

インフレとデフレ

—あるべき政策は何か—

高橋 巨氏 神戸大学経済経営研究所リサーチフェロー・元日本銀行金融研究所長

国民の暮らし向きが改善されない背景には、インフレ促進を優先してきた政策や、賃上げを後回しにしてきた企業経営があったと考えます。本稿では通説に批判的な視点から、経済政策のあり方を論じていきたいと思えます。

政府や経済学者は、インフレによって賃上げが本格化し、日本経済が約30年にわたるデフレをようやく脱して、物価と賃金の好循環が始まったと歓迎しています。しかし一方では、物価高が生活苦を深刻化させているとの声も聞かれています。

経済ニュースというのと、とかく株価や企業業績などが注目されがちですが、本当に重要なのは人々の生活水準（暮らし向き）の状態です。

政府と国民感情のズレ。今はまだデフレなのか？

わが国の経済は現在、果たしてインフレ、デフレのどちらなのでしょう。政府は「わが国経済はデフレ

経済を脱却しきれていない」という判断を続けてきています。このため過去約30年間、デフレ脱却を旗印に、毎年史上最大を更新する大型予算の編成を続けています。

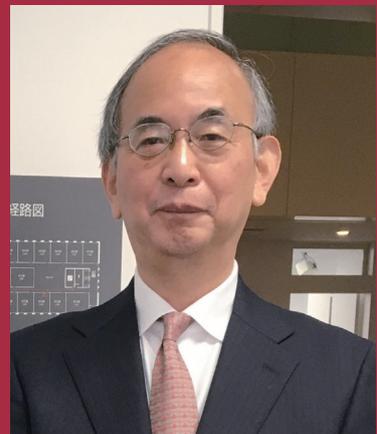
日本銀行も政府と共有した消費者物価を前年比2%まで上昇させるというインフレ目標を設定し、実際のインフレがすでに長期間2%を超えているなかで、金利を小幅に上げたものの、2%インフレの定着を目指すとして緩和政策を続けています。

しかし現状をデフレという違和感を感じる人は多いはず。実際食料品などの生活必需品の波状的な値上げが続いているほか、ガソリンや電気料金は高止まりが続いていま

す。政府自身の文書などにも「物価高」はおろか「物価高騰」の文字が躍り、生活補助などの「物価高対策」にも力を入れてきています。

政府は、インフレを「物価高」と言い換えますが、言うまでもなく、デフレとインフレは反対の現象です。「物価高」なのにデフレを脱却していないというのは、本来矛盾しています。しかも2023年4月に岸田政権（当時）は、消費者物価上昇率が政府目標の2%に達した時に「総合的な物価高対策」を打ち出すなど、極めてわかりにくい状態となっています。

ただ、政府が用いる「デフレ」の意味を読み解くと、消費や賃金上昇の低迷など「経済不振」を意味するよう



（たかはし わたる）神戸大学経済経営研究所リサーチフェロー。1978年日本銀行入行。国際局審議役、金融研究所長。東京女子大学、東京大学公共政策大学院、京都大学公共政策大学院、政策研究大学院大学（GRIPS）講師、慶應義塾大学経済学部教授、神戸大学経済経営研究所教授、大阪経済大学教授を歴任。2013年より現職。専門分野は中央銀行制度、金融論。

に受け取れます。そうであれば「デフレ脱却」より「経済停滞からの脱却を目指す」としたほうが適切のように思います。また、後述のように、デフレは必ずしも経済不振の時期に対応するわけではありません。政府全体の政策の目標をデフレ脱却という物価に偏重させたことが、政策を誤らせた可能性があります。

経済政策の目標を「国民生活」に置くべき

それでは、経済政策の目標はどのように設定されるべきでしょうか。金融政策の目標は物価安定とされませんが、それが経済全体で最も大事な目標であるとは限りません。現に金

図表1▶景気とインフレ・デフレの組み合わせ

	景気拡大	景気停滞
インフレ	①-1 高インフレ 賃金と物価の悪循環 ①-2 低インフレ 賃金と物価の好循環	③スタグフレーション 1970、80年代の欧米経済
デフレ	②デフレ下の成長 19世紀後半の英国など	④恐慌 1930年代の世界経済

出典：筆者作成

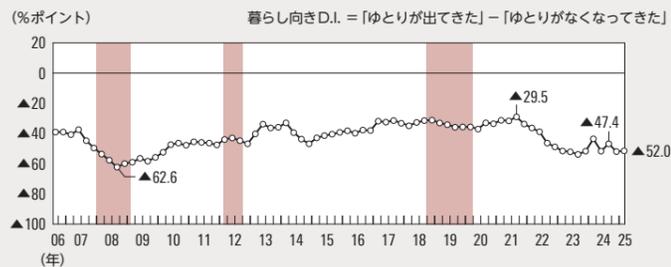
図表2▶実質経済成長率、消費者物価および賃金上昇率の推移

(年率%)

	実質経済成長率	消費者物価	現金給与総額
1970～1975年	4.5	11.4	18.7
1975～1980年	4.5	6.7	7.9
1980～1985年	3.1	2.8	3.7
1985～1990年	4.8	1.3	3.4
1990～1995年	1.5	1.4	1.9
1995～2000年	1.0	0.3	0.1
2000～2005年	1.3	-0.4	-0.8
2005～2008年	1.2	0.6	-0.1

出典：厚生労働省資料から筆者作成

図表3▶暮らし向きD.I.の推移



注：1) 郵送調査となった2006年9月以降を掲載
2) 暮らし向きD.I.ピークは▲29.5(2021年9月)、ボトムは▲62.6(2008年9月)
3) シャド一部分は景気後退期
出典：日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」(第101回(2025年3月調査))

の必要条件となります。また、物価上昇は名目上の付加価値を上昇させるので、それと同率に名目賃金を上げて実質賃金は上昇しません。実質賃金が上昇するためには賃金への分配率を上げた経済成長以上の賃上げが必要になります。これは、経営者が経済や企業の成長を期待して、積極的に従業員に利益を還元する状況です。残念ながら、わが国ではこうした積極的な姿勢はここ30年以上見られません。賃金上昇については、好循環論はインフレに着目しますが、本当は経済成長力の上昇とそれを期待した経営者による積極的な賃上げが必要なのです。

紀後半は、鉄道などの産業基盤の整備や新規の製造業の拡大があり、1990年代のグレート・モデルレーションの時期は、IT革命、旧社会主義国の市場経済への移行、グローバルゼーションの進行で、やはり質量両面で経済成長力が高まりました。生産性の上昇から経済成長が高まる時期にはインフレが抑制されます。この事実は、経済の好転にはインフレやデフレとの関係は本質的ではな

く、生産性の上昇や経済成長力の強化そのものが重要であることを示唆しているように思われます。次に、同じような視点から賃金についても論じてみましょう。「好循環論」では、賃上げにはインフレが必要とします。そこで、賃金の上昇のためにはインフレと経済成長のどちらが必要なのか見ていきます。図表2はわが国の賃金上昇率を

せたものです。確かにインフレが高い時期には賃上げ率も高くなっています。しかしその時期は経済成長率も高く、賃上げは、経済成長率の高い時期に高くなるといえそうです。経済成長以上の賃上げで生活水準は向上する

のように整理することができます。まず、生活水準を向上させるには、名目の賃金上昇率を物価上昇率で割った実質賃金上昇率が必要で、経済成長とは国内総生産の増加、国内総生産とは国全体の「付加価値」の総計です。付加価値とは、おおむね売上から人件費等を除いたコストを引いたもので、この付加価値を源泉として、賃金と利益に分配されます。つまり利益への分配率を一定とすれば、経済成長が上昇することが賃金を上昇させるための必要条件となります。

この点最近、賃金の上昇に焦点が当てられるようになったのは歓迎されますが、いまだに「賃上げや景気回復のためにはインフレが不可欠」とする議論には疑問が残ります。果たして景気回復のためには、インフレ

図表1は、インフレ・デフレと景気の関係(組み合わせ)を場合分けにし

たものです。①はインフレと好景気の併存する状況を示しています。ただインフレは、③のスタグフレーションといわれる景気後退との併存も招きがちです。これは実際1970～80年代の欧米などで生じました。この時期、景気が悪化するなかで物価が上昇し、企業業績のみならず、人々の生活水準は大きく悪化しました。④はデフレと景気後退が併存する状態で、1920～30年代の大恐慌などで生じたものです。ただしデフレといっても、当時物価は3割以上下落したので、最近のわが国のような状態とは異なることには注意が必要です。注目すべきは②のケースです。歴史的にはデフレと景気拡大が長期にわたり併存する時期が存在し、19世紀後半の英国や米国で生じました。ともに長期間2%程度の緩やかなデフレが続きましたが、当時としてはかなりの経済成長を実現しています(英国の場合1873～96年の年平均で小売物価下落率1.7%、成長率1.9%。米国の場合1864～97年に1.9%の下落のもと5.6%成長)。

さらに①と②の過去のケースで重要なのは、ともに技術革新を伴う生産性上昇を背景とした経済成長の時期であったことです。19世

わが国でも「暮らし向き」は暗黙裡には意識されているとは思われますが、そのときどきで企業業績などに焦点を当てるなど、視点が定まらないように思われます。企業業績が改善しても、人々の暮らし向きが良くならないなら意味がありません。この当然のことが、わが国で軽視されがちなのは残念です。

それはともかく、インフレと好景気を一体にしたプランAに、プランBはなかったのでしょうか。図表1は、インフレ・デフレと景気

①はインフレと好景気の併存する状況を示しています。ただインフレは、③のスタグフレーションといわれる景気後退との併存も招きがちです。これは実際1970～80年代の欧米などで生じました。この時期、景気が悪化するなかで物価が上昇し、企業業績のみならず、人々の生活水準は大きく悪化しました。④はデフレと景気後退が併存する状態で、1920～30年代の大恐慌などで生じたものです。ただしデフレとい

一方、1990年代の欧米では、インフレのコントロールに成功し、長期の経済拡大が続く状態(①-2)で

経済全体では、株価や企業業績などさまざまな指標に焦点が当てられがちですが、政府の目標は、「国民全般の生活水準の向上」や「暮らし向きの向上」など、家計や消費者に焦点を当てたものであるべきです。実際、英国や米国の議会選挙や大統領選挙で問われるのは「生活水準(Living Standard)の向上」です。

信頼が政策の成否に影響を与えることは否定しえないとしても、一方で責任ある政策運営には代替案(プランB)の準備が必要でしょう。まして政策を強行するのであれば、事前

たものです。①はインフレと好景気の併存する状況を示しています。ただインフレは、③のスタグフレーションといわれる景気後退との併存も招きがちです。これは実際1970～80年代の欧米などで生じました。この時期、景気が悪化するなかで物価が上昇し、企業業績のみならず、人々の生活水準は大きく悪化しました。④はデフレと景気後退が併存する状態で、1920～30年代の大恐慌などで生じたものです。ただしデフレとい

一方、1990年代の欧米では、インフレのコントロールに成功し、長期の経済拡大が続く状態(①-2)で

融政策の物価目標も、本来は国民経済の健全な発展を基準として適宜判断されるべきものです。2%のインフレ目標は、絶対的なものではありません。経済全体では、株価や企業業績などさまざまな指標に焦点が当てられがちですが、政府の目標は、「国民全般の生活水準の向上」や「暮らし向きの向上」など、家計や消費者に焦点を当てたものであるべきです。実際、英国や米国の議会選挙や大統領選挙で問われるのは「生活水準(Living Standard)の向上」です。

わが国のインフレ促進政策は、景気回復のためには「この道しかない」として、強い決意で実行されてきた。金融政策では、「ピーターパン」に出てくる「疑った途端、飛べなくなる」との一節が引用され、政策を批判したり異論を挟んだりすることが戒められました。

たものです。①はインフレと好景気の併存する状況を示しています。ただインフレは、③のスタグフレーションといわれる景気後退との併存も招きがちです。これは実際1970～80年代の欧米などで生じました。この時期、景気が悪化するなかで物価が上昇し、企業業績のみならず、人々の生活水準は大きく悪化しました。④はデフレと景気後退が併存する状態で、1920～30年代の大恐慌などで生じたものです。ただしデフレとい

一方、1990年代の欧米では、インフレのコントロールに成功し、長期の経済拡大が続く状態(①-2)で

問題は、政策運営にプランBが存在しないこと

そこであらためて賃金と経営の
関係ですが、わが国の低賃金は長ら
くデフレのせいといわれてきました。
確かに、デフレにより物価上昇率が
低迷していたことが名目賃金の上昇
を抑制してきたことは確かでしょう。
ただ、生活水準を左右する実質賃金
が低迷していたのは、物価上昇率を
上回る賃上げをこななかったこと
が原因で、日本企業が賃上げを後回
しにしてきたことによるものです。

賃上げが進まなかったのは 政府のCG改革の影響か

日本の労働市場では雇用の確保
を優先したため賃上げが抑制され
たといわれています。しかし少なく
も過去10年以上は、企業の収益が増
大し続けたのに賃金上昇が抑制され
後回しにされた傾向があります。こ
れには、政府が成長戦略として実施
してきたコーポレート・ガバナンス
改革（CG改革）の影響があるように
思われます。

CG改革の指針として有名なのは、
2014年に経済産業省から公表さ
れたいわゆる「伊藤レポート」です。
日本企業の低収益性を改革するもの
として、伊藤レポートはさまざまな

CG改革の指針とされました。例え
ば、欧米企業のような社外役員に登
用などは、日本企業の経営の透明性
を高めました。これは日本企業の経
営を国際水準に高めたものと評価さ
れます。ただし伊藤レポートが最も
意識したものは、低いROE（自己資
本利益率）の打開です。そして、これ
は伊藤レポート自身の本意でないで
しょうが、ROE向上のために企業
が優先したのは、人件費などのコス
トカットでした。これが賃上げ抑制
に働いたように思われます。

また伊藤レポートはCG改革に
よってROE向上を企図しています
が、企業のROEは個々の企業以上
に経済全体の動向に影響されること
が知られています。コストカットに
よる収益向上は、経済全体では逆に
経済停滞を生じさせたように思われ
ます。伊藤レポートには米国の経営
学の影響がみられますが、株主重視
は普遍的なものではありません。英
国の経営学では利益は手段であり、
株主だけでないステーク・ホルダー
の厚生向上が目的とする見方も出っ
ています。このような見方によっ
ていけば、経営者は積極的に賃上げ
できたように思います。

インフレ低下で 暮らし向きは改善するか

最後に、足元でインフレが進行す
るなかで現状と先行きの見通しを論
じてみましょう。論じる尺度は「生活
水準の向上」です。

図表3は日本銀行が行った「生活
意識に関するアンケート調査」の結
果です。この調査は、3カ月ごとに
全国で無作為に抽出した20歳以上の
4000人を対象に、「景気につい
て」「暮らし向きについて」などのほ
か「日本銀行への信頼」についても尋
ねるものです。

生活意識調査のなかで「暮らし向
き」を尋ねたD. I. はマイナスイ
0と、昨年9月（マイナス47・4）から
大幅に悪化しています。インフレが
進行している過去3年間に低下して
いることがわかります。インフレに
ついては86%が「どちらかと言えば
困ったことだ」としており、インフレ
は今のところマイナスに働いている
のが現状です。

日本銀行では、企業を対象に全国
約1万社に景気などを尋ねる「全国
企業短期経済観測調査（日銀短観）」も
実施しています。日銀短観では大企
業製造業の景況感を尋ねる「業況判

断D. I.」が注目されているのです
が、直近（今年3月）では「景気は良い」
が12ポイントでした。昨年12月（14ポ
イント）からは若干低下しているもの
の、暮らし向きと異なり景況感は大
いとする傾向で、両者の間にギャッ
プが生じています。

先行きについては、インフレが低
下してくれば、名目賃金の上昇から
実質賃金もようやくプラスに転じ、
暮らし向きを改善することが展望さ
れますが、それがどの程度実感され
るのかはなお不透明です。

本稿では、生活水準の向上のため
には、インフレによる賃金上昇では
なく経済成長と積極的な賃上げその
ものが重要であると指摘してきまし
た。経営の積極性も今後の経済成長
に影響されるところもあるでしょう。
この点、生活意識調査では、日本経
済の成長力について53・8%の人が
「より低成長しか見込めない」として
いるのが気がかりです。インフレを
優先する政策は、本来あるべき政策
の焦点をあいまいにしていましまし
た。経済成長力の向上のためにはイ
ンフレを迂回する政策ではなく、成
長力の向上そのものに対処していく
政策が望まれます。