

国立国会図書館 調査及び立法考査局

Research and Legislative Reference Bureau
National Diet Library

論題 Title	物価への 3 つのアプローチ—「賃金と物価の好循環」の先へ—
他言語論題 Title in other language	Three Approaches to Price Stability: Beyond Virtuous Cycle between Wages and Prices
著者 / 所属 Author(s)	廣瀬 信己 (HIROSE Nobuki) / 国立国会図書館調査及び立法考査局 財政金融課長
雑誌名 Journal	レファレンス (The Reference)
編集 Editor	国立国会図書館 調査及び立法考査局
発行 Publisher	国立国会図書館
通号 Number	888
刊行日 Issue Date	2024-12-20
ページ Pages	51-79
ISSN	0034-2912
本文の言語 Language	日本語 (Japanese)
摘要 Abstract	量、金利、生産コストという 3 つの着目点から、物価に対するアプローチを整理する。また、「賃金と物価の好循環」の先にある、実質賃金の上昇について、生産性、交易条件の観点から考察する。

* この記事は、調査及び立法考査局内において、国政審議に係る有用性、記述の中立性、客観性及び正確性、論旨の明晰（めいせき）性等の観点からの審査を経たものです。

* 本文中の意見にわたる部分は、筆者の個人的見解です。

物価への3つのアプローチ

—「賃金と物価の好循環」の先へ—

国立国会図書館 調査及び立法考査局
財政金融課長 廣瀬 信己

目 次

はじめに

I 伝統的金融政策

- 1 貨幣数量説
- 2 金利の調節

II 非伝統的金融政策

- 1 物価上昇期待
- 2 非伝統的金融政策
- 3 クルーグマン・モデル
- 4 時間軸政策

III 物価と生産コスト

- 1 物価と生産コストの関係
- 2 賃金解凍スパイラル

IV 3つのアプローチと政策の変遷

- 1 3つのアプローチ
- 2 金融政策等の主な変遷
- 3 留意すべき観点

V 「賃金と物価の好循環」の先へ

- 1 実質賃金の要素分解
- 2 3要素の変化
- 3 生産性と交易条件

おわりに

キーワード：物価、インフレーション、金融政策、流動性の罫、量的緩和政策、時間軸政策、生産コスト、賃金、生産性、交易条件

要 旨

- ① 日本銀行の金融政策は、非伝統的金融政策と呼ばれる政策から、伝統的金融政策へと正常化に向かいつつある。伝統的金融政策、非伝統的金融政策それぞれに、量に着目するアプローチと、金利に着目するアプローチがある。我が国は、物価上昇に見合った賃金上昇を実現するべく、官民連携による賃上げを粘り強く呼びかけている。これは、「輸入インフレの国内インフレへの転化」を図ろうとする経済政策であり、生産コストに着目する第3のアプローチである。
- ② 伝統的金融政策について、量に着目してアプローチする場合の代表的なメカニズムは、貨幣数量説である。金利に着目してアプローチする場合には、金利チャンネル、資産チャンネル等のメカニズムが働く。非伝統的金融政策について、量に着目する場合の代表的なメカニズムは、量的緩和政策である。金利に着目する場合の代表的なメカニズムは、時間軸政策である。金融政策とは別に、物価の持つ実物的側面を重視し、实体经济に働きかけるアプローチとして、生産コストに着目するアプローチがあり、その代表的なメカニズムは、価格方程式である。
- ③ 量に着目するアプローチについて、伝統的金融政策が想定する単純な貨幣数量説は、当てはまりが悪い。非伝統的金融政策もまた、貨幣数量説に対する、将来時点における、人々の理解と確信を前提としている。金利に着目するアプローチについて、伝統的金融政策には、流動性の罫という限界がある。非伝統的金融政策の1つである時間軸政策には、中央銀行が市場との対話において約束を破る誘因が内在する。生産コストに着目するアプローチは、「一歩手前の目標」として、名目賃金の上昇を図る政策である。実質賃金の上昇を目指すには、生産性の上昇や交易条件の改善を図ることが必要となる。
- ④ 実質賃金の低下と連動する形で、交易条件の大幅な悪化が生じていることは、我が国特有の現象である。交易条件の改善を図るための方法としては、生産性上昇の質の改善、輸出価格に対する着実な価格転嫁、産業の国内立地の促進が挙げられる。
- ⑤ 我が国の経済政策は、岐路にある。金融政策は、このまま正常化に向かうのか、あるいは非伝統的金融政策に逆戻りするのか。物価は上昇しているが、デフレ脱却は、未だ確実ではない。名目賃金は上昇しているが、実質賃金の上昇が定着するかどうかは、未だ確実ではない。次の一手は、どのようなアプローチであるべきか。物価の持つ貨幣的側面と実物的側面の両方に目配りした政策運営が必要であろう。

はじめに

我が国の物価と金利⁽¹⁾が、長年の眠りから目覚めつつある⁽²⁾。

ごく最近まで、我が国の経済は、過去四半世紀にわたり、物価上昇率⁽³⁾がゼロ近傍又はマイナス圏に沈み、デフレからの脱却⁽⁴⁾が困難な状況にあった⁽⁵⁾。このため、日本銀行は、物価安定の目標⁽⁶⁾を掲げ、世界に類を見ない大規模な金融緩和を実施し、安定的な物価上昇を図るべく、苦悩を余儀なくされてきた。

しかしながら、新型コロナウイルス感染症の拡大、ロシアによるウクライナ侵略等を背景とする世界的なインフレと円安の進行によって、輸入インフレ⁽⁷⁾が発生⁽⁸⁾した。このことは、それまでデフレからの脱却に苦悩していた我が国の経済にとって、大きな転機となった⁽⁹⁾。

通常、このような輸入インフレに対しては、それが国内インフレに転化しないようにするのが、オーソドックスな政策運営である。しかしながら、我が国は、物価上昇に見合った賃金⁽¹⁰⁾上昇を実現するべく、官民連携による賃上げを粘り強く呼びかけた⁽¹¹⁾。これは、輸入物価の上昇という「第一の力」を、賃金の上昇を通じて、国内物価の上昇という「第二の力」に結びつけようとする政策⁽¹²⁾であり、「輸入インフレの国内インフレへの転化」を図ろうとする、これもまた、世界に類を見ない、前代未聞の政策である⁽¹³⁾。賃金の上昇を促す、官民連携の粘り強い呼びかけによって、春季労使交渉において、令和6（2024）年には33年ぶりの高水準となる賃上げ率⁽¹⁴⁾が実現した。賃金の上昇は、人件費の比率が高い分野を中心に、価格への転嫁を通じて、徐々

*本稿は令和6（2024）年11月15日までの情報に基づく。インターネット情報の最終アクセスも同日である。

(1) 本稿において、単に「金利」とある場合、名目と実質、短期と長期、リスクの大小を特定せず、その相対的な水準を指す。

(2) 「目覚めつつある」という曖昧な表現を用いたのは、物価、金利ともに、先行きの不確実性が高いためである。

(3) 本稿において、単に「物価上昇率」とある場合、消費者物価上昇率（総合）の対前年比上昇率を指す。消費者物価指数の見方については、小峰隆夫「物価の上昇について考える」『金融財政ビジネス』11080号、2022.7.14、pp.4-8を参照。

(4) デフレ脱却とは、「物価が持続的に下落する状況を脱し、再びそうした状況に戻る見込みがないこと」を指す。内閣府「令和6年度年次経済財政報告（経済財政政策担当大臣報告）—熱量あふれる新たな経済ステージへ—」2024.8、pp.78-79。<https://www5.cao.go.jp/j-j/wp/wp-je24/pdf/all_01.pdf>

(5) 我が国の経済は、1990年代終盤からデフレ状況に陥っていたとされる。同上、p.78。

(6) 内閣府ほか「政府・日本銀行の共同声明」2013.1.22。日本銀行ウェブサイト <https://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2013/data/ko130206a2.pdf>

(7) 輸入インフレとは、輸入価格の上昇によって国内の物価が上昇することを指す。国内インフレとは、国内の経済要因に基づき、趨（すう）勢的に国内の物価が上昇することを指す。

(8) 輸入インフレの発生によって、令和4（2022）年4月以降、消費者物価上昇率（総合）は、対前年同月比2%以上で推移し、令和5（2023）年1月のピーク時には、消費者物価上昇率（総合）の前年同月比上昇率は、4.3%にまで達した。内閣府 前掲注(4)、p.78；総務省「2020年基準 消費者物価指数 全国 2024年（令和6年）9月分」p.8。総務省統計局ウェブサイト <<https://www.stat.go.jp/data/cpi/sokuhou/tsuki/pdf/zenkoku.pdf>>

(9) 小峰隆夫「賃金と物価をめぐる三つの疑問」『金融財政ビジネス』11232号、2024.5.27、pp.4-7；廣瀬信己「現下の物価高をめぐる論点—要因と対策—」『調査と情報—ISSUE BRIEF—』No.1202、2022.8.30。<<https://doi.org/10.11501/12316991>>

(10) 本稿において、単に「賃金」とある場合、実質賃金ではなく、名目賃金を指す。

(11) 小峰 前掲注(9)、p.5；内閣府 前掲注(4)、pp.78-79。

(12) 植田和男「最近の金融経済情勢と金融政策運営—大阪経済4団体共催懇談会における挨拶—」2023.9.25、pp.4-5。日本銀行ウェブサイト <https://www.boj.or.jp/about/press/koen_2023/data/ko230925a1.pdf>

(13) 小峰 前掲注(9)、p.5。

(14) 日本労働組合総連合会によれば、令和6（2024）年の春季労使交渉における賃上げ率は、同年7月1日時点で回答のあった5,284組合の加重平均で集計すると、5.1%である。「33年ぶりの5%超え！～2024春季生活闘争第7回（最終）回答集計結果について～」2024.7.3。日本労働組合総連合会ウェブサイト <https://www.jtuc-rengo.or.jp/activity/roudou/shuntou/2024/yokyu_kaito/kaito/press_no7.pdf>

にサービス物価を押し上げる要因となり、「賃金と物価の好循環」を生み出しつつある⁽¹⁵⁾。

このような賃金・物価動向を受け、日本銀行は、令和6(2024)年3月、マイナス金利の解除等から成る、金融政策の枠組みの見直しを行い、さらに、同年7月には、政策金利を0.25%に引き上げた。日本銀行の金融政策は、過去四半世紀続いた、非伝統的金融政策と呼ばれる政策から、伝統的金融政策へと正常化に向かいつつある⁽¹⁶⁾。

伝統的金融政策、非伝統的金融政策、そして、今般の「輸入インフレの国内インフレへの転化」という経済政策は、それぞれ、物価安定という目標にアプローチ⁽¹⁷⁾する方法が異なる。

金融政策における代表的な政策手段は、貨幣の量(以下「量」)又は金利である⁽¹⁸⁾。伝統的金融政策、非伝統的金融政策それぞれに、量に着目するアプローチと、金利に着目するアプローチがある。これに対し、輸入インフレを国内インフレに転化する政策は、輸入物価及び賃金という生産コストに着目するアプローチであり、实体经济に働きかける考え方⁽¹⁹⁾である。通常、輸入インフレは、総需要にネガティブな影響を及ぼす供給ショックとして整理される⁽²⁰⁾が、生産コストに着目するアプローチは、このショックを逆手に取って利用しようとする経済政策である⁽²¹⁾。

本稿では、これら3つのアプローチに係る代表的な考え方を、俯瞰(ふかん)的に紹介したい。具体的には、Ⅰにおいて、伝統的金融政策、Ⅱにおいて、非伝統的金融政策について、それぞれ、量及び金利に着目するアプローチを紹介する。Ⅲにおいて、生産コストに着目するアプローチを紹介する。Ⅳにおいて、量、金利、生産コストという3つのアプローチを整理し、これまでの金融政策等の変遷と照合する。Ⅴにおいて、「賃金と物価の好循環」の先にある課題について、若干の考察を行い、今後の政策対応の方向性を探ってみたい。

I 伝統的金融政策

本章では、伝統的金融政策によるアプローチを扱う。Ⅰ1において、量に着目するアプローチ、Ⅰ2において、金利に着目するアプローチについて、それぞれどのような考え方であるのかを紹介する。

1 貨幣数量説

(1) 名目マネーストックと物価

伝統的金融政策において、量に着目する代表的な考え方は、貨幣数量説である。

貨幣数量説とは、経済に出回っている貨幣量(名目マネーストック)の大きさは、物価水準

(15) 内閣府 前掲注(4), pp.78-79. なお、Ⅳ3において後述するように、「賃金と物価の好循環」が、真に「好循環」になるかどうかについては、注意を要する。

(16) 梶朋美・佐藤良「正常化に向かう日本銀行の金融政策—その概要と論点—」『調査と情報—ISSUE BRIEF—』No.1293, 2024.9.26, pp.1-6. <<https://doi.org/10.11501/13741831>>

(17) 本稿において、「アプローチ」という言葉は、金融政策又は経済政策を、量・金利・生産コスト等の着目点で分類する概念として用いる。具体的には、Ⅳ1において、整理する。

(18) 白川方明『現代の金融政策—理論と実際—』日本経済新聞出版社, 2008, pp.258-260.

(19) 本稿において、「考え方」という言葉は、政策又はアプローチの背景にある経済理論や学説を指す概念として用いる。

(20) 白川 前掲注(18), pp.232-234.

(21) 金融政策による総需要の制御に限界がある場合に、こうしたアプローチが必要であるとされる。渡辺努『世界インフレの謎』講談社, 2022, pp.233, 249-250.

を決定するだけで、経済活動自体を左右するものではない、という古典的な考え方である。貨幣が、GDP（国内総生産）や失業率等の実体経済の活動水準に影響力を持たないという意味で、「貨幣の中立性命題」あるいは「貨幣ヴェール観」とも呼ばれる。

貨幣数量説によれば、式1に示すとおり、名目マネーストック（ M ）と名目GDP（ PY ）は比例的であり、 k と実質GDP（ Y ）が不変である限り、名目マネーストック（ M ）と物価（ P ）は、比例的に変化する⁽²²⁾。 k は、マーシャルの k と呼ばれる⁽²³⁾。

$$(式1) \quad M = kPY$$

（ M ：名目マネーストック、 k ：マーシャルの k （ $k > 0$ ）、 P ：物価、 Y ：実質GDP）

貨幣数量説に基づくと、デフレ脱却の方法は、次のように整理される。すなわち、デフレ（物価 P の下落）は、名目マネーストック（ M ）の増加が実質GDP（ Y ）の増加に追いついていないから、すなわち、貨幣が十分に供給されていないから起きる現象である。したがって、デフレを止めるためには、名目マネーストック（ M ）を増加させる必要がある⁽²⁴⁾。

(2) 信用乗数

しかしながら、名目マネーストック（ M ）は、経済に出回っている貨幣量であり、その総量を中央銀行が直接コントロールすることはできない。名目マネーストック（ M ）を増加させるための代表的な方法は、中央銀行によるマネタリーベース（ H ）の拡大である。マネタリーベース（ H ）とは、中央銀行が直接供給する貨幣量であり、現金（ C ）と中央銀行当座預金（ R ）の合計である（式2）。

$$(式2) \quad H = C + R$$

（ H ：マネタリーベース、 C ：現金、 R ：中央銀行当座預金）

また、名目マネーストック（ M ）は、現金（ C ）と預金（ D ）の合計である（式3）。

$$(式3) \quad M = C + D$$

（ M ：名目マネーストック、 C ：現金、 D ：預金）

マネタリーベース（ H ）の拡大がどのようなチャネルを通じて、名目マネーストック（ M ）を増加させるのかについて、さまざまな説があるが、ここでは、代表的な考え方として、信用乗数理論を紹介する⁽²⁵⁾。

⁽²²⁾ 中谷巖ほか『入門マクロ経済学 第6版』日本評論社、2021、pp.186-187.

⁽²³⁾ マーシャルの k は、式1に示すとおり、名目マネーストック（ M ）と名目GDP（ PY ）の比である。経済学者アルフレッド・マーシャル（Alfred Marshall）氏の名を冠して、このように呼ばれる。

⁽²⁴⁾ 吉川洋『マクロ経済学の再構築—ケインズとシュンペーター—』岩波書店、2020、p.218.

⁽²⁵⁾ 信用乗数理論以外で、マネタリーベースの拡大が物価上昇に寄与するとする説は、II 3で紹介するクルーグマン・モデルのほか、流動性の飽和に伴うリスク資産への需要シフトを指摘する「ポートフォリオ・リバランス効果」、中央銀行が大量に国債を取得することで政府が景気刺激策を採用しやすくなることによる「財政支出のファイナンス効果」等が挙げられる。白川 前掲注⁽¹⁸⁾、pp.358-360.

信用乗数理論では、式4に示すとおり、 m が一定である限り、名目マネーストック (M) とマネタリーベース (H) は、比例的に変化する。 m は、「信用乗数」又は「貨幣乗数」と呼ばれる⁽²⁶⁾。

$$(式4) \quad M = mH$$

(M : 名目マネーストック、 m : 信用乗数 ($m > 1$)、 H : マネタリーベース)

信用乗数理論によれば、中央銀行が、当座預金残高 (R) の増加を通じて、マネタリーベース (H) を拡大させる (式2) と、そのことが民間銀行による貸出し及び預金 (D) の増加を通じて、名目マネーストック (M) の増加をもたらす (式3)。このとき、名目マネーストック (M) が、マネタリーベース (H) の変化の乗数倍だけ増加する (式4) とされる⁽²⁷⁾。

すなわち、中央銀行がマネタリーベース (H) を拡大させれば、民間銀行による信用創造プロセスを通じ、名目マネーストック (M) が増加する (式4)。そして、名目マネーストック (M) が拡大すれば、物価 (P) が上昇する (式1)。

(3) 貨幣数量説の限界

前述の貨幣数量説の想定する世界は、「長期的に成立する」と考えられている⁽²⁸⁾。しかしながら、少なくとも我が国の近年の状況を見る限り、貨幣数量説が妥当するとは言えないのが現実である。

図1に、我が国のマーシャルの k の推移を示す。I 1(1)で述べたとおり、貨幣数量説が成立するためには、マーシャルの k が一定であるとの仮定が必要である。しかしながら、我が国では、マーシャルの k ははっきりと上昇する傾向を示しており、マーシャルの k が一定であるとの仮定は、我が国のデータでは支持されない⁽²⁹⁾。

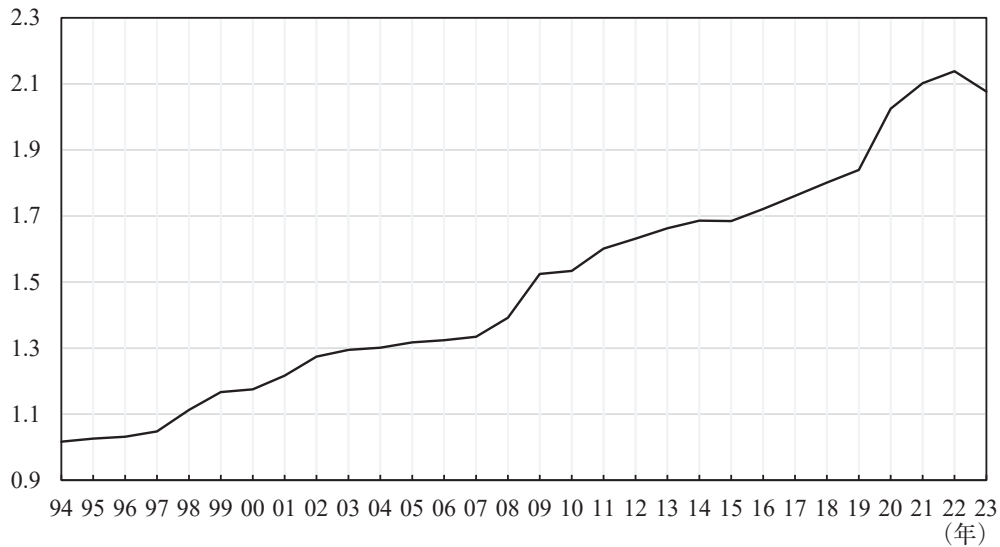
⁽²⁶⁾ m は、式4が示すとおり、名目マネーストック (M) とマネタリーベース (H) の比である。また、式3の預金 (D) は、式2の中央銀行当座預金 (R) よりも大きいため、 $m > 1$ である。

⁽²⁷⁾ 白川 前掲注(18), pp.261-265; 中谷ほか 前掲注(22), pp.113-115; 吉川洋『マクロ経済学 第4版』(現代経済学入門) 岩波書店, 2017, pp.86-89; 宮尾龍蔵『コア・テキストマクロ経済学 第2版』新世社, 2017, pp.116-123.

⁽²⁸⁾ 宮尾 同上, p.127.

⁽²⁹⁾ 中谷ほか 前掲注(22), pp.187-190.

図1 マーシャルのkの推移 (1994～2023年)



(注) 名目マネーストックを名目GDPで除して算出。

名目マネーストックについて、2004年以降はM2、2003年以前はM2+CD。

なお、現在のマネーストック統計において、M2とは、現金通貨、預金通貨、準通貨、CD(譲渡性預金)の合計である。

(出典) 内閣府「国民経済計算」；日本銀行「時系列統計データ検索サイト」を基に筆者作成。

図2に、我が国の信用乗数(m)の推移を示す。I 1(2)で述べたとおり、信用乗数理論が成立するためには、信用乗数(m)が一定であるとの仮定が必要である。しかしながら、我が国では、信用乗数(m)は、バブル崩壊後の1990年代から大きく低下し始め、量的・質的金融緩和政策が採られた平成25(2013)年4月以降、更に低下し、現在は約2倍でしかない⁽³⁰⁾。

図2 信用乗数の推移 (1994～2023年)



(注) 名目マネーストックをマネタリーベースで除して算出。

名目マネーストックについて、2004年以降はM2、2003年以前はM2+CD。

(出典) 日本銀行「時系列統計データ検索サイト」を基に筆者作成。

⁽³⁰⁾ 同上, p.115.

信用乗数 (m) については、式4における、名目マネーストック (M) とマネタリーベース (H) との関係 ($M=mH$) をめぐって、名目マネーストック (M) とマネタリーベース (H) のどちらが先に決まるのかという論争がある。

少なくとも短期的には、名目マネーストック (M) の動きを決める最も重要な要素は、民間銀行による貸出しである。民間銀行は、自らの利潤を最大化するように、貸出量を決めている。民間銀行の貸出量が決まれば、預金 (D) が決まり、名目マネーストック (M) が決まる (式3)。民間銀行は、保有する預金 (D) の一定量を中央銀行当座預金 (R) に預け入れる必要がある (準備預金制度) ため、中央銀行は、中央銀行当座預金 (R) の必要額に応じて、マネタリーベース (H) を供給しなければならない (式2)。すなわち、実務においては、名目マネーストック (M) が先に決まり、マネタリーベース (H) がその結果として後から決まることになる⁽³¹⁾。

この考え方に立てば、中央銀行が、マネタリーベース (H) のコントロールを通じて、名目マネーストック (M) をコントロールすることは困難である⁽³²⁾。実際、中央銀行の政策当局者の感覚では、マネタリーベース (H) をコントロールするというよりは、金融政策の出発点は短期金利であり、その短期金利を誘導するために、日々、中央銀行当座預金 (R) の量を調節しているとされる⁽³³⁾。

では、量ではなく、金利の調節は、どのような考え方に基づいて行われるのであろうか。次節では、金利の調節に主眼を置いたアプローチを紹介する。

2 金利の調節

伝統的金融政策において、中央銀行は、短期金融市場における代表的な短期金利 (日本銀行の場合、無担保コールレート・オーバーナイト物⁽³⁴⁾) を誘導することによって、金利の調節を行う⁽³⁵⁾。

金利の調節が、経済・物価に影響を及ぼす波及経路としては、金利チャンネル、資産チャンネル、為替レートチャンネル等がある⁽³⁶⁾。

(1) 金利チャンネル

実質金利が低下すると、設備投資、住宅投資、在庫投資、あるいは耐久消費財の購入等、利子弾力的⁽³⁷⁾な需要が増加する。これによって、実質 GDP が増加し、物価水準が上昇する⁽³⁸⁾。

このうち、例えば、実質金利と設備投資の関係については、投資の限界効率⁽³⁹⁾という概念

(31) 同上, pp.112-113; 吉川 前掲注(27), pp.88-89.

(32) 中谷ほか 同上, p.118.

(33) 白川 前掲注(18), p.259.

(34) 金融機関が一時的な資金の過不足を調整するための市場 (コール市場) において行われる無担保の資金貸借のうち、約定日に資金の受払を行い、翌営業日を返済期日とする取引に適用される金利。

(35) 中島真志・島村高嘉『金融読本 第32版』東洋経済新報社, 2023, pp.119-122, 255.

(36) 白川 前掲注(18), p.180. 金利の調節が、経済・物価に影響を及ぼす波及経路としては、本稿で紹介したもの以外に、銀行貸出チャンネルがある。銀行貸出チャンネルとは、金利の変化が銀行の与信行動に影響を与えるルートである。しかしながら、金融自由化の進展に伴い、銀行の資金調達が可能になったため、銀行貸出チャンネルの役割は、縮小傾向にあるとされる。宮尾 前掲注(27), pp.329-330.

(37) 利子弾力的であるとは、利子率の変化に対し、経済変数が弾力的に変化することを表す。

(38) 吉川 前掲注(27), p.111; 中谷ほか 前掲注(22), pp.220-222.

(39) 経済学者ジョン・メイナード・ケインズ (John Maynard Keynes) 氏は、「資本の限界効率 (marginal efficiency of capital)」と呼んだ。浅子和美ほか『マクロ経済学 第2版』新世社, 2009, p.118; John Maynard Keynes, *The*

を用いて説明される。

$$(式5) \quad \rho > r, \rho = r, \text{ 又は } \rho < r$$

(ρ : 投資の限界効率、 r : 実質金利)

式5の考え方は、次のとおりである。企業は、投資を実行するかどうかについて、その投資の予想収益率である投資の限界効率 (ρ) が、実質金利 (r) よりも高いか、低いかにによって決定する。投資の限界効率 (ρ) が、実質金利 (r) よりも高ければ、投資を実行し、実質金利 (r) よりも低ければ、投資を実行しない。したがって、設備投資は、実質金利 (r) の減少関数となる。すなわち、実質金利 (r) が低下すると、設備投資が増加する⁽⁴⁰⁾。

ここで注意を要するのは、実質金利が名目金利と連動するとは限らないということである。名目金利と実質金利の間には、一般に、式6の関係が成り立つ（これは、フィッシャー方程式と呼ばれる⁽⁴¹⁾）。

$$(式6) \quad i = r + \pi_e$$

(i : 名目金利、 r : 実質金利、 π_e : 期待物価上昇率)

例えば、中央銀行が、金融緩和を目的として利下げを行った場合に、名目金利 (i) が低下したとしても、実質金利 (r) が低下するとは限らない。名目金利 (i) の低下と同じだけ期待物価上昇率 (π_e) が低下すれば、実質金利 (r) は、変化しないということが起こり得るからである⁽⁴²⁾。名目金利 (i) の変化が実質金利 (r) の変化を伴うかどうかは、一般的にはタイムスパンに依存する。短期であれば、名目金利 (i) が変化すると、実質金利 (r) もほぼ同じ程度に変化する。一方、中長期には、物価上昇率の変化に応じて、期待物価上昇率 (π_e) も変化するため、実質金利 (r) は、名目金利 (i) の変化ほどには変化しない。したがって、金利の調節が、金利チャネルを通じて経済・物価に及ぼす影響は、中長期になると限られてくる⁽⁴³⁾。

(2) 資産チャネル

資産チャネルとは、金融政策による金利の変化が、資産価格の変化を通じて、实体经济に影響を及ぼす経路を指す⁽⁴⁴⁾。

General Theory of Employment, Interest and Money, London: Macmillan, 1936, pp.135-160. <<https://ia601508.us.archive.org/11/items/in.ernet.dli.2015.50092/2015.50092.The-General-Theory-Of-Employment-Interest-And-Money.pdf>>

(40) 中谷ほか 前掲注(2), pp.318-321. なお、投資の限界効率 ρ には、設備投資のコストが考慮されているが、設備投資がもたらす将来の便益が考慮されていない。より正確に、設備投資の費用対効果を表す尺度としては、経済学者ジェームズ・トービン (James Tobin) 氏が提唱した「トービンの q 」が用いられる。齊藤誠ほか『マクロ経済学 新版』有斐閣, 2016, pp.159-160; James Tobin, "A General Equilibrium Approach To Monetary Theory," *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol.1 No.1, 1969.2, pp.15-29. <<https://www.jstor.org/stable/1991374>>

(41) 経済学者アーヴィング・フィッシャー (Irving Fisher) 氏の名を冠して、このように呼ばれる。フィッシャー方程式を具体例で説明すると、例えば名目金利 5% の下で 100 円を運用すれば 1 年後に 105 円になるが、仮に 1 年後に物価が 2% 上昇するとの期待がある場合には、実質金利は 3% である。宮尾 前掲注(27), p.91.

(42) 同上, p.326.

(43) 白川 前掲注(18), pp.180-182.

(44) 宮尾 前掲注(27), pp.332-333.

株価や地価等の資産価格は、理論的には、株式や土地等から得られる将来にわたる収益の割引現在価値⁽⁴⁵⁾である⁽⁴⁶⁾。このため、資産価格 (P_s) と割引率 (i_s) の間には、式7に示すとおり、割引率 (i_s) が上がれば、資産価格 (P_s) は下がり、割引率 (i_s) が下がれば、資産価格 (P_s) は上がるという関係がある⁽⁴⁷⁾。

(式7)

$$P_s = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{d}{(1+i_s)^t} = \frac{d}{i_s}$$

(P_s : 資産価格、 d : 毎期の収益、 i_s : 割引率、 t : 時点)

割引率 (i_s) は、通常、リスクフリーの長期金利ではなく、式8に示すとおり、長期金利に、資産のリスクに応じたリスク・プレミアムを上乗せした値である⁽⁴⁸⁾。また、実際には、景気の変動の影響を受けるため、長期金利と資産価格が必ずしも連動するわけではない⁽⁴⁹⁾。

(式8) $i_s = i + \delta$

(i_s : 割引率、 i : 長期金利、 δ : リスク・プレミアム)

(3) 為替レートチャンネル

為替レートチャンネルとは、金融政策による金利の変化が、為替レートの変化を通じて、实体经济に影響を及ぼす経路を指す。他の条件が一定であれば、金利の低下は、自国通貨の為替レートの減価（我が国の場合には円安）をもたらす、金利の上昇は、自国通貨の為替レートの増価（円高）をもたらす⁽⁵⁰⁾。

(4) 金利の調節の限界—流動性の罠—

前述の I 2(1) ~ (3) で述べたような、金利の調節を通じた伝統的金融政策が可能であるためには、中央銀行が、下限であるゼロから十分に離れたゾーンで、短期金利を誘導し、名目金利を調節できることが前提となる。名目金利が下限まで下がり、それ以上、名目金利を下げるのが非常に難しくなると、伝統的金融政策の有効性が失われる。これを、流動性の罠（わな）

(45) 割引現在価値とは、将来の価値を現在の価値に換算したものである。将来時点における物価上昇等を考慮し、現在の価値に換算する場合には、割引率で割り引く必要がある。齊藤ほか 前掲注(40), pp.472-474.

(46) 白川 前掲注(18), p.183.

(47) 宮尾 前掲注(27), pp.245-248.

(48) 元本が保証された安全資産は、リスクがない（リスクフリーである）ため、利回りが相対的に低い。一方、株式等の運用リスクが高い資産については、投資家が相対的に高い利回りを求めるため、リスク・プレミアムが上乗せされる。

(49) 白川 前掲注(18), p.183; 吉川 前掲注(27), p.74.

(50) 白川 同上, p.185. 為替レートの主な決定理論には、二国間の物価の違いに着目する購買力平価説、二国間の金利差や将来の予想為替レート等に着目するアセットアプローチがあり、後者の決定要因の1つが金利差である（西村陽造・佐久間浩司『新・国際金融のしくみ』有斐閣, 2020, pp.102-104; 高木信二『入門/国際金融 第4版』日本評論社, 2011, pp.107-123.）。しかしながら、国際金融政策において、①自由な国際資本移動、②金融政策の独立性、③為替レートの安定性という3つの目的を同時に達成することはできず（国際金融のトリレンマ）、国際資本移動が自由な経済において、金融政策の独立性を維持するためには、為替レートの安定はあきらめざるを得ないとされる（藤井英次『コア・テキスト国際金融論 第3版』新世社, 2024, pp.239-240.）。このため、本稿において、為替レートチャンネルについては、これ以上、言及しない。

という⁽⁵¹⁾。

我が国の経済は、1990年代後半に短期金利がゼロ近傍まで低下し、流動性の罠に陥った⁽⁵²⁾。このため、我が国は、世界に先駆けて、非伝統的金融政策の領域に踏み込んでいくことになった⁽⁵³⁾。そこで、次章では、非伝統的金融政策の考え方を紹介したい。

II 非伝統的金融政策

本章では、まず、II 1において、非伝統的金融政策について論じる上で必要となる、物価上昇期待について、簡単に説明する。II 2において、非伝統的金融政策を簡単に分類する。その上で、II 3において、量に着目するアプローチ、II 4において、金利に着目するアプローチが、それぞれどのような考え方であるのかを紹介する。

1 物価上昇期待

流動性の罠に陥り、名目金利の調節が困難になった状況下において、中央銀行は、どのように金融政策を行うのであろうか。

フィッシャー方程式（式6）を改めて記す。

$$(式6) \quad i = r + \pi_e$$

(i : 名目金利、 r : 実質金利、 π_e : 期待物価上昇率)

この関係を前提にすると、名目金利 (i) がゼロ近傍になった場合であっても、期待物価上昇率 (π_e) を十分に高めることができれば、実質金利 (r) をマイナスに低下させ、景気に好影響を及ぼすことができる。したがって、非伝統的金融政策では、物価上昇期待を高めることが鍵となる⁽⁵⁴⁾。

2 非伝統的金融政策

非伝統的金融政策には、主に、①量的緩和政策、②質的緩和政策、③マイナス金利政策、④時間軸政策等がある。①量的緩和政策とは、国債等の買入れを通じて、大量の資金を市場に供給する政策である。②質的緩和政策とは、中央銀行が株式等のリスク性資産を購入することによって、I 2(2)の式8で述べたリスク・プレミアムの低下を図る政策である。③マイナス金利政策とは、中央銀行が政策金利をゼロ%より低いマイナスにする政策である。④時間軸政策とは、フォワードガイダンスとも呼ばれ、中央銀行が先行きの指針を示すことによって、将来にわたる短期金利の予想を低下させることを図る政策である⁽⁵⁵⁾。

(51) 吉川 前掲注(27), p.127.

(52) Paul R. Krugman, "It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap," *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol.1998 No.2, 1998, p.167. <https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/1998/06/1998b_bpea_krugman_dominquez_rogooff.pdf>

(53) 宮尾 前掲注(27), p.335.

(54) 中島・島村 前掲注(35), p.151.

(55) 同上, pp.274-278. 非伝統的金融政策の手段の整理については、大森健吾「ポストコロナを見据えた金融政策の修正—日銀の「点検」とその背景—」『調査と情報—ISSUE BRIEF—』No.1150, 2021.6.15, p.5. <<https://doi.org/10.11501/11684499>> 等を参照。

このうち、前節で述べた物価上昇期待の引上げを通じて、実質金利の引下げを図る政策として、中心的な役割を果たすのは、①と④である⁽⁵⁶⁾。①は、中央銀行による資産購入という、量に着目するアプローチである。④は、将来の短期金利という、金利に着目するアプローチである。

3 クルーグマン・モデル

量に着目し、経済が流動性の罍に陥った場合であっても、一定の仮定の下で、中央銀行が貨幣供給を増やす金融政策が依然として有効であることを主張した代表的な論者は、ノーベル経済学賞を受賞した経済学者ポール・クルーグマン (Paul Krugman) 氏である⁽⁵⁷⁾。

クルーグマン氏によれば、流動性の罍の下で、金融政策が機能しない原因は、中央銀行が今何をしようが、物価が現在の水準付近で安定するであろうと国民が期待しているからである。中央銀行が、可能な限りインフレを追求し、インフレが発生したときにはそれを承認するという信頼性のあるコミットメントができれば、物価上昇期待を高めることができる⁽⁵⁸⁾。

クルーグマン・モデルでは、現時点と将来時点の2期間モデルを設定し、長期均衡⁽⁵⁹⁾では、経済が流動性の罍から脱出し、貨幣数量説が成立するという仮定を置く。すなわち、

$$(式9) \quad M^* = k^* P^* Y^*$$

$$\left(\begin{array}{l} M^* : \text{将来時点の名目マネーストック、} k^* : \text{将来時点のマーシャルの} k \ (k^* > 0)、 \\ P^* : \text{将来時点の物価、} Y^* : \text{将来時点の実質 GDP} \end{array} \right)$$

となる。

また、消費者が現時点の消費と将来時点の消費を効率的に配分するとの仮定の下で、現時点の消費 (C) と将来時点の消費 (C^*) との間には、次のようなオイラー方程式⁽⁶⁰⁾と呼ばれる関係が成立する。

$$(式10) \quad u'(C) = D(1+r)u'(C^*)$$

$$\left(\begin{array}{l} u : \text{効用関数、} D : \text{時間割引率} \ (0 < D < 1)、 r : \text{実質金利、} \\ C : \text{現時点の消費、} C^* : \text{将来時点の消費} \end{array} \right)$$

式10は、現時点の消費 (C) を1単位だけ引き上げたときの限界的な効用の増加分 ($u'(C)$) が、同額を実質利子率 (r) で運用し、元利合計を将来時点において消費する際の限界的な効用の増加分 ($(1+r)u'(C^*)$) に等しいという関係を表している。ただし、将来時点の限界的な効用

⁽⁵⁶⁾ 例えば、令和2(2020)年1月4日に、元・連邦準備制度理事会 (FRB) 議長であるベン・バーナンキ (Ben S. Bernanke) 氏が行った講演において、非伝統的金融政策の手段として、中心的に扱われているのは、量的緩和政策と時間軸政策の2つである。Ben S. Bernanke, "The New Tools of Monetary Policy," 2020.1.4. Brookings website <https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2019/12/Bernanke_ASSA_lecture.pdf>

⁽⁵⁷⁾ 量的緩和政策のメカニズムについて、クルーグマン・モデルは、本格的な議論の出発点であると同時に本質的な論点が何かを明らかにしてくれるとされる。池尾和人『連続講義・デフレと経済政策—アベノミクスの経済分析—』日経BP社, 2013, pp.53-54.

⁽⁵⁸⁾ Krugman, *op.cit.*(52), pp.166, 180.

⁽⁵⁹⁾ 長期均衡とは、物価等の経済変数が時間の経過を通じて十分に調整され、均衡に到達した状態を指す。

⁽⁶⁰⁾ 数学者レオンハルト・オイラー (Leonhard Euler) 氏の名を冠して、このように呼ばれる。

については、時間割引率 D で割り引く必要がある⁽⁶¹⁾。式 10 のオイラー方程式によれば、実質金利 (r) が上がると、運用する方が有利になるため、消費者は、現時点の消費 (C) を減少させ、将来時点の消費 (C^*) を増加させる。逆に、実質金利 (r) が下がると、消費者は、将来時点の消費 (C^*) を減少させ、現時点の消費 (C) を増加させる⁽⁶²⁾。

式 10 において、将来時点の物価と現時点の消費の関係を示すため、具体的な効用関数を仮定し、実質金利を名目金利に書き換えると⁽⁶³⁾、

(式 11)

$$\frac{C}{C^*} = \left(\frac{P^*}{DP} \right)^\sigma (1+i)^{-\sigma}$$

$\left(\begin{array}{l} C : \text{現時点の消費、} C^* : \text{将来時点の消費、} P^* : \text{将来時点の物価、} P : \text{現時点の物価、} \\ D : \text{時間割引率 (} 0 < D < 1 \text{)、} i : \text{名目金利、} \sigma : \text{効用関数のパラメータ} \end{array} \right)$

が得られる。式 11 は、経済が流動性の罍にあり、名目金利 (i) がゼロ近傍であっても、将来時点の物価 (P^*) が上昇すれば、現時点の消費 (C) が増加し得ることを表している。

クルーグマン・モデルにおいて、現時点の経済は、流動性の罍に陥っているため、現時点の名目マネーストック (M) を増大させても、直接には、現時点の物価 (P) には影響しない。しかしながら、将来時点においては、経済が流動性の罍から脱出し、貨幣数量説が成立することを仮定しているため、何らかの方法によって、将来時点の名目マネーストック (M^*) が増大することを、人々に信じ込ませることができれば、式 9 によって、将来時点の物価 (P^*) が上昇する。将来時点の物価 (P^*) が上昇すれば、異時点間の最適化を行っている消費者は、式 11 によって、現時点の消費 (C) を増加させる。現時点の消費 (C) が増加すれば、実質 GDP が増加し、経済を流動性の罍から脱出させることができる——これがクルーグマン・モデルの仕組みである⁽⁶⁴⁾。

クルーグマン・モデルでは、金融政策は、中央銀行がインフレに対して無責任 (irresponsible) で、将来の物価水準の上昇を目指すと信頼できる約束をしたときにこそ、実際に効果がある⁽⁶⁵⁾。すなわち、中央銀行が、可能な限りインフレを追求し、インフレが発生したときにはそれを承認するという信頼性のあるコミットメントができれば、現在の金融政策による経済への直接的な影響力がなくても、物価上昇期待を高めることができる⁽⁶⁶⁾。そのために、中央銀行がインフレ・ターゲットを掲げ、マネタリーベースを増大させることが重要であるとする⁽⁶⁷⁾。一時

(61) 現時点の消費を将来時点に引き延ばすことの対価を考慮すると、将来時点の限界的な効用を現時点の価値に換算するためには、割り引く必要がある。

(62) 齊藤ほか 前掲注(40), pp.579-583.

(63) 式 11 の導出過程は、次のとおりである。効用関数として、ラムゼイ型の効用関数 $V = \frac{1}{1-\rho} \sum_{t=1}^{\infty} C_t^{1-\rho} D_t$ (V : 効用、 ρ : 異時点間代替弾力性の逆数、 C : 消費、 D : 時間割引率 ($0 < D < 1$)) を仮定する。一階の微分は、 $u'(C) = C^{-\rho} D$ 、 $u'(C^*) = C^{*\,-\rho} D$ である。また、名目金利は、実質金利に現在と将来の物価の比を乗じたものに等しいので、 $1+i = (1+r) \frac{P^*}{P}$ (i : 名目金利、 r : 実質金利、 P^* : 将来時点の物価、 P : 現時点の物価) である。これらを式 10 に代入し、さらに $\sigma = \frac{1}{\rho}$ と置くと、式 11 を得る。本導出過程については、吉川洋『デフレーション—“日本の慢性病”の全貌を解明する—』日本経済新聞出版社、2013, pp.129-139 に解説がある。

(64) 同上, p.138.

(65) Krugman, *op.cit.*(52), p.139.

(66) *ibid.*, p.180.

(67) 吉川 前掲注(63), pp.138-139.

的なマネタリーベースの増加は、効果がない。総需要を金融政策で刺激するためには、実質金利を下げる必要があるが、名目金利が下がらないときに実質金利を下げるためには、II 1で述べたとおり、物価上昇期待を引き起こすしかない。そのためには、マネタリーベースの一時的な増加ではなく、持続的な増加を図る必要があり、将来のマネタリーベース、マネーストックが増大するというコミットメントによって、将来の物価水準が上昇するという期待が生まれ、現在から将来へかけての物価上昇期待が生まれるとされる⁽⁶⁸⁾。

しかしながら、この理論には、将来時点のマネタリーベース、マネーストックをいかにして増大させるかという点に、大きな弱点がある。現在のマネタリーベースを増加させても、将来のマネタリーベース、マネーストックが増大するとは限らないからである。そこで、この弱点を克服すべく、クルーグマン・モデルを、量ではなく、金利の言葉で表現するとどうなるか——そのような着想から、平成11(1999)年に、時間軸政策を考案したのが、当時の日本銀行審議委員で、現日本銀行総裁の植田和男氏である⁽⁶⁹⁾。

そこで、次節では、時間軸政策の考え方について、紹介する。

4 時間軸政策

非伝統的金融政策において、金利に着目してアプローチする場合の代表的なメカニズムは、時間軸政策である。時間軸政策とは、事実上のゼロ金利を将来にわたり継続することを中央銀行が約束することで、将来の短期金利の予想値を通じて、現在の長期金利に低下圧力をかけ、これによって、現在の総需要を刺激しようとする政策である⁽⁷⁰⁾。

図3に、時間軸政策に基づく政策金利のイメージを模式的に示す。図3の第0～4期の部分は、政策金利が徐々に名目金利の下限に近づき、経済が流動性の罫に陥りつつある状況を表している。そして、図3の第4～12期の部分は、通常の政策運営であれば、政策金利をマイナスにすべきところであるが、それは困難であるのでゼロ近傍にせざるを得ないという状況を表している。第12期以降は、通常の政策運営であれば、金利引上げを始めることになるが、金利をプラスにしてもよいような状況になっても、しばらく事実上のゼロ金利を続け(図3の第12～16期の部分)、過去のつけを払うというやり方を考える。この方式では、ようやく第20期に、金利水準が本来の水準に追いついている。こうした政策を採用することを遅くとも第4期にアナウンスする。すると、長期金利は、将来の短期金利の予想値の平均⁽⁷¹⁾なので、将来の金融政策の動きが変わるというアナウンスメントがあれば、その瞬間から、現在の長期金利に低下圧力がかかる。この長期金利の低下が経済を刺激する⁽⁷²⁾。

(68) 植田和男『ゼロ金利との闘い—日銀の金融政策を総括する—』日本経済新聞社、2005、p.77.

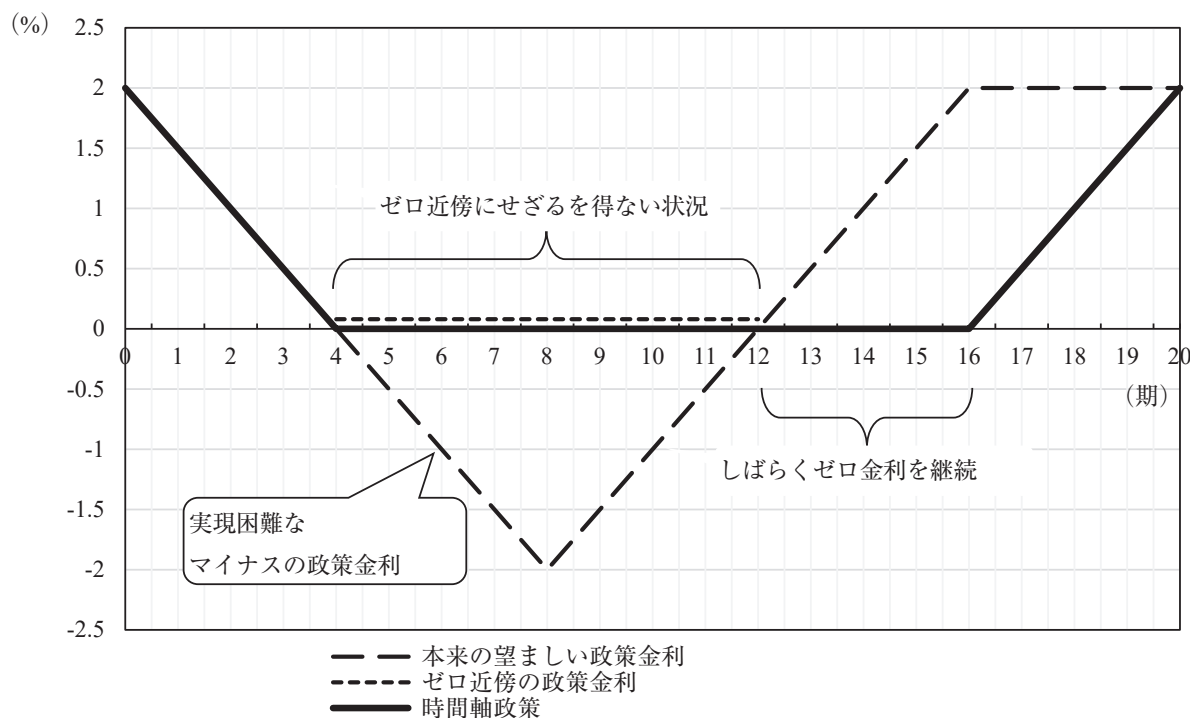
(69) 早川英男『金融政策の「誤解」—“壮大な実験”の成果と限界—』慶應義塾大学出版会、2016、pp.31-32.

(70) 宮尾 前掲注(27)、p.336; 齊藤ほか 前掲注(40)、pp.402-403.

(71) 短期金利と長期金利の間には、利子率の期間構造を通じた関係がある。例えば、吉川 前掲注(27)、pp.123-124を参照。

(72) 植田 前掲注(68)、pp.79-84.

図3 時間軸政策の考え方



(出典) 植田和男『ゼロ金利との闘い—日銀の金融政策を総括する—』日本経済新聞社, 2005, p.80 を基に筆者作成。

時間軸政策においても、クルーグマン・モデルと同様、将来時点において、どこかで、経済にポジティブなショックが発生し、経済が流動性の罍から脱出することを仮定する。その流動性の罍の脱出後に、普通の中央銀行であれば当然採用するであろうと市場が思っている政策スタンスよりも、より緩和的なスタンスを採用することを、中央銀行があらかじめアナウンスするところがポイントである。すなわち、景気が良くなり、物価上昇率が上昇しても、しばらく事実上のゼロ金利を続けるという約束をあらかじめすることによって、望ましい水準を超えて物価上昇率が上昇するリスクを許容し、これによって、物価上昇期待を高めるという政策である。

クルーグマン・モデルは、量に着目し、植田氏の理論は、金利に着目しているという違いはあるものの、どちらも、物価上昇期待に働きかけ、将来の金融緩和政策の効果を「前借り」することによって、現在の実質金利の低下を促す、というメカニズムは、同じである⁽⁷³⁾。

本章では、物価上昇期待の引上げを通じて、実質金利の引下げを図る政策の代表例として、クルーグマン氏の考え方と植田氏の考え方を採り上げ、量に着目するアプローチと、金利に着目するアプローチを紹介した。

しかしながら、冒頭で述べたとおり、我が国において、今般、「賃金と物価の好循環」を生み出すべく、官民連携によって試みられている政策は、「輸入インフレの国内インフレへの転化」という、生産コストに着目するアプローチである。そこで、次章では、生産コストに着目するアプローチを紹介する。

(73) 同上, pp.30-32, 91-93, 191.

Ⅲ 物価と生産コスト

物価へのアプローチについて、量でも金利でもなく、実物的要因である生産コストに着目し、流動性の罫の状態にある経済への処方箋として、名目賃金を上昇させることが有効であることを主張した代表的な論者は、東京大学名誉教授の吉川洋氏である。

本章では、Ⅲ 1において、本アプローチのメカニズムである、物価と生産コストの関係を紹介する。また、Ⅲ 2において、メカニズムは必ずしも同じではない⁽⁷⁴⁾ものの、本アプローチに類する考え方として、東京大学教授の渡辺努氏による「賃金解凍スパイラル」を紹介する。

1 物価と生産コストの関係

生産コストは、物価に対して、どのようなメカニズムを通じて、影響を及ぼすのであろうか。製品⁽⁷⁵⁾を生産するためのコストは、主として、人件費と原材料費である。我が国の場合、原油、鉄鉱石等の原材料の大部分を輸入に頼っていることから、単純化のため、人件費と輸入原材料のみを生産コストとして考える。また、不完全競争下で企業が価格支配力を持ち、生産コストに一定の利益を上乗せして価格を決定すること等を仮定する。こうした仮定の下で、物価と生産コストの間には、式 12 に示す関係がある⁽⁷⁶⁾。

(式 12)

$$P = m \left(\frac{W}{l_p} + \frac{eP_r}{r_p} \right)$$

（ P ：価格、 m ：マークアップ率、 W ：名目賃金、 l_p ：労働生産性、
 e ：為替レート、 P_r ：輸入原材料価格、 r_p ：原材料生産性）

右辺括弧内の第1項である、名目賃金 (W) を労働生産性 (l_p) で割った値 (W/l_p) は、企業にとっての労働コストを表している。右辺括弧内の第2項である、円建ての原材料価格 (eP_r) を原材料生産性 (r_p) で割った値 (eP_r/r_p) は、企業にとっての原材料コストを表している。企業は、これにマークアップ率 (m)⁽⁷⁷⁾を乗じ、価格 (P) を決定する。

式 12 において、具体的な生産関数を仮定すると⁽⁷⁸⁾、

(74) 吉川洋氏と渡辺努氏の考え方は、名目賃金に着目する点では共通しているが、名目賃金の上昇が物価の上昇に及ぼすメカニズムについて、吉川洋氏が実物的側面を重視する立場であるのに対し、渡辺努氏は、Ⅱで紹介した、物価上昇期待が果たす役割を重視する立場であるという点が、大きく異なる。詳細は、吉川洋ほか「物価とインフレーションのメカニズム」2024.5.8. 日興リサーチセンターウェブサイト <https://www.nikko-research.co.jp/wp-content/uploads/2024/05/2024_article_01.pdf> を参照。

(75) サービスを含む。サービスは、財に比べ、人件費比率が高く、労働コストの影響がより大きく表れる。

(76) 吉川 前掲注(74), pp.183-188.

(77) マークアップ率とは、企業が製品1単位の生産に要するコストの何倍に価格を設定するかを表す比率である。

(78) 式 13 の導出過程は、次のとおりである。生産関数として、コブ=ダグラス型生産関数 $Y = AL^\alpha R^{1-\alpha}$ (Y : 生産量、 L : 労働投入量、 R : 原材料投入量、 A : 全要素生産性) を仮定する。同関数の下で、 α 、 $1-\alpha$ は、労働、原材料の生産への貢献度を表す。式 12 の右辺括弧内第1項の対数 ($\ln W - \ln l_p$)、右辺括弧内第2項の対数 ($\ln e + \ln P_r - \ln r_p$) は、それぞれ、労働コスト、原材料コストの増加率であり、これがそれぞれ価格に影響を及ぼすことから、式 13 が得られる。

$$(式 13) \quad \pi = \alpha(w - g_l) + (1 - \alpha)(\hat{e} + \pi_r - g_r)$$

$\left\{ \begin{array}{l} \pi: \text{物価上昇率、} w: \text{名目賃金上昇率、} g_l: \text{労働生産性上昇率、} \\ \hat{e}: \text{為替レート変化率、} \pi_r: \text{輸入原材料価格上昇率、} g_r: \text{原材料生産性上昇率} \\ \alpha: \text{労働コストのシェア (} 0 < \alpha < 1 \text{)、} 1 - \alpha: \text{原材料コストのシェア} \end{array} \right\}$

が得られる。これは、価格方程式と呼ばれる。式 13 は、名目賃金上昇率 (w) と労働生産性上昇率 (g_l) の差 ($w - g_l$)、為替レート変化率 (\hat{e}) 及び輸入原材料価格上昇率 (π_r) と、原材料生産性上昇率 (g_r) の差 ($\hat{e} + \pi_r - g_r$) が、それぞれ物価上昇率に影響を及ぼすことを表している。為替レート変化率 (\hat{e}) は、正であれば本国通貨の為替レートの減価（我が国の場合には円安）、負であれば本国通貨の為替レートの増価（円高）である⁽⁷⁹⁾。

式 13 の関係を図に示すと、生産コストが物価上昇に及ぼす影響は、図 4 のように整理できる。

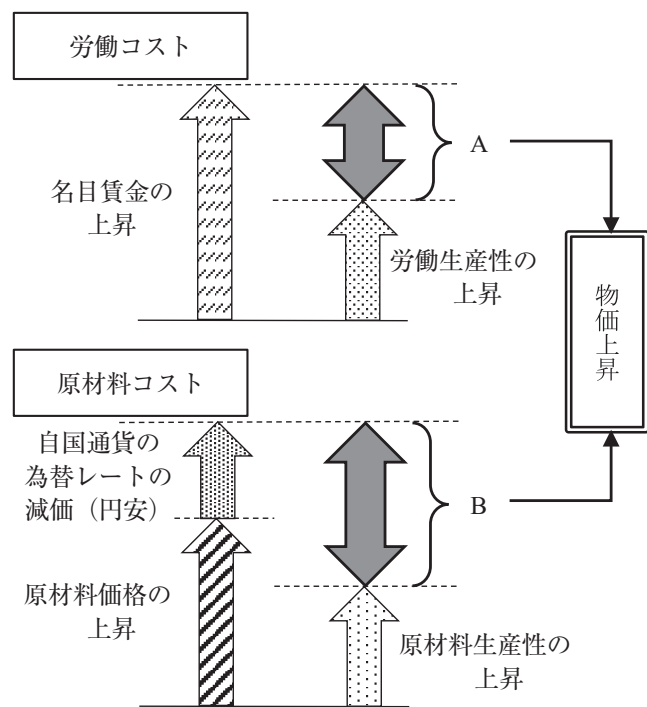
生産コストが物価上昇に及ぼす影響は、労働コストによる影響と、原材料コストによる影響に分解でき、図 4 の A の部分が労働コストによる影響、B の部分が原材料コストによる影響を表している。

(1) 労働コスト

名目賃金の上昇は、コストの増加であるため、物価の上昇要因である。労働生産性は、1 単位の労働から生み出される生産量を表す⁽⁸⁰⁾ところ、労働生産性の上昇は、より少ない労働で効率良く製品を生産できるようになることを意味し、コストの減少をもたらすため、物価の下落要因である。

したがって、名目賃金上昇率と労働生産性上昇率の差（図 4 の A の部分）が物価上昇圧力となる。名目賃金上昇率と労働生産性上昇率が同一の場合、物価には影響しない。名目賃金上昇率が労働生産性上昇率を上回る場合には、物価が上昇する。例えば、昭和 48（1973）年に発生した第 1 次オイルショックにおいては、生産性を無視した大幅な賃上げが行われ、インフレを加速させたと言われて

図 4 物価と生産コストの関係



(出典) 吉川洋『マクロ経済学 第 4 版』（現代経済学入門）岩波書店，2017，pp.183-188 を基に筆者作成。

(79) 吉川 前掲注(24), pp.230-231; 吉川洋編著『金融政策と日本経済』日本経済新聞社，1996，p.123.

(80) 「JIP データベース 2014：生産性 Q&A」経済産業研究所ウェブサイト <<https://www.rieti.go.jp/jp/database/JIP2014/ans.html>>

いる⁽⁸¹⁾。

(2) 原材料コスト

原材料コストについて見ると、原材料価格の上昇、自国通貨の為替レートの減価（円安）は、物価の上昇要因である一方、原材料生産性の上昇は、物価の下落要因であり、その差（図4のBの部分）が物価上昇圧力となる。

原材料生産性は、1単位の原材料から生み出される生産量を表し⁽⁸²⁾、同じ原材料からどの程度効率良く製品を生産できているかを示す。例えば、昭和54（1979）年に発生した第2次オイルショックにおいては、より少ない原材料から効率的に製品を生産する、省エネルギー化の進展等が物価上昇の抑制に寄与したと言われている⁽⁸³⁾。

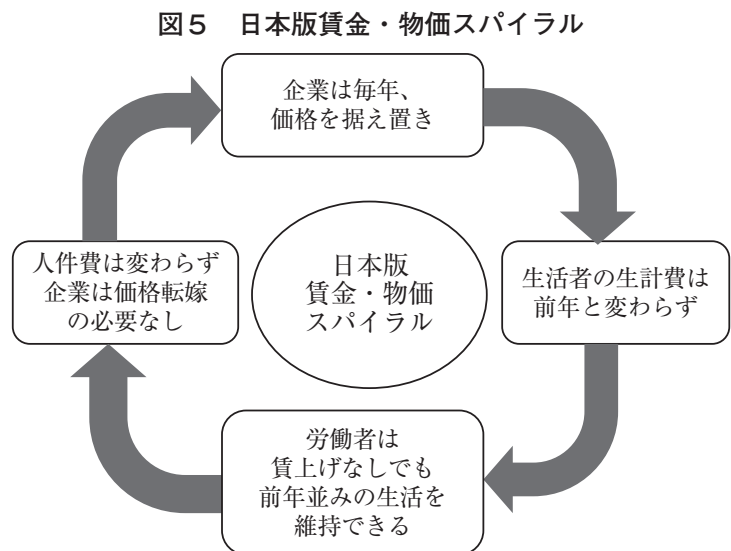
このように、実物的要因である生産コストに着目する場合、物価上昇は、主に、名目賃金の上昇と原材料価格の上昇によって、もたらされることが分かる。吉川氏は、このメカニズムを念頭に置いて、我が国のデフレ脱却には、名目賃金の上昇が鍵である⁽⁸⁴⁾とした。

2 賃金解凍スパイラル

次に、前節のアプローチと同様に、名目賃金の上昇に着目する考え方として、「賃金解凍スパイラル」を紹介する⁽⁸⁵⁾。

渡辺氏は、我が国は、長年、「日本版賃金・物価スパイラル」に陥っていたとしている。「日本版賃金・物価スパイラル」は、図5に示すように、次のようなメカニズムによって発生する。まず、物価が凍り付いて変わらない状態からスタートする。そうすると、図の右中央にあるとおり、生活者の生計費は、前年と変わらない。生計費が変わらないので、労働者が賃上げを要求する理由はない。よって、賃上げ要求はゼロ%である。賃上げ要求がゼロ%なので、労働コストは不変であり、企業は価格を引き上げる理由がない。したがって、価格は据え置かれ、物価は変わらないままとなる。

渡辺氏は、これを図6のように、「賃金解凍スパイラル」にするという案を示した。まず、日本銀行が物価安定の目標を消費者物価の対前年比上昇率2%としていることを国



（出典）渡辺努『世界インフレの謎』講談社、2022、p.247を基に筆者作成。

(81) 三橋規宏・内田茂男『昭和経済史下』（日経文庫）日本経済新聞社、1994、pp.43-44.

(82) 「JIP データベース 2014：生産性 Q&A」前掲注(80)

(83) 内閣府経済社会総合研究所企画・監修、小峰隆夫編『日本経済の記録—第2次石油危機への対応からバブル崩壊まで（1970年代～1996年）—』（バブル/デフレ期の日本経済と経済政策 歴史編1）2011、pp.18-20.

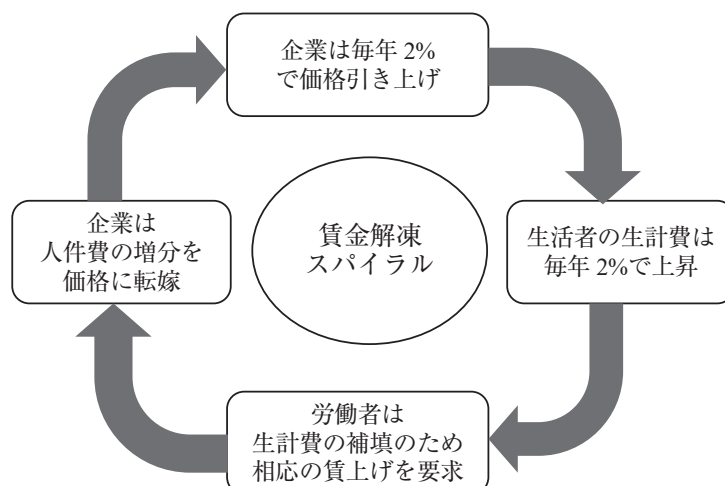
(84) 吉川 前掲注(63)、pp.172-193.

(85) 渡辺 前掲注(21)、pp.246-254.

民が共有し、生活者の生計費が毎年2%で上昇することを前提に、労働者は、生計費の補填のため、相応の賃上げを要求する。企業は労働者からの要望を受けて、労働コストの増加分に対応する価格引上げを実行する。これによって、2%の物価上昇を実現させる、という考え方である⁽⁸⁶⁾。

冒頭で述べたとおり、我が国は、輸入インフレを契機として、2%の物価上昇を定着させ、デフレからの脱却を図ろうとしているが、これはまさに、この「賃金解凍スパイラル」を働かせようとしていることにほかならない⁽⁸⁷⁾。

図6 賃金解凍スパイラル



(出典) 渡辺努『世界インフレの謎』講談社、2022、p.251を基に筆者作成。

IV 3つのアプローチと政策の変遷

IからIIIまで、量、金利、生産コストに着目して、物価にアプローチする代表的な考え方を紹介した。実際の金融政策等が、前章までで紹介したような教科書的な理論のみに基づいて運営されているわけではないが、これらの考え方を念頭に置きつつ、我が国の金融政策等が実際にどのように運営されてきたのかを概観しておくことは、有益であろう。そこで、本章では、まず、IV 1において、前章までに紹介したアプローチを改めて整理する。IV 2において、それぞれのアプローチが、実際の政策にどのように適用されてきたのか、日本銀行の金融政策等の歩みと照合する。さらに、IV 3において、政策手段の選択という観点から、これらのアプローチを採る場合に留意すべき観点を若干指摘しておきたい。

1 3つのアプローチ

表1に、本稿で紹介したアプローチを整理した。伝統的金融政策、非伝統的金融政策それぞれについて、量、金利に着目するアプローチがあり、それとは別に、生産コストに着目するアプローチがある。

伝統的金融政策について、量に着目してアプローチする場合の代表的なメカニズムは、貨幣数量説であり、マネタリーベース、マネーストックの拡大をターゲットとする。

伝統的金融政策について、金利に着目してアプローチする場合には、金利チャネル、資産チャネル等の複数のルートを通じたメカニズムが働く。具体的なターゲットは、短期金利である。

非伝統的金融政策について、量に着目してアプローチする場合の代表的なメカニズムは、量

⁽⁸⁶⁾ 同上、pp.246-254.

⁽⁸⁷⁾ 前掲注(74)で述べたように、輸入インフレが国内インフレに転化するメカニズムについて、吉川洋氏が実物的側面を重視する立場であるのに対し、渡辺努氏は、物価上昇期待が果たす役割を重視する立場であるという点が、大きく異なる。

的緩和政策である。将来のマネタリーベース、マネーストックが増大するというコミットメントによって、物価上昇期待に働きかけ、実質金利の低下を図る⁽⁸⁸⁾。

非伝統的金融政策について、金利に着目してアプローチする場合の代表的なメカニズムは、時間軸政策である。具体的には、中央銀行が先行きの指針を示し、将来にわたる短期金利の予想を低下させることによって、現在の長期金利の低下を図る。

さらに、金融政策とは別に、実体経済に働きかけるアプローチとして、生産コストに着目するアプローチがある。その代表的なメカニズムは、価格方程式であり、名目賃金の上昇を促す政策を行う。

表1 物価への3つのアプローチ

種別	着目点	代表的なメカニズム	主なターゲット
伝統的金融政策	量	貨幣数量説	マネタリーベース/マネーストック
	金利	金利チャネル/資産チャネル/為替レートチャネル等	短期金利
非伝統的金融政策	量	量的緩和政策	将来のマネタリーベース/マネーストック } → 長期金利
	金利	時間軸政策	
(経済政策)	生産コスト	価格方程式	名目賃金

(出典) 筆者作成。

2 金融政策等の主な変遷

表2に、日本銀行法（平成9年法律第89号）施行⁽⁸⁹⁾以降の金融政策等の主な推移を示す⁽⁹⁰⁾。

表2では、全体を9つの期間に分け、参照の便のため、①～⑨の丸数字を付した。①～⑨の時期区分は、それぞれ次のとおりである。①が、伝統的金融政策が行われていた時期、②が、初めてゼロ金利政策が導入された時期、③が、ゼロ金利政策が解除された時期、④が、世界に先駆けて量的緩和政策が導入された時期、⑤が、量的緩和政策が解除され、伝統的金融政策に復帰した時期、⑥が、包括的な金融緩和政策が実施された時期、⑦⑧が、量的・質的金融緩和が実施された時期、⑨が、伝統的金融政策に復帰した現在の状態である。

伝統的金融政策が行われたのは、①③⑤⑨の4期である。③⑤は、いずれも、非伝統的金融政策から伝統的金融政策への復帰を試みたものであったが、折悪しく、③は、平成12（2000）年末の米国のITバブルの崩壊、⑤は、平成20（2008）年9月のリーマン・ショックの発生を

⁸⁸ 量的緩和政策のメカニズムについて、本稿では、クルーグマン・モデルを紹介したが、より精緻化された理論では、長期金利を、将来の短期金利の予想に係る成分（予想短期金利成分）とそれ以外の成分（タームプレミアム）に分けて、そのメカニズムを分析する。「ポートフォリオ・リバランス効果」（前掲注⁽²⁵⁾参照）がターム・プレミアムに、先行きの金融緩和の予想形成を促す「シグナリング効果」が予想短期金利成分に、それぞれ影響を及ぼし、長期金利の低下を促すとされる。長田充弘・中澤崇「大規模国債買入れのもとでのわが国の長期金利形成」『日本銀行ワーキングペーパーシリーズ』No.24-J-7, 2024.6, pp.4-6. <https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/wps_2024/data/wp24j07.pdf>; Bernanke, *op.cit.*(56), p.6.

⁸⁹ 日本銀行の設置根拠法は、中央銀行の独立性及び透明性の向上を理念として、平成9（1997）年に全部改正が行われ、平成10（1998）年に施行された。「日本銀行の「独立性」と「透明性」—新日本銀行法の概要」日本銀行ウェブサイト <<https://www.boj.or.jp/about/outline/expdokuritsu.htm>>

⁹⁰ 本節の記述は、主に、中島・島村 前掲注⁽³⁵⁾, pp.299-306; 「1990年代後半以降の非伝統的金融政策の概要」日本銀行ウェブサイト <<https://www.boj.or.jp/mopo/outline/bpreview/data/ref240422.pdf>>; 梶・佐藤 前掲注⁽¹⁶⁾, pp.4-6に基づく。

それぞれ契機として、非伝統的金融政策への逆戻りを余儀なくされた。⑨は、現在であるが、今回の伝統的金融政策への復帰が、過去2回のような逆戻りに陥ることなく、言わば「3度目の正直」となるかどうかは、要注目であろう。

非伝統的金融政策について、金利に着目するアプローチとしては、②④⑥の時期に、時間軸政策が行われた。また、⑧の時期には、長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）⁽⁹¹⁾が実施された。量及び質に着目するアプローチとしては、④の時期に、量的緩和政策が導入され、⑥⑦⑧の時期には、大規模な国債の買入れ及びリスク性資産の買入れ⁽⁹²⁾が行われた。

以上のように、⑧の時期に至るまで、我が国においては、長年にわたり、デフレからの脱却を目指して、さまざまな金融政策が打ち出されてきた。しかしながら、冒頭で述べたとおり、今般の物価上昇は、輸入物価の上昇という「第一の力」を、賃金の上昇を通じて、国内物価の上昇という「第二の力」に結びつけようとする政策、すなわち、「賃金と物価の好循環」を目指す政策によって、発生している。これはすなわち、Ⅲで述べた、生産コストに着目するアプローチにほかならない。

令和5（2023）年4月に日本銀行総裁に就任した植田氏は、同年5月に行われたインタビューにおいて、「賃金と物価の好循環」について、「政府と日銀が一致している」と述べたと報道されており⁽⁹³⁾、この時期、すなわち、表2の⑧の時期の終盤には、日本銀行が、生産コストを意識した政策を重視⁽⁹⁴⁾していたことがうかがえる⁽⁹⁵⁾。

⁽⁹¹⁾ 平成28（2016）年9月に導入された、短期金利とともに、長期金利をゼロ%程度となるように操作する政策。なお、「オーバーシュート型コミットメント」（消費者物価指数（除く生鮮食品）の対前年同月比上昇率が安定的に2%を超えるまで、マネタリーベースの拡大を継続する金融政策）も同時に導入された。詳細は、梶朋美・青木ふみ「長短金利操作の運用見直し—日本銀行の大規模な金融緩和の行方—」『調査と情報—ISSUE BRIEF—』No.1220, 2023.2.27. <<https://doi.org/10.11501/12631979>> を参照。

⁽⁹²⁾ リスク性資産の買入れの概要については、大森健吾「日本銀行によるリスク性資産の買入れ—効果・副作用・出口の議論—」『調査と情報—ISSUE BRIEF—』No.1108, 2020.7.30. <<https://doi.org/10.11501/11517930>> を参照。また、日本銀行のバランスシートに残り続けるETF（指数連動型上場投資信託受益権）及びJ-REIT（不動産投資法人投資口）の扱いが今後の大きな課題であり、その詳細については、青木ふみ「日本銀行が保有するETFの出口戦略」『調査と情報—ISSUE BRIEF—』No.1289, 2024.8.27. <<https://doi.org/10.11501/13735247>> を参照。

⁽⁹³⁾ 「物価高「国民に負担」 日銀総裁、緩和は継続強調」『日本経済新聞』2023.5.26.

⁽⁹⁴⁾ 日本銀行が生産コストに着目するアプローチをどの程度意識しているかを外部から推し量ることは困難であるが、例えば、日本銀行の金融政策決定会合後の総裁定例記者会見の記録（平成28（2016）年1月29日以降）において、「賃金と物価の好循環」という表現の出現頻度を検索すると、平成31（2019）年3月15日に一度使用され、その後、令和5（2023）年10月31日以降、頻繁に使用されていることが確認できる。「過去の金融政策決定会合の開催日等」日本銀行ウェブサイト <https://www.boj.or.jp/mopo/mpmsche_minu/past.htm> を参照。

⁽⁹⁵⁾ 生産コストに着目するアプローチについて、表2の⑦の初期の頃にも、政府が賃金上昇を促す政策を採った時期があった。しかしながら、表2の⑧の終盤から⑨に至る、現在の政策が、図6のとおり、時計回りの循環を目指すものであるのに対し、表2の⑦の初期の頃の政策は、反時計回りの循環を目指すものであったとされる。反時計回りの循環とは、値上げによって生まれた企業収益の余剰を賃上げという形で労働者に還元するものであり、値上げで生まれた余剰が労働者に滴り落ちる（trickle down）ように見えるため、当時、トリクルダウン理論と呼ばれた（渡辺 前掲注(2), pp.252-254）。

表2 日本銀行法施行以降の金融政策等の主な推移

時期	政策	操作目標	短期金利誘導目標	伝統的金融政策		非伝統的金融政策		質	(経済政策) 生産コスト
				金利	量	金利	量		
1998年4月 1999年2月	(伝統的金融政策)	コールレート	0.25% (1998年9月)	誘導水準引下げ	量的緩和政策	量的緩和政策	量的緩和政策	リスク性資産 買入れ	
1999年2月 2000年8月	ゼロ金利政策		0.15% (1999年2月) 「できるだけ低め」 (事実上ゼロ%)	時間軸政策					
2000年8月 2001年3月	(伝統的金融政策)	日本銀行当座預金	0.25% (2000年8月) 0.15% (2001年2月)	誘導水準引上げ 誘導水準引下げ	量的緩和政策	量的緩和政策	量的緩和政策	リスク性資産 買入れ	
2001年3月 2006年3月	量的緩和政策		[ゼロ%程度で推移]	時間軸政策					
2006年3月 2010年10月	(伝統的金融政策)	コールレート	0.25% (2006年7月) 0.5% (2007年2月) 0.3% (2008年10月) 0.1% (2008年12月)	誘導水準引上げ 誘導水準引下げ	量的緩和政策	量的緩和政策	量的緩和政策	リスク性資産 買入れ	
2010年10月 2013年4月	包括的な 金融緩和政策		[0~0.1% (実質ゼロ金利)]	時間軸政策					
2013年4月 2016年9月	量的・質的 金融緩和	マネタリーベース	[ゼロ%程度で推移 →マイナス圏で推移 (2016年1月~)]		量的緩和政策	量的緩和政策	量的緩和政策	リスク性資産 買入れ	
2016年9月 2024年3月	長短金利操作付き 量的・質的 金融緩和	長短金利	[マイナス圏で 推移]	イールドカーブ・ コントロール					
2024年3月	(伝統的金融政策)	コールレート	0~0.1% (2024年3月) 0.25% (2024年7月)	誘導水準引上げ				リスク性資産 買入れ	賃金と物価の 好循環

(注) コールレートは、無担保コールレート（オーバーナイト物）を指す。
 (出典) 中島真志・島村高嘉『金融読本 第32版』東洋経済新報社、2023、pp.299-306; 「1990年代後半以降の非伝統的金融政策の概要」日本銀行ウェブサイト <<https://www.boj.or.jp/mopo/outline/bpreview/data/ref240422.pdf>>; 梶朋美・佐藤良「正常化に向かう日本銀行の金融政策—その概要と論点—」『調査と情報—ISSUE BRIEF—』No.1293、pp.4-6、2024.9.26. <<https://doi.org/10.11501/13741831>>を基に筆者作成。

3 留意すべき観点

こうした金融政策等がどのような効果と副作用を我が国の経済にもたらしたのかについては、日本銀行が、令和5（2023）年4月から実施している多角的レビュー⁽⁹⁶⁾の結果を踏まえて、議論する必要がある。したがって、本稿では、前章までに紹介したメカニズムとの関係で、政策手段の選択という観点から、次の4点を指摘するにとどめたい。

第1は、表2において明らかのように、我が国の金融政策において、量に着目するアプローチは、伝統的金融政策ではなく、非伝統的金融政策として行われたものであるということである。すなわち、表1で言えば、量に着目するアプローチは、クルーグマン・モデルに代表される、量的緩和政策のメカニズムに基づくものであって、単純な貨幣数量説に基づくものではないということである。I 1(3)で述べたとおり、単純な貨幣数量説が想定する世界は、少なくとも我が国の近年の状況を見る限り、当てはまらない⁽⁹⁷⁾。中央銀行の実務においても、かつて、1970年代から1980年代にかけて、多くの中央銀行が「マネーサプライ・ターゲティング」⁽⁹⁸⁾を含む金融政策を採用していたが、その後は、金融の自由化や技術革新の進展を背景に、マネーストックと経済活動との関係が不安定化したことから、「マネーサプライ・ターゲティング」は廃止されている⁽⁹⁹⁾。

第2は、非伝統的金融政策における、量に着目するアプローチについては、その効果を疑問視する見解があるということである。すなわち、II 3で述べたとおり、中央銀行による量的緩和政策が効果を持つためには、何らかの方法によって、将来時点のマネーストックが増大することを、人々に信じ込ませる必要があるが、現時点のマネタリーベースの増加が、将来時点のマネーストックに関する期待に影響を与えない場合には、物価上昇期待を高めるとは限らない⁽¹⁰⁰⁾。植田氏も、その著書の中で、「いわゆる量的緩和について、「時間軸政策を補強するシグナル効果」はあったものの、「ゼロ金利実現に必要な以上の流動性供給がどのような役割を果たしたかは、いまひとつはっきりとしない」と述べている⁽¹⁰¹⁾。

また、II 3の式9で明らかとなっており、クルーグマン・モデルは、長期均衡では貨幣数量説が成立するという仮定を置く。この仮定が成立するためには、合理的な消費者が、日本銀行の政策及び貨幣数量説を理解し、将来時点においてマネーストックが増大すれば必ず物価が上昇するということを信じて行動することが前提となるが、この仮定が現実的かどうかという指摘がある⁽¹⁰²⁾。

第3は、非伝統的金融政策において、金利に着目するアプローチである時間軸政策には、時間的不整合⁽¹⁰³⁾と呼ばれる問題があり、中央銀行が約束を破る誘因が内在するということであ

⁽⁹⁶⁾ 「金融政策の多角的レビュー」日本銀行ウェブサイト <<https://www.boj.or.jp/mopo/outline/bpreview/index.htm>>

⁽⁹⁷⁾ 中谷ほか 前掲注(22), p.190.

⁽⁹⁸⁾ マネーサプライとは、マネーストックの当時の通称である。

⁽⁹⁹⁾ 白川 前掲注(18), p.272.

⁽¹⁰⁰⁾ デビッド・ローマー（堀雅博ほか訳）『上級マクロ経済学 原著第3版』日本評論社、2010、p.598。（原書名：David Romer, *Advanced macroeconomics*, 3rd ed., Boston: McGraw-Hill Irwin, 2006.）; Gauti B. Eggertsson and Michel Woodford, “The zero bound on interest rates and optimal monetary policy,” *Brookings Paper on Economic Activity*, Vol.2003 No.1, 2003, p.197. <https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2003/01/2003a_bpea_eggertsson.pdf>

⁽¹⁰¹⁾ 植田 前掲注(68), pp.190-191.

⁽¹⁰²⁾ 吉川 前掲注(24), pp.216-222.

⁽¹⁰³⁾ 時間的不整合は、賢明な家計や企業が、政府の政策を合理的に期待して行動する結果、政策の有効性が損なわれることを指し、時間軸政策に限らず、経済政策に広く観察される課題である（齊藤ほか 前掲注(40), pp.619-

る。II 4で述べたとおり、時間軸政策の考え方は、流動性の罫の脱出後に、普通の中央銀行であれば当然採用するであろうと市場が思っている政策スタンスよりも、より緩和的なスタンスを採用することを、中央銀行があらかじめアナウンスするところがポイントであった。しかしながら、こうした政策について、植田氏は、その著書の中で、中央銀行には「約束を破る誘因が存在する」とし、その理由として、実際に物価上昇率が上がり始めた場合には、「むしろ、金利を早めに上げ、将来、望ましいインフレ率を越えてインフレが進行することを食い止めることが適切である」と述べている⁽¹⁰⁴⁾。

第4は、生産コストに着目するアプローチは、名目賃金の上昇をもたらす可能性はあっても、実質賃金の上昇をもたらすとは限らない、ということである。「賃金解凍スパイラル」を提案した渡辺氏は、名目と実質をしっかりと分けてアプローチすることの重要性を指摘している。すなわち、「欲を言えば、実質賃金も名目賃金もしっかり伸びている」という状態が望ましいものの、そのためには、「生産性の上昇が不可欠」であり、「構造改革等、時間をかけた取組」が必要となる。したがって、生産コストに着目するアプローチは、その「一歩手前の目標」として、まずは、名目賃金の上昇を図る、という考え方である⁽¹⁰⁵⁾。

また、一橋大学名誉教授の野口悠紀雄氏は、生産性の向上によって賃上げが実現するのであれば、国民生活は豊かになるが、そうでない場合には、経済は、「賃金と物価の悪循環」に陥る恐れがあると警告している⁽¹⁰⁶⁾。

すなわち、「賃金と物価の好循環」によって、名目賃金と物価が上昇しただけでは、十分ではないということである。そこで、次章では、「賃金と物価の好循環」の先にある課題として、実質賃金が上昇するために、何が必要なのかについて、若干の考察を試みて、本稿を締めくくることとしたい。

V 「賃金と物価の好循環」の先へ

生産コストに着目するアプローチによって、名目賃金及び物価が上昇を始めた後、その先にある課題である、実質賃金の上昇を目指すために必要なことは、何であろうか。

本章においては、V 1において、実質賃金を3つの要素に分解する考え方を紹介する。V 2において、3要素の変化を確認し、その特徴的な動きを主要国と比較する。V 3において、生産性と交易条件の観点から、今後の我が国の実質賃金の上昇に向けた方策を探ってみたい。

1 実質賃金の要素分解

実質賃金は、事後的に、労働生産性、労働分配率、デフレーターギャップの3つの要素に分

620; Finn E. Kydland and Edward C. Prescott, "Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans," *Journal of Political Economy*, Vol.85 No.3, 1977.6, pp.473-492. <<https://www.jstor.org/stable/1830193?seq=2>>。また、時間軸政策に係る時間的不整合の問題については、例えば、Taisuke Nakata, "Credibility of Optimal Forward Guidance at the Interest Rate Lower Bound," *FEDS Notes*, 2015.8.27. <<https://www.federalreserve.gov/econresdata/notes/feds-notes/2015/credibility-of-optimal-forward-guidance-at-the-interest-rate-lower-bound-20150827.html>> を参照。

(104) 植田 前掲注(68), pp.93-94.

(105) 渡辺 前掲注(21), pp.245-246.

(106) 野口悠紀雄「賃上げに喜ぶ日本人を襲いかねない「今後の展開」」『東洋経済オンライン』2024.6.9. <<https://toyokeizai.net/articles/-/759349>>

解できる⁽¹⁰⁷⁾。

(式 14)

$$\frac{w}{P} = \frac{W/L_2}{P} = \frac{Y}{L_1} \times \frac{W/L_2}{P_{GDP} Y/L_1} \times \frac{P_{GDP}}{P}$$

$\left(\begin{array}{l} w: \text{名目賃金、} W: \text{名目雇用者報酬、} P: \text{消費者物価、} P_{GDP}: \text{GDP デフレーター} \\ L_1: \text{就業者数、} L_2: \text{雇用者数、} Y: \text{実質 GDP} \end{array} \right)$

式 14 は、次のことを表している。実質賃金 (w/P) は、1 人当たり人件費 (W/L_2) を消費者物価 (P) で除したものに等しい。これは、さらに、実質 GDP (Y) を就業者数 (L_1) で除した労働生産性 (Y/L_1)、1 人当たり人件費 (W/L_2) を 1 人当たり付加価値 ($P_{GDP} Y/L_1$) で除した労働分配率 ($(W/L_2)/(P_{GDP} Y/L_1)$)、GDP デフレーター (P_{GDP}) と消費者物価 (P) の比であるデフレーターギャップ (P_{GDP}/P) の積に分解できる。

デフレーターギャップとは、GDP デフレーターと消費者物価の乖離 (かいり) を表し、輸出価格と輸入価格の比である交易条件の変化を間接的に反映する。例えば、海外の物価が上がり、輸入価格が上がる時、同時に我が国の輸出企業がコストの上昇を輸出価格に転嫁できていれば、交易条件への影響は小さい。しかしながら、輸入価格が上がる一方で、輸出価格が変わらない場合、交易条件は悪化する⁽¹⁰⁸⁾。

式 14 が示唆することは、実質賃金の上昇は、理論的には、①労働生産性の上昇、②労働分配率の上昇、③交易条件の改善の3つのいずれかの方法によるしかないということである。①労働生産性の上昇とは、企業が生産性を高め、付加価値を増やすことである。②労働分配率の上昇は、企業が生み出した付加価値のより多くの割合を人件費に振り向けることである。③交易条件の改善とは、輸出価格の上昇が輸入価格の上昇よりも高くなることである⁽¹⁰⁹⁾。

そこで、この3要素について、我が国の置かれた状況を、簡単に考察してみたい。

2 3要素の変化

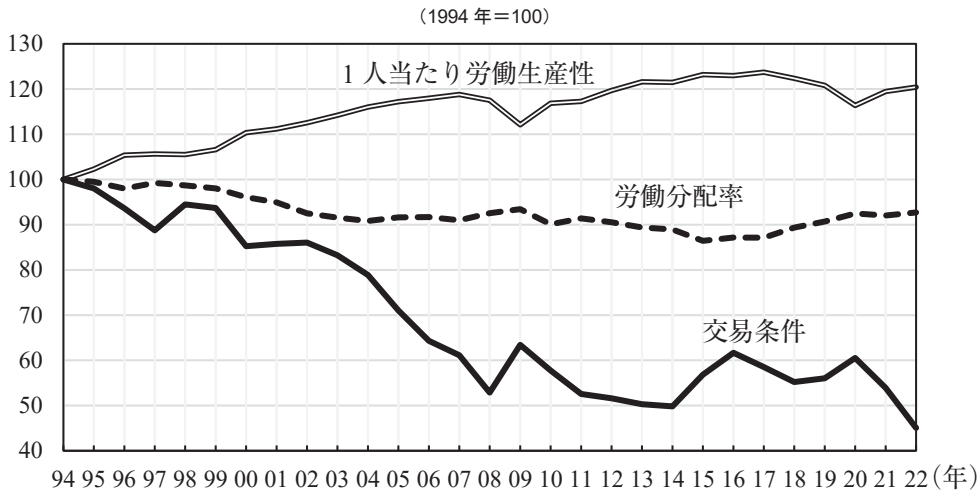
図 7 は、我が国における、①1 人当たり労働生産性、②労働分配率、③交易条件の3要素について、今から約 30 年前の平成 6 (1994) 年を 100 として指数化し、その変化を示したものである。①の 1 人当たり労働生産性は、着実に改善しており、②の労働分配率は、若干の減少である。大きく悪化しているのは、③の交易条件である。

⁽¹⁰⁷⁾ 内閣府 前掲注(4), p.107; 熊野英生「実質賃金を押し下げる交易損失問題—賃上げでは解決できない難題—」2023.6.16. 第一生命経済研究所ウェブサイト <<https://www.dlri.co.jp/report/macro/255740.html>>

⁽¹⁰⁸⁾ 厚生労働省「令和 5 年版労働経済の分析—持続的な賃上げに向けて—」2023.9, p.89. <<https://www.mhlw.go.jp/wp/hakusyo/roudou/23/dl/23-1.pdf>>

⁽¹⁰⁹⁾ 小峰 前掲注(9), p.7.

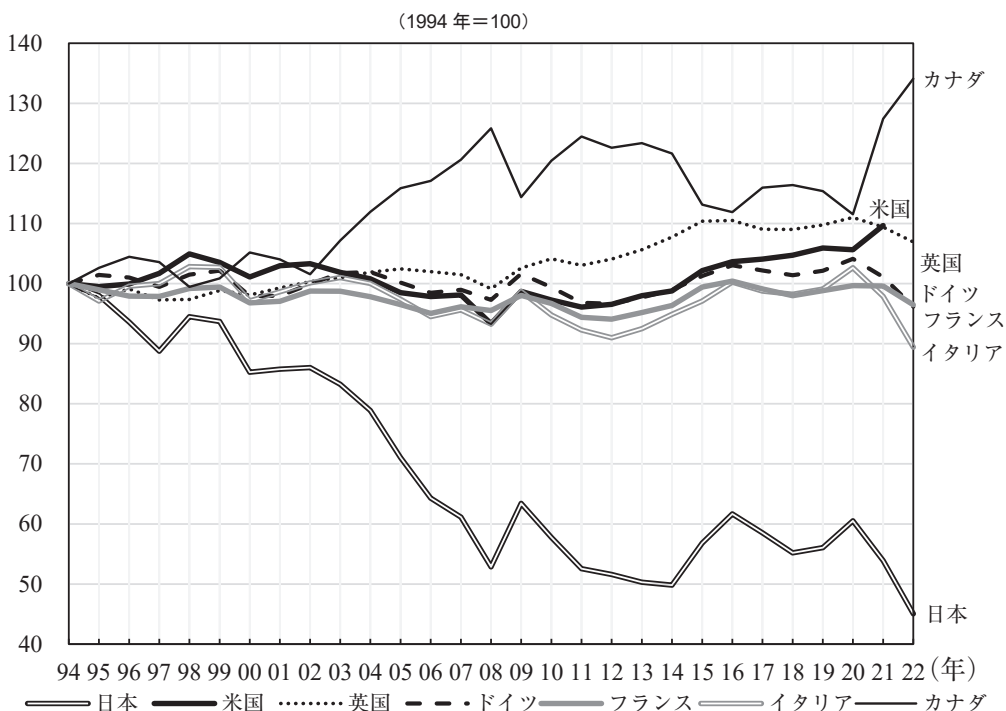
図7 実質賃金と連動する3要素の変化 (1994～2022年)



(注) 1人当たり労働生産性=実質GDP/就業者数、労働分配率=(名目雇用者報酬/雇用者数)/(名目GDP/就業者数)、交易条件=円建て輸出物価指数/円建て輸入物価指数で算出。
 (出典) 内閣府「国民経済計算」; 日本銀行「時系列統計データ検索サイト」を基に筆者作成。

図8は、主要国の交易条件について、図7と同様、今から約30年前の平成6(1994)年を100として指数化し、その変化を比較したものである。

図8 主要国の交易条件の変化 (1994～2022年)



(注) 米国は、2021年までのデータである。
 (出典) 日本については、内閣府「国民経済計算」; 日本銀行「時系列統計データ検索サイト」、日本以外については、OECD Data Explorer <<https://data-explorer.oecd.org/>> を基に筆者作成。

この間の各国の交易条件の変化を見ると、カナダについては、大きく改善、米国、英国については、若干の改善、ドイツ、フランスについては、おおむね横ばい、イタリアについては、若干の悪化を示しているものの、悪化幅は、10%程度にとどまっている。これに対し、我が国は、この約30年の間に、大きく交易条件を悪化させ、その悪化幅は、50%超に達している。

我が国において、交易条件が大きく悪化したのは、なぜであろうか。要因の1つとしては、2000年代以降、我が国にとって重要な輸入品である一次産品価格、特にエネルギー価格が急騰したことが挙げられる。しかしながら、我が国と同じ資源輸入国であるドイツの交易条件の悪化幅は、数%程度にとどまっている。ドイツと我が国の違いは、ドイツが輸入原材料価格の上昇を相当程度、輸出価格に転嫁したのに対して、我が国は、輸出価格を引き上げることができなかったことにある⁽¹¹⁰⁾。また、もう1つの要因として、生産の海外移転が挙げられる。生産の海外移転は、海外で国産品と同等の工業製品が膨大に生産されることを通じて、我が国の輸出競争力を弱め、交易条件を悪化させる⁽¹¹¹⁾。

3 生産性と交易条件

実質賃金の低下と連動する形で、交易条件の大幅な悪化が生じていることは、我が国特有の現象である。したがって、「物価と賃金の好循環」によって、名目賃金の上昇を図り、さらに、実質賃金の上昇を実現していくためには、王道である労働生産性の上昇⁽¹¹²⁾に加え、交易条件の悪化を減速させる必要がある。

それでは、交易条件の改善を図るために、どのような方法が考えられるであろうか。ここでは、3点指摘しておきたい。

第1に、生産性上昇の質の改善である。同じ生産性上昇であっても、交易条件の観点からは、良い生産性上昇と悪い生産性上昇がある。生産性上昇が交易条件を改善する保証はない。例えば、優れた大量生産技術の導入によって同じ人員・機械で安価に多くの製品を生産できるようになった場合、これは、生産性上昇にほかならず、実質GDPの増加を意味するが、製品の輸出価格は低下し、交易条件は悪化する可能性が高い⁽¹¹³⁾。

生産性を高めるためのイノベーション（技術革新）には、新しい製品を開発するプロダクト・イノベーション、生産方法を改善するプロセス・イノベーション等がある⁽¹¹⁴⁾。プロダクト・イノベーションは、交易条件を改善する傾向を持つのに対し、コストダウン型のプロセス・イノベーションは、生産性にはプラスに働くものの、交易条件を悪化させる可能性が高い。したがって、交易条件の改善を図るためには、独自性が高く、我が国しか供給できないような財・サービスをできるだけ多く開発するプロダクト・イノベーションを促し、生産性上昇の質の改善を図ることが必要である⁽¹¹⁵⁾。

第2に、輸出価格に対する着実な価格転嫁である。生産性の上昇がなくても、交易条件が改

(110) 吉川 前掲注(24), pp.215-216.

(111) 「賃金上昇の条件（下）一橋大学教授深尾京司氏——生産性向上のみでは困難（経済教室）」『日本経済新聞』2013.11.1.

(112) 生産性上昇のための方策については、例えば、青山寿敏「生産性をめぐる議論」『レファレンス』832号, 2020.5, pp.53-68. <<https://doi.org/10.11501/11488859>> を参照。

(113) 森川正之「日本の産業競争力向上の課題—生産性と交易条件—」『世界経済評論』No.705, 2019.11/12, pp.6-13. <<https://www.rieti.go.jp/jp/papers/contribution/morikawa/13.html>>

(114) 吉川 前掲注(24), pp.181-186.

(115) 森川 前掲注(113), p.10.

善することはある。例えば、我が国の製品に対する海外の消費者からの評価が上がり、高い価格で輸出できるようになった場合、生産量や輸出量の変化を伴わずとも、交易条件は改善する⁽¹¹⁶⁾。我が国企業の価格転嫁の強さを表す価格マークアップは、グローバル市場における我が国企業のシェアの低下等を反映し、1990年代後半以降、縮小傾向にある⁽¹¹⁷⁾。価格転嫁については、企業が人件費の増加を含むコストを適正に価格に転嫁できるように、関連施策の強化が図られている⁽¹¹⁸⁾が、輸出価格に対する価格転嫁についても、目配りが必要であろう⁽¹¹⁹⁾。

第3に、生産の海外移転を抑制し、産業の国内立地の魅力を高め⁽¹²⁰⁾、我が国の国内に、国際競争力のある産業集積、都市集積を形成することである。我が国の地域政策においては、従来、中心から周辺への産業や諸機能の分散政策が主要な柱をなしてきた⁽¹²¹⁾。しかしながら、我が国が直面しているのは、グローバルな企業誘致競争である。人口減少が進む国内において、国全体として、ゼロサム・ゲームにならないようにする必要がある⁽¹²²⁾。また、現行の行政区画を前提に、各自治体が個々に産業政策を行うことには、限界がある。安定した産業経済圏を保つためには、60万人都市を形成することが有効であるとも言われている⁽¹²³⁾。地域連携の枠組みを整え、広域的に産業競争力を高めていくことが必要であろう⁽¹²⁴⁾。

おわりに

令和6(2024)年7月、日本銀行は、政策金利を0.25%に引き上げた。IV3で述べたとおり、時間軸政策には、中央銀行が約束を破る誘因が内在する。植田氏は、その著書において、実際に物価上昇率が上がり始めた場合には、「むしろ、金利を早めに上げ、将来、望ましいインフレ率を越えてインフレが進行することを食い止めることが適切である」と述べており⁽¹²⁵⁾、まさに、それを実践しているのであろう。一方で、同月の記者会見においては、経済・物価見通しの下振れリスクについて、非伝統的金融政策に逆戻りする可能性を否定していない⁽¹²⁶⁾。

我が国の経済政策は、岐路にある。金融政策は、このまま正常化に向かうのか、あるいは非伝統的金融政策に逆戻りするのか。物価は上昇しているが、デフレ脱却は、未だ確実ではな

(116) 同上, pp.8-9.

(117) 青木浩介ほか「わが国企業における価格マークアップの決定要因と生産性への含意」『日本銀行ワーキングペーパーシリーズ』No.24-J-11, 2024.8. <https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/wps_2024/data/wp24j11.pdf>

(118) 三浦夏乃「価格転嫁をめぐる動向と関連施策」『調査と情報—ISSUE BRIEF—』No.1281, 2024.5.16. <<https://doi.org/10.11501/13590681>>

(119) 一例を挙げれば、我が国のアニメは、海外の消費者からの評価が高いが、低賃金労働によって製作されていると言われ、コストが適正に価格に転嫁されているかどうかについて、議論の余地がある。半澤智「国連、日本アニメは「労働搾取」 ネットフリックスなどから排除も」『日経ビジネス』2024.10.9. <<https://business.nikkei.com/atcl/gen/19/00159/100200278/>> なお、アニメの輸出は、主にサービス輸出であるため、統計上、輸出物価指数に必ずしも反映されない点に、注意が必要である。

(120) 「賃上げ2巡目の論点(下) 川口大司一橋大学教授——交易条件の改善こそ本筋(経済教室)」『日本経済新聞』2015.3.6; 「賃金上昇の条件(下) 一橋大学教授深尾京司氏——生産性向上のみでは困難(経済教室)」前掲注(11)

(121) 松原宏『経済地理学—立地・地域・都市の理論—』東京大学出版会, 2006, pp.286-288.

(122) 廣瀬信己「企業立地と地域経済の活性化—大阪府、福岡県の取組みを中心に—」『レファレンス』691号, 2008.8, pp.53-72. <<https://doi.org/10.11501/999652>>

(123) 「産業集積、地域連携がカギ」『日本経済新聞』2007.12.19.

(124) 廣瀬 前掲注(122), p.72.

(125) 植田 前掲注(68), pp.93-94.

(126) 日本銀行「総裁定例記者会見(7月31日)」2024.8.1, p.11. <https://www.boj.or.jp/about/press/kaiken_2024/kk240801a.pdf>

い⁽¹²⁷⁾。名目賃金は上昇しているが、実質賃金の上昇が定着するかどうかは、未だ確実ではない⁽¹²⁸⁾。

本稿では、個々の政策の評価はできるだけ避けつつ、その背景にある代表的な考え方を俯瞰（ふかん）的に紹介し、政策の変遷と照合した。

量に着目するアプローチについて、伝統的金融政策が想定する単純な貨幣数量説は、少なくとも我が国の近年の状況を見る限り、当てはまりが悪い。一方で、非伝統的金融政策もまた、貨幣数量説に対する、将来時点における、人々の理解と確信を前提としている。

金利に着目するアプローチについて、伝統的金融政策には流動性の罫という限界がある。一方で、非伝統的金融政策の1つである時間軸政策には、中央銀行が約束を破る誘因が内在する。

生産コストに着目するアプローチは、実は、「一步手前の目標」として、名目賃金の上昇を図る政策である。実質賃金の上昇を目指すには、生産性の上昇や交易条件の改善を図ることが必要となる。

我が国は、過去四半世紀、物価に対して、世界に類を見ない政策を次々と試してきた。次の一手は、どのようなアプローチであるべきか。物価の持つ貨幣的側面と実物的側面の両方に目配りした政策運営が必要であろう。

（ひろせ のぶき）

⁽¹²⁷⁾ デフレ脱却については、今後もデフレに戻る見込みがないことを確認する必要があるとされる。内閣府 前掲注(4), p.79.

⁽¹²⁸⁾ 実質賃金上昇率は、令和4（2022）年4月以降、令和6（2024）年5月までマイナスが続き、令和6（2024）年6月及び7月にプラスとなったが、令和6（2024）年8月には、再びマイナスに転じている。厚生労働省「毎月勤労統計調査 令和6年8月分結果確報」2024.10.24, p.2. <<https://www.mhlw.go.jp/toukei/itiran/roudou/monthly/r06/2408r/dl/pdf2408r.pdf>>