

2 デフレの現状

今回の景気底入れの動きと並行して、引き続きデフレが進行していた。GDPデフレーターでみると、90年代半ば以降伸び率はマイナス傾向にあり、今後景気が持ち直していった場合は、今回の景気局面はデフレ下における3回目の回復局面ともなる。デフレは、景気にとっては重しとなっている。次節以降における検討の前提として、デフレの現状とマクロ経済への影響について整理しておくことにしよう。

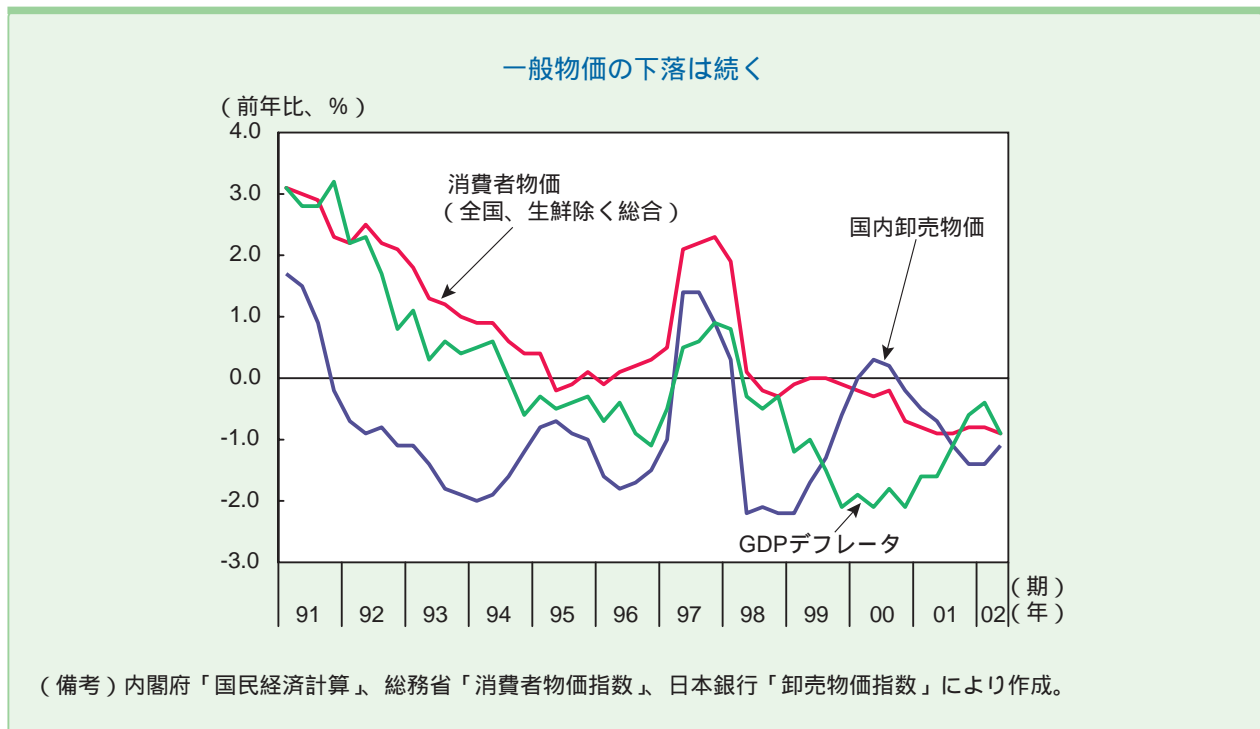
(1) 一般物価デフレ

財・サービス価格の動向をみると、物価が継続的に下落しているという意味で、デフレは依然として続いていることが確認される。これを、3つの指標(国内卸売物価、消費者物価、GDPデフレーター)によってみることにしよう(第1-1-6図)。

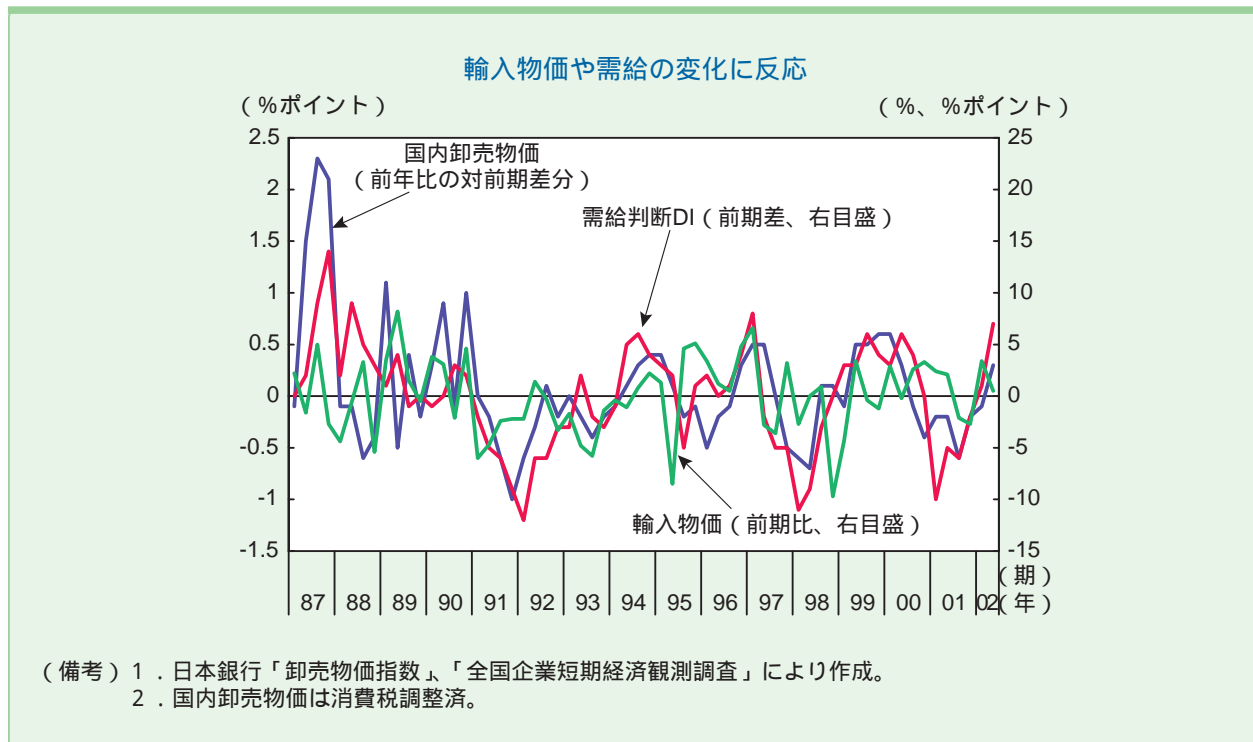
動きがやや異なる国内卸売物価と消費者物価

まず、国内卸売物価の動向を前年比でみると、92年から99年までの間は、消費税率の引き上げの影響が見られた時期を除くと、下落基調にあった。2000年には原油価格の上昇を主因に輸入物価の上昇が波及したため、一時前年を上回る状況がみられたが、2001年に入ると需給緩和がみられたこともあって下落幅が拡大した。この結果、年度でみると、2000年度に

第1-1-6図 物価の推移



第1-1-7図 国内卸売物価の変動要因



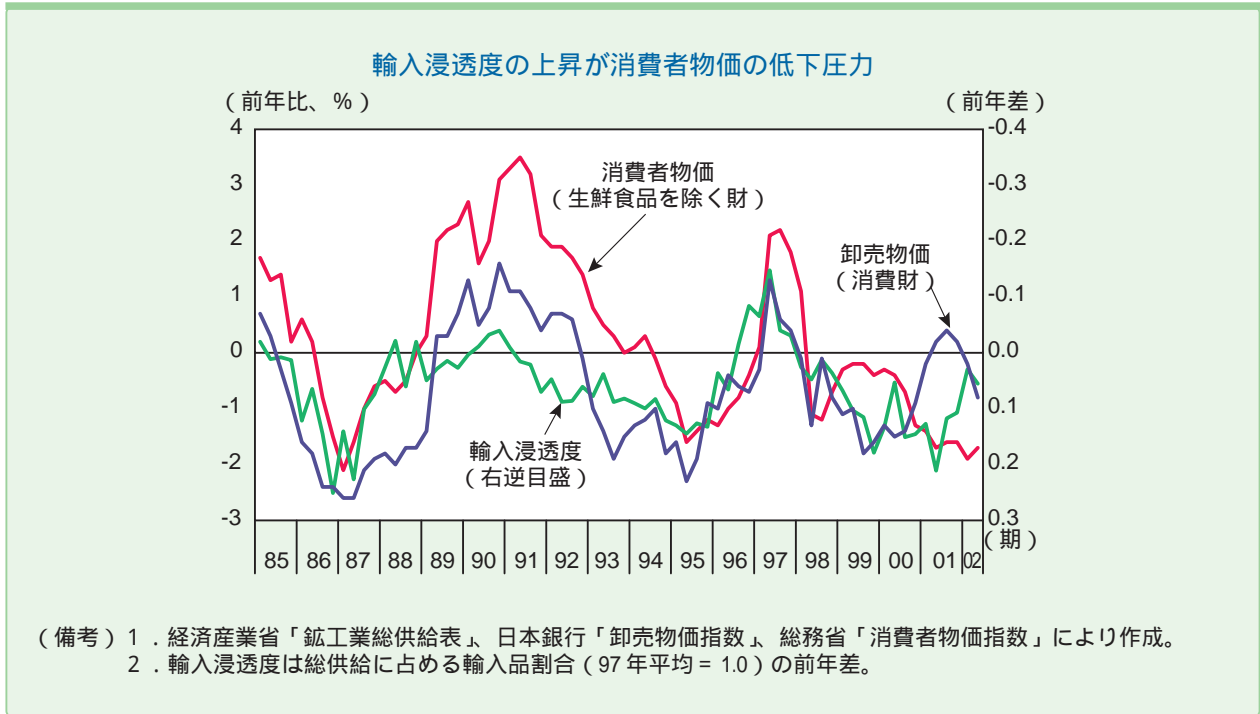
0.1%の下落となった後、2001年度には1.1%の下落となっている。しかし、2002年に入ると、円安や需給の改善の影響もあって下落幅が縮小し、前月比横ばいで推移するようになった。

次に、消費者物価（生鮮食品を除く総合）の動向を前年比で見ると、95年以降は一時的な下落⁷がみられたものの、99年秋以降になると下落は継続的にみられるようになった⁸。国内卸売物価が上昇した2000年においても、消費者物価は下落を続けた。年度で見ると、2000年度の0.4%の下落に続き、2001年度も0.8%の下落となっている。2002年に入っても、引き続き弱含みで推移している。

国内卸売物価と消費者物価の動向が相違することには、次のような背景がある。国内卸売物価は、輸入物価や需給の変化に対して敏感に反応する（第1-1-7図⁹）。一方、消費者物価は、国内卸売物価の影響を受けるが、同時に小売段階での競争圧力を反映するため、同じ消費財で比較しても国内卸売物価とは動きが異なっている。特に最近では、輸入浸透度の上昇に伴って下落圧力が加わっており、消費者物価の下落をもたらす大きな要因となっている¹⁰（第1-1-8図）。

注 (7) 95年4月～8月、96年1月、98年7月～99年4月において前年同月比マイナスとなっている。
(8) このような状況を踏まえて、2001年3月の月例経済報告において、我が国経済が緩やかなデフレにあることを確認した。
(9) 推計によっても（付注1-2）、2001年中は、国内卸売物価の前年比下落幅の拡大は、需給緩和と輸入物価下落によるものと確認できる。また、2002年入り後の国内卸売物価の前年比下落幅縮小は、輸入物価の上昇や需給好転によるものであることも分かる。

第1-1-8図 輸入浸透度と物価の推移



GDPデフレーターは引き続き下落傾向

国内卸売物価や消費者物価は、輸入物価の変動の影響を直接的に受ける。これに対して、国内の基調的な物価動向を捉えるには、輸入物価の変動による直接的影響を除いた付加価値の動向で捉えることが重要である。その意味では、GDPデフレーターが重要な指標となる。

GDPデフレーターは、名目GDPと実質GDPとの比として求められる。名目GDPは生産された名目付加価値の総額で、おおむね名目賃金と名目利潤からなっている。他方、実質GDPは生産された実質付加価値の総額である。このことから、GDPデフレーターは、実質生産1単位当たりの賃金(ユニット・レーバ・コスト)と実質生産1単位当たりの利潤(ユニット・プロフィット)の動向を示す指標であると考えられることができる。GDPデフレーターが下落していれば、輸入物価等の外生的要因とは別の、国内的要因によって物価が下落していることになる。その意味で、GDPデフレーターは、デフレが「ホーム・メイド」であるか否かの指標であるということができる¹¹⁾。

GDPデフレーターの動向を前年比で見ると、94年度以降は、消費税率引上げの影響のみられた時期を除くと、下落基調にあることが確認できる。2000年度では1.9%の下落、2001年度

注(10) なお、消費者物価には国内卸売物価には含まれないサービスの比率が大きく、一般的に賃金や利潤の動向により大きな影響を受ける。ただし、2002年入り後はサービスは横這いしないし若干の上昇となっており、品目構成の違いが横這いで推移している国内卸売物価と弱含みで推移している消費者物価の相違をもたらしているわけでない。ちなみに、消費者物価指数(生鮮食品を除く総合)におけるサービスの割合は52%(一般サービス38%、公共サービス14%)となっている。

(11) これとは逆に、GDPデフレーターが上昇していれば、国内的要因によって物価が上昇していることになる。70年代の石油危機時には、GDPデフレーターがホーム・メイド・インフレの指標として用いられた。

も0.9%の下落となっている。このことは、デフレに対して国内要因の寄与が大きかったことを意味している。

一般物価デフレの要因

以上のようなデフレの要因については、昨年の「平成13年度年次経済財政報告」において分析した。具体的には、(i) 安い輸入品増大、IT等の技術革新、流通革命等の「供給面の構造要因」、(ii) 景気の弱さからくる「需要要因」、(iii) 銀行の金融仲介機能低下による「金融要因」が挙げられる。

こうした要因が早期に解消するとは考えにくいことから、当面、一般物価デフレは続く可能性が高い。

(2) 資産価格デフレ

デフレは、財・サービス価格面だけでなく、地価や株価等の資産価格面においても進行している。全国の地価は、国土交通省「地価公示」によると、91年をピークに下落を続けており、株価も、上昇局面を挟みつつも、2002年は89年末の3、4割程度の水準(TOPIX)で推移している。ここでは、地価及び株価におけるデフレの現状と背景について整理する。

地価下落の要因

80年代後半に急騰をみせた地価は、91年以降、下落を続けている。地価の動向を国民経済計算における土地資産額の対GDP比で見ると、バブル崩壊後の90年をピークに10年以上にわたって下落を続けており、現在は、バブル期前の80年代前半並みにまで下落している。

地価下落はなぜ起きているのだろうか。ここでは、収益還元モデルによって地価動向を検討してみよう。収益還元モデルでは、地価は、(i) 土地が現在生み出す収益や将来見通し、(ii) 安全資産利回り(金利動向)の変化、(iii) 安全資産利回りを上回る土地投資への期待収益率(いわゆるリスクプレミアム、土地投資の不確実性や投資家のリスク回避度で変動)で説明される¹²。ここでは、土地が生み出す当期の収益としてはオフィス賃料、収益の期待上昇率として不動産の期待成長率、安全資産利回りとして名目長期金利(10年物国債)を用いる(付注1-3)。リスクプレミアムについては、一定と置いたケースと、理論地価と実際の地価が一致するとしてリスクプレミウムを逆算するケースの2通りについて試算してみる。

ここで各指標の動きを確認しておこう。当期の収益については、バブル崩壊後、地価の下落要因になっている。全国のオフィス賃料は、91年をピークに下落傾向に転じ、97年には横

注 (12) 同モデルでは、地価は、 $\text{当期の予想収益} \div (\text{安全資産利回り} + \text{リスクプレミアム} - \text{収益の名目期待成長率})$ として求められる。

ばいになったものの、2001年まで下落が続いている¹³。東京のオフィス賃料でみても、91年をピークに2001年まで下落が続いている¹⁴。また、賃料の動向に影響を及ぼすオフィスビルの空室率（空室率が上昇すると、賃料が低下するという関係がある）でみても、東京23区ではその他の都市に比べ低いものの、2001年6月期以降、5四半期連続で上昇を続け、その他の大都市でも上昇傾向にある。

収益の期待成長率も、下落要因として寄与している。不動産業の期待成長率（5年、内閣府「企業行動に関するアンケート調査」）は、89年をピークに低下基調に転じており、特に93年と94年に大きく低下した後、99年までわずかに持ち直したものの、2000年以降は再び低下している。

金利は上昇要因となっている。名目長期金利（10年物国債）をみると、80年から87年にかけて低下を続けた後、上昇に転じたが、91年をピークに低下傾向が続いている。

以上の地価決定要因に加えて、リスクプレミアム値を一定と置いた理論地価を求めると、実際の地価とおおむね同方向の動きを示すが、実際の地価に比べて変動幅は小さく、バブル期の上昇率及びその後の下落率はともに小さい。次に、理論地価と実際地価を一致させるように、リスクプレミアム値を逆算すると、バブル崩壊後、大幅に上昇している。

以上の試算結果については、次のような解釈が可能である。バブル崩壊後、不確実性の上昇やリスク回避度が高まったことから、投資家が要求するリスクプレミアムが上昇している可能性がある。

しかし、逆算して求めたリスクプレミアム値がバブル期以前の時期と比べても大幅に上昇しており、単に投資家が求める期待収益率の高まりだけで説明し難い。収益還元モデルをベースとした要因だけで説明が困難な背景として、土地市場を巡る環境が大きく変化していることが挙げられる。すなわち、バブル期までは、「地価は上昇を続ける」という土地神話が根強く、土地保有に対するリスクは低いとみられてきたのに対し、最近になって、「所有から利用価値重視へ」と大きく変化している。実際の土地市場においては、地価は、以前は周辺の取引価格等を反映して決まっていたが、個別物件ごとの利便性、収益性等が重視されて決まってくる度合いが強まり、不動産流通市場の整備も進んでいる¹⁵。この結果、利便性、収益性の低い地点の地価が下がることで、平均した地価を引き下げていると考えられる¹⁶。

また、バブル崩壊後のリストラや不良債権処理による土地処分等といった供給要因が、地価に対する下落圧力となっていることも考えられる¹⁷。こうした供給圧力は、利用価値を高

注 (13) 日本ビルヂング協会連合会「ビル実態調査のまとめ」（4月調査、99年まで）及び日本不動産研究所「全国賃料統計」（9月調査、96～2001年）による。

(14) 生駒シービー・リチャードエリス「オフィスマーケットレポート」（1～12月平均）による。

(15) 不動産の証券化や日本版REIT（不動産投資信託）の上場等、最近になって、土地の流通市場が拡がりつつあり、同時に個別の土地資産に関する価格や収益率の情報が入手し易くなってきている。

(16) ただし、地価変動要因としての土地市場を巡る環境の変化が、上記（iii）の要因である投資家が求める期待収益率を高めている可能性も考えられる。例えば、個別物件ごとの採算性によって地価が決まってくると、単に周辺地価を参考に決まっていたときよりも、土地投資への不確実性が高くなる可能性がある。しかし、一方で、不動産流通市場の整備は、土地売却による流動性リスクを低下させ、リスクプレミアムを低下させる要因ともなる。

めることが可能な経済主体への土地の再配分の進展も意味しており、土地の生産性向上へ向けた動きと捉えると、中長期的には土地の生産性・収益力を高めることになる。このため、供給圧力が一巡してくれば、地価にも好影響が期待できよう。

地価下落の地域別特徴

収益性に応じて地価が決まる面が強まっているということは、地域別の地価動向からもうかがえる。

最近の地域別の地価動向（商業地）の特徴を対前年比で見ると（第1-1-9図）、東京圏では下落幅が縮小しているのに対し、大阪圏、地方圏ではこのところ下落幅が拡大している。また、東京都では都心で地価が高い地点ほど下落幅が小さく、一部では上昇を示しているのに対し、地方圏等では、大方の県で県中心地の地価が高い地点ほど県平均に比べて下落幅が大きい。

地域及び地点ごとの地価動向の違いは、土地の収益力の違いを反映しているものと考えられる。例えば、地価の下落幅が縮小している東京では、オフィスビルに対する需給を示す空室率は、立地が都心に近く、質の高い大規模なオフィスビルの需要が強いために低水準にあり、オフィスビルの収益力が高まっていることをうかがわせる（第1-1-10図）。法務省「民事・訟務・人権統計年報」によると、土地取引件数も、全国的には低迷しているのに対して、東京ではこのところ急増している。これに対して、東京以外の大都市は、企業の本社移転やリストラによりオフィスビルの需要が低迷しており、空室率が高い都市ほど、地価の下落率も大きい傾向がうかがえる。また、地方の県庁所在地等地方都市において、地価が高い中心地の下落率が大きくなっていることについては、支店統廃合等に加え、大規模小売店の郊外への進出による商店街等中心市街地の空洞化等が影響しているものと考えられる。

このように商業地地価が平均的に下落するなかで、収益性に応じて地価が決まる面が次第に強まっている。

株価動向の要因

株価も、バブル崩壊後は、変動を伴いつつ下落基調で推移している。2002年2月にはTOPIXで922ポイントを記録し、バブル期以前の85年2月の株価水準にまで下落した。

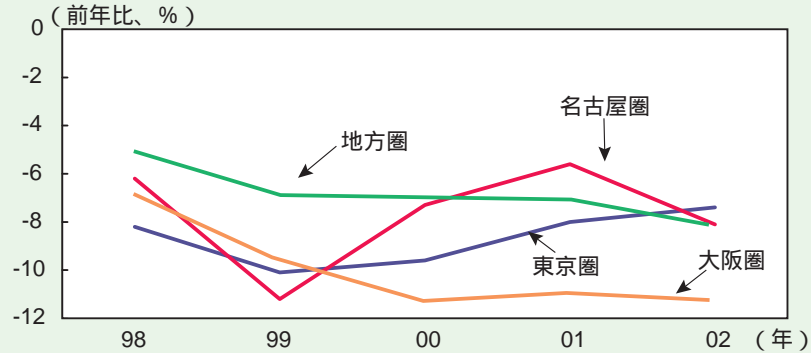
株価下落の要因についても、地価と同様に、企業収益やその成長期待が低迷したことが考えられる。企業収益については、第2節で詳しくみるが、バブル崩壊後は低調に推移しており、中でも当期利益は2001年度に赤字となった。期待成長率についても、内閣府「企業行動

注 (17) 例えば、不動産担保の競売件数（新規受付、処理済件数）をみると、不良債権処理が強まった90年代後半以降急激に増加している。地域別には、東京圏、大阪圏でまず増加した後、このところ地方圏でも高まっていることが分かる。

第1-1-9図 最近の地価動向（商業地）

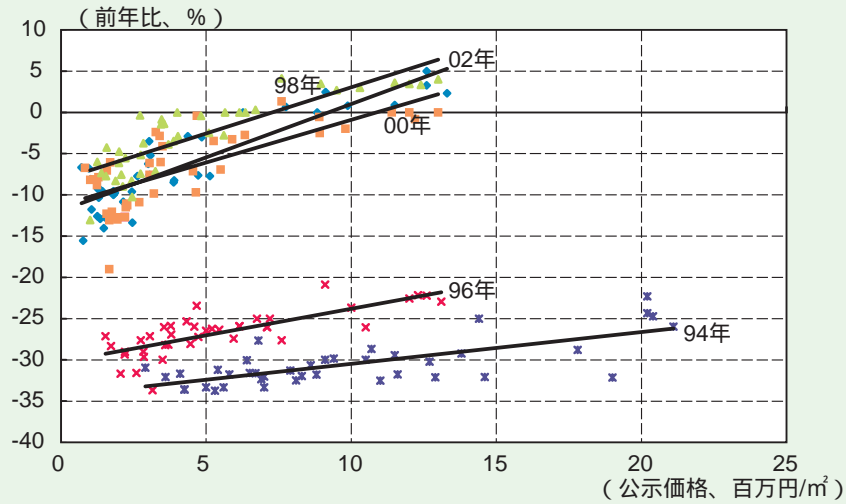
(1) 地域別商業地地価

東京圏は下落幅縮小、大阪圏・地方圏は拡大



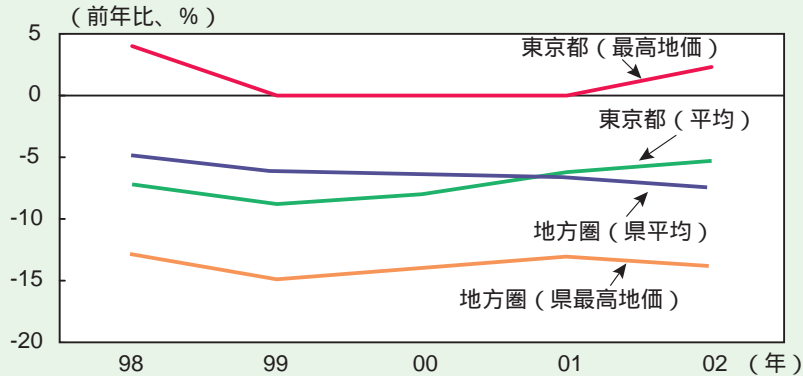
(2) 公示価格別の地価動向（東京都千代田区・中央区）

地価が高い地点（都心かつ好立地）ほど下落率は小さい



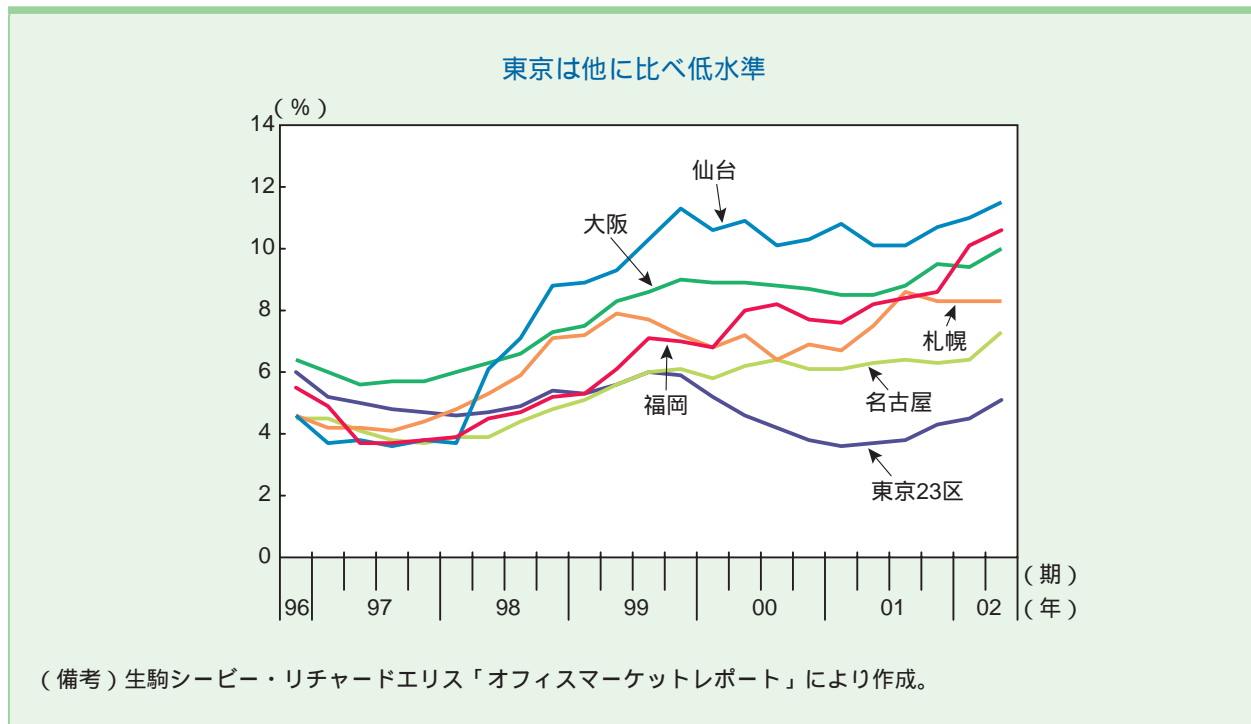
(3) 地域別最高地価及び平均地価

地方圏は最高地価の下落率が平均より大きい



(備考) 1. 国土交通省「地価公示」、東京都資料により作成。
 2. 地方圏は、(1)では三大都市圏を除く地域とし、(3)では(1)にほぼ対応する東京、神奈川、千葉、愛知、三重、大阪、京都、兵庫、奈良を除く各県の単純平均とした。
 3. (2)では93年から02年において連続してとれる全ての地点を対象とした。

第1-1-10図 空室率の推移



に関するアンケート調査」で、低下傾向をたどっている。他方、名目長期金利（10年物国債）の低下は、株価の下支え要因になったと考えられる。

この他に株価下落要因として考えられるのは、一部企業における倒産など信用リスクの高まりである。業種別に株価の推移をみると、電気機械や輸送用機械がバブル崩壊後しばらくして回復を示しているのに対し、不動産、建設、銀行といった業種がバブル期初期の半分以下の水準まで下落している。このような差異は、基本的には業種ごとの収益力の差を反映したものと考えられるが、極端に株価が下がった業種や企業については、信用リスクの高まりも反映していると考えられる。

また、90年代後半以降の株価の動向には、持ち合い解消等を伴う金融機関の株式売却の影響も検討する必要がある。実際、個別企業ベースで、企業の株価下落と金融機関による株式売却との関係を見ると、正の相関を見出すことができる（付注1 - 4）。

持ち合い解消を目的とする金融機関の保有株式の売却が行われても、単に保有者が金融機関から他に移るだけであり、本来は企業価値の変化をもたらすものではなく、その点では株価には影響しないはずである。にもかかわらず企業の株価下落と金融機関による株式売却との間で正の相関がみられることについては、幾つかの考え方ができる。

まず、金融機関持ち株比率が高い企業の市場評価の低下と同時期に、金融機関による株式売却が行われていることが考えられる。また、金融機関による大量の株式売却により、一時的に需給バランスが崩れる場合が考えられる。

さらに、金融機関との株式持ち合い関係が企業の市場価値に影響を与えていた可能性があ

る。すなわち、金融機関と企業の双方にとって取引関係や経営の安定等のメリットがあるものとして、株式の持ち合いが進められ、株価に現れる市場評価を高めていた可能性がある¹⁸。また、持ち合い関係を背景に、取引金融機関、なかでもメインバンクが企業を破綻させないという市場の見方も強かったと考えられる。これに対し、90年代後半以降になると、金融機関側として、不良債権処理や経営体力低下、時価会計の導入等を背景に、株式保有のコストやリスクが高まったことから、株式売却の必要性が強まったこともあり、持ち合い関係も見直されることになった¹⁹。また、相次ぐ大型倒産もあって、メインバンクが主要な取引先企業を破綻させることはないという市場の見方も弱まった。この結果、金融機関の持ち株比率が高い銘柄ほど、株価が下落した可能性がある。

銀行による株式保有については、自己資本の範囲内にとどめることが義務付けられているため、今後も市場への放出が続き、株価を下押しする要因になる可能性がある²⁰。このため、2002年に入って銀行等保有株式取得機構が設立された。銀行の選択によって株式を機構に売却することが可能となり、銀行による株式売却が株式市場に及ぼす影響を最小限のものにとどめることが期待されている²¹。なお、日本銀行では、2002年9月に、金融システムの安定への取組として、金融機関が保有する株式の買取りについて検討を表明した。

資産価格デフレによるキャピタルロスは巨額

以上のような資産価格デフレは、マクロ経済的にはどの程度のインパクトがあったのであろうか。その点を、国民経済計算でみてみよう。

バブルが崩壊した90年以降、日本経済全体では、株式と土地併せて1,158兆円のキャピタルロスが生じた（第1-1-11図）。このうち、土地が734兆円、株式が424兆円である。土地は91年以降一貫してロスが発生しているが、株式は、株価が上昇した局面もあり、累計で見るとこの程度となる²²。〔上掲 については、本章最終頁に別掲〕

経済主体別でみると、最もキャピタルロスが大きかったのは、家計で、合計437兆円に及ぶが、その多くは土地である²³。次いでロスの大きいのが非金融法人企業で合計357兆円であ

注 (18) 金融機関の株式保有比率が高まった80年代に、株価と金融機関の持ち株比率の変化率との関係をもみても、正の相関を見出すことができる（前掲付注1-4）。

(19) 株式持ち合いなどによる金融機関のコーポレート・ガバナンス（企業統治）が、そもそも期待されるほど効果がなかった可能性も考えられる。

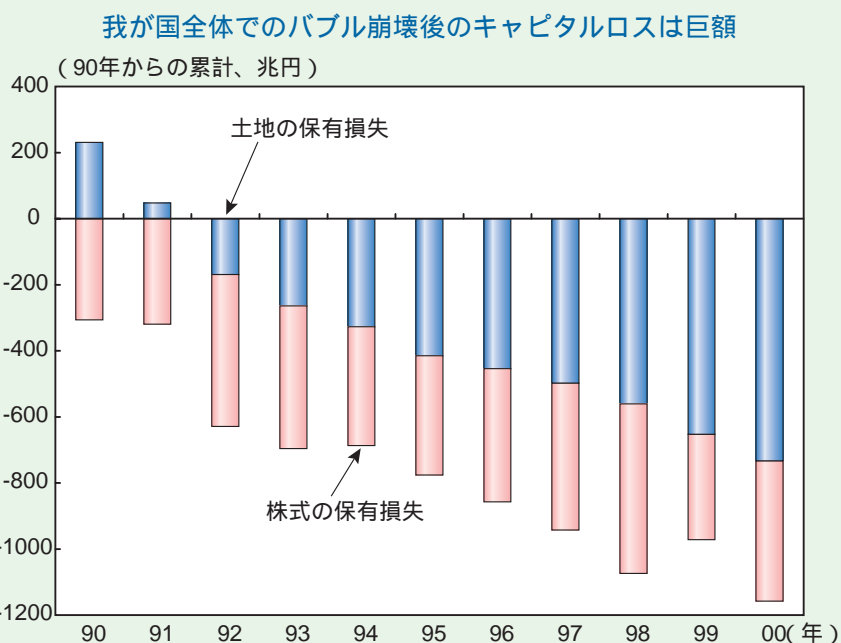
(20) 日本銀行（2002）によると、大手行は、2002年3月期で自己資本を上回る株式を9兆円以上所有している（自己資本＜Tier 1ベース＞約17.3兆円、株式保有額約26.7兆円）。この分は2004年9月期までに処分していく必要がある。

(21) 機構には、一般勘定（ETF・投資信託の組成等のための買取り及び売付けの媒介を行う勘定）と特別勘定（特別株式買取りを行う勘定＜対象となる株式は、一定の要件を満たす株式に限られる＞）が設けられている。ちなみに、機構の設立期間は最長10年となっている。また、機構の解散時において、その財産（抛し金を含む）をもって債務を完済することができないときは、政府は費用を補助することができるとされている。

(22) なお、株式については、91年以降より90年の下落率が大きい。また、最近では、株式評価額が99年に大きく増加し、逆に2000年にかなり減少した。TOPIXで見ると、89年末2,881（以下、小数点以下切り捨て）90年末1,733 98年末1,086 99年末1,722 2000年末1,283となっている。

(23) ただし、これは、時価ベース同士を比較したものであり、未実現のキャピタルロスを含むものである。従って、長期間保有を続けている土地で実際にロスが生じたということではない。むしろ、バブル期に負債によりネットで土地を購入したのは企業部門で、売却したのは家計部門であることからすると、バランスシート毀損への影響は企業部門で大きくなる（国民経済計算ベースの86～91年の土地取引額：非金融法人企業42.5兆円購入超、家計69.4兆円売却超）。

第1-1-11図 土地及び株式の保有損失



- (備考) 1. 内閣府「国民経済計算年報」により作成。
 2. 90年は68SNAベース、91年からは93SNAベース。
 3. 90年の土地については森林を含む。
 4. 株式については、68SNAと93SNAでは、非上場についての推計方法の見直しが行われていること等に注意する必要がある。

り、やはり土地がやや多い。金融機関は合計231兆円となっている。金融機関は、こうした直接的なキャピタルロスに加えて、不良債権の増加による間接的な影響も大きいと考えられる。

2000年中のキャピタルロスに限っていえば、株式が105兆円に対して土地は81兆円である。家計はやはり土地のキャピタルロスが大きい。企業及び金融機関は株式によるキャピタルロスが大きい。2001年以降も、地価、株価とも大きく下落しているため、さらにキャピタルロスが膨らんでいると推定される。

このような巨額のキャピタルロスは、実体経済に対して、どのような影響を与えたのか考えてみよう。

デフレは実体経済を抑制

デフレは様々な経路を通じて実体経済にマイナスの影響を与える。財・サービス価格面でのデフレが実体経済に与える影響については、昨年の「平成13年度年次経済財政報告」において分析した。結論を要約すると、次のようになる。

第1に、企業にとって、デフレは実質債務負担を増加させる。このため、新規の設備投資等が抑制される。

第2に、デフレに併せて名目金利や名目賃金が低下しない場合、実質金利や実質賃金が上昇する。この結果、収益が圧迫され、設備投資等が抑制される。

それでは、資産価格デフレが実体経済に与える影響はどうか。資産価格デフレが実体経済に影響を及ぼす経路としては、(i) 負債側の価値が固定されているのに対して資産側の価値が減少することによるバランスシートの悪化と、(ii) 担保価値の減少や株価下落による資金調達の困難化、の2つの経路が考えられる。

第1のバランスシートの悪化に対しては、経済主体は、負債を減少させることによってその修復を行おうとする。このために、例えば企業の場合、キャッシュフローを設備投資のような前向きな支出ではなく、債務の返済に充てることになる。また、家計の場合も、実質資産が目減りすると、家計支出を抑制して貯蓄を増加させたり、住宅の買替えを見送ったりすることが考えられる。借入を行っていないなくても、株価下落等で資産が減少すれば、消費を抑制する等逆資産効果が発生する可能性がある。この結果、実体経済に対して下押し圧力が加わることになる。

第2の担保価値の減少に際しては、企業は既存の借入について担保の追加を求められる場合がある。担保見合いの新規借入の場合には、借入額はその分少なくなる。これも、実体経済に対して下押し圧力を加えることになる。この結果、経営困難に陥る企業が増加し、銀行からの借入の返済について見込みが立たなくなると、銀行にとっての不良債権が増加することになり、金融仲介機能の低下をもたらす。また、資産価格デフレのために含み益が減少すると、不良債権を処理するための原資も少なくなる。さらに、株価が低迷すれば、株式の新規発行による資金調達が困難になる。

以上の点から、資産価格デフレは、バランスシートの悪化や資金調達の困難化によって、設備投資や個人消費等にマイナスの影響を及ぼすとともに、金融機関の不良債権を増加させて、実体経済を抑制することになる。他方、実体経済の低迷は、一般物価や資産価格のデフレの要因ともなる。

こうした強い下押し圧力のなかで、企業、銀行、家計の各経済主体は、難しい対応を迫られた。次節では、各経済主体の行動について詳しくみることにしよう。