

テーマ：デフレ懸念が強まる日本経済**～資源価格下落による物価下落に加え、景気悪化による物価下落も進む～**

発表日：2008年12月11日（木）

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 主任エコノミスト 新家 義貴
TEL:03-5221-4528**（要旨）**

- リーマン・ブラザーズの破綻をきっかけとした世界的な金融市場の大混乱が、元々減速基調にあった世界経済に対して多大な悪影響を与えている。2009年は世界同時不況が予想される。日本でも、輸出の急減を主因として景気は急速に悪化する可能性が高い。
- 生産の落ち込み幅で見れば、金融不安やアジア通貨危機によって悪化した1997～98年や、ITバブル崩壊によって失速した2000～01年を上回る悪化を示すだろう。回復時期も2010年以降となる可能性が高い。今回の景気後退は、深く長いものになる。
- 消費者物価は2009年にマイナスに転じる。もともと2008年の物価上昇は、資源価格高騰によって表面的に押し上げられていただけであり、インフレとは呼べないものだった。そのため、資源価格の上昇が収まってしまえば物価上昇率はすぐに下落に転じる。2009年には、これまで物価を嵩上げてきた資源価格の上昇要因が剥げ落ちるため、これまで覆い隠されていたデフレが再び露わになる。
- 資源価格の要因に加え、景気の悪化によって国内の需給バランスが崩れ、物価下落圧力が強まることも同時に予想される。最もマイナス幅が大きくなる09年夏には前年比▲2%以上低下し、過去にない下落となる可能性がある。資源価格急落によって表面上の物価下落が進んでいくことに加えて、景気悪化による物価下落も進行していくことで、デフレ色が強まっていくだろう。

※本稿は、週刊エコノミスト（12/15発売号）に掲載されたものに加筆したものです。

07年末に我が国で景気後退が始まってから、既に一年が過ぎた。戦後の景気後退局面の期間は平均して16ヵ月程度であるから、通常であれば、そろそろ先行きの景気下げ止まりを示唆する経済指標が出てきてもおかしくない時期である。だが、今回については、景気悪化はむしろ一段と加速の方向に向かっている。2009年の景気見通しは、かなり暗いものにならざるを得ない。

○ 急速に悪化する景気

9月15日のリーマン・ブラザーズ破綻をきっかけとして強まった信用収縮圧力が、世界経済に多大な悪影響を与えつつある。欧米諸国の金融機関の経営状況が悪化したことによって金融仲介機能が低下し、貸し渋り等が深刻化した結果、家計、企業ともに支出を抑制せざるを得ない状況に追い込まれているのである。実際、欧米など主要国の経済指標には、ここに来て急激な悪化を示すものが相次いでいる。また、これまで好景気に沸いていた新興諸国についても、このところ急減速が目立っており、とても世界経済の下支え役にはなれそうにない。一時期さかんに主張されたデカップリングシナリオも完全に姿を消してしまった。世界景気は今後急速に落ち込んでいくと予想され、2009年は世界同時不況の様相を呈するだろう。

こうした景気の急速な悪化は日本にも当てはまる。日本では、サブプライムローン問題からの直接的な影響が小さく、金融機関の経営状況も欧米と比べて相対的に健全というプラス材料はあったのだが、輸出依存

度が高い日本では海外経済急失速や円高進行の悪影響を大きく受けざるを得ないことや、金融・財政政策の発動余地が限られているといったマイナス要因もあって、結果的に落ち込みはかなり大きくなりそうだ。

現在公表されている10月分以降の経済指標は軒並み急激な落ち込みを見せている。そのなかでも特にショッキングだったのが鉱工業生産であり、10月、11月の実績及び予測指数から判断すると、08年10-12月期、09年1-3月期はともに前期比二桁の減少になる。過去に例をみない急激な減産になる。

背景にあるのはやはり輸出の落ち込みである。日本企業の海外からの受注はリーマン・ショック以降急減しており、先行きの輸出は大幅に減少する可能性が高い。なかでも落ち込みが特に大きいのが自動車輸出である。信用収縮圧力の強まるアメリカだけでなく、欧州やアジア・新興国においても販売台数の減少がみられており、自動車輸出・生産は悪化が著しい。自動車業界は規模が大きく日本経済に与える直接的な影響が大きいだけでなく、裾野が広い産業であるため、鉄鋼や一般機械等、他の業界に対する悪影響も甚大である。今後、輸出悪化の影響が波及することで、景気は08年末から09年にかけて急激に悪化度合いを強めていくことが予想される。

○ 深く長い調整へ

つい数ヶ月前までは、今回の景気後退は軽微なものにとどまり、短期間で終了するとの見方が多かった。その理由としてよく挙げられていたのが、①新興国の成長によって、海外景気の減速が限定的なものにとどまる、②雇用や設備、在庫などの過剰感が小さく、調整圧力が小さい、といったものだった。このうち、①については完全に見込みが外れてしまった。②についても状況は芳しくない。確かに景気後退が始まった当初は過剰感が小さかった。だが、過剰かどうかは結局のところ需要次第で決まる。予想以上の最終需要の減少を受けて、既に足元では過剰感は強まりつつあり、先行きも急速な悪化が見込まれる。景気悪化に伴う収益の悪化や成長期待の剥落も相まって、今後は設備投資や雇用の調整が進んでいく可能性が高そうだ。また、在庫についても、先行き予想される輸出の落ち込み度合いを考えると、企業の思うように在庫削減が進まず、生産調整局面が長期化する可能性は高い。

結局、今回の景気後退は深く長いものになる可能性が高い。生産の落ち込み幅でみれば、金融不安やアジア通貨危機によって悪化した1997~98年や、ITバブル崩壊によって失速した2000~01年を大幅に上回る悪化を示すことはほぼ確実である。回復の時期についても、2009年内に底を打つのは難しく、2010年以降となる可能性が高いだろう。

○ 2009年はデフレの年に

2008年の世界経済を振り返ってみると、米国における金融危機が最大のテーマだったことは疑いないが、もう一つの重要なテーマとして、「インフレ」があった。年前半に起こった資源価格の急騰は世界各国のインフレ率上昇をもたらし、实体经济面、金融政策面で様々な問題を引き起こしたことは記憶に新しい。日本でも、生活必需品価格の上昇が大きな社会問題になった。しかし、2009年は一転して「デフレ」が注目される可能性が濃厚である。

消費者物価指数は早ければ2009年3月にはマイナス圏に再び陥ると予想され、その後はマイナス幅が拡大していく可能性が高い。最もマイナス幅が大きくなる09年夏には前年比▲2%以上低下し、過去にない下落となる可能性すらある。

○ 2008年はインフレだったのか？

ここで注意しておきたいのが、そもそも2008年は本当にインフレが進行していたと言ってよいのかという点である。消費者物価の上昇率が前年比+2.4%と最も高まった2008年8月の内訳を見てみると、ガソリンや灯油等を含む「エネルギー」の寄与が+1.4%ポイント、「食料品」の寄与が+0.9%ポイントであり、この二品目だけで+2.3%ポイントもの寄与があった。いかに品目に偏りのある物価上昇であったかが分かるだ

ろう。

エネルギー価格や食料品価格は、原油価格や穀物価格といった国際商品市況の動向に大きく左右される。そのため、国内における需給バランスを反映するという観点からみれば、これらの品目は除くべきという考え方も十分ありうる。実際、米国などではエネルギーと食料品を除いた部分が「C P I コア」と呼ばれ、重視されている。

日本は米国と異なり、生鮮食品のみを除いた部分をコアと呼んでいるが、エネルギーと食料品を除いた指数（いわゆる米国型コア）も別途公表されている。この米国型コアでみると、2008年はほぼゼロ%近傍にとどまっていた。結局のところ、2008年前半に加速した消費者物価の上昇は単に原油や食料といった資源価格の高騰に由来するものであり、国内需給バランスの改善を背景とした物価上昇、つまり本当の意味でのデフレ脱却は実現できていなかったと認識すべきだろう。

こうした基調部分での物価上昇がないため、資源価格の上昇が収まってしまえば、物価上昇率はすぐに下落に転じてしまうのである。2009年には、これまで物価を嵩上げてきた資源価格の上昇要因が剥げ落ちるため、これまで覆い隠されていたデフレが再び露わになると予想される。

○ 資源価格下落に加え、景気悪化による物価下落も進む

まず、これまで物価を大きく押し上げていたエネルギー価格については、夏以降に生じた原油価格急落に伴って、今後は急低下が見込まれる。エネルギー価格の消費者物価に対する寄与度は、ピークだった2008年8月には前年比で+1.4%ポイントあったが、これは12月にはマイナスに転じ、その後もマイナス幅を大きく拡大していくだろう。加えて、07年末以降急激に伸び率が高まっている食料品価格についても、08年春頃にみと比べると値上げに一巡感がみられる。穀物など、原料価格が下落し始めたことなどが影響していると考えられる。食料品価格の上昇ペースは鈍化に向かう可能性が高い。08年前半の物価上昇はエネルギー価格と食料品によって引き起こされていたため、これらの下落は、物価に対して相当の低下圧力をもたらすことになるだろう。

前述の通り、原油を始めとする資源価格の下落によって消費者物価が変動することを過度に問題視するのは正しくない。実際、原油価格の下落という事実だけを取り出してみれば、輸入コストの低下を通じて日本経済にとってはプラスになる。

しかし問題なのは、今回の原油価格の下落が、世界経済の急激な悪化をきっかけとして引き起こされていることである。原油価格の下落はあくまで景気悪化の結果に過ぎないのであり、景気回復の原動力にはなりえない。過去の例をみても、世界景気悪化に伴って原油価格が下落した場合には、輸出の減少を通じて日本経済はむしろ悪化することがほとんどである。トータルで考えれば、価格下落のプラス効果を輸出減少のマイナス効果が上回るということだ。

2009年に予想される物価下落は、単に資源価格急落によってのみ引き起こされるわけではない。景気の悪化によって国内の需給バランスが崩れ、物価下落圧力が強まることも同時に予想される。エネルギーと食料品を除いた消費者物価（米国型コア）は、景気動向と密接な関係がある。米国型コアは、2008年11月時点で前年比横ばいとなっているが、景気調整の深刻化に伴って、2009年にはマイナス基調が強まっていくことになるだろう。既に多くの品目において、売れ行き不振を背景とした値上げの延期・凍結や値下げの実施などが報道され始めている。こうした動きは今後一段と強まっていく可能性が高い。

2008年前半の物価上昇は、エネルギーと食料品のみによって嵩上げされており、本当の意味でのインフレではなかったことは前述した通りである。一方2009年の物価は、資源価格急落によって表面上の物価下落が進んでいくことに加えて、景気悪化による米国型コアの下落も進行していく。真の意味でのデフレが実現すると予想される。

○ デフレスパイラル懸念も

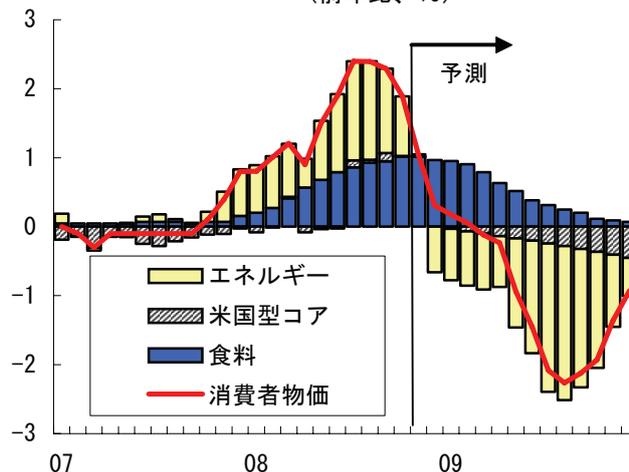
デフレの深刻化は経済活動に対して様々な悪影響をもたらす。企業部門では、売り上げが減少する一方で、賃金等の固定費はすぐには引き下げることができないため、企業収益が圧迫される。また、物価の下落によって実質金利が上昇することで、設備投資も抑制されることになる。経済の原動力となる企業部門に深刻なダメージが蓄積することで、景気には大きな下押し圧力がかかる。加えて、物価が先行き下落するとの予想が広がれば、消費を先送りする誘引が強まるため、消費も減少しやすくなる。

このように、物価は景気の悪化の結果として生じる一方で、物価下落によって景気が悪化するという面もある。この度合いが強まれば、景気悪化と物価下落が互いに悪影響を及ぼしあい、スパイラル的に悪化していく「デフレスパイラル」に陥る可能性も出てくる。

かつての日本では、デフレに長期間にわたって苦しめられたが、デフレスパイラルに陥る事態は辛うじて避けられた。デフレによって内需が落ち込む一方で、海外経済が回復に向かったことで輸出が持ち直したことが景気を下支えたのである。

しかし、今回の世界同時不況は長期化・深刻化するとの見方が強まっており、回復の糸口はまだ見えていない。日本からの輸出回復には相当時間がかかると見ておいた方が良さだろう。海外、そして国内の景気状況次第では、2009年の日本がデフレスパイラルに陥る可能性も、決して否定はできないのである。

消費者物価指数（生鮮食品除く）のシミュレーション
(前年比、%)



(出所)総務省「消費者物価指数」より筆者作成

※原油価格(WTI)は1バレル50ドル、為替レートは1ドル95円で横ばいと仮定。

食料品は09年3月まで前月比+0.1%、それ以降は横ばいと仮定。

その他については景気後退を受けて緩やかにマイナス幅が拡大すると想定した。