COFACE ECONOMIC PUBLICATIONS

2025 年 9 月

FOCUS

Junyu Tan
Economist, North Asia
（香港特別行政区在住）

日本はデフレの罠から抜け出せるか？現在の設備投資ブームが鍵を握る

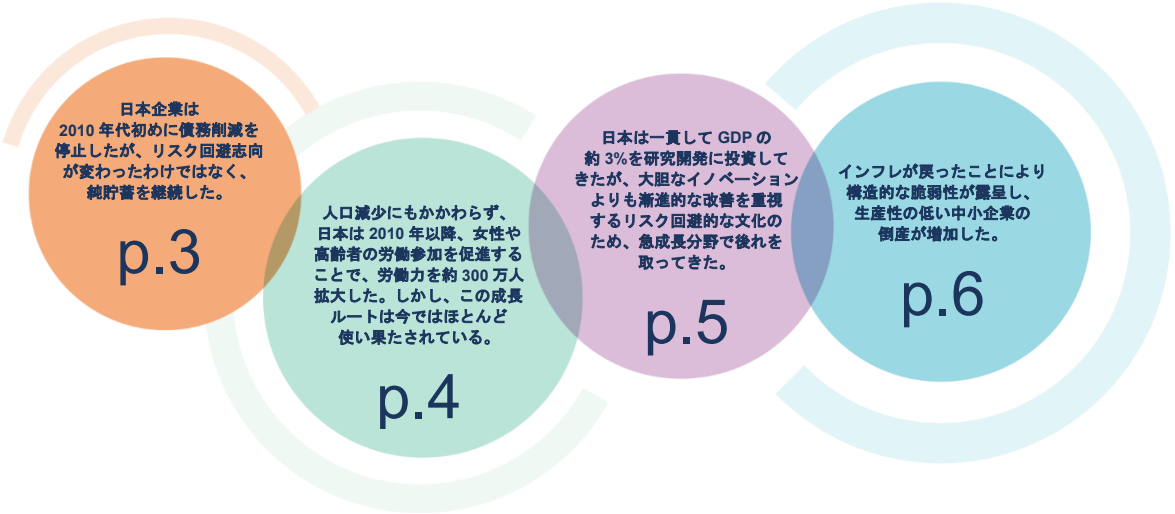
エグゼクティブ・サマリー

どのようにして日本にインフレが戻ったか。2022 年以降、日本は明らかにインフレになっており、総合インフレ率は日銀の目標である 2%を一貫して上回っている。インフレ圧力は、当初は一次産品価格の上昇や円安といったコストプッシュ要因によって生じたが、次第に需要主導型に変わってきた。まず、主に国内で事業を展開し、円ベースの海外売上の増加でコスト高を十分に相殺できず利益率の低下に直面していたサービス企業が消費者にコスト高を転嫁し始めた。次に、生計費の上昇と構造的な人手不足とが相まって、数十年ぶりの高い賃上げが 3 年連続で実現した。こういった動きから、資産バブル後の「バランスシート不況」の間に形成され、日本に深く根付いたデフレ・マインドが根本的に変化するのではないかという期待が高まっている。

持続可能か。このインフレ傾向が持続できるかどうかは継続的な賃上げにかかっており、さらに継続的な賃上げは、生産性向上を目的とする投資を通じて企業利益が持続的に増加するかに依存している。心強いことに、日本企業は現金をため込むことに注力してきた数十年にわたるやり方から、自動化や研究開発への積極的な投資に転換し始めている。増益や労働市場の構造的圧力、対象を絞った政府の奨励策がこの転換を支援している。しかし、増益、賃上げ、プラスのインフレという好循環を維持するのに必要な生産性向上をこれらの投資が生み出せるかという重要な問題は依然として残っている。

新たな勝者と敗者。日本のリフレ環境はこれまで企業利益を広範囲にわたって支えてきた。製造業、特に自動車と電気機械の分野は、円ベースの海外売上の増加という恩恵を受けているが、この勢いは米国の関税引き上げと円高によって妨げられる可能性がある。非製造業、特に宿泊、飲食サービス（ケータリング）、運輸業界は堅調な国内消費、訪日観光客の増加、価格決定力の強化によって利益を得ている。一方、生産性が低く、市場価格を受け入れるしかない中小企業は、人件費の上昇や利益成長の鈍化による圧力の高まりに直面しており、倒産が増加している。この整理は痛みを伴うが、最終的には、より生産性の高い企業に資本と労働力を再配分することで企業の効率性を高める可能性がある。

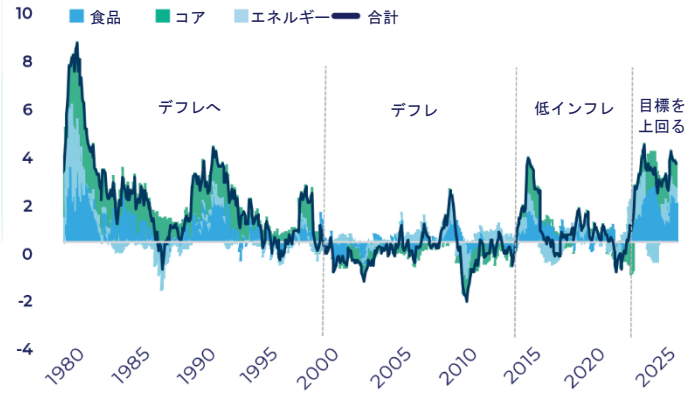
本稿内容の一部を紹介



日本経済は、株式や土地の資産価格バブルがはじけた 1990 年代初め以降、ほぼゼロかマイナスのインフレ率が長く続いた。1998 年には、地価の急落による不良債権の急増をきっかけとして実質的にデフレに陥った。このデフレ環境は 30 年近く続き、この間に、日本の総合インフレ率は原油価格の一時的な高騰や為替変動により小幅に上昇しただけであった。コアインフレ率は著しく低い水準で安定し、一時的な顕著な上昇（例えば、2010 年代半ばに、持続的な需要圧力によってではなく超緩和的な金融政策の開始と消費税率の引き上げによって上昇した。）が数回生じただけであった（**Chart 1**）。世界経済よりも国内要因の影響を受けやすいサービス価格はほぼ横ばいで推移した。

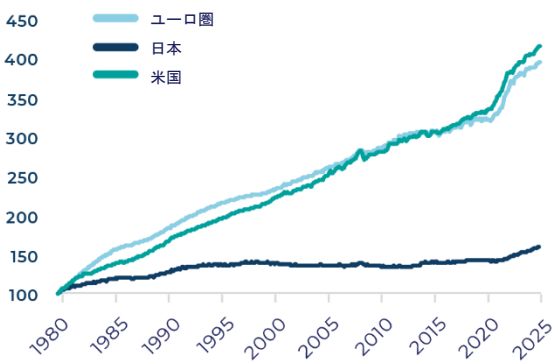
しかし、2022 年になると、食料・エネルギー価格の高騰と労働市場の構造的な逼迫化によりインフレの兆候が現れ始めた。これらの動きは日本の物価と賃金の長期にわたる停滞に挑戦し始めており、日本の長期的なデフレ環境を根本的に覆すのではないかとの期待が高まっている。

Chart 1：日本の消費者物価指数（CPI） *（前年同期比、%）*



出所：JSB、Coface

Chart 2：消費者物価指数 *（1980 年 1 月=100）*



出所：Macrobond、Coface

日本はどのようにして長期デフレに陥ったのか

根本的な転換が起きる可能性を評価するには、過去 30 年間にわたって日本経済を形成してきたデフレ要因をまず理解する必要がある。実際、日本が 1990 年代終盤にデフレに陥った原因は供給ショックと需要ショックの両方であり、前者は初期段階で一時的な役割を果たし、後者はより持続的であった。

供給面では、より安価な輸入品や効率性の向上など、いくつかの要因が物価下落に寄与したが、これらは必ずしもデフレ圧力の定着をもたらすものではなかった。一つの大きな要因は円高の急激な進行であり、プラザ合意[1]の前は対米ドルで 200 円を超えていた円が、1995 年には 80 円まで上昇した（**次ページの Chart 3**）。この円高が中国やアジア新興国などからの低価格品の流入を加速させた。同時に、これらの国々への生産の海外移転が日本国内の労働需要を減少させ、特に低技能労働者の賃金を下押しした。

しかし、その後、1998 年までに対ドルで 140 円前後まで円安が進んだことで輸入主導のデフレ圧力はある程度緩和されたはずである。

同時期に、IT を活用した生産性の向上も効率化を通じてインフレを抑制する上で一定の役割を果たした。例えば、IT の進歩によって価格の透明性が向上し、伝統的に利益率の高かった日本の流通システムが合理化された。こうした進歩は本質的にデフレ的だが、進歩のほとんどは IT 業界と製造業に集中していた。そのため、特に、生産性がそれほど向上していないサービス業などでインフレ圧力が相殺的効果をかなり発揮した場合、こういった進歩は広範な価格下落を引き起こすには十分でなかった可能性がある。これは、2000 年代初めに米国とユーロ圏で同様の技術進歩にもかかわらず CPI が上昇し続けた理由でもある（**Chart 2**）。長期的にみれば、生産性向上の恩恵が賃金の上昇を通じて広く共有され、需要の増加につながる場合、これらの進歩がインフレをもたらす可能性もある。

1 - プラザ合意は、1985 年に主要 5 か国（G5）の間で締結された協定で、特に日本とドイツの大幅な対米貿易不均衡を是正するために米ドルを切り下げることを目的としていた。この合意は急激な円高をもたらし、日本の輸出の伸びを大きく損なった結果、日銀は大幅な金融緩和を実施するに至った。この金融緩和策は、投機的な行動と相まって、株式や不動産の資産バブル形成の一因となった。その後、投機を抑制して景気を冷やすために日銀が 1990 年代初めに緩和姿勢を転換すると、バブルが崩壊し、長期にわたる景気停滞が生じた。

需要面では、日本は、資産価格の下落、実質債務負担の増加、需要の低迷がデフレスパイラルを助長するという、典型的な債務デフレの悪循環に陥った。地価の暴落を受けて（**Chart 3**）、1998 年前後になるとついに、借り手が保有する担保の価値が広範囲にわたって債務の価値を下回った。これが、いわゆる「バランスシート不況」を引き起こし、家計や企業はそれぞれのバランスシートを修復するために、消費や投資よりも債務の返済を優先しなければならなくなった。この債務削減が総需要を抑制し、さらなる物価下落と債務の実質価値の上昇をもたらした。その結果、債務削減の必要性がさらに高まり、デフレ圧力が一層強まった。

2010 年代初頭までに日本のバランスシート不況の表面的な制約はほぼ解消したが、デフレ・マインドは依然として残った。20 年近くにわたる企業と家計の債務削減を経て、多くの企業はバランスシートの修復を終え、有利子金融負債の新たな増加（**Chart 4**）や非金融法人の債務の増加（**Chart 5**）に表れているように、一部の企業は借入を再開した。しかし、財務体質の強化と歴史的な低金利が日本企業に債務の増加を促したものの、依然として大半の企業は警戒心から現金をため込むことを好み、純貯蓄を維持した。この根強い保守主義が生産への投資や技術の改良、賃上げを妨げ、また、総需要を減少させてデマンドプル型（需要主導）インフレを抑制しただけでなく、企業が顧客を失うことを恐れて値上げを躊躇したため、コストプッシュ型インフレが起きる可能性も抑制した。

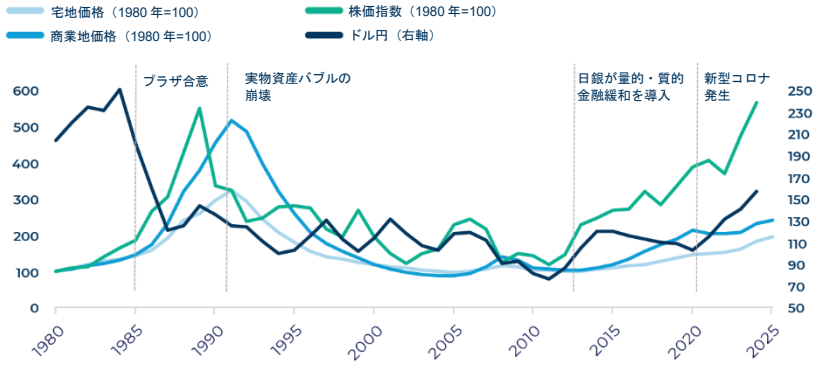
景気刺激的な政策がインフレをほとんど押し上げなかったのはなぜか。金融政策に関しては、超緩和政策のインフレ効果は流動性の罠によって損なわれた。支出や投資よりも現金をため込むことを好む家計や企業の根強い傾向が貯蓄過剰と借り入れ不足をもたらし、その結果、金利に下押し圧力がかかり、利下げをしてもほとんど効果がなかったのである。財政政策に関しては、持続的な経済成長を追求しようとしても、GDP の 235%に達する世界で最高水準の政府債務と、政府の資金調達コストの上昇が政策を制約した。重要な点は、この累積債務の主因がインフレを引き起こしかねない過剰な支出ではなく、増税に対する国民の抵抗感や課税所得に対する下押し圧力、高齢化を背景とした慢性的な歳入不足だということである。実際、日本の公共支出は控えめなままであり、GDP に占める割合は一貫して OECD 平均を下回っている。

現在のインフレ率上昇は一時的か、持続的か

日本の長期にわたるデフレ均衡の背後にある根深い行動的要因を特定したので、次の重要な問題は、現在のインフレ率の上昇が、この定着したパターンからの一時的な逸脱なのか、それとも決定的な脱却なのかという点である。

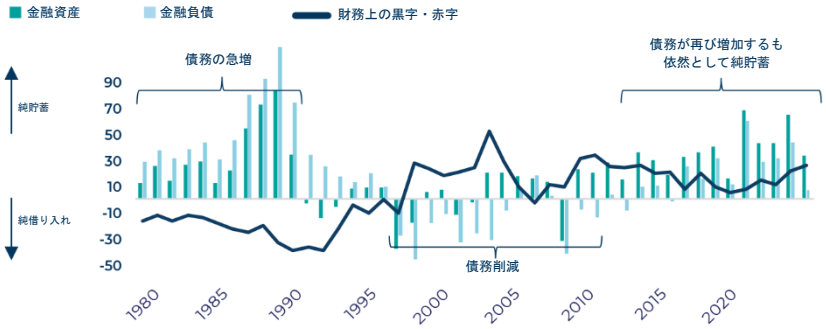
日本は数十年にわたる低インフレ均衡から最近脱却したが、当初これをもたらしたのはエネルギー価格の上昇と円安を背景としたコストプッシュ要因だった。2022 年以降、コロナ禍におけるサプライチェーンの混乱や、ロシアのウクライナ侵攻に伴う食料・エネルギー価格の高騰を背景に、こうしたコスト圧力が高まった。このコスト負担は、日本と他の主要国の金融政策の相違が拡大したことで生じた円安によって増幅された。とはいえ、円安と一次産品価格の上昇だけでは日本を低インフレ均衡から永続的に脱却させるのに十分でないかもしれない。これらのトレンドは反転する可能性があり、一般的にこれまでの外的な物価ショックは一過性だったことが立証されている。

Chart 3：日本の資産価格



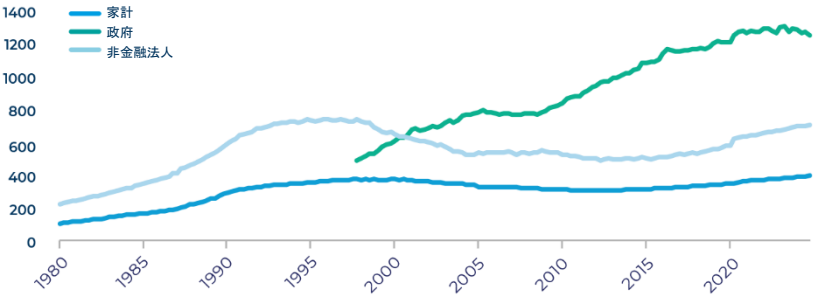
出所：国土交通省、Macrobond、Coface

Chart 4：日本企業の資金フロー（兆円）



注：日本銀行の資金循環統計では、金融資産には現金、要求払預金、定期性預金などの流動性資産が、金融負債には借入金や債券を含む有利子負債などが含まれる。
出所：日銀、Coface

Chart 5：日本のセクター別債務残高（兆円）



出所：BIS、Coface

しかし、物価上昇がモノからサービス、特に外食や娯楽に広がりつつあり、需要主導的な要因がインフレ動向にますます影響を与えている。輸出志向の製造業とは異なり、国内中心のサービス企業は、円ベースの海外売上の増加という恩恵を限定的にしか享受しておらず、むしろ原材料コストの上昇による利益率の圧迫に直面した結果、消費者へのコスト転嫁を加速せざるを得ず、製造業をも上回るペースで値上げを行っている（**次ページの Chart 6**）。

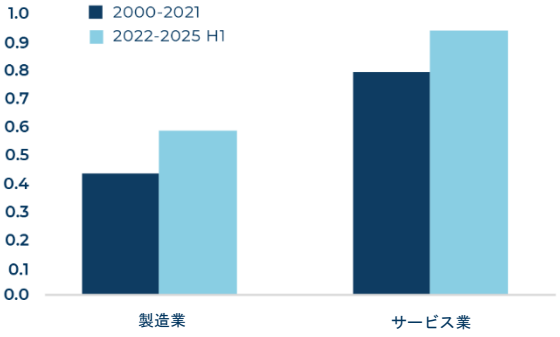
こういった値上げに伴い生計費が上昇したため、労働組合は物価上昇に見合った賃上げの要求に踏み切った。日本最大の労働組合である「連合」に所属する労働者の平均賃金上昇率は 2023 年から 2025 年にかけてそれぞれ 3.6%、5.1%、5.3%となり、過去 30 年間で最大の上昇率を記録し

た（**Chart 7**）。日本の労働者の約 70%を雇用する中小企業も、これにならって同じ期間に平均 2%のベースアップを実施した。こういった賃上げは、総合インフレ率の伸びと比べると緩やかで生計費の上昇を完全に相殺できないかもしれないが、労働組合の優先事項が長期雇用の下での雇用の安定重視[2]から賃上げへと顕著に転換したことを示している。

構造的な賃上げ圧力は、日本における需要主導型インフレへの転換の動きを強める可能性がある。生計費上昇の当面の影響が和らいだ後も、賃上げ要求は持続する可能性が高い。その要因として、人口減少の加速や非正規雇用の減少、労働市場の流動化を背景とした、労働市場の構造的変化や（労働組合の）交渉力の強化を挙げることができる。日本の 15 歳以上の潜在的労働力人口は 2010 年頃にピークを付けたが、労働者数はその後約 300 万人増加した（**Chart 8**）。この増加は、保育サービスの拡大や高齢者雇用助成策などの政策を通じて女性と高齢者の労働参加を促進したアベノミクスによるものである[3]。しかし、今や労働力人口は過去最高に達し、言葉の壁や文化的な抵抗によって妨げられている移民誘致を日本政府が強化しない限り、労働力供給の拡大余地は限られているとみられる。一方で、非正規雇用[4]から正規雇用への移行はコロナ禍前から始まり、徐々に進んでいる（**Chart 9**）。正規雇用は一般的に賃金が高く安定しているため、この移行は労働所得全体の上昇に貢献している。また、雇用の流動化と転職者の増加により、企業は人材確保のための賃上げを迫られている。こういった動きが、終身雇用と年功序列的賃金構造を長い間特徴としてきた伝統的に硬直的な日本の雇用慣行を揺さぶりつつある。

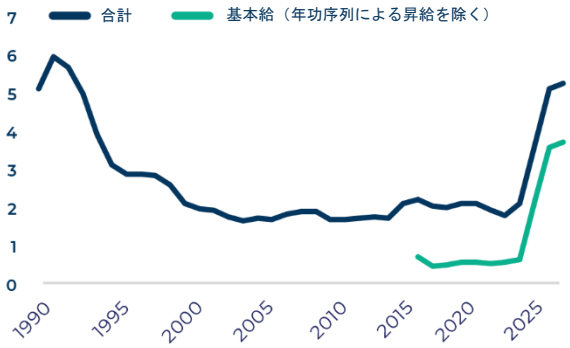
収益性を損なうことなく賃上げを持続させるには、生産性向上を目的とした投資が欠かせない。心強いことに、労働市場の構造的な逼迫化とコーポレート・ガバナンス改革を背景に、企業は前向きな対応を始めており、貯蓄と債務削減を重視する長年の姿勢からの重要な転換が起きている。企業の設備投資は 2022 年以降積極化し、2022～2024 年度で平均 9.1%増、今年度は 6.7%増となる見通しである（**次ページの Chart 10**）。これは、バランスシートの回復と海外投資の増加を背景に 1992～2019 年度が年平均 0.6%減だったのとまったく対照的である。投資ブームの主な分野としては、人手不足とコスト高の両方に対応し、労働力を代替することができるソフトウェアがある。一方、研究開発費も増えており、特にデジタル・トランスフォーメーション（DX）やグリーン・エネルギーなどの成長分野で顕著である。この動きは、税額控除措置に加え、東京証券取引所（東証）がバリュエーションの低い上場企業に対して資本効率を改善するよう圧力をかけていることによっても支えられている[5]。

Chart 6：日本企業のコスト転嫁
（原材料価格に対する製品価格のベータ値）



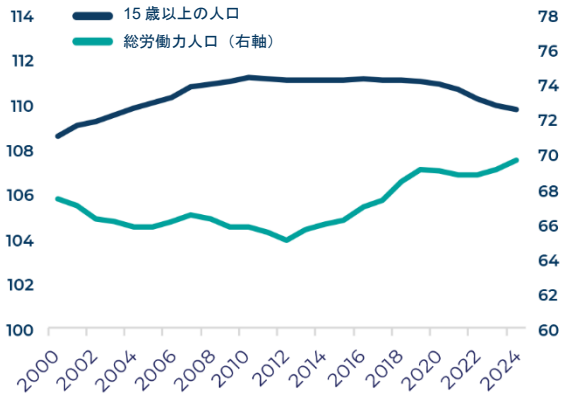
出所：日銀、Coface

Chart 7：春闘での名目賃金上昇率
（前年比、%）



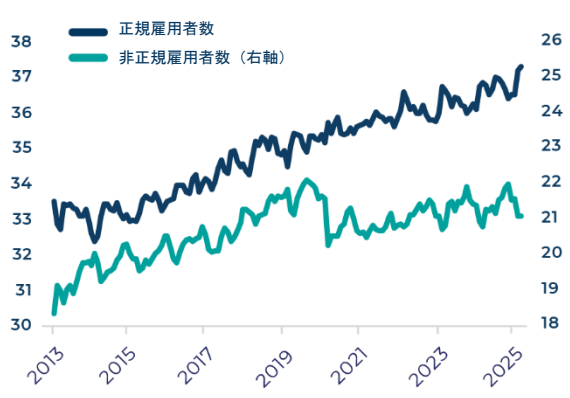
出所：連合、Coface

Chart 8：日本の労働力人口 *（百万人）*



出所：JSB、Coface

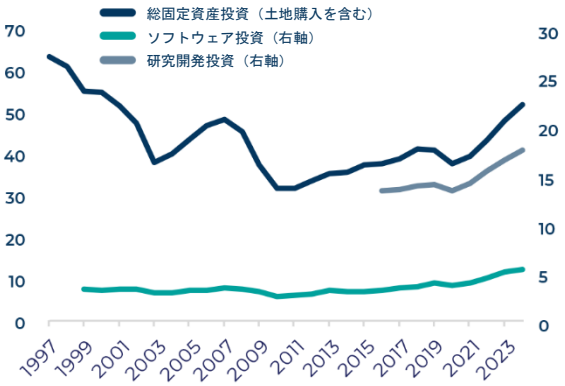
Chart 9：日本の雇用形態別総雇用者数 *（百万人、季節調整後）*



注：会社役員は総雇用者数に含まれない。
出所：JSB、Coface

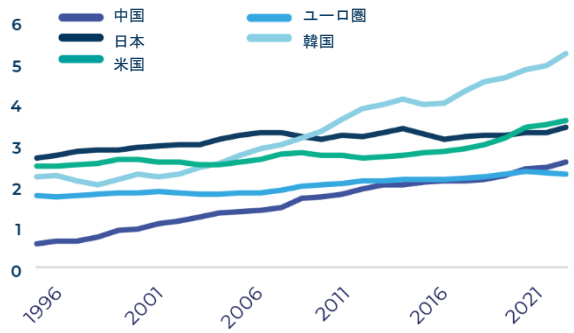
2 - リーマンショック直後の 2009 年に、日本の経済団体連合会（経団連）と労働組合総連合会（連合）は、長年にわたる終身雇用モデルの下での雇用安定を強調した共同声明を発表した。賃上げよりも雇用の安定を優先したこの声明のため、その後何年にもわたって労組は大幅なベースアップを要求することができなかった。
3 - 働く女性を支援するため、安倍政権は公立保育所の定員増、民間保育事業者への補助金支給、企業主導の保育施設の奨励を通じて保育サービスを拡大した。高齢労働者について、同政権は、高齢従業員を引き続き雇用した企業への補助金などの助成措置を導入した。また、定年年齢を引き上げ、65 歳以降の継続雇用を奨励するために年金支給開始年齢を段階的に引き上げた。
4 - 非正規雇用にはパート、派遣、契約社員が含まれる。
5 - 日本の 2021 年税制改正によると、企業は認可された DX（デジタル・トランスフォーメーション）投資に関して 300 億円を上限として最大 5%の税額控除または 30%の特別償却のいずれかを選択することができる。企業は、カーボンニュートラルの取り組みに関して、投資額 500 億円の範囲内で最大 10%の税額控除または 50%の特別償却を受けることができる。東京証券取引所（東証）は 2023 年 3 月以降、プライム市場とスタンダード市場に上場する全ての企業に対し、資本コストに関する情報開示の強化と設備投資戦略の見直しを要請した。東証は 2024 年から、こういった行動を公表した企業のリストを毎月公表している。

Chart 10：企業の設備投資 *（兆円）*



出所：日銀短観、Coface

Chart 11：研究開発投資 *（対 GDP 比、%）*



注：上図の投資額には「企業」、「政府」、「高等教育」、「民間非営利」の 4 つの主要部門における資本支出と経常支出の両方が含まれる。
出所：世界銀行、Coface

しかし、増益、賃上げ、インフレ率の安定という好循環を維持するのに必要な生産性の向上をこれらの投資が生み出せるかという重要な問題は依然として残っている。そのためには、製造業の企業は研究開発を高成長分野にシフトし、資本配分の効率化を図るべきである。日本は研究開発費を GDP の 3%程度と比較的高い水準で維持しているものの（**Chart 11**）、逆説的だがイノベーションの優位性を次第に失っている。この優位性の喪失は、破壊的革新よりも漸進的な改善を好む（例えば、新エネルギー車を追求するよりも内燃機関の改良を優先）、数十年続くリスク回避的な企業文化に主な原因がある。こうした慎重な姿勢の結果、急速に需要が拡大する半導体や電気自動車などの次世代技術で日本は韓国や中国などの同地域のライバルに後れを取ることになった。一方、非製造業は、ますます不足する労働力に対処するため、AI を活用した物流やロボットなど、自動化への投資を優先しなければならない。これらの技術は生産性を向上させる可能性があると同時に、賃上げに振り向ける資金を生み出すことができる。このような投資がなければ、労働力不足は売上高の伸びのボトルネックとなり続け、最終的には、旺盛な労働需要にもかかわらず賃金の伸びを抑制することになる。

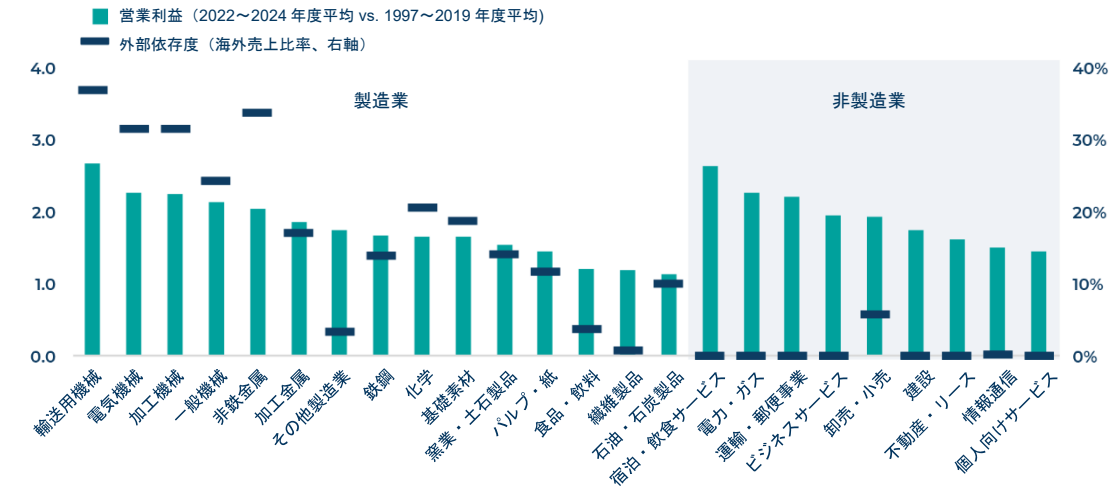
リフレから生じる新たな勝者と敗者

現在のリフレ・サイクルの持続可能性にかかわらず、その影響はすでに日本企業全体の中で明確な勝者と敗者を生み出し、利益を再配分し、新たな脆弱性を露呈させている。輸出企業では円ベースの海外売上が増加している一方、飲食サービス業や運輸業など国内中心のセクターは消費の回復や価格交渉力の改善から恩恵を受けている。一方、生産性が低い中小企業は、人件費の上昇や利益成長の鈍化による圧力の高まりに直面しており、倒産が増加している。

全体として、これまでのところリフレ環境は企業収益を広範に下支えしてきた。2022 年度以降、企業の営業利益は一貫して 70 兆円を超え、1997～2019 年度平均の 44 兆円を大きく上回っている。この急激な増益は家計の購買力の増加やコスト転嫁の強化、円ベースの海外収益の増加が重なった結果である。

セクター別にみると（**Chart 12**）、製造業では円高が利益の伸びを左右しているとみられ、海外収益への依存度が高い企業は利益が拡大し、輸入原材料への依存度が高い企業は低迷している。輸送用機械や電気機械の分野は、それぞれ

Chart 12：日本企業の利益状況



出所：日銀、Coface

ハイブリッド車への世界的な強い需要と生産のリショアリング（自国回帰）を背景に、コロナ禍前の 2 倍以上の利益を上げたが、これらの利益のかなりの部分は、円安によって円ベースの海外利益が膨らんだことで増幅されている。一方、食品・飲料や石油・石炭製品の分野は、円安に伴う原材料コストの上昇によって利益の伸びが抑制された。

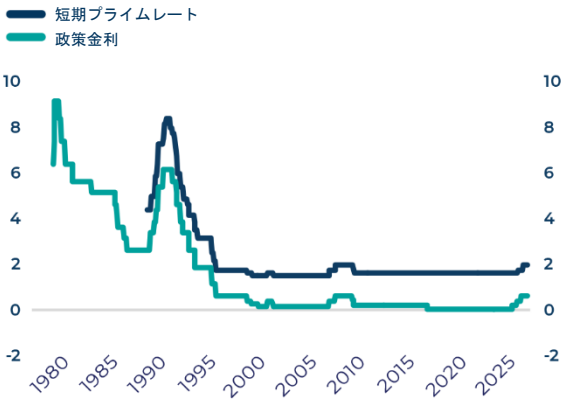
しかし、インフレ環境が長引けば、日銀の金融政策正常化が進み（**Chart 13**）、円高に転じる可能性もある。そうなれば、この傾向は逆転しかねない。円高になれば、為替を要因とする増益の一部が削られ、輸出業者のコスト競争力が低下する一方で、輸入業者の原材料コスト圧力は緩和される。さらに、最大の輸出先である米国で日本の輸出品に対する平均 14%の関税引き上げが今年 8 月から実施され[6]（**Chart 14**）、円高と相まって米国における日本製品の販売が圧迫され、輸出業者はシェアを維持するために値下げを余儀なくされる可能性がある。

非製造業の各分野の利益も力強い伸びを示し、コロナ禍前の水準からほぼ倍増している。改善をけん引したのは宿泊・飲食サービス業で、賃金上昇による国内消費の拡大と円安による訪日観光客の増加が寄与した。同様の理由で、運輸業も大幅な増益となった。また、ビジネスサービス事業者は、賃金と物価の好循環の下で需要を失うことなく価格を引き上げることができ、労働コストの上昇を相殺して利益率を維持している。政府補助金によりコスト転嫁が容易になったとみられる電力・ガス供給業者も利益が大幅に改善した。

企業規模別にみると、リフレ効果は不均等に分布しており、収益性の向上は大企業に偏っている。大企業[7]の利益は 2022 年度以降、価格決定力の強化とグローバル展開により、パンデミック前の水準から倍増した。一方、中小企業は、利益率が低下したため、より小幅な利益の伸びにとどまっている（**Chart 15**）。

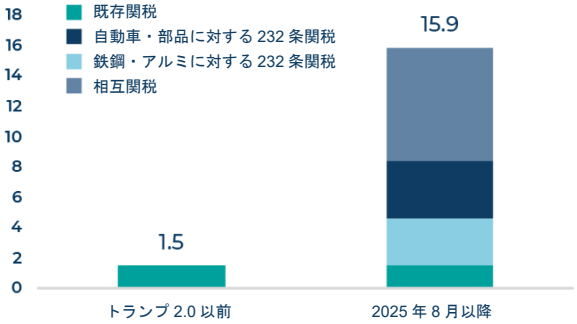
中小企業における利益の伸びの鈍化に、より深刻な人手不足とマクロ経済政策の転換が重なり、企業倒産が増加している。倒産件数は、アジア金融危機やリーマンショック後の水準には達していないが、2022 年後半以降、顕著な増加がみられる（**Chart 16**）。労働市場の逼迫化と賃上げ圧力により、一般的に賃金の安い中小企業が労働者を引き付け、維持することがますます困難になっている。さらに、長期にわたる金融緩和と財政支援のおかげで生き残った生産性の低い中小企業は、政策の正常化につれてますます強い圧力を受ける可能性がある。金利の上昇は緩やかであるとはいえ、より収益性の高い企業に資本を誘導する可能性があり、一方で、中小企業向けの財政支援や補助金は財政面の制約の高まりに伴い、徐々に減少していく可能性がある。こうした圧力は、短期的には倒産のさらなる増加につながりかねない。しかし、長期的にみると、この整理によって、資源のより生産的な活用に向けた再編・再配分を通じて企業の効率性が高まる可能性がある。

Chart 13：日本の金利 *（%）*



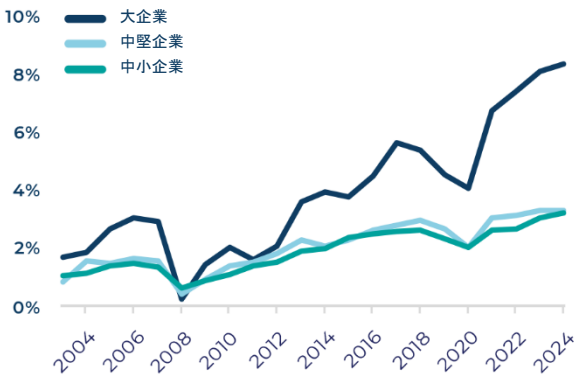
出所：日銀、Coface

Chart 14：米国の対日実効関税率 *（%）*



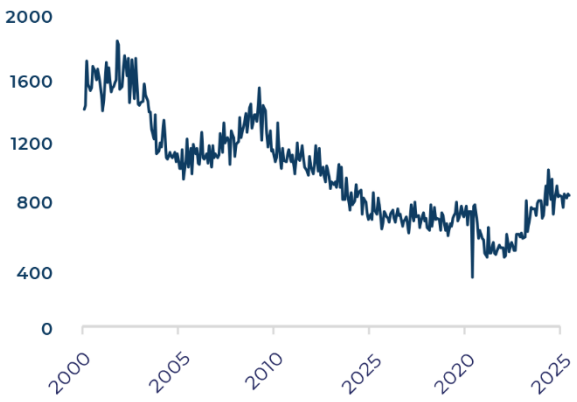
出所：Coface、ホワイトハウスと米国国勢調査局のデータに基づく

Chart 15：純利益率



出所：日銀、Coface

Chart 16：企業倒産件数



出所：日本帝国データバンク、Coface

6 - 「コファス・ブリーフ：日米貿易合意はより悪い結果を回避したが、実施面の障害は残る」を参照。
7 - 日銀短観によると、大企業は資本金 10 億円以上、中堅企業は資本金 1 億円以上 10 億円未満、中小企業は資本金 2,000 万円以上 1 億円未満と定義されている。

結論

日本で待ち望まれていたデフレの罠からの脱却が勢いを強めている。この脱却は、当初、外部要因によるコストプッシュ型の現象として始まったが、現在では、力強い賃金の伸びとサービス価格の広範な上昇が示すように、内需によって次第に支えられつつある。一次産品価格の下落や場合によっては（日銀の金融引き締めと FRB の金融緩和を背景とした）円の反発によってインフレ圧力が一部緩和される可能性があるが、最終的には、インフレの持続は企業行動のより深い変化、つまり現金のため込みから積極的な生産性向上投資に転換できるかどうかにかかっている。

この転換は、自動車メーカー、電気機械メーカー、国内の飲食サービス業者や輸送サービス業者などの明確な勝ち組企業を生み出す一方で、生産性が低く市場価格を受け入れるしかない中小企業の脆弱性を露呈させ、倒産の増加の一因になっている。この再編は痛みを伴うが、金融政策の正常化を通じて資本を、雇用市場の流動性向上を通じて労働力をより効率的に再配分する上で必要なものである。これらの変化が相まってより活力にあふれた企業環境が整備されれば、日本のより高い潜在成長力がついに顕在化する可能性がある。

免責事項
本文書は、入手可能な情報に基づく、作成日現在のコファスの経済調査部の意見を反映しています。本書に含まれる情報、分析、意見は、信頼性が高く、かつ真摯であると考えられる複数の情報源に基づいて作成されていますが、コファスは本ガイドに含まれるデータの正確性、完全性、現実性を保証するものではありません。情報、分析、意見は情報提供のみを目的としており、読者が他に入手できる情報を補足することを意図しています。データの正確性、完全性、現実性に関して、コファスは誠意をもって、また商業的に合理的な努力に基づき、本ガイドを公表しています。コファスは、読者が情報、分析、意見を使用した結果、読者が被ったいかなる種類の損害（直接的、間接的を問わず）または損失についても責任を負わないものとします。従って、読者は、本ガイドに基づいて下す決定とその結果について、単独で責任を負うものとします。本ハンドブックおよびその中で表明された分析・意見はコファスの独占的所有物であり、読者は、「コファス」の名称が明記され、この段落が複製され、データが変更・修正されないことを条件として、内部使用のためにのみ、それらを参照または複製する権限を有します。コファスの事前の同意がない限り、公的又は商業的な使用、抽出、複製は禁止されています。読者は、コファスの下記ウェブサイト上の法的告知を参照してください：
https://www.coface.com/Home/General-informations/Legal-Notice

本レポートは『COFACE ECONOMIC PUBLICATIONS, Japan at the crossroads: Will it escape the deflationary trap?』の参考訳（日本語）です。原文はこちらをご参照ください。

COFACE SA
1, place Costes et Bellonte
92270 Bois-Colombes
France

www.coface.com

2025 年 9 月 — レイアウト：Cécile Bélonie — 写真©iStock