

門間 一夫の
経済深読み

失われた「20年」「30年」「40年」

～深まるK字型への懸念～

みずほリサーチ&テクノロジーズ

エグゼクティブエコノミスト

門間一夫 2026年2月25日

デフレに着目すれば「失われた30年」は終焉

「失われた30年」とよく言われるが明確な定義はない。90年代の前半にバブルが崩壊し、日本経済は低成長の時代に入った。バブル崩壊から約10年を経たころに「失われた10年」と言われるようになった。バブル崩壊の影響が薄れてからも低成長は続き、「失われた20年」「失われた30年」などの言葉が生まれた。物価も緩やかに下落し続け「デフレ」という言葉も定着した。経済政策では「デフレ脱却」が合言葉となり、「デフレ」と「失われた〇十年」は類義語のように使われてきた。

もともとデフレは「物価の継続的な下落」のことであり、その定義に立ち返ればデフレはとっくに終わっている。消費者物価（除く生鮮食品）は2022年4月以降、4年近くにわたり2%以上の上昇率となっている。デフレとは正反対の「物価の継続的な上昇」である。ダメを押すかのように賃金も上がり続けている。春闘の賃上げ率（定期昇給込み、連合ベース）は、2024年度+5.1%、2025年度+5.3%となり、2026年度も同程度の結果が見込まれている。これほど賃金が上がり続けるのは30年以上なかったことである。

物価と賃金の相互作用が働き始め、双方ともに上昇の持続性が増したとの認識に基づき、日銀は徐々に金利を引き上げている。2025年12月には政策金利が0.75%まで引き上げられ、30年ぶりの金利水準となった。このように、物価、賃金、金利のすべてにおいて過去30年とは異なるフェイズへ移行している。そこに着目すれば「失われた30年」は終わったと言える。

低成長に着目すれば「失われた40年」

しかし、それで暮らしが良くなったわけではない。物価が上がるようになったことで、かえって国民の不満や不安が大きくなった。だから政治は物価高対策で国民の不満を和らげようとし、衆議院選挙では各党が消費税減税を競い合う異様な事態となった。「失われた30年」よりもまずい状況になっているかもしれないことを、政治家たちは肌で感じているのだろう。

その肌感覚の正しさを証明する指標がある。一国経済の代表的な指標、実質GDPの成長率（＝経済成長率）である。バブル崩壊直後の1992年からコロナ禍前までの期間、すなわち「失われた30年」におおむね相当する期間でみると、経済成長率は年平均0.9%であった。それが2020年代には0.4%へ低下

しており、低成長に着目すれば日本は「失われた 40 年」へと向かっているように見える。いや、経済成長率は「失われた 30 年」の半分なのだから、「失われた 40 年」と単純延長するのは最初の 30 年に失礼であり、「失われた 30 年より厳しい時代」になったと言うべきかもしれない。

「実質ではなく名目でみれば成長率は高まっている」との反論がありうる。なぜか日本の経済論壇では、「生活実感を表すのは名目値であり、名目成長率が重要」と言われることがある。そういう考えがいつ、どのように出てきたのかは不明だが、ともかくそれは誤解である。名目成長率は物価上昇率を含んでいるので、物価高になればその分「水膨れ」する。その物価高こそ「生活実感」を悪くしている元凶なのだから、名目成長率が生活実感を表すはずがない。そのことを理解するのに経済理論は要らず、常識さえあればよい。その常識に基づき、生活実感に近づけるべく物価上昇分を取り除いたのが実質 GDP である。実感と実質に同じ「実」の字が入っているのは偶然ではない。

先ほど賃金も上がるようになったと述べたが、これも生活実感に近づけるには、物価を調整した「実質賃金」で見た方がよい。すると、最近の実質賃金はコロナ禍前の 2019 年度に比べて 4% 近くも低い¹。今後は、名目賃金がほぼ現状程度の伸びを維持する一方、物価上昇率は電力・ガス料金への政府支援などから低下し、実質賃金は前年比でプラスに転じるとみられる。しかし、前年比でプラスになったとしても、4% 近い累積低下分を取り戻すには長い時間がかかる。

株価は「失われた 20 年」でとっくに終わっている

以上の話と全く風景が異なるのは、株価の上昇である。株価は名目値なので、最近の物価上昇でさらに上がりやすくなった面はある。しかし、株価の上昇トレンドが始まったのは 2010 年代前半であり、物価や賃金が上がり始める約 10 年前のことである。株価は「失われた 20 年」で終わっており、今日に至るまで長い上昇基調を続けている。

その基本的な背景は株式市場の改革であり、そのもとで進んだ企業経営の改革である。2013 年からのアベノミクスの代表政策と言え、異次元の金融緩和が印象に残るが、それは印象に残るだけの政策であった。一方、スチュワードシップコードの導入(2014 年)、コーポレートガバナンスコードの導入(2015 年)などの諸施策は、実際に株式市場を変え日本企業を変えた。それ以前からも、外国人投資家の増加、株式持ち合いの解消などにより、株式市場の構造変化は少しずつ進んでいたが、政策面での後押しもあり、2010 年代以降は企業経営者の意識改革が加速している。

それでは、株価が「失われた 20 年」で終わったのに、なぜ日本経済は「失われた 40 年」に向かっているのだろうか。90 年代初頭の資産価格の下落で「失われた〇十年」が始まったのだから、「逆も真なり」なら、株価上昇の資産効果で経済成長は高まるはずである。ありうる答えのひとつは「株価が上昇していなかったら日本経済はもっと低迷していた」である。最近の個人消費を見ても、百貨店の高額商品などは売れ行きが好調であり、株価上昇の資産効果は明らかに存在する。それが日本経済全体の成長軌道を押上げるほどではない、ということだろう。

¹ 実質賃金を求める時にどの物価指標を使うかは議論の余地がある。ここでは、名目賃金には毎月勤労統計における共通事業所ベースの現金給与総額、物価指標には消費者物価（持家の帰属家賃を除く総合）を使っている。

また、バブル崩壊時の株価下落と近年の株価上昇を、上下対称には語れない面もある。バブル崩壊のマイナスインパクトが大きかったのは、それ以前の日本経済が、バブルを實力と過信した設備投資ブーム、消費ブームに沸いていたからである。実体以上に値上がりした資産を担保にして、企業は借入れを増やしていた。だから実体がないとわかった時、大きな逆回転が起きた。

そして、株価と経済の関係を理解するうえで最も重要なポイントは、「日本企業」と「日本経済」は同じではない、というシンプルな事実である。2010年代以降の株価上昇はバブルではなく、経営改革による「稼ぐ力」の改善に裏付けられたものである。ただし、株価指数に採用されている企業の「稼ぐ力」が強くなっても、中小企業や家計を含む日本経済全体が比例的に動くわけではない。

企業がどうやって「稼ぐ力」を強めてきたかを考えれば、両者は乖離するのがむしろ当たり前かもしれない。企業が「稼ぐ力」の改善に向けて進めた改革は、主に海外展開の拡張と国内事業の選別・効率化であった。少子高齢化などで国内事業は成長の余地が小さいという認識に立てば、これは合理的な戦略であった。ただ、そうした戦略は国内の設備投資や人件費には抑制圧力となるため、その企業の収益力は強化されても日本経済への正の波及効果は弱い。それどころか、株価を意識したこうした経営努力が、日本経済に部分的には負の方向で作用した可能性すらある。

日本にもK字型の懸念が

様々な二極化現象を形容するとき、最近「K字型」という言葉が使われる。Kの字の右半分が上向きと下向きに分かれているからである。とくに最近の米国で、株高で潤う富裕層と物価高に苦しむ低所得層の二極化、AI関連投資とそれ以外の企業活動の二極化、などがよく言及されるK字型現象である。米国ほど極端ではないにせよ、日本でも株高から大きな恩恵を受ける一部の資産保有者は、今の物価高に痛みを感じていないと思われる。「物価高問題」の本質は「格差問題」であり、金融政策や一律の財政政策など、マクロ経済政策では対応できない。

円安も国民に与える影響は一様でない。海外展開で利益を挙げる日本企業にとって、円安は海外収益の円換算額を増やし、株価の押し上げ要因になる。一方、内需型の中小企業、さらに家計にとっては、円安はコスト高要因であり、企業マージンを圧迫し実質賃金を押し下げる。円安は、日本全体にプラスかマイナスかは評価が難しいが、総じて富裕層に有利で低中所得層に不利という望ましくない分配効果をもたらす可能性は高い。

さらには、物価上昇に対応して日銀が金利を引き上げていることも、資産が多い富裕層には金利収入の増加をもたらす、住宅ローンなど債務を抱える低中所得層・若年層には追加コストとなる。長期のトレンドとして資本の論理が強まり、ただでさえ金融資産の多額保有者に有利な構造が形成される中、円安、物価高、金利上昇がK字型現象に拍車をかけている可能性が懸念される。

株価が「失われた20年」で終わったこと、経済が「失われた40年」に向かっていることの組み合わせが、K字型を生み出す構造要因だとすると、「失われた30年」の突然の終焉は、物価上昇、その一因となった円安、その結果起きる金利上昇の三位一体で、K字型を深める要因となっているのではないか。その大きな構図がはっきり見えない国民も、何か変だとは感じているだろう。上場企業の収益、株価、

大都市のマンション価格、百貨店の高額商品売り上げは、どれもこれも好調である。その一方で、多くの人々は物価高で生活の質が上がらず、政府も有効な手立てを打てずにいる。

有効な手立てが打たれていない理由は明らかである。昨今の経済政策を巡る議論において、「物価高問題はマクロ問題ではなく格差問題」という認識が乏しいからである。一律の財政政策（例えば食料品の消費税減税）で対応しようとするれば、高級食材を楽しむ富裕層が大きな恩恵を享受するうえ、経済論壇からは「インフレが悪化する」「財政規律が保たれない」などの批判を招く。金融政策で対応するなら、上がりすぎた物価をいったん下げるぐらいの強力な利上げを行うしかないが、それだと景気が減速し賃金まで下がってしまう。

とりうる政策のアプローチは二つしかない。ひとつは、全体を底上げするよう経済成長率を高め「失われた40年」を回避することである。しかし、これは歴代政権が長年試み続けてきたことであり、簡単な方法がないことはすでにわかっている。もうひとつは、相対的に恵まれた人々に負担を求めながら、できるだけ財政中立に近い形で中低所得層の痛みを和らげることである。

高市政権が強く打ち出しているのは前者である。しかし、経済成長を確実に高める手段が見つからない以上、いかなる成長戦略も「やってみて結果を祈る」性格の政策にしかならない。それでも「やってみる」ことに意味がないわけではないが、国民の期待が失望に変わる確率は高く、そうなるまでの時間もそれほど長くはかからないかもしれない。だからこそ、所得・資産の再分配を目指す二つ目のアプローチが重要であり、その土台となりうる新制度として、まずは給付付き税額控除の議論が速やかに進むことを望みたい。

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。