

# 日本経済の正しい見方・考え方【デフレ脱却に向けて】

## はじめに

デフレ脱却に向けて企業や人々のマインドが変化してきた。本稿では、日本経済低迷の元凶であるデフレの現状と、「大胆な金融政策」を中心にデフレ脱却に向けた動きを概観する。

### 【ポイント】

- ・戦後、デフレになった国は、先進国で日本だけ。
- ・CPI（消費者物価指数総合）は、1998年～2012年の15年間で4.0%下落（年平均▲0.3%）。
- ・2012年の名目GDPは474兆円で、ピークの1997年（523兆円）から49兆円も減少（9.4%減）。
- ・GDPデフレーターは下落を続け、16年間〔1997年110.2→2012年91.6〕で18.6ポイント下落。
- ・約30年間で日本の名目GDPは2倍になったが、アメリカやイギリスは約6～7倍に成長。
- ・デフレの影響は、①雇用環境の悪化、②投資減少、③税収減少・財政悪化、④貧富の差の拡大。
- ・デフレのきっかけは、「バブル崩壊」による需要の急激な減少。
- ・日本経済が低迷している真の原因は、モノの値段が下がる以上に名目賃金が下落したこと。
- ・1997年の消費税増税や公共事業費の削減も、デフレ長期化の原因。
- ・現実問題として、2%のインフレ目標の安定的な達成は、大変難しいと考える。
- ・対GDP比のマネタリーベースは十分なように見えるが、デフレ脱却には不十分なレベル。
- ・2%程度の物価安定目標に向けて取り組んでいる国々では、名目賃金上昇率が物価上昇率と同水準あるいはそれを上回る傾向がみられる。
- ・約8割の人が1年後の物価は「上がる」と認識。
- ・デフレからの脱却は、3本目の矢「成長戦略」の成否にかかっている。

## 1 消費者物価指数で見たデフレの現状

### 1. 「月例経済報告」でのデフレ判断

「デフレ」とは、英語の“Deflation”の略語で、「物価（モノやサービスの値段）が持続的に下落していく経済現象」を意味している。

IMF（国際通貨基金）がデフレを「少なくとも2年間の継続的な物価下落」と定義していることを踏まえ、政府は1999年から2年以上にわたり物価下落が続いていたことから、2001年4月の月例経済報告で「持続的な物価下落という意味において、緩やかなデフレにある」と判断した。

その後、2006年7月から2009年10月の月例経済報告ではデフレとの判断を示していなかったが、物価下落が半年程度続いていたこと、需給ギャップ<sup>(\*)</sup>も大幅なマイナスであったことなどから、2009年11月の月例経済報告以降は、再び「緩やかなデフレ状況にある」との判断を示している。

\*既存の財やサービスに対する需要の大きさと、それを供給するための既存の生産能力との乖離。

一時的に物価が下がった国は日本以外にも多くあるが、戦後、2年以上続いて物価が下落した国、すなわちデフレになってしまった国は、先進国では日本だけである。

### 2. 消費者物価指数(CPI)とは

「消費者物価指数（Consumer Price Index：CPI）」は、日本の物価を総合的に表す一般物価の代表的な数字で、世帯が購入する財・サービスの価格の平均的な変動を測定する指標。つまり、ある時点の世帯の消費構造を基準に、これと同等のものを購入した場合に、必要な費用がどう変動したかを示している。調査対象は、食料品や衣料品、電化製品等に加え、家賃や学校の授業料、バスや電車等の交通機関の料金など約590品目。

物価は、経済活動が活発となり需給が逼迫すると上昇率が高まるが、経済活動が停滞して需給が緩むと上昇率の低下や下落を起こす。CPI（大きくは次の3指標に分類）は「経済の体温計」と呼ばれ、金融政策を進める上で重要な指標となる。

- ①CPI（総合指数）は、消費者物価指数の調査対象となっている全ての品目の物価を示す。一方、
- ②コアCPIは天候など経済とは関係のない要因で価格が変動しやすい生鮮食品を除いた指数、
- ③コアコアCPIは輸入品の影響を受けやすい食料（酒類を除く）とエネルギーを除いた指数を示す。

### 3. 小幅ながら長期にわたって物価が下落

コアコアCPIの推移〔前年比（インフレ率）〕を見ると、日本では1998年頃から物価が下がり続けていることがわかる。CPIは、この15年間（1998年～2012年）で4.0%下落。年平均にすれば下落率は▲0.3%に過ぎないが、小幅であっても長期にわたって物価が下がり続けてきたことが、日本経済の活力を奪ってきた原因である。

この15年間、日本の若者は、生まれた時からインフレを経験せず、「物価は変わらない、または下がるもの」と思って生活してきたことになる。

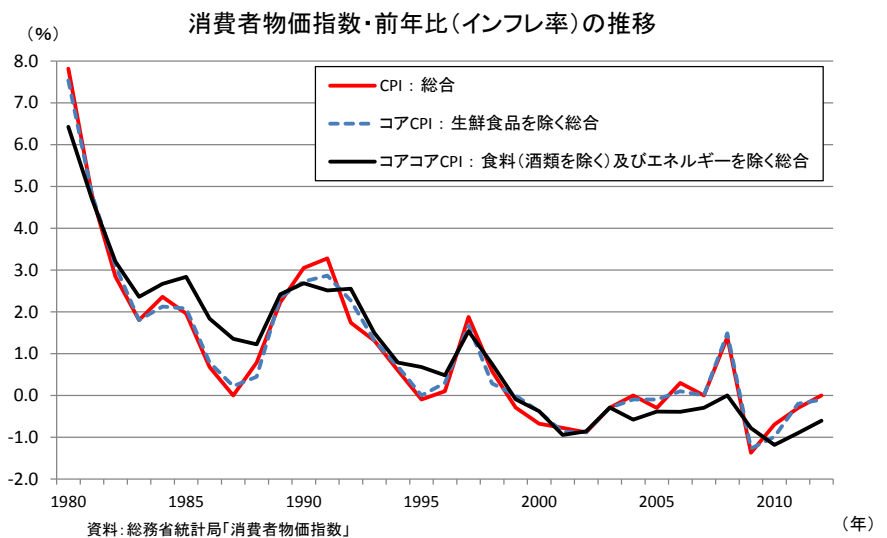
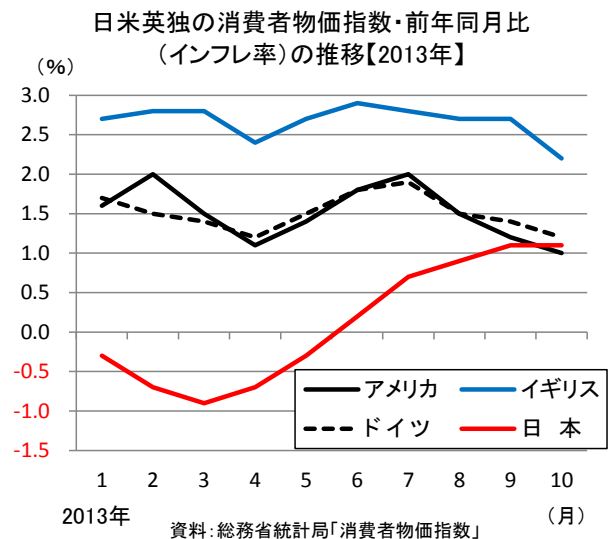
実際、デフレになってから、身の回りの色々な製品の値段が下がった。ファッション業界ではファストファッション(\*)の人気が高く、日用品の分野では100円ショップが隆盛を誇っており、デフレが日常化した。

\* 流行を採り入れながら低価格の衣料品を大量生産し、短サイクルで販売するブランドやその業態。

直近の2013年9月・10月の2か月に限ると、アベノミクス効果もあり、日本のインフレ率はアメリカ・ドイツ並みの水準（1.1%）となっている。

なお、日銀ではデフレや「2%のインフレ目標」（後述）の判断においてCPIを採用しているが、CPIやコアCPIは輸入品の価格によって左右されるため、景気に見合った物価水準を正しく判断するにはコアコアCPIが妥当と考える。

ちなみに、株価がピークを迎えた1989年以降の数年間、3つの指標とも2%を超えているが、CPIとコアCPIは振幅が大きいことがわかる。



## 2 GDPデフレーターで見たデフレ感

### 1. 名目GDPと実質GDPの推移

前述のとおり、コアコアCPIは1998年頃から物価の下落が続いている。では、一定期間内に国内で新しく産み出された商品やサービス等の付加価値（儲け）の総額であるGDP（国内総生産）は、どのように変化してきたのか。

デフレが続くなか、市場価格で算出した名目GDPは、2008年のリーマン・ショック以降に更に水準が低下して2012年には474兆円となり、ピークの1997年（523兆円）から49兆円も減少している（9.4%減）。

一方、名目GDPから価格変動の影響を除いた実質GDP(\*)は、紆余曲折はありながらも、1990年代半ばから右肩上がりのトレンドになっている。2012年の実質GDPは517兆円となり、1997年（475兆円）から42兆円増加（8.8%増）。

\*実質GDP：名目GDPから物価の変動分を差し引いて、基準年（2005年）の価値で評価した数字。

### 2. 実質GDPが成長しても、豊かさを感じない

通常、経済成長率を考える場合、実質GDPで見るのが一般的である。なぜ実質GDPで見る必要があるか、単純な例で説明すると、賃金やモノ・サービスの値段など、全てが2倍になるとGDPも2倍になるが、支出も2倍になってしまい、実質的な豊かさは同じままである。

つまり、実質的な豊かさを統計的に判定するためには、名目GDPから価

格変動の影響を除いた実質GDPで見ないと、豊かさの変化を把握できないことになる。

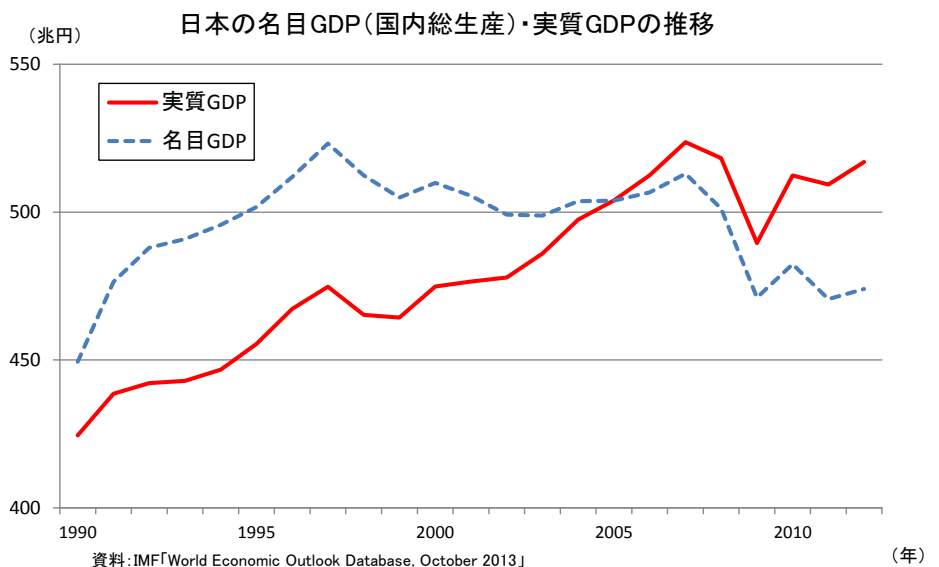
デフレが進行するなか、確かに実質GDPは増えたが、名目GDPの著しい低下が心理的にマイナスの影響を与え、豊かになったという実感をほとんどの人が持っていないのではないかと。

実質GDPで見て経済は成長していると言われても、企業、家計、財政などは名目で動いている面があり、豊かさを実感することは困難だ。

企業の決算は名目値であり、決算が改善しなければ回復感もない。また、家計が感じる豊かさは、自分たちが稼ぐ賃金と密接に関係しており、名目の数字がより重要な要素となってくる。

名目賃金を物価水準で割った実質賃金が伸びていると言われても、実際に受け取る賃金や実際に支払う金額で考えるのが普通である。また、財政、特に税収は名目値（企業の所得や個人の賃金、取引価格等）に左右される。

名目GDPと実質GDPの逆転は簡単にはいかないが、名目GDPが増加基調に転ずれば、こうした「デフレ感」は払拭される可能性がある。



### 3. 「GDPデフレーター」の変化

GDPの物価指数「GDPデフレーター（2005年＝100）」（名目GDP÷実質GDP×100）は、どのように変化してきたか。GDPデフレーター（以下「デフレーター」）は、消費税増税や原材料価格高騰に伴う一時的な上昇はあったが、1995年頃からデフレ状態にある。前述のとおり、この16年間で名目GDPは9.4%減少し、実質GDPは8.8%増加。デフレーターは下落を続け、この間〔1997年110.2→2012年91.6〕に18.6ポイント下落した。

インフレの時は、名目GDPからデフレーターによりインフレ分を差し引いた実質GDPがどれだけあるかという見方の方が、実態を理解しやすい。

しかし、デフレ時には、名目GDPにマイナスのデフレーター分が逆に上乗せされるため、「デフレの影響で実質GDPが名目GDPよりこれだけ大きくなる」と言われても、容易に実感できない。

### 4. G7各国との比較

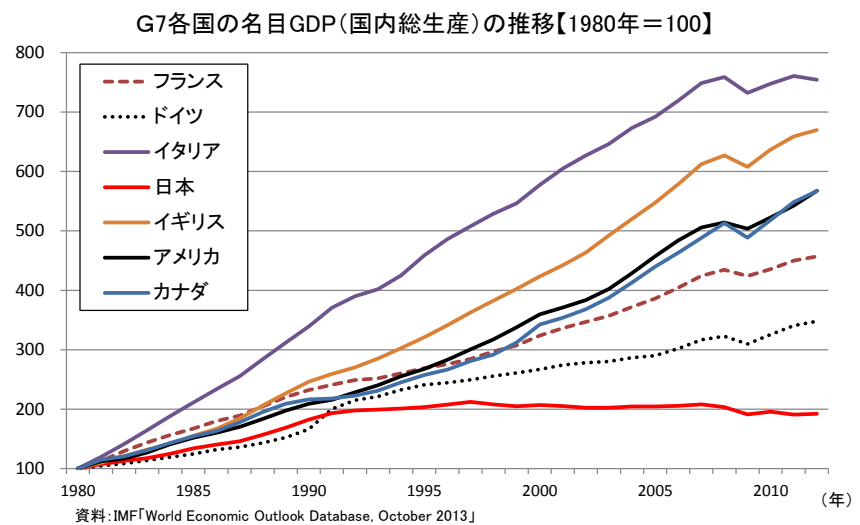
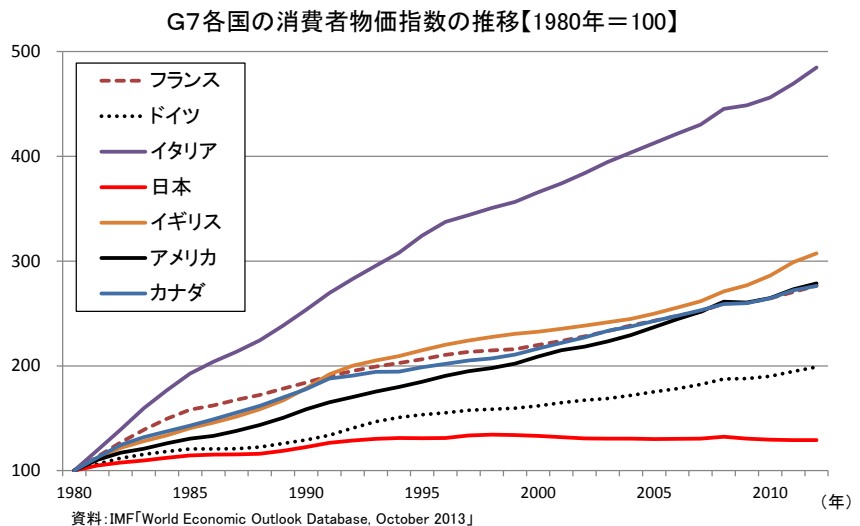
G7（日・米・英・仏・独・伊・加の7か国）の消費者物価指数の推移（1980年＝100）をみると、日本は緩やかなデフレ状態（ピーク1998年：134.4→2012年：129.2）にある。

一方、G7各国〔2012

年：ドイツ198.9、フランス276.5、アメリカ278.7、イタリア484.8〕では、物価が継続的に上昇している（緩やかなインフレが普通）。

また、G7各国における2012年の名目GDP（1980年＝100）の水準をみると、ドイツは1980年の3.5倍、フランスは4.5倍、アメリカは5.7倍、イギリスは6.7倍と、各国とも消費者物価指数の変化率を大きく上回って成長している。

一方、日本は約30年間で約2倍（192.2）の規模にまでしか成長できなかった。



## 5. 日本のCPIとGDPデフレーター乖離

2012年のCPI（2005年＝100）は99.0で、2005年からの7年間では▲1.0%の下落にすぎない。

これに対し、世界共通のルールに基づいて作成され、日本のGDP統計で使用されているデフレーター（2005年基準）の2012年の数値は91.6。家計最終消費支出のデフレーター（いわゆる「個人消費デフレーター」）は93.6と7年間では▲6.4%下落している〔下落率はCPIの6倍〕。

CPIとデフレターを比較すると、デフレターの下落幅が大きい。なぜ2つの物価統計の下落率に大きな乖離があるのか。最大の理由は、個別の物価指数を合成して平均値を計算する際に用いるウエイト（重み）にある。

CPIは「固定ウエイト」方式で、5年毎に定められた数量ウエイトで約590品目の個別指数が加重平均されている（現在は2010年基準）。世帯が購入する財・サービスは、新しい財・サービスの出現や嗜好の変化等により変化するが、この方法では最長で5年前の消費構造（数量ウエイト）が「今も変わらない」と仮定されており、次第に消費構造の実態と合わなくなり、上方バイアスが発生しやすくなる。

例えば5年間にテレビ等の耐久財の価格が大幅に下落を続け、耐久財の数量ウエイトが大幅に上昇しても、その実態は正しく反映されない状態が続く。

これに対しGDP統計のデフレーターは、その時々ウエイトで計算されており、こちらの方が現実的である。

また、CPIの対象は家計

消費のみであるが、デフレーターは企業の設備投資等も対象となる。設備投資は品質向上が著しいIT関連財の比率が高く、これらの価格下落の影響が大きい。また、エネルギー関連の輸入製品の価格が上昇すると、CPIはその分上昇するが、デフレーターは製品価格に転嫁されない限り下落に働くことも乖離の要因となる。

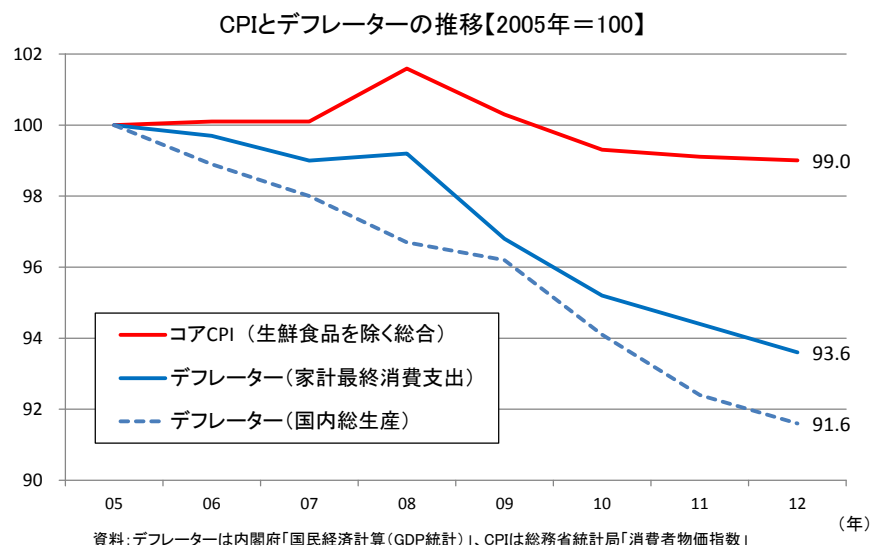
## 3 デフレが経済に与える影響

### 1. デフレの何が悪いのか

「モノの値段が下がることの何が悪いのか？」と疑問を持つ人も多くいるのではないかと。モノの値段が下がるだけなら、みんながハッピーになるだろうが、問題はモノの値段が下がると、回り回って賃金が余計に減ってしまうことにある。

デフレのもとでは継続的にモノの値段が下がるため、モノを買うのを先延ばしにすれば得になる。当然企業は儲からなくなり、人件費に回せるお金が減る。その結果、利益維持の手っ取り早い手段として人件費の削減（賃金引下げ・人員削減）が行われやすく、家計の収入は減る。

このようにして収入が減れば、使えるお金が減





るため、節約する家庭が増えて消費が減り、モノが売れなくなる。企業はモノの値段を下げてでも売ろうとするため、ますます売上が減り、賃金を減らすという、悪循環（デフレスパイラル）が続いてしまう。

この悪循環が続いて経済が縮小し、名目GDPが減少してきたのが、これまでの日本の姿である。

## 2. 雇用環境が悪化する

デフレで物価が下がれば、その分安く多くのモノを買うことができるため、家計にとってデフレは恩恵があると思いがちだが、これは消費者としてだけの視点であり、供給者としての視点が欠けている。我々は消費者であると同時に、供給者として労働により賃金（所得）を得ている。デフレは雇用者の名目賃金の減少や完全失業者の増加を通じて雇用環境を悪化させ、消費が低迷する。

「2010年=100」として消費者物価指数と名目賃金指数の推移をみると、1998年～2012年のデフレ期において、物価は4ポイントしか下落していないが、名目賃金は13ポイント下落している。せっかく物価が下がっても、それ以上に賃金が減少すれば実質的な購買力が落ちる。これがデフレ

の現実であり、極めて憂慮すべきことである。

OECD「Economic Outlook 2013」により日米欧の名目賃金の推移（1995年=100）をみると、2012年の水準は、デフレ下にあった日本が87.0と13ポイント減少しているが、インフレが続くアメリカは1.8倍（180.8）、ユーロ圏は1.5倍（149.3）と大幅に上昇している。

デフレだから賃金が下落したという面もあるが、デフレのみが原因ではない。相対的に賃金が低く、かつ勤続年数が増えても賃金が上がりにくい非正規労働者の増加も大きな原因となっている。

総務省の「労働力調査」によると、正規労働者は1990年の3,488万人（全体の79.2%）から2012年の3,340万人（同64.8%：4.2%減）と微減。一方、非正規労働者は1990年の881万人（同20.2%）から2012年の1,813万人（同35.2%：105.8%増）と大幅に増加している。

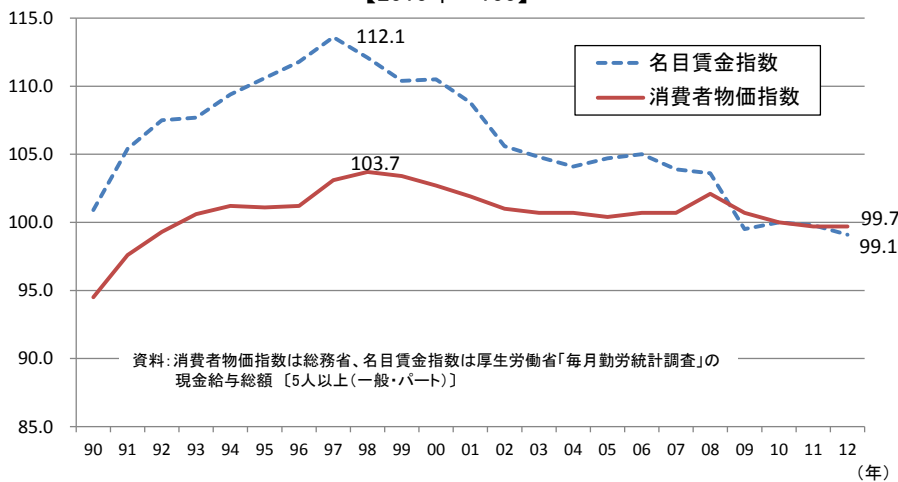
非正規労働者は、勤続年数が増えても賃金がほとんど上昇しないため、消費を増やすことができない。厚生労働省「賃金構造基本統計調査（2012年）」によると、入社時（勤続年数0年）と勤続年数20～24年の所定内給与の差違は、正社員・正職員（230.5千円→392.8千円）は1.70倍に増加しているが、正社員・正職員以外（非正規：190.1千円→199.2千円）は1.05倍とほぼ横ばいの状態だ。

正社員・正職員（230.5千円→392.8千円）は1.70倍に増加しているが、正社員・正職員以外（非正規：190.1千円→199.2千円）は1.05倍とほぼ横ばいの状態だ。

## 3. 投資が減少する

デフレは低価格競争を招き、企業の売上・利益の減少につながり、運転資金等の借入の返済原資

消費者物価指数と名目賃金指数の推移  
【2010年=100】



を確保することが困難になる。つまり、実質的な債務負担の増加により、企業の投資余力が弱まる。

家計においても実質的な債務負担の増加により、消費者は住宅購入を控えるようになる。

設備投資や住宅投資が減るということは、需要が減って物価が下がる、すなわち益々デフレになるということである。

#### 4. 税収が減少し、財政が悪化する

デフレは、名目賃金の停滞・減少につながり、結果的に税収減による財政悪化にも寄与する。

デフレにより個人の消費や企業の投資が停滞・減少すると、名目GDPが増加せず、税収も減少し、国の財政も悪化してしまう。政府の税収は、国民所得の合計の一部であり、政府・一般会計税収と名目GDPの動きは概ね一致している。

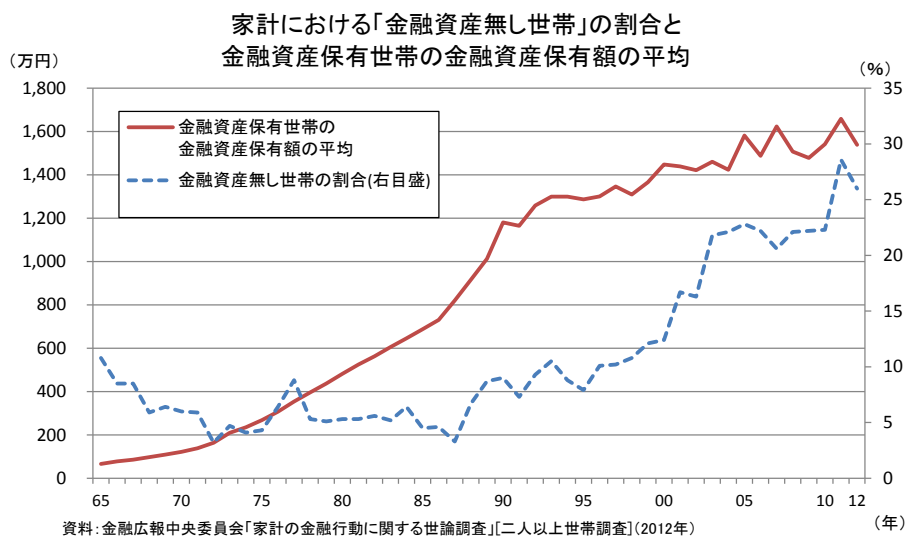
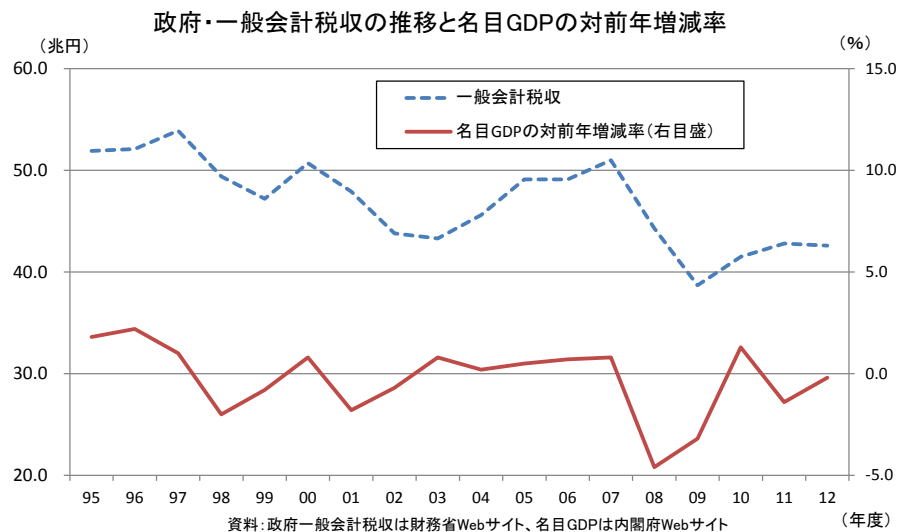
#### 5. 貧富の差が拡大する

名目賃金、収入が減っても、住宅ローンなどの借金の金額は変わらないため、収入が減るとローン返済が苦しくなり、相対的に借金の負担が増す。

一方、物価が下がるとお金の価値が上昇するため、消費するよりも現金のまま所蔵していた方が得になると考え、消費を控えて貯蓄に回すことが多くなり、世の中で流通するお金が少なくなる。

お金の価値が上昇するため、一部の富裕層に限れば、借金の負担増加分と相殺も可能であるが、金融資産が無い人はデフレの恩恵を受けることができない。

バブル崩壊以降、金融資産無し世帯の割合は、1970年代前半の約5%から、2012年の26%へと急激に増加。一方、金融資産保有世帯の金融資産保有額の平均は約1,600万円に増加した。一億総中流社会と言われた日本だが、長いデフレ期を経て国民の間に資産格差が拡大している。



## 4

## デフレの背景・原因

### 1. デフレのきっかけは「バブル崩壊」

デフレのきっかけは、バブルが崩壊し、需要の急激な減少が起きたことであった。

バブルの時の日本経済は、本来の実力からかけ離れた高い水準に達していた。その対処が遅れたことがバブルを膨張させた。そして景気の過熱が限界に達した時に、地価の沈静化を図るために不動産向け融資の総量規制が行われ、金利も引き上げられた。この結果、景気に急ブレーキがかかり、ついにバブルが崩壊した。この時に需要が大きく減って「供給>需要」の状態となり、デフレスパイラルがスタートする引き金になった。

ちなみに日本の実質GDP成長率を振り返ると、1980年代は4.4%であったが、1990年代は1.5%、2000年代は0.6%と、次第に低下している。

### 2. 大きな「需給ギャップ」の存在

日本経済には、1990年代後半以降、バブル崩壊に伴う不良債権問題、アジア通貨危機、リーマン・ショック、東日本大震災など、強い下押し圧力がかかり続けてきた。

デフレの原因については、様々な議論が行われてきたが、デフレとは一般物価水準の下落であり、経済全体として需要が供給能力を下回る「需給ギャップ」の存在（2000年以降、概ね恒常的に需要不足の状態が継続）が原因となっている。

直接的な原因である需要不足のほか、デフレを促進させてきた多数の要因（原因の事態に至る引き金）が存在する。

#### （1）物価に対する直接的な下押し要因

##### ① グローバリゼーションの進展

→ 新興国からの安い輸入品の流入が増大。

##### ② 名目賃金の下落

③ 非正規雇用による賃金水準の引き下げ

④ 規制緩和に伴う競争激化

→ 企業が低価格戦略を強化。

⑤ 技術革新の進展

→ 安く製品を造ることが可能となり、製品の値段が低下。

⑥ 少子高齢化・人口減少

→ 耐久消費財等の需要が減少。

#### （2）物価に対する間接的な下押し要因

① 規制緩和や流通合理化

② 企業や金融機関のバランスシート調整<sup>(\*)</sup>

③ デフレ長期化に伴うデフレ予想の固定化

④ 企業や消費者の成長期待の低下

⑤ 高齢化に伴う需給のミスマッチ

\* 悪化した財務状況を健全化させるために、投資や支出を削減して負債圧縮、利益率改善を図ること。

#### （3）少子高齢化・人口減少は主要因ではない

「少子高齢化・人口減少が続き、自動車など耐久消費財の分野では需要が減少しており、それが原因でデフレになっている」という主張がある。

確かに生産年齢人口が減少していく市場では、期待収益率（投資を実行する際に平均的に期待される収益率）があまり見込めないために企業の投資が抑制されたり、将来への不安から個人も消費を控えたりする傾向は否定できない。

ただ、ドイツなど、既に人口減少が始まっている日本以外の国はデフレに陥っていない。人口減少がデフレの要因であることは否定できないが、主たる要因でないとと言える。

「住民基本台帳」（総務省）に基づく2013年3月末時点の人口動態調査によると、日本人の総人口は1億2,639万人<sup>(\*)</sup>と、4年連続で減少。15～64歳の生産年齢人口は7,896万人〔約20年間で764万人の労働力が減少〕と、初めて8千万人台を割



り込み、全体の62.6%まで縮小。一方、65歳以上の老年人口は3,083万人と、3千万人台に乗った〔全体の24.4%〕。生産年齢人口の減少は、日本経済の潜在成長率を押し下げる要因となる。

\*3か月を超えて日本に滞在する外国人を加えた総人口は1億2,837万人、生産年齢人口は8,063万人。

**(4)「安い輸入品の増加」は日本だけではない**

「企業が新興国で安い製品を製造・輸入して売るからデフレが起きる」という意見があるが、これは間違った議論だ。海外から安い製品を輸入し

て販売しているのは、日本だけに限ったことではなく、世界中の国々で普通に行われている。

仮に他の国に比べて日本のGDPに占める輸入の比率（輸入依存度）が極端に高ければ、安価な輸入品の影響が大きいと言えるかもしれないが、主要国の2011年の輸入依存度を見ると、日本（14.5%）はアメリカ（15.0%）と同様に低く、輸入品の価格が経済全体に与える影響はごく限られたものであると言える。

また、輸入依存度の高い、韓国（47.0%）、オランダ（60.6%）、ハンガリー（72.2%）などの国がデフレ状態にあるならば、輸入品がデフレの原因である可能性も考える必要があるだろうが、いずれの国もデフレにはなっていない。

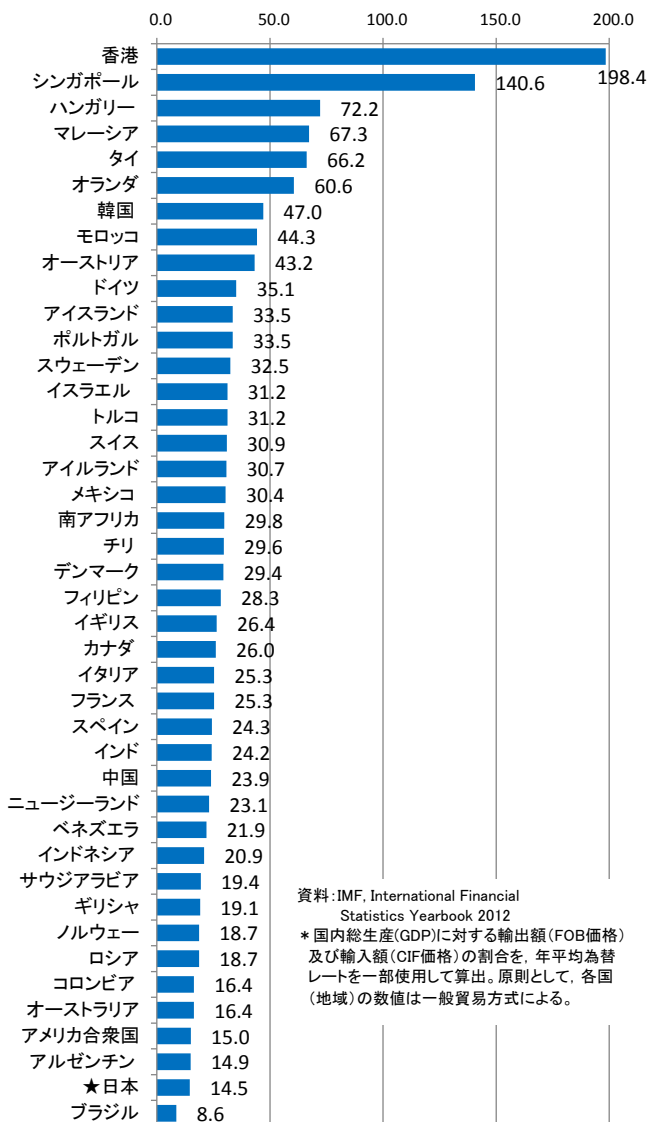
**3. 名目賃金の下落がデフレ長期化の根本原因**

日本経済が低迷している真の原因は、モノの値段が下がる以上に賃金が下落したことである。デフレの影響により雇用環境が悪化し、名目賃金の下落を招いたと先ほど述べたが、デフレスパイラルの中で名目賃金が下がり続けてきたことが、デフレを長引かせている根本的な原因でもある。

名目賃金（物価の影響を加味していない賃金）は1998年頃から徐々に下がってきた。ある意味で異常なこの現象は、先進国の中で日本だけで発生した。この名目賃金の下落が、日本だけがデフレに陥った原因と言える。それでは、なぜ日本の名目賃金は下がり続けてきたのか。

バブル崩壊後、中国など新興国との厳しいコスト競争、価格競争にさらされ、その対抗上、日本企業は労働コストを引き下げて対応せざるを得なかった。日本の企業や労働組合、労働者は、業績が悪化するなか、賃金面で妥協しながらも、可能な限り雇用を守ることを優先してきた。正規労働から非正規労働へのシフトを促進し、賞与カット、

**主要国の輸入依存度(2011年)** (%)



資料: IMF, International Financial Statistics Yearbook 2012  
 \* 国内総生産(GDP)に対する輸出額(FOB価格)及び輸入額(CIF価格)の割合を、年平均為替レートを一部使用して算出。原則として、各国(地域)の数値は一般貿易方式による。

ベースアップの凍結、賃金引き下げ（諸手当の廃止等）を行ってきた。

雇用を守ってきた実態は次の数値に表れている。内閣府の推計によると、企業が抱える余剰人員である「企業内失業者」（雇用保蔵者）は2011年9月時点で最大465万人となり、全雇用者の8.5%に達するとの推計結果が示された。完全失業者263万人（当時は約300万人）の約1.8倍の企業内失業者がいる計算になる。両者をあわせると約730万人となり、実質的な失業率は約11%、9人に1人が本来は仕事がない状態となる。

#### 4. デフレ長期化のその他の原因

##### (1) 1997年の消費税増税

コアコアCPIは1998年をピークに下落しており、前年の消費税増税がデフレの引き金とも言える。増税は消費者から見た値段が上がるため、消費は鈍り、需要は減少する。需要が減れば、供給と需要のギャップが拡大し、デフレは更に悪化する。

家計最終消費支出と政府・一般会計税収の推移をみると、増税により消費税の税収自体は増加したが、景気の後退でその他の税収が減ってしまい、トータルの税収が減少している。

1997年は景気がようやく少し上向くかと思われた時期で、増税で完全に出鼻をくじかれた格好になった。

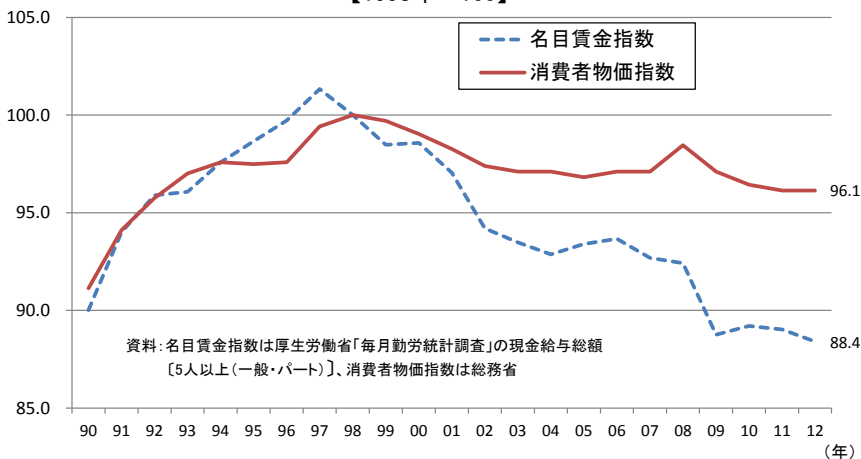
2014年4月、デフレから完全に脱却していない段階での消費税増税は、1997年と同じ結果を招くことが懸念される。

##### (2) 公共事業費の削減

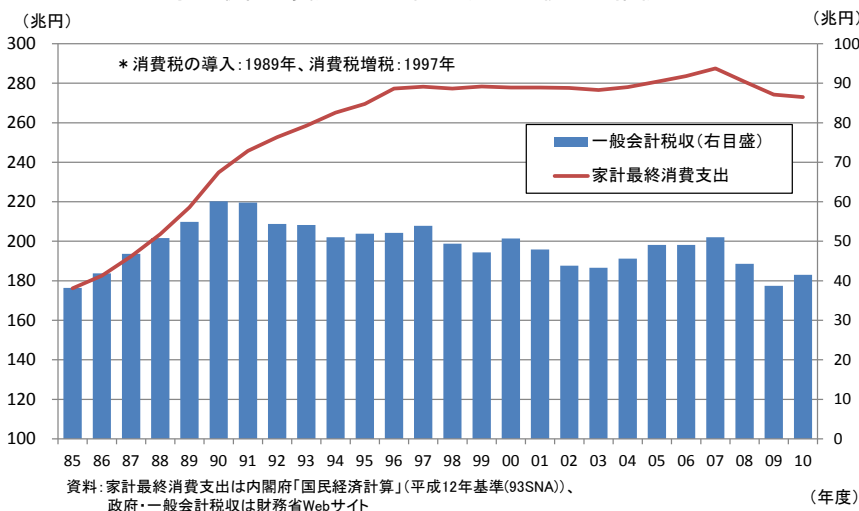
実際に物価の下落が始まったのは、バブル崩壊直後の1991年ではなく、1998年から。1991年から1996年までの5年間は、政府が公共事業を拡大していた時期であり、公共事業の削減を始めた1997年頃をピークに物価は下落に転じた。

つまり、1996年までの公共事業拡大は、バブル崩壊後の日本のデフレ化を防いでいたとも言える。

名目賃金指数と消費者物価指数の推移  
【1998年=100】



家計最終消費支出と政府・一般会計税収の推移



### 1. 第一の矢「大胆な金融政策」とは

安倍内閣が実施している経済財政政策の三つの柱である「大胆な金融政策」「機動的な財政政策」「民間投資を喚起する成長戦略」は、「三本の矢」（いわゆるアベノミクス）と称されているが、ここでは第一の矢「大胆な金融政策」の現状と課題について考察する。

#### （1）「量的・質的金融緩和」の導入

2013年1月22日、政府・日銀は「デフレ脱却と持続的な経済成長の実現」のための政策連携について共同声明を行い、日銀は「物価安定の目標を消費者物価の前年比上昇率で2%とする」と宣言。

同年4月4日、日銀の政策委員会・金融政策決定会合において「量的・質的金融緩和」の導入が決定された。

#### 量的・質的金融緩和

日銀は、消費者物価の前年比上昇率2%の「物価安定の目標」を、2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する。このため、マネタリーベースおよび長期国債・ETFの保有額を2年間で2倍に拡大し、長期国債買入れの平均残存期間を2倍以上に延長するなど、量・質ともに次元の違う金融緩和を行う。

#### （2）「量的・質的金融緩和」の認知度

日銀の「生活意識に関するアンケート調査」（2013年9月実施）によると、日銀が2%の「物価安定の目標」を掲げていることについて「知っている」との回答は36.9%。また、「量的・質的金融緩和」を行っていることについて「知っている」との回答は29.4%にとどまっている。

以下、2%の「物価安定の目標」及び「量的・質的金融緩和」などの概要について解説する。

#### （3）狙いは「インフレ予想（期待）」の増大

この15年間、景気が回復した時期もみられたが、物価が持続的に上がることはなかった。その最大の原因は、長年のデフレによって、国民の間に「物価は上がらなくて当然」という根強いデフレ予想が定着し、企業も家計もそれを前提に行動するようになってしまったからだと考える。

今回のデフレ脱却にあたって、日銀は2年でマネタリーベースを2倍（2012年末：138兆円→2014年末：270兆円）にして、2%のインフレを目指すことで、人々の間に「これから物価が上がりそうだ」と予想する「インフレ予想（期待）」を増大させることを狙っている。

#### （4）想定されるデフレ脱却の流れ

2%になるまで金融緩和が続くと企業や家計が確信すれば、人々もそれを前提に行動するようになる。物価が上がる前に購入しようという、買い急ぎの需要が生まれて投資や消費が増える。それにより企業の売上高・利益も増加し、いずれ賃金が上がってくる。

「円安になって、景気が良くなる」と考える人が増え、円を売ったり、株を買ったりする人が増えて実際に円安・株高になる。円安・株高になることで、企業や家計は需要を増やす。円安は輸出を増加させ、株高はいずれ消費を増加させる。

また、金融緩和でインフレ予想を増大させると、実質金利〔名目金利－物価上昇率（インフレ予想）〕<sup>(\*)</sup>が低下し、設備投資の増加につながる。タイムラグはあるものの、金融緩和は輸出や消費、設備投資という有効需要を増加させる。このような流れで最終的に景気が回復し、雇用が増加する。

\* 名目金利が1%で物価上昇率が-2%なら、実質金利は+3%。実態は、低金利の国ではなく、実質金利はある程度高い国ということになる。

このように経済全体で需要が拡大すれば、企業が儲かり、そこで働く人の収入が増える。収入が増えるので、今までより多くのモノを買う。モノがたくさん売れるようになると、物価が上がる。政府や日銀は、このようなストーリーでデフレ脱却を狙っていると想定される。

## 2. 2%のインフレ目標

### (1) インフレ目標の本来の意味

「消費者物価の前年比上昇率2%の『物価安定の目標』」(以下「2%のインフレ目標」)は、日銀が「1%を目途」としていた物価目標を、他の先進諸国並みに引き上げたものであり、「物価を恒常的に毎年2%ずつ上げていくことを目指す」ことを意味している。インフレ目標は、主要国だけでも20か国以上で導入されている。

もともとインフレ目標は、物価が上がり過ぎないようにする抑止的な役割を担っていた。具体的には事前に決めたインフレ率に近づいたら、金融の引き締めを行うと決めておくものである。

なお、日本は2013年1月に引き上げる水準として2%のインフレ目標を掲げたが、低すぎるインフレ率を高くする目標としてインフレ目標を掲げた国は、世界でアメリカが最初(2012年2月)である。

### (2) 2%は達成可能か

1ドル=80円を割り込む円高から、足元(2013年12月上旬)では102円台の円安基調となっている。また、株価も年初から4割以上も上昇している。

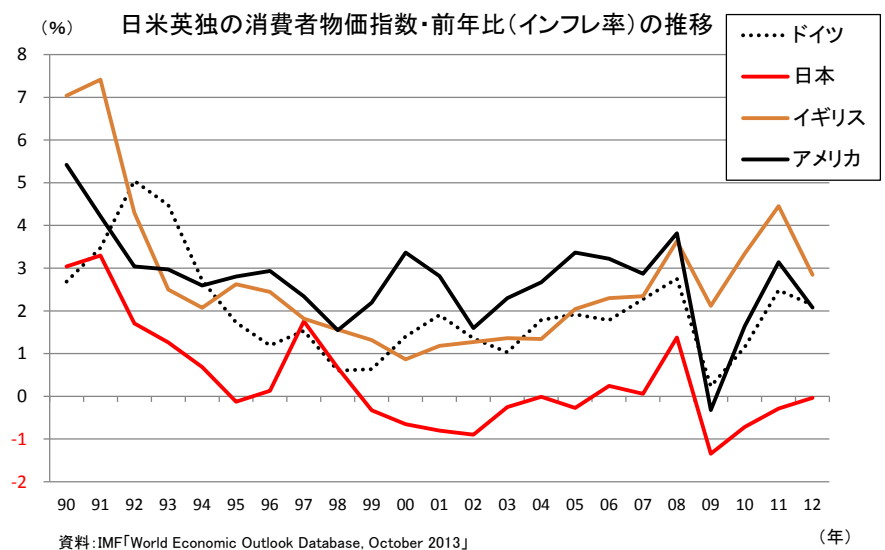
この動きは、2013年1月の2%の物価目標設定で、

日銀の緩和姿勢がより鮮明になったと市場から受け取られた結果だと言える。ただ、現実問題として、2%のインフレ目標の安定的な達成は、大変難しいと考える。

アメリカの消費者物価指数・前年比(インフレ率)の推移をみると、1980年以降、リーマン・ショックの影響により2009年に初めて▲0.4%とマイナスになった。その後、大規模な金融緩和等により2011年には3.2%に上昇したが、2012年は2.1%、2013年9月は1.2%、同年10月は1.0%とやや低下傾向にある。2000年以降、2~3%のインフレが続いたアメリカでさえ、緩やかなインフレ状態の維持に苦勞しているのが実態だ。

デフレに慣れてしまった日本の企業や家計の根強いデフレ予想を払拭し、2%のインフレ目標を達成するのは相当な困難を伴うであろう。

ただ、2%のインフレ目標の達成に向けて努力した結果、デフレを克服し、たとえ1%でも実現することができれば、大胆な金融政策をはじめとするアベノミクスは一定の成功をおさめたと評価してもよいのではないだろうか。



### 3. マネタリーベースの変化

マネタリーベースは、市中に出回る流通現金に日銀の当座預金(\*)を加えたものであり、日銀が経済全体に供給する通貨の量を示している。

\* 民間の金融機関が準備預金制度によって預金総額の一定割合を日銀に無利子で預け入れているもの。

「日銀は既に十分な金融緩和を行っており、更に金融緩和を行っても効果はない」という意見がある。その際によく利用されるデータが「マネタリーベースの対GDP比」である。同推移をみると、確かに日本はアメリカに比べて2倍程大きく、リーマン・ショック後も日本はアメリカに負けなくらいマネタリーベースを拡大しているように見える。

しかし、GDP比でお金の供給量を比較することには、あまり意味がない。国の経済構造や決済習慣の違いで、必要なお金の量は違ってくるからだ。

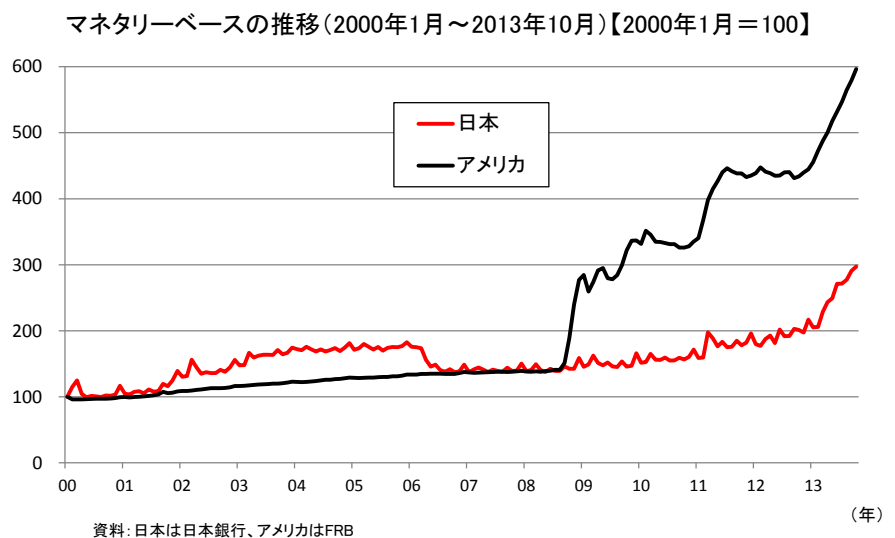
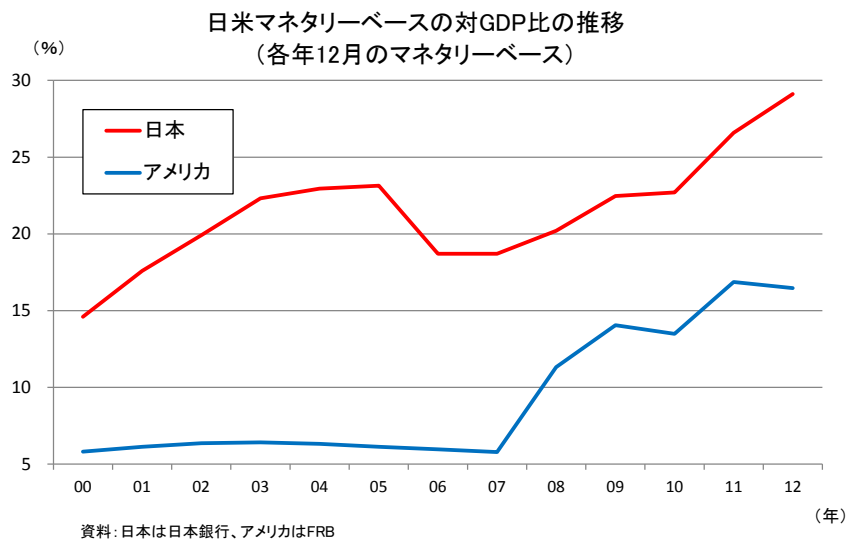
また、日本はこの十数年間、ほとんど経済成長しておらず、逆にマイナス成長の年が多い。このため、マネタリーベースが増えなくても対GDP比は上昇し、適切な判断が困難となる。

金融緩和が進んでいるか否かは、不況になる前と比較してどれだけお金の量が増加したか（通貨供給量の

変化率）で判断すべきである。

「2000年1月=100」としてマネタリーベースの推移（変化量を指数化）をみると、日銀がいかにマネタリーベースを拡大していないかが明確だ。

リーマン・ショックの発生によりバブルが崩壊した際、アメリカはデフレを回避すべく、急激に通貨供給量を増やした。リーマン・ショック前の2008年は9,000億ドル程度の供給であったが、直近（2013年10月）では3.6兆ドルと、通貨供給量は約4倍（GDPの約20%）にまで増えている。





日本では、2001年～2006年3月にかけて、当座預金残高を30～35兆円の間で維持する政策目標を掲げて量的緩和が実施されたが、デフレ脱却には不十分なレベルであった。拡大するどころか、2006年にはマネタリーベースが大きく縮小しており、歴史的な円高となってデフレがより深刻化したのも仕方がなかったと言える。

なお、量的・質的金融緩和により、2014年末の日本のマネタリーベースは270兆円となり、対GDP比率は56%に達すると見込まれている。

#### 4. 円安・株高によるデフレ脱却への効果

##### (1) 為替が円安になると

一般機械、鉄鉱、輸送機械などの輸出関連産業では、国内で生産した製品を海外で安く売れるようになるため、多くの製品が売れるようになり、企業収益が好転する〔実質GDPの増加に貢献〕。企業の売上高増加予想は、株高につながる。

また、企業の生産活動が活発化するため、残業時間の増加を通じて時間外給与所得の増加や、非正規労働者を中心に雇用の増加をもたらす。

これまでは安い輸入品に価格面で負けていた国産品も、輸入品の価格が上がるため、相対的に価格競争力が高まって国産品の売れる機会が増大し、企業収益が改善され始める。

円安によって輸入物価が上昇し、海外旅行が割高になるため、国内旅行に切り替える人が増えることも考えられる。

##### (2) 株価が上昇すると

企業の財務状況が改善して資金調達がしやすくなり、設備投資も行いやすくなる。また、設備投資拡大の恩恵を受けやすい情報通信や一般機械、建設へのプラスの影響が大きくなる。

資産効果を通じて家計の消費を刺激する。株を保有する世帯では、保有資産が増えるので消費を

増やすことが可能となる。実際、資産効果による高額消費が拡大している。

2013年10月の全国百貨店売上高（店舗数調整後）は前年同月比0.6%減と、3か月ぶりのマイナスとなったが、典型的な高額品である美術・宝飾・貴金属は同19.7%増（14か月連続プラス）と高い伸びが続いている。

##### (3) 株高の資産効果による消費拡大は限定的

アメリカでは、株価回復により資産効果が効いて投資や消費が活発になった。だが、金融資産に占めるリスク資産の割合が少ない日本では、株価上昇の恩恵を受けられる人が限られ、景気への影響はアメリカに比べると限定的なものになる。

日銀調査統計局の「資金循環の日米欧比較」によると、2013年6月末現在、アメリカの場合、家計の金融資産（61.9兆ドル）の32.1%を株式・出資金が占め、投資信託の11.1%を加味すると金融資産の43%をリスク資産で持っている計算になる〔現金・預金は13.0%〕。

一方、日本の家計が持つ金融資産（1,590兆円）の54.1%は現金・預金であり、株式・出資金は僅か8.1%、投資信託も4.5%と少なく、リスク資産の占める割合は13%弱に過ぎない。

#### 5. 物価が上がり続けても賃金は増えないのか？

大胆な金融緩和による円安が、輸入依存度の高いエネルギーや穀物などの輸入品の価格上昇をもたらす危険があるという意見がある。だが、通常の経済では、このようなインフレは長く続かないと考えられる。

なぜなら、賃金が上がらない中で物価だけが上昇すれば、実質所得が減少するため他のモノの購入を控えざるを得なくなり、消費全体が落ち込む。買い控えたモノの需要が下がるため値段が下がる。

結局全体をならしてみても、収入が増えない状況では、物価全体が持続的に上がることはない。

物価安定目標を設定するなど、2%程度の物価安定目標に向けて取り組んでいる国々では、名目賃金上昇率が物価上昇率と同水準あるいはそれを上回る傾向がみられる。

2000年以降の年平均上昇率をみると、アメリカやイギリスの実質GDPは1.8%成長、消費者物価指数は約2%の上昇となったが、名目賃金は両国とも3.3%上昇と、消費者物価指数の上昇率を上回っている。一方、日本では実質GDPが0.9%成長となったが、消費者物価指数は▲0.3%の低下、名目賃金は▲0.8%の低下と、消費者物価指数よりも落ち込みが大きい。

円高是正が進むと、経済全体では働く人の収入は確実に増える。ただ、15年もデフレが続いたため、最終的に多くの人の収入が増えるまでには、数年程度の期間を要することは否めない。また、

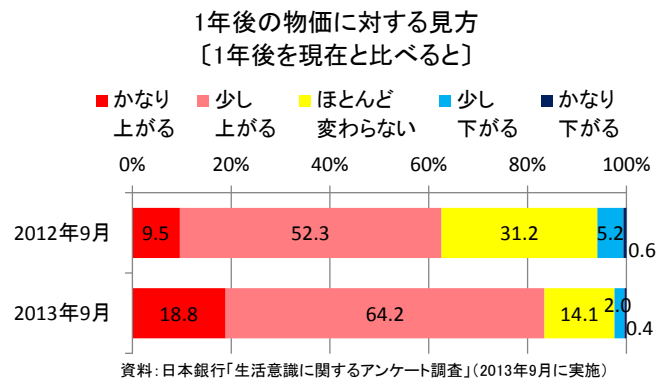
通常、賃金の上昇は物価上昇より遅れて表れるため、この局面では労働者の負担が重くなる。

アベノミクスの着実な実行により、アメリカやイギリスのようにすべての指標がプラス転換し、消費者物価指数を上回る名目賃金の伸びを期待したい。

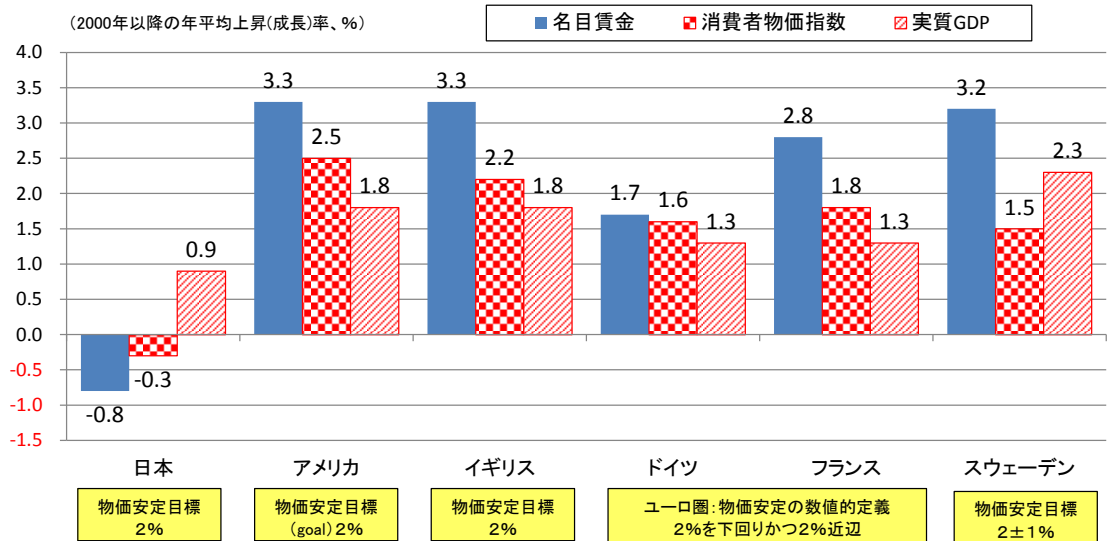
## 6 デフレ脱却に向けて

### 1. 物価が「上がる」という見方が増加

日銀が2013年9月に実施した「生活意識に関するアンケート調査」によると、1年後の物価（消費税率引上げの影響を除くベース）に対する見方について、物価が「上がる」（かなり上がる＋少し上がる）と答えた人の割合は、2012年9月の調査では61.8%であったが、2013年9月の調査では



### 各国の消費者物価指数と賃金上昇率の比較



資料：内閣府・平成25年第10回経済財政諮問会議提出資料「経済再生に向けた政策の進捗状況」

(備考) 1. OECD statにより作成

2. 名目賃金は、フルタイム換算の平均年間賃金

3. 名目賃金は、2000年以降2011年まで、消費者物価指数及び実質GDPは2000年以降2012年までの年平均上昇(成長)率

83.0%にまで増加（約21ポイント増）。約5人に1人は「かなり上がる」と認識している。

実際のインフレ率をみると、2013年10月のコアCPIが100.7と前年同月比0.9%上昇し、5か月連続のプラスとなった。また、物価の基調を表すとされるコアコアCPIも、同0.3%上昇と2008年10月以来、5年ぶりにプラス転換。大胆な金融緩和による円安効果が徐々に浸透してきた模様だ。

ちなみに、日銀の「経済・物価情勢の展望（展望レポート・2013年10月）」では、消費税率の引き上げの直接的な影響を除くベースでみた消費者物価の前年比は、2013年度は0.7%、2014年度は1.3%、2015年度は1.9%になると予想している。

## 2. 景況感で「良くなる」が増加、「悪くなる」が減少

「展望レポート・2013年10月」によると、「景況感（現在を1年前と比較）」は、「良くなった」が2012年9月の2.9%から2013年9月は12.3%に増加、「悪くなった」が46.0%から20.6%に減少。景況感の改善が進んでいることがわかる。

ただ、今後の「景況感（1年後を現在と比較）」をみると、「良くなる」が2012年12月の4.5%から2013年3月・6月は約24%に増加したが、9月は16.2%に減少。ムード先行で高まった景気回復への期待感が、やや弱まっているようだ。

## 3. 内需主導による景気回復の兆し

戦後のこれまでの典型的な景気回復のパターンは、輸出と生産の増加を起点に企業収益が改善し、設備投資の増加につながるというものであった。

だが、2013年前半の景気回復はこれまでとは異なり、各種経済対策の効果が本格化し、公共投資の増加や、円安・株高によるマインド改善を受けた個人消費の底堅さなど内需の堅調さを背景に、非製造業部門が回復を牽引。年率換算で4%前後〔1～3月期4.3%、4～6月期3.8%〕の高成長と

なった【参考：7～9月期は1.1%に減速】。

非製造業の動きを示す第3次産業活動指数（季節調整済指数：2005年=100）は、リーマン・ショック前の水準近くまでほぼ回復している。一方、鉱工業生産指数（同：2010年=100）は、リーマン・ショック前のピーク（2008年2月：117.3）の約8割にとどまっている。

### 第3次産業活動指数・鉱工業生産指数の変化

* 季節調整済指数	2008年2月	2009年3月	2013年9月
第3次産業活動指数	103.1	94.4	100.1
鉱工業生産指数	117.3	77.6	98.3

\* 資料：経済産業省、第3次産業活動指数は2005年=100、鉱工業生産指数は2010年=100。

## 【おわりに】

過去にいくつもの成長戦略が公表されてきたが、日本経済の地盤沈下は一貫して続いてきた。だが、デフレからの脱却は、3本目の矢「成長戦略」の成否にかかっているのは間違いない。

2013年12月4日に成立した「産業競争力強化法」は、ある意味、政府主導で民間投資を増やして事業再編や新規事業創出を進めようとしている。政府主導ではなく、企業がある程度リスクを覚悟しながら、自らの判断で新しい分野に挑戦していける環境づくりが必要である。

人口減少が進むなか、名目GDPの下押し圧力は避けられない。需要が大きく伸びるアジアの活力を積極的に取り込むためにも、環太平洋パートナーシップ（TPP）協定の締結は不可欠だろう。

また、雇用の流動化を促進するとともに、医療・介護、農業等の産業分野で規制緩和を行い、新たな成長分野として育成を図ることが必要だ。

具体策の検討に際しては、議論の噴出・迷走が懸念されるが、デフレ脱却に向けたリーダーシップの発揮を今後も期待したい。（島田清彦）