

2022年5月25日 全13頁

日本のインフレ展望と将来の財政リスク

コア CPI 上昇率は2%程度をピークに1%弱へと低下していく見込み

経済調査部 シニアエコノミスト 神田 慶司
研究員 瀬戸 佑基
エコノミスト 久後 翔太郎
エコノミスト 中村 華奈子

[要約]

- 日本では賃金面からの物価上昇圧力が弱く、ホームメイドインフレも見られないため、オイルショック期や現在の米国のようにインフレが高進する可能性は低い。資源価格などが横ばいで推移すると、コア CPI は 2022 年 10-12 月期の前年比+2%程度をピークに、2023 年度にかけて伸び率が低下していく見通しである。その後は人手不足の深刻化などによって賃金上昇が続くことで、1%近いインフレ基調が継続するだろう。
- 交易条件の悪化による海外への所得流出額は 2021 年度に 11 兆円拡大した。2022 年度はさらに 8 兆円程度拡大し、家計の直接的な負担増は 3 兆円程度になると試算される。家計は大幅に増加した貯蓄を取り崩すことで負担増に対応するだろう。一方、先行き不透明感の強まりなどを背景に、一部の必需的な品目では家計の低価格志向が強まっている。こうした品目では、選択的な品目に比べ価格転嫁が難しくなるとみられる。
- 賃金上昇率が高まっていくと、いずれ低インフレ基調から脱する可能性がある。そうなれば、日本銀行の目指す 2%の物価安定目標の達成が視野に入るだろう。財政状況が極めて厳しい日本において金融政策が正常化すれば、長期金利が急騰し、財政運営に支障をきたす恐れがある。今後は物価と賃金の循環的な上昇を強化するとともに、民間企業の成長力の強化や、国・地方の基礎的財政収支の黒字化などを着実に進める必要がある。

はじめに

2022年4月の消費者物価指数（生鮮食品を除く総合、以下「コア CPI」）は前年比+2.1%と、消費税の影響を調整したベースで約14年ぶりに2%台に乗った。世界的にインフレが高進する中、日本でも幅広い品目で値上げの動きが広がっている。日銀短観の2022年3月調査では、販売価格が「上昇」と答えた企業の割合から「下落」と答えた割合を差し引いた販売価格判断 DI（最近）は+16%pt と、第2次オイルショックが発生した1980年6月調査以来の高水準となった（仕入価格判断 DI は2008年9月調査以来の高水準）。

本稿では現在の日本のインフレの特徴を整理した上で、2023年度までの物価見通しを示す。次に、資源高・円安を背景とした今回のインフレによる負担増の規模や、家計の消費行動に及ぼす影響などについて分析する。最後に、日本経済が低インフレ基調から脱却した場合に急速に高まるとみられる金利急騰リスクについて述べる。

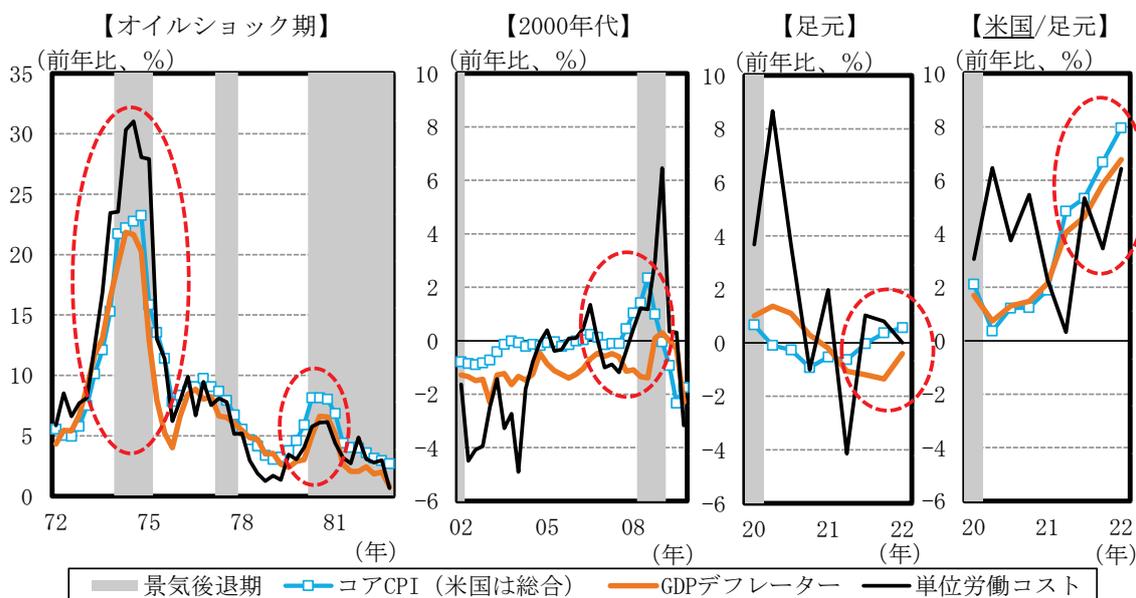
1. 今回のインフレの特徴と2023年度までの物価見通し

現在の日本経済はコストプッシュインフレに直面

今回の日本のインフレの特徴を整理するため、二度のオイルショック期（第1次：1973年秋～1974年夏、第2次：1978年秋～1982年春）と2000年代の資源高局面、そして新型コロナウイルス感染拡大以降における物価動向などを**図表1**に示した（一番右の図表は米国）。

第1次オイルショックは、マネーストックが大幅に増加するなど景気が過熱し、コアCPIが前年比+10%超で推移していた時期に発生した¹。原油価格の高騰による輸入インフレが加わり、1974年の春闘では賃上げ率が30%を超えた。物価と賃金がスパイラル的に上昇したことでコアCPIは前年比+25%近くまで高まり、「狂乱物価」といわれるほど深刻なインフレが発生した。それまで旺盛だった経済活動にブレーキがかかり、1974年度の日本経済は戦後初めてマイナス成長となった（**図表1左**）。

図表1：オイルショック期、2000年代の資源高局面、足元における物価動向などの比較



(注1) 単位労働コスト＝名目雇用者報酬÷実質GDP

(注2) 日本の直近の景気後退期は暫定。米国の景気後退期は2020年3-4月だが、図表では日本と同じ時期を色掛けた。

(出所) 内閣府、総務省、BEA、BLS、NBER、Haver Analyticsより大和総研作成

¹ 二度のオイルショック期の日本経済の動向については、小峰隆夫編「日本経済の記録 第2次石油危機への対応からバブル崩壊まで」（内閣府経済社会総合研究所「バブル/デフレ期の日本経済と経済政策」第1巻、2011年3月）などを参照。

第2次オイルショック期の輸入物価はピーク時で前年から9割ほど上昇し、第1次のそれを上回った。しかしながらコアCPIの前年比上昇率は一桁台にとどまった。各種物価対策や金融引き締め策が迅速に実施されたことに加え、賃金による物価上昇圧力を表す単位労働コスト(＝名目雇用者報酬÷実質GDP)がそれほど上昇しなかったことなどがインフレ抑制に寄与した(図表1左)。第1次の教訓を生かし、各経済主体がより合理的な行動を選択した(「学習効果」が働いた)結果ともいわれている。また、オイルショック発生直前の経済状況が第1次とは異なり、マネーストックやインフレなどが比較的安定していたことも一因であった。

日本経済がデフレ期の只中にあった2000年代に発生した資源高は、輸入物価を大幅に押し上げ、2008年7月にはコアCPIが前年比で+2%を超えた。もっとも、その時期の単位労働コストは下落か、わずかな上昇にとどまった。輸入インフレは最終財価格にさほど転嫁されなかったことから、ホームメイドインフレの指標であるGDPデフレーターは前年比マイナス圏で推移した(図表1左から2番目)。持続性の低いコストプッシュインフレであったといえる。2008年9月にはリーマン・ショックが発生し、世界的な金融危機に至ったことで、コアCPIは翌年春から下落基調に転じた。

足元のインフレは2000年代の資源高局面に似た特徴が見られる。すなわち、コアCPIは上昇基調にあるものの単位労働コストは横ばい圏で推移しており、GDPデフレーターは前年を下回っている(図表1左から3番目)。一方、米国の経済状況はオイルショック期の日本に似ている。賃金上昇を伴う形でインフレが高進しており、持続性の高いディマンドプルインフレの側面が大きい(図表1右)。

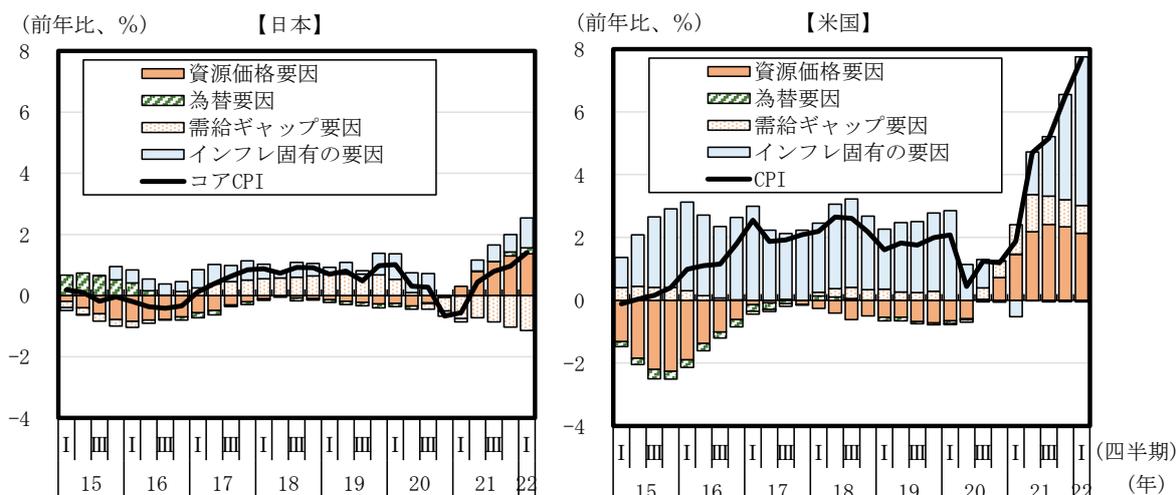
日米で異なるインフレ要因と金融政策の方向性

足元で見られる日米のインフレの特徴の違いを、CPI変化率の要因分解という形で定量的に示したのが図表2である。ここでは日本銀行の川本・中浜(2016)²を参考に、日米のCPI上昇率(日本は消費税と携帯電話通信料引き下げなどの影響を除いたコア、米国は総合)を「資源価格要因」「為替要因」「需給ギャップ要因」「インフレ固有の要因」に分解した。

日本ではCPI上昇率が緩やかに加速しているが、その内訳を見ると需給ギャップ要因が押し下げている一方、資源価格要因が大きく押し上げ、為替要因も小幅ながら押し上げている(図表2左)。期待インフレ率の動向を示すインフレ固有の要因の寄与は米国に比べてかなり小さく、期待インフレ率が2%の目標水準に定着していない様子が見て取れる。資源高によりインフレ率が一時的に2%程度となる可能性は十分にあるものの、この水準で安定させるためには需要の弱さと期待インフレ率の低さが課題となる。そのため日本銀行には現在の金融緩和策を粘り強く継続することが求められる。

² 川本卓司・中浜萌(2016)『『総括的検証』補足ペーパーシリーズ④：なぜ2%の『物価安定の目標』を2年程度で達成できなかったのか？-時系列分析による検証-』、日本銀行ワーキングペーパーシリーズ、No. 16-J-13

図表 2：日米で異なるインフレ率の変動要因



(注1)実質CRB指数(CRB指数を米国CPIでデフレートした値)、名目実効為替レート、需給ギャップ、消費者物価指数の4変数でVARモデルを構築し、ヒストリカル分解によって寄与度を算出。需給ギャップ以外の変数は対数差分系列を使用。

(注2)日本のインフレ率は、携帯電話通信料の引き下げ、消費税率の引き上げ等の特殊要因を除くベース。

(注3)日本の2022年1-3月期の需給ギャップのデータは大和総研による予測値を使用。

(出所)日本銀行、総務省、BIS、BLS、CB0、Haver Analytics、川本卓司・中浜萌(2016)「『総括的検証』補足ペーパーシリーズ④：なぜ2%の『物価安定の目標』を2年程度で達成できなかったのか？-時系列分析による検証-」(日本銀行ワーキングペーパーシリーズ、No. 16-J-13)より大和総研作成

一方、米国では為替以外の3つの要因がインフレ率を押し上げる方向に作用している。とりわけ資源価格とインフレ固有の要因の寄与が大きい(図表2右)。日本と同様にコストプッシュインフレの側面が見られるが、物価をより押し上げているのはインフレ固有の要因(期待インフレ率など)だ。インフレ固有の要因の寄与度は2016年以降から感染拡大前まで概ね2%pt程度で安定していたが、背景には期待インフレ率が米連邦準備制度理事会(FRB)の目標水準で定着していたことがあるとみられる。しかし、インフレ固有の要因は2021年末頃から急速に拡大しており、期待インフレ率が不安定化しつつある可能性が示唆される。こうした中で需給ギャップ要因も物価を押し上げる方向に作用しており、期待インフレ率の上昇と需要の過熱を抑制する必要性が大きい状況に直面したFRBは、2022年3月に利上げに踏み切ったと考えられる。

異なるインフレ要因を背景とした日米金融政策の方向性の違いは、ドル円相場に円安ドル高圧力をもたらしているが、こうした構図は当面続きそうだ。当社の「[日本経済見通し：2022年5月](#)」で定量的に示したように、足元の円安はプラスの効果が発現しにくく、マイナスの影響が表れやすいという点で「悪い円安」といえる。為替レートの変動が日本経済にもたらす影響には引き続き注意が必要である。

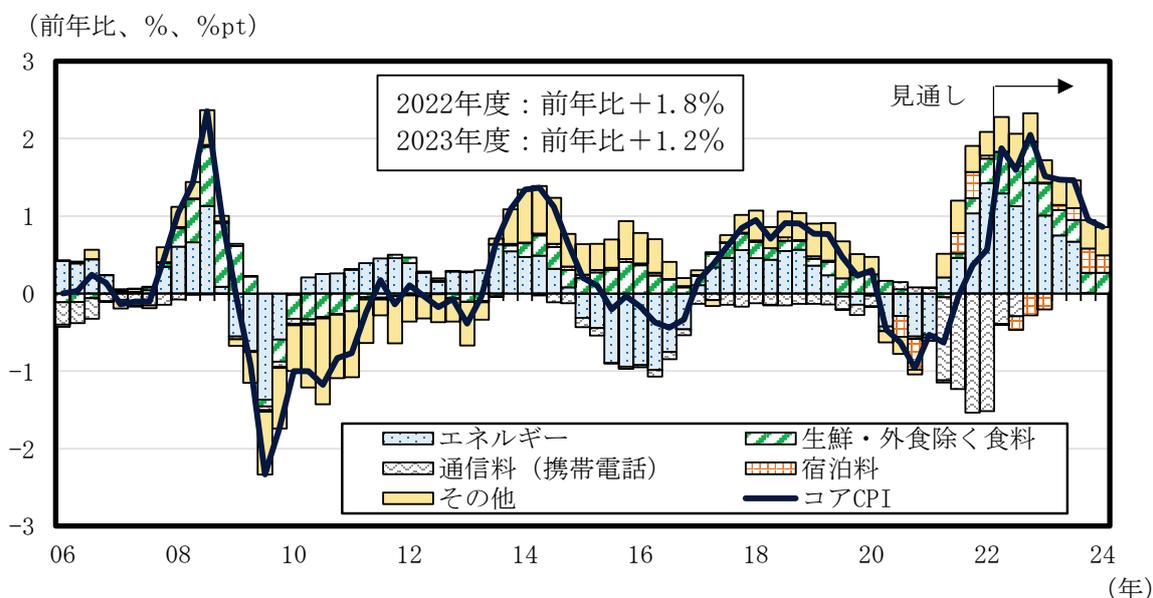
コアCPIは前年比+2%程度をピークに減速するも+1%近くで安定か

当社のメインシナリオでは、2022年度のコアCPIを前年比+1.8%、2023年度は同+1.2%と見込んでいる。四半期別の推移では、2022年10-12月期の同+2.0%が最も高く、2023年1-3月期以降は資源高の影響が縮小することで伸び率が低下していく(図表3)。ただし、資源価格が一段と高まったり円安が進行したりすれば、コアCPIの伸び率は上記の見通しから上振れする可能性がある。

エネルギーや食品を中心に様々な品目の小売価格が上昇しているが、今後も輸入物価高騰の影響はラグを伴って小売価格を押し上げるだろう。財価格だけでなくサービス価格も、外食など輸入物価の動向に影響を受けやすい品目を中心に上昇が続く。このほか、携帯電話通信料引き下げの影響が9月にかけて徐々に縮小することも物価を押し上げるだろう。

反対に、燃料油価格激変緩和対策事業や新たなGo To トラベル事業は2022年度の物価の押し下げ要因となる。前者については事業が本格的に開始された2022年2月以降、レギュラーガソリンや灯油価格の上昇は抑えられている。4月末に事業が拡充されたことで、これらの価格の安定性は一段と高まった³。もっとも、燃料油価格激変緩和対策事業は2022年9月末までの時限措置であるため、今後は原油価格や経済活動への影響を見極めつつ、円滑に終了させることができるかが課題となる。

図表3：2023年度までのコアCPI見通し



(注) 原油価格（WTI）は2022年度で112ドル/バレル、2023年度で113ドル/バレル、ドル円レートは2022、23年度ともに128円/ドルと想定。新たなGo To トラベル事業は2022年9月初めから年末年始を除いて2023年2月末までの実施を見込んでいる。

(出所) 総務省統計より大和総研作成

米欧のようにインフレが高進しないとみているのは、当面は名目賃金もサービス物価も緩やかな上昇にとどまると見込まれるからだ。日本の名目賃金上昇率は春闘での賃金改定率の影響を受けやすい。連合や経団連の直近の集計結果⁴を見ると、2022年の賃金改定率は前年から上昇し、2019年並みかそれに近い水準で着地すると予想される。だが、CPIが前年比+2%前後で安定的に推移していた1990年代前半の賃金改定率には程遠い水準であり、物価と賃金の循環的な上昇は力強さに欠ける状況が続くだろう。

³ 拡充された燃料油価格激変緩和対策事業の概要や影響については、瀬戸佑基「[拡充後の燃料油価格激変緩和対策がコアCPIに与える影響](#)」（大和総研レポート、2022年4月28日）を参照。

⁴ 日本労働組合総連合会「第5回回答集計」（2022年5月9日）、日本経済団体連合会「2022年春季労使交渉・大手企業業種別回答状況〔了承・妥結含〕（加重平均）」（2022年5月20日）

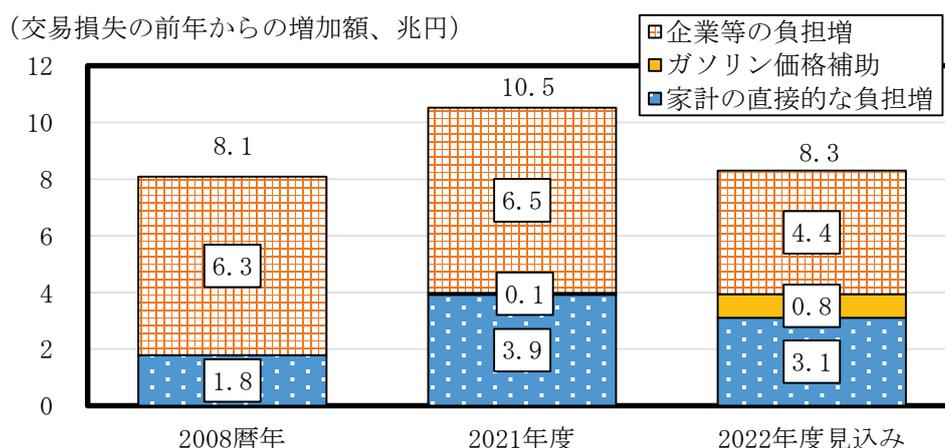
もつとも、2023年の賃金改定率は前年の物価上昇を踏まえて引き上げられやすい。加えて、本予測のメインシナリオで想定しているように経済活動の正常化が進めば、宿泊・飲食サービス業や娯楽業、旅客運輸業などを中心に労働需要が大幅に回復すると考えられる。人手不足は一段と深刻化し、賃金に上昇圧力がかかることから、2023年度のコアCPIは資源高の影響の大部分が剥落する中でも前年比+1%程度で推移すると見込んでいる。

2. 資源高による負担増の行方と消費行動への影響

2022年度の交易損失は8.3兆円拡大し、そのうち3.1兆円が家計負担の見込み

日本は資源の多くを輸入に頼るため、資源高は輸入インフレを通じて交易条件を悪化させる。GDP統計(SNA)では交易条件の変化による海外への所得流出入額を「交易利得(損失)」として公表しているが、2021年度の日本の交易損失は資源高の影響で前年から10.5兆円拡大した。2022年度はさらに8.3兆円ほど拡大する見込みである(図表4)。

図表4：資源高による海外への所得流出額と負担の内訳(2022年度は資源価格横ばいで試算)



(注1)「家計の直接的な負担増」は資源高によるCPIの上昇幅を試算し、家計消費額に乗じることで算出。資源高によるCPIの上昇幅は、下記の推計式において輸入物価が変化しない場合の推計値を作成し、コアCPI上昇率から差し引くことで求めた。2022年度は当社の経済見通しと整合的に作成。

$$\text{コアCPI(前年比)} = -0.87 + 0.12 \times \text{需給ギャップ}[-2] + 0.05 \times \text{時間あたり名目雇用者報酬(前年比)}[-3]$$

$$+ 0.02 \times \text{輸入物価(前年比)}[-1] + 0.47 \times \text{インフレ予想}$$

括弧[]内は先行期数。2014、19年の消費増税、2021年の携帯電話通信料引き下げの影響はダミー変数でコントロールした。2019年増税ダミーは10%水準でも有意でなく、時間あたり名目雇用者報酬は10%水準、その他の変数は1%水準で有意。自由度修正済みR2 = 0.92。推計期間は2006年10-12月期～2021年10-12月期。

(注2) 2008暦年は交易利得の減少額を表す。「ガソリン価格補助」は燃料油価格激変緩和対策事業のうちガソリンの負担軽減額。

(出所) 経済産業省、日本銀行、内閣府、総務省、厚生労働省、国土交通省統計より大和総研作成

図表4では、交易損失の増加額を「家計の直接的な負担増」(資源高による物価上昇を受けた家計最終消費支出の増分)、「ガソリン価格補助」(燃料油価格激変緩和対策事業のうち、ガソリン価格に対する補助分)、「企業等の負担増」(残差)の3つに分解して示している(推計方法については図表4の注1を参照)。2000年代で資源高が最も深刻だった2008暦年では、8.1兆円

の所得流出による家計の直接的な負担増は 1.8 兆円程度にすぎず、残りは企業等が負担したと推計される。この時期はエネルギーや食料を中心に価格が高騰し、コア CPI は大幅に押し上げられたものの、リーマン・ショックに端を発した世界的な金融危機の影響で国内の需給バランスが大幅に緩んだこともあって、小売価格への価格転嫁が進みにくかったと考えられる。

2021 年度における家計の直接的な負担増は 3.9 兆円程度（交易損失の増加額 10.5 兆円に占める割合は 4 割程度）と、2008 暦年のそれよりも多かったと推計される。2008 暦年に比べ国内の財需要が強い状況が続いたこともあり、価格転嫁が進みやすかったと考えられる。また、2022 年度の家計の直接的な負担増は 3.1 兆円程度で、交易損失の増加額に占める割合は 2021 年度と同じく 4 割程度と見込まれる。小売業の需給が引き続きひっ迫し、資源高等の影響を小売価格に転嫁しやすい状況が続く中、家計の負担は高まり続けるだろう。ただし、燃料油価格激変緩和対策事業のうちガソリン価格に対する補助が、資源高による家計や企業の追加的負担を 0.8 兆円程度軽減するとみられる。

インフレと先行き不透明感の強さから「メリハリ」消費が広がっている可能性

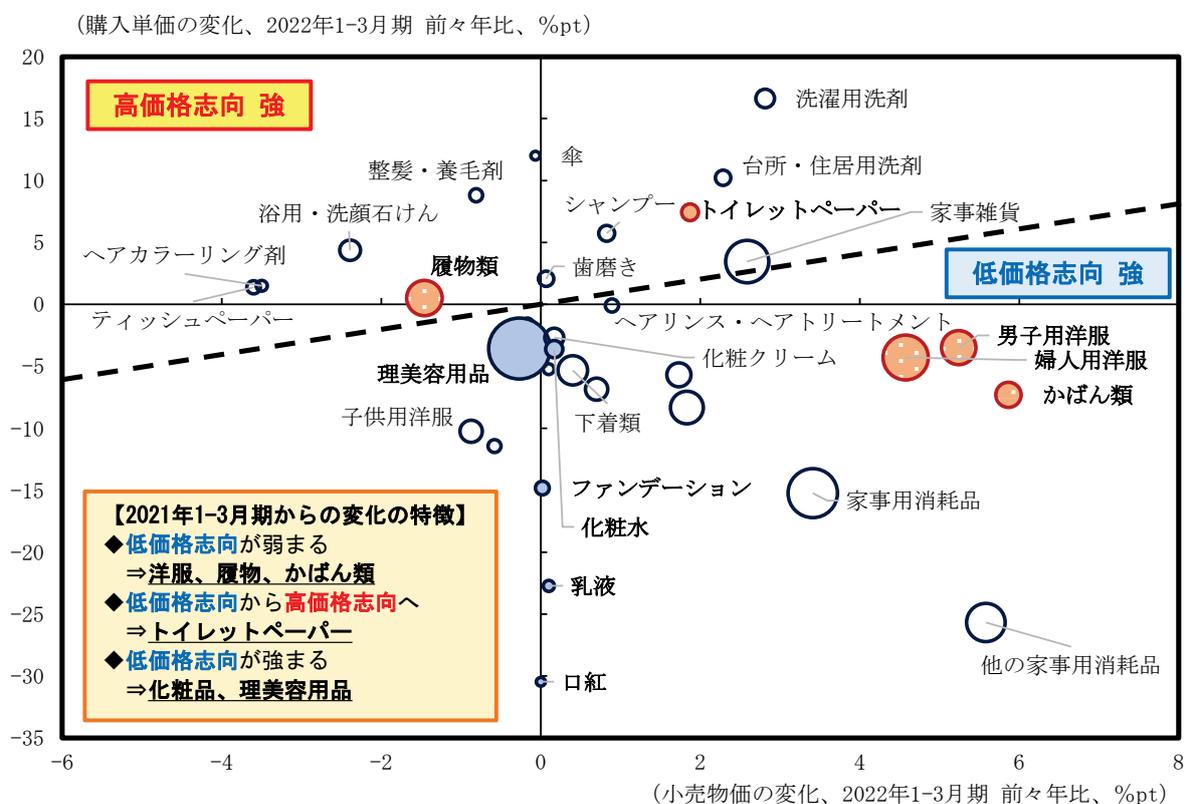
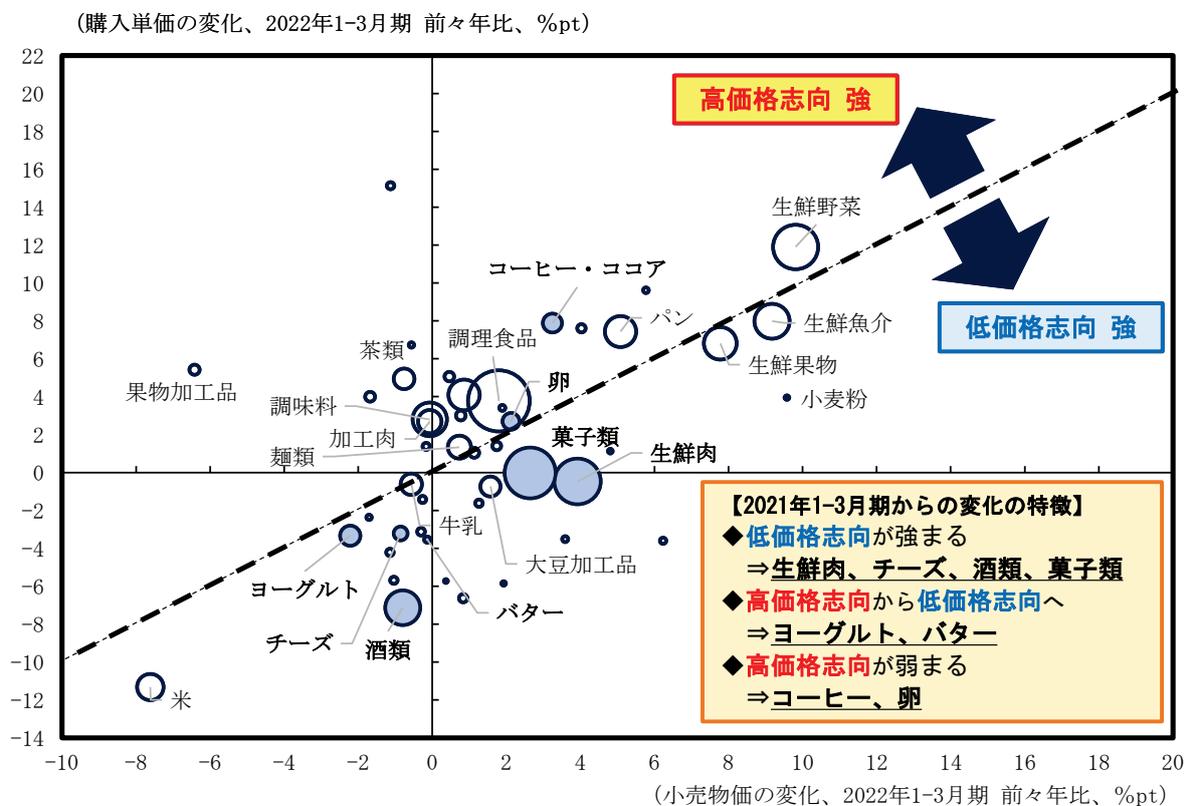
資源高の影響は感染拡大後に大幅に増加した家計貯蓄の一部を取り崩すことで緩和されると考えられる半面⁵、インフレやウクライナ問題、感染拡大はいずれも長期化する可能性が小さくない。先行き不透明感が強い中、家計の低価格志向は足元で強まっている可能性がある。この点、日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」の 2022 年 3 月調査を見ると、今後 1 年間で商品やサービスを選ぶ際に特に重視することは「価格が安い」との回答が最も多く、前回の 2021 年 12 月調査から回答割合が上昇した。

こうしたソフトデータだけでなく、ハードデータからも家計の消費行動の変化を確認できる。**図表 5** では総務省「消費者物価指数」「家計調査」から各品目の小売物価と購入単価の変化率（ここでは 2020 年 1-3 月期に対する 2022 年 1-3 月期の変化率。直近 1 年間の変化の特徴は図表中の枠内に記載）を比較している。上の図表では飲食料品、下の図表ではそれ以外の主な品目を掲載した。

小売物価は同程度の品質の正規価格を継続的に調査したものである。これに対して購入単価は家計の購入金額を購入数量（一部、購入頻度）で除したものであり、家計が実際に購入した商品やサービスの平均価格を表す。そのため、購入単価の伸びが小売物価の伸びを上回る（下回る）ほど、当該品目に対する家計の高価格志向（低価格志向）は強まっていると判断できる。**図表 5** の点線で引いた 45 度線の上方（下方）に位置する品目は、高価格志向（低価格志向）が強まったとみられる。

⁵ 2015～19 年に見られた家計貯蓄のトレンドからの乖離分を「過剰貯蓄」とみなすと、その額は 2022 年 3 月末までで約 60 兆円に達したと試算される。

図表 5 : 2022 年 1-3 月期における小売物価と購入単価の感染拡大前からの変化
(上 : 飲食料品、下 : 飲食料品以外)



(注) バブルの大きさは当該品目の消費額 (2019 年) を表す。直近 1 年間の変化の特徴は図表中の枠内に記載。
(出所) 総務省統計より大和総研作成

図表 5を見ると、幅広い品目で感染拡大後に低価格志向が強まったことが分かる。特に 2021 年 1-3 月期から 2022 年 1-3 月期にかけては、生鮮肉やチーズ、酒類といった品目においてその傾向が強く表れた。感染拡大が長期化したことで、感染初期に見られたいわゆる「プチ贅沢」志向が落ち着き、徐々に節約志向にシフトしたとみられる。食料品以外では、化粧品や理美容用品などでも同様の傾向が見て取れる。長引くマスク生活からメイクやスキンケアといった美容に対する意識や行動が変化し、低価格志向が維持されていると考えられる。一方、洋服や履物類、かばん類といった品目では 2021 年 1-3 月期から 2022 年 1-3 月期にかけて低価格志向が弱まったようだ。オフィス勤務の再開や外出機会の増加が背景にあると考えられる。

このように、家計は感染状況やそれに伴う生活様式の変化に応じて消費行動を変化させており、一部の品目では 2021 年 1-3 月期から低価格志向が一段と強まっていることが確認された。一方、2022 年 4 月末からのゴールデンウィークでは行動制限が 3 年ぶりに実施されなかったこともあり、人出が大幅に増加して行楽地が賑わうなどサービス消費を積極的に増やす家計が多かった。これらは相反する行動のように見えるが、普段は節約し、たまの贅沢にお金を使うという「メリハリ消費」が広がっていると解釈できるだろう。今後は選択的な品目の値上げは浸透しやすいが必需的な品目では難しくなるなど、品目の特性によって価格転嫁率に違いが表れる可能性がある。

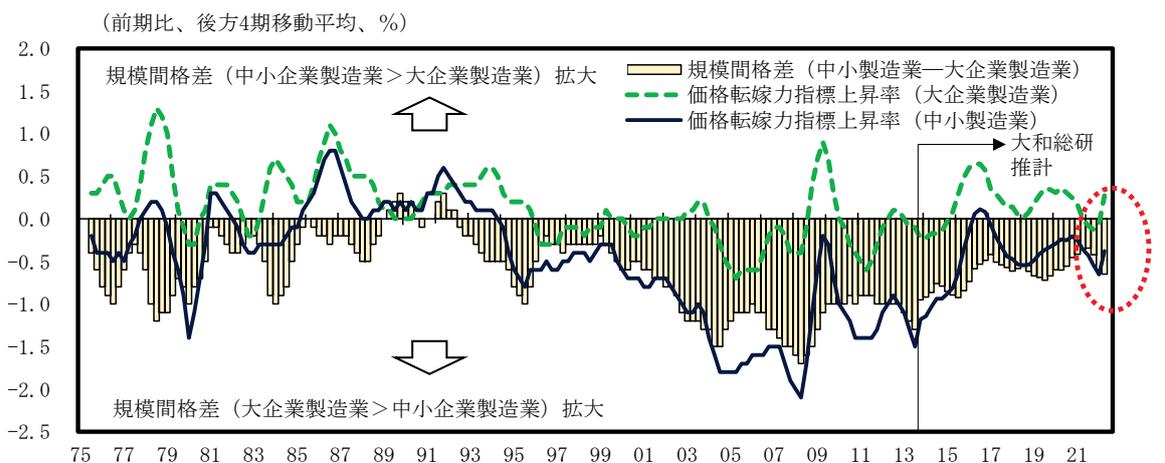
資源高の中で、中小企業の負担が重くなる可能性

2021 年度からの資源高による負担増は企業部門で重くなりやすいことを**前掲図表 4**で示したが、企業間でも価格転嫁力の違いによって負担の重さは異なると考えられる。この点、価格転嫁力には企業規模間格差が存在していることが以前から指摘されている。例えば中小企業庁『2014 年版 中小企業白書』では、日銀短観の価格上昇判断 DI 等の結果を用いて、企業規模別の「価格転嫁力指標上昇率」を試算している⁶。「価格転嫁力指標上昇率」は、仕入価格の上昇分を完全に販売価格に転嫁した場合は 0、仕入価格の上昇分以上に販売価格が上昇した場合は正の値、仕入価格の上昇の一部を販売価格に転嫁できなかった場合に負の値を取る。

図表 6は 2013 年 7-9 月期まで示されていた『2014 年版 中小企業白書』の価格転嫁力指標上昇率を当社が延長推計したものである。大企業・中小企業製造業の価格転嫁力指標上昇率は折れ線グラフで、その差（中小企業製造業—大企業製造業）は棒グラフで示している。棒グラフは推計期間を通じて概ねマイナス圏を推移していることから、大企業製造業の価格転嫁力指標上昇率に比べ、中小製造業の価格転嫁力指標上昇率が低い点が指摘できる。また中小企業白書では、企業規模間格差は「リーマン・ショックの 2008 年前後に格差はいったん縮小に転ずるが、解消するまでには至らず、逆に 2011 年に入り再び拡大しつつある。中小製造業の収益環境は引き続き厳しい状況にある」と結論づけている。

⁶ なおこの中小企業白書の分析は、鎌田康一郎・吉村研太郎（2010）「企業の価格見通しの硬直性：短観 DI を用いた分析」（日本銀行ワーキングペーパーシリーズ、No. 10-J-3）に基づいている。

図表6：価格転嫁力指標上昇率の規模間格差（中小企業製造業－大企業製造業）



(注1) 2013年7-9月期までは中小企業庁による推計。それ以降は大和総研による推計。
 (注2) 大和総研による推計部分は、売上高材料費比率を法人企業統計における売上高売上原価比率で代用している。
 (出所) 日本銀行、財務省統計、中小企業庁『2014年版 中小企業白書』より大和総研作成

当社が延長推計を行った2013年10-12月期以降を見ると、大企業製造業と中小企業製造業の価格転嫁力格差の拡大スピードは鈍化傾向にあったといえるが、足元では再び加速している様子がうかがえる。価格転嫁力が弱い中小企業は大企業に比べ資源高の影響を受けやすい可能性がある。価格交渉力が比較的弱く、原材料高の負担が重くなりやすい中小企業の経営状況に引き続き注意する必要がある。

3. インフレ定着後の日本で高まる金利急騰リスク

人手不足の深刻化や人的資本投資の拡大などを背景に賃金上昇率は高まっていく可能性

1章で示したように、2023年度のコアCPIは資源高の影響の大部分が剥落する中でも前年比+1%程度で推移すると見込んでいる（前掲図表3）。2024年度以降もインフレ基調は継続し、日本経済は現状の「デフレではない状況」から脱却するだろう。

インフレが定着すると見込む最大の理由は、賃金上昇の継続・加速である。玄田（2017）⁷では、なぜ日本で賃金が上がらないのかについて、複数の研究者の分析結果を「需給」「行動」「制度」など7つのポイントから整理している（図表7）。例えば「需給」面では、雇用の賃金弾力性が高いため、人手不足は主に雇用者数で柔軟に調整される結果、賃金は上がりにくくなることなどが指摘されている。これについて、今後は経済活動の正常化の進展で労働需要が大幅に回復するとみられることに加え、労働供給（生産年齢人口）は2065年にかけて約4割減少（1年あたり67万人減少）する見通しである（国立社会保障・人口問題研究所による出生中位（死亡中位）推計）。外国人労働者を積極的に受け入れても補えないほどの規模で働き手が減少する見通しであり、女性や高齢者の更なる労働参加率の上昇余地は限られる。企業にとって雇用の確保は時間の経過とともに難しくなるため、賃金弾力性は低下していくとみられる。

⁷ 玄田有史『人手不足なのになぜ賃金が上がらないのか』（慶應義塾大学出版会、2017年4月）

「新しい資本主義」の実現を目指す岸田文雄政権は人的資本投資を重視している。岸田首相は、人への分配は「コスト」ではなく、未来への「投資」との考えを示しており、賃上げに対する企業の姿勢に変化を促している。また人への分配を強化するため、賃上げ税制の拡充や公的価格の引き上げ（看護、介護、保育分野などの職員らの賃上げ）、3年間で4,000億円規模の施策パッケージなどを実施している。

図表7：2017年時点で指摘されていた賃金低迷の背景と今後予想される展開

	玄田（2017）での主な指摘	今後の展開(◆)、政府の施策や方針(■)
需給 (労働市場の需給変動)	<ul style="list-style-type: none"> ●雇用の賃金弾力性が高いため、企業は人手不足に対して賃上げよりも雇用増で対応する傾向 ●内部労働市場が発達しているため、外部の需給変動が企業内で決められる賃金に反映されにくい 	<ul style="list-style-type: none"> ◆経済正常化、生産年齢人口の急速な減少により賃金弾力性は低下へ ◆兼業・副業の拡大やテレワークの普及で労働市場の流動性が高まる可能性
行動 (行動経済学等の観点)	<ul style="list-style-type: none"> ●賃金の下方硬直性が上方硬直性を生み出す（賃下げが難しいため賃上げに消極的になる） 	<ul style="list-style-type: none"> ◆インフレが定着すれば賃金調整は容易に（賃金の上昇率を調整）
制度 (賃金制度等)	<ul style="list-style-type: none"> ●賃金制度の能力主義から成果主義への変更の失敗、企業が賃金をコスト要因とみなす傾向の強まり ●雇主の社会保険料負担の増加が雇用者に支払う賃金の上昇を抑制 	<ul style="list-style-type: none"> ■人的資本の重視（人への分配は「コスト」ではなく、未来への「投資」） ■全世代型社会保障改革の推進（医療・介護提供体制の改革など）
規制 (賃金に対する規制等)	<ul style="list-style-type: none"> ●最大の雇用成長産業である医療・福祉業での賃金の伸び悩み（診療報酬・介護報酬制度により当該産業のサービス価格が抑制） 	<ul style="list-style-type: none"> ■公的価格の引き上げ（看護、介護、保育分野などの職員らの賃上げ）
正規 (正規・非正規問題)	<ul style="list-style-type: none"> ●2000年代を中心に、正規雇用に対して賃金の低い非正規雇用の割合が上昇 ●非正規雇用の低賃金は、正規雇用に比べて「周辺的」な存在として社会で位置付けられたことが一因 	<ul style="list-style-type: none"> ■働き方に中立な社会保障制度の構築（女性の就労を妨げる制度の見直し） ■勤労者皆保険制度の実現（被用者保険の更なる適用拡大など）
能開 (能力開発・人材育成)	<ul style="list-style-type: none"> ●1990年以降、株主価値や市場価値の重視という要請を受け、企業内の長期的な能力開発（OJT）が困難に ●金融危機のあった2008年度以降、企業が職場外で行う訓練（Off-JT）の機会も減少 	<ul style="list-style-type: none"> ■人への投資の抜本的強化（3年間で4,000億円規模の施策パッケージ） ■公的職業訓練の在り方をゼロベースで見直し
年齢 (高齢問題や世代問題)	<ul style="list-style-type: none"> ●就職氷河期の前期世代でもある「第2次ベビーブーム世代」の大卒者は、前の世代に比べて賃金が大幅に低下（「世代効果」の影響） ●定年時の高齢者の再雇用に伴う賃金の大幅な低下 	<ul style="list-style-type: none"> ■就職氷河期世代の活躍支援 ■2021年4月に改正高齢者雇用安定法が施行（企業は従業員が70歳になるまで就業機会の確保に努めることを義務化）

(出所) 玄田有史 (2017) 『人手不足なのになぜ賃金が上がらないのか』、政府資料より大和総研作成

低賃金の非正規雇用者割合の上昇は2000年代を中心に賃金低迷の一因となっていたが、近年はその割合は安定している。最低賃金は2010年代後半からほぼ毎年3%の引き上げが実施されており、パートタイマーの賃金上昇率は正規雇用者のそれを継続的に上回っている。岸田政権は勤労者皆保険制度の実現（被用者保険の更なる適用拡大など）を目指しており、企業にとって非正規雇用はもはや「調整が容易な低賃金の労働力」ではなくなりつつある。

雇主の社会保険料負担の増加が雇用者に支払う賃金の上昇を抑制している点については今後の全世代型社会保障改革の進展次第だが、総じて見ると、これまでに指摘されていた賃金停滞の複数の要因は人手不足の深刻化や人的資本投資の拡大などによって緩和・解消に向かうと考えられる。

インフレが定着して金融政策が正常化すれば長期金利の急騰リスクが高まる

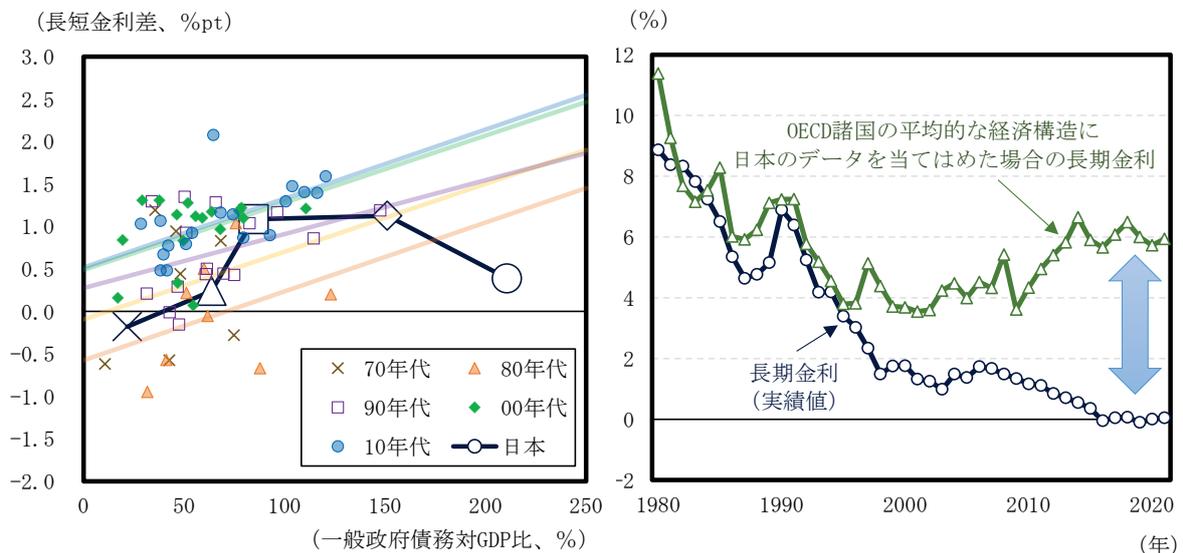
賃金上昇率が高まっていけば、物価と賃金の循環的な上昇が強まり、いずれ低インフレ基調から脱する可能性がある。そうなれば、日本銀行の目指す2%の物価安定目標の達成が視野に入り、イールドカーブ・コントロールなど異例の金融緩和策は出口に向かうことになる。

日本がインフレ経済になれば、賃金や金利が経済状況に応じて柔軟に変動し、価格転嫁が進みやすくなることなどを通じて、資源配分の効率性が高まる（＝経済の成長力を押し上げる）ことが期待される。だがその半面、財政状況が極めて厳しい日本において金融政策が正常化すれば、長期金利に強い上昇圧力がかかり、財政運営に支障をきたす恐れがある。

一般的に、政府債務残高が積み上がっている国ほど、国債の債務不履行（デフォルト）リスクは高い。実際に OECD 加盟国のデータからは、大まかな傾向として一般政府債務残高対 GDP 比が高い国ほど、市場で要求されるリスクプレミアムの代理変数である長短金利差が大きいという関係が見られる（**図表 8 左**）。

先進国の中でも群を抜いて多額の政府債務を抱える日本は、高いリスクプレミアムを要求されやすい。しかし、日本は**図表 8 左**で示した傾向線よりもかなり下方に位置している。2000 年代以降は一般政府債務対 GDP 比が上昇する中でも長短金利差は縮小してきた。日本銀行による累次の金融緩和策が長期金利の上昇を抑制してきたことが主因とみられ、金融緩和の裏で金利が持つリスクの評価機能が失われていることが示唆される。

図表 8：主要先進国における長短金利差と債務残高（左）、日本の長期金利の上振れリスク（右）



- (注1) データの取得が可能なOECD加盟国のうち、1人あたりGDPが世界30位以内の国を対象。
 (注2) 左図の線は日本を除く各年代の傾向線。外れ値処理のため長短金利差の水準の上位及び下位10%をサンプルから除外。
 (注3) 右図の推計式は以下の通り（推計期間：1980年-2010年、固定効果モデルによるパネル推計）。

$$\text{長期金利} = 0.62 + 0.02 \times \text{一般政府債務対GDP比}(**) + 0.79 \times \text{CPI上昇率}(***) + 0.88 \times \text{トレンド成長率}(***)$$
 (**：5%有意、***：1%有意)
 トレンド成長率は各国の実質GDPを用いてHPフィルターにより抽出したトレンド成分を使用。日本はサンプルから除外。
 (出所) OECD、IMFより大和総研作成

金融政策が正常化した場合に長期金利がどの程度まで上昇するかを正確に予測することは困難である。しかし、一つの参考値として OECD 加盟国の平均的な経済構造を想定し、日本のインフレ率や経済成長率、一般政府債務残高対 GDP 比を当てはめると、現在 0.25% 程度の長期金利は 6% 程度になると推計される（**図表 8 右**）。仮にこのような水準に向かって長期金利が急騰すれば、企業の借入金利や家計の住宅ローン金利に波及し、民間の経済活動は著しく停滞するだろう。また、政府の利払い費が急増して厳しい歳出削減や増税を迫られることも考えられる。

日本経済は長期にわたってインフレリスクを意識する必要がなく、デフレとの闘いに終始してきた。だが、ウクライナ問題や感染拡大などに起因する世界的な高インフレの中で、日本も経済活動の正常化や人手不足などを背景にインフレ経済へと徐々に転換しようとしている。将来の財政リスクに対する警戒が一層求められ、今後は物価と賃金の循環的な上昇を強化するとともに、民間企業の成長力の強化や、国・地方の基礎的財政収支（プライマリーバランス）の黒字化などを着実に進める必要がある。