

Economic Trends

定例経済指標レポート

テーマ：デフレ脱却プロセスを展望する

発表日：2005年3月7日(月)

～病は回復へ向かっているが完治には十分なりハビリが必要～

(No.N-099)

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 主任エコノミスト 石井 博子
TEL: 03-5221-4549

<要旨>

足元で景気が足踏み状態にあるが、先行き持ち直してくれば、本格的なデフレ脱却への期待が再び高まることは確実である。このため、今後どのようにして日本経済がデフレから脱却するかを展望することは重要である。

日本がデフレスパイラルに陥ったステップとしては、資産価格下落を伴った需給ギャップの拡大、為替レート上昇、デフレ期待定着、更なる資産価格下落、実質借入コスト上昇と債務返済負担の増加、リストラ継続による更なる需要の減退、などであった。デフレからの脱却は、このステップを逆方向に辿っていくと考えられる。

これらの足元の動向を確認してみると、いずれも最悪期を脱しており、日本経済がデフレの悪循環から抜け出しつつあることが分かる。しかし、全ての項目において調整が完全に終了しているわけではない。

リストラ効果の顕在化()や90年以降では相対的に円安水準での為替レート安定()、デフレ期待の緩和()、実質借入コストの低下()などの環境は整いつつある。ただし、期待成長率の低下から需給ギャップ解消()に目途が立つのは06年末頃と見られるほか、資産価格下落によるバランスシートの毀損は大きく()、傷が完全に癒えるには資産価格上昇が不可欠である。こうしたことから、デフレ脱却を先取りしすぎて緊縮財政強化や金融政策の早期引き締めへ動くことが最大のリスクと言える。インフレとデフレのリスクの「非対称性」を再認識し、断固たるデフレ脱却の意思を示すことがデフレ脱却の必要条件と言えよう。

GDP成長率が3四半期連続のマイナスとなるなど、IT関連財の在庫調整などから景気が足踏み状態にあり、足元でデフレ脱却期待は後退している。しかしながら、景気が深刻な落ち込みに至らず、先行き持ち直してくれば、需給ギャップは緩やかな縮小傾向をたどり、本格的なデフレ脱却への期待が再び高まることは確実であろう。こうしたなかで、今後、日本経済がどのようにしてデフレから脱却するのかを考えていくことは重要である。

まず始めに、本稿での「デフレ脱却」とはどういう状態を意味するのかを定義しておこう。そもそも「デフレ」とは、IMFによれば「少なくとも二年間持続的に物価が下落する状態」と定義されている。また、日本銀行が「CPIコア前年比上昇率が基調的にゼロ以上となること」を量的緩和解除の条件の一つとしていることから、この条件をクリアすることが「デフレ脱却」と捉えられることが多い。ただし、デフレの問題は単に物価変動の問題ではなく、これが経済に悪影響を与え、成長を阻害することであると考えられる。したがって生産性の飛躍的向上による高成長下の物価下落等は、同じように物価が持続的に下落していても問題とはならない場合がある。

こうした観点から、本稿における「デフレ脱却」とは、物価が企業や消費者、金融機関等の期待や行動に悪影響をもたらさないような上昇率となり、実質経済成長率が中期的には潜在成長率となる正常な状態であること、そして名目経済成長率が持続的にプラスである状態となることと定義したい。

日本はいかにしてデフレに陥ったのか？

デフレ脱却の道筋を考えるには、まず日本がいかにしてデフレに陥ったのかを振り返ることが有益である。これは、デフレをもたらした複合的な要因が解消されることが、デフレ脱却の条件であると考えられるからだ。1930年代の大恐慌以来、世界的にみて需要減退を伴う本格的なデフレに陥ったのは日本が最初のことであり、主要先進国でもデフレ防止のため日本の研究が進められてきた。これによりデフレが生じるメカニズムもかなり整理されてきている。こうした研究を参考に、90年代の日本におけるデフレ発生のプロセスを整理すると、概ね以下のような流れになると考えられる。

バブル崩壊による資産価格下落を伴う大幅な需給ギャップの拡大（需要不足と過剰供給の発生）
 為替レート上昇による外需の落ち込みと輸入物価下落
 調整長期化に伴う物価下落長期化とデフレ期待定着による需要抑制
 資産価格の下落による不良債権と金融システム危機発生
 デフレ期待による実質金利上昇と債務返済負担の増加による投資抑制
 リストラ継続による更なる需要の減退

これらの過程は大きく二つのステップに分けられると判断される。～までの過程は、いわばデフレの第一段階である。まず最初に、バブル経済が崩壊し、需要と供給のバランスが崩れたことで、供給力削減と物価押し下げ圧力がかった。こうした調整は通常の景気循環においても生じることであるが、異なるのはバブル期の供給力拡大が大幅で、その後の需要の減退も資産価格下落による逆資産効果で増幅されて需給ギャップが大きなものとなった点であろう。これに加えて、90年代半ばにかけて急速に進んだ円高が輸出を抑制し、需要の落ち込みを加速させた。それでも96年にかけて景気回復期待が高まったが、97年度の消費税率引き上げやアジア通貨危機の発生などによって景気が失速し、調整過程が長期化することで、日本経済はデフレの第二段階へと入っていったと考えられる。

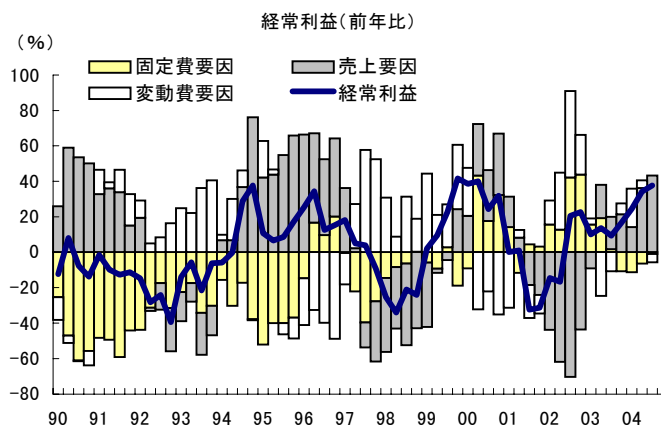
その後のステップは「デフレスパイラル」転落の過程であり、～を辿っていったと考えられる。すなわち、97年度の消費税率引き上げやアジア危機から需給ギャップ拡大と資産価格下落が加速、これにより企業部門では含み資産が枯渇し、銀行では不良債権が増加して金融システム不安に至った。会計ビッグバンによる時価会計の導入などにより、株式や土地売却が加速したことなども資産価格下落に拍車をかけた。また、消費者・企業では物価上昇率鈍化/下落の長期化からデフレ期待が定着した。一旦デフレ期待が定着すれば、足元の消費や投資が抑制されるほか、売上減少による実質債務負担増加や実質金利上昇につながるなど、悪循環が形成されていく。さらに、売上減から企業はリストラ継続を迫られることで、投資や消費が一層抑制されて需要がスパイラル的に減少する、といったプロセスである。

日本はいかにデフレから抜け出すのか？

こうして日本経済はデフレ/デフレスパイラルに陥っていったのであるが、では日本経済はどのようにしてデフレから抜け出そうとしているのだろうか。この過程は、先のデフレ進行のプロセスを逆に見ていくことでより明確になると考えられる。

外需拡大によるリストラ効果の顕在化
 まず、先に見た通り、日本は二段階ステッ

資料1 法人企業 経常利益（前年比）



(出所) 財務省「法人企業統計」

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

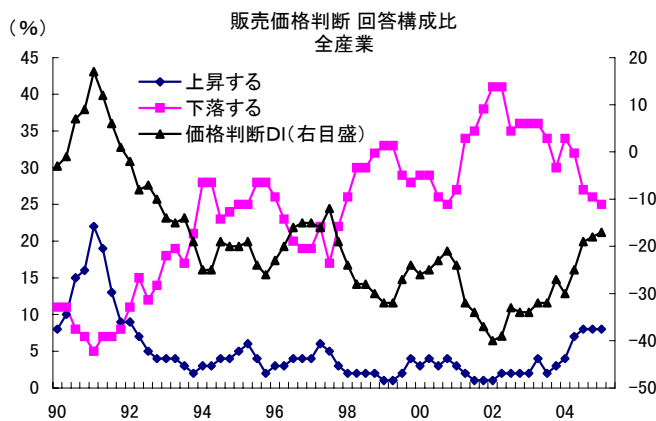
プを踏んでデフレスパイラルへ陥ったが、この悪循環から抜け出した要因は、第一に、02年からの海外景気回復による売上増によりリストラ効果が顕在化してきたことである。これにより企業収益が拡大し、コスト抑制姿勢が多少緩み、一部ではそれまで抑制されていた投資が出始めたことなどで内需の落ち込み緩和へとつながった。実際、企業収益変動要因を見ると、02年半ばまではコスト削減により売上減の悪影響を相殺していたのが、02年後半からは売上の減少に歯止めがかかり、拡大し始めたことで企業収益が拡大へ転じていったことが確認できる(資料1)。足元では、売上増が企業収益拡大を支えており、コスト削減による収益押し上げ寄与は低下していることが分かる。

デフレ期待の緩和

次に物価に対する期待についてみると、景気回復の持続や安価な輸入品流入の一巡、中国特需による素材インフレ期待などから、現状はデフレ期待が和らいできている。資料2は、日銀短観の販売価格判断DIにおける回答構成比率を見たものであるが、02年頃にかけて自社の販売価格が「下落する」と答えた企業の比率は4割に達していたが、その後反転して価格下落期待が後退する一方、販売価格が「上昇する」と答えた企業の比率が高まっており、企業のデフレ期待が以前より和らいでいることが分かる。

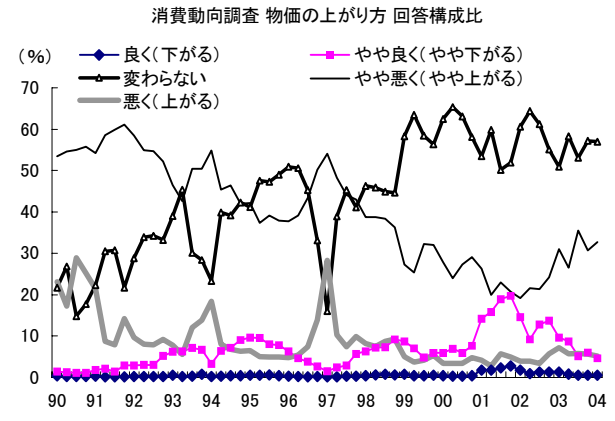
この傾向は消費者においても同様である。資料3は消費動向調査における「物価の上がり方」の回

資料2 企業のインフレ/デフレ期待



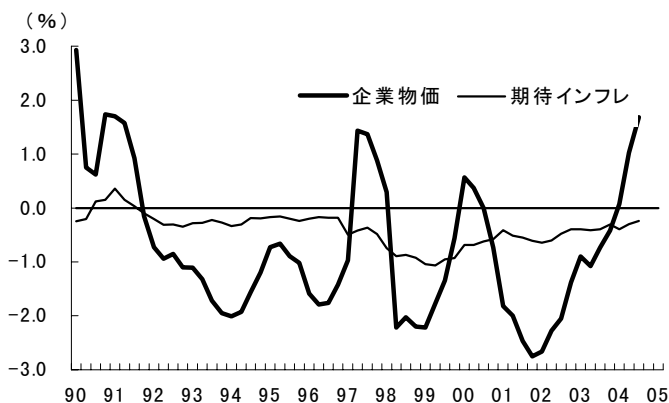
(出所) 日本銀行「短期経済観測」

資料3 消費者のインフレ/デフレ期待



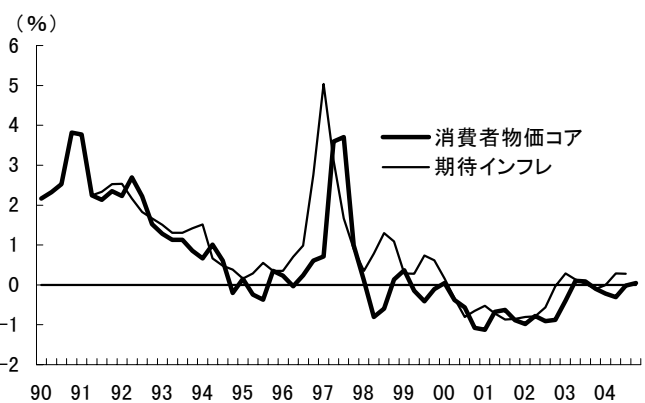
(出所) 内閣府「消費動向調査」

資料4 企業の期待インフレ率



(出所) 日本銀行「企業物価指数」より当社推計

資料5 消費者の期待インフレ率(コア)



(出所) 総務省「消費者物価指数」より当社推計

(注) 期待インフレ率の推計方法はいずれもカールソンパーキン法を用いている。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

答構成比である。94年頃から「やや悪くなる(やや上がる)」比率が低下へと向かい、01年には「やや良くなる(やや下がる)」の比率が上昇するなど物価下落期待が高まったが、その後は「やや悪くなる(やや上がる)」比率が上昇へと向かっており、デフレ期待の後退が確認される。

この回答比率を利用して企業・家計の期待インフレ率を推計すると、企業・家計ともにマイナス幅が縮小していることが分かる(資料4・5)。こうしたことから、デフレ期待を通じた消費・投資の先送りという悪循環のパスも緩やかとなってきていると判断される。

債務返済負担の緩和

先行きの物価見通しの変化は、企業にとっての実質借入コストや投資行動に影響を与える。デフレ下では物価下落期待が将来の売上減少懸念と期待収益率の低下をもたらす。これは、企業の投資の期待収益率が借入コストと比較して低下し、投資採算が悪化することを意味するが、裏を返せば物価下落を考慮した実質借入コストが上昇することである。このため、企業は投資よりも債務の返済を優先する行動をとり、需要の減退につながるのである。実際、実質借入コストの動向を見ると、デフレ期待が高まった98~99年にかけて上昇が見られ、企業の投資採算が悪化したことがわかる(資料6)。

これが、足元ではデフレ期待の緩やかな後退や、緩和的な金融政策による名目金利の水準低下により、実質借入コストが低下傾向を辿っている。これにより投資採算が改善したことで、企業の債務返済優先行動に歯止めがかかり、最終需要押し下げや信用収縮の連鎖を緩めたと考えられる。

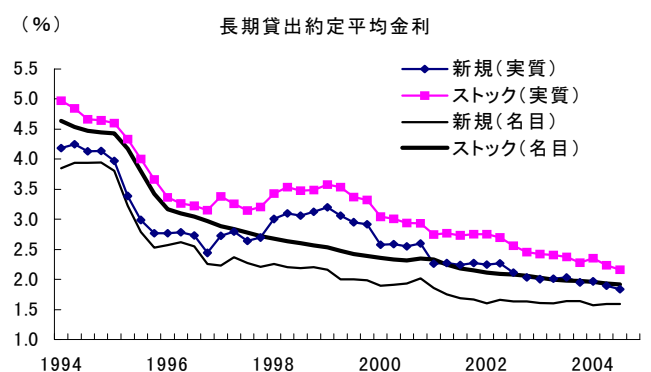
資産価格下落ペースの鈍化

デフレを深刻化させた大きな要因として、資産価格の下落が債権担保価値を低下させ、不良債権の新規発生と信用収縮、金融システムリスクをもたらすという悪循環があった。

金融機関からみた担保価値の観点に立ち、長期借入金/株式・不動産価格時価比率の推移を見ると、金融システムリスクが発生した97年ごろより100%を上回って高水準で推移するなど、企業のバランスシート悪化と金融機関の債権保全状況の悪化が確認できる(資料7)。

足元の水準はバブル期以前と比較すれば大きく見劣りすることに変わりないが、一方で改善の兆しが見え始めていることも確かだ。長期借入金/株式・不動産価格時価比率は、100%前後で推移しており、一時期ほどの水準からは低下している。こうした改善の兆しは、地価の下落が続く一方で、金融行政の方針転換や企業収益改善を受けて株価が上昇に転じている影響を受けたものだ。地価も都心部では下げ止まり傾向にあること等もプラスに作用している。こうした資産価格下落ペースの鈍化が、企業のバランスシートの悪化や不良債権の新規発生を緩和し、資産デフレの負のスパイラ

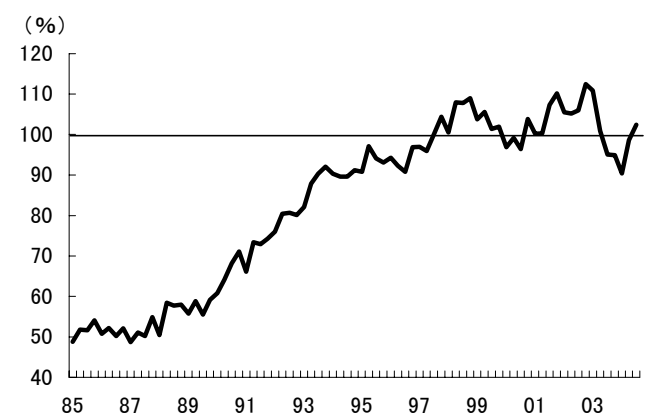
資料6 企業の実質借入コスト



(出所) 日本銀行データより当社推計。

(注) 実質化には資料4の企業の期待インフレ率を使用。

資料7 長期借入金/株式・不動産時価



(出所) 財務省「法人企業統計」より当社試算

ルに歯止めをかけつつあると言えよう。

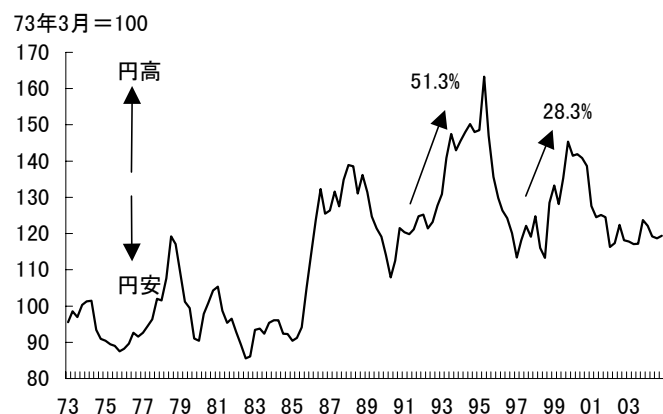
為替レートの安定と輸入物価の上昇

日本が本格的なデフレへと追い込まれていった過程において、景気回復局面における急速な円高の進行が輸出を阻害すると同時に、安価な輸入品の流入を招き、国内物価を押し下げてきたという問題があった。実際、実質実効為替レートの推移を見ると、90年7-9月期にボトムを打ったのち、95年4-6月期のピークまで51.3%もの上昇をしている。さらに、98年7-9月期以降についても、99年10-12月期までに28.3%上昇している。こうした為替レートの上昇が、日本の輸出環境に打撃を与え、デフレ脱却を阻害してきたと考えられる。

翻って現在の為替レートの状況を見ると、01年以降は過去の景気回復局面と比較して総じて安定的に推移している(資料8)。対ドルレートでは足元でやや円高が進んでいるものの、実質実効レートでみた水準は、90年代の中ではむしろ円安水準で安定している。

こうした為替レートの安定に加え、輸入物価についてもBRICsなどの成長による国際商品市況高騰を受けて上昇傾向にある(資料9)。こうしたことから、過去の景気回復局面と比較して、為替レートや貿易環境などの外部要因も、デフレ圧力を緩和させる環境となっていると言える。

資料8 実質実効為替レート



(出所) 日本銀行

資料9 輸入物価



(出所) 同左

需給ギャップの縮小

このように良好な外部環境が整う中で、バブル崩壊後に過剰となった供給力の削減も順調に進んできたと言える。まず、過剰雇用についてみると、バブル崩壊後に労働分配率は大幅に上昇し、その後もデフレの進行にリストラが追いつかず、雇用コストが高止まって推移していた。これが02年より低下に転じ、03年にはさらに低下している。

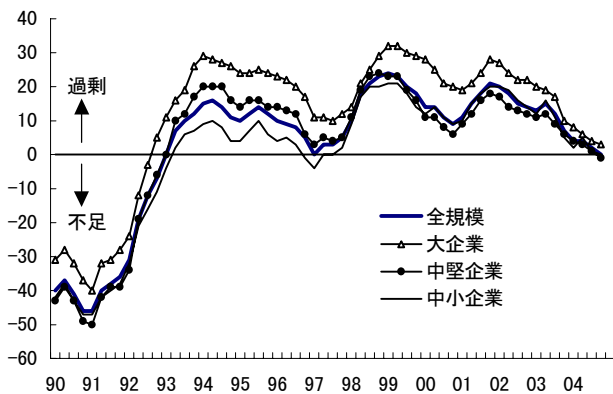
労働分配率はいまだ80年代の水準を上回っているが、日銀短観の人員判断DIを見ると、企業の雇用過剰感は既にゼロとなっており、中堅・中小企業でも雇用過剰感は解消されてきている(資料10)。こうしたことから、雇用は足元で緩やかに拡大に転じており、失業率も低下へ向かっている(資料11)。

ただし、足元のNAIRU(物価を加速させない失業率水準)は3.6%程度と推計され(詳細はEconomic Trends N.81 マクロ政策転換の基準を考える(1)(島田副主任エコノミスト)参照)、現在の水準はこれを上回っている。こうしたことから、労働市場の需給バランスはまだ十分には改善しておらず、もう一段の雇用拡大が必要な状態にある。

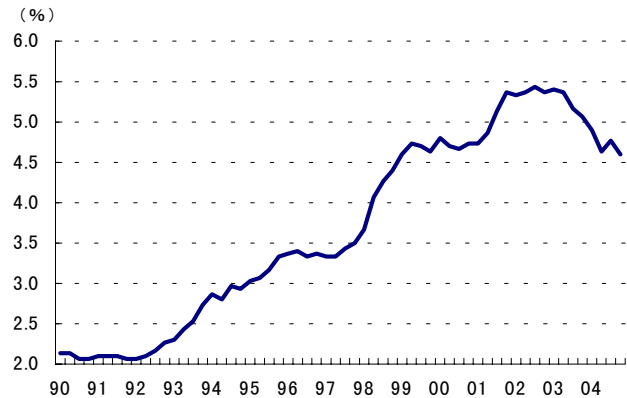
一方、過剰設備の削減も進捗してきている。資料13は鉱工業生産の生産能力指数の推移をみたも

のであるが、00年以降に生産能力削減が大きく進み、足元では87年頃の水準まで低下している。つまり、バブル後に過剰となった設備の償却は大きく進展したと言えよう。このため、雇用と同様に日銀短観の設備過剰感も後退してきている。設備判断DIを用いて設備過剰感がゼロとなる設備稼働率水準を簡易的に算出すると、おおむね105前後となる(資料14)。ただし、04年10-12月期の設備稼働率水準は102.3とこれを下回る水準となっており、過剰設備の完全な解消には今後の更なる景気拡大持続が必要であると言えよう。

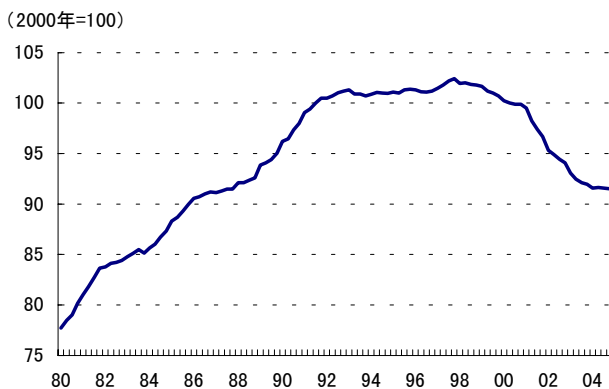
資料10 日銀短観 雇用判断DI



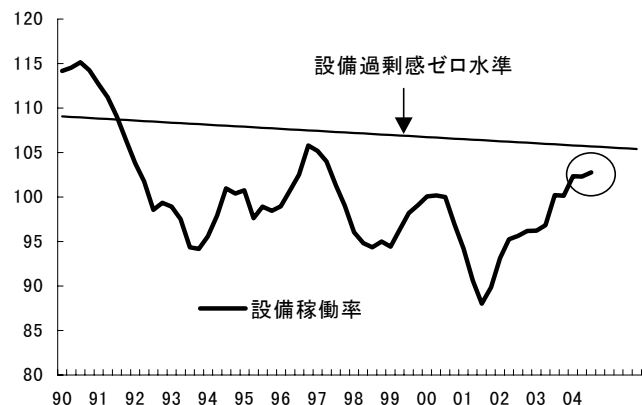
資料11 完全失業率



資料12 生産能力指数



資料13 設備稼働率



(出所) 経済産業省「鉱工業生産」

(出所) 同左 (注) 設備過剰感ゼロ水準はDIを設備稼働率とタイムトレンドで推計して逆算したもの。

デフレ懸念は後退しているが、「病み上がり」には十分なリハビリ期間が必要

以上に見てきたように、日本をデフレに陥れた要因は徐々にではあるが緩和へと向かっている。今後景気回復が持続すれば、これらの要因は更に改善し、デフレ脱却期待が醸成されていくことは確かだろう。しかし、これらの全ての項目において調整が完全に終了しているわけではない。リストラ効果の顕在化(デフレステップの)や90年以降では相対的に円安水準での為替レート()の安定()、デフレ期待の緩和()、実質借入コストの低下()などの環境は整いつつあるものの、以下の要因は未解決である。

まず、第一に、需給ギャップの解消は今後も進捗すると見られるものの、そのペースは緩やかなも

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

のにとどまることである。当研究所の 2005・2006 年度経済見通しに基づき先行きを展望すると、失業率が N A I R U 近傍まで低下し、設備過剰感が払拭されるなど、需給ギャップ解消の目途が立つのは 2006 年度末頃と予想される。

このように、最終需要拡大ペースが総じて緩やかである要因は、企業や家計のデフレ期待後退の一方で、デフレから脱却しても期待成長率が高まりにくい環境が続くからだ。財政再建のために定率減税の廃止や年金保険料の引き上げ、さらに近い将来には消費税引き上げなど家計負担増が見込まれるうえ、少子高齢化・人口減少などから内需に対する長期的な成長期待は高まりにくい。このため、企業の国内への設備投資も、80 年代以前のような積極姿勢に戻るとは考えづらい。実際、企業の期待成長率は足元で小幅改善には向かっているものの、90 年代前半と比べて依然として低水準にとどまっており、企業の投資意欲を抑制していると考えられる(資料 14)。

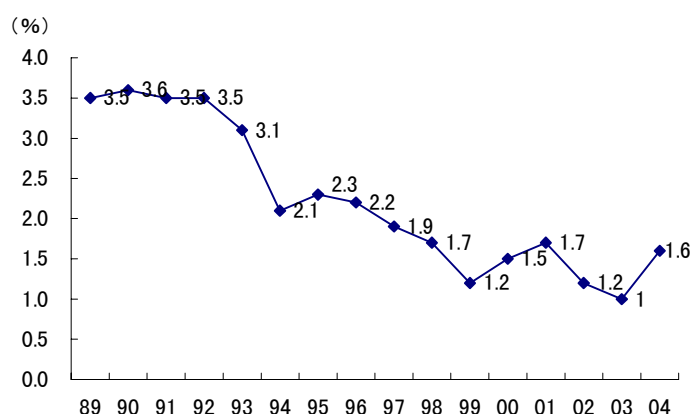
第二に、これまでの資産価格下落があまりにも大きかったことから、バランスシートの毀損が大きく、この傷が完全に癒えるには資産価格の上昇を要するという問題がある。足元では株価が上昇へと転じる一方で、地価の下落は依然として続いている。今後、景気悪化により株価が下落に転じれば資産価格の下落が再び始まり、不良債権問題が再発する可能性が高い。

こうしたことから、今後はデフレ脱却を先取りしすぎて緊縮財政の更なる強化や金融政策の早期引き締めへ動くことが最大のリスクと言える。既に緊縮の動きを強めている財政政策などでは、97 年度に消費税引き上げを実施して経済をデフレスパイラルへ陥れたという 10 年前の失敗をもう一度反省すべきであろう。また、金融政策についても早期の引き締めはデフレ再転落への引き金を引く可能性が十分にある。日本経済は 10 年近い闘病生活を続けてきた回復期の「病人」であり、様々な負担に耐えられるほど体力があるとは言い難い。病気が完治するには十分な「リハビリ」期間が必要だ。特に、デフレ脱却において積み残された問題としては、企業の期待成長率を引き上げ投資意欲を回復させること、不良債権問題再発防止のため資産価格を上昇させること等があり、これを解決していくことが不可欠である。

政策当局は、インフレを沈静化するよりもデフレから脱却することの方が困難であるというリスクの「非対称性」を再認識し、なんとしてでもデフレから脱却するという断固たる意思を示すことが、デフレからの完全脱却の必要条件と言えるだろう。

以上

資料 14 企業の期待成長率(今後 5 年間)



(出所) 内閣府「企業行動に関するアンケート調査」(平成 15 年度)