

## 1. はじめに

物価は、経済の動きを測る物差しであり常に注目されている。かつては、物価の問題とはインフレであった。第1次石油危機の時には消費者物価上昇率は1974年23.2%になり、狂乱物価といわれた。この第1次石油危機での物価高騰の教訓を生かし、第2次石油危機の時には適切な政策対応によってマイルドな物価上昇（1980年、7.7%の消費者物価上昇）にとどめることができた。

しかし現在においては、物価問題とはデフレ、すなわち物価の下落が問題となっている。デフレは一時的な現象ではなく、1990年代から長期間続いている問題であり、2009年以降一層深刻化している。デフレは、日本だけでなくアメリカをはじめとして先進国共通の問題ともなっている。

デフレが懸念されているのは、デフレが低迷している景気をさらに下押し、景気低迷が深刻化することにある。すなわち、デフレと景気とで悪循環が生じている。いわゆるデフレ・スパイラルである。現在の日本が抱える大きな問題としては財政赤字、国際競争力の低下、年金財政等、数多くあるが、このうちの1つがデフレ・スパイラルである。デフレ・スパイラルから脱出するためには、まずデフレ・スパイラルとは何か、そしてどのようなメカニズムで生じるのかを把握することが必要であろう。そのうえで、デフレ・スパイラルへの対応策を検討することが求められる。

本レポートは、デフレ・スパイラルの危惧が一段と強まっている2009年以降に焦点を当てて検討したものである。論述の順番は次のとおりである。まずデフレ発生の原因を取り上げ、次にデフレが实体经济に及ぼすマイナスの影響を取り上げ、そして最後に政策対応を検討することにする。

## 2. デフレ発生の原因

(1) まず物価の現状を確認しておくことにする。物価の動きを、代表的な物価指数であるGDPデフレーター、国内企業物価、消費者物価でみることにする。

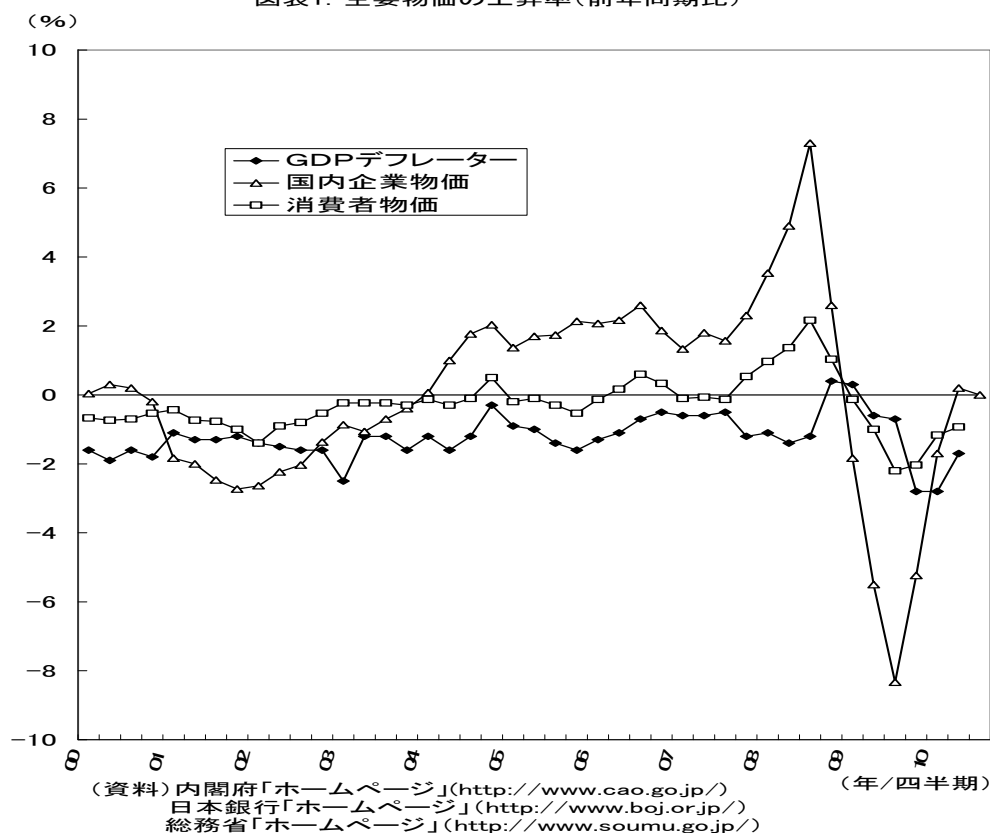
GDPデフレーターは、わが国が生み出した付加価値の物価をあらわすものであり、カバーレッジは3つの物価の中では最も広い。一方、国内企業物価は、企業間で取引される財の物価を示したものであり、实体经济の動向を最もよく反映する。また消費者物価は、消費者が購入する財・サービスの物価を表すものであり、生活実感に最も近いものである。

図表1は、上記3つの物価の2000年以降の動きを、前年同期比上昇率・四半期ベースで

示したものである。各物価とも、総じてゼロないしマイナスで推移しており、特にリーマンショックの2009年以降、落ち込みが著しい。GDPデフレーター、消費者物価の2010年4～6月期上昇率は、それぞれマイナス1.7%、マイナス0.9%である。また国内企業物価は2009年に大きく落ち込んだ後、2010年に入りマイナス幅は大幅に縮小したものの同7～9月期には依然としてゼロ%に止まっている。

今みたように、デフレは長期間にわたって続いているが、以下ではデフレが一層顕著になった2009年以降に焦点を絞ることとする。

図表1. 主要物価の上昇率(前年同期比)



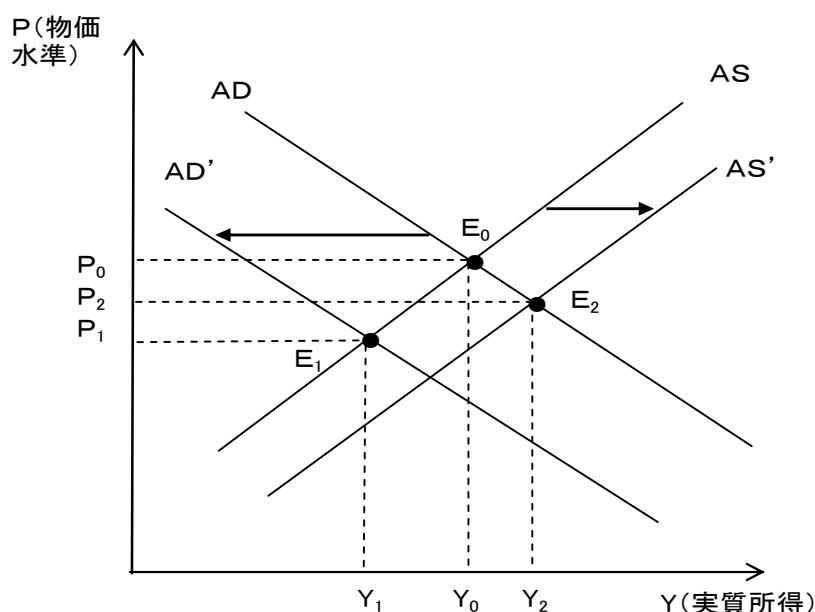
(2) 現状わが国は深刻なデフレの状況にあることをみてきたが、次にデフレの原因について検討する。デフレ(物価の下落)が生じる原因としては、そもそも大きく2つある。1つは、総需要の減少であり、もう1つは総供給の拡大である。

図表2は総需要曲線・総供給曲線を示したものである。輸出が減少した場合のように総需要が減少すると、すなわち、総需要曲線が左にシフトすると(AD→AD')、均衡点はE<sub>0</sub>からE<sub>1</sub>に移る。物価水準はP<sub>0</sub>からP<sub>1</sub>に下落し、また実質所得(生産額)はY<sub>0</sub>からY<sub>1</sub>に減少する。一方総供給が拡大すると、すなわち総供給曲線が右にシフトすると(AS→AS')、均衡点はE<sub>0</sub>からE<sub>2</sub>に移る。物価水準はP<sub>0</sub>からP<sub>2</sub>に下落するが、実質所得(生産額)はY<sub>0</sub>からY<sub>2</sub>に増加する。

このように物価下落は、総需要曲線が左にシフトしても（減少しても）、また総供給曲線が右にシフトしても（拡大しても）生じるが、実質所得（生産額）は総需要曲線の場合には減少するのに対し、総供給曲線の場合には増加するのである。

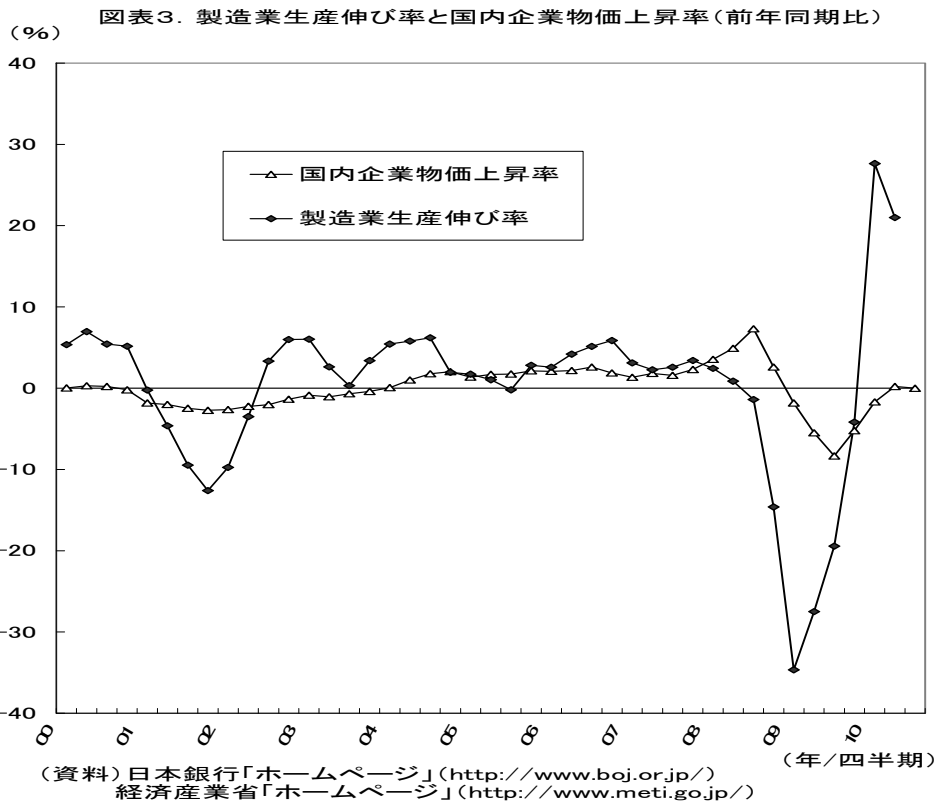
実際の経済においては、総需要曲線、総供給曲線的一方だけがシフトするのではなく、両方がシフトしている場合が多い。例えば、総需要曲線が左に、同時に総供給曲線が右にそれぞれシフトする場合は、各シフトはともに物価を引き下げよう働く。しかし、実質所得（生産額）は、総需要曲線の左シフトによって減少する一方、総供給曲線の右シフトによって増加する。この場合、実質所得がネットで減少しているならば、物価下落は総需要曲線の左シフトによるところが大きいといえる。すなわち、物価下落の主因は総需要曲線の左シフトである。

図表2. 総需要曲線(AD)と総供給曲線(AS)



(3) 現在のデフレの主因は総需要曲線の左シフトか、それとも総供給曲線の右シフトかをみることにする。その際ポイントとなるのは、既述のとおり、デフレと同時に実質所得（生産額）が減少しているのか、それとも増加しているのかである。前者であれば、デフレの主因は総需要曲線の左シフトであり、後者であれば総供給曲線の右シフトである。

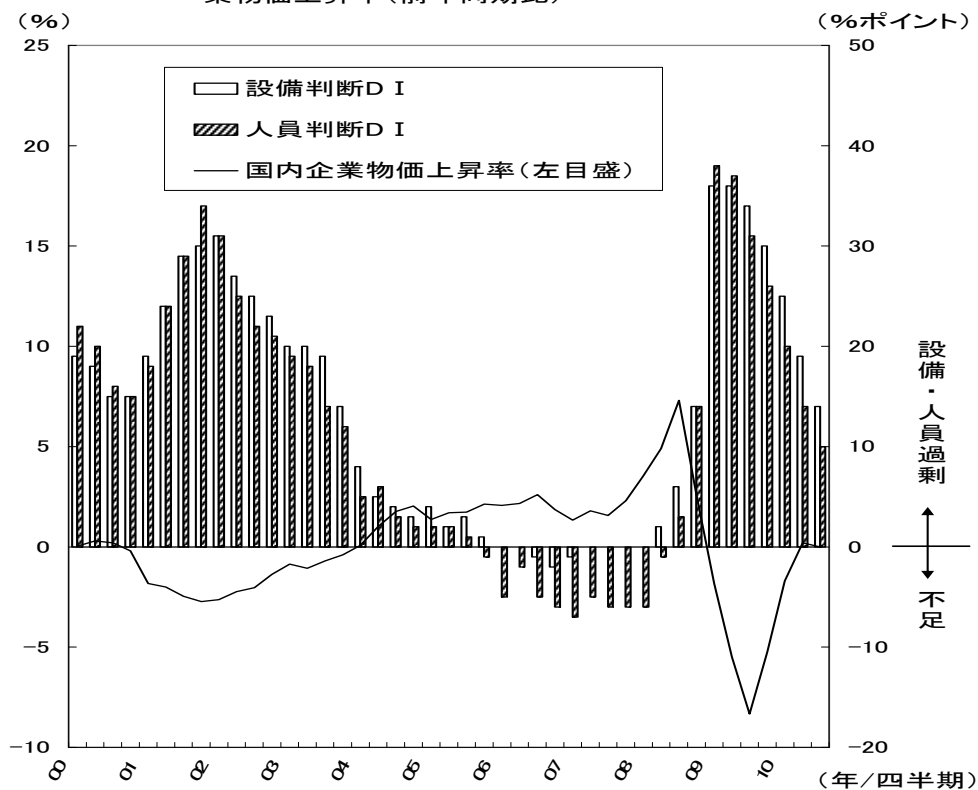
図表3はデータの制約上製造業についてだけであるが、生産指数および物価（国内企業物価）の前年同期比伸び率を示したものである。製造業生産指数は、同産業が生みだした付加価値を表すものであり実質ベースである。



製造業生産指数の伸び率は2003年以降プラスを続け、また国内企業物価も前年同期水準を上回ってきた。しかし、2008年7～9月期以降になると輸出の落ち込みを契機にして製造業生産は一転して大幅なマイナスとなり、それに伴って国内企業物価も大きく落ち込んでいる。こうした動きから判断すると、現在のデフレの原因は、総需要の低迷にあるといえる。なお、製造業生産の伸び率は2010年1～3月期になると好転し、また国内企業物価上昇率もほぼゼロ水準になった。これは伸び率を算出する前年同期(2009年1～3月期)の水準が大きく落ち込んだことから、計算上、2010年1～3月期の数値がプラスとなったもので、製造業生産、国内企業物価の弱い基調に大きな変化はないと思われる。

デフレの原因は総需要の低迷であることを示す、もう1つのデータが図表4である。同図表は企業(製造業)の設備判断DIおよび人員判断DIと、国内企業物価の前年同期比伸び率(四半期ベース)を示したものである。設備判断DIとは、「設備が過剰であると判断する企業の割合(%)」－「不足と判断する割合(%)」である。したがって、同DIがプラスであることは、設備は過剰であると判断する企業が多いことを示している。人員判断DIについても同様である。2008年以降、設備、人員とも「過剰であると判断する企業の割合」が大きくなっている。設備・人員が過剰ということは総需要が不足しているということであり、このため国内企業物価は下落基調となっているのである。

図表4. 企業（製造業）の設備判断D I・人員判断D Iと国内企業物価上昇率（前年同期比）



(注) 設備判断D I、人員判断D I = 「過剰と判断する企業の割合」 - 「不足と判断する割合」  
 (資料) 日本銀行「ホームページ」(<http://www.boj.or.jp/>)

デフレの原因は総需要の低迷であることを、さらに GDP ギャップでとらえることができる。GDP ギャップとは次のとおりである。

$$\text{GDP ギャップ} = (\text{現実の GDP} - \text{潜在 GDP}) / \text{潜在 GDP}$$

潜在 GDP とは、わが国が持つ資本、労働力、技術力を最適に使用することによって生産できる GDP 水準である。したがって、(現実の GDP - 潜在 GDP) < 0、したがって GDP ギャップがマイナスであることは、総需要が不足していることをあらわす。

内閣府の試算によると、GDP ギャップは 2008 年 4～6 月期以降 2010 年 1～3 月期まで、連続してマイナスとなっている（2010 年 1～3 月期マイナス 4%台）。

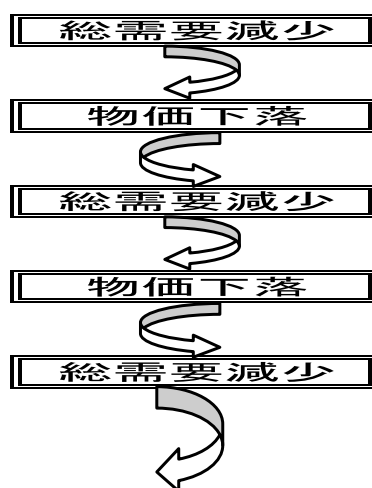
### 3. デフレが実体経済に及ぼすマイナスの影響

- (1) 既述のとおり、デフレの原因は総需要の低迷であった。すなわち因果関係は「総需要の低迷→デフレ」である。しかし次の段階として、デフレが総需要の一層の低迷

<sup>1</sup> 内閣府「経済財政白書」（平成 22 年度）

をもたらすことになる。すなわち因果関係は、「デフレ→総需要の一層の低迷」となる。こうしてデフレと総需要の低迷との間で悪循環、すなわちデフレ・スパイラルが生じるのである（図表5）。

図表5. デフレ・スパイラルの概念図



デフレが総需要の一段の低迷をもたらすメカニズムのエッセンスは、次のとおりである。デフレといっても、個々の価格がすべて同じように下落するのではない。企業部門では、生産した製品の価格下落率が費用の低下率よりも大きく、企業収益が減少する。一方、家計部門では、名目賃金が消費財（企業部門が生産）の価格ほど下落しないため、賃金は実質的には高まる。こうして、企業部門から家計部門へ所得移転が生じる。また所得移転は、名目利率がマイナスにならないこと、さらに金融資産・負債の名目元本が通常固定されていることによっても生じる。所得移転による総需要の減少は、両部門間の限界支出性向の相違から起こる。所得が流出する企業部門の限界支出（設備投資への支出）性向が、所得が流入する家計部門の限界支出（消費への支出）性向より総じて大きいため、総需要が減少するのである。

なお仮にすべての価格が同じように下落するならば（例えばすべて10%下落する場合）、これはデノミの場合と同じであり、実体経済に対する影響は中立的である。すなわち、実体経済に対しては何ら影響を及ぼさない。

以下では、まずデフレによる企業部門から家計部門への主な所得移転ルートを見ることにする。次に、企業部門は所得減少に応じてどのような行動をとるのか、一方所得が増加する家計部門の行動はどのように変化するかをとらえる。総需要が減少するか、それとも増加するかは、企業部門および家計部門の限界支出性向の大きさによって決まることから、それぞれの限界支出性向の大きさを確認する。最後に、企業部門からの所得流出額について、粗いものであるが試算をする。

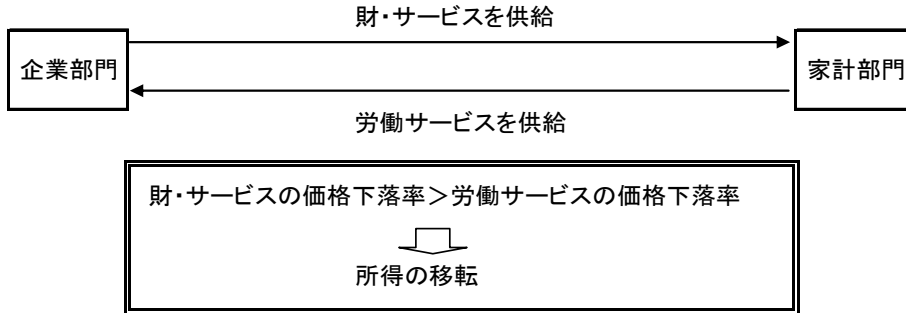
（2）企業部門から家計部門への所得移転は、両部門間の経済取引を通じて生じる（図表

6)。

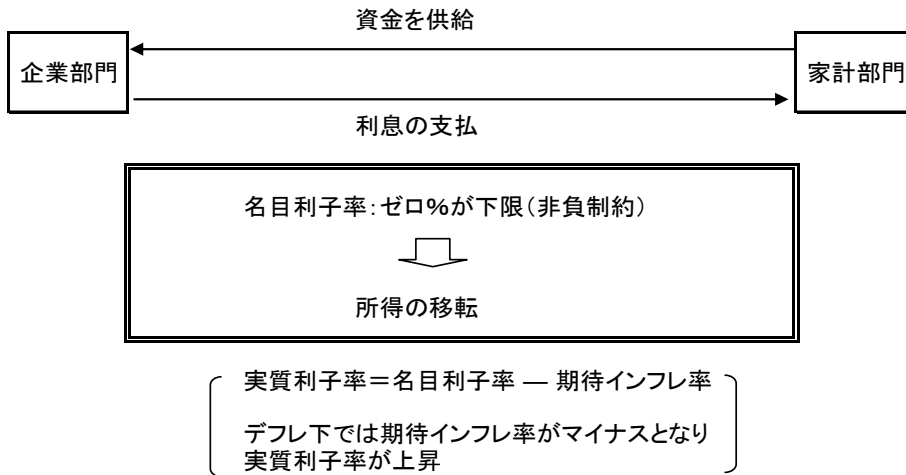
図表6. デフレ下での企業部門から家計部門への所得移転ルート

1. フローである所得を通じるルート

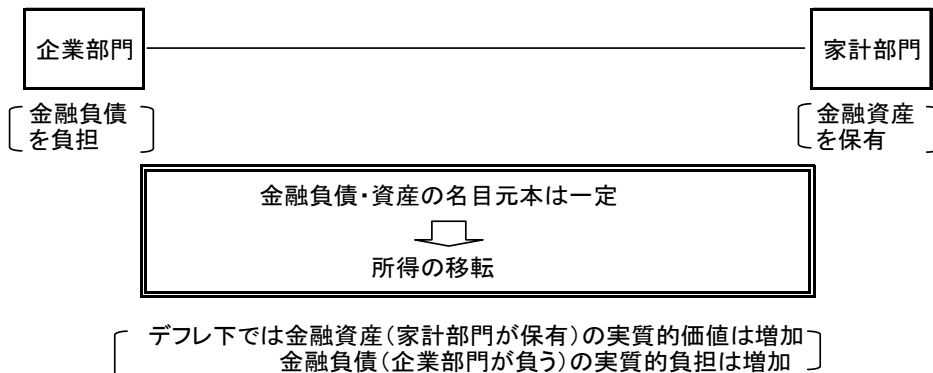
ルート①



ルート②



2. 金融資産・負債を通じるルート



両部門間の経済取引を通じる所得移転のルートには、大きく「フローである所得を通じるルート」と「金融資産・負債を通じるルート」があり、前者はさらに2つに分かれる。

まず「フローである所得を通じるルート」のうち、ルート①をみることにする。家計部門は企業部門へ財・サービスの生産に必要な労働力を供給する。家計部門は労働の対価である賃金を企業部門から受け取り、それを企業部門で生産された財・サービスの購入にあてる。

賃金と財・サービス価格が同じように下落する場合には、企業・家計部門間で所得の移転は生じない。しかし、賃金には下方硬直性がある一方、財・サービスの価格は賃金より下方に柔軟である。そのため総需要減少によるデフレ下では、(財・サービスの価格下落率 > 労働サービスの価格(賃金)下落率)となる傾向がある。企業部門では、生産した財・サービスの価格低下率がコストである賃金の低下率よりも大きいため、利潤は減少することになる。一方家計部門では、名目賃金が減少しても、生活のために企業部門から購入する財・サービス価格の低下率ほどではないため、賃金は実質的には高まる。このようにして、企業部門から、家計部門へ所得が移転するのである。

「フローである所得を通じるルート」のうちルート②は、資金の取引にともなうものである。企業部門は総じて資金不足にあり、最終的には資金余剰である家計部門から資金供給を受けている。資金の取引の際には利息受け払いがともない、資金を需要する企業部門は、資金を供給する家計部門に利息を支払う。

企業部門の実質的な利息支払負担を示すのは、名目利率ではなく実質利率である。実質利率と名目利率の間には、デフレ(期待インフレ率)を介して次式のような関係がある。

$$\text{実質利率} = \text{名目利率} - \text{期待インフレ率}$$

デフレの持続によって期待インフレ率がマイナス、すなわち先行きも物価下落が続くと予想される場合、それに見合って名目利率が低下し、実質利率がある一定の水準になるように調整される。しかし、名目利率が現状のようにゼロ%に近い水準にある場合には、それ以上低下することができないため、実質利率は高まることになる。実質利率が高まるということは、それだけ利息を支払う企業部門の負担が重くなることであり、企業部門から家計部門へ所得が移転する。

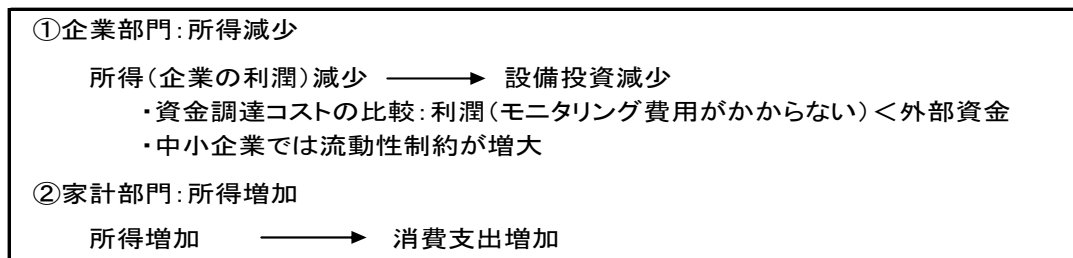
企業部門から家計部門への最後の所得移転ルートは、「金融資産・負債を通じるルート」である。企業部門は不足する資金を資金余剰である家計部門から調達しているのであるが、その結果、企業部門は金融負債を負い、家計部門は金融資産を保有することになる。デフレになっても金融資産・負債の名目元本は通常固定されている。このため、企業部門の金融負債の実質的な負担は重くなる一方、金融資産を保有する家計部門では実質的な価値(購買力)は増加する。すなわち、企業部門から家計部門へ所得が移転することになる。

(3) 次に所得移転によって、企業部門および家計部門では、どのような行動変化がおこるのか、また総需要がどのように変化するかを整理しておく(図表7)。



図表7. 企業部門から家計部門への所得移転に伴う総需要の変化

1. フローである所得の移転(財・労働サービスおよび資金の取引に伴うもの)による総需要の変化



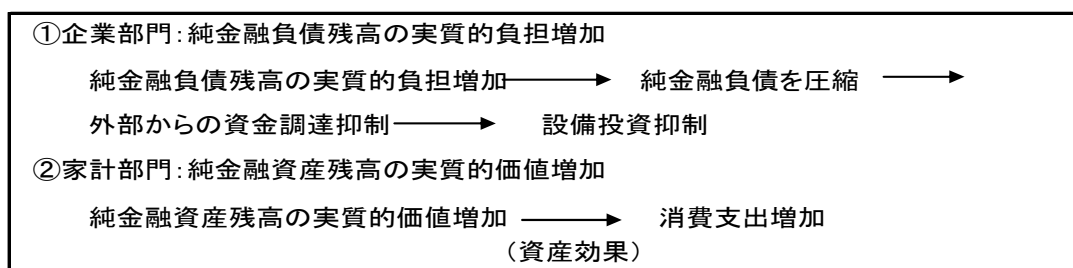
企業部門・家計部門の合計

企業部門の限界支出性向 > 家計部門の限界支出(消費)性向



企業部門から家計部門への所得移転により総需要は減少

2. 金融資産・負債残高の実質的価値変化に伴う総需要の変化



企業部門・家計部門の合計

| 企業部門での支出減少 | ≧ | 家計部門での支出増加 |

企業部門では、前出の図表6の「フローである所得を通じるルート」によって所得が流出すると、それだけ企業部門の利潤が減少する。利潤は設備投資の主要な原資であるが、利潤にはモニタリング費用<sup>2</sup>がかからないため、金融機関等外部からの資金調達費用に比べコストは低い。そのため、利潤が減少すると、設備投資は大幅に抑制され総需要が減少することになる。また中小企業では、企業規模が小さいため外部からの資金調達が難しく、設備投資資金としては主に利潤に依存せざるをえない(流動性制約)。このため、利潤が減少すると設備投資削減に結びつきやすいという傾向がある。

このように、企業部門では所得移転によって利潤が減少すると設備投資が削減され、総需要が減少することになる。

<sup>2</sup> 金融機関や投資家等、企業外部のものが企業に資金供給する際、企業の信用度等の調査にかかる費用。

一方企業部門から所得移転を受ける家計部門では、増加した所得を消費に回すことになり、それだけ総需要は増加することになる。

企業部門から家計部門への所得移転によって、企業部門では設備投資が減少する一方、家計部門では消費支出が増加する。企業部門・家計部門両方をあわせて、総需要が減少するのか、それとも増加するのかは、減少幅と増加幅の大きさによる。その大きさは、両部門の限界支出性向でみることができる。ここでは両部門の限界支出性向を次のように定義した。

企業部門の限界支出性向＝設備投資減少額／所得（利潤）減少額

家計部門の限界支出性向＝消費支出増加額／所得増加額

後でみるように、企業部門の限界支出性向（0.75）は、家計部門の限界支出性向（0.63）よりも大きい。したがって、企業部門の設備投資減少額が家計部門の消費支出増加額よりも大きく、総需要は減少するのである。

次に、「金融資産・負債を通じるルート」での所得移転による、企業部門および家計部門における行動変化について述べる。

企業部門では、デフレによって金融負債残高の実質的負担が増加すると、増加した負担を元に戻すべく金融負債を圧縮（純金融負債の圧縮）するように行動するであろう。そのため、外部からの資金調達を抑制し、設備投資を抑える。設備投資の抑制は、総需要を減少させることになる。

一方家計部門では、デフレによって金融資産残高の実質的な価値が増加すると、それだけ購買力が高まるため、消費支出に向けることになる（資産効果）。消費支出の増加は、総需要を拡大させることになる。

企業部門と家計部門を合わせた総需要は、両部門の限界支出性向の大きさの違いによって、減少ないし増加することになる。

（４）これまで所得移転が発生するルートおよび所得移転の総需要に及ぼす影響を述べてきたが、以下ではこの現実の動きを、デフレが一層深刻となった 2009 年以降を中心にみることにする。

A. まず、「フローである所得を通じるルート」のうち、ルート①の「財・労働サービス取引に伴うもの」をとりあげるが、これを企業部門・家計部門の交易条件の動きでみることにする。

ここでは、交易条件を次のように定義した。

企業部門の交易条件＝企業の産出価格／投入価格

家計部門の交易条件＝賃金（時間当たり）／消費財・サービス価格

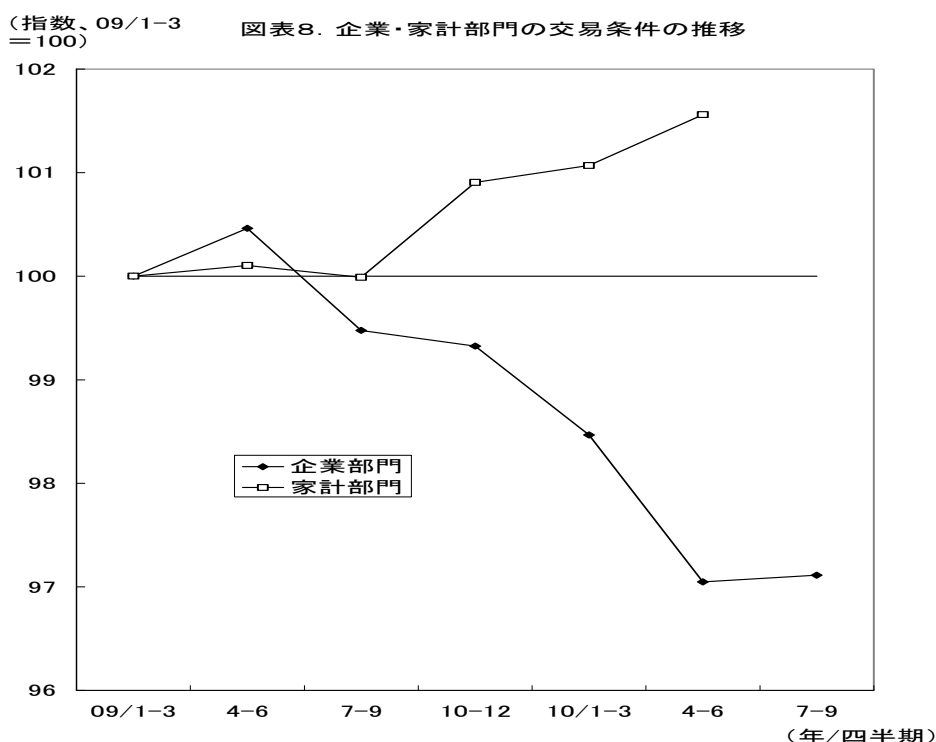
家計部門の交易条件の定義は、次のような考え方に基づいている。分子の「賃金（時間当たり）」は家計部門が供給する労働の価格であり、産出価格とみることができる。分母の「消費財・サービス価格」については、労働を供給するためには財・サービス消費（投入）が必要であり、その価格は家計部門の投入価格とみることができる。

交易条件が低下（悪化）することは、産出価格や賃金の下落率が、投入価格や消費財・サービス価格下落率よりも大きいことであり、それだけ企業部門・家計部門の収益ないし賃金の実質的な価値が減少することを意味する（逆は逆）。

上記で定義した交易条件について、若干補足する点は次のとおりである。

- ① 企業部門の交易条件についてはデータの制約上、製造業だけとした。
- ② 企業部門の交易条件としては、本レポートの趣旨からすると、家計部門との間の交易条件だけを取り出すべきであるが、データの制約上、家計部門との取引のほか、海外部門や政府部門との取引を含む交易条件である。
- ③ 家計部門の交易条件についても、企業部門との取引のほか、海外部門、政府部門との取引を含むものである。

企業部門・家計部門の交易条件の推移を四半期ベースで示したのが図表8である（2009年1～3月期水準=100）。

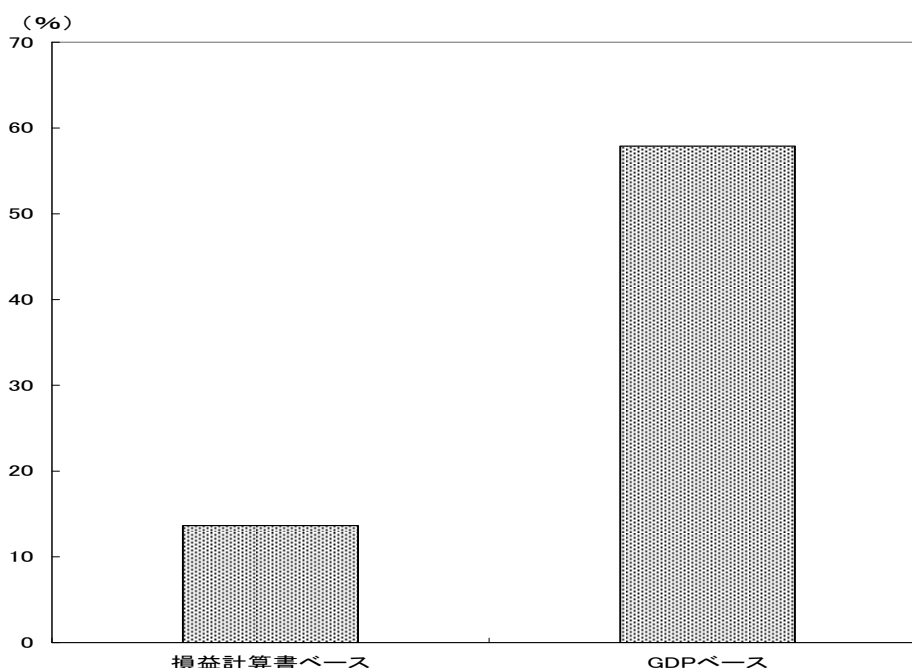


(資料) 日本銀行「ホームページ」(<http://www.boj.or.jp/>)  
 厚生労働省「ホームページ」(<http://www.mhlw.go.jp/>)  
 総務省「ホームページ」(<http://www.soumu.go.jp/>)

企業部門の交易条件は2009年4～6月期に一旦は好転したものの、その後悪化を続けている(2010年7～9月期、97.1)。すなわち、企業部門では、産出価格低下が投入価格低下を上回っており、企業収益が下押しされている。一方、家計部門の交易条件は好転しており、実質賃金は高まっている。

企業部門の交易条件悪化には、交易条件の分母である投入価格の中で、賃金のウェイトが高いことが大きく影響している。賃金の下方硬直性が大きいいため、投入価格の低下は産出価格低下より小さくなる傾向がある。投入費用(コスト)に占める人件費の割合を、GDPベース<sup>3</sup>でみると57.9%にもなる(図表9)。

図表9. コストに占める人件費の割合



(注) 1. 損益計算書ベース: 製造業、2008年度の計数  
 2. GDPベース: 人件費割合 = 雇用者報酬 / (雇用者報酬 + 営業余剰・混合所得) とした。2008年の計数  
 (資料) 内閣府「ホームページ」(<http://www.cao.go.jp/>)  
 財務省「ホームページ」(<http://www.mof.go.jp/>)

なお人件費の割合は、損益計算書ベースでは13.6%にすぎないが、これは他企業で発生した人件費が自企業では原材料コストに含まれ、損益計算書に人件費として記載されないためである。

このように賃金の下方硬直性を主因にして、交易条件が企業部門と家計部門とで対照的な動きをしていることは、企業部門から家計部門へ所得が移転していることを示している。

B. 次に「フローである所得を通じるルート」のうち、ルート②の「利息の受払い」について実際の動きを利子率でみることにする。企業部門および家計部門の実質的な支払利息負担・受取利息価値を示すのは、実質利子率であり名目利子率ではない。図表10は長期の実質利子率と、参考までに名目利子率の推移を示したものである。

<sup>3</sup> GDPベースの人件費割合 = 雇用者報酬 / (雇用者報酬 + 営業余剰・混合所得) とした。

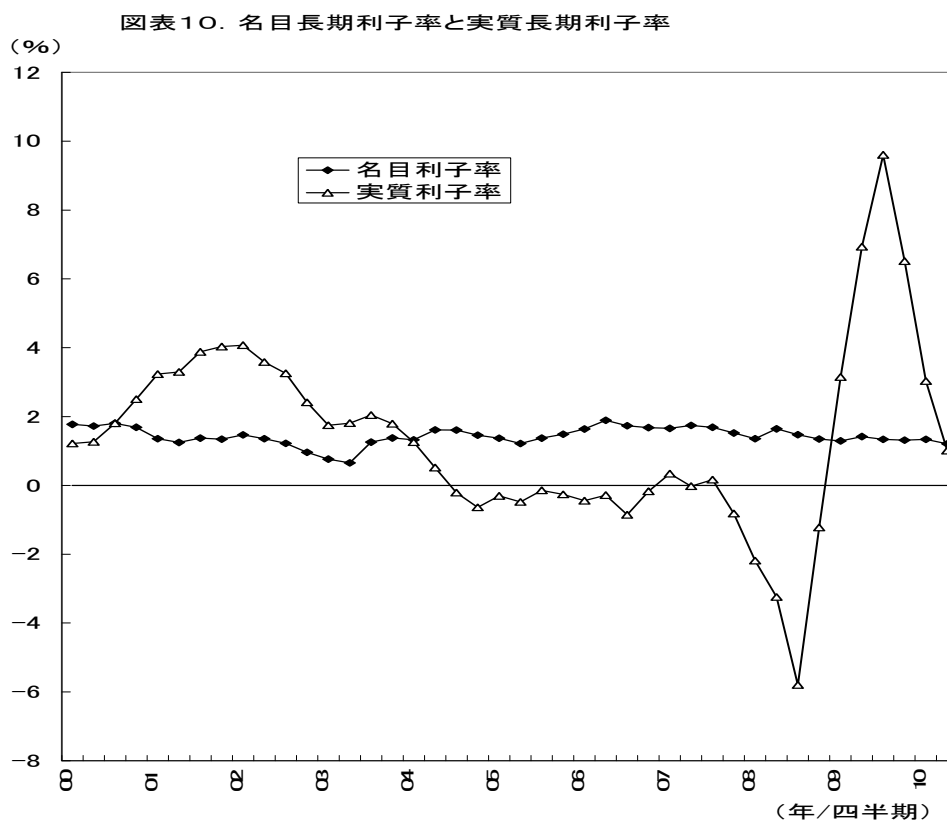
ここでは、長期実質利子率を次のように算出した。

$$\text{長期実質利子率} = \text{新発国債発行利回り} - \text{一期待インフレ率}$$

「期待インフレ率」として国内企業物価の直近1年間の上昇率をとったが、これは直近1年間の物価上昇率が今後も続くと予想することを意味している。

名目長期利子率（新発国債発行利回り）は、2009年以降も引き続き1%台の低水準で推移している。しかし、実質長期利子率は、2009年以降デフレの進行を受けて大きく上昇し2009年7～9月期には9.6%にもなった。

企業部門から家計部門へのデフレによる所得移転は、長期実質利子率の上昇というルートを通じて、生じているのである。

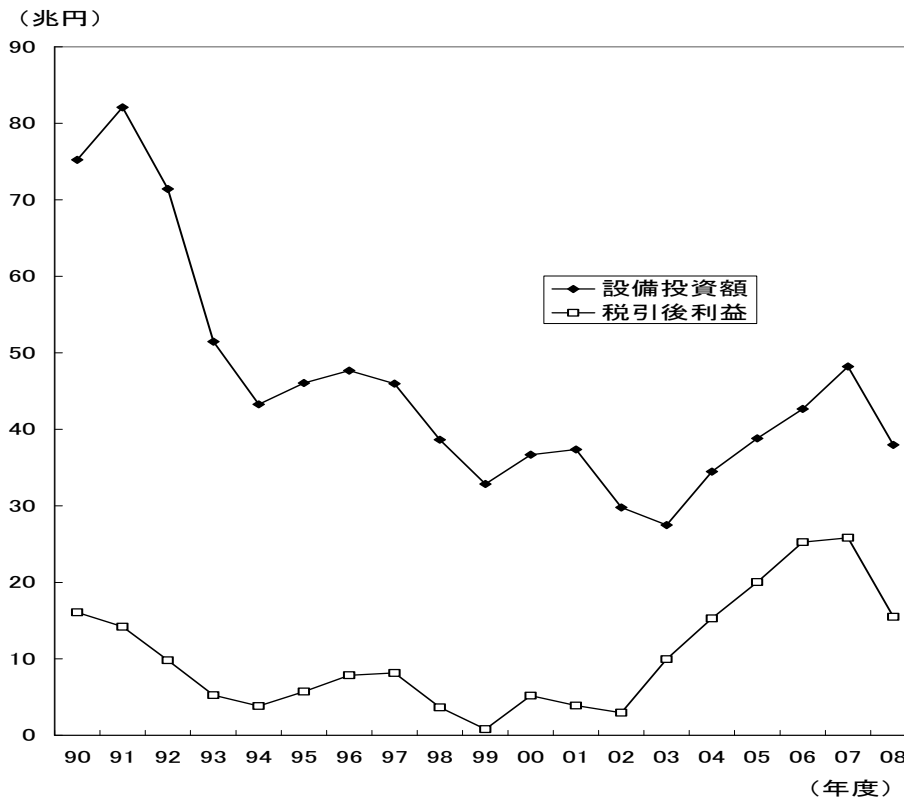


(注) 実質利子率 = 名目利子率 - 国内企業物価上昇率とした。  
 (資料) 日本銀行「ホームページ」(<http://www.boj.or.jp/>)

C. 上記の「フローである所得を通じるルート」での企業部門から家計部門への所得移転は、企業部門では設備投資を減少させ、また家計部門では消費支出を押し上げることになる。こうした企業収益と設備投資の正の相関、および家計所得と消費支出の正の相関を確認するために、それぞれの動きをみることにする。

図表11は、企業部門における、企業収益（税引後利益）と設備投資の動きを示したものである。なお、両数値とも実質値（2005年価格表示）である。

図表11. 税引後利益と設備投資額

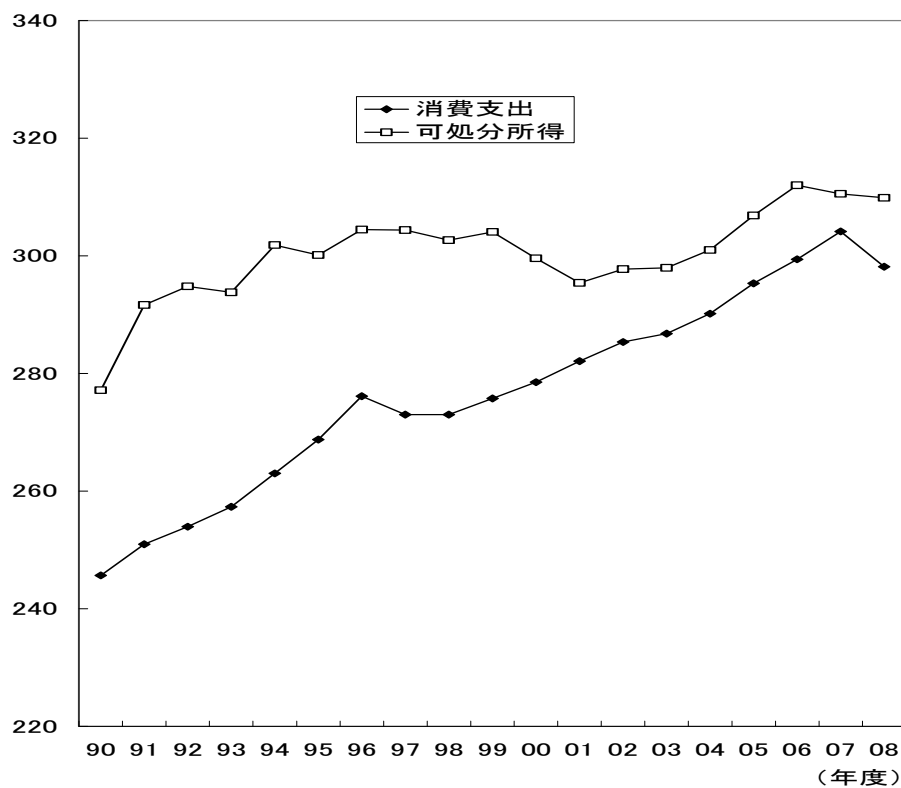


(注)1. 両数値とも2005年価格表示  
 2. 対象は民間非金融法人  
 (資料)財務省「ホームページ」(<http://www.mof.go.jp/>)  
 日本銀行「ホームページ」(<http://www.boj.or.jp/>)

企業収益（税引後利益）と設備投資は、ほぼ同じ動きをしていることが確認できる（正の相関）。すなわち、企業収益（税引後利益）が減少すると、設備投資も減少しているのである（逆は逆）。同図表のデータの出所は財務省であるが、同図表には記載していない2009年度の数値をGDPベース（実質）でみると、設備投資は前年度比マイナス15.3%と落ち込んでいる。企業収益（税引後利益）は、設備投資を決める主要な要因であることが確認された。

次に家計部門における可処分所得と消費支出の動きを示したものが、図表12である。両数値とも実質値（2000年価格表示）である。

図表 1 2. 消費支出と可処分所得



(注)両数値とも2000年価格表示  
 (資料)内閣府「ホームページ」(<http://www.cao.go.jp/>)

ここでも可処分所得と消費支出には、正の相関があることが確認できる。可処分所得の動きが消費支出を大きく左右しているのである。デフレが進行した 2009 年度の消費支出は図表 1 2 には記載していないが、速報値では前年度比 0.8% 増と設備投資とは対照的にプラスとなっている。

D. デフレ下、所得が減少した企業部門では設備投資が削減される一方、所得が増加した家計部門では消費支出が押し上げられる傾向があることをみてきた。企業部門での減少と家計部門での増加をあわせると、総需要は全体として増加するのか、それとも減少するのかを決めるのは、両部門の限界支出性向の大きさである。企業部門の限界支出性向が家計部門のそれより大きい場合には、所得移転による総需要減少分が増加分を上回ることになる。

両部門の限界支出性向を試算したものが図表 1 3 (企業部門の限界支出性向) および図表 1 4 (家計部門の限界支出性向) である。なお両試算では、説明変数として企業収益および可処分所得のほかに、企業部門の金融負債残高・家計部門の金融資産残高 (これについては後述) を含めた。また数値はすべて実質値である。

図表 1 3. 設備投資関数の推計

・推計式

$$I_t = \alpha_0 + \alpha_1 \times \pi_t + \alpha_2 \times \Delta L_t + \alpha_3 \times Dum$$

$I_t$ : 設備投資額      $\pi_t$ : 企業収益 (2期平均値)

$\Delta L_t$ : 純金融負債残高増加額

$Dum$ : バブル期ダミー (90~91年度=1 その他=0)

・推計結果

$\alpha_0$	$\alpha_1$	$\alpha_2$	$\alpha_3$	$\bar{R}^2$	$D.W.$	推計期間
32.23 (8.48)	0.75 (2.24)	0.02 (0.72)	39.03 (4.79)	0.53	0.82	80~08 年度

( ) 内は t 値

図表 1 4. 消費関数の推計

・推計式

$$C_t = \alpha_0 + \alpha_1 \times YD_t + \alpha_2 \times A_t$$

$C_t$ : 消費支出      $YD_t$ : 可処分所得      $A_t$ : 家計部門純金融資産残高

・推計結果

$\alpha_0$	$\alpha_1$	$\alpha_2$	$\bar{R}^2$	$D.W.$	推計期間
13.95 (1.58)	0.63 (13.12)	0.08 (11.61)	0.99	1.04	80~08 年度

( ) 内は t 値

企業部門の限界支出性向は0.75であるのに対し、家計部門の限界支出性向は0.63である。したがって、企業部門から家計部門への所得移転の結果、設備投資減少額は消費支出増加額を上回り、両部門を合わせた総需要はマイナスとなる。

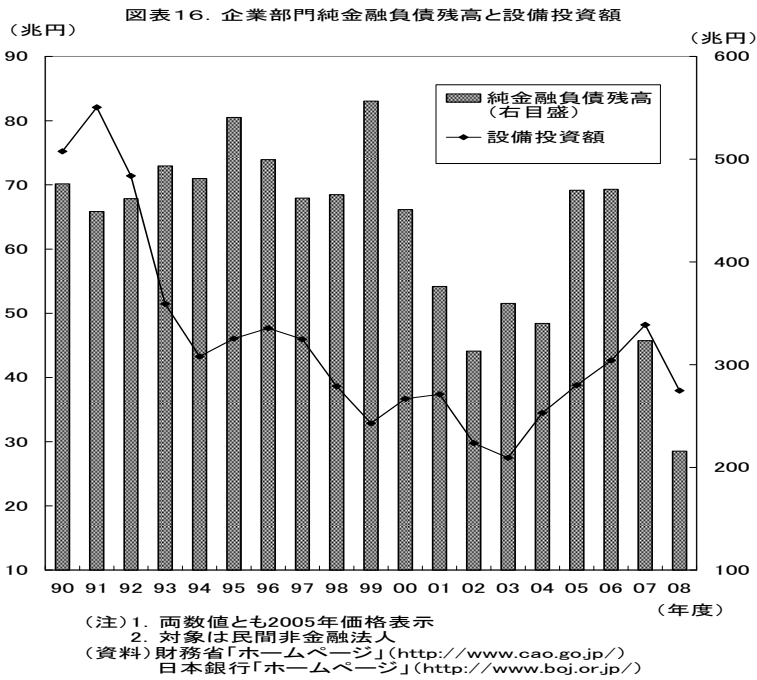
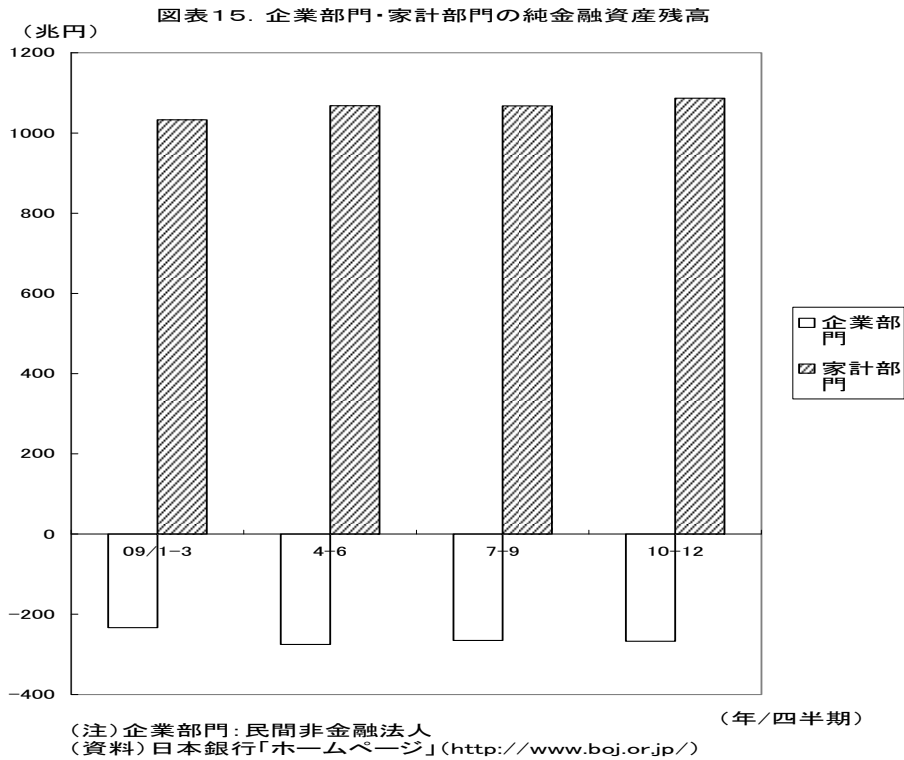
E. 企業部門から家計部門への所得移転ルートのうち、最後の「金融資産・負債を通じるルート」について現実の動きをみることにする。

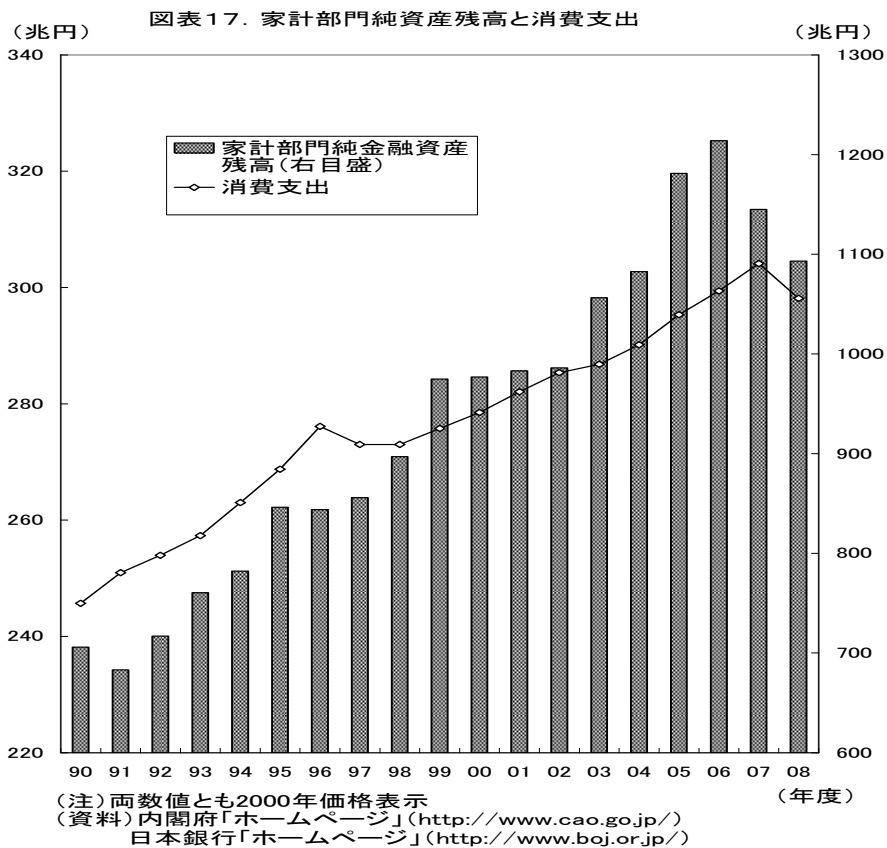
企業部門は総じて資金不足にあるため、純金融資産残高はマイナス、すなわち負債超にある一方、資金余剰である家計部門の純金融資産残高はプラスであるが、それを示したのが図表 1 5 である。2009 年 10~12 月期において、企業部門の純金融資産残高はマイナス 267 兆円であり (負債超)、家計部門の純金融資産残高はプラス 1,087 兆円である。

純金融資産残高がマイナス、すなわち負債超である企業部門では、デフレによって実質的な負担が高まる一方、純金融資産残高がプラスである家計部門では、実質的な価値が増加する。企業部門での実質的な負担増は設備投資を抑制する一方、家計部門での実質的な価値増加は消費支出を押し上げるように働く。企業部門の、純金融負債残高と設備投資との動きを示したのが図表 1 6 であり、また家計部門の純金融資産残高と消費支出との動き



を示したのが図表17である。なお、各数値とも実質値である。





企業部門では、純金融負債残高と設備投資との間に、一見したところ、それほど明確な関係はみられない。これは純金融負債残高と設備投資との間に既述のような負の関係がある一方で、次のような正の関係があるためと思われる。外部資金を積極的に導入し設備投資を拡大することがある。この場合には、純金融負債残高と設備投資との間には正の相関が生じることになる。このように純金融負債残高と設備投資の間には、相反する関係があるため、図表 16 において一見したところ、両者に明確な関係はみられないと思われる。

家計部門では、純金融資産残高と消費支出との間に、かなりはっきりした相関がみられる。すなわち、純金融資産残高が増加すると消費支出も増加するという関係である（資産効果）。なお、図表 17 には記載していないが、2009 年度の消費支出伸び率は、速報値では前述のとおり前年度比 0.8%増である。

所得移転による設備投資減少と消費支出増加のうち、どちらが大きいかは、先ほどの「フローである所得を通じるルート」と同様に、各部門の限界支出性向の大きさによる。ただし、この場合の限界支出性向は次のとおりとした。

$$\begin{aligned} \text{企業部門の限界支出性向} &= \text{設備投資減少額} / \text{純金融負債残高の実質的負担増加額} \\ \text{家計部門の限界支出性向} &= \text{消費支出増加額} / \text{純金融資産残高の実質的価値増加額} \end{aligned}$$

前出の図表13、14で示した試算によると、企業部門の限界支出性向は0.02であるのに対し、家計部門のそれは0.08と、わずかであるが家計部門のほうが大きい。しかし、その差マイナス0.06(=0.02-0.08)は、「フローである所得」での限界支出性向の差0.12(=0.75-0.63)の半分の大きさにすぎない。さらに、直ぐ後でみるように、「金融資産・負債を通じるルート」による所得移転規模は、「フローである所得を通じるルート」による所得移転規模よりも小さい。このため、「フローである所得を通じるルート」による所得移転の総需要に対するマイナス効果が上回り、デフレによって総需要は最終的には減少しているのである。

F. 最後に所得移転額はどのくらいの規模かを試算した。本レポートの趣旨からすると、企業部門・家計部門間の所得移転額のみを試算すべきであるが、それはデータの制約上困難である。そこで、試算の対象を企業部門(製造業)に絞り、企業部門から家計部門・政府部門・海外部門を含めた所得移転額を試算した(図表18)。また、「フローである所得を通じるルート」のうち、ルート②の「利息の受払い」については、技術上困難なため試算をしていない。

試算の対象期間・方法は次のとおりである。

- ・対象期間は2009年の1年間
- ・企業収益減少額

$$\begin{aligned} \text{企業収益減少額} &= \text{売上高(2008年度)} * \text{産出価格変化率(2009/1~2009/12)} \\ &\quad - \text{売上原価(2008年度)} * \text{投入価格変化率(2009/1~2009/12)} \end{aligned}$$

- ・純金融負債残高の負担増加額

$$\text{純金融負債残高の負担増加額} = \text{純金融負債額(2008/12)} * \text{国内企業物価変化率(2009/1~2009/12)}$$

試算結果によると、企業収益は17兆円減少し、また純金融負債額の実質負担額は11兆円増加している。

図表18. 試算:デフレの企業部門への影響(2009年)

(1)試算方法

①企業収益への影響

$$\begin{aligned} &= \text{売上高(08年度)} * \text{産出価格変化率(09/1~09/12)} \\ &\quad - \text{売上原価(08年度)} * \text{投入価格変化率(09/1~09/12)} \end{aligned}$$

②純金融負債額への影響

$$= \text{純金融負債額(08/12)} * \text{国内企業物価変化率(09/1~09/12)}$$

(2)試算結果(兆円)

企業収益への影響	17兆円減少
純金融負債額の実質的変化額	11兆円増加
合計	28兆円

(参考) 企業部門の経常利益  
2007年度:53兆円  
2008年度:35兆円

#### 4. デフレ・スパイラルへの政策対応

(1) デフレ発生の原因は、総需要の落ち込みであることをみてきた。さらにデフレが総需要を一段と下押しするのは、すなわちデフレ・スパイラルが生じるのは、諸物価のなかで賃金の低下幅が小さく（賃金の下方硬直性）、そのため限界支出性向が大きい企業部門から限界支出性向が小さい家計部門へ所得移転が生じることにあった。したがって、デフレ・スパイラルへの政策対応を検討するうえでのポイントは、次の2点となる。

- ① 総需要をいかに創出するか
- ② 賃金をどれだけ下方に柔軟にすることができるか

ここで②の点について補足しておく。賃金を下方に柔軟にすることは、家計にとって大きな負担となることは確かである。しかし賃金を下方に柔軟にすることによって、総需要の一段の減少という2次的なマイナス効果を回避することができ、最終的には家計の負担は比較的小さく済むのである。

(2) デフレ・スパイラル対応策の検討に戻り、まず①の「総需要をいかに創出するか」をとりあげる。短期的な対応策と中長期的な対応策に分け、まず短期的な対応策を検討することにする。

結論を先に述べると、短期的に大きな総需要を創出することは難しいといわざるを得ない。短期的な総需要創出策として、財政政策、金融政策があるが、現状の日本経済から判断すると、両政策に期待することは実行性の点からも、また効果の点からも難しい。

財政政策については、国の債務残高だけでも908兆円（2010年9月末現在、財務省発表）と巨額になっているなど、新たな国債発行をとまなう財政出動は難しい。さらに、そもそも財政支出の総需要創出効果が以前に比べ小さくなっているのである（図表19）<sup>4</sup>。

図表19. 財政政策の景気浮揚効果

「実質公的固定資本形成を実質GDPの1%に相当する額だけ持続して増加する場合」の効果

	2008年			1998年		
	実質GDP(%)	消費支出(%)	設備投資(%)	実質GDP(%)	消費支出(%)	設備投資(%)
1年目	+1.00	+0.09	Δ0.73	+1.21	+0.26	+0.39
2年目	+1.10	+0.33	Δ0.84	+1.31	+0.47	+0.97

(資料)内閣府「ESRI Discussion Paper Series No. 201」(2008/11)

経済企画庁「経済分析第157号」(1998/10)

実質公的固定資本形成を実質GDPの1%に相当する額だけ増加させる場合の総需要創出

<sup>4</sup> 内閣府（旧経済企画庁）の試算

額を、2008年試算と1998年試算で比較すると、1998年試算では実質GDPを1年目に1.21%、2年目に1.31%、それぞれ高める効果があった。しかし、2008年試算では1年目+1.00%、2年目+1.10%と、財政政策の総需要創出効果は大きく低下している。実質GDPの主要項目のうち設備投資は、1998年試算では1年目+0.39%、2年目+0.97%であったが、2008年試算では $\Delta 0.73\%$ 、2年目 $\Delta 0.84\%$ と、むしろ押し下げようになっている。

財政政策の総需要創出効果が低下している主な原因としては、以下の2つが考えられる。

① 財政支出が、総需要を創出するメカニズムは次のとおりである。国債発行をとまなう財政支出によって新たな所得を得た家計部門や企業部門が、その所得をもとに消費支出や設備投資を増やし、さらに消費支出増・設備投資増によって所得を得た家計部門や企業部門が、消費支出や設備投資を一段と拡大させるという好循環が生じる。財政支出の総需要創出効果がどの程度かを決めるのは、新たに所得を得た家計部門や企業部門が、どの程度消費支出や設備投資に振り向けるかである。その割合が小さいと総需要創出効果は小さくなるが、こうした現象が最近強まっているのである。

消費支出や設備投資に振り向ける割合が小さくなっているのは、政府の債務残高が巨額になっている現在、国債発行を財源とした財政支出をすると、先行き増税は必至と家計部門や企業部門が予想して、現在の消費支出や設備投資をそれほど増やさなくなっているためと思われる（中立命題の成立）。

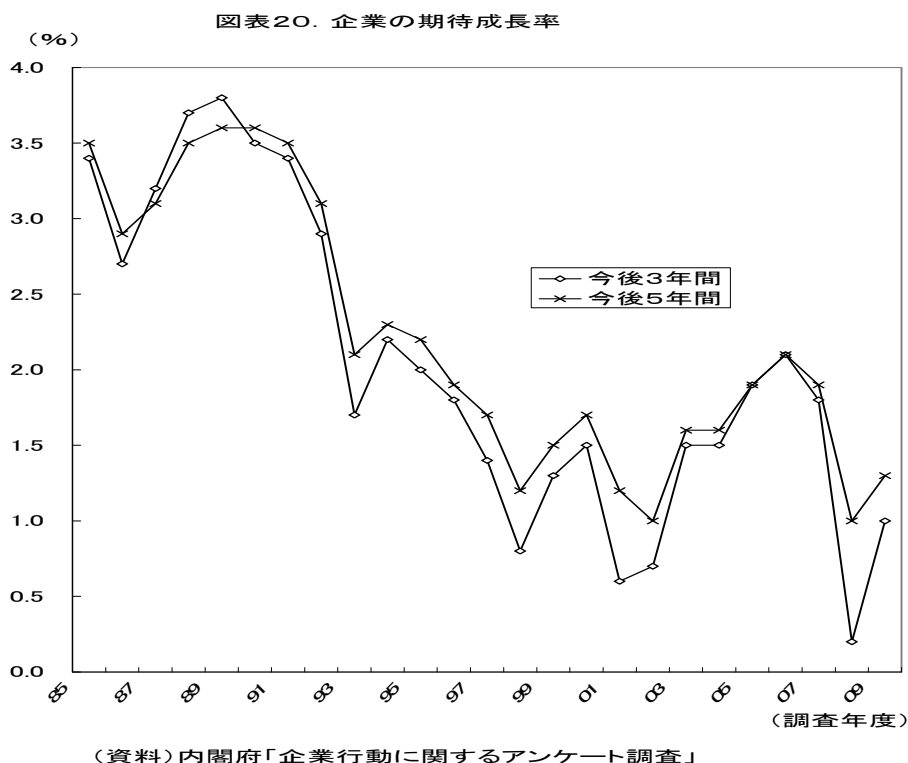
② 財政支出によって総需要が一旦増加すると、それは利子率を押し上げるように働く。利子率の上昇によって、為替レートは円高に向かうことになり、円高は輸出を抑制する、すなわち財政支出による当初の総需要増加を相殺するように働く。国際間の資金移動は近年ますます自由になっているが、こうした環境下では利子率が上昇すると、為替レートは大きく、かつ速やかに円高に動くようになり、輸出そして総需要は以前よりも大きく下押しされることになる。

以上、財政政策の総需要創出効果を検討してきたが、次に金融政策の同効果をみることにする。金融政策の総需要創出効果は、本来短期的には小さい。財政政策は総需要を直接増加させるのに対し、金融緩和策の効果は、利子率低下を通じて設備投資や耐久消費財を押し上げるという間接的なものなのである。金融政策の短期的な効果は小さいことに加えて、現状では新たな金融政策発動の余地がほとんどない。政策金利（無担保コールレート、オーバーナイト物）はすでに0~0.1%であり（2010年12月現在）、さらなる引き下げの余地はない。

（3）次に、「総需要をいかに創出するか」についての中長期的な政策対応を検討する。デフレの原因である「過少な総需要」は、つまるところ「潜在成長率の低下」と言い換えることができよう。潜在成長率とは本来供給面に焦点を当てたものだが、潜在成長率を高めるためには、既存の製品・産業の生産力を向上させること以上に、新たに需要弾力的な製品・産業を育てることが必要である。時代の要請にあった新たな製品・産業が拡大すると、それに応じて需要がうまれて、高い経済成長率・プラスの物価上昇率という好循環が

生じる。

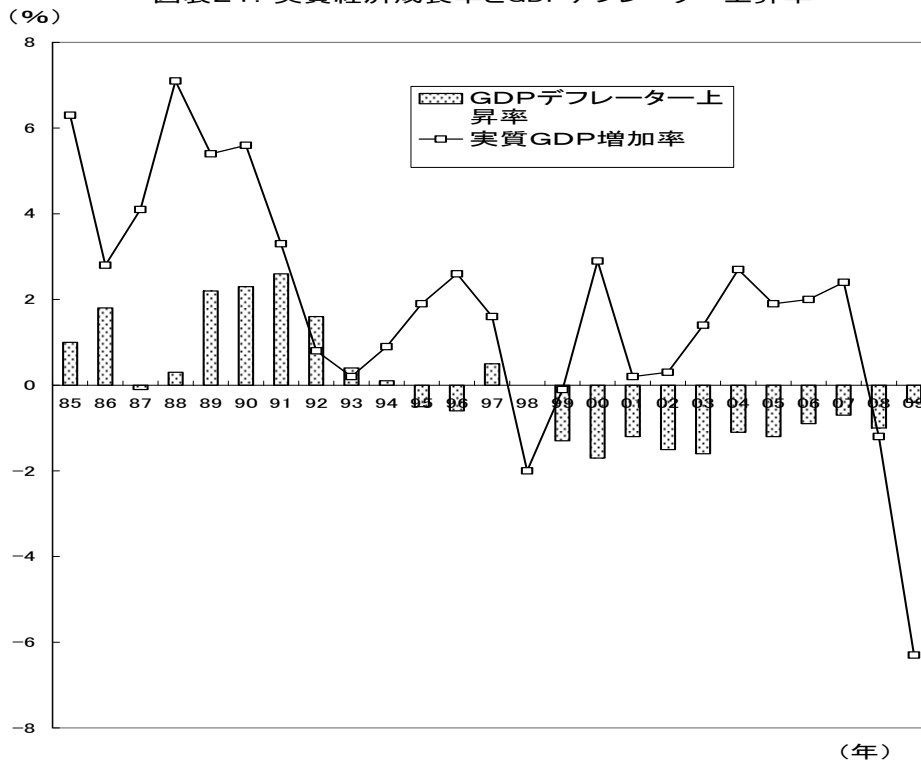
高い（低い）潜在成長率・高い（低い）現実の経済成長率・プラス（マイナス）の物価上昇率という関係を、日本経済が今までたどってきた道で確認しておく。図表20は、まず潜在成長率の推移を示したものである。ここでは潜在成長率を企業の期待成長率、すなわち企業が先行き見込んでいる経済成長率で代用する。企業に対するアンケート調査<sup>5</sup>によると、「今後3年間の期待成長率」、および「今後5年間の期待成長率」は、1980年代後半には3%台と高水準であった。しかし1990年代以降低下傾向をたどり、現在では1%程度の低水準となっている。



次に図表21は、実現された実質経済成長率とGDPデフレーター上昇率を示したものである。1980年代後半では、潜在成長率が高かったことを背景に実現された実質経済成長率も高く、またGDPデフレーター上昇率は2%程度とプラスであった。しかし、1990年代以降潜在成長率が低下し、また実質経済成長率も大きく低下してマイナス成長をも余儀なくされると、GDPデフレーターは低下しマイナス基調となっている。

<sup>5</sup> 内閣府「企業行動に関するアンケート調査」

図表21. 実質経済成長率とGDPデフレーター上昇率



(資料)内閣府「ホームページ」(<http://www.cao.go.jp/>)

潜在成長率を高めるような中長期的な対応策とは、まず企業や家計が将来計画を立てる際の不確実性を少なくし、さらに日本経済が目指すビジョンを示すことである。不確実性が小さく、日本経済が目指す将来の姿が明確であれば、企業部門は設備投資を拡大するようになり、また家計部門は消費支出に意欲的になるはずである。ただし、企業部門や家計部門が、先行きの不確実性が小さくなったと確信し、また政府が示す将来の経済ビジョンを納得するまでには時間を要するであろう。したがって、こうした政策対応の効果が現れるまでには、やはり時間が必要である。

潜在成長率を高めるための具体策としては、まず財政面においては、財政再建の道筋をつけるべきであろう。大幅な財政赤字は、現在の日本経済が抱える最も大きな問題であるといっても過言ではない。財政再建の道筋をつけることができれば、企業部門や家計部門の将来の不確実性はかなり小さくなるはずであり、設備投資や消費支出は拡大するはずである。また、日本経済の牽引力はなんといっても企業部門であるから、企業部門が再び活力を取り戻すような税制改正や技術革新への財政支援も必要であろう。またその企業部門を支えるのは最終的には人であるから、人への投資、すなわち教育の拡充、職業訓練等への財政支援が不可欠である。

潜在成長率を高める具体的な金融政策は、インフレーション・ターゲティング政策の採用である。インフレーション・ターゲティング政策とは、目標とする物価上昇率を設

定し、この物価上昇率をベンチマークとして金融政策を運営するものである。インフレーション・ターゲティング政策下では、現実の物価上昇率が目標とする物価上昇率を下回る（上回る）と、金融緩和策（金融引締め策）が発動ないし維持されることがルール化されるため、企業部門や家計部門が先行きの計画を立てる際、不確実性が少なくなる。

日本銀行は、「通貨及び金融の調節を行うに当たっては、物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資することをもって、その理念とする」としているが（図表22）、インフレーション・ターゲティング政策を採用してはいない。現在のところ、先行きの物価上昇率見通しを示しているのみである<sup>6</sup>。しかしイギリス、ニュージーランド、カナダ、韓国のように、既にインフレーション・ターゲティング政策を採用している国もある。イギリスではインフレーション・ターゲティングを消費者物価上昇率2%としている（図表23）。

潜在成長率を高める政策として、財政政策や金融政策のほかに、諸規制の緩和・廃止や制度の改廃がある。時代の要請にあった明確化された制度の下で、企業部門や家計部門が自由に活動を行うことができることイノベーションがうまれるなど、企業の潜在的能力は充分に発揮される。税制度や雇用制度といった諸制度は一種の公共財とみることができるが、その諸制度の透明性を高め、使い勝手をよくすることは、潜在成長率を高めるはずである。

図表22. 日本銀行の目的・理念（日本銀行定款より）

<p>(目的)</p> <p>第2条 当銀行は、我が国の中央銀行として、銀行券を発行するとともに、通貨及び金融の調節を行うことを目的とする。</p> <p>2 当銀行は、前項に規定するもののほか、銀行その他の金融機関の間で行われる資金決済の円滑の確保を図り、もって信用秩序の維持に資することを目的とする。</p> <p>(通貨及び金融の調節の理念)</p> <p>第3条 当銀行は、通貨及び金融の調節を行うに当たっては、物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資することをもって、その理念とする。</p>
---

(資料) 日本銀行「ホームページ」(<http://www.boj.or.jp/>)

<sup>6</sup> 2010年10月の「経済・物価情勢の展望」では、2010年度見通し（国内企業物価指数+0.7～+0.9%、消費者物価指数Δ0.5～Δ0.3%）、2011年度見通し（各+0.4～+0.7%、0.0～+0.3%）、2012年度見通し（各+0.3～+0.8%、+0.2～+0.8）としている。



図表23. イギリスのインフレーション・ターゲティング政策(2010年12月現在)

The Bank's monetary policy objective is to deliver price stability – low inflation – and, subject to that, to support the Government's economic objectives including those for growth and employment. Price stability is defined by the Government's inflation target of 2%. The remit recognises the role of price stability in achieving economic stability more generally, and in providing the right conditions for sustainable growth in output and employment. The Government's inflation target is announced each year by the Chancellor of the Exchequer in the annual Budget statement.

The 1998 Bank of England Act made the Bank independent to set interest rates. The Bank is accountable to parliament and the wider public. The legislation provides that if, in extreme circumstances, the national interest demands it, the Government has the power to give instructions to the Bank on interest rates for a limited period.

### **The inflation target**

The inflation target of 2% is expressed in terms of an annual rate of inflation based on the Consumer Prices Index (CPI). The remit is not to achieve the lowest possible inflation rate. Inflation below the target of 2% is judged to be just as bad as inflation above the target. The inflation target is therefore symmetrical.

If the target is missed by more than 1 percentage point on either side – i.e. if the annual rate of CPI inflation is more than 3% or less than 1% – the Governor of the Bank must write an open letter to the Chancellor explaining the reasons why inflation has increased or fallen to such an extent and what the Bank proposes to do to ensure inflation comes back to the target.

A target of 2% does not mean that inflation will be held at this rate constantly. That would be neither possible nor desirable. Interest rates would be changing all the time, and by large amounts, causing unnecessary uncertainty and volatility in the economy. Even then it would not be possible to keep inflation at 2% in each and every month. Instead, the MPC's aim is to set interest rates so that inflation can be brought back to target within a reasonable time period without creating undue instability in the economy.

(資料) BANK OF ENGLAND 「ホームページ」 (<http://www.bankofengland.co.uk/>)

(4) 次に、もう1つの政策対応である「賃金をどれだけ下方に柔軟にすることができる

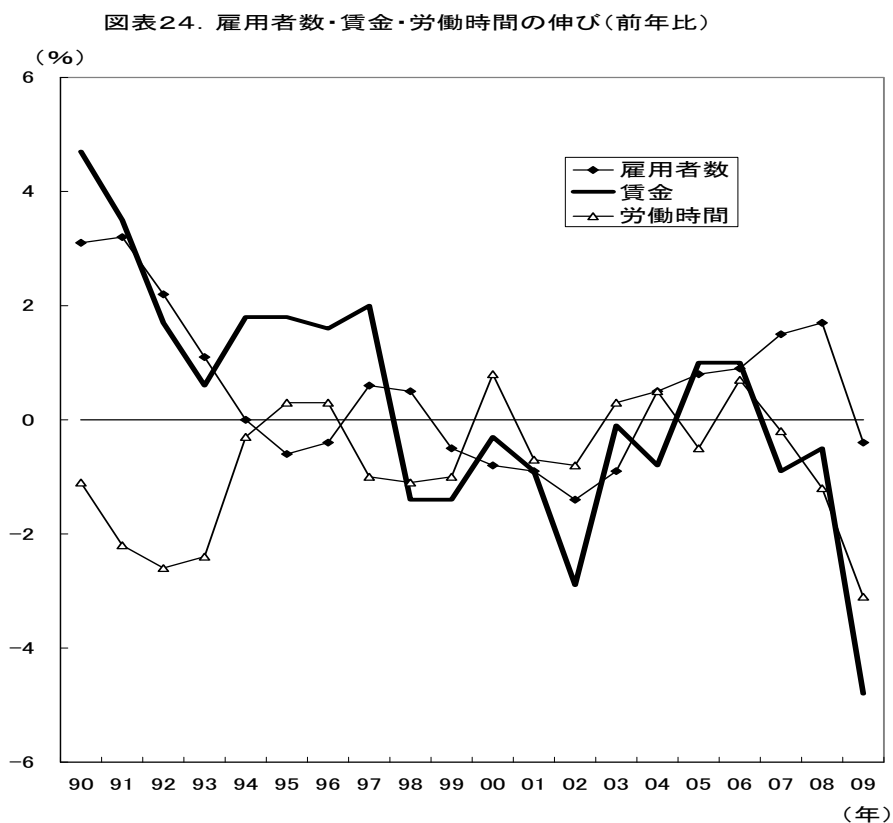
か」の検討に移ることとする。

賃金を下方に柔軟にすることは、企業の人件費負担軽減に繋がるが、人件費負担を軽減する方法としては、賃金引下げを含め次の3つの方法をとることができる。<sup>7</sup>

- ① 賃金（1人・1時間あたり）の削減
- ② 雇用者数の削減
- ③ 労働時間の削減

①の賃金の削減には、正規社員の賃金・ボーナスの削減のほか、正規社員から賃金の安い契約社員・アルバイト等非正規社員へのシフトが含まれる。また③の労働時間の削減とは、主に残業時間を減らして残業代を削減することである。

1990年代以降の景気低迷下で、企業が上記3つの方法のうちどれをとってきたかを示したのが図表24である。1990年代前半においては、人件費削減は主に労働時間（主に残業



(注) 各数値とも常用雇用者30人以上の事業所を調査対象としたもの  
(資料) 厚生労働省「ホームページ」(<http://www.mhlw.go.jp/>)

時間)削減であり、次に雇用者数削減であった。一方、賃金については、上昇率は低下し

<sup>7</sup>  $C(t) = w(t) \times E(t) \times H(t)$  ( $C$ : 総人件費  $w$ : 1人・1時間あたり賃金  $E$ : 雇用者数  $H$ : 労働時間) であるから、 $\dot{C}/C = \dot{w}/w + \dot{E}/E + \dot{H}/H$

たものの、1997年まではプラスであった。ところが、賃金上昇率は1998年以降になると、総じてマイナスとなっている。すなわち、賃金は徐々に下方にも柔軟になっている。ただし、これには非正規社員へのシフトが大きく寄与していると思われる。

賃金の下方への柔軟性をもう少し高めることは、労働者に大きな負担を強いることは確かである。しかし既述したように、賃金の下方硬直性による2次的なマイナス効果の大きさを勘案すると、正規社員を含む賃金の下方柔軟性をもう少し高めることは、2次的なマイナス効果を少なくし、労働者の最終的な負担軽減に繋がるはずである。

賃金の下方硬直性には、制度上の要因が少なからず影響していると思われる。制度上の要因を取り除くには、労働市場の流動性を高めることが必要と思われる。現在の労働市場は、「すでに正規社員として職を得ている人の市場」、「非正規社員の市場」、そして「学校を卒業し新たに職を得ようとする人からなる周辺の市場」とに分けることができるが、「すでに正規社員として職を得ている人の市場」を囲む壁はかなり高い。すなわち、非正規社員から正規社員になるのは難しく、また新規学卒者が正規社員の職を得るのも厳しい。その壁を低くし労働市場の流動性を高めることが、賃金を下方にも柔軟にすると思われる。さらに労働市場の流動性を高めることは、雇用の確保にも繋がるはずである。

## 5. おわりに

1990年代以降、日本は長期間にわたって景気低迷を余儀なくされている。その原因としては、経済構造転換の遅れや経済対策のまずさ等が指摘されている。大胆な経済構造転換は、国際化が急速に進む経済環境の中では避けて通れない道であった。しかし、日本の所得水準がすでにかなり高くなっており新たな改革に消極的になっていたため、経済構造転換が進まなかった。また、経済対策については、「too late, too little」といわれたように、しばしば発動が遅くまた不十分であった。日本を反面教師として、諸外国は経済運営を行っているほどである。

現在日本にデフレ・スパイラルという、さらに困難な問題が加わっている。デフレ・スパイラルから脱出できないと、日本経済の低迷は、さらに長期化する恐れがある。デフレ・スパイラルは喫緊の問題である。政策対応が功を奏して、日本経済が再び立ち直るならば、その成功例は諸外国にとっても好事例となるはずである。

## 参考文献

- ・伊藤隆敏（2002）、「日本における物価安定数値目標政策の可能性」、財務省財務総合政策研究所フィナンシャル・レビュー
- ・安達茂弘・永田久美子（2007）、「英米の機関投資家にみる物価連動国債とアセットアロケーション」、PRI Discussion Paper Series

- ・大西茂樹（2002）、「デフレーションの要因分析」、PRI Discussion Paper Series
- ・清水谷諭・寺井晃（2003）、「デフレ期待と実質資本コスト—マイクロデータによる 90 年代の設備投資関数の推計—」、ESRI Discussion Paper Series
- ・白塚重典（2001）、「望ましい物価上昇率とは何か？：物価の安定のメリットに関する理論的・実証的議論の整理」、日本銀行金融研究所「金融研究」
- ・新開陽一（1995）、「デフレーションと経済政策」、日本銀行金融研究所「金融研究」
- ・原田泰・中田一良（2003）、「デフレーションは経済学では説明できないのか」、ESRI Discussion Paper Series
- ・飛田史和・田中賢治・梅井寿乃・岩本光一郎・鴨原啓倫（2008）「短期日本経済マクロ計量モデル（2008 年版）の構造と乗数分析」、ESRI Discussion Paper Series
- ・法専充男・中澤正彦・橋本拓摩（2003）、「デフレの財政への影響と対応策」、PRI Discussion Paper Series
- ・堀雅博・鈴木晋・萱園理（1998）、「短期日本経済マクロ計量モデルの構造とマクロ経済政策の効果」、ESRI Discussion Paper Series
- ・みずほ総合研究所（2010）、「デフレリスクの大きさをどうみるか？」、みずほ日本経済インサイト