国際関係研究所　連続講演会

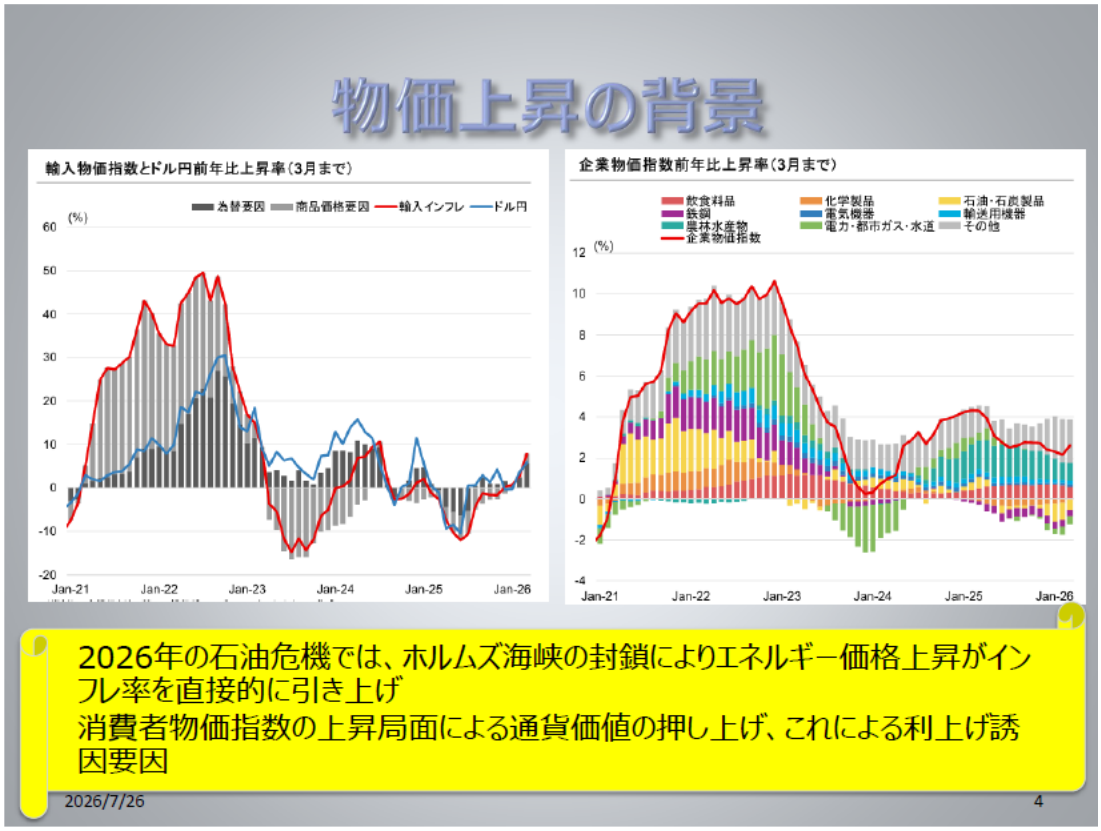
共通テーマ：グローバルリスクと社会―不確実な世界を生き抜く
第４回「金利ある世界」と想定シナリオ
2026 年 7 月 31 日（六本木校地にて）

松本栄子（東京大学先端科学技術研究センター連携研究員）

はじめに

ホルムズ海峡の封鎖に伴う原油高が二度の石油危機を想起させる。1970 年代の石油危機では、多くの中銀が景気下支えを優先し、物価高の抑制が後手に回った。人々のインフレ期待が急激に高まった結果、深刻なスタグフレーションに襲われた。2026 年の石油危機は、ホルムズ海峡の事実上の封鎖によりエネルギー価格上昇がインフレ率を直接的に引き上げた。消費者物価指数の上昇局面による通貨価値の押し上げ、これによる利上げ誘因要因となっている。また高市政権発足以降の財政懸念の高まりを受け、日本国債の利回りは中長期の上昇要因となっている。経済停滞、地政学リスクの高まり、パンデミックが相乗的に作用する中で、グローバル化は後退し、世界の人件費と生産コストの押し上げ圧力となっている。それでは、日本の人々の暮らしを圧迫している円安インフレがなぜ起きたのだろうか。

本講演では、グローバル化の後退による世界インフレへの影響、日本の長期停滞を背景とした財政懸念の高まりを受け、日本国債の利回りは中長期の上昇要因となっている事を指摘する。



グローバル化の後退

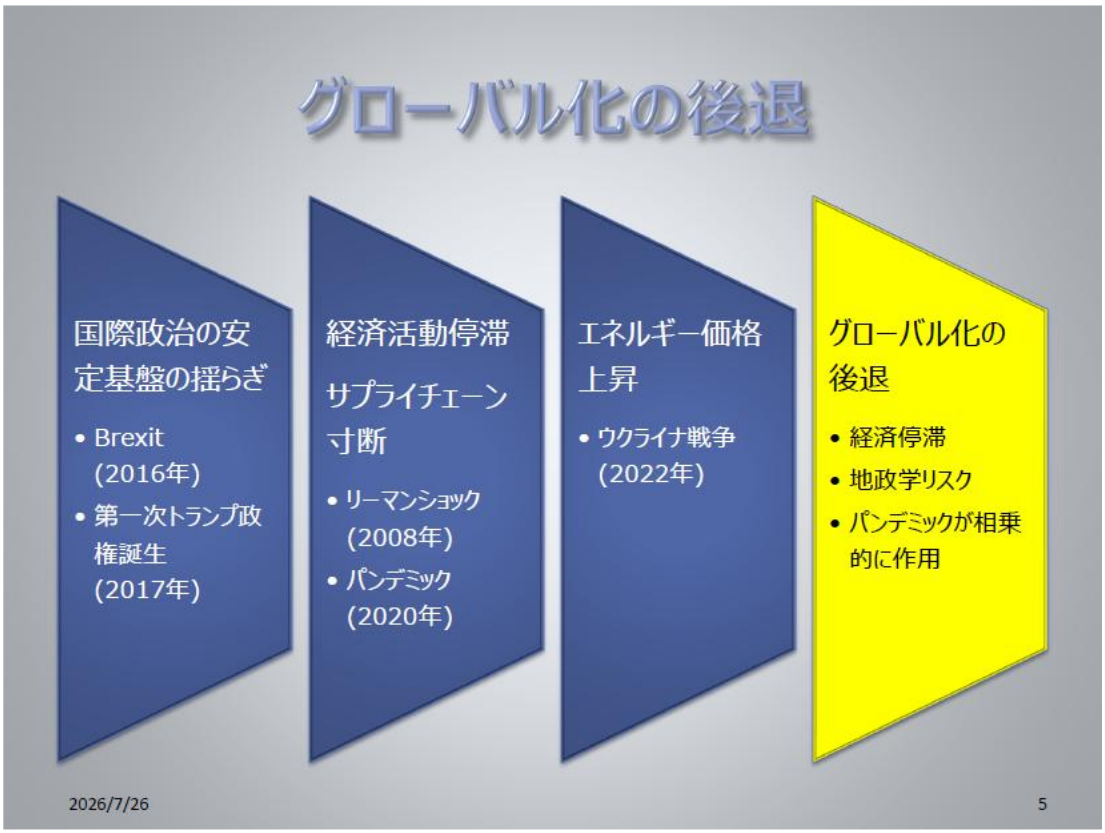
過去 20 年以上に亘り、世界貿易は多国間、複数国間、二国間での貿易自由化に支えられて国際分業が進み、グローバルなレベルで供給の連鎖が構築されてきた。1980 年から 2000 年代初頭にかけて世界の貿易量が急速に上昇し、グローバル化の全盛期であった。グローバル化の時期は、物価と経済成長が安定していたのが特徴で、米国は大いなる安定期と呼ばれていた。

2000 年代後半になると、世界金融危機で経済活動が停滞し、それに伴い貿易量も減少し始めた。イギリスの欧州連合離脱(2016 年)、第一次トランプ政権の誕生(2017 年)、これまで自由貿易を支えてきた国際政治の安定という基盤が揺らぎ、貿易量の減少に拍車をかけた。これに追い打ちをかけるようにパンデミックが起きた(2020 年)。

世界では過去 5 年余り、新型コロナのパンデミック、ロシアによるウクライナ侵攻、これらに伴う国際物流の混乱や、半導体等の供給不足、エネルギー価格の高騰等、企業のサプライチェーンに大きなインパクトを与える事象が相次いだ。

新型コロナウィルスが米国に深刻な影響をもたらした最初の兆候は、グローバル・サプライチェーンに現れた。工場閉鎖の波が、中国、欧州、米国に押し寄せ、様々な製品の生産が途切れ、グローバルなサプライチェーンが寸断され貿易量が大きく落ち込んだ。半年後にはウクライナ戦争(2022 年)が商品の価格を跳ね上げ、欧州経済がロシア

のエネルギーに依存していたことが露呈した。このように、経済停滞、地政学リスクの高まり、疫病が相乗的に作用する中で、グローバリゼーションの進展への期待は大きく後退した。



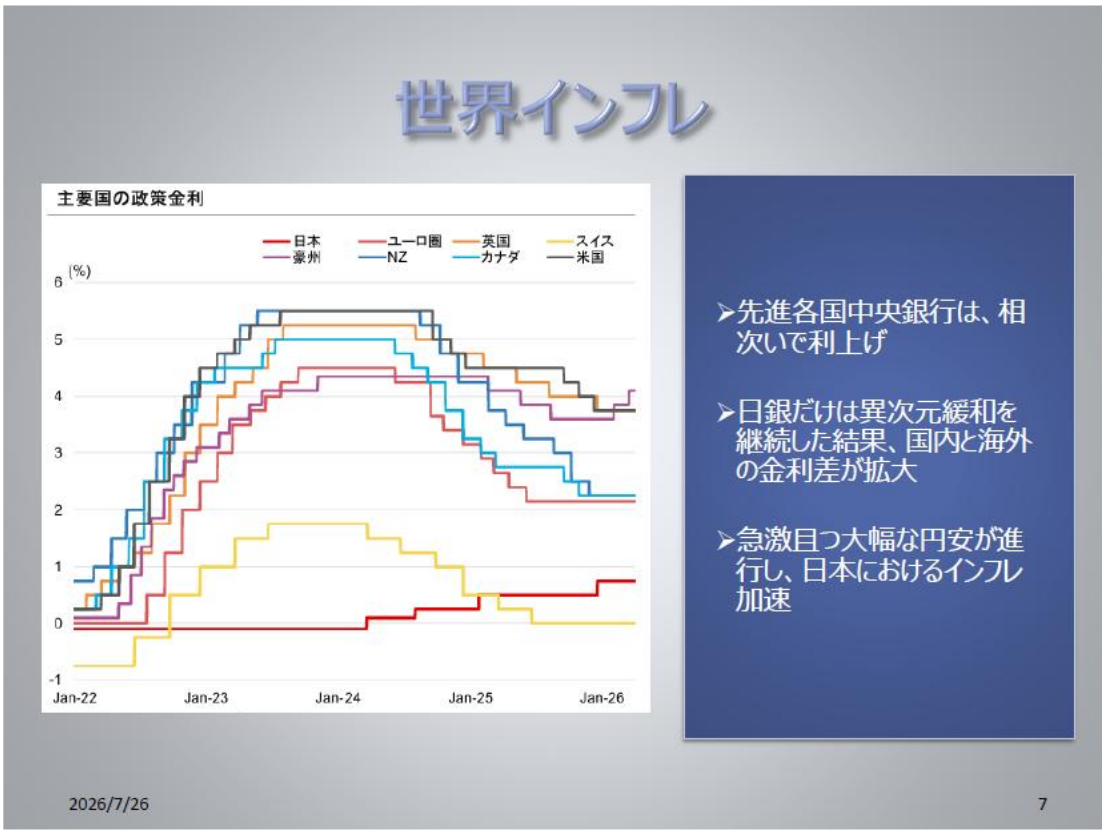
世界インフレ

グローバル化の後退は、世界と日本の賃金、物価にどのような影響を及ぼしたのであろうか。グローバル化の後退で、米欧企業は中国等から撤退し、自国や近隣諸国に生産をシフトさせた。その結果、人件費と生産コストが上がり、賃金と物価への押し上げ圧力が生じた。

2021 年からの世界的なインフレは、サプライチェーンの寸断等、コロナ危機に対して、先進各国が一斉に財政、金融両面で大規模な景気刺激策を行った事の影響が大きかった。その結果、物価が上がり始めたにも拘わらず、多くの国が金融緩和(低金利や資金供給)を続けて、金利を上げる等の引締め策をとるタイミングが遅れた。

グローバル化後退の日本への影響に関しては、慢性デフレの後退である。賃金据え置きのインフレの主な原因は、先進各国がコロナ禍に対応する為に行った大規模な金融緩和にある。グローバル・サプライチェーンの混乱による供給制約や、2022 年 2 月 24 日に始まったロシアによるウクライナ侵攻の影響で輸入物価が上昇し、グローバル経済は

高インフレに見舞われた。先進各国の中央銀行は、相次いで利上げに踏み切った。日銀だけは異次元緩和を継続した結果、国内と海外の金利差が大きく開き、急激且つ大幅な円安が進行し、それによって日本国内でのインフレが加速した。



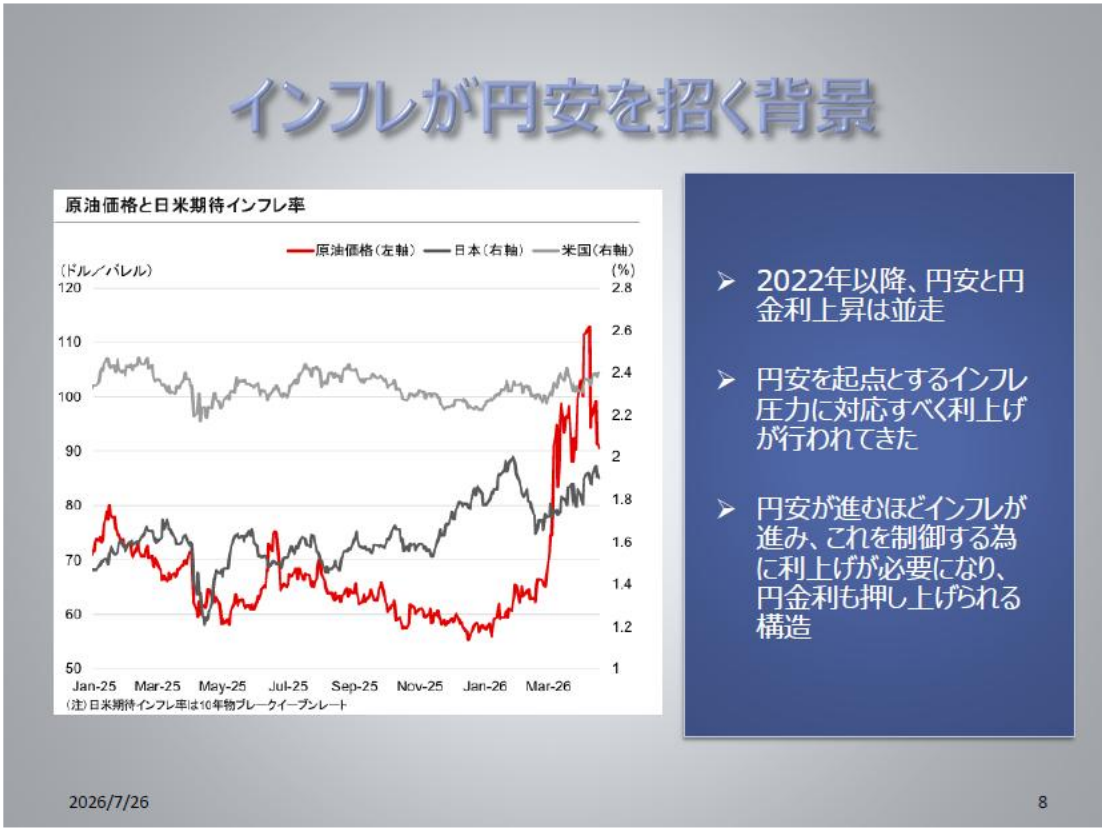
インフレが円安を招く背景

それでは、日本の人々の暮らしを圧迫している足元の円安インフレがなぜ起きたのだろうか。需給面では、鉱物性燃料価格の上昇が本邦の貿易収支赤字を拡大させ、2022年型の円安を到来するという不安が最大の争点となっている。通貨安と金利上昇の併発は、日本固有の争点である。5月19日には10年国債の金利が一時2.9%台と、29年ぶりの水準に達し、国内の経済、金利情勢に対する影響を懸念する状況にある。金利上昇は、日本固有の事象ではなく、世界的な潮流であり、その背景としては、イラン情勢に伴う原油価格の高止まり、インフレ期待の上振れが挙げられる。

インフレになってモノの値段が上がると、相対的にお金の価値が下がる。これまで、1,000円で買えたものが、1,200円に値上がりした場合、同じものを買う為に多くのお金を払うので、為替レートにおいても円の価値が下がる。

2022年以降、円安と円金利上昇は並走してきた。実情は、円安を起点とするインフレ圧力に対応すべく利上げが行われてきた。円安が進むほどインフレが進み、これを制

御する為に利上げが必要になり、円金利も押し上げられる構造となっている。足元の円建て輸入物価指数は、確実に加速している為、これが消費者物価指数を経由してインフレ期待に影響している可能性がある。



慢性デフレ

政府は、内閣府が 2006 年 3 月に参議院予算委員会に提出した「デフレ脱却の定義と判断」において、「物価が持続的に下落する状況」を「デフレ」と定義し、また「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無い事」を「デフレ脱却」と定義した。

日銀は長年のデフレで定着した物価は上がらないという意識を変え、2%の物価目標を達成する為、賃金を物価の好循環が安定して実現す見通しが立つまでが、緩和的な環境を維持する姿勢をとってきた。

「慢性デフレ」とは、物価と賃金が毎年据え置かれる経済現象である。1990 年代に始まり 30 年余り続いた。慢性デフレの特徴は、商品価格の平均値である物価が据え置かれただけでなく、個々の商品価格も据え置かれた事である。また賃金についてマクロ平均値が据え置かれただけでなく、企業単位、労働者単位でみたミクロの賃金も据え置

かれた。物価と賃金が据え置かれる中で、金利は 1990 年代末にゼロになり、それ以降、ゼロ金利が長く続いた。

1990 年代のバブル崩壊以降、企業は短期的な収益確保のため、賃金や成長の源泉である投資を抑制し、結果として、消費の停滞や物価の低迷、さらには経済成長の抑制がもたらされ、日本経済は、「低物価・低賃金・低成長」という悪循環に陥った。こうした悪循環の中で、家計にはデフレマインド、企業にはコストカットの志向が染みついてきた。

その象徴が、労働者と経営者が賃金の引上げを交渉する春闘である。2002 年に経団連が春闘の終焉を宣言し、2003 年には連合がベースアップの統一要求を断念した。これにより賃上げは事実上停止し、賃金は毎年据え置かれる事になった。賃金が据え置かれる中、購買力が伸びない為、企業は価格を上げる事が出来ず、賃金と物価が共に据え置かれる状況が始まり、広く社会に定着した。

不良債権問題が終結した 2000 年代半ば以降も継続され、2010 年代に入っても、長期雇用制を維持する為、生産性が改善しても、実質賃金は全く引き上げられなかった。日本の慢性デフレは、グローバル化の下で雇用を守るために社会が選んだ苦渋の選択であった。

実質実効レート

慢性デフレの始まりには、実質実効レートが密接に関連している。実質実効レートとは円の実質実効レートは対ドルのほかユーロ、英ポンドなどの主要通貨に対する相対的な値動きを、各国・地域との貿易量、物価水準の相対的な差などをもとに加重平均して求める。国際決済銀行（BIS）が 2020 年を 100 とした指数として公表しているものが使われる事が多く、日銀も参照している。ある通貨のモノやサービスの購買力を指数で表したものである。

米ドル円レートだけみると、現在の 1 米ドル＝160 円台の水準は概ね 1980 年代後半のレートに匹敵する。しかし、実質実効為替レートの水準を見ると、国際決済銀行が算出しているナロウ（狭義）ベースで、1 米ドル＝360 円の固定相場制の下にあった 1970 年前後の水準まで円安が進んでいる。

慢性デフレが始まった 1990 年代半ば、日本の賃金は世界でトップクラスになった。日本と米国の労働者の賃金を比較すると日本の方が高かった。内外の賃金で実質化した円ドルレートが過度に円高であった。このままでは日本企業が国際競争力を維持出来ないとの認識が財界に広がり、円建ての賃金を引き上げる努力が始まった。これが慢性デフレの始まりだった。つまり、慢性デフレは、実質の円安を無理やり創出しようとする試みの中で生まれたものである。

このように慢性デフレの時期の 30 年間は、高いニッポンから安いニッポンへと転落する。つまり、過度な実質円高から過度な実質円安へ大きく振れた時期だった。1990 年代半ば以降、実質実効レートが低下トレンドを辿り、現在、1970 年前後の水準まで低下している。これは、名目ベースで円安が相当に進んでいるだけでなく、諸外国の物価が上昇を続ける中で、長く日本の物価だけが横這いだった事が背景にある。その根底には、日本の実質賃金だけが低迷を続けている事がある。

過去四半世紀を振り返ると、以前は米国が利下げすると、日本には利下げ余地があまりなかった為、米国との金利差が縮小し、超円高が進んだ。そうなると、輸出を中心に収益を上げている企業の売り上げや利益が減り、その事が国内の設備投資や雇用者の所得に悪影響を与えて、個人消費を含め、経済全体にダメージを与える構造があった。



構造的背景

日本の長期停滞が続いていたのは、儲かっている大企業がため込んで、賃上げや人的投資が長く疎かにされてきた事、社会情勢が大きく変化して、家計の直面するリスクが大きく変化したにも拘わらず、それに応じた社会保障制度のアップグレードを政府が怠り、セーフティネットで包摂されない人が増えている事が挙げられる。

日本は円安インフレで、実質賃金は損なわれ、ぎりぎりの状態に追い込まれた。2013

年に異次元緩和を始めた際、2%インフレ達成の短期決戦に踏み切ったのは、団塊世代の退職で人手不足が始まり、賃金が上昇すると日銀首脳が見込んでいたからだと思われる。しかし実際には、高齢者と女性の労働供給の増大が賃金上昇を大きく抑える事になった。

コロナ後にインフレが訪れ、物価高による賃金の目減りを回避すべく、企業はベースアップを復活させた。暫く物価高に追いついていなかったが、実質賃金上昇率は概ねゼロとなってきた。個々の賃金は 2%弱の定昇分だけで実質で上昇する。つまり大企業は、物価高をベースアップで調整する事によって、2%の定昇分だけ個々人の賃金が実質で上昇するように配慮している。

日本の産業界が行ったのは、正社員の実質賃金を低く抑えてきただけではない。長期雇用制を維持する為に、非正規雇用に依存するようになり、収奪的な二重労働市場性を生み出した。企業は、非正規雇用に頼る事で、長期雇用制を維持しながらも、人件費という最大の固定費の一部を変動費に変換する事が可能となり、経済ショックに対して頑健になった。それゆえに、完全雇用が近づいても、日本では個人消費の回復が脆弱である。セーフティネットを持たない労働者の割合が増え、一国全体でリスクシェアリングが不能になったために、マクロ経済そのもの頑健性が失われた。

日本で非正規雇用が増えたのは、2000 年代の小泉純一郎時代の社会保障制度改革に大きく影響している。当時、高齢化で大きく膨らんだ社会保障費の財源を日本政府は、現役世代の被雇用者の社会保険料の引き上げで賄った。社会保険料の増大は、企業にとって人件費の拡大に繋がる。このため、人件費の抑制を最優先する企業経営者にとって、社会保険料の増大は、正社員の増大を抑え、非正規雇用を増やすインセンティブになった。

定期昇給の存在によって、ベースアップを行わなくても、個々の労働者の賃金は毎年着実に上がるからベースアップの必要がなく、それゆえに日本の賃金は上がってこなかった。2023 年の賃上げ率が 29 年ぶりに 3%を超え、2024 年に 5.1%まで加速したのは、物価高で定昇分が損なわれるのを避ける為、消費者物価指数(生鮮食料品を除く消費者物価)は、2022 年度が 3.0%、2023 年度は 2.8%であったが、2024 年に物価高を超える 3.6%のベアが行われたのは、2023 年の 2%程度のベアでは、物価高を補うのに十分では無かった為と思われる。

近年、企業統治改革(コーポレートガバナンス改革)の効果もあり、経営陣には株価連動型報酬が導入されているため、大企業経営者自身の報酬は上がっている。企業が蓄えている利益剰余金(内部留保)は、1998 年には約 130 兆円だったが、アベノミクスが始まった 2013 年には 300 兆円に達して、2023 年には 600 兆円に積み上がった。人件費は殆ど横ばいのままなのに、利益剰余金は四半世紀で 5 倍弱の水準に達した。

1990 年代末から 2022 年頃迄の間、ベアが殆ど行われなかった事を考えると、企業が

基本給を抑える事で利益を蓄え、長期雇用制度の維持を可能にしていた。日本では、1990 年代末に金融危機が起き、その影響が落ち着いたかと思えば、2000 年代末にはリーマンショックが起こり、輸出産業の売り上げが大きく落ち込んだ。繰り返される金融危機の経験から、日本企業は長期雇用制を守る為にも、「たとえ利益が出ても、それを社内に蓄え、次に訪れるかもしれない危機に備える」という行動をとるようになり、これが産業界の規範となった。

2022 年以降の変化

物価上昇、賃金上昇率、金利という三つの変数が異常に低い状況は、2013 年に始まったアベノミクス、その下で行われた日銀による異次元金融緩和でも変える事は出来なかった。日銀は 2024 年 3 月に政策金利をマイナスからプラスに引き上げる金利の正常化をスタートさせた。

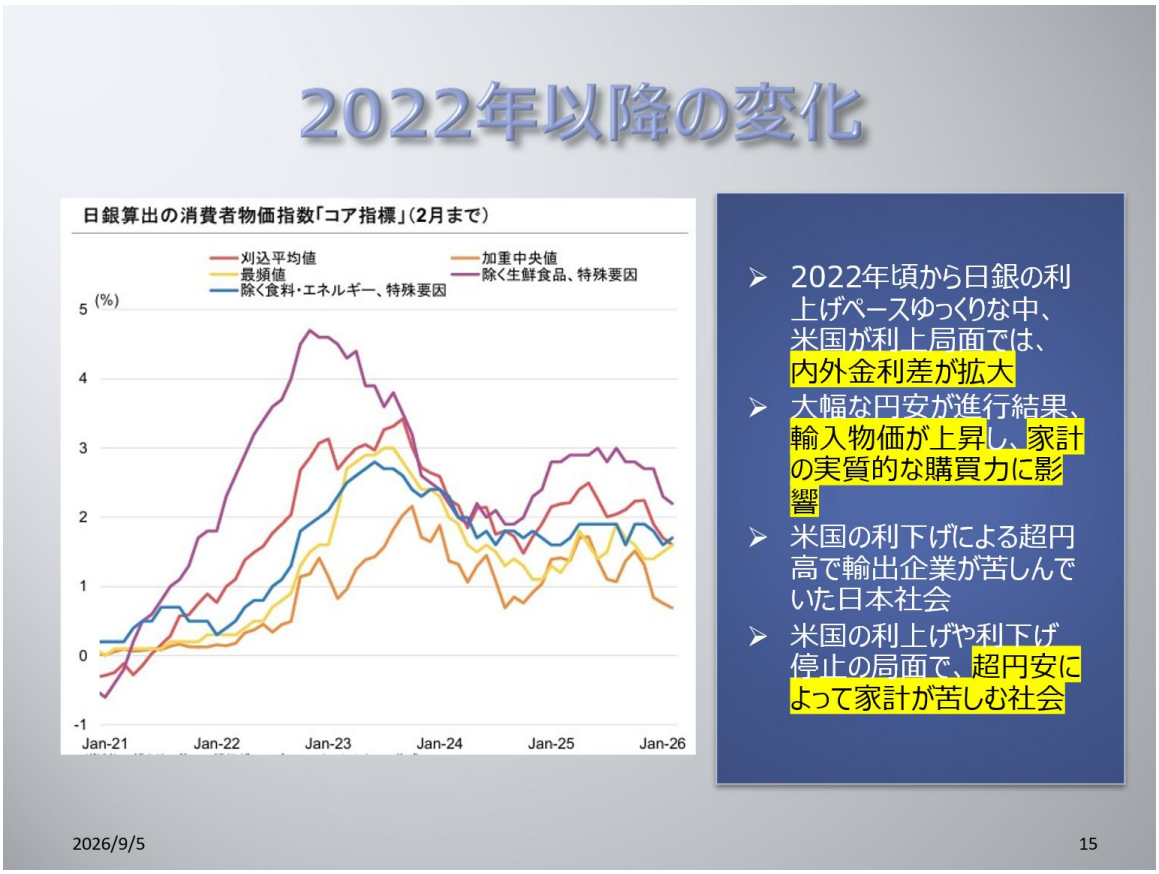
第一の変化は、企業のプライシング行動の変化である。かつての日本企業は価格を上げると顧客が逃げると考え、それを恐れて価格転嫁を躊躇っていた。2022 年を機に価格を上げても顧客は逃げないという認識を企業が持つようになり、コスト上昇を価格に転嫁する姿勢を強めていった。

日銀の植田和男総裁は、慢性デフレがリアルに及ぼした影響と今後について、2023 年 12 月の経団連での講演において踏み込んだ発言をしている。「わが国の陥った低インフレ環境の大きな特徴は、賃金、価格設定行動において現状維持のバイアスが強くかかり、多くの品目で価格が据え置かれるようになった事でした。この事は、個々の商品の間の相対価格が変化しにくくなり、市場の価格発見機能が働きにくくなった事を意味します。結果として、資源配分が非効率的となり、経済全体で見た生産性を損なっていた恐れもあります」と述べ、個別商品の価格が据え置かれる事で価格メカニズムが機能不全になった事を指摘した。

第二の変化は、労働者の賃上げ要求である。消費者物価上昇率が 2022 年末に 4%に達する中で、労組は春闘の目標を高めに設定し、2023 年の春闘は、30 年ぶりの高水準を達成した。政府、日銀は賃金予想の停滞を改善すべく、新たな施策を展開してきた。日銀は 2023 年 4 月の会合で、フォワードガイダンスについて、2%の物価安定を目指す基本線を維持しつつ、「賃金の上昇を伴う形で」という文言を追加した。日銀が物価だけでなく賃金の上昇にも配慮した政策運営を行うことをフォワードガイダンスに明示したのはこれが初めてだった。

第三の変化は、2022 年以降、物価と賃金が上昇し始め、その上昇に持続性がある事を確認した日銀は、2024 年 3 月に超金融緩和を停止し、政策金利をマイナス 0.1%からプラス 0.1%に引き上げた。2022 年頃から日銀の利上げペースが相当にゆっくりである中、米国が利上局面では、内外の金利差が拡大し、大幅な円安が進んだ。その結果、輸

入物価が上昇し、家計の実質的な購買力に悪影響が及んでいる。かつては、米国の利下げによる超円高で輸出企業が苦しんでいた日本社会が、今では米国の利上げや利下げ停止の局面で、超円安によって家計が苦しむ社会へと移行した。



日銀の金融政策

量的・質的金融緩和

日銀による国債購入に関する重要な出来事は、2013 年 4 月に、黒田東彦総裁(当時)でデフレからの脱却を目指して導入した量的・質的金融緩和である。量的・質的緩和とは、「量」及び「質」の観点で大規模な緩和を実施する政策である。

「量的緩和」とは、それまでにない規模で国債等の資産買い入れを行う政策である。市場に出回るお金を増やす政策で、金利低下や投資促進を通じて景気を刺激する。

量的緩和の開始時には、マネタリーベースを年間 60 兆～70 兆円程度増やす目標が立てられ、この達成のため、年間 60 兆円程度、国債を大規模に購入する事がアナウンスされ、量的緩和政策が実施された。伝統的な金融政策は、短期金利を操作するものであるが、量的・質的金融緩和では、操作目標を無担保コールレートと呼ばれる短期金利から、マネタリーベースへと変えた。

「質的緩和」は、これまでと質的に異なった資産を購入する政策である。これまでは短い年限の国債を購入していたが、全ての年限の国債を購入する事とした。また日銀が購入する国債の平均年限を長期化した。これは、日銀がより金利リスクをとる政策だといえる。

マイナス金利政策

2016 年 1 月に、日銀は、日銀の当座預金の一部にマイナス金利を付す、マイナス金利政策を導入した。マイナス金利政策とは、中央銀行が名目金利をゼロ未満のマイナス金利に設定する金融政策である。

日銀が国債を購入すると、日銀の当座預金が民間金融機関の資産サイドで増加する。2016 年 1 月迄は、日銀は 0.1%の金利を民間銀行に払っていた。マイナス金利政策とは、金融機関が日銀に 0.1%の金利を払わなければならないようにする政策である。金融機関による中央銀行への余剰預金に金利を支払うようにする事で、金融機関がより一層貸し出しを増やす事を意図した政策であり、経済を刺激させる目的で行われる。2016 年 9 月に日銀は、短期金利をマイナス金利に誘導するだけでなく、10 年金利(長期金利)がゼロ付近で推移するように誘導する政策を導入した。

日銀は、10 年国債の金利を自ら誘導したい水準に推移させるために、10 年国債を無制限に購入するオペレーションを導入した。このオペレーションでは、10 年国債の金利が、日銀が意図する水準より上昇した際、その金利を超えないように、日銀が 10 年国債の金利をして無制限に購入する方法である。

日銀による国債買入

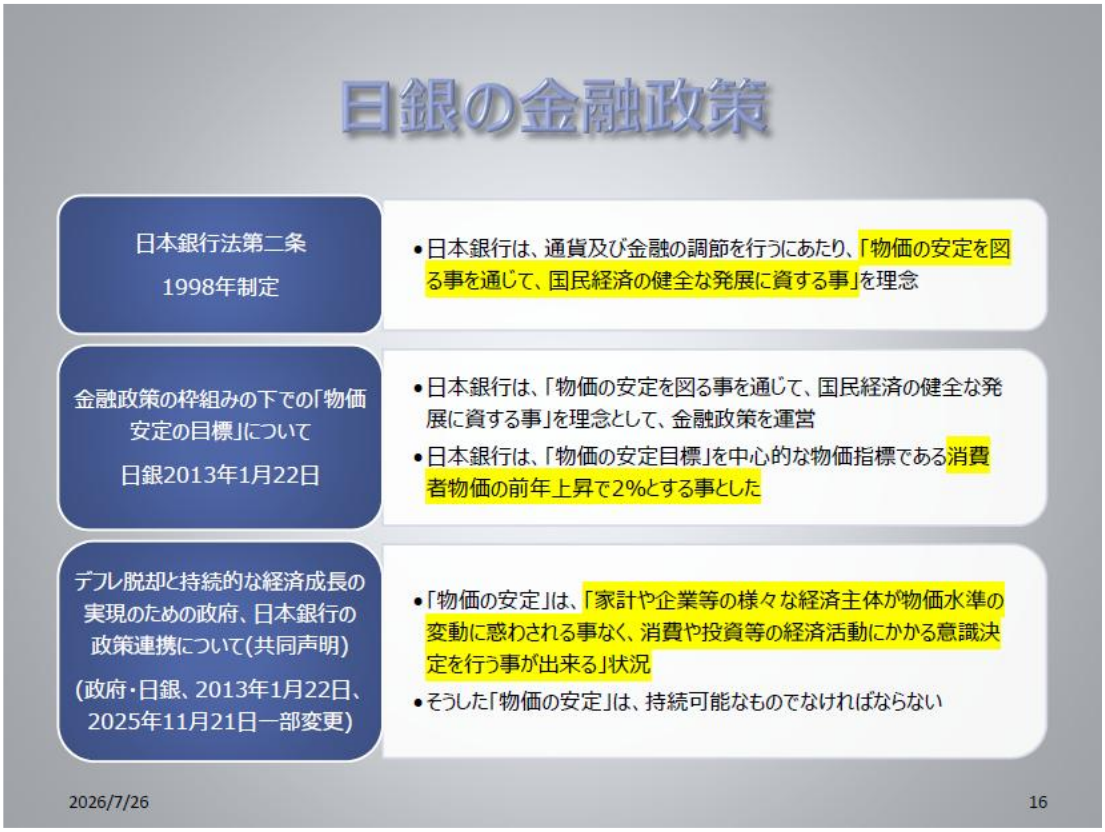
国債買い入れは政策金利の引き下げと同じ効果が期待できる。金融機関は、国債で資金を運用して利子収入を得ている。日銀が金融機関から国債を買い入れると、金融機関が保有する国債は減って現金が増える。金融機関は現金を貸し出さないと利益を得られなくなる為、企業や個人にお金を借りてもらう為に貸出金利を下げるようになる。

2024 年 6 月に日銀は長期国債の購入減額を決め、7 月にその具体策を示した。財政への配慮から長期国債の減額幅は相当に抑えられた。現在、日銀が国債の半分程度を保有している。日銀が国債を大量に保有しているかというと、日銀は 2013 年からいわゆる量的・質的緩和政策を実施しており、国債を大規模に購入する政策を開始したからである。

国債は、価格と金利が反対に動く関係にある。日銀が国債の買い入れを減らして価格が下がると、長期金利に上昇圧力がかかる可能性がある。日銀が国債買い入れを減らした分について別の買い手が見つからなければ、需給のバランスが崩れて国債の価格が値下がりし、金利が急上昇する恐れがある。金利の急上昇を招く事になれば、貸出金利の

上昇などにより、景気にマイナスの影響を与えかねない。そのため、日銀は債券市場に参加する金融機関などの実務者から意見を聞いたうえで減額計画を決定し、需給バランスが崩れないようにする事で、金利の急上昇を防ごうとしている。

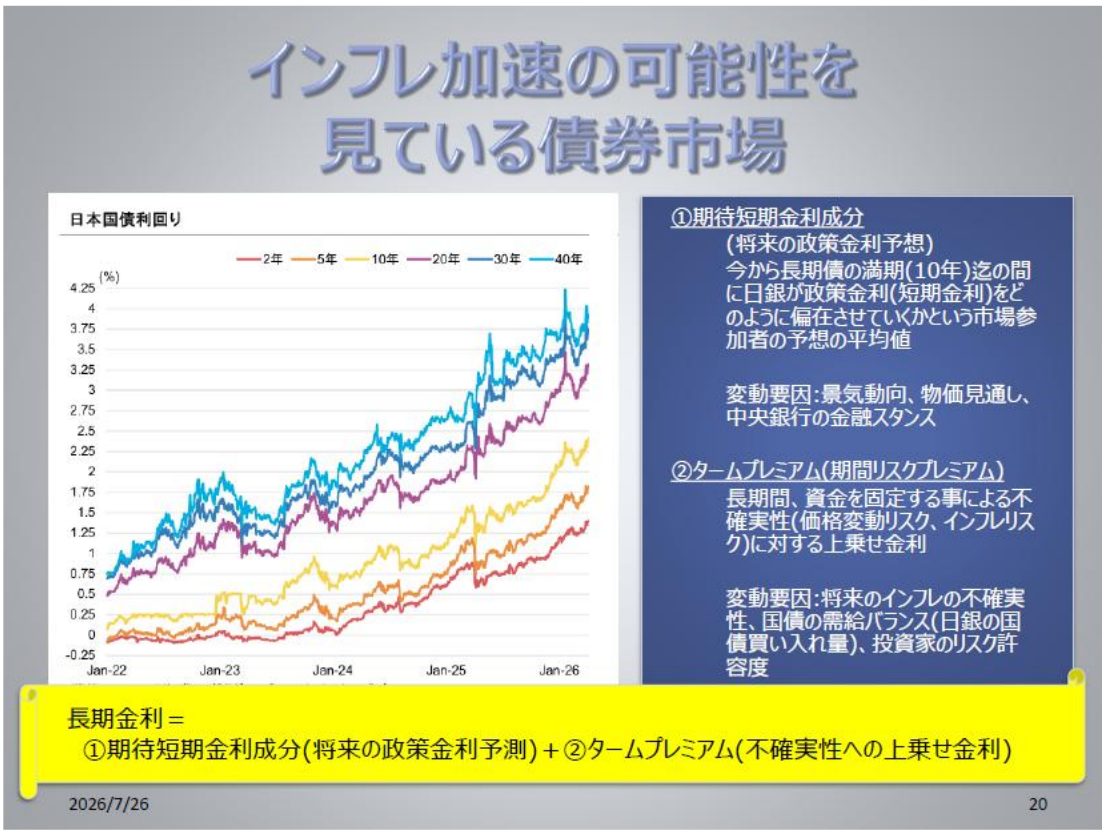
日本の財政の持続可能性が疑われるようになっても、長期国債そのものについては日銀が最後まで買い支える事が出来るので、長期金利は比較的落ち着かせる事が出来る。理屈上、中央銀行は長期国債の購入資金として、準備預金等の負債(マネタリーベース)を未制限に発行する事が出来る。しかし最後はインフレが上昇し、一方で金利は低く抑えられるため、実質金利の低下によって円安が一段と進み、それが円安のスパイラルをもたらす。



インフレ加速の可能性を見ている債券市場

長期金利は、将来の短期金利に関する予測の集合体というイメージ。10 年金利の動きは、将来の短期金利に関する予測が変化したという形で説明できる。例えば、日銀の金融政策の変更に関する新聞報道が出て、市場参加者が、将来、短期金利が上がると予想したとしましょう。この場合、「長期金利＝予想短期金利の平均」という関係から、10 年金利が上昇する事になる。

長期金利は大きく二つ に分解できる。一つ目が期待短期金利成分、二つ目がタームプレミアム不確実性の上乗せ金利になる。短期金利の成分については、今から長期国債、長期債の満期の間に日銀が政策金利をどのように遍在させていくかという市場参加者の予測の平均値であり、変動要因として景気動向、物価の見通し、中央銀行の金融政策等がある。リスクプレミアムは、投資家は高いリスクをとるなら、その分高いリターンが欲しいと考える傾向があり、長い年限の国債には、その分高い金利リスクがあり、追加的なプレミアムが付される。



おわりに

慢性デフレの時期の 30 年間は、過度な実質円高から過度な実質円安へ大きく振れた時期だった。その結果、輸入物価が上昇し、家計の実質的な購買力に悪影響が及んでいる。かつては、米国の利下げによる超円高で輸出企業が苦しんでいた日本社会が、今では米国の利上げや利下げ停止の局面で、超円安によって家計が苦しむ社会へと移行した。

2000 年代後半になると、世界金融危機で経済活動が停滞し、それに伴い貿易量も減少し始めた。イギリスの欧州連合離脱(2016 年)、第一次トランプ政権の誕生(2017 年)、これまで自由貿易を支えてきた国際政治の安定という基盤が揺らぎ、貿易量の減

少に拍車をかけた。これに追い打ちをかけるようにパンデミックが起きた(2020 年)。経済停滞、地政学リスクの高まり、パンデミックが相乗的に作用する中でグローバル化は後退し、人件費と生産コストが上がり、賃金と物価への押し上げ圧力が生じた。

2022 年以降、円安と円金利上昇は並走してきたが、実情は円安を起点とするインフレ圧力に対応すべく利上げが行われてきた。円安が進むほどインフレが進み、これを制御する為に利上げが必要になり、円金利も押し上げられる構造となっている。足元の円建て輸入物価指数は確実に加速している為、これが消費者物価指数を経由してインフレ期待に影響している可能性がある。

高市早苗政権の発足以降の財政懸念の高まりを受け、日本国債の利回りは中長期の上昇要因となっている。万が一の事態が発生したとき、政府が必要に応じて十分な歳出を拡大する為にも財政の健全性を軽視すべきではない。大規模な災害や経済危機が頻発する中で、政府の借金が増えていけば、その負担に政府が耐えられるか、市場が不安を抱くようになる。その結果、日本の財政が危ういと見られ、円が売られる動きが強まる可能性はある。

貨幣価値の裏付けは、日銀保有の国債である。そして政府が発行する国債の価値の裏付けは、増税や歳出削減等の財政調整を背景とした、将来の基礎的な財政黒字がある。貨幣価値の急激な低下であるインフレを避けるには、政府が本格的な財政健全化に踏み出し、将来的な財政黒字によって国債の償還を進めるという姿勢を見せられるかにかかっている。

以上