

バックナンバー
はこちらから▶

太陽グラントソントン エグゼクティブ・ニュース

テーマ：インフレ期に突入した日本経済の姿

執筆者：SOMPO インスティテュート・プラス エグゼクティブ・エコノミスト
亀田 制作 氏

要旨（以下の要旨は2分20秒でお読み頂けます。）

黒田・前日銀総裁による2%のインフレ目標を目指した異次元緩和以来、植田・現総裁も「基調的な物価上昇率は2%に達していない」と判断されているようです。これに対し、今月号筆者の亀田制作・元日本銀行調査統計局長は、すでにインフレ局面入りをしており、これを踏まえた政策判断が必要とされています。今月号はこの観点から、日本経済の現状を分析して頂きます。

2025年、日本の消費者物価指数（総合）の前年比上昇率は、+3.2%（暦年平均）を記録した。これは、バブル経済のピークだった1991年（+3.1%）を上回り、第二次オイルショック中の1981年（+4.9%）以来の高いインフレ率である。

日本が20数年続いた慢性デフレから突然継続的なインフレ期に突入したきっかけは、新型コロナの流行から始まったグローバル・インフレにある。新型コロナはサプライチェーンの混乱や労働力不足といった供給面だけでなく、サービスから財への需要シフト、デジタルサービス需要の拡大、結果的に行き過ぎた主要国のコロナ対策など、需要面からも世界的なインフレ圧力の増大につながった。

日本のインフレは、このグローバル・インフレをきっかけに始まったが、既に国内要因によるインフレも生じているとみられる。財部門をみると、食品価格は米類を除いても継続的に上昇しており、もはや輸入インフレだけがその要因とは言えない。また、サービス部門のインフレ率は、表面的には+2%を下回っているが、これは、持家の帰属家賃のように統計作成上の問題を抱えている項目や、公共料金のように政治的動機から本来の価格形成が歪められている項目のせいである。両項目を除くと、サービス価格の上昇率は+4%弱に跳ね上がる。サービス価格の上昇トレンドとしてこの数字は過大評価としても、サービスのインフレが見た目以上に進んでいることは疑いない。

日本の実質GDPは、新型コロナの流行直前から直近までの6年間の累計で+2%程度しか成長しておらず、インフレはマクロの実体経済にプラスの影響を与えていない（マイナスの影響も大きくはない）。ただし、企業部門と家計部門の明暗ははっきりと広がっている。非製造業における売上げマージンの著しい拡大は、企業が原材料コスト以上に値上げを進めたことで、利益を上げている構図を示唆している。その裏で家計部門では、本来あったはずの新型コロナからの回復が、実質賃金の減少によって、大きく減殺されている。

このように、日本のインフレが企業を潤したメカニズムは、単純なリフレ効果ではなく、家計の負担の下で成り立っており、インフレが分配面に与えた効果は大きい。日本銀行が目標とする2%の物価安定の達成のために、消費者が支払っている代価は大きく、目標達成後に果たしてそれを上回るほど大きな経済的メリットが生じるのかどうか、懐疑的にみている。

「太陽グラントソントン エグゼクティブ・ニュース」バックナンバーはこちらから⇒<https://www.grantthornton.jp/insight/>
本ニュースレターに関するご意見・ご要望をお待ちしております。Tel: 03-6438-9395 e-mail: mc@jp.gt.com
太陽グラントソントン マーケティングコミュニケーションズ 宛

テーマ：インフレ期に突入した日本経済の姿

SOMPO インスティテュート・プラス エグゼクティブ・エコノミスト 亀田 制作

1. はじめに

2025年、日本の消費者物価指数（総合）の前年比上昇率は、+3.2%（暦年平均）を記録した。これは、バブル経済のピークだった1991年（+3.1%）を上回り、第二次オイルショック中の1981年（+4.9%）以来の高いインフレ率である。

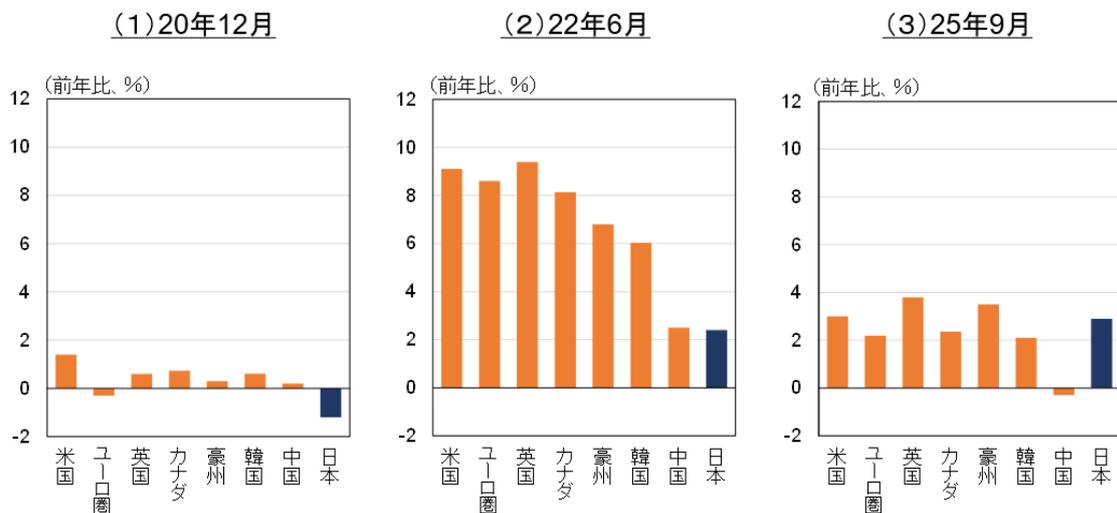
慢性デフレ（＝継続的な物価下落）と言われた1990年代末からの20数年間の後、日本経済は突然インフレ期に突入した。この急激な変化はどのようにして起こったのだろうか。

また、日本の慢性デフレは世界的にも稀な現象だったが、その後、インフレ期に転換する過程でも、日本の物価のダイナミズムは世界の主要国とはかけ離れた動きを示している（図1）。

具体的には、グローバル・インフレがピークを迎えたのは2022年の初夏だったが、欧米諸国が軒並み+10%近いインフレに直面する中で、日本のインフレ率は、プラスになったと言っても+2~3%だった。逆に、その後グローバル・インフレが鎮静化に向かった中で、日本のインフレ率だけは高止まりした。なぜ、このような世界でも特異な物価動向となっているのか。さらに、こうしたインフレは、日本経済にどのような影響を与えているのか。

本稿では、物価指標やそれに関する経済データを丁寧に追いかけて、そうした問いに答えてみたい。

（図1）主要国の消費者物価上昇率



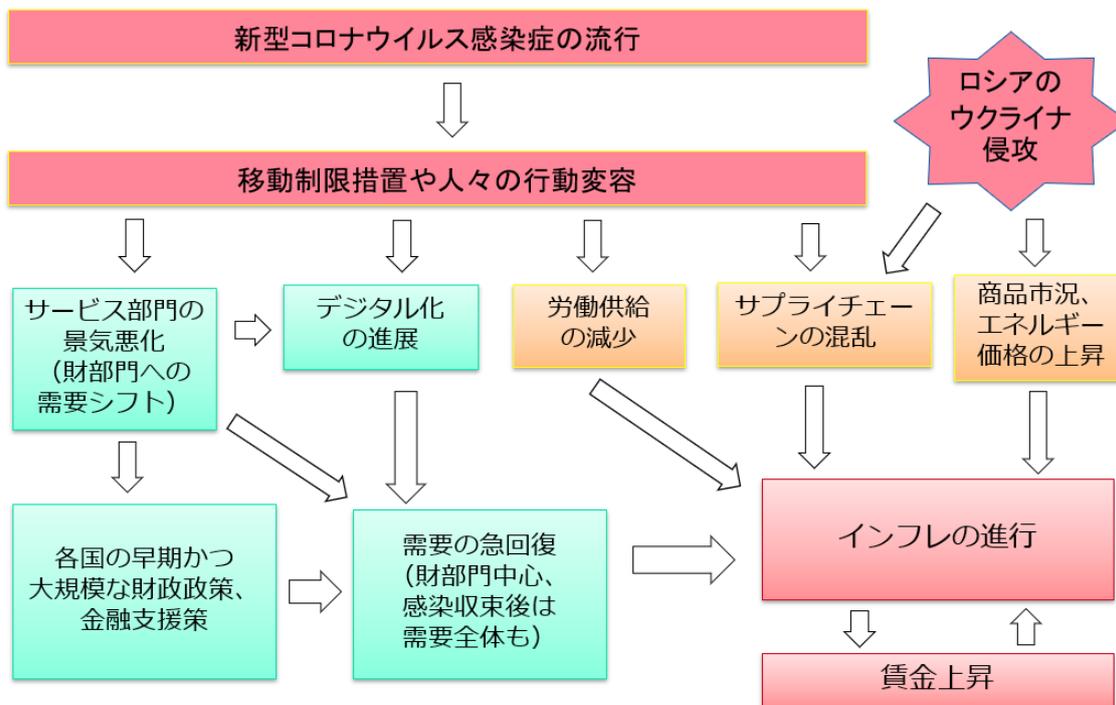
出所: [Macrobond](#)

2. グローバル・インフレはどのようにして始まったか

最初に、日本がインフレ期に突入するきっかけを作ったグローバル・インフレについて、その発生過程や背景を整理しよう。

1990年代末から2020年頃まで、世界経済は、日本のようにデフレには陥らなかったものの、低インフレと低金利、その下での安定成長を享受していた。その環境が大きく変化したのは、2020年の新型コロナウイルス感染症の流行である（図2）。

（図2）グローバル・インフレの発生過程



新型コロナの流行は、政府による対人接触の抑制措置や人々の自粛（行動変容）を通じて、グローバル・サプライチェーンの混乱や労働市場の人手不足につながり、世界的にインフレ圧力を増大させた。それに加え、2022年2月のロシアによるウクライナ侵攻も、小麦等の穀物相場や欧州のエネルギー（天然ガス）価格の急騰を招いた。

ただし、こうした供給面の径路（図2のオレンジ色の部分）だけがグローバル・インフレの要因ではない。人々の行動変容は、旅行や外食産業など、対面型サービス業の売上げや利益には著しい悪影響をもたらしたが、その反面、「巣ごもり需要」からスーパーの食品売上げが大幅に増加したように、財（モノ）を製造・販売する企業には恩恵が生じた。また、オンライン会議や、インターネットを通じた映像・音楽配信など、デジタル型サービス業も伸長した。

したがって、財部門では当初から需要増加によるインフレ圧力が生じていたし、その後は感染症の収束に伴って、サービス部門でも需要の回復（ペントアップ需要）がみられた。

さらに、結果論にはなるが、各国の政府や中央銀行による新型コロナ対策（企業・家計への給付金や流動性支援など）も、そうした需要増加に拍車をかけてしまった。

新型コロナの流行初期、各国の政策当局者の念頭に強くあったことは、2008年の世界的な金融危機（リーマン・ショック）の再来は何としても避けねばならない、という決意であった。この点は、当時日本銀行で金融安定理事会（FSB）傘下の国際会議に参加していた筆者にも覚えがある。

そうして迅速に発動された各国の大規模な経済対策は、実際にコロナショックが広範な金融危機に波及することを防いだが、景気の刺激という点では行き過ぎてしまっ

た。前述したとおり、コロナショックは対面型サービス業には悪影響を与えたが、財部門などプラスの影響を受ける部門もある「セクターショック」だった。一方、リーマン・ショックは経済の隅々にまで負の影響が及ぶ「マクロショック」だった。後者の処方箋を前者に適用してしまった結果、まずは財部門に需要超過が生じ、その後新型コロナが収束に向かう過程で、経済全体が過熱気味となってしまった。

このように新型コロナは、供給面だけでなく需要面の径路（図2の薄緑色の部分）からも、世界にインフレをもたらしたのである。

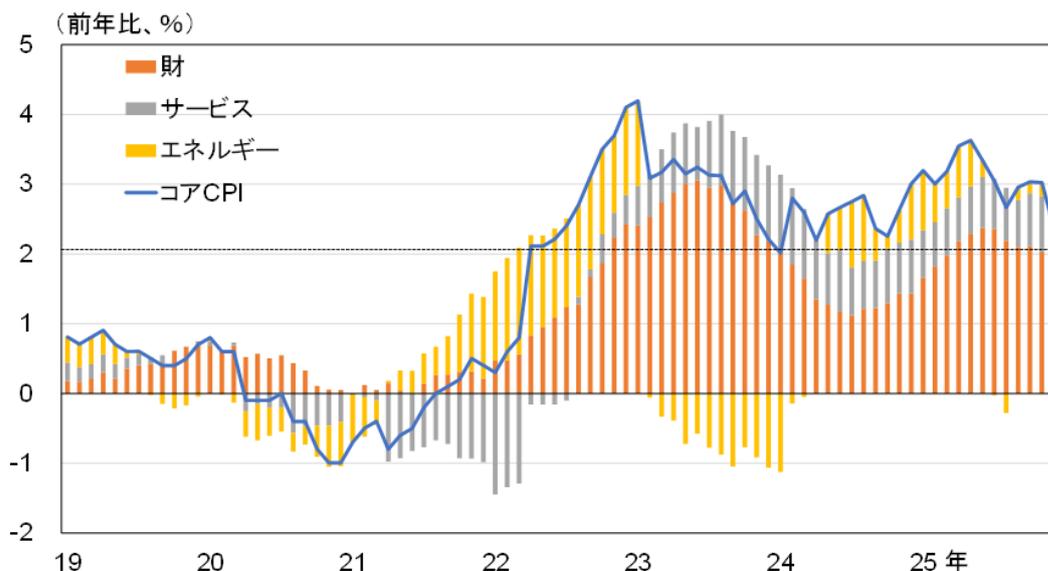
3. 日本の物価に何が起きているのか

次に、現在の日本のインフレの姿を虚心坦懐に見てみよう。振れが大きい生鮮食品を除いた消費者物価（コアCPI）の前年比上昇率は、2022年以降、4年連続で2%を明確に上回っている（2%台前半から3%強で推移。図3）。その内訳をみると、インフレの主体は財価格だが、少し遅れてサービス価格も上昇に転じている。この間、エネルギー価格は、政府の補助金・減税策により振れの大きな動きとなっている。

（図3）日本のインフレ率

消費者物価(除く生鮮)の寄与度分解

(22年2.3%、23年3.1%、24年2.5%、25年3.1%)



注: 直近は25年12月。

出所: 総務省統計局

日本銀行は、「基調的な物価上昇率はまだ目標の2%に達していない」と説明しているが、実際のインフレ率が4年連続で+2%をはっきりと上回る局面で、未だに2%を割っているという「基調的な物価上昇率」とはいったいどんな指標なのか、にわかには理解できない人は多いだろう。日銀からは基調的な物価上昇を表す様々な指標が提示されているが、それでも広く納得性が得られているとは言い難い。

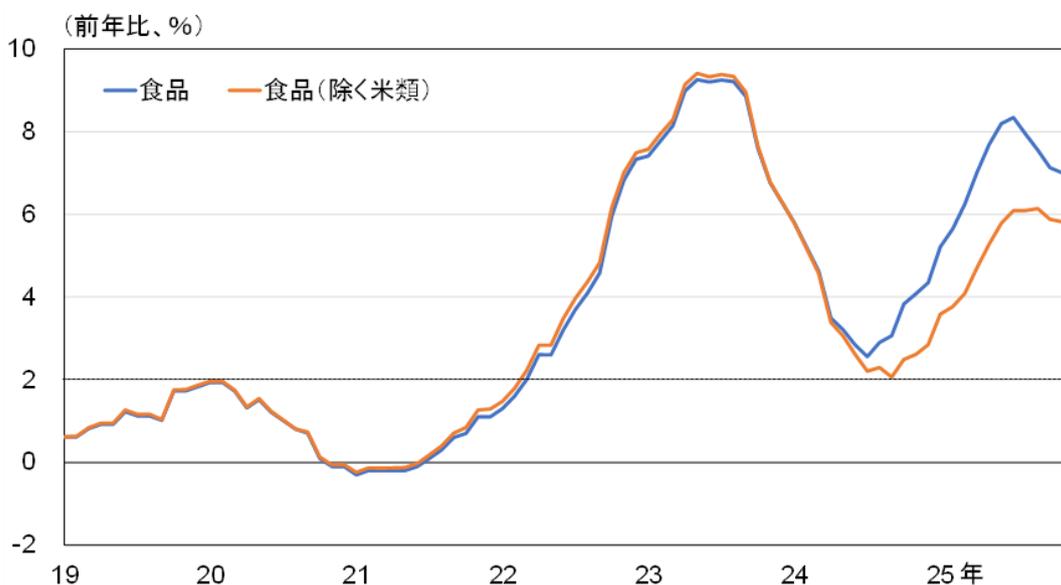
筆者は、こうした状況下では加工度・推計度の高い複雑な指標よりも、もっと原始的に、個々の分野や品目のインフレ率を丹念に見ていく方が、インフレの正しい姿に

ついてコミュニケーションが取りやすくなる、と考えている。そこで以下では、財・サービス別に、その主要な内訳を見ていきたい。

まず、財のインフレについて、最も上昇が激しいのは食品価格である（図4）。日本では米の価格高騰が社会問題にまでなっているが、米類を除いても食品価格の上昇ははっきりと観察される。しかも、輸入インフレを直接に反映した2022～23年の価格高騰はいったんピークアウトしたが、2024年末頃から値上げの第2波が到来しており、インフレが一時的な供給ショックではなく国内要因によって生じていることが示唆される。ごく最近では再びピークアウトしているものの、その鈍化スピードはかなり遅い。

（図4）財（モノ）のインフレ

食品価格（除く生鮮食品）



出所: 総務省統計局

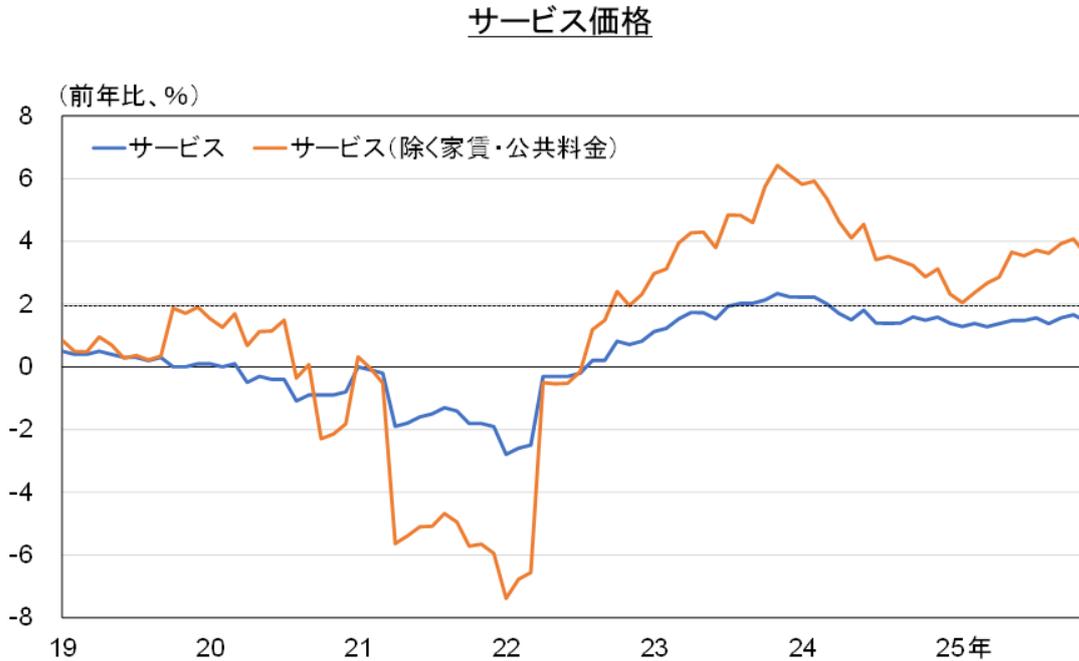
次に、サービス部門についてみると、表面的なサービス価格の前年比上昇率は+2%を下回っている（図5）。日銀は、「基調的な物価上昇率」の（唯一ではないが）重要な構成要素として、賃金上昇を背景とするサービス価格のトレンドを重視しているが、この動きは日銀の説明とも整合的であるように見える。

しかし、表面的なサービス価格から、①家賃（ここでは民営家賃と持家の帰属家賃の合計）と、②公共料金という2つのカテゴリーを除いただけで、サービス価格の前年比上昇率は+4%弱にまで跳ね上がる。

ここで除いた家賃、特に持家の帰属家賃については、統計の作成方法に問題があることがしばしば指摘されている。日本の消費者物価指数では、持家の帰属家賃、すなわち持家のユーザーコストについて、借家の家賃と同じ動きをすると仮定しており、その前年比は直近でも+1%に満たない。しかし、近年の住宅価格の上昇ぶりを考えると、この上昇率はあまりに小さすぎるように思える。例えばマンション価格は、首都圏で高騰しており、全国平均でも年間3%ペースで上昇している。住宅価格をベ

ースに持家のコストを試算すると、公式統計の帰属家賃よりも上昇率が高くなる、と
という専門家の研究結果も公表されている。

(図5) サービスのインフレ



注: 家賃＝民営家賃＋持家の帰属家賃。

出所: 総務省統計局

また、日本の公共料金については、政治的な動機で価格形成が歪められている。現在の物価高の局面では、政府・自治体が家計への配慮から、公共料金を据え置く、あるいは逆に引き下げるケースが増えているからだ。例としては、政府が進める教育無償化や、東京都の夏季水道基本料金の無償化などである。こうした中で、2024年秋頃のように公共料金の一時的な値上げラッシュはあるものの、長くは続かず、直近の公共料金の前年比は0%近傍となっている。

このように、日本固有の特殊な事情により価格上昇が大きく抑制されている項目も含めて、サービス価格全体は前年比+2%に届いていないのであり、本来のサービスインフレのトレンドは、さすがに+4%は過大評価としても、見た目以上に強まっていると判断すべきである。日銀は、こうした特別に弱いサービス価格も含めて「基調的な物価上昇率は2%に達していない」と評価することで、インフレの実勢に対して後手に回ってしまっていると私は考える。

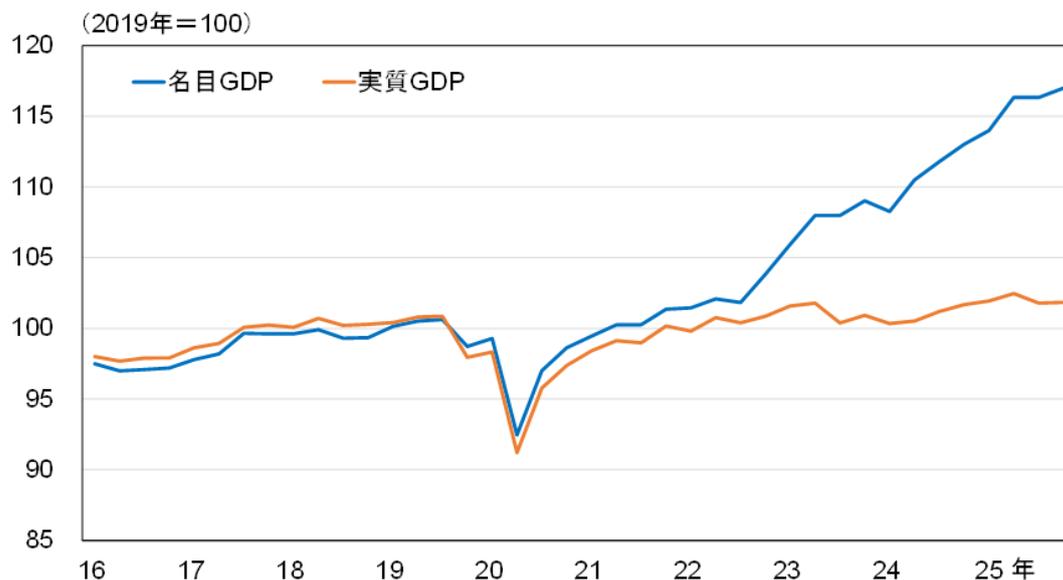
4. インフレは日本経済に何をもたらしたか

前節でみたように日本のインフレは継続的であり、価格が上昇する分野も広範囲に及んでいる。それでは、慢性デフレ期から継続的なインフレ期に突入したことで、これまでのところ、日本経済の実体面にはどのような影響があったのだろうか。

この点を確認するため、まずはマクロ経済レベルで、新型コロナ以降の名目 GDP と実質 GDP の推移に注目したい (図6)。

(図6) インフレと実体経済

名目GDPと実質GDPの比較



出所:内閣府

図6をみると、名目GDPはインフレを反映して、新型コロナ直前の2019年から直近25年までの6年間の累計で、+15%以上、増加している。一方、物価上昇分を除いた実質GDPは、同じ期間中に累計+2%程度しか増加していない。潜在成長率あるいはそれに少し満たない程度の成長ペースである。

したがって、デフレからインフレに転換したことで、日本経済の実質ベースの成長率や生産性上昇率にどのような影響があったのかと問われれば、少なくとも「どマクロ」のレベルでは、これまでのところ何のプラス効果もなかった（マイナス効果もさほど大きくはない）という、身も蓋もない結論となる。

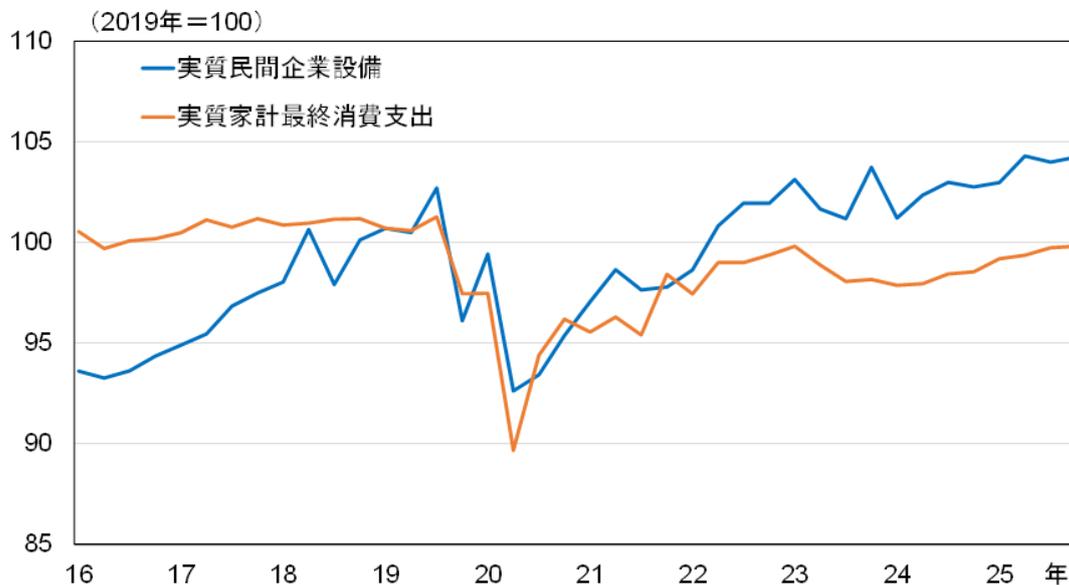
もっとも、経済を企業部門と家計部門に分けてみると、もう少し複雑な構図、具体的には明暗の違いが見えてくる（図7）。実質GDPの内訳として、企業の設備投資は緩やかといえども着実に増加を続けており、直近の水準は既に新型コロナ前をはっきりと上回っている。それに対して、家計の最終消費支出の方は、新型コロナから6年が経過しても、元の水準さえ戻っていない。

企業の設備投資の増加トレンドは、歴史的な株高と、その背後にある利益の大幅な改善に裏打ちされている。そこで、企業利益の源泉、インフレ下で企業利益が大幅改善している背景を探るため、製造業と非製造業別に、売上総利益（粗利益）・営業利益・経常利益という会計上の3段階の利益概念について、それぞれ対売上高の利益率の改善幅（2019～24年の累計）を算出してみた（図8）。

図8の結果をみると、製造業では、売上総利益や営業利益より、経常利益段階での利益改善幅が最も大きくなっている。これは、主としてこの間に進んだ円安の恩恵によるものと考えられる。円安は、輸出に伴う為替差益を膨らませるほか、海外子会社・関連会社の利益を配当などの形で国内の本社・親企業に還流させる際の円換算値をかさ上げするため、大企業中心に国内利益の増加要因となる。

(図7) 企業部門と家計部門の明暗

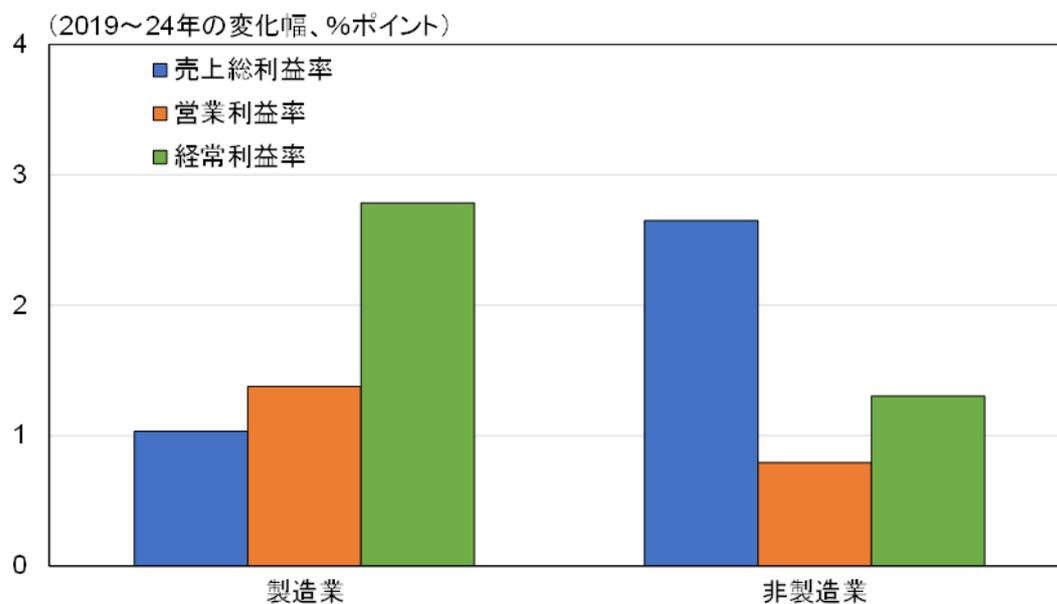
設備投資と個人消費の比較



出所:内閣府

(図8) 企業利益の改善の源泉

各利益段階の対売上高利益率



出所:財務省

5. まとめと若干の含意

2章では新型コロナをきっかけに、グローバル・インフレが供給面と需要面の双方から進んでいった経緯を示した。3章では、日本のインフレは長期化し、また、見た目以上に広範囲に及んでいることを示した。日銀は、そうした物価情勢に見合った金利正常化を今後も着実に進めるべきだろう。

4章では、インフレ下で企業部門の大幅な利益改善がどのようにして実現していったのか、そのメカニズムを示した。ここで重要な点は、近年の企業利益の改善は、けっして単純なリフレ効果によって生じたものではないという点である。日本企業はグローバル・インフレという「大義名分」がある機会を捉え、過去のデフレ期に値上げできなかった部分の正常化も含めて、原材料コスト以上の値上げを打ち出した。また、新型コロナからの回復期に当たっていた家計消費は、大幅に悪化することなくその値上げを結果的に受け止めた。

したがって、企業、とくに非製造業の利益増加は、家計負担の下に実現しており、だからこそ、実質GDP全体で見るとインフレのプラス効果はないという結果になっている。また、企業と家計、両者の景況感がここまで大きく開くことも珍しく、経済をマクロレベルではなく、ますます分配面から語らざるを得なくなっている。

この点、日銀の2%物価目標の達成が、どこまで日本経済のためになるのか、過去4年間の物価高の下で被った家計のマイナスや社会の分断を帳消しにして余りあるほどの経済的メリットが果たして約束されるのか、筆者はポジティブな効果はあるとしてもその大きさについて、懐疑的に見ている。結局、背景や要因が何であれ、長期間2%からオーバーシュートしているインフレを放置することの社会的コストは、想定以上に大きかったのではないだろうか。

最後に、現在高市政権下で計画されている飲食料品の消費税ゼロ%のような財政拡張策は、新型コロナからの消費回復が企業の値上げを後押ししたように、消費の腰折れリスクを低下させることで、かえって消費税を除く部分のインフレを助長してしまうと考えられる。財政の健全性に対する市場の信認を失うリスクを賭けてまで行う政策かどうか、大いに疑問である。

(本稿は2026年2月27日に行われたエグゼクティブ・ニュース懇談会での講演のポイントをまとめたものです。)

以上

執筆者紹介

亀田 制作(かめだ せいさく) 1968年 広島県生まれ
SOMPO インスティテュート・プラス エグゼクティブ・エコノミスト

<学歴・職歴>

1991年 京都大学経済学部 卒業
1991年 日本銀行 入行
1997年 米国ブラウン大学経済大学院 修士課程修了
2013年 調査統計局 経済調査課長
2015年 金融研究所 経済ファイナンス研究課長
2016年 新潟支店長
2018年 金融機構局 審議役(金融システム調査担当)
2020年 調査統計局長
2022年 現職