

# 賃金・物価・金利の正常化

## — 2040年までの展望 —<sup>1</sup>

渡辺 努 | 東京大学大学院経済学研究科 教授

株式会社ナウキャスト 創業者・技術顧問<sup>2</sup>

1：本稿は、SBI金融経済研究所「2040年の経済社会」プロジェクトの一環として作成されたものである。本稿の作成の過程では、伊藤隆敏、篠崎彰彦、竹中平蔵、土居丈朗、野村浩二、政井貴子の各氏から貴重なコメントを頂戴した。記して感謝したい。本稿は、学術振興会科学研究費基盤研究A「長期デフレの原因・帰結・経済厚生」（課題番号：23H00046）の支援を受けた。

2：E-mail: watanabe@e.u-tokyo.ac.jp, Website: <https://sites.google.com/site/twatanabelab/>

### 要約

2022年春以降、賃金・物価・金利の正常化が進行している。本稿では、22年春から25年初までの3年間を正常化の第1ステージ、その先2040年までを第2ステージと位置づけたうえで、第2ステージで何が起きるのかを考察する。賃金・物価・金利の3つはいずれもノミナルの変数である。ノミナルの変数が異常な状況に陥ったのが慢性デフレであり、その修復が正常化の第1ステージである。これに対して第2ステージでは、ノミナルではなくリアルの変数の正常化が次の3点で進む。第1は価格メカニズムの正常化である。慢性デフレ期には、効率的な資源配分の実現に不可欠な仕組みである価格メカニズムが機能不全に陥った。賃金・物価の正常化に伴い今後その修復が進むと期待される。第2は実質為替レートの正常化である。慢性デフレが始まった90年代半ばに、実質為替レートはそれまでの円高トレンドから円安トレンドへと反転した。その原因のひとつは賃金マークダウンだ。今後、賃金の正常化が進む中で賃金マークダウンが解消され、実質為替レートへの円安圧力も軽減される。第3は政府債務の正常化だ。デフレ下では一般に債務者の負担は過大となる。実際、最大の債務者である政府の負担は過大だった。賃金・物価の正常化の過程では、その真逆のこと、つまり、債務負担の軽減が起こる。本稿の試算によれば、インフレ率ゼロ%の経済から2%の経済へと移行することで政府債務は180兆円の減額となる。



渡辺 努

東京大学大学院経済学研究科教授。株式会社ナウキャスト創業者・技術顧問。専門はマクロ経済学（特に物価と金融政策）。東京大学経済学部卒業、ハーバード大学 Ph.D.。

## 1. はじめに

慢性デフレは物価と賃金が毎年据え置かれる現象であり、1990年代半ばに始まり、30年余り続いた。その重要な特徴は、個々の商品の価格の平均値である物価が据え置かれただけでなく、個々の商品の価格自体も据え置かれたことだ。賃金についても、マクロの平均値が据え置かれただけでなく、企業単位、労働者単位でみたミクロの賃金も据え置かれた。物価と賃金がこのように据え置かれる中で、日銀は1990年代末に政策金利をゼロまで引き下げ、それ以降、ゼロ近傍の金利が長く続いた。

物価上昇率、賃金上昇率、金利という3つの変数がほぼゼロで推移し、グローバルにみて異常に低いという状況は、2013年に始まった日銀による異次元金融緩和でも変わらなかった。しかし2022年春をターニングポイントに、物価・賃金・金利の正常化がようやく始まった。きっかけは米欧で発生したパンデミック由来の高インフレが日本に流入したことだった。当初は、海外からの流入が一巡すれば国内価格の上昇は止まるとの見方が支配的だった。しかしインフレの流入を契機として、企業が積極的に価格転嫁を進める一方、労組も高率の賃上げを要求し始め、企業と労組のプライシングが30年間の「据え置き」から大きく変貌した。そうした予想外の化学反応が起きる中で、日銀は24年3月に政策金利をそれまでのマイナスからプラスへと引き上げ、金利の正常化も始まった。

本稿では、22年春から25年初までの3年間を正常化の第1ステージ、その先2040年までを第2ステージとよぶことにする。正常化の第1ステージは既に完了かと言えば、残念ながらそうではない。消費者・企業・労組に起きた行動変容が不可逆的とは言い切れないからだ。日本社会にはいまだに慢性デフレ下の経済に対する「郷愁」が色濃く残っており、企業や労組のプライシングが元の据え置きに戻ってしまうリスクがある。

本稿の目的は、第2ステージで何が起きるかを展望することである。第1ステージの完了を見届けてから、あるいは最低でも完了が確実に視野に入ってから、第2ステージを語るというのが本来あるべき姿かもしれない。しかし、第2ステージの正常化が社会にどのような果実をもたらすかについて、多くの人にはっきりしたイメージをもってもらうことで、第1ステージ突破の意義がより鮮明になり、突破に向けた社会のインセンティブが強まることを期待できる。

本稿の構成は以下のとおりである。第2節で慢性デフレの特徴を簡単に振り返ったあと、第3節では正常化の第1ステージで何が起きたのかを整理する。第4節から第6節では、そこまでの議論を踏まえ第2ステージについて検討する。賃金・物価・金利の3つはいずれもノミナル（名目）の変数である。ノミナルの変数が異常な状況に陥ったというのが慢性デフレであり、それが修復されたというのが正常化の第1ステージである。これに対して第2ステージで起きるのは、ノミナルではなくリアル（実質）の変数の正常化である。

まず第4節では、価格メカニズムの正常化を議論する。価格メカニズムは効率的な資源配分を実現するための重要な仕組みであるが、慢性デフレ期にはその機能が著しく損なわれてしまった。例えば、どの企業・産業でも賃金が毎年据え置かれたため、生産性の高い産業・企業で賃金が上がり、その価格シグナルに従って効率の悪い産業・企業から労働者が移動するということが起きなかった。しかし、物価と賃金がこれまでの据え置きを脱却するということは、価格メカニズムの復活を意味する。かつて東欧や中国では、価格メカニズムの不在または機能不全が修正される過程で、経済の急回復が起きた。日本経済も価格メカニズムの修復に伴い類似の効果が期待できる。

第5節では実質為替レート（実質為替）の正常化を議論する。実質為替レートもリアル

の変数であり、慢性デフレが90年代半ばに始まったのとはほぼ同じタイミングでそれまでの円高トレンドから円安トレンドへと反転した。実質レートの円安反転のひとつの理由は「賃金マークダウン」だった。90年代後半の時点で、日本の賃金は国際的にみて高過ぎ、その克服が財界の重要な課題となる中、2000年代初には各企業一律にベアを停止するということが始まった。その結果、例えば、労働生産性がそれなりに伸びた企業でもそれを賃金に反映させないということが始まった。これが賃金マークダウンである。賃金マークダウンは国際競争に晒されていた貿易財産業で顕著で、当該産業の（名目）賃金を低下させ、それが非貿易財産業の賃金低下と価格低下へと波及するというかたちで、最終的に、実質為替レートの円安トレンドを創り出した。賃金正常化が今後進めば賃金マークダウンも解消され、実質為替レートへの円安圧力も解消に向かうことが期待できる。また、これに伴い、日本の賃金と物価が海外との対比で安すぎるという「安いニッポン」現象も解消に向かうことが期待される。

第6節では政府債務の正常化を議論する。一般にデフレ下では、債務者は不利であり、過大な負担を負わされる。実際、最大の債務者である日本政府は過大な債務を負わされてきた。これに対して、22年春以降の賃金・物価の正常化の過程では、その真逆のことが、つまり、債務者である政府の過大な負担の解消が起きている。第6節で行う試算によれば、インフレ率ゼロ%の経済から2%の経済へと移行することで政府債務は約180兆円の減額となる。こうした「インフレ税」がどの程度の「超過負担」を発生させるかも検討する。

## 2. 日本の慢性デフレ

### 2.1 クズネッツのジョーク

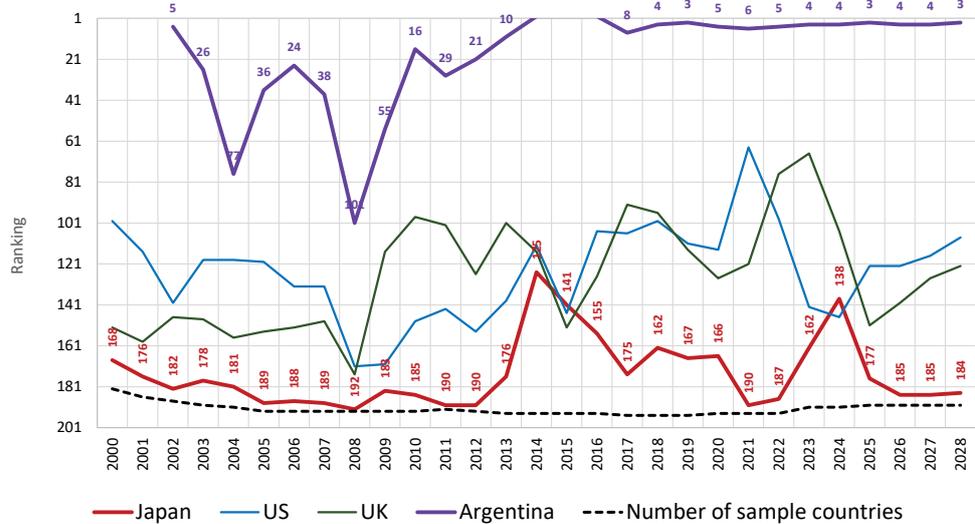
1960年代に活躍した偉大な経済学者で、ノーベル賞も受賞したサイモン・クズネッツのジョークに、「世界には4種類の国々がある。先進国と発展途上国と日本とアルゼンチンだ」というのがある。日本とアルゼンチンは異常値という意味だ。日本がここに登場しているのは60年代の高成長ゆえだ。日本はもはや高成長ではないのでその意味での異常値ではない。しかし、日本は別な意味で今なお異常値だ。

図表1は、約200の国々を、消費者物価上昇率の高い順に並べ、各国の順位の変遷を示したものだ。日本はアベノミクスでインフレ率が上昇した一時期を除くと、最下位の近くにあり、インフレ率の観点から、日本が異常値であったことを示している。物価だけでなく、賃金、政策金利も最下位またはその近傍にあり、異常値だった。つまり、賃金・物価・金利の3変数は国際的にみて異常値であり、クズネッツのジョークは日本が低成長国に移行した後もなお形を変えて生きていた。

### 2.2 個々の価格・個々の賃金の据え置き

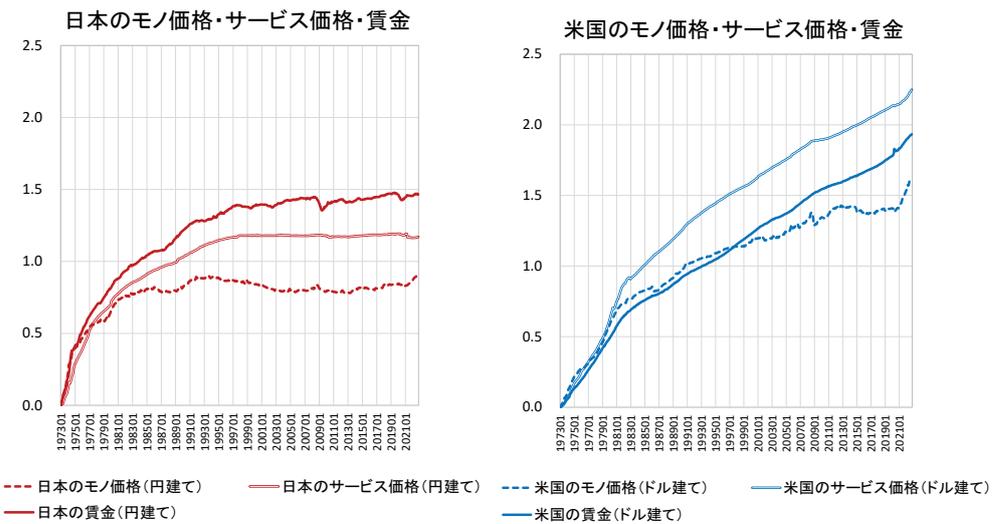
異常な様子を順位ではなく変数の値そのもので確認しておこう。図表2は、日本が為替レートの固定相場制から変動相場制に移行した1973年以降の期間

図表1 CPIインフレ率のランキング



出所) 渡辺 (2024)

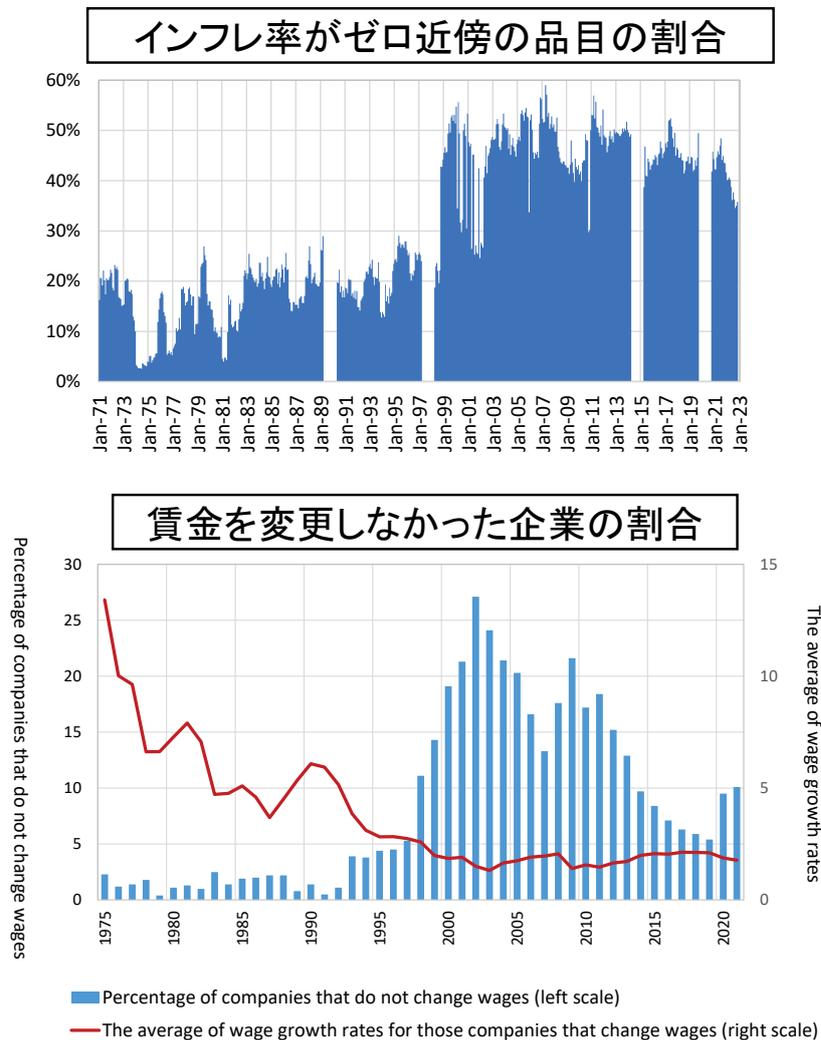
図表2 日米のモノ価格・サービス価格・賃金



出所) 渡辺 (2024)

について、モノの値段、サービスの値段、名目賃金がどう推移してきたかを示している。1970年代から1990年代の前半くらいまでは、モノ、サービス、賃金の3本の線は、日本も米国と同じように、右肩上がりだった。傾きも両国ではほぼ同じだ。ということは、モノの値段もサービスの値段も賃金も、米国と同じような伸び率になっていて、しっかりと動いており、異常値ではなかった。ところが、1990年代半ば、もう少し特定すれば、1995年あたりから、日本の3本線は水平になっている。つまり、日本の物価と賃金は上昇を止め、毎年、据え置かれるようになった。同時期のアメリカは、据え置きなどにはならず、右肩上がりが続いている。ここには示してないが、欧州の主要国も米国と同様の右肩上がり続けていた。つまり、日本だけが独り、特異な動きを始

図表3 個別価格と個別賃金の据え置き



出所) 渡辺 (2024)

めたということだ。この動きを反映して、日本の順位は最下位へと沈んでいったのだ。

物価と賃金が据え置かれる現象は「慢性デフレ」とよばれる。慢性デフレの最も重要な特徴は、物価と賃金の平均値が据え置かれただけでなく、個々の価格・賃金が据え置かれたことだ。図表3の上段の図は、消費者物価のもとになっている約600の品目のデータを使って、そのうち、価格の上昇率がゼロ近辺のもの（つまり、価格据え置き品目）がどのくらいあるかを毎月計算し、それを棒グラフで示したものだ。これで見ると、据え置きの割合は、1970～1980年代にかけて高いときで約2割だった。1990年代の前半もまだ2割程度で、それほど多くはない。ところが、90年代末に5割近くまで増え、その後、高い水準がずっと続いた。つまり、個々の価格が据え置かれる現象は90年代半ばに始まった。図表2でみたように、日本の物価が水平線になったのは、1990年代半ばだった。図表2は様々な商品の価格の平均値を使って描いたものだ。平均値が動かなくなったのとほぼ同じタイミングで、

個々の品目の価格も動きを止めたということだ。

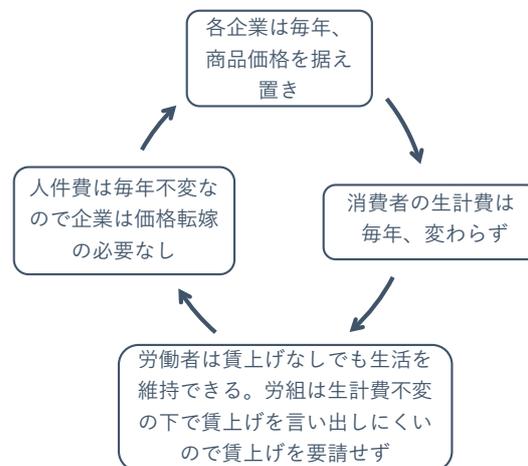
図表2では、物価だけでなく賃金も水平線になったことを確認した。そこでの賃金は様々な企業が払う賃金の「平均値」だった。それでは個々の企業の賃金はどうだったのか。図表3の下段の図は、賃上げをしなかった企業の割合を示している。1970年代も1980年代も、そんな企業は僅かで精々数%だった。ところが、1990年代後半になると、賃上げしない企業が1割を超える。2000年代初には3割近くにまで増え、その傾向が最近まで続いた。つまり、賃金についても、平均値が水平線になっただけでなく、個々の企業のレベルで賃上げが行われず、据え置きとなった。

### 2.3 日本版「賃金・物価スパイラル」

整理すると、慢性デフレは、(1)商品の価格が上がりも下がりもせず、毎年据え置かれる、(2)賃金が上がりも下がりもせず毎年据え置かれる、という2つの特徴をもっていた。価格が上がらないので労働者は賃金据え置きを受け入れる。一方の企業は賃金が上がらないので価格を据え置くことができる。このようにして賃金と物価が相互に関係しあいながらともに毎年据え置かれるということが起きた。

図表4はこの状況を図解したものだ。これは筆者の提唱する、日本版「賃金・物価スパイラル」という仮説だ（仮説の詳細については渡辺(2022b)を参照）。図表4の上のボックスから出発すると、各企業は毎年、価格を据え置く。だから生活者の生計費は毎年不変だ（右端のボックス）。生計費が変わらないので労働者は賃上げを要求する必要がある（下のボックス）。仮に労組が少々欲張って賃上げを要求したとしても生計費据え置きの中での賃上げは社会の理解を得られない。だから賃上げは見送りだ。最後に、左端のボックスに移ると、賃上げなしということは、企業の側からすれば、人件費が前年と同じということだ。だから、企業が人件費の増加を価格に転嫁するという、通常の国では当たり前のことが日本では起きない。価格転嫁の必要がないので、価格は

図表4 日本版「賃金・物価スパイラル」



出所) 筆者作成

前年と同じとなり、これでめでたく出発点の価格据え置きに戻る。このグルグル回りが1年に1回転、それが95年以降、四半世紀にわたって繰り返されてきた。

### 3. 正常化の第1ステージ

#### 3.1 2022年春以降の3変数の変化

異常値の国に変化の兆しが現れたのは22年春のことだった。第1は企業のプライシング行動の変化だ。かつての日本の企業は、価格を上げると顧客が逃げると考え、それを恐れて価格転嫁を躊躇っていた。しかし22年春を境に、価格を上げても顧客は逃げないという認識を企業がもつようになり、コストの上昇を価格に転嫁する姿勢を徐々に強めていった。価格転嫁の進行は食品産業で顕著で、23年夏には、主要企業の多くが輸入価格の上昇分の転嫁を完了したと言い切るところまで進んだ。

第2の変化は労働者の賃上げ要求だ。消費者物価上昇率が22年の年末には4%に達する中で、労組は、生計費の上昇を賃上げで取り戻すべく、春闘の目標を高め設定し、23年春闘では30年ぶりの高水準を達成した。24年春闘も前年を上回る水準の賃上げとなった。25年春闘についても、連合は強気の賃上げ目標を掲げており、高い伸びになる可能性が高い。この3年間で、ベアなし、定昇のみのかつての春闘から大きな変貌を遂げた。

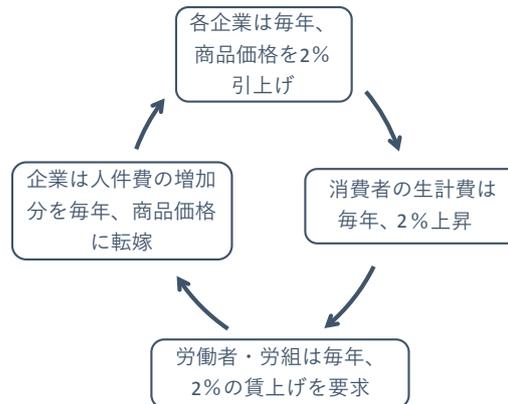
第3の変化は金利だ。22年春以降、物価と賃金が増え始め、その上昇に持続性があることを確認した日銀は24年3月に非伝統的手法による超金融緩和を停止し、政策金利をマイナス0.1%からプラス0.1%へと引き上げた。24年7月にはもう一段引上げ、0.25%とした。水準としては他国比で、非常に低いということに変わりはないものの、正常化に向けての一步が始まったといっていよう。

#### 3.2 賃金と物価の好循環

22年春以降に起きた賃金・物価・金利の正常化の歩みは、慢性デフレ期の日本版賃金・物価スパイラルから、「賃金と物価の健全なサイクル」への移行と整理できる。図表5は新しいサイクルを図示したものだ。図表4と同じく、上のボックスからみていくと、各商品の価格は例えば毎年2%ぐらいの速度で安定的に上がっていく。そして、それにつれて生計費も毎年2%ぐらいのペースで上昇する（右端のボックス）。図表4とは異なり、生計費が毎年上がるのだから、賃上げなしというわけにはいかない。新サイクルでは労働者は毎年賃上げ（ベア）を要求する（下のボックス）。毎年賃金が増える中で、企業はそれに伴う人件費の増分を価格に転嫁する（左端のボックス）。その結果、2%の物価上昇が起きる（振り出しだった上のボックスに戻る）。

このようにして、新サイクルでは、物価と賃金が増え、安定的に上昇していくことになる。新サイクルの移行が完了したかと言えば、たぶんそうではないだろう。日本は旧サイクルを30周繰り返してきた。それに対して新サイクルはまだ3周目に過ぎない。旧サイクルの方が生活しやすかったという意見も

図表5 賃金と物価の好循環



出所) 筆者作成

多く聞かれ、旧サイクルへの「郷愁」は社会に根強い。新サイクルが完全に定着するには、さらに数年を要すると見ておくべきだろう。

#### 4. 正常化の第2ステージ：価格メカニズムの正常化

##### 4.1 ノミナルの変調はリアルの変調をもたらすのか

第1節で述べたように、賃金・物価・金利の正常化は、リアル変数への波及を起こす可能性がある。これが正常化の第2ステージだ。本節では、リアル変数への波及の最初として、価格メカニズムの正常化の可能性を考える。

筆者は、慢性デフレは3つの経路で価格メカニズムに影響した可能性があると考えている。第1の経路はトービンの提唱した「潤滑油効果」を通してだ。潤滑油の不足が生産性の停滞を招いた可能性がある。第2の経路は「非価格競争」だ。消費者が何をどれだけ買うかを決める際の最も重要な変数は価格だ。企業が何をどれだけ生産するかを決める際にも価格は重要な役割を果たす。優れた商品はたくさんの人々が買ったがるので価格が上がる。企業は、価格の高いその商品をたくさん生産する。こうやって何をどれだけ生産し消費するのかが価格を軸として決まる。これが「価格競争」だ。これに対して慢性デフレ下では、価格が動かなかつたので価格競争が働かなくなってしまった。その代わりに始まったのが非価格競争だ。価格を変えずに容量・重量を減らす「ステルス値上げ」はその典型だ。価格を変えずに容量・重量を変えるので、「非」価格競争だ。競争の軸が価格から「非」価格へと移ることで、生産や消費に歪みが生じた可能性がある。第3の経路は「価格支配力」の喪失だ。需要曲線が屈折しコストの上昇を価格に転嫁できなくなると、企業はコストの上昇を、人件費の節約など、別の方法で吸収しようとする。こうしたコスト削減が行き過ぎると企業の、そして経済全体の活力が損なわれる可能性がある。

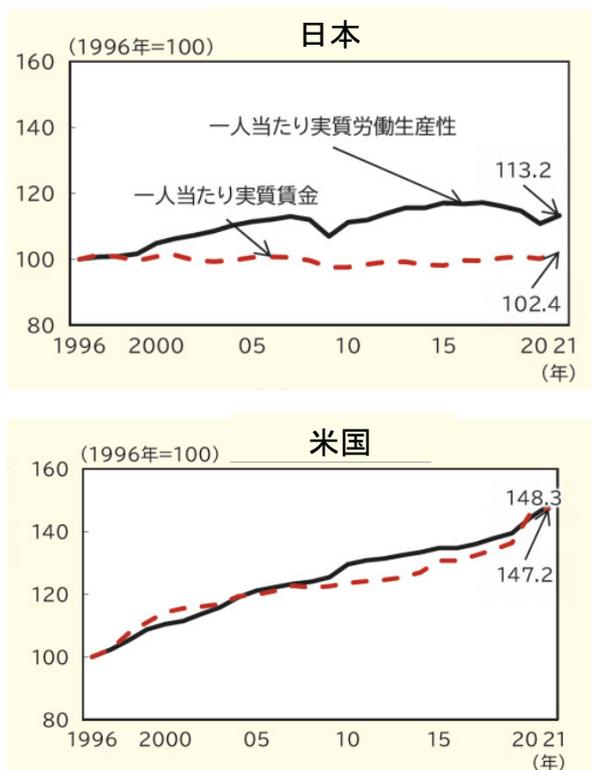
## 4.2 潤滑油不足が資源配分を阻害

3つの経路のうち、最初の潤滑油効果の不足について、労働市場を例に考えてみよう。労働生産性の上がった企業や産業では、賃金が上がり、それが魅力となって他企業や他産業に勤めていた労働者をひきつけるというのが本来あるべき姿だ。一方、生産性の振るわない産業・企業は賃金が低く、そのため労働力を失い、相対的に縮小していく。こうして、有望な企業・産業で働く労働者の割合が増え、それがその国の平均的な生産性を上昇させるというのが健全な姿だ。

しかし慢性デフレ期の日本は賃金が労働生産性に連動するという、価格メカニズムの原則が成立していなかった可能性が高い。図表6は労働生産性と実質賃金の関係を90年代半ば以降の慢性デフレの時期について示したものである。米国は生産性のトレンドと実質賃金のトレンドがほぼ一致している。これに対して日本は、生産性も実質賃金もどちらも米国と比べ伸びが小さいが、それ以上に問題なのは、生産性の伸びと実質賃金の伸びが一致していない（生産性の伸びほどに実質賃金が伸びていない）ことである。つまり、労働生産性と実質賃金が一致するという価格メカニズムの原則が満たされていない。

この点を詳しくみるために、「法人企業統計調査」の業種別・規模別データを用いて、(1) ある業種のある規模のカテゴリー（例えば繊維工業で資本金1億円～10億円）に属する企業たちの労働生産性が2010年から2022年の間にどれだけ変化したか、(2) その企業たちの支払った賃金が同期間にどれだけ

図表6 日米の労働生産性と実質賃金



出所) 厚生労働省 (2023)

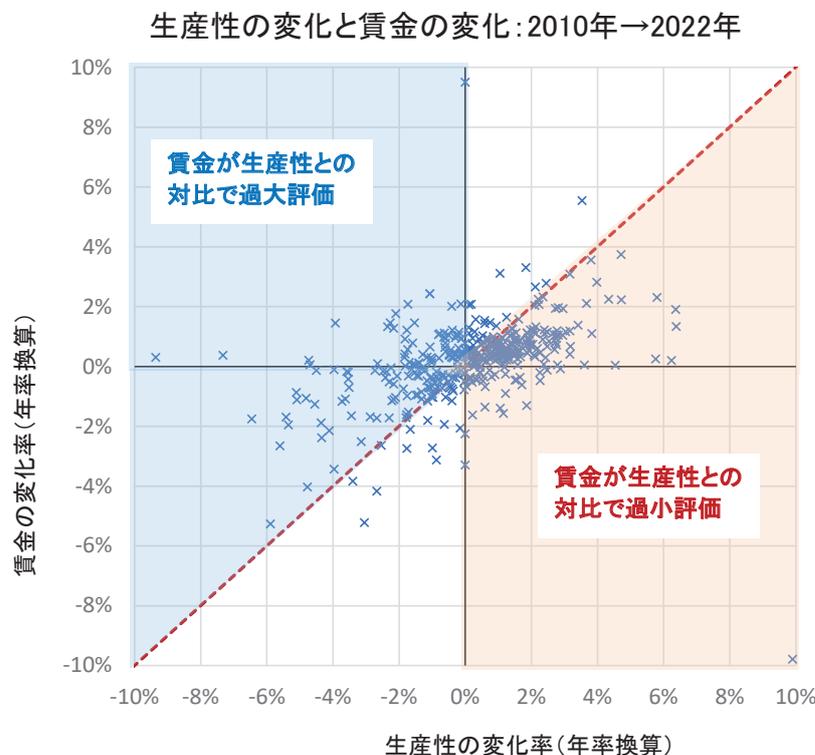
変化したか、を計算した上で、両者を比較した（図表7）。図の横軸は生産性の変化を、縦軸は賃金の変化を示しており、図中の×のひとつひとつは、ある業種のある規模のカテゴリーを表している。

労働生産性の変化に賃金が連動するという理想的な状況であれば、すべての×は45度線の上に乗るはずだ。しかしそうになっていないことは一目瞭然だ。丁寧にみると面白い傾向が浮かび上がってくる。生産性が低下した企業（図の左半分）を見ると、×が45度線の上に集中している。つまり、「生産性の悪化した企業は、生産性の悪化にもかかわらず、賃金はさほど低下していない」という傾向がある。賃金が生産性との対比で改善した、つまり、賃金が過大評価されたということだ。実際、生産性が低下した企業のうち過大評価の企業の割合を計算すると84%と大半を占めていることがわかる。

一方、生産性が上昇した企業（図の右半分）を見ると、×が45度線の下に集中している。つまり、「生産性が好転した企業は、生産性の好転にもかかわらず、賃金がさほど上がっていない」という傾向がある。賃金が生産性との対比で悪化した、つまり、賃金が過小評価されているということだ。生産性が改善した企業のうち過小評価の企業の割合は81%と、これも大半を占めている。

生産性が改善した企業は過小に評価され、悪化した企業は過大に評価されるということは、要は、生産性がどう変わろうとも賃金は据え置きということであり、賃金が平均値として据え置かれただけでなく、個々の労働者、個々の企業のレベルで据え置かれたという、慢性デフレの性質を反映している。連合に

図表7 2010年から22年の労働生産性の変化と賃金の変化



出所) 渡辺 (2024)

よるベースアップの統一要求の停止など、2000年代初頭に春闘に大きな変化が起きる中で、労働生産性の改善・悪化を問うことなく、すべての企業、すべての労働者の賃上げを一律に停止させたことによって、生産性に見合った賃金という価格メカニズムの原則が崩れたと解釈できる。

### 4.3 非価格競争

慢性デフレがリアルに影響を及ぼした第2の経路は非価格競争だ。非価格競争そのものは昔からあって、例えば、ピザの宅配を営むA社とB社がピザの値段は変えずに、配達時間の短さを競うというようなことは知られていた。しかし、それはあくまで経済取引のごく一部がそうなるという話で、国全体が非価格競争というのは、普通はない。ところが、慢性デフレ期の日本では、ステルス値上げが蔓延するなど、国を挙げて非価格競争に移行するということが起きた（ステルス値上げについて詳しくは渡辺（2022a）を参照）。

その結果どうなったか。価格というのは、生産者にとっては、何をどれだけ生産するか意思決定をする際の、そして消費者にとっては、何をどれだけ買うか意思決定をする際の、最も重要なシグナルだ。その「価格シグナル」が慢性デフレ下では機能不全に陥ってしまった。価格競争の国では、価格をみることで買うか買わないかの判断ができる。これに対して、例えば、ステルス値上げがあると、値札は昔からずっと同じなので、それをみても何の情報も得られない。買うに値するかどうかを判断するには、商品のグラム数などを丁寧に調べる必要がある。これは余分な手間であり、場合によっては、容量や重量の変化に気づかずに買ってしまって、あとで後悔することもある。

こうした状況は旧ソ連の失敗によく似ている。旧ソ連の経済がうまくいかなかった理由はいくつかあるが、そのひとつは価格シグナルの機能不全だ。旧ソ連にはそもそも価格というものがない、あるいはあったとしても需給を正確に反映しない代物だった。そのため、どの産業でどの資源がどれだけ必要かがわからなくなり、効率的な資源配分に失敗した。一方、日本ではもちろん価格は存在したが、その価格が据え置かれたまま動かないのだから、シグナルがないも同然だ。状況は違えども、価格シグナルが機能不全に陥ったという点で、慢性デフレ期の日本は旧ソ連と同じだった。

慢性デフレ期の非価格競争は商品だけにとどまらなかった。慢性デフレ期には、価格だけでなく賃金も据え置きになり、それらを反映して、金利がゼロに張りつくということが起きた。このため、「ステルス」は商品価格だけでなく、労働サービスの対価である賃金でも、そして金利でも起きた。ステルス「賃上げ」とは、表面の賃金は据え置いたまま、労働サービスの質を落としたり、量を減らしたりすることだ。職場で手を抜く、サボるということ、道徳的には褒められたものではない。しかし一定の経済合理性はある。労働サービスという「商品」の生産者である労働者は、その商品の価格（＝賃金）を上げて欲しいが、ベアなし春闘を続ける弱腰の労組は当てにならない。労組に頼らず自分だけでできる賃上げはないかと思案した結果、ステルス賃上げに辿り着いたと理解できる。ただし、個々の労働者にとっては一定の合理性があるとしても、一国というスケールで見ると問題山積だ。労働者の働く意欲が削がれ、自

己研鑽を積んでスキルアップしようという気も失せる。その結果、労働生産性は悪化し、マクロ経済の成長が阻害された。

金利についても同様の現象が起きた可能性がある。金利は、借り手の信用度や、借り手がその資金で行うプロジェクトがどの程度有望かに応じて決まるのが原則だ。しかし、慢性デフレ期には、ほとんどの金利がゼロかその近くにあった。そうした中で起きた「ステルス利下げ」とは、表面の金利はゼロで変えないものの、資金貸借の対象となるプロジェクトの質を落とすことによって、実質的に金利を下げることを指す。政府が国債発行によって国民からお金を借りるという貸借を例にとると、慢性デフレ期の国債金利はゼロ%（または若干のマイナス）だった。資金の用途が何であってもゼロ金利で借りられるので、政治家と政府はさほど有望でない（優先順位の低い）プロジェクトにも資金をつけるようになった可能性がある。これはステルス利下げだ。財政規律の喪失と言ってもよい。ステルス利下げは民間の資金貸借でも起きた。信用度のさして高くない企業は高い金利を要求され、生産を縮小する、あるいは市場からの退出を迫られるというのが本来の姿だ。しかし、慢性デフレ下では、そうした企業も低利で資金調達ができるので生き延び、その結果、産業の新陳代謝が滞ることになる。このようにして金利の非価格競争（ステルス利下げ）は「ゾンビ企業」の温床となった。

#### 4.4 デフレの怖さを見抜いたグリーン스パンの慧眼

慢性デフレがリアルに影響を及ぼす第3の経路は、企業の価格支配力の喪失を通じたものだ。価格支配力とは、製造コストの上昇を価格に転嫁する能力だ。慢性デフレ期には価格支配力が極端に弱まり、これが経済の活力を奪った。このことを最初に指摘したのはアラン・グリーンズパンだ。

日本のようなデフレがアメリカでも起こるのではないかと心配する声は少なからず出始めた2000年頃、デフレ転落を回避すべく金融緩和に転じようとした際に、日本のようなデフレになると何が困るのかを米国民に理解してもらうために彼が使ったのがこの言葉だった。企業が新商品を開発して市場に投入し、勝負をかけようと考えたとする。それには当然、投資が必要だ。経営者は、その投資資金を回収するために、商品価格を高く設定したいと考える。ところが、企業が価格支配力を失っていると、せっかく良い商品を作ったとしても、価格を高め設定できない。投資資金を回収できないのであれば、商品開発をしても損をするだけだ。そう考える経営者は、新商品の開発を最初から諦めてしまう。そのとき経営者はどういう戦略をとるだろうか。行き着く先はコストカット、つまり、後ろ向きの経営だ。ミクロで見れば、後ろ向きの経営はその企業の利益を改善させる。しかし、それはその他の企業の売上を犠牲にしてはじめて成り立つものだ。誰もが同時に後ろ向きに転じるとなると、おたがいにコストを押しつけ合うことになり、誰も救われないという事態に陥る。アメリカの企業がみな後ろ向きの経営に転じたとき、アメリカ経済は活力を維持できるのか。グリーンズパンは米国民にそう問いかけたのだった。

今から振り返ると、グリーンズパンがこの講演をしていた2000年頃は、日本におけるデフレ（価格と賃金の据え置き）はまだ始まったばかりで、深刻化

するのはその後のことだ。だから、グリーンスパンと同じ知見を日本の政策担当者たちが当時持っていたら、デフレの慢性化を防げたかもしれない。しかし実際には、日本企業の価格支配力が失われつつあることに対する政府・日銀の危機感は希薄で、その後も長い間、放置された。その結果、「企業が後ろ向きの経営に走り経済の活力が失われる」というグリーンスパンの予言は、残念ながら日本では的中してしまった。

#### 4.5 価格メカニズムの正常化を日銀はどう見ているか

整理すると、慢性デフレは、潤滑油の欠乏、非価格競争、価格支配力の喪失という3つの経路で経済のリアルサイドに悪影響を及ぼしてきた可能性がある。そうであるとすれば、賃金・物価・金利の正常化に伴って、価格メカニズムが復活するなど、リアルサイドに良い影響が期待できる。このポジティブな効果をどう評価すべきだろうか。日銀がこれまで行ってきた情報発信を材料に考えてみよう。

まず、日銀の植田総裁は、慢性デフレがリアルに及ぼした悪影響とその今後について、23年12月の経団連での講演において、かなり踏み込んだ発言をしている（植田(2023)）。まず、慢性デフレのリアルへの影響については、「わが国が陥った低インフレ環境の大きな特徴は、賃金・価格設定行動において現状維持のバイアスが強くかかり、多くの品目で価格が据え置かれるようになったことでした。このことは、個々の商品の間の相対価格が変化しにくくなり、市場の価格発見機能が働きにくくなったことを意味します。結果として、資源配分が非効率的となり、経済全体でみた生産性を損なっていた惧れもあります」と述べている。

一方、慢性デフレの終焉により日本経済が享受できるメリットについては、「現時点で考えられる一つの仮説は、賃金・物価が「動く」世界では、企業の皆様方もより動きやすくなるのではないかと、いうものです。例えば、事業計画策定の際、賃金や物価が「動く」ならば、従来よりも柔軟な賃金・価格設定や商品戦略を取りやすくなる面があるのではないのでしょうか」と述べている。価格と賃金が据え置き慣行から脱却することで経済のリアルサイドにもポジティブな効果が期待できるとの認識を日銀がもっていることがうかがえる。

慢性デフレのリアルへの影響を日銀がどうみているかを知るもうひとつのヒントは、日銀が行った「金融政策の多角的レビュー」にある（日本銀行(2024b)）。これは、過去25年間に行ってきた政策を日銀自身が総点検するという作業であり、23年4月に始まり、24年12月に最終報告書が公表された。最終報告書とその背後にある個々の論文はすべて日銀のHP上で公開されているが、その中でも興味深いのは、日銀が行った企業向けアンケートだ（日本銀行(2024a)）。このアンケートでは、価格設定と賃金設定のどこに歪みがあったのかを企業から聞き出そうとしている。

企業がどう答えたのかももちろん面白いのだが、もっと面白いのは、日銀が準備した質問のリストだ。それをみると、日銀が現時点で何に関心を持っているかが手に取るようにわかる。例えば、価格設定については、「90年代半ば以降、企業はコストをなかなか価格転嫁できなかつたと指摘されることがある。

貴社に当てはまるか？」と聞き、価格転嫁できないと回答した企業にはなぜできなかったかを更問いしている。また、賃金設定については、「90年代半ば以降、フルタイムの正規労働者の基本給が伸び悩む状況が続いた（特に定期昇給を除いた）。貴社に当てはまるか？」と問い、イエスと回答した企業には賃金が伸び悩んだ理由を尋ねている。さらに、デフレ終焉後を見据えた質問では、「物価と賃金がともに緩やかに上昇する状態」と「物価と賃金がともにほとんど変動しない状態」のどちらが事業活動上好ましいか、それはなぜかと尋ねている。これらの質問からは、慢性デフレのコストは企業のプライシング（価格設定・賃金設定）の歪みに起因するとの認識を日銀がもっていること、そして、デフレの出口が見えてきた現時点において、プライシングの正常化が日本企業と日本経済にどのようなメリットをもたらすかに日銀が強い関心を寄せていることがわかる。

これらの問いに対する企業の回答をみると、「物価と賃金がともに緩やかに上昇する状態」と「物価と賃金がともにほとんど変動しない状態」のどちらが好ましいかとの問いに対して、業種、企業規模を問わず、「物価と賃金が緩やかに上昇する状態」が望ましいとの回答が7割超と支配的だ。22年春以降の物価と賃金が上昇する局面を経験したことで、価格と賃金が据え置かれていた慢性デフレのときよりも、現状の方が望ましいと多くの企業が考えている。

「物価と賃金がともに緩やかに上昇する状態」を企業が望ましいと考える理由も興味深い。自由記入欄には、例えば、「緩やかなインフレ下では価格を抑えるためのコストカットを考える必要が少なくなるほか、社員に対するインセンティブ付けが可能になり、新しい価値を生み出す社員の前向きな精神ややる気を醸成しやすくなる」（自動車）、「ゼロインフレ下では値上げがしにくく、コストカット偏重の経営に陥ってしまい、結果として競争力のある商品開発に向けた取り組みが不活性になってしまう」（化学）といった見方が示されており、グリーンスパンが懸念したような状況に日本企業がこれまで直面していたことを強く示唆している。それと同時に、価格・賃金の据え置きという制約がはずれたことを契機として、企業が前向きな経営戦略を取り始めた可能性を示唆している。

ただし、現時点では、価格メカニズムの正常化やその結果としての生産性の向上などを示すアネクドotalな証拠はあるものの、ハードデータは存在しない。その意味で、価格メカニズムの正常化が現在進展している、今後進展する保証はない。実際、日銀のアンケートでも、少数派ではあるが、「物価と賃金がほとんど変動しない状態」の方が望ましかったとの意見がある。また、その理由として企業は、「仕入れコストが上昇しにくいから」、「事業計画を立てやすいから」を挙げている。第3節で慢性デフレへの「郷愁」が残っていると指摘したが、日銀アンケートへの企業の回答にも「郷愁」の根強さがうかがえる。こうした「郷愁」はこの先、価格メカニズムの正常化を阻む要因となり得る。

## 5. 正常化の第2ステージ：実質為替レートの正常化

### 5.1 「高いニッポン」から「安いニッポン」へ

慢性デフレの始まりは実質為替レートと密接に関係している。慢性デフレが始まった90年代半ば、日本の賃金はドル建てでみてトップクラスになった。賃金で実質化した円ドルレートが過度に円高だったと言ってもよい。そうした中で、その状況では日本企業が国際競争力を維持できないとの認識が財界に広がり、円建ての賃金を引き下げる努力が始まった。これが慢性デフレの始まりだった。つまり、慢性デフレは、実質の円安を無理やりに創出しようとする試みの中で生まれたものだ。その後、為替レートはその思惑どおり実質円安となったものの、それが行き過ぎてしまった。そして今では日本の労働者の賃金は国際的にみて低過ぎる（実質為替レートが過度に円安）という状況になっている。

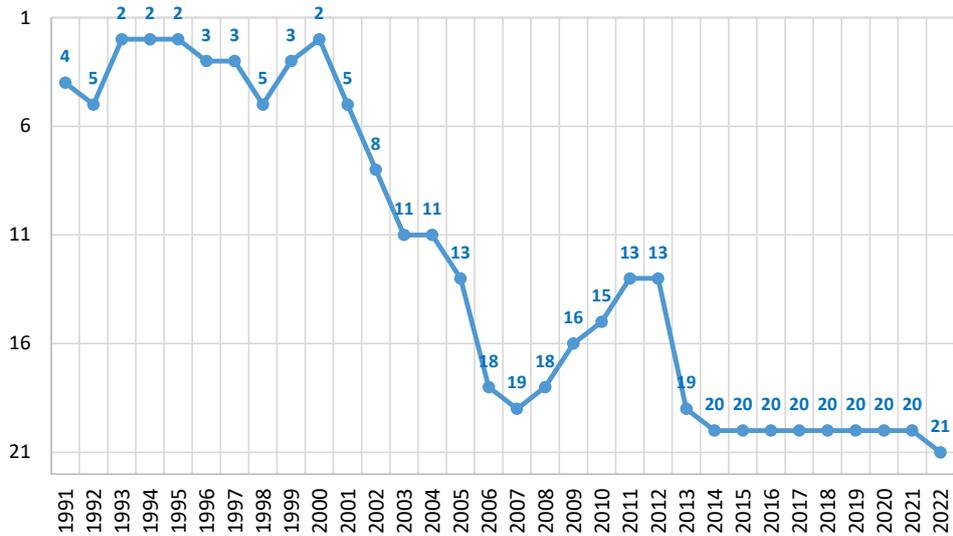
このように、慢性デフレの30年間に、実質為替レートは過度な実質円高から過度な実質円安へと大きく振れ、「高いニッポン」から「安いニッポン」へと転落した。その意味で実質為替レートは慢性デフレを象徴する変数だった。本節では、慢性デフレが終わり、賃金・物価の正常化が進む中で、実質為替レートは今後どうなっていくのかを検討する。

### 5.2 「高いニッポン」が慢性デフレの起源

賃金の決定に大事な役割を果たすのは労組だ。労組は毎年年末になるとどれだけ賃上げを要求するかを決め、その実現を目指して翌春、経営側と交渉を行う。慢性デフレの時期に賃金が据え置かれてきたということは、毎年の春闘で労組が賃上げを要求してこなかった、あるいは、要求はしたものの経営側を説得できなかったか、このどちらかだ。たまたまある年は賃上げに失敗したというのであればありそうな話だ。しかし30年にわたって失敗し続けたというのは不思議な話だ。原因として考えられるのは春闘の変質だ。労組に加入していない労働者は少なくないし、加入していても春闘に関与していない労働者も多数いる。だからすべての労働者の賃金が春闘で決まるわけではない。しかし春闘は多くの人注目する年中行事であり、春闘が世の中の賃金の当たり前を形作ってきたのは確かだ。その春闘が、賃上げを毎年要求する、普通の春闘から、賃上げを求めない、弱腰の春闘へと変わってしまった可能性がある。

春闘はなぜ変質したのか。その理由は、ひと言で言えば、「高いニッポン」だ。きっかけは、日経連が95年5月に公表したレポート『新時代の「日本的経営」——挑戦すべき方向とその具体策』だった。当時、企業経営者には強い危機感があった。主要企業は80年代のバブル経済の時期に賃金の大幅振舞いを行ったので、人件費が大きく膨らんでいた。そこへもってきて、95年には超円高が起き、ドル建てで見た日本の賃金水準が世界で最高になってしまったからだ。この報告書で経営者たちは、この賃金水準ではとても中国と闘えない、賃金を抑えるべきと提案したのだ。図表8は、日本の賃金がOECD加盟国の中で何位かを示したものだ。各国の自国建ての賃金をその時々の為替レートを使って米ドル建てに変換して順位を計算している。日経連のレポートが出

図表8 OECD加盟国における日本の賃金の順位



出所) 渡辺 (2024)

注) 各国における自国通貨建て名目賃金をその時点の為替レートを用いて米ドルに換算したうえで、各国の順位を計算。図は日本の順位の変遷を示したもの。計算に用いたデータはすべてOECD.Statから取得。

た95年、日本は第2位（1位はスイス）と確かに世界トップクラスだ。企業経営者の危機感も十分理解できる。一桁の順位は2000年代初頭まで続いた。

ただし、財界が賃金を抑えたいと言っても、労組がそう簡単に従うはずがない。そこには何らかの説得がなければいけない。日本が金融危機に苦しんでいた97年頃に労使の密約があったのではないかとの説がある（早川 (2023)）。本当に密約があったかどうかは微妙だが、企業が正社員の雇用を守る代わりに、労組は今後、賃上げを要求しないという、暗黙の約束を交わした可能性はある。

2000年代に起きた一連の出来事は「密約」の存在を裏づけている。第1は、2002年3月の「トヨタ・ショック」だ。この年の春闘でトヨタがベアゼロの回答をしたのだ。トヨタの収益は決して悪くなく、ベアゼロに追い込まれるような状況ではなかった。しかしトヨタは、この先、国際競争で生き残ることを考えると、これまでのようなベアを続ける余裕はないと組合に宣告したのだ。その宣告は他企業にも波及し、多くの企業がベアゼロへと舵を切った。第2は、経団連による春闘終焉の宣言だ（2002年12月）。もはや賃上げは困難で、ベアなど論外との認識の下、毎年恒例の行事だった春闘は打ち止めと、公式文書で宣言したのだ。そして、これに呼応するかのよう、連合は2003年の春闘で、ベアの統一要求を出すことを断念する。ベア断念は翌年もその翌年も続いた。図表8に戻ると、日本の賃金は、2001年に5位、02年に8位、03年に11位と、ずるずると順位を落としている。トヨタ・ショックを転換点として、ベア停止の企業が増えたことの帰結と読むことができる。

### 5.3 「安いニッポン」が正常化の原動力

賃金据え置きの原因が「高いニッポン」であったとすると、22年春以降進行している賃金据え置きの解消を起動している力は何なのか。それは「安いニッポン」だ。

慢性デフレによって日本の物価と賃金は、90年代後半以降、ずっと据え置きで、グラフにすると水平線というのは図表2でみたとおりだ。しかし、日本が水平線で1ミリも前に進まない間に、海外の物価と賃金は当然、右肩上がりでしっかり上がっていった。その結果、賃金と物価の内外格差が毎年少しずつ開いた。当初は差が小さかったので世間の注目を集めることはなかったが、彼我の差は人知れず、けれど着実に蓄積されていった。そして、その差がある閾値を超えたところで多くの人々がそれを認識するということが起きた。そのきっかけとなったのは中藤玲氏が2021年3月に出版した『安いニッポン』というタイトルの本だ。物価と賃金の内外格差や実質為替レートといった、堅苦しいタイトルだったら、この本がこれほど評判になることはなかっただろう。内外格差があるという事実を超えて、日本はこんなに安くて大丈夫なのかという危機感が多くの人を惹きつけた。この本の出版と前後して、日本が中国や台湾から海産物を輸入する際に、値段が安いので買い負けてしまうといったことがSNSなどで話題になった。また、現地の食事代、宿泊代が高過ぎて海外旅行に行けないといったことも話題になった。

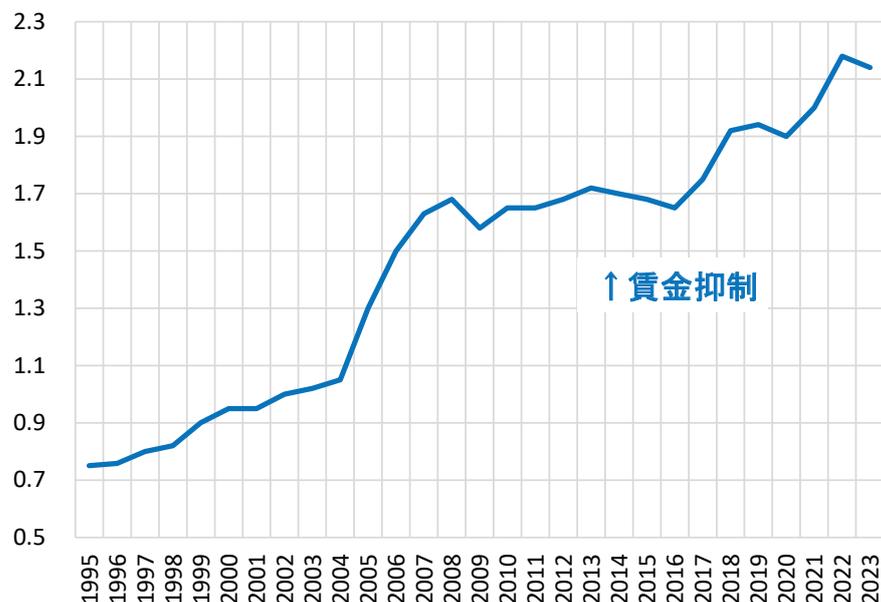
内外格差は物価だけでなく賃金も重要だ。先ほど図表8でみたように、日本の賃金は2000年代初頭まで世界トップレベルだった。しかしその後、ずるずると順位を下げ、2014年には20位まで落ち、その後も低い順位が続いた。ここまで下がると世界トップレベルはおろか、中位とすら言えない。つまり、日本は20年余りかけて「高いニッポン」から「安いニッポン」へと転落した。こうした中で社会に醸成された危機感が賃金正常化の原動力となり、2023年、24年の春闘での高い賃上げが実現した。

### 5.4 賃金マークダウンがある場合のバラッサ・サムエルソン効果

「高いニッポン」から「安いニッポン」への転落を描写する際に最も有用なのは賃金マークダウンという指標だ。賃金マークダウンとは、賃金が本来あるべき水準からどれだけ抑制されているかを示す指標だ。具体的には、各企業が労働生産性との対比で賃金をどれだけ抑制したかだ。図表9は賃金マークダウンの推計例だ。賃金マークダウンは、1990年代後半にゆるやかな上昇（労働生産性が改善しても賃金を抑制）を示した後、2000年代前半に上昇が加速しており、この時期に賃金据え置きが強まったことを示している。

賃金マークダウンが実質為替レートに及ぼす影響は、実質為替レートの決定に関する理論であるバラッサ＝サムエルソンのモデルを以下のように拡張することで見えてくる。まず、ある企業の産出物の価格（の対数値）を $p$ 、その企業で働く労働者の賃金（の対数値）を $w$ 、その労働者の労働生産性（の対数値）を $x$ とする。実質賃金が労働生産性に等しいという条件は

図表9 賃金マークダウン



出所) 青木・高富・法眼 (2023)

$$w - p = x \tag{1}$$

と書くことができる。バラッサ＝サムエルソンのモデルはこの式の成立を前提としている。しかし慢性デフレ期は賃金が労働生産性との対比で抑制されていたのだからこの式は成立していなかった。その代わりに

$$w - p = x - y \tag{2}$$

となっていたと考えることができる。ここで  $y$  は賃金マークダウンの度合いを示す変数（マークダウンが激しくなると数値が大きくなる）であり、仮に生産性がそれなりに高かったとしても、 $y$  の分だけ差し引かれてしまうので実質賃金は生産性との対比で過少ということになる。

次に、バラッサ＝サムエルソンのモデルに従って、貿易財と非貿易財の産業があるとし、非貿易財の産業では (1) 式が成り立つものの、貿易財の産業では (1) 式は成り立たず、代わりに (2) 式が成り立つとする。つまり、貿易財産業では国際競争力を確保するために賃金マークダウンが行われたが、国際競争力と関係のない非貿易財の産業では賃金マークダウンは行われなかった。このとき、

$$\begin{aligned} w_T - p_T &= x_T - y_T \\ w_N - p_N &= x_N \end{aligned}$$

であり（添え字の  $T$  は貿易財 (Tradable) 産業、 $N$  は非貿易財 (Non-tradable)

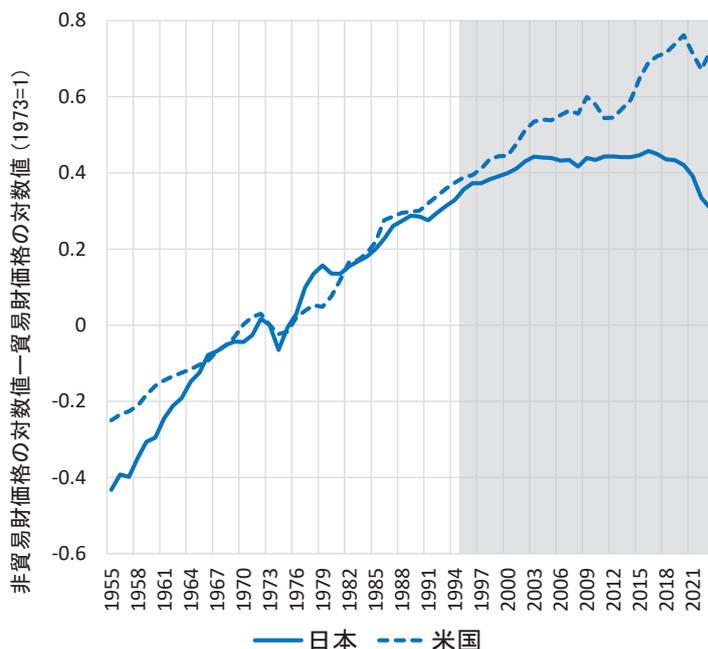
産業を表す)、両産業で賃金の裁定が働くとすると (つまり、 $w_T = w_N$ )、

$$p_N - p_T = -(x_N - x_T) - y_T \quad (3)$$

となる。つまり、(貿易財を基準とした) 非貿易財の価格は、(1) 両産業の生産性格差と、(2) 賃金マークダウンによって決まる。標準的なバラッサ=サムエルソンのモデルでは非貿易財の価格もほぼ (1) によって決まるが、この拡張版では、それに加えて、貿易財産業における賃金マークダウンが非貿易財の価格を決める要因となっている。その仕組みは以下のように整理できる。両産業で生産性に一切変化がない状況で、貿易財産業の賃金マークダウンが大きくなったとする。それに伴って、まず、貿易財産業の賃金が低下する。すると、非貿易財産業の賃金もそれにつれて低下する。非貿易財産業では賃金マークダウンは行われていないので、賃金が下がった分だけ非貿易財の価格が低下する。つまり、貿易財産業での賃金マークダウンが賃金という変数を通じて非貿易財産業に波及し、非貿易財の価格を低下させるのである。

拡張版のモデルはデータと整合的だろうか。図表 10 は非貿易財の価格 (正確には、非貿易財の貿易財に対する相対価格) を日米で比較したものである。米国では非貿易財の価格が趨勢的に上昇してきた。これに対して、日本の非貿易財価格は 90 年代前半までは米国と同じく趨勢的に上昇していたが、慢性デフレが始まった 90 年代後半以降は、非貿易財価格が横這いまたは緩やかな下落と、趨勢に顕著な変化があった。(3) 式をもとに 90 年代後半以降の変化の背景を考えると、日本において非貿易財産業の生産性が貿易財産業との対比で

図表 10 非貿易財の貿易財に対する相対価格



出所) 筆者作成

上昇したことが考えられる。これは標準的なバラッサ＝サムエルソンのモデルに基づく解釈である。もうひとつ考えられるのは、日本の貿易財産業における賃金マークダウンの拡大だ。図表9で確認したとおり、賃金マークダウンは90年代後半以降、拡大しているが、これは貿易財を中心に起きたと考えられる。貿易財産業における賃金マークダウンが賃金を経由して非貿易財の価格を下押した可能性がある。

非貿易財価格が低下基調に転じた理由はこの図だけでは断定できないが、生産性格差要因と賃金マークダウンの両方が寄与したとみるべきだろう。そして、非貿易財の価格が米国との対比で低下したことは実質為替レートを自国通貨安の方向に変化させた。実質為替レートは90年代後半以降、趨勢的に円安化しているが、この実質円安の背後には日本における非貿易財の価格低下があり、さらにその背後には日本の貿易財産業における賃金マークダウンがあったと考えられる。

## 5.5 今後予想される実質為替レートの正常化

整理すると、90年代後半に、財界が国際競争力確保のためにベアの停止を要求し、連合がそれに呼応するかたちで2000年代初頭にベアの統一要求見送りが始まった。こうした賃金マークダウンは、貿易財産業で特に顕著で、これが非貿易財価格の下押し圧力となり、実質為替レートの円安化に寄与した。この整理を踏まえて今後を展望すると、2023年以降、春闘の正常化が進んでおり、これに伴い、賃金マークダウンは今後、縮小する可能性が高い。これは実質為替レートの円高化に寄与すると考えられる。実質為替レートが現在の水準に比べて円高になるかどうかは実質為替レートを決める他の要因にも依存するが、少なくとも、実質円安のトレンドは今後、弱まると考えられる。一方、名目為替レートは、(1) 実質為替レートと、(2) 日米の価格比で決まるが、今後、物価と賃金の正常化が進む中で、両方の要因が円高化に寄与すると考えられる。

## 6. 正常化の第2ステージ：政府債務の正常化

### 6.1 予想外のインフレに伴う政府への所得移転

2022年春に始まったインフレを事前に予想していた人はほとんどいないだろう。その意味で今回のインフレは予想外のインフレ (surprise inflation) だった。インフレの発生が金融契約の締結時点でわかっているのであれば、インフレ分を加味して契約がなされるので、インフレが起きても債権者と債務者の取り分に影響はない。しかし、インフレの発生が金融契約の締結時点でわかっていない場合は、債権者から債務者へと所得移転が発生する。こうした所得移転は日本中、様々なところで発生しているが、その中でも規模の大きいのは、政府債務に関連するものだろう。日本で最大の債務者は日本政府であり、今回のインフレに伴う債権者 (国債の保有者) から債務者 (政府) への所得移転も他ではない規模で発生した。

インフレに伴って政府へと所得が移転するという現象は「インフレ税」とよばれることがある。インフレ税は中央銀行の通貨発行益（シニョレッジ）の別称として使用されることが多いが、インフレによって国債の価値が実質的に目減りし、国債保有者から政府へと所得が移転する現象もインフレ税とよばれている。本節では22年春以降発生した、後者の意味でのインフレ税に注目する。国債保有者から政府への所得移転が問題になる典型的な例は、戦時下や戦後に起きる激しいインフレだ。戦費調達のために大量の国債が発行され、しかし戦況の悪化などでその償還財源が確保できない状況で激しいインフレが起き、それによって国債の実質価値が大きく目減りする。こうしたインフレ税は社会を混乱させるので、明らかに望ましくない。

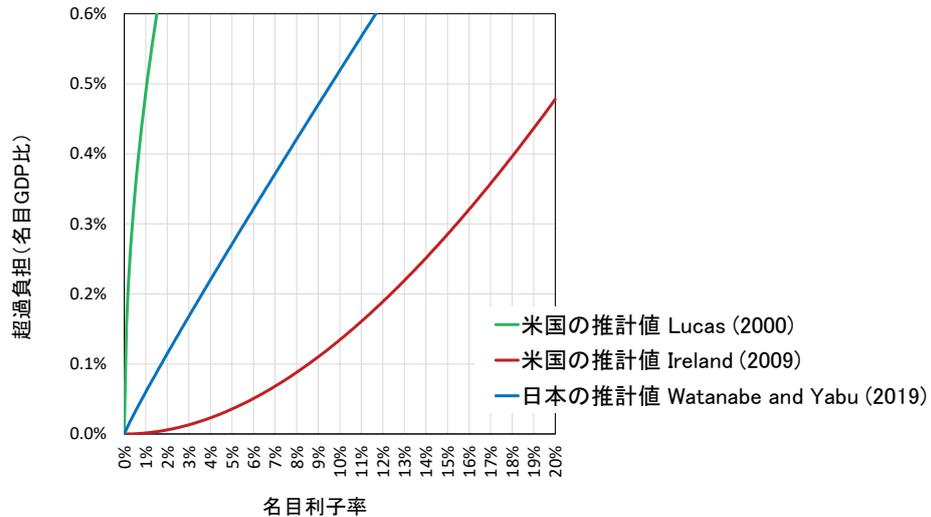
## 6.2 インフレ税の超過負担

これに対して、今回のインフレとそれに伴うインフレ税には、望ましい側面がある。第1に、今回のインフレは戦時インフレのような過度のインフレではなく、慢性デフレ下の低すぎるインフレ率（インフレ率ゼロ%）からインフレの望ましい水準である2%への移行だ。ここまで指摘したように、これは物価の正常化であり望ましい。第2に、インフレ税についても、日本の政府債務が過大なことは明らかであり、その債務の軽減にインフレ税が資するという意味で望ましい面がある。

ただし、政府債務がいかに過大であっても、インフレ税による徴税のコストが大きければインフレ税を正当化することはできない。徴税のコストとは徴税に伴う「超過負担」である。インフレ税に限らずどの税でも、徴税によって経済に歪みが生じる。例えば、所得税は労働サービスへの課税だから、税率が高まると労働者の働くインセンティブが損なわれ、労働供給が減るという歪みが生じる。こうした歪みが「超過負担」である。インフレ税の超過負担としてよく知られているのは、インフレに伴って人々がマネーの使用を控えることで生じる歪みである。インフレ率が高まるとそれに伴って名目金利が上昇する。すると、人々は有利子の金融資産の保有を増やす一方、利子のつかない資産であるマネーの保有を減らそうとする。マネーの保有により人々は商取引における支払いを効率的に行うことができるが、マネーの保有が減ることでその効果が損なわれてしまう。これがインフレ税の超過負担である。

正常化のプロセスで生じるインフレ税の超過負担はどれくらいだろうか。図表11はインフレ税の超過負担を計測した結果を示している。インフレ税の超過負担の大小を決めるのは金利の上昇に伴ってマネーの需要がどれだけ減るかであるから、貨幣需要関数の形状や金利弾性値に大きく依存する。図では日本と米国に関する貨幣需要関数の計測結果を用いてインフレ税の超過負担を計算している。横軸がインフレ率（つまり、インフレ税の税率）であり、縦軸がそれに対応する超過負担（名目GDPとの対比）である。日本の計測例によれば、インフレ率が例えば10%といった高水準になると超過負担がGDP比0.6%と大きく、高率のインフレ税は超過負担の観点から正当化が難しいことがわかる。これに対して、慢性デフレ下のゼロ%のインフレ率から2%インフレへの上昇では、超過負担はGDP比0.1%である。所得税など他の課税手段の超過

図表11 インフレ税の超過負担



出所) Watanabe and Yabu (2019)

負担と比較して小さいと評価できる。

これに加えて、米国のデータを用いた研究である Watanabe and Yabu (2023) で確認されたように、長期にわたる金融緩和の後で利上げが行われた場合、その利上げに伴う貨幣需要の減少は通常よりずっと小さい。これは、長期にわたる金融緩和の結果、大量のマネーを使用する慣習やそれを支える金融技術が社会に埋め込まれ、中央銀行が引き締めに転換しても、すぐには順応できないという、「ラチェット効果」によるものだ。日本の2006年や2024年の利上げでは利上げにもかかわらず貨幣需要があまり減少しなかったが、これもラチェット効果によるものと考えられる。こうした事実を踏まえると、今後、金利の正常化がさらに進むとしても、貨幣需要の減少は小幅にとどまり、インフレ税の超過負担は図表11で確認したものよりさらに小さくなる可能性がある。

### 6.3 インフレ税の試算

インフレ率がゼロ%から2%へと正常化される中でインフレ税の税収はどれほどの規模になるだろうか。以下の前提の下で試算してみよう。

- (1) 政府債務は1,100兆円であり、すべて名目債務
- (2) 政府債務の平均残存期間は9年
- (3) 物価・賃金の上昇率がゼロ%から2%に上昇
- (4) 金利は2%ポイント上昇、新発債の利払いも同じだけ増加
- (5) 政府の歳入は毎年2%ずつ増加
- (6) 政府の歳出は毎年2%ずつ増加

前提のうち重要な点にコメントしておく、(1)の「すべて名目債務」は実際には正確でなく、政府債務の一部は物価連動債である。物価連動債で発行されている分はインフレが起きてもインフレ税の増収とはならない。しかし日本では物価連動債の割合は非常に小さいのでここでの試算では無視する。(2)の

残存期間は債務残高と同じくインフレ税収の重要な決定要因となる。残存期間が長ければ、償還までに発生する物価の上昇幅も大きくなるのでインフレ税収が増える。

(5) は計算を簡単にするための仮定である。物価と賃金の上昇率がこれまでのゼロ%から今後は2%に高まるとすると、個人消費の実質値が不変として、物価上昇分だけ消費金額が増えるので、消費税収も増える。同じく、賃金の上昇率が2%に上昇することに伴って、実質の所得が不変として、賃金上昇分だけ名目所得が増えるので、所得税収も増える。こうした歳入は既に発生しているが、今後も続くと思込まれる。なお、ここでは、消費税収の名目消費金額の増加に対する弾性値、所得税収の名目所得の増加に対する弾性値は単純化のためにともに1と仮定している。

(6) も計算を簡単にするための仮定であるが、政府が購入する様々な財サービスの価格についても、これまでゼロ%であったものが2%に上昇すると想定している。政府の財サービスの購入価格は22年春以降のインフレに伴って実際に上昇しているが、例えば、公務員給与や介護報酬、年金給付、公共交通機関の運賃などは値上げの幅が2%に達していない。つまり、政府の購入価格はインフレへのindexationが不十分である。これは重要な論点であるが（詳細は後述）、試算では完全なindexationが行われると想定している。

(1) から(6)の前提の下で、物価・賃金の上昇率がゼロ%のときの政府債務の評価額は $1100 \times 1/(1+r)^9$ である。ここでは実質利子率であり、インフレ税の影響を受けないと仮定する。これに対して、物価・賃金の上昇率が2%のときの評価額は $1100 \times 1/[(1+r)^9 \times (1.02)^9]$ である。9年後に1,100兆円を返済するというのはどちらも同じであるが、後者では、9年間にインフレが毎年2%の速度で進み、9年後の物価水準が高くなっている効果が勘案されており、その分、後者の方が評価額が小さくなっている。2つの評価額を比較すると、政府債務は両者の比である16%の減少（金額にして180兆円の減少）となる。

#### 6.4 インフレ税収の国際比較

大きな超過負担を払うことなくこれだけ巨額のインフレ税収があがるということは、インフレ率ゼロ%から2%への正常化がリアルサイドに大きなインパクトをもつことを意味している。しかしなぜこれほど巨額のインフレ税収をあげることが可能なのか。その点を知るために国際比較を試みよう。

図表12のA列は2019年の政府債務残高（の対GDP比）を、B列はその債務の平均残存期間を示している。インフレ税収（＝インフレによる国債の目減り）は債務残高が大きければ大きいほど、また、残存期間が長ければ長いほど、大きくなる。これを踏まえて図表12のC列では、1%のインフレによって、どれだけのインフレ税収を稼げるかを計算している。日本のインフレ税収は米国の3倍以上で、他国を圧倒していることがわかる。

日本のインフレ税収が大きいのはインフレ税の「課税ベース」が大きいからだ。消費金額の総額が大きい国と小さい国で比べると、消費税率を1%引き上げたときの税収増は消費金額の大きい国で大きくなる。このことを、消費税の

図表12 インフレ税の課税ベース

	2019年の 政府債務残高 (対GDP比) [A]	2019年の 国債残存期間 (年) [B]	1%のインフレで得 られるインフレ税 の収入(対GDP比) [C]=[A]×[B]/100
カナダ	0.90	5.9	0.053
フランス	0.97	7.7	0.075
ドイツ	0.59	6.7	0.039
イタリア	1.34	6.3	0.084
日本	2.36	9.1	0.215
英国	0.85	12.5	0.107
米国	1.08	5.3	0.057

出所) Barro and Bianchi (2023)

「課税ベース」が大きいと言う。これと同様に、債務残高が大きく、残存期間も長い日本は、インフレ税の「課税ベース」が突出して大きく、そのため、インフレ税収が大きくなっている。

### 6.5 政府債務の負担減の活用方法

本節の議論は、賃金・物価・金利の正常化が政府債務の負担を減少させるという点にのみフォーカスしている。当然のことながら、2040年の財政を論じるには、その他の論点も踏まえた包括的な検討が必要である。そうした検討の詳細は土居(2025)に譲るとして、以下では試算結果を踏まえて、債務の負担減の活用方法などについてコメントしておきたい。

第1に、現時点で政府債務の約半分は日銀が保有している。日銀は大口の債権者(国債の保有者)なので賃金・物価・金利の正常化に伴って、債務者である政府とは反対に、巨額の損失を被ることになる。つまり、政府が180兆円のインフレ税を得る一方で、日銀はその半額である90兆円の損失を被る。仮に、政府が日銀の損失をカバーするとすれば(例えば、その分、日銀から政府への毎年の納付金が減少することを容認する)、政府のネット取り分は90兆円となる。その意味で180兆円がまるまる政府の儲けとなるという理解は適切でない。

ただし、日銀からすると、正常化に伴う巨額の損失という財務上の問題が政府のカバーによって解消されることになり、大きなメリットがある。正常化に伴う日銀の損失については既に多くの論者が指摘しており、通貨の価値が棄損されるとの指摘もある。日銀の損失を消費税や所得税で賄おうとすれば政治的困難を伴う可能性がある。しかし、政府の得る180兆円と、日銀の損失である90兆円は、どちらも正常化によって生じたものである以上、その180兆円を使って政府が日銀の損失をカバーすることは自然であり、国民の理解を得やすいのではないだろうか。

第2に、仮に日銀の損失のカバーに90兆円を使ったとしても、政府の手元

にはなお 90 兆円が残る。これをどう使うべきだろうか。本稿の試算が教えてくれるのは、「2%インフレの経済に移行できれば財政は巨額の果実を得ることができる」ということである。当たり前ではあるが、仮に 2%インフレへの移行に失敗すれば（そして慢性デフレ期のゼロ%に戻ってしまえば）、果実はもらえない。財政面の損得勘定としては、2%インフレへの移行を確実に実現させることがきわめて重要である。そうした観点に立つと、過渡期において、移行を確実にするために財政負担が必要となった場合は、（最大 90 兆円までの）財政支出を躊躇すべきでない。例えば、中小の下請け企業では価格転嫁ができず、そのため賃上げがなかなか進まないという現状があるが、そうした企業の価格転嫁促進のための施策に 90 兆円の一部を投入することは十分に合う支出であろう。

第 3 に、試算の前提 (6) に関連して述べたように、政府の財サービス購入価格は現状、インフレに indexation されていない。仮に、不完全な indexation が今後も続くとすれば、政府債務の減額幅はさらに大きくなるだろう。しかし、民間部門で正常化が今後さらに進行する中で、例えば、介護報酬の不完全な indexation が今後も続くとすると、介護人材が賃金の上昇している民間の他産業に移動するなど、官民間での人的配分に歪みが生じるおそれがある。政府は日本経済の賃金・物価の正常化を提唱し旗振り役を務めており、その点は評価できるが、今後は政府自身が関与する領域における賃金・物価の正常化に取り組む必要がある。

## 参考文献

- Barro, Robert J., and Francesco Bianchi (2023). Fiscal Influences on Inflation in OECD Countries, 2020-2022. NBER Working Papers 31838.
- Watanabe, Tsutomu, and Tomoyoshi Yabu (2019). How Large is the Demand for Money at the ZLB? Evidence from Japan. CARF Working Paper Series, CARF-F-465.
- Watanabe, Tsutomu, and Tomoyoshi Yabu (2023). The demand for money at the zero interest rate bound. *Journal of Applied Econometrics*, 38(6), 968-976.
- 青木浩介・高富康介・法眼吉彦（2023）「わが国企業の価格マークアップと賃金設定行動」日本銀行ワーキングペーパーシリーズ。
- 植田和男（2023）「賃金と物価：過去・現在・そして将来」日本経済団体連合会審議員会における講演 2023 年 12 月 25 日。
- 厚生労働省（2023）『労働経済の分析（令和 5 年版）』2023 年 9 月。
- 土居丈朗（2025）「2040 年を見据えた日本の税財政運営」『SBI 金融経済研究所 所報 vol.7』2025 年 1 月。
- 日本銀行（2024a）「1990 年代半ば以降の企業行動等に関するアンケート調査の集計結果について」2024 年 5 月 20 日。
- （2024b）「金融政策の多角的レビュー」2024 年 12 月。
- 早川英男（2023）「賃上げを阻む「97 年労使密約」」『文藝春秋』2023 年 1 月号。
- 渡辺努（2022a）『物価とは何か』講談社。
- （2022b）『世界インフレの謎』講談社。
- （2024）『物価を考える』日本経済新聞出版。