



JRI news release

デフレーションの評価と望ましい政策対応

～金融政策の限界と高コスト体質是正の必要性～

2001年5月9日

株式会社 日本総合研究所
調 査 部

本件に関するご照会等は調査部 山田・石川(03-3288-4245・4338)宛てお願い致します。

(Email : yamada.hisashi@jri.co.jp ishikawa.makoto@jri.co.jp)

【問題意識】

物価下落が長期化する一方景気の不透明感が強まるなか、政府はデフレーションを「持続的な物価下落」として改めて定義。国際基準に定義を合わせたという理由に加え、現下の物価下落に対するネガティブな基本認識を示すとの意図による。一方、技術革新・グローバル化に原因を求めるいわゆる「良い物価下落」論を先導してきた日銀が、3月19日、金融政策の操作目標の変更、当該政策の物価が上昇するまでの継続、等従来の主張を撤回するかのような金融緩和策を提示。その背景には、海外景気の予想を上回る減速を受けて、年明け以降景気の変調が明確化し、デフレスパイラルに突入するリスクが高まってきたとの経済情勢の変化を指摘可能。いずれにしても、この結果、「物価下落は悪いもの、阻止すべきもの」との見方が勢いを増し、物価論争は日銀の「敗北」で取り敢えず終結。この先物価下落が続けば、一段の金融の量的緩和策への圧力が容易に高まる状況にある。本レポートでは、こうした物価下落の影響、原因を改めて検討するとともに、金融の量的緩和が物価下落阻止に有効なのかという論点を軸に「デフレーション」に対するあるべき対処のあり方を考察する。

【要 旨】

1. 物価下落は企業・家計の支出性向に対し抑制的に働くため、直接的には景気に対しマイナスに作用。もっとも、中長期的にみれば、物価下落は企業の収益体質を強化し、経済の高コスト体質の是正を促す力となる。一方、生活者からみても、低コストで生活できる環境が作り出されるとのメリットも存在。

2. 政策的インプリケーションを引き出す意図から、物価下落の要因を「循環的要因」と「趨勢的要因」に大別すると、まずは財・サービスに対する需給関係の観点からは、「循環的要因」としての“景気悪化による物価下落”と、「趨勢的要因」としての“供給サイドにおける産業構造調整に伴う個別産業分野での価格低下（相対価格変化）”を指摘可能。後者については、具体的には、IT分野に典型にみられるような技術革新を原動力とするもの、カジュアル衣料品分野を代表例とする内外価格差の縮小プロセスを伴う低価格輸入品の流入、規制緩和を背景とする公共サービス分野の価格下落、といった事情を指摘できる。

さらに、現下の物価下落の要因として重要なのは、供給サイドの趨勢的要因を背景として形成された、デフレ期待の醸成・低価格志向の強まりといった“需要サイドからの一般物価押し下げ圧力”が「趨勢的要因」として存在すること。このため、「一般物価変動はモノとマネーの交換比率の問題であり、インフレ・デフレは貨幣的現象」という経済学の標準的な考え方が当てはまらない状況が生じており、マネーサプライを増やしてもデフレは払拭されないのがわが国の現局面といってよい。今後を展望しても、品質向上の著しい安価なアジア製品の流入による物価下落圧力が極めて大きいなか、供給サイド・需要サイド両面からの「趨勢的要因」による物価下落圧力は根強く作用する公算大。

3. 一方、今年に入って「循環的要因」である“景気悪化による物価下落”も無視できないファクターに。この意味で、景気悪化への対応として日銀が、一種の量的緩和策である新しい金融調整方式の導入に踏み切ったという姿勢は評価されよう。しかし、金融の量的緩和のみによるデフレ阻止の効果には疑問。「インフレ・デフレは貨幣的現象」とする経済学の標準的な考え方にに基づき、デフレ阻止に向けて一段の金融の量的緩和を実施すべきとの議論もあるが、内外価格差の是正圧力を底流に“供給サイドにおける産業構造調整に伴う個別産業分野での価格低下”が続くとみられ、その結果として、デフレ期待が醸成され低価格志向が強まることを通じ、“需要サイドからの一般物価押し下げ圧力”が強く働いていることを勘案すると、為替相場を一定とすれば、現実にはデフレ基調の解消は不可能に近い。マーシャルの k （マネーの名目GDPに対する比率）の上昇から判断しても、実はすでに実体経済に対してマネーは十分余っており、景気刺激にも物価上昇にもつながらずに行き場を失った過剰なマネーは、資産デフレが続くなか国債市場に流入し、史上最大級の財政赤字からすれば異常ともいべき低水準の長期金利という形で滞留。

4. このような構図からすれば、景気動向にかかわらず、今後数年にわたってデフレ基調が続くことが予想されるが、この間、日銀が一段の量的緩和を迫られ、長期国債の買いオペ拡大を通じて日銀が大量の国債を保有することを余儀なくされる可能性を否定できない。この場合、財政破綻を背景に長期金利の上昇が本格化していけば、景気悪化が深刻化するにとどまらず、中央銀行のバランスシート的大幅な毀損は不可避であり、それに伴い超円安が進行する恐れが生ずる。このときデフレは解消されようが、超円安を伴うハイパー・インフレ進行が懸念され、その帰結は国民生活水準の大幅低下とアジア経済ひいては世界経済の混乱という破滅的なものとなろう。

5. デフレが支出性向を低下させ、景気悪化を加速させやすい性格を有することを勘案すれば、現下の物価下落に対し、中央銀行が出来得る限りのことを行うのは当然。しかし、金融政策に出来ることには限界があることも事実。現下のデフレの底流には、アジア諸国の産業高度化と日本産業の活力低下という構図のもとでのグローバルな産業調整の動きがあり、それに伴う物価下落圧力を阻止することは金融政策では不可能。

こうした認識に基づけば、あるべきデフレーションへの政策対応とは、金融緩和の維持等を通じた緩やかな円安基調により、物価下落の加速に歯止めをかけつつも基本的にはデフレを甘受し、以下の3つの施策により、「成熟産業の効率化・合理化」とその過程で生じる余剰経営資源の「受け皿としての成長産業の創出」を同時に図ることで、産業高度化と低コスト体質の構築を通じて国内物価体系をグローバル水準に適応させ、来たるべき長期金利の本格的上昇に耐え得る強靱な経済体質を構築していくプロセスを、出来得る限り円滑に進める環境整備を行うことである。それは、中長期的には、国内高コスト体質を是正することで産業空洞化と構造失業を回避し、低コストで生活できる環境を整備することにつながる途であろう。

新産業・高付加価値産業の育成に向けた研究・教育投資の活発化や規制緩和・撤廃

産業基礎コストの引き下げに向けた競争政策の展開や基礎的生活コスト引き下げのための施策
企業分割等を活用した不採算部門の円滑かつ徹底的な整理と雇用のセーフティーネット強化

1. 物価下落の現状

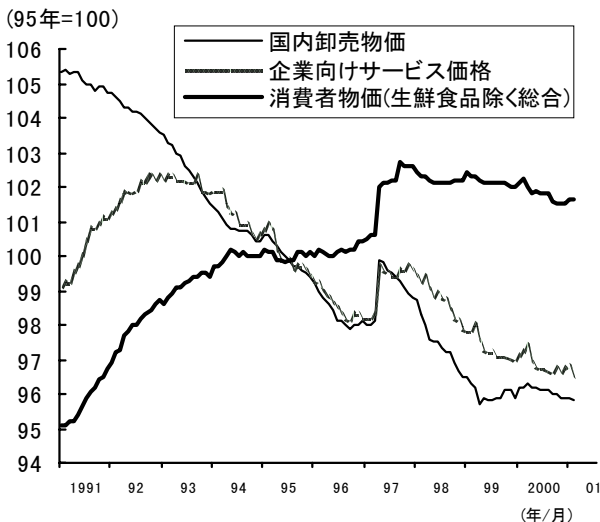
イ) 近年における物価動向を振り返ると、消費者物価、国内卸売物価、企業向けサービス価格ともに 98 年度以降 3 年にわたり下落傾向が持続。とりわけ、ここにきて消費者物価の下落幅の拡大が目立つ（図表 1）。

消費者物価動向を分野別に見ると、繊維製品・耐久消費財分野で下落が目立っているほか、ここにきてサービス分野での下落が加速（図表 2）。

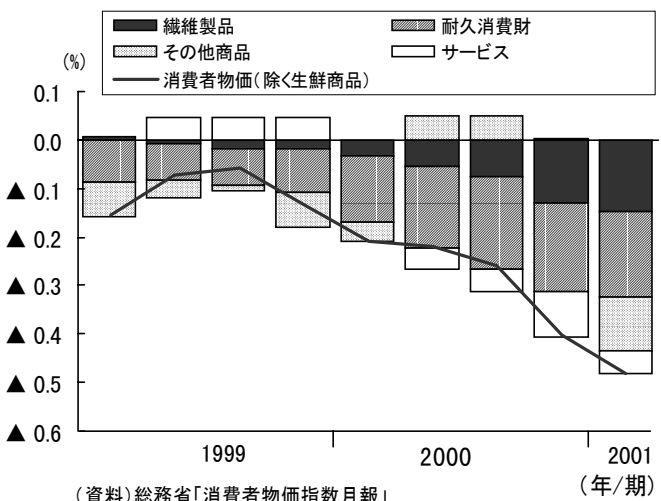
ロ) なお、消費者物価統計には上方バイアスがあることが指摘されている。これは バーゲン等一時的な安売りが対象外となっていること、新規業態の統計への反映が遅れること、基準時点での消費構成を前提としているため消費構成の低価格品へのシフトの影響を十分反映できないこと、等による。

ちなみに、価格下落が激しい衣料品分野では、家計調査を用いて試算した支出単価下落率と消費者物価下落率の間に約 10% ポイントもの乖離（図表 3）。また、消費財分野の国内卸売物価にマージンを加味して算出した消費者物価の試算値下落率（2000 年）は、消費者物価指数下落率を 1.3% ポイント下回る（図表 4）。

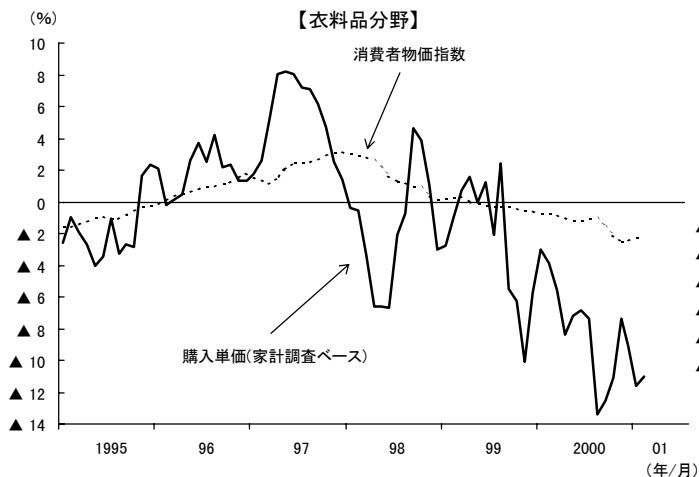
（図表 1）諸物価の推移



（図表 2）消費者物価の品目別推移＜前年同期比＞

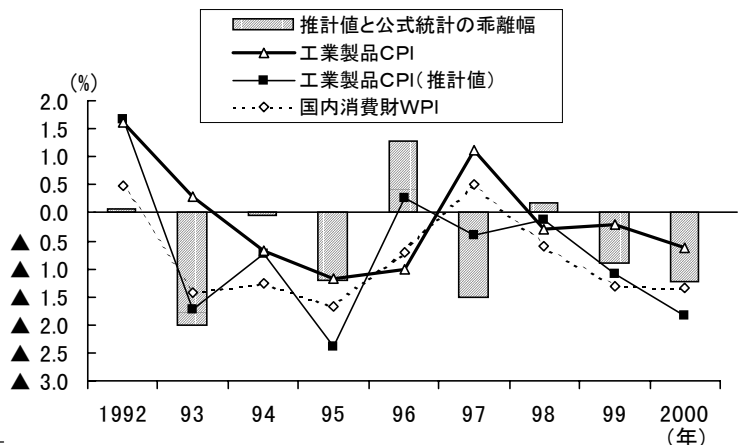


（図表 3）支出単価と消費者物価の比較



(注1) 採用品目は、前年比騰落率が比較可能な32品目。
(注2) 後方3ヵ月移動平均値の前年比。

（図表 4）卸売物価統計から推計した消費者物価＜前年比＞



(資料) 総務省「消費者物価統計」、日本銀行「卸売物価統計」、財務省「法人企業統計季報」

(注) 工業製品CPIの推計値は、消費財WPIにマージン係数（小売業における売上高原価比率）を乗じたもの。なお、ここでいうマージン係数は、法人企業統計季報における資本金1億円企業のデータを使用。

2. 物価下落の影響

イ) 物価下落は、基本的に企業行動にとって抑制的に作用。これは、売上単価の下落は売上数量を一定とすれば売上高の減少をもたらすため、1%の物価下落は企業業績（経常利益）を6%押し下げる。加えて、実質的な債務負担を増大させ、1%の物価下落はキャッシュフロー1.6カ月分の返済負担増となる（図表5）。

ロ) 一方、家計に対する影響については、実質所得面ではプラスに作用。これは、物価下落は名目所得を一定とすれば実質購買力の増大を意味するため。確かに、物価下落は企業業績悪化を通じて名目所得を押し下げるが、その影響を加味してもネットでは若干のプラス（図表6）。

もっとも、実質所得は増加しても、持続的な物価下落は財・サービスの値下がり期待を醸成させるため、消費活動に対し抑制的に作用。加えて、住宅ローンなど債務を抱える世帯については、物価下落は実質債務負担を増やすため、消費にマイナスに作用。

ハ) 以上のように、物価下落は企業・家計の支出性向に対し抑制的に働くため、直接的には景気に対しマイナスに作用。もっとも、中長期的にみれば、物価下落は企業の収益体質を強化し、経済の高コスト体質の是正につながる。加えて、生活者からみても、低コストで生活できる環境が作り出されるとのメリットも存在。

（図表5）物価1%下落の企業への影響

	経常利益 (兆円)	物価1%下落に伴う 経常利益減少幅	
		(兆円)	(%)
全産業	38.76	▲ 2.40	▲ 6.21
製造業	17.88	▲ 0.88	▲ 4.91
非製造業	20.88	▲ 1.52	▲ 7.30
特定3業種	6.01	▲ 0.49	▲ 8.10

（注1）物価下落に伴う売上減－変動費減のネット効果を算出
（売上高変動費比率は一定と想定）。

（注2）前提の売上高、変動費、経常利益水準は、
2000年7～9月期の年率換算値。

（注3）特定3業種は、建設・小売・不動産。

	長期債務 キャッシュ フロー倍率 (倍)	物価1%下落に伴う キャッシュフロー倍率 上昇幅	
		(倍)	(ヵ月分)
全産業	5.83	0.13	1.56
製造業	3.48	0.07	0.84
非製造業	7.32	0.16	1.92
特定3業種	14.01	0.45	5.40

（注1）長期債務＝社債＋長期借入金
キャッシュフロー＝経常利益×0.5＋減価償却費

（注2）試算の考え方は、
物価下落→経常利益減少（左表の試算結果を用いた）
→キャッシュフロー減少→長期債務キャッシュフロー倍率上昇

（注3）前提の長期債務キャッシュフロー倍率は、
2000年7～9月期の値（季節調整値）。

（図表6）物価1%下落の家計への影響

物価1%下落 に伴う 名目賃金の減少	実質購買力 の 上昇	ネット効果
▲0.9%	+1.0%	+0.1%

（注）試算の考え方は、
（i）物価下落→経常利益減少（図表5の試算結果を用いた）
→人件費減少（労働分配率は一定と想定）
（ii）物価下落→実質購買力の上昇

	前提				物価1%下落後の		
	年収	貯蓄	負債	ネット貯蓄高	実質貯蓄 対年収比 変化幅 (%ポイント)	実質負債 対年収比 変化幅 (%ポイント)	ネット貯蓄高 対年収比 変化幅 (%ポイント)
		(対年収比)	(対年収比)	(対年収比)			
平均	755.0万円	1737.7万円 (230.2%)	577.3万円 (76.5%)	1160.4万円 (153.7%)	2.0	0.7	1.4
住宅ローン返済 保有	925.7万円	1353.4万円 (146.2%)	1702.1万円 (183.9%)	▲348.7万円 (▲37.7%)	1.3	1.6	▲ 0.3
非保有	681.5万円	1903.2万円 (279.3%)	93.0万円 (13.7%)	1810.1万円 (265.6%)	2.5	0.1	2.4

（注）試算の前提は、（i）物価下落に伴い、名目年収が0.9%減少、（ii）物価下落後の名目貯蓄残高、名目負債残高は不変。

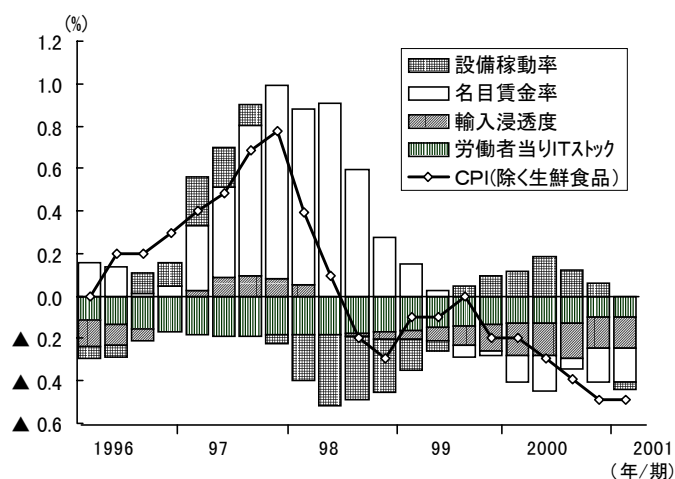
3. 物価下落の要因—数量的分析

イ) 政策的インプリケーションを引き出す意図から、物価下落の要因を「循環的要因」と「趨勢的要因」に大別すると、まずは財・サービスに対する需給関係の観点からは、「循環的要因」としての“景気悪化による物価下落”と、「趨勢的要因」としての“供給サイドにおける産業構造調整に伴う個別産業分野での価格低下（相対価格変化）”を指摘可能。さらに、現下の物価下落の要因として重要なのは、供給サイドの趨勢的要因を背景として形成された、デフレ期待の醸成・低価格志向の強まりといった“需要サイドからの一般物価押し下げ圧力”が「趨勢的要因」として存在すること。

ロ) これらの要因についての数量分析を試みると、まずは“供給サイドにおける産業構造調整”に伴う趨勢的要因（「労働者当りITストック」および「輸入浸透度」の寄与）が大きく影響している（図表8）。このほか、“需要サイドからの一般物価押し下げ圧力”も無視できない影響（「名目賃金率」の寄与）。その背景には、競争激化に伴い価格破壊の動きが広がるもと家計にデフレ期待が浸透する一方、そうした環境下で企業が低コスト体質構築に向けて賃金抑制傾向を強めるなか、右肩上がりの収入増加期待が薄まり、生活水準維持のために家計の低価格志向が強まっているとの事情を指摘可能（図表9）。

一方、循環的要因については、2000年中にはむしろ物価押し上げに作用。しかし、2001年に入って、循環的要因は物価押し下げに転じており、景気悪化と物価下落が同時進行する局面に。

（図表8）物価変動の要因分析＜前年同期比＞



（注1）要因分析に用いた物価関数は以下の通り。

$$\ln(\text{CPI(除く生鮮食品)}) = 3.29 + 0.374 * \sum (\text{名目賃金率}, t \text{ to } t-3) / 4$$

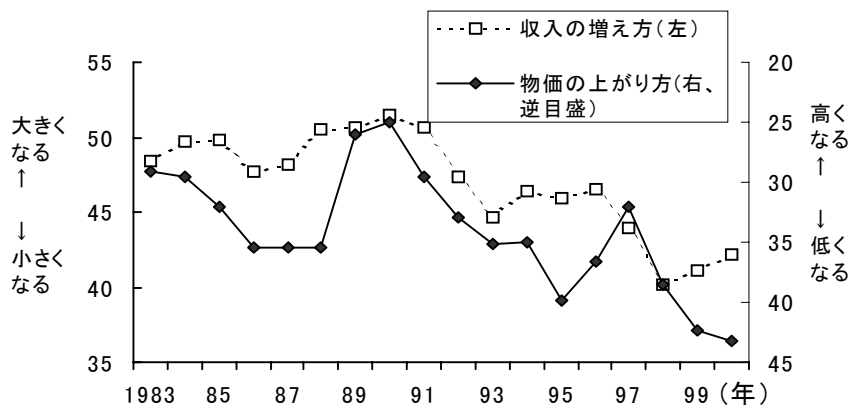
$$-0.0188 * \sum (\text{労働者当りITストック}, t \text{ to } t-3) / 4$$

$$-0.0844 * \sum (\text{輸入浸透度}, t \text{ to } t-3) / 4$$

$$+0.000314 * (\text{設備稼働率})$$

 自由度修正済みR²=0.752
 推計期間：93年1-3月～2000年10-12月
 （注2）消費者物価指数は消費税率引き上げの影響調整済み
 （注3）2001年1-3月期の変動要因寄与度は設備稼働率は1-2月値、それ以外は2000年10-12月期と同じ値を使用。

（図表9）消費者意識指標の推移



（資料）内閣府「消費動向調査」

4. 根強い物価下落のトレンド

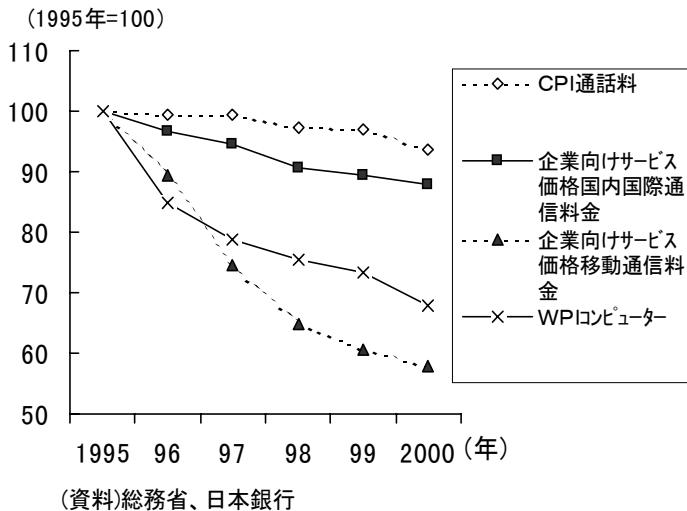
現下の物価下落トレンドの底流にある“供給サイドにおける産業構造調整に伴う個別産業分野での価格低下”は、今後しばらく作用し続けるとみられる。

IT供給分野の技術革新は、革新自体が進行中であること、通信料金分野などで内外価格差が大きいこと、等を勘案すると依然IT関連製品・サービスの価格は下落の方向（図表10）。

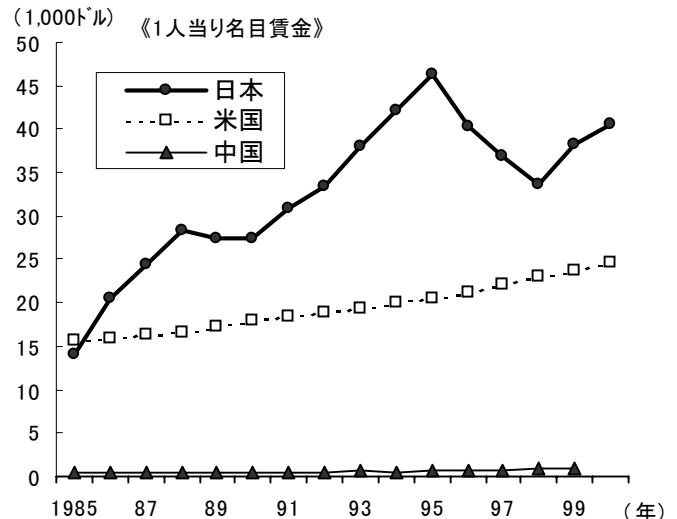
財分野の内外価格差は対欧米では縮小したが、賃金をはじめとした生産コスト面でアジア対比膨大な価格差が残存（図表11）。近年、アジア諸国とりわけ中国の技術水準向上により、品質面で日本製品対比見劣りしなくなっており、安価で良質なアジア製品の流入圧力は極めて大きい（図表12）。加えて、世界規模での「eマーケットプレイス」の台頭により、グローバルなスケールで最低コスト部品・製品の調達が可能となりつつあることも、財価格の低下を促進。

エネルギー、医療等規制分野への競争原理導入が進み、内外価格差是正に向けた公共サービス価格の下落も進む（図表13）。

（図表10）IT関連財・サービス価格の推移

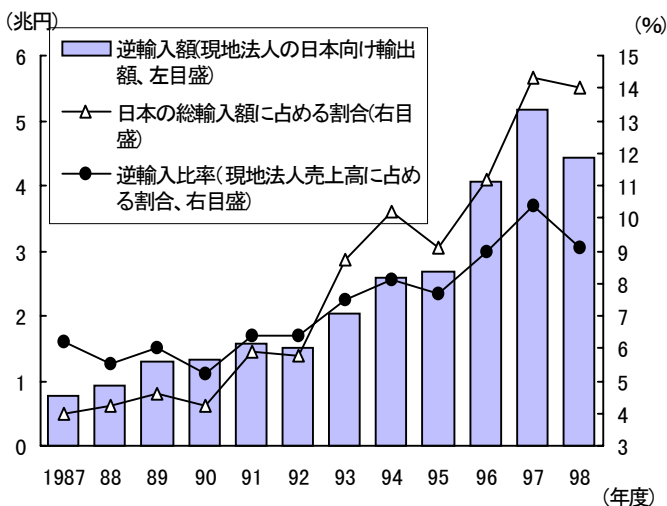


（図表11）内外賃金価格差の推移



（図表12）わが国企業の逆輸入の状況

<石油石炭、木材紙パ、食料品を除く製造業ベース>



（図表13）公共料金の内外価格差

<1999年11月>

(各国に対する日本の倍率、倍)

	対アメリカ	対イギリス	対ドイツ	対フランス	備考
電気	1.17	1.64	1.17	1.55	280kwh使用時月額
ガス	1.95	3.37	1.80	2.13	55万kcal使用時月額
水道	2.54	1.04	0.62	1.12	20立方m使用時月額
郵便	2.13	1.67	1.17	1.44	国内封書
一般加入電話	0.74	0.48	0.71	0.77	平日昼間3分間
携帯電話	1.72	2.16	1.41	1.65	200km超・平日昼間3分間
基本料	1.17	1.03	1.09	1.25	
通話料	0.36	0.61	0.79	0.76	区域内・昼間3分間
国際電話	0.28	1.15	1.60	2.32	昼間3分間
国内航空運賃	0.55	0.60	0.58	0.71	普通運賃
鉄道	0.73	0.87~0.92	1.30	1.28	特急100km
地下鉄	0.94	0.62	1.03	1.08	初乗り
バス	1.17	1.09	1.29	1.35	初乗り
タクシー	1.81	1.36	1.50	2.45	昼間5km
高速道路	-	-	-	2.99	普通乗用車100km

（資料）内閣府「物価レポート2000」をもとに日本総合研究所作成。

（注1）内外価格差算出に用いたレートは、IMF1999年平均レート。

具体的には、1ドル=113.91円、1ポンド=184.33円、1マルク=62.05円、17フラン=18.5円。

（注2）シャドウ部分は、1.00倍を上回っている項目。

5. 政策対応のあり方—金融政策の限界

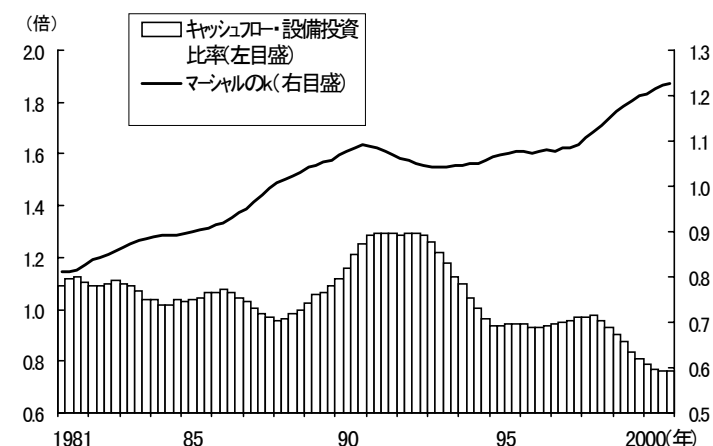
すでにみたように、2001 年入り以降循環的要因が物価下落に作用しはじめ、景気悪化と物価下落が同時進行する局面に突入。この意味で、物価下落を「良い物価下落」として放置することはできない状況に。こうしたなか、日本銀行は3月19日、金融市場操作目標を量的目標に変更、長期国債の買入れ増額、物価が上昇基調に転じるまで新金融市場調節方法を採用、などを決定。

今般の日銀の政策変更に対し、「一般物価変動はモノとマネーの交換比率の問題である」という経済学の標準的な考え方にに基づき、より積極的に物価の引き上げを意図して一段の量的緩和を実施すべきとの議論もあるが、内外価格差の解消圧力を底流に“供給サイドにおける産業構造調整に伴う個別産業分野での価格低下”が続くとみられ、その結果として、デフレ期待が醸成され低価格志向が強まることを通じ、一般物価についても需要サイドから押し下げ圧力が強く働いていることを勘案すると、為替相場を一定とすれば、現実にはデフレ基調の解消は不可能に近い。

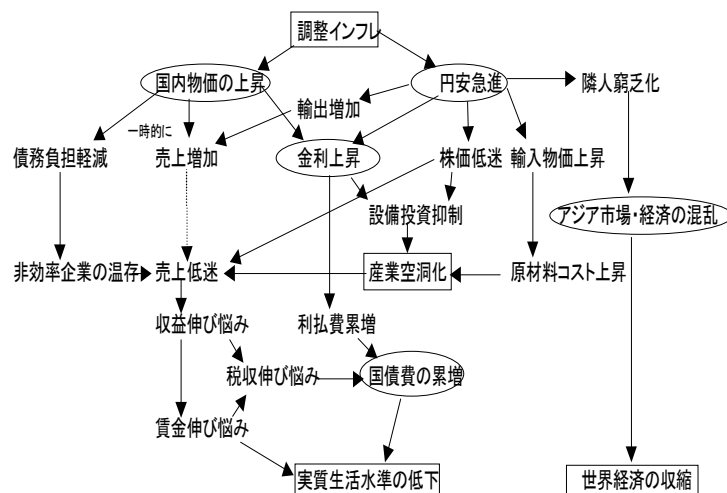
さらに、キャッシュフロー設備投資比率が低下傾向にある一方、マーシャルのk（マネーサプライ/名目GDP）が急上昇していることから判断して、現下の日本経済では、マネーを増やしても物価の上昇につながらないと同時に実体経済も刺激されず、実はすでに実体経済規模に対してマネーは過剰な状態にある（図表14）。資産デフレが続くなか、行き場を失ったマネーは国債市場に流れ込み、人類史上最大級規模の財政赤字からすれば異常な低水準の長期金利の形で滞留している。

このような構図からすれば、景気動向にかかわらず、今後数年にわたってデフレ基調が続くことが予想されるが、この間、日銀が一段の量的緩和を迫られ、長期国債の買いオペ拡大を通じて日銀が大量の国債を保有することを余儀なくされる可能性を否定できず。この場合、財政破綻を背景に長期金利が本格上昇に転じれば、景気の落ち込みが深刻化するととどまらず、中央銀行のバランスシートの大幅な毀損は避けられず、それに伴い超円安が進行するであろう。このときデフレは解消されようが、超円安を伴うインフレの進行の帰結は、国民生活水準の大幅低下とアジア経済ひいては世界経済の混乱である（図表15）。なお、超円安の進行は景気にプラスに作用するため、こうした破滅的な帰結は回避され得るという見方もあるが、ここ数年来企業活動のグローバル化が進み、為替変動に左右されにくい輸出構造が構築され、一方で輸入品価格が為替の影響を受けやすくなっていることを勘案すると、円安のプラス効果を過大評価すべきではない。

（図表14）キャッシュフロー設備投資比率とマーシャルのKの推移 （図表15）調整インフレの帰結（フローチャート）



（資料）内閣府「国民経済計算年報」、日本銀行「経済統計月報」、財務省「法人企業統計季報」



6. 政策対応のあり方—高コスト体質是正こそ本道

現下の物価下落には趨勢的な要素、すなわち、供給サイドにおける技術革新・内外価格差の是正等産業構造調整に伴うものに加え、需要サイドではデフレ期待の醸成・低価格志向の強まりといった要因が大きいのであり、景気が回復基調にあったとしても、基本的には物価の下落基調は持続するとみるべき。すなわち、現下のデフレの底流には、アジア諸国の産業高度化と日本産業の活力低下という構図のもとでのグローバルな産業調整の動きがあり、それに伴う物価下落圧力を阻止することは金融政策では不可能。内外価格差の是正のプロセスは、「鎖国」が不可能となった今日のグローバル経済において、原理的には、内外価格差が解消に向かうまで持続する筋合いのもの。

その具体的な解消ルートとしては、グローバルな価格競争の影響を受けないほど品質の高い製品・サービスを提供できるよう産業構造を高度化すること、および、国際的にみたコスト競争力を回復すること—に大別できる。さらに、後者については、国内の高コスト体質を是正するルートのほか、円安によって国際価格でみた競争力を回復するルートがある。つまり、原理的には 産業高度化、低コスト化、円安進行の3つの合わせ技で内外価格差は縮小していくことになる。

このうち、金融の量的緩和のみに頼ったデフレ阻止策、より極端には「調整インフレ政策」は、高コスト体質是正の遅れの「結果」としてのデフレを軽視し、景気悪化の「原因」としてのデフレを必要以上に強調することで、結果的にはいずれ超円安の進行に頼って暴力的に内外価格差を縮小させる手法といえ、それが甚大なマイナスの副作用を惹起することは検討した通り（注）。

（注）財務省主導による円安水準での固定相場制度への一時的復帰という選択肢もあり、この方が中央銀行のバランスシートの悪化を和らげ円暴落を阻止する可能性を持つかもしれない。しかし、いずれにしろ隣人窮乏化政策であることは変わりなく、現時点で採り得る政策ではないであろう。

このように整理すれば、望ましい物価正常化へのプロセスは、基本的にはデフレ基調そのものを甘受したうえで、「成熟産業の効率化・合理化」とその過程で生じる余剰経営資源の「受け皿としての成長産業の創出」を同時に図ることで、産業高度化を進めつつ低コスト体質を構築し、主体的に内外価格差を是正していくことである。それは、中長期的には、国際競争力の観点からすれば高過ぎる国内物価体系をグローバル水準に適合させることで、産業空洞化と構造失業を回避し、低コストで生活できる環境を整備することにつながっていく。

その実現のためには、痛みを伴う民間部門の改革努力が基本となる。ただし、デフレが景気悪化を引き起こし易いことを勘案すると、低金利政策の維持等により緩やかな円安基調によってデフレの加速に歯止めをかける必要はあるものの、あくまで政策の支柱は、新産業・高付加価値産業の育成に向けた研究・教育投資の活発化や規制緩和・撤廃に加え、産業基礎コストの引き下げに向けた競争政策の展開や基礎的生活コスト引き下げのための施策、さらには企業分割等を活用した不採算部門の円滑かつ徹底的な整理と雇用のセーフティーネット強化—等により、産業高度化と低コスト体質の構築を通じて国内物価体系をグローバル水準に適応させ、来たるべき長期金利の本格上昇に耐え得る強靱な経済体質を構築していく民間主体のプロセスを、出来得る限り円滑に進める環境整備を行うことであろう。