

2023年12月4日 全11頁

2024年に「デフレ脱却」と「2%インフレ」は実現するか

デフレ脱却まであと一歩。実質賃金は24年度後半に上昇する見込み

経済調査部 シニアエコノミスト 久後 翔太郎
シニアエコノミスト 神田 慶司
シニアエコノミスト 佐藤 光
エコノミスト 中村 華奈子
研究員 高須 百華

[要約]

- 足元のデフレリスクを定量的に評価するため「デフレリスク指数」を作成すると、直近の日本の水準は過去との比較や主要国との比較でも低位にあり、日本経済は再びデフレに戻るリスクは低いとみられる。さらに広範なデータをヒートマップで可視化すると、「物価」「労働市場」関連指標は足元で過熱感を示す一方、「賃金」関連指標の改善が遅れている。
- デフレ脱却には賃金が名目・実質ともに上昇する必要がある。この点、2024年春闘では前年並みかそれを上回る賃上げ率となり、実質賃金は2024年7-9月期に前年比でプラスに転換する見込みだ。日本銀行（日銀）は同年4月にイールドカーブ・コントロール（YCC）の撤廃とマイナス金利解除に踏み切り、政府は早ければ同年度後半にもデフレ脱却を宣言する可能性がある。
- 長期金利と短期金利がそれぞれ1%pt上昇すると、純利息収入への影響は家計が+1.0兆円、企業が▲3.0兆円、政府が▲1.3兆円、日銀が▲4.7兆円、金融機関等が+8.0兆円と試算される。家計では純利息収入の増加が無職世帯や高齢世帯に偏っており、30~40代の世帯では金利上昇による悪影響がとりわけ大きい。この試算は各経済主体の行動が変化しない静学的な分析であり、動学的な波及経路を考慮したマクロモデルを用いてシミュレーションを行うと、実質GDPを3年目で1.1%程度押し下げる。

はじめに

2022年度に約40年ぶりの高水準を記録したコアCPI（生鮮食品を除いた消費者物価指数）上昇率は、2023年度に入っても高進を続けている。直近の2023年10月では前年比+2.9%であり、エネルギー高対策による直接的な物価押し下げ分を除くと同+4.0%に達する。

輸入物価の急上昇を起点とした典型的な供給インフレで、当初は短期間で収束するとみられていた。だが、記録的なコスト高や深刻な人手不足などを背景に企業の賃金・価格設定行動が変化し¹、賃金と物価が循環的に上昇しつつある。日本経済は1990年代後半にデフレに陥ったが、デフレ脱却の確度はかつてないほど高まっているようだ。

そこで本稿では、**1章**において物価動向に関連する広範なデータから、日本のデフレ脱却の可能性を探る。**2章**では、デフレから脱却する上での懸念材料ともいえる、前年割れが続く実質賃金の先行きについて検討する。**3章**では、インフレの定着で政策の転換が見込まれる日本銀行（日銀）の金融政策を展望し、利上げが実施された場合の日本経済への影響を定量的に示す。

1. 着実に高まるデフレ脱却の可能性

「デフレリスク指数」で見ると日本が再びデフレに戻るリスクは低い

政府は物価が高騰している現在を「デフレではない状況」と判断しているものの、デフレ脱却を宣言していない。デフレ脱却とは、「物価が持続的に下落する状況を脱し、再びそうした状況に戻る見込みがないこと」²と政府は定義しており、現状ではまだデフレに戻る見込みがないとの判断には至っていないためである。政府のデフレ脱却の判断にあたっては、コアCPI、GDPデフレーター、需給ギャップ、単位労働コストといった指標を参考にしつつ、物価の基調や背景を総合的に考慮し、内閣府が関係省庁とも認識を共有した上で判断するとされている。

そこで足元のデフレリスクを定量的に評価するため、IMF（2003）³に基づき「デフレリスク指数」を作成した。同指数は当時のIMFのチーフエコノミストで、ハーバード大学教授のケネス・ロゴフ氏が率いたタスクフォースが開発したものだ。2000年頃には日本や中国などにおいて物価の下落が観察され、こうした状況が世界に伝播することに対する警戒感が当時のIMFにはあったとみられる。

デフレリスク指数は、CPIや需給ギャップ、銀行貸出量など11の指標を合成したものである。0～1の間の値を取り、数値が上昇するほどデフレリスクが高まることを意味する。IMF（2003）では、同指数が0.5を超えるとデフレリスクが「高い(High)」、0.3～0.5で「中程度(Moderate)」、0.2～0.3で「低い(Low)」、0.2未満では「極めて低い(Minimal)」と評価していた。

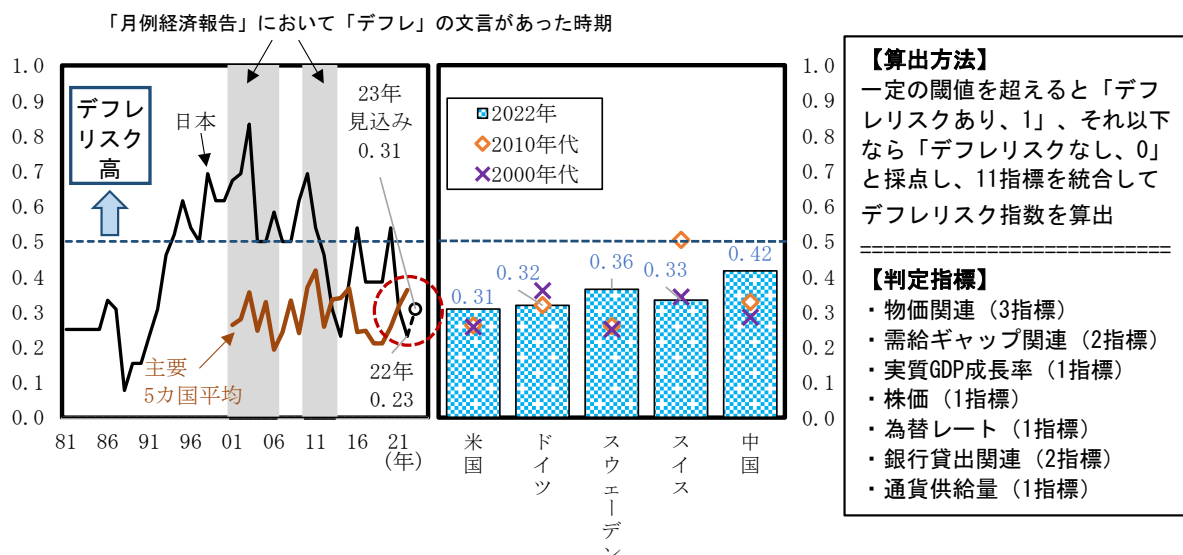
¹ 企業の賃金・価格設定行動の変化などについては、「[第218回日本経済予測（改訂版）](#)」（2023年9月8日）や「[第216回日本経済予測（改訂版）](#)」（2023年3月9日）などで検討した。

² 参議院予算委員会（2006年3月15日）における内閣府提出資料「デフレ脱却の定義と判断について」

³ IMF（2003）“Deflation：Determinants, Risks, and Policy Options - Findings of an Interdepartmental Task Force”

日本と主要5カ国（米国、ドイツ、スウェーデン、スイス、中国）のデフレリスク指数を作成し、長期時系列や国際比較を通じて近年の日本における脱デフレの進捗度合いを確認したものが**図表1**である。

図表1：「デフレリスク指数」の長期推移と国際比較（左：日本と主要5カ国平均の推移、中央：主要5カ国の値、右：算出方法）



(注) 左図の「主要5カ国平均」は購買力平価ベースのGDPで加重平均。本分析とサンプル期間が異なるため必ずしも比較可能ではないが、IMF（2003）ではデフレリスク指数が0.5を超えると「高い（High）」、0.3～0.5を「中程度（Moderate）」、0.2～0.3を「低い（Low）」、0.2未満を「極めて低い（Minimal）」と評価。（出所）内閣府、日本銀行、総務省、日本経済新聞社、BLS、BEA、FRB、各国統計、BIS、IMF、Bloomberg、CEIC、Haver Analytics、IMF（2003）“Deflation：Determinants, Risks, and Policy Options - Findings of an Interdepartmental Task Force” より大和総研作成

日本のデフレリスク指数の長期推移を見ると、1980年代から1990年初めまではデフレリスクが非常に低かった。当時はCPI上昇率が高水準にあったわけではないが、バブル景気を背景とした貸出の増加や株価の上昇といった要因からもデフレリスクが小さいと評価されていた。

だが、バブル崩壊後の1990年代前半にデフレリスク指数は急上昇し、1990年代後半にデフレに陥った。1997年にはアジア通貨危機や国内金融危機が発生し、雇用調整が大規模に実施され、春闘では1999年からベースアップ（ベア）が見送られるようになった。デフレリスク指数は2000年代に入っても高水準で推移し、2001年4月の政府の「月例経済報告」では初めて「デフレ」の文言が記載された。

もともと、2010年代に入り、デフレリスク指数は0.5を明確に下回ることが多くなった。2022年では0.23と、インフレが定着していた1991年とおおむね同水準にある。2023年は0.3程度へとわずかに上昇する見込みだが、主要5カ国における2022年の同指数は0.3～0.4程度であり（**図表1中央**）⁴、国際的に見ても日本の水準は低い。このように、デフレリスク指数から見

⁴ 中国のデフレリスク指数は2022年で0.42と、2000年代や2010年代と比較しても高水準にある。2022年は食料品とエネルギーを除くCPIやGDPデフレーターの上昇率が急速に縮小したことが指数を押し上げた。ま

れば、直近の日本経済は再びデフレに戻るリスクは低いとみられる。

ヒートマップで見ると、デフレ脱却には賃金面からの物価上昇圧力の強まりが必要

デフレリスク指数は作成方法が簡素で、各国のデフレリスクを同じ基準で評価できるといった点で有益である。だがその半面、国ごとの経済構造などの違いが十分に反映されていない。日本は雇用慣行や賃金体系が諸外国とは大きく異なり、長期デフレを経験した唯一の国であることから、デフレ脱却の可能性を検討する上ではより丁寧な分析が必要である。

そこで、物価動向に関連する広範なデータをヒートマップで可視化したものが**図表 2**である。赤くなるほどインフレ圧力が強まっていることを示唆する。**図表 2 下段**では**同上段**の指標のうち 11 指標を「物価」「賃金」「労働市場」という 3 つのカテゴリーに分類し、主成分分析⁵を行うことでカテゴリーごとにヒートマップ化した。

全体的な傾向としては、**前掲図表 1**のデフレリスク指数のそれと整合的である。1990 年代初めは幅広い指標がインフレ圧力の強さを示していたが、バブル崩壊後は「労働市場」関連指標が急速に悪化し、これに遅れる形で「賃金」「物価」関連指標が 1990 年代半ばにかけて悪化した。2000 年代ではリーマン・ショック前の一時期を除き、個別指標と各カテゴリーのヒートマップがいずれも強い停滞感を示しており、政府の物価動向の判断とも一致する。2010 年代半ばに入ると、「労働市場」関連指標が停滞局面を脱した。これに遅れる形で「賃金」関連指標にも改善が見られるようになった。労働需給のひっ迫が賃金に波及したとみられる。しかしながら「物価」関連指標は停滞した状況が続き、賃金と物価の循環的な上昇には至らなかった。

2020 年に始まった新型コロナウイルス禍（以下、コロナ禍）によって「労働市場」関連指標は一時的に悪化したものの、2022 年半ばからは再び過熱感を帯びている。こうした中で発生した記録的な輸入インフレは企業の価格設定行動を積極化させ、原材料費だけでなく人件費の増加分も販売価格に転嫁する動きが広がった。その結果、「CPI(中央値)」や「粘着価格」⁶などデフレ期では停滞が続いていた指標でも過熱感が急速に強まった。

これに対して、「賃金」関連指標の改善は足元でも遅れている。だが、2023 年春闘では 30 年ぶりの高い賃上げ率が実現するなど、賃上げの機運は大企業だけでなく中小企業でも高まっている⁷。当社の「[日本経済見通し：2023 年 11 月](#)」で示したように、2023 年で 3.58%だった春闘での賃上げ率（連合集計値、加重平均）は、2024 年春闘で+3.8%と推計している。実現すれば賃金面からの物価上昇圧力が一段と強まる。賃金と物価の循環的な上昇メカニズムが安定的に

た、スイスでは 2010 年代にデフレリスク指数が大きく上昇したが、スイスフラン高などにより CPI や GDP デフレーターが伸び悩んだことなどが指数の押し上げ要因となった。

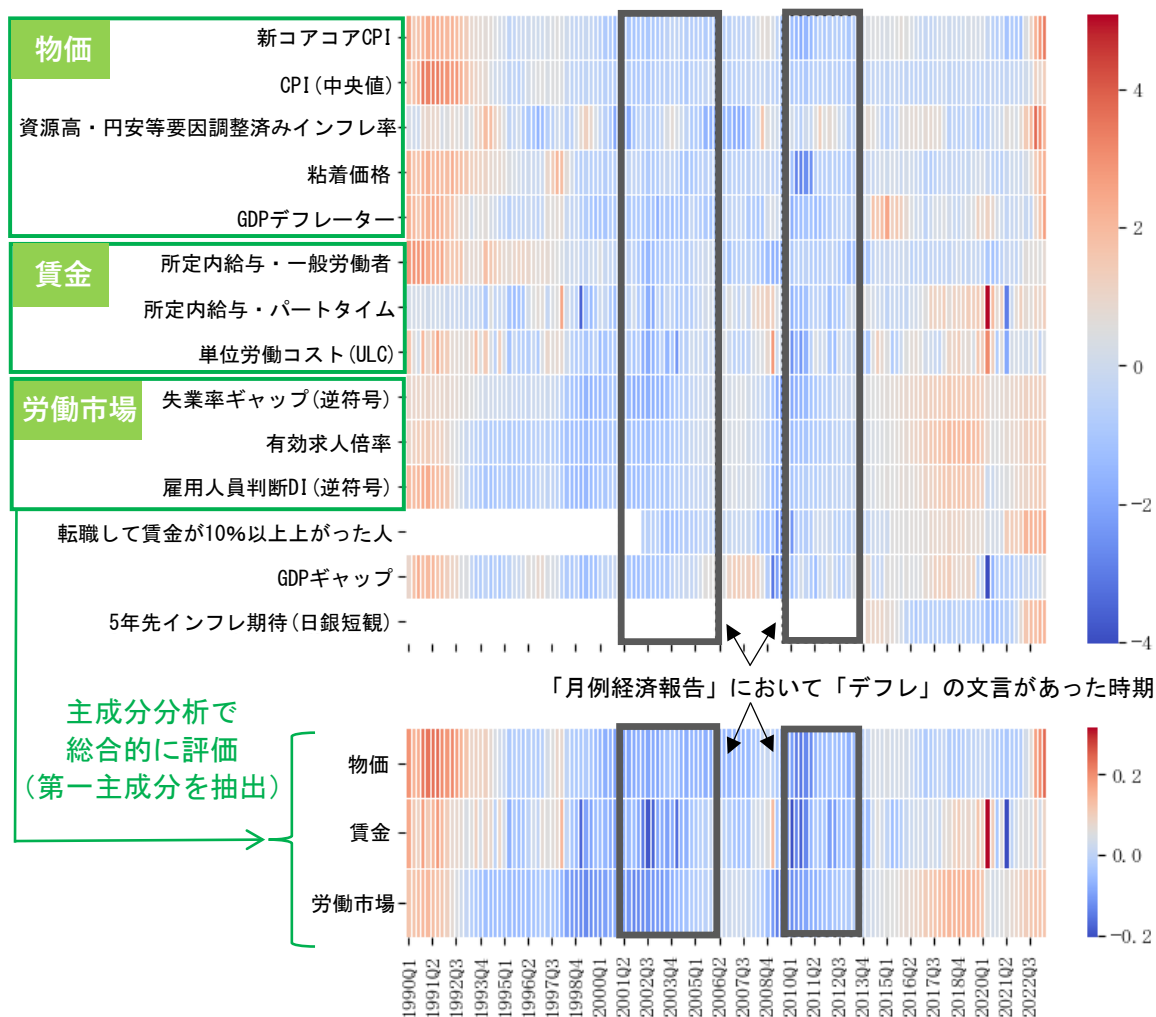
⁵ 複数の変数に共通する動き（第一主成分）を抽出する統計的手法で、ここではカテゴリー（物価、賃金、労働市場）ごとに第一主成分を抽出した。

⁶ CPI の構成品目のうち価格改定頻度の低いものを集計した価格指数。詳しくは「[第 216 回日本経済予測（改訂版）](#)」（2023 年 3 月 9 日）を参照。

⁷ 日本労働組合総連合会（連合）「[『未来につながる転換点』となり得る高水準の回答～2023 春季生活闘争 第 7 回（最終）回答集計結果について～](#)」（2023 年 7 月 5 日）参照。

機能するようになり、デフレ脱却を実現するだけでなく、日銀が目指している2%の物価安定目標の達成のめども立つとみられる。

図表2：物価関連指標のヒートマップ（色が赤い（青い）ほどインフレ（デフレ）の方向）



(注) 基準化した値を掲載。「粘着価格」はCPIの構成品目のうち価格改定頻度の低いものを集計した価格指数。1993年以前の雇用形態別所定内給与上昇率は他統計を基に推計。「資源高・円安等要因調整済みインフレ率」は、統計モデルによってコアCPI上昇率から資源価格、為替レート、GDPギャップの影響を除いた系列。インフレ率のうちこれらの要因では説明できない変動（例えば、インフレ期待や企業の価格設定行動の変化など）を示す。

(出所) 内閣府、日本銀行、総務省、厚生労働省、労働政策研究・研修機構、リクルートより大和総研作成

2. 実質賃金は 2024 年後半に前年比プラス転換へ

賃金に関しては、働き手の購買力ともいえる実質賃金の前年割れが続いており、デフレから脱却する上での懸念材料となっている。厚生労働省「毎月勤労統計」における実質賃金指数は直近の 2023 年 9 月まで 18 カ月連続で前年比マイナスとなった。実質賃金の変動要因のうち、物価上昇率は低下傾向にあるものの引き続き高水準にあり、名目賃金上昇率がこれに追いついていない。

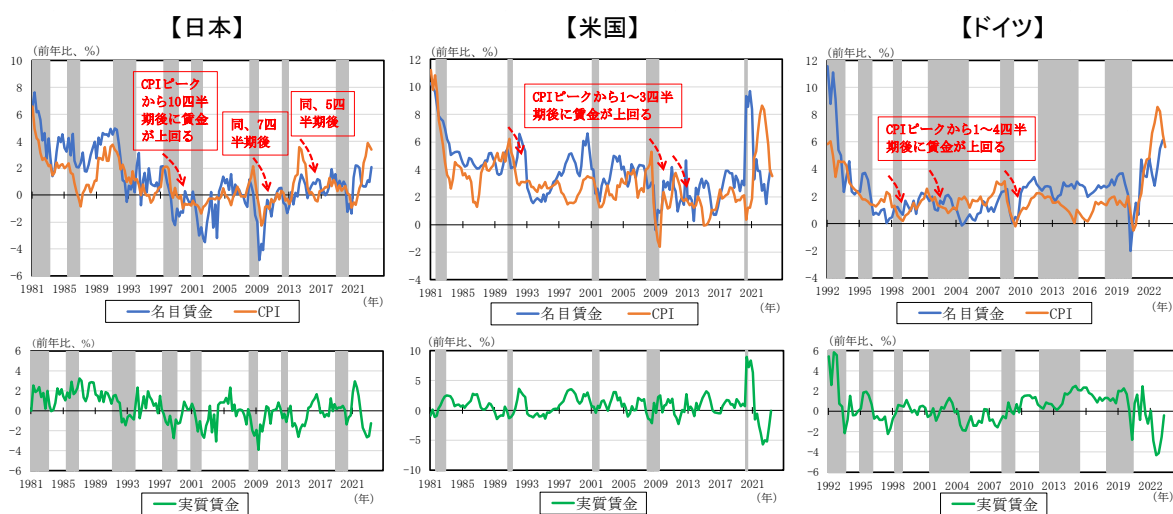
本章では実質賃金の前年割れがいつまで続くのかについて、過去の実質賃金の動きに見られたパターンや、生産性や労働時間といった観点から整理した上で実質賃金見通しを示す。

実質賃金プラス転換の目安は物価のピークから 5～10 四半期後

日本において、物価高に賃金が追いつかないことを主因として実質賃金が前年比で明確なマイナスになったケースは 1990 年代以降で 3 回あった（消費増税による物価上昇局面を含む）。これらの局面では、物価上昇率のピークから 5～10 四半期後に名目賃金上昇率が物価上昇率を上回り、実質賃金がプラスに転換した（**図表 3**）。

今回の物価上昇率のピークは 2022 年 10-12 月期であったことから、過去のパターンを機械的に当てはめると、実質賃金の前年比プラス転換は 2024 年 1-3 月期から 25 年 4-6 月期の間と見込まれ、平均的には 2024 年後半頃になる。ただし、米国やドイツの同様の局面（1990 年代以降でそれぞれ 3 回）では物価上昇率のピークから 1～4 四半期後に実質賃金がプラスに転換しており、日本は米独よりも遅れる傾向にある。実際、今回も米国やドイツの実質賃金はプラス転換が目前となっている。

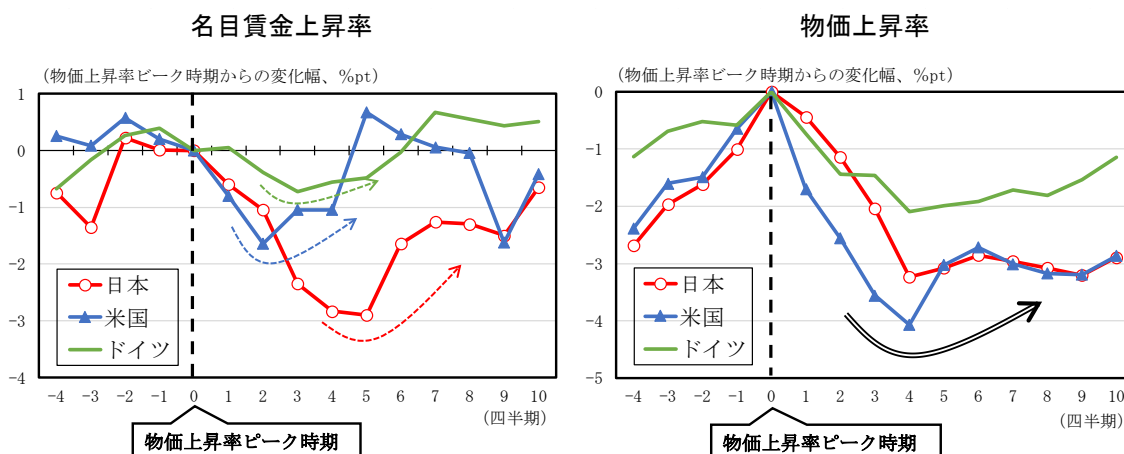
図表 3：日米独の賃金と物価上昇率の推移



(注) 賃金は 1 人当たり雇用者報酬。図表中のシャドーは景気後退期を表す。
(出所) 内閣府、総務省、Haver Analytics などより大和総研作成

前述の各3つの局面での名目賃金上昇率の推移を日米独で比較すると（図表4）、いずれの国も物価上昇率のピークアウトから賃金上昇率が低下するものの、米国とドイツは物価上昇率のピークより3~4四半期後から賃金上昇率が持ち直した。これに対して日本は6四半期後からであり、低下幅も比較的大きかった。物価上昇率の調整期間は日米独でさほど違いが見られず、主として賃金面において違いが見られた。

図表4：過去の物価上昇率ピーク前後における賃金と物価上昇率の平均的な推移



(注) 日米独で、物価高騰を主因に実質賃金前年比がマイナスになった直近の各3ケースにおける平均。賃金は1人当たり雇用者報酬。

(出所) 内閣府、総務省、Haver Analytics などより大和総研作成

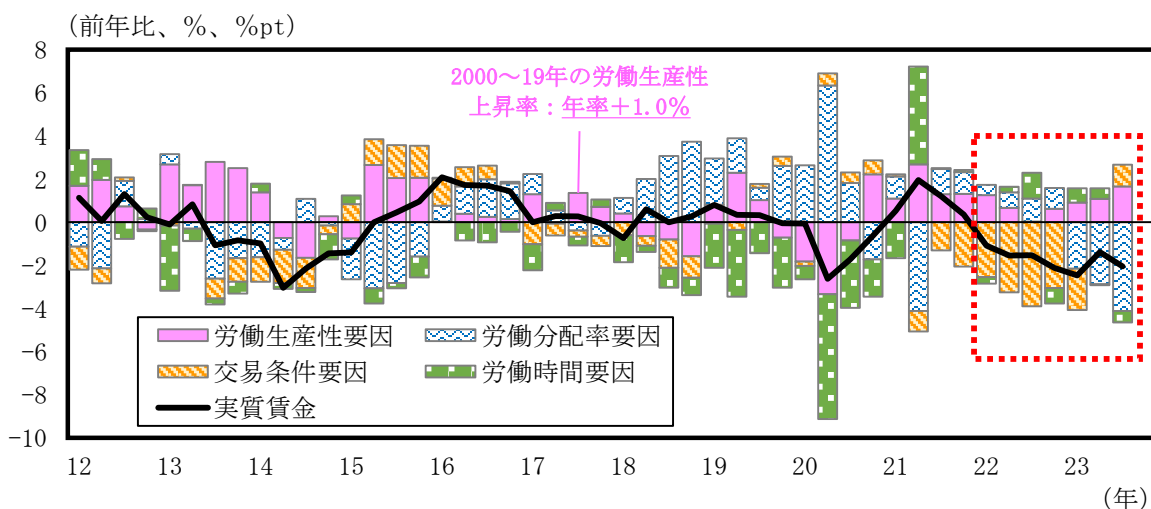
高止まりしていた労働分配率の調整は実質賃金を直近で前年比4%pt超押し下げ

以上のように実質賃金の過去の変動パターンから特徴を整理したが、今回の実質賃金の下落は輸入物価の高騰などを通じた小売物価の上昇だけでなく、企業の人件費調整圧力の強まりも影響しているようだ。

図表5は1人当たり実質賃金の前年比変化率を、①労働生産性要因、②労働分配率要因、③交易条件要因、④労働時間要因、の4つに分解したものである。実質賃金が前年比でマイナスに転じた2022年1-3月期から10-12月期までの主な押し下げ要因は、交易条件の悪化であった。ただし、交易条件は2023年に入って改善傾向にあり、直近の同年7-9月期には押し上げ要因へと転じた。対照的に実質賃金を押し下げようになったのが労働分配率要因である。実質賃金の前年比変化率に対する寄与度は直近で▲4%pt超に達した。

背景には、労働分配率の高止まりで企業の人件費の負担が重くなっていたことがあると考えられる。名目雇用者報酬を名目GDPで除した労働分配率は長期的に50%前後で推移してきた。それが2022年7-9月期には53.2%（季節調整値）と、コロナ禍で景気が大幅に悪化した2020年4-6月期を除き、過去40年超で最高水準となった。こうした中で企業の価格設定行動が変化し、価格転嫁を積極的に行うようになった一方、名目賃金の引き上げは比較的緩やかだったことから、2023年にかけて実質的な人件費の調整が進んだ。

図表 5 : 1 人当たり実質賃金の要因分解



(注)「労働生産性要因」は就業者 1 人 1 時間当たり実質 GDP 成長率で、実質賃金は雇用者報酬と混合所得の合計額を実質化して就業者数で除したもの。「交易条件要因」は個人消費デフレーターと GDP デフレーターとの比率の変化。

(出所) 内閣府、総務省、厚生労働省統計より大和総研作成

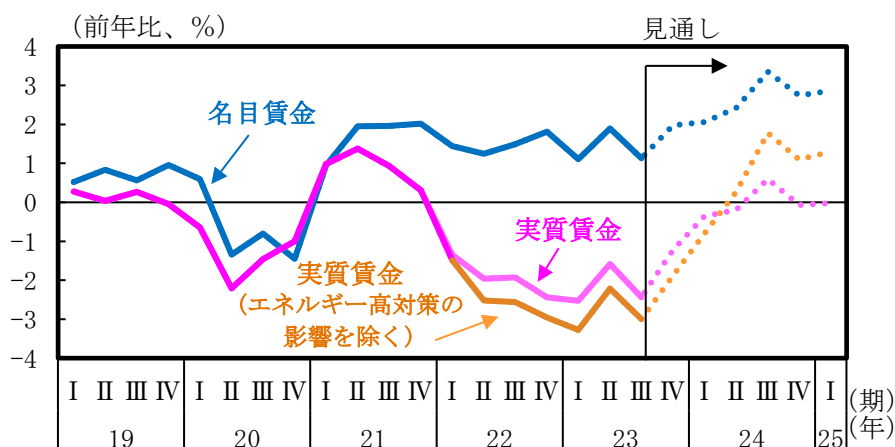
実質賃金は 2024 年 7-9 月期に前年比でプラスに転じる見込み

労働分配率は直近でも長期平均値を上回っており、当面は人件費の調整圧力が続く可能性がある。だがその後の実質賃金は労働生産性並みに上昇していくだろう。労働分配率が長期的に一定水準の範囲内で変動していることは、実質賃金が長期的には労働生産性の上昇に伴って引き上げられてきたことを意味するからだ。

労働生産性上昇率は 2000～19 年で年率+1.0%であり、2022 年 1-3 月期から 2023 年 7-9 月期の平均上昇率も同程度である。このところ中東情勢の緊迫化によって資源価格の上昇リスクが高まっており、交易条件が再び悪化する可能性には注意が必要だが、実質賃金はいずれ前年比+1%程度に向けて伸び率が高まっていくとみられる。

こうした分析を基にした本予測のメインシナリオでは、2024 年後半に 1 人当たり実質賃金が前年比でプラスに転じる見込みだ (図表 6)。インフレ率が低下する中で名目賃金上昇率が緩やかに高まることで、実質賃金は 2024 年 7-9 月期に前年比でプラスに転換する。その後はゼロ近傍で推移する見通したが、エネルギー高対策終了に伴う物価上昇が影響するためである。これを除けば、2024 年 10-12 月期以降の実質賃金は労働生産性上昇率並みの前年比+1%程度で推移すると見込んでいる。また前章の分析も踏まえると、政府は早ければ 2024 年度後半にもデフレ脱却を宣言する可能性がある。

図表 6 : 1人当たり雇用者報酬の見通し (図表 2-9 右の再掲)



(注) 図中の点線は大和総研による予測値。
 (出所) 内閣府、総務省統計より大和総研作成

3. 転換を見込む日銀の異次元緩和策

日銀は2024年4月にYCC撤廃とマイナス金利政策の解除に踏み切ると予想

デフレ脱却の可能性が高く、2%の物価安定目標の達成のめどが立てば、日銀は異例の金融緩和策の転換へと舵を切るだろう。当社では、日銀は2024年春闘の結果がある程度判明する2024年4月の金融政策決定会合で、①長短金利操作（イールドカーブ・コントロール、YCC）の撤廃、②マイナス金利政策の解除（ゼロ金利政策への移行）に踏み切るとみている。

コロナ禍以降の世界的なインフレ局面において海外金利が上昇する中、日本の長期金利はYCCによって低位で推移した。内外金利差の拡大などによって大幅に減価した為替レートは、資源高とあいまって輸入物価の大幅な上昇を招いた。結果として国内企業の価格設定行動が変化したのは前述の通りだ。デフレ脱却や物価安定目標に大きく近づいたのはYCCの成果ともいえる。

もともと、中央銀行が長期金利を直接的にコントロールするというYCCは極めて異例の政策であり、債券市場の機能低下など副作用も大きい。このため、日銀は2022年から積極的にYCCの運用の柔軟化を図り、2023年10月の金融政策決定会合では長期金利の変動幅を±1%程度まで認めた。また、指値オペを実施する利回り水準については「金利の実勢等を踏まえて、適宜決定する⁸」との方針を示した。事実上、YCCの一段の形骸化が図られたといえるが、債券市場の機能度合いは依然として低いとみられる。今後はYCCそのものを撤廃し、日銀が長期金利の形成に関与する度合いを減らしていくことが課題になるだろう。

⁸ 日本銀行「[当面の金融政策運営について](#)」（2023年10月31日）

YCC の撤廃で懸念されるのは、投機的な動きによる長期金利の急上昇だ。経済や物価といったファンダメンタルズに基づいて長期金利が緩やかに上昇するのは好ましいことだが、投機的な動きによる長期金利の急上昇は実体経済や金融市場に悪影響を及ぼす。こうした状況を回避し、長期金利の安定化を図るため、日銀は YCC 撤廃後も指値オペを残すとみられる。

前述のように、当社では YCC の撤廃と同時にマイナス金利政策の解除も見込んでいる。とはいえ、ゼロ金利政策への移行を想定しており、緩和的な金融環境は当面維持されるだろう。日銀は経済・物価情勢を注視しつつ、緩和の度合いを段階的に縮小させていくとみている（本予測のメインシナリオでは 2024 年 10-12 月期に 0.25% の利上げを想定）。

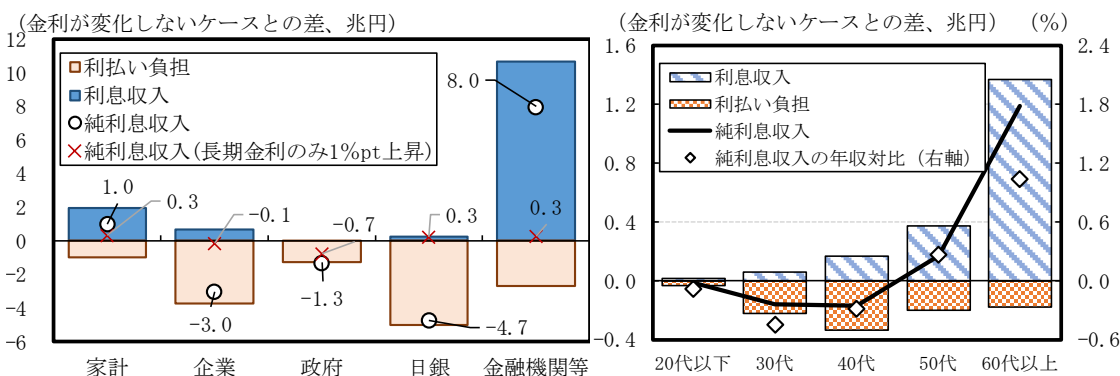
金利が上昇すると企業・政府・日銀・30~40 代の家計の純利払い負担が増加

金融政策の正常化などによって市場金利が上昇する場合、各経済主体と経済全体にどのような影響をもたらすのであろうか。

短期金利と長期金利がそれぞれ 1%pt 上昇する場合の純利息収入への影響を試算した結果が **図表 7 左** である⁹。企業（▲3.0 兆円）や政府（▲1.3 兆円）、日銀（▲4.7 兆円）は利払い負担の方が利息収入より大きいため、純利息収入が減少する。このうち企業と日銀は、長短金利がそれぞれ上昇する場合と、長期金利のみ上昇するケース（図表中の「×」印）との差額が大きく、短期金利の上昇の影響を受けやすいことが示されている。日銀は、当座預金への付利の引き上げによって金融機関への利払い費が増加するためだ。

これに対して、家計（+1.0 兆円）と金融機関等（+8.0 兆円）は純利息収入が増加する。ただし、家計を世帯主年齢別に見ると（**図表 7 右**）、金利上昇の恩恵を受ける世帯がある一方で負担増を被る世帯が存在することが分かる。

図表 7：経済主体別（左）、世帯主の年齢階級別（右）に見た金利上昇による純利息収入への影響（短期金利と長期金利がそれぞれ 1%pt 上昇するケースを想定）



(注) 右図は総務省「2019 年全国家計構造調査」を用いて左図の家計の純利息収入への影響（+1.0 兆円）を総世帯ベースの世帯属性別に分解。

(出所) 日本銀行、総務省、住宅金融支援機構、一般社団法人全国銀行協会より大和総研作成

⁹ 試算方法の詳細については、当社の「[日本経済見通し：2023 年 4 月](#)」を参照。2022 年のデータを基に試算。

具体的には、年金受給者などが多く含まれる 60 代以上の世帯ではとりわけ純利息収入が増加する。他の年代と比べて預貯金が多く、金利上昇の恩恵を受けやすいことに加え、住宅ローンの返済を終えた世帯が多いためである。

一方、金利上昇で最も打撃を受けるのが、30～40 代の世帯である。子育て世代と重なることから住宅や自動車を購入する世帯が比較的多く、預貯金を上回る債務を抱えている。金利上昇は、住宅ローンや自動車ローンなどの利払い負担の増加を通じてこうした世帯の生活を圧迫する点に注意が必要だ。

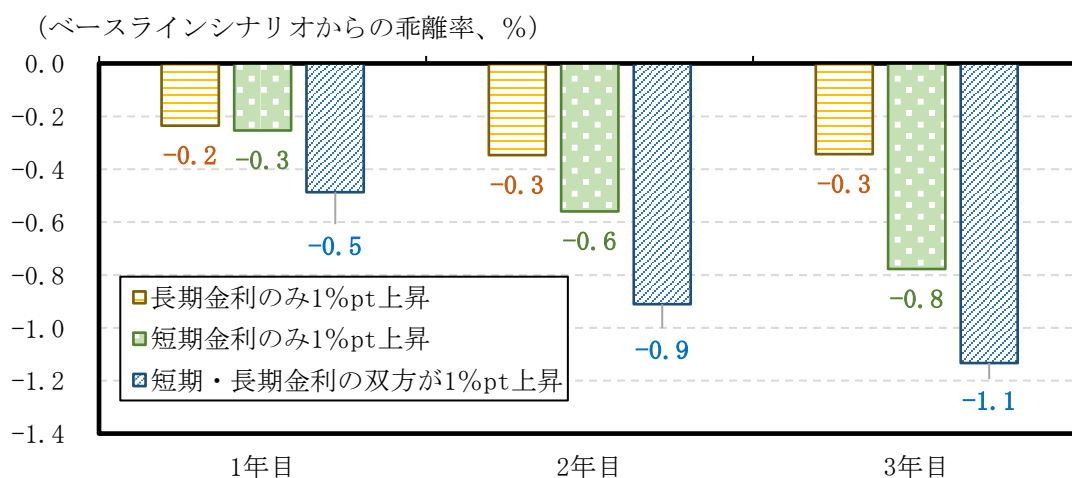
短期金利の上昇による日本経済への打撃は、長期金利の 2 倍以上

以上の分析は、金利上昇による各経済主体への直接的な影響を試算したものだが、金利上昇が投資需要を抑制し、景気が悪化して企業や家計の所得が減少するといった動学的な波及経路を考慮していない。すなわち、**前掲図表 7** の試算は各経済主体の行動が変化しない静学的な分析であり、経済全体で見た金利上昇の影響はゼロとなっている。

そこで、大和総研の短期マクロモデルを用いてシミュレーションを行った結果が**図表 8** である。短期金利と長期金利がそれぞれ 1%pt 上昇した場合、実質 GDP は 1 年目で 0.5%程度、3 年目で 1.1%程度押し下げられる。日本の潜在成長率がゼロ%台前半とみられることを考えると、金利の上昇は日本経済にとってかなりの重荷になることが示唆される。

また**前掲図表 7** の試算結果と同様に、金利上昇の影響は長期金利よりも短期金利の方が大きい。短期金利のみ 1%pt 上昇すると、実質 GDP は 3 年目で 0.8%程度押し下げられ、長期金利のみ上昇する場合（0.3%程度の押し下げ）の 2 倍以上のインパクトがある。金融政策の正常化は YCC の撤廃よりも、短期金利の引き上げの段階で正念場を迎えるとみられる。

図表 8：金利が 1%pt 上昇した場合に実質 GDP に及ぶ影響（マクロモデルによる動学的試算）



(注) 大和総研の短期マクロモデルによるシミュレーション結果。

(出所) 各種統計より大和総研作成