

# マンスリー・トピックス

NO. 016

平成25年 2月 27日

## デフレ脱却の意義と課題

参事官（経済財政分析—企画担当）付調査官	堤 雅彦 ※
参事官（経済財政分析—総括担当）付	市橋 寛久 ※
参事官（経済財政分析—総括担当）付	木下 怜子 ※
参事官（経済財政分析—総括担当）付参事官補佐	長内 智 ※

本稿では、10年以上断続的に続くデフレ状況を振り返り、その問題点を明らかにすることで、デフレ脱却の意義を説明する。また、デフレ脱却に関して指摘される幾つかの懸念についても、過去のデータに基づいて検証する。

### 1. デフレ状況の推移

まず、デフレの動向について振り返る。なお、ここでのデフレとは、物価が持続的に下落する状態のことであり、概ね2年程度を目安にした国際機関の判断基準に準じている。また、物価指標としては、主として消費者物価指数（CPI）を参照するが、特に、生鮮食品やエネルギー等の一時的な影響を除いた指数（いわゆるコアコア及び米国型コア）の動きに着目する。

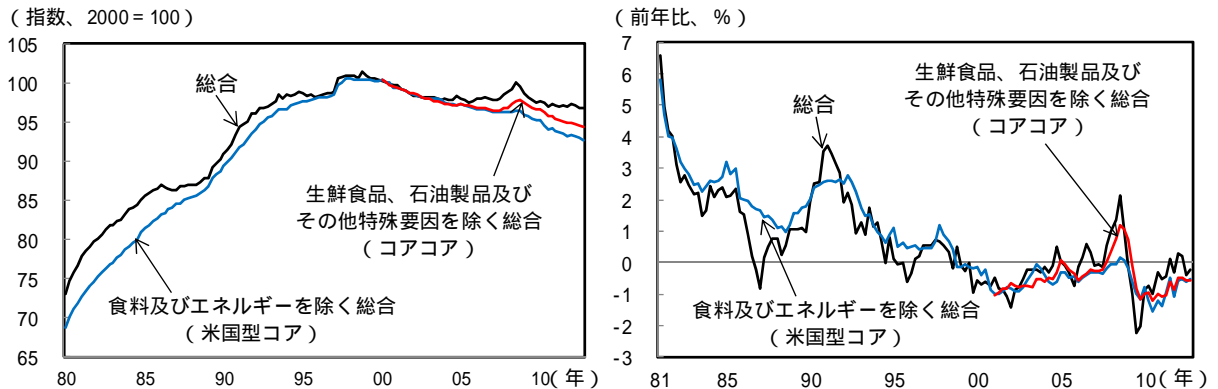
（デフレ状況は10年以上断続的に続く現象）

我が国の物価動向をCPIで見ると、1998年末ごろから前年比マイナスに転じ、下落が2年程度続いた2001年4月の月例経済報告においてデフレとの判断が示された<sup>1</sup>。また、2000年以降のCPIの動きをコアコアで見ると、一時的に前年比プラスとなる時期もあったものの、2009年には再び下落が始まり、現在まで緩やかなデフレ状況が継続している（図1）。

\* 本レポートの内容や意見は執筆者個人のものであり、必ずしも内閣府の見解を示すものではない。

<sup>1</sup> 月例経済報告では、「持続的な物価下落という意味でのデフレ状況」にあるとしている。当時は、論者によってデフレの定義も様々であったが、循環的に拡張局面に入った後においても、物価の持続的な下落は観察されることから、景気と物価の基調は必ずしも一意に対応するとは限らないことも次第に知られてきた。そこで、BISやIMFが景気判断とは切り離して「少なくとも2年間の継続的な物価下落」をデフレと定義していることも踏まえ、月例経済報告では、99年から2年以上に渡り物価下落が続いていた我が国はデフレにあると判断した。

図1 消費者物価指数の推移



(備考)

1. 総務省「消費者物価指数」により作成。
2. 前年比は、1989年の消費税導入と1997年の消費税率上げの影響を調整。

## 2. デフレの弊害

続いて、デフレによって生じる様々な弊害について考えていく。

(実質金利の高止まりによる成長機会の喪失)

デフレの弊害の一つ目は、名目金利のゼロ制約による実質金利の高止まりである<sup>2</sup>。例えば、企業が抱く今後3年間の実質成長見通しと実質金利を比較すると、実質金利は企業の実質成長見通しを上回る傾向にあることが分かる(図2)。つまり、デフレ状況においては、投資から得られる期待収益率よりも借入コストの方が高い状況が生じやすく、企業の投資は抑制され、需要の損失が発生することが示唆される<sup>3</sup>。

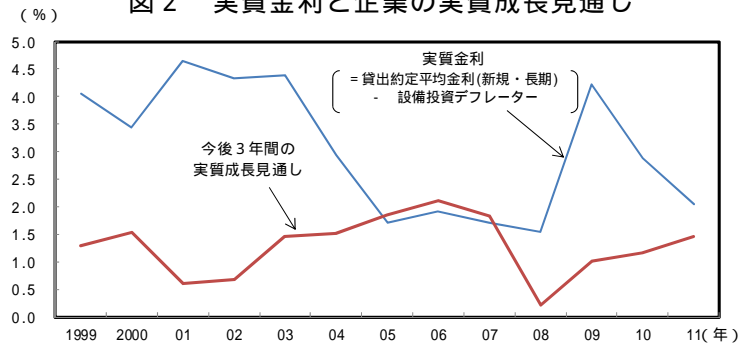
なお、実質金利の高止まりによる需要損失の試算例によると、2009年から2011年のデフレ状況下において、年平均でGDPの0.6%程度の需要損失が生じたとされる<sup>4</sup>。

<sup>2</sup> 「流動性の罠」が生じている状況下では、金融政策がアコモデートして名目金利をコントロールしつつ、物価上昇による実質貨幣残高の減少が生じないうちは、財政乗数は一時的に大きくなるとも考えられる。しかし、デフレの定着により実質金利の高止まり等が生じている我が国のような状況においては、投資の実質金利感応度が低下している恐れがあることから、財政政策から民間経済への波及効果が限定的なものとなるかもしれない。

<sup>3</sup> 例えば、内閣府(2010)は、実質金利等を通じた設備投資抑制効果について、物価下落の影響を明示的に考慮した設備投資関数を推計している。その結果、リーマンショック後においては、デフレと関連する実質金利や実質負債要因が明確な投資抑制要因となっており、前回のデフレ期である2000年代前半と比較すると、それらの投資抑制効果は拡大しているとしている。前回のデフレ期においても、実質金利による投資抑制効果は見られたが、2009年の抑制効果はその規模が大きい。

<sup>4</sup> 内閣府政策統括官(経済財政分析担当)(2012)を参照。GDP減少の大半は設備投資の減少による。

図2 実質金利と企業の実質成長見通し



(備考) 内閣府「企業行動に関するアンケート調査」、国民経済計算、日本銀行「金融経済統計」により作成。

(過度の円高デフレによる空洞化の加速と経済の縮小)

また、円高デフレの進行により、我が国企業の中には、輸出市場での競争相手または輸入に対する価格競争力を大きく喪失したところもあった<sup>56</sup>。特に、リーマンショック後の動向に着目すると、主要国では我が国だけがデフレに陥り(独歩デフレ)、主要通貨に対して円だけが急激に上昇した(円の独歩高)(図3、4)<sup>7</sup>。過度の円高が輸入物価の下落を通じてデフレ圧力となっていた面もある<sup>8</sup>。さらに、我が国の主要輸出先である欧米において金融危機が生じていたため実需も減退していた<sup>9</sup>。企業においては、労働生産性の改善や賃金抑制による単位労働費用(ULC)の引下げを実施したが、相対的なULCベースの実質実効為替レートが急速に増価したことは、為替変動に対応しきれなかったことを示唆している(図5)。

<sup>5</sup> 購買力平価に沿った円高であれば、実質為替レートの水準に大きな変化はないため、実体経済への影響も軽微ではないかとの見方がある。実際には、時々々の為替レートの変動に対し、企業は内外の生産体制見直し等の対応を迫られるため、長期的に購買力平価に沿った円高であっても、為替の変動は様々な調整コストをもたらすと考えられる。

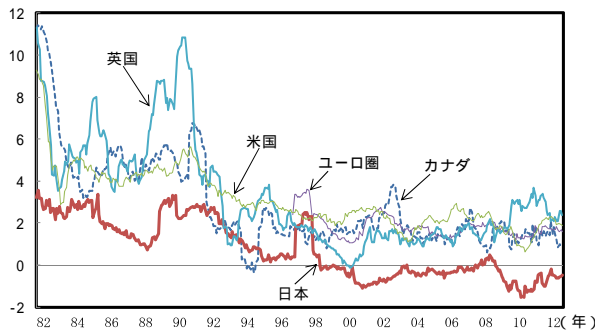
<sup>6</sup> 内閣府政策統括官(経済財政分析担当)(2012)は、特に電気機器や輸送用機器で実質為替レートの増価が大きいことを示している。

<sup>7</sup> 内閣府(2011)によると、80年以降にデフレを経験した国を見ると、ほとんどが開発途上国であり、主要先進国でデフレになった国は日本だけである。

<sup>8</sup> 為替レートと物価は共に経済における内生変数であり、相互に影響を及ぼし合っていると考えられる。ただし、85年から95年のデータを用いて両者のグレンジャー因果検定を施すと、為替レートから物価比への影響はないとはいえず、逆に物価比から為替レートへの影響が棄却される。これは、マッキノン・大野の円高シンドローム仮説の妥当性を支持する結果となっている。他方、2000年から2012年のデータで検定を施すと、為替レートから物価比への影響は棄却され、物価比から為替レートへの影響はないとはいえないことになる。したがって、90年代に物価と為替レートの関係に変化が生じたことが窺える。

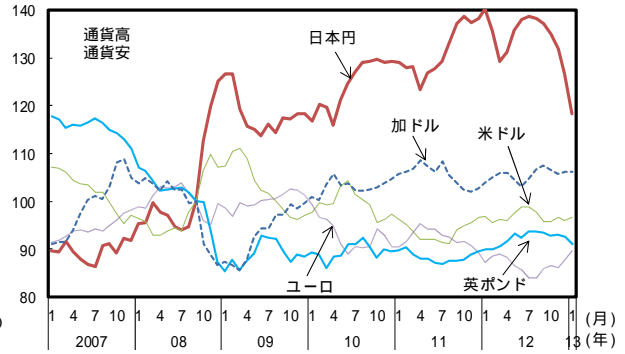
<sup>9</sup> リーマンショックの影響が我が国や韓国で大きかった背景については、両国が特化している輸出品(自動車、IT製品、電気機械等)に対する需要ショックが大きかった点を Sommer(2009)が明らかにしている。内閣府(2009)においてもこの点を再検証している。

図3 主要国・地域の消費者物価上昇率  
(前年比 %)



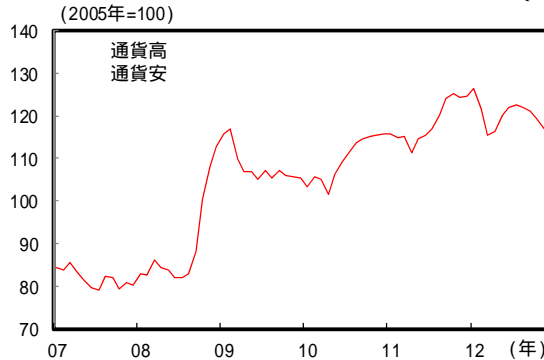
(備考) OECD “OECD.stat” により作成。

図4 主要国・地域の名目実効為替レート  
(2008年9月=100)



(備考) BIS により作成。

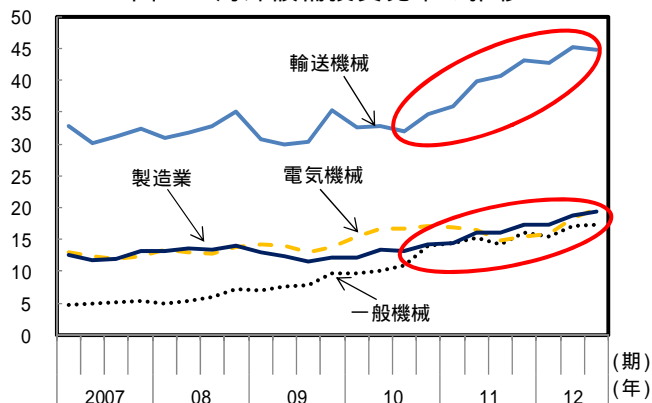
図5 実質実効為替レート (ULCベース)



(備考) IMF “International Financial Statistics” により作成。

こうした相対的な生産コストの高止まりは、企業が生産拠点を海外に移す動きを加速することになる(図6)<sup>10</sup>。自然な成り行きとして、経済発展の過程において産業構造がダイナミックに変化する中で企業が海外進出するのであれば、雇用等の調整コストはマクロ的にも吸収されるのであろうが、急激な円高とデフレの相互作用に起因するような「強いられた変化」への適応では、結果的に産業空洞化をもたらすことになる。

(%) 図6 海外設備投資比率の推移



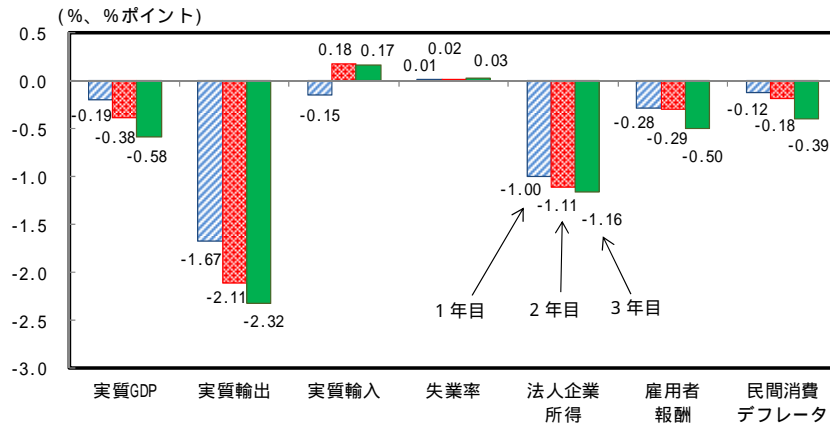
(備考)

1. 経済産業省「海外現地法人四半期調査」、財務省「法人企業統計調査」により作成。
2. 海外設備投資比率は、海外現地法人設備投資額 / (国内設備投資額 + 海外現地法人設備投資額) により算出。

<sup>10</sup> また、円高による倒産の増加という側面もある。リーマンショック後では、大型倒産や、大企業の海外進出のあおりを受けた中小企業の倒産などが多くみられる(帝国データバンク(2012))。

なお、円高が我が国の経済に与える影響を短期日本経済マクロ計量モデルにより推計すると、10%の円高が3年継続した場合、3年目の実質輸出は2.3%程度押下げ、3年目の法人所得も1.2%程度押下げられることになる。国内物価下落を経由した実質所得効果はあまり大きくなく、結果として実質GDPも下落する(図7)。

図7 10%円高(対ドル)の我が国経済への影響



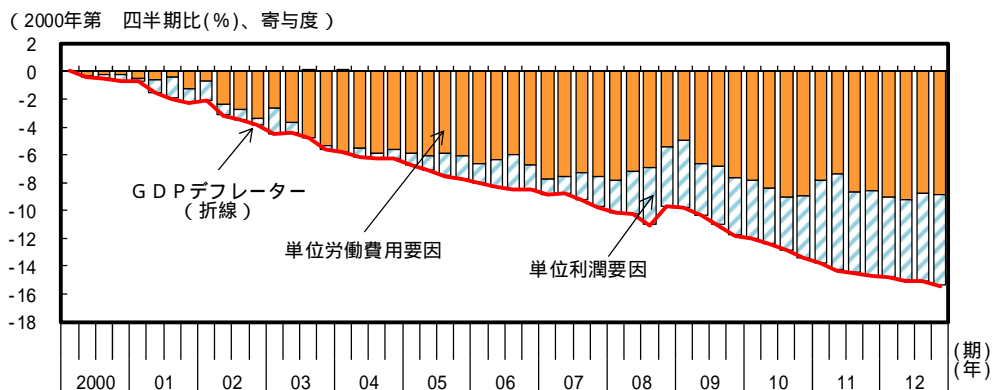
(備考)

1. 佐久間ほか(2011)により作成。
2. 円の対ドルレートが標準ケースと比べて継続的に10%増価した場合の各年の影響(乗数の対称性を仮定)。

(デフレで加速するコスト削減圧力)

デフレの弊害の三つ目として、雇用と賃金への影響がある。デフレ状況下では、名目売上が伸びず、企業の生む付加価値が抑制されるため、結果として利潤や人件費が圧迫されることになる。付加価値の単価であるGDPデフレーターを所得面から要因分解(累積)すると、2000年代中頃までは労働コストである単位労働費用(ULC)をもっぱら抑制する傾向がみられたが、リーマンショック以降は企業利潤も抑制している(図8)。

図8 GDPデフレーターの所得面からの要因分解(累積)



(備考)

1. 内閣府「国民経済計算」により作成。
2. 以下の関係をもとに、2000年第 四半期からの累積寄与を算出。  

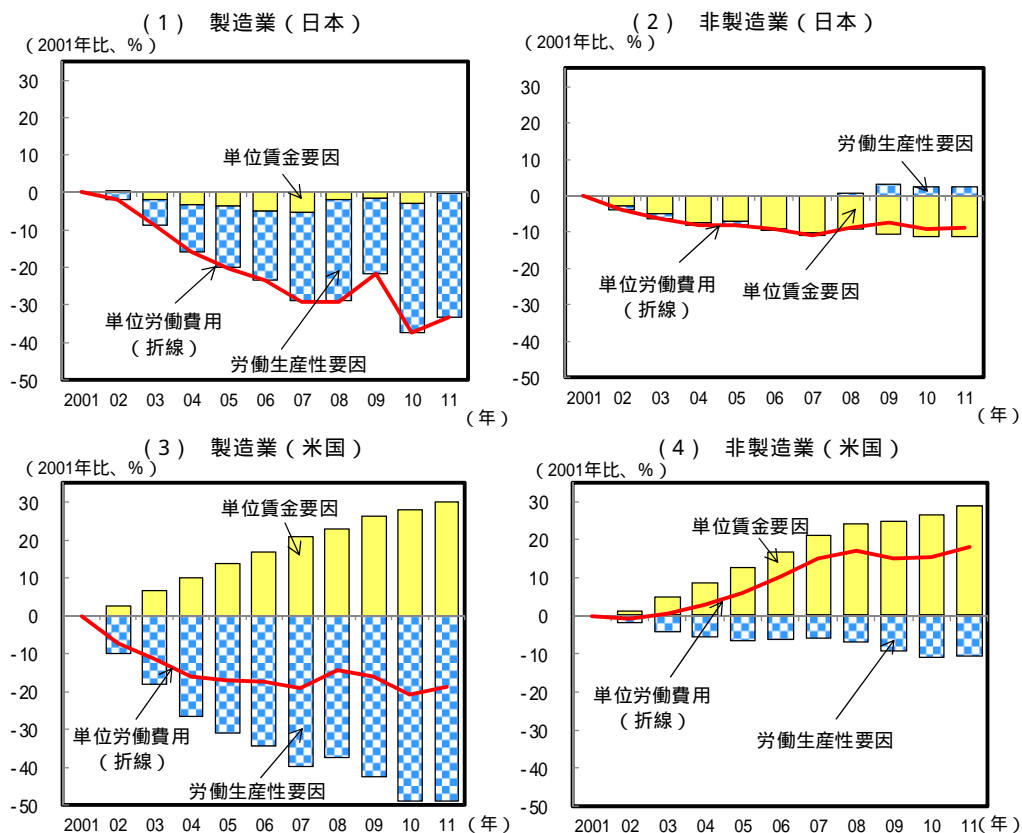
$$\text{GDPデフレーター} = \text{名目GDP} / \text{実質GDP} = (\text{名目雇用者報酬} + \text{名目利潤}) / \text{実質GDP} = \text{単位労働費用} + \text{単位利潤}$$

ULCの低下は投入コストの削減であり、それ自体は必ずしも悪いことではなく、問題は中身である。実際、2001年以降について見ると、我が国のみならず米国においてもULCは低下している（図9）。

そこで、ULCの変化を労働生産性要因と賃金要因に分解すると、製造業では両国とも労働生産性が上昇することによりULCの低下を実現していた。しかしながら、米国においては、労働生産性の上昇に応じて名目賃金は上昇している。つまり、労働生産性上昇の分け前が労働者にも渡っていたといえる。他方、我が国では労働生産性の上昇が賃金の上昇に結びつかず、むしろ追加的な賃金の切下げも実施しながらULCの低下を実現していた。つまり、労働生産性上昇の分け前は労働者に渡らず、販売価格の低下を通じて輸出先を含む需要者・消費者へ渡っていたことになる。

次に非製造業を分析すると、我が国では労働生産性の上昇が見られず、ULCの引下げはもっぱら名目賃金の切下げによって実現していた。他方、米国では、製造業ほどではないものの、労働生産性が上昇していた。ただし、賃金はそれ以上に上昇しており、ULCは上昇していた。つまり、賃金上昇の一部は労働生産性の改善によるものであるが、残りは販売価格の上昇によって需要者・消費者が負担していたことになる。

図9 単位労働費用の要因分解（累積）



（備考）

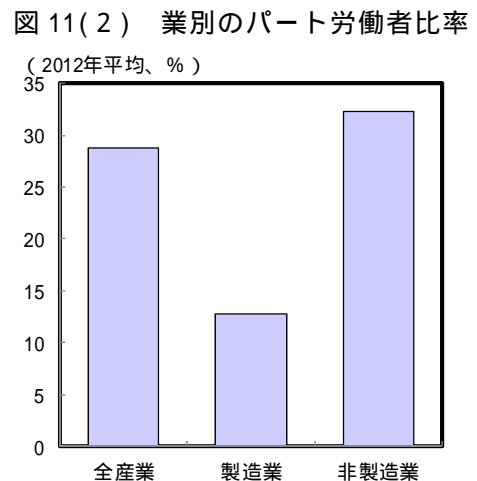
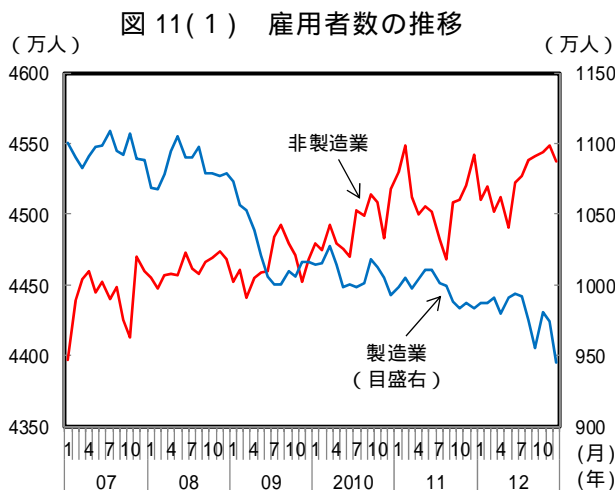
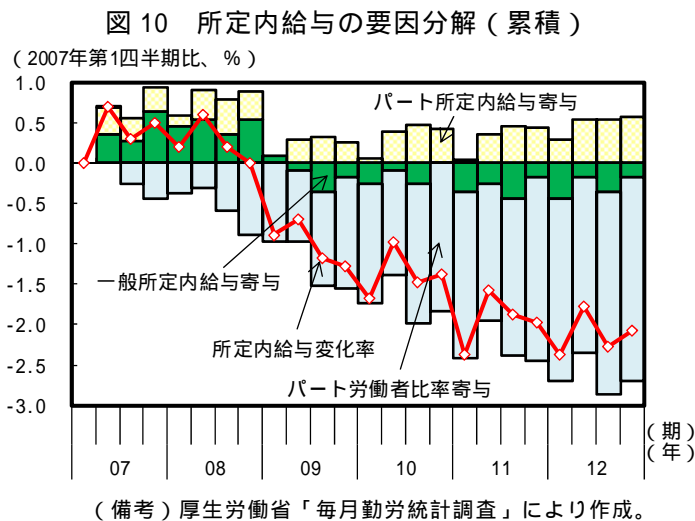
1. 内閣府「国民経済計算」、Bureau of Economic Analysis により作成。

2. 以下の関係により、単位労働費用に対する寄与を算出。

$$\begin{aligned} \text{単位労働費用} &= \text{名目雇用者報酬} / \text{実質GDP} = (\text{名目雇用者報酬} / \text{労働投入}) / (\text{実質GDP} / \text{労働投入}) \\ &= \text{単位賃金} / \text{労働生産性} \end{aligned}$$

(我が国の賃金切下げは雇用形態の変化によって実現)

我が国におけるこうした賃金切下げによるコスト削減は、既雇用者の賃金をカットしたというよりも、平均的な賃金水準の低いパート労働者比率を高めることで実現した(図10)。特に、こうした傾向は非製造業において明確であり、最近では医療福祉分野におけるパート労働者比率が高まっている。また、非製造業は全体として製造業と比べてパート労働者比率が高い。リーマンショック時に失われた製造業の雇用は回復せず減少が続き、そのウェイトが縮小することで経済全体でのパート労働者比率の上昇が生じている(図11)。

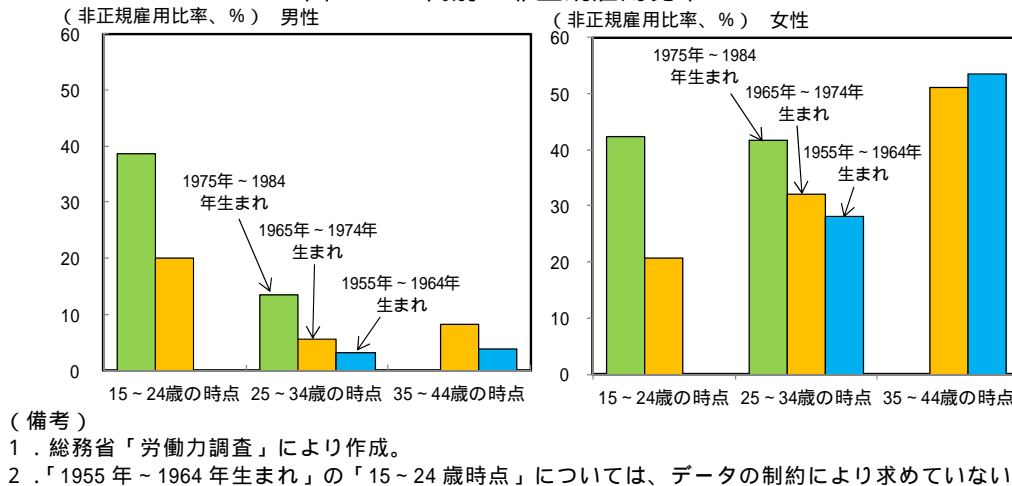


(若年男子の非正規雇用比率が上昇)

パート労働者が大宗を占める非正規雇用の比率を世代別に見ると、65年~74年生まれ男性の25~34歳時点における非正規雇用比率は5.7%であったのに対し、75年~84年生まれ男性の25~34歳時点の非正規率は13.4%となっている(図12)。結果として、過

去の同年代に比べ、男性の非正規雇用比率が上昇していることが示される<sup>11</sup>。非正規雇用比率の高まりは、企業の人的投資がいわゆる正規雇用者に重点的に配される傾向にあることを踏まえると、長期的な成長力への悪影響が懸念される。

図 12 世代別の非正規雇用比率



### 3 デフレ脱却のメリットと課題

#### (期待されるデフレ脱却のメリット)

前節ではデフレの弊害について整理したが、デフレ脱却によって期待されるメリットは大きい。まず、実質金利の高止まりが是正されることにより前向きな投資が出てくることである。少なくとも、2009～2011年のデフレによる投資減少を中心とした需要損失が年平均0.6%であったことから、デフレ脱却がもたらす需要増は無視できない。投資の増加により、経済の新陳代謝が促され、生産性も向上することが期待される。また、諸外国との物価上昇率格差が解消されることにより、過度の円高・デフレ下で生じていた空洞化リスクも低下していくと期待される。さらに、名目物価がプラスの領域で変動することで様々な調整コストが吸収しやすくなり、デフレ状況下で生じていた売上減少圧力に起因するコスト圧縮が軽減され、米国で見られるように、我が国においても労働生産性上昇の果実が着実に賃金上昇へとつながっていくことが期待される。

しかし、こうしたメリットを享受する前に、物価以上に長期金利が上昇するのではないか、物価上昇に見合って賃金が上昇しないのではないかなどの懸念がみられる。以下ではこうした議論の妥当性を検証する。

<sup>11</sup> 厚生労働省「就業形態の多様化に関する実態調査」によると、非正規雇用を選んだ理由について「正社員として働ける会社になかったから」を選択した不本意型の非正規雇用の割合は男性で29.9%（2010年）であり、非正規雇用の全てが不本意型ではないことにも留意が必要である。



(デフレの脱却だけで金利高騰は生じず)

デフレ状況を脱することに対する懸念の一つ目として、物価以上に金利が上昇してしまい、需要抑制や、国債利払い負担の上昇による財政再建への悪影響があるのではないかとの見方がある。そこで、名目金利とCPIの関係を見ると、CPIが安定的にプラスで推移していた85年から97年の間では、いわゆるバブル時の金融引き締め期を除き、CPIに沿って名目金利も上昇している(図13(2))。

他方、CPIがマイナスへと向かった98年以降、物価が下落しても名目金利は下限に張り付き横ばいで推移してきた。この結果、名目金利から物価変動を除いた実質金利は、97年までは安定的に推移したのに対し、98年以降は物価の下落とともに上昇している(図13(3))。

こうした関係より、デフレが解消されCPIがプラスへと向かう過程では、実質金利はむしろ低下し、プラス圏に入ってから安定的に推移することが期待される。ただし、例えば、日本銀行による金融緩和が財政ファイナンスとみなされたり、財政健全化に向けた政府の取組が不十分であるとみなされたりすれば、国債のリスクプレミアム上昇を伴う実質金利の高まりが生じる恐れもあり、そうした事態に至らないよう、明確な財政健全化目標と信頼される収支改善の道筋を明らかにする必要がある。

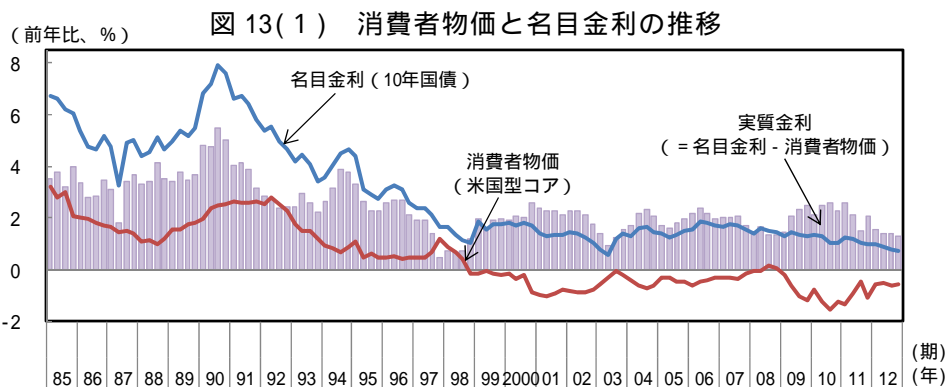


図13(2) 消費者物価と名目金利

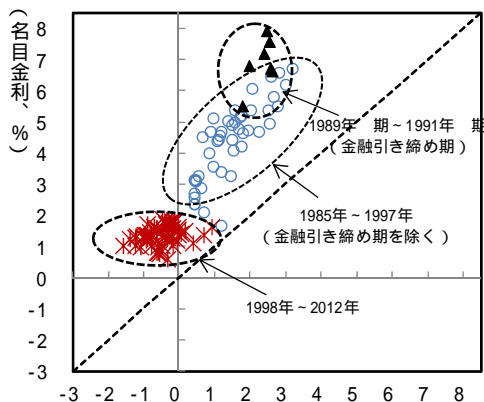
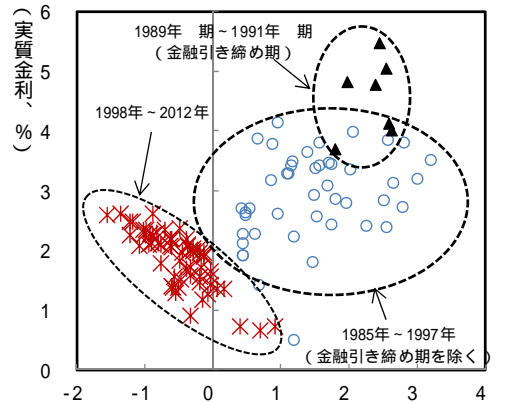


図13(3) 消費者物価と実質金利



(備考) (消費者物価(米国型コア)前年比、%)

1. 総務省「消費者物価指数」、Bloombergにより作成。
2. 名目金利は、10年物国債利回り。実質金利は、「名目金利 - 消費者物価前年比」により算出。
3. 消費者物価は、1989年の消費税導入と1997年の消費税率引上げの影響を調整。

(物価が上がる際には名目賃金も増加する傾向)

デフレ状況を脱することに対する懸念の二つ目として、物価上昇に見合って名目賃金が上昇しないのではないかと指摘も見られる。そこで、名目賃金とCPIの関係を見ると、インフレ期には物価の上昇以上に名目賃金が増加し、逆にデフレ期には物価の下落以上に名目賃金も下落する傾向がある(図14(1~3))。

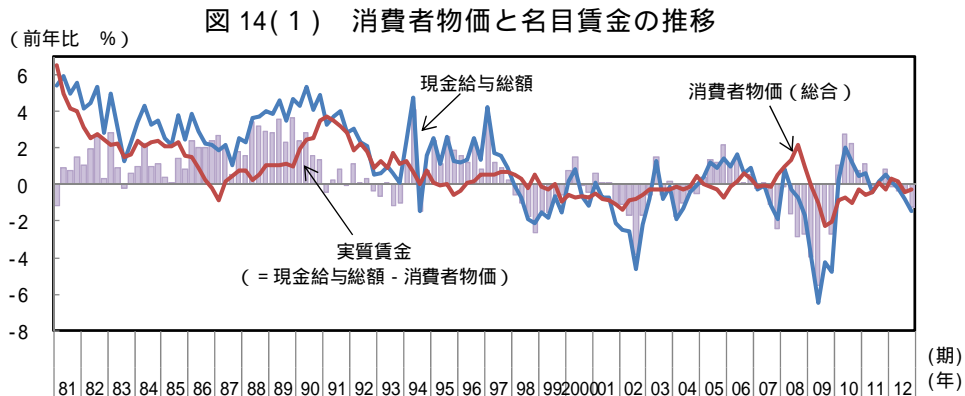


図14(2) 消費者物価と名目賃金

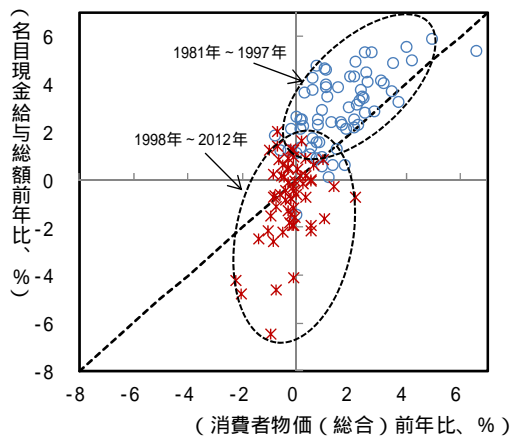
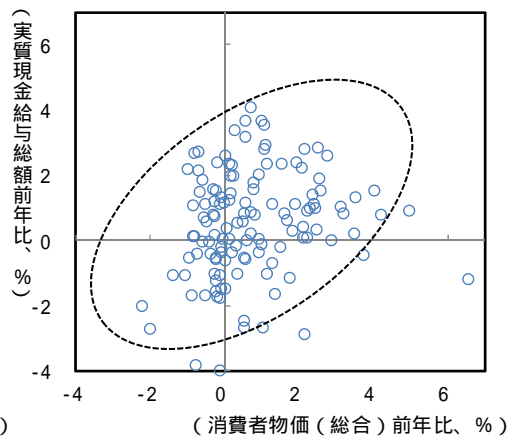


図14(3) 消費者物価と実質賃金



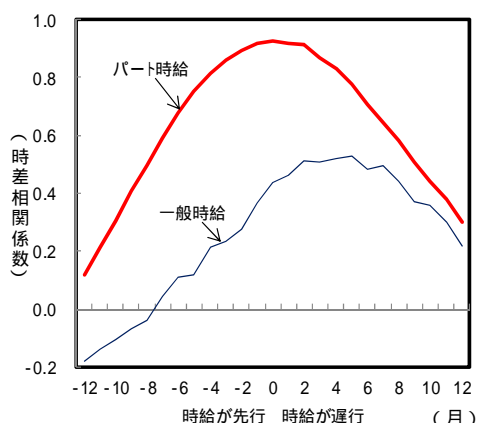
(備考)

1. 総務省「消費者物価指数」、厚生労働省「毎月勤労統計調査」により作成。
2. 消費者物価は、1989年の消費税導入と1997年の消費税率引き上げの影響を調整。
3. この期間においては、45度線よりも上(名目賃金上昇率 > 物価上昇率)となる頻度は約70%であった。また、(3)において、物価上昇率がプラスかつ実質賃金上昇率もプラスとなる頻度は約80%であった。

(物価と時給の連動性は高い)

また、パート労働者の時給、一般労働者の時給(定期給与)とCPI(コアコア)の時差相関を見ると、パート時給はコアコアとの連動が高く、物価が上昇するとパート時給も上昇する関係にある(図15(1))。一般労働者の時給は、定期給与への反映のラグもあってやや遅れる傾向にあるが、やはり物価とは連動している。実際、2008年のコアコア上昇局面について見ると、ほぼ同時にパート時給は上昇し、2四半期後に一般時給も上昇していた(図15(2))。

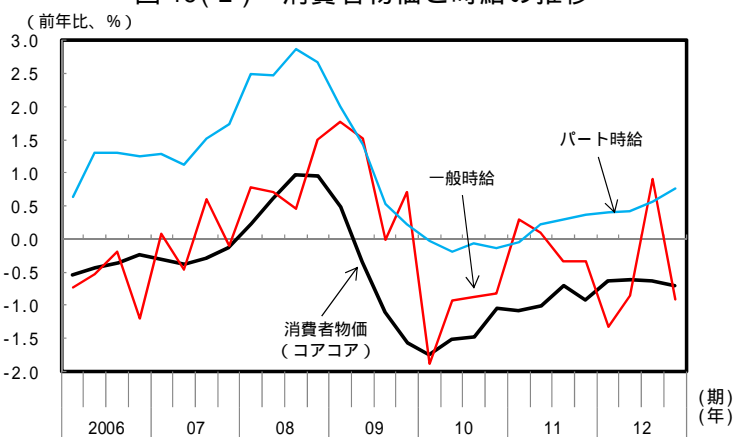
図 15(1) 消費者物価と時給の時差相関



(備考)

1. 総務省「消費者物価指数」、厚生労働省「毎月勤労統計調査」により作成。
2. 時給は、定期給与を総実労働時間で除して算出。

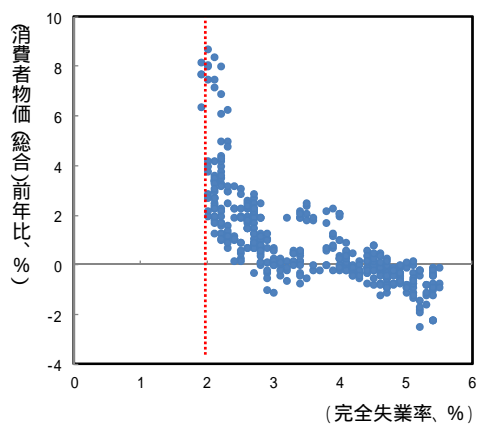
図 15(2) 消費者物価と時給の推移



(物価が上昇する状況では雇用も増加傾向)

上述の内容からは、一般的には物価が上昇すれば名目賃金も早晚連動して上昇する傾向にあるといえよう。また、過去の傾向からすると、物価上昇率が2%程度で推移する状況では、失業率が現在よりも低下して雇用者数も増加することが見込まれるため、雇用者報酬は全体として増加する傾向がある(図 16(1)、(2))。

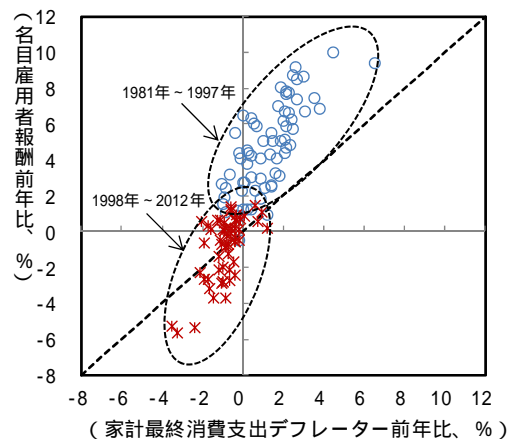
図 16(1) フィリップス曲線(失業率ベース)



(備考)

1. 内閣府「国民経済計算」、総務省「消費者物価指数」、「労働力調査」により作成。
2. 家計最終消費支出デフレーターは、持ち家の帰属家賃を除く。
3. (1)は1980年1月～2012年12月のデータにより作成。失業率と消費者物価上昇率の単純なプロットであり、因果関係を示すものではないが、経験則として、物価上昇率が2%程度になる場合、失業率は今よりも改善した水準にあることは期待される。
4. (2)において、物価上昇率がプラスとなる頻度は約50%であり、そのうち実質所得がプラスになる頻度は約95%であった。したがって、デフレ脱却後は概ね実質所得がプラスになると言えよう。

図 16(2) 家計消費デフレーターと名目雇用者報酬



なお、デフレ脱却の過程で過度の円高も修正されれば、輸出の拡大から生産の拡大、また、残業時間の増加を通じて、所定外給与の増加も期待される(図 17(1))。また、過度の円高修正により企業利益が増加すれば、賞与等にもその影響が及ぶことが考えられる(図 17(2))。

図 17(1) 輸出数量と所定外給与

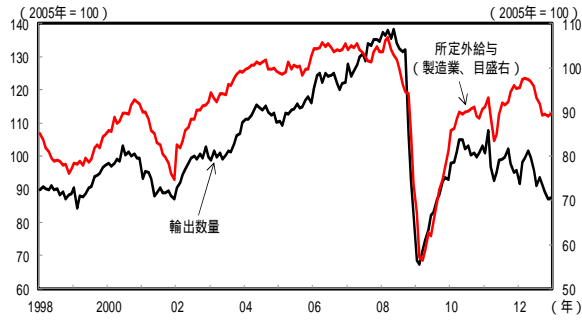
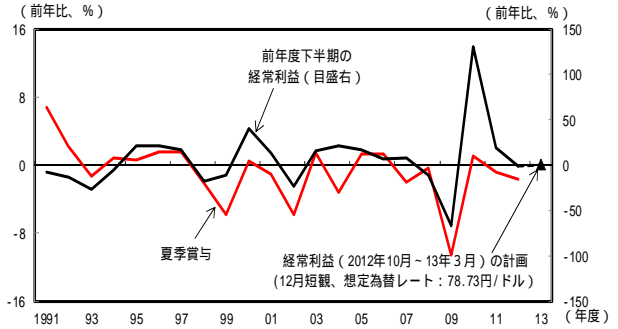


図 17(2) 企業利益と賞与



(備考)

1. 財務省「貿易統計」、法人企業統計調査、厚生労働省「毎月勤労統計調査」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」により作成。
2. (2)の2013年については、全国企業短期経済観測調査(短観)の2012年度下半期の予測値を使用。

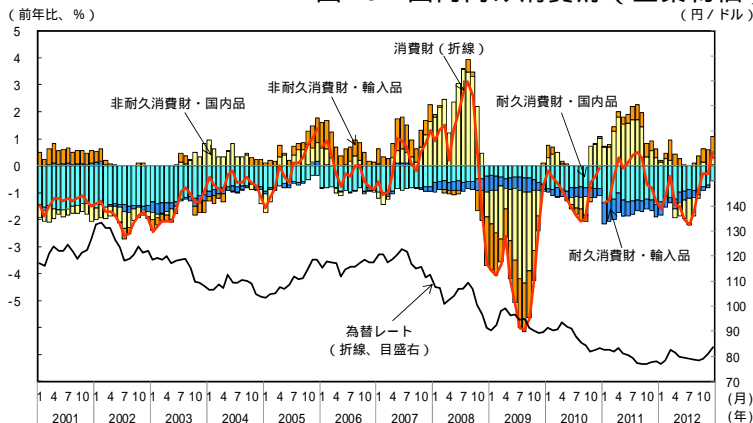
さらに、政府は、企業利益の増加から賃金・雇用への波及をより確実なものとするため、平成 25 年度税制改正においては、労働分配を一定額以上増加させた法人について、給与増加額の 1 割を当該法人の法人税から控除する等の制度の導入を決定している。また、平成 23 年度に成立した雇用促進税制を拡充し、税額控除額を増加雇用者数一人当たり 20 万円から 40 万円に引き上げる予定となっている。

(円安だけによる輸入インフレへの影響は限定的)

物価の上昇につれて、所得は増加するとしても、生活必需品の価格上昇が際立った場合、相対的に所得の低い家計などにデメリットが生じるのではないかという懸念も考えられる。特に、デフレ脱却にともなって、あるいは先行して円安が生じる場合、エネルギーをはじめとした輸入財の価格上昇による生活への悪影響を懸念する向きがある。

そこで、まず、為替レートが物価に与える影響について、最終消費財価格の変動を国内品と輸入品に分けて寄与を見ると、為替レートが円安に向かっていった 2005 年から 2007 年央を例にとると、輸入品が最終消費財価格を押し上げる様子が窺える(図 18)。ただし、この期間(2005 年 1 月～2007 年 6 月)の為替レートは、103 円/ドルから 123 円/ドルへと約 19%の減価であったのに対し、当時の輸入品による最終消費財価格への前年比押し上げ寄与は最大 1.3%ポイント、2 年半の累積で 2.1%ポイントにとどまっていた。

図 18 国内向け消費財(企業物価)の要因分解



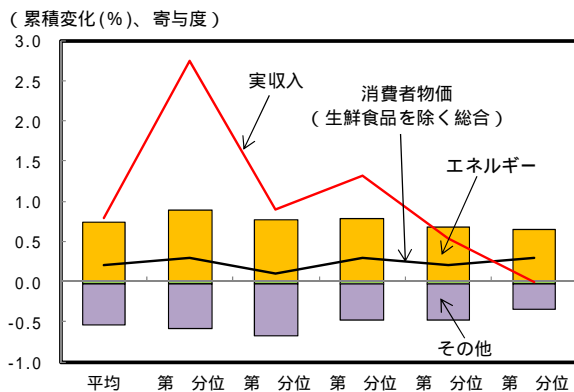
(備考)

1. 日本銀行「企業物価指数」により作成。
2. 需要段階別の消費財を、国内品と輸入品に寄与度分解。

( 前回の円安時に物価上昇が家計に与えた影響は限定的 )

次に、先の円安期について、CPIに対する食料とエネルギーの寄与を所得階級別に見ると、第 分位では第 分位よりもエネルギー価格上昇の影響を受けやすいことがわかる。ただし、その差は、2年半の累積で 0.2%ポイント程度と限られていた。なお、同期間の第 分位の世帯平均実収入の伸びは 2.7%であり、物価上昇率を上回っていた( 図 19 )。

図 19 収入五分位階級別消費者物価の要因分解



( 参考 ) 収入五分位階級別ウェイト

( % )

	平均	第 分位	第 分位	第 分位	第 分位	第 分位
生鮮食品を除く総合	96.6	96.2	96.6	96.7	96.7	96.7
生鮮食品を除く食料	21.5	22.3	21.9	21.5	21.2	20.9
エネルギー	7.2	8.8	7.7	7.4	6.8	6.4
その他	67.9	65.2	67.0	67.7	68.7	69.4

( 備考 )

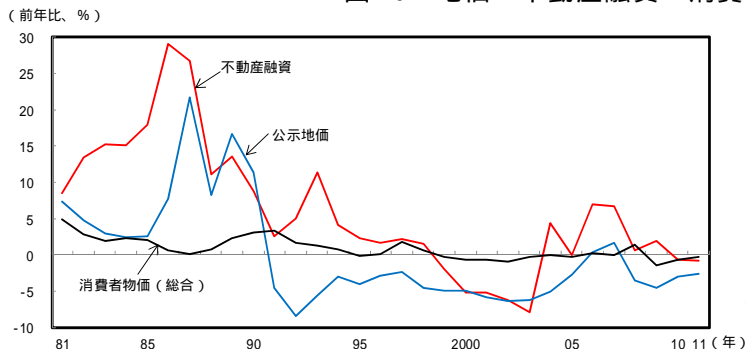
1. 総務省「消費者物価指数」、「家計調査」により作成。
2. 各階級の平均年収は、第 分位( ~ 441 万円)、第 分位( 441 万円 ~ 583 万円)、第 分位( 583 万円 ~ 732 万円)、第 分位( 732 万円 ~ 948 万円)、第 分位( 948 万円 ~ )。
3. 消費者物価は、2005 年 1 月から 2007 年 6 月の累積変化。平均収入は、2005 年平均から 2007 年平均の累積変化。
4. 実収入は、二人以上勤労世帯の世帯当たり月間平均実収入で、勤め先収入の他に、社会保障給付等を含む。

( 資産バブルを防ぐべきは金融政策だけではない )

物価が上がると地価も上がるとの見方があり、それが資産バブルを招来するのではないかと懸念も見られる。しかしながら、地価と物価の連動はあまりはっきりとしておらず、物価が上がったからといって地価が上がるとも言い切れないため、こうした見方が常に成り立つかは判然としない( 図 20 )。

過去の経験を踏まえると、マクロ経済の物価安定を目標にするマクロ金融政策のみによって、地価などの特定資産に生じたバブルを防ごうとするべきではない。例えば、金融業に対するプルーデンス規制の一環として、不動産業への銀行貸出等を適切にモニターし、与信の安全・安定性を確保することが重要であろう。

図 20 地価・不動産融資・消費者物価の推移



( 備考 )

1. 総務省「消費者物価指数」、国土交通省「公示地価」、日本銀行「金融経済統計」により作成。
2. 不動産融資は、不動産業に対する融資残高。

(デフレ脱却がハイパーインフレをもたらすことはない)

ハイパーインフレは、極度の対外債務支払いを要求された場合や戦争等により供給能力の著しい喪失が生じたという特殊な状況で発生したことがある<sup>12</sup>。例えば、1922年8月～1923年11月のドイツにおいて、月平均上昇率が322%、最大上昇率32,400%という記録が残っている。また、1945年8月～1946年7月のハンガリーにおいて、月平均上昇率が19,800%、最大上昇率が $41.9 * 10^{15}$ %という例もある。最近では、2008年7月のジンバブエにおいて、月平均上昇率2,600.2%という記録がある。何れも戦争による供給能力の喪失や支払い能力を超えた中央銀行による財政ファイナンスといった特殊状況の出来事である。デフレに陥るほどの現状において、こうした懸念の根拠は希薄であろう。

#### 4 むすび

現政権においては、「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」の「三本の矢」により、長引くデフレから早期に脱却し、雇用や所得の増加を伴う景気回復を目指すとしている。特に、金融政策については、日本銀行は2%の物価安定目標を掲げ、できるだけ早期にこれを実現することを目指している。

これまでのところ、こうした施策が実体経済を変化させることを先取りしようとする市場参加者の行動等、ある程度、先行きの見方や期待といったものに変化の萌芽も見られている。こうした期待の変化を持続的なものとするため、日本銀行が2%の物価安定目標をできるだけ早期に実現することが重要である。実物面においては、機動的な財政政策による経済の下支え効果は次第に剥落していくが、成長戦略の早期実施を通じて成長力の底上げを図り、民需主導の経済成長を実現していくことが求められている。

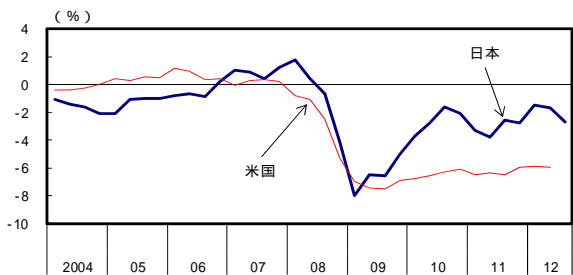
---

<sup>12</sup> ハイパーインフレの定義とは、Cagan(1956)において用いられたものが一般的なようである。ここでは、月率50%の物価上昇と定義されている。小浜・浦田(2000)及びFischer et al.(2002)を参照。

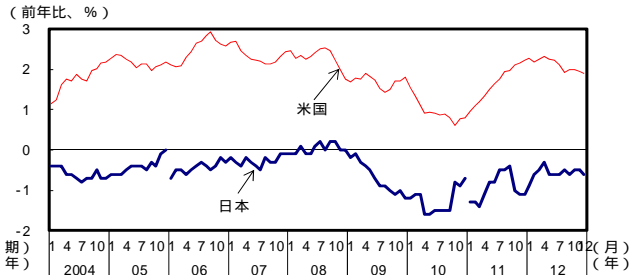
(参考：物価を巡る経済動向の日米比較)

我が国と米国を比較すると、リーマンショックの起こった2008年後半以降において、両国とも大きなGDPギャップが生じたが、その解消テンポは金融危機の生じていない我が国の方が堅調であった(参考図1)。しかし、同時期のCPIを見ると、米国ではGDPギャップの拡大とともに上昇幅が縮小したものの、マイナスに陥ることはなく上昇に転じ、現在は2%程度を維持している。他方、我が国は、GDPギャップこそ縮小しているものの、CPIは未だマイナス圏内にある(参考図2)。また、両国の期待物価上昇率を比較すると、家計、マーケットともに我が国では低水準に止まっており(参考図3・4)、マネーストックの伸び率を比べても、我が国は米国より低い(参考図5・6)。

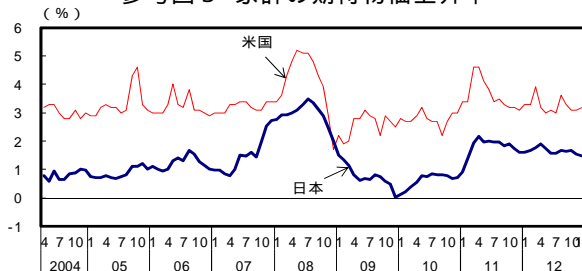
参考図1 GDPギャップ



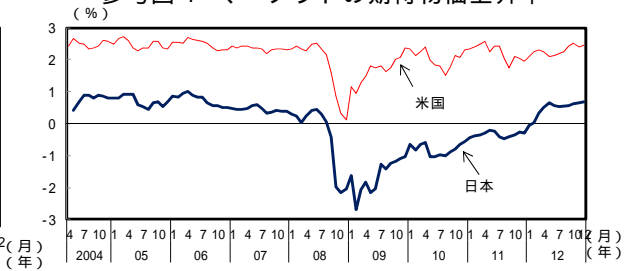
参考図2 CPI(食料及びエネルギーを除く総合)



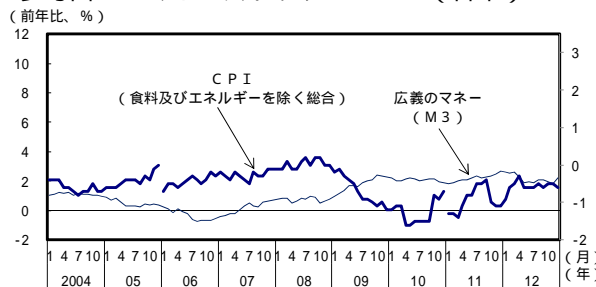
参考図3 家計の期待物価上昇率



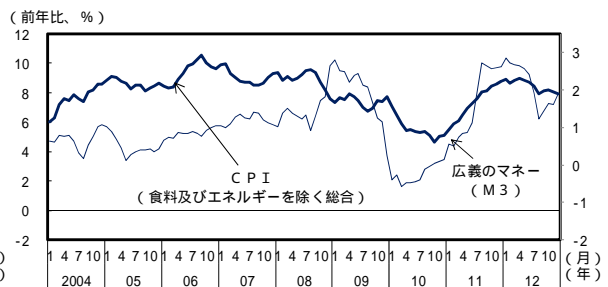
参考図4 マーケットの期待物価上昇率



参考図5 マネーストックとCPI(日本)



参考図6 マネーストックとCPI(米国)



(図1備考)内閣府「国民経済計算」、民間企業資本ストック、経済産業省「鉱工業指数」、アメリカ議会予算局(CBO)等により作成。

(図2備考)総務省「消費者物価指数」、アメリカ労働省「Consumer Price Index」により作成。

(図3備考)内閣府「消費動向調査」、ロイター/ミシガン大学「Surveys of consumers」により作成。

(図4備考)1. Bloomberg、連邦準備制度理事会(FRB)により作成。2. 日本のマーケットの期待インフレ率(ブレイク・オープン・インフレ率)は、2009年6月までは残存10年物より算出。2009年6月以降は、物価連動債を発行していないため、現存する最長の残存期間のものを使用(残存6~9年物)。なお、リーマンショック後、金融危機の影響で日米で物価連動債の流動性プレミアムが高まった可能性があるほか、日本の物価連動債は発行額が少なく、流動性プレミアムが上乘せされている可能性に留意が必要。3. アメリカのマーケットの期待インフレ率(ブレイク・オープン・インフレ率)は、残存10年物より算出。

(図5・6備考)総務省「消費者物価指数」、アメリカ労働省「Consumer Price Index」、OECD「OECD.stat」により作成。

(参考文献)

Federal Reserve Bank of Dallas (2011) "Globalization and Monetary Policy Institute 2011 Annual Report."

Fischer et al. (2002) "Modern Hyper- and High Inflation", *Journal of Economic Literature* Vol. XL (September 2002) pp. 837-880.

IMF (2009) "IMF Country Report", No. 09/139, May 2009.

IMF (2010) "IMF Country Report", No. 10/186, July 2010.

Sommer, Martin (2009), "Why Has Japan Been Hit So Hard by the Global Recession?", *IMF STAFF POSITION NOTE*, SPN/09/05, March 18, 2009

(<http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2009/spn0905.pdf>)

大野健一 (1999) 「経済安定のための為替政策ビジョン - 国際システムの階層性に基づく提案 - 」 『フィナンシャル・レビュー』大蔵省財政金融研究所

([http://www.mof.go.jp/pri/publication/financial\\_review/fr\\_list3/r48/r\\_48\\_054\\_085.pdf](http://www.mof.go.jp/pri/publication/financial_review/fr_list3/r48/r_48_054_085.pdf))

小浜裕久・浦田秀次郎 (2000) 「20世紀の世界経済 ハイパーインフレーション」 『経済セミナー』通巻546号、2000年7月。

佐久間隆、増島稔、前田佐恵子、符川公平、岩本光一郎 (2011) 「短期日本経済マクロモデル(2011年版)の構造と乗数分析」 ESRI Discussion Paper Series No.259 (2011年1月)

([http://www.esri.go.jp/jp/archive/e\\_dis/e\\_dis259/e\\_dis259a.pdf](http://www.esri.go.jp/jp/archive/e_dis/e_dis259/e_dis259a.pdf))

([http://www.esri.go.jp/jp/archive/e\\_dis/e\\_dis260/e\\_dis259b.pdf](http://www.esri.go.jp/jp/archive/e_dis/e_dis260/e_dis259b.pdf))

内閣府 (2009) 『平成21年度 年次経済財政報告』

(<http://www5.cao.go.jp/j-j/wp/wp-je09/09b00000.html>)

内閣府 (2010) 『平成22年度 年次経済財政報告』

(<http://www5.cao.go.jp/j-j/wp/wp-je10/10b00000.html>)

内閣府 (2011) 『平成23年度 年次経済財政報告』

(<http://www5.cao.go.jp/j-j/wp/wp-je11/11b00000.html>)

内閣府 (2012) 『平成24年度 年次経済財政報告』

(<http://www5.cao.go.jp/j-j/wp/wp-je12/index.html>)

内閣府政策統括官(経済財政分析担当)(2012) 『日本経済2012-2013』

(<http://www5.cao.go.jp/keizai3/2012/1222nk/index.html>)

帝国データバンク(2012) 「第5回 『円高関連倒産』の動向調査」株式会社帝国データバンク産業調査部

ロナルド・マッキノン・大野健一 (1998) 『ドルと円 日米通商摩擦と為替レートの政治経済学』日本経済新聞社