

SCBSHINKIN
CENTRAL
BANK

内外経済・金融動向

No. 24 - 5

(2013.2.13)



信金中央金庫

SCB 地域・中小企業研究所

〒103-0028 東京都中央区八重洲 1-3-7

TEL. 03-5202-7671 FAX. 03-3278-7048

URL <http://www.scbri.jp>

物価動向の現状とデフレ脱却に向けた展望

～デフレからの脱却が日本経済の本格回復の条件～

視点

安倍政権は、デフレからの脱却と円高是正を最優先の経済課題として掲げ、日本経済の再生に取り組む姿勢を前面に打ち出している。実際、デフレから脱却できない状況が続いてきたことが、長期にわたる閉塞感を打破できない最大の要因であり、日本経済が持続的な成長軌道に復帰するためにはデフレからの脱却は不可欠である。また、政府はデフレ脱却に向けて日銀との連携強化を推し進めており、政府の要請を受ける形で日銀は2%の物価目標の導入を決めた。日銀はデフレ脱却と物価目標の達成に向けて金融緩和を継続していくことも表明している。今後の金融政策を占ううえでも、物価動向を巡る動きは注目される。そこで、本稿ではこれまでの物価下落の背景を再点検するとともに、消費者物価だけでなく賃金など関連指標にも着目し、デフレ脱却に向けた動きを様々な角度から展望する。

要旨

- 消費者物価の前年比はマイナスで推移している。足元では食品や日用品を中心に値下げの動きも広がっており、当面は物価の下落傾向が続くとみられる。
- デフレ長期化の要因としてベースにあるのが需給ギャップだが、円高の長期化で価格競争力を増した輸入製品の流入が増え続けていることもデフレ圧力になっている。
- リーマン・ショック以降の円高の進行で内外価格差は07年の1.02倍から12年には1.30倍へ拡大した。デフレ脱却を目指すためには、まずは行き過ぎた円高の是正によって、輸入品からもたらされる物価押下げ圧力を弱めることが有効である。
- デフレ脱却とは、物価が全般的かつ安定的に上昇基調を維持していくことであり、その実現には景気や企業収益が上向いて、賃金が安定して増えていくことが条件である。
- 足元の賃金は減少が続いているが、90年代後半にみられた構造調整に起因する押下げ圧力は一巡している。企業収益の回復が確かなものになれば、賃金にも回復の動きが波及しよう。
- デフレ脱却に向けてカギを握るのは金融政策である。日銀は「資産買入等の基金」の残高目標の引上げを続けているが、早期のデフレ脱却に向けた対策としては力不足の感が否めない。
- 日銀による金融緩和の効果を最大限に高めるためには、成長戦略も欠かせない。円高是正や企業税制の再構築を進め、企業の国内投資を後押しする必要がある。通商政策やエネルギー問題を含めて、政府が果たすべき役割も非常に大きい。

キーワード

デフレ脱却、消費者物価、円高是正、内外価格差、金融緩和、物価目標

目次

1. デフレ圧力は依然として大きい
 - (1) 消費者物価は引き続き下落傾向で推移
 - (2) 指数作成上のテクニカルな要因が物価変動に影響
 - (3) 足元では食料品や日用品などを中心に値下げの動きが広がる
 - (4) 90年代後半から長期的な物価の下落が続く
2. 景気回復力の弱さと円高がデフレ長期化の背景
 - (1) 持続的なデフレ圧力となっているのが需給ギャップの存在
 - (2) 円高の長期化によるデフレ圧力は大きい
 - (3) デフレ克服の最初のステップは行き過ぎた円高の是正
3. 賃金の下落が続くが、構造的な押下げ圧力は弱い
 - (1) 賃金の低迷もデフレ長期化の原因
 - (2) 構造的な賃金抑制圧力は必ずしも高くない
 - (3) 賃金デフレ脱却のカギは企業収益
4. デフレ脱却に向けた今後の展望
 - (1) 脱デフレの実現までにはなお時間を要する見通し
 - (2) カギを握る日銀の金融政策
 - (3) デフレ脱却に向けて政府の果たすべき役割も大きい

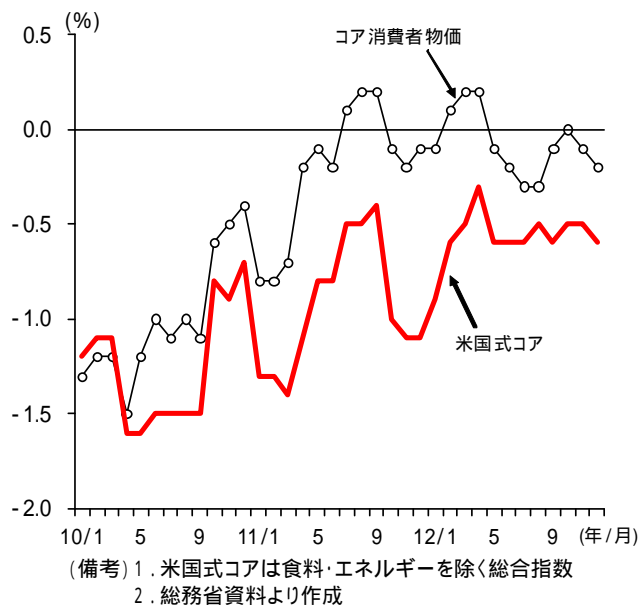
1. デフレ圧力は依然として大きい

(1) 消費者物価は引き続き下落傾向で推移

物価統計の主要指標である消費者物価の前年比はマイナス基調で推移している。コア消費者物価（生鮮食品を除く総合）の12年の動きを月次ベースで振り返ると、2～4月は前年比プラスとなったものの、5月以降は再びマイナスに転じ、10月の前年比ゼロを挟んで11～12月もマイナスとなった（図表1）。

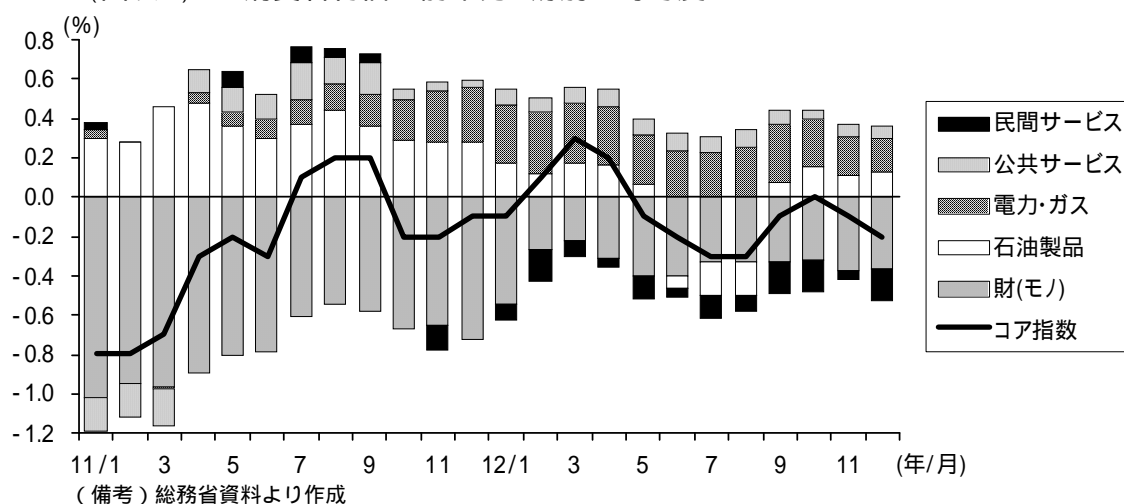
国内需給に起因する物価動向を示す米国式コア指数（食料・エネルギーを除く総合指数）をみると、物価の下落基調はさらに鮮明となる。前年比マイナス幅こそ徐々に縮小しているものの、直近の12年12月は前年比で0.6%下落し、09年1月から48か月（4年）連続のマイナスとなった。

(図表1) 消費者物価の前年比



米国式コア指数に比べてコア消費者物価の下落率が小幅にとどまっている理由は、原油高などに伴うエネルギー価格の上昇である。ここ数か月のコア消費者物価の前年比を財別の寄与度に分解すると、原油価格の上昇を反映して石油製品（ガソリン、灯油、プロパンガス）が0.1～0.2%程度、原発の停止やLNG（液化天然ガス）の価格高騰を受けて電力・ガス料金が0.2～0.3%程度の押上げ要因になっている（図表2）。一方、財（モノ）や民間サービスは継続的に物価を押し下げる方向に働いており、エネルギー以外の物価の下落には歯止めがかかっていないことがわかる。

（図表2）コア消費者物価の前年比と財別の寄与度



（2）指数作成上のテクニカルな要因が物価変動に影響

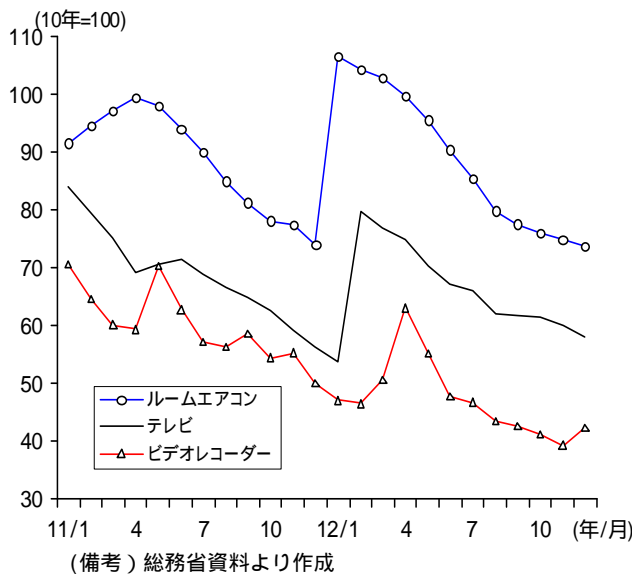
ただ、10年や11年前半頃に比べるとコア消費者物価の下落率は縮小している。なかでも物価下落率が相対的に大きい財（モノ）の下落率が縮小しており、これが全体のコア消費者物価の下落率が縮小している要因になっている。例えば、コア消費者物価に対する財の押下げ寄与度をみると、11年は0.6～1.0%程度だったが、12年に入るとその幅は縮小し、12年春頃には0.2%程度まで縮小している。12年2～4月にコア消費者物価がプラスに転じたのも、こうした財の物価下落率が縮小したことが大きく寄与した。

もっとも、こうした財の物価下落率の縮小が示すほどデフレ圧力は弱まっていない。東日本大震災後の自粛ムードが薄れた11年後半頃から個人消費は堅調に推移し、値下げの動きがやや弱まったという側面も小さくないが、影響が大きかったのは物価指数を作成するうえでのテクニカルな要因である。

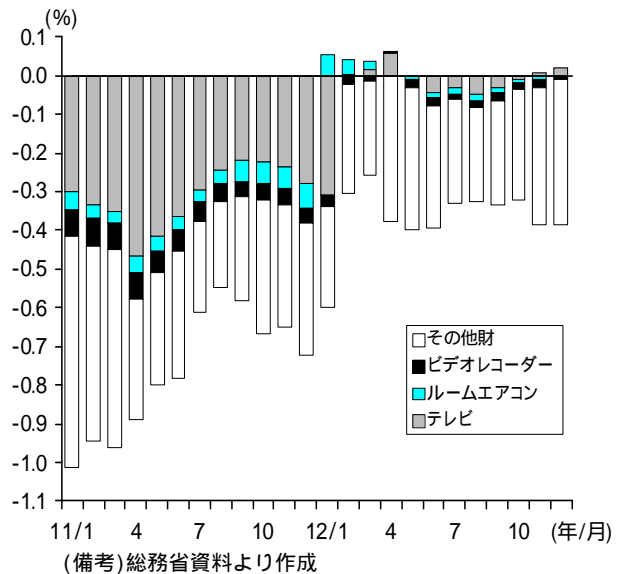
消費者物価指数は5年に1度、調査品目を見直す基準改定が行われ、5年間は品目やウエイトは固定される（中間年に一部品目が入れ替えられる）。ただ、調査品目のうち対象とする銘柄は、現実に近い価格を把握するといった観点から随時変更される。特に、12年に影響の大きかったのが薄型テレビである。調査品目となっている薄型テレビは、「32型液晶・ハイビジョン」という銘柄が調査対象になっていたが、12年2月には「32型液晶かつ地上デジタルハイビジョンチューナー2基内蔵」という銘柄に変更された。性能向上に伴う品質調整が行われないことに加え、新製品への変更に伴う値戻しも影響し、12年2月の薄型テレビの物価は前月に比べて48.5%上昇した（図表3）。

こうした銘柄入替は、品質向上や新製品へのモデルチェンジが頻繁な家電を中心に実施されており、薄型テレビ以外では、ルームエアコン、ビデオレコーダー、プリンタなどで影響がでている。なかでも、ウエイトの大きい薄型テレビの銘柄変更の影響は大きかった。銘柄変更前の薄型テレビは、コア消費者物価を前年比で 0.3%ポイント程度押し下げる要因になっていたが、12 年 2 月以降はプラスからマイナス 0.05%ポイント程度と押し下げ効果はほぼ消滅している（図表 4）。

(図表 3) 銘柄入替えが実施された主な品目の物価指数

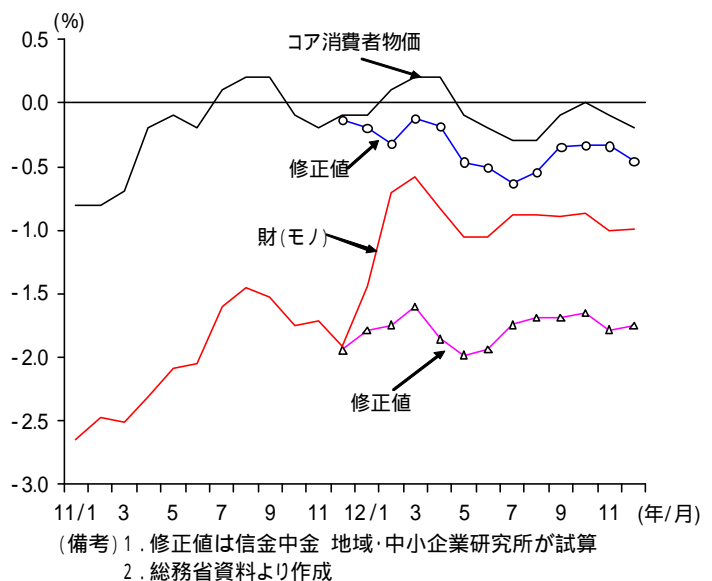


(図表 4) 銘柄入替えが実施された品目のコア消費者物価に対する前年比寄与度



ちなみに、薄型テレビ、ルームエアコン、ビデオレコーダーについて、銘柄変更時の前月比をゼロと仮定して物価指数を試算してみると、財(モノ)の物価は、11年半ば以降、前年比で 1.5~2.0%程度のマイナスが継続していることがわかる(図表 5)。公式統計ではマイナス幅が縮小し、デフレ圧力が緩和しているように見えるが、実際は銘柄変更による影響であり、現時点では財の値下がり基調に大きな変化はみられないといえる。また、修正した財の物価指数を用いてコア消費者物価を計算すると、11年 10 月以降、前年比マイナスが続いており、足元では公式統計を 0.2%ポイント下回っている。公式統計は、指数作成上のテクニカルな要因で押し上げられており、実勢ベースでみると、デフレ圧力の根強

(図表 5) 銘柄入替えの影響を修正したコア消費者物価と財の物価の前年比



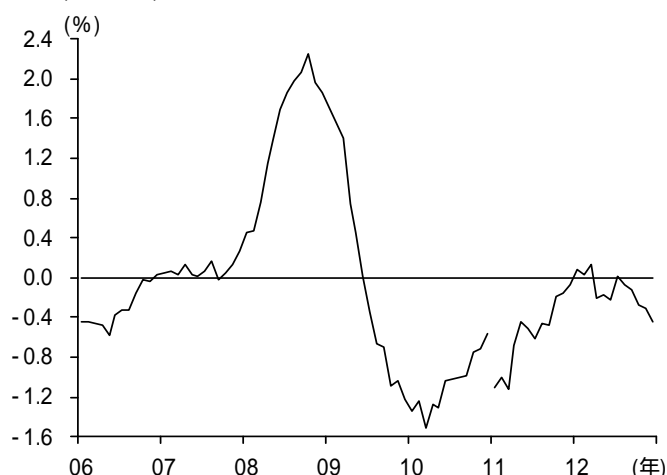
い状態は解消されていない。ちなみに、薄型テレビの銘柄入替えの影響が一巡する13年2月以降は、コア消費者物価の前年比に0.2%ポイント程度の押下げ圧力が加わる可能性がある。

(3) 足元では食料品や日用品などを中心に値下げの動きが広がる

足元で値下げの動きが広がっていることも、全体の物価を押し下げる要因となっている。最近の動きとして目立つのは、大手小売店やホームセンターを中心とした大規模な値下げである。ボーナスが伸び悩むなど厳しい所得環境が続くなか、各社は食品や日用品を中心に1000品目以上の値下げを打ち出し、消費者に買い得感をアピールしている。

こうした動きは、消費者物価指数にも現れている。食品や日用品が含まれる基礎的支出品目の消費者物価は、個人消費が堅調に推移していた12年前半には下げ止まる動きもみられたが、個人消費の回復にかげりが出始めた12年半ば頃から再び弱含んでいる。大手小売店が昨年末にかけて多くの品目で値下げに踏み切ったこともあって、12年12月の基礎的支出品目の物価は、前年比で0.4%の下落と5か月連続でマイナスとなった(図表6)。値下げの動きは外食などにも広がりつつある。景気の減速で所得環境が停滞していることから、当面も基礎的支出の物価下落が続く可能性がある。

(図表6) 基礎的支出品目の消費者物価の前年比



- (備考) 1. 基礎的支出品目とは支出弾力性が1未満の品目
 2. 10年以前の年比は05年基準の指数から算出
 3. 基礎的支出品目は、生鮮食品、エネルギー、たばこ、テレビを除く
 4. 総務省資料より作成

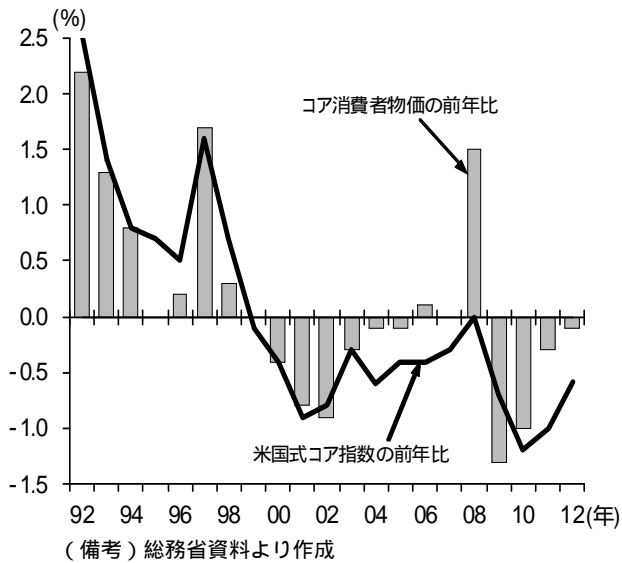
(4) 90年代後半から長期的な物価の下落が続く

ここまでは短期的な物価変動の要因を分析し、デフレ圧力の根強さを確認してきたが、日本の物価は長期でも持続的な下落局面にある。

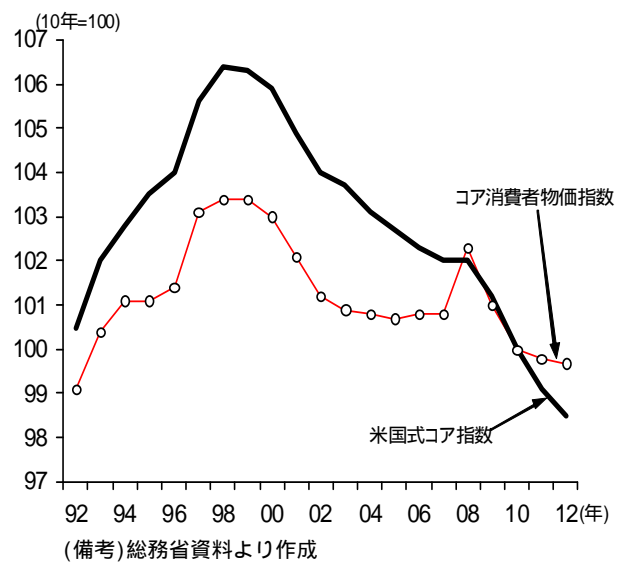
コア消費者物価の前年比を暦年ベースで見ると、バブル末期の91年に2.9%の上昇を記録した後、徐々に上昇率は鈍化し、円相場が急騰した95年にはゼロとなった。その後は小幅なプラス(97年は消費税率引上げの影響)に転じたものの、2000年以降はマイナス圏で推移した。08年には原油相場が高騰した影響で再びプラスとなる局面もあったが、09年から直近の12年まで4年連続で下落している(図表7)。

物価の基調を判断するうえで適している米国式コア指数の動きみると、長期にわたるデフレの動きがより明確となる。米国式コア指数の前年比をみると、99年に下落に転じ、08年には一時的に下げ止まったが、直近の12年まで14年連続で前年比ゼロ以下となっている。実際の指数水準(10年=100)で確認すると、98年の106.4をピークにほぼ一貫して下落が続き、12年には98.5とピーク比で7.4%下落した(図表8)。日本経済は14年の長期にわたってデフレが続いているということである。

(図表7)消費者物価の前年比の推移(暦年)



(図表8)消費者物価指数の推移(暦年)



2. 景気回復力の弱さと円高がデフレ長期化の背景

(1) 持続的なデフレ圧力となっているのが需給ギャップの存在

デフレの長期化は様々な要因が組み合わさった結果であるが、ベースにあるのは需要が供給能力を下回る需給ギャップの存在である。

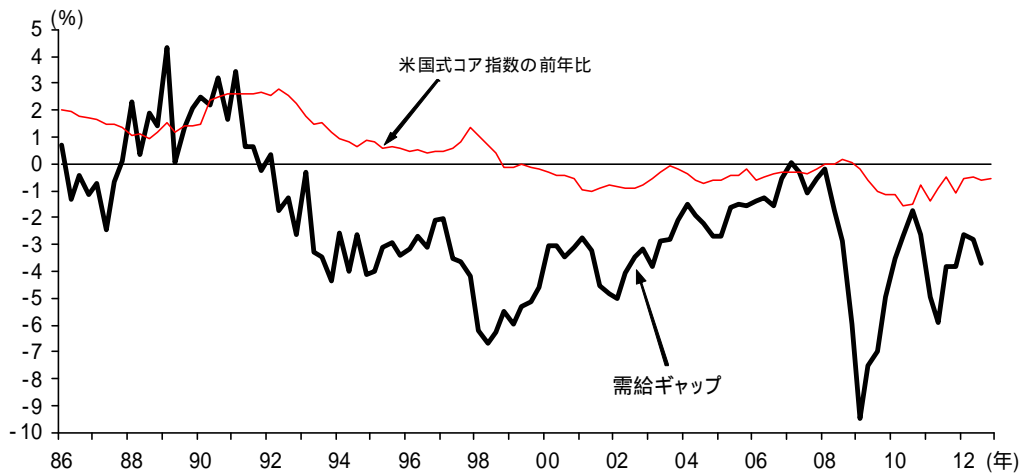
マクロベースでみた需給ギャップは、潜在GDP¹(現存する資本と労働を全て利用した場合に可能となる供給力)に対する実際のGDPとのかい離率として定義され、物価変動圧力を評価する代表的な指標の一つとなっている。

需給ギャップはバブル崩壊直後から、需要不足を示すマイナスとなったが、マイナス幅が大きく拡大したのは90年代後半以降である(図表9)。大手金融機関が相次いで破綻した97~98年頃から本格的なバブルの処理が始まったため、企業の大規模なリストラと相まって需給ギャップのマイナス幅は大きく拡大した。金融機関の不良債権処理や企業のリストラといった構造調整が一巡した2000年代前半からは景気が回復基調に転じたため、需給ギャップも徐々に縮小していったが、08年のリーマン・ショック後の深刻な景気後退で再び需給ギャップは拡大した。その後、景気はやや持ち直し、需給ギャップは縮小したものの、11年3月に発生した東日本大震災の影響などもあって、足元でも需要不足の状態が続いている。

物価動向は、おおむね需給ギャップに連動する形で推移している。例えば、物価の基調を示す米国式コア指数でみると、98年から2000年代前半とリーマン・ショック後に下落圧力が強まっている。反対に、需給ギャップがほぼ解消した06~08年には物価下落率が縮小し、一時的ではあるが物価が下げ止まる局面もみられた。需給ギャップは物価動向を左右する重要な要素といえる。

¹ 潜在GDPは、コブ・ダグラス型生産関数を前提に、実際のGDPから資本と労働の寄与以外の部分である全要素生産性(TFP)を求め、そのTFPに資本と労働の最大投入量を加えて算出した。なお、潜在GDPを「平均的な水準で生産要素を投入したときに実現可能なGDP」と定義する場合もある。GDPギャップのレベルについては、相当の幅をもってみる必要がある。

(図表9) 需給ギャップと消費者物価(米国式コア指数)の前年比



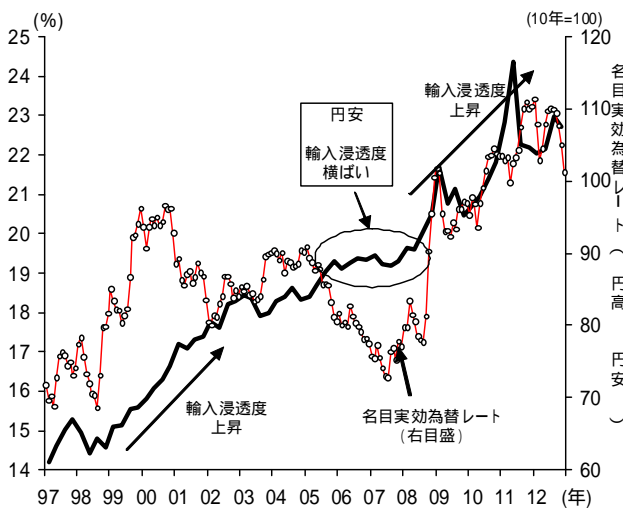
(備考) 1. GDPギャップ=(実際の実質GDP - 潜在GDP) ÷ 潜在GDP × 100
 2. 消費者物価は消費税の影響を除く
 3. 内閣府資料などより信金中金 地域・中小企業研究所が推計

(2) 円高の長期化によるデフレ圧力は大きい

円高基調が続いてきたこともデフレ長期化の大きな要因である。円高の進行による輸入物価の下落が直接的に物価を押し下げる要因となったほか、より安価な外国製品の流入増によって、国内製品も値下げを余儀なくされたためである。輸入製品の供給増によって需給バランスが悪化したことも物価の押し下げ要因である。

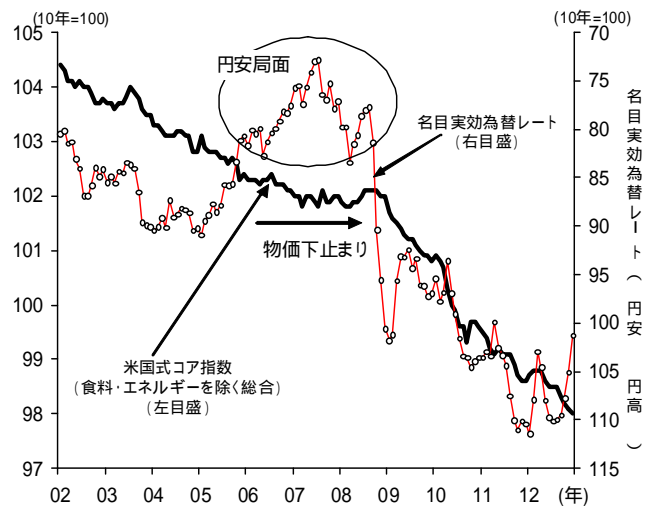
実際、輸入浸透度(国内総供給に占める輸入品の比率)をみると、円高局面ではその比率が明確に上昇している(図表10)。円高が進行する局面では、価格競争力を増した輸入製品の流入が増大するということである。反面、円安傾向で推移した05~08年頃は、輸入浸透度の上昇が止まっている。

(図表10) 輸入浸透度と為替レートの推移



(備考) 1. 輸入浸透度=輸入品の供給 ÷ 国内総供給
 2. 経済産業省、日銀資料より作成

(図表11) 消費者物価指数と為替レートの推移



(備考) 1. 消費者物価は米国式コア指数の季節調整値
 2. 名目実効レートは物価指数との相関をみるため、図表10とは反対に右Y軸を逆目盛とした。
 3. 総務省、日銀資料より作成

物価との関係をもみても、円高が大きく影響していることがみとれる。円安で輸入製品の流入増が止まった 05～08 年頃は、それまで続いてきた物価下落基調に歯止めがかかり、横ばい圏の動きが続いた（図表 11）。しかし、リーマン・ショック後の円高局面では、再び輸入品の流入が加速するなどデフレ圧力が高まり、円高と連動する格好で物価も下落基調をたどっている。

（3）デフレ克服の最初のステップは行き過ぎた円高の是正

米欧との内外価格差の推移をみても、円高の進行がデフレ圧力となっていることが確認できる。OECD（経済協力開発機構）が公表している購買力平価を実際の為替レートで除して算出した内外価格差（日本の物価の割高度合い）をみると、2000 年代に入ってすう勢的な円高に歯止めがかかったことから、07 年には一旦解消された（図表 12）。輸入品の割安感が薄れたことを意味し、実際にこの時期は輸入品の流入増に歯止めがかかり、日本の物価も下げ止まっている。

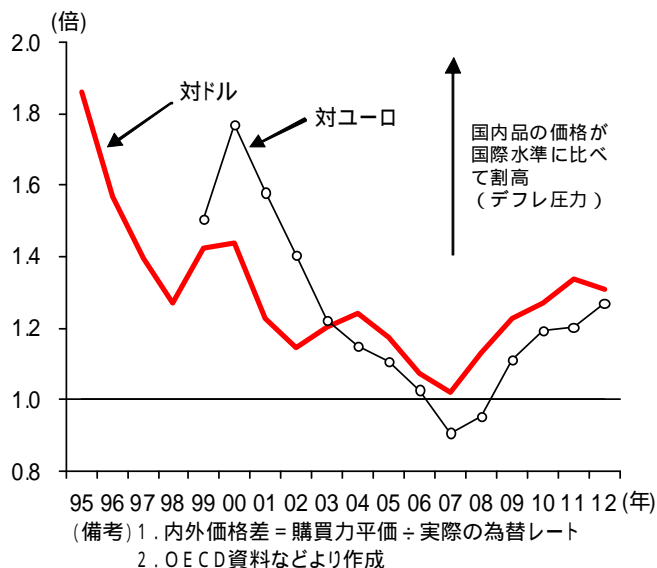
しかし、07 年に 1 ドル 117.8 円だ

った為替レートは、12 年に 1 ドル 79.8 円と大幅に円高が進んだ。購買力平価も日米の物価上昇率格差を反映して、07 年の 1 ドル 120.3 円から 12 年には 1 ドル 103.9 円と円高方向に動いているものの、内外価格差は 07 年の 1.02 倍から 12 年には 1.30 倍まで拡大している。

対ユーロでも円高の進行を映して、内外価格差は拡大しており、急速な円高の進行が物価の押下げ要因として影響してきたことがうかがえる。

もっとも、昨年末から円高是正が進み始めたことは、物価押下げ圧力を弱める要因となる。仮に、13 年の物価上昇率（GDP デフレーター）を米国 2.0%、日本をゼロ%とすると、購買力平価は 101.9 円となる。円高是正が進み、実際のレートが年平均で 1 ドル 95 円になれば内外価格差は 1.07 倍、1 ドル 100 円ならば 1.02 倍まで縮小する。デフレ脱却を目指すうえでは、まずは行き過ぎた円高の是正によって、輸入品からもたらされる物価押下げ圧力を弱めることが有効であると考えられる。

（図表 12）内外価格差の推移



3. 賃金下落が続くが、構造的な押下げ圧力は弱い

（1）賃金の低迷もデフレ長期化の原因

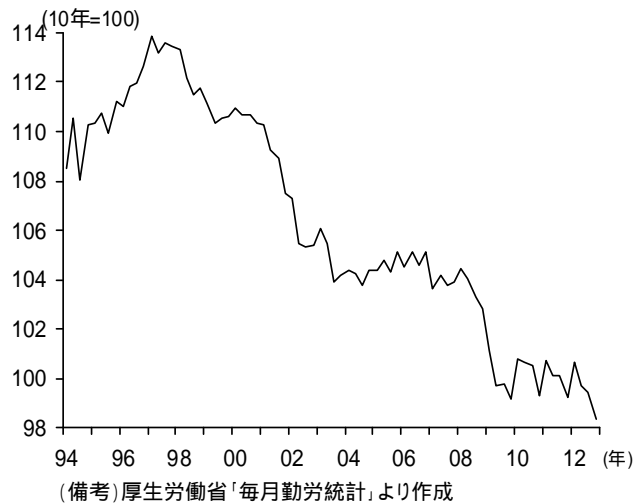
賃金の減少が続いてきたこともデフレが長期化している原因である。毎月勤労統計（厚生労働省）の名目賃金指数をみると、97 年をピークに減少傾向となり、2000 年代前半まで減少が続いた。2000 年代半ばには賃金が上向きかけた時期もあったが、リーマ

ン・ショックによる景気の悪化で一段と落ち込み、足元でも底ばい圏の動きが続いている(図表13)。90年代後半から続く物価の下落とほぼ同じ傾向で推移している。賃金の減少を背景とする節約意識の高まりが、物価の下落に大きく影響していると考えられる。

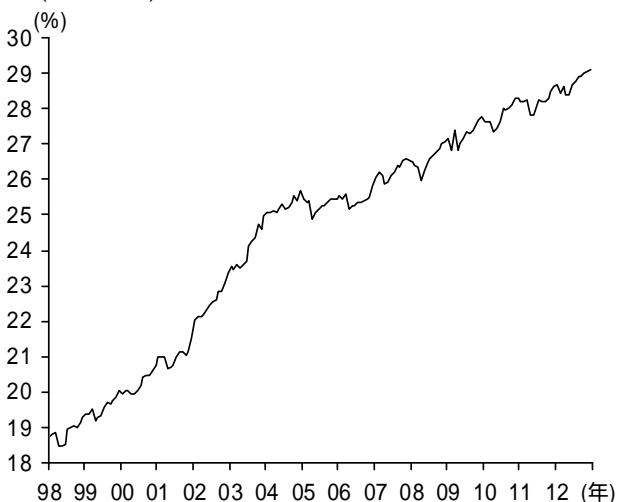
こうした賃金の減少は、企業が競争力の維持・向上を目指して総人件費の抑制を続けているためであるが、90年代後半から2000年代前半と、リーマン・ショック以降ではやや事情が異なっている。

90年代後半からの賃金減少は、金融機関による不良債権の抜本処理とそれに伴う企業の大規模なリストラによる影響が大きかった。この時期、企業は、給与水準の高い中高年層の希望退職を促し、正社員から相対的に賃金水準の低いパートタイム労働者や派遣労働者へのシフトを急速に進めた。常用労働者に占めるパートタイム労働者の比率はすう勢的に上昇しているが、90年代後半から2000年代前半の上昇幅は、その後の数年間と比較して相対的に大きいことがみてとれる(図表14)。正社員から賃金水準の低いパートタイム労働者へのシフトが進んだことで、1人当たり平均賃金も押し下げられた。特に、2000年代前半はパートタイム比率の上昇が賃金の減少に大きく寄与²している(図表15)。

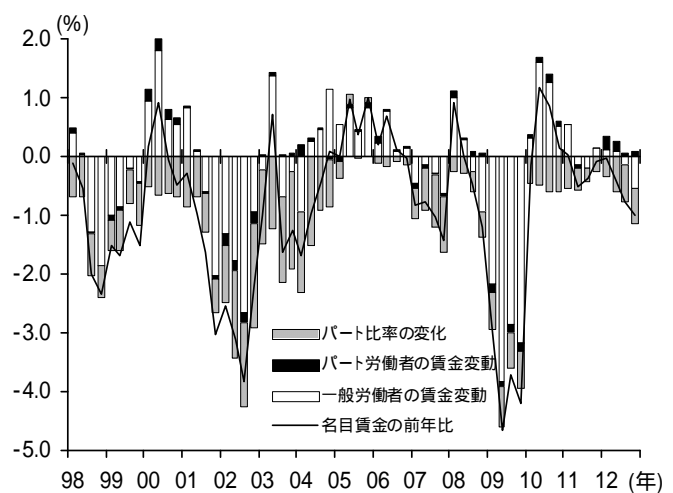
(図表13) 名目賃金指数の推移(四半期)
<季節調整済み指数>



(図表14) パートタイム労働者の構成比



(図表15) 名目賃金の前年比の要因分解



² 要因分解は以下のとおり。(W: 1人あたり名目賃金、Wn: 一般労働者の賃金、Wp: パートタイム労働者の賃金、r: パートタイム比率)

$$\frac{W}{W}(\text{名目賃金の前年比}) = \frac{Wn \times (1-r)}{W}(\text{一般労働者の賃金変動の寄与}) + \frac{Wp \times r}{W}(\text{パートタイム労働者の賃金変動の寄与}) + \frac{r \times (Wp - Wn)}{W}(\text{パート比率変化の寄与})$$

(2) 構造的な賃金抑制圧力は必ずしも高くない

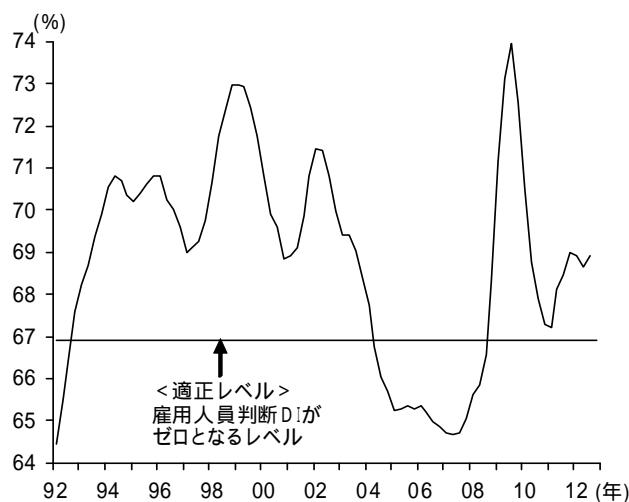
こうした構造調整に起因する賃金抑制圧力は 2000 年代半ば頃までにほぼ一巡したと考えられる。09 年以降の賃金減少は、リーマン・ショックやその後の急激な円高で企業収益が落ち込んだことが主因である。2000 年代後半の賃金変動の要因分解をみると、景気変動に伴う正社員の賃金減少が主因であり、パートタイム比率の上昇など構造的要因は 2000 年代前半に比べて小幅にとどまっている。

労働分配率の推移からも、ここ数年の構造的な賃金下押し圧力がさほど大きくないことがみてとれる。全産業の労働分配率³の推移みると、過剰雇用の調整を迫られた 90 年代後半から 2000 年代前半にかけて高い水準が続いたが、大規模なリストラや賃金の引下げが実施されたことなどで、2000 年代半ばには適正水準⁴を下回るレベルまで調整が進んだ(図表 16)。

リーマン・ショック後は、企業収益の大幅悪化で労働分配率が急上昇したものの、11 年 1 ~ 3 月には再び適正レベル近くまで低下している。その後、

労働分配率は再び上昇しているが、これは東日本大震災に加えて、欧州債務危機に伴う世界経済の減速や円高の加速による企業収益の悪化が主因である。景気変動による循環的な上昇の範囲内であり、構造調整が必要だった 90 年代後半とは異なると考えられる。

(図表 16) 労働分配率の推移



(備考) 1. 労働分配率は脚注3、適正レベルは脚注4を参照

2. 4 四半期移動平均

3. 財務省「法人企業統計季報」などより作成

(3) 賃金デフレ脱却のカギは企業収益

最近の労働分配率の上昇は企業収益の悪化が大きく影響している。なかでも、大企業・製造業の収益の落ち込みが最も大きい。2000 年を 100 とした経常利益(季節調整値)の水準をみると、大企業・製造業は 09 年には年末にかけてリーマン・ショック後の落ち込みから持ち直したものの、10 年以降は減益傾向での推移が続いている(図表 17)。中小企業・製造業も 10 年以降は横ばい圏の動きが続いているが、大企業と中小企業の収益格差を考慮すると、大企業・製造業の収益の低迷が際立つ。一方、非製造業は、リーマン・ショック後の落ち込みから着実に持ち直している。特に、大企業・非製造業はリーマン・ショック前のピーク水準に近づくなど順調に回復している。

大企業・製造業の収益が悪化している最大の理由は輸出環境の悪化である。特に、リーマン・ショック後に大幅に進んだ円高の影響が大きい。価格競争力がカギを握る薄型

³ 法人企業統計季報ベース。対象は金融・保険を除く資本金 1,000 万円以上の営利法人。労働分配率の計算方法は以下の通り。
労働分配率 = 人件費 ÷ 付加価値(営業利益 + 減価償却費 + 人件費)

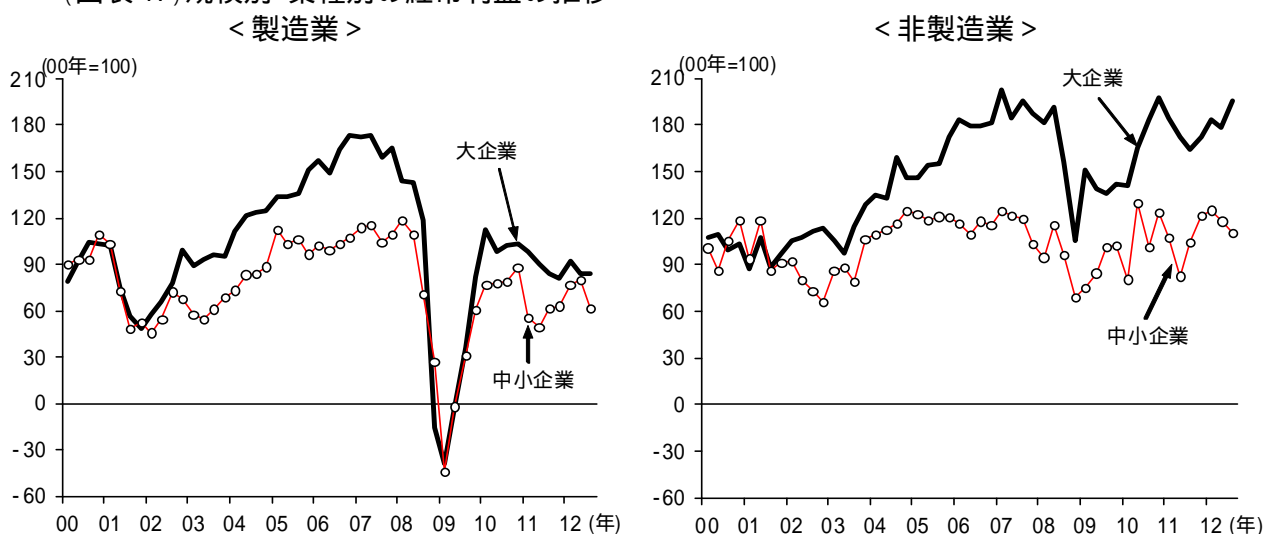
⁴ 日銀短観の「雇用人員判断D1」について、労働分配率を説明変数として回帰分析を行い、D1がゼロとなる労働分配率を適正レベルとした。

テレビなど電機や自動車産業は海外の競合メーカーにシェアを奪われ、造船や鉄鋼業などでは輸出採算が大幅に悪化した。欧州債務危機の深刻化で世界的に景気が悪化した影響も小さくないが、1ドル80円台を割り込むような行き過ぎた円高は、輸出企業にとって打撃が大きかった。

大企業・製造業の収益が上向いてくれば、全体の企業収益も回復してくる公算が大きく、このところ進み始めた円高是正の動きは明るい材料である。新興国企業の成長で相対的に日本企業の競争力が低下している側面もあるが、行き過ぎた円高の是正による日本企業へのメリットは大きく、企業収益の改善を通じて賃金デフレにも歯止めをかける効果が期待される。

また、賃金の回復はデフレから脱却するための必須条件でもある。仮に、物価が上昇基調に転じたとしても、賃金の回復を伴わなければ実質購買力は低下し、デフレに逆戻りするからである。デフレ脱却とは、物価が全般的かつ安定的に上昇基調を維持していくことであり、その実現のためには景気や企業収益が上向いて、賃金が安定して増えていくことが必要である。企業収益の回復が賃金に波及するまでには、タイムラグ（時間差）があるが、過剰雇用や高賃金体質といった構造問題は一巡しているだけに、企業収益の回復が確かなものになってくれば、賃金の回復余地も広がってくるとみられる。

(図表 17) 規模別・業種別の経常利益の推移



(備考) 1. 信金中金 地域・中小企業研究所による季節調整値
 2. 大企業は資本金 10 億円以上、中小企業は資本金 1,000 万円以上1億円未満
 3. 財務省「法人企業統計季報」より作成

4. デフレ脱却に向けた今後の展望

(1) 脱デフレの実現までにはなお時間を要する見通し

安倍政権はデフレ脱却と円高是正を最優先の経済課題に掲げ、日本経済の再生に向けて動き出した。政府の要請を受ける形で、日銀も2%の物価目標の導入を決めるなど、デフレ脱却に向けて政府・日銀が一体となった本格的な取組みが始まった。

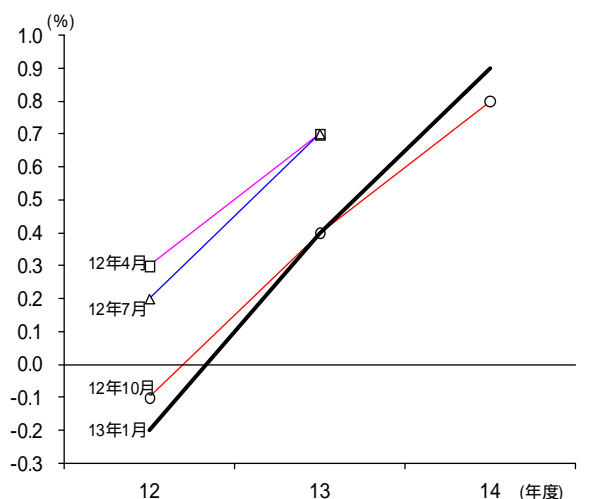
日銀は、これまで中長期的な物価安定の目途として、当面は消費者物価の前年比上昇率で1%を目指して金融緩和を推進していくとしていたが、1月の金融政策決定会合

(1月21~22日)では、消費者物価の前年比上昇率で2%を「物価安定の目標」とすることを決めた。

過去を振り返ると、物価が安定期に入った80年代後半以降、コア消費者物価上昇率が年度ベース(消費税率引き上げの影響を除く)で2%を超えたのは90~92年度だけであり、目標達成に向けたハードルは高いが、2%の物価目標は世界標準である。イングランド銀行が2%の物価目標を採用しているほか、FRB(米連邦準備理事会)も2%のインフレ率が長期的な物価目標(longer-run goal)と表明している。そもそも、日銀は昨年2月に「中長期的な物価安定の目途」を決定する以前から、中長期的な物価安定の理解として、「消費者物価の前年比で2%以下のプラスの領域」と言明していたことを考えると、今回の物価目標の導入は、デフレ脱却に向けた日銀の政策運営の枠組みの延長線上にある決定だったといえる。

もっともデフレからの脱却にはなお時間を要すると考えられる。1月の金融政策決定会合後に公表された展望レポートの中間評価によると、政府の緊急経済対策の策定を受けて、13~14年度の実質成長率の見通しを上方修正(13年度1.6% 2.3%、14年度0.6% 0.8%)したが、コア消費者物価の前年比上昇率は、13年度が0.4%の上昇(前回0.4%上昇)、14年度が消費税増税の影響(2%程度)を除くベースで0.9%の上昇(前回0.8%)と前回見通しをほぼ据え置いた(図表18)。14年度にかけて、需給面から物価を押し上げる力がある程度明確になってくると想定しても、物価上昇率は1%に届かないという見通しである。

(図表18)日銀の物価見通し(中央値)



(備考) 1. 4月と10月は展望レポート、1月と7月は中間評価
2. 日本銀行資料より作成

また、14年度の実質成長率が消費税率の引き上げで下振れする可能性もある。日銀では、消費税率の引き上げによって実質成長率は0.7%ポイント程度押し下げられるとの試算を織り込んでいるが、一方で消費税率引き上げ後の経済への影響は不確実性が大きいとも指摘している。消費税率の引き上げの影響は読み切れないが、実質購買力の低下は不可避であり、デフレ脱却の動きが14年度に広がっていくとは考えにくい。

物価が上昇に転じて、賃金が上がってくるまでには時間がかかることを考えると、デフレからの脱却は15年度以降となろう。

(2) カギを握る日銀の金融政策

デフレ脱却が困難な問題であることは事実であるが、日本経済の再生にはデフレ脱却は不可欠である。その意味で、安倍政権がデフレ脱却と円高是正を最優先の経済課題として掲げた意義は大きい。今後はデフレ脱却の実現に向けて、政府と日銀が一体となって政策運営を進めていけるかが注目される。

デフレ脱却に向けた政策のなかでもカギを握るのは金融政策である。日銀は10年10月の金融政策決定会合で「資産買入等の基金（35兆円程度）」の創設を決め、その後も基金の規模を拡大する形で量的緩和を進めてきた。12年についてみると、2月、4月、9月、10月、12月の会合で量的緩和政策を強化し、「資産買入等の基金」の規模を101兆円程度まで引き上げることを決めた。ただ、12年の5回の決定のうち当年中の増額は2月に決めた10兆円にとどまり、残りの4回の残高目標の引上げは13年末を目途としたものである（図表19）。

さらに、物価目標の導入を決めた13年1月の会合では、期限を定めず毎月13兆円程度の金融資産を買い入れることを決定したが、実施は14年に先送りされた。その手法についても、無制限に残高を積み増していくわけではなく、償還資金の再投資が中心であるため、14年末の基金の規模は10兆円程度増加するだけであり、その後は横ばいと見込まれている。早期のデフレ脱却に向けた金融緩和策としては、力不足の感は否めない。

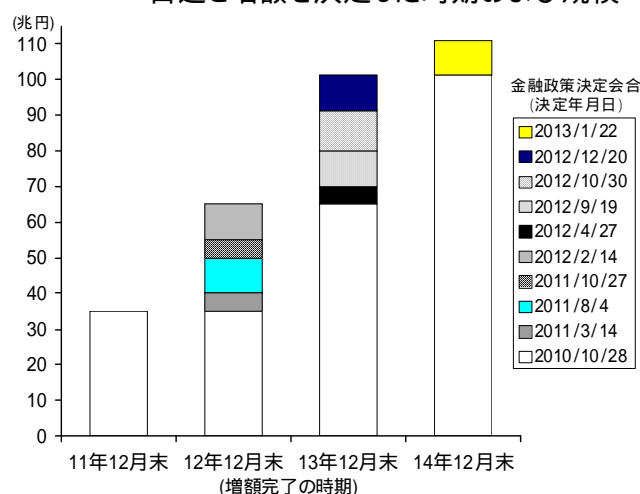
もっとも、白川総裁が13年4月8日に任期満了⁵となるほか、副総裁2人も3月19日に任期を迎えるため、金融政策運

営の枠組みを大きく変えにくいといった事情もある。安倍首相は、後任となる日銀総裁の条件として「大胆な金融緩和を実行できる人」を挙げていることから、一段の金融緩和策の強化は、次期総裁の下で議論されることになる。

金融緩和の強化策としては、現行の「資産買入等の基金」の増額が柱となろう。一部で提唱されている日銀による外債購入については、国際社会からの理解を必要とする点でハードルの高い政策だが、現行の償還期限の短い国債に偏った資産買入れを中長期の国債に広げていくことや、社債やETF（上場投資信託）といったリスク資産のウエイトを高めていく方法がある。また、今回のような償還資金を中心とした無期限緩和ではなく、残高が増えていくような大胆な無期限緩和や超過準備の付利引下げなども考えられる。

企業が余剰資金を抱えるなど資金需要が乏しいなかで、大量の資金を供給しても効果は限定的だとする見方も少なくないが、政府・日銀がデフレ脱却に向けた強い姿勢を示すことによって、企業や個人、さらには金融市場のインフレ予想に働きかける効果が期待できる。特に、為替市場においては金融緩和策の強化は自国通貨の売り要因となる。リーマン・ショック後にドル安が進んだのも、FRBによる量的緩和の効果によるところが大きかったと考えられる。前述したように、デフレ脱却に向けた最初のステップは

（図表19）資産買入等の基金の積上げ完了の
目途と増額を決定した時期および規模



（備考）1. 11年3月の増額は12年6月末を目途とする増額
2. 日本銀行資料より作成

⁵ 2月5日、白川総裁は任期満了（4月8日）を待たず、副総裁の任期が終わる3月19日に辞職すると表明した。

行き過ぎた円高の是正であり、大胆な金融緩和は重要な手段である。

また、金融緩和がもたらす円高の是正は、需給面からもデフレ脱却に寄与する。安価な輸入品の流入を抑制する一方、輸出を促進する効果が期待されるためである。国産品の価格競争力を取り戻すことによって、国内での投資を促す効果もある。企業の投資意欲が上向いてくれば、量的緩和の直接的な効果も期待できよう。

（３）デフレ脱却に向けて政府の果たすべき役割も大きい

安倍首相は、日本経済再生のための「３本の矢」として、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を掲げている。デフレ経済から脱却するためには、大胆な金融緩和が重要な政策であることは前述の通りだが、金融緩和の効果を最大限に高めるためには、企業や家計の成長期待を高めていくことが欠かせない。実際、日本経済の成長期待が乏しいため、潤沢な資金を保有する大企業でさえ国内での設備投資の抑制を続けており、金融緩和による実体経済への直接的な効果は限定的にとどまっている。

企業の投資を引き出していくことが、行き過ぎた円高の是正と並んでデフレ脱却に向けた重要な政策となる。政府もデフレ脱却に向けて、企業の国内投資を後押しする必要があると考えており、13年度の税制改正は、企業の投資を促すような減税に軸足が置かれている。例えば、設備投資を前年度より10%超増やした企業が投資額の3%を控除できる措置を新設するほか、研究開発費の一定割合を税控除できる限度額を法人税額の30%（従来は20%）まで引き上げるなど、企業の投資や研究開発を促すための減税措置を実施する。ただ、これらの減税はともに15年3月までの時限措置である。12～14年度は復興特別法人税（法人税額の10%）が上乘せされていることを考慮すると、投資を促進する効果は限られる。主要国と比較して高い法人税率の引下げを含めた企業税制の再構築が求められる。

国内に拠点を置く日本企業が国際競争で不利にならないような環境を早急に整えることが重要であるということであり、円高是正や企業税制のほか、TPP（環太平洋経済連携協定）やFTA（自由貿易協定）などの通商交渉、原発問題を含めたエネルギー政策などの条件整備において政府が果たすべき役割は非常に大きい。加えて、中長期では、少子・高齢化社会に適した新産業を創出していく必要がある。新分野への投資を促進していくためには、徹底した規制緩和に取り組むことも重要といえよう。

以上
（角田 匠）

本レポートは、標記時点における情報提供を目的としています。したがって投資等についてはご自身の判断によってください。また、本レポート掲載資料は、当研究所が信頼できると考える各種データに基づき作成していますが、当研究所が正確性および完全性を保証するものではありません。
なお、記述されている予測または執筆者の見解は、予告なしに変更することがありますのでご注意ください。

【内外経済・金融動向バックナンバーのご案内】

号 数	題 名	発行年月
No.22-1	「都道府県別の世帯構造の変化の影響」 - 世帯の小世帯化・高齢化で地域間格差は縮小へ -	2010年8月
No.22-2	「地域別にみた日本経済の景況判断」 - 生産の増加ペースは減速し、企業規模別・地域間格差に拡大の動き -	2010年9月
No.22-3	「回復に向けて動き出した設備投資」 - 中小企業の投資マインドは弱く、当面の回復テンポは緩やか -	2010年9月
No.22-4	「リーマン・ショック後の地域経済の動向」 - 各種政策効果や海外需要の拡大が奏効して総じて回復へ -	2010年11月
No.22-5	「地域の産業構造と信用金庫の業種別貸出の変遷」 - 信用金庫の企業向け貸出ポートフォリオは地域の産業構造から大幅に乖離へ -	2011年2月
No.22-6	「雇用情勢を中心とした米国経済の現状と展望」 - 中小企業の採用意欲の持直しを背景に、雇用回復テンポは徐々に加速へ -	2011年2月
No.22-7	「地域別にみた日本経済の景況判断」 - 景気は踊り場を迎えているが、生産活動には反転の兆し -	2011年3月
No.23-1	「日本経済の中期展望」 - 11～15年度の年平均成長率は名目1.7%、実質1.5%と予測 -	2011年5月
No.23-2	「中小企業の景気・財務動向」 - 東日本大震災が中小企業の経営に及ぼす影響について -	2011年6月
No.23-3	「地域別にみた日本経済の景況判断」 - 大震災で大きく落ち込んだが、足元の生産活動は持直し -	2011年9月
No.23-4	「東日本大震災後の日本の輸出入動向」 - 輸出は着実に持ち直しているが、持続的拡大には輸出環境の改善が必要 -	2011年10月
No.23-5	「市町村の社会・経済構造からみた潜在的な『地域活力』を探る」 - 地域（市町村）の資金需要を示す指標として『地域活力』を考察 -	2011年12月
No.23-6	「米国の経済情勢と今後の金融政策」 - 年後半から13年にかけて景気回復ペースは徐々に加速 -	2012年2月
No.23-7	「地域別にみた日本経済の景況判断」 - 供給力の回復と復興需要で、景気は持直しの動きが続く -	2012年3月
No.23-8	「日本経済の中期展望」 - 12～16年度の年平均成長率は名目1.8%、実質1.6%と予測 -	2012年3月
No.24-1	「東日本大震災後の地域経済の動向」 - 被災地では12年入り後に復旧・復興需要が本格的に顕在化 -	2012年7月
No.24-2	「地域別にみた日本経済の景況判断」 - 復興需要の本格化で、景気は持直しの動きが続く -	2012年9月
No.24-3	「海外進出の加速に伴う輸出入動向と経常収支」 - 貿易収支の赤字が続くも、経常収支は中期的に黒字を維持 -	2012年9月
No.24-4	「高齢者の生活実態の変化と都道府県別の特徴」 - 団塊世代の退職後の姿と各都道府県における高齢者の行動パターンを考察 -	2012年12月
No.24-5	「物価動向の現状とデフレ脱却に向けた展望」 - デフレからの脱却が日本経済の本格回復の条件 -	2013年2月

* バックナンバーは、信金中央金庫 地域・中小企業研究所ホームページ (<http://www.scbri.jp>) からご覧いただけます。