

**SCB**SHINKIN  
CENTRAL  
BANK

内外経済・金融動向（月刊）

No. 15 - 8

（2003.11.28）



信金中央金庫

SCB

総合研究所

〒104-0031 東京都中央区京橋3-8-1  
TEL.03-3563-7541 FAX.03-3563-7551  
URL <http://www.scbri.jp>

## デフレの現状と展望

～デフレ脱却、量的緩和の解除は早くとも05年度下期～

### 視点

消費者物価や企業物価の前年比下落率は徐々に縮小しており、近くプラスに転じるとの見方が広まっている。日銀が量的緩和解除の基準として消費者物価（除く生鮮食品）の安定的な上昇を条件にしていることもあって、その動きに注目が集まっている。実際、物価下落率の縮小を背景に、金融市場では想定より早い段階で量的緩和が解除されるとのリスクを織り込みつつあり、長期金利の上昇を抑制する「時間軸効果」は弱まっている。ただ、日本経済の回復力は弱く、物価指標が示唆するほどデフレ脱却の時期が近いとは想定しにくい。そこで、最近の物価変動の要因を分析し、デフレ経済の現状を把握することが必要と考えた。また、デフレ脱却の時期を展望することで、金融政策の行方や中期的な金利動向を占ううえでの参考としたい。

### 要旨

- 消費者物価の前年比下落率は徐々に縮小している。ただ、医療費の自己負担増やたばこ税の増税などの影響が大きく、実勢ベースでみた足元の下落率は0.5%程度と試算される。
- 物価指数は基準年から時間を経るにつれて、実際の物価より上振れする傾向がある。新製品が調査対象外であることや、指数水準の大幅な下落による寄与度の低下などが影響する。
- 国内企業物価の下落率も縮小している。アジアの需要増を背景とした国際商品市況の上昇で、素材を中心に値上げが進展していることが背景である。また、製造業の生産能力がピークから10%削減されるなど、供給側の調整が進んだことも一因である。
- 消費者のデフレ期待が後退している。家計の消費行動も「安さ」から品質や機能を重視する傾向に変化しつつあり、高額商品に対する需要は徐々に高まっている。
- デフレ脱却に向けた動きは着実に進んでいるが、マクロベースの需給ギャップを解消するには、なお時間を要する公算が大きい。量的緩和の解除は、消費者物価が安定的なプラスに転じ、景気が自律回復局面に入ると想定している05年度下期以降にズレ込むと予想される。

### キーワード

デフレ、消費者物価指数、企業物価指数、潜在成長率、需給ギャップ、量的緩和

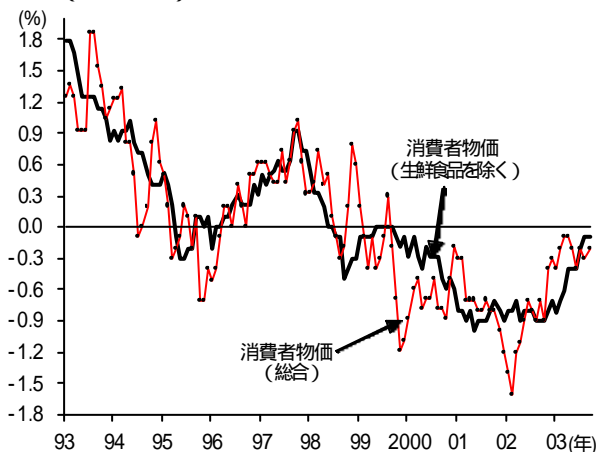
目次

1. 主要物価指標の下落率は縮小傾向～消費者物価の下落率はゼロ近辺まで縮小
2. 消費者物価の下落率縮小の背景～特殊要因の影響が大きい～
  - (1) 医療費の自己負担比率引き上げ、たばこ増税など特殊要因が重なる
  - (2) サービス物価はほぼ横ばいだが、モノの物価下落は依然として大きい
  - (3) 物価指数には統計作成上の上方バイアスが存在する
3. 商品市況の上昇と供給サイドの調整進展が国内企業物価の下落率縮小の背景
  - (1) 中国などアジア地域での需要増を映し国際商品市況が上昇
  - (2) 電機など機械類の物価下落率は依然として大きい
  - (3) 過剰供給力の削減など供給側の調整進展が企業の価格交渉力の回復に寄与
4. 物価下落のテンポは弱まるが、デフレ脱却にはなお時間を要する
  - (1) 消費者のデフレ期待はやや弱まる～低価格志向にも変化の兆し～
  - (2) 需給ギャップの解消には、なお時間を要する公算大
  - (3) 量的緩和の解除の条件～メインシナリオは05年度下期に解除へ

**1. 主要物価指標の前年比下落率は縮小傾向～消費者物価の下落率はゼロ近辺まで縮小**

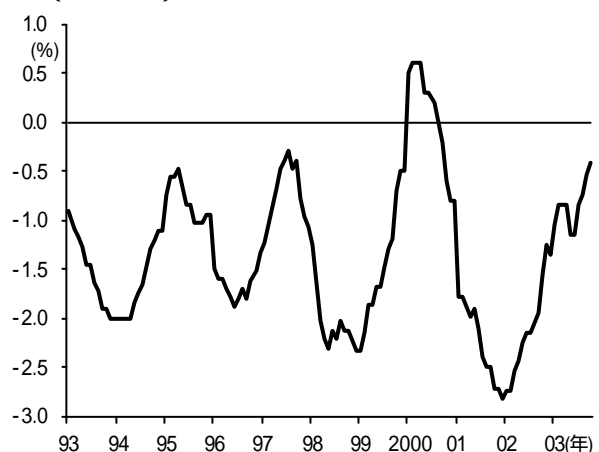
代表的な物価指標である消費者物価指数、企業物価指数の前年比下落率が揃って縮小している。変動の大きい生鮮食品を除く消費者物価<sup>1</sup>の前年比は、99年10月以降一貫して下落が続き、01年5月には1.0%の下落を記録した。その後も0.7～0.9%の下落が続いてきたが、03年1月以降下落率は徐々に縮小し、9月には0.1%まで縮小した(図表1)。また、00年を100とした季節調整済み消費者物価指数(除く生鮮食品)の推移をみると、02年10月(98.0)に下げ止まり、その後はほぼ横ばいで推移している。

(図表1) 消費者物価の前年比



(備考) 1. 消費税率引き上げの影響を除去  
2. 総務省「消費者物価指数月報」より作成

(図表2) 国内企業物価の前年比



(備考) 1. 消費税率引き上げの影響を除去  
2. 日本銀行「物価指数月報」より作成

<sup>1</sup> 消費者物価指数は、全国の消費者が購入する財・サービス596品目の価格を調査し、基準時点(現在は2000年基準)のウエイトで加重平均して算出される。日銀は、いわゆるコアの物価指数である「生鮮食品を除く消費者物価」が安定的にプラスになるまで量的金融緩和を継続すると明示しているため、同指数の動向が注目されている。

企業間のモノの取引の物価指標である国内企業物価は、ITブームなどで景気が回復した00年1月から同年7月までプラスとなったものの、その後は急激に下落し、01年12月の前年比下落率は2.8%まで拡大した。しかし、02年1月をボトムに景気が回復に転じると同時に下落率は急ピッチで縮小し、03年10月には0.4%まで縮小した(図表2)。また、企業間のサービス取引の物価指標である企業向けサービス価格も、02年1月(前年比1.6%下落)をボトムに、03年9月には0.5%の下落まで縮小するなど、ほぼ同じような動きを示した。

主要物価指標の前年比下落率がゼロ近辺まで縮小してきたことで、デフレ脱却の時期は近いとの見方が増えている。ただ、消費者物価については、税・社会保障負担の増加など、いくつかの特殊要因の影響が大きく作用しており、物価指標が示唆するほどデフレ傾向が緩和しているとの判断はできない。

## 2. 消費者物価の下落率縮小の背景～特殊要因の影響が大きい～

### (1) 医療費の自己負担比率引き上げ、たばこ増税など特殊要因が重なる

消費者物価の下落率縮小は、医療費の自己負担増、電力料金の値下げ効果一巡、発泡酒増税、たばこ増税、石油製品価格の上昇、牛肉価格の上昇、コメ価格の上昇、といった制度変更や外的要因に起因する値上がりなど特殊要因の影響が大きい(図表3)。

03年4月の健康保険料引き上げと同時に被保険者本人の自己負担比率が2割から3割に引き上げられた。この影響で、診療代は03年4月に前年比13.3%上昇し、入院料などを合わせた保健医療サービス物価の前年比は、3月の1.2%上昇から4月には11.2%上昇へ加速した。

電力10社は、自家発電事業者や新規参入者に対する競争力を高めるために、02年に相次いで5～7%の値下げに踏み切った。東京電力が02年4月に値下げに踏み切ると、7月には東北電力、9月には中部電力が追随し、10月には関西電力など7社も値下げを実施した。このため、消費者物価ベースの電気代を前年比でみると、02年4月から03年3月までは値下げ効果で大幅に下落したが、4月以降下落率は縮小し9月で一巡した。

石油製品は、イラク情勢を巡る原油価格の高騰を反映して、ガソリンや灯油の小売価格が引き上げられ、石油製品の物価指数は、03年3月から4月にかけて上昇率が拡大したが、その後の上昇率はやや鈍化している。

牛肉やコメは生鮮食品に含まれないため、生鮮食品を除く消費者物価の変動要因となる。牛肉はBSE(狂牛病)の影響一巡で牛肉離れに歯止めがかかったうえ、輸入急増を受けて03年8月からセーフガード(緊急輸入制限)が発動されたため、輸入量が減

(図表3) 消費者物価に影響を及ぼした7つの特殊要因

<b>医療費</b>
03年4月から本人の自己負担比率を2割から3割に引き上げ
<b>電気料金の値下げ効果一巡</b>
02年4月の東京電力の値下げに続き、7月に東北電、9月に中部電、10月に関西電など7電力が追随。このため、03年9月には値下げ効果一巡
<b>発泡酒増税</b>
03年5月から発泡酒1缶(350ml)10円増税
<b>たばこ増税</b>
03年7月から1箱20円増税
<b>石油製品</b>
イラク情勢を巡り原油価格(WTI)は03年2月に1バレル37ドル台(WTI)まで高騰。国内ガソリン小売価格は03年4～5月がピーク
<b>牛肉</b>
BSE(狂牛病、01年9月発生)の影響一巡に加え、03年8月からセーフガード発動で牛肉価格が上昇
<b>コメ</b>
夏場の冷夏長雨の影響でコシヒカリなど銘柄米は前年比2～3割高

(備考) 信金中央金庫総合研究所作成

少し価格が上昇している。また、コメは長梅雨と冷夏の影響で生産が減少し、コシヒカリなど銘柄米を中心に前年比で2～3割上昇している。

以上のような特殊要因による消費者物価（除く生鮮食品）への影響度（寄与度）をみたものが図表4である。例えば、保健医療サービスの消費者物価（除く生鮮食品）への前年比寄与度をみると、3月の0.025%ポイントから4月には0.234%ポイントに上昇し、差し引きで0.2%ポイント全体を押し上げる要因となった。同様に、たばこは7月に0.060%ポイントの押し上げ要因となった。特殊要因として挙げている7項目合計の寄与度をみると、03年1月は全体を0.134%ポイント押し下げているが、直近の9月には0.411%ポイント押し上げる要因になっている。年初から9月までの差し引きでは0.544%ポイントの押し上げ効果ということになる。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比下落率は、03年1月の0.8%から9月の0.1%まで差し引きで0.7%ポイント縮小したが、このうち0.5%ポイントは特殊要因による影響という計算になる。

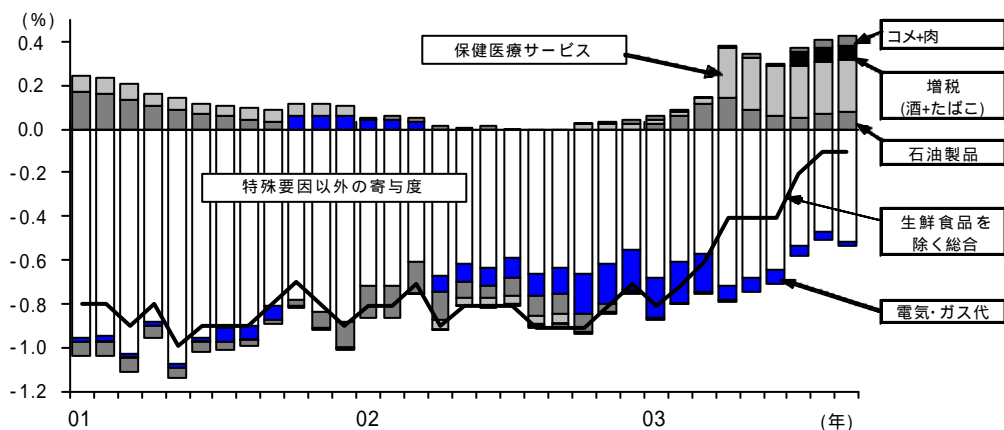
逆に特殊要因以外の下落率は大きく、9月の前年比寄与度は0.512%ポイントの押し下げとなっている。つまり、これが消費者物価（除く生鮮食品）の下落率の実勢に近いと考えられる（図表5）。

（図表4）特殊要因の消費者物価（除く生鮮食品）への影響度

		03年1								
		月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月
保健医療サービス (ウイ付) 1.95%	前年比 寄与度	1.2 0.025	1.2 0.025	1.2 0.025	11.2 0.234	11.2 0.234	11.1 0.232	11.1 0.233	11.1 0.233	11.1 0.233
電気・ガス代 (ウイ付) 4.67%	前年比 寄与度	-3.7 -0.184	-3.7 -0.184	-3.6 -0.179	-1.3 -0.065	-1.3 -0.064	-1.3 -0.065	-0.8 -0.040	-0.8 -0.040	-0.4 -0.020
発泡酒 (ウイ付) 0.11%	前年比 寄与度	-6.1 -0.007	-6.3 -0.007	-5.7 -0.007	-6.1 -0.007	-0.5 -0.001	-0.2 -0.000	6.4 0.007	6.7 0.007	6.6 0.007
たばこ (ウイ付) 0.69%	前年比 寄与度	0.0 0.000	0.0 0.000	0.0 0.000	0.0 0.000	0.0 0.000	0.0 0.000	8.2 0.060	8.2 0.060	8.2 0.060
石油製品 (ウイ付) 3.01%	前年比 寄与度	0.7 0.022	1.8 0.058	3.7 0.115	4.5 0.141	2.8 0.090	1.8 0.058	1.7 0.055	2.3 0.074	2.6 0.083
肉 (ウイ付) 1.60%	前年比 寄与度	1.1 0.019	0.9 0.015	0.7 0.012	1.1 0.019	1.5 0.025	1.1 0.019	1.4 0.024	2.2 0.037	2.0 0.034
コメ (ウイ付) 1.01%	前年比 寄与度	-0.8 -0.009	-0.7 -0.008	-0.8 -0.009	-0.9 -0.010	-0.5 -0.005	-0.5 -0.005	-0.3 -0.003	-0.2 -0.002	1.2 0.013
合計 11.44%	寄与度	-0.134	-0.101	-0.042	0.313	0.279	0.238	0.335	0.369	0.411

（備考）1．ウエイトは百分比（消費者物価総合=100%、消費者物価（除く生鮮食品）=95.5%）  
2．総務省「消費者物価指数月報」より作成

（図表5）消費者物価（除く生鮮食品）の前年比と特殊要因の寄与度



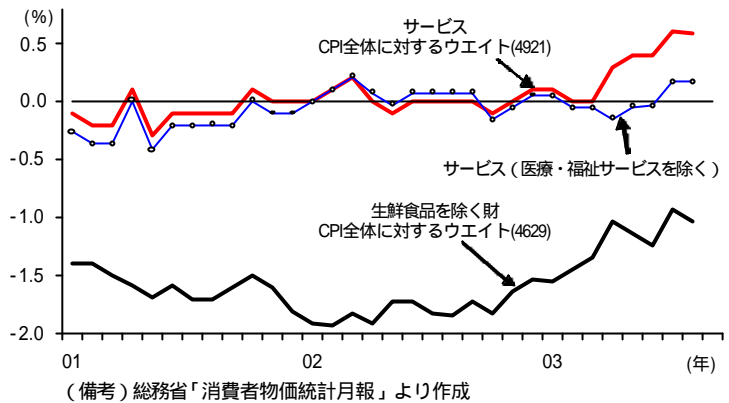
（備考）総務省「消費者物価指数月報」より作成

**(2) サービス物価はほぼ横ばいだが、モノの物価下落は依然として大きい**

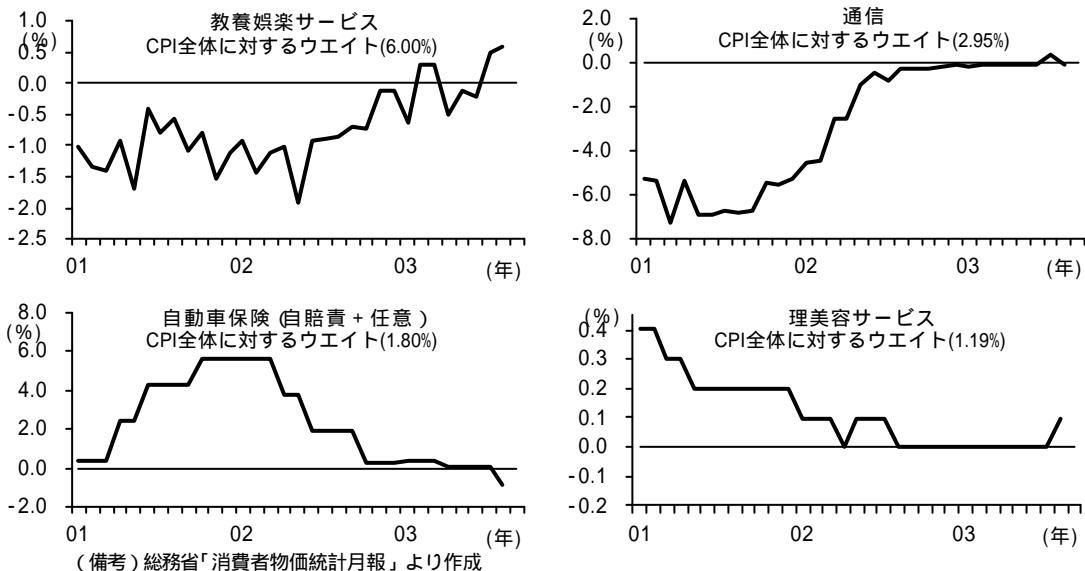
消費者物価指数（除く生鮮食品）を財（モノ）とサービスに分けてみると、サービス物価が横ばい圏で推移する一方、モノの物価下落は続いている（図表6）。03年に入ってからモノの下落率はやや縮小しているが、これは前述した石油製品やコメなどに加え、統計の分類上電気代も含まれているためである。

サービス物価は全体でみると、横ばい圏の動きが続いているが、品目別にみると変化の方向に違いがみられ、それぞれのサービス品目を加重平均することで上昇と下落が打ち消されている。サービス分野の主な物価指数の前年比をみると（図表7）、パック旅行、宿泊料、映画・遊園地入場料などの教養娯楽サービスは、値下げ競争が一巡したことやレクリエーションの国内回帰の影響で、下げ止まりから上昇に転じた。通信費は、携帯電話料金の値下げ競争で01年まで前年比6～7%の下落が続いていたが、02年半ば以降は下げ止まっている。一方、自動車保険や理美容サービスの物価は、これまで高コスト構造に伴う高止まりが続いてきたが、外資企業や新興企業の参入などで競争が激化したことを背景に、上昇には歯止めがかかり、一部では下落に転じている。

(図表6) 財サービス別の消費者物価の前年比



(図表7) サービス分野の主な物価指数の前年比

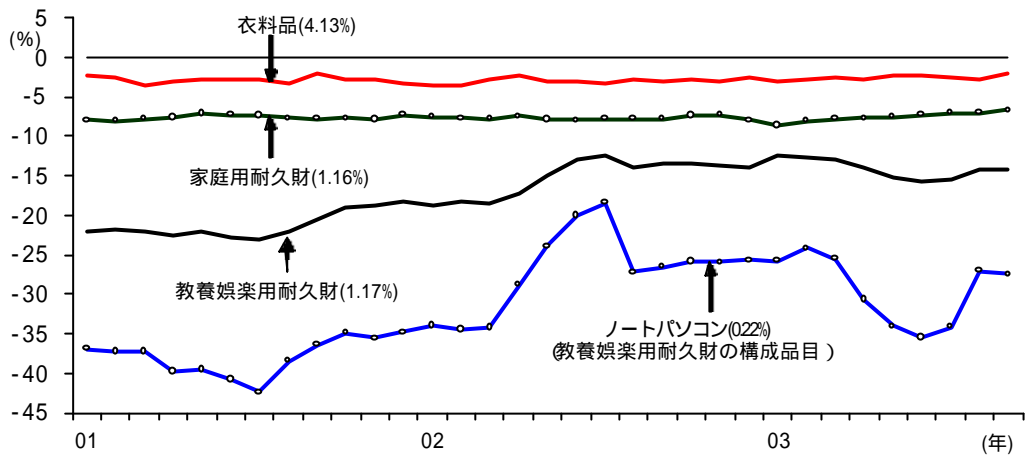


一方、特殊要因以外のモノの物価動向を品目別にみても、下落率は依然として大きく、下落率が縮小する兆しもみられない（図表8）。家庭用耐久財（洗濯機など白モノ家電、エアコンなど）は前年比7～8%の下落、教養娯楽耐久財（テレビ、パソコン

など)は前年比15%前後の下落が続いている。なかでもパソコン(ノート型)は、品質の向上による実質的な値下がりの影響が調整<sup>2</sup>されていることもあって、前年比で30%前後の下落率が続くなど大幅な値下がりとなっている。

このように耐久財を中心としたモノの物価下落に変化はみられないが、統計の指数算式に起因するテクニカルな要因で、総合指数への寄与度は年々小さくなるという問題があり、この影響も消費者物価の下落率縮小の一因になっている。詳細に関しては、次項で説明する。

(図表8) 耐久財・半耐久財分野の主な品目別物価指数の前年比



(備考) 1. 家庭用耐久財は洗濯機、冷蔵庫、エアコンなど。教養娯楽用耐久財はテレビ、オーディオ、パソコンなど  
 2. ( )内は消費者物価全体に対するウエイト  
 3. 総務省「消費者物価指数月報」より作成

### (3) 物価指数には統計作成上の上方バイアスが存在する

物価指数は基準年から時間を経るにつれて、実際の物価より上振れする傾向(上方バイアス)がある。上方バイアスの主な理由としては、支出ウエイトの変化や品目別の指数水準の変化、安売り新規店にシフトする消費者の行動変化、技術革新に伴う品質向上、新製品の価格低下、などが考えられる。ちなみに、日本銀行のディスカッション・ペーパー(日銀職員による論文で日本銀行の公式見解を示すものではない)によると、消費者物価の上方バイアスは0.9%程度に達するとの試算もある。

#### ウエイトの変化や品目別の指数水準の変化によるバイアス

物価指数は基準年(現在は消費者物価、企業物価とも2000年基準)の支出ウエイトで固定し、それぞれの品目が基準年に比べどれだけ変化したかを調査、ウエイトで加重平均して算出する(ラスパイレス方式)。5年に一度、指数に採用する品目とそのウエイトを見直すが、消費行動は年々変化しており、実際の支出ウエイトは変動する。例えば、商品A(調査対象品目)の価格が上昇したため、その代替品である商品B(調査対

<sup>2</sup>2000年基準の消費者物価指数からパソコンについてのみ、ヘドニックアプローチという方法で品質の差を調整している。これは、製品の各コンポーネントをバラバラに買った時の合計額をその製品の価格とする考え方で、各コンポーネントは性能(パソコンではマイクロプロセッサのタイプ、CPUのクロック周波数、HDDの記憶容量など)に応じた価格が設定され(回帰モデルで推計)、それを足し合わせて理論価格を算出し価格を調整する方法である。

象外)へ消費がシフトした場合、商品Aに対する需要が減少したにもかかわらず、基準時のウエイトに基づいて指数が算出されるため、全体の指数は上振れする。

また、指数水準が大きく低下した場合、全体への影響度が低下するという問題がある。一例として、IT関連製品と食料品だけからなる簡単な物価指数を想定してみた(図表9)。基準年(00年)を100として、IT関連製品の価格は毎年50%ずつ低下、食料品は横ばいで推移すると仮定する。両品目を加重平均した総合指数は、01年85.0(=50×0.3+100×0.7)、02年77.5、03年73.8となり、前年比下落率は15.0%、8.8%、4.8%と年々小さくなる。品目別の変化率は毎年同じだが、IT関連の指数水準が低くなる分全体への影響度は低下し、全体の下落率は縮小する。

実際に下落率の大きい教養娯楽用耐久財の前年比と消費者物価(除く生鮮食品)への寄与度をみると、02年9月は前年比13.5%の下落で寄与度はマイナス0.12%、しかし、1年後の03年9月は前年比下落率が14.1%に拡大したにもかかわらず、寄与度はマイナス0.11%に縮小している。教養娯楽用耐久財の物価指数が03年9月に56.0まで低下していることが、全体に対する影響度が縮小する要因になっている(図表10)。

### 新店舗バイアス

物価の調査は、各地区内で販売量が多い代表的な店舗を選出して、その店舗での販売価格を調査している。制度上は調査対象となる店舗を機動的に入れ替えられる仕組みになっているが、ディスカウントストアなど新規に出店された安売り店などにシフトする行動は反映されにくい。

### 品質バイアス

製品の品質や性能向上による実質的な値下がりや十分に反映できない。2000年基準から消費者物価はパソコンについてのみ、品質を調整した物価指数を算出しているが、その他の電機製品や自動車などでは実施されていない。特に、ここ数年はデジタル家電やハイブリットカーなどの技術革新が著しいが、この品質向上部分は物価指数には反映されない。

### 新製品バイアス

全面的な品目の見直しは5年に1度。普及初期の新製品は価格下落が著しいが、機動

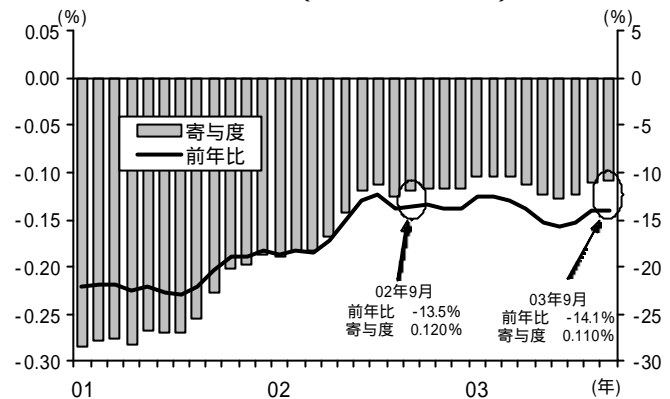
(図表9) 物価指数算出の仮設例  
(IT関連製品と食料品だけの場合と仮定)

	IT関連(ウエイト0.3)		食料(ウエイト0.7)		総合指数	
	指数	前年比	指数	前年比		前年比
2000年	100.0	-	100.0	-	100.0	-
01年	50.0	-50.0	100.0	0.0	85.0	-15.0
02年	25.0	-50.0	100.0	0.0	77.5	-8.8
03年	12.5	-50.0	100.0	0.0	73.8	-4.8

01年の総合指数：85.0 = 50 × 0.3 + 100 × 0.7  
02年の総合指数：77.5 = 25 × 0.3 + 100 × 0.7

(備考) 信金中央金庫総合研究所

(図表10) 教養娯楽用耐久財の前年比と  
消費者物価(除く生鮮食品)の寄与度



的に品目の採用、廃止が出来ないため、その影響は排除される。現在の物価指数は対象品目を基準改定までに一部見直す仕組みを導入しているが、変更は1～2銘柄程度にとどまっている。なお、現行統計にはDVDレコーダー、PDP（プラズマ・ディスプレイ・パネル）や液晶などの薄型テレビは含まれていない。

こうした上方バイアスは、統計を作成する総務省（消費者物価指数）、日本銀行（企業物価指数、サービス価格指数）も認識しているが、現行の手法（ラスパイレス指数）は、統計作成者の負担が比較的軽く、速報性が確保しやすいといったメリットもあり、物価指数のほか、鉱工業生産指数など様々な統計において幅広く用いられている。そこで、現行物価指数の上方バイアスという欠点を補うために、連鎖方式の指数を参考系列として公表している。

連鎖方式とは、ウエイトを毎年更新し、指数水準を前年=100として物価の騰落率を算出する方法で、消費者物価に関しては、毎年1回暦年計数が公表されている。毎年ウエイトを更新するため、経済構造の変化による支出ウエイトの変化や指数水準の低下によるバイアスがある程度除去することができる。ちなみに、02年の消費者物価（除く生鮮食品）の前年比下落率は、公式統計の0.9%に対して、連鎖方式では1.0%となっている。基準年から時間が経過するにつれてこの格差は広がる傾向があるため、次の基準年である05年基準に変更（06年夏頃）されるまでに、0.3～0.4%程度の上方バイアスが発生する可能性がある。

以上のような統計作成上のテクニカルな問題も、物価下落率が縮小している要因になっているといえよう。

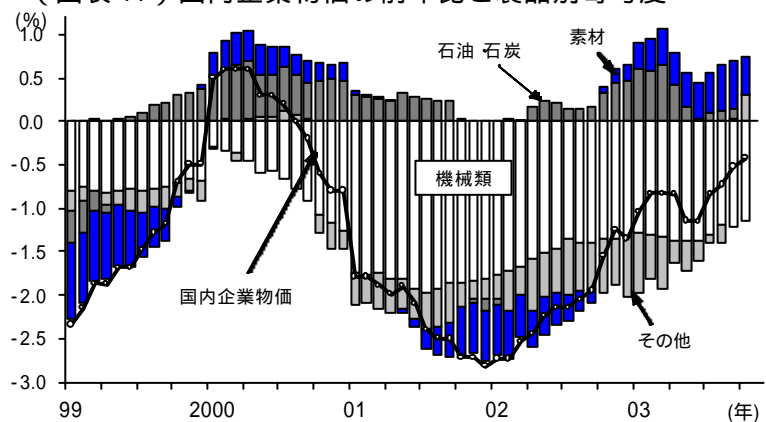
### 3. 商品市況の上昇と供給サイドの調整進展が国内企業物価の下落率縮小の背景

#### (1) 中国などアジア地域での需要増を映し国際商品市況が上昇

国内企業物価も、消費者物価と同様に急ピッチで下落率が縮小している。石油製品に加え、鉄鋼・非鉄、化学製品など素材製品の値上げが進展していることが主因である。国内企業物価の前年比を製品別の寄与度に分解してみると、02年末から03年初め頃は、

原油価格の上昇に伴う石油製品価格の上昇が国内企業物価の下落率を縮小させる要因となった（図表11）。03年春以降は、鉄鋼・非鉄、化学など素材製品の価格上昇が0.4～0.5%ポイント全体の下落率を縮小させる方向に寄与している。さらに、直近の03年10月、消費者物価にもみられたように、電気料金の値下げ効果の一巡やコメ価格の上昇が下落率縮小の要因になっている。

（図表11）国内企業物価の前年比と製品別寄与度

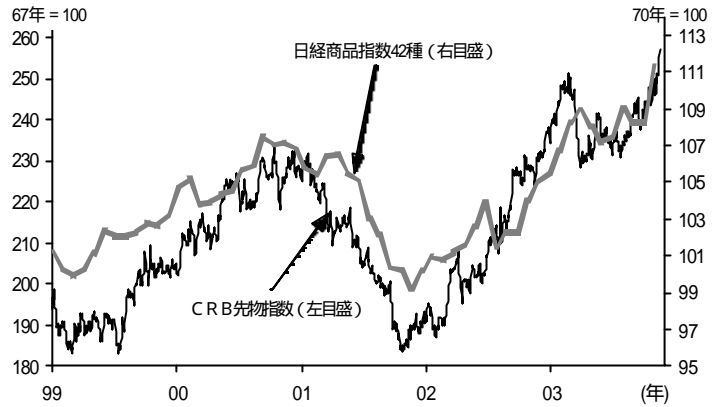


(備考)1. 素材は木材、紙パ、化学、窯業土石、鉄鋼、非鉄、スクラップ  
2. 機械類は一般機械、電機、輸送機、精密。その他は加工食品、電力・ガスなど  
3. 日本銀行「物価指数月報」より作成



国内需要が緩やかな回復にとどまるなかで、素材製品の値上げが進展している格好だが、これは、中国を中心とするアジア地域の需要増で国際商品市況が強含んでいることが背景にある。代表的な国際商品市況であるC R B指数<sup>3</sup>をみると、01年後半をボトムに上昇に転じ02年中は上昇傾向で推移した(図表12)。03年に入ると、新型肺炎S A R Sの影響でアジアの景気が一時停滞したため、商品市況も下落したが、S A R Sの終息でアジアの景気が急回復したことで、再び上昇に転じた。

(図表12) 国際商品市況と国内商品価格指数



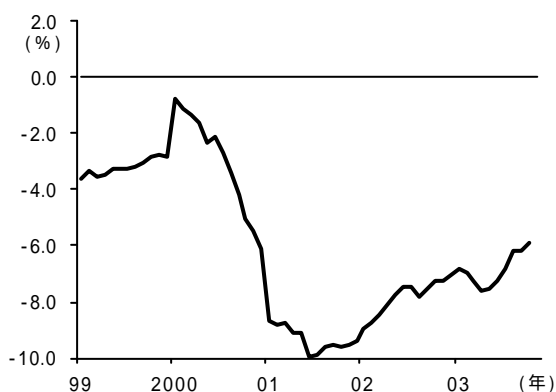
(備考)ブルームバーグより作成

日本企業は、アジアでの需要が旺盛なため、輸出を拡大し国内向けの供給を絞り込むことで値上げを進めている。実際に、一部の鉄鋼製品は中国など海外での価格が国内価格を上回る「逆内外価格差」が生じており、内需の回復力が弱い製品の価格も上昇している。国内の商品市況(日経商品指数42種)は国際商品市況にほぼ連動し、03年夏以降上昇テンポを高めている。素材に関しては、世界的な需要の回復でデフレ圧力は緩和している。

## (2) 電機など機械類の物価下落率は依然として大きい

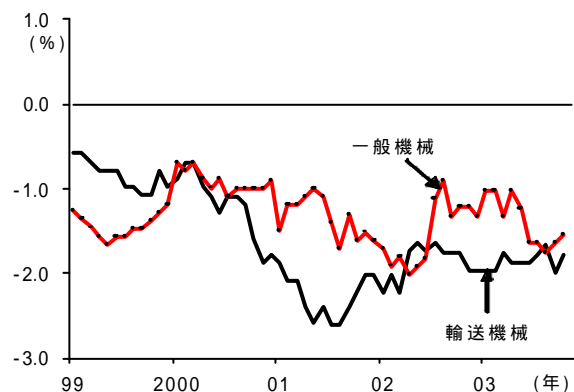
一方、日本企業が高い国際競争力を保持している電気機械、輸送機械などの物価下落は依然として続いている。国内企業物価のうち電気機械の前年比下落率は、01年6月の9.9%をボトムに縮小傾向にあるが、直近の03年10月も5.9%と大きく下落している(図表13)。液晶パネルやDVDレコーダーなどデジタル家電向け電子部品など一部では価格下落に歯止めがかかっているが、IT投資の回復ペースは緩やかで、電子部品全般の

(図表13) 電気機械の国内企業物価の前年比



(備考)日本銀行「物価指数月報」より作成

(図表14) 一般機械、輸送機の国内企業物価の前年比

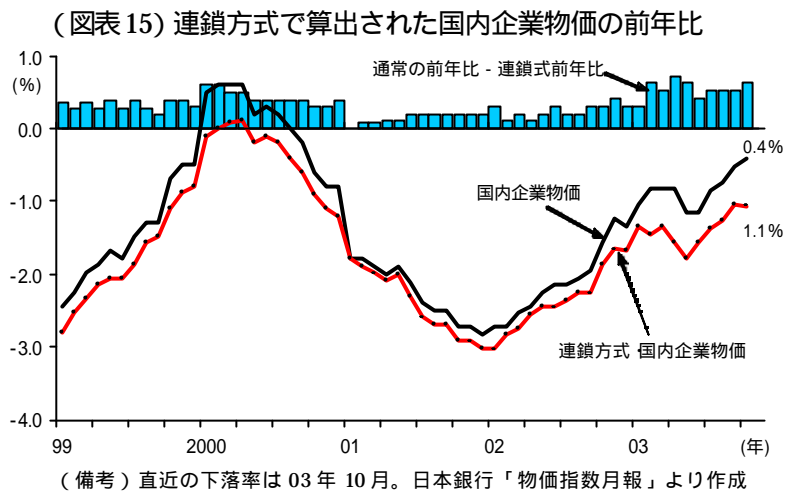


(備考)日本銀行「物価指数月報」より作成

<sup>3</sup> C R B 指数はトウモロコシ、小麦、生牛、砂糖、コーヒー、銅、金、原油、天然ガス、綿など17種。日経商品指数は異形棒鋼、H形鋼、銅、鉛、綿糸、塩ビ樹脂、ガソリン、大豆、天然ゴム、金地金など42種

市況が強含む状況にはない。また、ハイテク分野の技術革新は著しく、これが構造的な物価下落圧力として作用している。輸送機械の前年比下落率は、03年10月に前年比1.9%の下落と電気機械に比べ小幅にとどまっているが、02年以降2%前後の下落が続くなど下落基調に変化はない(図表14)。

また、企業物価に関しても、消費者物価と同様な理由で上方バイアスが内在する。特に、企業物価は企業間のモノの取引価格を対象にしているため、ハイテク製品の急激な価格下落やウエイトの急速な変化の影響による上方バイアスが、消費者物価と比較して大きくなる傾向がある。このため、日銀では参考値として連鎖方式による国内企業物価を月次で公表している(前年12月=100、図表15)。連鎖方式と通常の国内企業物価指数の前年比下落率を比較してみると、直近の03年10月は通常の国内企業物価は前年比0.4%の下落、連鎖方式では1.1%の下落と大きくかい離している。しかも両指数の前年比の差は03年に入って拡大する傾向にある。国内企業物価指数は近くプラスに転じる可能性も否定できないが、連鎖指数がプラスに転じるには相当の時間を要すると考えられる。



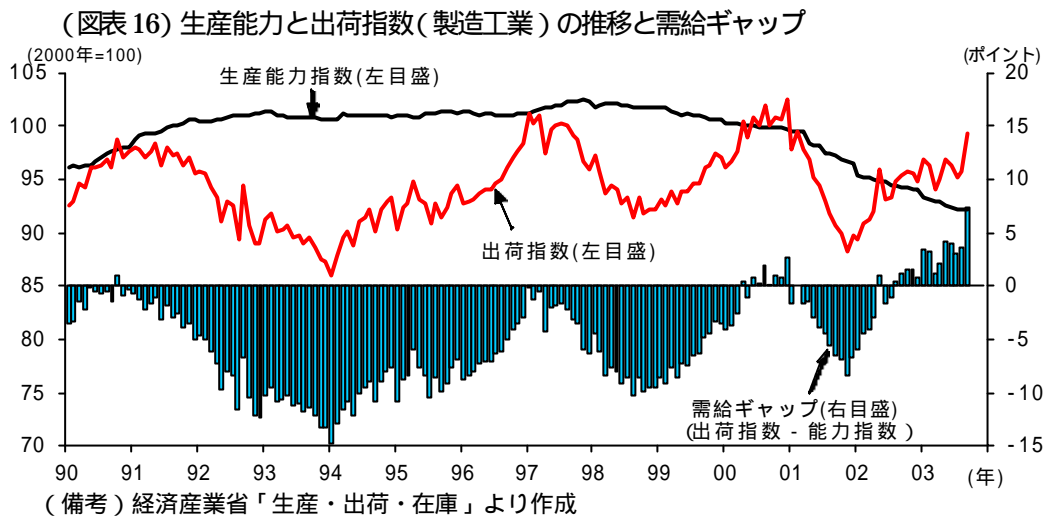
### (3) 過剰供給力の削減など供給側の調整進展が企業の価格交渉力の回復に寄与

国内企業物価の前年比下落率は、連鎖指数でみて1.1%と依然として大きいものの、下落率の縮小傾向が続いているということは事実である。緩やかなペースではあるがデフレ圧力は緩和しているということである。

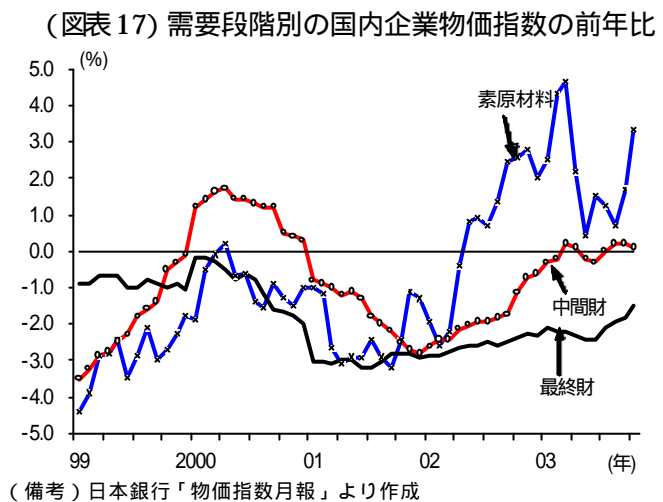
これは、景気が02年1月を「谷」とした回復局面にあることに加え、企業の過剰設備の廃棄や業界再編による設備集約などで供給力が大幅に削減されたことが一因と考えられる。経済産業省が公表している製造工業の生産能力指数(2000年=100)の推移をみると、97年11月の102.5をピークに低下が続き、直近(03年9月)では92.1とピークから10.1%減少した(図表16)。一方、需要を示す指数である製造工業出荷指数(2000年=100)は、01年11月(88.3)を直近のボトムに03年9月には99.4まで回復した。このため、出荷指数から生産能力指数を差し引いた製造業の需給ギャップを示す数値は、01年11月(8.4)をボトムに上昇に転じ、02年8月以降はプラス圏で推移している。各指数は2000年を100とした指数であるため、需給ギャップ指数がゼロとなる水準が需給ギャップの解消を示すわけではないが、方向として製造業の需給ギャップが縮小していることは事実といえよう。

また、日銀短観による製品需給判断DI(需要超過と答えた企業の比率-供給超過と答えた企業の比率)も需給ギャップの縮小を示している。大企業製造業のDIは、01年12月調査のマイナス48をボトムに03年9月調査ではマイナス23まで改善した。中小

企業製造業も水準はやや低いが、方向は大企業製造業と一致している。こうした需給ギャップの改善によって供給側の価格交渉力が回復してきたことも、国内企業物価の下落率縮小に寄与している。



ただ、素材や部品など企業間の物価下落圧力は後退したものの、個人消費が伸び悩むなど最終需要の回復が緩やかなペースにとどまっているため、最終財への価格転嫁は進んでいない。需要段階別の国内企業物価指数の前年比をみると、商品市況の上昇を反映し素原材料物価は前年比プラス圏で推移しているが、最終財物価の下落率は緩やかな縮小にとどまっている(図表 17)。企業間の取引におけるデフレ圧力は緩和しているものの、企業収益が大きく改善する



ような状況には至っていない。今後、最終財への価格転嫁が進展し、デフレ脱却に向けた動きに弾みが付くためには、最終需要が上向くかがカギを握っている。

#### 4. 物価下落のテンポは弱まるが、デフレ脱却にはなお時間を要する

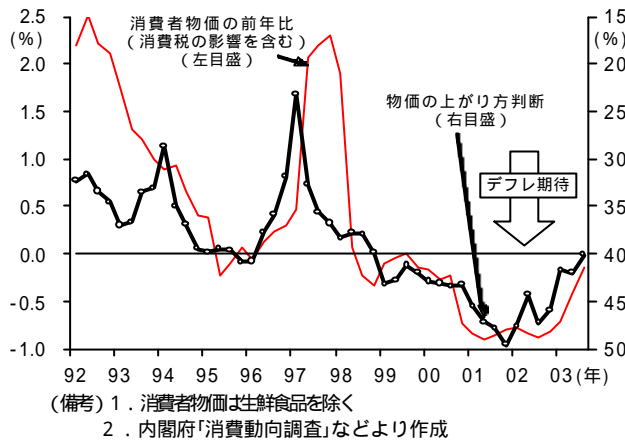
##### (1) 消費者のデフレ期待はやや弱まる～低価格志向にも変化の兆し～

供給サイドではデフレ脱却に向けた動きが徐々に広がってきたが、需要サイドでも消費者のデフレ期待が後退するなど変化がみられる。内閣府の消費動向調査によると、「物価の上がり方」についての意識判断<sup>4</sup>は、01年12月に50.0%とデフレ期待が高まったが、その後は徐々にデフレ期待が後退し、03年9月には40.1%まで低下した(図表 18)。また、日銀が半年に一度全国4000人を対象に実施する「生活意識に関するアンケート

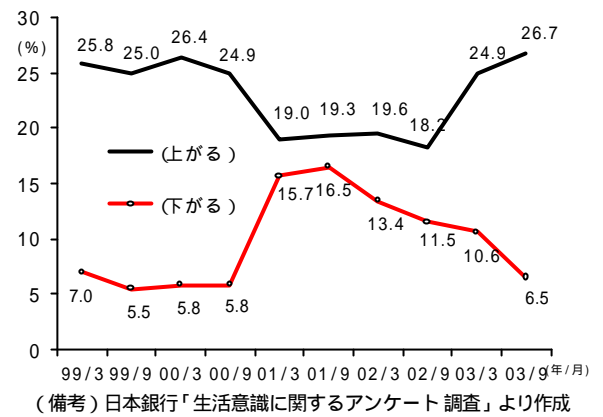
<sup>4</sup>物価の上がり方判断は、今後半年間に今より「低くなる」に(+1)、「やや低くなる」に(+0.75)、「変わらない」に(+0.5)、「やや高くなる」に(+0.25)、「高くなる」に(0)の評価を与え、回答区分の構成比に乘じ合計した数値。デフレ期待が高まると数値は上昇する。

調査」をみると、1年後と現在を比べ、物価が下がると答えた比率は、01年9月の16.5%をピークに03年9月には6.5%まで低下した(図表19)。消費者のデフレ期待は、01年後半を境に徐々に後退している。

(図表18) デフレ期待(物価の上がり方判断)と消費者物価の前年比

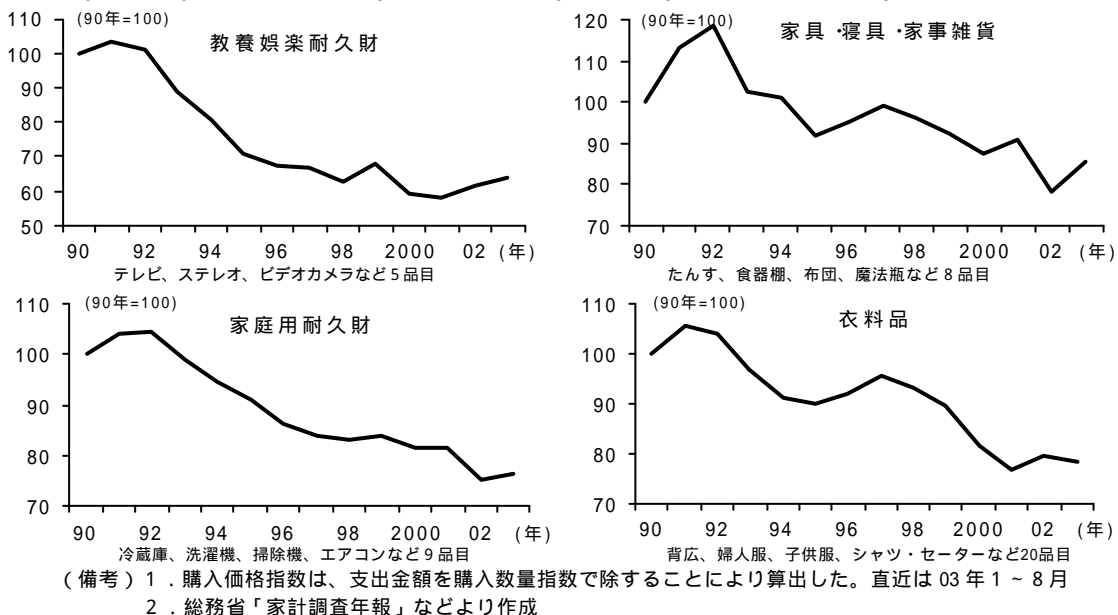


(図表19) 物価に関する実感(構成比)(1年後と現在を比べると)



こうしたデフレ期待の後退を背景に、家計の消費行動にも変化の兆しがでてきた。デフレが本格化した98年以降、価格の「安さ」が重視され続けてきたが、最近の消費行動は「安さ」よりも品質や機能が重視され、大画面PDPテレビやDVDレコーダー、乾燥機能付き洗濯機など高額商品に対する需要も高まっている。家計調査が集計している平均購入価格<sup>5</sup>をみると、02年から03年にかけて耐久財を中心に下げ止まりから上昇に転じるケースが散見される(図表20)。例えば、テレビ、ステレオなどの教養娯楽耐

(図表20) 購入価格指数(平均購入単価)の推移(家計調査・全世帯)



<sup>5</sup> 家計調査で集計されている平均購入価格は、商品の機能や品質差を考慮しない平均的な価格であるため、機能や品質の変化による価格変動を除外した消費者物価とは異なるが、消費行動の変化を捉えることができる。例えば、消費者物価が調査しているテレビは、ワイドテレビ32型BSチューナー内蔵という指定があるが、家計調査におけるテレビの平均購入価格は、小型テレビやPDPテレビの合計購入金額を単純に数量で除した単価を意味し、高額なPDPテレビなどの比率が高まると平均購入価格は上昇する。

久財の平均購入価格指数（90年=100）は、01年の58.1をボトムに上昇に転じ、02年は61.7、03年（1～8月年率換算）には63.7へ上昇した。なかでもテレビの平均購入価格指数は、00年の65.9をボトムに03年（同）には81.2と94年（81.9）のレベルまで上昇した。下落が続いてきた家庭用耐久財（冷蔵庫やエアコンなど）も02年の75.4から03年（同）には76.3へ上昇している（図表20）。

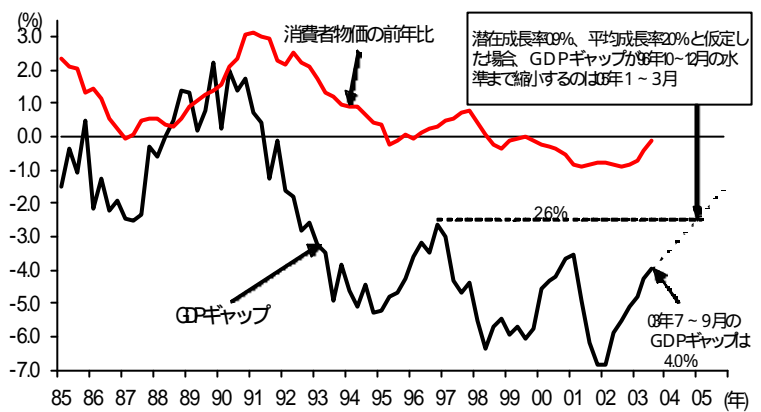
また、これまでは先行きのデフレ期待が強かったために、「値下がりを待って購入する」という消費の先送り傾向がみられたが、デフレ期待が後退したことで、消費者のニーズを捉えた商品の販売は伸びている。デフレ期待の後退は、所得の伸び悩みというマイナス要素を補って、個人消費の下支え要因になっている。

## （2）需給ギャップの解消には、なお時間を要する公算大

製造業の過剰供給力の削減や消費者のデフレ期待の後退など、デフレ脱却に向けた動きが着実に進んでいるのは確かだが、サービス業などを含めたマクロベースの需給ギャップ（GDPギャップ）は依然として大きく、近くデフレが解消するとは考えにくい。

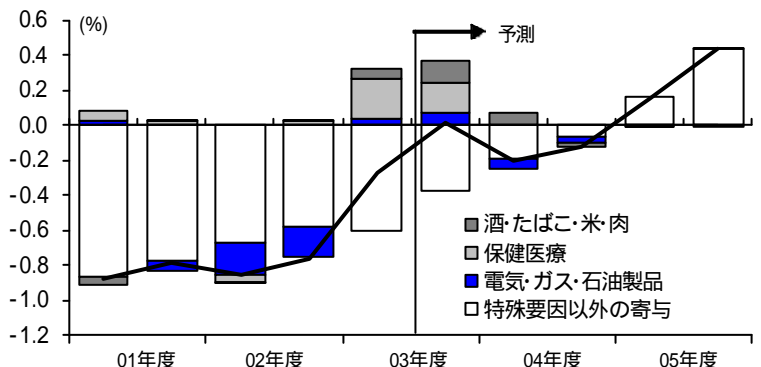
GDPギャップは、潜在GDP<sup>6</sup>（現存する資本と労働を全て利用した場合に可能となる供給力）に対する実際のGDPのかい離率として定義され、物価変動圧力を評価する基本的な指標の一つとなっている。ここ数年のGDPギャップの推移をみると、01年10～12月にマイナス6.8%まで拡大した後、景気の回復で徐々に縮小してきたが、直近の03年7～9月もマイナス4.0%と大きい（図表21）。そこでデフレからの脱却の時期を展望するために、今後の実質成長率を年率2.0%と仮定した場合の、GDPギャップの推移を試算してみると、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比がプラスで、かつGDPギャップが90年代半ば以降で最小であった96年10～12月の水準まで縮小するのは、05年1～3月になる。また、実際の成長率が想定を下回った場合や、構造改革の進展による生産性向上などで潜在成

（図表21）GDPギャップと消費者物価(除く生鮮食品)の前年比



（備考）1. GDPギャップ=(実際のGDP - 潜在GDP) ÷ 潜在GDP × 100  
2. 消費者物価は消費税の影響を除く。内閣府資料などより推計

（図表22）消費者物価(除く生鮮食品)の前年比の推移と予測



（備考）1. 年度の予測値は、03年度 0.1%、04年度 0.2%、05年度 +0.3%  
2. 総務省「消費者物価指数月報」、予測は信金中央金庫総合研究所

<sup>6</sup>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。

長率が上昇した場合には、05年1～3月以降にズレ込むことになる。GDPギャップが、物価下落に歯止めがかかる水準まで縮小するには、1年半以上の時間を要する公算が大きい。

消費者物価（除く生鮮食品）の前年比下落率は、足元でゼロ近辺まで縮小し、03年度下期はゼロ前後の推移が続くとみられる（図表22）。ただ、医療費や増税による特殊要因が一巡する04年度は再びマイナス幅が拡大するとみられる。特殊要因以外の物価下落率は、GDPギャップの改善に伴って緩やかに縮小するとみられるが、04年度の下落率は0.2%と03年度見通し（0.1%）に比べ拡大すると予想される。消費者物価（除く生鮮食品）がプラスに転じるのは05年度となろう。

### （3）量的緩和の解除の条件～メインシナリオは05年度下期に解除へ

日銀は01年3月19日の金融政策決定会合で量的緩和政策を導入し、消費者物価（除く生鮮食品）が安定的にプラスに転じるまで継続すると公約した。さらに、最近の消費者物価の下落率縮小を背景とした量的緩和の解除観測に対しても、「消費者物価が数カ月間プラスになっても、医療費などの特殊要因による影響であれば、安定的なプラスとはいえない」との考えを示すなど、量的緩和の長期化を示唆している。

03年10月31日に発表された日銀の展望レポート（経済・物価の将来展望とリスク評価）によると、政策委員による消費者物価の「大勢見通し」は、04年度も下落が続く、下落率は03年度に比べて拡大すると予想されている。政策委員の多くがプラスの物価見通しを持つまでは量的緩和が継続される公算が大きい。

量的緩和が解除されるためには、消費者物価の前年比が明確かつ安定的にプラスとなることが第一の条件となる。消費者物価が上方バイアスを持つことを考慮すると、0.5%程度の上昇が数カ月続くことが必要と考えられる。第二の条件は景気が自律回復局面に入ることであろう。名目成長率が年度ベースで1%程度のプラスとなることが最低条件と想定される。当研究所では05年度の名目成長率を1.0%、消費者物価の前年比を0.3%（上期0.1%、下期0.5%）と予想しており、これを前提とすれば量的緩和の解除は05年度下期と予想される。ただ、日銀は00年8月にゼロ金利を解除して失敗したという経緯もあって、量的緩和の解除に関する判断は慎重を期すと予想される。また、市場への影響を最小限に抑えながら当座預金の残高目標（現在27～32兆円）を切り下げていくには、ある程度の時間を要するとみられ、場合によっては量的緩和の解除が06年度にズレ込む可能性もあろう。

以上

（角田 匠）

本レポートは、情報提供のみを目的とした標記時点における当研究所の意見です。施策実施等に関する最終決定は、ご自身の判断でなさるようお願いいたします。また当研究所が信頼できると考える情報源から得た各種データなどに基づいてこの資料は作成されていますが、その情報の正確性および完全性について当研究所が保証するものではありません。

#### <参考文献>

1. 内閣府「年次経済財政報告」（2003年度版）
2. 日本銀行「日本銀行調査月報」（2002年11月号、2003年2月号）
3. 財務省「フィナンシャル・レビュー」財務省財務総合政策研究所編（第64号）
4. 総務省統計局「消費者物価指数年報」（2002年）

## 【内外経済・金融動向(旧国内経済・金融動向)バックナンバーのご案内】

号 数	題 名	発行年月
No. 49	「少子・高齢化の影響と課題」 - 男女共同参画社会の構築と社会保障制度の抜本的改革が必要 -	2002年4月
No. 50	「大企業と中小企業の景況格差が再び拡大」 - 産業の空洞化や資金繰りの悪化が中小企業の経営を圧迫 -	2002年5月
No. 51	「市町村合併の背景とその効果」 - 行政の効率化などメリット大だが、地域活性化策の策定が課題 -	2002年6月
No. 52	「中国のWTO加盟が日本経済に与える影響」 - 空洞化の促進要因となる反面、輸出市場としても有望 -	2002年7月
No. 53	「設備投資は年度下期から 2003 年度にかけて緩やかな回復へ」 - 日米ともに資本ストックの調整が進展、回復に向けた基盤は徐々に整う -	2002年8月
No. 54	「産業構造からみた地域経済の現状と課題」 - 地域経済の活性化には、産業構造の違いを考慮した対応が必要 -	2002年9月
No. 55	「株安や将来不安が個人消費の下押し要因」 - 2003 年度は、税・社会保障負担の増大も懸念材料 -	2002年10月
No. 56	「デフレ経済の背景とその課題」 - 収益性の高い事業分野への資源シフトがデフレ脱却のカギ -	2002年11月
No. 57	「地域経済の現状と課題」 - 雇用対策、地方行財政改革の推進などが今後の課題 -	2002年12月
No. 58	「新年の日本経済の展望」 - 内需の回復基盤は脆弱、2003 年度も米景気の動向がカギを握る -	2003年1月
No. 59	「サービス経済化の進展と雇用動向」 - 高齢社会とアウトソーシングが新市場開拓のポイント -	2003年2月
No. 60	「地方行財政改革の背景とその行方」 - 「三位一体の改革」、「市町村合併」は待ったなしの情勢 -	2003年3月
No. 15-1	「米国経済の現状と展望」 - 先行き不透明感が払拭されれば、設備投資をけん引役に景気は徐々に回復へ -	2003年4月
No. 15-2	「構造調整圧力にさらされる中小企業」 - 大企業との格差は一段と拡大したが、過剰債務の削減は徐々に進展 -	2003年5月
No. 15-3	「地域経済の動向と産業構造の変化」 - 成長分野のサービス業でも地域間格差が大きい -	2003年6月
No. 15-4	「家計貯蓄率低下の背景と中期的な展望」 - 高齢化の進行を背景に低下傾向ながら、国全体では貯蓄超過が続く -	2003年7月
No. 15-5	「中国経済の台頭と日本との協調発展の可能性」 - デフレ・空洞化などマイナス要因もあるが、市場としての魅力は増大 -	2003年8月
No. 15-6	「ドイツ経済低迷の背景と日本との類似点」 - 日独とも労働市場の弾力化とサービス産業の強化が課題 -	2003年9月
No. 15-7	「都道府県の社会・経済特性からみた課題と対策」 - 地域の社会・経済構造に即した成長産業の育成が必要 -	2003年10月
No. 15-8	「デフレの現状と展望」 - デフレ脱却、量的緩和の解除は早くとも 05 年度下期 -	2003年11月

\* バックナンバーの請求は信金中央金庫営業店にお申しつけください。

