入による価格低下圧力は、日本以外の先進国も多かれ少なかれ受けている。企業活動のグローバル化に伴い、人件費などのコストが相対的に低い新興国に生産拠点を置く傾向は強まっている。例えば、米国でもデフインフレの進行が懸念された2002~2003年頃、財CPIの下落幅が一時2%を超えたが、安価な輸入品の増加も物価下落の要因になっていたとみられる(図表5)。工業製品の価格は世界的に上がりにくくなっているとみられ、財に関する限り物価下落は日本だけで生じている現象ではない。したがって、先進国のうちで日本だけが長期にわたるデフレに苦しんでいる主因は別のところにあると考えるべきだろう。

図表 4 日本の輸入物価とCPI(財)



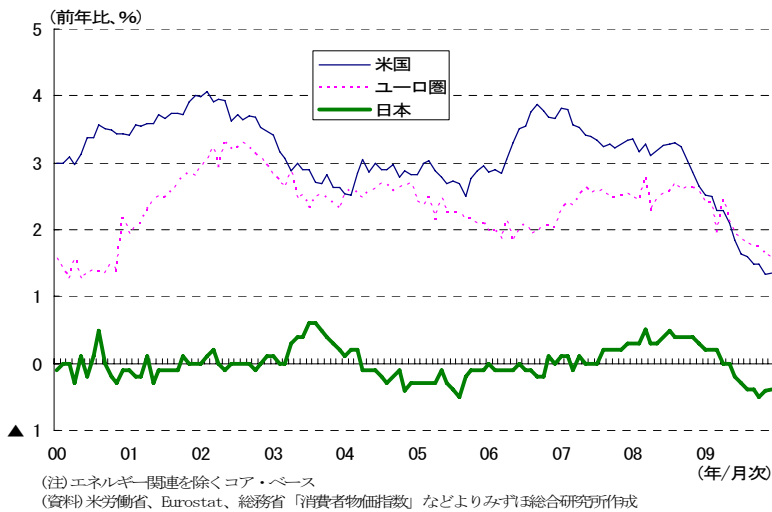
図表 5 米国の輸入物価とCPI(財)



日本で顕著なサービス価格の低下

むしろ、日本と諸外国との差が大きいのはサービス関連の物価動向である。米国・ユーロ圏・日本について、消費者物価(サービス)の動きを比較すると、過去10年間、日本のサービス価格はゼロ近傍で推移している(図表 6)。それに対し、米国やユーロ圏は+1~+4%の範囲で常にプラス圏にある。こうしたサービス価格の恒常的な上昇が、欧米において日本ほどデフレ懸念が強まらない背景にあると考えられる。日本でサービス価格が低下しているのは、規制緩和や賃金低下との関係が深いとみられるが、その点については後述する。

図表 6 消費者物価(サービス)の動向



規制緩和は主に食品やサービス分野の価格下落要因に

90年代に入って進められた各種規制の緩和も、物価の下落要因となった。財では、米・酒類・化粧品・医薬品などで価格規制や流通規制の緩和が進められ、物価の低下をもたらした(次ページ図表 7)。また、運輸・通信・エネルギー分野での参入規制緩和は、主にサービス価格³の低下要因となった。

なお、規制緩和品目の価格下落率と需要増加率の関係をみると、移動体通信のように価格下落が大幅な需要喚起をもたらしている事例がある一方、タクシーでは価格下落幅が小さく明確な需要増に結びつかなかった。タクシー業界では、過当競争に陥った多くの事業者の経営状況が厳しくなり、労働者の待遇も全般に悪化する結果を招いた。このように、規制緩和を契機とした物価下落であっても十分な効果を挙げることができない事例もあることから、規制緩和による物価下落をすべて「良い物価下落」ととらえることは適当でない。

図表 7 規制緩和関連品目の価格と需要の変化

(単位: %)

分野		価格下落率	需要量増加率
電気通信	移動体通信 (1993⇒2005年度)	-60.6	1902.5
運輸	国内航空 (1992⇒2005年度)	-8.8	7.5
	鉄道(JR) (1996⇒2005年度)	-6.0	1.0
	タクシー(自動車旅客運輸) (1996⇒2004年度)	-3.0	0.4
エネルギー	電力 (1994⇒2005年度)	-39.1	18.6
飲食料品	米 (1994⇒2005年度)	-18.3	1.7
	酒類(ビール・発泡酒・第3のビール) (1991⇒2004年度)	-11.8	12.4
再販指定商品	化粧品 (1996⇒2005年度)	-10.2	4.8
	医薬品 (1996⇒2005年度)	-11.5	11.9

(注) 価格と需要量の変化はいずれも規制改革が始まる前年との比較
(資料) 内閣府「政策効果分析レポートNo.22 規制改革の経済効果」

90年代末以降、供給超過
が続いたGDPギャップ

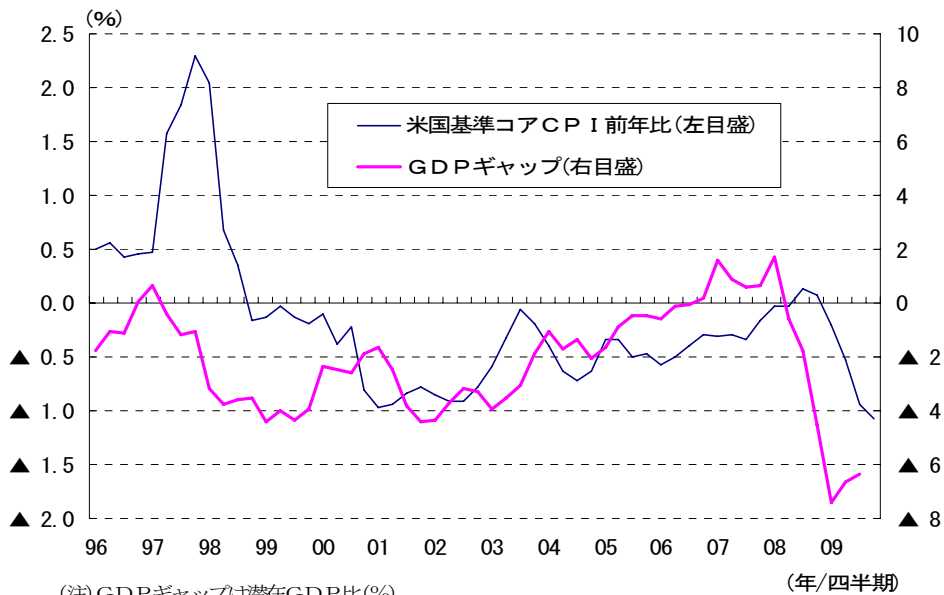
このように安価な輸入品の流入や規制緩和といった供給サイドの変化がある程度の物価下落要因となっていたことは確かである。供給側要因による物価押し下げ圧力は継続的に働いているとみられ、特に足元では円高の影響もあって輸入品の増加による押し下げ圧力が強まってくる可能性は高い。しかし、そうした要因で説明できる品目は限られており、多い時には消費者物価統計の採用品目(2005年基準で584品目)のうち8割以上が下落していたことの説明としては不十分であろう。

全般的な物価下落をもたらした要因として、経済全体の需給バランスの緩みがあることは間違いない。デフレの主因を需要不足ととらえる②の説では、経済全体での需給バランス(GDPギャップ)の動向を重視する。GDPギャップは、実際のGDP(現実の需要)と潜在GDP(供給能力)との差で表される。潜在GDPの推計には何通りかの手法があるが、みずほ総合研究所では、インフレに中立な労働・資本投入の下で達成されるGDPの水準を潜在GDPと定義して推計している。90年代末以降のGDPギャップをみると、日本で金融不安が強まった97年末から99年にかけて、GDPギャップの供給超過幅は4%台半ばまで拡大した(次ページ図表8)。その後の景気回復によって2000年にかけて2%程度まで縮小したものの、2001年には再び4%台半ばまで拡大した。2002年1月からの景気回復でGDPギャップの供給超過は再び縮小に向かったが、完全に解消するには2006年までかかった。この間の物価(米国基準コアCPI)はGDPギャップにやや遅れる形で98年から下落に転じ、2007年までほぼマイナス圏で推移した。

GDPギャップの供給超過
幅は前回局面よりも大

今回の金融危機では、輸出の急減などによってGDPギャップの供給超過幅が2009年1~3月期時点で7.4%まで急拡大した。4~6月期から実質GDPがプラス成長に転じて供給超過幅はやや縮小したが、7~9月期時点で6.3%の大幅な供給超過となっている。需要不足の幅は、最大でも4%台だった前回のデフレ局面と比較して今回の方が大きい。つまり、経済全体の需給バランスという側面だけをみれば、今回の方が物価に対する下落圧力は強まる可能性が高いともいえる。

図表 8 GDPギャップと米国基準コアCPI



(注) GDPギャップは潜在GDP比(%)
 (資料) 総務省「消費者物価指数」、内閣府「国民経済計算」などよりみずほ総合研究所作成

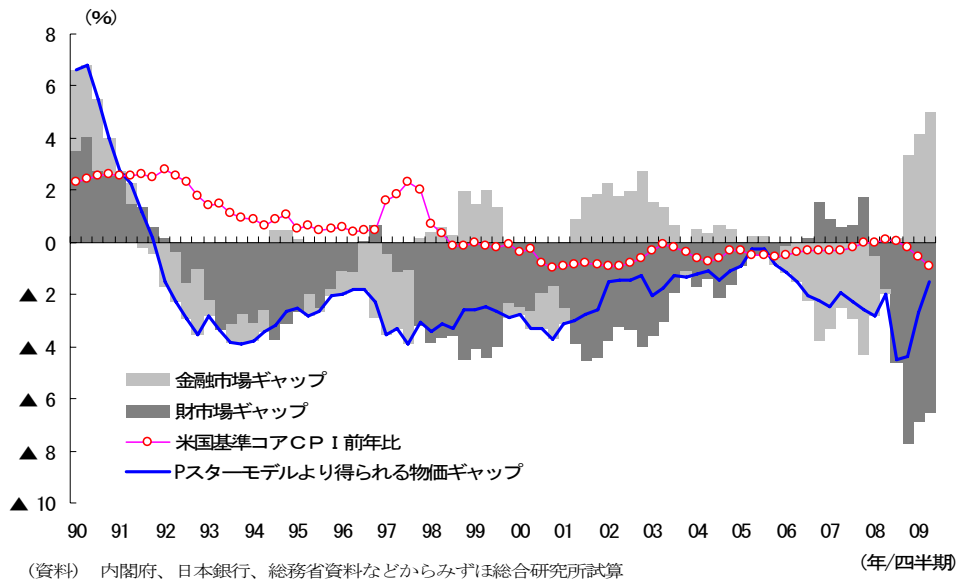
財市場と金融市場の需給
 を勘案した物価ギャップは
 足元でマイナスに

供給サイドの変化や需要不足を主因とする考え方に対し、③の金融要因が主因であるとの説は、物価水準は財市場の需給に加えて、金融市場の需給によって決まると考える。つまり、財市場の需給ギャップ(GDPギャップ)が供給超過になっていても、金融市場が十分に緩和的であれば物価は下落しないはずであるという考え方である。財市場と金融市場の双方における需給を同時に考慮した均衡物価水準と、現実の物価水準との乖離度合い(物価ギャップ)を計測する手法にP*(Pスター)モデル⁴がある。このモデルを用いて算出した物価ギャップの動向を示したものが次ページの(図表 9)である。計測結果に基づけば、90年代末から2000年代前半のデフレ期を通じて、マネーストックの増加が实体经济の弱さからくる物価下落圧力を緩和する方向に働いていた。しかし、实体经济面からの下落圧力をカバーするには緩和度合いが不足していたため、物価ギャップは概ねマイナス圏にあったということになる。

足元については、2008年秋から急激にGDPギャップの供給超過幅が拡大したのに対し、各種の金融緩和政策によって金融市場ギャップがプラスに転じて物価下落圧力を緩和する方向に働いている。物価ギャップは、世界的な金融危機発生直後の2008年10~12月期にマイナス幅が急拡大した後、マイナス幅が縮小する方向にあるが、实体经济面からの物価下落圧力を相殺するには十分でなく直近の2009年7~9月期時点でもマイナス圏にある。

つまり、デフレはあくまでも貨幣的現象であるという考え方に基づいた場合、前回のデフレ局面では一貫して金融緩和が不足していたことが物価下落の主因であったという結論になる。そして、足元でも財市場の需給ギャップの大きさに対してマネーストックの増加が不足していることが物価下落をもたらしており、金融の一層の緩和がデフレを止める方策であるとの主張に結びつきやすい。ただし、後述するようにP*モデルの前提である貨幣数量説では貨幣の流通速度(名目GDP/マネーストック)が一定であることが仮定されており、流通速度が低下している場合には金融緩和が必ずしも物価上昇につながらないことに留意する必要がある。

図表 9 物価ギャップの推移



(3) デフレが实体经济に及ぼす影響

債務と名目賃金の硬直性が实体经济の下押し圧力に

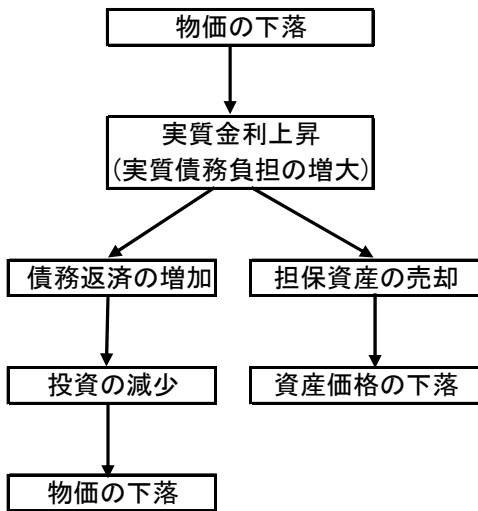
次に、物価下落がどのような経路で経済に悪影響を与えてきたかを振り返ろう。理論的にはデフレの实体经济に対する悪影響は、短期的に債務と名目賃金が固定的であることによって生じる。

債務については、物価が下落して実質金利が上昇(実質債務負担が増大)すると、金利負担が重くなった債務者が借入金の返済を急ぐ。キャッシュフローが返済に回るため、その間は設備投資などに回る資金が減少し、国内需要が低迷する。国内需要の低迷はさらなる物価下落を招く。一方で債務返済に合わせて、借入の担保となっている不動産・有価証券の売却が増加するため、資産価値が下落する。このようにして物価と資産価値の下落が同時並行的に進行する(次ページ図表 10)。こうした過程はデット・デフレーション(Debt Deflation)と呼ばれる。

一方、名目賃金が固定的であることは次のようなプロセスで实体经济の悪化をもたらす。売上数量を不変とすると、物価下落によって企業の売上高は減少するが名目賃金は低下せず(実質賃金が上昇し)、企業収益が圧迫される。この時、企業は人員を削減して人件費を抑制し、手元流動性を確保するために設備投資を抑制する。失業の増加によって個人消費も減少するため、国内需要の減少がさらなる物価の下落要因となる(次ページ図表 11)。

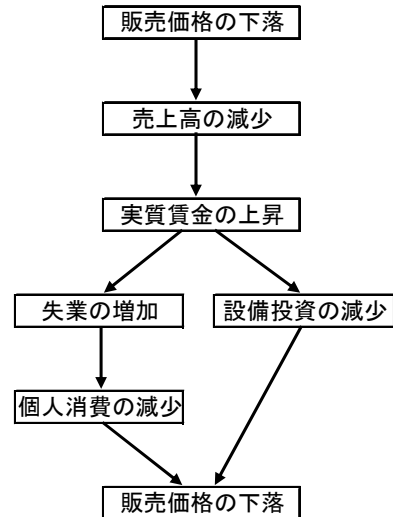
以上のような名目債務・賃金の硬直性に伴って発生する需要減は、さらなる物価下落を招くという悪循環に陥る可能性を秘めている。物価の下落と需要の減退が同時に進行する状況は、「デフレ・スパイラル」と呼ばれる。では、90年代末以降の日本経済はこうした悪循環に陥っていたといえるのだろうか。

図表 10 デット・デフレーションのメカニズム



(資料)みずほ総合研究所作成

図表 11 名目賃金の下方硬直性と实体经济への影響



(資料)みずほ総合研究所作成

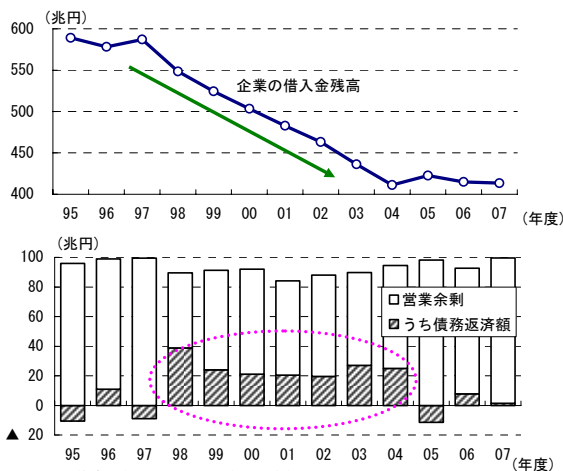
回避されたデフレ・スパイラル

98年から2005年までの物価下落局面を振り返ると、その間景気後退が続いていたわけではなく、99年1月から2000年10月までと2002年1月以降は景気拡張局面となっている。景気の悪化と物価の下落が同時に起きるデフレ・スパイラルの状況が続いていたとはいえない。金融システム不安が極度に強まった97年秋からの一時期はデフレ・スパイラルに陥っていた可能性があるが、長期間持続することはなかった。

続いていたデット・デフレーション

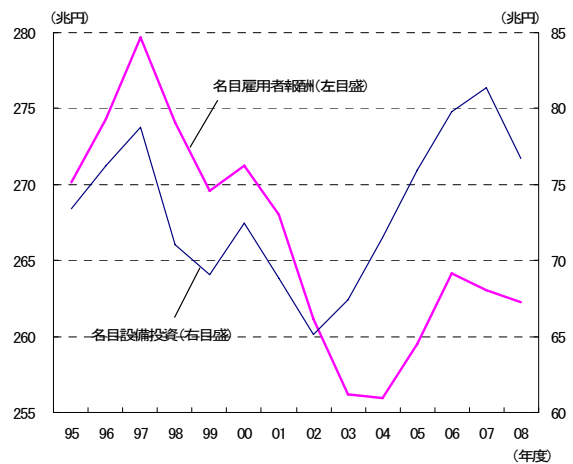
前回デフレ局面において企業部門を中心に進んだ債務の圧縮は、内需低迷・資産価格下落の要因となり、物価下落圧力として働いていたと推測される。日本企業は98年から2004年にかけて毎年20~40兆円(営業余剰比20~40%)の借入金を削減した(図表12)。それにより企業の借入金残高は、97年度末の587兆円から2004年度末には411兆円と7年間で176兆円も減少した。この間、キャッシュフローの相当部分が債務返済に充当されたため、投資や人件費などが抑制された。雇用者報酬は97年度の280兆円から2004年度の256兆円まで約24兆円、設備投資は97年度の79兆円から2002年度の65兆円まで約14兆円減少している(図表13)。雇用者報酬の減少は個人消費を押し下げ、設備投資と合わせた内需低迷が物価に対する下落圧力として働くというデット・デフレーションが続いていたと考えられる。

図表 12 企業の債務負担と返済状況



(注) 債務返済額のマイナスは借入の増加を示す
(資料) 内閣府「国民経済計算年報」

図表 13 雇用者報酬と設備投資

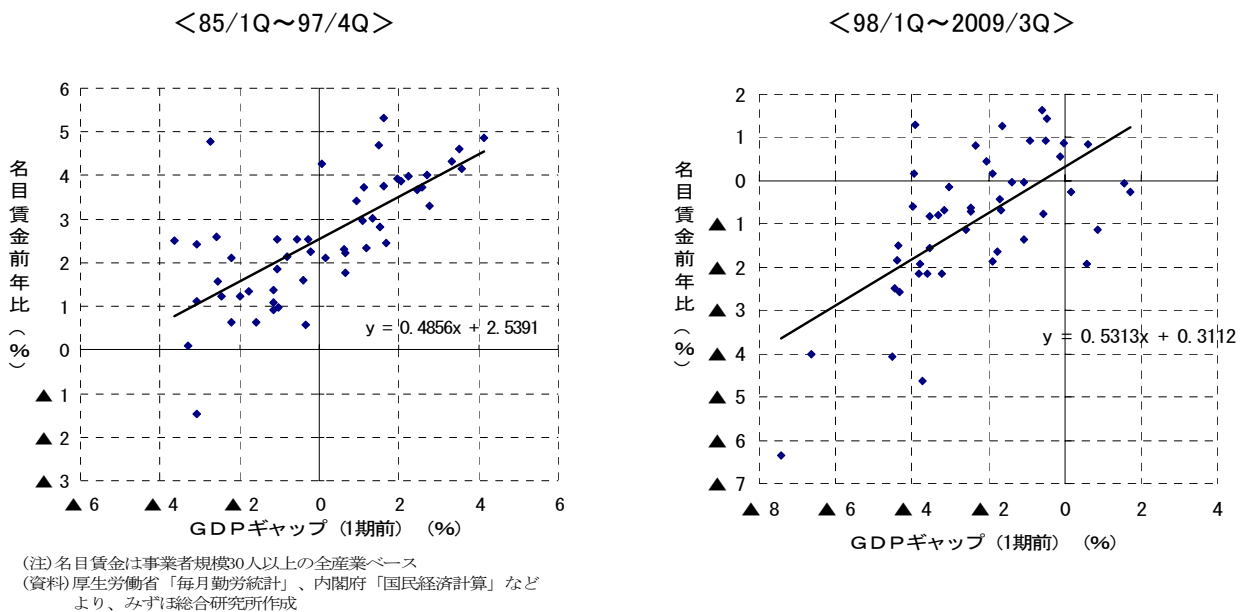


(資料) 内閣府「国民経済計算」

下方硬直的でなかった名目賃金

では、デフレが実体経済に悪影響を与えるもう一つの要因である、名目賃金の下方硬直性についてはどうか。97年以前とデフレが本格化した98年以降のGDPギャップと名目賃金上昇率の関係をみたのが(図表 14)である。97年以前はGDPギャップがマイナス(供給超過)となる局面においても、概ね名目賃金上昇率はプラス圏にあった。それに対し、98年以降は名目賃金が低下する局面が多くなっているが、GDPギャップに対する傾き(感応度)はほとんど変化なく、むしろ0.4856から0.5313にわずかながら高まっている。名目賃金が下方硬直的であれば、名目賃金上昇率がゼロに近づくにしたがって傾きは緩やかになると考えられるが、そうした現象は観察されない。この時期に名目賃金が伸縮的であった背景には、企業が業績連動給の導入などにより正社員の人件費を抑制したことに加えて、相対的に賃金水準の低い派遣労働者など非正規労働者を活用することによって、全体の人件費抑制を進めたことがある。

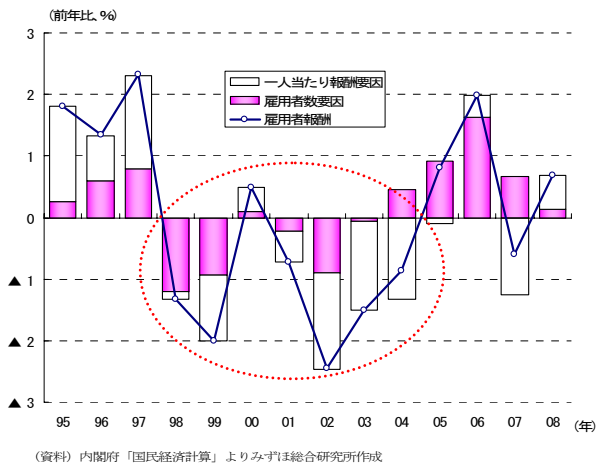
図表 14 名目賃金とGDPギャップ



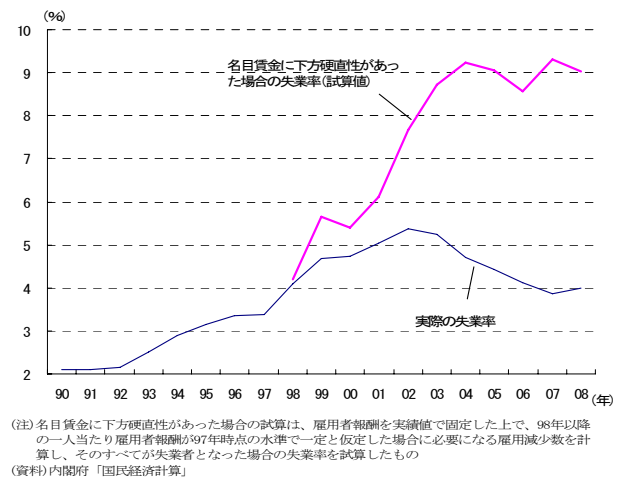
伸縮的な名目賃金が失業増を抑制

名目賃金が伸縮的であったことにより、企業は人員を大幅に削減することなく、人件費を削減することができた。この時期の雇用者報酬の動きをみると、雇用者数の減少幅は概ね年間1%以内にとどまっておき、主に一人当たり雇用者報酬(≒名目賃金)の減少によって人件費の削減が進んでいることがわかる(次ページ図表 15)。仮に、一人当たり雇用者報酬が97年時点から減少せずと同レベルの人件費削減を達成しようとするれば、失業率は2004年までに9%を超えていた計算になる(次ページ図表 16)。実際の失業率は3%台だった97年時点から上昇はしたものの、5%台にとどまった。つまり、名目賃金が伸縮的であったことにより、失業の発生がある程度抑制されたと考えられる。名目賃金が下方硬直的なままで失業率が大幅に上昇した場合には、失業者が(失業給付以外の)所得を失うことに加え、実際に失業していない雇用者の間でも失業に対する不安が強まるため、個人消費が大きく落ち込んだ可能性が高い。名目賃金の低下により失業が抑制されたことで、個人消費の大幅な落ち込みが生じなかったことが、前回のデフレ局面において深刻なデフレ・スパイラルが回避された要因であると考えられる。

図表 15 雇用者報酬の推移



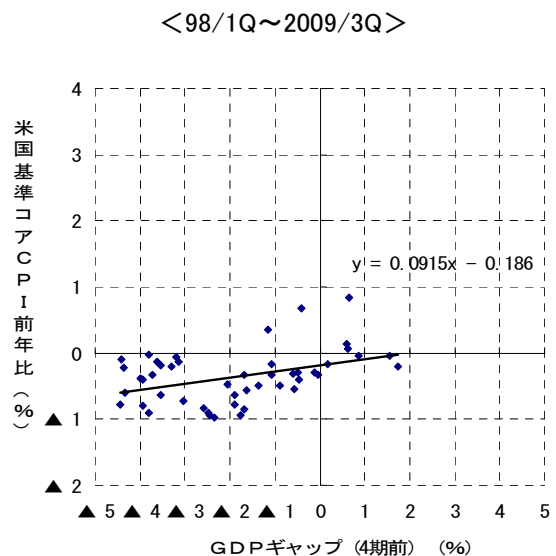
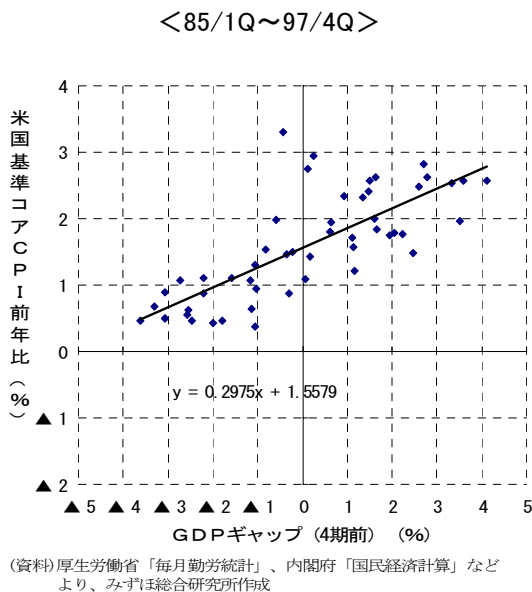
図表 16 名目賃金が低下しなかった場合の失業率(試算)



緩やかなデフレと名目賃金の減少が長期化

97年以前と98年以降のGDPギャップと物価(米国基準コアCPI)の相関をみると、名目賃金とは対照的に物価のGDPギャップに対する感応度は大きく低下しており、むしろ物価に下方硬直性が観察される(図表 17)。これは、名目賃金が低下する中である程度雇用が維持されたために個人消費が大きく落ち込まず、そのことが物価の下落幅拡大に歯止めをかけたためと推測される。また、消費者物価の採用品目の中に、需給要因とは相関がなく下がりにくいもの(たばこや各種の公共料金など)が含まれていることも影響しているであろう。しかし、小幅とはいえ物価が下落する中で、企業が収益を確保するための人件費削減は続けられ、結果として緩やかな物価下落と名目賃金の減少は長期化することになる。前回のデフレ局面において「緩やかなデフレ」が長期化したのは、こうしたメカニズムが働いていたためだと考えられる。

図表 17 米国基準コアCPIとGDPギャップ



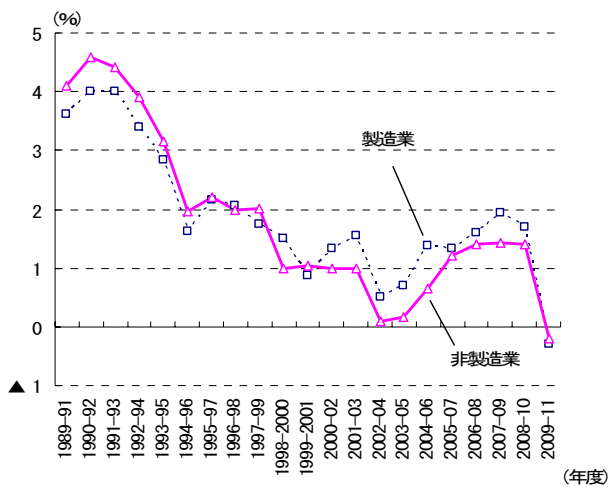
(4) 企業行動からみたデフレ

期待成長率が低下する中で企業間の価格競争は激化

次に、デフレ下での企業の価格設定行動についてみてみよう。価格競争が激化する背景には、需要(特に国内需要)に対する成長期待が極めて低くなっている中で、利益を確保しようとする企業行動がある。企業の期待成長率は90年代を通じて低下が続き、2000年代初頭には1%を切るレベルまで落ち込んだ(図表18)。その後、2000年代後半にかけてやや持ち直したものの2%には届かず、今回の金融危機でまた大きく落ち込んでしまった。

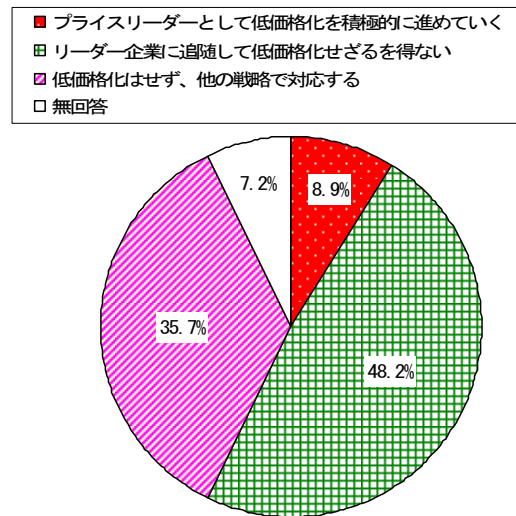
需要全体の拡大が限定的である中、個別企業が売上数量を伸ばすためには、販売シェアを上げることが必要とされる。その結果、価格競争が激化することが物価の下落を加速させる。経済産業省が2002年に実施した調査(デフレに関するアンケート調査)によれば、販売シェア拡大を目指す少数のプライスリーダー(アンケートで「低価格化を積極的に進めていく」と回答した企業)による値下げがその他(フォロワー)の値下げを誘発し、物価全体の下落やコスト削減に伴う賃金の低下につながっている。アンケートに答えた企業のうち、「プライスリーダー」に該当する企業は8.9%に過ぎない(図表19)。一方、48.2%が「リーダー企業に追随して低価格化せざるをえない」追随者(フォロワー)に該当する。ちなみに、低価格化以外の戦略で対応する企業は35.7%となっている。

図表 18 企業の期待成長率



(注) 今後3年間の実質業界需要成長率の見直し
(資料) 内閣府「企業行動に関するアンケート調査」

図表 19 企業の価格設定の考え方



(資料) 経済産業省「デフレに関するアンケート調査」(2002年)

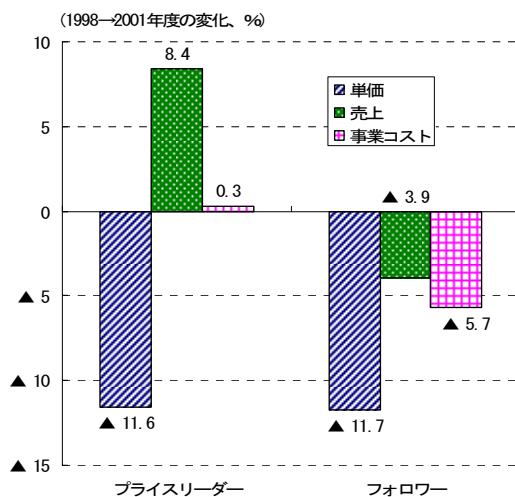
プライスリーダーの行動がフォロワーの値下げとコスト削減を誘発

プライスリーダーは一般に、海外での製造や製販一体化によるコストダウンなどの戦略を通じて、低価格でもある程度収益確保が可能な体制を整えていることが多い。こうしたプライスリーダーの行動は、安価な輸入品の増加を通じた国内の物価下落要因となる。プライスリーダーに限れば、低価格商品の投入で販売シェアが拡大する効果もあって、さらなるコスト削減をしなくても利益を確保できる。しかし、プライスリーダーに追随せざるをえない大多数のフォロワーの場合は、値下げをしても採算がとれない場合が多い。実際に、98年度から2001年度にかけてのプライスリーダーとフォロワーの事業パフォーマンスを比較すると、双方とも販売単価は同程度に低下しているが、プライスリーダーでは売上が8.4%増加しているのに対し、フォロワーでは▲3.9%と、逆に大きく減少している(次ページ図表20)。その結果、フォロワーは利益確保のた

め、コスト削減に踏み切らざるをえなくなる。同じ期間における事業コストは、プライスリーダーが 0.3% 増となっているのに対し、フォロワーでは 5.7% も削減されている。フォロワーのコスト削減は物流・販売コストなどあらゆる費目に及び、人件費も 3.8% 減少している(図表 21)。プライスリーダーの人件費が 6.8% 増加しているのとは対照的である。全体の 1 割弱に過ぎないプライスリーダー企業に勤める労働者の賃金が上がったとしても、全体の半分程度を占めるフォロワー企業における賃金が低下するため、労働者全体でみた平均賃金は低下することになる。

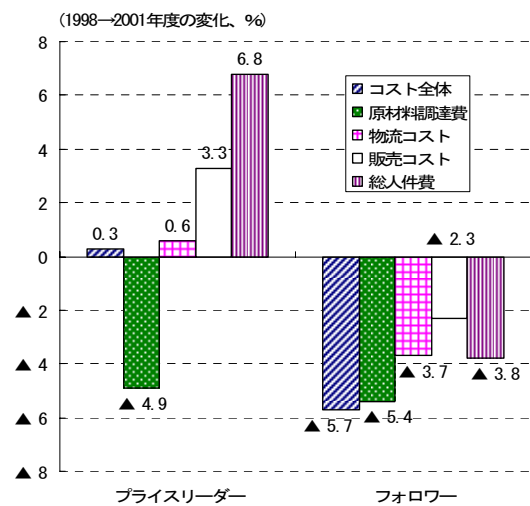
このように、緩やかな物価の下落と賃金の低下は、全体の需要拡大が見込めない中で、販売シェア・利益を確保しようとする企業行動の結果として生じたと考えられる。こうした悪循環は、売上の大半が内需向けで、コストに占める人件費のウェイトが高いサービス分野で特に強まりやすく、そこに日本のサービス価格が諸外国と比較して顕著に低下している原因もあるとみられる。そして、足元でも成長期待が大きく低下する中で、こうした縮小均衡プロセスが生じている可能性は高い。

図表 20 事業パフォーマンス(価格設定の仕方別)



(資料) 経済産業省「デフレに関するアンケート調査」(2002年)

図表 21 事業コスト(価格設定の仕方別)



(資料) 経済産業省「デフレに関するアンケート調査」(2002年)

(5) デフレ対策のあり方

デット・デフレーションのリスクは小

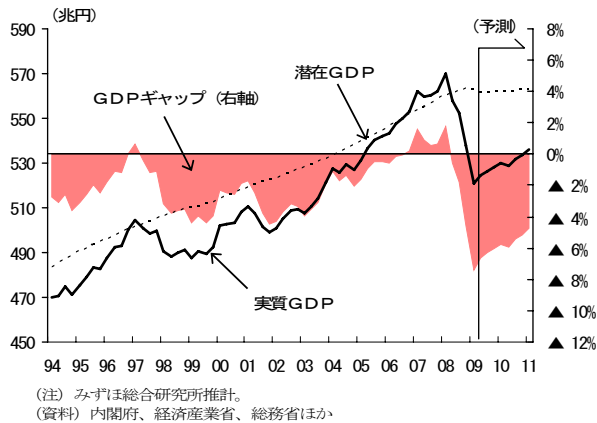
以上のような前回のデフレ局面に関する認識をもとに、現下のデフレのリスクについて考えてみよう。まず、デット・デフレーションのリスクは、今回は小さいと考えられる。90 年代初頭から続いていた企業の過剰債務問題は、前回のデフレ局面を通じて債務返済が進められたことにより解消されている。したがって、キャッシュフローの大半が債務返済に回されて雇用者報酬や設備投資が圧迫されるといった事態に陥る可能性は小さい。

緩やかな物価下落と賃金の低下は今回も長期化

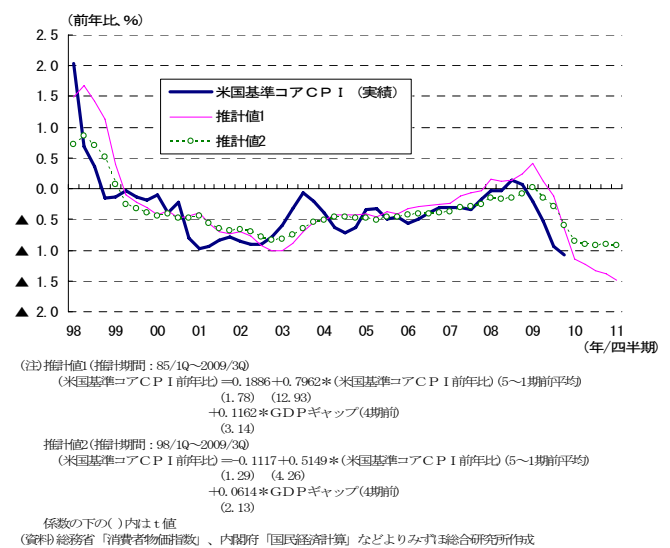
一方、GDPギャップの供給超過幅は、前回のデフレ局面よりも大きい。98 年から 2005 年のデフレ局面では、GDPギャップの供給超過幅は最大でも 5% 程度であった。今回は 2009 年 1~3 月期に 7.4% まで拡大した後、2009 年 7~9 月期時点でも 6.3% の供給超過となっている。みずほ総合研究所の予測では、その後も GDPギャップの供給超過はすぐには解消せず、2010 年度末時点でも 5% 程度の供給超過が残存する見通しである(次ページ図表 22)。すでに失業率が頭打ちになっていることからみ

て、今後の企業の人件費削減は賃金抑制の形で進む可能性が高い。したがって、足元から失業が大量に発生して深刻なデフレ・スパイラルに陥る可能性は低い。しかし、前回のデフレ局面と同様に、緩やかな物価の下落と賃金の低下は長期化することが予想される。GDPギャップをもとに推計すると、米国基準コアCPIは2010年中も1～1.5%程度下落が続く可能性が高い(図表23)。85年から足元までを推計期間にとった場合、米国基準コアCPIの下落幅は1.5%程度まで拡大するという結果がえられる。98年以降、物価のGDPギャップに対する感応度が低下していることを考慮して、推計期間を98年以降に限定しても、米国基準コアCPIは1%程度下落が続くという結果となる。さらに、GDPギャップの供給超過が解消するまでの間は、2011年以降も緩やかな物価下落と賃金の低下が継続することが想定される。

図表 22 GDPギャップの推移と予測



図表 23 米国基準コアCPIの推計値



デフレ脱却に必要なのは成長戦略の具体化

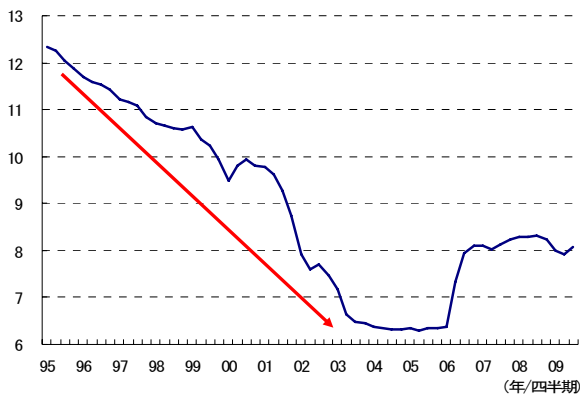
こうした状況に対して、金融・財政政策はどうあるべきか。5 ページの物価ギャップ算出のもととなっている貨幣数量説を前提とすれば、金融緩和によりマネーの供給を増やせば物価ギャップのマイナスは解消し、デフレを脱却できるという考え方になる。しかし、前回のデフレ局面において日銀は量的緩和政策によりマネタリーベースを拡大したが、マネーストック全体の拡大にはつながらなかった。信用乗数(マネーストック/マネタリーベース)がほぼ一貫して低下を続けたためである(次ページ図表24)。また、その間は貨幣の流通速度(名目GDP/マネーストック)も低下しており、マネーストックの拡大が実体経済の回復に結びつきにくくなっていたことがわかる(次ページ図表25)。これは、期待成長率が極めて低くなっている状態で、マネタリーベースを増やしても企業の借入れや投資拡大につながらず、インフレ期待を高めることもできなかったことを示している。

同様に財政政策についても、危機的とも言える財政状況のもと、一時的な減税や歳出拡大策はデフレ脱却の決め手とはなりえない。減税も歳出拡大もサステナブルでないことが明らかであるため、将来の増税や歳出減を予想した経済主体(企業・家計)が支出を拡大する効果はほとんど期待できないためである。

本稿でみてきた通り、緩やかな物価下落と賃金の低下が長期化する背景には、期待成長率が低い中で利益を確保しようとする企業行動がある。したがって、デフレの

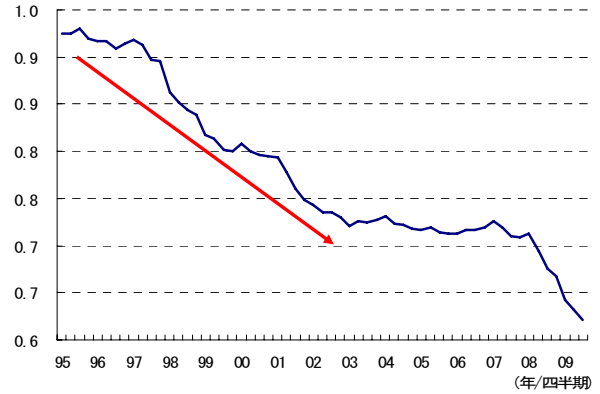
脱却に必要とされるのは、企業の期待成長率を上げることである。その意味で、中長期的な視点からみたデフレ対策とは、すなわち成長戦略であるといえるだろう。政府は昨年末に成長戦略の骨格を発表したが、デフレ脱却のためにはその骨格に具体策の肉付けをし、着実に実行に移していくことこそが必要だろう。

図表 24 信用乗数の推移



(注)2003/1Q以前：(マネーサプライ(M2+C D))/マネタリーベース
2003/2Q以降：(マネーストック(M2))/マネタリーベース
(資料)日本銀行「マネーストック」などよりみずほ総合研究所作成

図表 25 貨幣の流通速度



(注)2003/1Q以前：名目GDP/(マネーサプライ(M2+C D))
2003/2Q以降：名目GDP/(マネーストック(M2))
(資料)日本銀行「マネーストック」などよりみずほ総合研究所作成

¹ 「デフレ」という用語は、従来、「物価の下落を伴った景気の低迷」という意味で使われることが多かった。しかし、内閣府は2001年3月の月例経済報告において、デフレを「持続的な物価下落」と定義しなおした。本稿もその定義に従っている。国際的にみても、ある程度の期間にわたって物価が下落し続けることをデフレと呼ぶのが一般的であり、IMFは「少なくとも2年間継続的に物価が下落する状態」と定義している。

² 90年代末からのデフレが現在も継続しているとの解釈も可能だが、本稿では、需給ギャップの供給超過がほぼ解消し、コアCPIの下落に歯止めがかかった2005～2006年頃に前回のデフレ局面は一旦終了したとみなし、今回のデフレ局面と区別する。

³ ただし、電気代は、消費者物価の統計上は財（非耐久消費財）に分類される。

⁴ < P*モデルによる物価ギャップの計測方法 >

貨幣数量説を前提とすると、産出量と貨幣量及び貨幣の流通速度との間には、

$$MV = PQ \dots \dots \dots (1)$$

という関係が成り立つ。ここで、M=マネーストック (M2+C D)、V=貨幣の流通速度 (名目GDP/M)、P=物価 (GDPデフレーター)、Q=産出量 (実質GDP) である。

(1) 式は変形して

$$M = k P Q \dots \dots \dots (2)$$

とも書ける。この場合、kはマーシャルのk (Vの逆数) となる。

マネーストック (M) が所与の下での均衡P、均衡Q、均衡kをそれぞれP*、Q*、k*と表すと、上記 (2) 式から

$$M = k^* P^* Q^* \dots \dots \dots (3)$$

となる。さらに (2) 式を (3) 式で除し、自然対数をとると、

$$p^* - p = (q - q^*) + (k - k^*) \dots \dots (4)$$

という関係が導かれる (小文字は自然対数)。ここで (q-q*) は財市場の需給ギャップ (GDPギャップ)、(k-k*) は金融市場の需給ギャップ、(p*-p) は財市場と金融市場をともに反映した「物価ギャップ」である。

(4) 式は、財の需要が均衡水準よりも大きいほど、また実体経済との見合いでみた通貨供給量 (マーシャルのk) が均衡水準よりも高まるほど、理論的に導かれる均衡物価水準が現実の物価水準よりも高くなる (物価ギャップが拡大する) ことを示す。したがって、物価ギャップの拡大は、潜在的なインフレ圧力の高まり、デフレ圧力の低減を意味する。

なお、金融市場の需給ギャップ算出の前提となるマーシャルのkの長期トレンドは、Hodrick-Prescott フィルターによって求めた。

MIZUHO

The logo consists of the word "MIZUHO" in a bold, dark blue, sans-serif font. Below the text is a red, curved underline that starts under the 'M', goes under the 'I', 'Z', and 'U', and ends under the 'O'.