

## 政府のデフレ宣言をどうみるか

発表日：2009年11月20日(金)

～デフレは景気循環に遅れて構造的に起こる～

第一生命経済研究所 経済調査部  
担当 熊野英生 (Tel: 03-5221-5223)

政府は11月の月例経済報告で、デフレへの言及を復活させる。持続的に物価が下落するという状態は、労働市場が構造的に脆弱になって、高失業・賃金下落が長引くという背景の下で起こると考えられる。こうした労働市場の体質が克服されないとデフレ構造から脱却できないだろう。金融政策にはデフレ宣言で異例の低金利維持の圧力がかかるだろうが、一方で景気が底打ちした後、時間が経過してデフレ宣言が有名無実化すると、金融政策の牽制効果はなくなっていく。

### デフレ宣言、再び

2009年11月の月例経済報告で「デフレ」の文字が復活した。政府のデフレ宣言とみられるが、よく考えるとこれまで政府はデフレ脱却宣言をしてこなかったため、改めてのデフレ警戒宣言という解釈もできる。過去の月例経済報告では、2001年3月に「『持続的な物価下落』をデフレと定義すると、現在、日本経済は緩やかなデフレにある」と認識を示し、2006年8月までデフレの記述を続けた経験がある。

政府が持続的な物価下落という認識を示した時点と比較すると、2001年の当時は消費者物価コアが前年比▲0.5～▲0.6%の状態が2000年9月くらいから5～6か月継続したのを確認してデフレ宣言を行っていた。現在は、消費者物価が、▲2%以上のマイナスが2009年7～9月と3か月継続している。ただし、物価の下落は、前年の原油高騰の裏が出ているので、2009年11月になれば、急速にマイナス幅が縮小する公算が高い。むしろ、食品・エネルギーを除いた消費者物価（コア・コア・ベース）が前年比▲1%前後で推移することを重く見ている印象が強い。また、日銀でも10月30日に発表した展望レポートで、当面の消費者物価見通しについて、政策委員の中央値が2009年度▲1.5%、2010年度▲0.8%、2011年度▲0.4%と3年連続のマイナスを見通している。政府も、日銀の見通しと同様に、原油要因が剥落した後もマイナスの継続を予想しているとみられる。

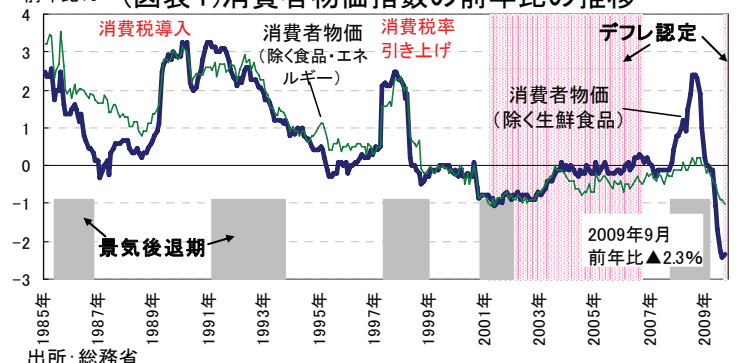
### 景気回復下に残存する構造的デフレ

今回のデフレ宣言について、ひとつ奇異に感じるのは、景気回復期が始まったと考えられる時期に出されていることである。2001年のデフレ時期は、後から振り返れば2000年11月から景気後退期

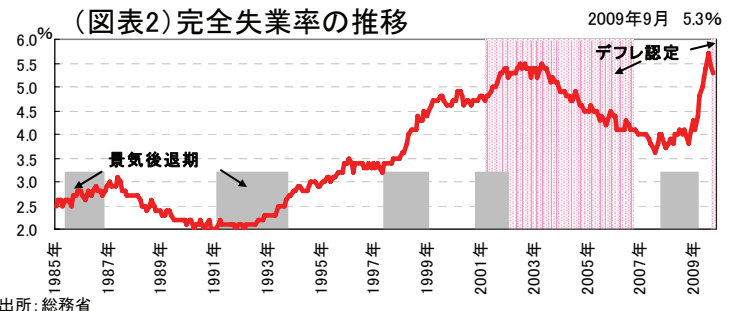
(2002年1月まで)に入った直後であった。今回は、2007年10月から景気後退期に入った後、筆者の推定では2009年3月に景気拡大期に移行しているとみられる。景気判断が「持ち直し」であれば、デフレ宣言との並存は、素直に理解できない。

筆者のここのねじれの背景には、デフレ状況が、一種の構造問題化になっていて景気循環の影響だけでは語れなくなっていることがあると考える。

前年比% (図表1)消費者物価指数の前年比の推移



(図表2)完全失業率の推移



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。見通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。

そのことを直感的に理解するには、消費者物価そのものではなく、完全失業率とデフレ宣言（2001年3月～2006年8月）の対応関係に注目すればすぐにわかる（図表1、2）。かつて90年代の時期は景気後退期とデフレの関係は切り離されていた。なぜならば、労働市場が脆弱ではなかったため、賃金の上昇率がマイナスに転じて、物価下落と連動するようなメカニズムが作用しにくかった。それに比べると、現在は労働需給の悪化が、失業率上昇・賃金カットへと結びつき、それが持続的な物価下落を誘発しやすくなっている。物価下落の「持続的な発生」の背後に、労働市場の脆弱性という構造があるから、そう簡単にはデフレが解消しないということになる。

現在は、景気循環の流れの中では回復局面かもしれないが、そうした循環的な拡大作用では吸収が思うように進まないため、失業者が残存して物価・賃金が勢いよく上昇していかない。また、景気が良くなっても、企業が不足感を訴えるのはスキルを要する技能労働であって、その労働需要は仕事を失った多くの非熟練労働力に橋渡しされないというミスマッチ構造もある。企業によっては、社内の人口構成が高齢化・高賃金化してしまっていて、割安な賃金の労働者しか採用できないという制約もあろう。物価下落の原因には、そうした労働市場の高失業体質があり、さらに賃金上昇を容認しない企業の雇用体質があるから、デフレから抜け出しにくいという結果が起こる。デフレには、景気循環に遅れて構造的に起こるといった性格がある。だから、デフレ克服には、雇用対策の拡充、さらに労働市場の健全化政策が有効ということになる。正確に表現すれば、物価対策は賃金・雇用を切り離しては、成果を上げられないと考えられる。

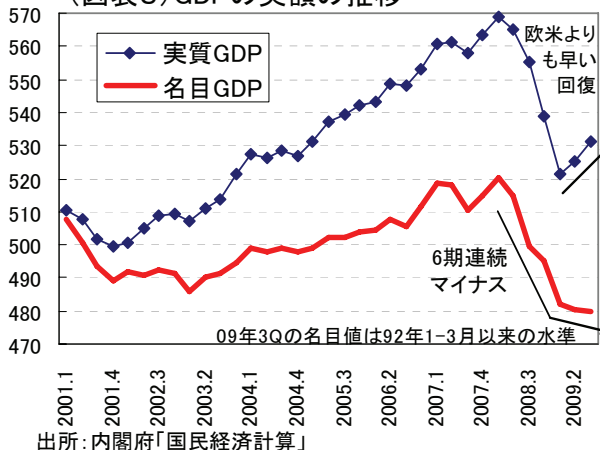
### 経済のパイ縮小の弊害

デフレ宣言に関して菅直人大臣は、7～9月のGDP成長率発表後の記者会見で「今回のQEでは、名目成長率が実質成長率を2四半期連続で下回る結果となりました。こうした結果から、私としては、デフレ的な状況に入りつつあるのではないかと懸念を持っております」という認識を示している。7～9月のGDP（一次速報）は、実質が前期比+1.2%（年率+4.8%）となる一方で、名目は前期比▲0.1%（年率▲0.3%）というねじれが生じていた

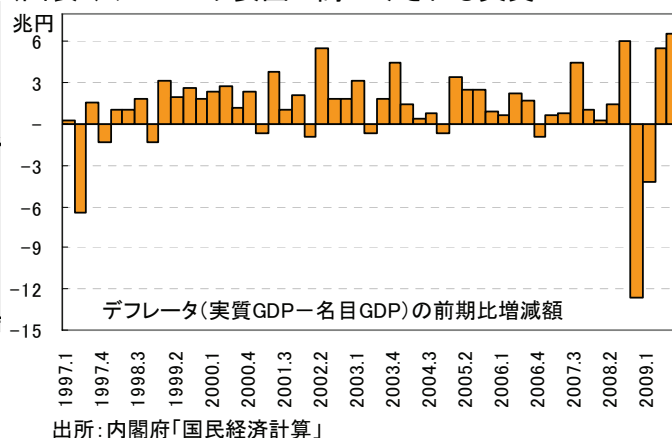
（図表3）。こちらのねじれは、名目・実質の間にあるデフレータがマイナスになっているという要因によって発生している。すなわち、単価が下がっていても数量が増えるから実質GDPはプラスになるが、単価×数量=名目=付加価値（≒賃金+収益）は縮小が続いている。直近のGDPは、名目の前期比が6四半期連続でマイナスとなっている。しばしば「日本は欧米に比べて、逸早く成長率がプラスになった」などと言われるが、名目でみると日本は米欧に遅れてプラスという結果になりはしないのか。

経済成長が名目でプラスにならないという構図は、（1）国民にとっては景気実感に乏しく、身近な賃金などの動きも改善しないことを反映している。さらに、財政状況も、（2）名目GDPがマイナスであると、税収は減少が続いて財政収支の赤字を抜け出しにくい。仮に、増税や控除廃止の負担増を行ったとすると、国民の痛痒感が大

兆円 (図表3) GDPの実額の推移



(図表4) デフレータ要因で嵩上げされる実質GDP



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。

きく、増税の合意形成が困難であるとも言える。こうした「痛み」への敏感さは、(3)長期金利の上昇などの外生的ショックに対する脆弱さにもつながる。政府が、単に消費者物価だけを見てデフレと言っているのではなく、名目GDPの動向に言及していることは重要な問題意識というように受け止められる。

## 日銀の金融政策への影響

政府のデフレ宣言をみて、「日銀の金融緩和解除が甚だしく困難になった」という指摘は多い。筆者もそう感じるが、当の日銀は白川総裁が「粘り強く支援していく」と繰り返し述べている。最初から困難な道だというのは先刻承知なのであろう。

確かに、政府のデフレ宣言は、日銀と政府首脳との定期協議がもたれる手前で、日銀に慎重さを求めようという思惑が含まれているのかもしれない。政府の中には、年末から2010年初頭にかけての「二番底」懸念に対して追加対策をなるべく大規模に行いたいという意向もある。デフレ宣言は、そうした政策姿勢を強めるのに有利に働くという別の思惑もあるのだろう。

ただし、事後的にみると、金融政策とデフレ宣言の関係には、必ずしも明確ではない。まず、政府がデフレ宣言を政治的に終了する目処がつけられない可能性があることは留意が必要だ。過去の政権は、2006年以降、デフレ脱却の宣言に踏み切るだけの思い切りを持ち得なかった。デフレが構造問題化しているので、脱却宣言のハードルは高くなり、容易に白黒を判定できない状態になっていると理解できる。

そうした中で、前の福井総裁は、2006年3月に量的緩和解除、2006年7月にゼロ金利解除を果たした。この時期、デフレ宣言は生きていたので、デフレ宣言が完全に消えてなくならなくても、金融政策の方針転換が成されたというのが過去の履歴である。もちろん、デフレが深刻化する中での金融政策方針の転換は不可能であろうが、デフレ宣言を継続していても、その宣言が徐々に有名無実化していく状況にあっては、金融緩和継続の縛りには必ずしもならないとみられる。

また、日銀は金融政策の位置づけを、実体経済に対して中立化を保つという発想で運営するだろう。中立という意味は、過度に刺激効果が強まることをも防ぐということである。異例の金融緩和の継続が、たとえデフレの中であっても、相対的に評価されるというのが妥当な見方であろう。

なお、筆者は2009・2010年度内の利上げはないとみている。利上げが検討されるタイミングは、いずれにせよ実質的に雇用環境が改善して、物価下落圧力が遠のいた経済状況であると言える。