

Discussion Paper Series

RIEB

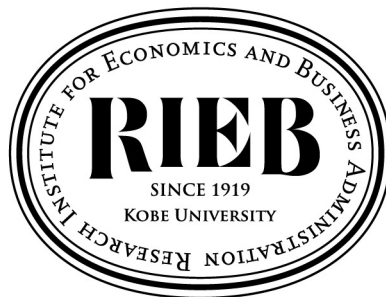
Kobe University

DP2026-J04

リフレ政策を検討する(1)
—円安・インフレについて—

高橋 亘

2026 年 9 月 9 日



神戸大学 経済経営研究所

〒657-8501 神戸市灘区六甲台町 2-1

リフレ政策を検討する(1)

ー円安・インフレについてー

高橋 亘¹

要旨

リフレ政策には、景気回復のためにはインフレが必要、また円安が望ましいとの認識がある。本稿では、この2点を批判的に検討していく。まず円安が望ましいとの認識については、①長期的に見れば日本経済にとっては円高が自然の流れであったこと、②長期に継続した超金融緩和は円高を反転させたが、円相場を「割安」なレベルまで至らせていること、③最近の円安は経済力の低下を映じた面があり、今後とも円安が望ましいとすることは経済力の低下を追認することになるのではないかと論じている。また最近の円安については、④中央銀行の独立性への阻害も要因ではないかと指摘する。中央銀行の独立性への阻害は政策効果を減退させる。次に本稿では、インフレが必要との認識についても、①デフレの原因を家計の節約行動に求めたのは誤り、②生産性上昇の意味、③インフレではなく成長を優先すべきであったこと、④インフレの影響は各階層で平等ではなく、弱者に与える影響が軽視されたのではないかなどを論じている。またインフレ率が2%に到達した途端に「物価高対策」を打ち出したことは、2%目標がわが国に適切なのか疑問を生じさせると指摘している。

JEL : E31、E52、F31

キーワード：購買力平価、実質為替レート、フィリップス曲線、

¹神戸大学経済経営研究所リサーチフェロー (wtaka.oue@gmail.com)

1. はじめに

本稿では、わが国で長期に亘り実施されているいわゆるリフレ政策のベースとなる認識を批判的に検討する。わが国では、2009年の民主党政権下でのデフレ宣言以来、インフレが望ましいとの認識のもとで、数多くの成長政策を伴う財政政策、政府との協調を求められた金融緩和が行われてきた。それは「デフレ脱却」を旗印としたが、デフレ脱却といっても、緩やかに下落するまたは上昇しない物価の動向が問題なのか、またそれとも経済の低成長自体が問題なのか、そもそもデフレと低成長の因果関係はどうなのか、など数多くの重要な点が曖昧なまま政策がすすめられてきた。そうしたなかで、2013年からのアベノミクスでは、2%のインフレ目標の達成が至上命題とされ、金融政策への比重が高まった。だが、ここでも2%という数字の適否は十分に検討されたとはいえないままであった。黒田日銀による金融政策は、当初、逐次戦力投入はしないとして短期間での目標達成を約束したものの、目標は長期にわたり達成されず、実際には大規模な量的拡大に加えマイナス金利政策などが逐次とられることになった。そして2022年以降は、輸入インフレによりインフレ率は一時4%を超えたが、今度は、金融政策などのマクロ政策で対処するのではなく、インフレを「物価高」と言い換えて、ガソリン・電気料金の抑制、給付金などの個別的で対処療法的な政策がとられた。マクロ経済政策全般としては、デフレ宣言は撤回されずなおリフレ政策がとられている。

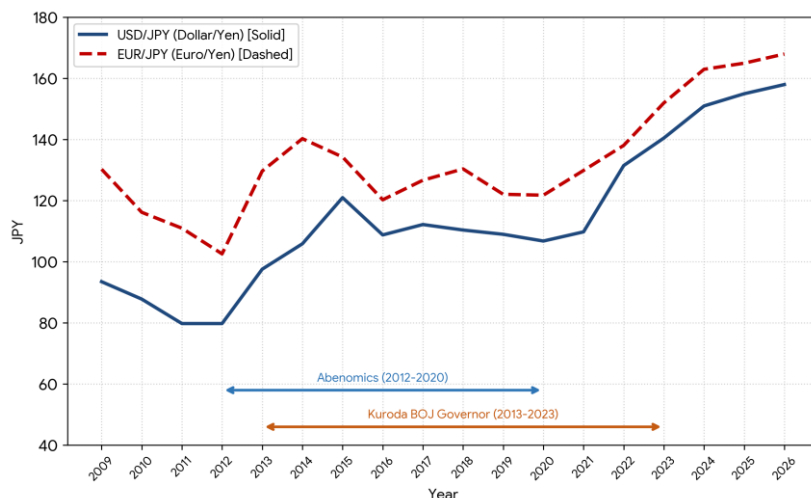
またリフレ政策のもとでは、円安が望ましいとの認識があり、円安によるインフレの是正が至上命題とされる今日まで円安を許容するスタンスがとられてきている。

リフレ政策を体現したアベノミクスの特徴は、黒田日銀で象徴されるように人々の期待に働きかけることを重視したことである。そして期待をコントロールするためには人々に疑いを生じさせないことが重要との認識のためか、「他の途はない」として政策への批判を封じるスタンスももとられた。だが経済学は批判により発展してきた学問であり、政策自体への批判は健全なものであろう。

本稿はリフレ政策そのものよりそのベースにある認識に疑問を呈している。本来、論点は多くに及ぶが本稿ではそのうち、①円安を望ましいとして円安を志向する考えと、②インフレが必要とする認識を批判的に検討していきたい。

リフレ政策には経済学の常識とされる考え方とは異なる点も多い。常識と異なることは必ずしも悪いわけではないが、いわゆる常識的な視点からも批判も重要であろう

(図表 1) 円相場 (対ドル・ユーロ) の推移



2. 円安志向について

(1) 問題の所在

アベノミクスの柱となった黒田日銀の金融政策はインフレ目標政策であったが、安倍政権の政策ブレインであった浜田宏一教授は、その狙いが円高の是正であったと述べている²。そこで、円相場の動きをみると (図表 1)、2011 年秋に 75 円/ドルと市場最高値をつけた円相場は黒田総裁の就任直後の異次元緩和導入によって約 2 年間で 95→125 円/ドルまで円安化した。その後は 100～115 円/ドル程度のレンジで推移したが、黒田総裁の任期の最終盤には、世界的なインフレにより他の先進国が利上げを進めるなかでも、わが国は大規模金融緩和を続けたことから、2022 年 10 月には 151 円/ドルまで下落した。その後高市政権の発足で 140 円/ドル台後半から 150 円/ドル台と下落、さらに財政懸念から 2026 年春には 164 円/ドルと歴史的な円安を記録した。

為替レートの高低の判断には購買力平価が尺度となる。現実の円相場が購買力平価より高ければ、日本製品は割高となり海外製品は割安となる。日本製品が割高となれば一見競争力を失うように見えるが、そもそも円高は国際競争力が強まった結果でもあり、企業はさらに競争力を高め円高を克服した。

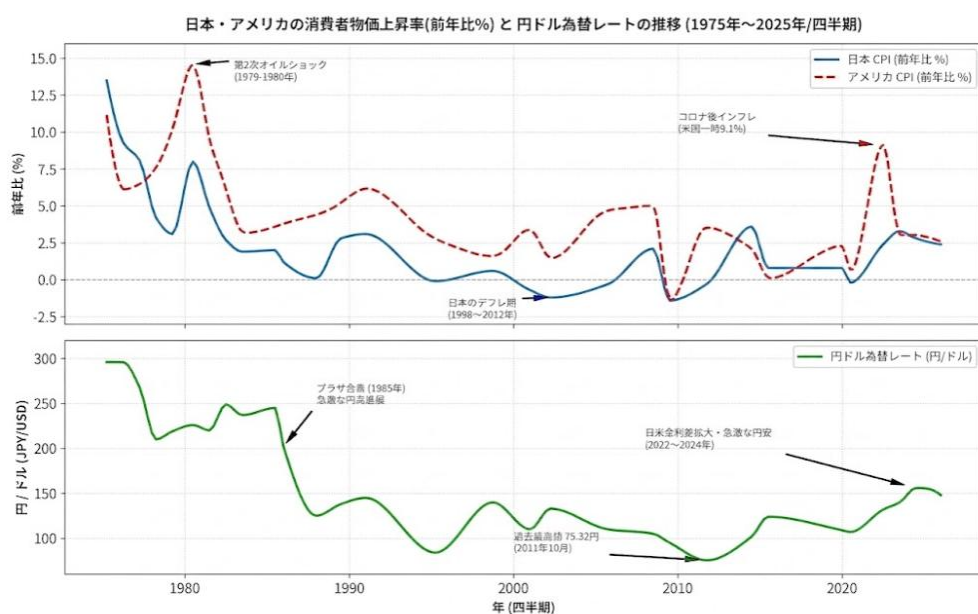
一方現在の円安は、購買力平価からみてもかなり行き過ぎた円安であり、「安い日本」を演出している。また生計費の上昇により国民生活を圧迫している。かつては「物価の高い国」として有名だったわが国は、いつの間にか「安い国」となり、その間企業は競争力を高めることができなかった。こうした背景には、わが国特有の円高を忌避する風潮や学界でも円安志向のリフレ派が政策への影響力を強めるなかで、デメリットが軽視され、円

² 例えば、2017 年 8 月 8 日 神戸大学経済経営研究所でのシンポジウム「アベノミクス再考」でのプレゼン資料。

安の進行が許容されたことがあろう。また企業側も、円安を期待に織り込み、全般的には競争力を高めるインセンティブが削がれた面があるのではなかろうか。

しかし、あらためてやや長い目で円相場の動きを評価すると、①購買力平価の動きを踏まえば、従来の円高傾向は自然な動きであった、②一方最近の円安傾向は、実質為替レートとの動きとは整合的であり、日本の経済力の低下を映じたものとみることができる。従って、現在なお円安を志向することは、経済力の低下を追認することになるのでないかと思われる。そして、③現在のように円安が国民生活に苦境を招く事態を避けるためには、デフレ脱却のためのインフレ促進策ではなく、実質レートを増価させるための生産性向上などに焦点を当てた政策が望ましいと論じていきたい。

(図表 2)



(2) 日米の CPI インフレ率と円相場

図表 2 は日米のインフレ動向と円相場の動向を見たものである。購買力平価は、2 国間では両国間の物価上昇率（インフレ）格差によって変化する。

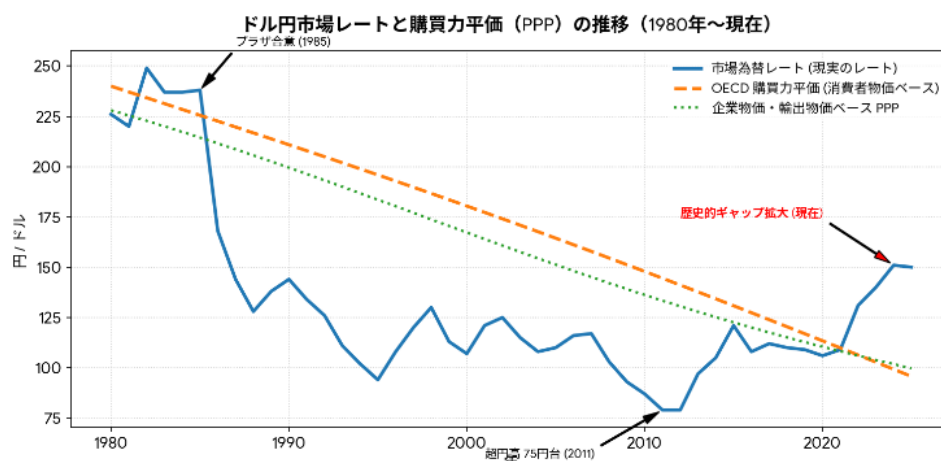
日米の消費者物価（CPI）上昇率（前年比）をみると。米国は 1990 年代以降、インフレ抑制に成功したとされるが、それでもほぼ全期間、インフレ率は米国が日本を上回っている（米国 3.7%、日本 2.2%）。購買力平価説によれば、これは為替レートがほぼ一貫して円高に向かうことが自然であることを示している。実際、円相場の動きをみると、総じてみれば、1970 年代初頭の変動相場制移行後、1990 年代央までは一方向的な円高の動きが続いてきた。しかしその後は、何回かの円高を挟みながらもボックス圏の動きとなり 2012 年頃からは円安の方向に動いている。

わが国では円高については「円高不況」が声高に叫ばれるなど、否定的にとらえる声

が強い。しかし実際 1970 年代、80 年代については、わが国の電機・自動車などの産業は、大変な企業努力を伴ったものの生産の効率化や製品の高付加価値化など産業構造と製品の高度化・高付加価値化を進めた。わが国経済は円高とともに競争力を高めてきた。むしろ 1990 年代以降、円安化が進展する中で、日本産業の競争力が低下したことは、その間の新興国の台頭などの影響もあるものの、円安が産業競争力を高めることにはならなかったように思える。

一方、為替の動きを左右する短期・中期的な要因としては内外金利差があげられる。1990 年代半頃に一方的な円高方向が変化し、やや振幅は大きいもののボックス圏的な動きとなり、最近では円安方向に動いてきているのは、金利の動向の影響も受けているとみることができる。特に日本では 1990 年代以降、極めて低位の金利が長期間継続し、これが市場関係者・企業に円安要因として織り込まれた可能性が高い。

(図表 3)



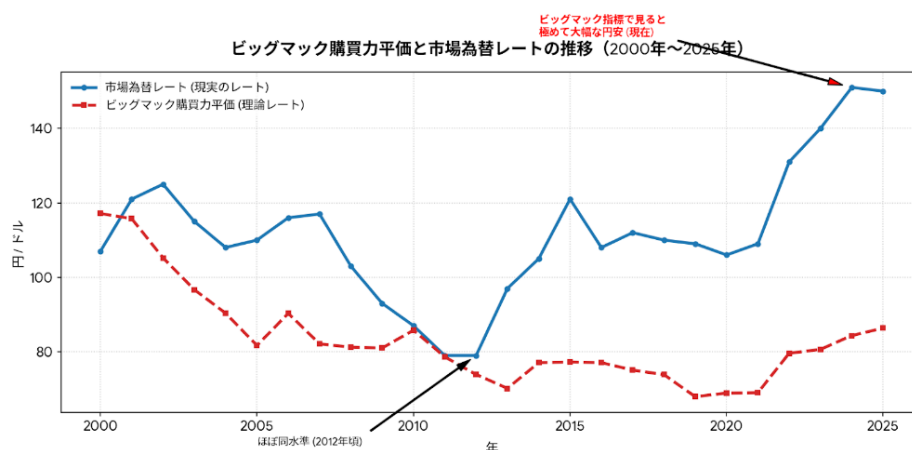
(3) 購買力平価と円相場

こうした動きを、まず OECD の購買力平価などと比較し確認してみると (図表 3)、円相場は、1985 年のプラザ合意以降、購買力平価の水準に比べても円高傾向に転じた。もっとも円相場は、1990 年代以降は 100～125 円/ドルのレンジとなり、円高傾向の購買力水準とのギャップは解消されてきた。その後、リーマンショック直後には一時 75 円/ドル台を記録し、再び購買力平価とのギャップを拡大させたが、今度はアベノミクスによる円安政策がギャップを解消させた。だが 2020 年以降は、購買力平価と逆転し、購買力平価に比べても円安となっている。

最近の購買力平価との逆転については、尺度である購買力平価自体がなお円高傾向を続けてきたことの方が問題とみることもできよう。これは 1990 年代以降、日本がデフレ状態にあり海外のインフレ率が日本を上回っていたことによるものであるが、一方では

日本が超金融緩和を続けたにも拘わらずインフレを創生できなかった政策の失敗の結果ともいえる。日本の低インフレの背景については別途検討が必要であるが、金融政策だけでは対処できなかったことは、低成長自身が低インフレを生んでいたため、やはりインフレよりは成長力や生産性の上昇が最優先されるべきであったといえよう。

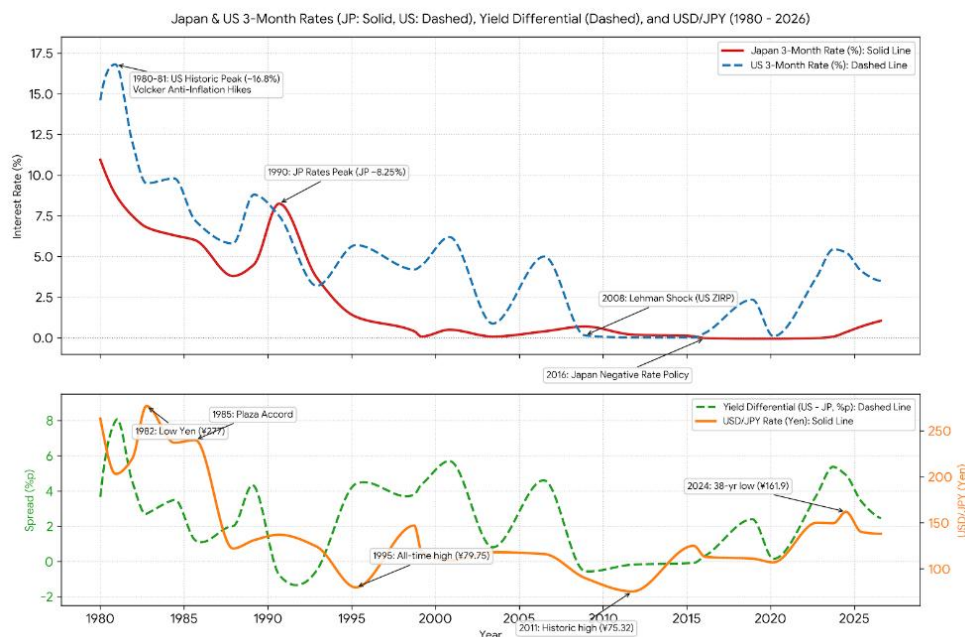
(図表 4)



(4) ビッグマック指数からみた円相場

最近、海外旅行で海外の物価高、とりわけ食事代などから円安を痛感させられたとの声を聴く。ビッグマック指数は、単純でミスリーディングなところもあるが、円安をより実感させてくれる(図表4)。2000年からのビッグマック指数をみると、総じて米国のほうが割高であったが、2011年頃には日米でほぼ同じ価格になった。その後価格差は拡大して、単品やセット価格、税制の違いなどはいやや厳密ではないが、現在日本人旅行者が米国でビッグマックを購入すると日本に比べ約7割程度割高、逆に米国人が日本でビッグマックを購入すると米国に比べて4割程度割安となっている。この背景には、日米のインフレ格差もあるが、ビッグマックの場合はやや特殊で、過去15年間、日本でのビッグマックの価格改定(値上げ)は約6割と米国(約4割)を上回っており、内外のビッグマックの価格差の拡大はもっぱら為替円安によるところが大きい。

(図表5) 日米の3か月もの金利と金利差、為替レート



(5) 内外金利差と円相場

あらためて、短期・中期的に為替に影響を与えるとされる内外金利差の動向を見ていこう。図表5では、よく用いられる10年もの金利による金利差ではなく、経験的に円相場が敏感に動くと考えられた3か月もの金利による金利差をみている。CPI同様、金利についてもおおむね米国の金利は日本を上回っている。そうした状況でも、図表3でみたように、購買力平価は、一方的に円高方向に動いているのに対して、1990年代半ばから、円相場は一方的な円高方向への動きを止め、ボックス圏での動きとなった。この背景には、内外金利差も作用していると考えられる³。

他の経済変数も同様であるが、金利の影響で重要なのは、低金利といったその水準とともに、それがどの程度続くかといった継続への期待である。1990年代後半以降のわが国の金利の特徴的な動きは、超低金利が長期間にわたって継続したことである。しかも政策として日銀が低金利の継続をコミットしたことから、市場全体に超低金利が継続するとの期待が根付いた。アベノミクスでは、これは2%インフレを達成するための措置であったが、円相場については強力な円安促進策となった。長期的な低金利政策は、円資金を借りてドルを買ういわゆるキャリートレードなど生み、これも円安を促進した。

³ 1990年代以降、以前に比べ金利差が為替に影響をするようになった理由については、別途検討が必要だが、1990年代以降は、金融政策がテイラー原理を意識した政策運営を行うようになり、インフレ率の変化を上回る金利変更により実質金利を変化させるようになったことから、為替への影響を強めるようになったと思われる。

（６）金利動向と中央銀行の独立性

日本の金融政策は植田総裁の就任（2023 年 4 月）から、超金融緩和の修正として利上げに向かっている。これにより、黒田総裁時代の超低金利の長期的な継続期待は修正され、物価等の経済情勢に応じた日銀の利上げが注目されるようになった。本来、こうしたスタンスは円相場の上昇を生むはずである。しかし 2026 年に入り、日本は日銀の追加利上げと長期金利の上昇傾向が明らかになるなかで、円相場は購買力平価からさらに乖離して円安化した。これは、政府がリフレ的な政策スタンスを維持し、円安を歓迎する姿勢をとり続けていること、政府の日銀への根強い緩和圧力を市場が見透かしているからであろう。政府の姿勢によって中央銀行の独立性に懸念を抱かせることは金融政策の効果を減殺させるが、これが円相場にも反映されたものと思われる。

中央銀行の独立性については、法制度によって独立性が揺られていても、政府が役員の任命権を持つほか、政府の政策との整合性が問われるなど、実際には政府側の姿勢・運用に影響される部分が大きい。独立性の発揮は、一般には中央銀行側の姿勢によるものと考えられがちだが、政府側が中央銀行の独立性を尊重することが重要となる。例えば、日本銀行の場合は、前川総裁による 1980 年の 2 月の公定歩合の引き上げが、中央銀行が独立性を発揮した事例としてあげられることがある。これは、従来は予算案の国会審議中に、予算案の前提となっていた公定歩合を変更することはタブーとされてきたが、第 2 次オイルショックによる輸入インフレの国内波及を抑制するため前川総裁が大平総理に面談し、利上げを実施したものである。前川総裁とともに大平総理の英断がなければ実現しなかった。この時は中央銀行の独立性が大平総理によって尊重されたということもできる。

また、最近の事例として独立性のある中央銀行としての定評を高めてきたイングランド銀行のエピソードも挙げられる。イングランド銀行は 1997 年に労働党のブレア政権のもとで法改正により独立性を強化された。これを実現したブラウン財務相はのちに首相となった当時、2007 年の住宅金融会社のノーザンロックの経営破綻や 2008 年 9 月のリーマンショック後の対応でイングランド銀行のキング総裁に不満を持った。だがブラウン氏は中央銀行の独立性を尊重して公式の場では批判を控えたと述べている⁴。イングランド銀行の独立性も、法制面やインフレターゲットの採用とともに、政治側の尊重で維持されてきた面も大きい。

（７）交易損失と円相場

わが国では、伝統的に円安を嫌う意見が強い。しかし、円安は輸入品を高価で購入しなくてはならないといういわゆる交易条件（輸出物価/輸入物価）の悪化から、輸入に余

⁴ 2017 年 9 月イングランド銀行主催の「Independence-20years on」での発言。

計に支出する所得の流出（交易損失）を生じさせるため、本来は経済全体にとってマイナスである。無論、輸出価格の上昇などが生じればプラスだが、最近の状況は輸出価格の上昇が限定的な一方、円安に加えてエネルギー価格などが上昇から輸入価格が上昇しているため、交易条件はかなり悪化している⁵。

高山（2025）は交易条件の変化を日米欧で比較した興味深い分析を提供する。高山によれば、2000年代以降、欧州に比べても日本の交易条件の悪化が目立っている。交易条件の悪化は実質賃金の上昇にもマイナスに働く。円安を志向することは、交易条件を通じて賃金抑制になることに注意すべきであった。

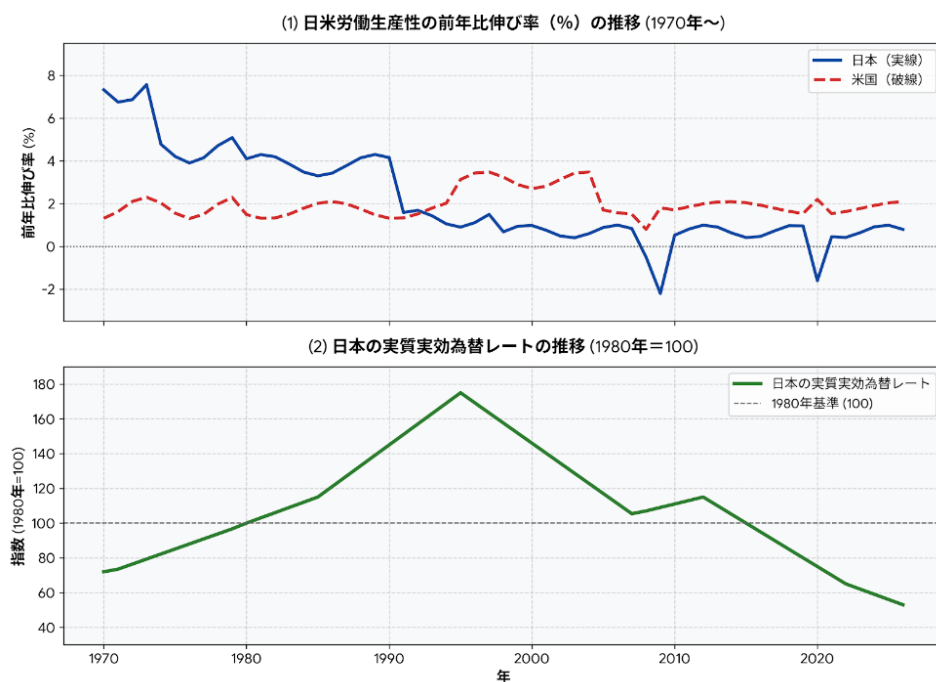
また斉藤（2026）は、2026年4-6月のGDP速報値で、GDPとGNIの差で表される海外への所得流出がこの間の交易利得の悪化を上回るものであることに注目し、その要因を日本企業の海外直接投資の収益率の低下ではないかと推測した。そしてこれは「成熟した債権国」として国民が享受すべき所得の低下につながるのではないかとの懸念を示している。高木の輸出価格の上昇が限定的であるとの指摘も斉藤の指摘も、日本企業の競争力の低下を映じたものであれば、円安の時代に日本企業が競争力を強化できなかった結果として懸念される点である。

これまでの初歩的な議論でも明らかなように、内外のインフレ格差や購買力平価の推移でみれば、わが国は長期的には円高は続いたことは自然であった。一方的な円高の進行は1990年代半ばから止まったが、この背景の一つとしては、わが国での長期に亘る超低金利の継続がありそうである。もっともこの動きは、購買力平価に比べて円高であった水準を修正したという側面もあったが、最近の円安は購買力平価に比しても明らかに行き過ぎている。これは、米国のインフレ率が低下するなかで、日本ではインフレ率が、表面的には2%を超えたにも拘わらず、利上げを遅らせてきたこと、そしてその背景に円安を志向する政権が日銀に緩和圧力をかけているとみられていることが要因であろう。購買力平価を大幅に下回る円安は「安い日本」として、輸入インフレの悪化などのほかにも社会的にもオーバー・ツーリズムなどの問題を生じさせている。

わが国ではこれまでと違い、インフレ率が上昇したことに加え、金利も上昇してきており、購買力平価からも内外金利差の要因からも円相場の反転が期待できそうである。しかし一方では、円安は「円の実力」を反映したものとの指摘もある。そこで以下では「実質為替レート」の視点から円相場を見ていく。

⁵ 国民経済計算（内閣府）によれば、交易損失は、2022、23、24年度それぞれ18、11、9兆円と多額を記録している。

(図表 6⁶)



(8) 円の実力を表す実質為替レート

日本円の実質為替レートは、経済の実力・競争力を映じた円の実質的な購買力を表す。例えば、円相場が 100 円/ドルの時、海外でハンバーガーの値段が 1 個 1 ドルから 2 ドルに値上げした場合、同じ 100 円 (1 ドル) で買えるハンバーガーは半分になるから、海外のハンバーガーを買う 100 円の価値も半分に低下する。

実際には、その国の経済が強い時 (生産性の上昇が大きく対外競争力が強くなる時) は、名目為替レートが上昇するうえ、国内賃金の上昇から物価も上昇することから、名目為替レートの上昇以上に円の購買力は増加 (実質為替レートは上昇) する。図表 6 はこれを表しているが、1970 年代から 1990 年代初頭までは、日米の間では、日本の生産性上昇が米国を上回っていたことから、円の購買力である実質為替レートは上昇した。日本の経済力が高まり日本人が海外での買い物を安く楽しめた時期である。一方それ以降は、日米の生産性上昇が逆転したことから、実質為替レートは低下している。インバウンドの旅行者が「安い日本」を楽しむ時代となった。このように考えると、最近のわが国の円安は、生産性上昇 (競争力) の劣後を反映していることになる。

本来実質為替レートは日本の国内品が安くなることから貿易財であれば輸出が伸びるはずである。だが実際は、日本の大手メーカーは海外に生産拠点を移しているため国内から

⁶ 図表では物価に加え貿易相手国の貿易ウエイトを考慮した実質実効為替レートを得抱いている。

の輸出の増加も限定的となる。また大手メーカーでは円安で海外事業の利益が増加するが、これは円安による会計上の増益で積極的に国内の投資・賃金に分配されにくいものである。

リフレ政策では円安が望ましいとして現状の円安状態に肯定的なスタンスがとられてきた。だが、それでは日本の経済力の低下を追認することになる。とるべき政策は円の購買力である実質為替レートが増価するような経済力が強まる環境を整えることであり、生産性の上昇による競争力の向上が鍵となる。アベノミクスの時期の生産性の低迷で分かるようにリフレ派のインフレ政策・円安政策では生産性は上昇しなかった。現在の円安は、デフレ脱却に集中して生産性上昇の政策が後れた結果ともみることができる。

(9) 結び

本節ではリフレ政策のうち円安政策について批判的な検討を試みた。主な結論は、①わが国では、円高に否定的な見方が根強いが、インフレ格差、購買力平価の動向からみて、長期的には円高が自然であったこと、②長期的な金融緩和の継続は購買力平価の円高への変化を上回る円高の修正に役立ったが、最近の円安は購買力平価を下回る円安であり、その背景には円安志向を続ける政権の姿勢も影響しているように思えること、③一方、通貨の実力を表す実質為替レートも減価しており、これは生産性の上昇が低く成長率も低いことを映じている。そうであると円安は実体経済に根付くだけに深刻である。

これまでのリフレ派的な政策は、①円高を不自然な現象とみたこと、②為替をマネーの量など金融面の現象と見た点で必ずしも適切ではなかったのではないかと思われる。

2.インフレの必要性について

(1) 問題の所在

現在の政策に大きな影響力を持っているリフレ派の認識は景気の回復のためには金融緩和によりマネーの量を増やしインフレが必要というものである。また最近では、インフレにより「物価と賃金の好循環」をつくり経済を活性化させるべし、との主張もされている。本節では、これらの主張を批判的に検討する。なお、筆者はすでに、こうしたインフレ創生策を批判してきた⁷。本節はそれを補完するものである。

さてインフレについては2022年の輸入インフレから、目標の2%を上回る状態が続いている。これは、初動はコストプッシュ・インフレであるが、インフレであることに変わりない。本節では、まず2022年からのインフレを物価高として「物価高対策」を行っていることを批判する。次に、デフレの原因を家計の節約行動に求めたことを批判する。第三に、あらためてインフレと景気拡大の関係を論じる。最後に、インフレは社会に一律で

⁷ 参考文献 高橋(2022,2023a,b, 2024a,b, 2025)

なく階層等によって異なる影響を与え、とりわけ経済的な弱者の立場を重視すべきことを指摘する。

(2)「物価高」対策

日銀と政府は共同声明（2013 年 1 月）で 2 % のインフレーション・ターゲティングを定めたが、岸田内閣が、物価高対策を打ち出したのは、皮肉なことに消費者物価（CPI）前年比上昇率が約 16 年ぶりに目標である 2 % を超えた 2022 年 4 月であった⁸。物価高対策は、家計への直接給付・減税、ガソリン、電気ガスなどエネルギー価格の抑制などを内容とするが、経済学者の間では、需要を喚起することでかえってインフレを助長するとの批判が強い。本政策を正当化するためには、むしろ政治的な社会政策と考えた方がよいように思われるが、社会政策だとしても本当に支援を必要としている人たちにターゲットが絞るべきであったろう。またインフレ率が 2 % になった途端「物価高対策」が必要となったことは、わが国で 2 % のインフレ目標が適切であったのか疑問を生じさせる。2 % という数字は、特に深い議論のないまま決定されたものであり、本来より十分な検討が必要とされた。

ただもう一つの批判は「インフレ」という用語を使わず「物価高」との用語を使うことである。「物価高」との用語は政府文書では従来から使われているが、どこか外生的なものであるとのニュアンスで使われているように感じられ、インフレとの違いが明白ではない。インフレであれば金融政策により総需要抑制によって対処されることが当然となるが、「物価高」として政府が対症療法的に対応することを正当化しているように見える。報道等も、言葉のニュアンスを疑わず「物価高」を使用することにも疑問が残る。

(3) 家計の節約行動について

2022 年 6 月、日銀の黒田総裁は、講演で「家計の値上げ許容度が高まった」と発言し、世論の反発を生み発言を撤回した。総裁のこの発言は、学者の研究に基づくものであった⁹。この研究は、海外と連携して行ったアンケート調査に基づく点、コロナ禍で生じた家計の強制貯蓄が消費される可能性を指摘するなど示唆に富むものであったが、アンケート調査の結果の解釈には疑問もある。例えば、アンケート調査では、ある商品が 10% 値上げしたとき、英国ではなお同じスーパーマーケットで値上げしたものを買うのに対し、日本では、より安い価格を求めてスーパーマーケットをはしごする。このような消費者行動が日本のスーパーマーケットに製品の値上げを躊躇わせデフレを生み出しているのではないかという含意を導いている。しかしこの解釈は、疑問を生む。まず英国ではかなり階層別にスーパーマーケットが選別されているという社会の違いに十分な考慮がなされていない

⁸ 生鮮食品を除く総合指数。消費増税の影響を除く。

⁹ 渡辺（2021）

¹⁰。また何よりも、よいものをより安く求めるという家計の節約行動はきわめて経済合理的なものでありそれをデフレの元凶とすることも適当でないと思えた。買い控えを緩和する最大の対策は賃金の上昇・家計所得の増加である。

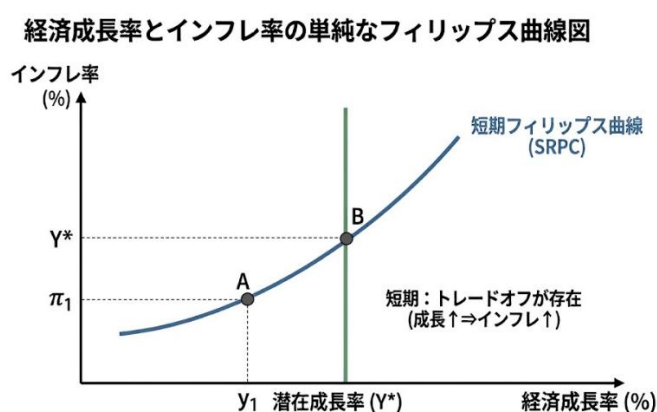
(4) 生産性の上昇について

リフレ政策ではインフレによって賃金を上昇させる「物価と賃金の好循環」が提唱されてきている。しかしインフレだけでは、それを上回る賃金上昇は生じない。筆者はこれまでこの点を批判してきたが、その後、物価上昇を上回る賃上げのためには生産性の上昇が必要との指摘は定着してきたように思える。

ここでは生産性上昇について基本的な点を確認しておきたい。まず生産性の上昇の目的は付加価値の増加であるということである。これは付加価値の合計であるGDPの増加でもある。マクロでは賃金はGDPから分配される。

そして付加価値とはほぼ利潤とイコールであり、生産性の上昇は利潤率を上げる手段となる。コストカットを除外した生産性の上昇というと、発明のような技術革新を考えがちだが、消費者の需要に応じた製品開発・販売などもその事例となる。例えば消費者の健康志向にこたえた製品の開発・販売であり、最近の高機能性食品（乳酸飲料など）があげられる。前述のような節約志向の続いた日本の消費市場でも、こうした製品は売り上げを伸ばしている。消費者のニーズにこたえれば、消費者は多少高くても購入する。企業には安易な値上げではない対応が望まれる。

(図表 7)



¹⁰ もっとも高いインフレが続き「生計費危機」が叫ばれる中で、英国でもより安い商品を探求めてスーパーマーケットを渡り歩く Supermarket Hopping が生じていると報じられている。

（５）インフレと成長

リフレ政策は、「インフレによって景気をよくする」すなわち「インフレ→景気」との因果を重視していると解釈できる。しかしこれは必ずしも常識的ではない。「景気動向指数」は政府が景気を判断する公式のものだが、現在 30 の様々な経済指標が選ばれており、景気とタイミングが一致する一致指数には「鉱工業生産指数」「商業販売額」「全産業利益」などが選ばれているのに対し「常用雇用指数」や「消費者物価指数」など、労働・物価は景気に遅れる「遅行指数」とされている。景気動向指数は、常識的に「景気→インフレ」と考えている。

マクロ経済学では、インフレと景気（経済成長）の関係についてフィリップス曲線を用いて論じられることが多い（図表 7）。フィリップス曲線は、本来は賃金上昇率と失業率の統計的関係を示したもののだが¹¹、その後マクロ経済学では、賃金やインフレと景気との因果関係で論じられてきた。その一つが、縦軸のインフレ率の上昇により横軸の景気が拡大する、「インフレ→景気」の解釈である¹²。物価と賃金の好循環論もこれに依拠していると思える。ただしこの議論には大きな欠陥がある。フィリップス曲線上でインフレによって企業が生産と雇用を増加させるのは、賃金上昇がインフレに追い付かず一時的に実質賃金（賃金÷インフレ）が低下し、企業にとって労働コストが低下するためである。つまりインフレが先行する景気拡大では実質賃金の低下が伴うことになる。

実際は、「景気（成長）→インフレ」との解釈のほうが適当なように思える。企業の工夫により高付加価値品が開発・販売されるとしよう。起業家精神が発揮されたといえる。この場合生産性の上昇により利潤が増加すれば、賃上げは可能となる。景気拡大は必ずしもインフレを必要としない。ただ所得の増加により需要が増加すればやがてインフレが生じる。成長のあとにインフレが生じるのである。実際、成長とインフレ（値上げ）については成長により売り上げ増が見込まれる経済では、販売店は値上げに踏み切るだろうが、売り上げ増が見込めない経済では通常値上げは難しい。フィリップス曲線はそのように解釈することが適当なように思える。

（６）インフレと格差

インフレが好ましいとする議論で軽視されがちなのが、インフレが社会各層に異なる影響を与える点である。インフレが勤労者と資産所得層で異なる影響を与えることはすでにケインズ（2021）¹³が指摘していたことであつたが、インフレによって景気を回復すると

¹¹ Phillips (1958)

¹² Friedman(1968)

¹³ 例えば 1931 年出版の『説得論集』第二講の「インフレーション」では、社会を三つの階層（金利生活者、実業家、労働者）に分けて、実業家（企業家・債務者）は利益をえるものの、金利生活者は預金や債券の価値が目減りし、労働者は賃金の上昇は物価の上昇に

いう議論ではこの点が軽視されてきたように思える。

特にリフレ政策の下では、以下のように、株などの資産を保有するか否かでの格差が広がる要因が生まれている。①企業経営が株価重視となっており、実際人件費を抑制し、企業収益が増加することが株価を上昇するように作用していき、②量的緩和や超金融緩和をコミットすることが株価などの資産価格の上昇に強く作用したこと。

インフレとともに全般的な企業決算の好調が伝えられるなかで、家計の消費は相対的には低調であり、特に社会の弱者層の生活が苦しくなっていることが伝えられている。経済政策の目的は、個々人の効用（満足度）が向上することであり、経済学者は「暖かい心（warm heart）をもって政策の経済弱者層に与える影響も注視するべきであろう。インフレを善とする議論はそこが欠けているように思える。

また前述のようにインフレが目標である2%に達した途端「物価高対策」が必要とされ、特に弱者に対しての対策が迫られたことは、わが国にとって2%のインフレ目標が本当に適当なのか、再考を促しているように思える。

遅れるため不利益を講じるとしている。もっとも労働者は、デフレについても失業の打撃を受けると指摘している。

【参考文献】

- Friedman, Milton, "Role of Monetary Policy", American Economic Review, 1968 年
- Phillips, A. W., "The Relation Between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1861-1957", Economica, 1958 年
- ケインズ J.M. 「インフレーション」山岡洋一訳『ケインズ説得論集』日経ビジネス文庫 日経 BP 日本経済出版本部 2021
- 斎藤潤、「実質 GNI の減少をどう考えるか 交易条件の悪化を上回る付加価値の流出」、斎藤潤のバーズアイ 2026/09/01、日本経済研究センター、2026 年
- 斉藤太郎 「生産性向上が先か、賃上げが先かー賃上げを起点に縮小均衡から拡大路線へ点換を」ニッセイ基礎研レポート 2023-02-28、ニッセイ基礎研究所、2023 年
- 高橋亘、「賃金と物価」、Discussion Paper Series DP2022-J09、神戸大学経済経営研究所、2022 年、
- 高橋亘、「インフレを再考する①～⑨」『やさしい経済学』、日本経済新聞朝刊 2023 年 11 月、日本経済新聞社、2023 年 a
- 高橋亘、「実質賃金上昇の罫 ー生産性格差のもとでインフレによって賃金を決定することの問題ー」、ニッセイ基礎研レポート 2022-11-23、ニッセイ基礎研究所、2023 年 b、
- 高橋亘、「物価と賃金の好循環に関する疑問」、Discussion Paper Series DP2024-J02、神戸大学経済経営研究所、2024 年 a
- 高橋亘、「好循環論への理論的疑問 デフレマインド、低賃金への是正についての一考察」、Discussion Paper Series DP2024-J03、神戸大学経済経営研究所、2024 年 b
- 高橋亘、「インフレは生活を豊かにするのか？ インフレなき賃金上昇の途」Discussion Paper Series DP2025-J04、神戸大学経済経営研究所、2025 年
- 高山武士、「日米欧の交易条件比較」、Weekly エコノミスト・レター 2025-05-28、ニッセイ基礎研究所、2025 年
- 渡辺努. 「5 か国の家計を対象としたインフレ予想調査」(2022 年 5 月実施分) の結果. JSPS「対話型中央銀行制度の設計」, 2022.