

門間 一夫の  
経済深読み

## 物価から「好循環」は生まれない

## ～日銀の企業アンケートをどうみるか～

みずほリサーチ&amp;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6月24日

## 「賃金と物価」だけでは好循環にならない

政府や日銀はよく「賃金と物価の好循環」と言うが、賃金と物価が同じように上がっても実質賃金は上がらない。国民にとって意味があるのは、賃金が物価に比べて「相対的にどれだけ上がるか」、つまり実質賃金の上昇率である。その実質賃金の上昇は、生産性の上昇がなければ持続しないので、目指すべき好循環は「実質賃金と生産性の好循環」である。この好循環に物価は関係しない。

例えば「賃金上昇率が3%で物価上昇率が2%」でも「賃金上昇率が1%で物価上昇率が0%」でも、実質賃金の上昇率は等しく1%である。それでも多くの中央銀行が「0%」ではなく「2%」のインフレを目指すのは、多少インフレがある方が金利もその分高くなり、いざという時の利下げの「のりしろ」を作っておけるからである。そのメリットがあるので「2%物価目標」に意味はあるが、2%インフレになったからと言って実質賃金や経済成長率が上がるというメリットまで自動的にあるわけではない。

ところが日銀は最近、物価や賃金が上がれば企業のイノベーションが刺激され、資源配分が効率的になる、という仮説を唱えている。0%より2%のインフレ環境の方が、実質賃金や経済成長率が上がりやすくなるという含意がある。もしこの仮説が正しければ、長期にわたる2%物価目標の未達によって日本の経済成長も失われたことになるが、幸いこの仮説は正しくないので2%物価目標の未達はたいした問題ではない、と筆者は考える<sup>1</sup>。

## 日銀の企業行動アンケート

この点に関して、日銀が過去25年の金融政策等を巡る「多角的レビュー」で実施した企業アンケートに、興味深い結果がある。「多くの企業が、物価と賃金がともに緩やかに上昇する状態のほうが、ほとんど変動しない状態よりも事業活動上好ましいと考えている」という結果である(図表1)。アンケートは「事業活動上好ましい」というところで終わっているが、事業活動上好ましいなら設備投資や雇用やイ

<sup>1</sup> 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～」(2024年1月24日)。

ノバージョンに好影響がある、という推論は成り立つ。「0%より2%インフレの方が経済成長にプラス」という日銀新理論にとって、状況証拠として使えそうなアンケート結果である。しかし、三つほど留意点がある。

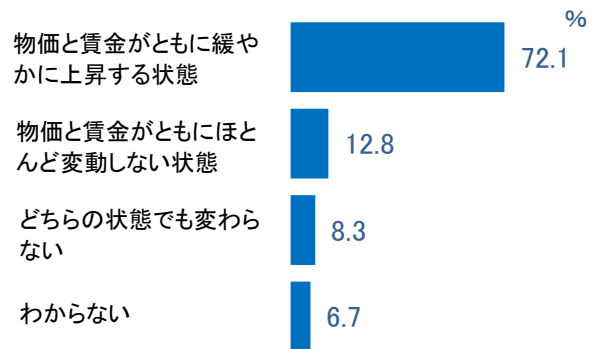
第一に、企業は回答に当たり、物価と賃金の「相対的な上がり方」すなわち「実質賃金の上昇率」を一定として答えているわけではない。日銀新理論の観点からは、「賃金上昇率が3%で物価上昇率が2%」という状態と「賃金上昇率が1%で物価上昇率が0%」という状態の優劣を判定する必要がある。「実質賃金の上昇率は1%で同じだが、それでも企業経営に違いがあるか」が論点なのである。このアンケートはそれを問うものにはなっていない（それを正確に問うのは難しいが）。

「物価と賃金がともに緩やかに上昇する状態」と「物価と賃金がともにほとんど変動しない状態」のどちらがよいか、とふんわり定性的に聞かれれば、なんとなくポジティブな感じがする前者を多くの企業を選ぶのではないかと。とくに近年は賃上げを求める世論が強いので、「賃金は上昇しないほうがよい」と言うに等しい後者は選びにくいだろう。

第二に、問いは一般論として物価と事業環境の関係を尋ねているのだが、企業は「最近の1~2年」における具体的な経験を頭に置きながら答えている可能性が高い。「物価と賃金がともに緩やかに上昇する状態」は過去30年で最近1~2年しかないからである。つまりこの設問は、「過去30年の大半」と「最近1~2年」のどちらが良い事業環境だったかを尋ねているようなものである。その「最近1~2年」というのは、物価の上がり方が賃金のそれを上回り、実質賃金が下がり続けた局面であった<sup>2</sup>。「賃上げ以上に値上げが進んで増益になった局面」と「値上げも賃上げもなかった過去の平均的な局面」という、そもそもフェアとは言えない比較に結果的になっている可能性が高い。

第三に、このアンケートの対象はあくまで「企業」である。実質賃金の低下をもたらしたこの1~2年の賃金・物価情勢は、当たり前だが家計には厳しかった。例えば、消費者マインドの代表的な指標である消費者態度指数をみると（図表2）、「物価と賃金がともに緩やかに上昇する状態」と

(図表1) どちらの状態が事業活動上好ましいか



(資料) 日銀「1990年代半ば以降の企業行動等に関するアンケート調査」(2024年5月20日)

(図表2) 消費者態度指数



(注) 二人以上世帯、季節調整済み  
(資料) 内閣府

<sup>2</sup> 門間一夫の経済深読み「グリードフレージョンのゆくえ ～今年の賃上げの意味を考える～」(2024年3月25日)。

なった2022年以降、「物価と賃金がともにほとんど変動しない状態」だったコロナ禍前の水準を、一貫して下回っている。また、日銀の「生活意識アンケート調査」によれば、家計の「暮らし向きDI」は、2021年12月調査から2023年9月調査まで2年にわたって下落を続けた。GDP統計の個人消費も4四半期連続でマイナス成長である。賃金や物価が動く方がより高い経済成長につながるのかどうかについて、少なくともここまでのトラックレコードは芳しくない。

## 人手不足が生産性上昇の契機になる可能性

改めて整理すると、「物価と賃金がともに緩やかに上がる状態」は、2%物価目標の実現・維持を望む日銀にとっては「好循環」なのかもしれない。しかし、国民にとっては「実質賃金と生産性の好循環」という別の循環こそが重要なのであり、2%インフレはそのための必要条件でも十分条件でもない。その点、日銀新理論は「物価と賃金の好循環」が「実質賃金と生産性の好循環」にもつながるという議論だが、今回の企業アンケートを含め、その仮説を裏付ける証拠は乏しい。

ただし、両者の間に「接点」はある。人手不足である。仮に今後「物価と賃金がともに緩やかに上がる状態」が日本に定着するとすれば、その原動力に最もなりそうなのは人手不足による賃金上昇圧力である。同時に、構造的な人手不足は企業が生産性改善に取り組む誘因となりうる。「物価が上がれば生産性が上がる」という因果関係はなくても、根底にある「人手不足」という要因が「物価」と「生産性」の両方を押し上げる可能性はある。

問題は、経済全体の生産性上昇率を高めるための処方箋である。よく言われるのは、①デジタルの活用、②人的資本への投資、③労働移動の促進、などである。これらは「逆算の論理」としては正しそうだ。つまり、仮に日本の生産性上昇率が今より高い状態になったとすれば、その時はデジタルがもっと活用されていて、人への投資も旺盛になっていて、企業の新陳代謝や労働移動が活発になっているだろう、という推測はできる。

しかし、これは「より良い均衡」がどのようなものかについての想像であって、こうすれば「より良い均衡」に移れるという処方箋ではない。企業経営者は常に自社の利益成長やリスクを考えているはずなので、現在観察されるデジタルや人的資本や労働移動の状況は、そうした経営判断のもとで実現した結果とみることができる。例えば、人への投資にはコストがかかるしその効果に不確実性もある。それも踏まえたうえで「人への投資の現行水準」が選択されているのだとすれば、「もっと人へ投資せよ」と外から提言したところで企業側のインセンティブは湧いてこない。

また、最近では若年層を中心に、「より自分に合う働き方を求める」「好待遇やキャリアアップを目指す」などの理由で、転職が盛んになっている。マッチング機能の改善など移動のコストやリスクを下げる努力は続けられるべきだが、自主的な労働移動は既に活発なのだから、「もっと労働移動を」という議論は「解雇規制の緩和」など自主的ではない移動の促進も念頭に置いている可能性が高い。

確かに、個々の企業レベルでは「採用も解雇もできるだけ自由がよい」に決まっている。しかし、それで経済全体の雇用情勢や実質賃金が改善するかどうかは、公的なセーフティネットや教育の仕組みに

もよる。「成長する経済では労働移動が活発」という均衡点のイメージは間違っていないとしても、「解雇規制を緩和すればその均衡点に移れる」という因果関係が成り立つかどうかは一概に言えない。また、雇用や賃金を巡る議論には「社会の安定」や「フェアネス」の視点も欠かせない。

## 「企業の国内成長意欲」は必要条件

以上のようにこの問題は一筋縄ではいかないが、構造的な人手不足が企業の生産性改善努力を引き出し「実質賃金と生産性の好循環」をもたらすポテンシャルを持つことは確かだ。ただし、これはあくまでポテンシャルであり、人手が確保できないなら国内事業に見切りをつけ、「稼ぐなら海外で稼ぐ」という国内縮小解に企業が向かってしまう可能性もある。むしろ冷静に考えれば、「高齢化で働き手が減る」のなら、単にその分「潜在成長率が低下する」というのが、最もひねりのない素直な日本の未来予想である。「人手不足を契機に労働生産性が高まる」というのは、あくまで「ピンチをチャンスに」という話であり、よく言えばポジティブ思考、普通に言えば希望的観測である。

縮小均衡か生産性上昇かを分けるのは、結局のところ企業の「やる気」である。幸い、今、人手不足を訴えている企業が多いということは、「人が欲しい」と思う程度には企業の国内活動意欲が保たれていることを示唆する。経済安全保障やサプライチェーン強靱化の視点が重視されるようになり、おそらくは円安の影響もあって、拠点の国内回帰とみられる動きもある<sup>3</sup>。グローバル展開のコストやリスクの回避という消去法的な理由もあるにせよ、日銀の短観や内閣府の企業行動アンケートなど多くのサーベイで、企業の国内投資意欲の強さが確認できる。最近人手不足が表面化してきた背景として、高齢化という労働供給側の構造要因もさることながら、企業の国内活動意欲がとりあえず維持されているという労働需要側の事情も見逃してはならない。

「人を集める苦労はあっても国内展開を拡大したい」と企業が思い続ける限り、労働力をより効果的に活用しようとする企業行動が必ず強まるはずである。デジタルの活用や人への投資は言われなくても優先課題になるし、人材獲得競争が激しくなれば労働移動も自然と増える。このプロセスが明確に軌道に乗るまで、企業が諦めることなく国内成長意欲を持ち続けられるかがポイントである。

だとすれば、政府が経済政策において持つべき視点も明確である。デジタル化やリスクリングの支援などの「小技」も悪くはないが、何より重要なのは、企業の国内成長意欲を引き出すマクロ環境・ビジネス環境の維持・改善である。逆説的だが、企業が「人手不足だ」と言っている間は希望がある。

●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。

<sup>3</sup> 日本政策投資銀行の「全国設備投資計画調査（2023年度）」によると、大企業・製造業の中期的な供給能力について、向こう3年程度で「国内拠点を強化」という回答が、「海外拠点を強化」という回答を若干上回っている。「国内」が「海外」を上回ったのは過去10年強で初めてのことである。