

門間 一夫の
経済深読み 賃金を巡る日銀と国民の同床異夢



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 2022年11月29日

4%インフレなのに2%物価目標は未達？

10月の消費者物価（除く生鮮食品）の前年比上昇率は3.6%となった。年末までに4%に達する可能性も現実味を帯びてきた。これほどの物価上昇は約40年ぶりであり、消費税率引き上げで物価が跳ね上がった時にもなかったことである。それでも日銀が異次元の金融緩和をやめないのは、なぜなのだろうか。

第一に、今起きているのは景気が強すぎることによるインフレではなく、急騰する輸入コストの価格転嫁によるインフレである。輸入物価は前年比40%以上も上昇しているのだから、消費者物価の上昇が4%程度で済んでいることにむしろ驚いた方がよい。その陰には、苦しみながら価格転嫁を最小限にとどめる企業の努力がある。その最小限の価格転嫁すら許さない姿勢で日銀が物価を抑えようとするれば、利上げは相当大幅なものになり景気に甚大な影響が出る。

第二に、日銀が金科玉条とする2%物価目標は達成されていない。4%インフレなのに2%物価目標が未達というのはわかりにくいかもしれないが、それは現在のインフレが「輸入インフレ」であるという前述の点と関係する。輸入インフレは国民の生活を苦しめるものであり、日銀は輸入インフレでも2%になりさえすれば良いと考えているわけではない。2%物価目標の2%は、あくまで「日銀が望む形」の2%でなければならないのである。

「日銀が望む形」とは、2%インフレが自律的・安定的に続く状態のことである。自律的・安定的に続くためには、2%インフレが国民を苦しめてはならず、それは何の抵抗もなく空気のように日常に溶け込むものでなければならない。今の物価上昇は国中に大騒ぎを引き起こし、メディアもそれを連日報道し、政府は物価対策に大わらわなのだから、とても「空気のように溶け込んだ」ものとは言えない。

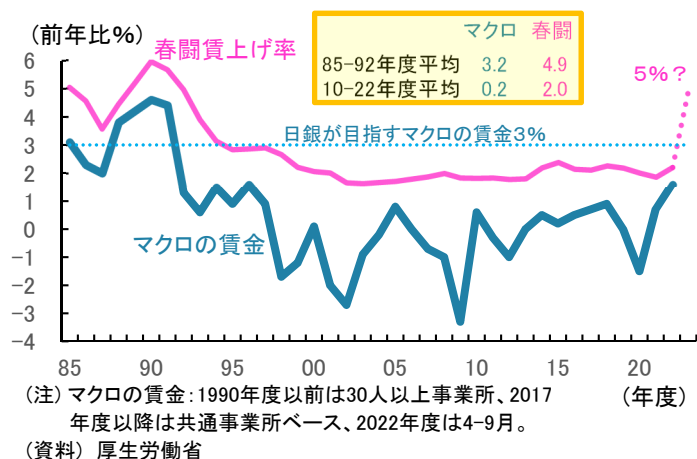
「異次元の緩和」からの脱却には「異次元の賃金上昇」が必要

2%インフレが当たり前の日常であるためには、それ以上の賃金上昇が当たり前の日常でなけ

ればならない。物価と賃金の間にそういう関係が成立して初めて、2%インフレは人々を苦しめるものではなくなる。

そのために必要な賃金上昇率を日銀は3%程度とみている¹。もちろん、厳密に3%かどうかはよくわからない。日本経済の潜在成長率や労働時間の傾向的な動きなどによっても、それは変わってくる。その点に留意したうえで、とりあえず「2%物価目標」＝「3%賃金目標」と置き換えてみると、そのハードルはきわめて高いということがわかる。

まず、最近の賃金上昇率は、月々の振れを均せば1%台半ばであり、ここから3%まで結構な距離が残っている（図表参照）。実はこの1%台半ばでも、過去30年では最も高い部類に属する。脱コロナ禍で急に人手不足になり、賞与も3年間の減少を埋め合わせるべく一気に回復している。だとすれば、今程度の賃金上昇率でさえ一時的な押し上げ要素に支えられているのかもしれない。



賃金上昇率がここを突破しさらに高まった状態で長く維持されるというのは、過去30年からの「レジーム転換」とも言うべき「大ごと」なのである。

そんな大転換が仮に起きるとすれば最初の分岐点は来年の春闘であり、日銀が今最も注目しているのもそこである。技術的なことを言えば、マクロの賃金上昇率と春闘の賃上げ率の間には、平均すると2%弱の乖離がある（前掲図表参照）。春闘の賃上げ率には定昇分（賃金カーブが不変でも個々人が勤続年数に応じて昇給される分）が含まれているからである。すると、マクロの賃金上昇率が3%で持続的に上昇するには、春闘の賃上げ率は毎年5%近くにならなければならない。近年の春闘賃上げ率は2%台前半が精々であり、それが一気に5%に近づく可能性は乏しい。

このように「異次元の緩和」からの脱却には「異次元の賃金上昇」が必要である。そこを冷静に考えれば、来年も2%物価目標（＝3%賃金目標）が達成される可能性はほとんどない。

日銀にとっては「空気」こそ大事

では、どうすれば賃金上がるのだろうか。その「答え」として識者やメディアがよく挙げるのは、「生産性を上げる」「企業の成長期待を高める」「人への投資を増やす」などである。ただし、それらはそれら自体として重要なのであって、「2%物価目標のため」に重要なわけではない。賃金を巡り日銀と国民が同床異夢であることは、物価と賃金をそれぞれ二つのパーツに分解してみるとわかる。

¹ 黒田東彦「経済・物価見通しと金融政策運営」内外情勢調査会における講演、2022年5月13日。

物価上昇率＝市場動向で決まる物価変動＋トレンドインフレ率

賃金上昇率＝生産性等で決まる賃金変動＋トレンドインフレ率

この二つを見比べると、トレンドインフレ率という共通項目がある。トレンドインフレ率とは、中長期的にはそれが「普通」であり、財・サービスの需給ひっ迫時には物価がそれを上回って上昇するようなインフレ率のことである。賃金についても、トレンドインフレ率がベースとなり、それに生産性、人手不足、景気動向などのプラスマイナスが加わって実際の上昇率になる。

もちろん、物価や賃金を決める際に、明示的にそういう足し算引き算が行われるわけではない。それでも企業、家計、労働者の潜在意識の中に「トレンドインフレ率」は間違いなく存在する。それは、その社会で「このぐらいが普通」とされる暗黙の常識、言い換えればまさに「空気のように溶け込んだ」感覚のことである。最近では日銀や一部の経済学者が、この「空気成分」を「ノルム」と呼ぶこともある。

日銀の2%物価目標とは、実はこのトレンドインフレ率、すなわち「空気成分」を2%にする目標なのである。ところがトレンドインフレ率は「空気成分」なので直接見ることはできない。そこで日銀は、物価と賃金の両方をよく観察することで、その両者に含まれるトレンドインフレ率を間接的に見極めようとしているのである。日銀が春闘に注目する理由も正確には、その結果がその後の物価を決めるという因果関係があるからではなく、中長期のインフレ率を決める「空気成分」が今どういう状態なのか、それを知る有力な手がかりになるからである。

2%物価目標の達成経路は、必ずしも「賃金→物価」という「因果関係」に支配されているわけではない。したがって「どうすれば賃金が上がるのか」という問いは、国民にとって重要な問いではあるが、2%物価目標にとってはそこが核心というわけではない。

2%物価目標にとって真に重要な問いは「どうすればトレンドインフレ率が上がるのか」の一点であり、それに対する確たる答えはない。理論的には、中央銀行が特定の数値（例えば2%）に強くコミットすれば、そのことが人々のインフレ期待に作用し、トレンドインフレ率はその数値になるとされる。しかしそれは、近年の金融政策が依拠する代表的な理論（ニューケインジアン理論）が、理論自身の都合でそういうことにしただけであって、現実を踏まえた命題ではない。

人々の願いは「空気」ではない

国民は日銀とは逆に、トレンドインフレ率には関心がない。国民が願うのは、先ほどの式で「生産性等」と書いた要因によって賃金が上がることである。トレンドインフレ率が上がらずに、生産性等の要因で賃金が上がってこそ、実質賃金が上昇し暮らしが豊かになる。

そして、「生産性を上げる」「期待成長率を高める」「人への投資を増やす」など、賃金引き上げ

の鍵とされる前述の処方箋は、すべてこの「実質賃金」を上げるための処方箋である。これらは、トレンドインフレ率の引き上げにつながるとは限らないので、2%物価目標達成の処方箋にはならない。もちろん国民にとっては、2%物価目標達成の処方箋などなくてもよいのであって、あくまで重要なのは、政府の成長戦略の奏功により実質賃金の上昇率が高まることである。

さらに言えば、「生産性を上げる」ことには2%物価目標に逆行する側面もある。例えば人手不足で賃金が増える時、企業が生産性を引き上げて賃金コストを吸収すれば、販売価格の現状維持、場合によっては引き下げさえ可能になる。生産性の上昇によって「賃金の上昇と物価の下落」という組み合わせが実現した場合、日銀は不満かもしれないが国民には良い結果である。

夢の共有部分がかなえば良いが

もちろん、日銀も実質賃金の上昇を望んでいないわけではなく、「実質賃金もトレンドインフレ率も上がれば良い」と考えているのである。とくに近年は異次元緩和の初期とは異なり、「期待への働きかけ」だけではトレンドインフレ率が上がらないことを、日銀もよく認識している。2%物価目標の達成に至るメカニズムとして今の日銀が拠り所とするのは、どんな理由でもいいからまずは現実の物価や賃金が増え、そのはずみでトレンドインフレ率も変わってくれる可能性である。その意味では、人手不足の深刻化、成長期待の高まりなど、賃金が増える方向に作用する「ショック」はすべて日銀にとってもありがたいものである。このように日銀と国民は、夢を共有している部分もある。

一方で、今の強烈な輸入インフレが「ショック」となって、トレンドインフレ率が2%まで上がる可能性もないとは言いきれない。このシナリオでも2%物価目標は達成され、日銀の夢はかなうことになる。日銀としては「ショック」が賃金、物価のどちらから来てもよく、最終的にトレンドインフレ率が2%になりさえすればよい。しかし、生産性や成長期待に変化がなく、単にトレンドインフレ率の上昇が賃金に反映されるだけならば、2%物価目標は達成されるが実質賃金は改善しない。これだと国民は、余計に苦しくなるわけではないが、とくにうれしいと感じることもない。喜ぶのは日銀だけかもしれない。

実質賃金の上昇という国民の夢の実現には、生産性や成長期待の上昇こそ重要なのであって、日銀の夢の対象である「空気成分」は関係ない。さて、これからどちらの夢がかなうのか。政府の成長戦略に手ごたえがない現状を踏まえると、①日銀の夢も国民の夢もかなわない、②日銀の夢はかなうが国民の夢はかなわない、という二つの可能性しかなさそうなのが残念である。

●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。