

太陽 ASG

エグゼクティブ・ニュース

テーマ：当面の景気見通しと「デフレの罠」のメカニズム

執筆者：公益社団法人日本経済研究センター 短期予測班主査 愛宕 伸康 氏

要 旨 （以下の要旨は 2 分でお読みいただけます。）

新年度（2012 年度）早々の 4 月 2 日に発表された日本銀行の 3 月「企業短期経済観測調査」（短観）では、大企業の「最近」の「業況判断」が製造業で若干のマイナス（-4）、非製造業で多少のプラス（+5）となりました。「先行き」では大企業全体（製造業、非製造業）としてやや上向きの気配も見込まれますが、円高に対する警戒感が強いことなどから、企業経営者のマインドはまだ春の暖かい陽気のようには行かないようです。

今回は、日本経済研究センターで景気の先行き見通しを担当されている愛宕伸康・短期予測班主査に、当面の景気見通しと日本経済が脱却できないデフレの原因について解説していただきます。

今年度（2012 年度）の米欧の景気は、米国の消費回復や欧州債務危機に対する欧州中央銀行の流動性供給などを背景に緩やかな回復が続く反面、中国はインフレ対策の金融引き締めの影響から成長率がやや鈍化する（GDP+8%台半ば）と予測されます。こうした海外経済見通しの下で、わが国の景気は、前半が復興支援の補正予算執行効果から、後半が海外向け需要の伸びから、通期+1.7%程度の成長が見込まれます。

一方、バブル崩壊後長らく日本経済が陥っているデフレ現象について、愛宕主査は次のような仮説を立てて分析されます。

すなわち、わが国企業は、国内市場が伸び悩む中で新製品の名目価格を据え置くことを余儀なくされてきました。消費者も厳しい所得環境の中でそれを当然視し、企業と消費者相互間で名目価格の据え置きが「規範化」と仮定します。仮に名目価格が横這いでも、（やや技術的ながら）物価指数は「品質調整」によって下落します。「品質調整」とは、物価指数を作成する際に、名目価格の変化分から、品質（性能、内容など）変化に伴う価格変化分を取り除く作業のことです。例えば、新型自動車の名目価格が 50 万円上昇しても、生産コストが同じく 50 万円上昇したのであれば、それを品質向上による価格変化分とみなし、物価指数作成上は横這いと処理します。したがって、名目価格が据え置かれることによって品質向上に伴うコスト上昇分だけ実質的な値下げとなり、過去 10 年以上にわたって物価指数は下落を続けてきた、という訳です。製品の性能向上に伴うコスト増を価格に転嫁できない企業は、人件費削減姿勢を緩めないため、所得環境は改善しません。それが消費を抑制し、ますます値上げを困難にしています。

こうした「デフレの罠」から脱するのは難しく、企業の売上げ拡大の確信と消費者の将来不安の解消等に向けた地に足の着いた議論が必要だ、と結ばれています。

「太陽 ASG エグゼクティブ・ニュース」バックナンバーはこちらから⇒<http://www.gtjapan.com/library/newsletter/>
本ニュースレターに関するご意見・ご要望をお待ちしております。Tel: 03-5770-8916 e-mail: t-asgMC@gtjapan.com
太陽 ASG グループ マーケティングコミュニケーションズ 担当 藤澤清江

当面の景気見通しと「デフレの罠」のメカニズム

公益社団法人日本経済研究センター 短期予測班主査 愛宕 伸康

1. 当面の景気見通し

昨年(2011 年)末にかけて足踏み状態となったわが国の景気は、欧州債務問題がひとまず落ち着きつつあることや、円高修正、タイの大洪水からの復旧などを背景に、再び回復の動きを示している。以下では、最初に海外景気に対する見方を整理し、その後、わが国経済の先行きについての見通しを述べたい¹。

(1) 米欧景気は回復続くも、中国はソフトランディング

最初に米国では、自動車販売に代表されるように、景気回復が明確化している。実質成長率は、昨年(2011 年)1-3 月期をボトムに着実に持ち直し、10-12 月期には前期比年率+3.0%まで伸びを高めた。また、昨年夏頃 9%台だった失業率も足元では 8%台前半まで低下している。こうした状況が続けば、住宅バブル崩壊によって生じた家計のバランスシート調整圧力という重石が、思いのほか早く軽くなる可能性も出てきた。しかし、それがいきなり目先ということではない。家計の可処分所得に占める負債の比率(レバレッジ比率)は依然としてバブル前の平均的な値よりも高い水準にあるほか、米国「住宅価格指数」も低迷を続けている。こうした状況のもとでは、米連邦準備理事会(FRB)が金融緩和を強化し株価が上昇したとしても、なかなか資産効果を通じた消費喚起にはつながりにくい。また、政府は今後厳しい財政赤字削減策に取り組まなければならない。こうした点を踏まえると、10-12 月期に高めの伸びとなった実質成長率はその後減速し、今年(2012)年中は 2%程度の緩やかな伸びで推移する可能性が高いと思われる。

ユーロ圏は、政府債務問題の深刻化を背景に、昨年末にかけて減速感を強めた。財政状況の悪化が目立つ国を中心に国債が売られ長期金利が上昇するなか、自己資本の充実が迫られている欧州銀行の貸出態度がタイト化し、昨年末にかけて企業活動が急速に鈍化した。ユーロ圏の昨年 10-12 月期実質成長率は前期比年率▲1.3%と、09 年 4-6 月期以来のマイナス成長となった。ただし、足元の状況を見ると、当局による様々な対応が奏功し、市場センチメントや企業の景況感には改善の兆しが見られている。特に、欧州中央銀行(ECB)による 3 年物流動性供給オペ(通称『バズーカ』、第 1 回 11 年 12 月 21 日、第 2 回 12 年 2 月 29 日)による大胆な流動性供給が効き、ギリシャなどのソブリン・リスク・プレミアムは大幅に縮小している。

しかし、注意しなければならないのは、中央銀行による潤沢な流動性供給は、金融システム不安の解消には威力を発揮しても、景気を押し上げるほどの力はないという点だ。それは日本の 90 年代後半の経験が教えている。また、各国の財政緊縮は今後も続く。こうしたことを踏まえれば、ユーロ圏経済の実質成長率が早々にプラスに転じ、その後伸び率を順調に拡大して行くと考えるのは早計だ。そもそも欧州債務問題は、ユーロという不完全な単一通貨の構造問題に根本の原因があり、その解決には数年という長い期間を要するだろう。その過程で市場は必ず楽観と悲観を繰り返す。現在見られている市

¹ 日本経済研究センター会員向け資料、『第 149 回四半期経済予測(2012 年 1-3 月期～2014 年 1-3 月期)』ならびに『《改訂》第 149 回四半期経済予測(2012 年 1-3 月期～2014 年 1-3 月期)』をご参照下さい。

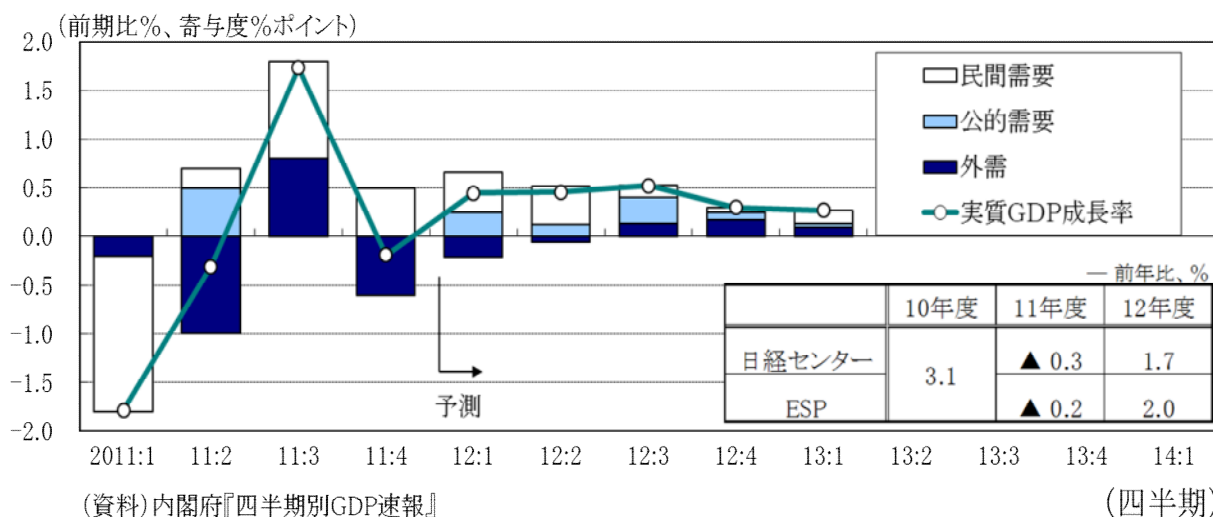
場センチメントの改善も、そのほんの一局面と見るべきで、当センターでは、「ユーロ圏経済は 12 年後半に向けて緩やかに持ち直して行く」との慎重な見方を崩していない。

中国は、金融引き締め効果による内需の成長率鈍化、ウエイトの高い欧州向け輸出の下振れなどから、減速傾向を辿っている。中国人民銀行では、CPI(消費者物価指数)前年比が昨年 9 月 (+6.1%) にピークアウトして以降、プラス幅を徐々に縮小させるなか、昨年 11 月に金融政策を緩和方向に転換し、預金準備率を 2 度にわたって引き下げた。しかし、インフレ再燃を警戒する中国人民銀行では、基本的に漸進的な緩和策をとる可能性が高い。政府も、不動産市場や物価動向を引き続き注視していることが、昨年 12 月に開催された「中央経済工作会議」からもうかがえる。このようにインフレと成長の難しい舵取りが続くなかで、これまでの引き締め効果がタイムラグを伴って実質成長率の下押しに寄与し続ける可能性が高く、当センターでは、12 年の中国の実質成長率を +8% 台半ばと見ている。

(2) わが国の景気は、12 年度前半は公需、後半は外需が下支え

以上で述べた海外経済のもと、日本経済の先行きは次のように展開して行くと想定している (図 1)。

図 1 実質成長率見通し



すなわち、震災復興への 2011 年度第 3 次補正予算の執行が 12 年 1-3 月期以降徐々に本格化し、つれて設備投資や住宅投資も復興需要が顕現化して行くことから、12 年度前半は、外需の弱さを内需がカバーする。一方、第 3 次補正予算の反動 (フィスカルドラッグ) が出始める 12 年度後半以降は、欧州債務問題が落ち着きいて行くもとで、海外経済が再び新興国・資源国主導で成長率を高めて行き、フィスカルドラッグによる下押しを、今度は外需がカバーすることになる。

ポイントは、①第 3 次補正予算の効果の出方、②「法人企業統計」(財務省による調査)の傾向的な振れによってやや読みづらくなっている設備投資の先行き、③原油をはじめとする国際商品市況の今後の展開、の 3 点だろう。以下では、それらについて整理する。

(3) 第 3 次補正の効果と設備投資の回復ペースに注目

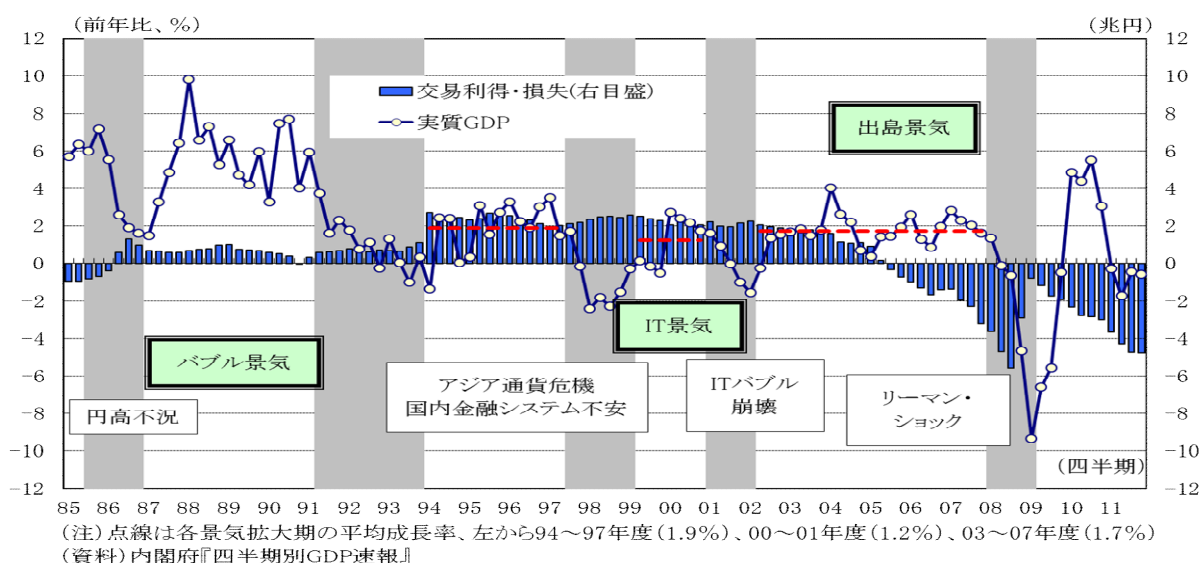
まず、第 3 次補正予算については、国費や被災 3 県（宮城県、岩手県、福島県）の復興対応補正予算などから「真水」（直接 GDP に寄与する額＜実際に支出された公共投資など＞）を推計すると、5 兆円台半ばと想定される。それをガレキ処理等の遅れを加味したうえで四半期展開し、さらに 12 年度国家公務員給与の引き下げ（前年比▲7.8%）を織り込んだ結果、12 年度実質 GDP 成長率に対する「公需」の寄与度は+0.5%ポイントとなった。これは、今年の 1 月に閣議決定された「平成 24 年度の経済見通しと経済財政運営の基本的態度」における想定（+0.2%ポイント）に比べやや高めである。この差は、11 年度から 12 年度への繰越分を当センターの方が多く見積もっているためだが、いずれにせよ、「公需」に対する見方については、市場の間でもバラツキが大きい。

設備投資については、先般公表された 3 月短観での 12 年度設備投資計画が参考になる。それを見ると、ソフトウェアを含む設備投資額（除く土地投資額）は、大企業・製造業が前年比+3.9%、同非製造業が+0.3%と、3 月短観としてはしっかりとした計画になっている。ただし、3 月調査の段階では事業計画がまだ固まっておらず、未記入で回答してくる企業が少なくないことから、そうした先の数字が出揃う 6 月短観では、上方修正されるのが例年のパターンである。こうした点を踏まえれば、設備投資計画は今後もう少し高めの伸びになる可能性が高い。

(4) 最大のリスクは国際商品市況の高騰

先行きを見る上で最大のリスクは、原油をはじめとする国際商品市況の高騰だろう。日本経済にとって頼みの綱は外需だが、海外経済がエネルギー効率の悪い新興国主導で成長するもとは、原油をはじめとする国際商品市況が上昇しやすい。その結果、資源国への所得流出（「交易損失」）が発生し、企業収益や個人消費が抑制されるため、日本銀行の展望レポート（「経済・物価情勢の展望（2011 年 10 月）」）が指摘しているような「輸出・生産を起点とする所得・支出への波及メカニズム」は機能しにくい。その様子を示したのが図 2 である。

図 2 低成長の呪縛－実質成長率と交易損失－



図中の棒グラフが交易利得（マイナスの場合、交易損失）を表し、マイナス幅が大きいほど資源国への所得流出が大きいことを示している。図を見ると、02 年から 6 年間続いた景気拡大期とリーマン・ショックからの回復局面で、交易損失が大きく拡大している姿が確認できる。これが、景気が回復しているのに「実感がない」と言われた所以であり、日本経済は今後もこうした低成長の呪縛から抜け出すことはできない。特に今年は、①グローバルな金融緩和に伴う過剰流動性、②イラン問題、③原発停止に伴う火力発電の稼働率上昇、④輸入物価上昇を抑制してきた円高メリットの後退など、交易損失拡大リスクは 08 年と比べても大きい。

2. 日本が陥った「デフレの罠」

さて、以下では、当センターによる最近の分析から、日本経済が陥っているとされる「デフレの罠」について簡単に紹介したい。昨年（2011 年）1 月の当ニュース第 95 号でも、前任(日経センター短期予測班主査)の竹内淳一郎氏が「低成長の罠」と称して、持続的な需要不足を原因とする企業や家計の行動を現象面から紹介したが、本稿では「企業行動と物価統計との関連性」を強調する。そのもとで、なぜ長期デフレの悪循環が生じているのか、そのメカニズムをできるだけ噛み砕いて説明しよう。

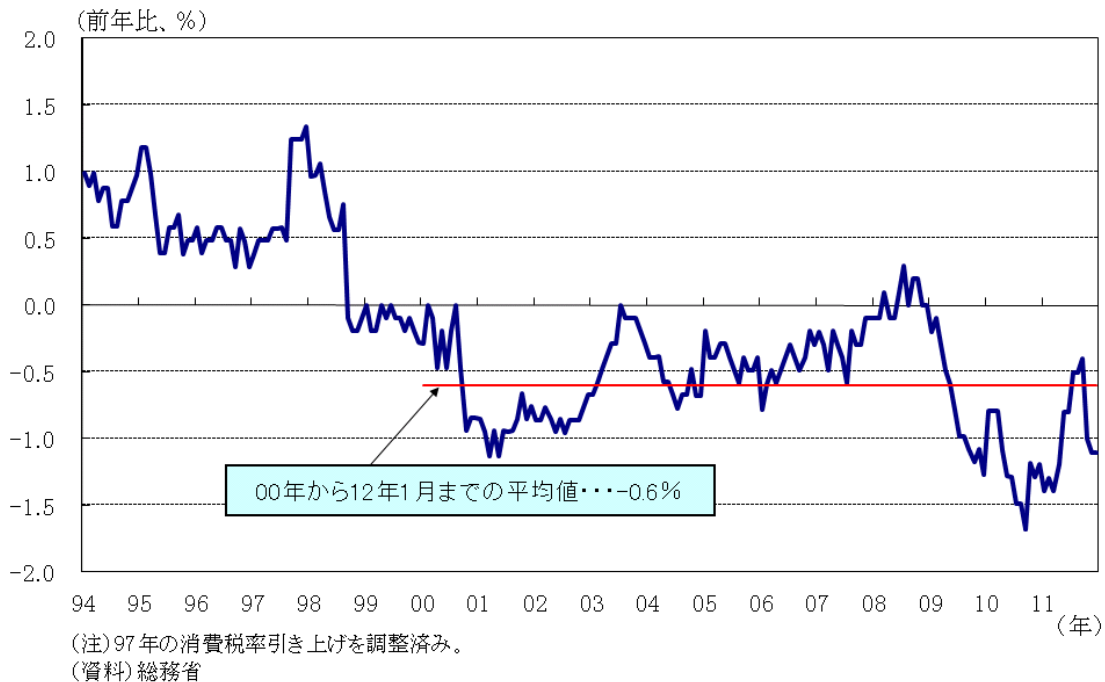
(1) 日本は「デフレの罠」に陥っている

「日本のような『デフレの罠』に陥らないよう、米連邦準備制度理事会（FRB）はもっと大胆な金融緩和策を打つべきだ」。セントルイス連銀のブラード総裁は、米国でデフレ懸念が高まった 2010 年秋に論文を発表し、こうした趣旨の警鐘を鳴らした。ここで言う「デフレの罠」とは、「ゼロ金利とデフレが継続する状態」のことを意味する。論者によっては「流動性の罠」、「デフレ均衡」と呼び、90 年代後半から 2000 年代前半にかけて、日本のゼロ金利政策を題材に盛んに議論されたテーマである。そのポイントは金融政策の有効性だ。大胆に整理すれば、政策金利は物理的にゼロ以下に引き下げることができないため、実物経済に対し金融環境が結果的に引き締め状態となり、デフレから抜け出せないというものである。ブラード総裁はその論文で、日本は▲0.5%のデフレとゼロ金利の「意図せざる均衡」にあるとした。

では、実際にデータを見てみよう。図 3(次頁)は、消費者物価指数（食料<酒類を除く>及びエネルギーを除く総合）の前年比を見たものである。図を見ると、確かに 2000 年以降の平均は▲0.6%と計算され、ブラード論文とほぼ同じ値になる。しかし、ここで少し妙な点に気づく。もし、ブラード論文のロジックが正しければ、景気悪化局面で金融環境は引き締め状態になっているので、消費者物価の前年比はマイナス幅をどんどん拡大させて行くはずである。しかし、実際はそうっていない。一時的に前年比のマイナス幅が拡大しても、結局は平均値に収束している。なぜ、このような▲0.5～0.6%を中心とする奇妙な安定均衡が、しかも 2000 年代になって成立しているのか。ブラード論文も 01 年前後の先行研究も、納得の行く説明がなされていないのが実情である。



図 3 消費者物価指数（食料＜酒類を除く＞及びエネルギーを除く総合）



(2) 名目（表面）価格の据え置きが「規範化」した可能性

そこで、以下のような仮説を立ててみた。

わが国の企業は、国内市場が伸び悩むなかで、新製品の名目（表面）価格を引き上げることが困難となった。消費者側も厳しい所得環境のもとで、企業が値上げしないことを当然視するようになり、名目価格据え置きが暗黙のうちに『規範化』してしまった。

そもそもこの仮説の原点には、薄型テレビなどのデジタル家電等は別にして、自動車、腕時計、パン、卵、缶ビール、散髪代、電車料金など、数多くの商品やサービスの表面価格は、もちろん上がりはしないが、下がってもいないのではないかと、という発想がある。カタログ価格に硬直性があるという発想自体は決して新しいものではない。近代経済学の主流であるニューケインジアン経済学でも、1980 年代初期の段階から盛んに議論されてきたことである。しかし、彼らが言っていた「メニューコスト」という瑣末な理由などではなく、何か日本人独特の感性にかかわる背景があるように思う。そうした思いは、東日本大震災直後、数多くの商品が極端な供給制約に直面したにもかかわらず値上げされず、それまで行っていた特売が抑制される程度の措置にとどまったのを見て、ますます強くなった。「サービス」を、対価を得るものではなく、無償で供与するものと同様に、日本人の感性として、厳しい経済状況が続くもとでは、値上げすること自体が異例のことという観念が売る側にも買う側にも定着し、名目価格据え置きが日本人独特の「規範」として確立してしまったのではないだろうか。

(3) 「品質調整効果」による物価指数の下落

ここで、物価統計を作成する際に行う、「品質調整」という処理が重要な意味を持つ。「品質調整」とは、財やサービスの名目（表面）価格の変動のうち、品質（性能、内容、条件など）の変化に伴う価格変動分を取り除いた実質的な価格変動だけを、物価統計に反映させる統計処理のことである。自動車を例にとると、自動車のモデルチェンジが発生した際、自動車の性能は向上し名目価格も改訂される。しかし、その名目価格の変化分をすべて物価指数に反映させることはしない。性能向上に伴って生産コストが増加するが、そのコストの上昇分を性能向上による価格変化分とみなして、名目価格の変化分からそれを差し引くことにより、実質的な価格変化分を割り出す。そして、その実質的な価格変化分だけを物価統計に反映させ指数を作成する²。つまり、新型車の名目価格が旧型車に比べ 50 万円上昇したとしても、生産コストが同じく 50 万円上昇したのであれば、物価指数作成上は横這いとして処理される。通常、自動車メーカーは、新型車の表面価格に性能向上分をすべて転嫁することはないため、実質的に価格は下落し（「実質値下げ」）、それを集計した自動車の物価指数は下落することになる。

このような品質調整が、「消費者物価」の他の品目でも実施されている。したがって、上の仮説のとおり、仮に名目価格据え置きが「規範化」しているとすれば、そのことだけで物価指数の持続的な下落（「デフレ」）を発生させることになる。ちなみに、日本銀行では、「企業物価」指数(旧「卸売物価」指数)の「品質調整効果」を公表している。それを見ると、02 年から 08 年まで、「品質調整」によって国内企業物価指数（総合）の前年比を 0.3%ポイントから 0.5%ポイント押し下げたことになっている。このことから類推すると、「品質調整」を全く行わなかった場合の消費者物価指数の前年比は、上記の▲0.6%よりもっと高くなり、おそらくゼロ近辺に近づくのではないと思われる。こう考えれば、名目価格据え置きが「規範化」したという仮説は、あながち現実離れしているとも思えない。

(4) 「実質値下げ」によって強まる原価逡減・人件費削減圧力

このように、製品の性能が向上しコストが増加しているにもかかわらず、名目価格の据え置きを余儀なくされる（「実質値下げ」）と、コスト増を賄うために、企業は原価逡減圧力や人件費抑制姿勢を強めざるを得ない。実際、2000 年代に入って、企業が生産性を向上させ「実質値下げ」を行っていることが、統計からも検証できる。

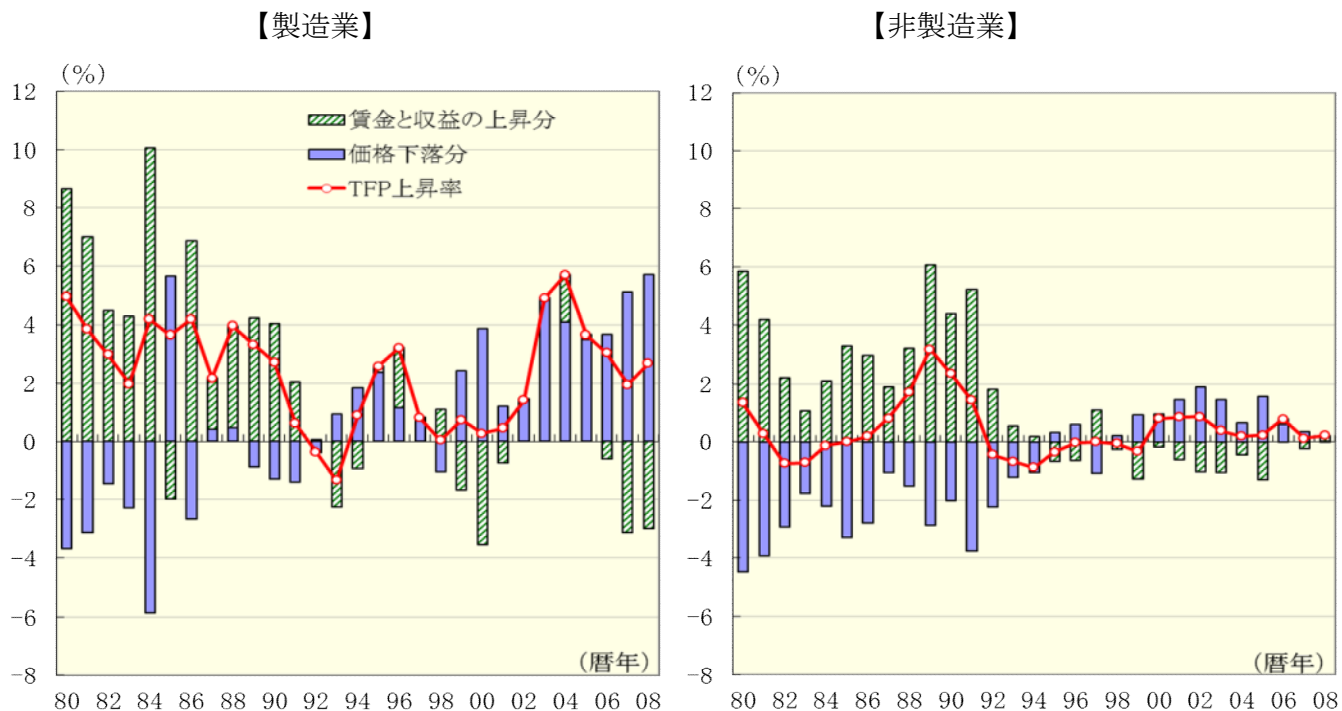
国内の総付加価値額を表す GDP の成長率を、労働と資本という生産要素から生み出される寄与とそれ以外に分け、後者を「全要素生産性」（TFP : Total Factor Productivity）と呼ぶ（「技術進歩率」と呼ばれる場合もある）。計算方法の詳細は割愛するが³、この「全要素生産性」（TFP）は、理論上、「賃金と収益の上昇分」と「物価（デフレーター）下落分」に分解することができる。つまり、企業が生産性を向上させることによって生じた付加価値額が、果たしてどのような用途に利用されたのかを、事後的に確認することができるのである。もし「物価下落分」の寄与が立っていれば、企業は「実質値下げ」を行うために生産性を向上させたことになる。

² こうした品質調整方法を「コスト評価法」と呼ぶが、それ以外にも、オーバーラップ法、ヘドニック法など、数種類の品質調整方法が利用されている。

³ 詳しくは、日本経済研究センター資料、経済百葉箱第 58 号(2012 年 3 月 27 日発表)「日本が陥った『デフレの罠』のメカニズム」の BOX をご参照ください。

図 4 がその結果である。左に製造業、右に非製造業を示している。なお、図中「物価下落分」を見る際は、符号が逆である点に注意されたい。すなわち、プラスであれば物価が下落、マイナスであれば物価が上昇していることを示している。

図 4 全要素生産性（TFP）の分解



(注)TFP上昇率は中心3年移動平均。

(資料) 経済産業研究所『JIPデータベース』より日経センター作成

図を見ると、いくつか興味深い点を確認できる。まず、バブル崩壊までは、製造業、非製造業とも、生産性を向上させ、それによって生まれた付加価値を「賃金と収益」と「物価」の両方の引き上げに使っていた。しかし、バブル崩壊後は、特に製造業において、生産性向上による付加価値の増加分を物価の引き下げに割り当てていることが見て取れる。言い換えれば、「実質値下げ」をするために生産性を向上させていたことになる。しかも、その傾向は 2000 年代以降強まっている。また、円高などによって景気が悪化した 2000 年前後や 2008 年は、「全要素生産性」(TFP) の上昇率が低下するとともに、「実質値下げ」だけでなく「賃金と収益」の大幅な減少も発生していたことが分かる。このことは、この頃、实体经济の悪化を伴った「デフレ」という意味で、やはり相当厳しい経済環境にあったと見ることができる。

非製造業も、2000 年代に入って生産性向上による付加価値の増分を物価下落に割り当てている。ただし、製造業と大きく違う点は、①「全要素生産性」(TFP) 上昇率が相対的に低いこと、②円高局面だけでなく、ほとんどの年で「賃金と収益」の減少が生じていること、である。

(5) 「デフレの罠」の基本メカニズム

これまでの分析を踏まえ、本稿が考える「デフレの罠」のメカニズムを改めて整理すると、以下のようになる。

すなわち、わが国企業は、国内市場が伸び悩むなか、新製品の名目価格を据え置くことを余儀なくされた。消費者も厳しい所得環境のもとでそれを当然視するようになり、名目価格据え置きが暗黙のうちに「規範化」してしまった。たとえ名目価格が横這いでも、性能向上に伴うコスト増が価格に反映されなければ、物価統計作成上は「実質値下げ」として指数を押し下げることになる。したがって、名目価格据え置きが「規範化」すれば、物価指数は持続的に下落し「デフレ」となる。企業は、性能向上に伴うコスト増を生産性の引き上げによって吸収しなければならない。そのため原価通減・人件費抑制姿勢が緩むことはなく、所得環境は改善せず、売上低迷を通じて再び企業に跳ね返り、新製品の名目価格引き上げをますます困難にする。これが「デフレの罠」の基本メカニズムである。

ちなみに、GDP デフレーターの基本統計、つまり元データは消費者物価や企業物価である。したがって、仮に名目 GDP の成長率がゼロであっても、消費者物価と企業物価が下落する限り GDP デフレーターも下落し、実質 GDP の成長率はプラスになる。しかし、企業の原価通減圧力や人件費抑制姿勢が弱まることはないため、所得環境は改善せず、たとえ実質成長率がプラスであっても、国民が景気回復を実感することはない。

3. おわりに

本稿では、景気の現状と先行き見通しとともに、日本が陥った「デフレの罠」のメカニズムについて、名目価格据え置きが「規範化」しているという大胆な仮説を立てて説明した。もちろん、この仮説を実証するためには、消費者物価における「品質調整効果」など、もっと精緻な分析が必要である。しかし、「値上げは至難の技だが、だからといって収益下振れがわかっているのに簡単に値下げもしたくない」という企業の現場感覚からすれば、ある程度頷いて頂けるのではないだろうか。いずれにしても、日本が 20 年にわたる長期デフレから脱却するためには、企業が値上げのできる環境を作り出す必要がある。政策金利がゼロに張り付き、企業が資金制約に直面していないなかであって、今以上に金融を緩和したところで、果たして企業は値上げに踏み切るだろうか。むしろ過剰流動性が投機を生み、賃金が上昇しないのにエネルギー価格が上昇する、いわゆる「悪性インフレ」が発生しかねない。

本稿で論じたように、名目価格据え置きが「規範化」しているとすれば、それを突き崩すのは容易なことではない。価格を決定する企業にとっては、売上が拡大して行くという確信が必要であるし、買い手である消費者にとっては賃金上昇や将来不安の解消が不可欠である。どうすればそうした環境にもっていきことができるのか、地に足の着いた議論が望まれる。

以 上





執筆者紹介

愛宕 伸康(あたご のぶやす)1968 年 鳥取県倉吉市生まれ

公益社団法人日本経済研究センター 短期予測班主査（主任研究員）

<学歴・職歴>

1991 年 神戸大学大学院経済学研究科博士前期課程修了

1991 年 日本銀行入行

2003 年 調査統計局調査役

2006 年 政策委員会室企画役（審議委員スタッフ）

2010 年 調査統計局物価統計課長

2011 年 7 月より現職

<その他>

現在の調査・研究活動は日本経済研究センターのホームページ（<http://www.jcer.or.jp/>）に掲載している。また、四半期に一度、日経新聞朝刊の『経済教室』に景気予測を執筆している。