

# 日銀の金融正常化を阻む要因

専門研究員 古金 義洋

## 目次

1. はじめに
2. 米国経済、為替相場の動きが日銀の政策判断に及ぼす影響について
3. 日銀は利上げしながら中立金利の水準を確かめていく姿勢
4. 賃金上昇を伴った物価上昇傾向は続き、それが利上げ継続の主因に
5. 賃金と物価が上昇しても「好循環」は実現できないが、日銀に「好循環」実現の役割を期待することはできない

## 1. はじめに

日銀はインフレ目標の達成を前提に、現在の金融緩和環境を徐々に修正していこうという姿勢を示している。10月の「経済・物価情勢の展望」(展望レポート)によれば、日銀は、消費者物価の基調的な上昇率が、25~26年度には「物価安定の目標」と概ね整合的な水準(2%程度)で推移するとみている。そして、この「見通しが実現していくとすれば、それに応じて、引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していく」と述べている。

植田日銀総裁自身も、すでに4月の金融政策決定会合後の記者会見で「見通し期間の後半にかけてのどこかでは基調的な物価上昇率が目標の2%に達するのではないかと思っている」「(そうなれば)政策金利は概ね中立金利水準になっている」と述べていた。

ところが、段階的に金融正常化を続けていこうという、日銀の姿勢、及び植田総裁の意向とは裏腹に、多くの市場関係者は、日銀が想定するような比較的速いペースでの利上げはできないと考えているようだ。

日銀の金融正常化を妨げる要因として、しばしば指摘される要因は以下の4つだ。

- ① 米国経済悪化のリスク、それに伴う円

高が日本の株式市場を混乱させるリスクがある

- ② 植田総裁が、中立金利の水準について「狭い範囲に絞り切れていない」とも述べている通り、中立金利の推計結果にはばらつきがあり、かなり不確実で、水準としてもさほど高くない可能性がある

- ③ 日銀は「物価上昇を反映した賃上げが実現するとともに、賃金上昇が販売価格に反映されていくことを通じて、賃金と物価の好循環は引き続き強まっていく」としているが、来春以降も大幅な賃上げが続き、それに伴って物価上昇も続くのかが不透明である

- ④ また、日銀は「賃金と物価の好循環」を目指しているようにもみえるが、賃金上昇を伴った物価上昇が続いたとしても、「好循環」が実現するかどうかについて疑問視されている

本レポートでは、これらの要因が本当に日銀の金融正常化を阻む要因なのかについて考えてみる。

## 2. 米国経済、為替相場の動きが日銀の政策判断に及ぼす影響について

植田日銀総裁は9月の日銀金融政策決定

会合後の記者会見で、日銀が米国経済についてどうみているかについて、「ソフトランディングをメインシナリオとみているという点には変わりはない」ものの、8月初め以降のデータをみると米国経済が力強さにかけることを示しているため「ソフトランディングの方にまとまっていくのか、もう少し調整が強まる方向にまとまっていくのか」について、見極めていきたいと述べた。

そうした状況を受けての政策判断については、「最近の為替動向も踏まえ、年初以降の為替円安に伴う輸入物価上昇を受けた物価上振れリスクは相応に減少している」ため、「(米国経済が見通し通りにソフトランディングに向かうのかを) 確認していく時間的な余裕はある」と述べ、米国経済の動向がはっきりするまで、利上げを急がない姿勢を示した。

確かに、予想に反して米国経済がリセッション入りということになった場合は、リセッションを経て、米国経済が底打ち、上向くまで、日本も利上げは難しくなるだろう。

だが、10月に入って発表された9月の雇用統計では、雇用者数の大幅増加、賃金上昇率の加速が確認され、米国株価、米長期金利は上昇し、つれて円安になった。米国経済の堅調さが確認され、円安によって政策判断のための時間的な余裕も失われれば、「利上げを急がない姿勢」も変わっていかざるをえない。

実際、植田日銀総裁は、10月の政策決定会合後の記者会見では「時間的な余裕という表現は今後使わない」と述べ、政策判断については時間的な余裕を持った判断ではなく、「毎回の決定会合までに得られたデータ、情報を基に判断したい」と述べた。

一方、円高などに伴う株式市場下落のおそれについては、8月5日の日本株急落の直後の同月7日、内田日銀副総裁は、「わが国の場

合、一定のペースで利上げをしないと、ビハインド・ザ・カーブ（政策が後手にまわる）に陥ってしまうような状況ではない。したがって、金融資本市場が不安定な状況で、利上げをすることはないと述べていた。

ただ、日銀の利上げが株価を急落させたのではないかとの見方から開かれた、8月23日の国会閉会中審査で、植田日銀総裁は、株価の急落は米国経済の悪化懸念によるものとの見方を示した。そして、今後の金融政策について「経済・物価の見通しがおおむね実現していく姿になれば、金融緩和の度合いをだんだん調整していくという基本的な姿勢に変わりはない」と述べた。

株式市場などでは「利上げは株価を急落させるおそれがあるため、日銀は利上げしないのではないか」との期待があったようだが、そこまで期待するのは行き過ぎだと考えられる。

### 3. 日銀は利上げしながら中立金利の水準を確かめていく姿勢

中立金利については、植田総裁は6月14日の日銀金融政策決定会合後の記者会見で、「中立金利は幅があると思いますが、日銀の自然利子率からの推計で考えると1~2.5%程度と考えられます。少なくとも1%以上は短期金利を上げるという理解でよろしいでしょうか」と聞かれ、「(技術的には) 例えば1という一番下の推計値も、自信を持って1という推計値ではなく、その周りに $1 \pm \alpha$ という信頼区間が必ず付いていますから、1といっても、最低0.7、0.6かもしれない」と述べ、中立金利水準の推計には、かなりの幅があるとの認識を示した。

ただ、植田総裁は「泥臭いやり方になりますけれども、経済に関する新しい情報を手に入れつつ、また1回金利を引き上げたらどうい

うことが起こったかというのを確認しつつ、遠い先ですけれども、 $r^*$ （自然利子率）が、あるいは経済の金利引き上げに対する反応の度合いがどれくらいかということを確認しながら、あるいは自分の持っている見方を適宜修正しながら進めていくということにならざるを得ないかなと思っております」と述べている。

つまり、「中立金利が低いかもしれないから利上げしない」ということではなく、「利上げしながら中立金利の水準を確かめていく」ということになるだろう。

#### 4. 賃金上昇を伴った物価上昇傾向は続き、それが利上げ継続の主因に

今年の春闘賃上げ率は予想通り、高水準になった。春闘の結果をほぼ反映していると思われる、毎月勤労統計による一般労働者の所定内賃金（共通事業所ベース）は7月に前年比3.0%増、8月に同2.9%増となった。これは、中小企業の労働者を含む正規労働者の定昇分を除くベースアップが3%程度だったということを示している。

また、人手不足状況を反映していると思われるパートタイム労働者の時間当たり給与は7月に前年比3.7%増、8月に同4.8%増となり、昨年後半以降、前年比3%～5%の春闘賃上げ率を上回る賃金上昇が続いている。

連合は来年の春闘の基本構想を発表し、ベースアップと定期昇給（定昇）を合わせて5%以上と、今年の実績水準であった「5%以上」を据え置く方針を示した。2%超の物価上昇が続いており、それに応じた賃上げ要求が来年以降も続くであろうこと、人手不足環境も続いていること、などからみて、来年の春闘

も3%近いベースアップ率になるとみられる。

日銀が目標とするコア消費者物価上昇率については、すでに長期にわたり、目標の2%を上回る状況が続いているが、現在の物価上昇は輸入物価の影響が大きく、基調的な物価上昇率は2%に達していないというのが日銀の認識だ。

実際、消費者物価の内訳をみると、

- ① 全体の4分の1と大きな部分を占める家賃及び帰属家賃が品質調整（経年劣化）による実質的な価値の低下（＝物価上昇）が反映されていない点
- ② エネルギー補助金、学校授業料・給食無償化など財政措置による物価抑制がなされている点

などが物価上昇率を押し下げている面がある。

だが、被服関連サービス（9月は前年比3.0%上昇）、補習教育（同2.3%上昇）、理美容サービス（同1.4%上昇）、教養娯楽サービス（同5.0%上昇）、外食（同2.7%上昇）など、労働集約的なサービスの価格については、賃金増を受けた物価上昇が着実に進んでいる（図1参照）。

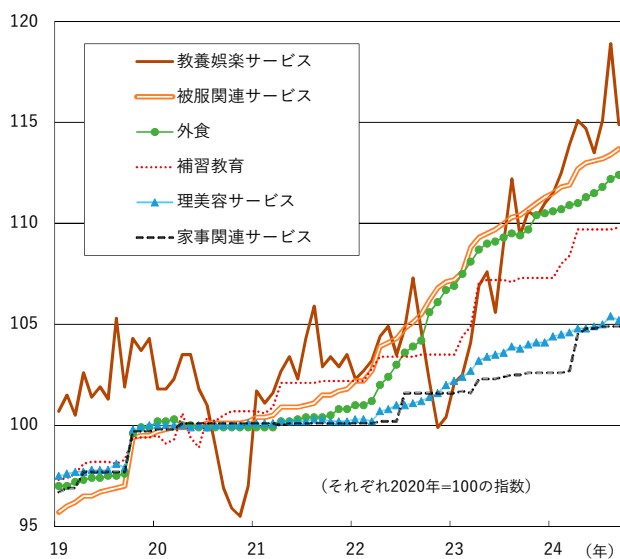
マクロでみた場合、一人当たり名目賃金を労働生産性で割った「単位労働コスト」が基調的なインフレ指標とされ、実際に単位労働コストと物価の動きは連動する（図2参照）<sup>1</sup>。労働生産性上昇率がゼロ程度と低い日本において、賃金上昇率が高まれば、基調的な物価上昇率も、賃金上昇率とほぼ同程度に高まることになる。

日本の労働生産性上昇率はゼロ近い水準に低下しており、欧米諸国と比べてもその上昇率は低水準だ<sup>2</sup>。主因は、①企業の設備投

1 単位労働コスト＝一人当たり名目賃金÷労働生産性、を書き換えると、単位労働コスト＝（名目雇用者報酬÷労働投入量）÷実質GDP÷労働投入量＝名目雇用者報酬÷（名目GDP÷物価）＝労働分配率×物価、となり、労働分配率が一定なら、単位労働コスト増加は物価を上昇させる。

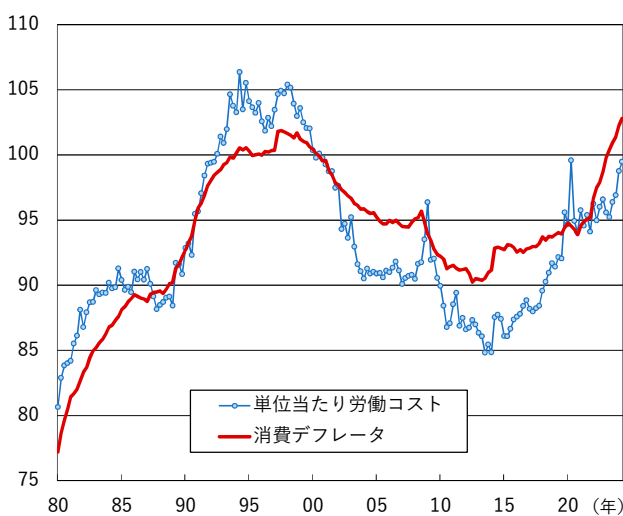
2 古金（2023）「日本の労働生産性低迷について」『共済総研レポートNo.186』、2023年4月、「JA共済総合研究所」

(図1) 労働集約的なサービス価格の動向



(出所) 総務省

(図2) 単位当たり労働コストと物価



(出所) 内閣府

資が伸び悩み、労働者一人当たりの資本装備率が高まっていないこと、②日本企業がITなどをうまく活用できず、とくにサービス業の生産性を高めることができなかつたこと、だと考えられるが、加えて、最近では「働き方改革」で残業時間を含め労働時間を短縮しようという動きが続いたことも一人当たり労働

生産性を低下させている。

労働生産性上昇率がほぼゼロであるとすれば、賃金上昇率が3%であれば、基調的なインフレの指標とされる単位労働コスト(=賃金上昇率-労働生産性上昇率)も3%程度の上昇率になる。賃金上昇を伴った物価上昇傾向は続くだろう。

### 5. 賃金と物価が上昇しても「好循環」は実現できないが、日銀に「好循環」実現の役割を期待することはできない

日銀による長期的な金融正常化に向けた動きを阻む要因として、さらに問題になるのは「賃金と物価の上昇」はあっても、残念ながら、多くの人々が期待するような「賃金と物価の好循環」にはならない可能性が高い点だ。

賃金が増え、それに伴って物価上昇率が目標の2%に達したとしても、日本経済の長期停滞は続く可能性がある。その際、日銀は利上げすべきなのか、あるいは利上げできるのか。

日銀に「好循環」実現の責務があるというのであれば、日銀はいつまでも金融正常化ができないだろう。だが、実際のところ、「好循環」実現は、日銀にとって努力目標になることはあれ、日銀にはそうした責務はなく、また、好循環実現のために日銀ができることはさほど多くない。

黒田前総裁は、2013年以降、物価下落(デフレ)が日本経済低迷の根本原因であるという考え方のもとに、インフレを志向し、円の通貨価値を押し下げる、異次元緩和策を続けた。物価が増えれば、企業の売上や収益が増え、賃金や消費も増え、景気は良くなり成長率も高まるという、いわば「物価上昇による好循環」を想定した大規模金融緩和だ

った。

だが、物価上昇だけで経済が良くなるという考えは短絡的で、実際、インフレは日本経済に悪影響を及ぼしている。そこで、インフレでも経済が良くならないのは賃金が物価に合わせて上昇しないからであり、「賃金と物価が上昇すれば経済が良くなる」という「賃金と物価の好循環」という新たな理屈が編み出された。多くの方は賃金が上がれば日本経済は良くなると期待したわけだが、賃金が上昇し、それに伴って物価が上昇しても、経済が良くなるわけではない。

前述したように、基調的な物価上昇率を意味する単位労働コスト上昇率は、単位労働コスト上昇率＝賃金上昇率－労働生産性上昇率、と計算できる。同計算式によれば、日本の労働生産性上昇率の低さのために、賃金上昇に伴って基調的な物価上昇率は高まりやすくなる。

だが、国民が、本来、賃金に合わせた物価の上昇を「好循環」と感じられるようになるには、物価上昇を上回る賃金上昇、つまり、実質賃金の上昇が必要なのではないか。そして、実質賃金が増えるためには労働生産性の上昇が必要だろう。

標準的な経済理論によれば、企業は実質賃金を労働の限界生産性に一致するように雇用量を定めることで利潤を最大化することができ、このため、実質賃金は労働生産性に等しくなると考えられる。実際のデータでも、労働分配率が一定であれば、労働生産性の動きは実質賃金の動きに一致する<sup>3</sup>。

実質賃金上昇率＝労働生産性上昇率であるため、実質賃金上昇率を押し上げるためには労働生産性上昇率を押し上げることが必要

になる。

6月14日の金融政策決定会合後の植田総裁の記者会見で、興味深い質疑応答があった。

そこでの記者の質問の要旨は、「日銀は賃金と物価の好循環を目指してきたが、賃金と物価がスパイラル的に上がっていく状況は、一般的にはほとんど悪循環になる。もし好循環に繋がるというのであれば、生産性上昇につながるメカニズムが前提になっているが、そういうものが果たしてあるのか」「総裁は、以前、インフレが経済の新陳代謝や資源配分でプラスになる可能性について言及していたが、これを証明する経済理論があるのか」というものだった。

この質問に対する植田日銀総裁の答えは、「日銀がこれまでしてきたことは、ほぼゼロ近辺のインフレ率およびインフレ期待の状況から、2%の定常状態を目指して、インフレ率、インフレ期待それから賃金上昇率が上がる環境をサポートしてきたこと」「これが行き過ぎれば、賃金・物価の悪循環に転換する。それがちょうど良い2%のところまでうまく止まるように、金融緩和度合いをこれから調整していくことになる」「それが更に本当の好循環につながるかどうかは生産性上昇率次第で、通常、日銀としては、物価安定の状態を作り出すことによって、人々、企業が働きやすい環境を作り出す、そういうことがまわりまわって生産性の上昇につながるだろうという、日銀法の作りにあった説明をしている」「加えて、ここ1年くらい、ゼロ%のインフレ率の状態から2%に移ること自体が多少なりとも生産性上昇に寄与するような効果をもたらす可能性があるという立論をとるところでしているが、これが経済学で裏付けられ

3 名目GDP×労働分配率＝名目雇用者報酬、であり、これは、(実質GDP×物価)×労働分配率＝労働投入量×名目賃金、(実質GDP÷労働投入量)×労働分配率＝名目賃金÷物価、と書き換えることができるため、結果的に労働生産性×労働分配率＝実質賃金、となる。

た話かどうかについては、何とも言えず、仮説の段階にとどまっている」というものだった。

おそらく、植田日銀総裁の考えは、日銀は目標とする2%インフレがいずれ生産性の上昇につながるだろう、という日銀法に従って行動しているというもので、2%インフレがすぐさま生産性上昇につながるかどうかは不確かだというものだろう。

日本銀行法によれば、日本銀行の金融政策の責務について「物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資すること」としている。日銀の責務はあくまでも物価安定であり、この物価安定が間接的に景気に好ましい影響が及ぼすだろうという考え方だ。

日銀法の考え方からすれば、「2%物価上昇」はまわりまわって「賃金・物価の好循環」につながることを期待できるため、あくまでも「2%物価上昇」を目指して政策運営を行うことになる。

この点、物価安定と雇用最大化という2つの責務を負う米FRBとは異なる。日銀は物価安定の責務を負うが、米FRBのように景気や雇用などの動向についての直接的な責務を負うわけではない。

前述した通り、日本の労働生産性上昇率低下の一因は、企業の設備投資が伸び悩み、労働者一人当たりの資本装備率が低下していることだ。低金利を維持することで、企業の設備投資を押し上げる効果が期待されたが、10年続いた異次元緩和下でも、企業の設備投資は低迷し、日本の労働生産性上昇率は低下傾向を辿った。

では、本来、低金利に労働生産性上昇率を高める効果はあるのか。米イエレン財務長官が、FRB議長在任中（2014～18年）の2016年の講演（Yellen（2016））<sup>4</sup>で主張したように、

需要拡大策を続けることが潜在成長率を押し上げるとい考え方がないわけでもない。

これは、経済を不況から正常に戻すだけでなく、労働需給が引き締まる「高圧経済（high-pressure economy）」まで意図的に過熱させれば、労働参加率の上昇や生産性引き上げ努力など供給サイドの望ましい変化を誘い、成長力が強化されていく可能性があるという主張だ。

日本では高年齢者雇用安定法改正の影響もあって非労働力人口が減少、労働力人口が増加し、異次元緩和のもとでイエレン氏が期待した通りの高圧経済下での労働参加率上昇傾向が続いた。だが、労働力人口が増加しても、結果的に潜在成長率は伸び悩んだ。これは、労働力人口が増加する半面で、労働生産性上昇率が低下したことを意味する。高圧経済による供給サイドの成長力押し上げ効果は限定的だったことを示す。

結局、日銀には「物価安定の状態を作り出すことによって、人々、企業が働きやすい環境を作り出す」ことしかできない。「そういうことがまわりまわって生産性の上昇につながる」ことは期待できるが、低金利政策が直接的に労働生産性上昇率を高める効果は小さいとみられる。

日本の労働生産性上昇率が高まらず、「好循環」が実現しなくとも、それが本来、金融正常化を阻む要因になるとは限らない。

4 Yellen（2016）“Macroeconomic Research After the Crisis” October 14, 2016