

テーマ：危惧されるデフレの長期化

発表日：2009年11月27日(金)

～需要不足は大きく、外需など経済のパイの拡大が必要～

第一生命経済研究所 経済調査部

副主任エコノミスト 鈴木 将之 (03-5221-4547)

(要旨)

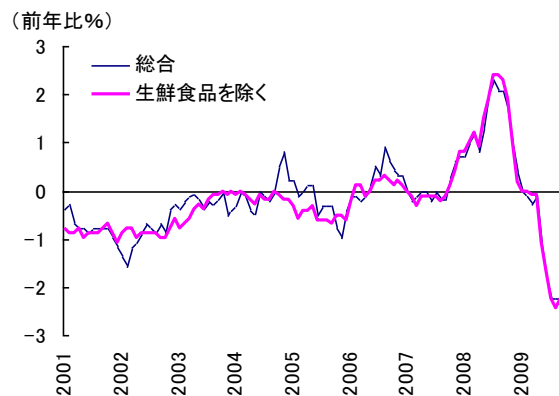
- 世界同時不況を機に物価は急落している。そうした中、11月の月例経済報告において、政府は景気下押しリスクとして再びデフレ認識を示した。
- 消費者の物価に関する認識をみると、足もとの物価認識をあらわす実感インフレ率は現実の物価下落よりも緩やかであり、消費は下支えされている可能性がある。一方、1年後の物価に関する期待インフレ率を試算すると、消費者が将来のデフレを認識していることを示しており、この先、消費の抑制姿勢が強まる可能性が懸念される。
- 企業のインフレ期待もマイナスに転じていると試算された。しかし、期待インフレ率は企業物価指数ほど低下しておらず、2007年以前よりも小さい。この背景には、2009年初めからの原油価格の上昇があげられる。製品価格への転嫁が極めて困難な状況にあることから、今後資源エネルギー価格の上昇の一方、需要の回復が弱ければ企業業績はさらに厳しいものになると可能性が高い。
- 経済全体の需給関係をあらわすGDPギャップは、2011年にかけて▲5%台で推移すると試算された。2009年第1四半期の▲8%からは縮小するものの、歴史的にも大幅な供給超過がつづくことになる。こうした需要不足は価格低下要因となるため、デフレは容易に解消されないだろう。このように拡大した需要不足は内需拡大策のみによって埋めることは容易でなく、再び外需を伸ばす戦略の重要性が再認識されるべきである。

○月例経済報告に「デフレ」の記述

2009年11月の内閣府『月例経済報告』の基調判断において、「物価の動向を総合してみると、緩やかなデフレ状況にある」と、デフレに関する言及が記載された。

前政権時は、デフレについて消費者物価(CPI)、GDPデフレーター、ユニットレイバークスト、GDPギャップなどから総合的に判断されていた。2006年8月の月例経済報告での「デフレからの脱却を確実なものとする」政策態度は、翌9月に「物価の安定基調を確実なものとする」に変更されたが、明確にデフレ脱却宣言は行われていなかった。その後、資源エネルギー価格の高騰などにより物価は上昇したが、世界同時不況による大幅な需要減少で再び物価に下押し圧力がかかり、消費

資料1 消費者物価指数



(出所) 総務省『消費者物価指数』

者物価（全国）は2009年2月から前年比マイナスが続いている（資料1）。

○消費者は短期的デフレを認識

消費者がどのように物価を見通しているかについて確認する。消費者の物価に関する認識が含まれる調査には、たとえば日本銀行『生活意識に関するアンケート調査』、内閣府『消費動向調査』がある。ここでは、この2つの調査とCPIにもとづき、カールソン・パーキン法によって消費者の期待インフレ率を計算した¹。

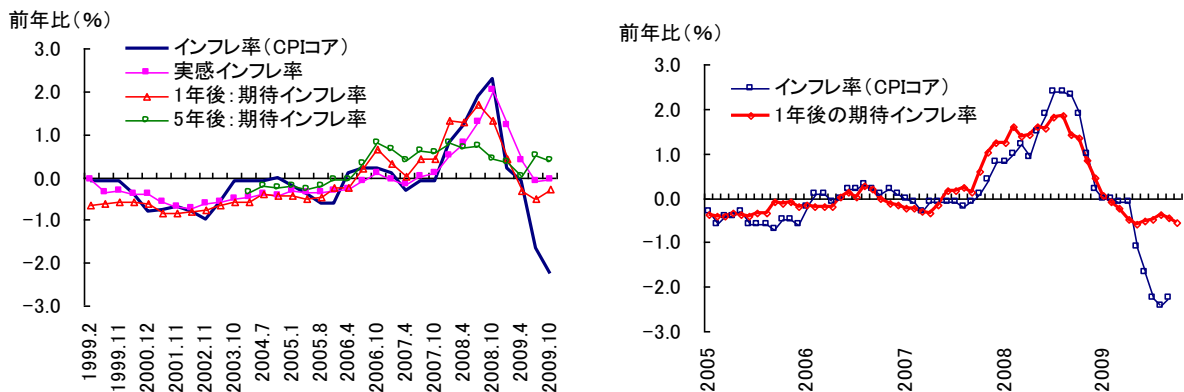
まず、日本銀行『生活意識に関するアンケート調査』とCPIから期待インフレ率を計算した。足もとの物価認識を示す実感インフレ率や、1年後の期待インフレ率をみると、消費者は物価のマイナス成長（デフレ）を認識していると解釈できる（資料2左）。また、5年後の期待インフレ率も低下しているものの、プラスであることから、消費者は将来的に物価が上昇に転じると見込んでいることになる。物価下落が続いた2005年以前では5年後の期待インフレ率もマイナスであったが、今のところ、消費者はデフレがこのまま継続するわけではないと考えている可能性がある。

つぎに、内閣府『消費動向調査』にもとづく1年後の期待インフレ率を計算した（資料2右）。これは月ごとに計算できるため、デフレに対する意識をよりタイムリーに追うことができるメリットがある。この結果、2009年2月から消費者は1年後のデフレを意識しはじめている。これは『生活意識に関するアンケート調査』の2009年3月調査による期待インフレ率の計算結果と整合的である。また、月例経済報告でデフレの記述があった2006年以前の期待インフレ率よりも低い水準まで低下しており、短期的にデフレ色がより強まると認識しているといえる。

また、この試算によると、実際のCPIよりも実感インフレ率の下落幅が小さいことが特徴的である。これによれば、消費者は実際の物価下落ほどにはデフレを実感しておらず、消費がそれほど抑制されていない可能性も考えられる。

資料2 消費者の期待インフレ率

<生活意識に関するアンケート調査に基づく期待インフレ率><消費動向調査に基づく期待インフレ率>



(出所) 日本銀行『生活意識に関するアンケート調査』、総務省『消費者物価指数』よりカールソン・パーキン法により推計。 (出所) 内閣府『消費動向調査』、総務省『消費者物価指数』を用いてカールソン・パーキン法により推計。

(注) カールソン・パーキン法については内閣府(2003)の方法を用いた。 (注) カールソン・パーキン法については内閣府(2003)の方法を用いた。

¹ この計算方法は内閣府(2003)で紹介されている方法を用いた。

よって、消費者が物価下落の現状を再認識し、予想以上にデフレがつづくと思えば、今後の消費がより抑制される可能性があるだろう。

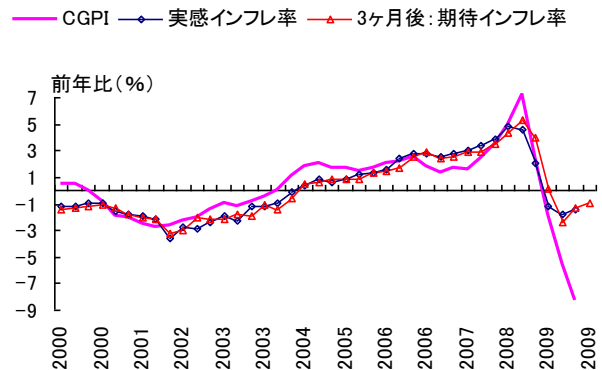
○販売価格低下と原材料価格上昇の狭間にある企業

つぎに、企業の期待インフレ率を、日本銀行『全国企業短期経済観測調査』の販売価格DIと企業物価指数（CGPI）から、消費者物価と同様の方法によって計算した（資料3）。

その結果によると、2009年から期待インフレ率がマイナスに転じている様子が確認できる。一方、先行きについては、期待インフレ率に底打ち感が見られる。これは販売価格DIで「下落」と回答した企業の構成比が低下してことを反映している。

この背景には、原油価格（WTI）が2009年2月を底に反転して80ドル/バレル前後まで上昇しているため、企業は今後の景気回復に伴い再び資源価格が高騰することを織り込んでいることが考えられる。仮に、原材料の価格上昇がつづく、それを販売価格に転嫁できなければ、マージンは悪化を余儀なくされる。今後、需要が回復しないならば、業績は更に厳しいものになると企業は想定するだろう²。

資料3 企業物価指数と期待インフレ率



（出所）日本銀行『全国企業短期経済観測調査』、『企業物価指数』を用いてカールソン・パーキン法により推計。

（注）カールソン・パーキン法は内閣府(2003)の方法を用いた。

○大幅な需要不足より長期化するデフレ

物価変動に関連して、経済全体の需給関係を表す指標であるGDPギャップが注目される。GDPギャップは1990年代中頃から2006年にプラスに転じるまで、10年以上も需要不足の状態がつづいてきた。こうした需要不足は、物価下落の主因の1つと考えられてきた。一度は解消されたGDPギャップも2008年以降の世界同時不況により、2009年第1四半期には約▲8%まで急拡大した。その後の輸出の拡大に伴う景気のV字回復によって、GDPギャップは縮小傾向にあるものの、依然として2009年第3四半期も▲6.2%と大幅なマイナスである。そこで、経済企画協会『ESPフォーキャスト調査』（11月時点）の経済見通しに基づき、GDPギャップの先行きを試算してみた³。ただし、ここでは、前提となる潜在成長率について0.5%と仮定した⁴。

この結果、GDPギャップのマイナスは容易に改善されない（資料4）。景気回復に伴い需要も増加するが、一方で供給能力が潜在成長率で高まるため、供給超過の状態がつづき、GDPギャップは▲5%台で推移することが予想される。また、0～1%といわれる潜在成長率が1%に

² ただ、注意しなければならない点として『短観』は1年に4回の調査であり、最新データは2009年9月調査（第142回：回答期間8月26日～9月30日）であるため、足元の動向は反映されていないとも考えられる。

³ GDPギャップは内閣府の方法（たとえば内閣府(2001)で説明されている生産関数アプローチ）を用いて推計した。

⁴ 日本銀行の「展望レポート」（2009年10月）では、「一定の手法で推定すると、2009年4月の展望レポート時点の1%前後から低下し、0%台半ばと計算される」としている。ただし、「こうした推計について、相当幅をもってみる必要がある」と注記されている。また、一上他(2009)では①フィルタリングアプローチ、②生産関数アプローチ、③フィリップス曲線アプローチ、④DSGEモデルアプローチの4つから潜在成長率を計算している。これによると、0～1%台の幅があり、あくまでひとつの目安として幅を持っておくことが重要とされている。この議論について詳しくは一上響・代田豊一郎・関根敏隆・笹木琢治・福永一郎(2009)「潜在成長率の各種推計法と留意点」日銀レビュー、2009-J-13を参照。

近ければ供給能力が大きくなるため、GDPギャップのマイナスの解消がさらに難しくなる。

このような GDP ギャップのマイナスの継続は、デフレが今後もつづくことを意味する。しかも、GDP ギャップのマイナス幅が 90 年代以降のデフレ期によりも大きいため、それ以上にデフレが深刻になる可能性が高まっている。こうした状況に比べ、先に計算した消費者、企業の期待インフレ率は低下幅が小さい。そのため、今後、消費の先送りが拡大し、企業業績が更に圧迫された結果、デフレにより日本経済の縮小が進むことも懸念される。

こうした中、企業は労働コストなどを削減して利益の確保につとめている。しかし、労働コストの削減は消費者の購買力の低下につながり、消費をさらに弱めるため、デフレ脱却には需要の拡大策が欠かせないだろう。しかし、内需拡大政策も財源など様々な制約があることに加えて、日本は長期的にみれば人口減少により需要が伸びにくい社会構造にある。また、投資も名目利子率が 0% 近傍であるものの、デフレによって実質金利が高まっていることで抑制されている。さらに、国内投資の収益性を表す「限界の q」が 1 を下回るなど、収益を生み出しにくい環境であり、企業による積極的な設備投資が見込めない状況に陥っている。

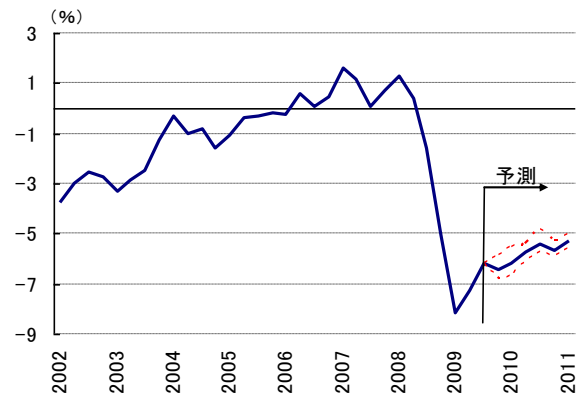
一方、需要拡大の呼び水となる公共投資や政府消費には、かつてのように大きな役割が期待できない。そのため、内需拡大政策のみでこの問題を解決することは容易でない。

現在、経済政策をめぐる議論は内需拡大策や分配政策に偏りがちである。そのため、再び外需を伸ばし、日本経済のパイを拡大させる成長戦略の重要性が再認識されるべきである。とくに、世界同時不況からいち早く脱した中国をはじめとするアジアや新興国への輸出拡大など成長機会を十分に取り込めるように、企業活動を阻害するような要因、たとえば足元で高騰している円高の是正などが必要となろう。

<参考文献>

- 一上響・代田豊一郎・関根敏隆・笛木琢治・福永一郎(2009)「潜在成長率の各種推計法と留意点」『日銀レビュー』2009-J-13
- 内閣府(2001)『経済財政白書』(平成 13 年度)
- 内閣府(2003)『経済財政白書』(平成 15 年度)

資料 4 GDP ギャップの推移



(注) i) 予測期間の点線は高位 8 機関と低位 8 機関の見通しに基づく実質 GDP から計算した GDP ギャップを表す。

ii) GDP ギャップは(実際の GDP-潜在 GDP)/潜在 GDP × 100 と定義される。

iii) また、GDP ギャップは定義や推計方法などによって異なるため、幅をもつてみる必要がある。予測の前提として、潜在成長率を 0.5% と仮定し、経済成長率は『ESP フォーキャスト調査』(2009 年 11 月)による。

また、GDP ギャップ推計は内閣府(2001)で紹介されている生産関数アプローチを用いた。

(出所) 経済産業省『鉱工業生産指数』『第 3 次産業活動指数』、厚生労働省『毎月勤労統計』、総務省『労働力調査』、内閣府『国民経済計算』『民間企業資本ストック』などより推計。