人を思う。未来を思う。
商工中金

脱デフレ宣言への道のり

～先行きはまだまだ遠い～

2016 年 2 月 2 日　調査部
担当　鈴木　潤
TEL：03-3246-9370

1.「デフレではない」≠「デフレ脱却」

・　安倍首相は、2016 年の年頭記者会見で、「『もはやデフレではない』という状況を創り出すことができた」とする一方で、「残念ながらまだ道半ばで、デフレ脱却というところまで来ていないのも事実」と述べられた。
・　一見すると矛盾する発言のようだが、首相は用語を厳密に使い分けて発言している。その後の予算員会においても、「デフレでない状況を作り上げた」とする一方で、デフレ脱却については「再びデフレに後戻りすることがないかどうか総合的に判断する」としている。
・　黒田日銀総裁も「私は、すでにデフレ、つまり、物価が持続的に下落するという状況ではなくなっていると思っているが、2%の物価安定目標を実現し、またデフレに戻ってしまうというリスクがなくなっているところまでいかないかぎり、やはり『デフレから脱却した』と堂々と言えるような状況ではない」（1 月 8 日 NHK インタビュー）と発言している【図表 1】。
・　このように、「デフレでない」と「デフレ脱却」は異なる概念として使用されているが、誤解されやすい面を孕んでいる。本稿では、「デフレ脱却」のための諸条件を解説するとともに、なぜデフレ脱却宣言がなされないのかをみていく。

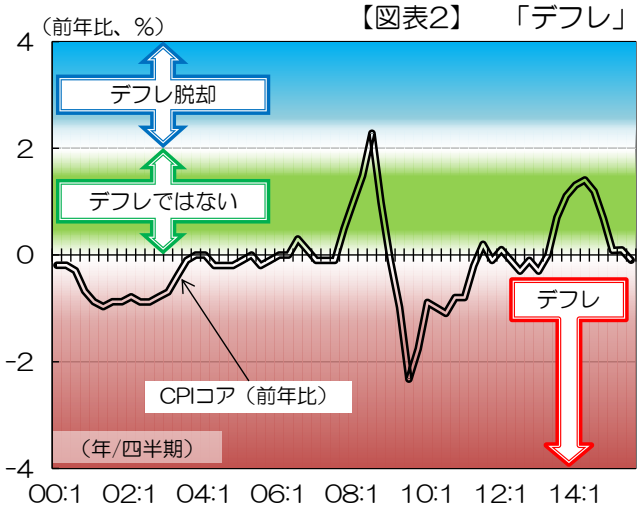
【図表1】　「デフレ脱却」についての最近の要人発言

日付	要人	発言内容	備考
2015.1.12	甘利　経済再生担当大臣	「デフレ脱却ということは、多少のことでは戻らないこと（を指す）」 「もう少し慎重に見極めたい」	インタビュー
2015.3.17	安倍　首相	「現在はデフレではないという状況だが、デフレから脱却していない」	参院予算委員会
2015.4.28	西村　内閣府副大臣	「（デフレ脱却宣言は）そう簡単ではない」	インタビュー
2015.6.2	甘利　経済再生担当大臣	「いつデフレ脱却宣言ができるかは、デフレに戻らない足腰の強さが確保された時だ」	記者会見
2015.6.2	榊原　経団連会長	「今年（2015年）のある時期に政府・日銀がデフレ脱却を宣言できるのではないか」	インタビュー
2016.1.1	榊原　経団連会長	「（2016年は）デフレ脱却宣言ができるような年にしたい」	インタビュー
2016.1.4	安倍　首相	「まだまだ道半ばではありますが、『もはやデフレではない』という状況を創り出すことができました」 「残念ながら道半ばでありまして、デフレ脱却というところまで来ていないのも事実であります」	年頭記者会見
2016.1.4	甘利　経済再生担当大臣	「デフレ脱却宣言ができれば最高だと思います」 「総合的判断をして、その判断結果が、再び少々のことではデフレに戻らないという強靭な経済体躯になったという判断、総合的判断ができたときに、デフレ脱却という認識が持てるのだと思っております。それを宣言するかどうかは、政府としては、全く決まっておりません」	記者会見
2016.1.8	黒田　日銀総裁	「私は、すでにデフレ、つまり、物価が持続的に下落するという状況ではなくなっていると思っているが、2%の物価安定目標を実現し、またデフレに戻ってしまうというリスクがなくなるところまでいかないかぎり、やはり『デフレから脱却した』と堂々と言えるような状況ではない」	NHKインタビュー
2016.1.13	安倍　首相	「デフレではない状況を作り上げた」 「（デフレからの脱却は）再びデフレに後戻りすることがないかどうか総合的に判断する」	衆院予算委員会

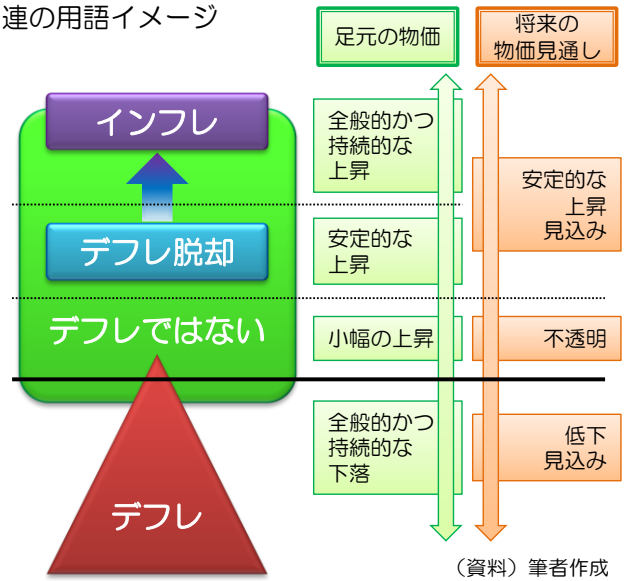
（資料）各種報道

・　まず、政府（内閣府）による用語の定義をみていくと、「デフレ（デフレーション、deflation）」とは、「物価の持続的な下落」とされている。より丁寧に表現するならば、デフレは、物価が全般的かつ持続的に下落する現象であり、価格下落が急激であっても一部の商品に限定的である場合や、1 回限りの価格下落はデフレとされない。「デフレではない」とは、多くの品目の価格が持続的に下落する状況が解消された、ということである。
・　対して、「デフレ脱却」とは、「物価が持続的に下落する状況を脱し、再びそうした状況に戻る見込みがないこと」と定義されている。即ち、将来の物価動向をも含んだ概念となっている。【図表 2】

【図表2】　「デフレ」関連の用語イメージ



（注）物価上昇率による用語の区分けは便宜的表示であり、数値的な境界が設定されている訳ではない
（資料）総務省「消費者物価指数」、内閣府「月例経済報告」



（資料）筆者作成

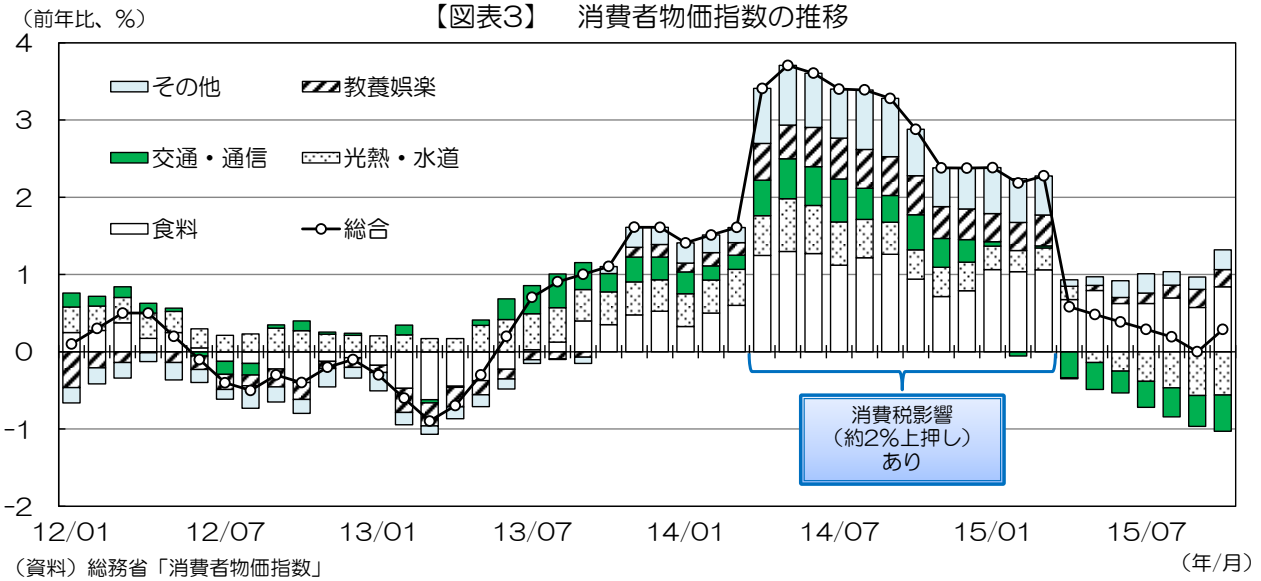
2.「デフレ脱却」を構成する 4 指標

・　デフレ脱却を決める際には、次の 4 指標から総合的に判断される。①消費者物価指数（CPI）、②国内総生産デフレーター（GDP デフレーター）、③単位労働コスト（ユニットレーバーコスト、ULC）、④需給ギャップ（GDP ギャップ）であり、以下では各指標の足元の動向をみていく。

・　①消費者物価指数は、全国の世帯が購入する財やサービスの価格変動を測定した指標である。日本銀行も生鮮食品を除く総合指数（コア）について、対前年比 2%上昇を物価目標に設定するなど、CPI は物価指標の代表格として注目される。

・　最近の CPI の動きをみると、総合指数・コアともに物価の伸びは縮小傾向にある。13 年半ばにプラスに転じて以降、消費税率引き上げ影響も加わって上昇が続いていたが、足元の伸び率はほぼゼロにまで縮んでいる。縮小の要因は原油価格の低下にあり、家計に対しては電気料金などの光熱費や、ガソリンなどの交通費の下落をもたらした。【図表 3】

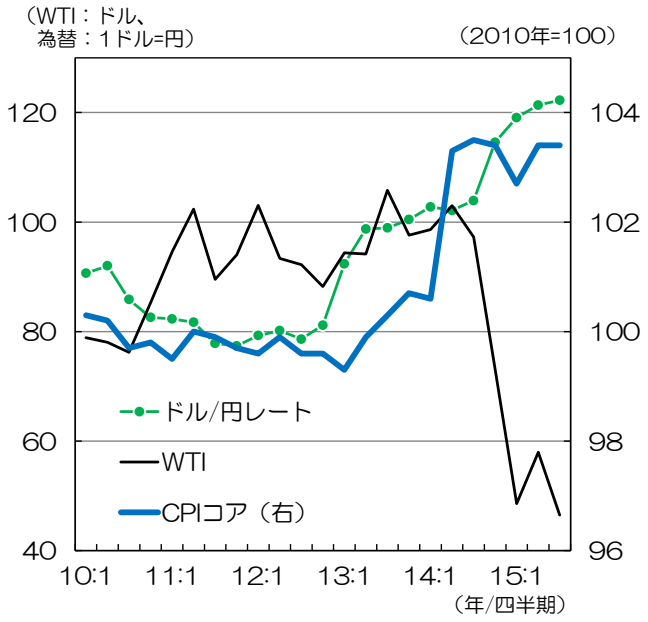
【図表3】　消費者物価指数の推移



（資料）総務省「消費者物価指数」

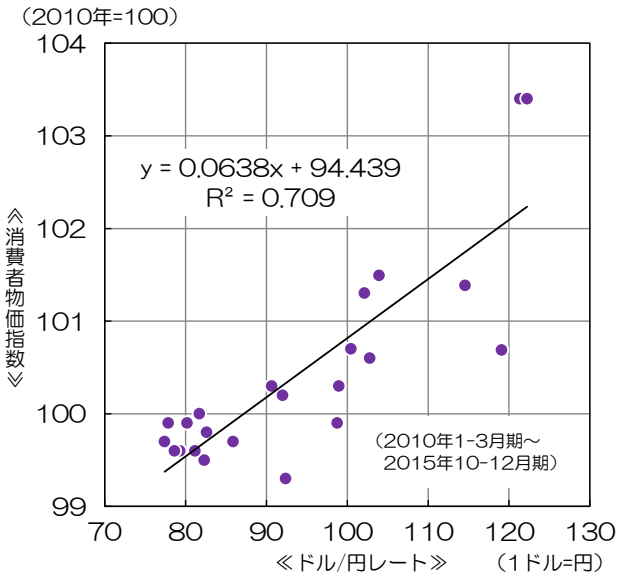
・　原油価格下落の一方で、為替レートは円安水準にあり、エネルギー以外の輸入品価格を押し上げ、消費者物価との連動性も高い。購入頻度の高い食料品は、輸入品を中心に価格上昇が続いており、生活実感レベルでの物価の体感温度を高めているとみられる。【図表 4】【図表 5】

【図表4】　為替・原油価格と物価水準



（資料）総務省「消費者物価指数」、日経FQ

【図表5】　為替と物価水準の相関

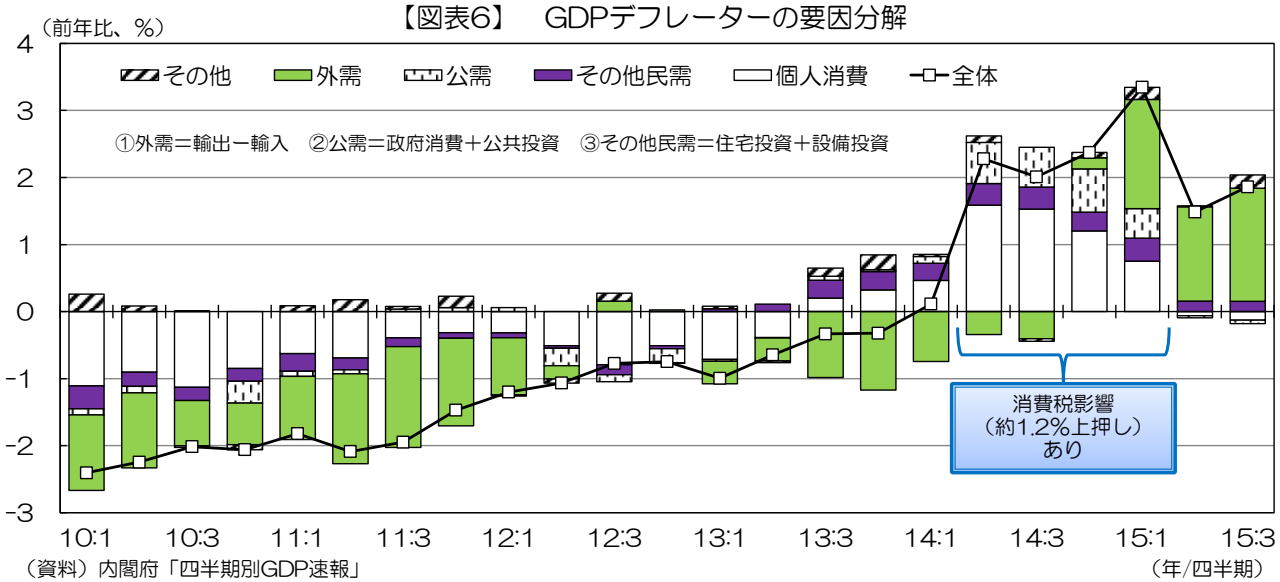


（注）2014年度の消費税率引き上げ影響を除く
（資料）総務省「消費者物価指数」、日経FQ

・　②GDP デフレーターは、GDP の名目値から実質値を求める際に使用される物価指標である。付加価値を単純集計した名目値では、その増減が価格変動によるものか、数量の増減によるものか分からない。そこで、デフレーターという物価指標を用いて名目値から実質値に変換し、物価変動の影響を取り除いて経済変動を分析する。

・　最近の GDP デフレーターの前年比の動きをみると、14 年 1-3 月期にプラスに転じて以降は、消費税率の引き上げ影響が生じた期間を経て、足元でも＋2%弱の上昇を続けている。【図表 6】

【図表6】　GDPデフレーターの要因分解



（資料）内閣府「四半期別GDP速報」

・ ここで注意が必要なのは、GDP 統計における輸入物価の扱いである。輸入品価格の上昇に伴う、世の中の消費者物価全体の上昇は、消費者感覚と合致し理解しやすいだろう。ところが、GDP 統計において輸入は控除項目（差し引かれる項目）であるため、輸入デフレーターの上昇は全体の GDP デフレーターの下押し要因となる。即ち、最近の原油価格の下落に伴って低下している輸入デフレーターは、全体の GDP デフレーターを引き上げる方向に寄与している。【図表 7】

・ 最近の GDP デフレーターの上昇には外需が大きな寄与を占めている。全体と輸入デフレーターの動きを比較すると、14 年末に原油価格が下落し始めた頃から変化の方向性が連動していることもあり、足元の GDP デフレーターの上昇は原油安に支えられているとみられる。【図表 8】

【図表7】　GDPにおける輸入の位置付け

GDP＝民需＋公需＋外需
　＝（個人消費＋住宅投資＋設備投資）
　　＋（政府消費＋公共投資）＋（輸出－輸入※）

※輸入は他国による付加価値の増加のため、GDP統計では控除項目

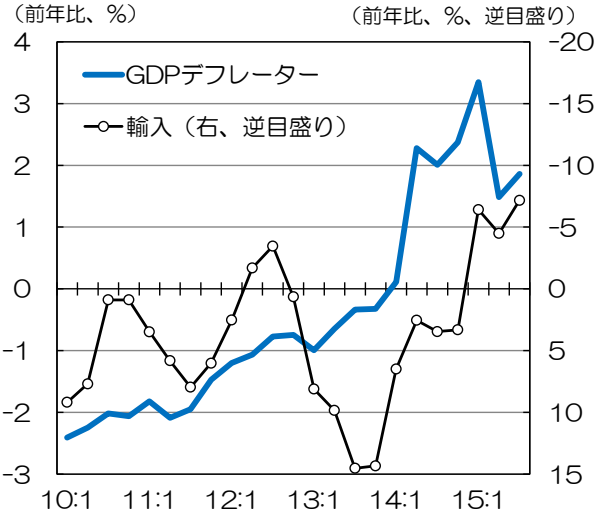
⇒輸入デフレーターの上昇はGDP全体のデフレーターの下押し要因

　⇒原油安などで輸入物価が低下すると、GDPデフレーターは押上げられる

＜他の条件が変わらない場合…＞

		経済環境の変化					
		原油価格下落	原油価格上昇	円高	円安	安い輸入品の増加	高い輸入品の増加
GDP統計	輸入デフレーター	↘	↗	↘	↗	↘	↗
				↓			
	GDPデフレーター	↗	↘	↗	↘	↗	↘

【図表8】　全体と輸入デフレーターの比較



（資料）内閣府「四半期別GDP速報」

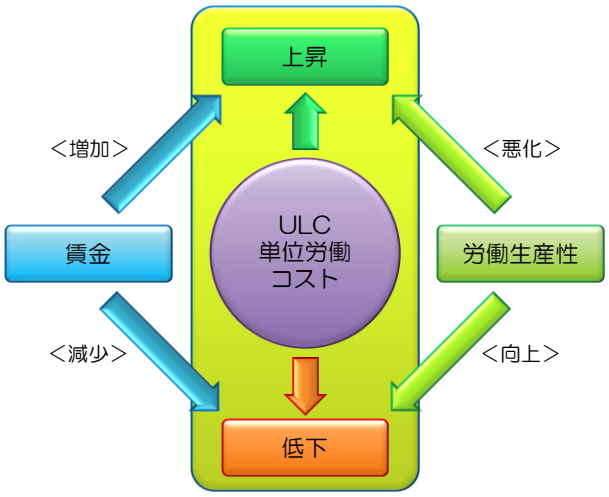
・ ③単位労働コスト（ULC）は、財やサービスを 1 単位生み出すのに必要な労働費用で、人件費を生産量で割って算出する。具体的には、賃金と労働者数を掛け合わせた「名目雇用者報酬」を実質 GDP で割って求める。

・ ULC が物価動向の指標とされるのは、需要面からの物価変動を観察するためであろう。ULC の上昇を以って物価上昇を考察する際は、所得の増加による家計の購買力向上に伴って、需要増加が価格上昇圧力に波及すると考える。

・ ただし、設備の高度化や労働者の能力向上などで労働生産性が高まると、ULC は低下する（逆に労働生産性が下がると、ULC は上昇する）ため、ULC が上昇している場合にも、その要因もみておく必要がある。【図表 9】

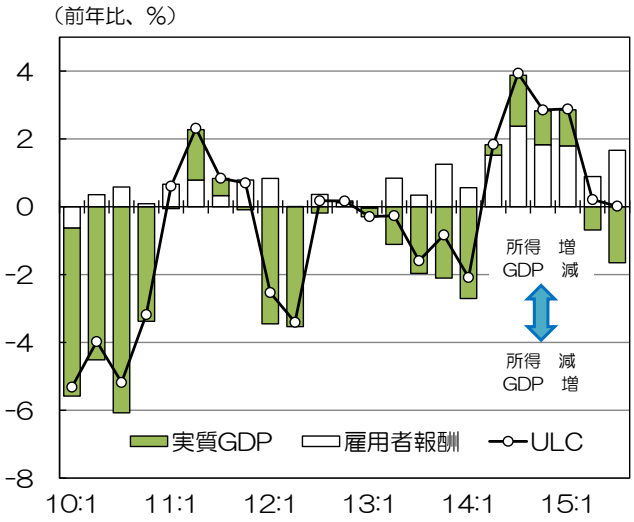
・ ULC の最近の動向は、14 年は上昇していたが、15 年は伸び率がほぼゼロ近傍まで低下し、マイナスとなるのも目前である。ただし、変化を要因分解すると、GDP は増加し、雇用者報酬（所得）も増加が続いている。ULC の改善が遅れているのは、GDP の増加と比べて、所得の増加幅が小さいためだ。一方で、労働生産性は向上しているという側面もあり、一概に良し悪しは決められない。【図表 10】

【図表9】　ULCの変化要因



（資料）日本経済新聞「きょうのことば」（2015年12月6日）

【図表10】　ULCの要因分解

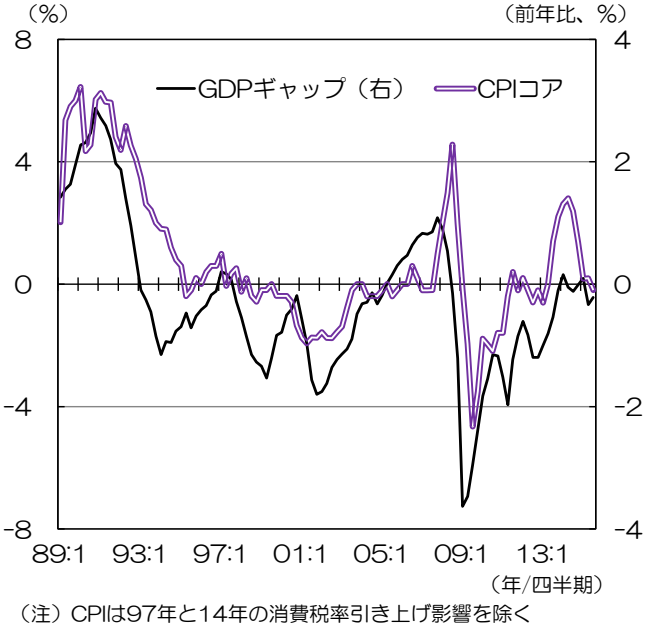


（資料）内閣府「四半期別GDP速報」

・　④GDP ギャップは、総供給と総需要の乖離を指し、実際には実質 GDP と潜在 GDP の差から求める（「GDP ギャップ＝（実質 GDP－潜在 GDP）÷潜在 GDP×100」の式から、潜在 GDP に対する比率で示すことが多い）。潜在 GDP[1]とは、労働者の働きや機械などの資本が平均的に稼働した場合に達成される GDP で、実際の GDP が潜在 GDP を下回ると、GDP ギャップはマイナスの値となる。

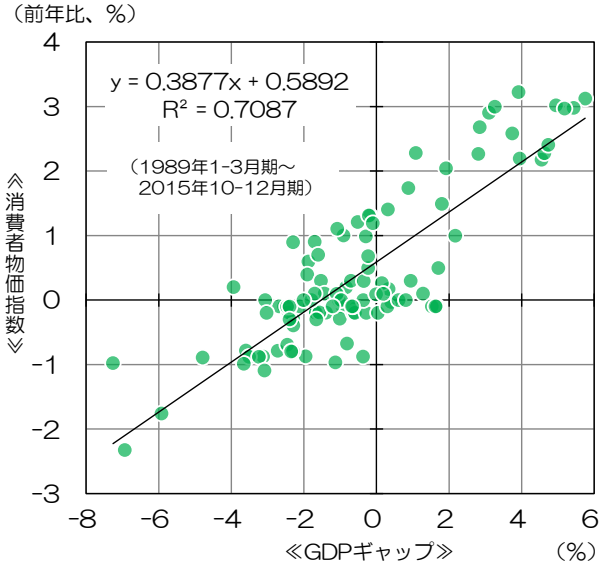
・　GDP ギャップと物価の関係では、長期的に見た場合に、緩い相関関係にあると言える。GDP ギャップから物価への波及経路は、GDP ギャップがプラス（需要が供給能力を上回る）の場合は需要超過であることから物価は上昇しやすく（ディマンドプル・インフレ）、GDP ギャップがマイナスの場合は物価下押し要因となる。【図表 11】【図表 12】

【図表11】　GDPギャップとCPIの推移



（注）CPIは97年と14年の消費税率引き上げ影響を除く
（資料）日本銀行、総務省「消費者物価指数」

【図表12】　GDPギャップと物価の相関

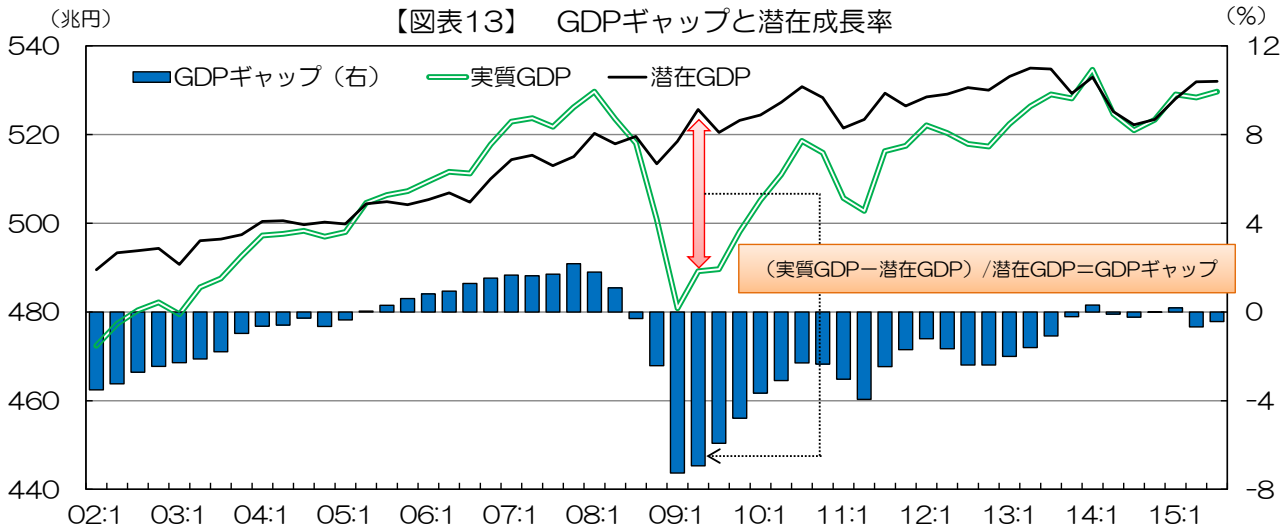


（注）GDPギャップを1四半期先行させて表示している
　　消費者物価は97年と14年の消費税率引き上げ影響を除く
（資料）日本銀行、総務省「消費者物価指数」

[1] 潜在 GDP は観測可能な指標ではないため、推計によって数値化するが、推計の前提条件などによって算出される潜在 GDP も大きく変わってくるため、潜在 GDP を使用する際は幅を持ってみる必要がある。本稿で使用する日本銀行による推計値のほか、内閣府による推計値も公表されている。

・ 2009 年にリーマンショックで大きく拡大した GDP ギャップのマイナスは、足元はゼロ近傍で一進一退の動きを示している。成熟期にある日本経済では、実質 GDP・潜在 GDP ともに伸びにくくなっており、両者の乖離が縮小しているが、今後 GDP ギャップがプラス傾向となるのかは不透明だ。また、潜在 GDP の低下によって GDP ギャップが改善しても、日本経済の弱体化を伴ったものであり、好ましいものではない。【図表 13】

【図表13】 GDPギャップと潜在成長率



（注）潜在GDPは、日銀が公表するGDPギャップから逆算している
（資料）日本銀行

・ 以上、4 指標の足元の動きは、概ねプラス圏内で推移しており、「デフレではない」との判断も妥当な状況にある。しかし、プラス幅は小さく、安定した物価上昇を継続しているとは言えないだろう。
・ さらに、消費者物価の前年比マイナスへの転落や、単位労働コストが伸び率ゼロとなるなど、各指標の伸び率は縮小傾向にある。変化の方向は、横ばいから下向きの基調にあり、「デフレ脱却」を宣言するには、少し遠ざかっていると言える。【図表 14】

【図表14】 物価指標の足元の動向

	「デフレ脱却宣言」4指標							
	消費者物価		GDPデフレーター		単位労働コスト		GDPギャップ	
足元の動向	小幅の上昇	△	上昇	○	前年比横ばい	△	0%近傍で一進一退	△
最近の変化の方向	↘		→		↘		→	

（資料）筆者作成

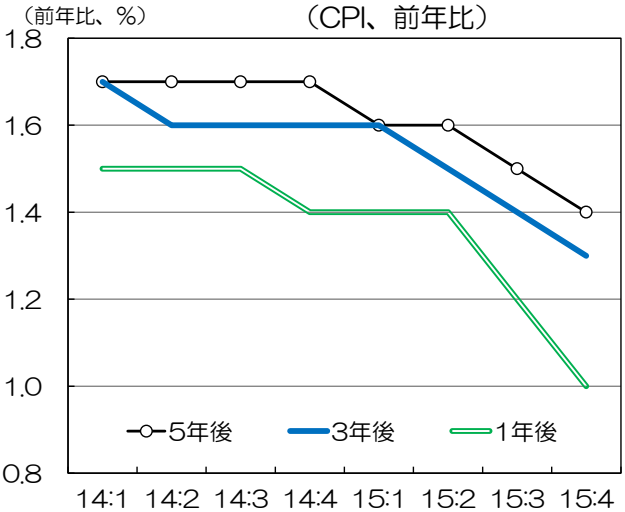
3. インフレ期待

- 「デフレ脱却」を宣言するためには、ここまでの 4 指標が安定的に上昇することに加えて、「再びデフレに戻る見込みがない」という条件もある。再びデフレに戻らないためには、人々が将来の物価上昇を予想し、現在の経済活動に反映させることが必要であり、この時の物価の上昇予想を「インフレ期待」、予想される物価の上昇幅を「期待インフレ率」と呼ぶ。
- 期待インフレ率は観測できないため、推計する必要があり、①アンケート調査、②物価連動債の利回りを使用する方法がある。
- ①アンケート調査による家計の物価見通しは、内閣府の「消費動向調査」や日本銀行の「生活意識に関するアンケート調査」で定期的に公表されている。本稿では、消費動向調査における「家計の 1 年後の物価見通し」をもとに「インフレ期待指数[2]」を試算した。インフレ期待指数の推移をみると、14 年末をピークに足元は低下しており、期待インフレ率が下がっているとみられる。【図表 15】
- 日本銀行も期待インフレ率を重視しており、近年「短観」の調査項目として物価見通しが追加された。1、3、5 年後の物価上昇率はいずれも縮小しており、期待インフレ率は低下しているとみられる。【図表 16】

【図表15】　インフレ期待指数と物価の推移

（注）インフレ期待指数は「消費動向調査」より筆者が算出
（資料）総務省「消費者物価指数」、内閣府「消費動向調査」

【図表16】　企業経営者の物価見通し（CPI、前年比）

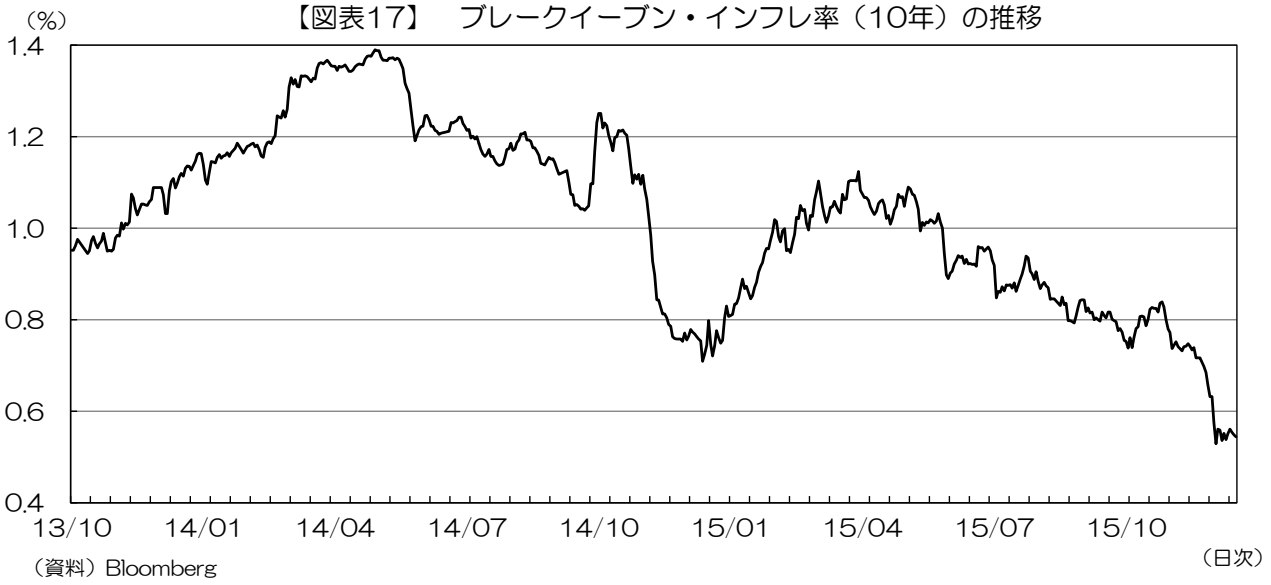


（資料）日本銀行「短観」

- ②物価連動債の利回りを使って算出する期待インフレ率を「ブレークイーブン・インフレ率（BEI）」と呼び、BEI＝「通常の国債利回り」－「物価連動債の利回り」で求められる。近年の BEI は、14 年春をピークに低下傾向にあり、期待インフレ率は下がっているとみられる。【図表 17】

[2] 内閣府「消費動向調査」では、物価の上がり方が今後 1 年間に今よりも高くなると思うかという質問に対し、「上昇する」「変わらない」「低下する」という選択肢と、「上昇」及び「低下」はそれぞれ「2%未満」「2%以上～5%未満」「5%以上」と変化幅についても回答がある。「インフレ期待指数」は、「変わらない」に 0、「2%未満の上昇/低下」に±1/3、「2%以上～5%未満の上昇/低下」に±2/3、「5%以上の上昇/低下」に±1 のウェイトをそれぞれ乗じ、指数化したもの。現実の消費者物価指数の動きと比較すると、指数が高くなりやすい傾向がみられるため、指数の水準よりも時系列での変化に注目した使い方が妥当である。

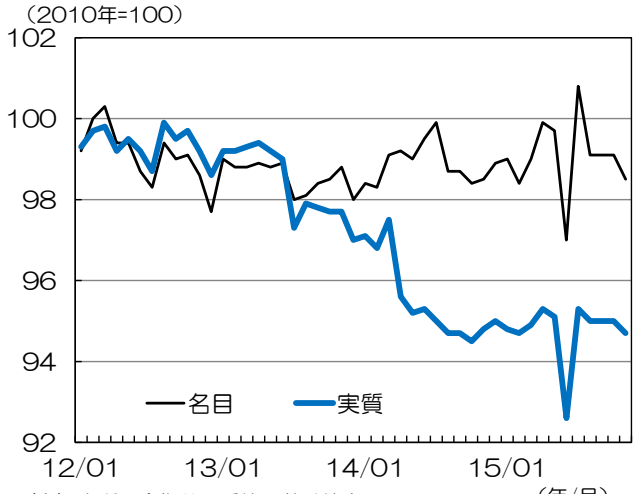
【図表17】　ブレークイーブン・インフレ率（10年）の推移



（資料）Bloomberg

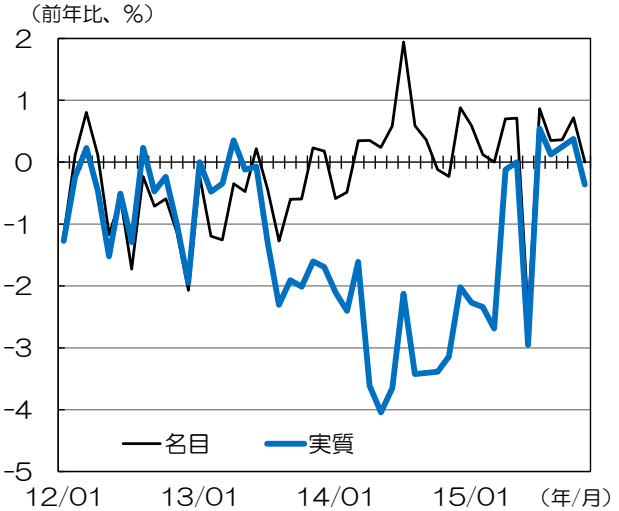
- 期待インフレ率は、いずれの指標でも低下傾向であり、「再びデフレに戻る見込みがない」という条件をクリアできない状況にある。期待インフレ率が安定的に上昇傾向とならなければ、政府はデフレ脱却宣言を行うことができないと見込まれる。
- 人々のインフレ期待を醸成するには、やはり所得の増加による購買力の改善が必要であろう。「アベノミクス」によって、円安・株高は達成されたが所得の改善は遅れている。特に、実質所得は消費税率が引き上げられたこともあって、伸び悩みの状況が長らく続いてきた。【図表 18】【図表 19】
- 今後は、企業収益の改善に伴う所得の増加と、購買力が高まることによる消費者マインドが改善していくことが望まれる。自律的な景気回復に伴う経済成長と、需要回復による安定的な物価の上昇がもたらされることを期待したい。

【図表18】　名実賃金指数（季節調整値）の推移



（注）実質賃金指数の季節調整は筆者による
（資料）厚生労働省「毎月勤労統計」

【図表19】　名実賃金指数（前年比）の推移



（資料）厚生労働省「毎月勤労統計」

本資料は情報の提供を目的としており、投資勧誘を目的としたものではありません。投資判断の決定につきましては、お客様ご自身の判断でなされますようにお願いいたします。また、文中の情報は信頼できると思われる各種データに基づいて作成しておりますが、商工中金はその完全性・正確性を保証するものではありません。