

テーマ：デフレ回帰リスクが漂う日本  
～“仏つくって魂入れず”は避けたい～

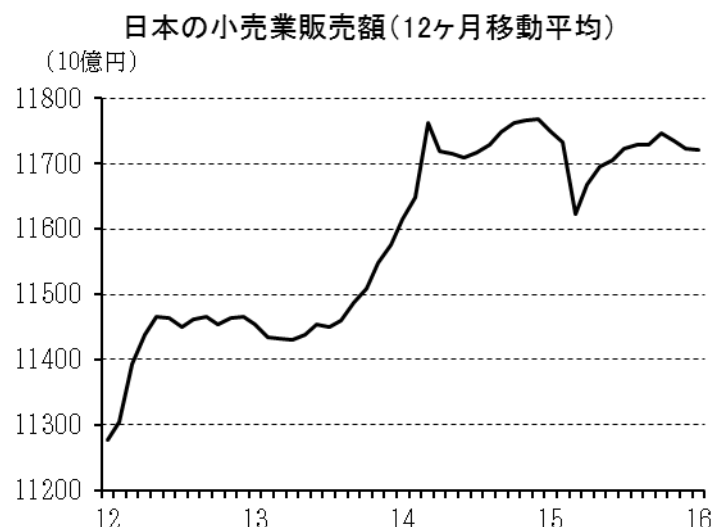
発表日：2016年3月28日（月）

第一生命経済研究所 経済調査部  
担当 嵐峰 義清 (03-5221-4521)

- ✓ 前回消費税率引き上げ以降の日本経済の停滞長期化によりインフレ期待は減衰してきている。今春闘では賃上げ率も限定的で、当面日本経済の回復力は乏しい状況が続くリスクがある。
- ✓ 年初来不安定な動きが続く株式市場だが、その背景には海外経済や原油安だけではなく、日本経済がデフレに回帰することを織り込んでいることも考えられる。
- ✓ 日銀はマイナス金利付き量的・質的緩和政策に踏み切ったが、成長期待が喪失しかかっているうえ、インフレ期待も後退している状況では、日銀が期待しているような効果は得られない。賃上げも限定的で、円安などでインフレ環境を作り出すことは実質賃金の低下を招き、弊害が大きい。金融政策はデフレ脱却のために必要なことを行っているが、限界に達していると判断される。
- ✓ 停滞状況から脱するために景気対策を求める声が高まっている。また、失速を避けるために消費増税の再延期が必要との見方も高まっている。しかしそれ以上に必要なのは、期待成長率を改善させて、資金需要を刺激させることである。金融政策の効果を発揮するためには、政府による成長戦略の速やかな実行が必要で、この機を逃すとデフレに舞い戻るリスクもある。

## 停滞する日本経済

ここへきて、政府・日銀は日本経済の判断を下方修正した。昨年10～12月期の実質GDP成長率は2四半期ぶりにマイナスとなったほか、各種月次経済指標も引き続き冴えない動きが続いている。なかでも、個人消費に関する指標は、2014年の消費税率引き上げ以降低迷が続いており、実質家計消費支出（二人以上世帯）は、消費税率引き上げ直後に駆け込み需要からの反動で大きく落ち込んだ2014年4月の水準へと減少している。また、外国人旅行者による買い物（インバウンド消費）で押し上げられているとされている小売業販売額も、2014年以降は販売額が全く増えていない。



生産活動においても同様の傾向がみられる。鉱工業生産指数は、増税前の駆け込み需要への対応で水準が盛り上がった2014年1月の水準を上回ることができていない。2014年後半から2015年前半にかけて膨らんだ

在庫の調整圧力が高まったこともあり、2015年後半以降の生産活動は一段と落ち込むような動きをみせた。在庫が積み上がった背景としては、増税後の内需の回復が予想以上に思わしくなかったことに加えて、中国景気の減速や米国での在庫調整による生産活動の減速から、輸出も悪化したことが挙げられる。

このように、2014年の消費税率引き上げ後の日本経済は低迷が続いているのが実状だが、これまで足を引っ張ってきた要素のうちのいくつかは、マイナスの影響が軽減してくると期待される。

まず個人消費については、予想以上に低迷が深く、長期化している背景として実質賃金（賃金の伸びから物価の伸びを引いたもの）の悪化が指摘されている。賃金は改善傾向にあったものの、増税や円安の影響で賃金上昇率以上に物価の伸びが高まった結果、実質賃金が大幅に悪化したことで、消費が抑制されたと考えられる。しかし、増税による物価押し上げの影響が一巡したうえに、原油安の影響でガソリンなどのエネルギー価格が大幅に下落したことから物価の伸びは大幅に鈍化した。このため、昨年半ば以降実質賃金の伸び率は前年対比でみてゼロ近傍での推移が続くなど、悪化に歯止めがかかったことが示されている。

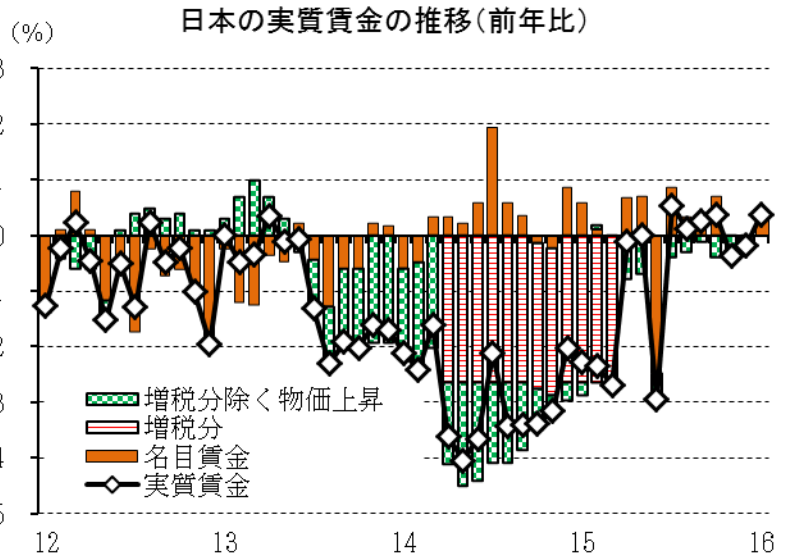
生産面においては、在庫率指数から見る限り在庫調整圧力は徐々に軽減し始めていると判断される。輸出環境については、足元までのところは回復基調に転じたとは判断しがたいものの、先行きについては米国の在庫調整一巡が見込まれる春以降は、徐々に持ち直しへの動きが期待される。

一方で、景気のマイナス圧力が軽減するだけで、十分に浮揚していくほどの力は得られていないとの見方もできる。たとえば、個人消費については原油安の効果による物価の安定が実質賃金を改善させていると述べた。しかし、先行きについては肝心の賃金の伸びが鈍化することで、実質賃金の改善に歯止めがかかる可能性がある。今春闘のうち、大企業などについてはほぼ回答が出揃ったが、多くは昨年の賃上げ率を下回る結果となった。勤労者の多くが従事する中小企業の賃上げはこれからだが、大企業に反して中小企業の賃上げ率が昨年を上回るとは考えにくい。したがって、実質賃金の伸びは引き続き低位にとどまると予想され、消費の下ブレリスクが軽減しているとはいえ、伸びが加速していくことも期待できない。

生産面については、企業の在庫管理能力の高さで過剰在庫を解消しつつあるとはいえ、需要が伸びない限りは生産活動の加速も期待はできない。前述したように内需面では個人消費の加速に期待できない一方で、外需面では引き続き中国を含めたアジア向けに足を引っ張られるリスクは残る。中国では、2兆元に達する交通インフラ整備などの景気対策が発表されているものの、成長率をどの程度浮揚させる効果があるのか不明な部分も多い。生産活動と出荷在庫バランスの動きをみると、昨年秋にはいったんマイナスからプラス圏へと転じるなど大きく改善したかにみえたが、その後は内外需の低迷による出荷の落ち込みによって再び悪化している。出荷が伸びない限りは生産回復も見込めないことが露呈した格好で、景気回復余地の限界が垣間見える。

### デフレ時に戻ったかのような株式市場

日本経済が袋小路に入ってしまったかのような状況を背景に、日本の株価も水準を大きく切り下げた。年初来、中国経済不安や原油安などを背景に、株価は世界的に不安定な推移が続いた。なかでも日本株は、主要株価指数に対して大幅に劣後するパフォーマンスとなっている。その背景には、円高が進んだことによって輸出関連企業の業績に対する懸念が高まったこともあるが、もう一つ、デフレ回帰不安も株安の背景にあると考えられる。



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。

中長期的には、一国の資産価値はその国の経済規模に比例して推移する。たとえば、一国の株の時価総額は、その国の名目経済規模の拡大にあわせて推移する。したがって、名目成長率がプラスであれば、中長期的には株価は上昇基調を辿るし、マイナスであれば株価は中長期的に下落基調を辿る。

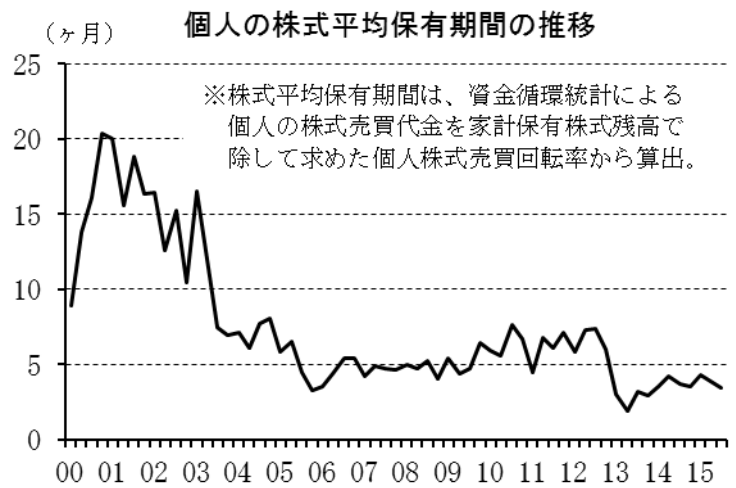
株価が上昇基調にある場合と、下落基調にある場合とでは運用スタンスも異なってくる。上昇基調であれば、一時的に損失が出て、中長期的には上昇すると期待できるために、中長期的なスタンスで保有し続けるという選択も可能だ。しかし、株価が中長期的に下落基調であると判断される状況であれば、損失が出ているなら早めに確定させた方が、運用益が出ている場合は短期間のうちに利益を確定させた方が理にかなう。つまり、インフレ基調が定着して名目成長率がプラス基調を維持できる環境下では、株式投資においては長期保有スタンスが可能だが、デフレが定着して名目成長率がマイナス基調であれば、長期投資は損失を拡大させるリスクが高いため、短期投資が望まれる。

実際、個人の株式保有期間を試算<sup>1</sup>すると、2000年代に入ってから短縮化が進み、5ヶ月程度となっている。2013年以降はやや改善し始めたようにもみられるが、それでも2000年代前半に比べれば3分の1程度の期間で売買されていることがわかる。

多くの投資家が短期投資スタンスで株式投資に臨んだ場合、市場は短期の材料に一喜一憂して不安定になりやすくなる。不透明感がなかなか払拭できないなかでは、株価は一方的に下落しやすくなる。しかし、長期投資が理にかなうインフレの世界であれば、一時的な材料などによって株価が中長期的にみて割安とされる水準まで下落すれば、長期投資スタンスで臨む投資家の買いが入りやすくなる。つまり、明るい材料が出てくるまで株価が一方的に下げていく可能性は小さくなるはずだ。足元のように景気の低迷が長期化し、インフレ期待も後退するようになれば、長期スタンスで望む投資家が減ることで、悪材料に反応しやすく、好材料が出るまで不安定な展開が続くようになる。

要するに、中長期的には株価は上昇していくとの期待が強ければ、ほぼ一方的に下落していくような展開にはならなかつたろう。その意味で、足元の日本の株式市場では再びデフレ懸念が台頭し始めているともいえる。デフレ期待が高まるようなことになれば、市場の不安定性が増して、ますます期待成長率を押し下げてしまうという負のスパイラルに陥る懸念がある。もしそうであるならば、その状況を早く払拭することに努めなければならない。株価の不安定な動き自体が、個人や企業の成長期待を阻害するリスクを高めることになるからだ。政策手段が限られているなかでは、市場を通じた期待も利用価値は高いのだ。

要するに、中長期的には株価は上昇していくとの期待が強ければ、ほぼ一方的に下落していくような展開にはならなかつたろう。その意味で、足元の日本の株式市場では再びデフレ懸念が台頭し始めているともいえる。デフレ期待が高まるようなことになれば、市場の不安定性が増して、ますます期待成長率を押し下げてしまうという負のスパイラルに陥る懸念がある。もしそうであるならば、その状況を早く払拭することに努めなければならない。株価の不安定な動き自体が、個人や企業の成長期待を阻害するリスクを高めることになるからだ。政策手段が限られているなかでは、市場を通じた期待も利用価値は高いのだ。



## 日銀のマイナス金利政策の限界

1月に行われた金融政策決定会合で、日銀はマイナス金利政策の導入を決めた。先に導入されていた量的・質的緩和とあわせたマイナス金利付き量的・質的緩和政策を、日銀は3次元緩和と称している。

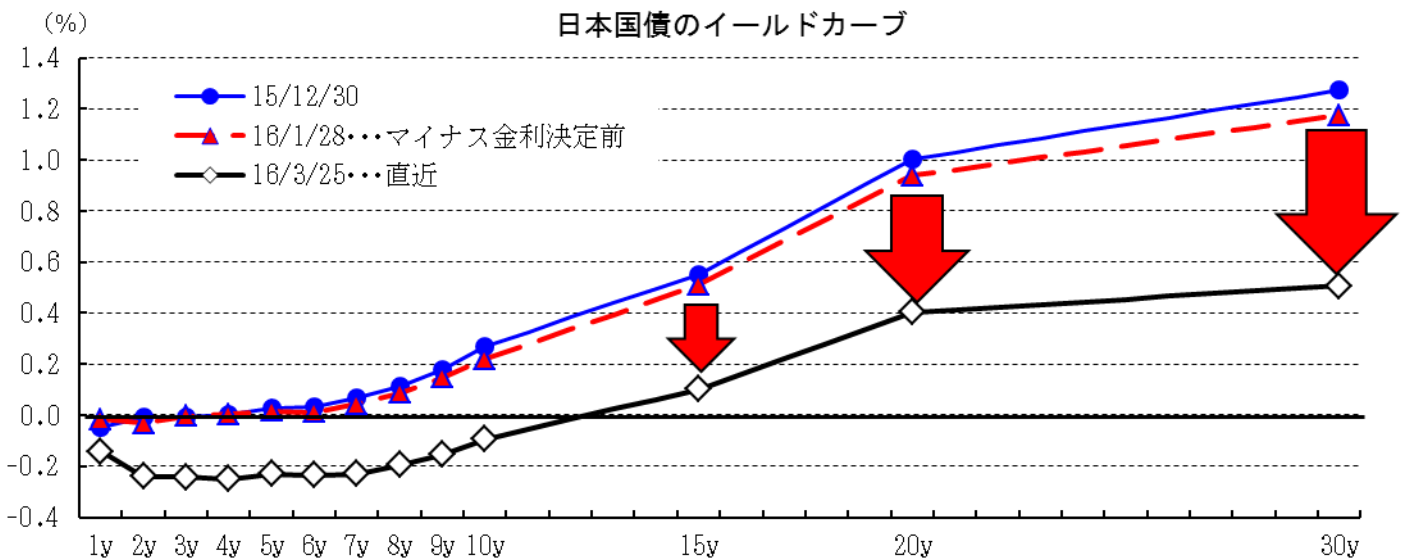
この金融緩和政策は、それぞれに効果が異なる。80兆円の国債を買い取る事が主の量的緩和政策は、年間の新規国債発行額の倍以上の規模となる国債買取による国債利回り押し下げ効果と、大量の日本円を供給することによる円安効果が考えられる（このほかに、お金の価値を減らす効果＝相対的に“モノ”の価値を

<sup>1</sup> 株式平均保有期間は、資金循環統計による個人の株式売買代金を家計保有株式残高で除して求めた個人株式売買回転率から算出。

上げる効果＝物価押し上げ効果も考えられる)。質的緩和政策の代表は、ETFやREITの買取だ。これは株式市場や不動産投資信託市場を通じて、資産価格の押し上げ効果が期待される。

これに対し、マイナス金利政策はあくまでも日銀当座預金の超過部分の一部（以下、政策金利残高）に対してマイナス金利、すなわち利息が付加されるものである。これが市場や実態経済に影響を及ぼすにはいくつかのハードルが存在する。まず、マイナス金利の狙いは、日銀当座預金のうちの政策金利残高に該当する資金を“追い出す”ことにある。日銀は、追い出した資金が銀行内に現金としてとどまるのを防ぐ措置も講じている<sup>2</sup>ことから、該当資金が市場への投資や、企業などへの融資に回ることを期待していると判断される。しかし、マイナス金利、すなわち日銀に利息を取られることを回避するかどうかの判断は、あくまでも銀行に委ねられている。これが第一のハードルだ。さらに、このハードルを乗り越えたとしても、すなわち余分な資金を“追い出す”ことに成功したとしても、それが株高や円安に繋がるようなリスク性資産への投資を促したり、企業などへの融資に向かうには、より大きなハードルを越えることが必要だ。銀行の場合、リスク性資産への投資には自ずと限界がある。ましてや、マイナス金利政策を導入した当時のような不安定な市場環境であれば尚更である。一方、（おそらくはもっとも望ましいと考えられている）企業などへの融資に資金が向かうためには、資金需要自体が強まる必要がある。しかしそのためには、企業の投資意欲がさらに強まる必要がある。理屈上は、借入コストが低下した分だけ資金需要は高まるはずだが、一方で最近の景気低迷で成長期待が鈍化（＝収益期待が鈍化＝投資資金回収期待が鈍化）していれば、資金需要は高まらない。

リスク性資産への投資にも企業への融資にも資金が向かいにくいのであれば、必然的に資金は安全性資産への投資、すなわち国債に向かわざるを得ない。これが足元にかけての国債利回りの急低下という結果をもたらしている。環境が大きく変わらない限り、こうした流れは継続すると見込まれ、とくに希少価値のあるプラスの利回りがついている超長期国債の利回りについては今後も低下基調が継続し、ゼロに限りなく近づいていく可能性が高い。



要するに、マイナス金利政策は直接的には銀行の収益環境をある程度悪化させる以外の効果はない。間接的には、国債の利回りを大幅に低下させることを通じて、貸出金利の微細な低下を促す効果がある。そして、さらに間接的には、国債を日銀に高値で買い取らせることができない銀行以外の投資家にとっては国債市場での運用環境が悪化することで、運用マネーを国債以外の市場（外貨建て資産や国内株式、社債など）に向

<sup>2</sup> 日銀は「金融機関の現金保有額が基準期間から大きく増加した場合、その増加額を本来の所要準備額や貸出支援基金などに対応する金額など、金利のつかないマクロ加算残高から控除する」としており、事実上マイナス金利を回避するために現金を積み上げることを防止している。

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。

かわせる効果が期待される程度だ。

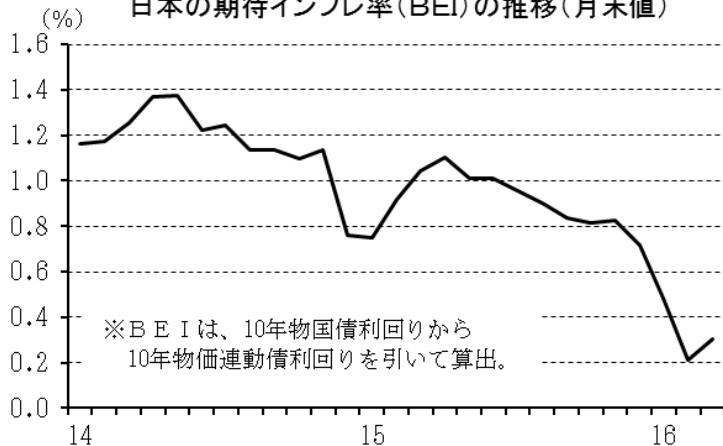
アベノミクス初期には、日銀による量的・質的緩和政策によって円安・株高の流れを作った。円安は輸入物価の上昇を通じて消費者物価の押し上げに繋がったほか、輸出企業の業績改善を通じてある程度の賃上げや設備投資の拡大に貢献した。一方、円安もあって大きく上昇した株価は、資産効果などを通じて消費者の景況感を改善させ、財布の紐を緩ませた。物価上昇が先行したことで実質賃金は悪化したが、財布の紐が緩んだことで消費は高額品を中心に（消費税率引き上げ正式決定前から）堅調に拡大した。これに対し、マイナス金利政策にはそこまで劇的な効果は期待できないことになる。

## デフレが復活しつつある？

マイナス金利政策は、実質金利をさらに押し下げることによって、さまざまな経路を通じて資金需要を喚起することが期待されている。3月7日に黒田日銀総裁が行った講演でも、実質金利をさらに押し下げることによって資金需要を喚起して景気を押し上げ、物価を押し上げていくことがこの政策の効果の本質であると言及している。

しかし、景気に浮揚感がなかなか得られないなかで、インフレに対する期待が徐々に後退し始めていることが気になるところだ。10年物国債利回りから10年物価連動債利回りを引いて算出した市場の期待インフレ率（以下BEI：ブレイクイーブンインフレ率）は今年に入ってから急速に低下しており、足元（本稿執筆時点）では0.3%程度と、2014年前半からみると1%以上低下している。同様のことは、消費者のインフレ予想にも現れている。消費者態度指数における消費者の物価見通しについてみると、1年後の物価が上昇しているとの回答割合と下落しているとの回答割合の差（高ければ高いほど、多くの消費者が先行き物価は上昇すると予想していることを示す）は昨年秋頃から低下し始め、足元では日銀の量的・質的緩和政策導入直前の2013年3月以来の水準となっている。

日本の期待インフレ率(BEI)の推移(月末値)



消費者態度指数（1年後の物価見通し）の推移



期待インフレ率の低下は、日銀の金融緩和政策の阻害要因となる。前述したように、日銀は実質金利の低下を重視しているが、実質金利とはすなわち「名目金利－期待インフレ率」で表されるため、期待インフレ率の低下は実質金利の押し上げ要因となる。これにより、たとえばBEIを用いた実質10年債利回りは、量的緩和導入直前の▲0.7%（10年債利回り：0.56%－BEI：1.26%＝▲0.7）から、足元では▲0.42%（10年債利回り：▲0.11%－BEI：0.31%＝▲0.42）へと“上昇”してしまっている。それでもまだ実質金利はマイナス圏にある分だけマシだが、景気の停滞の長期化や円安に歯止めがかかることなどで期待インフレ率がさらに低下すれば、実質金利がプラス圏に浮上してしまう可能性も出てくる。そうなれば、企業や家計の資金需要は減退し、景気に悪影響を及ぼすことになるだろう。

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。

しかしながら、かかる事態を避けるための手段が日銀には多くはないのが実状だ。実質金利を押し下げるとは、名目金利を引き下げるか、期待インフレ率を押し上げればよい。まず、名目金利を引き下げるとしては利下げがある。しかし、1月に導入したばかりのマイナス金利の効果を、ある程度の期間をもって見極める必要があることに加え、景気回復感が高まらないなかでのマイナス金利幅の拡大という安易な追加利下げは、国債の買い安心感を高める方へマネーを向かわせてしまうだけにとどまる可能性がある。また、市場金利をマイナス圏でさらに引き下げることができたとしても、銀行の貸出金利がマイナス圏に入るとは考えにくい。つまり、企業の資金調達コストの引き下げ余地は限定的だ。

先のG20では、財政出動を伴う景気浮揚策に一定の理解を示す一方で、金融緩和政策の限界と通貨の切り下げ競争の阻止を謳ったが、こうしたグローバルな政策意図にも反する。また、決して日本の経済政策が理解されているとはいえない候補者同士が次期大統領を争う格好となっている米大統領選挙を、余計に刺激してしまうリスクもある。

一方で、期待インフレ率を押し上げるには、成長期待を高めてインフレ期待を押し上げるか、実際にインフレが継続するような環境を作り上げてしまうかの二つの手段が考えられる。マイナス金利政策に直接的に景気を押し上げるような効果はあまり期待できないことを勘案すれば、成長率を高めていくためには量的・質的緩和の拡大によって株価を押し上げる政策が効果的だろう。また、インフレが継続するような環境を作り上げるといふ政策も、まさに2013年以降執ってきた量的・質的緩和政策が当てはまる。しかし、量的・質的緩和政策が円安を通じたものとなるのであれば、前述したような通貨切り下げ政策として海外からの批判に晒されるリスクがある。また、それを承知の上で行ったとしても、春闘での賃上げが限定的なものにとどまった以上、思い切ったインフレ押し上げ政策自体が、実質賃金を押し下げて景気の失速を招くリスクがある。

## デフレ脱却の魂を入れるのは政府の役目

このように、景気の停滞に伴う期待インフレ率の低下と、それによる実質金利の上昇に対し、日銀がこれを阻止するための有効な手段は、理論的には可能であっても、現実的には非常に厳しい環境にある。マイナス金利政策のもとで資金調達コストがほぼゼロという環境下にあっても、企業の中長期的な期待成長率が改善しない限りは、資金需要は限定的なものにとどまろう。当然、それは企業の人件費に対する考え方にも影響が及び、経済的には必要性が理解できていても、企業はベースアップには及び腰になろう。それは消費者の財布の紐が緩みにくいことに繋がり、業績によって賃金の変動しやすいことが消費の不安定性に直結しやすくなる。

結局、インフレを定着させようとしても、(名目)賃金上昇が限定的であれば、物価が上昇したことによる実質賃金の悪化が消費の減退に繋がるリスクを高める。一方、実質賃金の改善を重視してインフレを低位にとどめようとするれば、期待インフレ率は高まらない。中長期的には人口が減少して内需が衰えていくという懸念が定着しているなかでは、それを凌駕する成長期待を生み出さない限り、企業に滞留しているマネーは投資や人件費に向かいにくく、物価が上昇する環境を維持することで期待インフレ率を押し上げて、デフレ脱却を図ることは困難といえる。

したがって、このまま成長期待を改善させることができなければ、むしろ期待デフレが高まっていくリスクもある。景気の低迷が続いていることもあり、最近では消費税率引き上げの再延長や、景気対策としての補正予算を求める議論も高まっている。しかし、そうした議論は足もとの景気停滞への対応策としては十分なものになるのかもしれないが、それだけでインフレ期待の後退や、資金需要の停滞という問題に対応できるかと言えば疑問も残る。企業や個人がデフレ回帰を前提として経済活動を行うようになれば、金融政策が限界に近いと判断される以上、デフレ脱却と日本経済再生に対する期待は完全にならなう。これを避けるためには、ただちに成長期待が高まるような政策を実行するほかはない。

(注) 本文中使用の図表データ出所

ページ1 「日本の実質家計消費支出」 “INDB”

ページ1 「日本の小売業販売額（12ヶ月移動平均）」 “INDB”

ページ2 「日本の実質賃金の推移（前年比）」 “INDB”

ページ3 「個人の株式平均保有期間の推移」 “INDB, 東京証券取引所”

ページ4 「日本国債のイールドカーブ」 “Bloomberg”

ページ5 「日本の期待インフレ率（BEI）の推移（月末値）」 “Bloomberg”

ページ5 「日本の消費者態度指数（1年後の物価見通し）の推移」 “INDB”

---

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。