

第2節 デフレの原因と克服への課題

日本経済は、1990年代半ばよりデフレの下にある。デフレは、日本経済にとって大きな足かせとなっているが、また日本経済の低迷の結果でもあり、現在の景気動向とも密接に関係している。

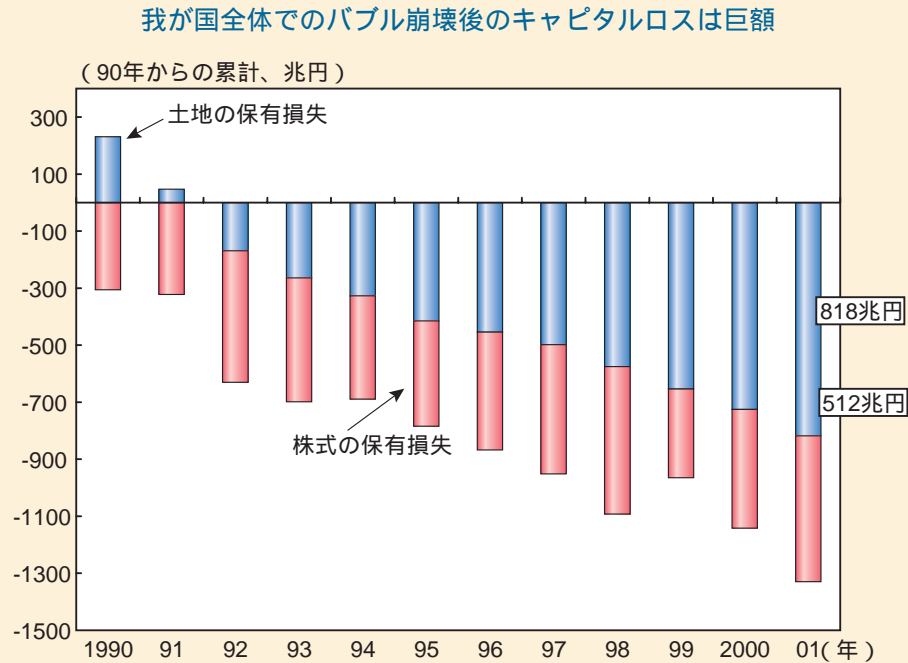
本節では、このデフレの原因と克服への課題について検討する。まず、資産価格面でのデフレを取り上げ、地価と株価の双方について分析する。次に、一般物価面でのデフレについて分析する。

1 資産デフレの原因と克服への課題

資産デフレは、1990年代初頭のバブル崩壊後から基本的に続いている。特に地価は、1991年以降下落を続けており、下落幅も依然として大幅なものとなっている。直近の水準も、ピークの55%にしかすぎない²⁰。他方、株価は、89年末から長期的に下落傾向にあり、最近でも2001年後半から下落を続けてきた。この結果、1989年末から2001年末までに土地と株価によって生じたキャピタルロス²⁰は、1330兆円に達する（第1-2-1図）。これは、日本経済

注 (20) (出所) 国土交通省「地価公示」

第1-2-1図 土地及び株式の保有損失



- (備考) 1. 内閣府「国民経済計算」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。

にとって大きな下押し圧力となった。しかし、資産価格のうち、株価は、2003年4月末以降、上昇に転じており、変化の兆しがみられる。

以下では、地価と株価について、その現状を概観した上で、その背景にある原因と克服への課題について検討しよう。

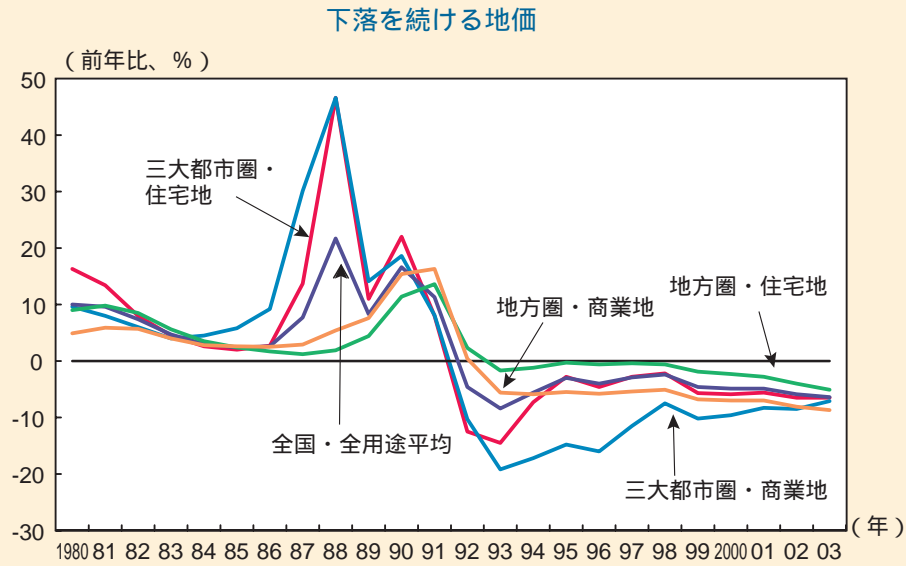
(1) 地価の下落続く

地価の最近の動向

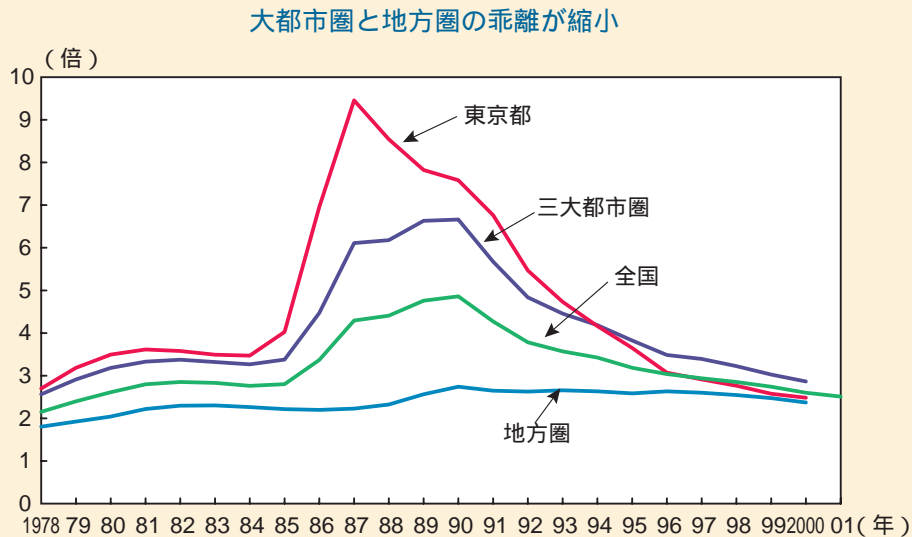
バブル崩壊後の地価の動向を公示地価の前年比で見ると、92年以降大きな下落を示し、その下落幅が93年にピークを迎えた後、97年にかけていったんは下落幅の縮小がみられた(第1-2-2図)。しかし、98年以降、3大都市圏(特に東京都)の商業地を除き、再び下落幅が拡大する傾向にある。特に最近での地方圏での下落幅は、商業地、住宅地ともに、バブル崩壊直後のそれを上回っている。

このような地価の下落の結果、GDPに対する土地資産額の比率をみると、バブル期に約5倍まで上昇した比率が、現在は約2.5倍まで低下してきている(第1-2-3図)。地域別にみると、80年代後半に東京都を中心に3大都市圏で大きく上昇した後、東京都を中心に大き

第1-2-2図 公示地価の推移



第1-2-3図 土地資産額（民有地）の対名目GDP比



く低下し、東京都は96年以降には全国平均を下回るに至っている。この結果、80年代後半に大きくかい離した大都市圏と地方圏の差が縮小してきている。商業地等でみても、大都市圏と地方圏との差は縮小し、足元ではともに約1倍となっている。

このような地価動向の背景には、どのような要因が作用しているのだろうか。また、地

価が下げ止まるにはどのような条件が必要であるのか。以下、このような点について検討することにしよう。

土地収益率の動向

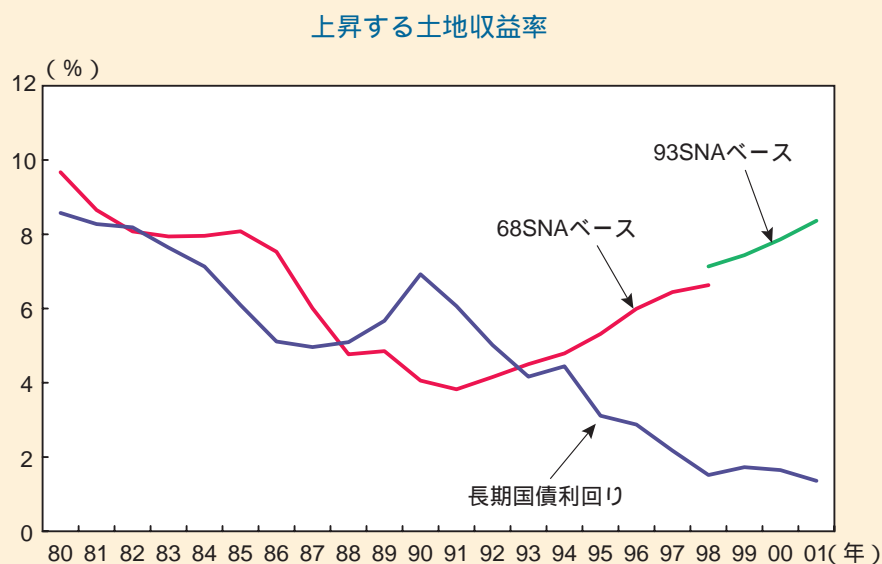
地価の重要な決定要因として、土地収益率がある。ここでいう土地収益率とは、単位面積当たり地代を土地資産で除した直接利回りのことである。ここでは、商業地について土地収益率を試算した結果を基に、その動向をみてみよう（第1-2-4図）²¹。

それによると、土地収益率は、1980年代半ばに8%近くあったものが、バブル崩壊後にはいったん4%にまで低下したが、その後上昇に転じ、足元では再び8%と、長期国債の利回りを大きく上回る水準にまで回復している²²。

この試算で検討を要するのは、(i)土地のみを生産要素と考えて推計されていること、(ii)土地収益率を直接利回りで考えていることである。

第1に、土地のみを生産要素と考えて推計が行われていることについてである。土地の利用を考えると、駐車場のよう到低利用にとどまる場合と、ビルや商業施設のように土地が高利用されている場合とがある。このように生産要素として土地を考える場合には、その上に建てられる建物や設備と一体として考える必要がある。

第1-2-4図 土地の直接利回り（商業地）



(備考) 1. 内閣府「国民経済計算」、日本銀行「金融経済統計月報」等より作成。
2. 具体的な推計方法については、付注1-3を参照。

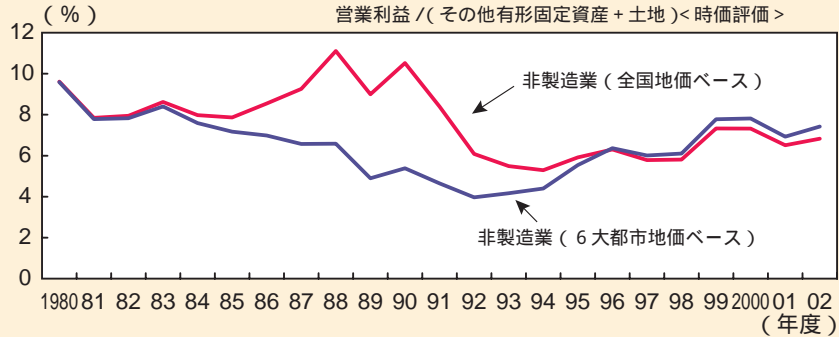
注 (21) 具体的な推計方法については、付注1-3を参照。

(22) 同時に推計された都道府県別の労働生産性をみると、東京都を始めとする大都市圏の値が高い。また、全要素生産性の動きをみると、80年代まで上昇した後、90年代に入って停滞している姿となっている。付図1-7参照。

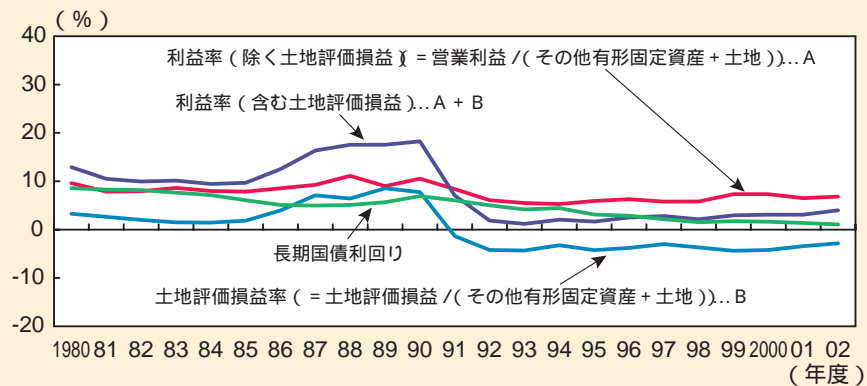
第1-2-5図 設備・土地の利益率の推移

90年代後半以降、緩やかに上昇

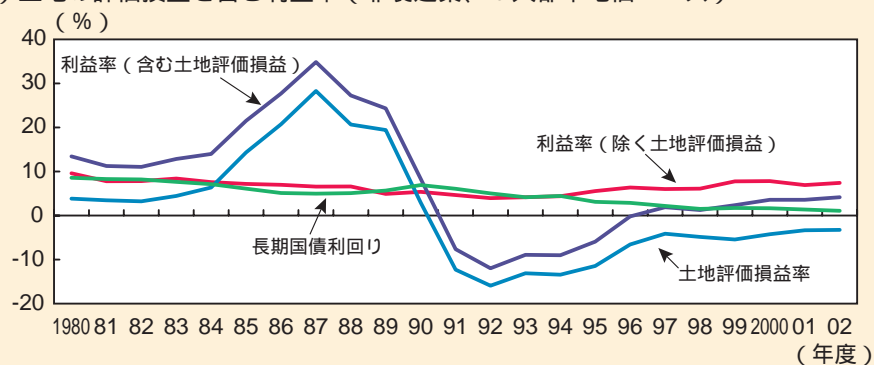
(1) ストック利益率の動向 (非製造業)



(2) 土地の評価損益を含む利益率 (非製造業、全国ベース)



(3) 土地の評価損益を含む利益率 (非製造業、6大都市地価ベース)



(備考) 1. 財務省「法人企業統計季報」、日本不動産研究所「市街地価格指数」、内閣府「国民経済計算」、日本銀行「金融経済統計月報」より作成。

2. 土地の時価評価額は、「平成14年度年次経済財政報告」(1-2-8図)を使用。その他有形固定資産の時価評価は、「国民経済計算年報」非金融法人企業の土地・固定資産比率で按分。

そこで、非製造業について、土地と設備が一体として生産要素になると考えて土地収益率を試算した結果をみると、90年代半ば以降上昇を続け、現在6%を上回る水準にあることが分かる(第1-2-5図(1))。

第2に、土地収益率を直接利回りで考えていることである。土地を投資対象としてみた場合、直接利回りと同時に、保有に伴う評価損益（キャピタルゲインやロス）²³も重要である。

そこで、商業地等について、土地の評価損益の推移をみると、80年代後半に大きく上昇し、6大都市の場合には30%近くにまで達した後、90年代に入ると一転してマイナスに転じている。特に6大都市の場合には90年代前半は20%近いマイナスが続いた。現在でも、6大都市、全国ともマイナスとなっている。そこで、商業地等について、土地の評価損益を考慮した土地収益率を試算したものをみると、80年代後半に大きく上昇した後、90年代に入ると逆に大きく下落し、特に6大都市圏の場合には90年代前半はマイナスで推移した。その後、6大都市圏でもプラスに転じ、現在は全国、6大都市圏ともに緩やかな上昇傾向にある（第1 - 2 - 5図（2）（3））。

地価下落の要因

それでは、地価下落の要因については、どのように考えればよいのだろうか。ここでは、収益還元モデルによって、この点を分析してみよう。収益還元モデルは、資産価格は、その資産がもたらす将来の収益を現在価値に割り引いた額によって決まるという考え方によっている²⁴。ここで考慮されるのは、(i) 土地が生み出している現在の収益とその将来見通し、(ii) 安全資産利回り、(iii) 固定資産実効税率、(iv) 投資家が安全資産利回りを越えて要求する収益率（リスクプレミアム）といった要因である。

実際の地価の形成が、このようなモデルによって説明できるかについては、議論の余地があるかもしれない。これまで実際の取引に収益還元法が用いられることはあまりなかったほか、特にバブル期に顕著であったように、地価は上昇していくものとする土地神話が存在していた。しかし、そうした取引の背後には暗黙のうちに収益還元モデルのような考え方があったと考えることもできるし、最近では土地を明示的に利用価値で評価する不動産市場が拡大している。したがって、収益還元モデルで分析することにも意味があると考えられる。

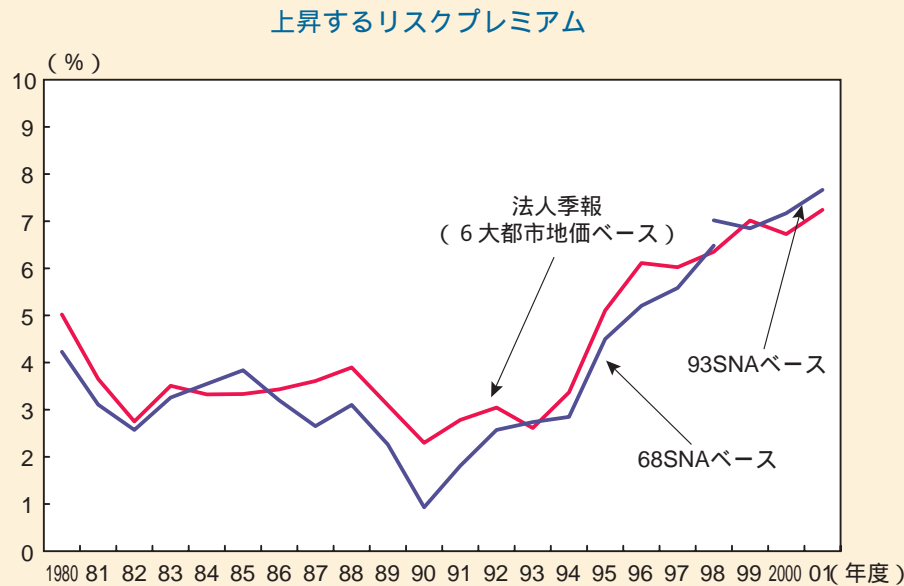
そこで、地価の形成に上記の4要因がどのような影響を及ぼしていたかをみよう。上記4要因のうち(i)については、先に推計した土地のみを生産要素として考えた場合の土地収益（SNAベース）と、土地と設備を一体として考えた場合の土地収益（法人季報ベース）とである。また、収益の先行き見通しについては、企業行動アンケート調査における非製造業の業界需要の成長見通しからとっている²⁵。(ii)については、長期国債の利回りをとり、(iii)については、固定資産税額と土地資産額から試算した。最後に、(iv)については、リスクプレミアム自身を観察することは困難なので、ここでは以上から逆算して求めている。

注 (23) 本来、土地への投資を行う際には、将来生じると予想される土地評価損益も考慮されると考えられるが、ここでは、土地評価損益の実績値を用いて土地収益率を計算している。

(24) 収益還元モデルを式で表現すれば、資産価格(p)、今期の予想収益(c)、収益の期待成長率(g)、安全資産利回り率(r)、リスクプレミアム(z)、固定資産実効税率(t)を用いて、 $p=c/(r+t+z-g)$ となる。

(25) これは正確には実質成長率に関する期待値であるが、ここでは名目成長率と同じと仮定した。

第1-2-6図 リスクプレミアムの推移



- (備考) 1. 内閣府「国民経済計算年報」、「企業行動に関するアンケート調査」、財務省「法人企業統計季報」、国土交通省資料、日本銀行「金融経済統計月報」等より作成。
 2. 収益還元モデルから逆算して求めた値。収益の期待成長率は、非製造業の期待成長率を使用。これは実質値であり、中長期の予想物価上昇率を織り込んでいない。結果的に、リスクプレミアムに組み込まれることになる。

地価に対する4要因の影響をみると、安全資産利回りは、90年以降、低下傾向にあり、地価を下支えする効果があったと考えられる。これ以外の要因はいずれも地価を引き下げる要因として寄与している。特に影響が大きかったと考えられるのは、期待成長率とリスクプレミアムである。

非製造業の向こう5年の期待平均成長率は、90年に4%に達した後は低下を続けており、足元では1%前後にまで低下している。収益の将来見通しがこのように慎重であると、地価は当然に抑制されることになる。

また、リスクプレミアムは、90年代半ば以降は上昇傾向にある(第1-2-6図)。リスクプレミアムが上昇している背景には、地価の上昇持続という土地神話が崩壊するなかで、企業のリストラや不良債権処理の増加によって、土地保有に伴う値下がりリスクに対する警戒感が強まったことがあるだろう。また、地価下落によって投資家の期待利益率が結果的には実現できず、投資家の要求利回りが高まるという面もあると考えられる。

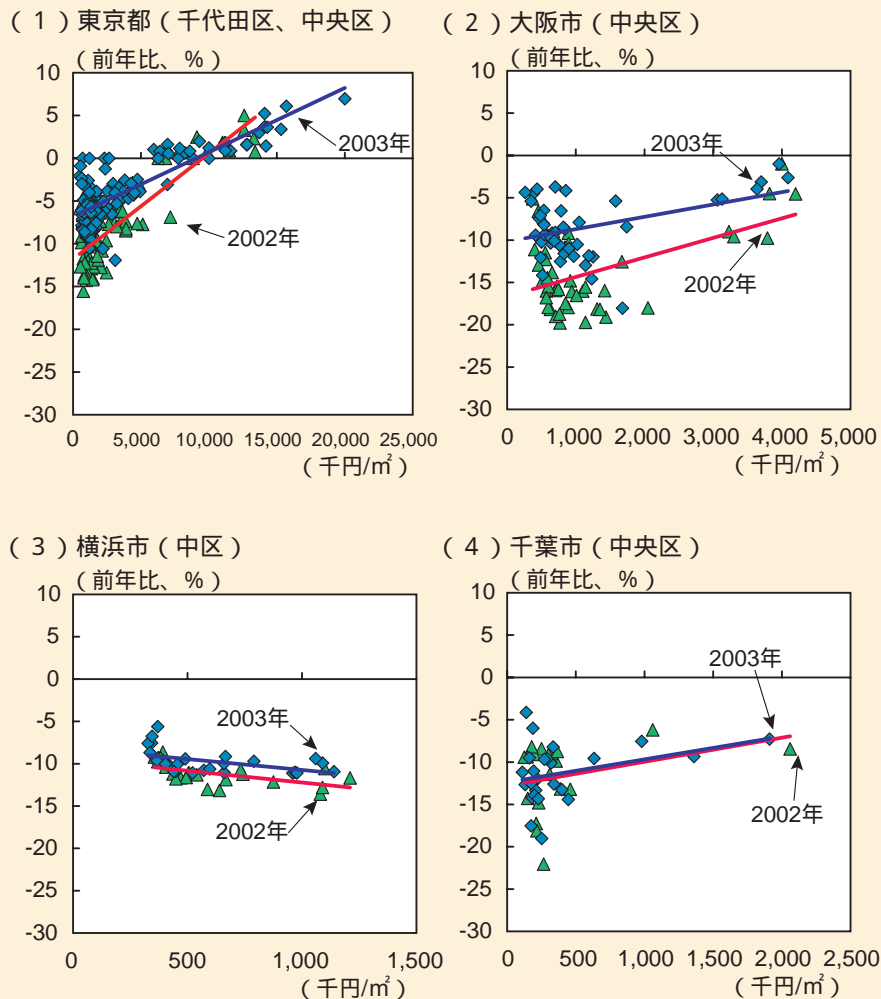
なお、固定資産実効税率も上昇しているが、その影響は他の要因に比較して小さい。

最近の地価動向の特徴

2003年の公示地価の動向をみると、東京都心では、高地価地点の地価が上昇している(第1-2-7図)。また、大阪市、千葉市でも、高地価地点では下落幅が小さくなっている。

第1-2-7図 都市別中心部地価（商業地）

公示地価の水準と前年比（2002年初と2003年初）



（参考）公示地価（商業地）：前年比、%

	東京都区部	大阪市	横浜市	千葉市
2002年初	-5.1	-11.6	-9.0	-11.3
2003年初	-3.4	-8.7	-8.1	-9.9

（備考）1．国土交通省「地価公示」より作成。

2．2年続けて比較可能な地点の地価水準と前年比。なお、東京都心では、2002年より、調査地点がかなり拡充されている。

他方、横浜市では、総じて地価は下落を続けている。

このことは、大都市を中心に、収益性に見合った地価水準に近づきつつあり、それに伴って地価が下げ止まり、あるいは上昇に転じる地点も現れてきた結果と考えられる。

このような変化は、東証に上場されるようになったJ-REIT（不動産投資信託）の個別物件の取得価額と期末算定価額の比較でもみられる。これによると、東京都心はもちろん、そ

れ以外でも上昇している物件がみられるようになっている。また、同じくJ-REITの投資利益率をみると、東京都心部の物件の利回りは6～6.5%が中心で、それ以外の地域に比べると低い（価格が高いことを意味する）が、これは、こうした地域では、（i）賃料の下落期待が小さく、テナントの確保についても不確実性が小さいとみられていること、（ii）先行きにおける地価下落リスクが小さいとみられていることによるところが大きいと考えられる。

地価下げ止まりに向けた課題

地価下げ止まりの動きはまだ端緒であり、まだ全体としての地価下落傾向は続くものと考えられる。今後、収益還元モデルによる地価形成が強まるものと考えられるが、それを前提にして考えると、地価下げ止まりの条件としては次の2点が指摘できる。

第1に、土地の有効利用を一層進めることである。土地の有効利用を進めて、土地の収益力を高めることができれば、期待収益を上昇させ、資産価格としての地価の下げ止まりをもたらすことになるはずである。

第2に、価格変動リスクや流動性リスク等の土地保有リスクを軽減し、買手を拡大することである。これにより、地価に織り込まれているリスクプレミアムが低下し、土地取引の活発化と地価の下げ止まりをもたらすことができることになる。

こうした条件が満たされるためには、不良債権問題を解決するとともに、土地の有効利用を促進する観点から、利用に関する規制を緩和していく必要がある。

（2）株価は下落に歯止め

株価の動向を日経平均株価で見ると、2002年5月以降下落を続け、2003年4月28日に7607円のバブル崩壊後の最安値を記録²⁶し、その後上昇に転じた。37営業日連続で取引高が10億株を超えるなど、バブル期にも匹敵する活況を呈するなかで、株価は上昇を続け、2003年8月18日には1万円台を回復した（第1-2-8図）。以下では、今回の株価上昇の背景と特徴を分析するとともに、その影響についてみてみよう。

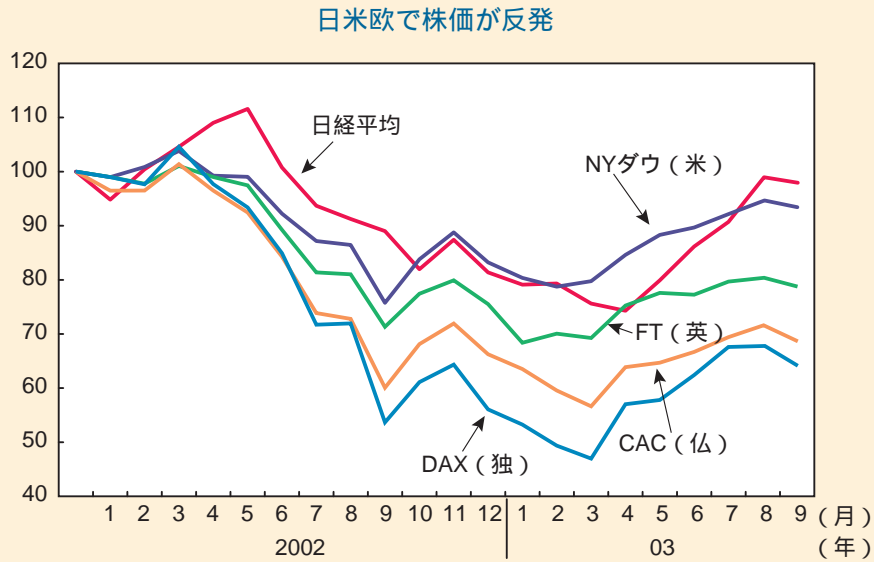
株価上昇の背景

2003年4月末以降の株価上昇の背景には、海外要因と国内要因の双方が作用していると考えられる。

第1に、アメリカの株価が上昇したことである。アメリカの株価は、エンロン、ワールドコムに代表される企業会計不信の高まりがみられたことや、これが契機となって通信、IT、エネルギー部門を中心に株価下落が進んだこともあって、2002年以降、大幅な下落を示した。

注（26）この過程で、日本経済が被るキャピタルロスに拡大した。2002年度における株価下落によってもたらされたキャピタルロスは約70兆円に達したものと見込まれる。

第1-2-8図 日本と主要国の株価推移



(備考) 1. 2001年末を100として指数化。
2. 各月末値で作成。

さらに、2002年後半には、イラク情勢が緊迫化し、これも株価の下落要因となった。しかし、イラク戦争が短期に終結する見通しが明らかになり、アメリカの景気回復期待が強まるとともに、アメリカの株価は上昇に転じた。このことは、従来からの金融緩和による世界的な資金余剰感もあって、外国人投資家を中心に日本の株式の購入意欲を高めることになった²⁷。

第2に、我が国における企業収益の改善傾向が明確になったことである。上場企業の2002年度決算についてみると、2002年度の70%増益に続き、2003年度も15%増益が見込まれた。その後の主要な経済指標も、そうした見通しを裏付けるようなものが多かった。

第3に、5月にりそな銀行に対する公的資本注入が決定し、金融システム不安が後退したことである。下落を主導していた銀行株は、4月以降、上昇に転じるようになった。

外国人投資家が主導した株価上昇

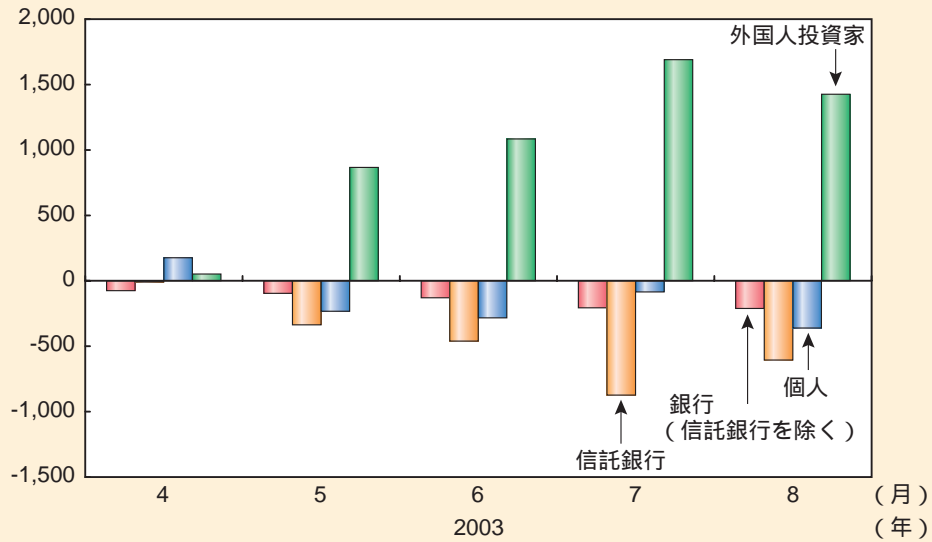
今回の株価上昇局面には、投資主体別にみるといくつかの特徴がある。

第1に、外国人投資家が株価上昇を主導したことである。取引金額をネットベース（売買金額差）でみると、外国人投資家は、4月以降、大幅な買い越しを続けている唯一の主体となっており、7月だけでも1.7兆円の買い越しとなっている（第1-2-9図）。これは、アメリカの株価が上昇するなかで、企業収益に比して割安であった日本株の購入が促進された

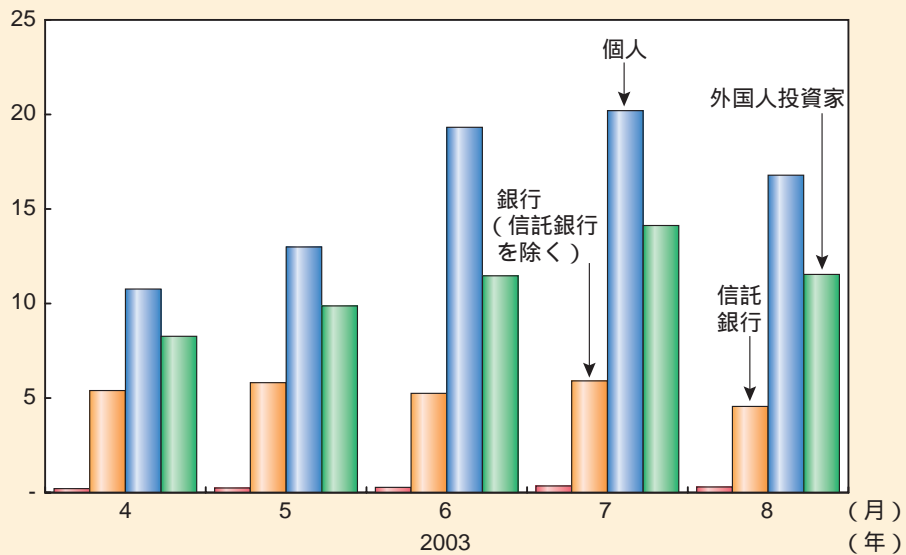
注 (27) 日本の株価が、アメリカの株価に連動するのは、米株価上昇を背景とする米景気回復が日本の輸出企業の業績向上を連想させることや、アメリカの株価の上昇によって投資家のポートフォリオにおける日本株の組入比率が低下するので、それを埋め合わせるために購入することが寄与していると考えられる。

第1-2-9図 投資部門別の株式売買動向

(1) 外国人投資家の買い越しが、株価上昇を主導
(10億円)



(2) 個人投資家の売買が増加
(10億株)



- (備考) 1. 東京証券取引所「投資部門別売買状況」より、作成。
 2. 東京、大阪、名古屋証券取引所の1・2部合計、立会外取引を含む。
 3. (1)は、売付代金と買付代金の差引きで、「-」は売り越しをあらわす。
 4. (2)は、売付株数と買付株数の合計。

ものと考えられる。4月当時の株価水準を、金利差を考慮した株価収益率(PER)²⁸でみると、諸外国がおおむね1前後となっているのに対して、日本はそれを大きく下回っていた。

個人投資家の取引の増加

第2に、個人投資家の取引が急増したことである。個人投資家の取引金額は、ネットベース（売買金額差）でみると、若干の売り越しになっている。しかし、グロスベース（売買金額和）でみると、7月には9.8兆円と年初の3倍以上となっている。取引株数でも、グロスベース（売買株数和）で7月は200億株と本年初の2倍を超えている。市場全体の取引高の増加も、こうした個人投資家の積極的な売買によるところが大きい。

このように個人投資家の取引が増加したのには、多様な手数料・サービスの証券取引が利用できるようになったことが大きく寄与している。特に、インターネット取引は、手数料が安く、利便性も高いことから、急速に拡大している。その結果、1999年に自由化された株式売買手数料の低廉化もさらに進んでいる。

また、これに関連しては、「貯蓄から投資へ」に向けた証券税制の見直しが実施されている。上場株式等の譲渡益については、2003年1月から源泉分離課税と申告分離課税の選択制が廃止され、申告分離課税に一本化されることとなった。また、特定口座を利用することによって申告が不要になるとともに、5年間は税率が所得税と住民税あわせて10%に軽減されることとなった。上場株式等の配当についても、税率を10%に軽減するとともに申告不要とした。

売り越しを続ける銀行、信託銀行

第3に、国内の機関投資家が売り越しを続けていることである。信託銀行の売り越し額が特に大きい。都長地銀も売り越ししている。その背景には、(i) 厚生年金の代行返上に伴う株式の売却²⁹、(ii) 持合い解消のための株式の売却、(iii) 銀行の株式保有制限の施行を控えた株式の売却³⁰、があったものと考えられる。こうした動きに関連して、政府や日本銀行が対応策をとってきている³¹。また、4月以降だけをみても、かなりの売却が進んでいる。この結果、金融機関の保有する株式残高は減少している。

注 (28) 各国の株価収益率（PER）にその国の長期金利を乗じて算出している。ここで金利差を考慮したPERをみるのは、株価は金利水準に大きく影響を受けるため、各国のPERを比較する際には、単純に比較するのではなく、金利差を考慮する必要があるからである。

(29) 厚生年金の代行返上とは、企業年金である厚生年金基金が国に代わって行っていた厚生年金の運用を、運用難を背景に、国に返上することをいう。現金による返上に向けた準備、返上までの運用資産の劣化の回避等を目的とした保有株式の現金化の動きが、市場での株式売り圧力となったとされる。

(30) 銀行の株式保有制限とは、銀行等の株式等の保有の制限等に関する法律により、銀行の株式保有を自己資本の範囲内に制限することをいう。当初は2004年9月中間期から適用されることとなっていたが、2003年8月に2006年9月中間期からの適用に改正された。

(31) 代行返上については、2003年5月に、株式で返納する条件を東証株価指数の構成銘柄90%以上を備えるというものから、80%以上にするなどの措置をとった。また、銀行等の株式処分が円滑に進められるよう、政府は2002年に銀行等保有株式取得機構を設立し、2兆円を上限として株式の買取りを開始した（買取額は2003年9月30日時点において約3430億円）。2003年8月には、機構の活用を促すため、売却時拠出金制度を廃止した。さらに、日本銀行は、金融機関による保有株式の価格変動リスク軽減努力を促すこと等を目的として、2002年11月より銀行の保有する株式の買入れを開始した。当初は2兆円を上限としていたが、2003年3月より3兆円に引き上げられ、2003年9月には、買入期間を2004年9月末まで延長することを決定した（買入額は2003年9月20日時点において約1兆8千億円）。

株価上昇の実体経済への影響

株価は、資産価格の一つであり、その資産を保有することによって期待される収益によって決まるものと考えられる。したがって、株価は、基本的には実体経済の動向を反映するものである。しかし、同時に、株価は、実体経済に影響も及ぼす。

株価の上昇が実体経済に影響を及ぼす経路としては、一般的には、(i) 個人消費に対する資産効果、(ii) 企業の資金調達環境の改善、(iii) 景況感の改善等が考えられるが、そのほかに(iv) 企業や金融機関のバランスシートの改善等も考えられる。内閣府「企業行動に関するアンケート調査」によれば、地価下落は、「特に影響がない」とする企業が6割を占める一方、株価下落は、「特別損失の発生を通じ、会計上の収益を圧迫する」とする企業が7割を占めている。

また、金融機関のバランスシートへの影響をみると、主要行は連結で、2003年3月末時点で約14.9兆円の株式を保有し、約1.2兆円の含み損を抱えている。これを基にすると、株価が1000円上昇することによる含み損益への影響は、約1.1兆円の改善効果と試算される³²。

2 一般物価デフレの現状

一般物価デフレは、1990年代の半ばから進行している。これは、実質債務負担を増加させたり、実質賃金や実質金利の上昇によって企業収益を圧迫したりすることを通じて、設備投資等を抑制し、景気に対して下押し要因となる³³。しかし、デフレは、景気の低迷の結果として現れている面もある。以下では、一般物価面でのデフレについて、その現状をみた上で、原因と克服への課題について検討する。

(1) 物価指標の動向

国内企業物価の動向

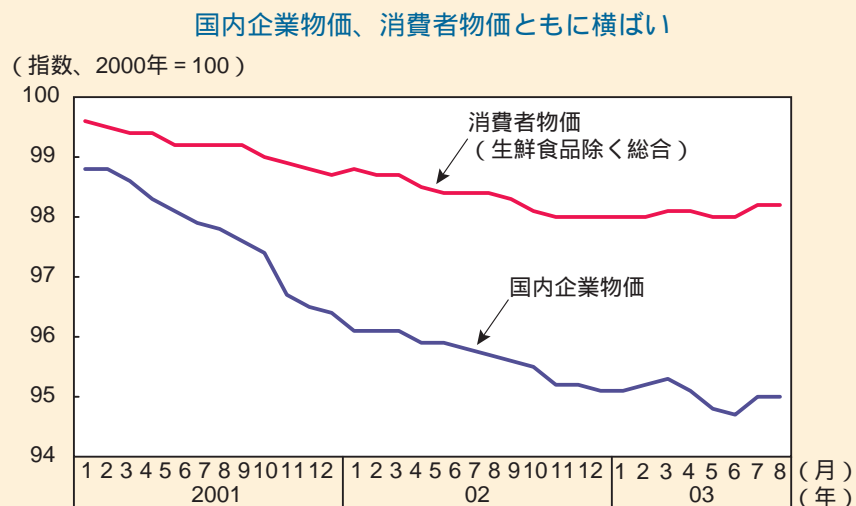
企業間で取引される財に関する物価指標として、国内企業物価指数がある。これは、従来の国内卸売物価指数に替わって公表されるようになったもので、輸入物価の動向や需給に敏感な物価指標である。

これによると、2002年をとおして下落基調で推移してきた(第1-2-10図)。特に下落に大きく寄与していたのは、電気機器等であった。しかし、2003年に入って、イラク情勢の

注(32) 主要行が保有する株式と市場(日経平均)との連動性(ベータ)を0.6と仮定して試算を行った。また、主要行は連結で、2003年3月末時点で約57.3兆円の債券を保有し、約0.5兆円の含み益を抱えている。これを基に、主要行が保有する債券の平均残存期間を4年、イールドカーブがパラレルにシフトすると仮定して試算を行った。これによると長期金利が0.5%上昇した場合の含み損益への影響は、約1.2兆円の悪化効果となる。なお、これらの試算は、上記のように一定の仮定を置いたものであるため、結果については幅を持つてみる必要がある。

(33) 他方、デフレは、家計に対して、金融資産に関する実質残高効果を及ぼし、個人消費を増加させる効果があることは、第1節で述べたとおりである。

第1-2-10図 国内企業物価、消費者物価の推移



(備考) 1. 日本銀行「企業物価指数」、総務省「消費者物価指数」より作成。
2. 消費者物価は、全国、季節調整済指数。

緊迫化を背景に原油価格が上昇したのに加え、輸出の好調を背景に鉄鋼、化学、スクラップ類等の製品が上昇したため、電気機器が下落を続けたものの、全体として横ばいとなった。

その後、2003年春以降、イラク戦争の終結により原油価格が下落に転じたこと等によって、弱含みとなったものの、夏には、堅調な商品市況を反映して鉄鋼、石油・石炭製品等の価格上昇がみられたことにより、横ばいとなった。

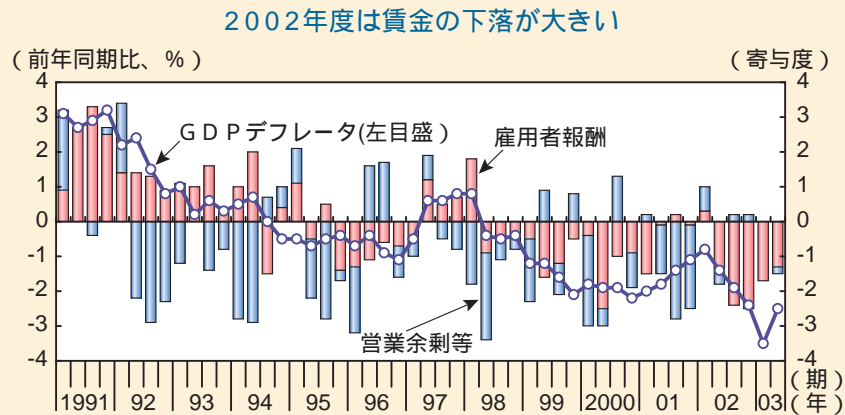
消費者物価の動向

消費者物価指数は、消費者が購入する財やサービスの価格を総合した物価指数である。短期的な変動が大きい生鮮食品を除いた消費者物価で見ると、99年10月以降、前年比ベースで下落を続けてきた³⁴。しかし、原油価格の上昇の影響でガソリンなどの石油製品価格が上昇したこともあり、2002年秋以降、前月比ベースで横ばいで推移している(第1-2-10図)。

その後、石油製品価格は下落に転じたが、2003年度に入って公共料金の改定等があったため、横ばいの状態が続いている。上昇を示した公共料金等としては、保健医療サービス(医療保険の自己負担割合の引上げ)、電気・ガス料金(燃料費・原料費調整)、発泡酒(酒税の引上げ)、たばこ(たばこ税の引上げ)等が挙げられる。

注 (34) なお、消費者物価は、98年7月～99年4月において前年同月比マイナスとなり、その後、99年9月までは前年同月比0.0%で推移した。

第1-2-11図 GDPデフレータに対する寄与度



- (備考) 1. 内閣府「国民経済計算」、財務省「法人企業統計」より作成。
 2. GDPデフレータ及び雇用者報酬は速報値を使用。
 3. 2002年第2四半期以降の営業余剰等については、以下により推計。
 回帰式： $(営業余剰等) = 15580 + 0.785 \times (営業利益) + D(トレンド)$
 により、「法人企業統計」の営業利益から営業余剰等を求め、営業余剰等の前年同期比より営業余剰等を推計した。

GDPデフレータの動向

GDPデフレータは、1国において取引される財・サービス活動を総合的に表す物価指数であり、輸入価格の直接的影響が除かれているため、国内要因に基づく(「ホーム・メイド」な)物価変動をみることができる。

GDPデフレータの動向を前年同期比で見ると、1998年4～6月期以来下落が続いており、特に1999年1～3月期以降は1%を超える下落となっている(第1-2-11図)。2002年後半以降は、その下落幅は更に拡大し、マイナス2%程度となっている³⁵。

他の物価指数が下落幅を縮小し、横ばいになるような状況にあって、GDPデフレータの下落幅が拡大した理由としては、他の物価指数にとって上昇要因として作用していた原油価格等の外的要因が、GDPデフレータの場合には、異なる影響をもたらすことが挙げられる³⁶。

GDPデフレータは、おおむね生産一単位当たりの利潤と賃金の動きを表す。したがって、原油価格上昇の直接の影響は取り除かれているが、間接的な影響は含まれている。そのため、例えば原油コストの上昇が、製品価格に転嫁されなかったり、転嫁の幅が小さかったりすると、その分だけ利潤や賃金が圧縮され、転嫁される場合と比較すると物価が押し下げられる。その結果が、GDPデフレータの下落となって現れることになる。2002年にGDPデフレータが下落したのは、デフレ基調にあった上に、そのような外的要因が押し下げ要因として作用し

注 (35) 2002年4～6月期以降は速報ベースの計数であり、確報の段階で改定される可能性があることにも注意が必要である。

(36) 他の物価指数と比べてGDPデフレータの下落幅が拡大した理由としては、その他に、(i)対象とする財、サービスの違い、(ii)指数算式の違い(国内企業物価、消費者物価はラスパイレス算式、GDPデフレータはパーシェ算式)等が考えられる。

た結果であると考えられる。

それでは、この間の変動は、利潤と賃金のいずれの変動によるものであろうか。寄与度分解をした結果をみると、2001年度については利潤の下落が大きく寄与しているが、2002年度については賃金の下落が大きいことが分かる。

以上のように、消費者物価、国内企業物価ともに横ばいとなっているが、一時的要因が作用していること、前年同月比もマイナスになっていること等を考えると、日本経済は依然として緩やかなデフレ状況にあると判断される。

コラム 1-2

実質GDPと名目GDP

デフレ下における経済状況を見る場合、実質GDPで判断すべきなのか、それとも名目GDPで判断すべきなのか、という議論がある。

GDP（国内総生産）は、1国（例えば日本）において、一定期間（例えば1年間）に生み出された所得総額（＝付加価値額）を測るものであり、それはおおむね賃金と利潤に分配される。また、生み出された所得は、消費や投資等の最終需要に使われるため、GDPは1年間の支出総額にも等しくなる。

このGDPを表すのに、名目ベースと実質ベースがある。名目GDPは、所得総額を測る際、その時点での物価水準で評価したものである。一方、実質GDPはある基準年（現在は1995年）の価格で評価したものである。つまり、実質GDPは物価水準に変化がないと仮定して計算されたものである。

実質GDPは、所得の実質購買力を表すものとして意味がある。生産活動を通して国民生活がどれだけ豊かになっているのかを捉えるためには、その付加価値が実際にどれだけの購買力を有しているのかを測ることが重要である。このためには、物価の変動分を調整した実質GDPをみる必要がある。各国や国際機関等の統計で実質GDPが使われるのはそのためである。

一方、名目GDPの動向にも意味がある。それは、実際に私たちが手にする賃金と利潤の総額（それは名目値で与えられる）の動向を表しているからである。また、債務は名目値で固定されているため、債務を名目GDPと比較することにより、債務負担の大きさをみることもできる。

以上のような性格を有する実質GDPと名目GDPの双方をみることによって、例えば、賃金や利潤が減少していても（名目GDPで確認できる）、財・サービスの価格がそれを上回って下落していれば、実際の購買力がそれほど落ちていない（実質GDPで確認できる）、といった現象も理解することができる。

このように、経済状況をとらえるためには、実質GDPと名目GDPの双方をみる必要がある。

失業率ベースのフィリップス曲線 < >

ところで、消費者物価指数をみると、99年10月以降、4年近くも前年比マイナスとなっている。このことはデフレの深刻さを示している。しかし、その下落幅はおおむね0～1%に収まっていた。他方、この間、失業率は大幅に上昇していた。したがって、失業率との関係では、消費者物価がより大幅に下落していても不思議ではなかった。实体经济の縮小と物価下落が相互作用し、加速度的・継続的に進むのをデフレ・スパイラルと呼ぶとすれば、そうしたデフレ・スパイラルが発生するのではないかという懸念さえ聞かれたが、現実にはその

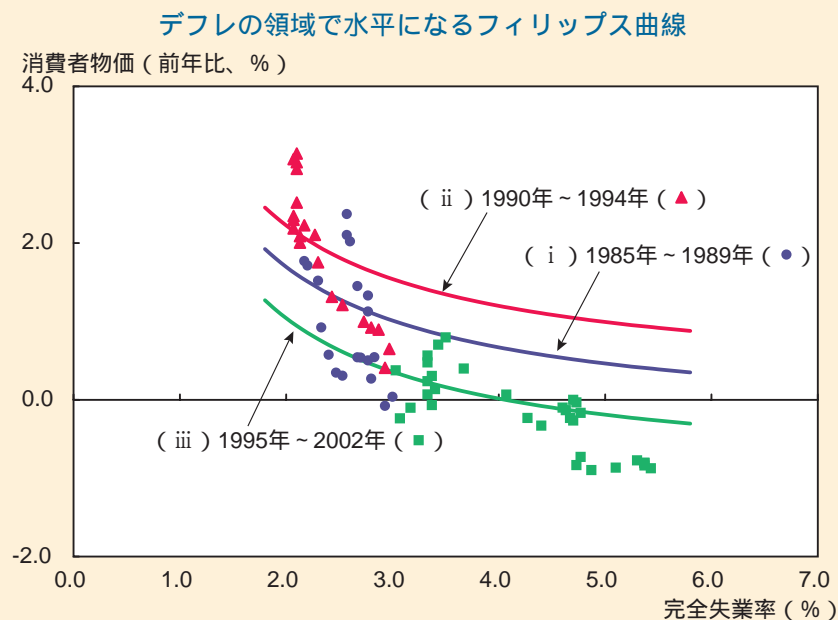
ような状況に陥ることはなかった。それは、なぜか。この点を、フィリップス曲線を基に考えてみることにしよう。

ここで最初に考えるフィリップス曲線は、物価上昇率を失業率との関係でみようとするものである。実際に1985年から2002年までの消費者物価上昇率と失業率の四半期データをプロットしてみると、右下がりの関係が浮かび上がってくる（第1-2-12図）。失業率が上昇するのに伴って物価上昇率が次第に低下し、やがてデフレの領域に入っていくことが示されている。

通常のフィリップス曲線は、物価上昇率を失業率と期待物価上昇率との関係でとらえ、物価上昇率と失業率との間には、期待物価上昇率が与えられたとすると、右下がりの関係があると想定される。そこで、期待物価上昇率を求めた上で、フィリップス曲線を推計してみよう。期待物価上昇率については、内閣府「消費動向調査」に基づいて推計したものを利用することにする³⁷。第1-2-13図がその結果である。これによると、2000年以降、緩やかなデフレ期待が存在していることが分かる。

推計されたフィリップス曲線は、前掲第1-2-12図の上に描かれている。ここでは、便宜的に1985年以降を3期に分けてそれぞれの期間における期待物価上昇率の平均を求め、こ

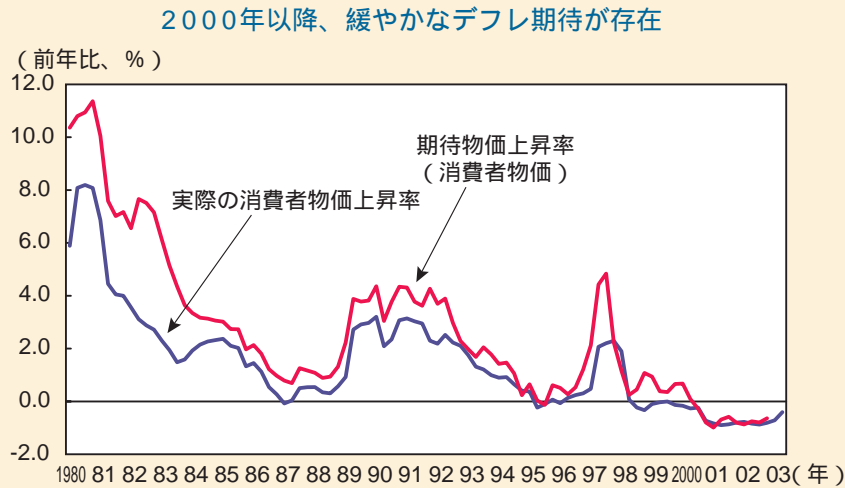
第1-2-12図 失業率ベースのフィリップス曲線



（備考）1．総務省「消費者物価指数」、「労働力調査」等により作成。
2．具体的な推計については、付注1-5を参照。

注（37）消費動向調査では、人々が物価の上がり方を「高くなる」と予想するか、「低くなる」と予想するか聞いている。この情報を基に、カールソン＝パーキン法に基づいてデフレ期待を推計した。詳細は付注1-4参照。

第1-2-13図 期待物価上昇率の推移 消費者物価



(備考) 総務省「消費者物価指数」、内閣府「消費動向調査」により作成。

れに対応するフィリップス曲線を描いている。ここでは、フィリップス曲線について漸近線を持つ双曲線で近似しているが、これは、直線で近似するよりも当てはまりが良いからである。

これをみると、デフレの領域に入ってフィリップス曲線が水平に近づいていることが分かる。あたかも、デフレには下限があるようにみえる。これはなぜだろうか。

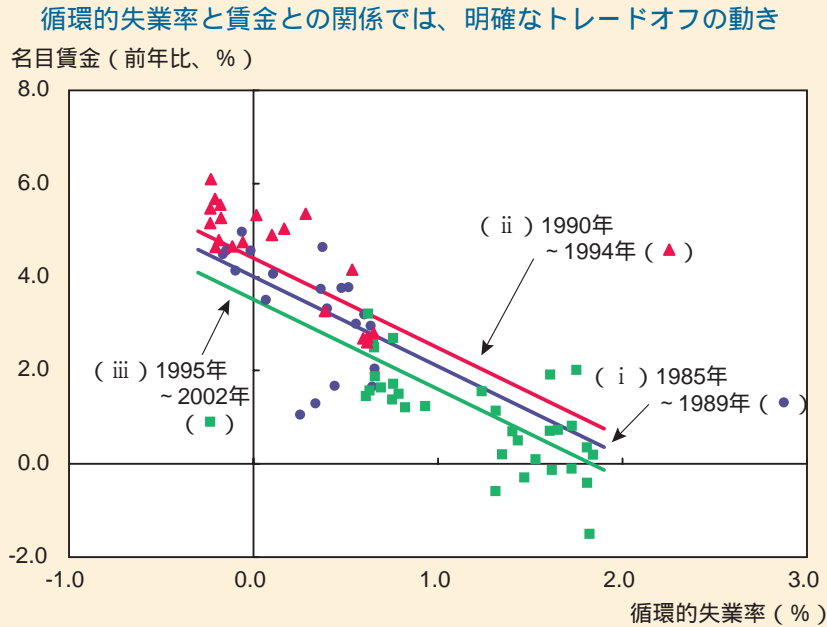
失業率ベースのフィリップス曲線 < >

この疑問に答えるには、次のような点を考慮する必要がある。すなわち、フィリップス曲線は、労働市場における需要と供給の法則を背景にしたものと考えられるので、(i) 失業率も、構造的失業率を含む完全失業率よりは、循環的失業率の方が適当であること、(ii) 物価変動率との関係を見るよりは、賃金上昇率との関係に注目すべきであること、である。

そこで、賃金上昇率と循環的失業率との関係をプロットしてみると、第1-2-14図のような右下がりの関係がみてとれる。ここでは、デフレの領域で水平になる関係はみてとれない。そこで、先に求めた期待物価上昇率を利用しながら、賃金上昇率と循環的失業率の関係を示すフィリップス曲線を推計してみよう。

推計結果は前掲第1-2-14図の上に描かれている。各期間の平均期待物価上昇率に対応したフィリップス曲線が描かれているが、今回の推計では双曲線よりも直線の方が当てはまりが良く、デフレに下限があるかのような関係はもはやみてとれない。デフレ領域で水平に近くなっていたのは構造的失業率が最近増加していたからであり、それを除くと、循環的な失業が増加すると賃金変動率が低下するとの関係が明確に観察される³⁸。

第1-2-14図 失業率ベースのフィリップス曲線



- (備考) 1. 総務省「労働力調査」、厚生労働省「毎月勤労統計調査」、「職業安定業務統計」等により作成。
 2. 具体的な推計については、付注1 - 5を参照。
 3. 厚生労働省「毎月勤労統計調査」の数値は、調査産業計、事業所規模5人以上。

GDPベースのフィリップス曲線

同じようなフィリップス曲線をGDPベースで描くとどうなるか。ここでは、マクロ的な財・サービス市場で需要と供給の法則を想定して、期待物価上昇率が与えられたときのGDPデフレーターとGDPギャップの関係を推計してみよう。

GDPギャップは、潜在GDPを推計して、現実GDPとの差を求めたものである。これによると、97年ごろからデフレギャップがみられており、最近では2002年に景気底入れ以降、デフレギャップは縮小に向かっている（第1 - 2 - 15図）。このGDPギャップを基に、GDPデフレーターとの関係を1985年以降についてプロットしたのが第1 - 2 - 16図である。ここでも右下がりの関係がみてとれる。

また、推計にはGDPデフレーターベースの期待物価上昇率（第1 - 2 - 17図³⁹）が必要になる。

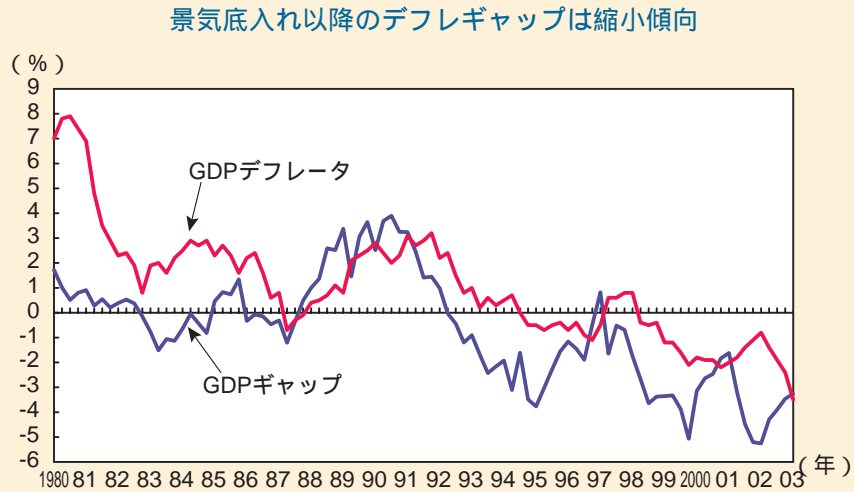
これらの要因を基にフィリップス曲線を推計した結果は、前掲第1 - 2 - 16図の上に描かれている⁴⁰。ここでも、各期間の平均期待物価上昇率に対応したフィリップス曲線が描かれている。この推計の場合でも、直線による近似の当てはまりが良い。GDPギャップが拡大す

注 (38) 先に第1節で、賃金変動率の説明要因としては、企業収益の変動を挙げた。他方、ここでは、賃金変動率が循環的失業率と関係があることが示された。このことは、景気の変動を原因として、企業収益と循環的失業が強い逆相関の関係にあることを示唆している。

(39) 詳細は、付注1 - 4を参照。

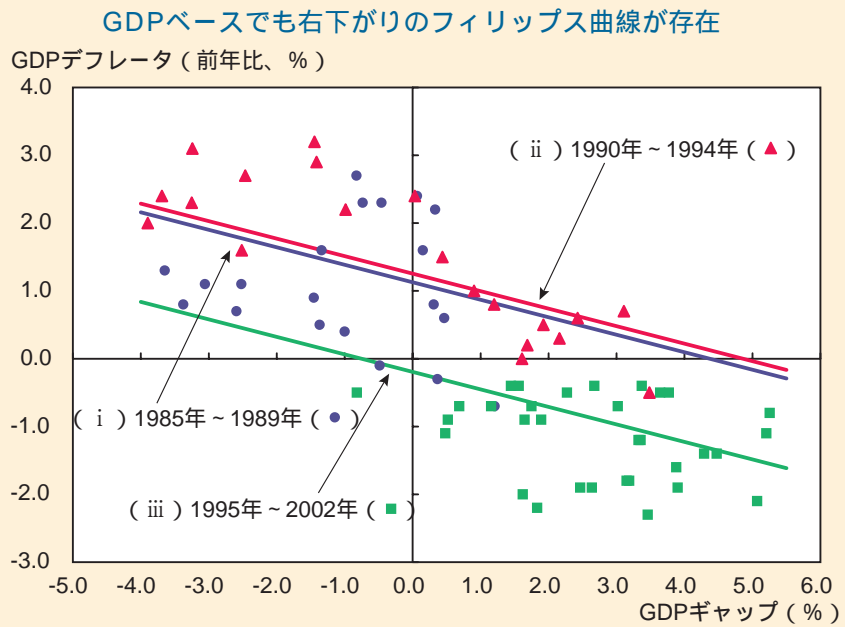
(40) 詳細は、付注1 - 5を参照。

第1-2-15図 GDPギャップおよびGDPデフレータの推移



- (備考) 1. 内閣府「国民経済計算」等より作成。
 2. $GDP \text{ ギャップ} = (\text{現実の GDP} - \text{潜在 GDP}) / \text{潜在 GDP}$
 3. 推計方法は付注3 - 1を参照。
 4. 1980年のGDPデフレータは68SNAを用いた。

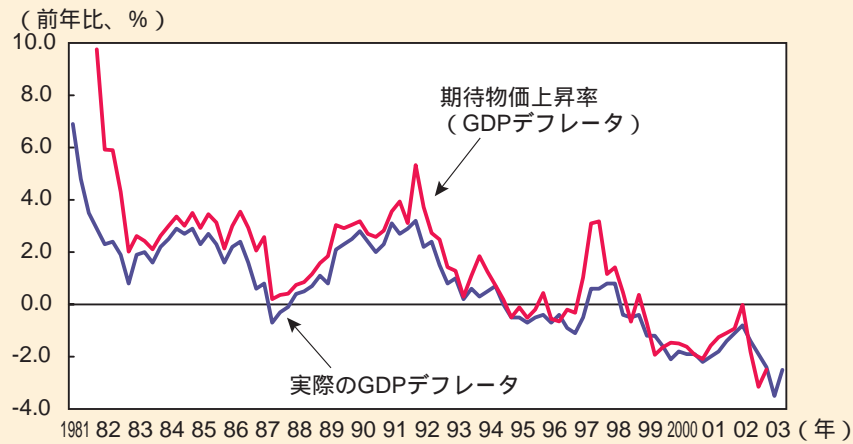
第1-2-16図 GDPベースのフィリップス曲線



- (備考) 1. 内閣府「国民経済計算」等により作成。
 2. 具体的な推計については、付注1 - 5を参照。

第1-2-17図 期待物価上昇率の推移 GDPデフレーター

90年代中頃から緩やかなデフレ期待が存在



(備考) 内閣府「国民経済計算」、「消費動向調査」により作成。

るとGDPデフレーター上昇率が低下し、マイナスになることが示されている。

デフレの原因としての需要側要因、供給側要因

GDPベースのフィリップス曲線の存在は、デフレの原因について重要な示唆を与えてくれる。平成13年度、平成14年度の年次経済財政報告で指摘したように、デフレの要因としては、(i) 供給側要因、(ii) 需要側要因、(iii) 金融的要因の3つに整理できる。

GDPベースのフィリップス曲線が存在するという事は、このうち、「供給側要因」に含まれる潜在GDPと、「需要側要因」に含まれる現実GDPが、ともに物価指標であるGDPデフレーターの変動率に影響を与えていることを示している。デフレの原因としては、「供給側要因」と、「需要側要因」の双方が挙げられることが分かる⁴¹。

デフレの原因としての金融的要因

それでは、「金融的要因」についてはどのように考えればよいのだろうか。

マネーサプライと物価との関係については、以下のように整理できる。

第1に、短期で考えると、金融政策によってマネーサプライが増加すると、金利の低下とともに、実質GDPが増加し、それが、物価上昇率の上昇をもたらす。

第2に、長期で考えると、マネーサプライの伸びは名目GDPの伸びと等しくなるが、実際のGDPと潜在GDPが平均的に一致すると考えると、マネーサプライの伸びは、主として物

注 (41) 期待物価上昇率は、需要側を通じて影響を及ぼすものと考えられる。

価の上昇率に影響を及ぼすことになる。

以上のことは、計量的にも確認できる⁴²。短期の関係については、マネーサプライが実質GDPに影響を及ぼし、実質GDPがGDPデフレーターに影響を及ぼす関係が示唆されている。また、長期の関係については、マネーサプライと名目GDPとが安定的な関係にあることが示される。

したがって、マネーサプライも、需要側の要因に影響を及ぼすことを通じて、物価変動の原因となる。現在のデフレも、マネーサプライの高い増加がみられないことを反映していることになる。第3節でみるように、金融政策は量的緩和政策を採用し、マネタリーベースが高い伸びで伸びているにもかかわらず、それがマネーサプライの高い伸びに結び付いていない。また、緩やかなマネーサプライの伸びも名目GDPの増加につながっていない。この背景には、不良債権問題や過剰債務問題の存在によって金融政策の効果波及経路（トランスミッション・メカニズム）が効きにくくなっていることがある。こうした要因のために、マネーサプライが増加せず、デフレからの脱却もできないということになる。「金融的要因」もデフレの原因の一つである。

デフレ克服への課題

以上で検討したデフレの原因は、デフレ克服のために満たされなければならない条件を示してもいる。すなわち、デフレ克服のためには、(i) デフレをもたらすGDPギャップが縮小しなければならない。また、(ii) デフレをもたらす「金融的要因」に対応するため、実効性ある金融政策が展開され、金融政策の効果がマネーサプライの増加を通じて、総需要の増加に結び付くことが必要である。このような条件が満たされてくれば、デフレ期待も徐々に修正されてくるであろう。

GDPギャップが縮小するためには、不良債権の処理や過剰債務の削減等が進むことによって、成長分野における潜在的需要が開花し、効率性の低い部門から効率性や社会的ニーズの高い成長分野へと資金が円滑に移動することが重要である。また、不良債権の処理や過剰債務の削減が進むことは、金融政策の効果波及経路を回復することにもなる。逆に、金融政策の効果もあって総需要が増加すれば、不良債権の処理や過剰債務の削減が進むという面もある。このように、構造改革と金融政策は、お互いに影響を及ぼし合う関係にある。

デフレ克服のためには、政府と日銀が一体となって、強力かつ総合的に取り組む必要がある。

注 (42) 詳細は、付注1 - 6 参照。