

研究ノート

## デフレについてのノート

伊藤正憲

## 要旨

デフレの問題点といわれる①実質金利が高止まりすることによる投資の低迷、②既存債務の実質返済負担が増えることによる投資低迷、③賃金が物価より下がりにくいことによる企業収益の低迷、について主に「法人企業統計年報」のデータに基づきその当否を検討した。その結果、以下の点が明らかになった。第一に、2000年代初めまではデフレが設備投資を抑制した可能性があるがその効果は小さく、その時期までの投資低迷は企業がバブル崩壊後に抱えた過剰設備・過剰債務の解消に注力せざるを得なかったことによる。第二に、2003年からの景気回復期にも設備投資は盛り上がらなかったが、これは企業の期待実質成長率が低下したことによる。第三に、賃金の下方硬直性による企業収益の悪化は、90年代末まではみられたが、それ以降は少なくとも非製造業ではみられなくなった。

キーワード：デフレ、設備投資、期待成長率

## はじめに

いま程度のデフレであれば経済への悪影響は少ないのではないかと、本ノートでそれを確認したい。デフレの問題点として、いったんデフレになると悪循環が生じ、景気の回復が困難になることが挙げられてきた。しかしデフレ（物価の持続的下落）が続くなか、日本経済は2003年から拡大基調になり2007年には消費者物価の上昇をみるまでになった。リーマンショック以降、物価が再び下落したが、これもあまり深刻に考える必要はないようにみえる。果たしてそうなのかどうか。

幸い、内閣府・経済社会総合研究所が進めてきた「バブル／デフレ期の日本経済と経済政策」に関する包括的な研究の成果が、2009年の秋以降に続々と刊行された。これは、日本の第一線の研究者を総動員し、バブル発生からデフレに至るまでの経済を総括して後世にその教訓を伝えようとする大研究である。本ノートでは主にこの研究に依拠しながらデータによる確認作業を行い、デフレに関する基本的なポイントについて意見を述べていきたい。

## I デフレの何が問題なのか

消費者物価指数（除く生鮮食品）とGDPデフレーターという代表的な物価指標の動きをみると、両者

とも2000年前後からその変化率はマイナス傾向となっている（表1）。日本経済は確かにデフレ状態

表1 デフレ関連指標の変化率（年率、％）

暦年	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	GDP デフレーター	実質GDP
1981	4.8	3.2	4.2
1982	3.1	1.6	3.4
1983	1.9	0.9	3.1
1984	2.1	1.7	4.5
1985	2.0	1.0	6.3
1986	0.8	1.8	2.8
1987	0.3	-0.1	4.1
1988	0.4	0.3	7.1
1989	2.4	2.2	5.4
1990	2.7	2.3	5.6
1991	2.9	2.6	3.3
1992	2.2	1.6	0.8
1993	1.3	0.4	0.2
1994	0.8	0.1	0.9
1995	0.0	-0.5	1.9
1996	0.2	-0.6	2.6
1997	1.7	0.5	1.6
1998	0.3	0.0	-2.0
1999	0.0	-1.3	-0.1
2000	-0.4	-1.7	2.9
2001	-0.8	-1.2	0.2
2002	-0.9	-1.5	0.3
2003	-0.3	-1.6	1.4
2004	-0.1	-1.1	2.7
2005	-0.1	-1.2	1.9
2006	0.1	-0.9	2.0
2007	0.0	-0.7	2.4
2008	1.5	-1.0	-1.2
2009	-1.3	-0.4	-6.3
2010	-1.0	-2.1	3.9

資料) 総務省「消費者物価指数」、内閣府「国民経済計算年報」

に陥ったといえる<sup>1)</sup>。ただし、下落といってもその幅は小さい。消費者物価で2009年の-1.3%、GDPデフレーターで2010年の-2.1%が最大の下落である。さらにデフレが趨勢的に悪化しているわけでもない。消費者物価は2003年からの景気回復を受けて下げ幅を縮め、2006年に上昇に転じた。2008年秋のリーマンショック後の景気後退により2009年に再び下落し始めたが、あれほどの不況でも下落幅はさほどでなく、2010年の後半以降の下落幅は前年同月比で縮小してきている。GDPデフレーターは2000年以降下落が続いているが、2000年代半ばには下落幅が小さくなっている。2010年に下落幅が2.1%と80年代以降で最大となったが、これは原油等の輸入価格の上昇によるところが大きく<sup>2)</sup>、やはり2010年後半以降、下落幅は縮小傾向にある。

では緩やかなデフレであれば何の問題もないのだろうか。「バブル／デフレ期の日本経済と経済政策」に関する研究を総括したラウンドテーブル・ディスカッションのなかで、経済学者の伊藤隆敏は、「良いデフレ、悪いデフレというような論争がありました。…1990年代、2000年代の経験は、やはり需要が落ち込んで、さらにそれが物価を下げて、それが需要を落ち込ませるといふ、ある意味マイルドなスパイラルが生じていたのだと思います。デフレ・スパイラルは起きなかったと書いていらっしゃる方もいますが、では、デフレ・スパイラルにならなければ、マイルドなデフレであればいいのかと考えると、それはやはり良くないし、良いデフレというのはあり得ないと思います<sup>3)</sup>」と述べている。またセッションの司会役であった経済学者の吉川洋は、議論のまとめのなかで、「…デフレは問題なのか、あるいは良いデフレというものがあるのかという話

- 1) 物価の持続的下落という場合の「持続的」の意味について、IMFが「少なくとも2年間継続して物価が下落」としており、日本政府もそれに従っている。この定義によれば、GDPデフレーターでみるかぎり日本経済は1990年代半ばにも一旦はデフレに陥った。
- 2) GDPが国内で産み出された付加価値を捉えるものであるため、GDPの総合価格（デフレーター）を計算する際に輸入が差し引かれる。このため原油など原材料価格の上昇によって輸入額が増加すると、名目GDPが減少し、GDPデフレーターも低下する。
- 3) 吉川洋ほか（2011）47～48頁

について、これは今日、私も含めて6人が出席していますが、良いデフレというものはないという合意があると思います<sup>4)</sup>と述べている。ここで良いデフレと呼ばれているのは、生産性の上昇や輸入価格の下落によって生じる価格の下落は実質所得の増加をもたらすので良いという側面である。日本の代表的マクロ経済学者がそれを否定するのは、個々の価格の下落がもたらす効果ではなく、価格全体、つまり一般物価の下落がもたらす効果を問題視するからであろう。一般物価が下落基調になれば全体として企業利益が減少あるいは低迷し、設備投資や雇用が減少あるいは低迷し、需要は減少を続けるあるいはなかなか回復しない、と考えられうる。

このように考えるとデフレは緩やかであっても問題なのかもしれない。しかしどこまで深刻なものなのだろうか。この点を確認するためにマクロ的視点からデフレの問題点をおさらいしてみると、次の3点が浮上する。

(1)名目金利がゼロ以下にならないためデフレ下では実質金利は必ずプラスとなる。したがって中央銀行がどれほど金融を緩和しても（ゼロ金利政策を実

施しても）実質金利の引き下げに限界が生じ、金融面から投資を刺激することができなくなる。デフレが続けば実質金利が高止まりするため投資は抑えられがちになる。

(2)債務者（既に借金を抱える者）にとって年々より少なくなる収入・利益で元利を返済することになる。実質の返済負担がより重くなるため、彼らは投資・消費を抑制する。他方、債権者（貸し手）は債権の実質価値が上がるため得をし、投資・消費を増やすとみられる。両方向の効果があるが、日本の場合、政府の債務が莫大であるため、デフレは政府の返済負担を重くし、赤字財政からの脱却を困難にするマイナス面が大きいだろう。

(3)一般物価に比べ賃金は下がりにくいので、企業の利益が減り、投資の抑制や雇用の抑制をもたらす。賃金下がれば企業の利益は出るだろうが、労働者の収入が減るので消費は伸び悩む。賃金の下落は、さらなる物価の下落そして賃金の下落…というデフレ・スパイラルを招く危険性も孕んでいる。

以下、これらの問題点について、実際に何が起きたかをみていこう。

## Ⅱ デフレは設備投資を縮小させたか

### 1. 1980年代以降の設備投資動向

設備投資の多寡を判断する基準として設備投資とキャッシュフロー及び減価償却費の大小関係を見ることとする。キャッシュフローはここでは内部留保+減価償却費とする。キャッシュフローは企業の内部資金である。設備投資がキャッシュフローより大きいことは、企業が社債発行や銀行借入により外部資金を調達して設備投資を行っていることを意味する。このとき企業は事業の将来を明るく展望し、事業拡大に積極的になっていると考えることができる。減価償却費は現有設備の更新に必要な資金である。設備投資がそれ以上であれば企業は設備を拡大しよ

うとしている、それ以下であれば縮小しようとしていると考えることができる。

図1は全産業（金融保険を除く）におけるそれらの推移である。80年代には設備投資はほぼ一貫して増え続け、その水準はキャッシュフロー及び減価償却費を上回り続けた。80年代初めは第二次石油危機の影響で景気は後退していたし、80年代の中頃はプラザ合意による円高不況が懸念されていた。そのなかでも設備投資は堅調であった。これは、不況下でも実質経済成長率が2~3%あり、中期的に中程度の成長を見込める経済であったからといえる。そしてバブル経済に突入する。このとき設備投資は

4) 吉川洋ほか (2011) 86頁

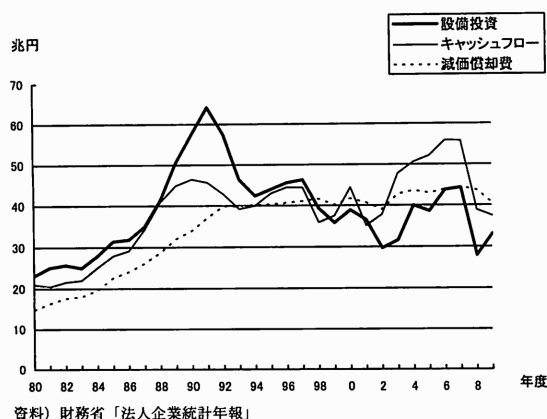


図1 設備投資等の推移（全産業）

キャッシュフローを大きく上回った。多くの人が日本経済は新しい成長の時代に入ったと思い、外部資金を容易に調達できる環境のなか、企業は活発に投資した。

その後、経済は低迷を続ける。設備投資も趨勢的には2002年度まで減少を続ける。そのなかで注目されるのは、97年度までキャッシュフロー及び減価償却費を上回っていた設備投資が、98年度には減価償却費を下回り、99年度にはキャッシュフローを下回ったことである。以後、この逆転した関係が継続する。これはひとつには金融危機の影響が大きいと考えられ、次項でもう少し詳しく述べる。

2003年度から設備投資は減少トレンドを脱し、増加を始める。それも力強いといってよい増加ぶりであり、経済は息の長い上昇局面に入る。デフレ下では設備投資が伸びにくく景気回復は難しいと言われてきたが、明らかになったのは、デフレでも設備投資が増え、景気がよくなることである。吉富勝が05年に次のように述べている：「…デフレ・スパイラルが生じているという証拠はあるのだろうか。意に反してそうした証拠はないどころか、その反証がある。実際のデフレが1%のとき、デフレ予想はせいぜいその半分の0.5%だった。最近のように0.2%のデフレのとき、既にプラスのインフレを予想している（内閣府調査・国民生活センター調査04年）。と

5) 吉富勝 (2005)

すると、経済学的により正確な実質金利は、名目金利（短期は0%、長期は1~1.5%）だから、日本の実質金利は、長期金利でみても最高1.5~2%だったことになる。この程度の実質金利をもって、高すぎるといえるのだろうか。真の問題はむしろ逆ではないか。つまり、この程度の実質金利をクリアできないほど、企業の利潤率が低すぎることに、問題の核心があったのではないか。換言すると、政府・日銀の景気刺激策を借りないで、自立回復力がデフレ下にあって景気を回復させている原因は、企業の利潤率が高い水準まで回復していることにある。」<sup>5)</sup>

なぜ企業の利潤が回復したかは次章でみることで、ここではこの景気回復期の設備投資に関わるもうひとつの側面、すなわちキャッシュフローを大きく下回り、減価償却費をも下回り辛うじて06、07年度にそれにほぼ等しくなっている点を指摘しなければならない。企業は事業拡大の意思を持たず、お金をもっぱら借金の返済にあててきた、あるいはお金を抱え込んできたようにみえる。

設備投資とキャッシュフローの関係をより立ち上げてみるためには、製造業と非製造業にわけて考える必要がある。図2は製造業における設備投資等の推移である。製造業では既に80年代後半に設備投資はキャッシュフローを下回っていた。バブル期に

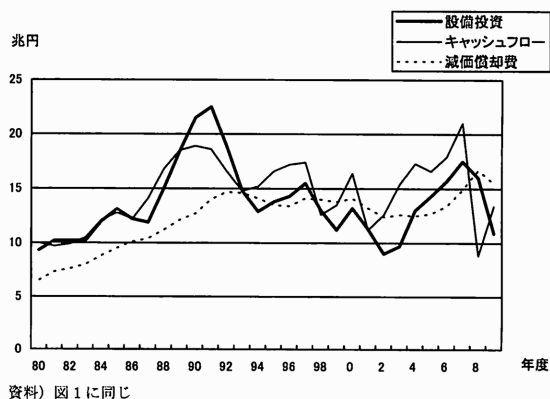


図2 設備投資等の推移（製造業）



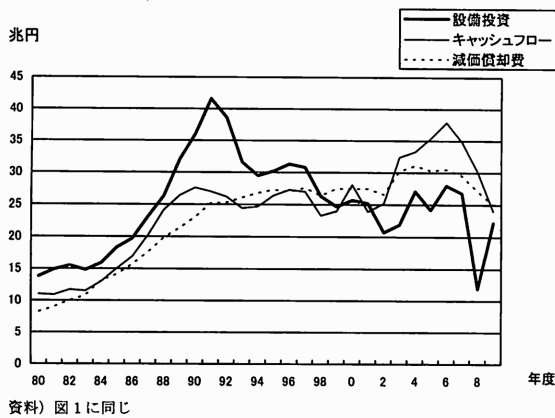


図3 設備投資等の推移 (非製造業)

は上回るが、それを異常な時期の例外的な現象と考えれば、製造業の設備投資は80年代後半以降、基調としてキャッシュフローを下回り続けた。そして下回ってはいるが、設備投資はキャッシュフローの増減に呼応した動きを示してきた。2000年代のデフレ期、キャッシュフローが大きく増えると設備投資も大きく増え、2000年代半ばには減価償却費を上回った。

他方、非製造業の設備投資は90年代末までキャッシュフローを上回り続けた。バブル期の上回り方は異常であるが、その後も設備投資は製造業ほど落ち込まなかった。2000年代に入ると、設備投資とキャッシュフローの関係が逆転し始め、03年以降ふたつの間に大幅な乖離が生まれた。産業全体で02年以降、設備投資がキャッシュフローを大きく下回り、減価償却費にも追いつかないでいたが、これは主に非製造業の投資低迷によってもたらされたといえる。

次にこのような動きが既存の設備投資研究でどのように分析されてきたかをみてみよう。

## 2. 近年の設備投資研究から

宮川努・田中賢治は90年代以降の設備投資について、投資の低迷を問題視する見方がある一方で、国際的には日本の投資水準は低いとはいえ米国と比べ資本ストックは過剰とする見方もあると述べ、そ

れぞれに関する実証分析を概観している。以下にその内容を示す<sup>6)</sup>。

• 90年代には企業の投資規模が最適水準より低いのではないかとの問題意識が強くなり、流動性制約や担保制約の議論が出てきた。設備投資の説明関数にトービンの $q$  (投資1単位が産み出す将来利潤の割引現在価値のこと、これが1を上回れば企業は投資を行うと考えられる)に加えてキャッシュフローが入るようになった。ただし上場企業に関する実証分析ではキャッシュフローの影響はあるにしても大きくないとの結論が得られている。他方、非上場企業の分析ではキャッシュフローだけでなくメインバンクの財務状況も有意な影響を与えている。

• 90年代からの実証分析のもうひとつの潮流として不確実性の導入がある。不確実性があるなかで不可逆性 (いったん設備投資を行うと設備を処分する際に多額のコストを負担しなければならない) が加わると、企業は投資に慎重になり、環境が大幅に改善するまで投資を待つ傾向が出てくる。日本の実証研究はこの傾向を確認している。

• 企業が環境の改善を待って大きな設備投資を行うとその企業の投資に大きな山 (インベストメント・スパイク) が生じる。個別企業にインベストメント・スパイクがあるとしても経済全体では滑らかな推移になる可能性もあるが、日本の設備投資は90年までは米国や英国に比べ変動が大きかった。これについては日本企業が横並び的に設備投資を行うことによって変動が大きくなっていると分析されてきた。また技術的な連鎖により投資が投資を誘発する点も、IT化の進展などとの関連で確認されてきた。

• 横並び的行動に基づく企業間の投資運動は必ずしも合理的とはいえず、過剰設備をもたらす危険がある。従来の研究は、日本企業が配当を低くして内部留保を増やし低収益の設備に投資していた可能性があることを指摘している。

宮川・田中は、以上を踏まえ、上場企業の個別

6) 宮川努・田中賢治 (2009) 94~104頁

データを用いて設備投資の連動性とインベストメント・スパイクへの影響に関する実証分析を行う。結果は次のようである。

- インベストメント・スパイクが生じた企業の割合は、80年代に比べ90年代では製造業で顕著に低下している。2000年代にその割合が製造業でさらに低下し、非製造業でも低下している<sup>7)</sup>。
- インベストメント・スパイクの要因を全産業について推計すると、トービンの $q$ とキャッシュフローは有意に正である。産業内のインベストメント・スパイク比率も有意に正である。これは横並び行動が大きな設備投資を生み出した可能性があることを示唆する。不確実性については有意に負であり、これは不確実性の増大が大規模投資を抑える効果を持つことを示している。
- 製造業についての推計結果は上と同じであるが、非製造業では近年になるほど有意となる変数が減っている。特に03~06年では非製造業の大型設備投資はもっぱらキャッシュフローによりもたらされたといえる。

宮川・田中は結論として次のように述べる：「以上の分析を総合すると、バブル崩壊前まで日本の設備投資は同調性が強く、そのために変動も大きく景気全体の変動に大きな影響を与えていた。バブル崩壊後資金制約や担保制約などで設備投資は低迷するが、その間も過剰設備の要因は残っていたといえる。しかし最近の設備投資行動はより萎縮しているといえる。すなわちトービンの $q$ に代表される将来の収益性要因や他企業と競争するための設備投資動機は薄れつつある。とくに内需依存度が強い非製造業ではこの傾向が強い。こうした点が今回の景気回復時において設備投資の寄与がさほどおおくなかった原因だと考えられる。」<sup>8)</sup>

小川一夫は、「法人企業統計」の個別データを用いて、不良債権問題が設備投資に与えた影響を分析している。分析の特徴は、設備投資の説明変数として、トービンの $q$ やキャッシュフロー以外に、金融機関の貸出態度を導入していることである。分析結果は次のようである<sup>9)</sup>。

- 投資関数の計測結果に基づいて、98年度の金融機関の貸出態度が96年度並であったら設備投資がどれだけ増えたかをシミュレートすると<sup>10)</sup>、産業全体で21.3%増となる。企業規模別では中小企業、産業別では建設・不動産・卸売といった非製造業の増加率が高い。
- 90年度から98年度までの設備投資の変化に金融機関の貸出態度の変化がどれだけ寄与したかを求めると、この間の減少分のうち製造業で12%、非製造業で48%が金融機関の貸出態度の変化によりもたらされた。

以上のふたつ研究に基づき、Ⅱの1で見出した事実に次のような解釈を与えることが可能だろう。

第一に、バブル期の設備投資の盛り上がりは、楽観的な将来見通しだけでなく、企業の横並び行動によってももたらされた。いずれにせよ企業は過剰な設備を抱え込んでしまい、その後の設備投資は大きく落ち込む。そのなかで製造業企業では早くも90年代には横並び的大型投資が影を潜め、慎重な投資行動が主流になった。ところが非製造業では横並び的な大型投資が90年代も継続した結果、設備投資がキャッシュフローを上回り続けた。

第二に、97年末からの金融危機は外部資金への依存度が高い非製造業に大きな影響を与えた。非製造業の設備投資は一段と落ち込み、キャッシュフローと減価償却費を下回るようになった。

第三に、非製造業の設備投資は02年度からキャッ

7) インベストメント・スパイクによる設備投資がサンプル企業全体の設備投資に占める割合は80年代で30%程度、90年代、2000年代で20%程度である。

8) 宮川努・田中賢治(2009)119頁

9) 小川一夫(2009)362~364頁

10) 97年11月、三洋証券のデフォルト(債務不履行)に端を発し、山一証券、北海道拓殖銀行の破綻と続き、金融市場は混乱状態に陥った。03年5月にりそな銀行に公的資金が投入され、政府は銀行を潰さないという安心感が広がり、ようやく危機が去った。

シュフローが大きく増え始めるなかでも伸びなかったのであるが、それは、2000年代以降、非製造業で横並び行動が激減したこと、そしてトービンのq（利潤要因）ですら大型投資を引き起こさなくなったことによると考えられる。

残る疑問は非製造業の設備投資がなぜこれほどまでに萎縮したかである。

### 3. 非製造業の設備投資低迷の要因

バブル崩壊後の設備投資の低迷については、過剰設備と過剰負債がその原因であると指摘されてきた。バブル期に過大な成長見通しに基づき過大な設備投資を行ったため、その後の成長率低下により設備が過剰になり、また設備投資を借金で賄ったため負債が膨れ上がり、その結果、企業は設備投資を抑え、またキャッシュフローを設備投資よりも債務返済に充ててきた、という指摘である。

日銀「短観」に企業の「生産・営業用設備判断DI」（「過剰」-「不足」の％）がある。この値がプラスであれば設備を過剰と判断している企業の方が多く、マイナスであればその逆ということになる。バブル崩壊後の値をみると、製造業の「DI」は高いときには30％にも達し、2000年代前半までは低いときでも10％程度のプラスであった。そして2000年代半ばによくゼロとなる。この推移は、製造業の設備投資が90年代前半にキャッシュフローや減価償却費を下回り始め、2000年代半ばに回復したことと整合的である。非製造業の「DI」は90年代前半にプラスに転じるが、その値は5％以下であり、90年代半ばにはほぼゼロとなる。非製造業の「DI」が最も高くなるのは90年代末であった。ただしそのときでも値は10％を超えない。そして製造業と同様に2000年代半ばにほぼゼロとなる。この推移は、非製造業の設備投資がバブル崩壊後も97年度まではキャッシュフローを上回り続け、その後にキャッ

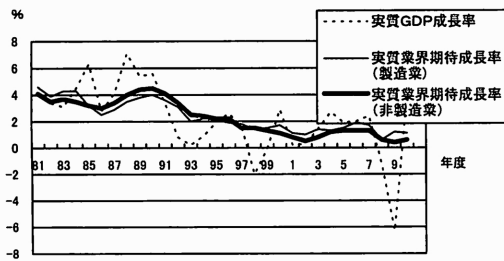
シュフローと減価償却費を下回るようになったことと整合的である。しかし、非製造業の設備投資が2000年代半ばに低迷したことは整合的でない。この時期、非製造業の「設備判断DI」は製造業とほぼ同じであった。過剰設備が低迷の原因であれば設備投資は大きく回復したはずである。

過剰債務は、借入依存度の高い非製造業で大きな問題であったと考えられる。「法人企業統計年報」で企業の有利子負債（金融機関借入金+その他の借入金+社債）をみると、非製造業のそれは80年代半ばの200兆円から90年代後半に500兆円まで増加した。その後急速に減り始め、02年度に400兆円を切り、07年度の350兆円まで減っていく。確かに絶対額はバブル前の200兆円と比較して2000年代半ばでも2倍近い大きさである。しかしキャッシュフローに対する比率をみると様相は異なる。有利子負債の対キャッシュフロー比率は80年代半ばで15倍、これが98年度に22倍に達したあと急速に低下し、03年度には11倍にまで、06年度には10倍を切るまでに低下した。有利子負債の対キャッシュフロー比率は債務償還年数（自己資金で債務を返済するのに何年かかるかを示す）に相当する。これが2000年代前半にバブル前より低い水準であったのであるから、債務が過剰であるため債務返済に資金を回したとは言えない。非製造業にあっても過剰債務の問題は既に2000年代前半には解消されていたとみるべきだろう<sup>11)</sup>。

では2000年代の景気回復期に非製造業の投資が低迷した原因は何なのか。主因はやはり期待実質成長率の低下であると考えられる。期待実質成長率がゼロであれば設備を増やす理由がない。マイナスであればむしろ設備を縮小する方がよい。

図4は企業の期待実質成長率（今後5年間の予想実質業界成長率）の推移である。非製造業のそれはバブル期に製造業を上回ったが、バブル崩壊とともに急速に低下し、2000年代初めに1％を下回っ

11) 製造業の有利子負債もバブル期に増加するが、増加幅は比較的小さかった。また有利子負債の対キャッシュフロー比率は03年度には80年代半ばの水準にまで低下していた。



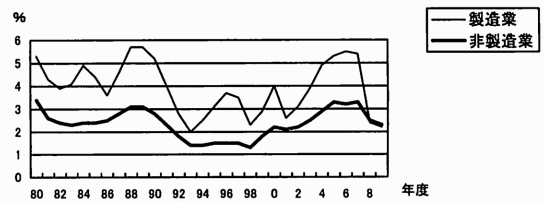
資料) 内閣府経済社会総合研究所「企業行動に関するアンケート調査」

図4 実質期待成長率

た。2000年代半ばに景気回復を反映して回復するが、それでも期待成長率は1%台前半にとどまった。これにたいし製造業の期待成長率は2000年代以降、非製造業より高く、2000年代半ばには2%に近づいた。この時期の景気回復が輸出増に牽引されたものであり、内需は公共投資も消費も伸び悩んだことが、両者の差となって現れた。

もちろん期待成長率が低いとはいえプラスである以上、設備を増やす誘因はある。しかし平均して1%台前半の成長率ということは、不況になれば容易にマイナス成長に陥ることを意味する。そのとき大きな設備を持っていれば固定費が重荷となり、企業の収益は大きく悪化する。バブル崩壊及び金融危機の経験から、企業は悪い事態を想定して行動するようになり、それが低成長とあいまって保守的な投資行動をもたらしたと考えられる。

さて内閣府の「企業行動に関するアンケート調査」に、2003年度から実質に加えて名目の予想業界成長率を取り入れられた。名目予想成長率は製造業・非製造業とも0.2~0.3%ほど実質予想成長率より低く、企業がデフレ期待を持ち続けていたことが分かる。この場合、企業はいま利益が出ていてもデフレの分だけ将来利益を低く見積もる、また国債購入等の資金運用の利回りをその分だけ高く計算すると考えられる。図5は総資本経常利益率の推移である。それは製造業・非製造業とも90年代に80年代末のピークの半分程度に落ち込むが、2000年代に回復し、2000年代半ばには80年代末と遜色のない水準に達する。2000年代に長期金利（10年国債利回り）は



資料) 図1に同じ

図5 総資本経常利益率

1%~2%の間で推移した。2000年代初めの非製造業の利益率が2%強であるから、その時期にはデフレの影響を加味すれば設備に投資するより国債を買う方がよいという計算が成り立った可能性がある。90年代はさらにその可能性が高い。その意味でデフレは設備投資を抑え、实体经济に影響を与えたと見えそうである。しかしその後の急速な回復により、2000年代半ばの利益率はデフレ期待を加味しても設備投資を積極的に行ってよい水準に達していた。そうならなかったのはやはり期待実質成長率が低いためであると考えられる。

このように考えると、デフレの悪影響のうちのふたつの点、(1)実質金利の高止まりによる投資抑制、(2)実質債務負担の増大による投資抑制、はいずれもいま程度のデフレであれば大きな問題ではないと言ってよいだろう。むしろ日本経済はバブル崩壊後の過剰設備・過剰負債を克服し、低成長下でも利益を確保できる体質を作り上げた。リーマンショック後も非製造業の利益率は2%台にとどまった。製造業の利益率は大きく低下したが、悲劇的ともいえる需要減からすればよくぞ2%台にとどまったと評価すべきであろう。日本経済の先行きは低成長という意味で明るくはないが、バブルとその崩壊がもたらした病を克服したという意味で決して暗くはない。

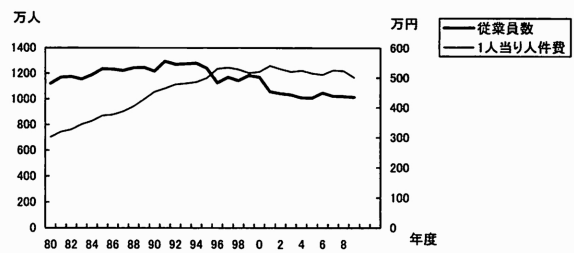
### Ⅲ デフレは雇用・給与にどのような影響を与えたか

#### 1. 人件費削減・固定費削減・利益回復

企業がバブル崩壊後に抱えた過剰になかにもうひとつ、人員の過剰があった。日銀「短観」の「雇用人員判断DI」は、90年末に製造・非製造とも50%近い不足であったが、93年には過剰に転じ、03年までは過剰のままだった。特に製造業の過剰はピークには30%を超え（非製造業では15%程度）、2000年代半ばによく過剰が解消された。先に述べた「生産・営業用設備判断DI」とほぼ同様の推移である。そして設備過剰への対応が製造業と非製造業では異なっていたように、人員過剰への対応も業種間で異なっていた。

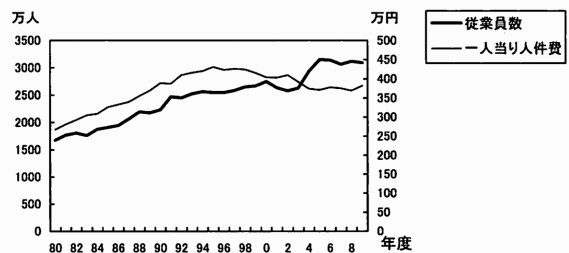
図5は人件費（従業員給与・賞与+役員給与・賞与+福利厚生費）の推移である。製造業の人件費は92年度には増加が止まり、2000年代に入り減少し始めた。2000年代半ばの景気回復期にもほとんど増えていない。非製造業では90年代前半も人件費が増え続け、2000年代に入り減少し始めるが、2000年代半ばの景気回復期に大きく増える。製造業と非製造業の対応は、主に人員を減らすのか、あるいは一人当たり人件費（ここでの人件費は従業員給与・賞与+福利厚生費）を減らすのかでも大きく異なっていた。製造業の従業員数は90年代半ばに減少し、2000年代初めに再び大きく減少し、その後の景気回復期にも増えない。他方、一人当たり人件費は90年代後半に頭打ちになり、その後はほぼ横ばいである（図6）。つまり製造業の人件費削減は主に従業員の削減によるものであった。これにたいし非製造業の従業員数はバブル崩壊後も増え続け、2000年代前半には削減されるが、その後の景気回復期に大きくふえる。他方、一人当たり人件費は90年代後半以降、ほぼ一貫し

て減少しており、2000年代半ばにむしろ大きく減る（図7）。つまり非製造業における人件費の抑制は主に一人当たり人件費を下げることによってもたらされた<sup>12)</sup>。



資料) 図1に同じ

図6 製造業従業員数・一人当たり人件費



資料) 図2に同じ

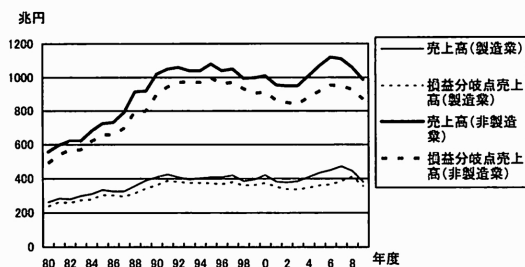
図7 非製造業の従業員数・一人当たり人件費

人件費は設備費（減価償却費）とともに代表的な固定費である<sup>13)</sup>。固定費は売上高の変動に左右されない費用であるから、それが高ければ売上げが少ないときも高コストとなり赤字になりやすい。逆にそれが高ければ変動費の部分が比較的安く、売上げが伸びたときに大きな利益が生まれやすい。多くの企業は期待成長率をだんだん低くみるようになり、売上げの増加よりもその減少に備えるようになったた

12) 製造業でも派遣や請負の形での労働が増えており、その労働者が製造業ではなく非製造業の労働者としてカウントされるため、製造業の労働者が少なくなっている可能性がある。その割合が高ければ、製造業と非製造業の違いをかなり割り引いて考える必要がある。

13) 正確には正規雇用の人件費が固定費であるが、「法人企業統計」には正規と非正規の区別がない。なお「法人企業統計」では臨時従業員の総労働時間数を常用者の平均労働時間数で割って人数換算している。

め、固定費を抑えた。固定費を抑えると損益分岐点が低くなる、つまり少ない売上げでも利益がでるようになる。図8に損益分岐点売上高の推移がある。製造業のそれは91年度のピーク390兆円から徐々に低下し、2000年代前半には330兆円台になった。非製造業のそれは95年度のピーク957兆円から2000年代前半に840兆円台にまで低下した。日本企業は2000年代前半までに売上不振に耐えられるコスト構造に転換したとみることができる。それがあつたから、製造業は2000年代半ばに設備投資の増加に踏み切り、非製造業は人員の大幅拡充に踏み切ることができたといえる。



注) 損益分岐点売上高は固定費÷(1-変動費率)として算出。算出に際し、固定費=人件費+減価償却費+支払い利息等、変動費=売上高-固定費-経常利益とした。

資料) 図1に同じ

図8 売上高と損益分岐点売上高

## 2. 賃金の伸縮性と雇用調整

人員の削減や一人当たり人件費の引下げは労働市場に大きな影響を与えたはずである。従来、日本では、賃金に占める賞与の割合が高く賞与は企業業績に応じて柔軟に増減するため賃金の伸縮性が高い、そのため雇用調整の必要性が少なく失業率が低位で安定していた、と考えられてきた。非製造業の一人当たり人件費は90年代半ばから下がり続けており、このことは賃金の下方硬直性が日本ではなかったことを示しているように見える。他方、製造業の一人当たり人件費はあまり下がっていない。これは賃金の下方硬直性がやはりあり、そのために人員の削減が実施されたことを示唆しているようにも見える。これらに

ついて山本勲がデータと先行研究を整理し、次のように分析している<sup>14)</sup>。

山本はまず、日本のフィリップス曲線（縦軸に名目賃金変化率、横軸に失業率を取り、両者の関係を図示した曲線）が1980～92年まではほぼ垂直で失業率は2%台で安定していたこと、1993～2006年では曲線がフラットになり、名目賃金上昇率が低位安定的（年によってはマイナス）である一方、失業率は2%から5%台までの間に散らばるようになったこと、を確認する。次いでフィリップス曲線のフラット化が名目賃金の下方硬直性によりもたらされたものかについて、先行研究を紹介する。それによれば、ほとんどの研究がバブル崩壊後の90年代末までは賃金に下方硬直性が存在していたとしている。ただし多くの研究が90年代末以降については賃金の下方硬直性を認めていない。まとめて山本は「バブル崩壊前の比較的インフレ率が高かった時期には、名目賃金の下方硬直性が制約として働かず、伸縮的な名目賃金調整が行われていた。しかしバブル崩壊後、インフレ率が低下すると、名目賃金の引き下げを通じてしか実質賃金の下方調整ができなくなり、名目賃金の下方硬直性が制約として働きはじめた。」とする。

確かにバブル崩壊後も一人当たり人件費は90年代半ばまで上がり続け、非製造業でも90年代末まではあまり下がらなかった。それが企業の利益を圧迫し、雇用の削減あるいは抑制をもたらしたと考えられる。しかし少なくとも非製造業については、賃金の下方硬直性が2000年代にも残っていたとは言い難い。デフレの第三の問題点である賃金の下方硬直性による企業収益の悪化については、90年代末まではあったが、それ以降は少なくとも非製造業ではみられなくなったと考えてよいだろう。むしろデフレとの関係では、梅田雅信が日米英の消費者物価指数を比較分析し次のように述べている：「1990年代末以降、日本が先進国のなかで唯一デフレを経験したのは、

14) 山本勲 (2010)

サービス価格が持続的上昇を続けた欧米主要国とは異なり、サービス価格がゼロインフレ状態に陥ったことが主因と考えられる。これは、サービス業における、名目賃金上昇率の格差が主因である。]<sup>15)</sup>つまり名目賃金の下方硬直性がなくなったことがデフレをもたらしたと考えられるのであり、日本の場合に心配すべきは第三の問題点の後半部分、物価と賃金のスパイラル的下落である。そしていまの程度のデフレでは問題は深刻ではない。

雇用調整については野田知彦が労働組合の影響に焦点を当て分析している<sup>16)</sup>。野田は先行研究のサーベイと上場企業のパネルデータを用いた分析を行っているが、それによればまず、先行研究で見いだされてきた組合の状態依存的行動—通常時には雇用維持に尽力するが、企業が赤字に陥ったり景気が大きく後退したりした時にはむしろ雇用調整に協力的となる—がバブル後にも見られた。企業が危機に見舞われたときに雇用調整を拒めば企業の存続自体が危うくなる、それを避けるために組合は一部の人員整理を呑んで残りの労働者を守るのである。また賃金を大きく下げても雇用を守ることも考えられるが、賃金低下が大幅になれば優秀な社員が辞めてしまう可能性が大きいし、組合員の生活維持も困難になりか

ねない。このような労働組合の行動により、組合がある企業では危機に際しスムーズな雇用調整が実現されやすい。データ分析では、内部昇進企業（オーナー企業でもなく外部から経営者を招いた企業でもない、全サンプルの約60%）の場合、91～96年では組合の存在が雇用調整を抑制したが、97～06年では組合のある企業の方が雇用調整に積極的であった。野田はこれを、金融危機による企業環境の大幅悪化が組合の危機感を高めた結果であるとしている。

先に製造業と非製造業とでは人員削減と一人当り人件費の抑制の点で異なっていたことをみたが、製造業の組合組織率が相対的に高いことを考えると、組合の存在が製造業における90年代半ば以降の人員削減と賃金の維持に寄与した可能性がある。

野田はまた、労働組合の影響が金融機関や株主などの存在により変わることを示す。メインバンクなど企業との長期的関係を重視するステークホルダーとの関係が強いと組合は雇用維持的になり、外国人株主のような短期利益追求型との関係が強いと組合は雇用維持にマイナスの効果を与える。外国企業による日本企業の吸収合併が90年代末以降、増加しており、それが雇用調整を推し進めた可能性がある。

## おわりに

増税は必要かもしれないが先ずデフレを克服してからでないと景気に致命的なダメージを与える、とよく言われる。そう言い続けて何時まで増税を先送りするのだろう。バブル崩壊後の「失われた10年（あるいは15年）」は、政府や日銀あるいは企業の怠慢を指すようだが、私には財政を悪化させ続けた10年あるいは15年であるようにみえる。それは政治と国民の怠慢を意味するだろう。

日本経済の問題点はデフレそれ自体ではなく、将

来の期待成長率が低く、かつ将来の暮らしに不安があることである。期待成長率が低いから投資が伸びず、将来が不安だから消費が増えない。そして前者は技術進歩の低迷と少子化によるところが大きく、後者は社会保障改革と財政再建が遅れていることによるところが大きい。これらについて対策を立案し実行することが、政府にまた企業に求められる。それが結果的にデフレの克服に繋がるはずである。

15) 梅田雅信 (2009) 332頁

16) 野田知彦 (2010)

参考文献

梅田雅信 (2009) 「日本の消費者物価指数の諸特性と金融政策運営」、吉川洋編『デフレ経済と金融政策』慶應義塾大学出版会

小川一夫 (2009) 「バランスシートの毀損と実物経済—1990年代以降の日本経済の実証分析、池尾和人編『不良債権と金融危機』慶應義塾大学出版会

野田知彦 (2010) 「労働組合と雇用調整」、樋口美雄編『労働市場と所得分配』慶應義塾大学出版会

宮川努・田中賢治 (2009) 「設備投資分析の潮流と日本経済—過剰投資か過少投資か」、深尾京司編『マクロ経済と産業構造』慶應義塾大学出版会

吉川洋ほか (2011) 「デフレと経済政策」、岩田一政 + 内閣府経済社会総合研究所編『バブル／デフレ期の日本経済と経済政策～我々は何を学んだのか～』佐伯印刷株式会社

吉富勝 (2005) 「通説を撃つ 「好況、デフレ下では不可能」は誤り 企業利益改善テコに実現」『週間エコノミスト』2005年2月14日号、毎日新聞社（経済産業研究所HPで閲覧）

<http://www.rieti.go.jp/jp/papers/contribution/yoshitomi/05heml> 2011年7月

山本勲 (2010) 「賃金調整・雇用調整とフィリップス曲線の変化—1990年代の変化とその背景」、樋口美雄編『労働市場と所得分配』慶應義塾大学出版会