



IIPS

Institute for  
International Policy Studies

▪ Tokyo ▪

日本銀行の金融政策にはインフレ期待形成への強い働きかけが欠けている

—2%のインフレ、2%のベースアップに関する労使間合意の実現を—

・ 平和研レポート ・  
主任研究員 北浦修敏

*IIPS Policy Paper 352J*  
*August 2016*

公益財団法人  
世界平和研究所

© Institute for International Policy Studies 2016

Institute for International Policy Studies  
6<sup>th</sup> Floor, Toranomon 30 Mori Building,  
3-2-2 Toranomon, Minato-ku  
Tokyo, Japan 〒105-0001  
Telephone (03)5404-6651 Facsimile (03)5404-6650  
HP: <http://www.iips.org>

本稿での考えや意見は著者個人のもので、所属する団体のものではありません。

## 日本銀行の金融政策にはインフレ期待形成への強い働きかけが欠けている

### －2%のインフレ、2%のベースアップに関する労使間合意の実現を－

主任研究員 北浦修敏

(要約)

本稿は、日本銀行の金融緩和が2%のインフレ目標の達成につながらない理由とともに、2%のインフレ（とそれの表裏の関係にある3%超のベースアップ）という目標を達成するために必要な手段について、筆者の見解を示すものである。本稿の主な主張は以下の通りである。

第1に、マイルドな2%のインフレの達成は、安定的なマクロ経済環境を確保する上で、不可欠である。2%のマイルドなインフレは、様々な経済ショックに対して、名目金利の下限の中で実質金利の引下げ（名目金利0%に対して実質金利をマイナス2%に引き下げることを可能とし、また、名目賃金の下方硬直性の下で実質賃金の引下げを容易とするなど、企業経営の立て直しの手助けをし、もって経済全体の調整を容易にする効果を持っている。

第2に、現在の日本銀行の金融緩和が2%のインフレ目標の達成につながっていない理由は、(1) インフレ目標の具体的な内容（2%のインフレと3%超のベースアップの達成）が明確に共有されていないこと、(2) 過去20年間にわたりデフレ・ゼロインフレが日本経済に根付いていることに加えて、過去の日本においてマイルドな2%のインフレ期待をアンカーする金融政策が採用されることがないこと（1990年までは賃金上昇に伴うコストアップ型のインフレが行き過ぎないように配慮することが日本銀行の業務の中心であったこと）、(3) 現在の日本銀行の金融政策は、人々の行動を変化させるようなインフレ期待形成への強力な働きかけが不足していること、にある。

第3に、こうした中で、2%のマイルドなインフレ期待を実現するには、2%のインフレと3%超のベースアップが人々の行動規範となるよう、経営者団体や労働組合の関係者にしっかり認識してもらうことが大切である。その上で、政府及び日本銀行が、インフレ期待が形成されるよう、相当規模のベースアップを、マイルドなインフレとセットでかつ具体的な数値の形で、明確に求めることが必要である。

第4に、具体的な試みとして、今回の経済対策の実施に併せて、政府・中央銀行が仲介又は参加して、まずは中立的に2%のインフレと（少なくとも）2%のベースアップに向けた経営者団体と労働組合の合意の形成を図ることを提案

する。こうした労使間合意の継続を通じて、新たな経営者団体と労働組合の行動規範として2%のインフレと3%超のベースアップの定着を図るのである。

マイルドなインフレは、時間とコストに余裕があり、また、円安を許容する国際環境があれば、ゆっくりと総需要を喚起しながら実現することが望ましいが、現在の経済環境はそれを許さず、また、金融政策の緩和の余地も狭まっている。少子高齢化が進展する中で、財政政策で持続的に総需要を喚起し続けることも難しい。マイルドなインフレを達成することで全ての経済問題が解決されるわけではないが、まずは、マイルドなインフレを達成し、金融政策の機能を回復しなければ、その後の痛みを伴う労働市場等の構造改革や財政再建は実現できず、日本の長期的な経済見通しは暗い。安倍内閣と黒田日本銀行が、ルーズベルト政権と同様に、大胆なレジームチェンジを行い、デフレ脱却とマイルドなインフレを達成し、金融政策の機能を可能な限り早期に回復して、真の日本経済の再生に向かって歩を進めることを、筆者は切に期待している。

日本銀行の金融政策にはインフレ期待形成への強い働きかけが欠けている

－2%のインフレ、2%のベースアップに関する労使間合意の実現を－

主任研究員 北浦修敏

## 1. はじめに：目標を明確に示すとともに、目標達成の難しさを認識する必要

本稿では、日本銀行の金融緩和が2%のインフレ目標の達成につながらない理由について筆者の見解を述べるとともに、経済主体の行動パターンを変化させるよう「期待形成に強く働きかける（期待を積極的にアンカーする）金融政策への取組み」の重要性について論じたい。

筆者は、2000年代前半からマイルドなデフレやゼロインフレを容認する当時の日本銀行の金融政策に批判的であり<sup>1</sup>、また、2013年に黒田総裁の下での日本銀行（以下、「黒田日本銀行」という）が2%のインフレを達成するべく量的緩和を始めた際には、遂に日本でも2%のマイルドなインフレが実現すると期待を抱きつつも、日本銀行の金融政策の成功の可能性に疑念を感じていた。黒田日本銀行の量的緩和策は、国債やETFを購入して金融機関の日本銀行当座預金に現金を積み上げることに依存しすぎており、人々の期待形成への働きかけが弱いという点に筆者は疑問を感じていた。また、2年の目標期間は長すぎるのではないかという点も気がかりであった。黒田日本銀行の量的緩和は株価の上昇や円安に一定の効果があったことは事実であるが、人々の行動を変化させるのには不十分であった。人々の行動を変化させるよう、インフレ期待形成に強力に働きかけて、半年程度で2%のマイルドなインフレを引き起こすべきである。

また、出発点としての日本における金融政策論議についても以前から違和感を覚えている。デフレ脱却について論じる時に、2つの論点を分けて考えるべきである。第1の論点は、デフレ脱却という金融政策の目標とは何か（そして、その目標を達成することがマクロ経済にとって重要なのか否か）をはっきり認識することである。デフレ脱却とは2%程度のマイルドなインフレ率を実現することである。2013年初め頃に意識されていたように景気後退から脱却することを指すわけではなく、最近の論調のように円安を目指すことでもない。また、2%のインフレを実現するには、3%超の賃金上昇（ベースアップ）が不可欠で

---

<sup>1</sup> 北浦・原田他（2003）で1990年代の日本のゼロインフレやマイルドなデフレが実質賃金を高止まりさせ、失業率を上昇させた可能性について論じた。

あり、これらを同時に達成することが目標となる。第2の論点は、（1994年頃からGDPデフレーターで顕在化し、20年近くにわたり日本経済と同居している）ゼロインフレやデフレから抜け出すことは容易かという論点である。第2節で論じるように、日本で2%というインフレ期待をアンカーすることは極めて難しいと筆者は考えている。しかしながら、ゼロインフレやデフレは、緩やかにではあっても、マクロ経済を確実に害している。2%のマイルドなインフレと3%超のベースアップを実現することは、経済主体の経済調整を容易にし、また、金融政策の有効性を取り戻し、安定的なマクロ経済環境を確保する上で不可欠である。

2%のマイルドなインフレを目指すというアベノミクスと黒田日本銀行の政策の方向性は正しい。しかしながら、第2の論点であるデフレ脱却（マイルドなインフレの実現）が非常に難しいことに加えて、実は、第1の論点（2%のマイルドなインフレと3%超のベースアップという目標の明確化と目標達成の重要性）に関して、経済学者、エコノミスト、政策当局者、経済界、労働界にコンセンサスがないまま金融緩和に乗り出していることが、現在の日本の金融政策の混乱の原因と筆者はみている。本稿では、第2節で、日本では先進国型の金融政策が採用された経験がないこと（マイルドなインフレ期待をアンカーした経験がないこと）を、第3節で、金融政策の目標である2%のインフレが必要な理由を、それぞれ説明する。次に、第4節で、2%のマイルドなインフレを実現するためには、2%のインフレと3%超のベースアップを当たり前のものと考えよう人々の経済行動を変化させることが必要であることを説明し、第5節ではそれに向けた具体的な試みとして政府・日本銀行が仲介又は参加して、2%のインフレと2%のベースアップに関する労使間の合意を形成する試みについて論ずる。

## 2. 日本ではマイルドな2%のインフレ期待をアンカーしたことがない

まず、マイルドな2%のインフレ期待をアンカーすることは難しいことを説明したい。それは、20年間にわたり継続したゼロインフレやデフレがこの国の経済主体の行動の前提に根を下ろしているということだけでなく、過去において日本では先進国型の金融政策が一度も実施されたことがないからである。1970年までの高度成長期の日本は欧米へのキャッチアップの過程にあった。製造業の高い生産性の伸びにより製造業労働者の名目賃金の伸びが強く、生産性の伸びの低いサービス業の労働者の名目賃金を一緒に上昇させたことから、サービス価格の上昇圧力が強く、5%から6%という高いインフレ率が常態化していた（図1及び図2参照）。バラッサ・サムエルソン効果に関連し、途上国で観察される高インフレが日本で発生していたのである。こうした状況に対して、

景気とインフレが過度に加熱しないように上限を抑えることが日本銀行の金融政策の中核となっていた。また、1973年のオイルショックから1980年代前半にかけては、日本銀行は、もっぱら原油価格の高騰に伴う輸入インフレの抑制に努めた。1980年代後半は円高に対処するために過度に金融緩和を行ってしまうが、1980年代後半も物価上昇率は大きく変動しており、2%のインフレ率が安定的に維持されていたとは到底言えない状況であった（図1参照）。1990年代以降は、資産デフレと不良債権処理の遅れに伴う需要不足の中で、内外価格差是正という「良いデフレ論」を容認する形で、マイルドなデフレを日本経済に根付かせてしまった（図3参照）。その一方で、高度成長期からの賃上げは、企業に協力的な企業別組合により、企業経営を過度に圧迫することなく、かつ、労働者に相応に分配されるよう、労働分配率を安定的に推移させるよう適宜調整されていた。

これに対して、1980年頃までの米英等の先進国では、既に世界で高い所得水準を実現していたことから、労働生産性の伸びは、若干の増減はあっても、1.5%から2%程度で安定的に推移していた。一方で、中央銀行の独立性が弱く、経済成長を促進するため、過度に金融政策が緩和され、インフレ率は、時に3%を優に超える高い水準となり、また、米国や英国は、日本やドイツのキャッチアップやイノベーションの停滞等により高失業に悩まされていた。こうした経験の反省として、1980年代以降、欧米諸国では、中央銀行の独立性を高め、1.5%から2%程度のインフレを安定的に実現するためのインフレーションターゲットが順次導入されていった（図4参照）。

このように、日本では欧米の先進国が苦心して導入した2%のインフレを持続的に確保した経験がないばかりか、1990年までの日本では、キャッチアップに伴う高い潜在成長率の下で、賃金の上昇に伴うコストプッシュ型のインフレが行き過ぎないように配慮することが日本銀行の中心的な仕事であった。

では、欧米の2%のマイルドなインフレとはどのようなものかと言え、それは、2%の物価上昇率と3%超の賃金上昇率を同時にかつ安定的に確保することである。これは労働生産性が1.5%程度上昇していることが前提となる<sup>2</sup>。名目賃金は、名目GDPと同様に、名目の所得概念であり、物価指数×実質賃金のため、賃金の伸びは、物価上昇率（=1.5%から2%）と実質賃金の伸び率（=労働生産性の伸び率1.5%）の和となる。このように、健全なマクロ経済環境（マイルドなインフレと安定成長）の下で、賃金上昇率は3%超で推移するこ

---

<sup>2</sup> 3.5%の賃上げがあっても、1.5%の労働生産性の上昇があれば、コストの増加は2%となり、物価への圧力は2%にとどまる。

とになる。FRB の議事録、FINANCIAL TIMES 誌、日経新聞などを読んでいると、FRB の政策委員会メンバーや欧米のエコノミストは、常に物価と賃金の動向を意識しながら、金融政策の方向性を見極めようと努めていることが分かる（図 5 参照）。

ここで注意しなければならないことは、先進国が実現すべき 3% 超の賃金上昇率は、日本の春闘の報道で使われる定期昇給込みの賃金上昇率ではなく、労働者一人当たりの平均賃金の上昇率であり、春闘の賃金上昇率ではベースアップに相当する部分である。日本の 2015 年と 2016 年の春闘では賃金上昇率は 2% 程度と報道されているが、ベースアップは 0.4% から 0.5% 程度にすぎない<sup>3</sup>。毎月勤労統計でみた 2014 年、2015 年の賃金上昇率（5 人以上）はそれぞれ 0.4%、0.1% に過ぎず、2016 年の上半期の名目賃金は横ばいで推移している<sup>4</sup>。6 月の消費者物価上昇率は▼0.5% であり、賃金も消費者物価も上昇していない。図 6 にあるように、日本の名目賃金の 1992 年以降の平均伸び率は▼0.1% である。一般の企業や消費者の中で、物価や賃金が上昇していくと考えている者は殆どいないと筆者は理解している。

インフレ期待とベースアップの連動の重要性は、日本銀行の最新の「経済・物価情勢の判断」（2016 年 7 月 30 日）からも確認できる（図 7 参照）。図 7 の推計結果をみると、米国やドイツでは、ベースアップの決定に当たり中長期のインフレ予想が重視されていることが分かる（図 7 の方程式の  $\alpha_1$  が、0.86 と大きく有意である）。中央銀行がインフレ目標を実現できると信認されていれば、これは 1.5% から 2% となる。日本の推計式では、過去のインフレ率のベースアップへの影響が強く（図 7 の方程式の  $1 - \alpha_1$ 、0.62）、過去のゼロインフレ・デフレの影響が顕著に反映される。本来プラスであるべき生産性の伸びを示す定数項 ( $\alpha_0$ ) も、米国やドイツの有意なプラスの符号と異なり、マイナス符号となっている（-0.10）。この推計では、物価から賃金への波及をみているが、実際には物価と賃金は相互に影響を与え合うものである。

日本銀行は、「経済・物価情勢の展望」（2016 年 7 月 30 日）で、「消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、エネルギー価格下落の影響から、当面小幅のマイナスないし 0% 程度で推移するとみられるが、物価の基調は着実に高まり、2% に向けて上昇率を高めていくと考えられる」としている。非常に甘い

<sup>3</sup> 2016 年 7 月 5 日公表の連合「2016 春季生活闘争 第 7 回（最終）回答集計結果について」を参照されたい。

<sup>4</sup> 2016 年 6 月の名目賃金は前年同月比 1.3% 増となったが、ボーナスの伸びが大きく、基本給にあたる所定内給与は 0.1% 増にすぎない。



認識と筆者には見受けられる。また、コアのインフレ率（除く生鮮食品・エネルギー）のプラスの寄与（図 8 のエネルギー以外の棒グラフ）は 0.8%程度とするが、コアのインフレ率の上昇は、図 8、図 9 の矢印の関係に示したように、2013 年初めと 2014 年秋の 2 度の急激な円安を受けて、輸入インフレが川下の国内財に波及した結果とみるべきである。アイスの「ガリガリ君」を 25 年ぶりに値上げした赤城乳業のコマーシャルが内外で大々的に報道されたが、輸入原材料の高騰に悩まされた業界がやむを得ず価格転嫁しているだけである。受け身の価格引き上げであり、日本企業の実収入の増加につながる自然体の物価上昇といった動きとは到底いえない。日本銀行が指摘するように、今春までの原油安のマイナスの効果（図 8 のエネルギーの棒グラフ）は今後剥落していくことが見込まれるが、同時に、円高の進行により、これまでプラスに寄与してきたコアのインフレ率（図 8 のエネルギー以外の棒グラフ）にも低下の圧力が予想される。

また、物価連動債から計算されるインフレ期待は金融緩和以降に高まったとする見方もある。しかしながら、筆者はそうは考えない。そもそも日本の物価連動債は市場規模が小さく、一部の投資家のマージナルな行動で大幅に動き得る。図 10 にみられるように、10 年物のインフレ率を 1%程度とするインフレ期待の形成は以前から観察されてきた。内閣府経済財政諮問会議は、経済財政の中長期試算の中で、過去 15 年近くにわたって毎年「2 年後には日本のインフレ率は 2%程度に上昇する」としてきた。物価連動債から計算されるインフレ期待は、景気上昇期にこうした政府・日本銀行の甘い見通しの一部を反映した、マージナルな投資家の希望的観測を現れにすぎないと筆者は考えている。むしろ、筆者は、日米のインフレ期待の格差について 10 年国債で見た日米の長期金利の差に注目すべきと考えている（図 11 参照）。10 年国債は市場が大きく、均してみれば、マクロ経済の平均的な姿が反映される市場である。カントリーリスクの相違が小さく、資本移動が自由な世界では、理論的な均衡状態において、基本的に各国の金利差は物価格差に相当する。最近の日米の 10 年国債の金利差は 2%弱であり、このことは、日本とアメリカの中期的なインフレ期待の差は 2%弱であることを意味する。平均的な市場参加者の見立てとしては、米国の中期のインフレ期待を 2%程度とすると、日本では中期のインフレ期待は殆ど形成されていないとみるべきであろう。

最近のコアインフレの高まりは、コストアップに苦しむ業者を中心に受け身で 0.4%程度の価格引き上げを止むを得ず実施していたとみるべきであり（図 12）、高い賃金上昇率の下で 2%強のインフレが発生していた 1991 年 4 月の際の企業の行動とは全く次元が異なっている。一般の消費者と企業の大層は、

2%のインフレや3%超のベースアップが、日本銀行が予想する2017年度に実現するとは考えていないとみる方が妥当であろう。過去に2%の安定的なインフレを確保した経験もなく、20年間にわたりデフレ・ゼロインフレを経験してきた日本で2%の安定的なインフレと3%超のベースアップを根付かせることは至難の業である。それを実現するための方策については、第4節、第5節で考える。

### 3. 目標の重要性：2%のマイルドなインフレは経済の調整を容易にする

マイルドな2%のインフレは必要である。ところが、筆者の印象としては、日本の経済学者やエコノミストの多くは、物価上昇率の水準に対して概して無頓着である。政治家や一般人の多くは、デフレ退治は、物価上昇率とは関係なく、不況を終わらせることと考えているようである。また、量的緩和の目的を円安と誤解しているようにさえ感じられる。しかしながら、為替は各国経済の相対的な動向により変動するものであり、常に円安を演出しようとすることは為替操作に該当し、国際的に理解が得られる政策ではない。

日本銀行のエコノミストの中には、ゼロインフレやマイルドなデフレは問題ない、むしろゼロインフレが望ましい、と考えている者が少なからずいるとみられる。日本銀行の金融政策をリードしてきたエコノミスト等は「デフレは結果であって、原因ではない」とたびたび発言してきた。2%のマイルドなインフレの実現が日本経済にとって必要であると考えているようにみえない。米国の新古典派的な経済観（価格調整が瞬時になされる経済において成立する古典派の二分法：貨幣市場は、実物部門である労働市場、財市場に影響しないとの考え方）に基づいて、マイルドなインフレの役割を過少評価しているのであろうか。これは（少なくとも賃金や価格の下方硬直性が認められる現在のマクロ経済環境の下では）間違った考え方だと筆者は理解している。

欧米の主要なエコノミストは、筆者の考えと同様に、マイルドな2%のインフレは必要不可欠であると考えている。バーナンキ前FRB議長、ドラギECB総裁、Praet・ECBチーフエコノミスト等は、「経済をひどく傷つけるデフレに陥らないよう、あらゆる手段を尽くす」と繰り返し発言してきている。Financial Times誌やThe Economist誌も、敗北主義に陥ってはならず、金融緩和や景気浮揚策を継続するべきであると警告し、金融市場の歪みの観点から金融緩和を批判する者に対して、代替案を示すよう促している。日本では、2013年以降の日本銀行の量的緩和をリードしている黒田総裁、岩田副総裁、浜田内閣官房参与、本田前内閣官房参与等を除くと、マイルドな2%のインフレの必要性を訴えるメッセージは殆どみられない。

では、なぜ2%のマイルドなインフレが必要なのだろうか。5月26日のFinancial Times誌において、マーティン・ウルフは、デフレを回避すべき3つの理由を指摘している。第1に、賃金は下方硬直的なのでデフレ下では実質賃金を下げられなくなる（マイルドなインフレは賃金調整を容易にすること）である。第2に、名目金利に下限があることから、デフレ下では実質金利をマイナスにできないこと（2%のインフレがあれば、0%の名目金利はマイナス2%の実質金利となること）である。第3に、元本は名目値で設定されていることから、デフレ下では既存の名目債務の実質負担がみるみる膨らみ「債務デフレ」を引き起こしかねないことである。

筆者は、このうち、第1の労働市場の調整を容易にする効果を最も重視している。日本やアメリカでは、労使の慣行から2期連続の赤字といった困難に陥った企業において労使協議で名目賃金を据え置くことは、比較的容易で、低コストの調整弁となっている。このため、マイルドなインフレは、実質賃金の引下げを容易にする効果を持つ<sup>5</sup>。マイルドなインフレは賃金の下方硬直性を和らげ、企業収益の回復力を高める。また、マイルドなインフレによる売上の増加は、労働者間の賃金の再配分（頑張る労働者や将来性のある労働者に大きく報いること）を容易にするとともに、資本と労働の再配分（労働分配率の調整）をより速やかに実現することを可能とする。さらに、短期的なコスト削減のための安易なパートタイマーの増加にも歯止めをかけられる。Akerlof, et al.

(1996)は、賃金の下方硬直性を前提に、マイルドなインフレが、企業固有のショックに直面した企業の実質賃金の調整を容易にして、雇用の安定に資することをシュミレーション分析で示した。一方、ゼロインフレ、デフレの下では、企業固有のショックに伴う売上高（需要）の減少に対して、実質賃金の調整が働かず、その結果、雇用調整を行わざるを得ない企業が増えて、長期のフィリップス・カーブが垂直ではなく、非線形になる（ゼロインフレやデフレ下では、失業率が急速に高まる）ことを示した（図13参照）。また、The Economist (2014)の記事（“Inflation may help determine how fast labour markets recover from recession”）は、ケンブリッジ大学、ロチェスター大学等の研究者の分析を基に、世界金融危機後のイギリスにおいて、マイルドなインフレは、大きな

---

<sup>5</sup> 企業の付加価値の3分の2は人件費であり、残りの3分の1が企業利益と利払いである。仮に、企業の売上げが1割低下するような経済ショックが生じたとしても、物価が2%で上昇していれば、5年で売上は回復する。一方、例えば2年連続して赤字を出しているような企業であれば、日本でもアメリカでも、名目賃金を据え置く交渉は比較的容易である。このため、マイルドなインフレは、売上を回復させるだけでなく、付加価値の3分の2を占める名目賃金の据置き（実質賃金の引下げ）により、企業の収益力の回復に強く貢献する。

マクロ的ショックに対して労働市場の実質賃金の調整機能を高めたことを指摘している。具体的には、イギリスの中央銀行が、積極的な量的緩和によりマイルドなインフレを維持したことで、2007年から2013年までの間にマクロ的に実質賃金を7.8%も低下させるとともに、イギリスの雇用をいち早く危機前の水準へ復帰させることに成功したことを報告している。一方で、日本の賃金は伸縮的と指摘する者もいるが、筆者は、日本の労働分配率は、景気循環や経済ショックの影響を受けやすく、かつ、均衡水準への回復に長い時間を要していること等から、日本の賃金の伸縮性を評価する見解は適切だとは考えていない<sup>6</sup>。

マイルドなインフレは、マーティン・ウルフ氏が指摘するように、リスクをとって活動する企業家が（Akerlof, et al. (1996) の想定する）各企業固有のミクロショックや（The Economist (2014) が指摘する）マクロショックに直面した時に、実質金利の引下げや名目賃金の据置き（すなわち実質賃金の引下げ）を通じて、企業経営の立て直しの手助けをする効果を持つものである。これは消費者や庶民のための施策ではないが、リスクをとって頑張る企業家に負担を強いるようなマクロ経済環境下では、市場メカニズムはスムーズに働かず、経済は停滞してしまう。そうした状況の下では、強い雇用や所得は生まれず、持

---

<sup>6</sup> 山本（2010）は、「バブル崩壊後、90年代に入ると、インフレ率の低下にともなって名目賃金の下方硬直性が顕在化しはじめ、・・・（中略）・・・ゼロインフレ・デフレ下において、名目賃金の下方硬直性は失業率の上昇をもたらしたと考えられる。また、賞与や所定外手当の伸縮的な調整によって1990年代末以降、名目賃金全体の伸縮性は回復傾向にあるものの、所定内給与については依然として下方硬直的である可能性が高く、そのことで近年まで失業が持続的に発生した可能性も指摘できる。」としている。基本的に賃金の下方硬直性の弊害を認めている。ただし、「1990年代末以降、名目賃金全体の伸縮性は回復傾向にある」との指摘については、（1）日本の労働分配率の調整速度は極めて遅く、労働分配率の調整は2000年代を通じて進んでいたこと（賃金が伸縮的であれば、労働分配率の調整はもっと迅速にすすんでいたはずであること）、（2）1998年の実質賃金の低下は、不良債権問題の顕在化に伴う金融危機の中で、労使が組合交渉を通じて賃下げに合意したものであり、大きな調整コストを伴ったものであったこと、（3）2000年代半ば以降の賃金の伸縮性の高まりは、円安と中国経済の高成長に支えられ、実需が増加していた状況下において、正規雇用の増加を抑制し、単価の安い非正規雇用を増加させることで実現していたものであること、を踏まえるべきである。（3）の非正規雇用比率の上昇は、中長期的に、日本企業の活力を削ぐ形でコストを増大させていること（非正規雇用の増加に伴う日本企業の士気の低下、正規雇用の若年・壮年層の長時間労働の拡大等）を考えると、こうした形の名目賃金の伸縮性の高まりは、短期的なコストを削減することを優先した、後ろ向きの調整と筆者は考えている。

続的な消費も期待できない。経済の活力を削ぐようなデフレやゼロインフレの継続のツケは、結局は労働者である庶民に跳ね返ってくるのである。

ただし、2%のマイルドなインフレを達成すれば、事態が劇的に変化する訳ではない。あくまで、経済の調整を容易にする効果を生むだけである。日本の潜在成長率を高めるには、出生率の回復、移民政策、女性の就業率の引上げによる生産年齢人口の増加や地道な規制緩和・構造改革が不可欠である<sup>7</sup>。しかしながら、2%のインフレを実現できれば、諸々の経済ショックに対して名目及び実質の金利を下げることで金融政策を機能させる余地が高まり、また、企業の賃金調整を容易にするなど、その効果は過小評価すべきではない。イギリスは、金融危機の後遺症と戦いながら、インフレ期待をアンカーする金融政策をフル活動させて、最近の大規模な財政再建を乗り切ってきた（財政収支のGDP比は2009年の▲10.8%から2015年には▲3.9%に改善）。「日本のデフレは結果であり、原因ではない」との指摘は間違っている。日本のデフレは、（デフレに落ちていくことに積極的に抗わなかったという過失はあるものの）、確かに資産デフレや不良債権処理の遅れに伴う需要後退の結果ではあるが、一方で、経済調整を損ない、日本経済の低迷の一因を担い続けているのである。

#### 4. ゼロインフレやデフレから脱却し、マイルドなインフレを実現するための手段

では、マイルドなインフレを実現するにはどうすれば良いのか。筆者は2つの方法があると考えている。第1の方法は、時間をかけて総需要を喚起し続けることで、ゆっくりとインフレを創出し、それを定着させることである。第2の方法は、総需要を喚起しつつ、各経済主体の期待形成に強力に働きかけ、経済行動のパターンの変更を迫るものである。ただし、第2の方法は、インフレ期待とそれに伴う物価上昇率の急激な変化を促すものであることから、金利を含めて様々な名目値にジャンプが生じるという副作用がある。このため、目標達成までの時間、目標達成のための財政コスト、円安を受け入れる国際的なマクロ経済環境等に余裕があるのであれば、第1の方法の方が望ましい。

---

<sup>7</sup> 構造改革による成長率の引上げは容易ではない。環太平洋パートナーシップ協定（TPP）の導入でも日本経済は10年かけてせいぜい2%程度しかGDPが高まらない。1年当たり0.2%程度成長率を改善するにすぎない。1%程度成長率を高めるといふ内閣府経済財政諮問会議の中長期試算の構造改革シナリオを実現するには、TPP級の改革を5つ実施する必要がある。これは至難の業である。

アベノミクスの下での黒田日本銀行の金融緩和は、基本的に第1の方法を志向したものであったと理解している。緩やかに期待形成に働きかけつつ、需要を押し出すことで、2年程度かけて2%のインフレを達成することを目標としていた。安倍内閣は2012年末の内閣発足と同時に経済対策（日本経済再生に向けた緊急経済対策、平成25年1月11日）を打ち出し、国の予算規模（いわゆる真水）で10.3兆円（GDP比2%）の財政政策を発動した。同時に日本銀行は大胆な量的緩和に乗り出した。その結果、円は急速に下落し、また、株価は上昇して、経済の浮揚効果は力強いものとなった。物価連動債から計算されるインフレ期待も1%超に上がっていった（図10参照）<sup>8</sup>。これに水を差したのが、2014年4月の消費税の引上げである。前年に行ったGDP比2%もの経済対策の効果が剥落する中で、3%の消費税率の引上げを実施すれば、金融政策や金利がマクロ経済を調整する機能（金利の低下とそれに伴う為替の減価の効果。以下、「金融政策の機能」という）が回復していない日本経済への打撃は小さくないことは明らかだったはずである<sup>9</sup>。秋になってから、黒田バズーカと呼ばれる第2弾となる量的緩和措置が発動されたが、後の祭りであった。むしろ、消費税引上げという経済ショックへの金融政策の対応という面でみれば、秋の黒田バズーカは消費税引上げと一緒に2014年4月に実施されるべきであった。こうして日本経済は2014年度に急速に減速し、2014年後半からの原油価格の下落に伴うEM経済の低迷、2015年夏の中国株式市場の混乱等を経て、世界経済の成長見通しが悪化していく中で、外需の牽引役を失い、日本の総需要は弱含んでいった。その結果、市場で観察される期待インフレ率も先細っている（図10参照）。

先日（8月2日に）事業規模28.1兆円の経済対策が閣議決定された。内閣府はその経済効果をGDP比で1.3%の押し上げ効果があるとしている。しかしながら、総需要の底上げはともかく、財政政策のインフレ促進の効果は弱いと考えられる。もし、財政刺激策でマイルドなインフレが実現できるのであれば、日本政府はこれまで数多くの経済対策を実施してきており、既にインフレは発生しているはずである。7月28日、29日の日本銀行の金融政策決定会合での

---

<sup>8</sup> ただし、既に述べたように、筆者は実際にはインフレ期待はさほど上昇していなかったと考えている。物価連動債は市場規模が小さく、マージナルな市場にすぎない。

<sup>9</sup> 2013年の経済対策は震災対策（執行率が低調）を含んでおり、実際の経済の浮揚効果はGDP比1%（5兆円）程度であり、これは2014年の経済対策で打ち消されているが、それでも消費税率3%の引上げは、金融政策の機能が回復していない中で、GDP比で1.5%程度のマイナスの効果があったと考えられる。

追加策も、市場では評価されず、円は上昇し、国債利回りの上昇さえ認められる。

では何が必要であろうか。それは、第2の方法であるインフレ期待の形成（2%のインフレと3%超のベースアップの実現）に向けて民間の経済主体に強く働きかけることである。これまでも、政府・日本銀行は、経済団体に賃上げの要請を行ってきた。しかしながら、何をどこまで引き上げるかについて、具体的な考え方に言及してこなかった。また、日本の春闘の賃上げは、定昇込みという全くマクロ経済的には意味のない賃上げ率で議論が行われており、実際には意味のあるベースアップは殆ど行われてこなかった。過去の日本において2%のインフレと3%超のベースアップという先進国型の金融政策が実施されてこなかったこと（2%のマイルドなインフレ期待がアンカーされた経験がないこと）を踏まえると、これでは、インフレ期待の形成に向けて全く不十分である<sup>10</sup>。まずは、最終的なゴールが2%のインフレと3%超のベースアップの達成であることを、経営者団体、組合関係者にしっかり認識してもらうことである。その上で、インフレ期待が形成されるよう、相当規模のベースアップを、マイルドなインフレとセットでかつ具体的な数値の形で、明確に求めることが必要である。

## 5. 政府・日本銀行が仲介又は参加して、2%のインフレと2%のベースアップに向けた経営者団体と組合の合意の形成を

現在、日本を取り巻く経済環境は悪化している。レジームチェンジには適切なタイミングではない。欧州、産油国、EMの経済が弱含む中で、為替は円高に振れている。円高はコアインフレの引下げ圧力になっていくとみられる。中国経済が消費主導の経済モデルへ転換を図る中で、地政学的な問題もあり、中国向け輸出の強い伸びは期待できない。世界経済と日本経済の弱さを反映して、世界のソブリン債の利回りは長期債でも低下を続けており、フォワードガイダンスにより長期金利の低下を促す金融政策も限界が近づいている。金融・資本市場の歪み（世界的な貯蓄過剰の下での短期的な均衡実質利子率の低下、

---

<sup>10</sup> 黒田総裁は本年6月にクルッグマンに「なぜ賃金が上昇しないか」との質問をしている。このことは、インフレ期待は積極的に形成するものではなく、量的緩和を続けていけば、インフレは自然に発生するはずとの黒田総裁の認識を示している。黒田総裁は過去のコストプッシュ型のインフレの発生と同じメカニズムを想定している。しかし、人口減少の下で潜在成長率は低下していることから、需要は伸びにくく、また、非正規雇用が4割を超えるほど、労働市場の調整機能が十分働いていない中で、受け身のまま、3%超の賃金上昇圧力が発生することは、筆者には想定しがたい。

期間プレミアムやリスクプレミアムの歴史的水準を大幅に下回る水準への低下等)も拡大している<sup>11</sup>。また、日本では財政政策を発動する余地はまだ残されているものの、少子高齢化に全く歯止めはかかっておらず、中長期的に日本経済の財政構造は悪化の一途をたどると考えられる<sup>12</sup>。こうした中で、財政政策でマクロ経済を継続的に刺激し続けることは困難であり、また、金融政策の余地が狭まる中で、経済ショックに対する日本経済の脆弱性は高まっている。マイルドな2%のインフレを実現し、金融政策の機能を回復することは喫緊の課題である。

筆者はマイルドなインフレを回復する第一歩として、政府・日本銀行が仲介又は参加して、経営者団体と労働組合が合意を形成して、仕入れ価格と販売価格の2%の引上げとともに、最低2%のベースアップを、日本全体で一斉に実施することとしてはどうかと考えている<sup>13</sup>。実現性を考えると、経済環境が改善している時に実施すべき措置である。その意味では、今回の経済対策を生かすために、年明け又は来年4月から実施してもらうことが望ましい。また、鶏が先か、卵が先かという議論があるが、物価上昇と賃上げは同時が望ましい。付加価値の3分の2を占める賃金が先に上昇することを企業は嫌う。自分の企業だけが価格を引き上げることも企業は嫌う。しかしながら、全ての企業が一斉に2%の価格引上げを行い、売上が2%上昇し、賃金や仕入れ価格等のコストが2%で上昇すれば、全体としての効果は中立であり、企業にも労働者にも損はないはずである<sup>14</sup>。2%の価格引上げを行わない企業については、政府・日本銀行とともに、経営者団体や労働組合がモニタリングして、仕入れ価格の2%引上げやベースアップを行っていることを確保すれば、自然と2%の価格転嫁をせざるを得なくなる。利益が過去最高水準を更新し続けているような企業

---

<sup>11</sup> 北浦 (2015, 1)、IMF Global Financial Stability Report、BIS Quarterly 等参照。

<sup>12</sup> 北浦 (2015, 2) 参照。

<sup>13</sup> 本来は市場が決める価格設定に、政府や日本銀行がどこまで関与して良いかという点については、法制的な面も含めて問題がありうる。しかしながら、消費税の引上げに際して、政府は、下請けいじめを阻止する観点から消費税の円滑な転嫁を促すモニタリングや行政指導を実施している。また、オランダのワッセナー合意では、マクロ経済への波及を踏まえて、経営者団体、労働組合、政府が賃金政策に関する国家的な合意を行っている。筆者の提案は、金融政策の機能の回復を図るというマクロ経済環境を整えるための日本経済全体にわたる措置であり、個別業界の価格統制ではない。こうした政策目的を踏まえれば、政府・日本銀行の介入は十分許されると筆者は考えている。

<sup>14</sup> 第3節で述べたように、インフレ率自体は通常企業には中立的である。しかしながら、実質金利を引き下げるとともに、企業固有の経済ショックに直面している企業の賃金調整の余地を広げる施策である。



は3%以上のベースアップを実施すれば良い。2年連続して赤字を計上している企業ではベースアップを差し控えても良い。こうした労使間合意の継続を通じて、新たな経営者団体及び組合の行動規範として、2%のインフレと3%超のベースアップを定着させることができないかと筆者は考えている。

2016年2月20日のThe Economist (2016)は、Thomas Sargent、Peter Temin、Christina Romer、Paul Krugman、Ben Bernanke等の研究を紹介しながら、中央銀行の大胆な政策変更(レジームチェンジ)により人々の期待形成を大きく変化させることは可能であると指摘している。The Economist (2016)は、平時はテクノクラートであるべき中央銀行は、極端な時期にはマジシャンになる必要があるとし、金融政策のレジームチェンジが信頼されれば、期待インフレは瞬時に変え得るとする。また、大恐慌時のデフレ脱却の経験では、1933年の年初に7%のデフレ期待があったにも拘わらず、年末には6%のインフレに転換したとする。同様に、バーナンキ議長が2012年夏から秋にかけてQE2を実施した時も、2%のインフレが経済には不可欠であると強く主張しながらQE2を実施して、春から夏にかけて0.5%程度にまで下がっていたインフレ率は半年後に2%にまで回復した。人々の行動を変えさせるには、強く期待形成に働きかけることが不可欠である。The Economist (2016)は、日本銀行は蛇口を回すような地味な政策を採用してきたため、人々の期待を変えさせることに失敗してきたとする。筆者は、黒田日本銀行の政策は大胆なものであったと考えているが、消費税引上げのマイナスの影響を軽視したこととともに、期待形成への働きかけが不足していたとみている。

日本では、先進国型の金融政策が採用された経験はなく、大胆な方法を採用して、価格形成に関する新たな行動規範を定着させるという難題を超えていかなければ、2%のインフレと(それと表裏の関係にある)3%超のベースアップは到底実現しえない。筆者の提案はギャンブル的な色彩を帯びているが、このぐらいの試みがなければ、日本でインフレ期待を定着させることは困難である。

## 6. さいごに：日本経済再生のためには金融政策の機能の回復が不可欠

The Economist (2016)は、中央銀行がレジームチェンジに向けて大きくターゲットを動かすには、政治的に信認された強い政府の支援が必要であるとし、ニューディール政策に基づくデフレ脱却はルーズベルトだからできたのかもしれないとして記事を終えている。マイルドなインフレを達成することで全ての経済問題が解決されるわけではないが、まずは、マイルドなインフレを回復し、金融政策の機能を回復しなければ、その後の痛みを伴う労働市場等の構造改革や財政再建は実現できず、日本の長期的な経済見通しは暗い。

原油安で経常収支は黒字に転じたが、長期的な高齢化のトレンドは国内貯蓄を蝕んでいく。海外の資金に財政赤字のファイナンスを求めるようになるまでに我々に残された時間は段々と少なくなっていく。安倍内閣が、ルーズベルト政権と同様に、デフレ脱却とマイルドなインフレを達成し、金融政策の機能を可能な限り早期に回復して、真の日本経済の再生に向かって歩を進めることを、筆者は切に期待している。

### （補論）インフレ期待形成の副作用、出口問題、ヘリコプターマネーについて

強い働きかけによりインフレ期待を形成する場合、その副作用として、名目金利がジャンプしかねないことがある。しかしながら、筆者は現状の0%のインフレ期待が2%にジャンプしても、1.5%しか名目金利が上昇しなければ、実質金利は0.5%低下することになることから何ら問題ない（重要なことは名目金利ではなく、実質金利である）と考えている。ただし、2012年秋のアメリカで起きたように、インフレ期待が形成されていく過程で、現実のインフレ率より名目金利が先に上昇することがありうる（図11の2012年秋の利回り上昇）。また、ある程度のインフレ率のオーバーシュートは我慢強く良くやり過ぎす必要がある<sup>15</sup>。それは飲み込まないといけない問題である。

また、量的緩和に伴う出口を心配する声をよく聞くが、筆者は十分対処可能な問題と考えている。インフレ率の上昇を粘り強く待って、後追的に金融引締めに移ることになると考えられるが、その際生じる日本銀行の損失は、財政当局が引き取れば良い。ハイパーインフレを引き起こさないためには、市中に流通するマネタリーベースの残高を増やさないことが重要である。民間銀行が日本銀行に保有している超過準備が市中に出ていかないようにするには、①差損を顕在化する形で、売りオペを行う、②日本銀行が超過準備に高い金利を付利して、超過準備の水準を維持する、の2つの方法があるが、いずれにしても、日本銀行の収益は悪化し、日本銀行のバランスシートは毀損することになる。日本銀行の損失は、政府出資で償却すれば良いし、何もしなくとも、国庫納付金の減少として政府収入の減少となる。元々量的緩和政策に乗り出した時点で、金融政策が財政政策の役割を代行していたのであり、低い長期国債の利

---

<sup>15</sup> The Economist (2014) は、世界金融危機後のイギリスで、2007年から2013年の平均インフレ率は3.1%であり、インフレの確保が実質賃金の▼7.8%という調整を可能としたと報告している。その間、イギリス中央銀行は、インフレ期待をアンカーするために、原油高やポンド安による輸入インフレや付加価値税増税等の一時的なショックに伴う物価上昇率の高まりに対して、我慢強く金融緩和を維持し続けた。

回りはデフレの賜物である。そうした借りを財政当局が返すことで、日本銀行の毀損の問題は解消する。

むしろ、重要なのは、出口において生じる金融・資本市場の混乱である。これについては、日本銀行が長期的な政策金利の水準やあるべき各種金融資産のリスクプレミアムやタームプレミアムに関する情報を積極的に発信し、現在市場でみられる、行き過ぎたリスクテイクを戒めることで対処すべきである。また、長期債の利回りのジャンプが金融機関のバランスシートに与える影響は、金融監督庁と日本銀行のストレステストで十分検討されているはずの問題である。

ヘリコプターマネーの議論については、最終的に中央銀行がハイパワードマネーを回収する必要があるのであれば、アナウンスメント効果はともかく、マイルドな2%のインフレ達成という目標に向けて財政政策と連携する限り、通常の量的緩和とさほど変わりはないと筆者は考えている。

## (参考文献)

北浦修敏 (2015, 1) 「世界経済の低迷、均衡実質金利の低下、金融・資本市場の歪みについて－国際機関等の報告を踏まえて－」、世界平和研究所・研究レポート、2015年7月

北浦修敏 (2015, 2) 「世代会計の手法を用いた政府支出の長期推計と長期計画に基づいた財政再建規模の分析」、フィナンシャル・レビューNo.121、2015年3月

北浦修敏、原田泰、坂村素数、篠原哲 (2003) 「構造的失業とデフレーション－フィリップス・カーブ、UV分析、オークン法則－」、財務省財務総合政策研究所フィナンシャル・レビューNo.67、2003年1月

日本銀行 (2016) 「経済・物価情勢の展望」、2016年7月

山本勲 (2010) 「賃金調整・雇用調整とフィリップス曲線の変化－1990年代の変化とその背景」、『労働市場と所得分配』（樋口美雄編、慶応義塾大学出版）第2章、2010年3月

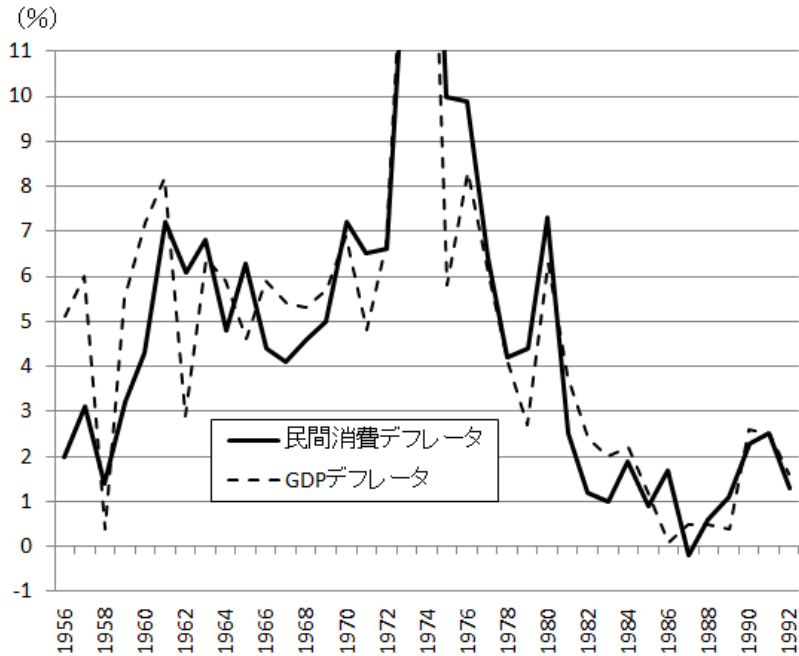
Akerlof, G., Dickens W T., and Perry G L. (1996), "The Macroeconomics of Low Inflation," Brookings Papers on Economic Activity, No.1

The Economist (2016) , "Slight of hand, Tmid central bankers have failed to convince skeptical audiences," The Economist, February 20<sup>th</sup> 2014

The Economist (2014) , "Free Exchange: The Price of getting back to work, Inflation may help determine how fast labour markets recover from recession," The Economist, February 1<sup>st</sup> 2014

(図表)

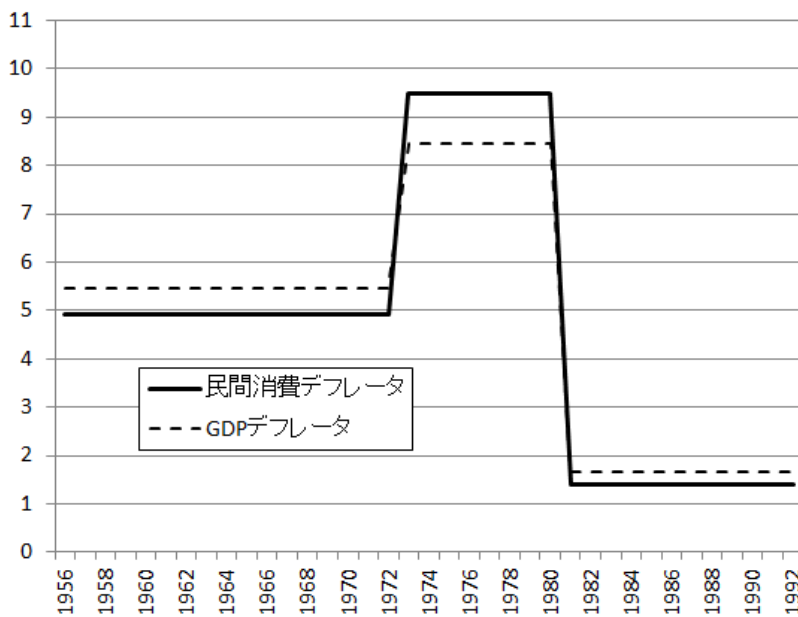
図1 日本の物価上昇率の推移 (1992年まで)



(出所) 内閣府・国民経済計算より筆者計算。消費税の影響は除いている

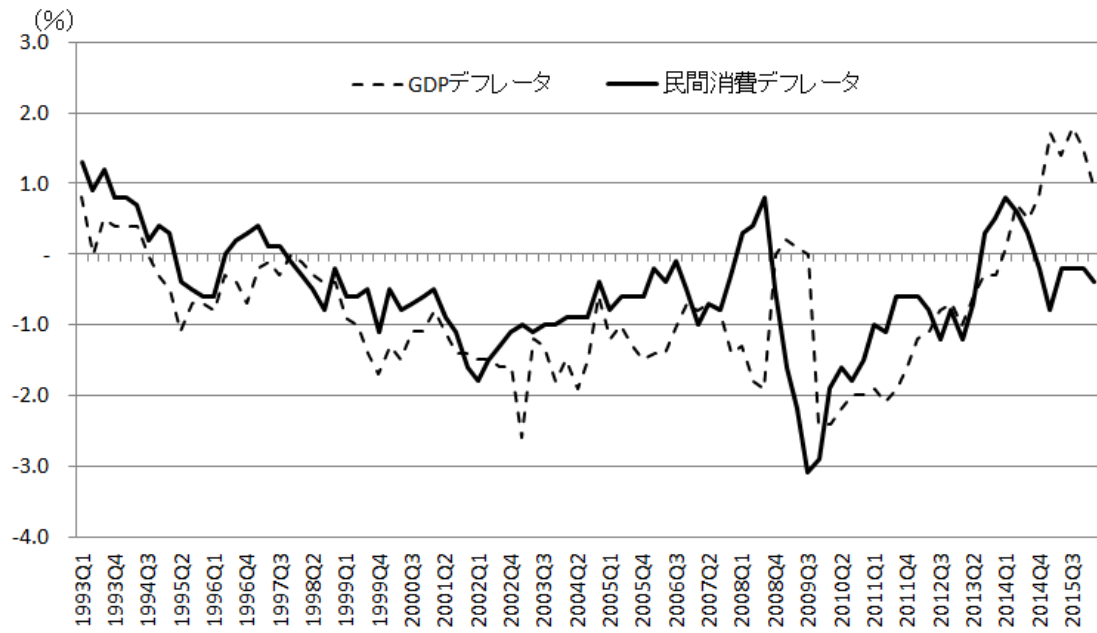
図2 日本の物価上昇率の推移 (1992年まで)

(1956~72年、73~80年、81~92年の平均)



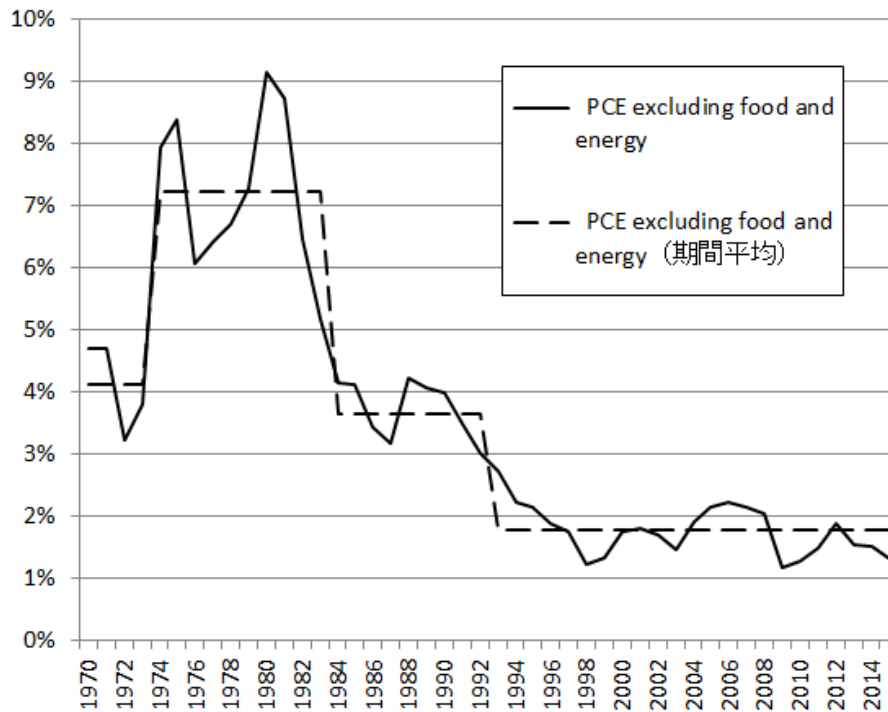
(出所) 内閣府・国民経済計算より筆者計算。消費税の影響は除いている

図3 日本の物価上昇率の推移（1993年以降）



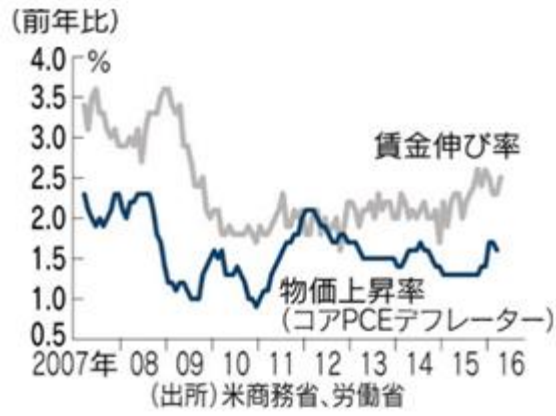
(出所) 内閣府・国民経済計算より筆者計算

図4 米国の物価上昇率の推移

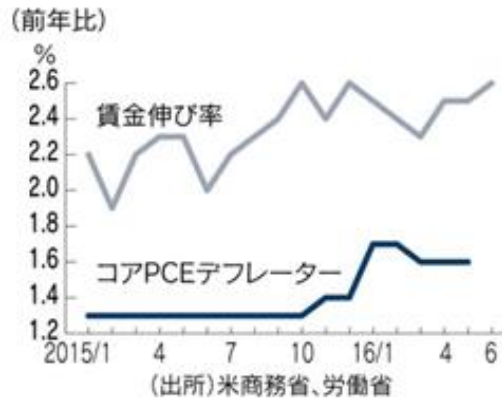


(出所) 米国 Department of Commerce の NIPA のデータより筆者計算

図5 米国の物価上昇率と賃金上昇率の推移

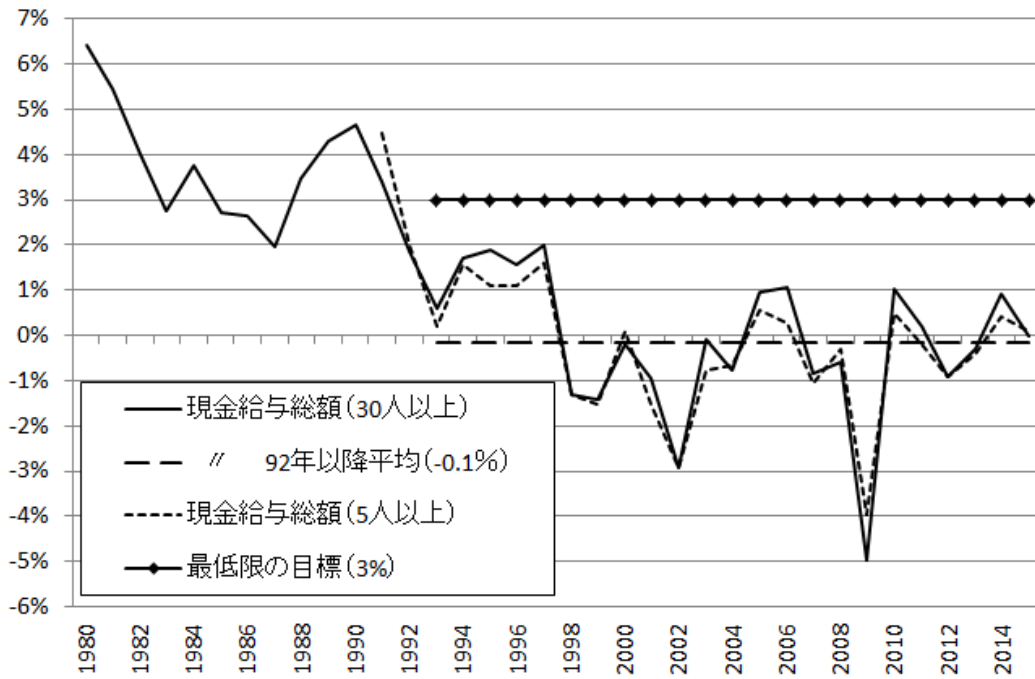


(出所) 日経新聞 5月7日朝刊 1面



(出所) 日経新聞 7月9日朝刊総合 2面

図6 日本の賃金上昇率の推移



(出所) 厚生労働省「毎月勤労統計調査」



図7 労使交渉賃金とインフレ予想

(1) ベースアップ率とインフレ予想

<推計式>

ベースアップ率 (%)

=  $\alpha_0$  (定数項)

+  $\alpha_1$  × 中長期のインフレ予想  
(6~10年先、%)

+ (1 -  $\alpha_1$ ) × 過去1年のインフレ実績 (%)

+  $\alpha_2$  × 失業率ギャップ (%)

<推計結果>

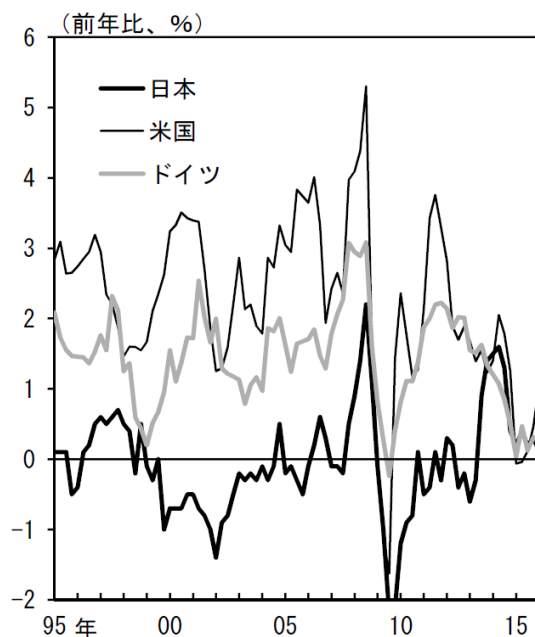
	$\alpha_0$	$\alpha_1$	1 - $\alpha_1$	$\alpha_2$	標準誤差
日本	-0.10	0.38**	0.62***	0.05	0.47
米国	0.23***	0.86***	0.14*	-0.05	0.56
ドイツ	0.52***	0.86***	0.14	-0.51***	0.69

推計期間：1991-2016年度（日本）

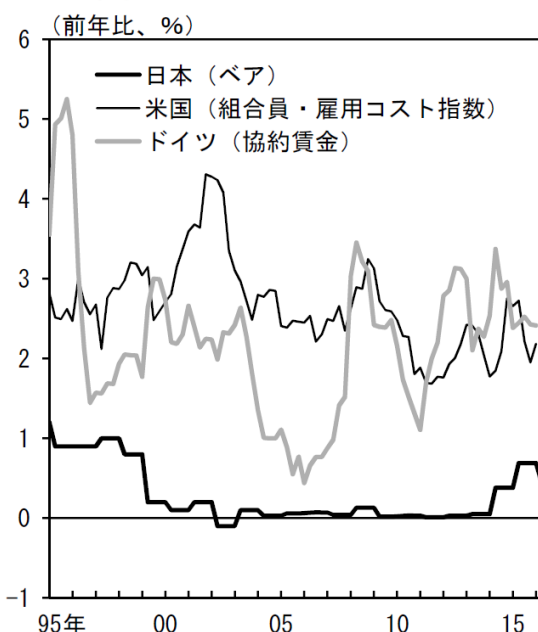
1995/1Q-2015/4Q（米国、ドイツ）

\*\*\*は1%有意、\*\*は5%有意、\*は10%有意。

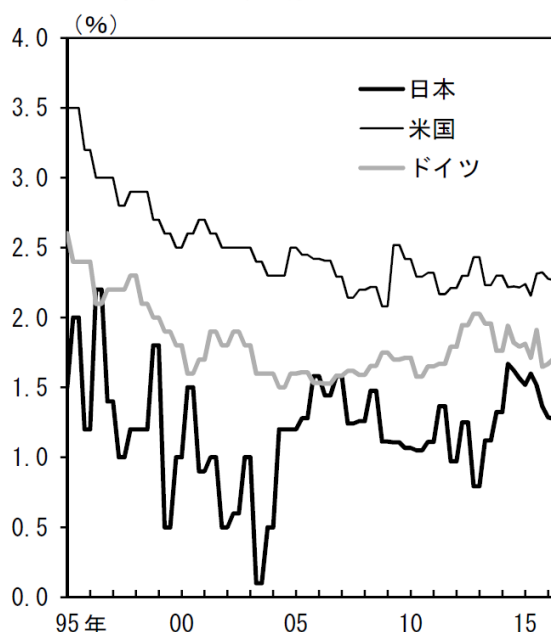
(2) 各国のインフレ実績 (CPI)



(3) 各国のベースアップ率



(4) 各国の中長期のインフレ予想



- (注) 1. 中長期のインフレ予想は、コンセンサス・フォーキャストにおけるCPIの6~10年先予測。  
 2. インフレ実績は、CPI総合の前年比（日本は消費税調整済み、試算値）。  
 3. 失業率ギャップは、日本銀行調査統計局の試算値。  
 4. 米国の雇用コスト指数は、賃金・俸給ベース（ボーナスを含む）。

(出所) 中央労働委員会、日本労働組合総連合会、総務省、BLS、CBO、ドイツ連邦統計局、ドイツ連邦銀行、Consensus Economics「コンセンサス・フォーキャスト」

(出所) 日本銀行「経済・物価情勢の展望」（2016年7月）

図8 消費者物価上昇率の内訳

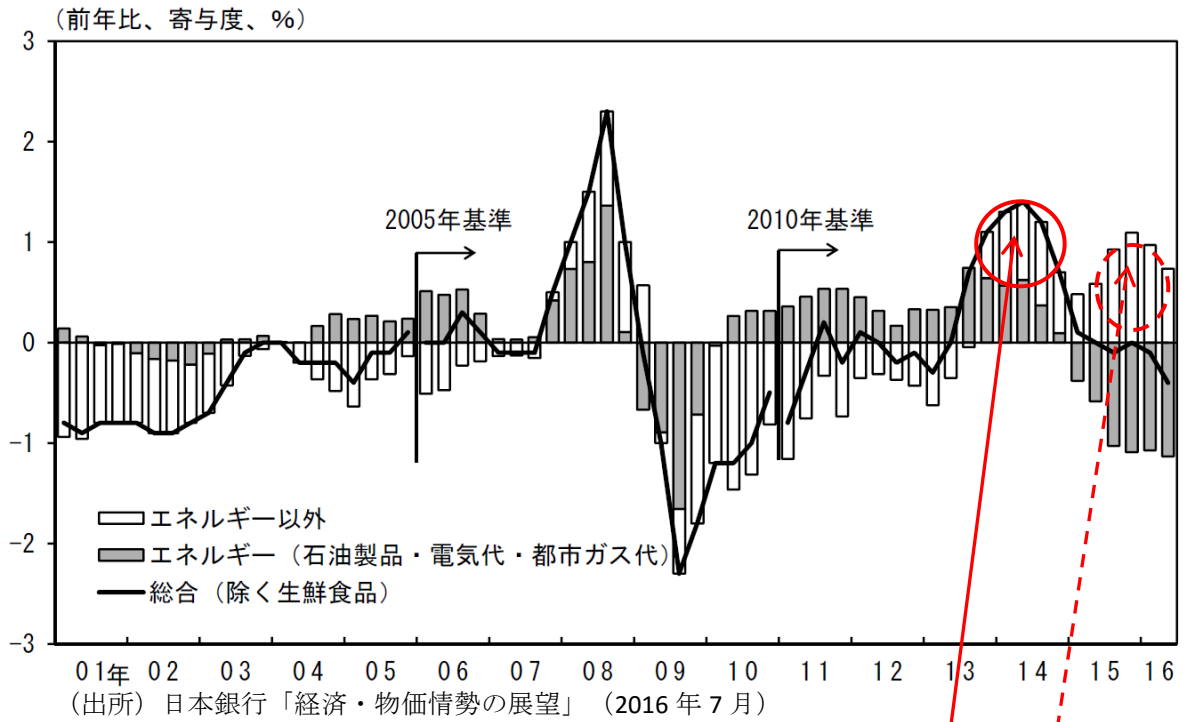
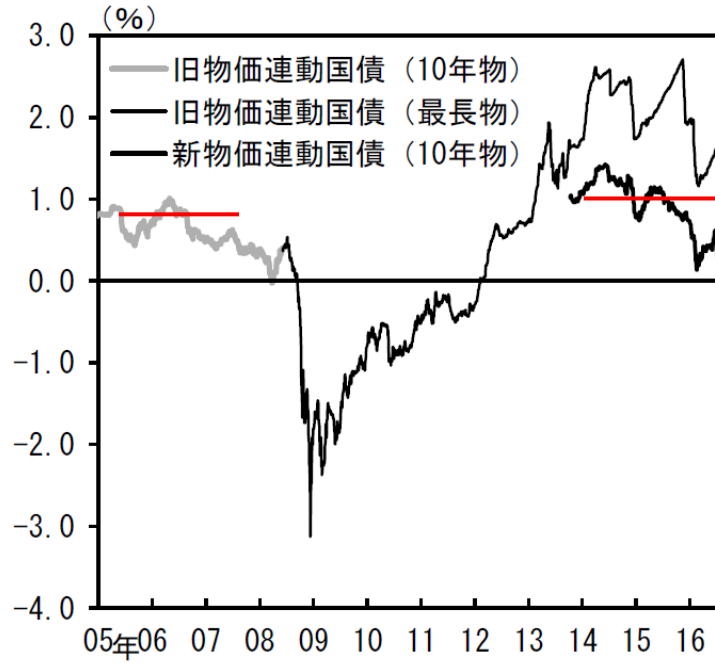


図9 円ドル・円ユーロ相場の推移



(出所) 日本銀行「経済・物価情勢の展望」(2016年7月)

図 10 物価連動債の予想物価上昇率



(出所) 日本銀行「経済・物価情勢の展望」(2016年7月)

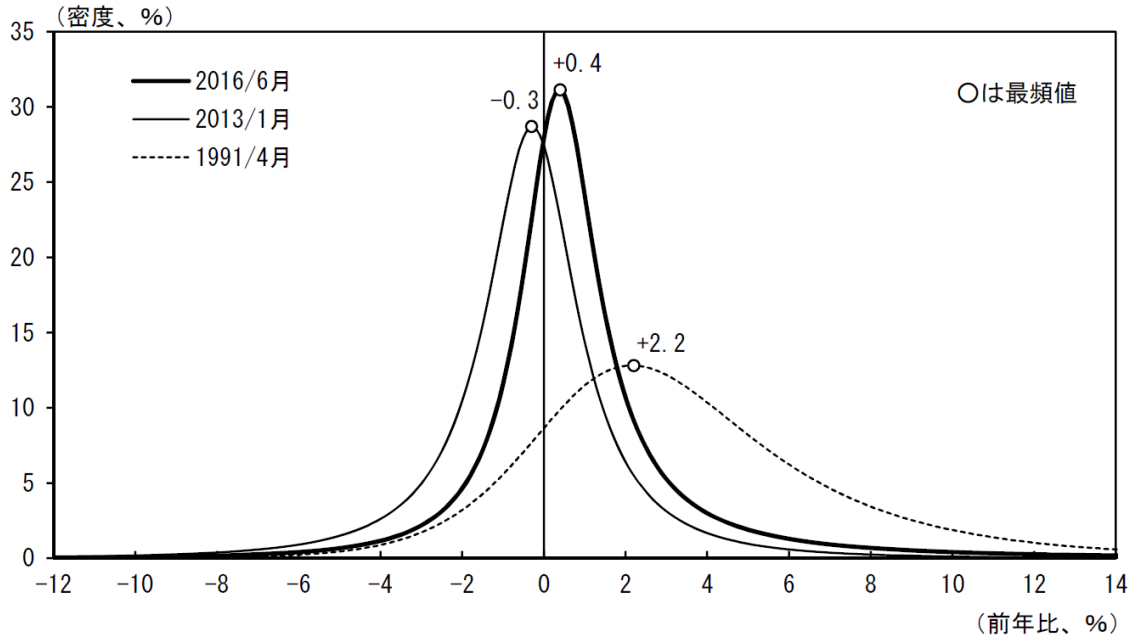
図 11 各国の10年国債の利回りの推移



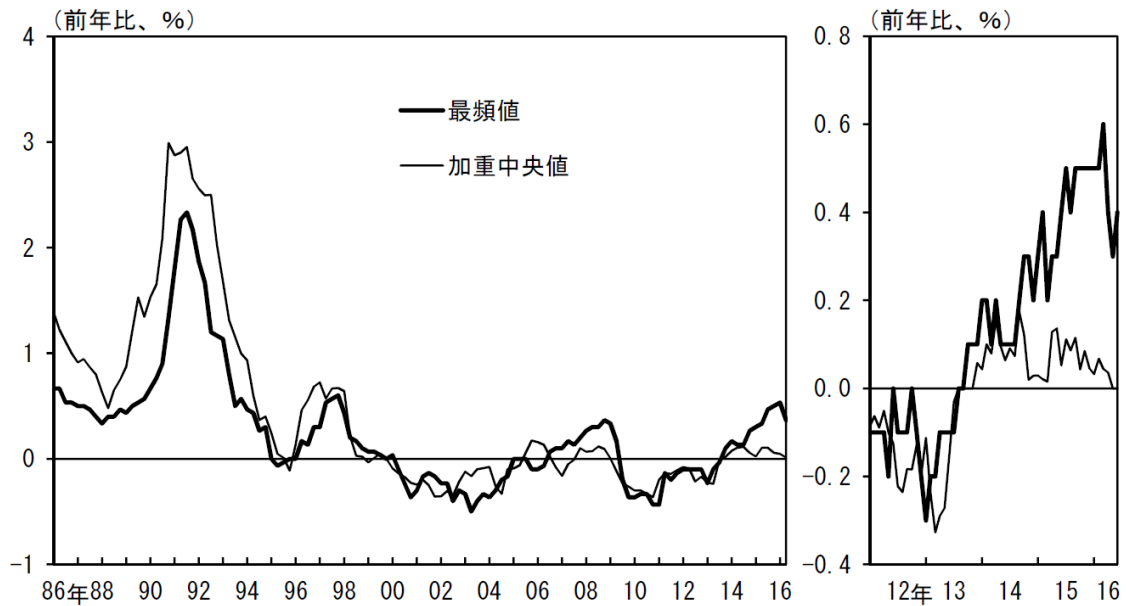
(出所) 日本銀行「経済・物価情勢の展望」(2016年7月)

図 12 品目別価格変動分布と基調的なインフレ率

(1) 消費者物価の個別品目の前年比の分布



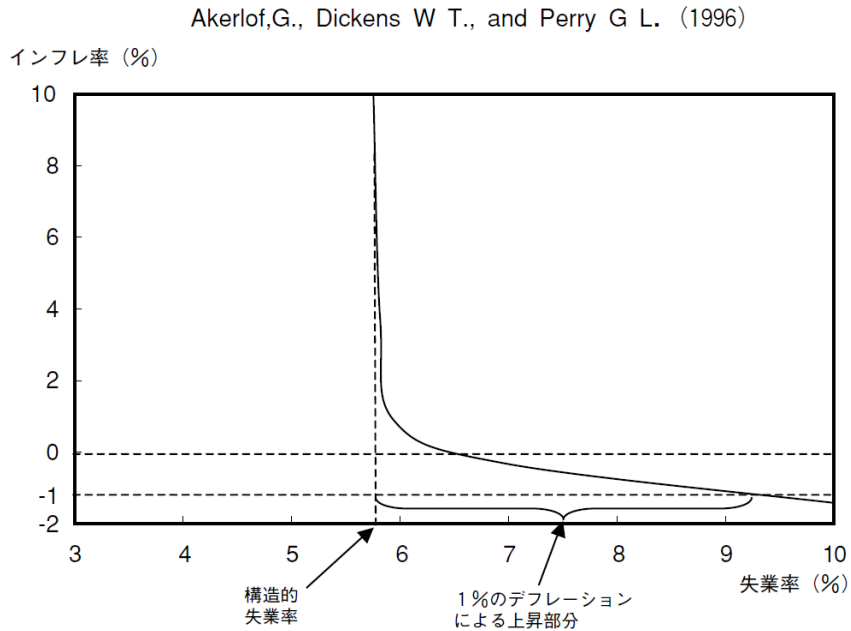
(2) 各種コア指標



- (注) 1. 分布は、消費者物価指数（総合除く生鮮食品）に含まれる個別品目の上昇率分布に対して、正規逆ガウス分布を推計。  
 2. 加重中央値は、消費者物価指数（総合）の各基準年の個別品目の前年比、ウエイトから計算。2005年以前は小・中分類の前年比を使用。  
 3. 消費者物価指数は、消費税調整済み（試算値）。  
 4. 四半期の値は、月次前年比の3か月平均。

(出所) 日本銀行「経済・物価情勢の展望」（2016年7月）

図 13 Akerlof, et al. (1996) のゼロインフレ、デフレがマクロ経済を害することを示すシミュレーション結果（フィリップスカーブが非線形になる）



①企業は独占的競争の行動をとること，②企業はミクロ的なレベルで，同一的なショックではなく，様々な非対称的なショックを受けていること，③企業が連続して赤字とならない限り，本格的な名目賃金の切り下げを行わないこと，等の仮定の下で，マイナスのショックを受けて賃金調整の制約を受けることとなる企業の割合は，ゼロインフレーション，デフレーションの下では大幅に上昇し，こうした企業が雇用調整を行う結果，ゼロインフレーション，デフレーションが失業の増大につながる。

（出所）北浦・原田等（2003）