デフレを取り巻く経済環境の変化

〔要　　旨〕

1　かつて，インフレ面では「優等生」との評価がなされていた日本であるが，90年代後半は一般物価の下落状態が発生，いわゆるデフレに陥った。

2　90年代の日本経済が陥ったデフレの原因を巡っては，これまで様々な意見が提示された。基本的には，マクロ的に需給バランスが大幅に緩和したことがデフレを引き起こしたと考えられるが，需要の落ち込みの原因を巡っては，金融面を重視する見方や実物面を重視する見方に分かれている。一方，近隣諸国の工業化に伴う供給増を指摘する意見などもある。

3　デフレに伴う弊害としては，金融緩和政策の下でも実質金利が高止まったことや，実質債務残高が膨張し，付加価値生産の主要セクターである企業部門の債務返済負担が実質的に重くなり，需要が減退したことなどを指摘することができる。

4　VARモデル（ベクトル自己回帰モデル）を推計して，デフレを取り巻く経済変数間の因果性を検定すると，デフレの直接的な要因として景気（需要）の落ち込みの影響が大きいことが分かる。なお，この原因としては，企業部門のバランスシート調整により，雇用・設備投資などへの抑制効果が働いた可能性が高い。

5　2005年内にも消費者物価が前年比プラスに転じるとの見方が強まっている。一方で，消費者物価の前年比マイナス状態からの脱出と「デフレ脱却」は同義ではない。各国中央銀行が物価安定と考えるインフレ率は１～２％程度であり，ある程度の「のりしろ」は許容すべきとの意見も指摘されている。日銀はゼロ金利政策解除時の失敗を反省し，再びデフレ状態に戻ることがないような運営を行うことが求められているのである。

目　次

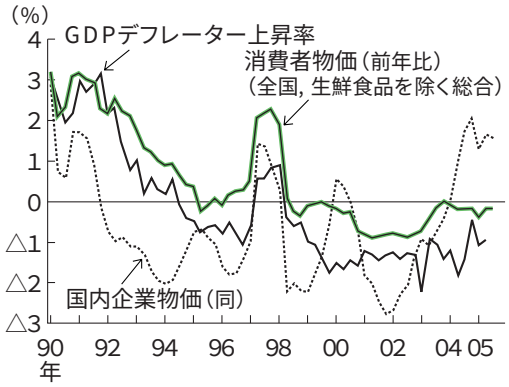
はじめに
——1990年代以降のデフレ——
1　デフレ経済の背景
⑴　デフレの原因
⑵　デフレの弊害
2　デフレ経済の実証分析
⑴　VARモデルの推計
⑵　推計結果の考察
おわりに
——今後の物価動向とともに——

はじめに
——1990年代以降のデフレ——

1980年代以降の日本における物価問題としては，内外価格差に代表されるように「物価水準」に関するものが多かったが，「物価上昇率」に関しては低く抑制され，インフレ面では「優等生」との評価がなされていた。こうした傾向はバブル期（80年代後半）にかけても継続し，株価・地価などの資産価格は大きく上昇したが，インフレ率の加速はあまり目立たなかったことが，金融引締めへの政策転換が遅れた原因と指摘されることもある。しかし，90年代のポストバブル期に入ってしばらくすると，物価は持続的な下落傾向をたどるようになった。消費税率の影響を除けばGDPデフレーターは94年から，消費者物価は98年から，ほぼ一貫して前年比マイナスの状態となっている。国際通貨基金（IMF）では，「少なくとも２年間継続的に物価が下落する状態」をデフレーション（以下「デフレ」）と定義づけているが，90年代後半は資産価格の下落（資産デフレ）と一般物価の下落（デフレ）とが共存した時代であった。

物価変動は，それが完全に予見され，かつ経済的な取引をする際にインデクセーション（賃金・金利・年金などを物価指数に連動させ，物価変動の影響を相殺すること）が完全に実施されている限り，経済活動にはあまり影響を与えないと考えられる。しかし，現実社会では物価の完全予見は不可能であるし，インデクセーションもごく部分的にしか実施できていない。なかでも，金融取引に関しては，インデクセーションはほとんど行われないため，予期せぬインフレ・デフレが発生した時には，債権者・債

第１図　1990年代以降の物価動向



資料　内閣府，総務省，日銀資料

務者間で大規模な所得移転が発生し，効率的な資源配分が阻害される等といった弊害の発生が指摘されている。

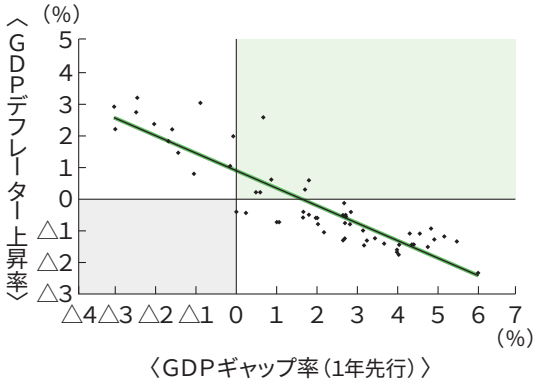
本稿は，今回のデフレ現象の背景を探り，何がそのデフレの終焉をもたらそうとしているのか，を分析することを目的としている。

1　デフレ経済の背景

(1)　デフレの原因

90年代の日本経済が陥ったデフレの原因を巡っては，様々な意見が提示された。基本的には，マクロ的に需給バランスが大幅に緩和したことがデフレを引き起こしたと考えられる（第２図）。しかし，その原因を巡っては，金融的側面もしくは実物的側面によって需要が落ち込んだという意見，一方で近隣諸国の工業化に伴う供給能力が高まったことを重視する意見などに分けられる。以下では，簡単に整理してみたい。

第２図　インフレ率とＧＤＰギャップとの関係（1990年以降）



資料　内閣府，総務省資料

a　金融的側面を重視する意見

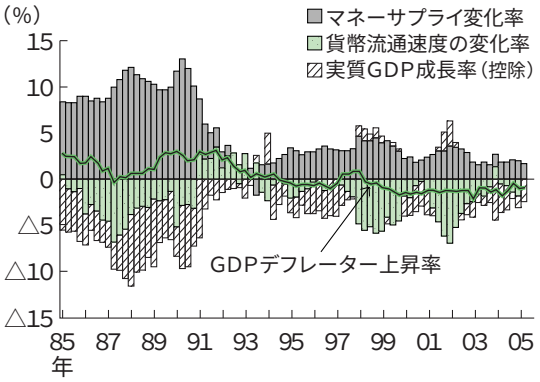
フリードマンによる「インフレもデフレもすべて貨幣的現象である」というコメントに表れているように，一般物価水準は財貨・サービスと貨幣との交換比率であることを考慮すれば，物価を変動させる原因として金融的側面を無視することはできない。具体的には，デフレの原因は，財貨・サービスの総量に比べて貨幣量が不足しているためととらえることができ，結局は中央銀行による資金供給量が足りないことを示唆している。こうした主張には，現代マクロ経済学が依拠している貨幣数量理論が背景にあることが知られている。

貨幣数量方程式（MV＝PT，M：マネーサプライ，V：貨幣流通速度，P：物価水準，T：取引量（実質GDP））を物価水準Ｐについて書くと，

$$P = MV / T$$

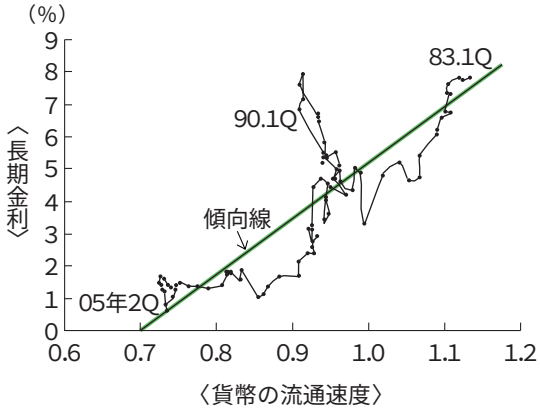
となる。これを，更に前年比変化率を用いると，インフレ率はマネーサプライ増加率と流通速度の変化率を加えたものから取引量変化率を減じたものに近似できる。この関係を見たものが第３図である（この際，T：実質GDP，P：GDPデフレーター，M：M_2＋CDを用いた）が，90年代後半以降にデフレが深刻化していく背景には，貨幣流通速度が大幅に低下していったことが挙げられるが，その一方でそれを相殺するほどの貨幣量は供給されていなかったことを示している。貨幣流通速度を低下させた原因としては，金融システム不安が極度に高まったために民間セクターが流動性を強く選好

第3図　デフレの貨幣的要因



資料　内閣府，日銀資料

第4図　貨幣の流通速度と金利



資料　内閣府，日銀資料ほか
（注）　貨幣の流通速度＝名目GDP/マネーサプライ

し，結果的に滞留してしまったことが挙げられる。しかしながら，一般的には貨幣流通速度は金利の関数と考えられているが，金利非負性を前提にする限り，両者間に線形の関係を仮定すれば，貨幣流通速度には下限がある可能性もある（第４図）。つまり，当時，日銀は貨幣流通速度が下げ止まるまで貨幣供給を行うべきであった，との議論も成り立つ可能性がある。

b　実物的側面

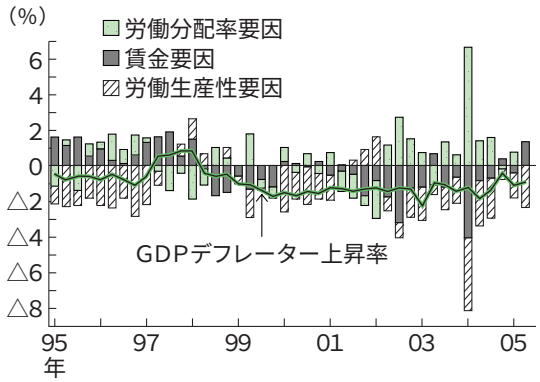
一方で，貨幣的要因とは別に，財貨・サービス市場を取り巻く需給要因がデフレをもたらしたとの指摘もある。なかでも，労働市場の動きを重視する考え方が有力である。

実質GDP１単位を生産するのに必要な労働コストを，一般に単位労働コストと呼ぶ。つまり，一国全体の単位労働コストは以下の①式のように表すことができる。

$$\text{単位労働コスト}=\frac{\text{雇用者報酬}}{\text{実質GDP}}\cdots①$$

第５図は，単位労働コストとGDPデフレーター，国内需要デフレーターの前年比の推移を示しているが，95年以降，消費税率引上げ時の97年度を除けば，これらが一貫して下落し続けていることが明らかである。

第5図　デフレの労働面からの要因分解



資料　内閣府，厚生労働省資料

次に，①式を変形すると，以下のように②式を得ることができる。

$$\text{単位労働コスト}=\frac{\text{雇用者報酬}}{\text{名目GDP／GDPデフレーター}}$$

$$=\frac{\text{雇用者報酬}}{\text{名目GDP}}\times\text{GDPデフレーター}$$

$$=\text{労働分配率}\times\text{GDPデフレーター}\cdots②$$

なお，②式をGDPデフレーターについて書き出すと，③式のようになる。

$$\text{GDPデフレーター}=\frac{\text{単位労働コスト}}{\text{労働分配率}}\cdots③$$

また，①式右辺の分母・分子をともに雇用者数で除すと，単位労働コストは１人当たり雇用者報酬をマン・ベースの労働生産性（以下同じ）で除したものに変形することができる。つまり，③式は④式のように表現することが可能である。

$$\text{GDPデフレーター}=\frac{\text{1人当たり賃金／労働生産性}}{\text{労働分配率}}$$
$$=\frac{\text{1人当たり賃金}}{\text{労働生産性}}\times\frac{1}{\text{労働分配率}}\cdots④$$

冒頭で触れたように，賃金上昇率が労働生産性の上昇率以下に抑制されていれば，④式右辺第一項は１以下になるため，GDPデフレーターに対しては押し下げ効果が働くことになる。

第５図は最近のGDPデフレーター上昇率を④式に基づいて，賃金要因，労働生産性要因，労働分配率要因に分解したものである。本来，労働生産性の向上は国民経済にとっては好ましいことではあるが，90年代後半の日本ではそれが賃金の下落と同時に起きており，意図せずデフレ環境を継続させてしまった可能性が強い。

反面，同時に進行した労働分配率低下は，GDPデフレーターの下落にとっては抑制要因であったことが確認できる。この背景として，労働分配率の低下は資本分配率の上昇と同義であり，資本利益率が資本生産性と資本分配率の積であることを考慮すれば，資本分配率上昇が企業部門の利益率（もしくは付加価値率）を高めた，と解釈することが可能である。

c　その他の要因

無資源国である日本は，基本的に原材料を輸入して最終製品もしくは仕掛品を輸出する，という貿易構造となっており，製品輸入比率は低水準であった。その後，貿易自由化の波や持続的な円高傾向により生産拠点の海外移転などを経験し，製品輸入比率は徐々に上昇し，現在では60％程度で推移している。

こうしたなかで，近隣の大国である中国は「世界の工場」としての地位を固め，日本でもいわゆる「ユニクロ現象」と呼ばれるように，日本企業の指導の下で安価な労働力を用いて海外で生産した品質の高い製品を日本で安く大量に売る，といったビジネスモデルが登場してきた。つまり，中国など開発途上国は「デフレ」も輸出している，との説である。しかし，この仮説に対しては，多くの疑問が投げかけられている。例えば，輸入全体の中国のシェアは20.7％（04年）であるが，総需要に占める輸入のシェアは11.2％（同）であることを考慮すれば，日本の総需要に占める中国からの輸入品のシェアはたかだか２％（＝0.207×0.112）に過ぎない。この２％程度のものが一般物価水準全体を押し下げてしまったとは考えがたい。

また，こうした新興工業国からの安価な輸入品の増加という現象は日本だけで起き

ているわけではなく，先進諸国でもディスインフレ傾向が続いているものの，デフレ（前述した通り，２年以上にわたって物価下落が続いている状態）に陥っているのは日本だけである。70～80年代に激化した日米貿易摩擦では，日本は常にダンピング輸出の疑いをかけられていたが，それが米国にデフレをもたらしたという話は聞かれていない。つまり，日本がデフレに陥った原因は日本国内にある可能性が高く，こうした安価な輸入品の増加や世界全体としての供給能力の増強は日本のデフレ現象を説明するにはあまりに不十分であるとの評価をせざるを得ない。

他方，70年代初頭のニクソンショック以降，為替レート（特に対米ドルレート）がほぼ一貫して円高傾向に推移したことがデフレの一因であるとの指摘もある。これを逆手にとって，デフレ脱却の処方箋として非不胎化介入や日銀マネーによる外債購入など，人為的な円安誘導を行うべき，との意見も散見された。ただし，急激な円高が進行した85年のプラザ合意後はディスインフレ状態ではあったが，デフレには陥らなかったこと等もあり，主因ではないように思われる。

⑵　デフレの弊害

以下では，90年代後半に日本が陥ったデフレがどのような弊害をもたらしたのかを振り返ってみたい。

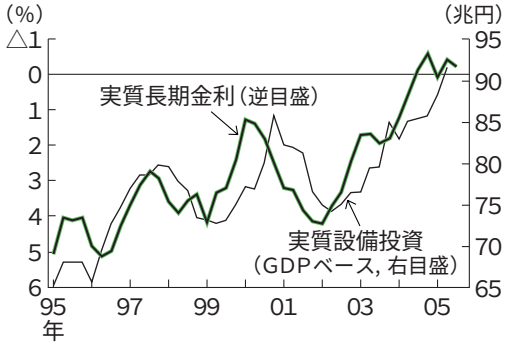
a　景気悪化時の実質金利高止まり

金融取引は名目金利に影響を受けるが，設備投資など実物取引は実質金利に影響を受ける。それゆえ，いくら名目金利が低水準であったとしても，デフレが進行するなかでは実質金利は高止まっており，実物取引は抑制される可能性が高い。実際に，第６図は実質長期金利と実質設備投資との関係を示しているが，実際に密接な負の関係があることがうかがえる。

実際，日銀は91年７月に公定歩合を引き下げてからほぼ一貫して金融緩和政策を取り続けたはずであるが，デフレ経済突入に伴い実質金利は高止まり続けていた。これが設備投資需要を減退させた要因の一つとして挙げることも可能である。

なお，企業物価ベースで評価すると，足元で実質金利はマイナスで推移するようになってきており，企業活動の活性化に貢献している可能性が高い。

第6図　実質金利と設備投資



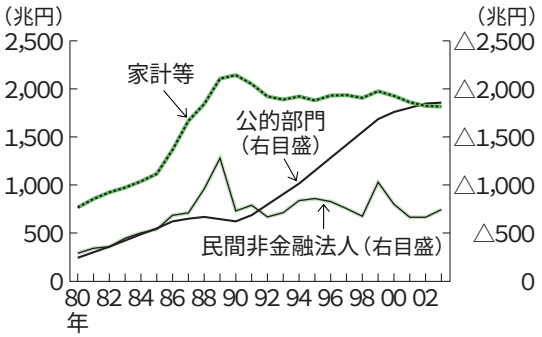
資料　内閣府,日銀資料,日本経済新聞等
（注）１　実質長期金利は，10年国債利回りから国内卸売物価上昇率を差し引いたもの（事後ベース）。
２　実質設備投資は00年連鎖価格。

b　債務者から債権者への所得移転

部門別の資産・負債バランスを見ると，付加価値生産の担い手である企業部門では多くの負債を抱えているのが一般的である。また，公的部門も通常は正味資産を上回る負債を保有している（第７図）。本稿の冒頭でも述べたように，通常の金融取引ではインデクセーションが実施されていないため，デフレ状態に陥った場合，債務者の負担は重くなってしまう。その結果，バランスシート調整を招き，経済活動を萎縮させてしまう。

具体的に，民間非金融法人の正味資産・負債差額（＝ネット資産）を見ると，90年代以降は平均すると約800兆円の負債超過となっている。仮に，１％のデフレが発生しているとした場合，８兆円の意図せざる所得が債権者に移転した計算になる。これは，民間非金融法人の総可処分所得が約75.6兆円（03（暦）年）の約１割に相当する額であり，決して無視し得ない。

第７図　国内各部門の正味資産・負債差額



資料　内閣府資料
（注）　家計等は家計と対家計民間非営利団体の合計。

c　その他

その他，デフレの弊害として消費の先延ばし効果を指摘する意見もある。デフレ予想が持続するなかでは，不要不急の消費は将来に繰り越されてしまい，足元で一層デフレが進行してしまう可能性を指している。また，デフレ下では，年金財政を含む政府の財政改革の進展を阻害する，という弊害をもたらすことも知られている。

デフレには，「良いデフレ」と「悪いデフレ」とがあるということが言われた時期もあり，生活者感覚では物価下落は歓迎される可能性も高い。しかし，最終的には賃金下落につながり，今回のデフレ局面では雇用者所得は実質ベースで目減りしている。総合的に考えるとデフレは弊害の方が大きいというのが現実のようだ。

2　デフレ経済の実証分析

以下では，デフレ経済の原因を定量的に分析するために，VARモデル（ベクトル自己回帰モデル）を推計し，物価を取り巻く経済変数間の関係を検証することにする。

(1)　VARモデルの推計

VARモデルとは，採用した複数の経済時系列間のラグ構造によって，モデル全体を説明しようという試みである。

採用する経済変数としては，本稿でこれまでデフレとの関係を重視したものを中心に選択することにする。具体的には，物価変数としてGDPデフレーター，景気動向を

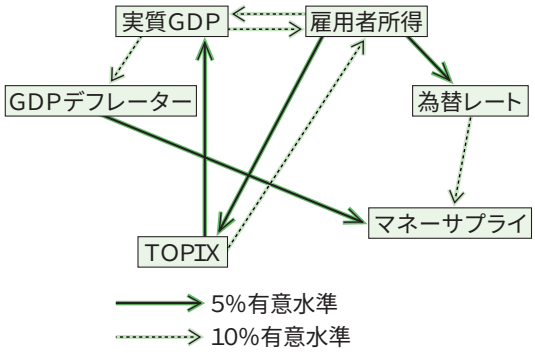
示す変数として実質GDP，金融変数としてマネーサプライ（M_2＋CD），労働市場の変数として労働分配率，資産市場の要因として株価（TOPIX）・為替レート（円／ドル）とした。また，推計期間は94年第１四半期から05年第１四半期まで（45期間）とした。VARモデル推計に先立って，採用する経済時系列の単位根検定を行っており，その結果より１階の階差をとれば定常時系列への変換は可能である。実際には，各変数の対数前期差を利用した。また，VARモデルのラグ次数はSC（シュワルツ情報量基準）に基づき，１次を採用する。

⑵　推計結果の考察

この推計結果を用いて，グレンジャー因果性検定を行った。なお，日常用語での因果性とは，原因および結果としての結びつきの関係を指すが，「グレンジャーの意味で」因果性があるというのは，他の条件を一定としてある経済時系列yの過去の値が，他の時系列ｘの変動に対して説明力を持つ，ということである。

第８図は，グレンジャー因果性検定の結果を示したものであるが，結局のことながらGDPデフレーターに影響を与えるのは実質GDPという景気要因であることが判明する。つまり，90年代以降のいわゆる「失われた10年」という長期低迷の原因こそが，デフレの原因である，ということになる。なお，第８図からは，株価と雇用者所得とが密接な関係を有していることがわかる。株価は企業価値の市場評価額であるが，これに対して高まっていた労働分配率を引き下げる必要性があった可能性を示唆している。一方で，労働分配率の押し下げは賃金切り下げを意味しており，景気悪化をもたらす可能性が強い。これらが直接・間接的に景気動向に影響を与えたものと考えられる。なお，今回の推計結果では，為替レートやマネーサプライがデフレに影響を与えるルートは示されなかったが，以上の結果はそれらを否定するものではないことを断っておきたい。

第８図　デフレを巡るグレンジャー因果性検定



資料　筆者作成

おわりに
――今後の物価動向とともに――

最後に，今後の物価動向を展望することにしたい。短期的には，消費者物価（全国，生鮮食品を除く総合）の前年比が安定的にプラスに推移し，かつ先行き再びマイナスに戻らない確信を得るまで，日銀は量的緩和政策の枠組みを継続することをコミットメント（確約）していることもあり，その動きが注目されている。

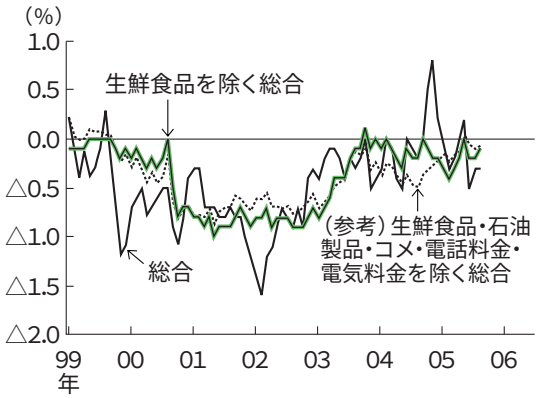
繰り返しになるが，消費者物価（全国，生鮮食品を除く総合，以下同じ）の前年比変化率は98年下期から前年比マイナスの状態が続いているが，このところ05年末までにはそれが解消し，その後は安定的にプラス圏内で推移する，との予想が強まっている。

01年には前年比マイナス１％程度も下落していた消費者物価であるが，今回の景気拡大局面が長期化するに従って徐々にマイナス幅を縮小させ，足元では同0.2％程度の下落率となっている。なお，最近の特徴としては，原油高騰によって石油製品などエネルギー価格が大幅に上昇していることが指摘できる。

当初こうした原油高は投機資金流入などによる一時的要因と見られがちだったが，最近では世界経済の成長継続を背景とした原油需要は今後とも強含みで推移するとの見方が有力となっている。そのため，原油価格は先行き大幅に調整する可能性は低く，半恒久的な消費者物価押し上げ要因へと変化した可能性が高い。一方で，耐久消費財など技術革新の進展により価格下落が激しい商品があるほか，コメ価格，電話基本料金，電力料金などが前年比低下しており，物価押し下げに寄与している。

先行きを展望すると，03年冷夏による米不作の影響や05年１月からの電話料金引下げが一巡し，物価押し下げ効果が順次解消する一方，ガソリンや電力等の価格上昇継続が見込まれるなど，物価を取り巻く環境がこれまでとは変貌している。更に，景気拡大継続や目前に迫る人手不足経済を見据えて労働市場では人材確保の動きも強まっており，賃金が上昇に転じている。そのため，企業も投入価格上昇を自社製品・サービスの価格に転嫁せざるを得なくなりつつあるようにも見受けられる。おそらく，05年中にも消費者物価の前年比マイナス状態は解消され，06年には安定的にプラス圏内で推移することが想定される（第９図）。

第９図　全国消費者物価の推移



資料　総務省「消費者物価指数」

なお，インフレとデフレの境界点は果たして前年比ゼロ％でよいのか，という問題は残されたままである。消費者物価の前年比マイナス状態からの脱出と「デフレ脱却」は意味合いが違うとの意見は少なくない。世界各国の中央銀行の行動を調べてみると，物価安定と考えるインフレ率は１～２％程度であることが分かる。ラスパイレス指数の持つ上方バイアスの存在や，一度デフレに陥ると，そこから脱出するために要する努力や期間は計り知れないものがあることをかんがみれば，ある程度の「のりしろ」は許容すべきとの意見は有力である。これらは，日銀が物価参照値（もしくはイ

ンフレ参照値）を公表すべきかどうか，という問題につながってくる。中央銀行として，前例のない量的緩和政策から早期に金融政策の正常化を図りたいとの意志は理解できなくもないが，ゼロ金利政策解除時の失敗を反省し，再びデフレ状態に戻ることがないような運営を行うことが求められているのである。

＜参考文献＞

- 岩田規久男（2001）「デフレの経済学」東洋経済新報社
- 岡本直樹（2001）「デフレに直面する我が国経済――デフレの定義の再整理を含めて」景気判断政策分析ディスカッションペーパーDP/01-1（内閣府）
- 南武志（2005a）「日本経済の構造変化と企業･家計の対応」『総研レポート』16調二No.6
- 南武志（2005b）「日本の金融環境の変化と金融政策の展望」『総研レポート』17調二No.1

（主任研究員　南武志・みなみたけし**）**