

門間 一夫の
経済深読みインフレは生産性にプラス？
～日銀「新理論」の問題提起～

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 2024年1月24日

実質賃金の上昇率が変わらないなら

日銀のマイナス金利解除に関心が集まる。不確実性はなお大きいですが、筆者も大方の市場予想通り4月26日のマイナス金利解除を予想している。2年連続でのはっきりした賃上げが確実にになれば、日銀が「2%物価目標の持続的・安定的な実現が見通せる状況になった」と判断する可能性が高いからである。ところで、2%物価目標が実現すると何が良いのだろうか。この2年近く、食品をはじめ各種の値上げに人々は苦しめられてきた。「物価は上昇しない方がいい」に決まっているのではないか。

この点、経済学の標準理解、そしてそれも踏まえた2%物価目標では、「物価上昇率が高い世界では賃金上昇率もその分高い」と考えている。だからこそ冒頭に述べたとおり、日銀は「賃上げ」を確認することで中期的な物価上昇圧力を判断するのである。したがって、「2%物価目標が実現すると何が良いか」という問いは、例えば「ゼロインフレで賃金が1%上がる世の中」と「2%インフレで賃金が3%上がる世の中」のどちらが良いか、という問いに置き直して考える必要がある。

では、この二つの世の中のうちどちらが良いだろうか。両方とも実質賃金の上昇率は1%なので、人々の生活水準は毎年1%ずつ改善する。その点で両者に差はないのだから「どちらでもよい」が答えである。つまり2%物価目標は、実質賃金への直接的な含意だけを考えれば、実現してもうれしくも悲しくもない目標であり、したがって実現しなくても構わない目標である。

2%インフレのメリット：日銀の「従来理論」

ところが現実の金融政策においては、日銀だけでなく米国、ユーロ圏、英国など多くの主要国・地域の中央銀行が、「ゼロインフレ」ではなく「2%程度のインフレ」を政策の目標にしている。世界中の中央銀行が目標にしているということは、実質賃金への直接的な含意とは別に、「多少のインフレがあった方が国民にプラス」と考えるべき理由があると信じられているからである。

その「理由」として日銀は従来、①消費者物価指数（CPI）でインフレ率を測るときの上方バイアス、②景気後退への備えとしての「のりしろ」、③国際標準の物価目標を持つことによる為替相場の安定、の3つを挙げていた。筆者はかねてから、このうち①と③は説得力が弱く、②の「のりしろ」論が

2%物価目標を正当化できるほぼ唯一の根拠と述べてきた。

「のりしろ」論とは、「普段からある程度のインフレが存在すれば、その分だけ名目金利を高くしておくため、景気後退時に利下げの余地が大きくなる」という考え方である。この「のりしろ」論については、日本のように構造的な低インフレ・低金利の国で実用的な政策論たりうるかという疑問はあるが、ある程度のインフレが「望ましい」、少なくともゼロインフレより「まし」だと主張する根拠として、理論的には一定の強さがある。実際、2%物価目標を掲げる先述の諸外国においても、①と③は強調されなくても、②の「のりしろ論」は学術的にも確立された考え方として必ず重視される¹。

2%インフレのメリット：日銀の「新理論」

2%物価目標の実現が視野に入ってきたからであろうか。あるいは最近の物価上昇に国民が不満を感じているからであろうか。昨年末の植田日銀総裁の講演では、2%インフレのメリットが改めて論じられている²。興味深いのは、その説明が「従来理論」とは異なることである。変化は二つある。ひとつ目の変化は、「従来理論」のうち①と③が消えて②の「のりしろ」論だけが残っていることである。これは筆者のかねてからの見解と同じであり、日銀の考え方も落ち着くべきところへ落ち着いてきた。

もうひとつのより注目される変化は、2%インフレのメリットとして新しい視点が打ち出されていることである。それは、ゼロインフレよりもプラスのインフレの方が、資源配分の効率化を促しマクロの生産性を高める可能性である。要は「インフレは経済の潜在成長率を高める」ということだ。この話は学術的に確立されてはいない。実際この講演では、「のりしろ」論は標準的な経済学の考え方、あるいは世界でも広く意識されている考え方として説明されている一方、「インフレが生産性を引き上げる」という話はあくまで可能性の指摘にとどめられている。十分確かな議論とまでは言えないと日銀も認めているわけだが、この日銀「新理論」は仮説としても大胆なものであり、これが正しいならかなりの「大ごと」である。さらなる議論や検証が必要だと思う。

なぜ「大ごと」なのか。インフレで日本経済の潜在成長率が高まるなら、他の条件を一定として実質賃金の上昇率も高まるからである。先ほど2%物価目標の実現が「うれしくも悲しくもない」と述べたのは、実質賃金の上昇率が変わらないからであり、2%インフレで実質賃金の上昇率が高まるのなら話は全く違う。金融政策の「のりしろ」は無くても財政政策でカバーできるが、2%インフレが成長戦略になるのなら、それは是が非でも実現すべき「必達の目標」になる。

逆に言えば、日銀の「新理論」が本当なら、2%物価目標が過去11年間実現できなかったことによって日本経済が失ったものは大きい。中長期の成長力を左右するほど大事な話なら、政府はなぜ政策手段が限られる日銀だけにその仕事を任せ、政府と日銀がもっと協力して2%インフレの早期実現に本気で取り組まなかったのか。そういう疑問が次から次へと湧く。

¹ 日銀の「従来理論」を巡る筆者の見解は拙著『日本経済の見えない真実』（2022年、日経BP）の192～195ページ。

² 植田和男「賃金と物価：過去・現在・そして将来 ―日本経済団体連合会審議員会における講演―」（2023年12月25日）。

インフレと資源配分・イノベーション

日銀の「新理論」においては、ゼロインフレの世界を価格・賃金が「動かない」世界、2%インフレの世界を価格・賃金が「動く」世界と整理したうえで、次の二つの理由により、価格・賃金が「動く」世界の方がマクロの生産性は上がると論じている。第一に、各種の財・サービス間の相対価格がよく変動するようになり、市場の価格発見機能を通じて資源配分の効率性が高まる。第二に、柔軟な賃金・価格設定や商品戦略が可能になるため、企業の事業計画の幅が広がる。

一番目の価格発見機能というのは、例えば、売れない商品の価格が下がり、売れる商品の価格が上がれば、企業がその相対的な価格変動を認識でき、売れない商品の工場を縮小し売れる商品の工場を拡張するなどの意思決定が迅速にできる、という意味である。日本中の企業が設備投資の増減や従業員の配置転換を的確かつ迅速に行うようになれば、儲かる事業に経営資源が集中され、仕事もないのに工場やオフィスでぶらぶらしている人が減って、経済全体の生産性が高まるというわけである。

ただ、現実の経済活動においては、「注文が殺到して生産が追いつかない」「せっかく作ったのに売れ残った」という数量面の観察だけで、企業は売れるものと売れないものを十分に識別できると思う。在庫一掃セールが始まってからでないとその商品が売れ残っていたことに気づかない、という経営者はいるのだろうか。売れ残ったと知ったから値下げする、という順番なのではないか。

このように常識的に考えれば、ゼロインフレだと売れる商品と売れない商品がいつまでも見極められず、過剰生産や過少生産が温存されて潜在成長率が下がる、ということにはならない気がする。もちろん、過剰生産や過少生産の温存という現象自体は実際によくあることだが、それは価格が変動「する」「しない」とはあまり関係なく、「儲からないとわかっていても簡単にはやめられない」「新たな収益機会にチャレンジできる人材がいない」など別の理由によるものだろう。

仮に相対価格の認識が資源配分のうえで大事なのだとしても、相対価格の変化は全体がゼロインフレの時に最も認識しやすいという論点もある。インフレ率が高いとインフレ率の変動やノイズも大きくなり、相対価格の変化がわかりにくくなるという議論は昔からある。

二番目の事業計画の幅というのは、例えば、「値上げできるなら生産を拡張したいところだが、値上げできないので前向きの事業計画が作れない」という意味だと思われる。しかし、値上げできないのは多くの場合、「十分な需要がない」「競争が激しい」という実態があるからだろう。そういう実態がある時にその商品を前向きに作ろうとしないのは、正しい経営判断である。また、何らかの社会的な空気により、需要や競争環境では説明できない「値上げのしにくさ」がある場合には、その縛りが企業のイノベーションを委縮させる方向に一方向的に働くものなのか、そこが論点になる。

この論点に関する仮説として、同じく日銀の氷見野副総裁の講演では、価格が動く世界の方が「魅力ある商品を相応しい価格で」供給するイノベーションが生まれやすい、という議論が展開されている³。同講演では、企業の価格設定行動の変化を4段階に分け、①輸入コストの価格転嫁→②物価上昇に見合

³ 氷見野良三「最近の金融経済情勢と金融政策運営 ―大分県金融経済懇談会における挨拶―」（2023年12月6日）。

う賃上げ→③賃上げ分をさらに価格転嫁→④価格戦略の多様化・高付加価値化・生産性向上、という順番で物事が進むとされている。第4段階で初めて生産性が向上するのだから、第1～3段階に対応する2%物価目標の実現が生産性向上には不可欠という話になる。

しかし、日本経済を長く見てきた筆者の認識では、ゼロインフレでもデフレのもとでも、企業は生産性向上やイノベーションにずいぶん取り組んできたと思う。むしろ「安易に値上げしない」「できない」という制約が各種のイノベーションを促してきた事例も多い。100円ショップの素晴らしさは多くの消費者が実感していると思うが、「100円」という価格の縛りが精緻な原価管理や多様なアイデア商品を生む原動力になってきたとさえ言える。

抜群のコスパで人気を博するイタリアン系ファミレスチェーンも、農場運営から物流、店内オペレーションに至るまで、イノベーションの塊のようなビジネスモデルである。自動車最大手の品質向上・コスト削減努力は「カイゼン」としてつとに有名だが、「安易な値上げはしない」という揺るぎない方針が、それだけの経営努力を支えてきたのだとも言える。値上げという逃げ道がない、あるいはみずから退路を断つことで生まれるイノベーションもあるのだから、簡単に値上げできるほどイノベーションが生まれやすい、とは必ずしも言えないのではないか。

一方、「高付加価値化とセットで値上げする」「プレミアム・ブランドを立ち上げる」という高価格帯戦略も、ゼロインフレ環境にあっても多々行われてきた。氷見野講演は第1段階→第4段階という順番で語られているが、筆者の目には、第4段階だけがこの日本にも以前からずっとあり（もちろん、ここはさらに強化されるに越したことはないが）、第1～3段階が最近の目新しい動きとして映る。

希望は大事だが危機感も

日銀が「新理論」を打ち出してきたこと自体を批判するつもりはない。せつかく2%物価目標が実現するのなら、それをきっかけに日本経済がさらに良くなるよう、国民に勇気と希望を与えるポジティブな情報発信は、中央銀行として「あり」である。ただし、非常に大事な話でありながら疑わしいところも多いので、これを機に広く議論を深めていくことは有益だと思われる。

一方、日本で今後も一定のインフレ圧力が続くとするれば、その最大の理由は高齢化による構造的な人手不足である可能性が高い。人手不足の克服にはイノベーションの加速が不可欠なので、インフレ自体というより、インフレの元になっている人手不足がイノベーションを促す、という捉え方はできる。それでも十分な規模のイノベーションが自動的に起きるとは限らないので、官民ともに知恵を絞る必要がある。人口高齢化が原因で2%物価目標が実現するのなら、それは問題の大きさに比べてイノベーションが足りていないことへの警告かもしれない。希望も大事だが健全な危機感も要る。

●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。