

## デフレ脱却で経済成長力は高まるのか？

～ 企業の付加価値創出力の向上が日本経済の真の課題 ～

< 要 旨 >

日本経済はリーマン・ショック後の大幅な景気悪化から抜け出して持ち直しの動きが続いているが、日本の消費者物価は主要国で唯一、足元でも下落が続いている。こうした状況を受けて、政府、日本銀行、与党の間ではデフレからの脱却が重要な政策課題に浮上してきている。

日本の物価変動の特徴を所得分配面からみると、賃金コスト要因による押し下げ寄与が大きく、企業所得要因による押し上げ寄与が小さいことが指摘できる。他方、支出面・商品面からみると、個人消費デフレーターや消費者物価が下落傾向にあり、特にサービス価格が上がらないことが大きな特徴になっている。サービス価格は賃金と密接な関係があり、総じてみると、日本においてはマクロ的な需給の悪化が物価や賃金の伸びを抑制していると推察される。

デフレと実体経済の関係を4つのポイントに整理すると、第1に、物価の変動が景気や失業に対して与える影響は必ずしも明確ではない。第2に、デフレと景気悪化がスパイラル化しなければ、デフレにはプラスとマイナスの両面があり、全体ではゼロサムである。第3に、現状では、デフレによって債務者から債権者への意図せざる所得移転が生じて景気が悪化する事態は考えにくい。第4に、1990年代と異なり、足元ではデット・デフレーション発生の可能性は小さい。以上から、デフレ自体が近年の日本経済低迷の直接的な原因になっているとは考えにくい。

日本経済が長期的に低迷している真の理由は、企業の売上を伸ばす力が不足しているために、結果として、付加価値を十分に創出力できていないことだと思われる。日本企業が今後売上を安定的に伸ばしていくためには、輸出を増やすか、国内で1人あたりの消費額を引き上げるしかない。新興国を中心に海外では販路拡大の余地が十分に残っており、国内では潜在需要の見込めるサービス分野は多く存在する。インフレを起こせば自動的に日本経済の成長力が高まり、失業など雇用問題が解決するわけではない。(潜在)需要の変化に見合った産業構造の転換を粘り強く続けていくことが、日本経済が長期的な低迷から脱するためには不可欠だと考えられる。

三菱UFJリサーチ&コンサルティング株式会社

調査部 芥田知至 鶴田零 尾畠未輝

〒108-8248 東京都港区港南 2-16-4

TEL: 03-6711-1250

E-mail: [chosa-report@murc.jp](mailto:chosa-report@murc.jp)

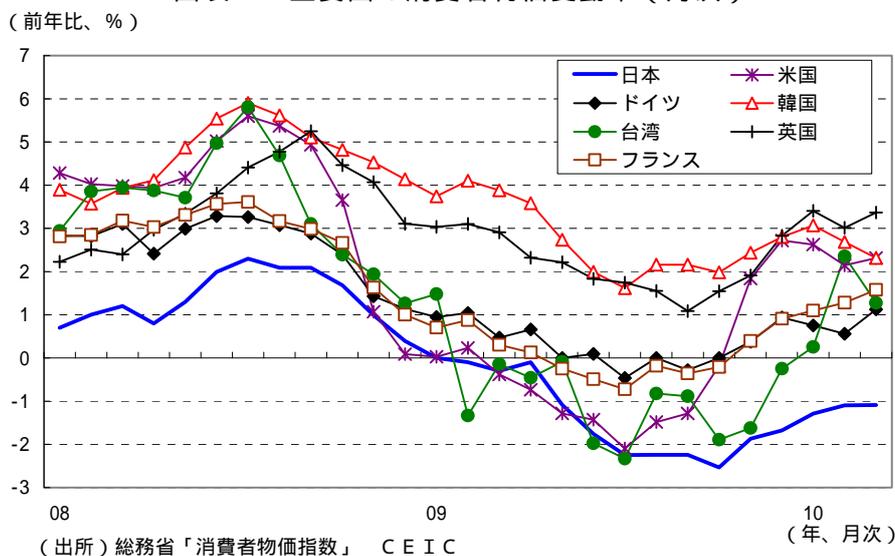
はじめに

日本経済は、リーマン・ショック後の大幅な景気悪化から抜け出し昨年の春頃から持ち直しの動きを続けているが、物価はデフレに陥ったままである。主要国の消費者物価上昇率（前年比）をみると、2008年夏場にかけての資源価格急騰とその後の反落の影響が一巡し、多くの国では2009年終わりから1~3%程度のプラス圏内に入っているが、日本だけは依然としてマイナスが続いている（図表1）。

こうした中、2010年4月に菅直人財務・経済財政担当相は、インフラターゲット政策について「いろいろな時期に魅力的な政策と感じてきた」と述べたうえで、消費者物価指数の前年比伸び率でプラス1~2%を実質的な目標とし、達成まで政府・日本銀行が努力を続けることが望ましいとの認識を示した。また、日本銀行は2009年12月の金融政策決定会合において、「日本経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰することが極めて重要な課題であると認識している」との見解を表明した。さらに、民主党の有志議員は2010年4月に『デフレから脱却し景気回復を目指す議員連盟』を結成し、民主党に対して「財政再建や新成長戦略を実現化する上での大前提として、まず、あらゆる金融政策と財政政策の手段をデフレ脱却に向けて集中的に投入すること」を参院選のマニフェストに掲げるよう要請している。デフレが続き停滞感の強い日本経済の現状を鑑み、政府、日本銀行、与党の間でデフレからの脱却が重要な政策課題になっていると言えよう。

本稿では、日本でデフレが続いている要因を他国との比較などによって明らかにしたうえで、デフレに関する4つのポイントについて考察し、本当にデフレ自体が日本経済停滞の原因になっているのかどうかを検討したい。そのうえで、日本経済の長期的な低迷をもたらしている根本的な原因を明らかにしたい。

図表1．主要国の消費者物価変動率（月次）

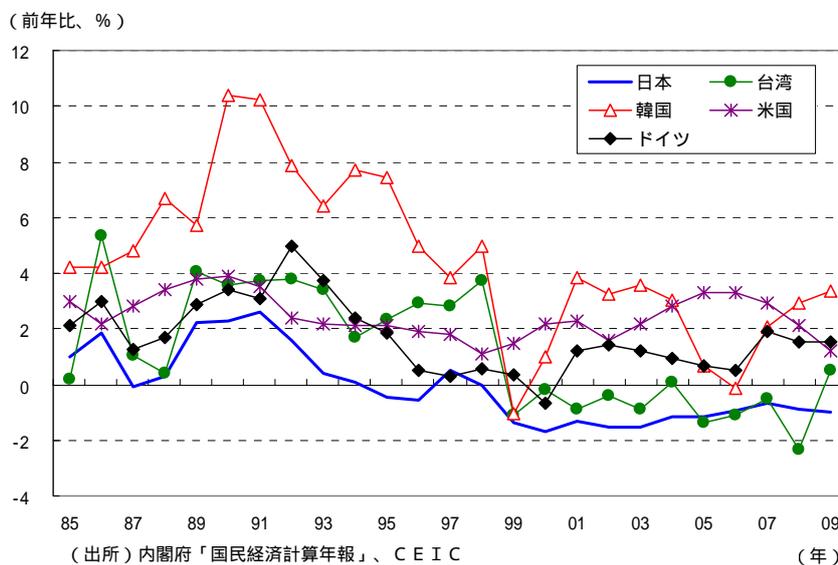


## 1. なぜデフレが続いているのか

まず本章では、他国との比較も交えながら日本の物価変動の特徴を明らかにしたうえで、なぜ日本ではデフレが続いているのかを考えてみよう。

国内での経済活動によって生じる物価変動を総合的に表す指標であるGDPデフレーターの変動率を、日本、米国、ドイツ、韓国、台湾との間で比較する。日本では、消費税引き上げの影響を除くと1990年代半ばから一貫して物価下落が続いているのが特徴的である。また、日本以外では、台湾でも1990年代終わりから物価は下落気味に推移している。一方、韓国では、通貨危機時などを除くと比較的高い物価上昇が続いており、米国やドイツでも近年、物価は安定的にプラス圏内で推移している(図表2)。

図表2. 各国のGDPデフレーター変動率

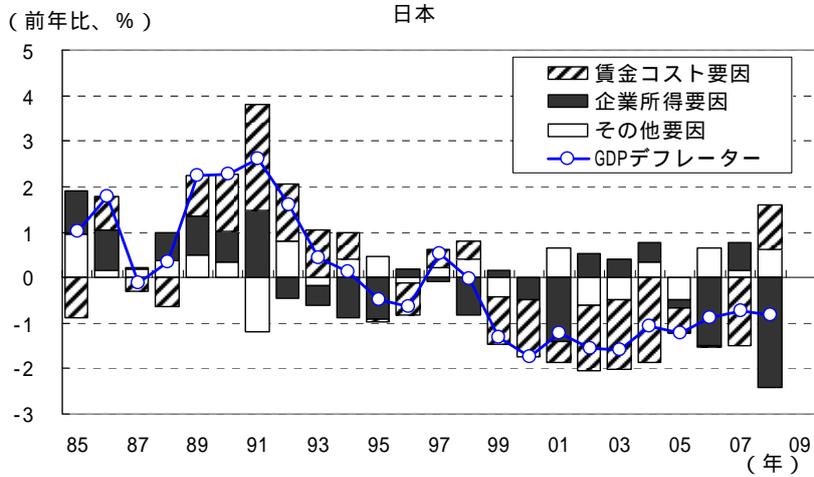


ここで、各国のGDPデフレーターを所得分配面から捉え、その変動要因を分析してみよう。GDPデフレーターは国内で生み出された実質付加価値1単位(=実質GDP1単位)に対応する物価である。つまり、GDPデフレーターの下落は、同一商品・サービス1単位を生産する際の対価となる名目的な分配金額(雇用者の賃金や企業の利益など)が減少することを意味している。

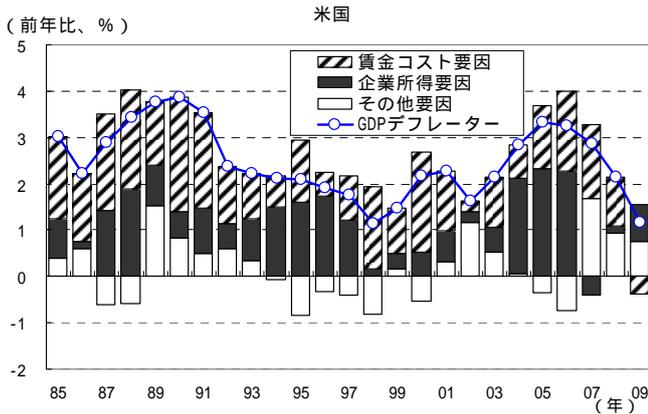
日本の特徴として、賃金コスト要因(実質GDP1単位あたりの雇用者報酬)がGDPデフレーターへの押し下げに大きく寄与していることが第一に挙げられる(特に99~05年は7年連続)。加えて、企業所得要因(実質GDP1単位あたりの営業余剰等)の押し上げ寄与が小さい。一方、米国と韓国では賃金コスト要因、企業所得要因がともに上昇に寄与し、ドイツでは企業所得要因がGDPデフレーターを押し上げている。台湾については、日本と似た傾向があるが、後述するように、生産量(実質GDP)は大きく増えており、物価が下落していても付加価値の総量は増

加が続いている点が日本と異なる<sup>1</sup>（図表3）。

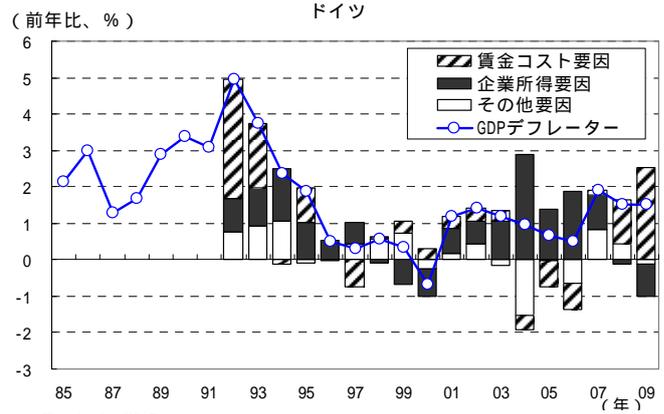
図表3．各国GDPデフレーターの変動要因分解（所得分配面）



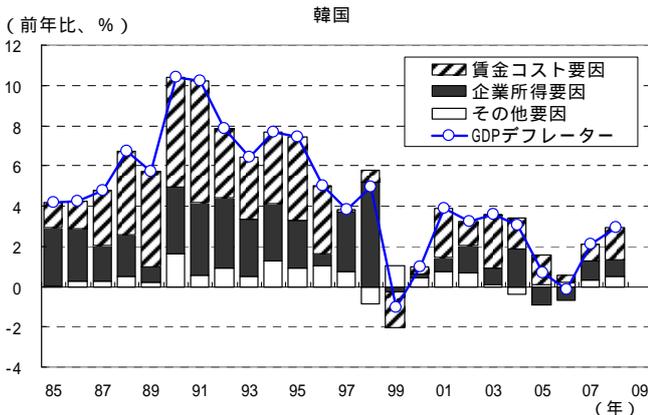
（注）GDPデフレーター=単位労働コスト+単位あたり企業所得+間接税（純）/実質GDP  
 グラフの「その他要因」には、上記の間接税（純）の他に統計上の不突合も含む。  
 （出所）内閣府「国民経済計算年報」



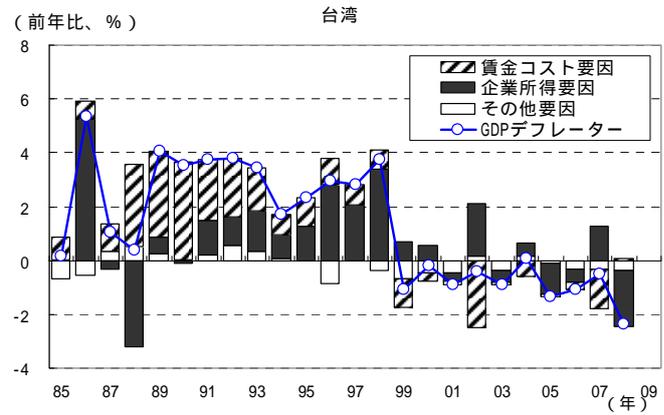
（出所）米国商務省



（出所）ドイツ連邦統計庁



（出所）韓国銀行



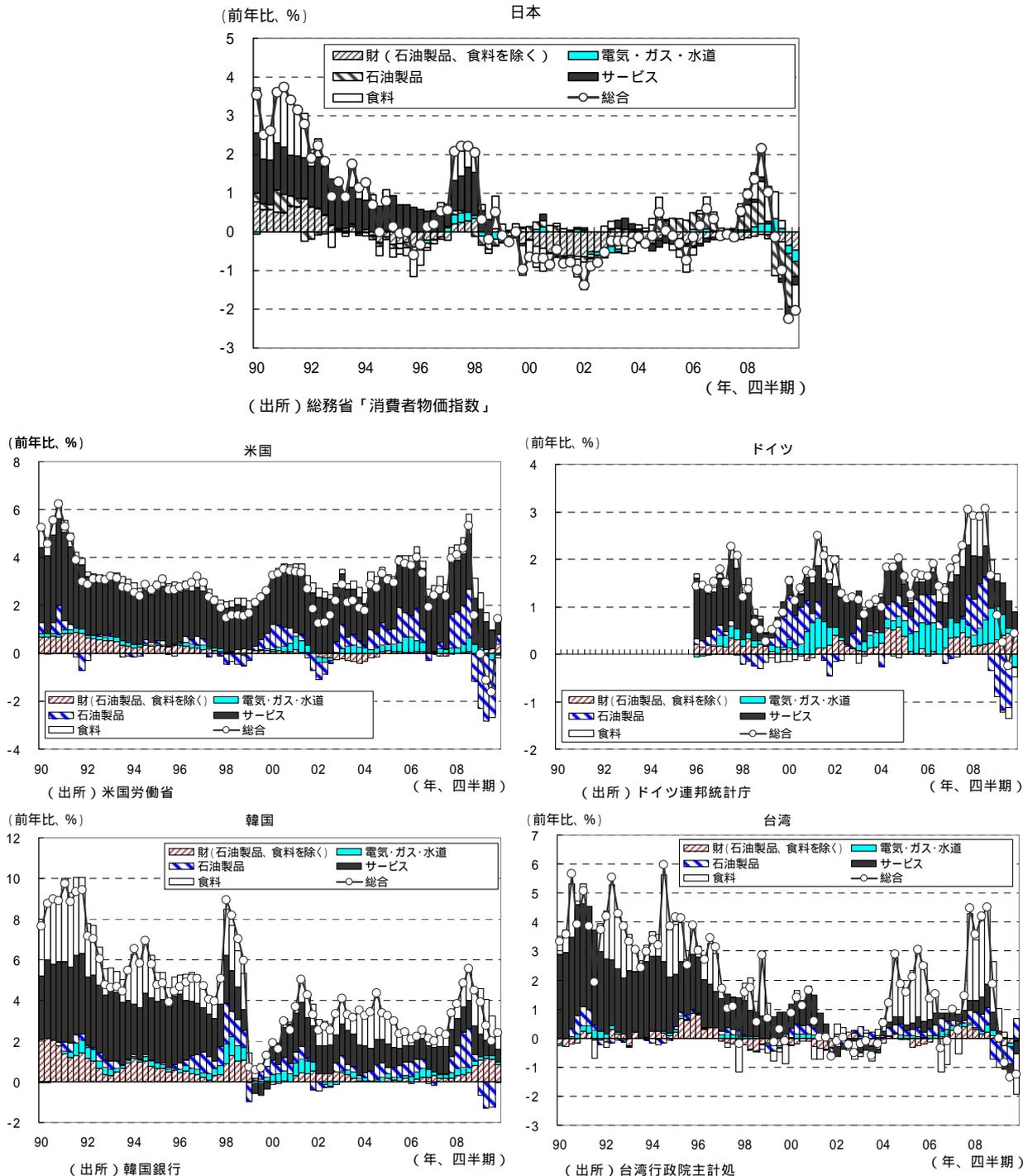
（出所）台湾行政院主計処

<sup>1</sup> 日本のGDPデフレーターを支出面・商品面からみた特徴として、個人消費デフレーターへの伸びが低いことがある。個人消費デフレーターの対象品目は消費者物価とほぼ同じであり、その特徴は後述する。

次に、支出面・商品面における物価変動の特徴をみるために、家計消費との関係が深い消費者物価の動向を各国と比較してみると、1990年代の終わりから、日本の消費者物価だけが下落基調で推移しているのが目立つ。

内訳をみると、財（石油製品、食料を除く品目）の寄与度は、他国とあまり違いはないが、サービス価格については、1999年頃からほとんど物価の押し上げ要因となっていない点が他国と大きく異なっている（図表4）。支出面・商品面からみると、サービス価格が上昇しないことが、日本の物価動向の大きな特徴だと言える。

図表4．各国消費者物価指数の内訳

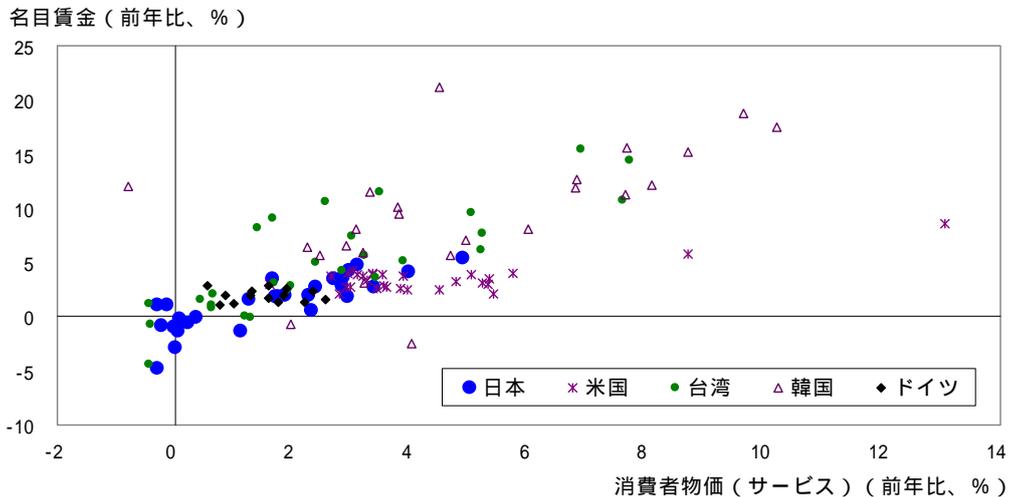


以上の国際比較からは、日本の物価下落の特徴として、所得分配面からみた労働コストによる押し下げと支出面・商品面からみたサービス価格の低迷があると言え、両者は関係しているとみるのが自然である。

実際、各国のデータで確認すると、サービス価格と名目賃金の間には密接な相関関係があることがわかる（図表5）。 サービス業の多くは労働集約的であり、そのコストの大半が人件費である、 サービス価格が上昇しないと企業は賃金を引き上げることができない、 賃金が上がらないことが家計所得の伸びを抑制しサービス価格の引き上げを難しくさせる、といったことから、サービス価格と賃金は相互に影響しあっていると考えられる。

また、前年の消費者物価の動向が当年の賃上げ率に影響したり、賃上げ状況を織り込みつつサービス価格が決定されたりする慣行があるため、消費者物価と賃金がともに慣性を持つ（＝前年と同程度の物価上昇率や賃金上昇率になりやすい）ことにもつながっていると考えられる。

図表5．各国消費者物価（サービス）と名目賃金の関係



（注）日本&米国 = 1981～2009年、台湾 = 1982～2009年、韓国 = 1986～2009年、ドイツ = 1996～2009年  
（出所）総務省「消費者物価指数」、厚生労働省「毎月勤労統計調査」、CEIC

以上のような検討を踏まえたうえで、日本の消費者物価の変動要因をグラフで示したのが図表6である。変動要因として、需給（完全失業率）、貨幣（マネーストック）、輸入物価、慣性（1期前の消費者物価）、消費税を考慮した。

まず、需給要因は、賃金と消費者物価の双方に影響を及ぼすと考えられる。例えば、失業率が上昇して労働需給が緩和すると賃金の押し下げ要因になると同時に、失業率が高く景気が悪い状態では所得が伸び悩んだり将来見通しが暗くなったりするため、財・サービスの需給が緩和され物価に下押し圧力がかかると考えられる。

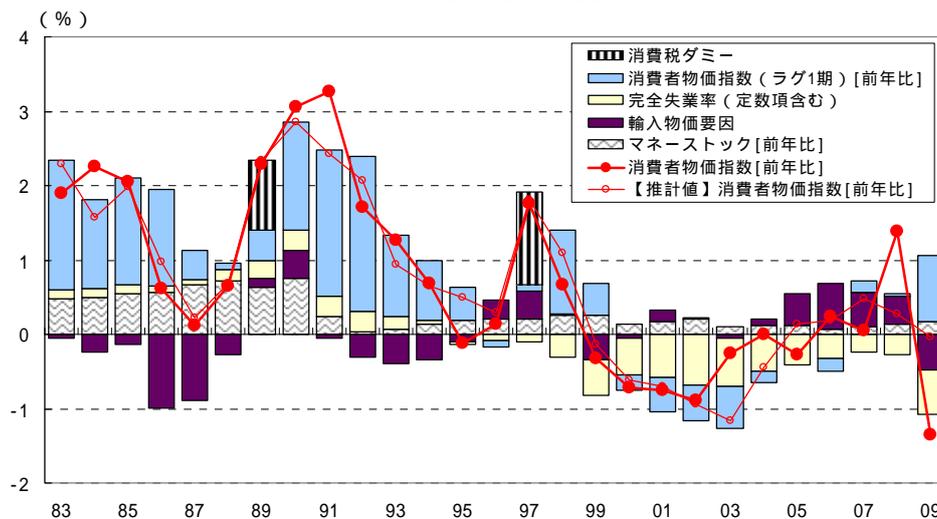
輸入物価要因については、貿易財の価格変動が国内物価へ影響を与えるルートを想定している。1980年代から90年代にかけて円高が進んだため、輸入物価が下落して国内物価を押し下げる要因になった。その後、円相場が落ち着き、内外価格差が縮小する中で輸入物価要因の影響は小さ

くなっていたが、2000年代には資源価格変動の影響が大きくなった。原油など資源価格は2004年から2008年半ばにかけて大幅上昇した後に急落し、ガソリンなど国内物価に影響を与えた。

慣性要因は、上述の通り前期の消費者物価の変動が今期の消費者物価の変動に影響を及ぼすと考えられ、貨幣要因については、モノの量を変化させずに貨幣量を増やし続ければ物価を上昇させることができる、という考えがベースにある。

定量的な分析結果の概要を述べると、それまでの物価動向や賃金動向が反映されると考えられる慣性要因を除けば、1999年以降のデフレ傾向は、需給の悪化による押し下げ寄与が拡大したことが大きな要因だと考えられる。2008年には、それまでの資源価格の高騰の累積的な影響などにより物価上昇率が大きくなったと考えられるが、2009年には資源価格が大幅に下落する中で消費者物価もマイナスに転じた。総じてみると、マクロ的な需給の悪化を背景とした賃金の低迷が、サービス価格の伸びを抑えると同時に、企業による価格の引き上げを困難にしていると考えられる<sup>2</sup>(図表6)。なお失業率の上昇には、アジアを中心とした新興国の工業化も影響していると考えられる。

図表6. 日本の消費者物価変動の要因分解



(出所) 総務省「消費者物価指数」「労働力調査」、日本銀行「企業物価指数」「マネーサプライ」

推計詳細				
推計期間	:1983~2007年(n=25)		推計方法:最小二乗法	
決定係数	:0.889484		DW統計量:1.9365	
回帰式	:CPI=			
	-0.296111*unemploy	+0.064461*moneyS	+0.026207*importP	+0.018983*importP(lag1)
	[T値:-1.52803]	[1.817054]	[2.050005]	[1.636322]
	+0.637009*CPI(lag1)	+0.906651	+0.944813*dummy1	+1.25853*dummy2
	[0.162835]	[1.023036]	[1.695596]	[2.370334]
消費者物価指数	:消費者物価指数(05年基準、総合)[CPI]			
マネーストック	:M2[moneyS]			
輸入物価要因	:輸入デフレーター[importP]+同(ラグ1期)			
完全失業率(定数項含む)	:完全失業率[unemploy]+定数項			
消費税ダミー	:消費税導入ダミー(1989年)[dummy1]+消費税引上げダミー(1997年)[dummy2]			

<sup>2</sup> 図表6の関数推計の結果については、他の関数形などによる推計結果と比較すると、若干、失業率の係数のマイナス幅が大きくなっており可能性がある。ただし、いずれにしても失業率の影響が大きくなっているという事は変わらない。なお、貨幣要因については、他の関数形などでは、符号条件を満たさなかったり、有意でない結果が出たりすることが多かったことも付記しておく。

## 2. デフレが経済低迷の原因なのか

本章ではデフレに関する4つのポイントについて考察し、本当にデフレが日本経済停滞の原因になっているのか検討したい。総じて、デフレ自体が近年の日本経済低迷の直接的な原因になっているとは考えにくい。

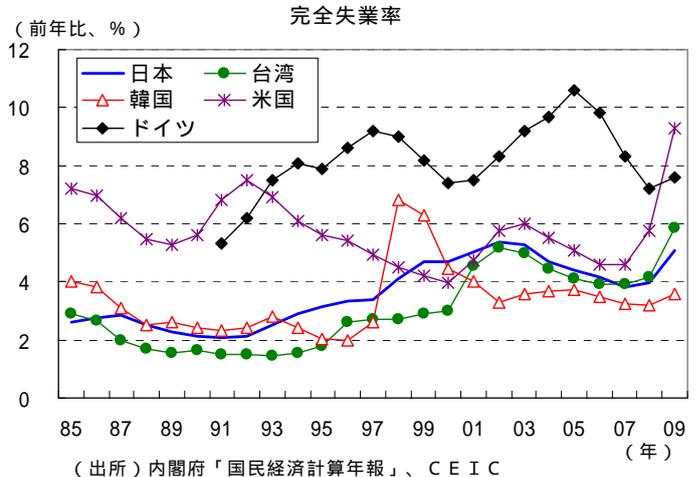
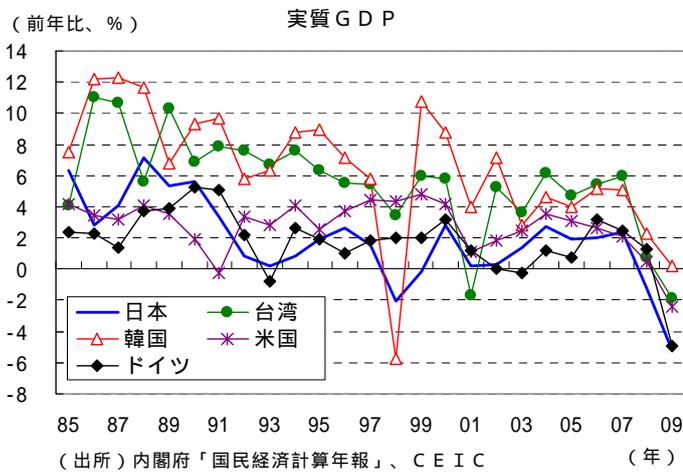
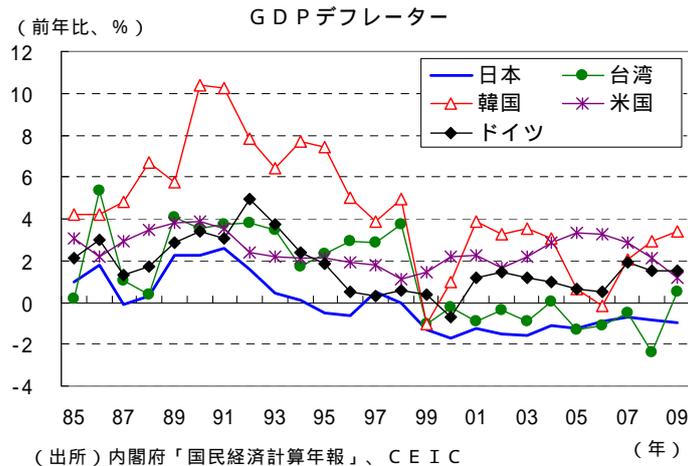
### (1) 物価の変動が経済成長に与える影響は明確ではない

緩やかなインフレは実体経済に対してプラスの効果を与えるとの見方も多い。この場合、インフレになると収入も増えるので人々はそれまでよりもモノを多く買うようになり、需要の増加に対応すべく企業は生産量を増やすため、景気が良くなり失業者が減る、というルートが想定されている。デフレの場合は、インフレの場合とは逆のルートで景気を悪化させ失業者を増やすことになる。

そこで実際に、日本、米国、ドイツ、韓国、台湾のマクロ統計を比較して、物価（GDPデフレーター）と生産量（実質GDP）、失業者（完全失業率）の間にどのような関係があるのが簡単に調べてみよう（図表7）。まず、GDPデフレーターと実質GDPを比べると、韓国のGDPデフレーターの変動率は平均すると台湾を3ポイント以上上回っているが、実質GDP成長率にそれほど大きな差はない。また、ドイツのGDPデフレーター変動率は2000年代に入って日本を常に上回っているが、両国の実質GDP成長率はほとんど変わらない。次にGDPデフレーターと完全失業率を比較すると、2000年代に米国のGDPデフレーター変動率は日本や台湾を大きく上回っている一方、完全失業率の水準は米国が両国を常に上回り、改善度合いも両国とあまり変わらない。

5カ国のマクロデータの比較からは、物価上昇率と実質経済成長率や失業率の間には必ずしも明確な関係があるわけではない、ということが言えそう。仮に中央銀行が国債の引き受けなどによって貨幣の供給量を増やし、その結果、インフレが発生しても、失業率の上昇や実質経済成長率の低迷といった問題がそれだけで解決するわけではないということである。そもそも、「インフレになると景気が良くなり失業者が減る」という考えには、「手元のお金が増えても同時に物価も上昇してしまえば買う数量は増やせない」という点が十分に考慮されておらず、直感的にもそう単純にことは進まないと予想がつく。前章でも触れたように、マクロ的な需要不足が物価を下落させる要因となっていると考えられるものの、物価下落自体が実体経済を低迷させる原因となっているわけではないと言えよう。

図表7．各国GDPデフレーター、実質GDP、完全失業率



## (2) デフレがスパイラル化するリスクは小さい

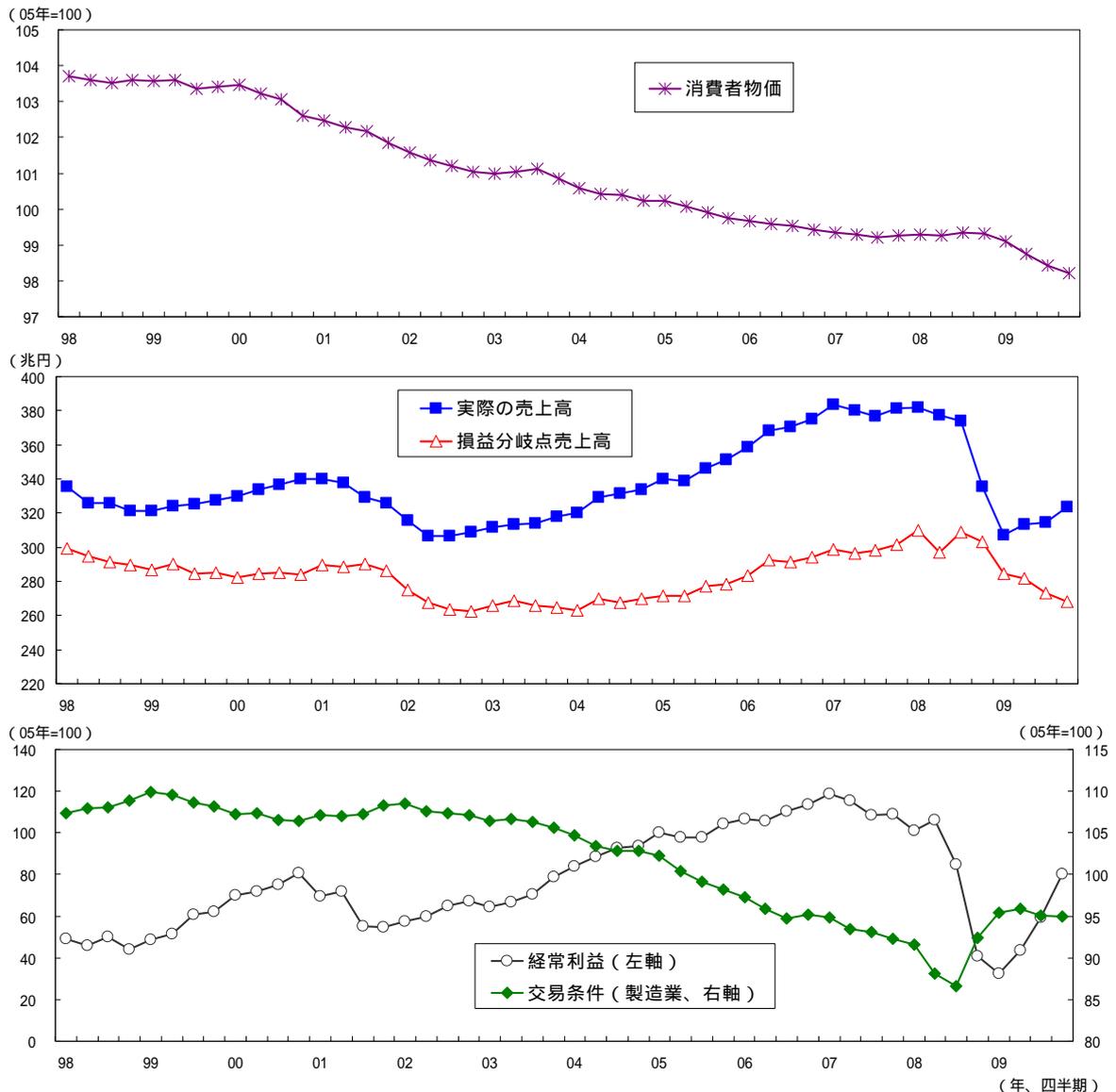
デフレが起きたときに最も警戒されるのは、それがスパイラル化することである。デフレ・スパイラルとは、「物価の持続的下落 販売価格の引き下げで企業の売上が減少 企業収益の減少・労働者の賃金下落 設備投資や家計消費の減少 製品価格の再引き下げ」というふうに際限なくマクロ経済が縮小していくことである。デフレ・スパイラルは経済活動量(実質GDP)の縮小を伴うものであり、失業の増加をもたらすなど实体经济に対して多大な悪影響を及ぼすと考えられる。

デフレがスパイラル化するかどうかの分かれ目は企業収益の減少が止まるか否かにある。物価下落の影響で売上が減少したとしても、コスト削減が功を奏して企業収益の減少が止まれば、企業は人件費のいっそうの圧縮を行う必要はなく販売価格を再度引き下げる必要もない。企業収益や人件費(家計の収入)が安定すれば実質的な経済活動量も持ち直してくるため、失業の増加も止まる。

実際に 1998 年から足元までの企業収益と物価の推移をみていくと、以下のようなことが起きているのがわかる。消費者物価（食料・エネルギーを除く総合）は一時期を除き下落が続いている、企業の売上高は消費者物価の動きに関わらず増減する、売上高が減少し始めると企業は人件費などのコスト削減や、需給の緩みに起因する交易条件の改善によって損益分岐点売上高を低下させることができる、損益分岐点売上高の低下に実際の売上高の増加が加わって企業の経常利益は改善し始める（図表 8）。

このように、デフレが続く中で売上高が減少しても、コスト削減や交易条件の改善などが寄与して企業収益は改善しうる。企業は物価下落を見越したうえで、それでも収益が改善するようにコスト削減を行っていると考えられ、企業収益と家計の所得が同時に悪化する状態は長続きしない。企業収益の改善は実体経済の持ち直しの原動力になっており、デフレはそう簡単にはスパイラル化しないと言ってよいだろう。

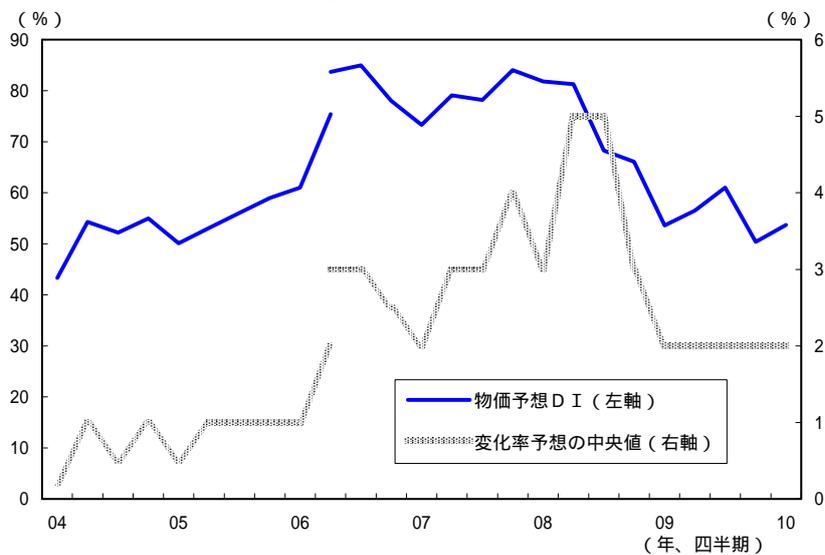
図表 8 . 物価と企業収益



(注) 売上高、経常利益、消費者物価は季節調整値。国内企業物価は夏季電力料金調整後。消費者物価は食料・エネルギーを除く総合。  
 (出所) 総務省「消費者物価指数」、財務省「法人企業統計季報」、日本銀行「製造業部門別投入・産出物価指数」

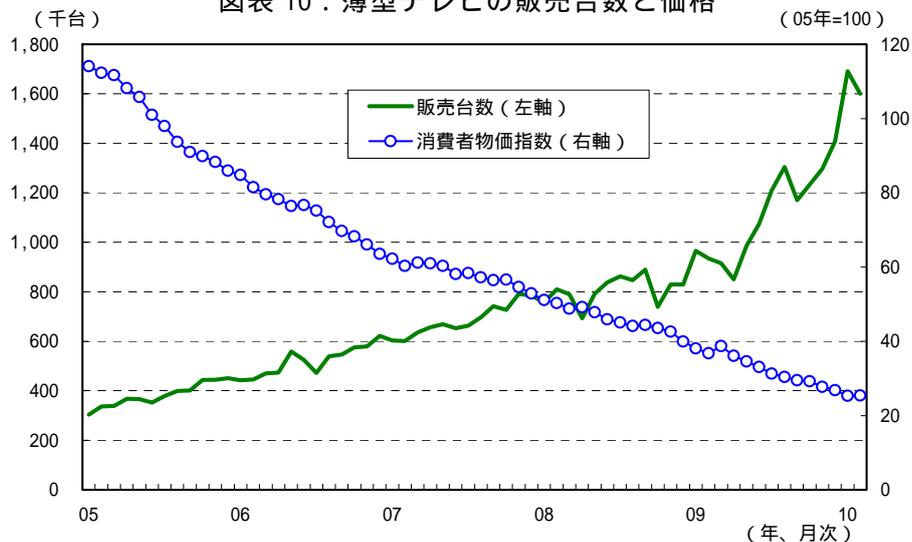
なお、物価下落が続いている一方で、家計は先行きの物価については一貫して上昇すると予想しており、この点からもデフレはスパイラル化しにくいと言える（図表9）。家計が物価下落を予想していると買い控えを招きやすく、デフレがスパイラル化する可能性を高めるが、逆に上昇すると予想していれば実際の物価下落は家計にとってポジティブ・サプライズになり、デフレがスパイラル化するのを防ぐ歯止めとなる。また、物価下落を予想したとしても消費者はいつまでも商品を買わないわけでもない。例えば、薄型テレビは価格下落期待が強い（実際に価格下落も激しい）代表的な商品だが、だからといって消費者が買い控えを続けている形跡はうかがえない（図表10）。

図表9．家計の5年後の物価予想



(注) 2006年6月調査よりアンケート方法が変更されたため前後の系列にギャップがある。  
物価予想DI = 「かなり上がる、少し上がる」 - 「かなり下がる、少し下がる」  
(出所) 日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」

図表10．薄型テレビの販売台数と価格



(注) 販売台数は季節調整値。  
(出所) 総務省「消費者物価指数」、電子情報技術産業協会「民生用電子機器国内出荷統計」

### (3) 債務者負担の増加は相殺される

デフレにより債務者の実質負担が増加するため、景気を抑制する要因になるとの考え方がある。しかし、現在の日本経済は、デフレによる債務者負担の増加が景気を下押しするような状況にはないと考えられる。

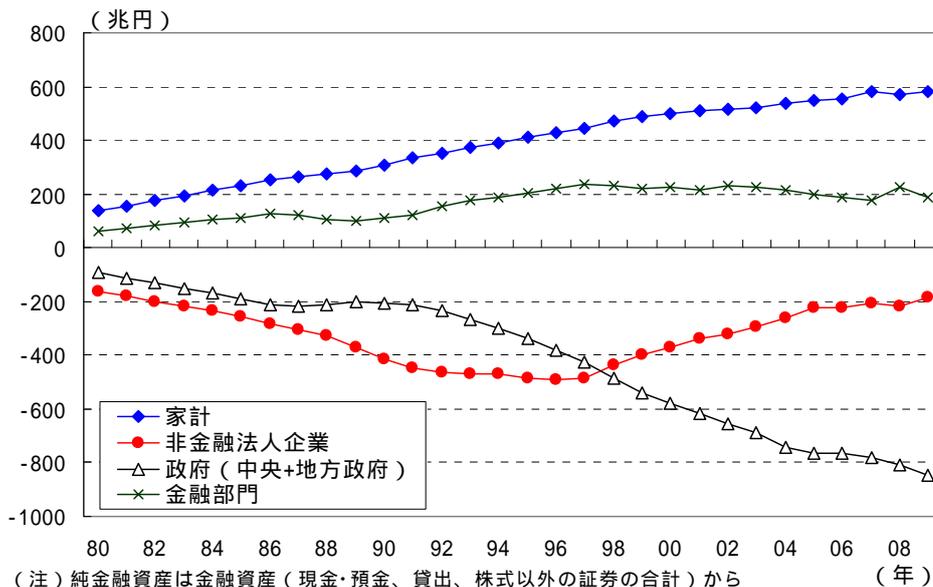
デフレの所得移転効果は全体としてみれば中立

物価変動には、実質的な資産・負債の価値を変えることによって所得移転をもたらす効果がある（デフレには、インフレとは逆向きの所得移転効果がある）。例えば、予期せざるデフレが起これば、負債を持っている主体には実質的な支払い負担の増加、債権を持っている主体には実質的な回収額の増加という効果がある。つまり、契約時点で元本が固定されてしまう負債の実質的な負担感は、想定外の物価下落が起こると増してしまう。

企業が設備投資を行う際にある程度の販売価格の下落を見込んでいたとしても、その想定以上に販売価格の下落が進めば、調達した資金の返済負担は実質的に増すことになる。自分の給料は横ばいで推移するだろうと想定して住宅ローンの返済計画を立てた後、物価並みに給料が下がったとしても負担感が増す。一方で、預金や現金、貸出債権を持っている人にとっては、物価が下落した分、購買力が増すことになる。

例えば、1%のデフレが発生した際の効果は、元本固定型の純金融資産（＝資産－負債、図表11参照）に1%を乗じた金額だと考えられる。2009年末時点基準にすると、家計では6兆円の実質資産増、保険・年金基金を中心に金融部門では2兆円の実質資産増、企業部門では2兆円の実質負債増、政府は8兆円の実質負債増になる（このほか、社会保障基金などその他部門が2兆円の実質資産増）。

図表11. 主体別の純金融資産の推移



(注) 純金融資産は金融資産（現金・預金、貸出、株式以外の証券の合計）から金融負債（借入、株式以外の証券の合計）を差し引いたもの。  
上記以外の経済主体として対民間非営利団体、社会保障基金、海外部門がある。  
09年は日銀統計に基づいた推計値  
(出所) 内閣府「国民経済計算」

このようにデフレによる所得移転効果は、負債が多い企業部門や政府部門では負担増になるものの、資産が多い家計部門などではプラスの恩恵を受けることになり、全体で見ればゼロサムだと言える。

また、デフレが予見される状況では、名目金利が低下することで債務者と債権者の利害 (= 元利返済の総額) があらかじめ調整される。日本のようにマイルドなデフレが続いている状況では、債務者から債権者への意図せざる所得移転は起こりにくいと考えられる。

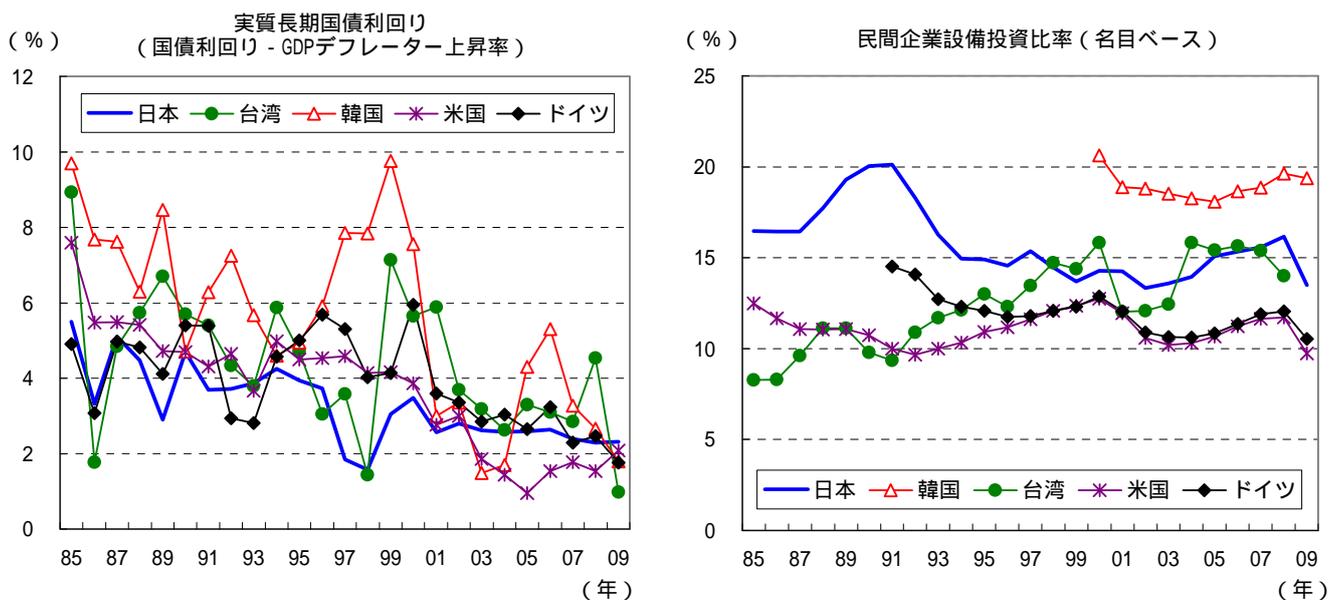
### デフレによる債務負担増は景気悪化につながりにくい

デフレによって実質金利が高くなると、企業が投資を行いにくくなるという点も指摘されている。例えば、名目金利が年率 2% でも、物価下落が年率 2% で続くのであれば、実質金利は 4% の負担感になってしまう。

しかし、現状では、1% 程度のデフレが続く中で、日本の実質金利は、主要国と同程度か、むしろ低い水準で推移している(図表 12)。仮にデフレが大幅に加速するとの観測を企業が持てば、投資を大幅に削減する可能性があるが、2000 年代の日本の設備投資比率 (= 名目 GDP に占める民間企業設備投資の割合) の動向をみると、他国の設備投資比率の変動と似通っている。日本の設備投資の動向は、総じて世界景気と連動したものであり、デフレによって大幅に抑制されたとは考えにくい<sup>3</sup>(図表 12)。

以上のように、デフレによる所得移転の効果は全体としてみれば中立的であり、日本経済の現状をみると、債務者から債権者への意図せざる移転が起こって景気に大きな悪影響を及ぼすこともなさそうである。

図表 12. 実質金利と設備投資の推移



(出所) 内閣府「四半期別GDP速報」、CEIC

<sup>3</sup> そもそも、資本移動が自由であれば、実質金利は、国際水準に収斂する力が働くと考えられ、日本だけ大幅に低い実質金利を続けることは困難だと考えられる。つまり、ある投資案件について、想定される実質利回りが国際水準よりも大幅に低いのであれば、資金調達には困難であり、その投資は行われまいだろう。そうした利回りの裁定が働くため、主要先進国の実質金利は同程度で推移しやすい。

(4) 縮小する資産デフレの影響

これまでは財やサービスの価格下落が实体经济へ与える影響をみてきた。他方、1990年代から続いた景気停滞の理由の一つとして、バブル崩壊後の資産デフレの影響が指摘されている。そこで本項では、財・サービスの価格ではなく、株価や地価などが下落する資産デフレが实体经济に与える影響について触れておきたい。

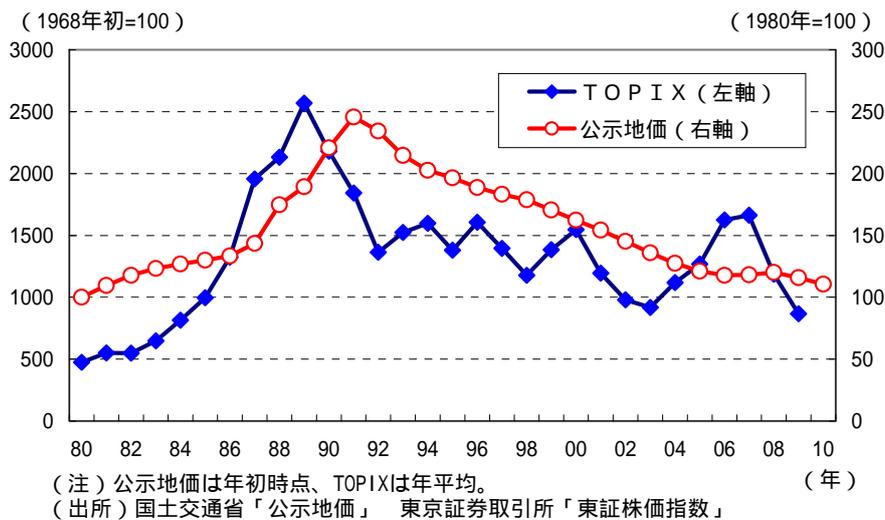
そもそも資産価格下落の影響は中立

資産価格の下落についても、経済全体で見ればゼロサム的であると考えられる。以前よりも安い価格で売った人がいるということは、必ず一方で以前よりも安い価格で買った人がいることを意味している。また、資産の売り手が受け取る金額と、資産の買い手が支払う金額はいつも同額であり、全体としてみれば、資産取引自体によって余裕資金が生じることはない。

もっとも、資産価格が上昇した際に、資産の保有者が自分の購買力が増えたと認識して支出を増加させる「資産効果」があるとされる。例えば、資産の保有者が、資産価格の上昇前よりも預金・現金を取り崩したり、借金を多目にしたりする可能性がある。価格上昇がバブルでなければそれが実力だといえ何ら問題はないのであるが、バブルであれば実力以上に借金をしてしまったことになり、バブル崩壊後には支出を抑制する必要があるが出てくる。

しかし、地価や株価の水準は1990年代に比べて低いため、資産価格が変動した場合の影響は当時に比べて小さくなってきていると言える。また、株価も地価も、1990年代のバブル崩壊の影響で下落が続いていた状況とは異なり、近年は、総じていえば横ばい圏で推移するようになっている(図表13)。

図表13. 株価(TOPIX)と公示地価



デット・デフレーションが起こる状況ではない

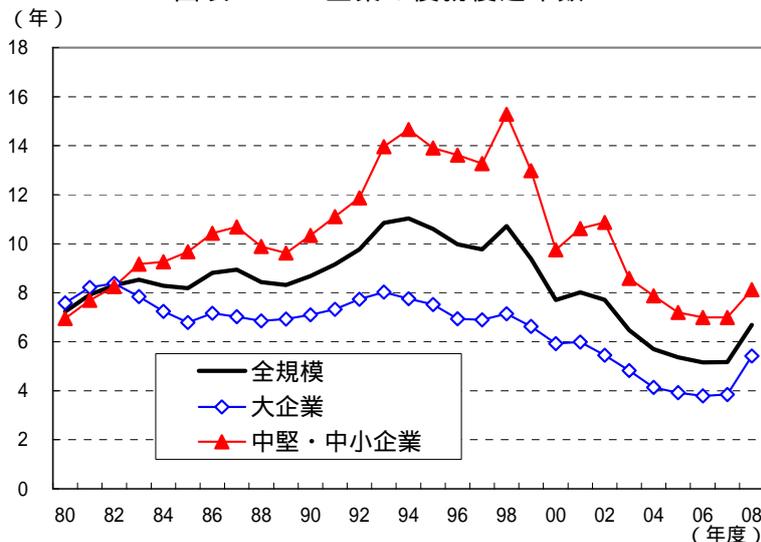
1990年代に問題だったのは、こうしたバブルの発生や崩壊による資産効果の働きによって単に景気変動が大きくなったということよりも、資産デフレが金融機能を低下させ、金融的な制約が企業部門の経済活動を抑制する要因になったことであった。

資産デフレが進行している場合には、資産デフレと景気悪化がスパイラル的に起こりやすいとされる。その場合に想定されているのは「資産価格の下落 担保価値の毀損・企業のバランスシート悪化 金融機関の貸し渋り 企業の投資抑制・資産売却 景気悪化・資産価格下落」などデット・デフレーションといわれるメカニズムである。大型の資産バブルが発生している最中に資産を担保にした融資が大量に行われると、バブル崩壊後に担保価値が減った企業は借入の返済を迫られ、支出の抑制を余儀なくされる。こうしたことが起きると、デット・デフレーションの可能性が高まる。

実際に1990年代のバブル崩壊局面では、企業が債務超過に陥って経営存続ができなくなったり、金融機関の自己資本比率が低下してリスクテイク能力が著しく悪化したり、場合によっては経営破綻することもあった。金融が円滑に行われなかったために経済取引が落ち込んでしまい、いわば実力よりも雇用や投資が抑制され、倒産や失業が増えてしまった可能性がある。

しかし、現在は1990年代の状況とは異なる。まず企業の借入の状況を債務償還年数（キャッシュフローに対する有利子負債の割合）でみていくと、大企業、中堅・中小企業ともに総じて過去に比べて債務の負担度合いは小さくなっている（図表14）。製造業については、リーマン・ショック後に大企業でも債務負担がかなり重くなったとみられるが、その後はコスト削減などが速いテンポで進められる一方で売上の持ち直しが続いているため、財務的な大きな制約が発生することはないだろう。また、資産価格変動の影響を受けやすいとされる産業である不動産業や卸・小売業などでは、債務償還年数は過去のピーク時に比べてかなり低下している。

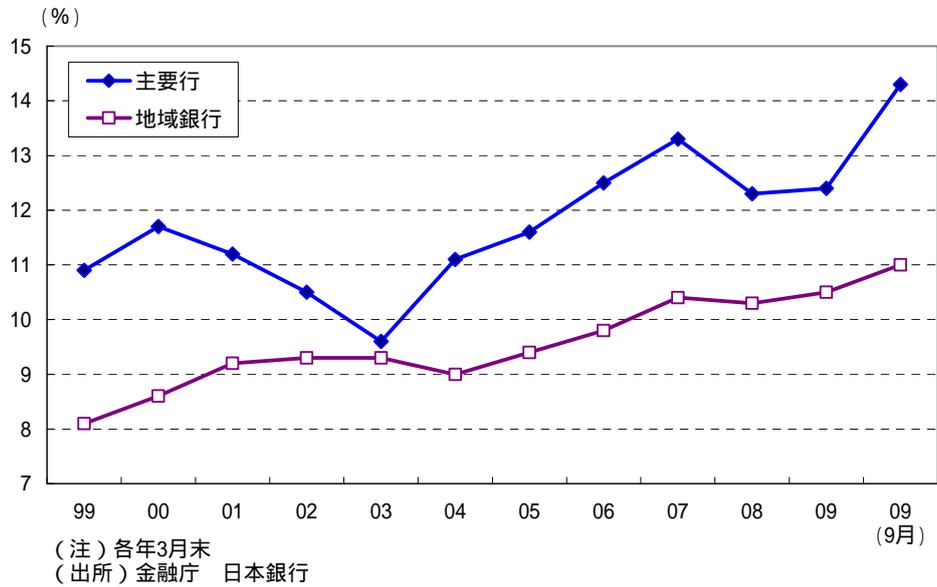
図表14. 企業の債務償還年数



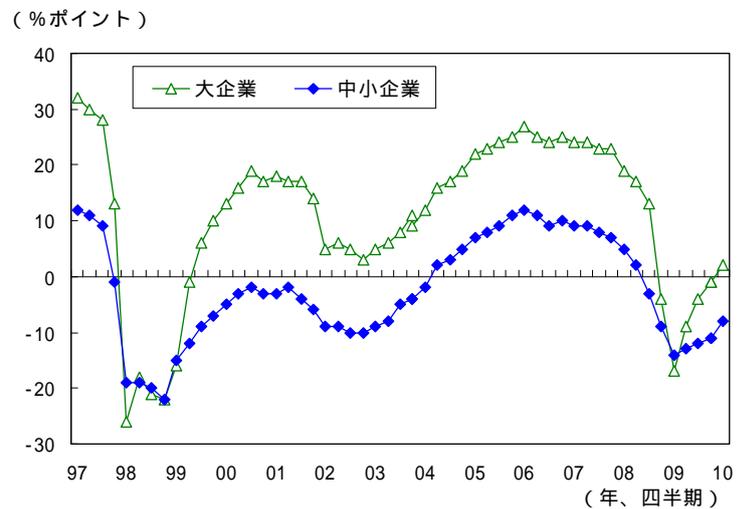
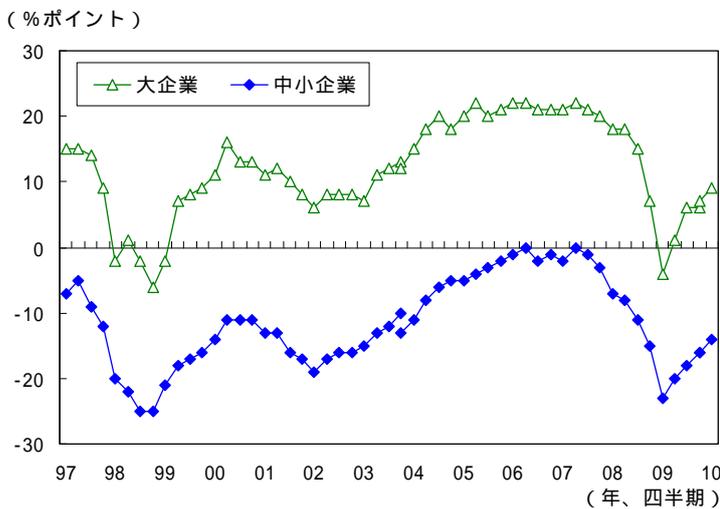
(注) 債務償還年数=(長短借入金+社債)/(経常利益/2+減価償却費)  
(出所) 財務省「法人企業統計年報」

また、1990年代後半に比べて財務体質が強化されていることもあり、銀行が自己資本比率を維持するために貸出を抑制せざるを得ない状況に陥る可能性も小さい(図表15)。実際、企業の資金繰りや企業からみた銀行の貸出態度はこのところ改善傾向で推移している(図表16)。

図表15. 銀行の自己資本比率の推移



図表16. 企業の資金繰りと金融機関の貸出態度



### 3. 日本経済停滞の本当の理由

以上みてきたように、総じてデフレ自体が日本経済の停滞をもたらしているとは言えず、デフレから脱却すれば自動的に日本経済の成長力が高まるわけではない。物価の変動率に関わらず、日本経済は何か根本的な問題を抱えているのではないだろうか。日本経済停滞の本当の理由は、企業の付加価値創出力の低下だと考えられる。

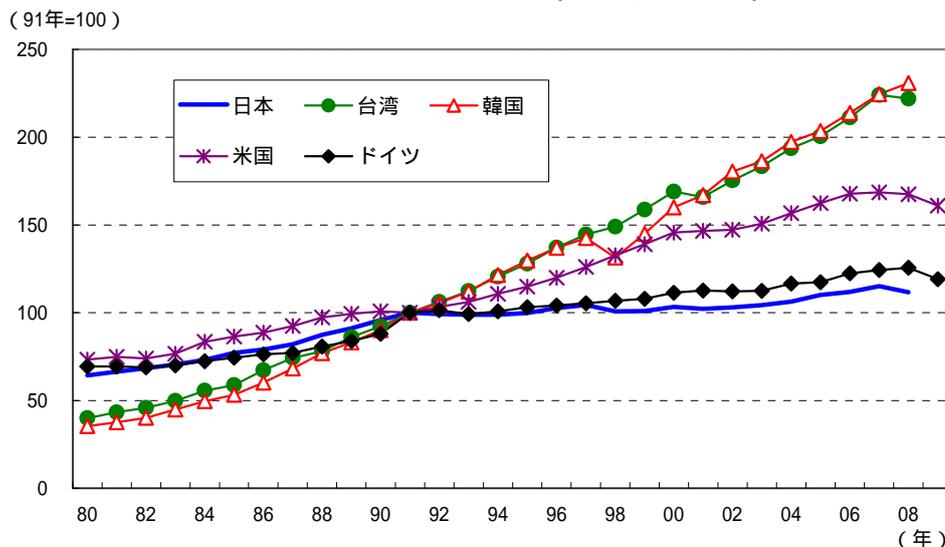
#### (1) 企業の付加価値創出力の衰え

日本では、物価下落の影響を除いた実質ベースでも、国全体が生み出す付加価値の総量が1990年代初めからあまり増えなくなっている。経済活動の成果として国民が生み出した付加価値総量を表す実質国民所得の推移を各国と比較すると、日本の伸びは、経済の発展段階が異なる台湾や韓国に大きく差をつけられているだけでなく、バブル崩壊以降は米国やドイツにも劣り、水準をみてもほとんど伸びなくなっている(図表17)。

実質国民所得の内訳をみると、付加価値のうち家計に分配される雇用者報酬の伸びは、韓国、台湾、米国には劣るものの、ドイツとはほぼ同程度を確保している。しかし、企業に分配される営業余剰等の伸びはドイツにも大きく劣っていることがわかる(図表18)。

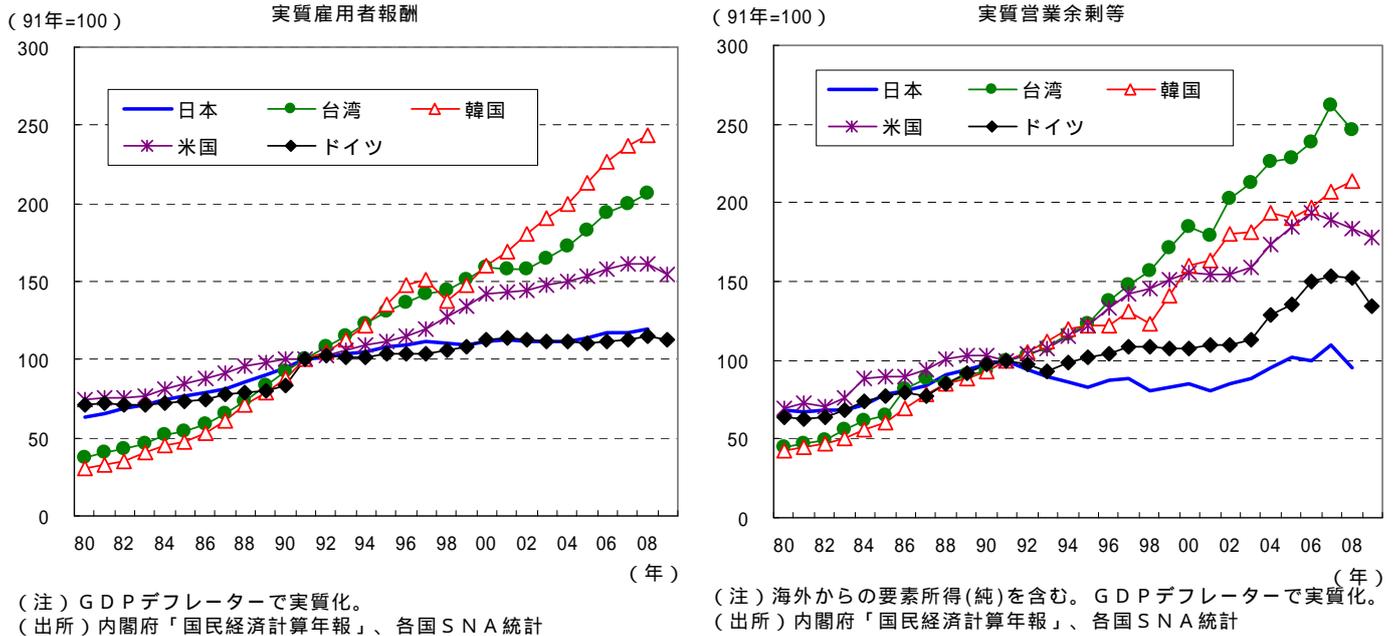
「企業が利益を溜め込んで雇用者へ配分しないので景気が本格的によくならない」としばしば指摘されるが、実際はむしろ「生み出す付加価値総量が増えない中で、企業は雇用者への配分は何とか維持している」というほうが実態に近い。各国の労働分配率を比較すると、日本は同じ先進国の米国やドイツと比べても高い水準にあることがわかる(図表20)。

図表17. 実質国民所得(要素費用表示)

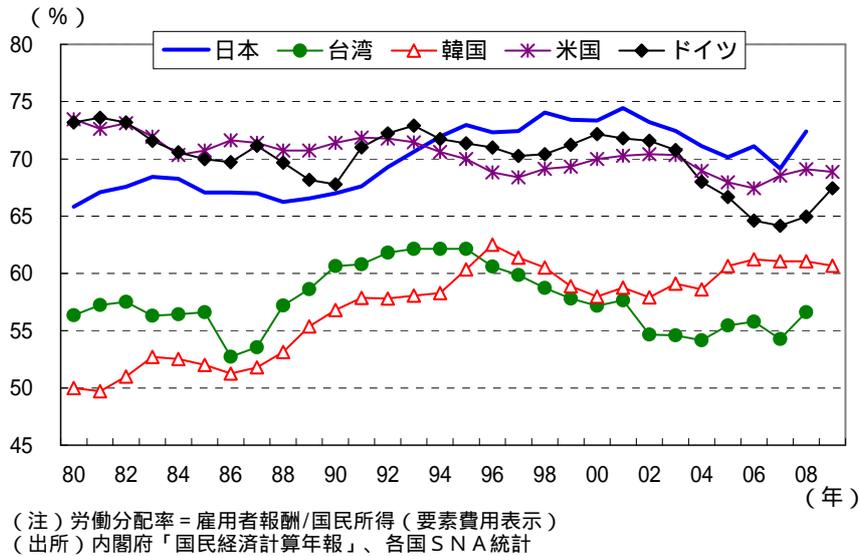


(注) 国民所得(要素費用表示)=雇用者報酬+営業余剰+海外からの要素所得(純)  
GDPデフレーターで実質化。  
(出所) 内閣府「国民経済計算年報」、各国SNA統計

図表 18 . 実質雇用者報酬と実質営業余剰等



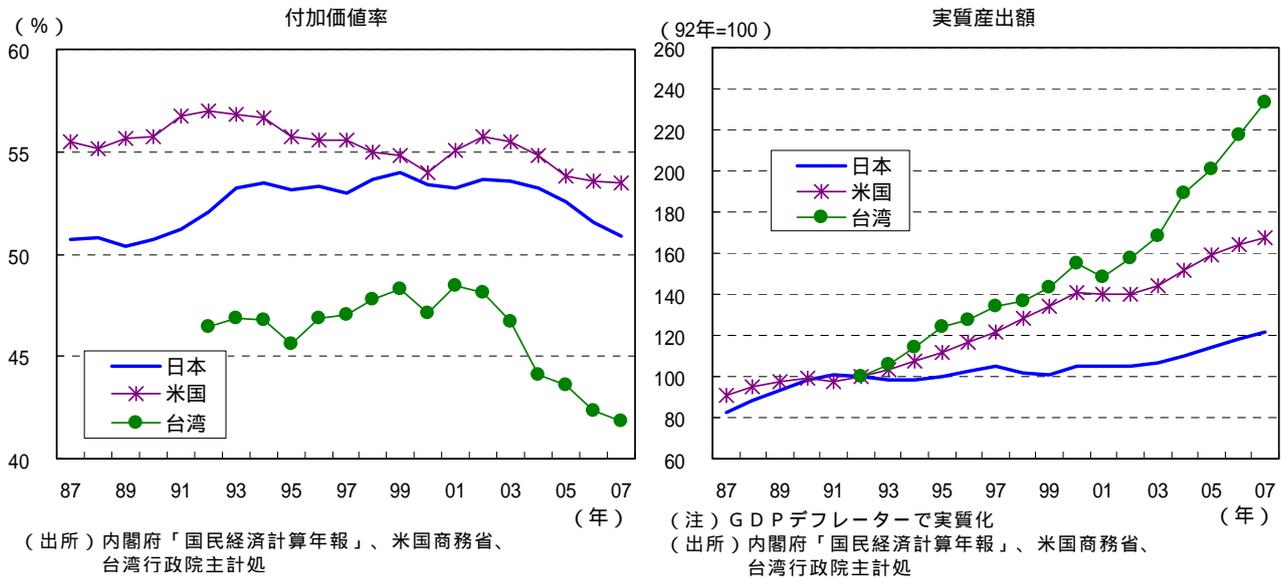
図表 19 . 各国の労働分配率



日本の付加価値総額が伸びなくなっているのは、国全体の売上 (= 総産出額) が増えなくなっていることに主な原因がある。売上 1 単位あたりの付加価値比率 (= 付加価値額 / 産出額。付加価値額 = 産出額 - 中間投入) を日本、米国、台湾の間で比較すると、日本は台湾に比べるとはるかに高く、米国と比べてもそれほど見劣りはしていない。また、過去に比べて日本だけが大きく低下しているわけでもない (図表 20)。一方、国全体での売上数量に相当する実質産出額 (産出額を GDP デフレーターで実質化) の伸びを同じく 3 ヶ国で比較すると、日本は米国、台湾に大きく劣っていることがみてとれる。一国の付加価値を生み出す主体は言うまでもなく企業である。

日本で付加価値総量が伸びなくなったのは、付加価値率を低下させるような効率性の悪化や技術水準の低下が起こったというよりも、企業が販路の拡大や潜在需要の掘り起こしができず、売上を十分に伸ばせなかったことに大きな原因があると考えべきだ。

図表 20 . 日米の付加価値率と実質産出額



(2) 日本企業が売上を伸ばすには何をすべきか

それでは、今後日本の企業が売上を安定的に伸ばしていくためにはどうすればいいだろうか。突き詰めて考えると、海外での販路を拡大するか、国内での1人あたりの消費額を引き上げることを通じて新たな需要を創出していくしかないと思われる。以下では、製造業とサービス業に分けて、売上低迷の要因や今後の展望などについて考えたい。

製造業～海外販路の拡大

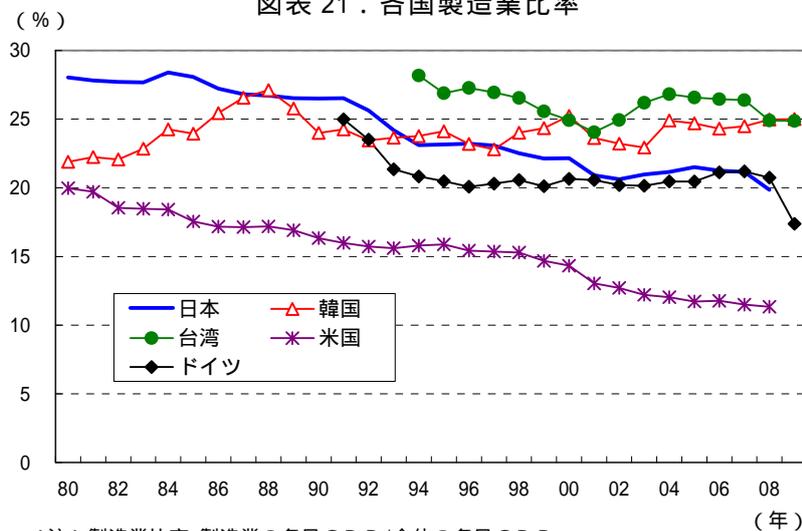
まず製造業については、売上低迷の要因として国内経済の成熟化が挙げられる。先行き人口の減少が見込まれ、耐久消費財の普及が高度に進んだ日本では、製造業が国内向け消費財の売上を伸ばすのが年々難しくなっている。製造業が安定的に売上を増やすにはやはり海外での需要をきちんと捉えていくことが重要であるが、日本企業はそれをこれまで十分に成しえていなかったとみられる。

日本の製造業比率 (= 製造業のGDP / 全体のGDP) は、韓国や台湾よりも低いが、米国よりは高く、ドイツとほぼ同じである (図表 21)。他方、日本の輸出比率 (総需要に占める輸出の割合) は、台湾、韓国、ドイツよりもはるかに低く、米国とほぼ同じ水準である (図表 22)。両比率の比較からは、近隣に中国を中心とした成長著しいアジア市場を抱えている割には、日本の製造業は輸出を十分に伸ばせていないことが示唆される。見方を変えれば、日本の製造業には海

外に向けて販路を拡大する余地がまだ十分に残っていると見えるだろう。

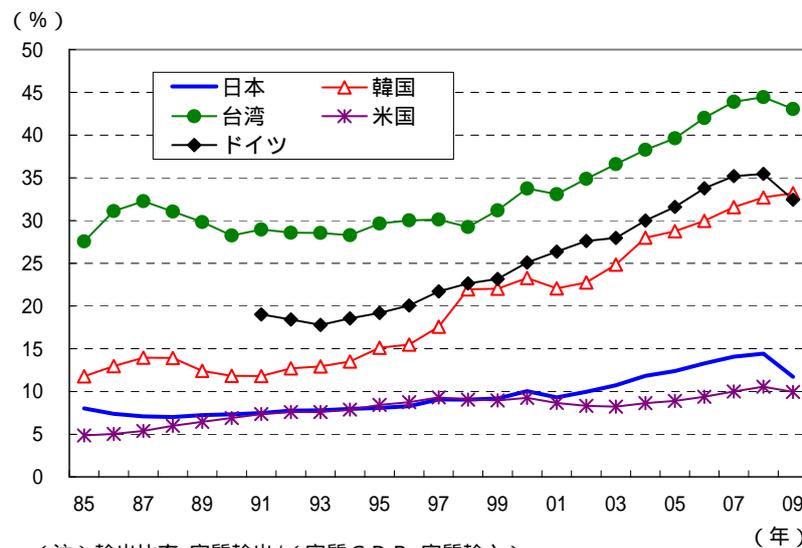
日本の人件費の高さなどを考えると、今さら新興国向けのローエンド商品を大量に製造し販売するビジネスモデルは国内では成り立たないだろう。国内で作った付加価値の高いハイエンド商品をいかに欧米だけでなく新興国の富裕層向けに販売していくかが、売上を伸ばしていく上で重要である。また、このところ鉄道や原子力発電など海外のインフラ需要を取り込む動きが出てきているが、製品をシステムとセットで販売する手法は日本の経験や技術をうまく活かせる可能性を秘めている。こうした動きを官民挙げて積極的に進めていく必要もあるだろう。すでに日本製品の良さを知っている既存の顧客層だけではなく、新たに日本製品の良さを知る層をいかに増やしていくのか。言うまでもないが、モノ作りの技術力を鍛えるだけでなく、現地のニーズを的確に捉えるマーケティングの力も問われているのである。

図表 21 . 各国製造業比率



(注) 製造業比率=製造業の名目GDP/全体の名目GDP  
(出所) 内閣府「国民経済計算年報」、CEIC

図表 22 . 各国輸出比率



(注) 輸出比率=実質輸出/(実質GDP+実質輸入)  
(出所) 内閣府「四半期別GDP速報」、CEIC

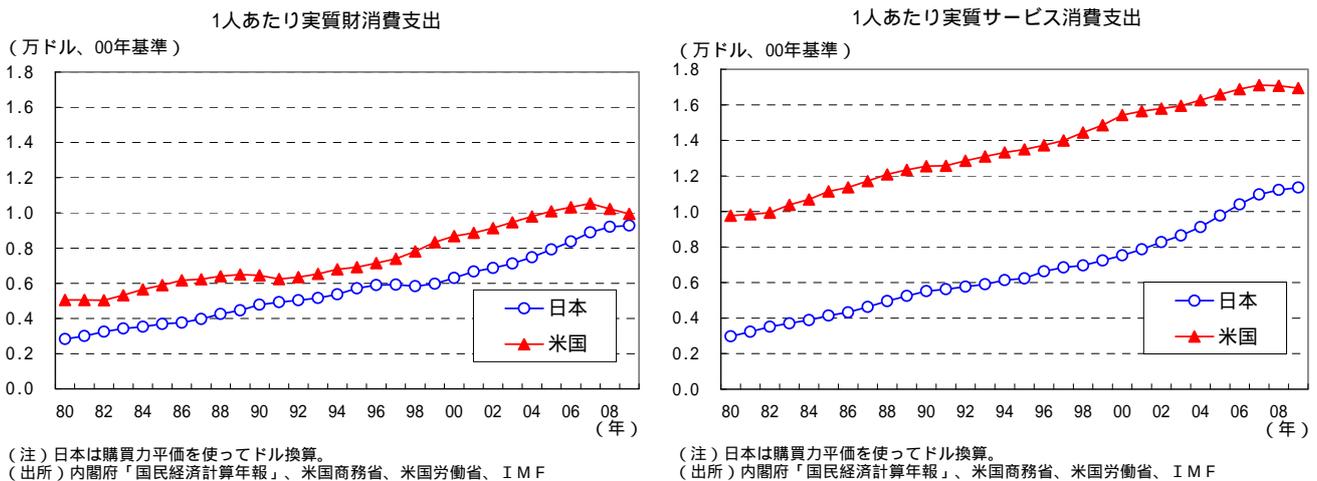
サービス業～国内における需給ミスマッチの解消

次にサービス業については、国内にまだ需要を伸ばす余地が十分にあることを指摘したい。輸出については、相手国のある話なので自らの努力だけでは思い通りに増やせない可能性もあるが、国内でのサービス需要の開拓は自国の努力でできるものである。

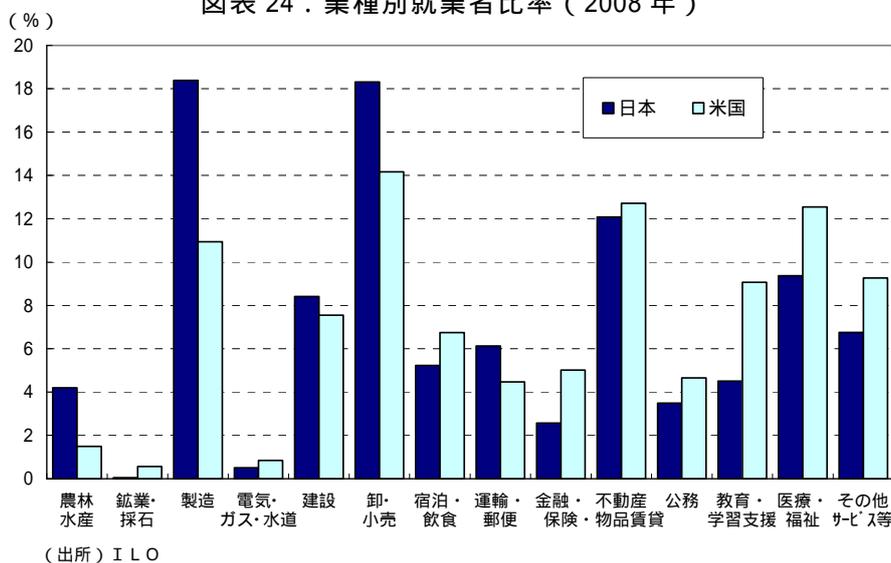
日本と米国の1人あたりの消費支出額（実質ベース）を比べると、衣服や食料品、家電などの「財」については足元で日本はほぼ米国と同じ水準となっているが、教育や医療、交通・通信などの「サービス」については、日本は米国の約3分の2の水準にとどまっております（図表23）。

一方で、日本のサービス産業の比重が抑えられていることは、就業構造など供給サイドのデータにも現れている。例えば、日本と米国の業種別就業者比率を比べると、米国では医療・福祉、教育などサービス業の比率が相対的に高い。一方、日本では、製造業や卸・小売などの比率が高い反面、多くのサービス業では米国よりも比率が低くなっており、十分な供給力が育ってない面もうかがえる（図表24）。

図表23. 1人あたりの実質消費支出額



図表24. 業種別就業者比率（2008年）



日本のサービス支出が米国よりも低い背景には社会風土的な側面<sup>4</sup>もあろうが、規制の存在などにより十分な供給体制が整備されていないため、本来の需要を抑え込んでしまっている面も大きいだろう。特に、子育て、医療、介護などでは、一部では多数の待機者が生じるなど超過需要が発生しているが、他方では十分な売上が確保できず経営難に陥る事業者も出ている。こうした需要と供給のミスマッチによって、経済全体では大きな損失が発生していると考えられる。

先にみたサービス価格と賃金の低迷についても、さほど需要が伸びないサービス分野に多くの雇用が向かっている結果だと解釈することもできる。逆に規制を緩和すれば、価格が上昇するサービス分野もあると考えられ、そうした分野に対応できる供給体制を作り上げることができれば、雇用を生み出すことにもなるだろう。

サービス分野での企業育成や雇用促進には、規制改革や個々人の職業訓練に加えて、社会保障制度の見直しなども合わせて必要になるかもしれない。企業や個人の負担を明確化することを伴うことになるが、雇用を創出して失業を解消すると同時に、分業、事業規模拡大、市場メカニズムの導入などによって生産性を向上させることができれば、供給力を高めると同時に国全体の所得増加をもたらすことになるだろう。

## おわりに

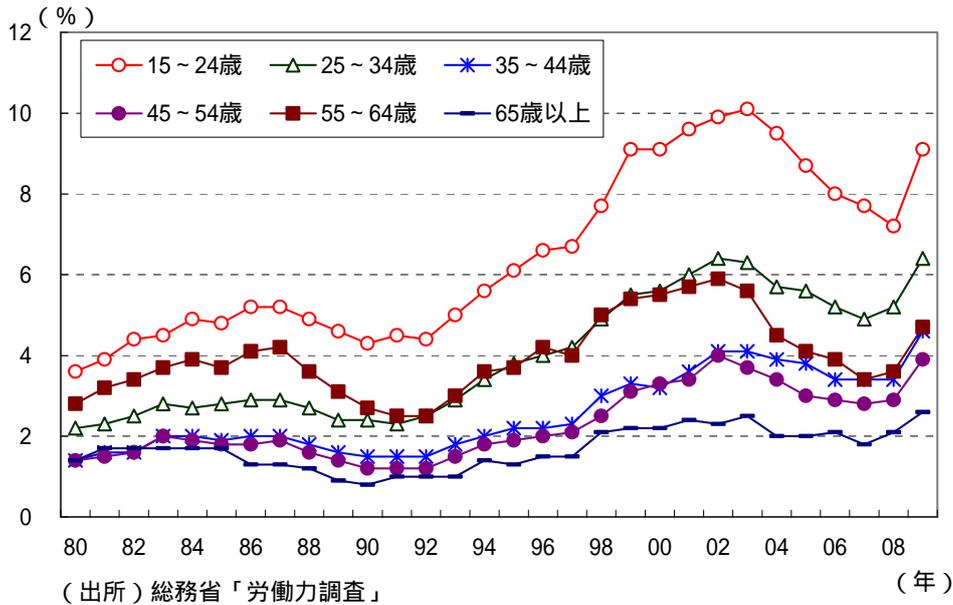
これまでみてきたように、国内外での需要の変化に供給側が対応できず、ミスマッチが生じていることが売上低迷の大きな要因だと考えられる。こうしたミスマッチを放置してきたことが若年層の苦境につながっている。

1990年代以降、若年層の雇用環境は厳しさを増し、失業率は他の年齢層よりも大幅に悪化した（図表25）。日本の雇用慣行では学校卒業年に就職できないと、その後のスキル向上が困難になっていくという問題がある。このため、近年の若年層は、経済的にも厳しい環境に置かれてしまった。例えば、年齢階層別の平均的な純金融資産の推移をみると、各年齢層とも過去に比べて水準が下がってきているが、特に20歳代～30歳はマイナス圏に落ち込んできており、以前の同じ世代のような蓄えができていない様子がみてとれる（図表26）。

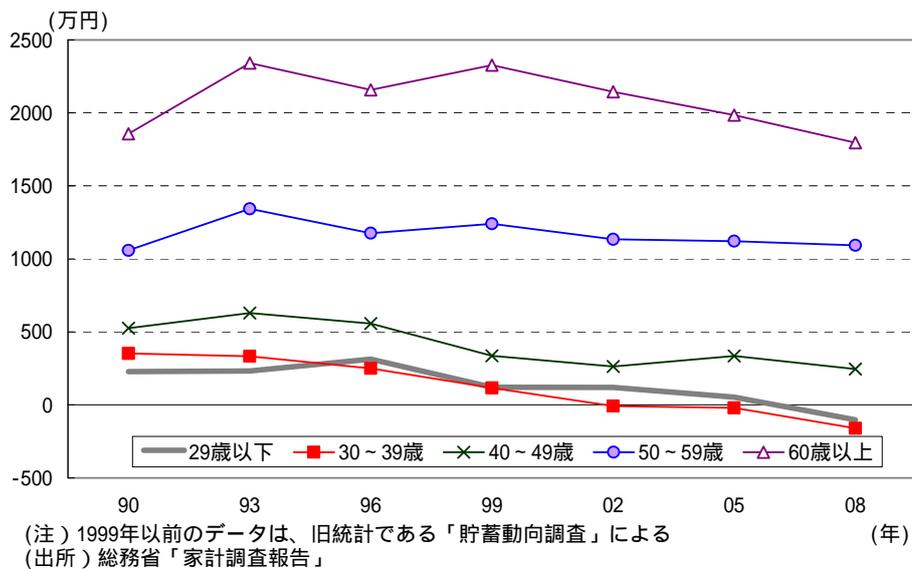
仕事のスキルが向上せず、収入を増やしにくい世代が発生してしまうと、日本経済全体にとっても所得や需要の伸び悩みを通じて、累積的に損失が生じてしまう。こうした問題への対処方法としては、減税や金融緩和といったマクロ経済政策よりも、企業に若年層の人員採用を促すような直接的な政策の方が有効だと思われる。しかし、財政負担が生じることになり、結局、誰かの所得を他者に回すだけにおわる可能性がある。より根本的な解決策として、衰えが目立っている企業の付加価値創出力を伸ばしていくことがやはり重要である。

<sup>4</sup> 例えば、子育てや介護は家族が担うものという意識が強いとこうした仕事の産業化は進みにくい、など。

図表 25 . 年齢階級別失業率の推移

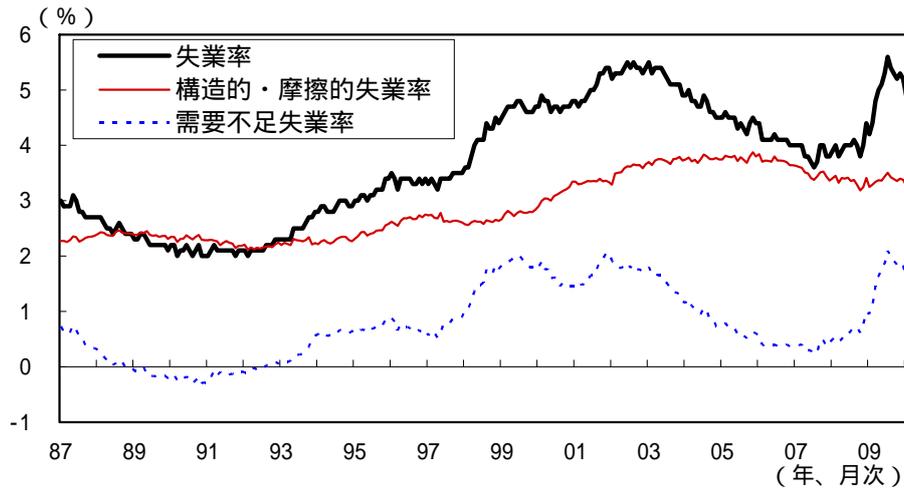


図表 26 . 年齢別にみた純金融資産の推移



日本の失業率の変動を、需要不足によるもの（需要不足失業率）と雇用のミスマッチによるもの（構造的・摩擦的失業率）に分けてみていくと、1990年代以降、雇用のミスマッチによるものが徐々に上昇していることがわかる（図表 27）。これは、需要がすでに弱まっている分野に供給力が貼り付いたままになっている一方、本来需要が伸びている分野に十分な供給力が提供されていないことを示唆している。これまでみてきたように、日本の企業が売上を安定的に増加させるには、潜在需要の発掘とそれが可能となる供給体制の再構築が必要であり、インフレを起こせば自動的に日本経済の成長力が高まり、失業などの雇用問題が解決するわけではない。需要に見合った産業構造への転換を粘り強く続けていくことが、日本経済が長期的な低迷から脱するためには不可欠だと考えられる。

図表 27 . 失業率の推移



(注) 欠員率と一致する失業率を構造的・摩擦的失業率として試算  
 (出所) 厚生労働省「一般職業紹介状況」、総務省「労働力調査」

- ご利用に際して -

- 本資料は、信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一した見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所:三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡下さい。