



JRI news release

デフレーションの原因分析とそのインプリケーション

～ 金融政策、不良債権、グローバル化、景気低迷、資産デフレ

それぞれの物価下落への影響はどの程度か～

2003年5月2日

株式会社日本総合研究所

調査部 経済研究センター

<http://www.jri.co.jp/>

《目次》

1. 貨幣供給面からみたデフレーションの原因

- (1) 貨幣数量説の妥当性
- (2) 金融政策の失敗がデフレの原因か
- (3) 信用乗数はなぜ低下しているのか
- (4) 不良債権問題とデフレーション

2. 実物要因変動からみたデフレーションの原因

- (1) AD-AS分析のフレームワークからみたデフレの原因
- (2) グローバルな生産コスト低下の影響の大きさ
- (3) 相対価格変化と一般物価変動は無関係ではない
- (4) 需給ギャップ拡大 = 景気悪化の影響の大きさ
- (5) 無視できない資産デフレの影響
- (6) グローバルな産業再編の物価押し下げ作用の大きさ

3. 分析の結論と望ましい対応

- (1) 分析の結論・含意
- (2) 望ましい対応スタンス

本レポートに関する照会は 山田・小方・忝村宛てお願い致します。
(03-3288-4245・5120・4524)

(会社概要)

株式会社 日本総合研究所は、情報システム・コンサルティング・シンクタンクの3機能により顧客価値創造を目指す知識エンジニアリング企業です。システムの企画・構築、アウトソーシングサービスの提供に加え、内外経済の調査分析・政策提言等の発信、経営戦略・行政改革等のコンサルティング活動、新たな事業の創出を行うインキュベーション活動など、多岐にわたる企業活動を展開しております。

名称：株式会社 日本総合研究所 (<http://www.jri.co.jp>)
創立：1969年2月20日
資本金：100億円
従業員：2,542名
社長：奥山 俊一
理事長：柿本 寿明

東京本社：〒102-0082 東京都千代田区一番町16番 TEL 03-3288-4700(代)
大阪本社：〒550-0013 大阪市西区新町1丁目5番8号 TEL 06-6534-5111(代)

【本レポートの要点】

1. 現下のデフレは「貨幣供給要因」では説明できない

デフレが定着した99年以降、日本経済は事実上の「流動性の罠」の状態にあり、そもそもデフレの主因を金融政策の失敗に求めるのは無理あり。

日銀がいわゆる非伝統的手段を講じないことがデフレの原因だとする議論もあるが、「流動性の罠」の状況下、その有効性は文字通り「非伝統的」ゆえに不確実。

非伝統的政策の波及経路を個別具体的に検討し功罪を明らかにしたうえで、個別の政策手段ごとの導入の可否を議論すべき。

金融政策は本来有効であるものの、信用乗数の低下によって量的緩和が通貨残高の増加に結びつかないことに問題があるとし、その背景として、不良債権問題を背景とする「貸し渋り」を指摘する声あり。

しかし、信用乗数の低下の要因として、借り手の財務体質悪化や事業リスクの高まりという資金需要側の要因が無視できず。

国内における高収益機会の減少および事業リスクの高まりという問題が底流にあり、不良債権問題を背景とした銀行の「貸し渋り」という貨幣供給サイドの要因に、デフレの原因を帰着させるのも困難。

2. デフレの主因は需給ギャップの拡大とグローバルな産業再編の影響

デフレの原因は実物要因の変動に求められ、99年のデフレ突入時にはグローバルな産業再編の影響が大。

その後の2000～2002年における主な要因の寄与度を試算すると以下の通り。

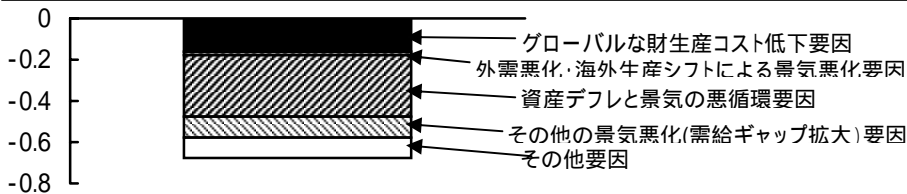
デフレの約6割が景気悪化に伴う需給ギャップ拡大によるもの。

さらに、その約3分の2が資産デフレと景気悪化の悪循環を背景としたもの。

約4分の1がグローバルな財生産コスト低下によるもの。

残りの約15%は財生産コスト低下のサービス価格への波及効果のほか、流通革新や技術革新等の要因によるもの。

デフレーションの要因分析[消費者物価(除く生鮮食品)変動、2000～2002年平均]



3. 中国台頭の影響は「生産コスト低下作用」と「輸出入変動作用」を区別すべき

大幅な賃金格差の存在、中国を中心としたアジア諸国の生産構造高度化の方向性、を勘案すると、今後中期的にも「グローバルな生産コスト低下」というルートを通じた物価下押し影響は根強く作用するものと判断。

一方、中国を中心としたアジア諸国の発展が現地市場の拡大をもたらしていけば、輸出増加による輸出入バランス改善というルートを通じて「需給ギャップ縮小」＝デフレ緩和要因として作用していく公算。

この点を勘案すれば、中国発展に対する姿勢としては、国内産業の構造転換を通じて新たな分業関係を構築していくことにより、同国の成長を取り込むことで、緩やかなデフレ圧力が続くにしても日本の経済成長を促進させる形に持っていくことが望ましい対応。

4. コスト削減優先型の事業戦略の転換を

サービス産業の自立性の向上、価格戦略転換（新規事業、ブランド戦略、受注型商品）によるアンチ低価格の追求、という方向性での民間企業の自助努力こそがデフレ脱却の王道。

政策的には、イノベーション喚起の支援に向けた規制改革、研究開発支出増等の施策を地道に行っていくほか、ビジネスモデル特許等独創的事業の「レント」保証政策、ダンピング規制など公正競争政策の展開も重要。

1. 貨幣供給面からみたデフレーションの原因

(1) 貨幣数量説の妥当性

イ) 「インフレ・デフレは貨幣的現象」とする標準的な経済学のフレーム・ワークからすれば、**デフレの原因として通貨残高の伸び悩みを指摘する見方**あり。

すなわち、貨幣数量説の考え方によれば、

$$P(\text{物価}) = M(\text{通貨残高}) + V(\text{貨幣の流通速度}) - Q(\text{生産量})$$

という関係が恒等式的に成り立つが、**V、Qが一定であるとすれば、物価変動は通貨残高・Mによって決まる**ということになる。

そこで、「**通貨残高は中央銀行によってコントロールできる**」という前提に立てば、**デフレの原因を日銀による通貨供給不足に求める見解**が出てくる。

ロ) しかし、**現実の動きをみると、以上のようなロジックが必ずしも成立しない状況**。

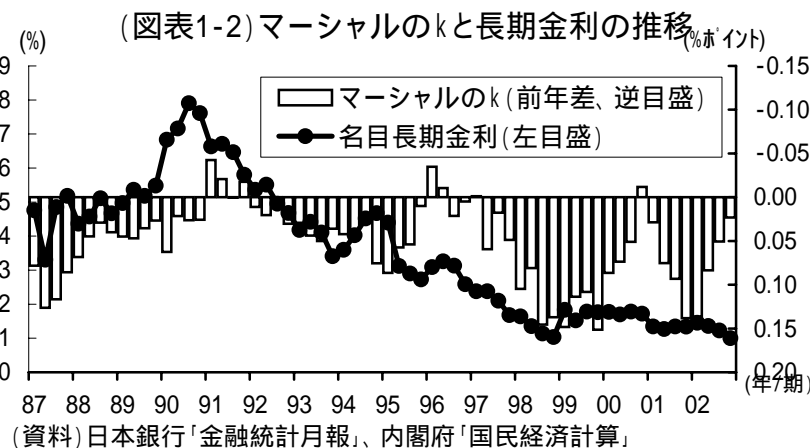
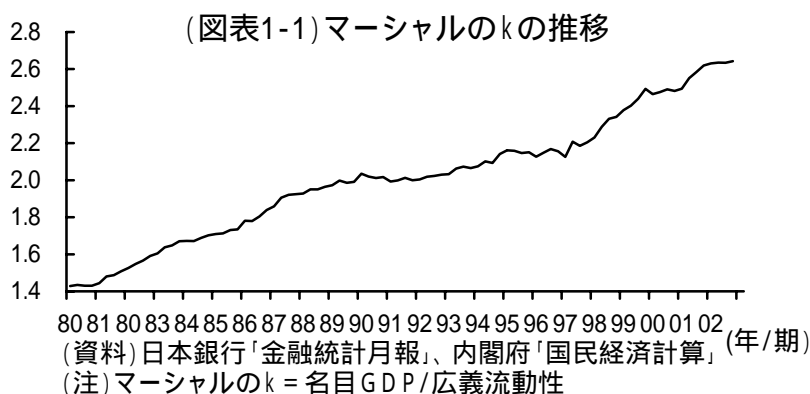
まず、「貨幣の流通速度：Vが一定である」という前提は、少なくとも過去の動きからはいえない。すなわち、Vの逆数である「マーシャルのk」は長期的な上昇トレンドを持っているが、短期的には相当変動(図表1-1)。とりわけ、金利が低水準になればなるほど、変動幅が大きくなる傾向が窺われる(図表1-2)。

つまり、低金利の状況下では、**マーシャルのk、ひいてはVの変動幅が大きくなっているため、貨幣残高と物価の関係の安定性が崩れる**ことになっている。

ハ) さらに、「通貨残高は中央銀行によってコントロールできる」という点については、

$$M = H(\text{ハイパワード・マネー}) + \text{信用乗数}$$

という関係が恒等式的に成立しているため、信用乗数(M/H)が一定であることが前提となる。しかし、**現実には、信用乗数は90年代半ば以降緩やかな低下傾向にあり、とりわけ2001年以降は低下ペースが急に**(次ページ図表2-2)。



(2) 金融政策の失敗がデフレの原因か

イ) **金利のゼロ制約に直面するまでの段階については**、日銀が政策金利の引き下げを渋ったため実質金利が高止まり、景気悪化をもたらしてデフレを促した、という伝統的な金融政策のトランスミッション・メカニズムを前提とした説明が可能。

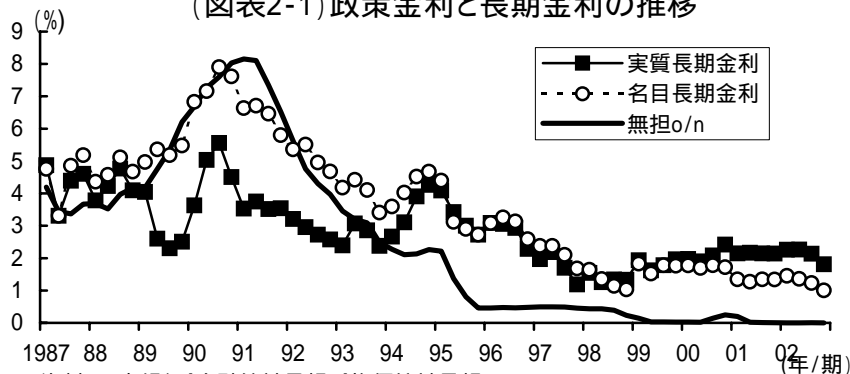
その妥当性をみれば、93年末頃から95年初の局面では、需給ギャップが存在しているにもかかわらず、景気回復期待が強い中、政策金利の引き下げが行われず。その結果、実質金利が高止まり(図表2-1)、その間、円高が進行するもとで物価上昇率の急速な低下がみられた。今から振り返れば、その後ゼロ%台の低インフレ率(消費税率引上げの影響を除いたベース)が定着し、デフレに陥りやすい地盤を作り上げたとの見方も成り立つ。この意味で、**結果としての日銀の緩和スタンスへの転換の遅れが日本経済をデフレに陥れた一つの契機になった可能性**が示唆される。

ロ) 一方、99年春以降は、**事実上の「金利のゼロ制約」に直面しており、いわゆる「流動性の罠」に陥っている状況。「流動性の罠」では伝統的な金融政策が有効性を失うため、デフレの要因を金融政策により説明することは無理がある。**

とりわけ、日銀が量的緩和に踏み切った2001年夏以降、ハイパワード・マネーは大幅に増加したにもかかわらず、「信用乗数の低下」がみられるなか、通貨残高の伸び悩み傾向が持続(図表2-2)。こうした状況からすれば、最近のデフレ進行が金融政策によるものとは言い難い状況。

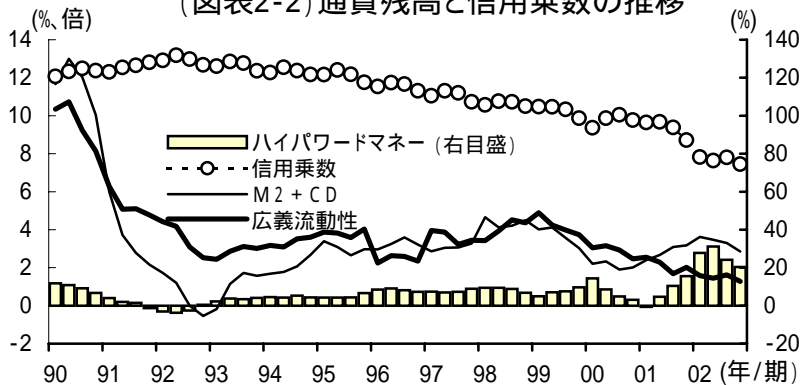
日銀がいわゆる非伝統的手段を講じないことがデフレの原因だという議論もあるが、その有効性・副作用は文字通り「非伝統的」ゆえに不確実である以上、「金融政策こそデフレ脱却に必要な」、「いや金融政策にはできない」といった水掛け論でなく、非伝統的政策の有効性・功罪を、具体的個別に検討することが重要。

(図表2-1) 政策金利と長期金利の推移



(資料) 日本銀行「金融統計月報」「物価統計月報」
(注) 実質金利 = 名目金利 - 消費者物価上昇率 とした。

(図表2-2) 通貨残高と信用乗数の推移



(資料) 日本銀行「金融統計月報」
(注) 信用乗数 = (M2+CD) / ハイパワードマネー

(3) 信用乗数はなぜ低下しているのか～「貸し渋り」か「資金需要低迷」か
 イ)では、信用乗数が低下しているのはなぜか。可能性としては、不良債権問題を背景とするいわゆる「貸し渋り」が発生している、国内における高収益機会が少なくなった結果資金需要が低迷している、の2つが考えられる。

ロ)日銀当座預金の積み増し ハイワード・マネーの増加により超過準備が発生しても貸出は増えず。むしろ銀行は貸出を減らし国債保有を増やしている(図表3-1)。これは**クレジット・リスクが高まるなか、利ざやの薄い貸出よりも低利でも国債運用の方が期待収益率が高いと認識されている**ため(図表3-2)で、それだけ、国内において確実に高収益を得ることのできる投資機会が少なくなったことを示唆。

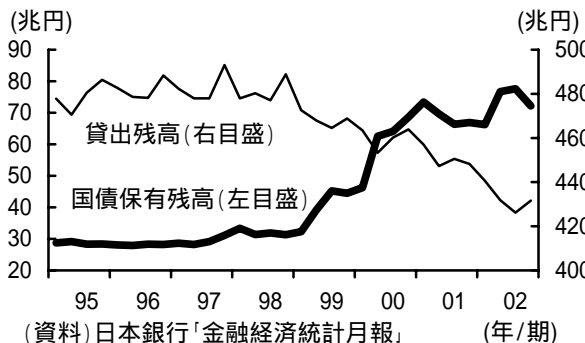
ハ)一方、かつてキャッシュフローを上回っていた設備投資額が、ここ数年来はキャッシュフロー以下に抑えられていることをみれば(図表3-3)、資金制約が投資を抑制しているようには見えない。ただし、ミクロ的に考えれば、リスクの高い事業のための資金需要があるにもかかわらず、銀行が貸し出しに応じない可能性も。しかし、この場合でも単純に「貸し渋り」ということは出来ず、「**事業リスクの高まり**」により**利鞘の薄い従来型の融資は出来なくなっている**ことがより根本的な問題。

したがって、「貸し渋り」か「資金需要低迷」かといういわば現象的な問題を考えるよりも、**a)国内における高収益機会の減少、b)事業リスクの高まり、が貸出残高の減少すなわち信用乗数低下のより根本的原因ととらえるべき**。この意味で、デフレの原因を単に銀行の「貸し渋り」という貨幣供給要因に求めるのは困難。

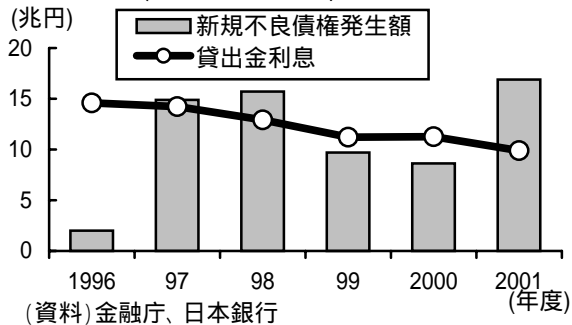
二)a)については、実体経済の問題として解決が図られなければならないが、b)は「**リスクマネーをいかに供給するか**」という**金融システムの機能にも関わる問題**。

その方法の一つとして、銀行の自己資本を増強してリスク耐久度を向上させることが指摘できるが、将来的に民主導の金融システムを再建するとの展望のもとで、金融機関のビジネスモデル転換が可能な環境を整備するほか、ベンチャーキャピタル、ジャンク債市場の育成等、金融システム全体の視野でこの問題は考える必要。

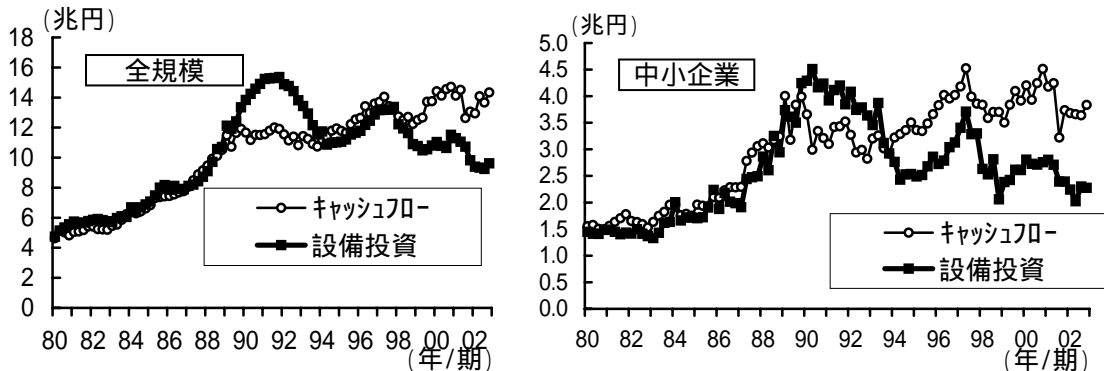
(図表3-1)国内銀行の貸出残高と国債保有残高



(図表3-2)貸出金利息と不良債権 (全国銀行へ-ス)



(図表3-3)キャッシュフローと設備投資



(4) 不良債権問題とデフレーション

イ) 以上の点に加え、不良債権問題とデフレの関係で言えば、もう一つの問題あり。

すなわち、不良債権問題がデフレに及ぼすルートとしては

キャピタル・クランチ(自己資本不足) 貸し渋り 通貨残高の減少

過剰債務の残存 一般物価デフレと資産デフレの悪循環

の2つが考えられる。このうち、の現実妥当性についてはすでにみた通り。

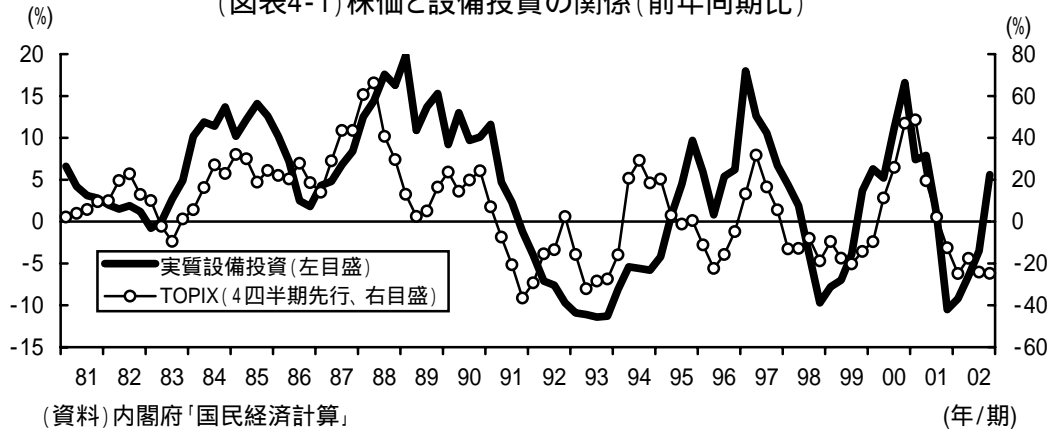
ロ) 一方、は以下のようなルートを通じて、**一般物価のデフレと資産デフレが連動して進む**という問題(図表4-1)。

a) まず、一般物価のデフレ進行は、過剰債務を持つ企業を中心に実質債務負担を重くし、設備投資よりも返済を優先させる。その結果、設備投資が抑制される一方、返済原資獲得のために株式・土地等の売却が行われる。

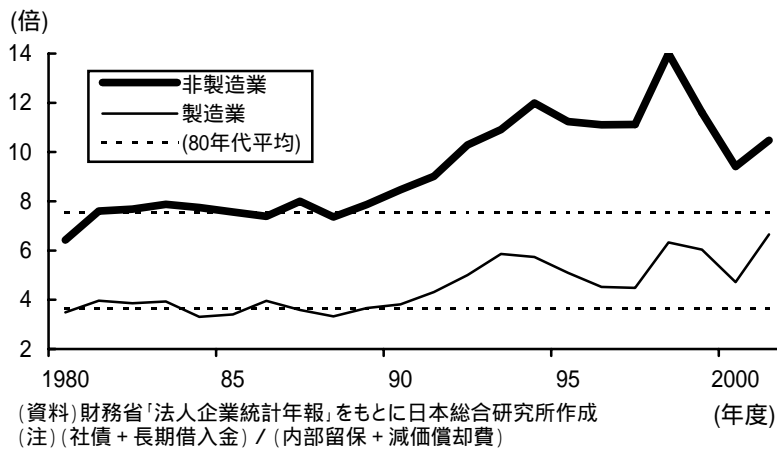
b) 設備投資抑制は景気悪化をもたらし、需給ギャップ拡大を通じて一般物価のデフレに拍車。一方、資産デフレの進行は、「時価会計」が導入されるもと、特別損失の増加を通じて企業収益を圧迫。また、担保としての資産価格下落は銀行貸出を減らす方向に作用。これらの結果、企業活動が停滞して景気が悪化、さらに一般物価のデフレを進めることに。

ハ) 以上のように見れば、**不良債権問題の裏側にある企業の過剰債務がデフレを増幅させる要因になっており、その意味では、銀行の「貸し過ぎ」の方がむしろ問題**ともいえる。この意味で、過剰債務をいかにして企業セクターからオフ・バランス化するかが重要な政策課題(図表4-2)。

(図表4-1) 株価と設備投資の関係(前年同期比)



(図表4-2) 長期債務対キャッシュフロー倍率の推移



2. 実物要因変動からみたデフレーションの原因

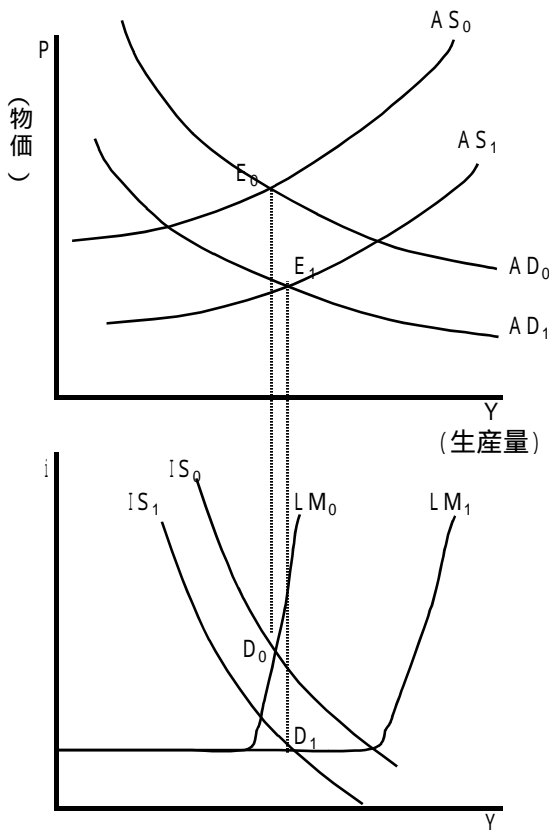
(1) AD-AS分析のフレーム・ワークからみたデフレの原因

イ) すでにみたように、日銀が金融緩和を進めてきた結果、金利の事実上の「ゼロ制約」に直面する現状はいわゆる「流動性の罠」の状況にあり、伝統的な金融政策ではAD曲線をシフトさせることはできない。このため、最近におけるデフレの要因は、直接的には貨幣供給以外の要因＝実物要因変動で説明可能。

ロ) マクロ経済学の標準的なフレーム・ワークである「AD-AS (総需要-総供給) 分析」からすれば、物価が下落するのは以下の2つのケースを指摘可能(図表5)。

- 1) AS曲線の右下方シフト...内外生産者の供給能力が向上するケースや生産コストが低下するケース。現在の状況では、アジア経済台頭に伴う現地の生産能力の向上や安価な労働力を活用した生産コストの引き下げ、あるいは、費用逓減型産業であるIT産業の成長、といった現象を具体的に指摘できる。
- 2) AD曲線の左下方シフト...国内生産者にとっての需要が減退するケース。具体的には、海外生産の輸出代替・輸入浸透度上昇による国内需要の海外流出、先行き不透明感拡大等を背景とする国内民需(投資・消費活動)の減退、公共投資の縮小、といった現象を指摘できる。

(図表5) AD-AS分析のフレームによる
90年代後半以降デフレの原因説明



(1) AS曲線のシフト(AS_0 、 AS_1)

アジア経済台頭に伴う世界的な供給能力の向上
生産コストの低下

(2) AD曲線のシフト(AD_0 、 AD_1)

IS曲線のシフト(IS_0 、 IS_1)

内需の減少...海外生産シフトに伴う設備投資の抑制、デット・デフレによる投資活動の抑制、公共投資の削減。
外需牽引力の低下...海外生産シフト、輸入浸透度の上昇

LM曲線のシフト(LM_0 、 LM_1)

継続的金融緩和の帰結としての「ゼロ制約」
「流動性の罠」に直面

(3) (1)(2)の過程で E_0 、 E_1 (D_0 、 D_1)にシフト

GDP(Y)がほとんど増えない一方、物価水準が下落。
通貨供給量を増やしても(LM曲線が右方にシフトしても)D点、ひいてはE点が動かず。

(2) グローバルな生産コスト低下の影響(AS曲線シフト要因)の大きさでは、～の実体経済要因は、それぞれどの程度物価押し下げに働いているのか。

イ) まず、アジア経済台頭に伴う現地の生産能力の向上や安価な労働力を活用した生産コストの引き下げの影響は、輸入浸透度の上昇が物価押し下げにどの程度寄与しているか、という問題に近似可能。すなわち、安価な労働力を用いた低廉なアジア製品の輸入増 高価な国産製品の代替(輸入浸透度上昇) 国内流通製品の平均価格の低下、というルートを通じて、国内物価が押し下げられている。

この点に関し、業種別パネルデータを用いて、輸入浸透度と設備稼働率を説明変数とする企業物価関数を推計したところ、99～2001年にかけては、輸入浸透度の上昇が企業物価を毎年約1%弱押し下げてきたとの結果(図表6-1・2)。企業物価と消費者物価の過去における相関関係から判断すれば、ここ数年間におけるの要因の財CPI押し下げ効果は0.5%程度(図表6-3)。

ロ) 費用逓減型産業であるIT産業の成長の影響については、分野別消費者物価の変動寄与度を算出すれば、2001年には0.4%ポイント程度押し下げ、2002年以降は徐々にマイナス幅が縮小(図表6-4)。IT産業のハード分野についてはアジアが生産拠点になっているため、相当部分が と重複しているものと考えられる。

(図表6-1) 業種別パネルデータによる輸入浸透度の物価押し上げ効果の計測

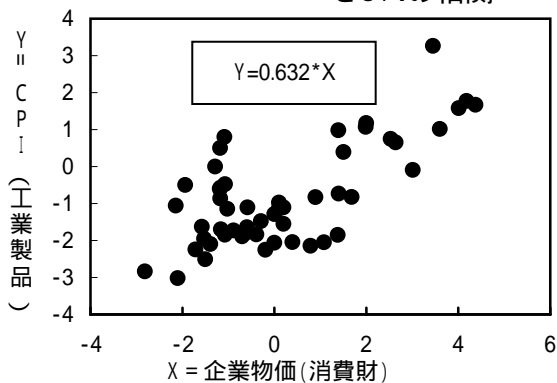
説明変数	パラメータ	t値	p値
輸入浸透度	-0.1008	-5.4276	0.0000
設備稼働率	0.0480	0.6117	0.5418
為替レート	0.0668	1.6413	0.1032
観測数			144
自由度修整済み決定係数			0.682

(注1) データは、鉄鋼、非鉄金属、金属製品、一般機械、精密機械、窯業・土石、化学、石油・石炭、紙パルプ、繊維の11業種についての、それぞれ1990～2000年の値。

(注2) 推計に当たっては、以下のような固定効果モデルを想定。
 $\ln P_{it} = \ln P_{it} + \ln CU_{it} + \ln ER_{it} + b_i \text{Dummy}_i + e_{it}$
 $i = 1, \dots, 11 \quad t = 1990 \text{年}, \dots, 2000 \text{年}$

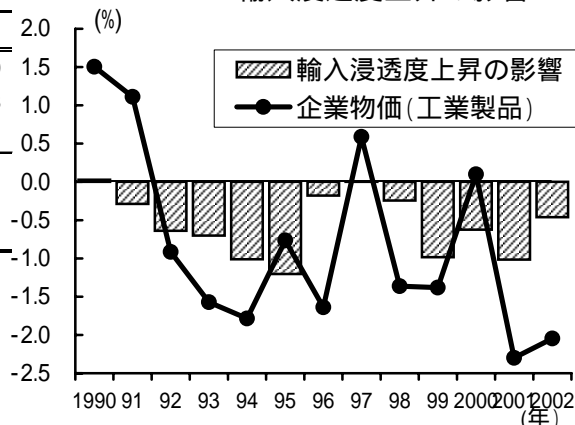
ここで、P: 企業物価指数(業種別) IP: 輸入浸透度(業種別)
 CU: 設備稼働率(業種別) ER: 為替相場
 Dummy: 産業別ダミー

(図表6-3) 商品分野における企業物価とCPIの相関



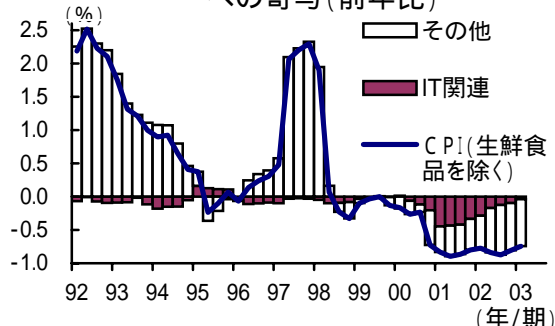
(資料) 総務省「消費者物価統計」、日本銀行「物価統計月報」

(図表6-2) 企業物価変動における輸入浸透度上昇の影響



(注) 輸入浸透度上昇の影響 = 輸入浸透度上昇率 × 企業物価の浸透度弾力性

(図表6-4) IT関連品目の消費者物価への寄与(前年比)



(注) IT関連品目は、以下の通り。固定電話通信料、移動電話通信料、受信料、インターネット接続料、通信機器、パソコン(デスクトップ型)、同(ノート型)、パソコン用プリンタ、ワープロの合計。ウエイトについては、1990～94年は90年基準、1995～99年は95年基準指数のものを使用。

(3) 相対価格変化と一般物価変動は無関係ではない

イ) ここで留意すべきは、以上のようなアジアからの安価な製品の流入が物価を押し下げているとの説明に対し、「相対価格変化と一般物価変動の混同」との批判あり。

すなわち、「アジアからの安価な製品の輸入の増加 実質所得の増加 サービス等アジアとの非競合財への需要増 アジアとの非競合財の価格上昇 一般物価は不変」というルートを通じ、相対価格が変動しても一般物価は必ずしも変動しないとの批判。

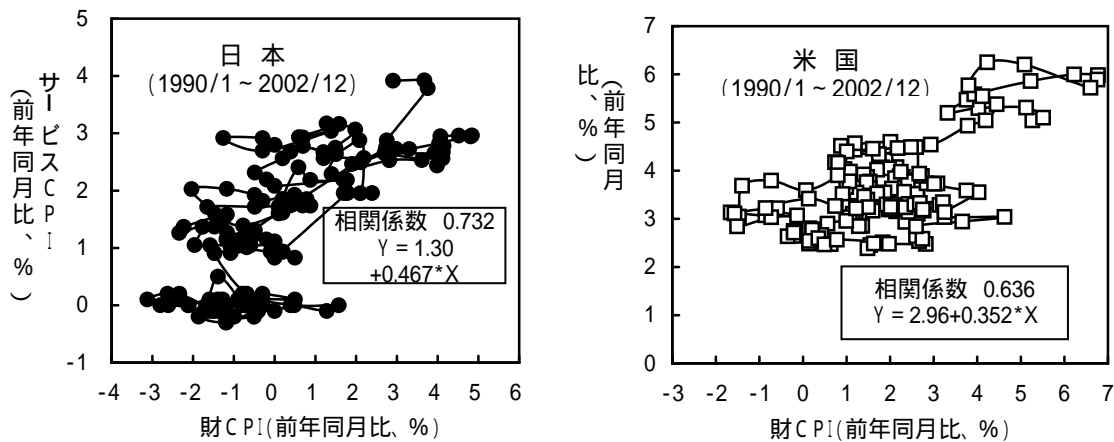
さらに、金融の量的緩和を行えば、為替相場不変のもとでアジアとの競合財価格が下落しても、非競合財への需要を増やして当該財の価格を押し上げることで、一般物価を引き上げることは可能との主張あり。

ロ) しかし、**財CPIとサービスCPIの現実の動きをみると、強い相関関係が観測される**(図表7-1)。その傾向は、例えばアメリカと比較してわが国において強く、日本における財CPIのサービスCPIに対する影響を、相関関係の時系列的变化を表したクロス・コレログラムによってみると、アメリカ対比長い期間にわたって影響が残ることが示される(図表7-2)。

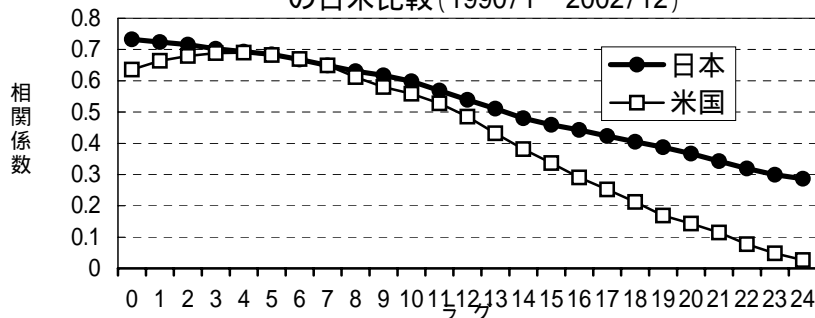
つまり、**現実のデータを見る限り、わが国では財価格の変化という「相対価格」の変化はサービス価格変動にも強く影響を及ぼすことで、「一般物価」の変動に少なからぬ影響を及ぼしている。**

ハ) ちなみに、アジアからの安価な製品の輸入増は欧米諸国も直面しているにもかかわらず、日本だけがデフレに陥っているのは、以上でみてきたように、わが国のみサービス価格が財価格下落の影響を受けて下落していることが大きな要因。

(図表7-1) 財CPIとサービスCPIの相関



(図表7-2) 財CPI・サービスCPIのクロス・コレログラムの日米比較(1990/1～2002/12)



(資料) 総務省「消費者物価統計」、
U.S. Dep of Commerce "Survey of Current Business"

二) こうした日本における財価格とサービス価格の相関の強さの背景には、以下のような事情を指摘できる。

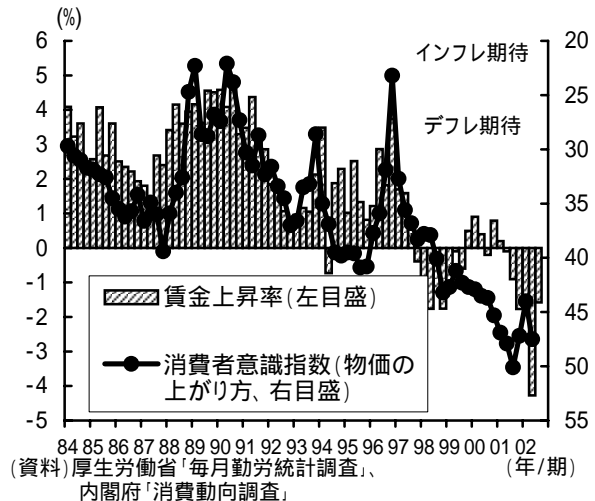
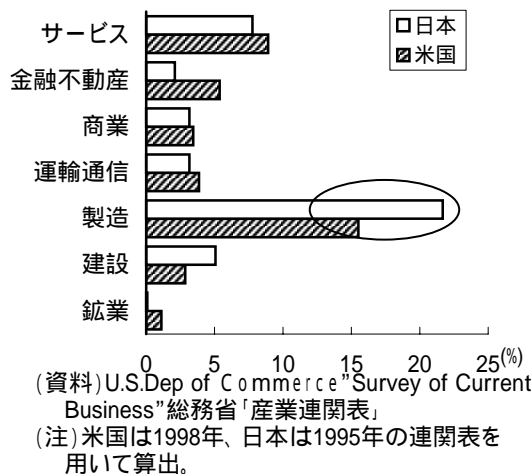
わが国特有の産業連関の構造... わが国では依然製造業の産業シェアが高い
うえ、製造業の他産業からの中間投入額がアメリカと比べて大きく、製造業の
コスト削減圧力が経済全体に影響を及ぼしやすい構造になっている(図表8-1)。

非製造業のバーゲニングパワーの弱さ... わが国の非製造業は、規制緩和が遅れてきた結果革新力に劣り、総じてみれば米国に比べ「サービス固有の付加価値」を十分提供できていない。このことが、製造業からのコスト削減圧力をサービス部門が受け容れざるを得ない状況をもたらしていると考えられる。

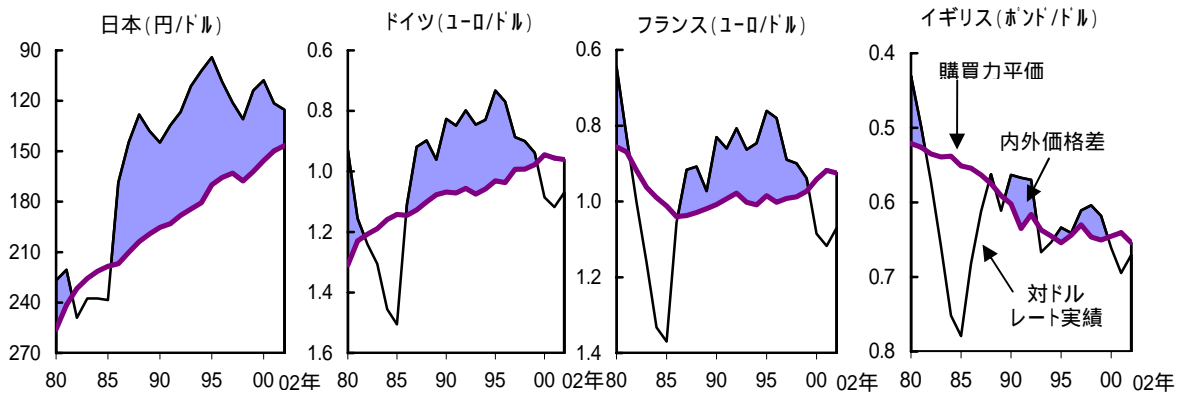
企業の価格・事業戦略様式... 「事業構造転換」よりも「コスト削減」を優先しやすい企業行動も相俟って、サービス価格に低下圧力。とりわけ、近年はコスト削減に向けて人件費削減姿勢が強まっており、そのもとでの名目賃金の下落が消費者の低価格志向を強め、サービス分野を含めた全般的な物価押し下げ圧力として作用している(図表8-2)。

ホ) なお、わが国のみデフレに陥った背景として、規制改革の遅れなどから公共サービス分野を中心に高コスト体質が残存し、経常黒字が存在するもとで円安が進まないことも相俟って、内外価格差是正圧力が根強く働いているとの事情も無視できず(図表8-3)。

(図表8-1) 産業別に見た他産業からの中間投入額 (図表8-2) 賃金変動率とデフレ期待の総産出額に対する比率の日米比較



(図表8-3) 内外価格差



(4) 需給ギャップ拡大 = 景気悪化の影響 (AD 曲線シフト要因) の大きさ
 イ) AD 曲線の左下方シフトは、需給ギャップの拡大による物価押し下げ効果と読み替えることが可能。

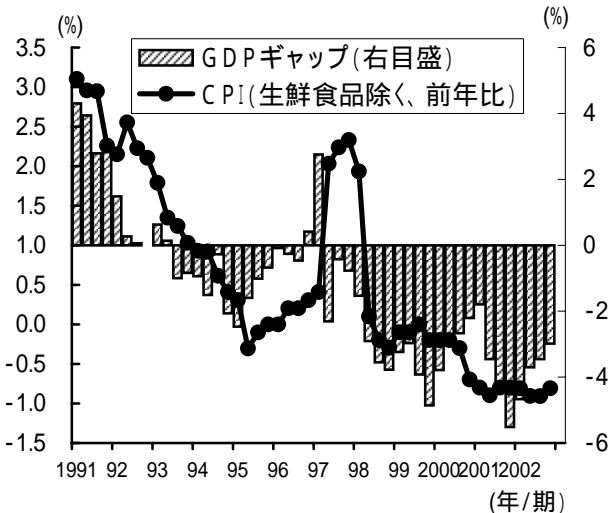
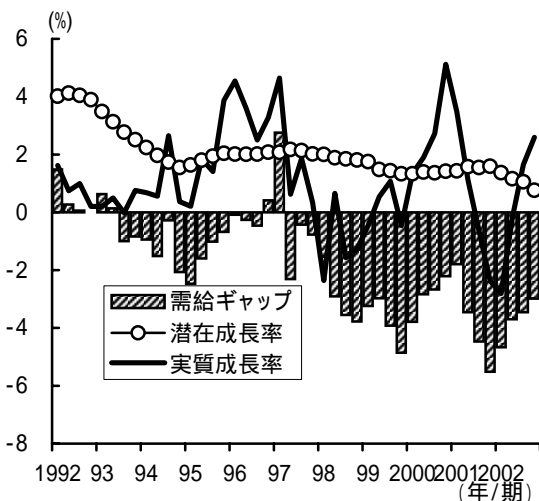
そこで、「成長会計」の手法により潜在成長率を推計し、**需給ギャップ(GDP ギャップ)を試算すれば、足許で約15兆円発生(図表9-1)。**

ロ) 需給ギャップと消費者物価変動には密接な関係。過去のデータをもとに推定すれば、**需給ギャップ1%が消費者物価を0.12%ポイント押し下げるとの関係が存在(図表9-2)。**

ハ) 98年以降、需給ギャップは2~4%程度発生。上記の需給ギャップと消費者物価変動との関係を勘案すれば、**2000~2002年にかけて、AD 曲線の左下方シフトに相当する需給ギャップの拡大により、0.2~0.4%程度、奇与率で6割程度の物価押し下げ効果があったものと試算される。**

(図表9-1) GDP ギャップの要因分析

(図表9-2) 消費者物価変動率と需給ギャップの推移



(注1) マクロ需給ギャップの試算方法は以下の通り、ただし、Y: 実質GDP、L: 就業者数、P: 労働力人口、e: 就業者/労働人口比率、h: 1人当たり平均労働時間、s: 稼働率、: 雇用分配率、を表すものとする。

$\ln Y = \dots \ln L_h + (1 - \dots) \ln K_s + TFP$ において、 $L = P \cdot \max e$ 、 $h = \max h$ 、 $s = \max s$ 、 $TFP = TFP$ のトレンド成長率を代入することで、 $\ln Y'$ (潜在GDP成長率) を算出。なお、 $\max p$ は p の接線上の値、 $\max h$ 、 $\max s$ は暦年ベースの最大値 ($\max h$ は所定内労働時間 + 最大所定外労働時間)。

日銀短観の設備判断D1、雇用判断D1により実際のGDP = 潜在GDPである基準時点を決め、それを基準に $\ln Y$ を用いて各期の潜在GDP水準を試算。

マクロ需給ギャップ = (現実のGDP - 潜在GDP) / 潜在GDP

(注2) 潜在成長率は後方8四半期移動平均値。

[単位根検定]

	ラグ	ADF統計量	5%有意点	10%有意点
CPI(生鮮食品除く、前年比)	5	-3.30	-3.44	-3.15
GDP ギャップ	0	-3.52	-3.51	-3.18

(注1) 検定に用いた自己回帰式は定数およびトレンドを含むもの。

(注2) CPIは月次、GDP ギャップは四半期データ。

(注3) ラグの決定はAIC基準に基づく。

[OLS推計]

非説明変数: CPI(生鮮食品除く、前年比)

説明変数	パラメータ	t値	p値
GDP ギャップ	0.120	2.393	0.021
トレンド	-0.057	-6.919	0.000
定数項	2.025	12.304	0.000
消費税ダミー	1.837	7.683	0.000
サンプル数		48	
R ²		0.871	

(注) 推計に用いたデータは1991/1-3 ~ 2002/10-12。

(5)無視できない資産デフレの影響

イ)ここ数年来の需給ギャップ拡大の要因を経済主体別にみると、家計部門および企業部門の活動水準低下が主因(図表10-1)。

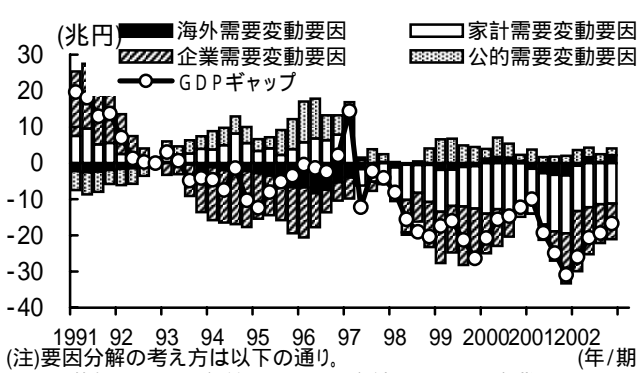
この背景には、以下のようなメカニズムが存在(図表10-2)。

- (a)人口伸び率が鈍化傾向にあるなか、失業率上昇を背景とする雇用不安の高まり、年金制度に対する信頼性の揺らぎ等を背景に、国内消費市場の成長力が低下。
- (b)一方、キャッチアップ過程の終焉は「事業フロンティア開拓の必要性」を高め、産業構造転換が遅れるなか、国内消費市場の成長率低下と相俟って、成長期待の低下、ひいては設備投資の低迷をもたらしている。

ロ)加えて、資産デフレと景気悪化の相互作用がデフレ・ギャップの発生を「常態化」させ、デフレの持続をもたらす構図がみられる。景気悪化のもとでの収益低迷が「期待収益率の現在価値」である資産価格を押し下げ一方、いわゆる逆資産効果が景気を下押し。試算によれば、こうした**資産デフレと景気悪化の相互作用により、90年代入り以降、消費者物価水準は2.5%(年平均0.2%)押し下げ**。

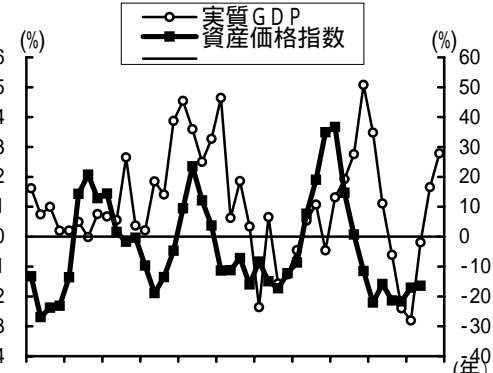
以上のように、**成長期待の低下が資産デフレを通じて増幅される形で景気悪化＝需給ギャップの拡大をもたらし、デフレが進行**。

(図表10-1) GDPギャップの要因分析 (図表10-2) 資産価格変動と成長率変動の推移



(注)要因分解の考え方は以下の通り。

Ys: 潜在GDP Yd: 実質GDP Yhd: 家計需要 Ycd: 企業需要
 PUB: 公的需要 NE: 外需
 添え字0のあるものはGDPギャップ=ゼロのときの値とすると、
 $GDP\text{ギャップ} = Yd - Ys$
 $= Yhd - (Yhd0/Yd0) * Ys + (Ycd - (Ycd0/Yd0) * Ys)$
 [家計需要変動要因] [企業需要変動要因]
 $+ (PUB - (PUB0/Yd0) * Ys) + (NE - (NE0/Yd0) * Ys)$
 [公的需要変動要因] [外需変動要因]



(資料)内閣府「国民経済計算」、日本不動産研究所「市街地価格指数」、東京証券取引所「東証統計月報」

(注)資産価格指数は、TOPIXおよび市街地価格指数を1995年の民間部門における株式および土地の保有総額によりウェイト付けて作成。

(図表10-3) 資産価格下落の成長率・一般物価への影響試算

[単位根検定]				
レベル変数	ラグ	ADF統計量	5%有意点	10%有意点
実質GDP	1	-2.66	-3.50	-3.18
資産価格指数	4	-3.50	-3.51	-3.19

[1次の階差変数]				
ラグ	ADF統計量	5%有意点	10%有意点	
1	-5.65	-2.92	-2.60	
3	-4.13	-2.93	-2.60	

(注1)検定に用いた自己回帰式は定数およびトレンドを含むもの。
 (注2)ラグの決定はAIC基準に基づく。

[共和分検定] 実質GDPと資産価格指数				
帰無仮説における共和分ベクトルの数		トレース検定統計量	最大固有値検定統計量	
無し	多くとも1つ			
	0.320	25.96*	18.51	
	0.144	7.46	7.46	

(注1)検定量の右肩の*は5%水準で帰無仮説を棄却。
 (注2)検定にあたっての式の特定化は共和分関係にトレンド、定数項を含み、VAR部分は定数項のみとした。
 (注3)ラグ次数はAIC基準により1とした。

[実質GDPと資産価格の長期均衡式]

$$\ln(\text{実質GDP}) = \ln(\text{資産価格指数}) + \text{タイムトレンド} + \text{定数項}$$

	係数の値
資産価格指数の係数:	0.4107
タイムトレンドの係数:	0.00599
定数項	4.165

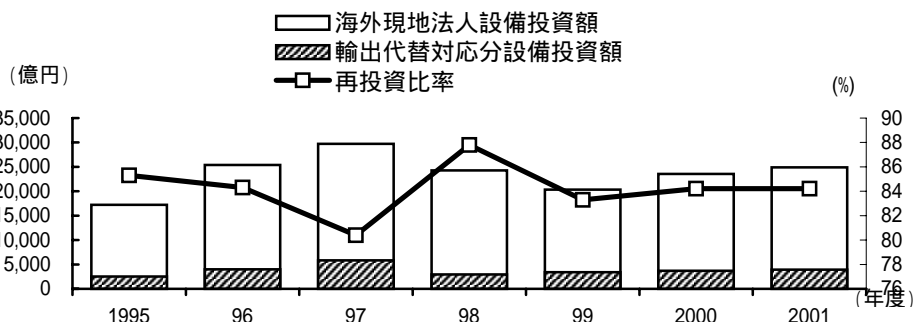
(注)推計に用いたデータは1990/7-9～2002/4-6の48。

[資産デフレと景気悪化の相互作用による物価押し下げ圧力の試算(1990年以降)] (%)

資産価格指数下落幅(1990-2002年)	-50.0
実質GDP下押し圧力(年平均)	-20.6
一般物価押し下げ圧力(年平均)	-2.5
	-0.2

- (6) グローバルな産業再編の物価押し下げ作用の大きさ
 以上の分析をもとに、中国台頭をはじめとするグローバルな産業再編がデフレにどの程度影響しているかについて試算すると、以下の通り。
- イ) まず、物価押し下げのルートとしては以下の4つを想定可能。
- (a) 安価な製品流入が、輸入浸透度上昇を通じて財価格を押し下げる効果
 - (b) (a)による財価格の下落が、生産連関を通じてサービス価格を押し下げる効果
 - (c) 外需変動が需給ギャップ拡大(縮小)を通じて一般物価を押し下(上)げる効果
 - (d) 海外生産シフトによる国内設備稼働率低下を通じた需給ギャップ拡大が、一般物価を押し下げる効果(図表11-1)
- ロ) それぞれのルートによる物価押し下げ効果の大きさを試算すると以下の通り。
- (a) 99年に0.23%、2000～2002年には0.48%押し下げ
 - (b) 7ページのクロス・コログラムを前提に試算すると、99年に0.06%、2000～2002年に0.20%押し下げ
 - (c) 99年に0.04%、2000～2002年に0.03%押し下げ。
 - (d) 海外現地法人の設備投資額のうち本国からの送金による実施分を「海外生産シフトによる国内設備投資抑制額」とすれば、99年に0.01%、2000～2002年に0.03%押し下げ
- ハ) 以上より、CPIが持続的な下落基調に転じる最初の年であった99年には、**グローバルな産業再編に伴う物価押し下げ作用は0.34%、寄与率では100%を上回っており、デフレ突入に際し、グローバルな産業再編が大きなインパクトになったことを示唆。**その後、**2000～02年におけるCPI下落のうち3分の1強がグローバルな産業再編の影響によるもの**と試算される(図表11-2)。なお、こうしたルートを通じた物価下落が、さらに企業収益を悪化させて景気悪化を招くという間接効果も含めれば、グローバルな産業再編による物価下落影響は一層大きいと考えられる。

(図表11-1) 海外生産拡大による設備抑制効果



(注) 輸出代替対応設備投資額 = 海外現地法人設備投資額 × (1 - 再投資比率)
 再投資比率...設備投資のための資金調達全体に占める日本からの出資金の割合

(図表11-2) グローバルな産業再編の物価押し上げ効果 (%)

	1995年	96	97	98	99	2000	2001	2002	2000～02
(1)安価な製品流入の国内財価格押し下げ効果	-0.28	-0.04	0.00	-0.06	-0.23	-0.14	-0.23	-0.11	-0.48
生産連関を通じたサービス価格押し下げ効果	-0.07	-0.05	-0.01	-0.01	-0.06	-0.07	-0.08	-0.06	-0.20
(2)外需変動による需給ギャップ拡大効果	-0.15	-0.22	-0.07	-0.02	-0.04	0.03	-0.08	0.02	-0.03
(3)海外生産シフトによる設備投資抑制を通じた需給ギャップ拡大効果	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	-0.03
合計	-0.50	-0.32	-0.08	-0.10	-0.34	-0.19	-0.40	-0.15	-0.74
消費者物価(生鮮食品除く、前年比)	-0.03	0.18	1.75	0.37	-0.10	-0.35	-0.82	-0.86	-2.02

3. 分析の結論と望ましい対応

(1) 分析の結論・含意

以上の分析結果とその含意をあらためてまとめると以下の通り。

イ) 現下のデフレは「貨幣供給要因」では説明できない

デフレが定着した99年以降は事実上の「流動性の罨」の状態にあり、**デフレの主因を金融政策の失敗に求めるのは無理**あり。

信用乗数の低下によって量的緩和が通貨残高の増加に結びつかない事態の背景として、不良債権問題を背景とする「貸し渋り」を指摘する声があるものの、借り手の財務体質悪化や事業リスクの高まりという資金需要側の要因も無視できず。つまり、**銀行行動を問題にする以前に、国内における高収益機会の減少および事業リスクの高まりという問題が底流にあり、不良債権を問題の起点とするのも妥当とはいえず。**

ロ) デフレの6割は成長期待低下を背景とする景気悪化＝需給ギャップ拡大が原因

高収益機会の減少および事業リスクの高まりは「成長期待の低下」をもたらしており、さらに、**成長期待の低下は資産デフレを引き起こして景気低迷を長期化。その結果としての需給ギャップの拡大が、2000～2002年のデフレの約6割を説明。**とりわけ、90年代入り以降地価・株価の下落傾向が続くなか、資産デフレと景気悪化の悪循環により、消費者物価水準が2.5%程度(年平均約0.2%)押し下げられたとの試算。2000～2002年時に限れば、寄与率は約4割。

ハ) 中国台頭等グローバルな産業再編はデフレ突入時の大きな要因

中国台頭をはじめとするグローバルな産業再編は、グローバルな財生産コスト低下による物価下押し影響、および、ネット外需(輸出-輸入)縮小、海外生産シフトに伴う国内投資抑制を背景とした需給ギャップ拡大影響の2つのルートを通じてデフレ圧力となる。これらは99年のデフレ突入時に際し大きな要因に。2000～2002年については、は4分の1程度を説明し、これに**およびの波及効果(サービス価格への波及)も含めれば、約3分の1がグローバルな産業再編を原因とするものと試算される。**

ロ) ハ)により、2000～2002年におけるデフレの原因をまとめると、**約6割が需給ギャップ拡大(その約3分の2が資産デフレと景気悪化の悪循環を背景としたもの)、約4分の1がグローバルな財生産コスト低下で説明され、残りの約15%は財生産コスト低下のサービス価格への波及効果のほか、流通革新や技術革新等の要因。**

ニ) 中国台頭の影響は「生産コスト低下作用」と「ネット外需変動による作用」を分けて考える必要

(a) 大幅な賃金格差の存在、(b) 中国を中心としたアジア諸国の生産構造高度化の方向性、を勘案すると、**今後中期的にも「グローバルな生産コスト低下による物価下押し影響」は根強く作用するものと判断。**

一方、「ネット外需(輸出-輸入)縮小、海外生産シフトに伴う国内投資抑制を背景とした需給ギャップ拡大影響」については、海外生産シフトの影響は引き続き作用するにしても、中国を中心としたアジア諸国の発展が**現地市場の拡大をもたらしていけば、輸出増加を通じて需給ギャップ縮小＝デフレ緩和要因として作用。**実際、このところ鉄鋼・化学等素材や乗用車の対中輸出が、現地市場拡大を背景に増加傾向。

ホ) コスト削減優先型の事業戦略にもデフレの要因の一端

わが国企業の「コスト削減」優先型事業戦略が、財価格低下という「相対価格変化」を「一般物価変動」に強く波及させている点でデフレ進行の一因となっており、**サービス固有の価値の追求、「事業構造転換」重視型戦略が民間企業に求められている。**

(2) 望ましい対応スタンス

分析結果のインプリケーションを踏まえた望ましい対応スタンスは以下の通り。

イ) 「流動性の罨」の状況下、日銀がいわゆる非伝統的手段を講じないことがデフレの原因だという議論もあるが、その有効性は文字通り「非伝統的」ゆえに不確実である以上、「インフレ目標」を設定してその具体的な手段は日銀に任せる、といった議論ではなく、**非伝統的政策の波及経路を個別具体的に検討し、その功罪を明らかにしたうえで、個別的政策手段ごとの導入の可否を議論すべき。**

ロ) 貸出残高減少の背景に「事業リスクの高まり」がある以上、「**リスクマネーを十分供給できる金融システム**」の構築が**目指されるべき**。その方法の一つとして、銀行の自己資本を増強してリスク耐久度を向上させることが指摘できるが、将来的に民主導の金融システムを再建するとの展望のもとで、金融機関のビジネスモデル転換が可能な環境を整備するほか、ベンチャーキャピタル、ジャンク債市場の育成等、**金融システム全体の視野でこの問題は考える必要**。

ハ) 成長期待の弱まりによるマイナスが資産デフレを通じて増幅されていることを勘案すると、税制面で株式・不動産投資の魅力を高めるほか、土地の収益性を向上させる都市再開発など、**資産デフレに歯止めをかける施策**が必要。

二) デフレの要因として、中国・アジア経済の発展等を背景とするグローバルな産業構造調整の影響は相当程度大きいだけに、既存産業分野のアジア・中国シフトのスピード調整、円安を通じた輸出産業を中心とした収益下支え、の面で**緩やかな円安が望まれる**状況。

ホ) ただし、中長期的に見れば、中国・アジア経済の経済発展は望ましい流れであり、国内産業の構造転換を通じて新たな分業関係を構築していくことにより、アジア向けビジネス拡大が新たな需要を喚起して需給ギャップを縮小させ、デフレを緩和させる効果を期待することは可能。

赤字国営企業問題等、現時点での中国経済の実力を勘案すれば、**大幅かつ急激な円安により中国からの輸入抑制・現地生産シフト抑止を図るという考え方は問題**。それは、今やアジア経済の成長の中心となりつつある中国経済の失速をもたらして、アジア経済全体を混乱させる恐れ。国内市場の成熟化への対応から、既に中国経済に深く入り込み始めている日本企業にとっても打撃。

ヘ) したがって、中長期的に見れば、**中国発展に対する姿勢としては、同国の成長を取り込むことで、緩やかなデフレ圧力が続くにしても日本の経済成長を促進させる形に持っていくことが望ましい対応スタンス**。具体的には、中国ビジネスにおける知的財産権の保護強化、中国・アジア現地法人収益の本国送金を促す法人税率引き下げ、中国・アジアからの観光客を呼び込む制度的整備(ビザ制度等)等)等)に取り組む必要。

ト) **サービス産業の自立性の向上、価格戦略転換(新規事業、ブランド戦略、受注型商品)によるアンチ低価格の追求、という方向性での民間企業の自助努力こそがデフレ脱却の王道**。政策的には、イノベーション喚起の支援に向けた規制改革、研究開発支出増等の施策を地道に行っていくほか、ビジネスモデル特許等独創的事業の「レント」保証政策、ダンピング規制など公正競争政策の展開も重要。